

【专项研究】2023 年 NPL 产品存续期表现——回收进度符合预期助证券信用风险下降，产品类型丰富满足多元化投资人需求

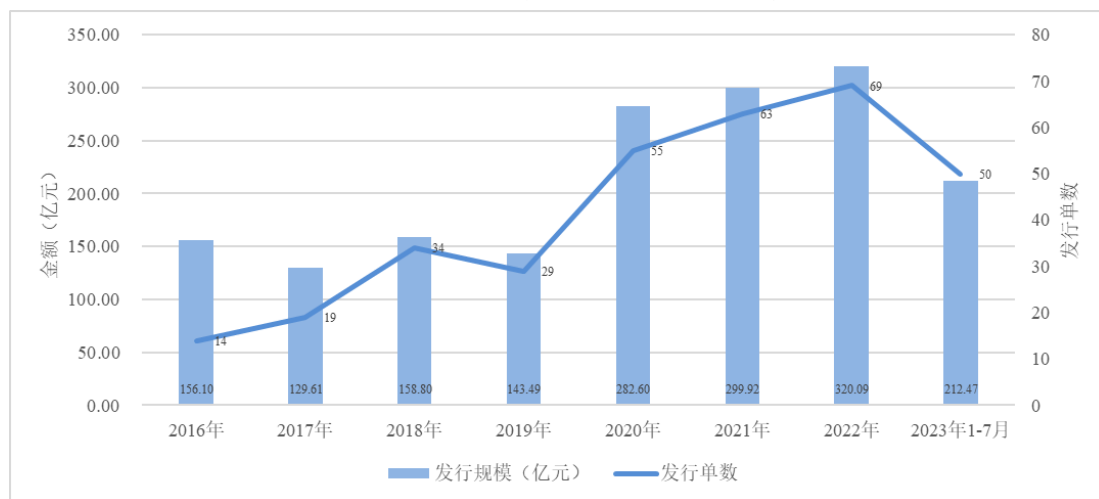
本期小编：欧阳睿 裴帅军 宋宇 姜源

一、NPL 产品发行情况

1. 不良资产证券化产品发行规模稳中有升，2023 年 1—7 月同比呈现大幅增长态势

2016 年至 2023 年 7 月，不良资产证券化产品（NPL）累计发行规模为 1703.10 亿元。继 2020 年 NPL 产品发行量大幅提升后，银行间公募市场 NPL 产品发行规模连续 3 年稳中有升。2023 年 1—7 月，NPL 产品发行量为 50 单，同比增长 72.41%；NPL 产品发行规模为 212.47 亿元，同比增长 72.33%，发行单数与发行规模均大幅增长。近些年，商业银行不良贷款余额呈上升趋势，资产证券化转出方式在满足商业银行不良资产出表需求的同时，NPL 产品也逐渐被市场接受，商业银行 NPL 产品发行总额及单数逐年增加。详见图 1。

图 1 2016—2023 年 7 月 NPL 产品发行总额及单数



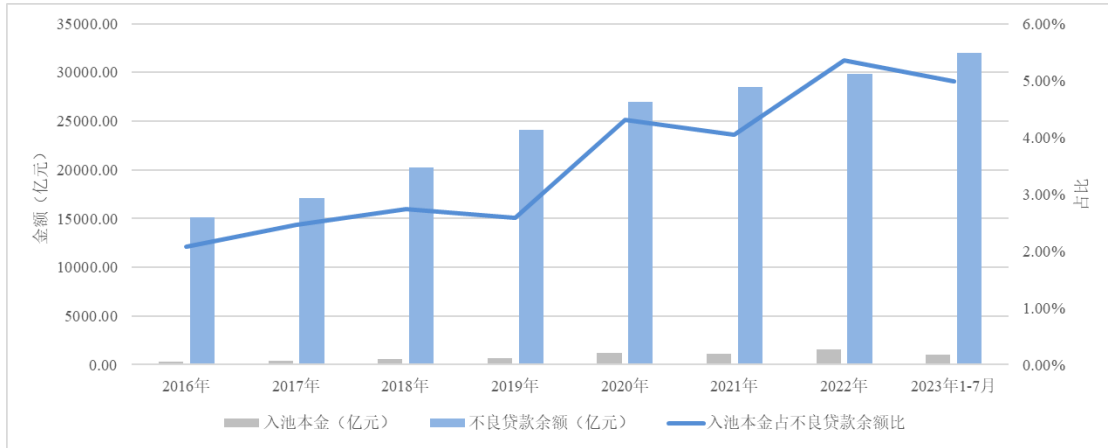
资料来源：wind，联合资信整理

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—2023 年 7 月，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。2023 年 1—7 月，通过银行间公募资产证券化处置的不良贷款本金合计 1007.64 亿元，占商业银行平均不良贷款余额¹的 4.99%。资产证券化依旧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。

