

2019年中国NPLS信用风险回顾与2020年展望

近三年我国 NPLS 产品概览

单位：亿元，%，倍

项目	2019年	2018年	2017年
总览			
发行规模	109.23	158.80	129.61
发行单数	20	34	19
预期回收率	27.09	38.35	38.91
优先级覆盖倍数	11.10	7.89	8.03
个人抵押贷款			
发行规模	58.40	97.27	82.29
发行单数	4	13	6
预期回收率	67.92	69.26	75.31
优先级覆盖倍数	3.16	3.22	2.87
信用卡			
发行规模	50.83	55.29	27.67
发行单数	16	19	10
预期回收率	16.88	15.73	14.86
优先级覆盖倍数	13.08	11.45	12.39
公司贷款			
发行规模	-	6.25	19.65
发行单数	-	2	3
预期回收率	-	52.42	46.29
优先级覆盖倍数	-	4.37	3.81

结构融资部

何冲

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座11层 100020

主要观点:

- 自第二轮 NPLS 试点开放以来，零售类 NPLS（个人抵押贷款类、信用卡类）市场占有率提升明显，作为商业银行批量处置不良资产的重要渠道，预计 2020 年仍为 NPLS 市场的主流发行品种；
- 近年来公司贷款 NPLS 发行量较低，随着第三轮 NPLS 试点范围扩大以及四大 AMC 的入围，预计 2020 年围绕对公信贷展开的 NPLS 产品发行量有望提升；
- 基础资产整体逾期期限较 2018 年有所下降，存续期内预计个人抵押贷款 NPLS 回收时间将出现一定延后，现金流不稳定性增加，信用卡 NPLS 基础资产回收时间前置，回收率较往年预期将有所提升；
- 个人抵押贷款 NPLS 抵押物价值对优先级证券保障程度有所降低，考虑到我国各地区经济、政策和司法环境差异较大，不动产抵押物处置回收的金额和时间存在不确定性，个人抵押贷款 NPLS 或面临地区集中度风险；
- 信用卡 NPLS 预期回收率和优先级覆盖倍数均较 2018 年呈一定增长，区域集中度虽有所上升，但考虑到基础资产大多聚集于东南沿海发达省份，集中度较高风险仍旧可控；
- 银行不良贷款规模持续增长，农商行不良贷款率居高不下，亟待市场化不良资产处置工具普及，随着 NPLS 试点不断开放，发起机构类型逐步多元化，NPLS 覆盖机构范围有望进一步扩大。

一、不良资产证券化（NPLS）信用风险回顾与展望

（一）2019 年 NPLS 市场概况

2019 年 NPLS 发行量较低，零售类 NPLS 市场占有率提升明显，公司贷款 NPLS 发行量有望提高

截至 2019 年末¹，前两批 18 家试点银行中的 17 家已先后发行 91 单²累计总额约 687.90 亿元的不良资产支持证券，对应的不良资产总额累计 2911.24 亿元。2019 年，市场已发行 NPLS 产品 20 单，合计规模 109.23 亿元，同比下降 31.21%。随着不良资产证券化试点的逐渐拓展，产品基础资产种类更为丰富，涵盖不良类公司贷款、信用卡贷款、个人经营性贷款、个人消费贷款及个人抵押贷款等多个领域³。

2012 年，财政部、银监会发布《金融企业不良资产批量转让管理办法》，其中规定了个人贷款类⁴不良资产不得进行批量转让。第二轮试点开放以来，多家银行以不良类个人经营性贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷款及信用卡贷款等基础资产在市场成功发行，突破了以往零售类不良资产难以批量转让的障碍，为银行处置零售类不良资产开辟了新的渠道。

2016 年~2019 年，零售类 NPLS⁵发行量占总发行量的比例分别为 48.86%、84.84%、96.06%和 100.00%，零售类 NPLS 已成为市场主流。其中，2019 年信用卡 NPLS 占有所有产品比例为 46.54%，同比增长 11.72%，信用卡占零售类 NPLS 的比例逐年增大。

