

【专题研究】消费贷款资产证券化存续期跟踪

引言

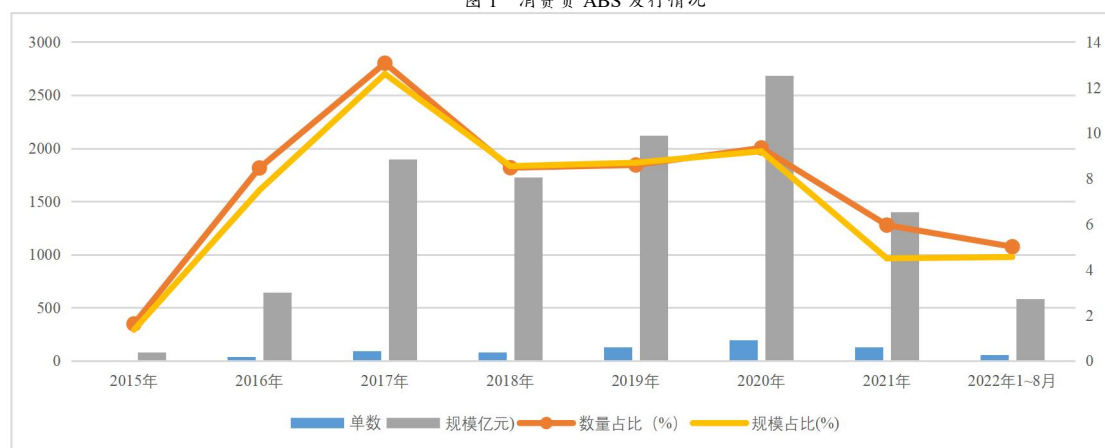
消费贷款资产证券化（“消费贷 ABS”）是指以消费贷款[1]作为基础资产，通过产品结构化设计进行信用增级的资产支持证券。消费贷具有小额分散、收益率高、期限灵活等特点，备受投资者的广泛关注和青睐。消费贷 ABS 受市场环境和监管政策变化影响较大，加之通常设置循环购买机制，其存续期管理的重要性日益突出。本文梳理了消费贷 ABS 跟踪评级要点，并结合公开信息和本年度跟踪评级业务中取得的数据资料，对证券表现和基础资产质量等多方面进行分析总结，以期为消费者存续期管理提供一定参考。

一、消费贷ABS发行情况及常见交易结构特点

1. 消费贷ABS发行情况

近年来，消费贷 ABS 市场经历了由波动上升到规模收紧的阶段，其中 2020 年市场规模达到峰值，受监管收紧影响，2021 年之后消费贷 ABS 发行量骤降，2021 年消费贷 ABS 发行规模 1401.46 亿元，合计 131 单，分别为 2020 年水平的 52.26%和 66.50%，2022 年上半年消费贷 ABS 发行量进一步下降。据统计，截至 2022 年 8 月底，本年度消费贷 ABS 发行规模 581.35 亿元，合计 55 单，约为去年同期水平的 60.00%。考虑到国内经济持续修复，居民消费需求逐步回升，严监管旨在促进行业长远发展，未来消费贷 ABS 仍有回暖空间。

图 1 消费贷 ABS 发行情况



数据来源：Wind，联合资信整理

交易所是消费贷 ABS 的主要发行场所，从 2021 年发行情况来看，交易所市场发行量占 87.02%，银行间市场发行量占 12.98%。交易所市场发行主体呈现新态势，除常见互联网平台外，信托公司异军突起，信托公司作为原始权益人的项目增加。一方面，在网贷新规政策指引下，小贷公司发起的消费贷 ABS 业务模式面临调整；另一方面，信托公司融资类信托

业务面临监管压力，消费贷 ABS 顺应信托公司非标转标的业务趋势。预计信托公司在交易所消费贷 ABS 业务中仍有一定市场空间，需关注其信息系统、业务经验等方面。

2. 常见交易结构特点

(1) 消费贷还款方式灵活，循环购买化解期限错配难题

为应对资产端与证券端期限错配问题，并降低交易各方操作频度，提高产品发行效率，消费贷 ABS 常设置循环购买机制。在循环购买机制下，消费贷 ABS 摊还期的长短与基础资产的还款特征高度相关，常见的证券期限结构设置包括：21+3、16+2、6+12 等。消费贷 ABS 相比其他零售类 ABS 产品循环购买的频率更高，可按日循环购买，充分提高资金使用效率。