¹ 截至 2023 年 6 月的商业银行平均不良贷款余额

图2 2016—2023年7月NPL产品入池本金及商业银行不良贷款余额



注：1. 2023年不良贷款余额为2023年6月末数据

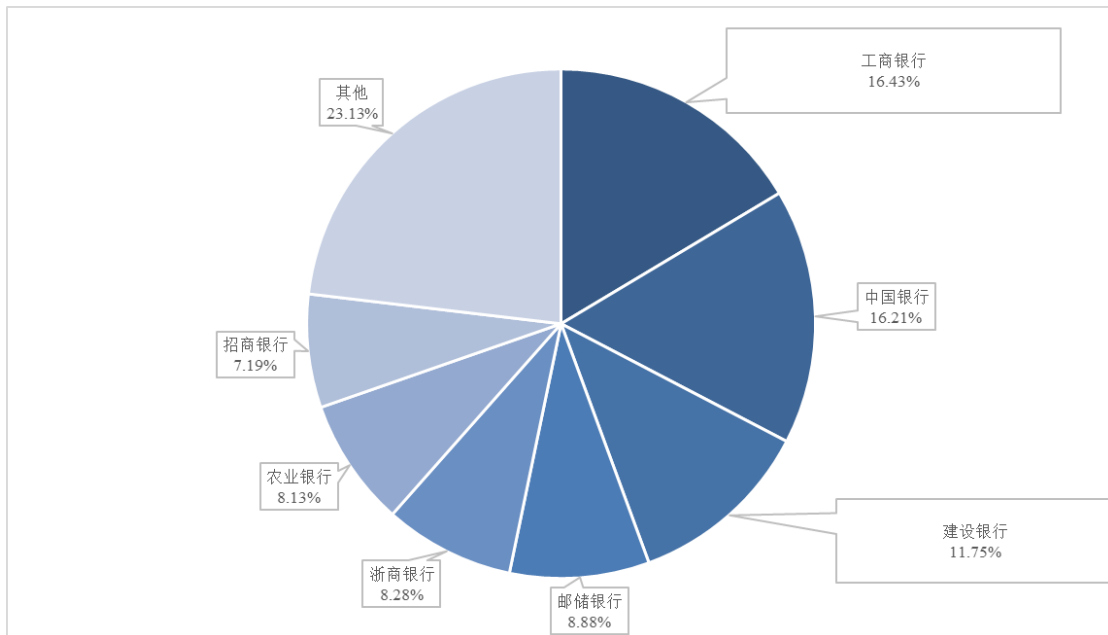
2. 入池本金占不良贷款余额比=入池本金/商业银行平均不良贷款余额，商业银行平均不良贷款余额=(期初不良贷款余额+期末不良贷款余额)/2

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

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2023年1—7月发行规模排名前三的是工商银行、中国银行和建设银行，三家银行共发行94.31亿元，占2023年1—7月不良资产证券化产品总发行规模44.39%。2023年1—7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 2023年1—7月银行间市场各发起机构NPL产品发行规模分布



注：其他包括发行规模小于市场发行总额5%的7家发起机构

资料来源：wind，联合资信整理

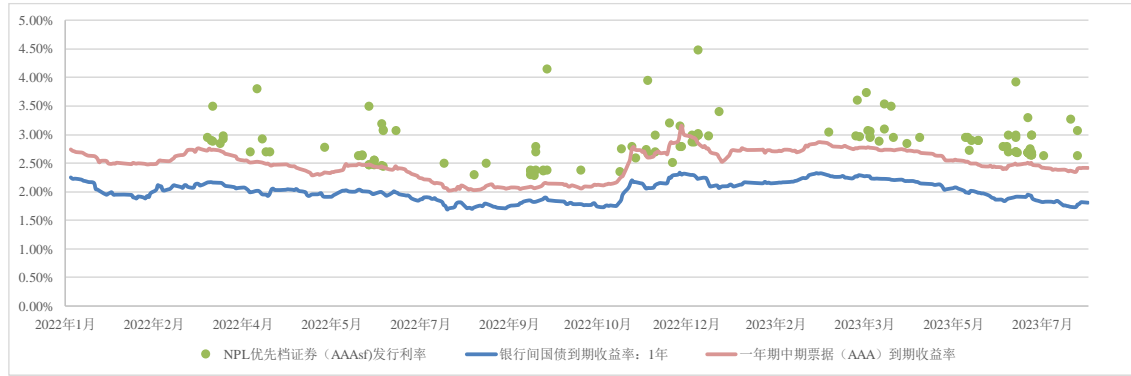
4. NPL 优先档证券发行利率下行,不同资产发行利差有所差异

银行间市场NPL优先档证券(AAA_{sf})发行利率集中在2.5%—3%区间，近期NPL优先档证券(AAA_{sf})发行利率较年初有所下行。

根据不良资产分类的不同，银行间市场NPL优先档证券(AAA_{sf})发行利率和一年期中

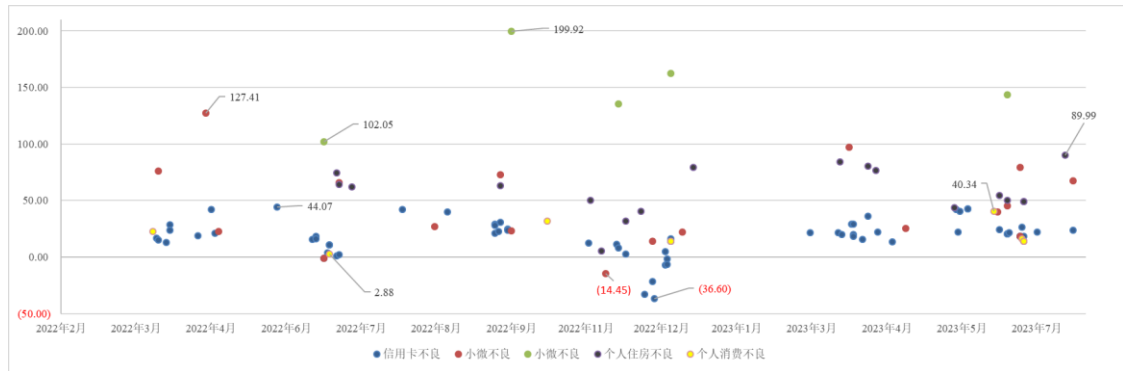
期票据（AAA）到期收益率的利差存在差异。2022年至2023年7月，信用卡不良资产和个人消费不良资产为基础资产的优先档证券（AAA_{sf}）发行利差基本在50BP以内；企业不良资产为基础资产的优先档证券（AAA_{sf}）发行利差相对较高，在100BP以上；个人住房不良资产和小微不良资产发行利差大部分在50BP上下浮动，一定程度上体现了投资人对不同类型NPL产品的偏好。