近年来，公司贷款 NPLS 发行量持续下行，2019 年尚未发行公司贷款类 NPLS。对公类 NPLS 通常涉及较复杂的法律尽调、抵押物估值，且抵押物处置回收受各地经济、政策和司法环境差异较大，因此导致公司贷款 NPLS 发行效率较低。随着第三轮 NPLS 试点范围的扩大，以及四大 AMC 等专营性机构的入围，预计 2020 年围绕对公信贷展开的 NPLS 产品发行量有望提高。

¹ 代指截至 2019 年 12 月 9 日，下文同。

² 含由东方资管与信贷资管 2006 年~2008 年发行的三单 NPLS 产品。

³ 方便归类起见，东方金诚将消费贷款 NPLS 并入信用卡贷款 NPLS，个人经营性贷款 NPLS 并入个人抵押贷款 NPLS。

⁴ 包括向个人发放的购房贷款、购车贷款、教育助学贷款、信用卡透支、其他消费贷款等以个人为借款主体的各类贷款。

⁵ 零售类 NPLS 基础资产类型包含信用卡和个人抵押贷款。

图表 1：截至 2019 年末已发行 NPLS 产品类型统计（单位：亿元、%）

期间	公司贷款		个人抵押贷款		信用卡		合计	
	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量
2006~2008 年	134.15	4	-	-	-	-	134.15	4
2016 年	79.82	7	65.70	4	10.58	3	156.10	14
2017 年	19.65	3	82.29	6	27.67	10	129.61	19
2018 年	6.25	2	97.27	13	55.29	19	158.80	34
2019 年	-	-	58.40	4	50.83	16	109.23	20
合计	239.87	16	303.66	27	144.37	48	687.90	91

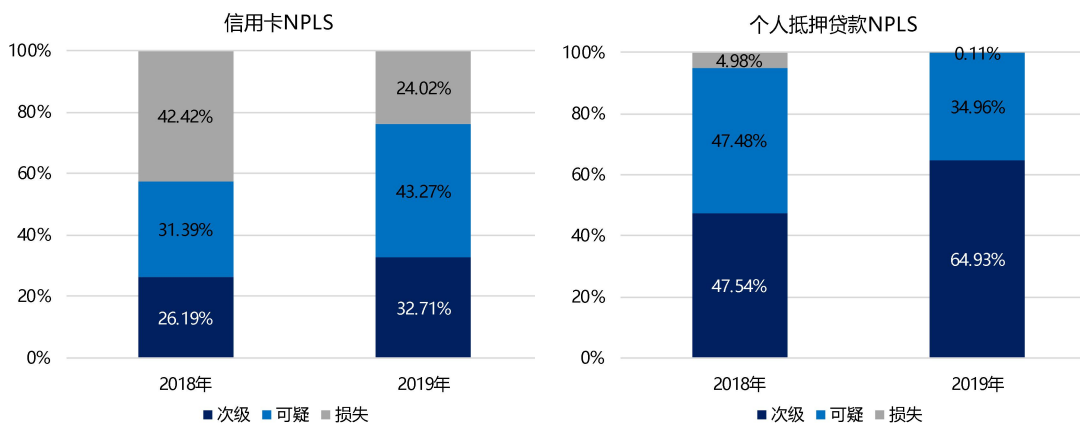
数据来源：CNABS，东方金诚整理

（二）2019 年发行 NPLS 产品信用质量

新发行产品基础资产的五级分类中枢上倾，信用质量总体强于 2018 年 NPLS 产品

五级分类是发起机构依据借款人的还款能力确定贷款遭受损失的风险程度，一定程度上代表了发起机构对于基础资产回收的预期值。个人抵押贷款 NPLS 以次级和可疑为主，信用卡类不良资产分布次级、可疑和损失类。各细分类型的 NPLS 五级分类表现均强于 2018 年产品，其中，信用卡 NPLS 的损失类贷款余额占比出现大幅下降，次级类及可疑类贷款余额占比均有一定提升；个人抵押贷款 NPLS 几乎无损失类贷款，可疑类贷款余额同比有所下降。

