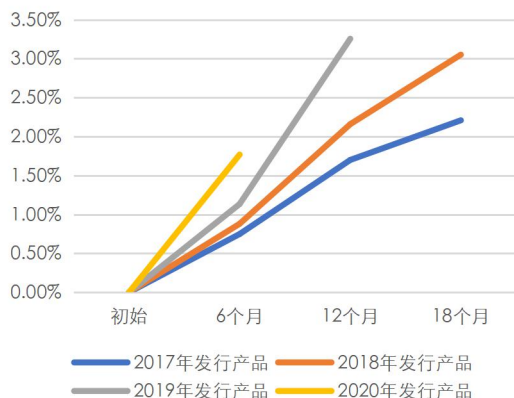


2020年我国消费金融ABS信用风险回顾与2021年展望

图表 1：我国消费金融 ABS 发行概况

	2020 年	2019 年
银行间和交易所市场发行情况合计		
发行单数 (单)	344	134
发行规模总额 (亿元)	4579.97	3130.47
银行间消费金融 ABS 基础资产情况		
加权平均贷款笔数 (万笔)	146.54	83.25
前 20 大借款人占比 (%)	0.16	0.13
借款人平均收入债务比 (倍)	6.79	9.68
加权平均账龄 (月)	4.10	4.71
加权平均剩余期限 (月)	14.61	12.25
银行间消费金融 ABS 交易结构		
AAA 档加权平均占比 (%)	78.54	84.42
加权平均超额利差 (%)	8.18	7.21

图表 2：消费金融 ABS 累计违约率



结构融资部

路曦

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座
12 层 100600

主要观点:

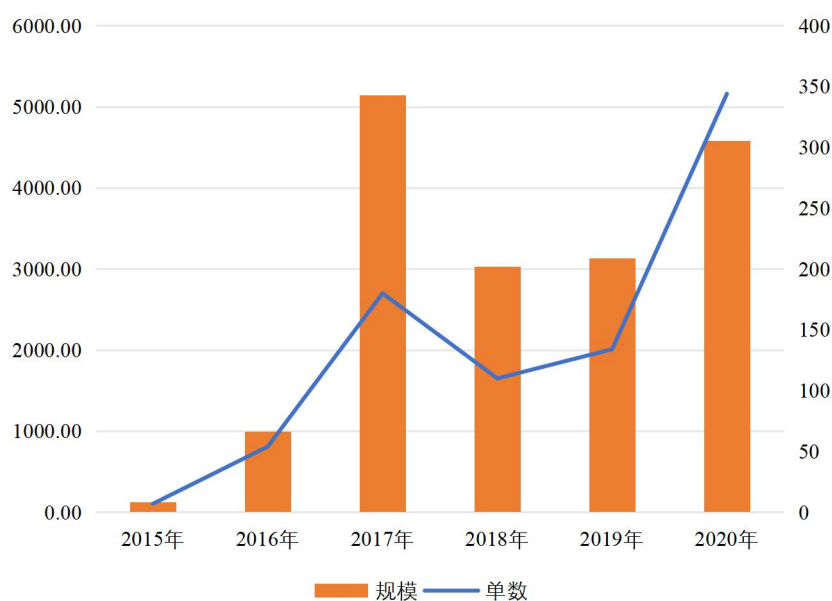
- 2020 年消费金融 ABS 发行端总体受新冠疫情影响较小, 发行主体以头部小贷公司为主, 总单数大幅增加, 单笔规模有所下降, 集中度风险有所降低;
- 2020 年商业银行发行消费金融 ABS 受疫情影响较大, 发行量和规模大幅缩减, 预计未来 1 至 2 年内逐步恢复至疫情前水平;
- 受新冠疫情影响, 基础资产累计违约率有所上升, 违约回收率仍较低, 但 2020 年新发行产品的分散程度、超额利差、次级比例等同比均有所上升, 缓冲了违约率上升带来的损失, 产品存续期风险整体维持平稳;
- 居民杠杆率的提高和民间借贷利率新规带来的超额利差收窄短期内将导致基础资产质量有所下沉且短期内难以改善, 信用风险主要靠次级吸收, 预计 2021 年产品次级比例将进一步上升, 保障优先级的支撑效果;
- 2020 年 11 月, 网络小贷公司最严监管令出台, 其融资渠道收窄, “蚂蚁系”、“京东系” ABS 融资规模将有所收缩。随着监管体系不断完善, 预计 2021 年消费金融 ABS 整体发行量将有所下降, 发行主体向银行和消费金融公司转移。