图4 2022年—2023年7月银行间市场NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率



资料来源：wind，联合资信整理

图5 2022年—2023年7月银行间市场NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利差（单位：BP）



注：1、NPL 优先档证券（AAA_{sf}）发行利差=NPL 优先档证券（AAA_{sf}）发行利率—一年期中期票据（AAA）到期收益率

2、上图数字标签为同类型基础资产 2022 年—2023 年 7 月最高和最低发行利率

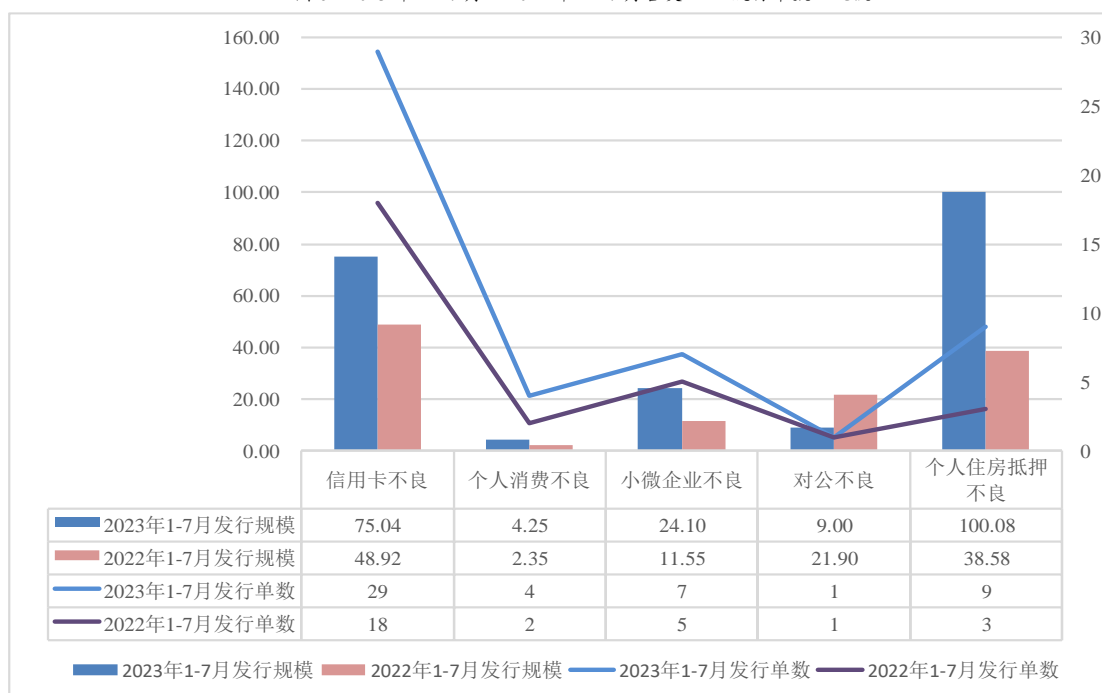
资料来源：wind，联合资信整理

二、2023 年新发行 NPL 与估值情况

1. 总体情况

2023年1—7月共发行50单NPL产品，基础资产涵盖信用卡贷款、个人消费贷款、个人住房抵押类贷款、小微类贷款和对公类贷款五类不良贷款，其中基础资产类型以信用卡不良贷款和个人住房抵押类不良贷款为主。2023年1—7月，从发行规模看，各类NPL的发行规模较上年同期均有所上升；从发行单数上，除对公不良NPL产品保持一致外，其他类NPL的发行单数较上年同期均有所上升。具体发行规模及单数详见图6。

图6 2023年1—7月及2022年1—7月各类NPL发行单数及规模



资料来源：wind，联合资信整理

2. 信用卡不良贷款

2023年1—7月发行的NPL产品中有29单以信用卡不良贷款为基础资产，证券发行规模合计为75.04亿元，占NPL总发行规模的35.32%，涉及不良贷款本息费达867.19亿元。从五级分类情况来看，2023年1—7月发行的信用卡不良NPL次级类占比高于可疑类占比，可疑类占比高于损失类占比；从分散性来看，2023年1—7月发行的信用卡不良贷款NPL的单笔平均本息费余额区间为2.12万元至9.75万元，单笔平均本息费余额较小且分散性较好，基础资产同质性高；从期限上来看，最小加权平均逾期期限为2.59个月，平均加权平均逾期期限为6.12个月，逾期期限较短。