图表 2：信用卡和个人抵押贷款 NPLS 五级分类占比及对比



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

新发行产品基础资产的加权平均逾期期限较 2018 年整体有所下降，对以司法清收为主的资产意味着更后置的处置进程，对信用卡类不良资产则意味着更高的预期回收率

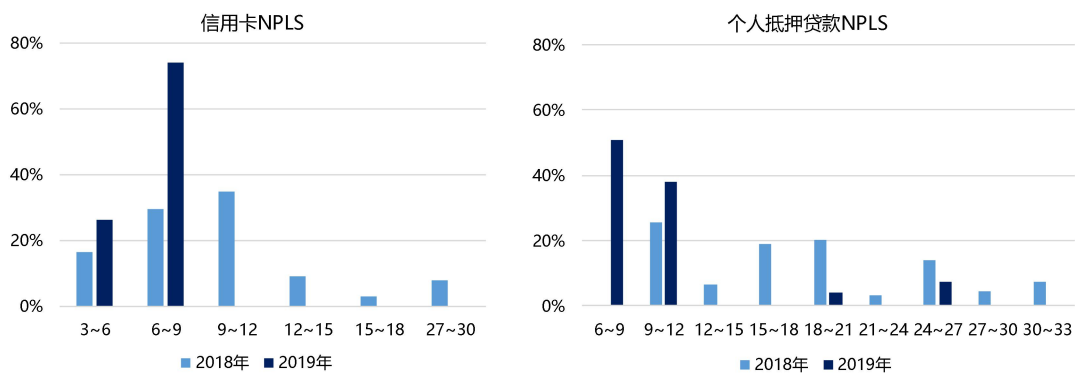
从逾期期限分布来看，2019 年度发行产品基础资产加权平均逾期期限为 9.07 个月，较 2018 年发行产品少 7.09 个月。逾期时间下降对不同细分类型产

品估值影响有所不同。

对于主要通过司法清收的个人抵押不良贷款而言，处置时间较长，平均耗时在二至三年。在合理时间范围内，更长的逾期期限往往意味着更为前置的清收进程（清收进程的前移或取得阶段性进展）。2019 年度发行的个人抵押贷款 NPLS 基础资产加权平均逾期期限为 11.10 个月，较 2018 年发行产品降低 7.78 个月，预计产品层面的回收时间将有所推迟（初始起算日后预期回收时间更长）。

与个人抵押不良贷款不同，信用卡类不良资产主要依靠贷后催收方式实现清收，没有可执行担保物。各家银行信用卡不良资产历史回收数据表明，随着逾期时间的拉长，边际回收率的下降速度越快。信用卡不良资产清收主要集中在形成不良贷款后的前 12 个月。2019 年发行的零售类 NPLS 的基础资产加权平均逾期期限为 6.30 个月，较 2018 年发行产品下降 4.11 个月，对预期回收率形成正面影响。