一、消费金融 ABS 信用风险回顾

2020 年我国消费金融 ABS 发行端整体受新冠疫情影响较小，发行单数大幅增加，单笔规模有所下降，发行主体以消费金融公司和小贷公司为主，银行系产品大幅减少

2020 年，我国银行间和交易所市场共发行 344 单消费金融资产证券化产品，总规模为 4579.97 亿元，较 2019 年全年相比发行数量和发行数量再创新高，但单笔发行规模有所下降。

图表 1：近年来消费金融 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



注：图表 1 统计包括所有银行间和交易所产品

分市场来看，2020 年发行产品中，银行间产品单笔平均规模 20.79 亿元，较 2019 年下降 21.96 亿元。单笔平均规模下降主要系 2020 年单笔发行规模大的商业银行信贷类消费金融 ABS 大幅减少，2019 年招商银行、光大银行等发行了多期“和智”、“阳光”系列产品，单笔发行规模均在 90 亿元以上，而 2020 年“和智”系列发行量大幅下降，杭州银行发行了“幸福”系列，单笔发行规模 30 亿元。2020 年爆发的新冠肺炎疫情导致银行系消费贷基础资产的增长较慢，且违约风险有所增加，较高的市场风险溢价要求降低了商业银行的发行动力。

ABN/ABCP 类的发行主体主要为消费金融公司（“捷赢”系列等）和电商平台（“京东白条”系列等），该类主体单笔发行规模较

小；交易所产品单笔平均发行规模为 12.65 亿元，较 2019 年下降 3.31 亿元。

图表 2：2019 年及 2020 年银行间和交易所消费金融 ABS 发行情况（单位：单、亿元）

	2019 年		2020 年	
	发行单数	发行规模	发行单数	发行规模
银行间市场	37	1581.86	28	582.22
其中：ABN/ABCP	16	180.00	18	204.80
信贷类	21	1401.86	10	377.42
交易所市场	97	1548.61	316	3997.75
合计	134	3130.47	344	4579.97

从发行主体来看，银行间产品发行主体主要为商业银行和持牌消费金融公司，受银保监会监管，其中持牌消费金融公司须年满三年才可能获批发行消费金融 ABS 资格，但相比小贷公司有更高的杠杆率上限（10 倍）。2020 年 3 月和 11 月，晋商消费金融和中邮消费金融相继获批发行消费金融 ABS 资格，成为国内第 10 家和 11 家获批发行消费金融 ABS 的持牌消费金融公司。2020 年上半年，湖北消费金融发行了首单消费金融 ABS 产品“楚赢 2020-1”，发行主体持续扩容。2020 年以来，随着监管部门相继批筹 6 家消费金融公司，其中包括 2020 年 9 月获批筹建的重庆蚂蚁消费金融有限公司，其注册资本高达 80 亿元。截至目前我国已有 30 家消费金融公司，未来消费金融 ABS 发行主体有望持续扩容。

交易所消费金融 ABS 发行主体主要为小贷公司，产品主要为“花呗”、“借呗”、“东道”等系列产品，发行主体自 2019 年以来逐渐趋于稳定，以阿里系、京东系等头部小贷公司为主要发行主体，小米、百度、苏宁旗下的小贷公司也参与发行，但市场份额相对较小。

从基础资产类别来看，2020 年，银行间和交易所消费金融 ABS 基础资产多为一般消费贷款，仅和智 2020-1 和和智 2020-2 为信用卡类基础资产。

因交易所 ABS 产品基础资产特征、累计违约率、违约回收率、早偿率等数据可得性受限，本报告下文涉及这些指标分析引用数据均来源于银行间产品。

从基础资产特征来看，2020 年发行的银行间消费金融 ABS 贷款笔数有所上升，主要系北京京东世纪贸易有限公司发行 9 单“白条”产品，贷款笔数均在 200 万笔以上，资产分散度很高。资产加权平

均账龄和剩余期限较短，借款人平均收入债务比继续保持较好水平。2020 年相对宽松的流动性与上半年较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。整体资产池指标表现较好，有利于构成高度分散，现金流回收较为平缓的资产池。

