

闲话 ABS|2022 年跟踪特辑：NPL 资产池回款进度符合产品特征，存续证券信用风险持续下降

本期小编：高维蔚、于会涛、宋宇、台绍弘、范雅欣、王姝琦

引言

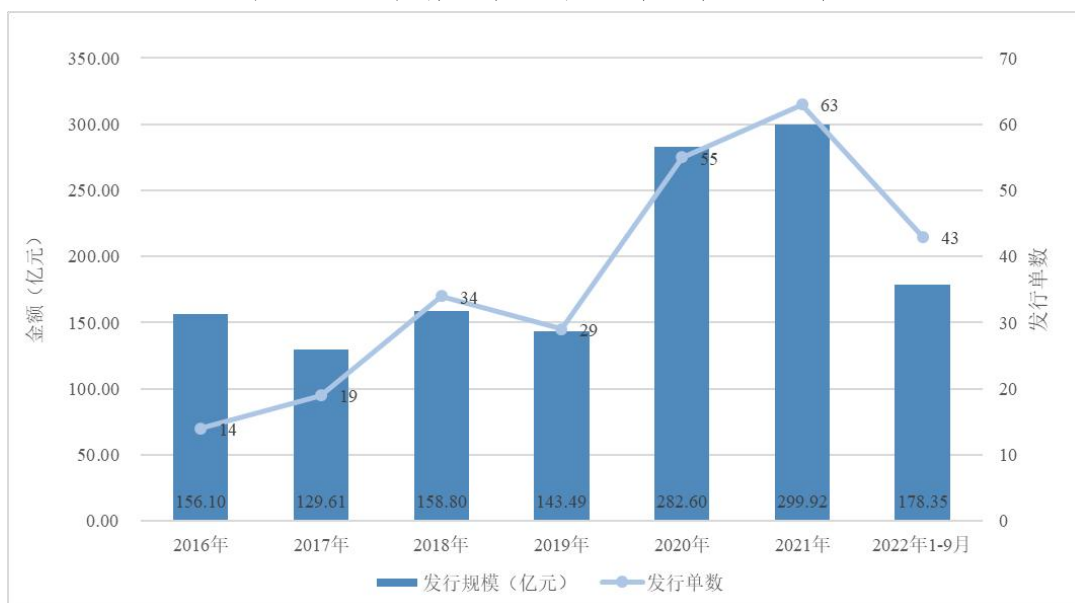
近年来，随着不良贷款资产证券化（以下简称“NPL”）业务的发展，NPL 助力金融机构盘活资产的作用日益突出，为了更平稳地服务金融体系，需持续关注存续产品的运行情况。本文梳理了 NPL 跟踪评级要点，并结合公开信息和本年度跟踪评级业务中取得的数据资料，对基础资产回收、证券兑付和信用表现等方面进行分析总结，以为投资者存续期管理提供一定参考。

一、 证券发行和存续情况

1. 2021 年，不良资产证券化产品发行规模稳中有升

2016 年至 2022 年 9 月，NPL 产品累计发行规模为 1348.89 亿元。继 2020 年 NPL 产品发行量大幅提升后，2021 年，银行间公募市场共发行 63 单 NPL 产品，较上年同期增加 8 单，发行规模达 299.92 亿元，同比增长 6.13%，发行规模稳中有升。2022 年前三季度，NPL 产品发行量和发行规模较 2021 年保持稳定。详见图 1。

图 1 2016-2022 年 9 月 NPL 产品发行总额及单数（单位：亿元、单）



资料来源：wind，联合资信整理

2. 资产证券化助力商业银行处置不良贷款的作用日益凸显

2016-2021 年，通过资产证券化处置的不良贷款规模占银行总不良贷款规模的比重波动提升。2021 年，通过银行间公募资产证券化处置的不良贷款本息费合计 1630.39 亿元，不良贷款本金合计 1150.58 亿元，占商业银行平均不良贷款余额的 4.16%。2022 年前三季度，通过银行间公募资产证券化处置的不良贷款本金合计 954.36 亿元，占商业银行平均不良贷款余额¹的 3.23%。资产证券化已成为商业银行处置不良贷款的重要手段，有效助力其提高资产质量。详见图 2。