(2) 内部增信为主要增信措施，超额利差显著

消费贷 ABS 以内部增信措施为主，主要的增信措施包括优先/次级顺序偿付结构、超额利差和信用触发机制。相较其他零售类 ABS 产品，消费贷 ABS 超额利差更为显著。数据显示，资产端，消费贷 ABS 资产池加权年利率最高可达 20.33%，显著高于车贷和房贷资产池利率水平[2]；证券端，消费贷 ABS 与其他两类产品优先级加权平均利率上限差异维持在 2.00%左右。整体看，消费贷 ABS 超额利差显著。

表 1 2021 年不同基础资产银行间信贷 ABS 产品利率情况

资产类别	初始资产池加权年利率	优先 A 级证券加权利率	优先 B 级证券加权利率
银行/互联网消费贷款	6.28%~20.33%	2.66%~6.00%	2.73%~6.50%
个人汽车贷款	5.29%~6.10%	2.60%~4.30%	3.10%~3.80%
住房抵押贷款	4.17%~5.12%	2.79%~3.99%	4.98%

注：上表中优先 A 级证券加权利率为 Wind 显示的优先级加权利率；优先 B 级证券加权利率为 Wind 显示的次优先级加权利率；住房抵押贷款优先 B 级加权利率仅涉及 1 单产品

数据来源：Wind，联合资信整理

二、跟踪评级要点

1. 基础资产表现

(1) 逾期情况

跟踪评级时，需关注存续期内资产池逾期占比及其变化趋势，判断资产池质量，并与首评时的预测表现进行对比。消费贷资产呈现小额分散的特征，首评时运用“大数原理”以静态池数据为基准预测资产池未来表现。一般情况下，存续期内原始权益人风控政策和运营情况较稳定，资产池实际表现与首评预测差异较小（略好/略差）；超额利差累计形成的超额抵押一般足以覆盖资产池损失；现金流测试可沿用首评时相关压力设置。若出现资产池实际表现与首评预测偏差较大的情况，需进一步了解原因，判断是否需调整相关参数设置，以更好校准资产池未来现金流。

（2）剩余期限变化

对于静态型消费贷 ABS 和处于摊还期的循环型消费贷 ABS，资产池的剩余期限逐渐缩短，未来现金流的不确定性逐渐降低。对于仍处在循环期的循环型消费贷 ABS，循环期内由于不断购买新资产，资产池剩余期限不一定呈下降趋势；但随着剩余循环期的减少，资产池不确定性有所下降。整体看，剩余期限的缩短降低了资产池未来现金流的不确定性，也是量化测算结果得以提升的因素之一。

2. 交易安排执行情况

（1）循环购买情况

循环购买结构相对复杂，存续期间需重点关注循环购买风险以及循环购买价格。

循环购买风险方面，需关注因循环购买导致的基础资产质量恶化以及循环购买效率较低、闲置资金过多造成的资产池整体收益率下降情况，并评估前述情况对证券兑付带来的不利影响。同时，需计算存续期内实际循环购买率，并将其作为基准参数运用到现金流测试。

循环购买价格方面，大部分消费贷 ABS 采用平价购买方式；为了调节入池资产的收益率，部分产品采用折价或溢价购买。如采用溢价购买，则资产池综合利率降低，资产池规模相应下降，但一般消费贷资产收益率较高，溢价购买后仍有一定的超额利差；反之则反。

通常消费贷 ABS 产品循环购买效率较高，并设置触发事件缓释资产质量恶化的风险，循环购买价格的制定与基础资产收益率水平相适应，存续期一般可以使得证券获得的信用支持得到放大。