图表 3：近年来银行间消费金融 ABS 资产池表现

指标	2018 年	2019 年	2020 年
加权平均贷款笔数（万笔）	74.57	83.25	146.54
前 20 大借款人占比（%）	0.16	0.13	0.16
借款人平均收入债务比（倍）	7.14	9.68	6.79
加权平均账龄（月）	3.92	4.71	4.10
加权平均剩余期限（月）	12.03	12.25	14.61
超额利差均值（%）	6.16	7.21	8.18

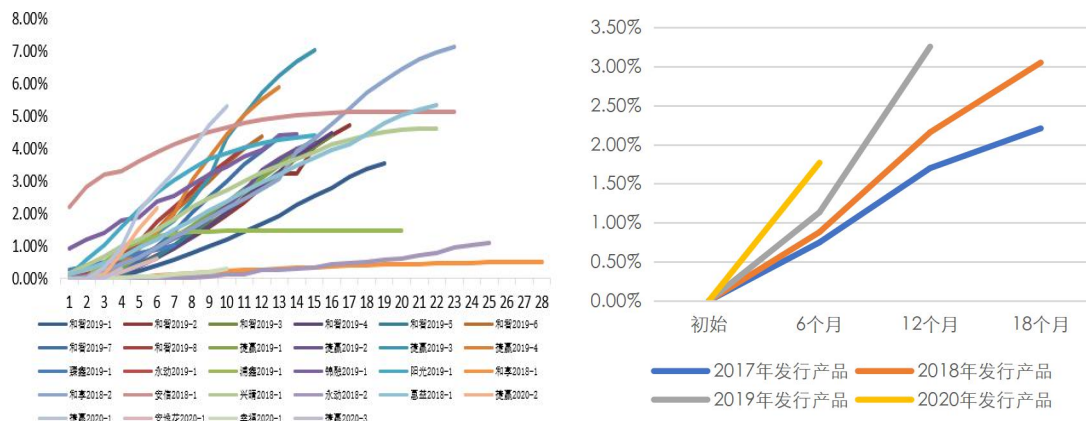
消费金融 ABS 违约率高于 RMBS 和 auto-ABS，受新冠疫情影响，2020 年发行产品的基础资产累计违约率高于往期

受消费贷款无抵押、质押、担保等还款保证措施影响，消费金融 ABS 基础资产违约率显著高于 RMBS 和 auto-ABS。大部分产品设置了触发加速清偿事件的累计违约率阈值，银行间产品一般设置为某一时点累计违约率在 5%~10% 范围内触发加速清偿事件，持牌消费金融公司发行产品相应设置范围为 10%~20%。截至 2020 年末，各存续期产品均未触发加速清偿事件设置的累计违约率阈值。

持牌消费金融公司发行产品累计违约率高于银行发行产品。商业银行的还款情况直接与个人征信系统关联，一定程度上可以保障借款人的还款意愿；消金公司的客户群体呈低龄化，客户质量相对较差，且利率较高，累计违约率显著偏高。截至 2020 年 10 月末，捷赢 2019 和 2020 系列平均累计违约率分别为 5.29% 和 2.61%。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情带来的影响，居民的可支配收入普遍下降，消费意愿和消费能力均有所下降，还款能力欠佳，存续产品的累计违约率迅速攀升，2020 年发行产品前 6 个月累计违约率高于往期，基础资产质量有所下沉。

图表 4：截至 2020 年 10 月末银行间消费金融 ABS 累计违约率



数据来源：各单产品受托报告，东方金诚整理

基础资产违约率提高，质量略有下沉，但次级支持效果仍较好，基础资产违约部分主要由次级吸收

考虑到不同产品存续期限不一，考虑到数据的可得性，本报告选取同系列产品存续第 13 期时累计违约率进行比较以研究近年来同类产品基础资产质量变化情况。根据图表 5，2019 年的“和享/和智”系列、“捷赢”系列存续相同期间后的累计违约率较 2018 年发行产品高，基础资产质量略有下沉。

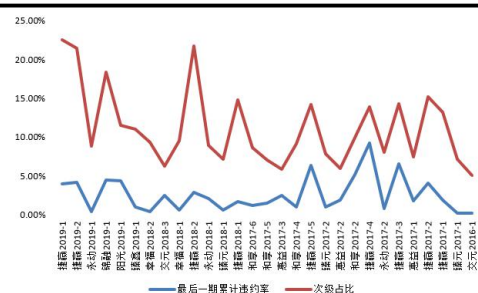
从已清算产品来看，银行间清算产品最后一期累计违约率位于 0.17%~9.25%之间，而多数产品次级占比在 5%~20%之间。根据图表 6，在不考虑违约回收的情况下，已清算产品最后一期，产品次级依然能够高出最终累计违约率约 10%，次级对优先级的信用支撑仍然很强，产品的整体风险可控。