图 2 2016-2022 年 9 月 NPL 产品入池本金及商业银行不良贷款余额（单位：亿元、%）



注：1. 2022 年不良贷款余额为 2022 年 6 月末数据；

2. 入池本金占不良贷款余额比=入池本金/商业银行平均不良贷款余额，商业银行平均不良贷款余额=（期初不良贷款余额+期末不良贷款余额）/2

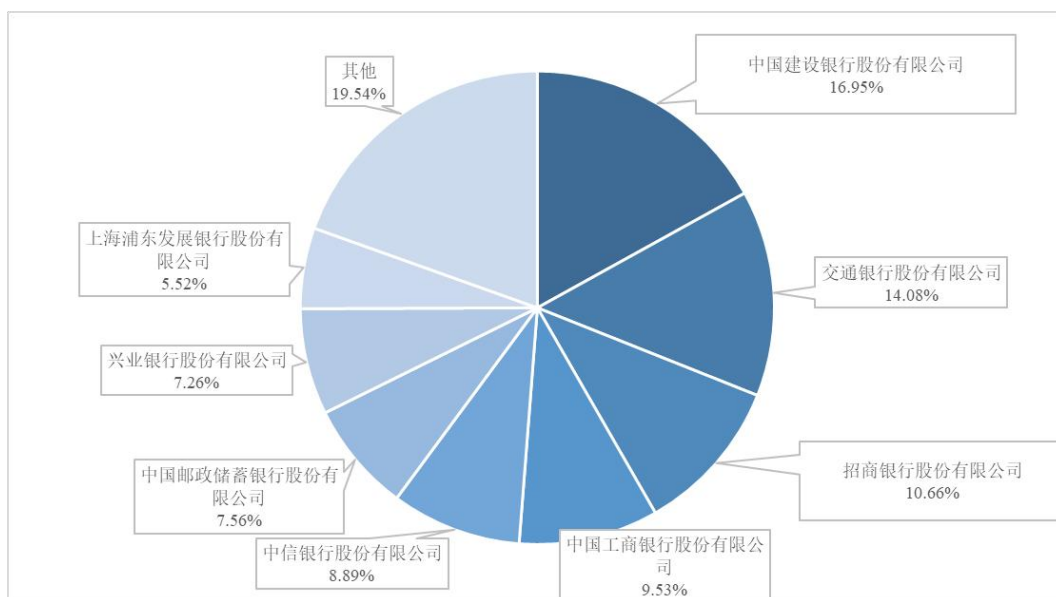
资料来源：wind，联合资信整理

3. 大型国有商业银行仍是市场主力，发起机构更趋多元化

大型国有商业银行为银行间公募市场 NPL 产品发行主力，其中 2022 年前三季度发行规模排名前三的是建设银行、交通银行和招商银行，三家银行共发行 74.37 亿元，占 2022 年前三季度不良资产证券化产品总发行规模 41.70%。2019 年底，第三次不良资产证券化试点扩容，除四大资产管理公司、邮储银行、进出口银行、渣打银行（中国）外，还包括贵阳银行、东莞银行、重庆农商行等多家地方银行，试点金融机构达 20 余家。2020 年以来，银行间公募市场发起机构更趋多元化，发起机构新增资产管理公司和城市商业银行。2020 年至 2022 年 9 月，资产管理公司和城市商业银行共发行 7 单 NPL 产品。2022 年 1-9 月银行间市场各发起机构 NPL 产品发行规模分布详见图 3。

图 3 2022 年 1-9 月银行间市场各发起机构 NPL 产品发行规模分布

¹ 截至 2022 年 6 月的商业银行平均不良贷款余额

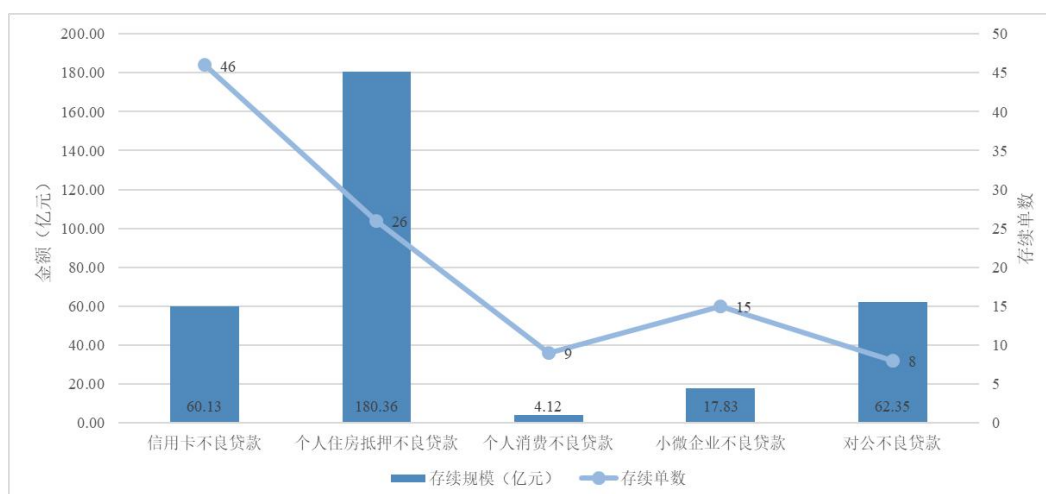


注：其他包括发行规模小于市场发行总额 5% 的 8 家发起机构
资料来源：wind，联合资信整理

4. NPL 产品存续情况

截至 2022 年 9 月 30 日，存续的 NPL 产品共计 104 单，当前余额 324.79 亿元。目前存续的 NPL 产品主要以信用卡不良贷款和个人住房抵押不良贷款资产证券化产品为主，其中信用卡不良贷款资产证券化产品存量为 46 单，余额 60.13 亿元；个人住房抵押不良贷款资产证券化产品存量为 26 单，余额 180.36 亿元，存续产品构成详见图 4。

图 4 截至 2022 年 9 月底不良贷款资产证券化产品存续产品构成（单位：亿元、单）



资料来源：wind，联合资信整理

随着不良贷款资产证券化业务的发展，资产证券化业务助力金融机构盘活资产的作用日益突出。为了更好的运用不良贷款资产证券化业务的手段使其越加完善、平稳的服务于金融体系，需持续关注存续产品的运行情况。

二、存续期关注要点

跟踪评级时，联合资信综合分析基础资产处置回收金额和回收速度、未处置完成资产情况、证券兑付情况以及交易安排的执行情况，来监测 NPL 产品的潜在风险。联合资信根据存续期资产池实际回收金额和速度调整对未来现金流的预测，同时，结合交易结构设置和参与方的履职情况，进行现金流压力测试，评估剩余优先档证券承受损失的风险，主要通过量化测算确定优先档资产支持证券的信用等级。

1. 基础资产情况

（1）基础资产回收情况

存续期内，需持续跟进基础资产的真实回收情况。在 NPL 产品评级中，联合资信的预测的未来现金流一般已经考虑历史数据的波动性。但是，由于 NPL 底层资产包所处的宏观经济系统性风险、政策性调控以及催收环境的变化等外部条件与历史资产池有所不同，实际回收情况可能会偏离首评/前次评级时的预测。存续期内，仍需关注《受托机构报告》中披露的每期资产真实回收金额，通过对比各收款期间真实回收金额与首评预测回收金额的偏离度，判断产品运行风险是否处于合理范围。如果偏离度过大，我们会了解真实回收偏离的深层原因，以判断上述偏离是短暂的波动，还是实际趋势的改变，并调整首评/前次评级参数假设、更新资产池现金流预测。

