

证券信用风险持续下降

本期小编：王放、郝励、池慧艳

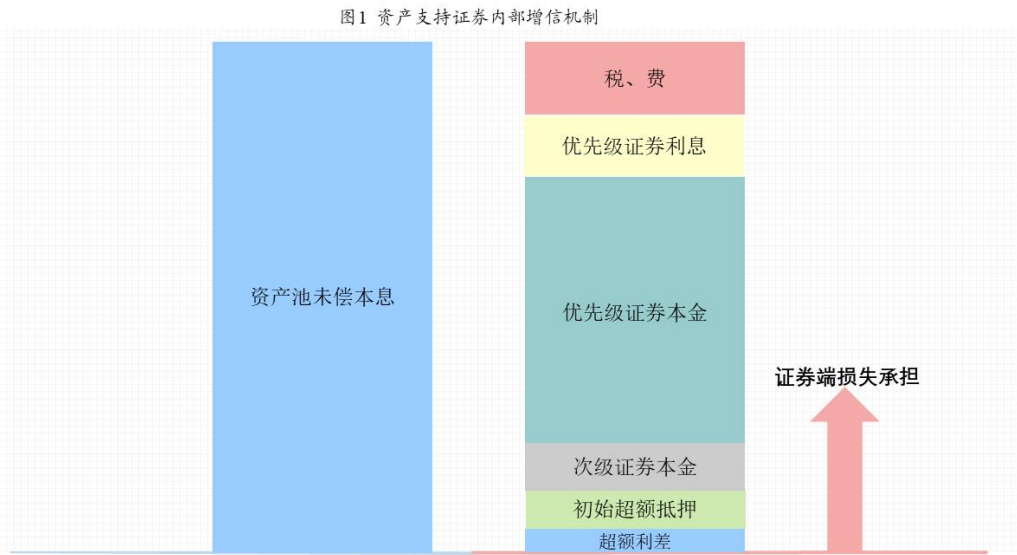
引言

作为资产证券化交易中一种重要的内部增信机制，超额抵押指资产池未偿本金余额与资产支持证券本金余额的差额部分。本文阐述了超额抵押的分类及形成原因，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，着重分析资产证券化产品中存续期形成的超额抵押，以期为投资者开展存续期管理提供参考。

一、什么是超额抵押

1. 超额抵押的含义

超额抵押是资产证券化交易中一种重要的内部增信机制，指资产池未偿本金余额与资产支持证券本金余额的差额部分（如图 1）。如果基础资产发生违约等信用风险，超额抵押部分先于次级资产支持证券承担相关损失，对资产支持证券进行信用增级。



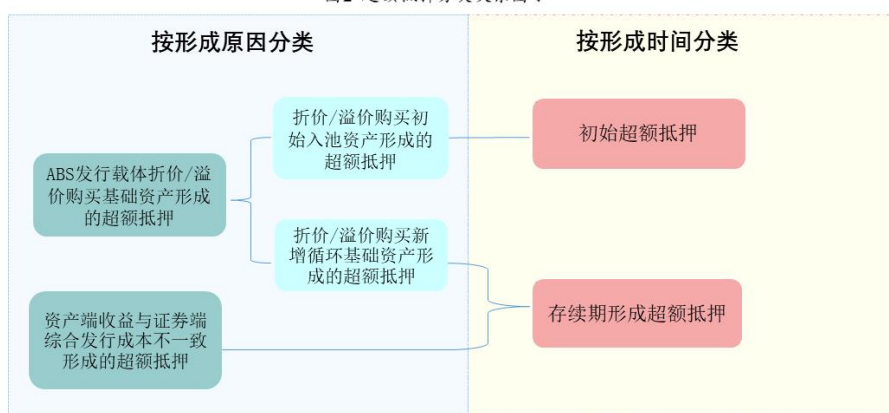
在资产支持证券发行时点，超额抵押系指入池资产（特别地，对于循环购买型 ABS 而言，系指初始入池资产）本金大于发行证券（包括优先级和次级资产支持证券）本金的部分，在证券发行时点即存在的超额抵押可称为“初始超额抵押”。同样，在证券存续期内也可以形成新增的超额抵押，即“存续期形成超额抵押”。本文将着重分析资产证券化产品中的存续期形成超额抵押。

2. 超额抵押的分类

从形成时间角度，本文将超额抵押分为初始超额抵押和存续期形成超额抵押。前者是在证券化项目结构中主动设置的，在证券发行时点即存在；后者是于存续期在基础资产的变现过程中逐渐形成的。