考虑到新冠疫情的持续性和滞后性影响，存续期产品逾期情况或将持续，但考虑到次级的内部信用支撑作用较强，疫情对存续期产品的负面影响主要由次级部分消化。

图表 5: 同类产品存续第 13 期累计违约率统计 (单位: %)

和享 2018-1	和享 2018-2	和智 2019-2	和智 2019-3
0.22	2.17	3.24	3.26
捷赢 2018-2	捷赢 2018-3	捷赢 2019-3	捷赢 2019-4
2.91	2.92	6.27	5.91

图表 6: 已清算产品最后一期累计违约率和次级统计



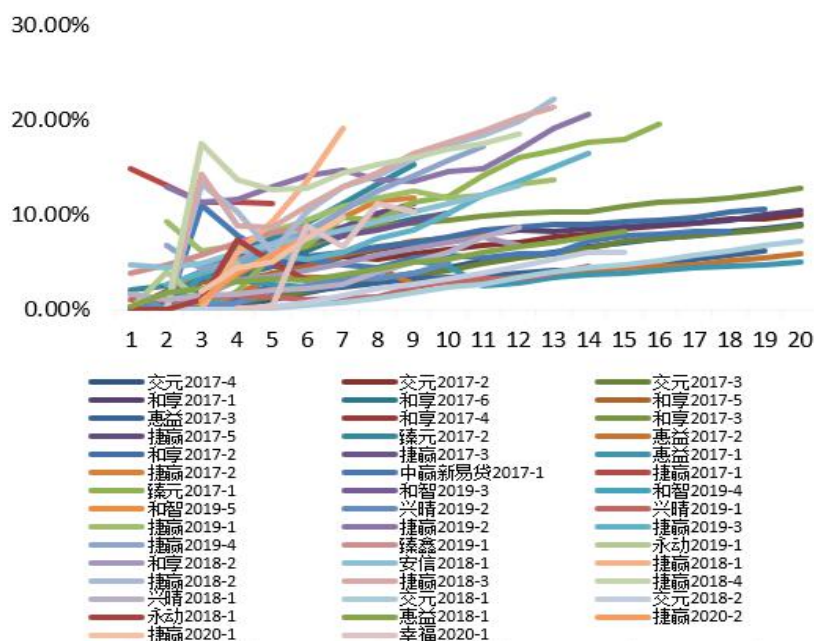
2020 年受疫情影响，基础资产累计违约回收率增长放缓，违约回收率整体水平较低且差异化明显

各个产品违约回收情况有所差异，“捷赢”系列的违约率水平较高，但由于贷款服务机构催收能力强，违约回收率较高，产品存续期 12 个月后的违约回收率可达到 10% 以上。银行类产品的违约回收率较低，存续期一般不超过 10%。

违约回收率受基础资产底层借款人的行业、年龄分布影响较大。2020 年新冠肺炎疫情对建筑业、制造业等冲击很大，疫情期间企业停工停产导致居民偿债能力下降。同时催收机构的催收效率下降，回收金额减少。总体来看，2020 年以来存续期产品累计违约回收率增长速度同比有所放缓。

消费贷款主要为信用贷款，基本无抵质押措施担保，且央行个人征信系统尚不完善，目前我国央行征信系统信贷记录覆盖率不及 30%，大批借款人违约后无相应的贷款记录，借款人违约成本较低，违约后偿还动力不足导致产品违约回收率较低。同时我国居民债务负担不断加重，2017 年~2019 年，我国人均可支配收入上涨 18.48%，同期居民短期贷款增长 37.41%，居民短期贷款增长幅度远超过人均可支配收入，居民债务负担的不断加重也不利于基础资产后续回收。