（2）各项触发事件机制是否触发

消费贷 ABS 产品触发事件机制一般包括加速清偿事件、违约事件、权利完善事件等，其触发情形包含定性和定量两方面。定性方面，跟踪评级时需关注证券兑付情况及各参与机构尽职履约情况；定量方面，需关注基础资产的累计违约率/不良率、循环购买结构中的资金闲置率是否超过约定的阈值；交易设计时一般参考资产池实际表现设置相对合理的阈值，且基础资产存续期表现基本稳定，跟踪时基本未触发相关事件。若触发相关事件，需关注事件触发后的交易安排执行情况以及现金流的重新分配情况，并评估其对证券兑付造成的影响。

3. 证券发行及兑付情况

（1）证券利率变化情况

对于以浮动利率发行的项目，如证券以全国银行间同业拆借中心发布的一年期 LPR 作为定价基准、以簿记利差确定票面利率，在存续期间内会按季/按月调整证券票面利率。浮动利率机制在一定程度上有助于缓释因市场利率变化给投资者相对收益水平带来的波动风险。证券层面，当资产现金流以固定形式流入时，浮动利率机制会影响基础资产收益率和证券利率之间的超额利差，从而影响证券所获得的信用支持。

在跟踪评级时需关注基准利率的变动方向和趋势，若基准利率走高，跟踪时点证券利率对应提升，资产的收益率和证券利率之间形成的超额利差下降，证券所获信用支持减小，需通过现金流测试评估超额利差下降造成的不利影响；反之则反。

（2）确认证券兑付情况

消费贷 ABS 交易通常设置循环购买机制。对于循环型消费贷 ABS，循环期内一般仅兑付证券的利息，不还本；结构设置方面，循环期内基础资产回款一般先计提证券端应付的税收、费用、证券收益后再进行循环购买，因此循环期内证券的利息一般都会得到及时足额的兑付。正常情况下，产品完成约定循环期数后进入摊还期；若触发相关事件，会提前结束循环购买进入摊还期。对于已进入摊还期的循环型消费贷 ABS 或静态型消费贷 ABS，通常按期兑付利息，过手摊还本金。随着优先级证券本金的摊还，剩余各档证券所获得的信用支持也不断提升。

（3）超额抵押变动情况

消费贷 ABS 超额利差显著，通过循环购买的放大效应，由超额利差带来的资产累积使得超额抵押的规模较首评时增加。超额抵押厚度与超额利差、存续期限以及循环购买的次数有关；超额利差越大、存续期越长（通常意味着更多的循环购买次数），超额抵押越厚，证券获得的信用支持越大。超额抵押通常是夹层档证券[3]信用等级得以提升的重要因素。

4. 定量分析

（1）动静态池指标

消费贷 ABS 一般通过动静态池历史数据归纳核心量化指标来预测资产池未来现金流。由于消费贷 ABS 循环购买结构的设置，其存续期内需持续关注基础资产的历史表现以评估循环购买资产的表现。跟踪评级时，需根据原始权益人/资产服务机构提供的最新动静态池数据，计算最新量化指标，并结合基础资产实际表现与预测差异，重新预测资产未来表现。通过对比跟踪时点静态池量化指标较上次评级时的变化，可以判断原始权益人风控运营情况及资产整体质量变化情况。

通过跟踪评级发现，大部分机构静态池指标变化不大，资产质量稳定。若在跟踪评级时出现指标恶化的情况，需进一步评估原始权益人风控和运营情况，并判断是否需要在现金流测试中调高资产服务机构压力调整系数。

（2）现金流压力测试

存续期跟踪评级仍通过压力测试判断现金流流入端与流出端的匹配程度，进而判断证券能否及时足额兑付。

现金流流入端，首评时一般采用模拟/真实资产池规模为基准，考虑其未来的本息流入；不同的是，跟踪评级时，在剩余资产现金流入基础上考虑了超额利差累积形成的超额抵押。

此外，结合前文要点，综合评估是否调整相关参数设置，已更准确预测资产池未来现金流。现金流流出端，首评时由于各档证券预期发行利率具有不确定性，一般会进行加压考量；而跟踪评级时，各档证券发行利率均已确定，量化测算不再加压；税率和各项费率/费用与交易设置保持一致。