（2）未处置完成资产情况

随着部分不良资产的处置完成及剩余资产逾期时间的增加，剩余不良资产面临的不确定性进一步增加。因此存续期内，需从不同维度对未处置完成资产进行分析。纯信用类不良贷款受逾期期限、未偿本息费余额和分散度的影响较大；含押品类不良贷款受抵（质）押物的自身特性和各地区处置环境的影响较大。因此需关注未处置完成资产的逾期期限、笔均未偿本息费余额、未偿本息费余额分布、五级分类以及地区分散度、抵（质）押物的状态较首评的变化，进而判断对未来现金流的影响。

（3）宏观经济和政策性调控影响

首先，宏观经济走势影响资产池的整体信用表现。新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。目前，我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。第二，基础资产回收受催收行业环境的影响。疫情零星爆发限制上门催收、《个人信息保护法》的实施及催收行业整顿等会直接影响催收效果，短期或长期影响基础资产回收。第三，目前含押品类 NPL 产品，除车贷 NPL 产品以外，多以不动产抵质押为主，因此房地产市场政策导向是预测抵质押物处置回收的重要因素。

2. 证券兑付情况

存续期内，需持续跟进证券的兑付情况。目前，存续的 NPL 产品均采用优先/次级的内部增信结构和过手摊还的还款方式，付息要求较为刚性。由于不良资产池现金流波动性大，因此，需要重点关注优先档证券利息兑付面临的流动性风险。一般情况下，在过渡期内资产池会产生一定金额的现金回收，同时部分项目会设置流动性储备账户，能够较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。而随着部分优先档证券本金的逐渐偿还，优先档证券的杠杆随之下降，剩余优先档证券能够获得的信用支持相应提升，有助于降低优先档证券的风险水平。综上，产品存续期间，需根据《受托机构报告》中披露的资金收付情况，确认 NPL 产品是否能按交易文件的约定按时、足额兑付优先档证券的应付利息及每期本金兑付金额和速度。

3. 定量分析

对比首评时仅依靠静态池的历史数据表现去预测未来现金流回收的情况，存续期内的 NPL 产品更多的将实际回收情况作为评级分析的重要部分。根据**存续期内已实现的回收金额的偏离度情况并结合更新的历史数据进行回收表现的双重考量，对未来现金流进行持续预测**，并编制对应的现金流模型以返回检验优先档证券能否通过目标评级的压力测试。现金流模型的作用是模拟资产和证券的未来表现，并通过目标级别下的压力情景测试来确定优先档证券信用等级。

4. 触发事件和参与机构履职能力分析

NPL 产品的触发机制包括违约事件、权利完善事件、流动性支持触发事件、丧失清偿能力事件等。存续期间内，应关注触发机制是否生效以及触发后交易安排的执行情况。存续期内，如有触发以上任一事件，需及时跟进后续触发机制的执行情况，以判断对优先档证券的影响。

各参与机构履职情况以及是否发生替换，是产品运行的基础保障。发起机构作为交易的主要参与方，其财务状况和管理水平能有效缓释产品的抵销风险和混同风险。同时，发起机构作为贷款服务机构，其催收管理能力、内部催收政策和对催收机构的选择及考核方式对基础资产回收起到重要影响作用。目前，绝大多数 NPL 产品设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，即支付完毕次级档证券的本金及资金成本之后，贷款服务机构可获得一定比例的剩余资金作为超额奖励服务费。超额奖励服务费的设置在一定程度上有助于促使贷款服务机构勤勉尽职、提高资产池的回收率及优化存续期表现。除此之外，受托机构、资金保管机构等其他参与方的履职情况也将影响剩余优先档证券的顺利兑付。