从形成原因角度，有些超额抵押的形成是由于 ABS 交易过程中资产的重新定价，即 ABS 发行载体折价/溢价购买基础资产（包括初始入池资产和循环购买新增资产），导致证券规模不等于基础资产规模；还有些超额抵押的形成是资产端收益与证券端综合发行成本¹不一致的结果。在前者中，ABS 发行载体折价/溢价购买初始入池资产形成的超额抵押即为初始超额抵押，折价/溢价购买新增循环基础资产形成的超额抵押为存续期形成超额抵押；后者由资产端收益与证券端综合发行成本不一致形成的超额抵押为存续期形成超额抵押。如图 2 所示。

图2 超额抵押分类关系图示



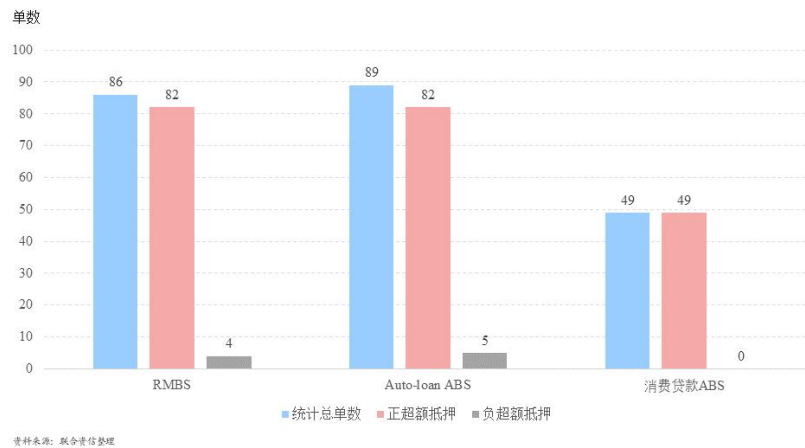
3. 存续期 ABS 产品超额抵押情况

RMBS、Auto-ABS、消费贷款 ABS 为信贷 ABS 市场发行主力产品，发展前景良好。在交易所市场，Auto-ABS、消费贷款 ABS 也是重要的发行产品。因此，本文主要分析 RMBS、Auto-ABS、消费贷款 ABS 产品存续期形成超额抵押情况（如图 3）。

RMBS 方面，本文选取了联合资信 2022 年度跟踪的 86 单 RMBS 产品作为样本，在跟踪期间，82 单超额抵押增加（即“存续期形成正超额抵押”，下同），4 单超额抵押减少（即“存续期形成负超额抵押”，下同）；Auto-ABS 方面，本文选取了截至 2022 年 8 月底存续的信贷资产证券化市场 Auto-ABS 产品与联合资信 2022 年度跟踪的定向发行的 Auto-ABS 产品共计 89 单产品作为样本，在跟踪期间，82 单超额抵押增加，5 单超额抵押减少；消费贷款 ABS 选取了截至 2022 年 7 月底存续的信贷 ABS 市场消费贷款 ABS 产品与联合资信 2022 年度跟踪的共计 49 单消费贷款 ABS 产品作为样本，在跟踪期间，超额抵押均增加，未出现超额抵押减少的情况。