图表 7: 截至 2020 年 10 月末银行间消费金融 ABS 累计违约回收率

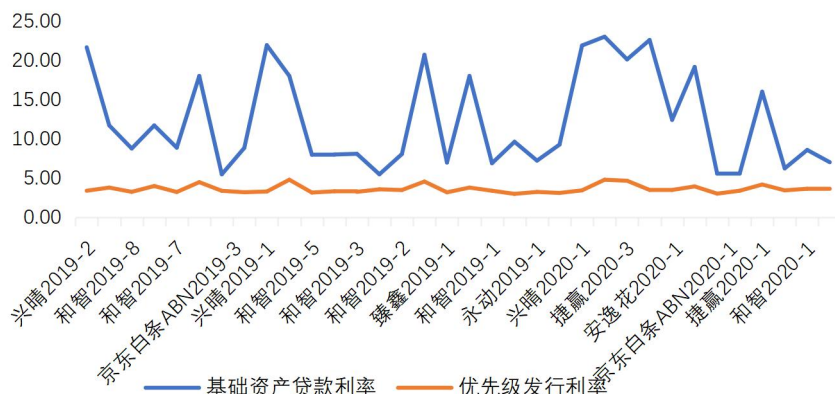


数据来源: 各单产品信息, 东方金诚整理。因存续期短, 部分产品只有约 12 期的数据

受益于 2020 年宽松的流动性与较低的利率环境, 超额利差均值较 2019 年有所上升, 疫情影响下产品仍有较高的安全边际

2020 年发行的银行间产品加权平均贷款利率为 11.76%, 平均发行利率为 3.58%, 超额利差为 8.18%, 较 2019 年进一步上升。2020 年宽松的流动性与较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。同时, 较高的贷款利率为产品提供了良好的超额利差保障, 疫情影响下优先级仍有较高的安全边际。

图表 8: 2019 年和 2020 年消费金融产品基础资产利率和优先级发行利率 (单位: %)

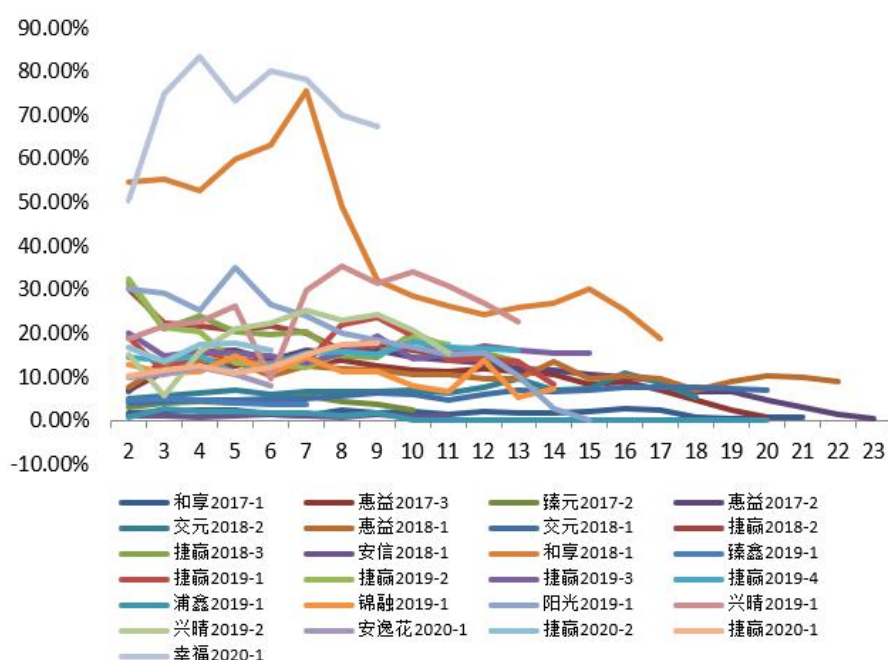


早偿率普遍偏高, 完善的交易结构设计缓释了早偿引起的流动性风险

因贷款利率较高, 消费金融 ABS 早偿率一直维持较高水平。截

至 2020 年 10 月末，产品年化早偿率位于 10%~20%之间，较上年末有所下降。其中“捷赢”系列产品发行主体为捷信消费金融有限公司，因贷款利率较高且无提前还款费用，年化提前还款率高达 20%，此外“幸福 2020-1”为杭州银行股份有限公司发行，年化早偿率很高，超过 50%；而“交元”系列信用卡分期债权因合同约定提前还款费用较高，借款人提前还款意愿低，年化早偿率约为 5%左右。因产品设置优先级为过手摊还，完善的交易结构设置在一定程度上缓释了早偿引起的流动性风险。