5. 参与机构履职能力分析

存续期内，需关注计划管理人、托管人等参与方履职情况是否稳定、是否发生重点风险事项（如监管处罚等）、是否发生替换等情况；尤其需关注资产服务机构的履约能力，重点考察其服务能力和风控政策的稳定性，并结合历史数据充足性和稳定性综合评估前述要点。

综上，存续期跟踪评级时，以定量分析为主，还需结合交易安排执行情况、参与机构履职情况等因素判断是否对量化结果进行定性调整。两者结合，最终得到各档证券跟踪评级结果。通过判断证券跟踪级别的变化和现金流测试中证券保护距离较首评的变化，可以判断证券违约概率的变化。

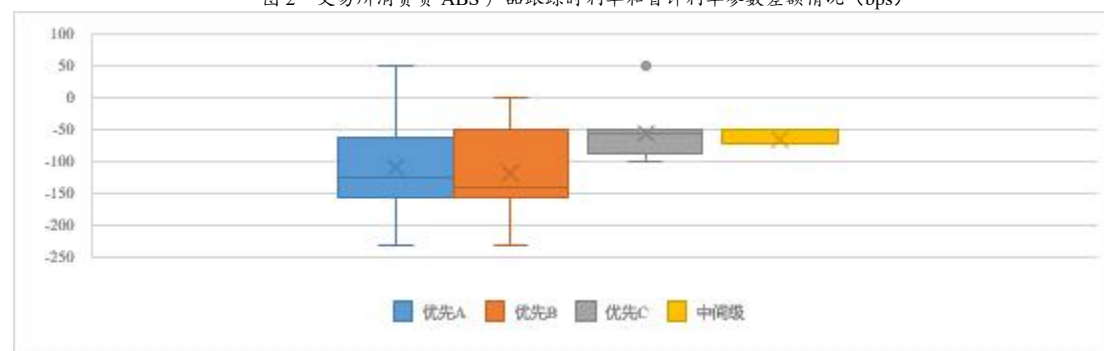
三、存续期表现

本文选取 43 单交易所消费贷 ABS 产品和 16 单银行间产品作为样本，研究消费贷 ABS 的存续期表现，其中交易所产品全部为联合资信 2022 年度跟踪产品，发行区间为 2020 年 8 月至 2022 年 1 月；银行间产品为在 2021 年 6 月 1 日至 2022 年 6 月 31 处于存续期的产品。样本产品发行主体涉及银行、消费金融公司、小贷公司、信托公司等多类主体。

1. 利率变化情况

本文银行间和交易所消费贷 ABS 样本产品证券均为固定利率，本小节主要展示跟踪时利率与首评利率参数的变化情况。40 单交易所消费贷 ABS 产品[4]涉及优先级和中间级证券 98 只，其中证券跟踪时利率低于首评利率参数的数量占比达 90.82%；从跟踪时利率和首评利率参数的差额[5]来看，优先 A 级、优先 B 级、优先 C 级证券和中间级证券[6]该差额均值分别为-107.18bps、-117.82bps、-54.90bps 和-64.00bps。

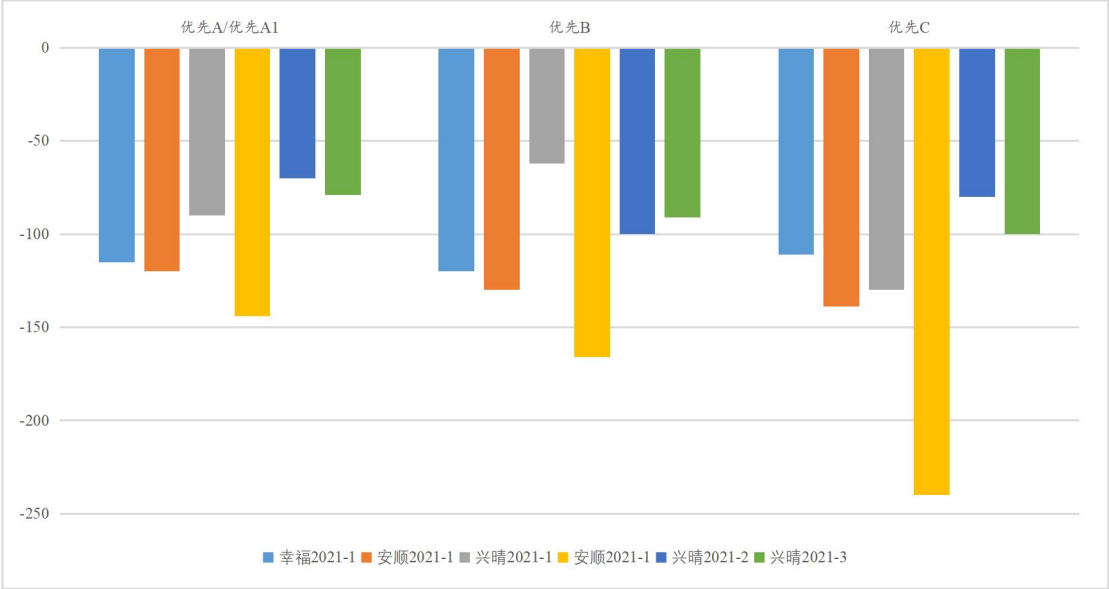
图 2 交易所消费贷 ABS 产品跟踪时利率和首评利率参数差额情况 (bps)