¹ 证券端综合发行成本包括证券（包括优先级和次级证券）利息支出和其他证券化交易费用，下同。

图3 部分ABS项目存续期形成超额抵押情况



二、存续期形成超额抵押是如何产生的

不同于初始超额抵押的预先设置和金额固定，存续期形成超额抵押在证券发行后逐渐形成，且金额动态变化（参见后文图7）。具体形成机制如下。

1. 资产重新定价

对于循环购买型ABS，通过存续期折价/溢价购买新增循环基础资产，可实现新增循环基础资产的重新定价，进而使存续期超额抵押增加/减少。

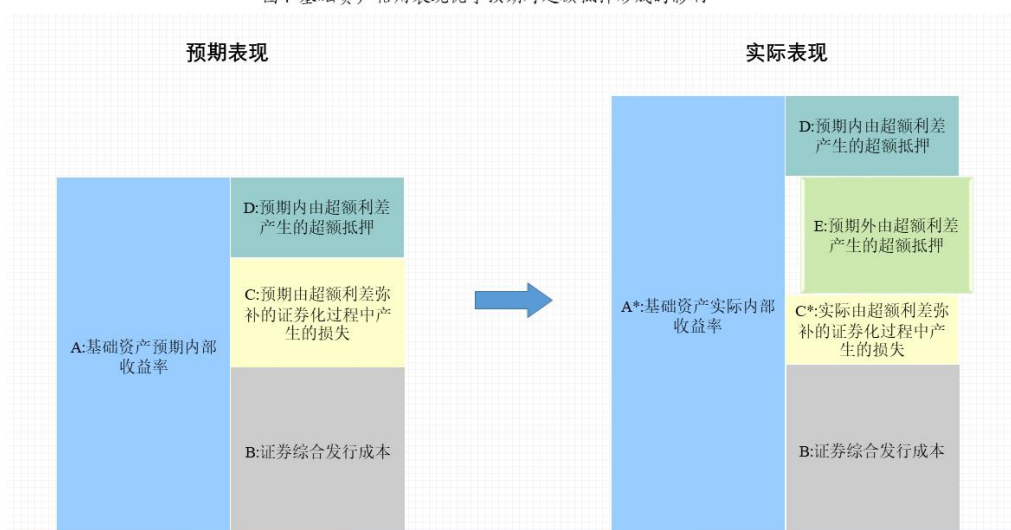
2. 资产端收益与证券端综合发行成本不一致

通常情况下，ABS产品的交易文件中会设置本息互转机制，即基础资产收入回收款（利息）在支付完相关税费、参与机构费用及优先级证券利息和次级证券期间收益（如有）后剩余的收入现金流，将用于加速优先级证券本金兑付；反之，如收入回收款不足以支付当期应付的税、费用和利息，则会用本金回收款弥补。如果资产端收益高于证券端综合发行成本，则超额利差和本息互转机制将会逐渐提升超额抵押的金额；反之则降低超额抵押金额。但如果交易结构中未设置现金流的本息互转机制，即使产品存在超额利差，也无法形成新增超额抵押。

3. 基础资产实际表现与预测差异

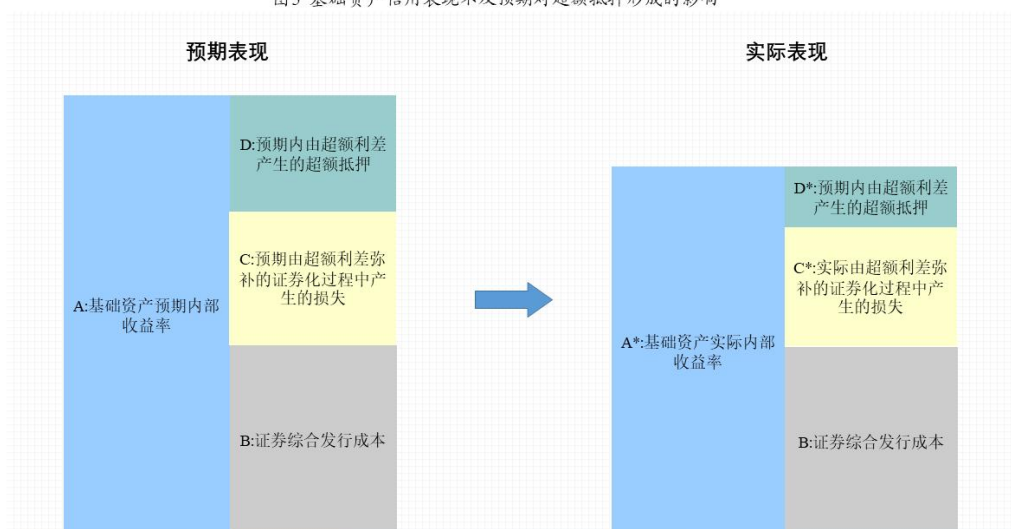
一般ABS产品在设计时，底层资产正常的违约成本是证券端综合发行成本之一，如果基础资产实际信用表现优于预期，令基础资产的实际现金流入高于预期，则实际上是提升了资产端的收益率，超额抵押的金额将会随之相应增加。具体如图4所示。

图4 基础资产信用表现优于预期对超额抵押形成的影响



反之，如果外部经济环境恶化，基础资产实际违约高于预期，令基础资产的实际现金流入低于预期，则实际上是降低了资产池实际收益率，超额抵押的金额将会随之相应减少。如图 5。