图表 3：各细分类型 NPLS 基础资产逾期时间分布（单位：月）



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

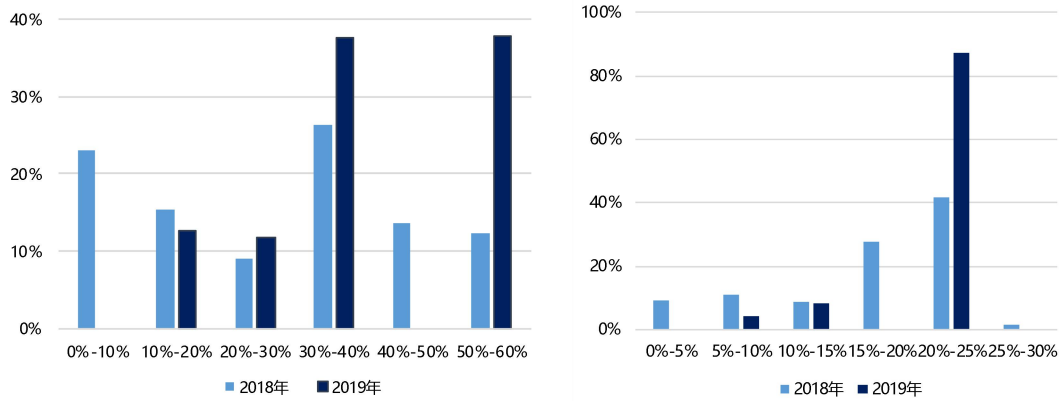
新发行产品以住房/商铺为抵押物的个人抵押贷款 NPLS 的抵押回收率有所上升，但抵押物对优先级证券的保障程度有所降低

个人抵押贷款 NPLS 的基础资产均附有住宅和商铺（包括商业用房）等抵押物担保，为基础资产池现金回收提供较强的支撑。2019 年，个人抵押贷款类 NPLS 的抵押物加权平均抵押回收率为 38.21%，同比上升 10.73 个百分点。就基础资产抵押率来看，新发行产品的加权平均抵押率为 21.33%，较 2018 年发行产品上升 3.53 个百分点，基础资产清收获得抵押物的保障程度有所下降。抵押物价值出现下滑，是造成个人抵押贷款 NPLS 抵押回收率上升，以及抵押物对优先级证券的覆盖倍数下降的主要原因。

图表 4：个人抵押贷款 NPLS 抵押回收率⁶及抵押率⁷分布

⁶ 抵押物回收率=预计回收金额/封包日抵押物价值。

⁷ 抵押率=优先级资产支持证券本金/封包日抵押物价值。



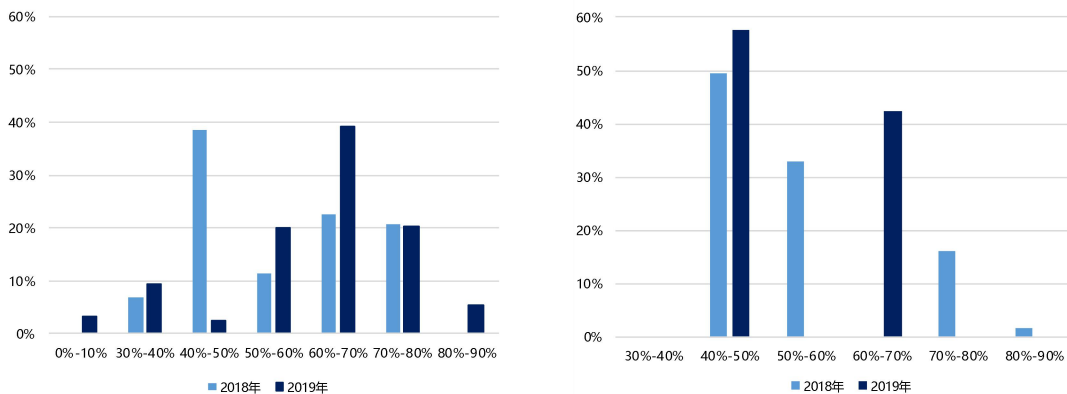
资料来源：计划说明书，东方金诚整理

零售类 NPLS 区域集中度较 2018 年上升幅度较大，其中个人抵押贷款 NPLS 受区域司法环境差异性的影响，地区集中度风险较高

零售类 NPLS 因单笔贷款金额小、入池资产笔数众多，借款人集中度水平很低。由于资产同质化程度极高，挑选的入池资产可覆盖全国大部分区域，因而地区集中度相对公司贷款 NPLS 较低。