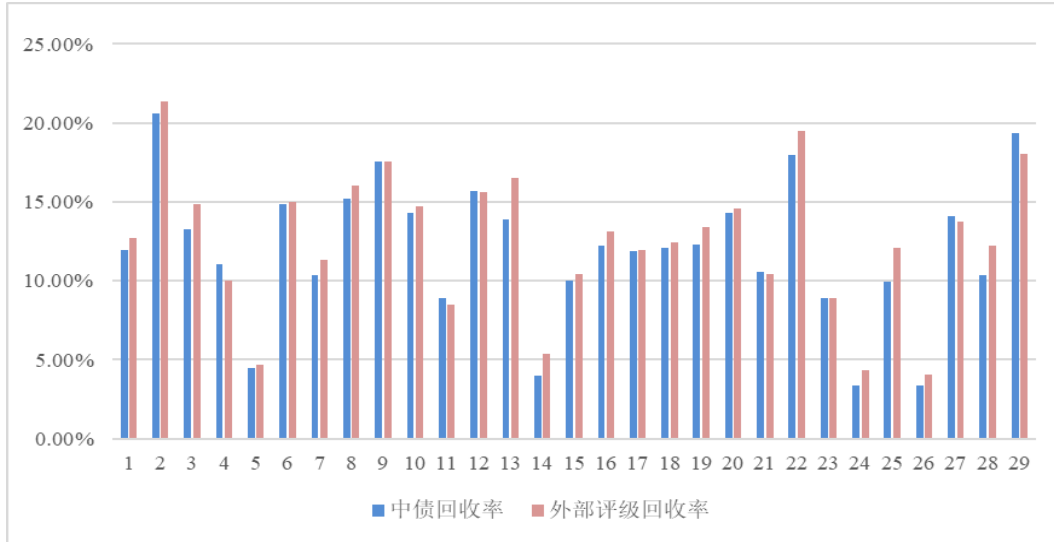
表1 2023年1—7月信用卡不良资产支持证券基础资产情况

资产类型		信用卡不良贷款NPL
贷款笔数		4788~178609
资产池笔均本息费余额（万元）		2.12~9.75
加权平均逾期期限（月）		2.59~19.38
五级分类情况	次级	42.27%
	可疑	35.04%
	损失	22.69%

资料来源：wind，联合资信整理

从估值来看，2023年1—7月发行的信用卡不良贷款NPL基础资产一般情形下的整体回收率区间为3.39%至21.37%，回收率均值为12.25%。由于信用卡不良贷款一般无抵质押物作为担保，从进入不良到初始起算日的逾期期限和资产池分散度对回收水平的影响较大，逾期期限越短，分散度越高，回收率越高。回收率情况详见图7和表2。

图 7 2023 年 1—7 月信用卡不良资产支持证券回收率对比



注：横坐标为单数；中债指“中债资信评估有限责任公司”，外部评级指市场化的评级机构。
资料来源：wind，联合资信整理

表 2 2023 年 1—7 月信用卡不良资产支持证券笔均本息费余额、加权平均逾期期限与回收率情况

回收率	加权平均逾期期限（月）					
	（0.00， 5.00]		（5.00， 10.00]		10 以上	
笔均本息费余额（万元）	中债	外部评级	中债	外部评级	中债	外部评级
（0.00， 5.00]	12.97%	13.65%	12.34%	13.03%	10.01%	10.43%
（5.00， 10.00]	10.75%	10.53%	9.99%	10.59%		

资料来源：wind，联合资信整理

3.个人消费不良贷款

2023 年 1—7 月共发行 4 单个人消费不良贷款资产支持证券，证券发行规模合计为 4.25 亿元，占 NPL 总发行规模的 2.00%，基础资产未偿本息费余额 28.48 亿元。从五级分类情况来看，2023 年 1—7 月发行的个人消费不良贷款 NPL 次级类占比 50.55%，高于可疑类和损失类；从分散性来看，2023 年 1—7 月发行的此类 NPL 的单笔平均本息费余额区间为 3.12 万元至 12.06 万元，分散性好，基础资产同质性高；从期限上来看，最小加权平均逾期期限为 3.80 个月，平均加权平均逾期期限为 7.47 个月，入池资产逾期期限较短；从估值来看，2023 年 1—7 月发行的个人消费不良贷款 NPL 基础资产一般情形下的回收率区间为 18.94% 至 22.63%。

表 3 2023 年 1—7 月个人消费不良贷款资产支持证券基础资产概况（单位：万元、月）

项目简称	笔均本息费余额	五级分类情况		加权平均逾期期限	回收率
橙益 2023—3	12.06	次级	52.73%	3.80	20.95%/21.50%
		可疑	44.74%		
		损失	2.53%		
中誉至诚 2023—1	3.12	次级	37.04%	10.57	18.94%/19.06%
		可疑	28.67%		
		损失	34.29%		
建鑫 2023—3	4.00	次级	28.80%	11.00	20.65%/22.63%
		可疑	36.43%		