图表 9：截至 2020 年 10 月末银行间部分消费金融 ABS 年化早偿率



数据来源：各单产品受托报告，东方金诚整理。因封包日至设立日产品早偿金额较多，早偿率从第二期开始计算

二、消费金融 ABS 展望

居民杠杆率的提高和民间借贷利率新规带来的超额利差收窄短期内将导致基础资产质量有所下沉且短期内难以改善，但同系列产品次级比例略有上升，次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控

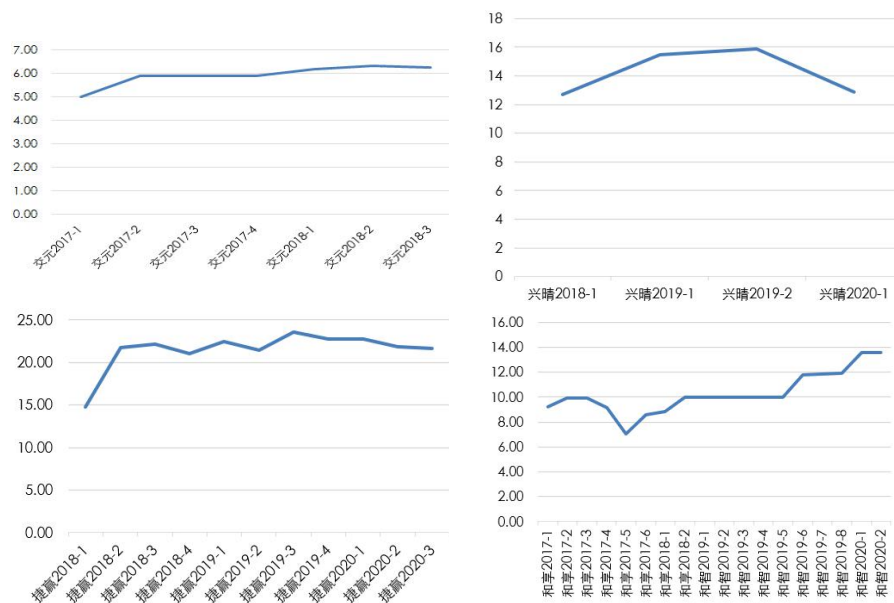
消费贷无抵押物，借款人的违约成本相比 RMBS 和 auto-ABS 较低，在当前居民杠杆率不断提高及宏观经济下行的背景下，叠加疫情的滞后性和持续性影响，对借款人的还款能力造成一定的不利影响，2020 年发行产品中，借款人加权平均收入债务比已有所下降，

预计短期内基础资产质量将继续下沉。

2020年8月20日，最高人民法院正式发布《关于修改〈关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定〉的决定》，调整民间借贷利率的司法保护上限为LPR的4倍，根据目前一年期LPR3.85%的水平，民间借贷利率上限为15.4%，低于部分存续消费金融公司ABS的加权平均贷款利率（如“捷赢”系列）。随着消费金融公司新增贷款的利率下行，超额利差的收窄对优先级的支撑作用将有所下降，造成基础资产质量下沉。

居民杠杆率的不断提高和超额利差的收窄导致基础资产质量的下沉且在短期内难以得到显著改善，优先级的支撑左右主要依靠次级比例上升带来的缓冲作用。本报告选取发行产品较多的“交元”、“兴晴”、“捷赢”和“和享/和智”系列产品进行比较，2017年~2020年，同系列产品次级比例有所提升，次级比例有所提升为优先级提供了更多保障。

图表 10: 2017 年~2020 年同系列产品次级比例统计 (单位: %)



预期基础资产质量短期内难以改善，不同目标信用等级下资产池违约比率和损失比率或将有所上升。预期次级比例或将继续提升，保障次级对优先级的支撑作用，目前存续期产品的累计违约率仍低于次级，产品整体风险可控。

网络小贷公司最严监管令出台，小贷公司的融资渠道大幅收窄，“蚂蚁系”、“京东系”续发困难，预计2021年消费金融ABS发行

量将下降，发行主体向银行和消金公司转移。

2020年11月2日，中国银保监会、中国人民银行在官网公布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“新规”），对网络小贷公司的注册资本金、业务范围、贷款金额和用途、联合贷款等方面做出新的规定，新规实施后将对小贷公司的经营和融资产生重大影响。新规要求，网络小贷公司的注册资本不得低于10亿元，跨省经营的小贷公司注册资本不得低于50亿元，而对比持牌的消费金融公司注册资本3亿元的最低要求，小贷公司的注册资本金要求严格许多。融资方面，新规规定，网络小贷公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的1倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍，且获得发行债券和资产证券化的业务资质的网络小贷公司必须满足经营管理较好、风控能力较强、监管评价满足一定标准等前提条件。