数据来源：联合资信整理

6 单银行间消费贷 ABS 产品涉及优先级证券 19 只，证券跟踪时利率均低于首评利率参数；优先 A 级/优先级 A1、优先 B 级和优先 C 级证券跟踪时利率和首评利率参数的差额均值分别为-103.00bps、-111.50bps 和-133.33bps。

图 3 银行间消费贷 ABS 产品跟踪时利率和首评利率参数的差额（bps）



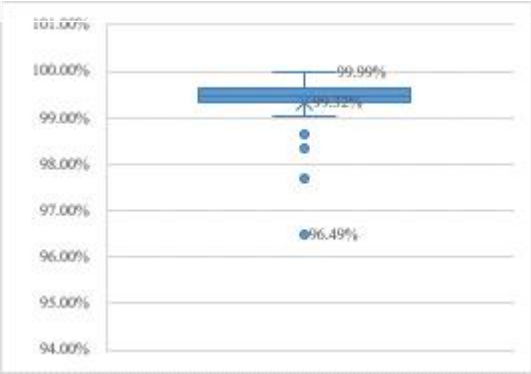
注：6 单银行间消费贷 ABS 产品仅涉及优先级证券；优先 A2 级证券仅涉及 1 只，故未在上图中进行展示
数据来源：联合资信整理

整体看，消费贷 ABS 优先级和中间级证券跟踪时利率水平多低于首评利率参数，超额利差小于预期水平的风险较小。

2. 循环购买情况

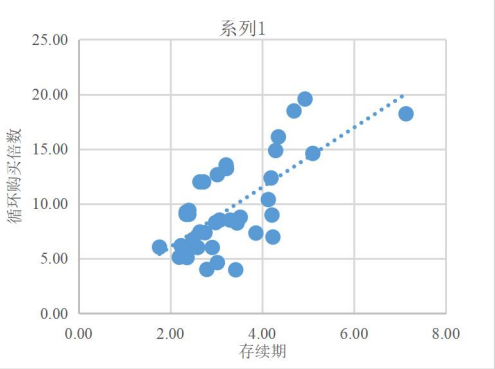
因部分产品不设循环购买结构，本文仅对已跟踪的 38 单交易所消费 ABS 产品的循环购买情况进行分析。