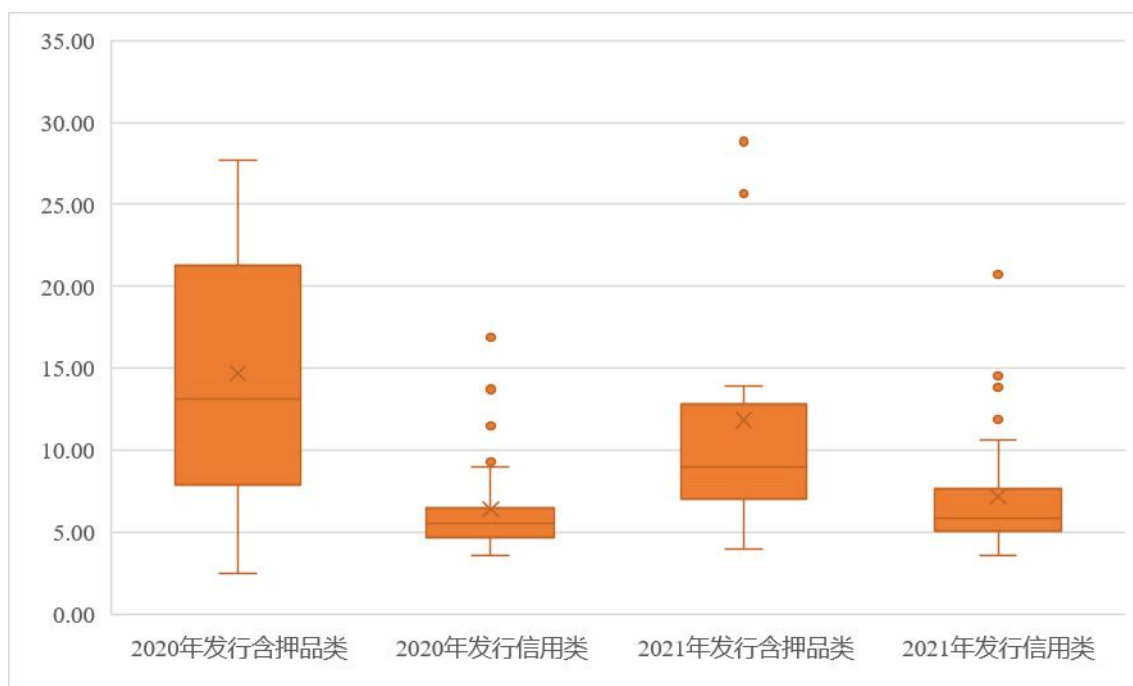
三、存续期表现

1. 基础资产回收表现

（1）资产实际回收情况整体符合预期

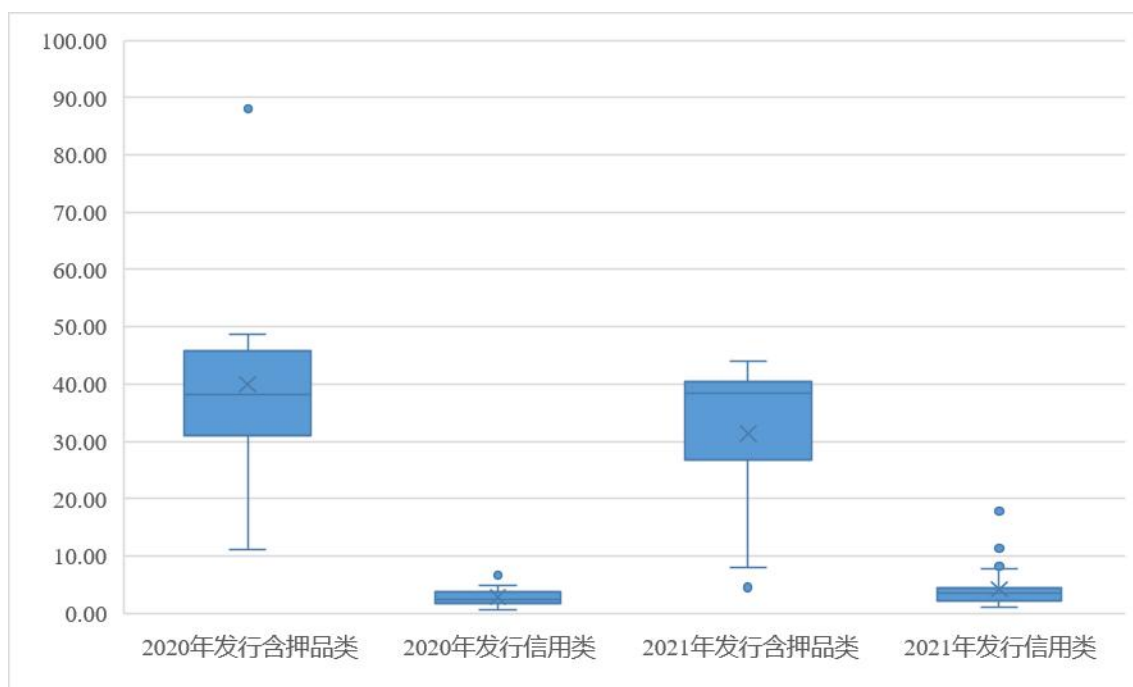
优先档证券已兑付完毕的 NPL 产品中，**资产实际回收周期稳定，整体符合预期**。截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，资产池平均回收期限为 9.04 个月。截至 2021 年 7 月 31 日，2020 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，资产池平均回收期限为 8.25 个月。2021 年发行的且优先档证券已兑付完毕的 NPL 产品，资产池平均回收期限较 2020 年有所延长。通过比较，2021 年发行的 NPL 产品的加权平均逾期期限相比 2020 年发行的 NPL 产品偏长；2021 年发行的 NPL 产品的单笔平均未偿本息费相比 2020 年发行的 NPL 产品偏高（详见图 5 和图 6）。对 NPL 产品而言，尤其是信用类 NPL 产品，加权平均逾期期限越长、单笔平均未偿本息费越高，回收难度越大。

图 5 2020 年及 2021 年发行的 NPL 产品加权平均逾期期限（单位：月）



注：部分含押品类 NPL 产品的加权平均逾期期限未公开披露，故未作统计
资料来源：wind，联合资信整理

图 6 2020 年、2021 年发行的 NPL 产品单笔平均未偿本息费（单位：万元）



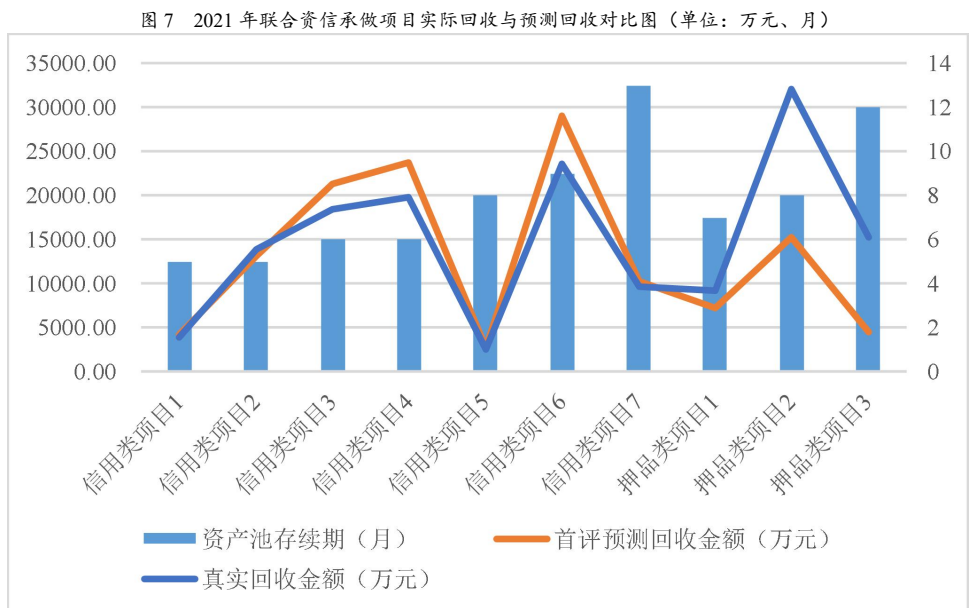
注：单笔平均未偿本息费余额大于 100 万元的 NPL 产品全部为含押品类 NPL，未作统计
资料来源：wind，联合资信整理