资产证券化一直是小贷公司的重要融资手段，以蚂蚁集团为例，2020年以重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁商诚”）和重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）为原始权益人在上交所和深交所发行的消费金融ABS产品达到70单，规模达到1300亿元，占2020年消费金融发行总规模的28.38%，接近三分之一，存续产品规模更是超过3000亿元。截至2019年末，蚂蚁商城净资产176.09亿元，蚂蚁小微净资产171.45亿元，按净资产的4倍要求融资规模应控制在1390.16亿元内，远小于存续产品规模。新规正式实行后，目前交易所市场上的主要发行主体“蚂蚁系”“京东系”小贷公司通过发行ABS融资的渠道和规模都将受限，预计2021年消费金融ABS产品发行规模和速度都将受到显著抑制。

另外，按照新规要求，在单笔联合贷款中，网络小贷公司的出资比例不得低于30%。而目前的放贷模式中，持牌金融机构与网络小贷平台合作的模式形成主流，持牌金融机构（如银行）的资金成本较低，而像蚂蚁集团在内的网络消费平台的用户面很广，用户量大，二者的联合贷款业务得到广泛。根据蚂蚁集团的招股说明书，截至2020年6月末，平台促成的1.7万亿元信贷余额中，由金融机构合作伙伴进行实际放款或已实现资产证券化的比例合计约为98%，

其余 2% 则通过蚂蚁商诚和蚂蚁小微发放，联合放贷带来的杠杆效应巨大。新规实施后，小贷公司依靠自有资金和融资进行放贷，业务规模将大幅缩减，相应的，作为消费金融 ABS 的基础资产，产品发行量将下降，存续产品的后续循环购买资产充足情况也值得关注，但由于目前已发行产品期限相对较短，存续产品的整体风险尚处于可控范围内。

随着鼓励消费政策的出台及投资端环境不断完善，以银行和消费金融公司为发行主体的消费金融 ABS 将具有广阔的市场空间

2020 年，国家出台一系列政策促进消费拉动内需。3 月 13 日，国家发展改革委、财政部、文化和旅游部等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出 19 条促消费硬举措；3 月 18 日，国家发展改革委印发《消费扶贫助力决战决胜脱贫攻坚 2020 年行动方案》，并联合 27 个部门和单位开展 30 项具体行动。目前经济面临下行压力，消费行业受疫情影响较大，预计刺激消费的政策具有可持续性。2020 年下半年，随着金九银十、双十一等传统消费旺季的到来，各地区纷纷采取不同政策，如发放消费券等，促进线上和线下居民消费。2020 年 1~10 月，我国社会消费品零售总额为 311901 亿元，同比下降 5.9%，其中 10 月零售总额为 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速较上月加快 1.0 个百分点。消费金融供给端依然保持旺盛。

从投资端来看，消费金融 ABS 基础资产小而分散，发行期限短，发行主体较为固定，超额利差很高，作为优质的 ABS 产品一直受到市场上投资者的青睐。银保监会印发了《商业银行理财业务监督管理办法》，允许银行使用理财资金购买信贷类 ABS，消费金融 ABS 投资端环境不断完善。

随着小贷公司的监管环境愈发严峻，监管体系不断完善，而同时随着经济基本面的恢复，居民的消费需求保持旺盛，银行和消费金融公司成为首选。2020 年 11 月初，银保监会下发《中国银保监会办公厅关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》（以下简称“《通知》”），消费金融、汽车金融公司迎来政策利好。《通知》中对两类机构适当降低了拨备监管要求，其中消费金融公司拨备覆盖率的监管要求从 150% 降至不低

于 130%。拨备覆盖率的下调，将进一步提高其整体经营指标、盈利水平和风险化解能力，进而推动更健康发展。《通知》还支持消费金融公司开展正常的信贷资产收益权转让业务，且可在银行间市场发行二级资本债券补充资本，不仅拓宽了消费金融公司的资本补充和融资渠道，增加其流动性，提供贷款投放能力，还能够增强抵御风险的能力。预计 2021 年以银行和消费金融公司为发行主体的消费金融 ABS 规模将持续扩容，拥有广阔的前景空间。