2019 年发行的 NPLS 的信用卡 NPLS 地区集中度⁸为 59.79%，同比上升 4.48 个百分点，考虑到该类基础资产的处置回收受地域性因素较小，且其小额分散的特性强于个人抵押贷款，产品区域差异性风险仍旧可控；个人抵押贷款类 NPLS 地区集中度为 54.89%，同比上升 1.71 个百分点仍处于高位，回收现金流受特定区域处置环境变动影响较大，地区集中度风险较高。

图表 5：个人抵押贷款 NPLS 和信用卡 NPLS 地区集中度分布



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

新发行个人抵押贷款类 NPLS 基础资产主要分布于中部地区，受特定地区的经济、政策和司法环境差异影响，个人抵押贷款类 NPLS 风险或将出现地域分化

从分布地来看，信用卡 NPLS 的基础资产仍聚集在东南部沿海发达省份，该

⁸ 地区集中度代指前五大地区集中度，下同。

片地区经济环境活跃，政策环境和司法环境相对健全，有利于不良资产的清收，一定程度上减缓了地区集中度较高的风险。个人抵押贷款 NPLS 的基础资产地区分布变化较小，仍主要分布于中部地区；此外，广东省涉及的不良贷款本息余额占比提升较快，主要系“工元至诚 2019-2”与“建鑫 2019-5”发行金额较大，且基础资产处于广东省的占比较高所致。

鉴于各地经济环境活跃度、政策环境和司法环境完善程度等存在差异，同时我国房地产市场总体下行、区域市场分化，各地抵押物价值及变现能力对不良资产清收影响各异，相关产品风险受特定地区环境的影响较大。

图表 6：信用卡 NPLS 基础资产前十大省份分布（单位：%）

序号	2019 年发行产品		2018 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	21.54	广东省	16.41
2	浙江省	9.28	福建省	7.30
3	江苏省	8.32	浙江省	7.24
4	福建省	7.97	江苏省	6.78
5	湖北省	7.53	河南省	5.89
6	河南省	7.19	湖北省	4.96
7	山东省	6.10	山东省	4.17
8	辽宁省	3.13	湖南省	3.79
9	广西壮族自治区	2.33	辽宁省	2.70
10	上海市	2.00	北京市	2.13
合计	75.39		61.38	

资料来源：计划说明书，东方金诚整理

图表 7：个人抵押贷款 NPLS 基础资产前十大省份分布（单位：%）

序号	2019 年发行产品		2018 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	17.93	陕西省	7.33
2	河北省	10.99	辽宁省	6.85
3	辽宁省	9.55	湖南省	5.95
4	山东省	5.68	湖北省	5.31
5	湖南省	5.21	重庆市	5.08
6	四川省	5.07	内蒙古自治区	5.00
7	陕西省	3.41	山东省	4.50
8	重庆市	3.34	吉林省	4.11
9	福建省	3.04	福建省	4.07
10	湖北省	3.03	河北省	4.04
合计	67.26		52.24	

资料来源：计划说明书，东方金诚整理

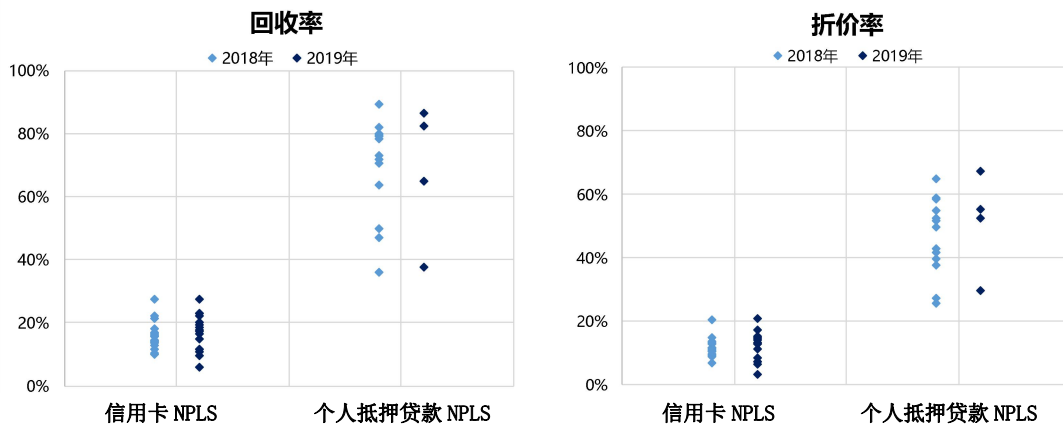
新发行产品中信用卡 NPLS 整体预期回收率基本与去年发行产品持平，折价率较去年有所增加