（2）信用类 NPL 回收情况基本符合预期，含押品类 NPL 回收进度普遍好于预期

信用类 NPL 产品资产回收情况总体基本符合预期；含押品类 NPL 回收进度普遍好于预期。2021 年发行的 NPL 产品中，24 单 NPL 产品的优先档证券仍处于存续期，均未到预

期到期日，其中 10 单 NPL 产品由联合资信进行跟踪评级。由联合资信跟踪评级的 10 单 NPL 产品已经历至少 5 个回收期，从各回收期间的回收数据来看，本年度跟踪的 NPL 产品中实际回收与预期回收的偏离度²在-20%~250%区间。详见图 7。

偏离度小于 10%的产品均为信用类 NPL 产品，偏离度大于 20%的产品均为含押品类 NPL 产品。信用类 NPL 产品实际回收与预测回收偏离度较小，基本符合预期。2021 年下半年和 2022 年上半年，部分信用类 NPL 产品受疫情的零星爆发导致短期内催收机构催收效率下降，叠加信用类 NPL 产品存续期限较短，因此短期内回收有小幅波动，但随着封控逐步放开，资产回收情况呈明显回稳趋势，信用类 NPL 产品资产回收情况总体基本符合预期。含押品类 NPL 产品单户金额大、资产集中度相对高，并且受抵（质）押物的快速变现能力、处置环境和资产其他特殊因素等多种因素影响，回收现金流分布的不确定性较高。从已经历的回收期数来看，含押品类 NPL 产品实际回收进度普遍优于预期，但抵押物价值决定了未来资产池总体的回收金额并不会明显优于首评时的预测。总体来看，由于资产池未经历完整回收期，NPL 产品整体基本符合预期。



数据来源：受托机构报告，联合资信整理

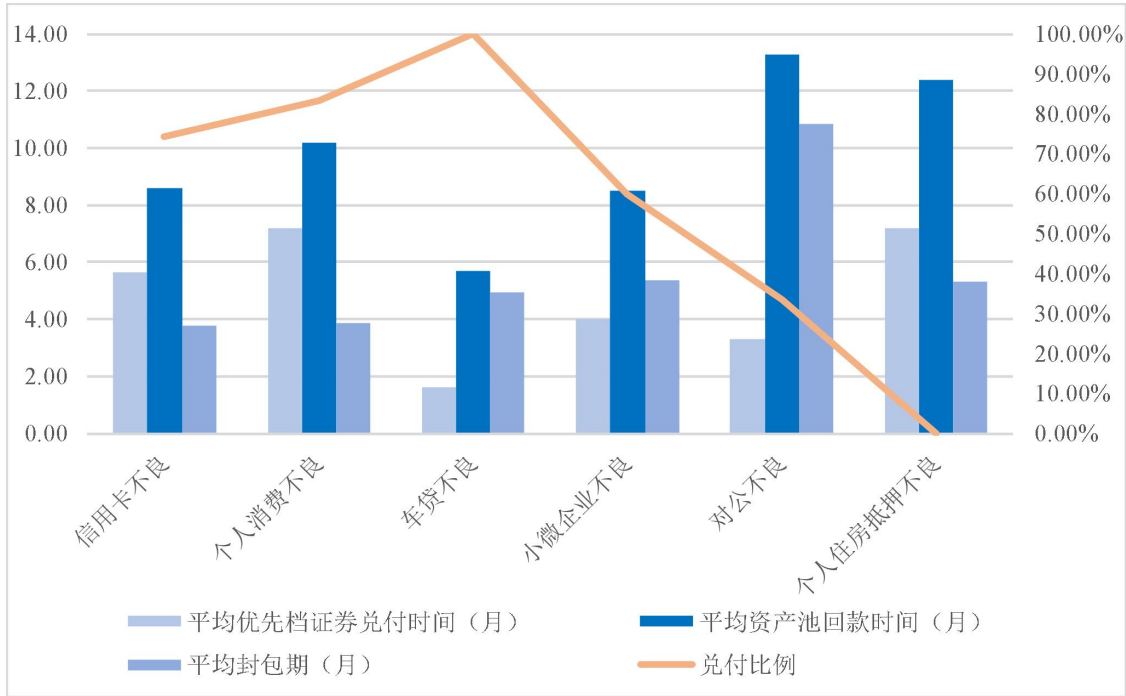
（3）底层细分资产分散度高的 NPL 产品资产池回收速度快于分散度低的 NPL 产品