图 4 跟踪产品循环购买率情况（%）



数据来源：联合资信整理

图 5 跟踪产品累计循环购买倍数（月、倍）



数据来源：联合资信整理

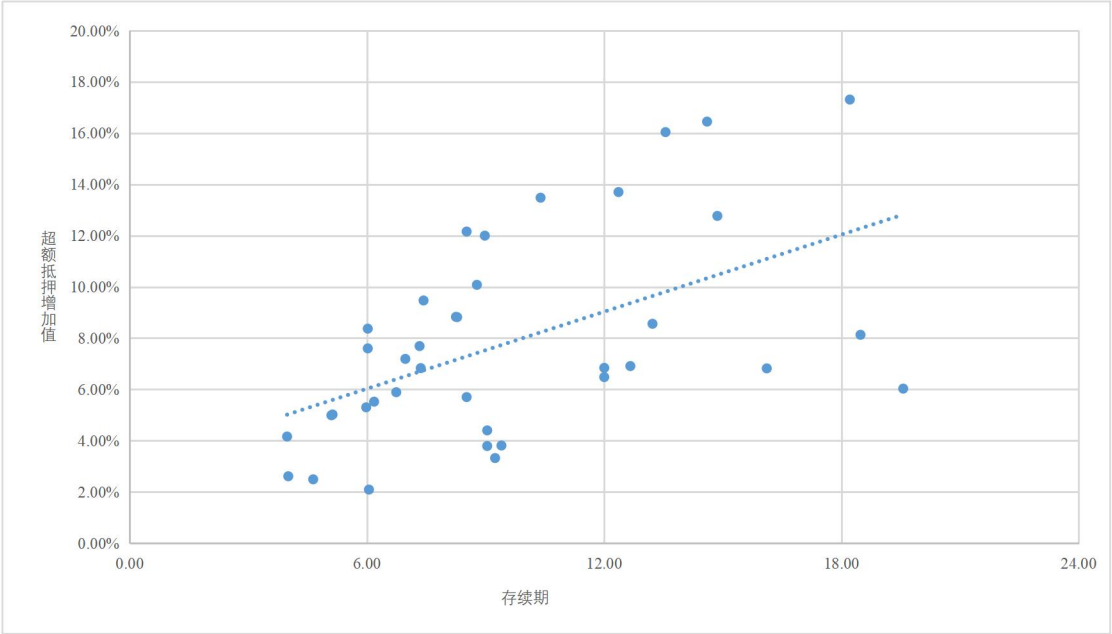
上图显示，已跟踪产品循环购买率平均水平为 99.32%，最低循环购买率水平为 96.49%，最高循环购买率达 99.99%，消费贷 ABS 整体循环购买机制有效，资金利用率水平较高。循环购买倍数平均水平为 3.30 倍；最低水平为 1.76 倍，对应产品存续期为 6.05 个月；最高水平为 7.13 倍，对应产品存续期为 19.56 个月。循环购买倍数受循环购买比例、循环购买频率的影响较大。从上图中可以看到，随着产品存续期的加长，产品的循环购买次数或逐步增加，累计循环购买倍数也更大。

整体来看，已跟踪产品循环购买机制设置有效，有利于产品超额抵押的积累。

3. 超额抵押情况

从已跟踪且设置循环购买结构的 38 单交易所消费贷 ABS 产品数据来看，每个产品在存续期间的超额抵押[7]都有不同程度的增加，存续期越长，跟踪时点形成的超额抵押越厚，证券获得的信用支持越大。