2019 年 NPLS 的整体预期回收率与 2018 年表现较为相似。信用卡类 NPLS 整体预期回收率⁹较低，信用卡借款人为自然人，经发起机构审核借款人资质后发放，一般来说具有较好的还款能力和意愿，回收时间主要集中于前 12 个月，随着逾期时间拉长边际回收率快速下降。由于没有可供执行的抵质押物和保证担保人，同时已发行信用卡 NPLS 基础资产逾期期限较短，因次整体预期回收率不高。2019 年，信用卡 NPLS 平均预期回收率为 16.88%，同比增加 1.16 个百分点。

个人抵押贷款 NPLS 借款人为个人或经营的小微企业，抗辩能力较弱，且基础资产全部附抵押物（住宅或商铺），变现能力相对较强、处置难度相对较低、整体预期回收率高。2019 年个人抵押贷款 NPLS 平均预期回收率为 67.92%，同比降低 1.34 个百分点。

区别于正常类信贷资产平价转让¹⁰，NPLS 产品依据估值折价买入基础资产，因而发行规模相对基础资产未偿本息存在大幅折价。整体折价率¹¹方面，信用卡 NPLS 折价率一般在 8%~18%之间，折价率很低；个人抵押贷款 NPLS 折价率最高，折价率大多分布于 40%~60%之间。与 2018 年发行产品比较，2019 年发行的信用卡 NPLS，平均折价率从 11.69% 上升至 12.02%；2019 年个人抵押贷款 NPLS 平均折价率为 51.24%，同比上升 4.63 个百分点。

图表 8：2018 年和 2019 年 NPLS 回收率及折价率



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

个人抵押贷款 NPLS 优先级比例有所降低，零售类 NPLS 的优先级覆盖倍数保持稳定

截至 2019 年末，已发行 NPLS 产品分层较为简单，仅按优先/劣后偿付顺序分为优先级和次级资产支持证券，且优先级资产支持证券均获得 AAA_{sf} 信用级别。

⁹ 回收率=预计回收金额/封包日资产池未偿本息费余额。

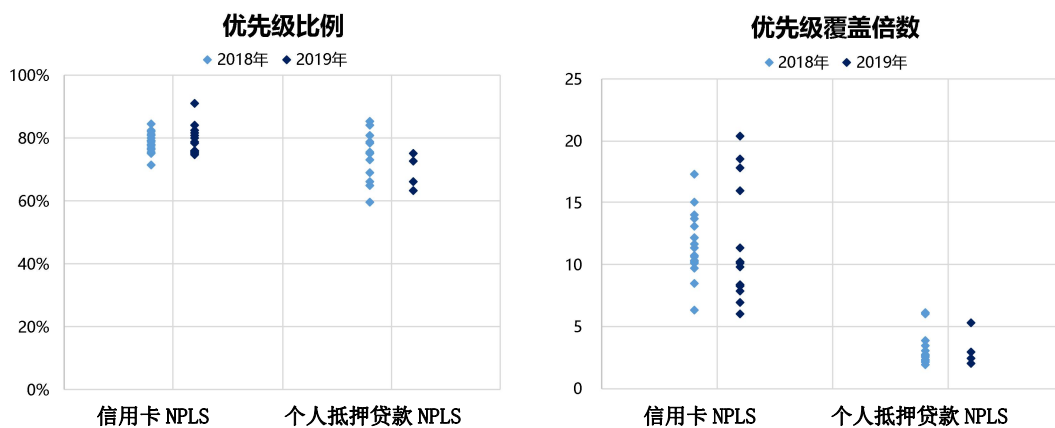
¹⁰ 系指发行规模与资产池未偿本金规模相等。

¹¹ 折价率=发行规模/封包日资产池未偿本息费余额。

优先级比例方面，2019年信用卡NPLS的平均优先级比例为78.81%，与2018年78.53%接近持平；个人抵押贷款NPLS的平均优先级比例为69.25%，同比下降4.94个百分点。