图5 基础资产信用表现不及预期对超额抵押形成的影响

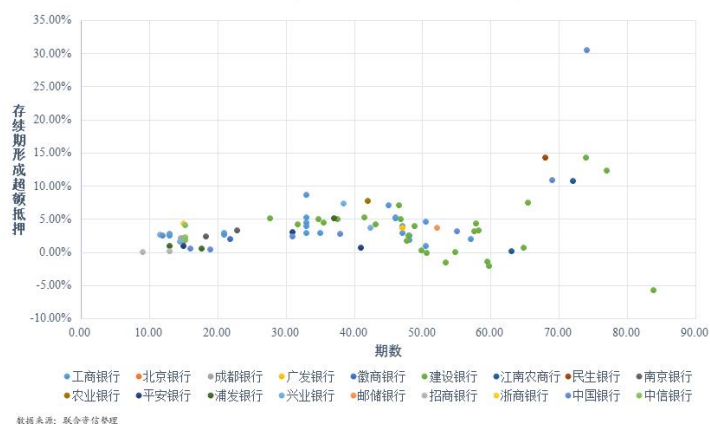


三、存续 ABS 超额抵押分析

1. RMBS 产品存续期形成超额抵押

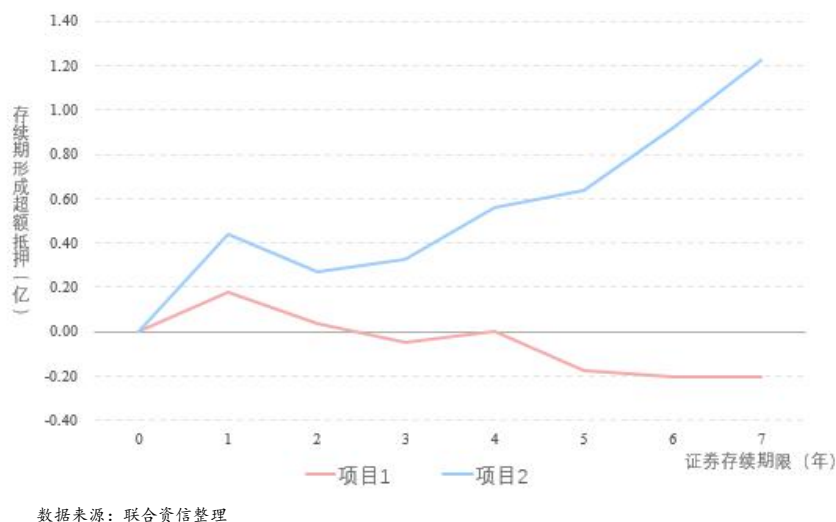
从联合资信 2022 年度跟踪的 86 单 RMBS 产品可以看到：随着存续期的增长，部分产品超额抵押有一定增长趋势，但趋势并不显著；存续期较长的产品表现出现分化，即同时存在形成较高的正或负超额抵押的情况；大部分产品的超额抵押处于相对较低水平（多数不高于 5%），主要系个人住房抵押贷款的利率整体偏低。如图 6。

图6 RMBS产品存续期形成超额抵押情况



如图 7 所示，两单同一年发行的 RMBS 产品，存续期形成超额抵押不断动态变化并逐渐分化：项目 1 累计形成负超额抵押，项目 2 累计形成正超额抵押。经分析，项目 1 初始资产池加权平均利率为 4.31%，项目 2 初始资产池加权平均利率为 5.18%；且项目 1 的初始发行加权利率为 4.44%，远高于项目 1 的初始发行加权利率 3.76%。可见，对于长期限产品，存续期超额抵押的形成对于超额利差的敏感性很强。

图 7 RMBS 产品存续期形成超额抵押变化图示



由于 RMBS 产品优先级证券的发行评级多为 AAA_{sf}，虽然存续期形成正超额抵押并未提升优先级证券信用等级，但是优先级证券的信用风险有所下降。

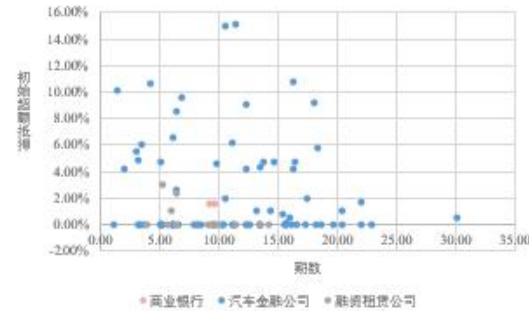
2. Auto-ABS 产品存续期形成超额抵押

由于 Auto-ABS 产品底层贷款通常含押品，且车辆销售方可能会进行贴息销售，个人汽车贷款利率相对较低。如果贷款利率低于证券端综合发行成本，将会形成负利差，进而在存续期形成负超额抵押，增加券端的兑付压力。从本次统计的存续期项目来看，为缓释该风险，