		损失	34.76%		
橙益 2023—1	9.36	次级	83.64%	4.51	19.80%/19.76%
		可疑	15.26%		
		损失	1.10%		

注：回收率（A/B），A 为中债资信回收率估值；B 为市场化评级机构回收率估值，包括联合资信和中诚信等，下同
资料来源：wind，联合资信整理

4. 个人住房抵押不良贷款

2023 年 1—7 月共发行 9 单个人住房抵押不良资产支持证券，证券发行规模 100.08 亿元，占总发行规模的 47.10%，基础资产未偿本息费余额 211.62 亿元。从五级分类情况来看，次级类未偿本息费加权平均余额占比高于可疑类和损失类，为 57.50%。入池不良资产单笔平均本息费余额主要分布在 35 万元至 75 万元之间，**分散度较高，同质性较高等特点**。入池资产加权平均逾期期限为 13.11 个月，最大逾期期限为 28.34 个月，入池资产**逾期期限较长**。个人住房抵押不良均附带抵押担保，抵押物全部为个人住宅。**个人住宅的快速变现能力强，因此个人住房抵押 NPL 产品的回收率普遍较高**，分布在 41.22%—68.15%。

表 4 2023 年 1—7 月个人住房抵押不良资产支持证券基础资产概况（单位：万元、月）

项目简称	笔均本息费余额	五级分类情况		加权平均逾期期限	回收率
工元至诚 2023—4	37.68	次级	54.79%	7.79	54.73%/58.67%
		可疑	44.52%		
		损失	0.69%		
建鑫 2023—4	48.22	次级	83.40%	8.63	59.36%/60.04%
		可疑	15.41%		
		损失	1.20%		
兴瑞 2023—3	74.21	次级	81.86%	9.85	56.34%/57.18%
		可疑	11.49%		
		损失	6.65%		
工元至诚 2023—3	38.72	次级	52.16%	7.37	54.19%/57.12%
		可疑	47.25%		
		损失	0.58%		
邮盈惠泽 2023—1	42.37	次级	27.75%	12.88	59.66%/62.68%
		可疑	47.36%		
		损失	24.89%		
众兴 2023—1	35.91	次级	54.53%	7.99	58.47%/60.65%
		可疑	45.47%		
		损失	0.00%		
中誉 2023—2	44.67	次级	51.80%	26.86	60.27%/61.83%
		可疑	30.13%		
		损失	18.07%		
中誉 2023—1	44.66	次级	37.07%	28.34	61.18%/68.15%
		可疑	38.34%		
		损失	24.59%		
工元至诚 2023—1	44.59	次级	74.15%	8.31	49.26%/41.22%
		可疑	25.85%		
		损失	0.00%		

资料来源：wind，联合资信整理

5. 对公不良类贷款

2023年1—7月，仅发行1单对公不良资产支持证券，发行规模9.00亿元，占总发行规模的4.24%，基础资产未偿本息费余额23.50亿元。从担保方式来看，臻金2023—2均附有抵质押物，抵质押物包括房产、应收账款、股权等多种形式资产。入池不良资产贷款单笔平均本息费余额为2008.57万元。证券产品高回收率主要依靠基础资产附带抵质押物的变现能力，其中房产等不动产的快速变现能力较好，回收估值水平较高。

表5 2023年1—7月对公不良资产支持证券基础资产概况（单位：万元、月）

项目简称	笔均本息费余额	五级分类情况		回收率	担保方式
		次级	可疑		
臻金2023—2	2008.57	次级	72.21%	53.52%/58.55%	均附有抵质押物，主要为房产、应收账款和非上市公司股权
		可疑	17.47%		
		损失	10.32%		

资料来源：wind，联合资信整理

6. 小微不良类贷款

2023年1—7月，共发行7单小微不良资产支持证券，证券发行规模24.10亿元，占总发行规模的11.34%，基础资产未偿本息费余额75.47亿元。从担保方式来看，基础资产涉及的担保方式较为多样，包括抵押、保证等多种担保方式，抵押物多以居住用房等不动产为主。入池不良资产贷款单笔平均本息费余额分布在16.80万元~115.54万元之间，笔均本息费余额波动较大，入池资产同质性较低。基础资产附带的抵押物的表现能力对回收估值水平影响较大，入池资产均附带抵押物（以不动产为主）的小微不良贷款回收率可达60%以上，纯信用类小微不良贷款回收率在15%左右。

表6 2023年1—7月小微不良资产支持证券基础资产概况（单位：万元、月）

项目简称	笔均本息费余额	五级分类情况		加权平均逾期期限	回收率	担保方式
		次级	可疑			
鸿富2023—5	89.46	次级	26.32%	8.69	47.29%/48.26%	纯信用类不良贷款占比2.78%，保证类不良贷款占比11.97%，抵押类不良贷款占比85.25%。抵押物为房产（居住用房和商业用房）、均已办理正式抵押登记
		可疑	36.47%			
		损失	37.21%			
臻金2023—3	115.54	次级	90.26%	4.44	63.48%/63.13%	纯抵押类不良贷款抵押物主要为房产（居住用房、商业用房和车库）、均已办理正式抵押登记
		可疑	9.33%			
		损失	0.41%			
惠泽2023—1	46.30	次级	38.22%	3.99	14.44%/14.58%	纯信用类不良贷款
		可疑	60.97%			
		损失	0.82%			
邮盈惠泽2023—3	28.57	次级	16.82%	12.32	63.93%/65.76%	纯抵押类不良贷款抵押物为房产（居住用房和商业用房）、均已办理正式抵押登记
		可疑	36.24%			
		损失	46.94%			
橙益2023—2	16.80	次级	84.57%	4.59	16.84%/16.66%	抵押类不良贷款抵押物主要为汽车
		可疑	14.02%			
		损失	1.41%			
建鑫2023—2	33.04	次级	49.25%	3.12	13.78%/14.29%	纯信用类不良贷款
		可疑	47.68%			
		损失	3.07%			
臻金2023—1	106.73	次级	76.99%	5.87	63.25%/64.01%	纯抵押类不良贷款