优先级规模是在预期期限内估值折现的基础上进行AAA_{sf}级证券的估值波动压力测试后确定的，因此优先档证券规模相对基础资产整体回收估值存在进一步的折价。从优先级覆盖倍数¹²上看，2019年信用卡NPLS的平均覆盖倍数为13.08倍，较2018年（11.45倍）提升明显；个人抵押贷款NPLS的平均覆盖倍数为3.16倍，与2018年基本持平。受益于个人抵押贷款NPLS存在流动性较强的抵押物担保，其要求的覆盖倍数远低于信用卡NPLS。

图表 9：2018 年和 2019 年 NPLS 优先级比例及优先级覆盖倍数



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

流动性储备账户和外部流动性支持机制为 NPLS 常用的流动性风险缓释工具，其中独立第三方提供流动性支持得到更多运用

2019年发行的NPLS基本都设置了流动性储备账户，一般设定为下一期应付税费、限额内费用、中间参与机构报酬（贷款服务机构报酬除外）、流动性支持机构承诺费、优先档证券利息总和的1倍、1.5倍或2倍。证券摊还方式方面，由于不良类资产现金流回收金额和时间的不确定性较高，新发行NPLS同历史发行产品一样均采用过手摊还。

近年来，部分个人抵押贷款NPLS通过引入外部流动性支持机构，对优先档证券利息以及优先于优先档利息的税费部分提供流动性支持，例如2019年发行的工元至诚2019-2、2019-3、2019-4以及建鑫2019-5等。该模式在现金流分配顺序中主要采用独立第三方的流动性支持模式将流动性支持义务与次级证券投资权利人权利分离，进一步发挥了不良资产证券化的市场化效力。信用卡NPLS由于资产笔数多，单笔未偿余额较低，还款时间较分散，与公司贷款和个人抵押贷款NPLS相比现金流入更加平滑，因而大多未引入外部流动性支持。

¹² 优先级覆盖倍数=封包日资产池未偿本息费余额/优先级资产支持证券本金。

（三）2020 年 NPLS 市场展望

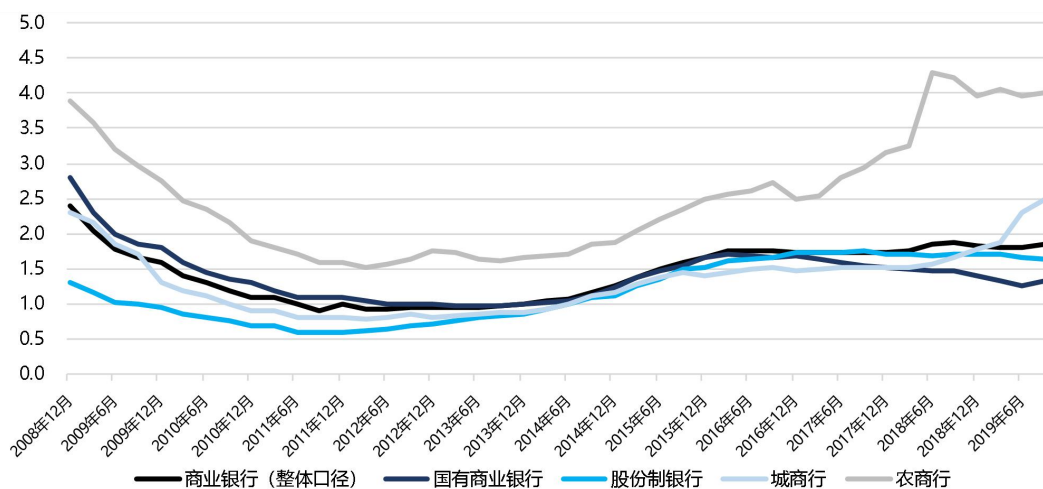
银行不良贷款规模持续增长，NPLS 试点范围的进一步扩大有利于市场化不良资产处置工具的普及