图 6 交易所消费贷 ABS 产品存续期超额抵押增加值情况

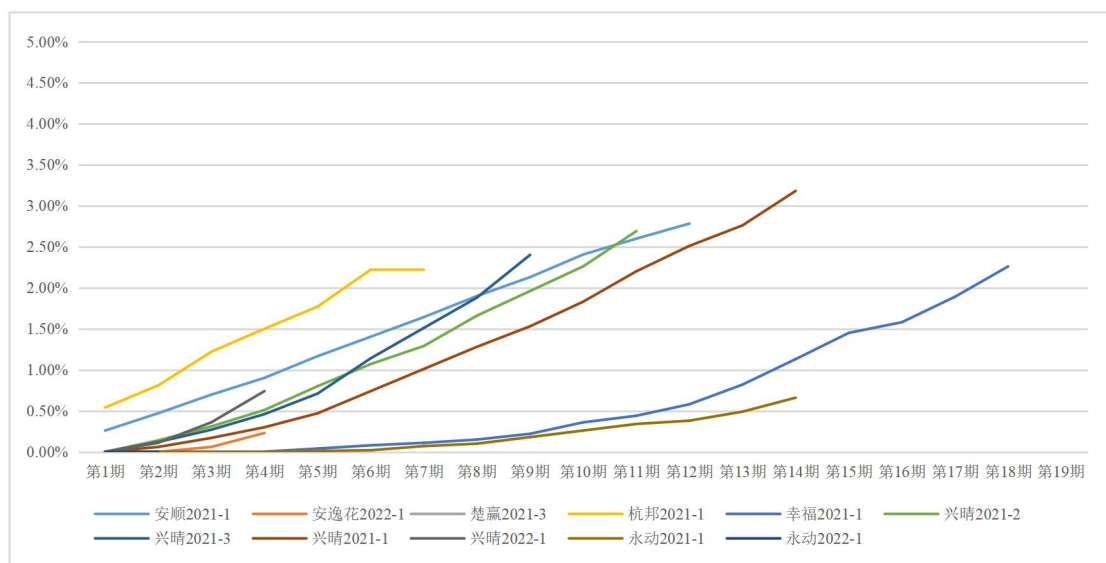


数据来源：联合资信整理

4. 逾期情况

银行间消费贷 ABS 产品方面，观察截至 2022 年 6 月底存续且已披露受托机构报告的 11 单产品，根据其累计违约率曲线，可以看出银行间消费贷 ABS 的资产表现整体良好，不同发起机构之间的资产表现有一定差距。杭州银行和宁波银行作为发起机构的消费贷 ABS 产品的底层资产表现相对出色，优于其他消费金融公司的资产表现。

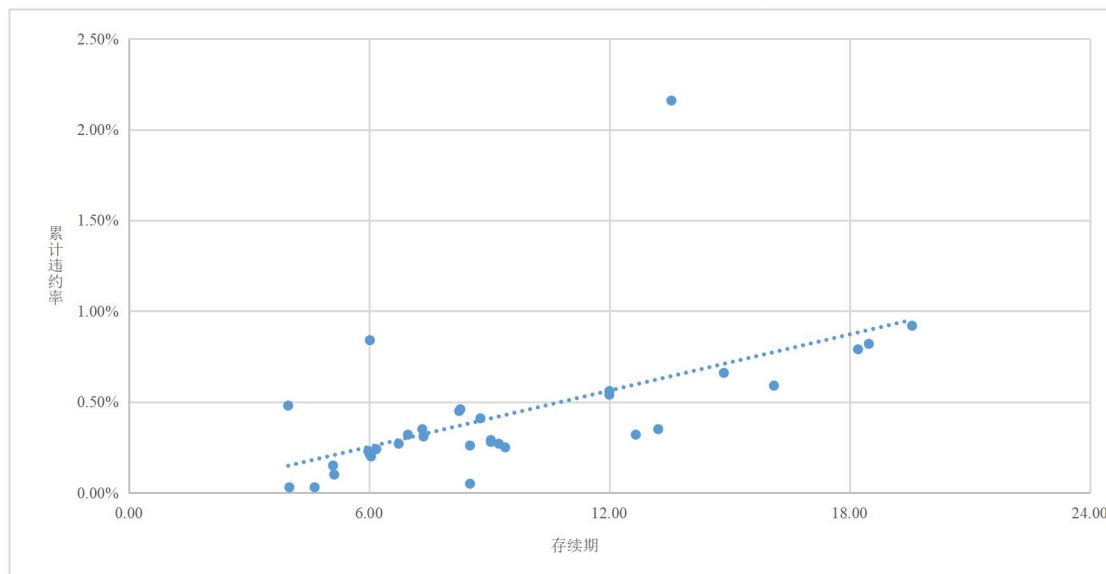
图 7 截至 2022 年 6 月底存续的银行间消费贷 ABS 累计违约率



注：由于部分产品的初始起算日和设立日之间有一定的距离，且未在设立日设置不合格基础资产的赎回机制，因此部分产品在第一期受托机构报告中即表现出逾期 90 天以上的情况；累计违约率=逾期 90 天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额
数据来源：受托机构报告，联合资信整理

交易所消费贷 ABS 产品方面，从获取的跟踪评级数据显示，资产表现整体良好，同一存续时长下不同机构间的累计违约率有一定的差异，且随着存续期拉长，累计违约率提高。

图 8 交易所消费贷 ABS 产品存续期累计违约率情况



注：由于计算口径差异，上表中累计违约率=逾期 90 天以上未偿本金余额之和/累计循环购买本金金额
数据来源：联合资信整理

5. 信用等级变动情况

根据银行间和交易所消费贷 ABS 样本中获取的跟踪评级数据显示，优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪级别无下调情况。样本共涉及证券 117 只，涉及级别上调的证券 61 只，占比 52.14%，具体级别变化情况如下表所示：