	可疑	15.52%			抵押物为房产（居住用房、商业用房和办公用房等）、均已办理正式抵押登记
	损失	7.49%			

资料来源：wind，联合资信整理

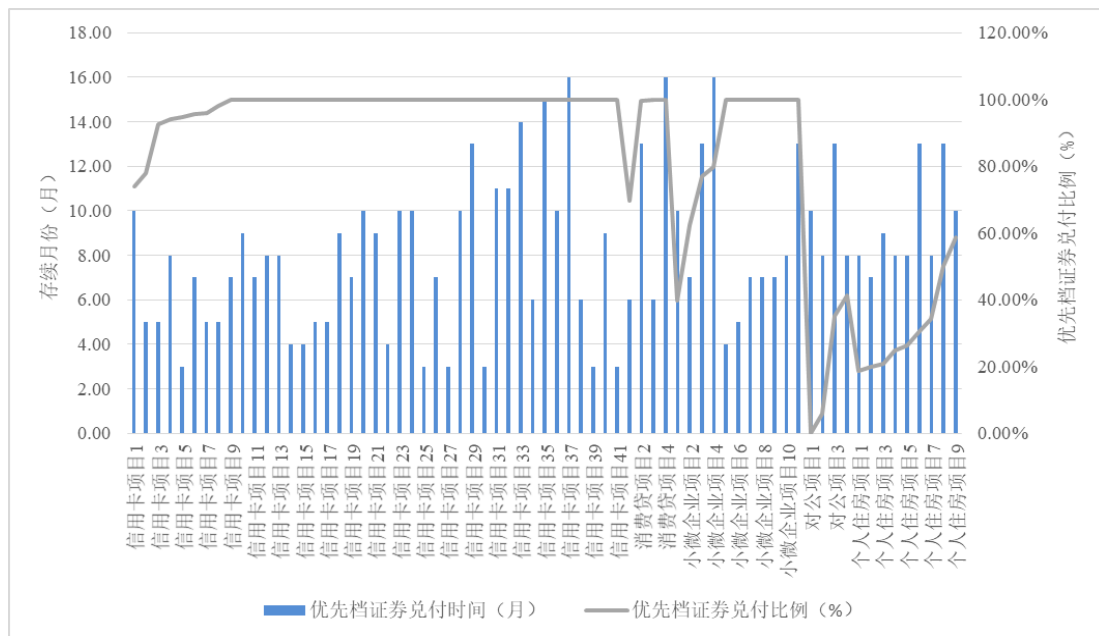
综上所述，从回收估值水平来看，纯信用类不良贷款受逾期期限、笔均未偿本息费余额和分散度的影响较大。逾期期限越短，单笔未偿本息费余额越小，分散度越高，回收估值水平越高。附带抵质押类不良贷款的回收估值水平由抵（质）押物的快速变现能力、处置环境和资产其他特殊因素等多种因素决定。抵质押物变现能力越强，变现速度越快，处置环境越好，回收估值水平越高。

三、2022 年发行产品的存续期表现

1. 2022 年度发行 NPL 产品总体兑付情况良好

截至 2023 年 7 月 31 日，2022 年度发行的 69 单 NPL 产品中，有 42 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付完毕，占总发行单数的 60.87%。优先档证券本金未完成兑付的 27 单 NPL 产品中，15 单 NPL 产品的优先档证券本金已兑付 50% 以上；8 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付 20%~50%；4 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，2022 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 8 2022 年 NPL 产品优先档证券兑付情况（单位：月、%）



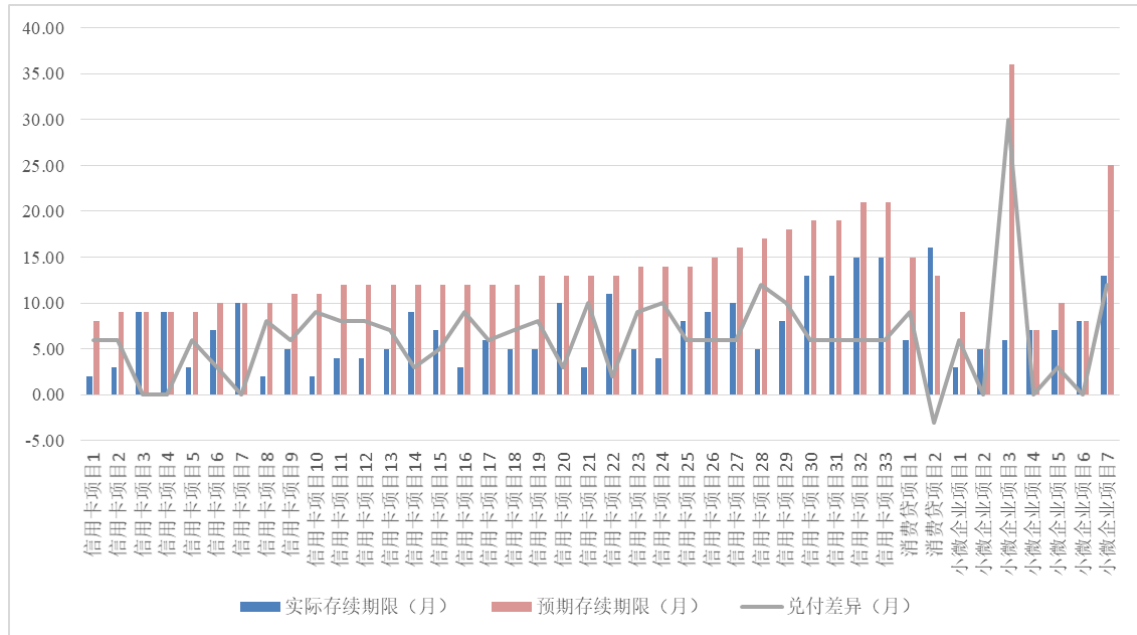
注：1. 优先档证券兑付时间=（优先档证券最近兑付日—起息日）/30；
 2. 优先档证券兑付比例=已兑付优先档证券本金/优先档证券发行金额
 3. 其中 1 单项目优先档兑付比例为 0%，系未到兑付日