随着中国经济结构性调整的持续和深入，银行业整体的不良贷款规模将会呈现持续增长的态势。2016 年以来，大型商业银行和股份制银行不良贷款率控制良好，但城商行及农商行的不良贷款率仍处高位，农商行不良贷款率远高于其他类型银行并快速攀升，亟待市场化不良资产处置工具的普及。近年多方面政策推动了不良资产的市场化经营，商业银行不良资产处置手段不断丰富，但由于时间尚短，政策指引尚未惠及广大地方性银行。相较于其他不良资产处置工具，不良资产证券化的标准化程度较高、信息披露相对更加完善、面向投资者群体更为广泛、已发产品运行良好并获得投资者价值认同和超额认购。

第三轮 NPLS 试点范围进一步扩大，首次引入四大 AMC、农商行等新机构类型。其中，以化解和处置国有银行不良贷款为目的成立的四大 AMC，在资产估值、债务重组、债务追偿等领域具有很强的专营性、专业性和竞争力，在经营区域范围和涉及资产类型上具有广泛性。随着 AMC 试点的引入，预计 2020 年 NPLS 产品基础资产标的物将更加多元化。

另一方面，我国农商行不良率近年来居高不下，降低不良资产规模迫在眉睫，第三轮试点引入的 6 家农商行相较于我国 1400 余家农商行的总量仍旧较少，农商行 NPLS 发展空间很大。因此，NPLS 试点范围预计将会进一步扩展，覆盖更多地方性银行，助力我国银行业处置存量不良资产、释放信贷额度、缓释持续经营风险。

图表 10：2008 年~2019 年三季度末不同类型商业银行不良贷款率走势（单



资料来源：中国银监会，东方金诚整理

零售类 NPLS 是商业银行批量处置不良资产的主要渠道，具有分散性好、发行效率高的优势

零售类 NPLS 突破了以往零售类不良资产难以批量转让的障碍，为银行零售类不良资产处置开辟了新的渠道，2019 年发行的 NPLS 产品均为零售类 NPLS，目前已成为 NPLS 市场的发行主力。

另一方面，零售类信贷资产单笔金额小，作为 NPLS 基础资产分散性较好。特别的对于信用卡不良信贷资产，其具备极好的同质性和充足的历史数据，现金流可预测性较强且较为平滑，有利于缓解发起机构与投资人信息不对称，解决尽调难度大和成本高的难题，建立体系化的、标准化的定价机制。基于发起机构获益和市场效率提升两方面因素，预计零售类 NPLS 发行量将持续增长。

我国房地产市场区域性分化加剧，个人抵押贷款 NPLS 信用风险或面临分化

个人抵押贷款 NPLS 基础资产的处置清收主要依赖于抵押物，以住宅和商铺为主。虽然住宅和商铺整体较易变现，但回收价值和时间受地区房地产市场环境影响很大。以 2019 年发行的个人抵押贷款 NPLS 基础资产所在的前十大省会城市二手房住宅价格作为参考，2016 年房地产市场迎来本轮周期高点，二手房价格增长率随之快速回落至低位。

十大省会城市二手房市场整体变化趋势趋同，但区域分化明显。以广州为例，2016 年广州二手房价增长率为 20.99%，2019 年下降至-0.61%。若进一步考虑抵押物所在省份除省会以外的三、四线城市，房地产市场区域性分化将更为明显。个人抵押贷款 NPLS 在地区分散性不足的情形下，信用风险或将面临进一步分化。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。