表 2 银行间和交易所消费贷 ABS 产品跟踪级别变化情况（单位：只）

跟踪评级 首评/上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	BBB ⁻ _{sf}	#总数
AAA _{sf}	40.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	47
AA ⁺ _{sf}	33.33%	4.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	44
AA _{sf}	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0
AA ⁻ _{sf}	0.00%	1.71%	0.00%	0.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3
A ⁺ _{sf}	5.98%	0.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8
A _{sf}	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0
A ⁻ _{sf}	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.56%	0.00%	0.00%	0.00%	3
BBB ⁺ _{sf}	8.55%	1.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12
BBB _{sf}	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0
BBB ⁻ _{sf}	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0
#总数	103	10	0	1	0	0	3	0	0	0	117

数据来源：联合资信整理

从上表可以看出，夹层档证券信用等级由 AA⁺_{sf} 调升至 AAA_{sf} 的最多，占比 33.33%，由 BBB⁺_{sf} 调升至 AAA_{sf} 的证券占比 8.55%，由 A⁺_{sf} 调升至 AAA_{sf} 的证券占比 5.98%。

存续期内，资产池质量和证券结构的改善一般为跟踪级别调升主要因素。资产池质量方面，存续期内资产池表现基本稳定，且随着产品剩余期限的缩短，资产池总体质量较上次评级有所提升。交易结构方面，存续期内累积形成的超额抵押会提升证券的信用支持，一般是跟踪级别调升最重要的因素；跟踪时利率水平的下降也有利于压力测试结果。整体看，消费贷 ABS 产品优先级和中间级证券在跟踪评级时风险承受能力基本是提升的。

四、总结

1. 近两年监管政策趋严，消费贷ABS发行放缓，未来有望回暖并持续平稳发展

2015 年以来，得益于消费市场的迅猛增长和互联网金融的不断渗透，我国消费贷 ABS 蓬勃发展。随着监管政策趋严，2021 年以来消费贷 ABS 发行有所放缓。长远看，在构建“双循环”新发展格局的过程中，消费金融在促进消费、扩大内需、服务实体经济、践行普惠金融等方面发挥积极作用，其重要性有增不减。随着稳经济一揽子政策措施和接续政策的加快部署和落实，消费市场稳步恢复，未来消费贷 ABS 有望回暖并持续平稳发展。

2. 存续期内消费贷ABS基础资产表现稳中有升，跟踪证券风险承受能力有所增强

从存续期消费贷 ABS 产品表现看，基础资产质量稳中有升，体现出一定抗风险能力；但不同机构资产实际表现存在一定差异。此外，交易结构的改善也有利于测算结果。整体看，跟踪评级时无证券级别下调情况出现，证券风险承受能力有所增强。

3. 未来仍需关注消费贷资产的信用质量，评估其对证券化产品兑付的影响

目前局部地区疫情反复，经济发展仍面临一定的压力，居民收入增长波动、消费需求回升、杠杆率较高，未来仍需关注宏观环境变化和疫情扰动对消费贷借款人还款能力及意愿的影响，评估其对证券化产品表现可能存在的不利影响。

- [1] 本文中消费贷款（或“消费金融”）系指用于个人一般耐用品或日常消费的小额信贷，不包括住房按揭贷款和汽车消费金融。
- [2] 消费贷用户下沉，且多为信用贷款，故其利率水平也相对较高。
- [3] 本文中央层档证券系指第一档优先级证券（AAA_{sf}级别）和次级证券之间的各档证券（如有）。
- [4] 40 单消费贷 ABS 产品为首次跟踪产品。
- [5] 跟踪时利率-首评利率参数，全文同。
- [6] 部分消费贷 ABS 产品涉及中间级证券。
- [7] 超额抵押的形成与超额利差、存续期限以及循环购买的频率有关，因此存续期跟踪时直接比较不同产品之间的超额抵押的实际意义有限。