从 NPL 产品底层资产细分类型来看，分散度高的 NPL 产品资产池回收速度快于分散度低的 NPL 产品。底层资产细分类型分散度较高的不良资产包括信用卡、个人消费贷款和车贷，上述 NPL 产品，首次评级时笔均未偿本息费余额均在 20 万元以下，分散度较高。2021 年度，分散度较高的 NPL 产品的优先档证券总发行单数为 46 单，已兑付完成 35 单，兑付完成单数占比为 76.09%。分散度较高的 NPL 产品中，大部分的优先档证券可在 8 个月以内兑付完毕。优先档证券兑付完毕相对应的资产池回款期间大多数在 12 个月以内。小微不

² 偏离度 = (同期限真实回收 - 同期限预测回收) / 同期限预测回收

良、对公不良和个人住房抵押不良笔均不良本息费余额较高，优先档证券的兑付时间较长，优先档证券兑付完毕相对应的资产池回款期间平均在 12 期以上，个人住房抵押 NPL 产品存续期限较长。

图 8 各细分基础资产优先档证券及相应基础资产存续期数（单位：月、%）



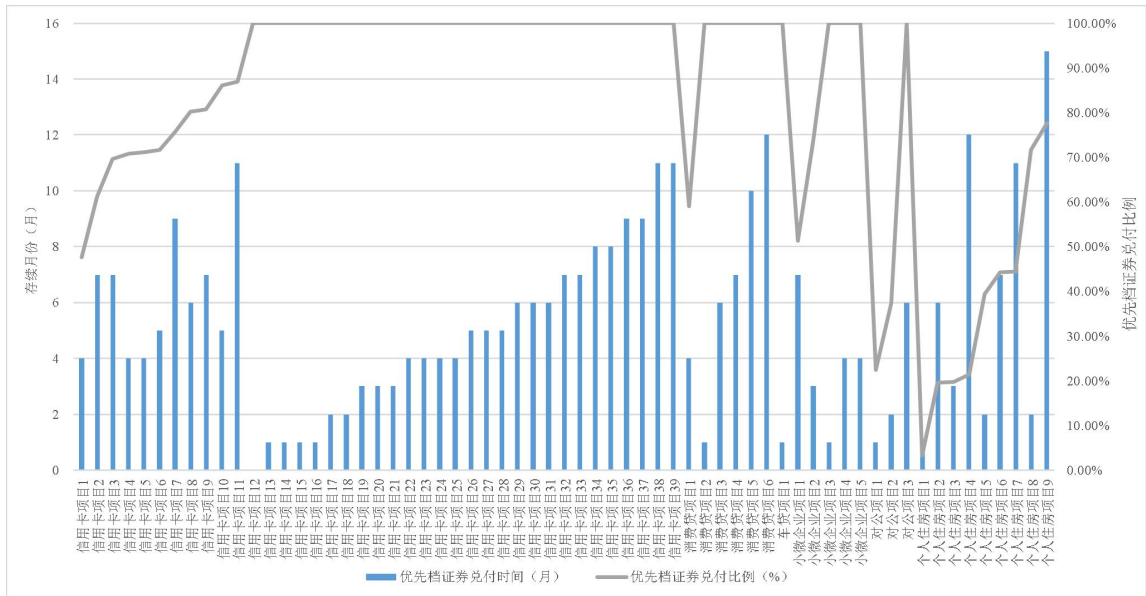
注：1. 优先档证券兑付时间=（优先档证券最近兑付日-起息日）/30；
 2. 资产池回款时间=（优先档证券最近计算日-初始起算日）/30；
 3. 封包期=（起息日-初始起算日）/30
 4. 兑付比例=已完成兑付单数/总发行单数
 资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

2. 证券兑付表现

（1） 2021 年度发行 NPL 产品总体兑付情况良好

截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年度发行的 63 单 NPL 产品中，有 39 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付完毕，占总发行单数的 61.90%。优先档证券本金未完成兑付的 24 单 NPL 产品中，15 单 NPL 产品的优先档证券本金已兑付 50%以上；6 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付 20%~50%；3 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付低于 20%。从总体兑付情况来看，2021 年度发行的大部分 NPL 产品已经完成兑付，总体兑付情况良好。