过半此类项目在发行时设置了一定的初始超额抵押（见图 8）。

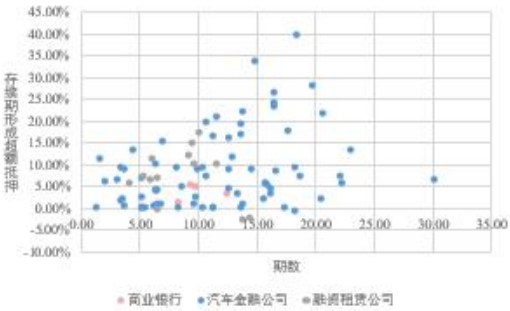
Auto-ABS 产品通常不设置循环购买机制，且超额利差相对较小。本次纳入统计的 84 单 Auto-ABS 产品的存续期形成超额抵押在 5%上下波动，有 5 单存续期形成负超额抵押（见图 9）。得益于存续期形成正超额抵押，大部分可调级证券的级别得到了提升，部分证券即使信用等级没有发生变化，其面临的信用风险也有不同程度的下降。

图 8 Auto-ABS 产品初始超额抵押情况



数据来源：联合资信整理

图 9 Auto-ABS 产品存续期形成超额抵押情况

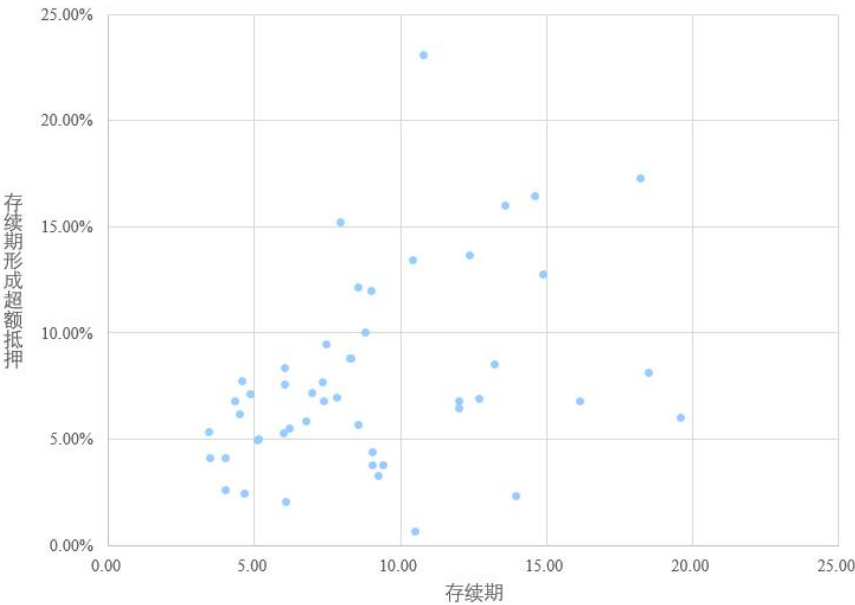


数据来源：联合资信整理

3. 消费贷款 ABS 产品存续期形成超额抵押

因消费贷款利率相对较高，消费贷款 ABS 产品通常存在可观的超额利差，是存续期形成超额抵押的主要推动力。同时，数据显示，存续期形成超额抵押的大小与证券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），存续期将形成更多的超额抵押。本次纳入统计的 49 单消费贷款产品存续期内均产生了正超额抵押（如图 10），超额抵押的形成是很多消费贷款 ABS 夹层档证券信用等级得以提升的重要因素。

图 10 消费贷款 ABS 产品存续期形成超额抵押情况



数据来源：联合资信整理

四、总结

1. **存续期形成超额抵押值得关注。除初始超额抵押外，存续期形成超额抵押也是 ABS 重要的内部增信机制之一。**存续期超额抵押变化由资产重新定价、资产端收益与证券端综合发行成本不一致、基础资产实际表现与预测差异导致。存续期超额抵押增加，有助于降低各档证券风险、提升其信用等级。

2. **存续期超额抵押普遍正增长，助力存续证券信用风险持续下降。**由于 RMBS、Auto-ABS、消费贷款 ABS 产品底层资产利率水平、实际信用表现等的差异，存续期形成超额抵押的大小也有所不同，因此，不同产品存续期形成超额抵押对证券信用水平的改善程度有所差异。从本年度纳入统计的跟踪情况看，存续期超额抵押普遍正向增长，存续证券信用风险持续下降。