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 2023 年 7 月 31 日，2022 年度发行的 69 单 NPL 产品中，有 42 单 NPL 产品的优先档证券本金兑付完毕。优先档证券本金已兑付完毕的 42 单 NPL 产品中，35 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；6 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三个月。

图 9 2022 年优先档证券兑付速度情况（单位：月）

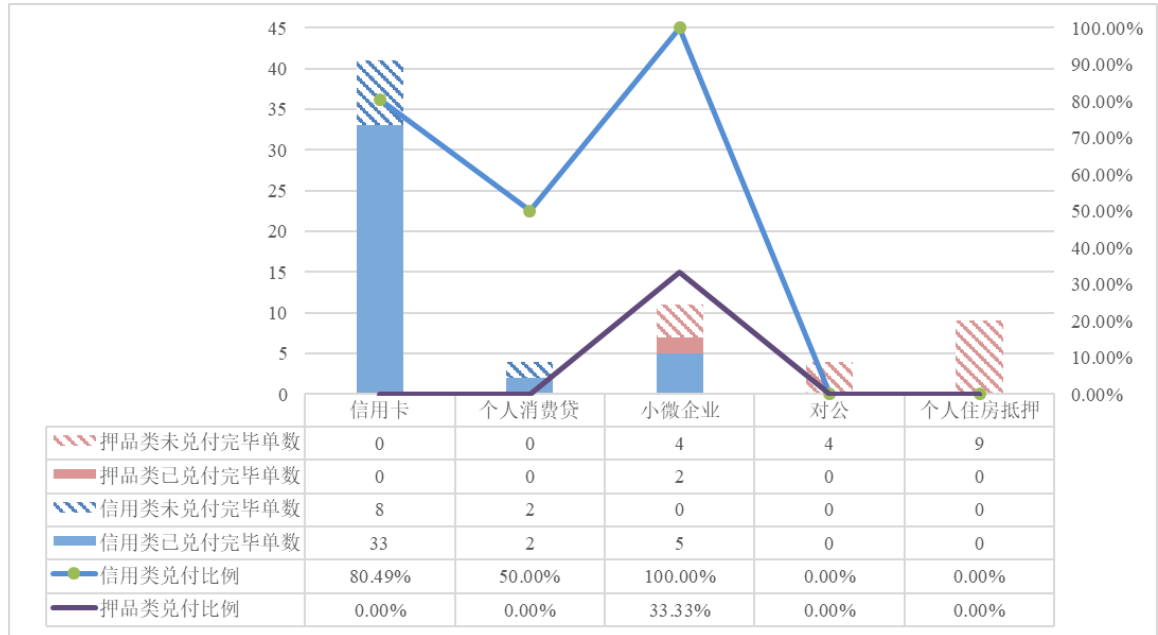


注：1.实际存续期限指优先档证券实际到期日与起息日之间的月份数；
2.预期存续期限指优先档证券预期到期日与起息日之间的月份数；
3.兑付差异（月）指优先档证券预期到期日早于实际到期日之间的月份数；
资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