图9 2021年NPL产品优先档证券兑付情况（单位：月、%）

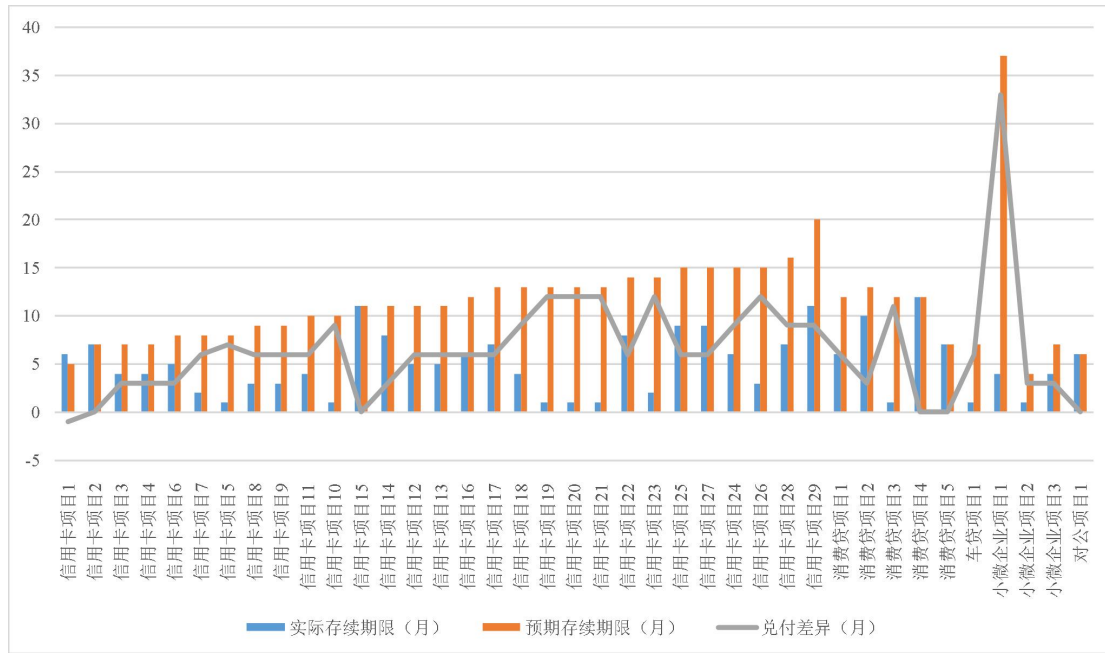


注：1.优先档证券兑付时间=（优先档证券最近兑付日-起息日）/30；
2.优先档证券兑付比例=已兑付优先档证券本金/优先档证券发行金额
数据来源：受托机构报告，跟踪评级报告，联合资信整理

（2） 优先档证券本金已兑付完毕的 NPL 产品兑付速度优于预期

大部分优先档证券本金已兑付完毕的 NPL 产品，其兑付速度优于预期。截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年度发行的 63 单 NPL 产品中，有 39 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付完毕，其中 13 单 NPL 产品完成清仓回购。优先档证券本金已兑付完毕的 39 单 NPL 产品中，33 单 NPL 产品实际存续期限短于预期存续期限，预期差异主要集中在半年以内；5 单 NPL 产品优先档证券实际存续期限与预期存续期限一致；仅有 1 单优先档证券的实际存续期限长于预期存续期限一个月。

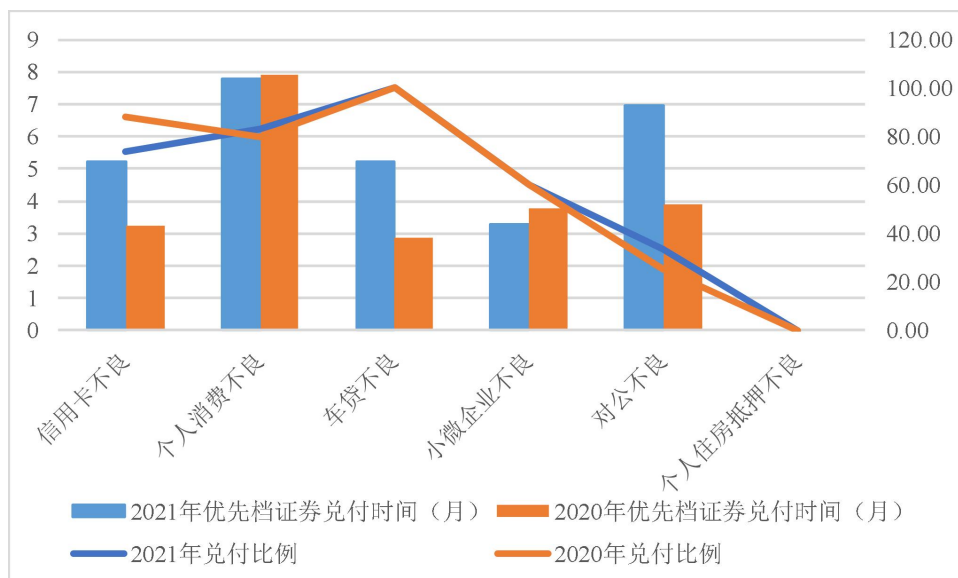
图 10 2021 年优先档证券兑付速度情况（单位：月）



注：1.实际存续期限指优先档证券实际到期日与起息日之间的月份数；
 2.预期存续期限指优先档证券预期到期日与起息日之间的月份数；
 3.兑付差异（月）指优先档证券预期到期日早于实际到期日之间的月份数；
 资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

2021 年，优先档证券兑付速度较 2020 年放缓，与基础资产情况匹配。截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，占 2021 年总发行单数的 61.90%，平均存续期限为 5.45 个月。截至 2021 年 7 月 31 日，2020 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，占 2020 年总发行单数的 70.91%，平均存续期限为 3.78 个月。2021 年发行的且已兑付完毕的优先档证券平均存续期限较 2020 年略有延长，主要由于，相比 2020 年发行的 NPL 产品，2021 年发行的 NPL 产品加权平均逾期期限偏长，单笔平均未偿本息费偏高，资产池回收速度及回收难度加大。

图 11 2020 年及 2021 年兑付完毕的优先档证券兑付情况图（单位：月、%）

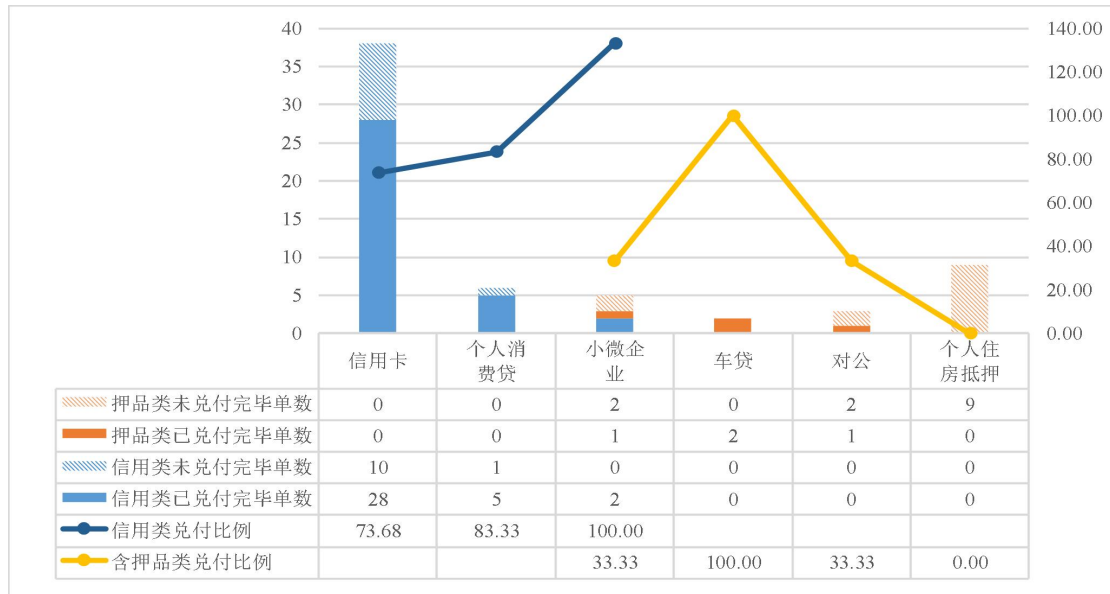


注：兑付比例=优先档证券兑付完毕单数/总发行单数
资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

（3）信用类 NPL 产品的兑付速度快于含押品类 NPL 产品

信用类 NPL 产品的兑付速度快于含押品类 NPL 产品。2021 年度新发行的 NPL 产品中，有 39 单项目优先档证券本金已经兑付完毕，其中 35 单为纯信用类 NPL 产品，占纯信用类 NPL 优先档证券发行单数的 76.09%；4 单为含押品类 NPL 产品，占含押品类 NPL 优先档证券发行单数的为 23.53%。优先档证券本金未完全兑付项目中，有 15 单项目的优先档证券本金已兑付 50% 以上，其中 11 单为纯信用类 NPL 产品，4 单为含押品类 NPL 产品；有 6 单项目的优先档证券本金兑付 20%~50%，其中 1 单为纯信用类 NPL 产品，6 单为含押品类 NPL 产品；有 3 单个人住房抵押 NPL 产品优先档证券本金兑付低于 20%。从优先档证券的兑付情况看，信用卡、消费贷和部分小微企业等纯信用类 NPL 产品的兑付速度快于含押品的 NPL 产品，如个人住房抵押 NPL 产品、对公 NPL 产品。

图 12 2021 年 NPL 产品优先档证券兑付情况（单位：单、%）



注：兑付比例=优先档证券兑付完毕单数/总发行单数
资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

3. 触发事件及参与机构表现

截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年度发行的 63 单 NPL 产品，未发生违约事件、权利完善事件、流动性支持触发事件、丧失清偿能力事件等重大事件。各产品贷款服务机构、受托机构、资金保管机构未发生替换。贷款服务机构财务状况稳健，对资产池中不良资产采取的处置方式恰当有效，贷款服务能力良好，其他各参与机构履职情况稳定。

4. 压力测试及优先档证券信用表现

在综合考虑资产池在存续期内的实际回收的情况、未处置资产表现情况和参与机构表现，同时基于剩余存续证券的规模、分层比例及实际发行利率，根据信托合同约定的交易结构安排，进行了不同情景下的现金流压力测试。压力测试结果表明：2021 年度发行且由联合资信进行跟踪评级的 10 单 NPL 产品，优先档证券均可维持 AAA_{sf} 的信用等级。

四、总结

1. 存续期 NPL 产品资产回收情况整体良好，未来需持续关注不良资产回收情况

从存续期内 NPL 产品资产回收情况来看，纯信用类 NPL 产品资产回收符合预期，含押品类 NPL 回收进度普遍好于预期。纯信用类 NPL 产品真实回收与预测回收的偏离度较小，资产回收情况基本符合预期。部分项目虽然短期内受疫情零星爆发的影响，随着封控逐步放开，基础资产回稳趋势明显，存在回收小高峰。含押品类 NPL 产品，真实回收进度优于预期，但受制于抵押物价值，最终总回收金额预计不会明显高于首评预期。从完整回收期来看，纯信用类 NPL 产品和含押品类 NPL 产品回收情况均保持良好。目前，在疫情零星、反复爆发的背景下，企业经营面临压力、个人还款能力下降，叠加《个人信息保护法》的实施，

催收行业整顿，不良资产回收仍然承压。近年来，随着 NPL 市场规模扩容和基础资产细分类型不断增加，NPL 产品存续期内，持续关注不同类型不良资产回收情况，及时预警优先档证券的信用风险。

2. 优先档证券总体兑付情况良好，兑付速度优于预期

2021 年度发行的大部分 NPL 产品已经完成兑付，总体兑付情况良好。截至 2022 年 7 月 31 日，2021 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，占 2021 年总发行单数的 61.90%，平均存续期限为 5.45 个月，且其中大部分产品的实际存续期限短于预期存续期限。2021 年，优先档证券兑付速度较 2020 年放缓，主要由于 2021 年发行的 NPL 产品加权平均逾期期限偏长，单笔平均未偿本息费偏高。尚在存续的 NPL 产品中，优先档证券本金兑付比例较高，其中信用类 NPL 产品的兑付速度快于含押品类 NPL 产品。

3. NPL 优先档证券信用等级维持 AAA_{sf}，但信用风险均有不同程度下降

从 2021 年发行的 NPL 产品运行情况来看，基础资产回收情况总体保持良好，优先档证券兑付情况优于预期。同时，随着优先档证券本金的逐渐偿还，优先档证券的杠杆随之下降，剩余优先档证券能够获得的信用支持相应提升，优先档证券的风险水平下降。此外，参与机构履职能力稳定，未触发重大事件。尚存续的 NPL 产品，优先档证券未出现信用等级下调或违约情况，信用等级维持 AAA_{sf}。总体来看，NPL 优先档证券信用等级维持 AAA_{sf}，信用风险均有不同程度下降。