3. 底层细分资产为信用类的 NPL 产品资产池回收速度快于含押品类 NPL 产品，兑付频率设置改变影响兑付速度

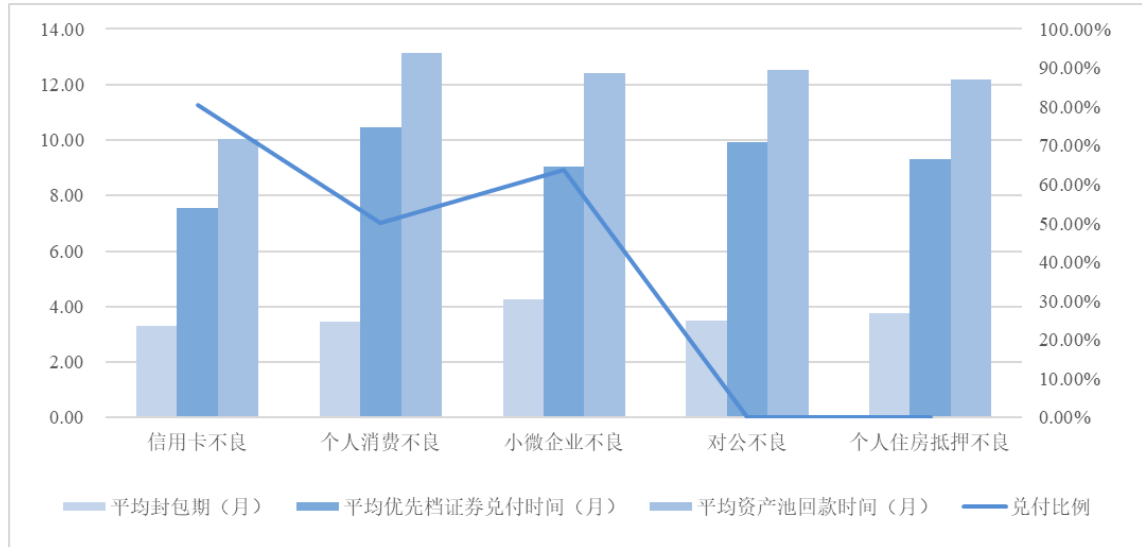
截至 2023 年 7 月，2022 年度发行且已兑付的 NPL 产品中，产品单数方面，信用类兑付完毕 80.00%，抵押类兑付 10.53%。具体来看，信用卡不良产品的优先档证券基本可在 8 个月以内兑付完毕，兑付比例为 80.49%；小微企业纯信用类 NPL 产品（5 单）的优先档已全部完成兑付，含押品类（6 单）兑付比例 33.33%；个人消费 NPL 产品的优先档兑付比例为 50.00%；个人住房抵押 NPL 产品和对公不良 NPL 产品优先档证券均未兑付。从优先档证券的兑付情况看，小微企业纯信用类、信用卡和消费贷 NPL 产品的兑付速度快于含押品的 NPL 产品，如小微企业含押品类、个人住房抵押和对公 NPL 产品。

图 10 2022 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，其中 5 单小微企业类为纯信用类 NPL 产品
资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

图 11 2022 年发行的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、%）

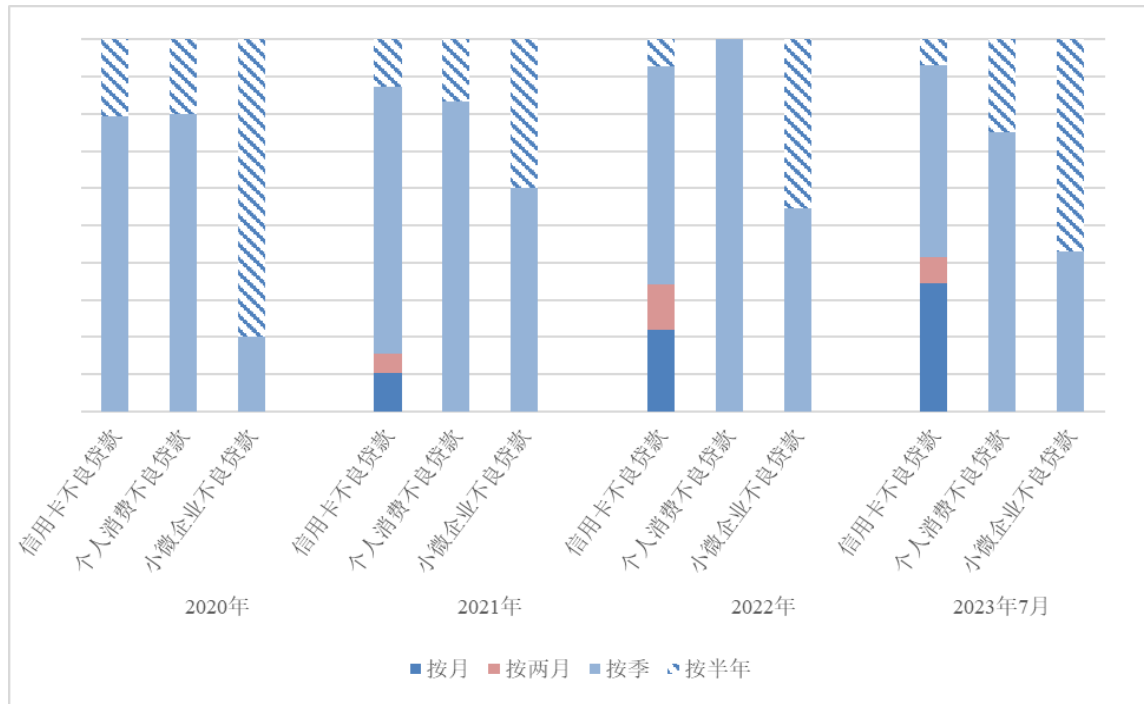


注：1. 优先档证券兑付时间=（优先档证券最近兑付日一起息日）/30；
2. 资产池回款时间=（优先档证券最近计算日一初始起算日）/30；
3. 封包期=（起息日一初始起算日）/30
4. 兑付比例=已完成兑付单数/总发行单数
资料来源：wind，中国货币网，联合资信整理

兑付频率方面，含押品类的不良贷款 ABS 由于受市场环境、法律环境等影响较大，现金流波动性较大，因此为降低流动性风险，设计的兑付频率普遍偏低，以按季或按半年兑付为主。信用卡不良贷款 ABS 由于发展较为成熟，现金流相对稳定，适当提高还款频率也整体风险可控，因此近年来随着回收估值预测准确性不断提高，叠加市场需求，信用卡不良贷款 ABS 兑付频率持续提高，按月和按两月兑付的产品逐渐被市场接受。交易结构设置在兑

付频率方式上的改变也是影响优先级证券兑付速度重要原因之一。

图 12 近年新发不良贷款 ABS 不同兑付频率产品占比（按单数）

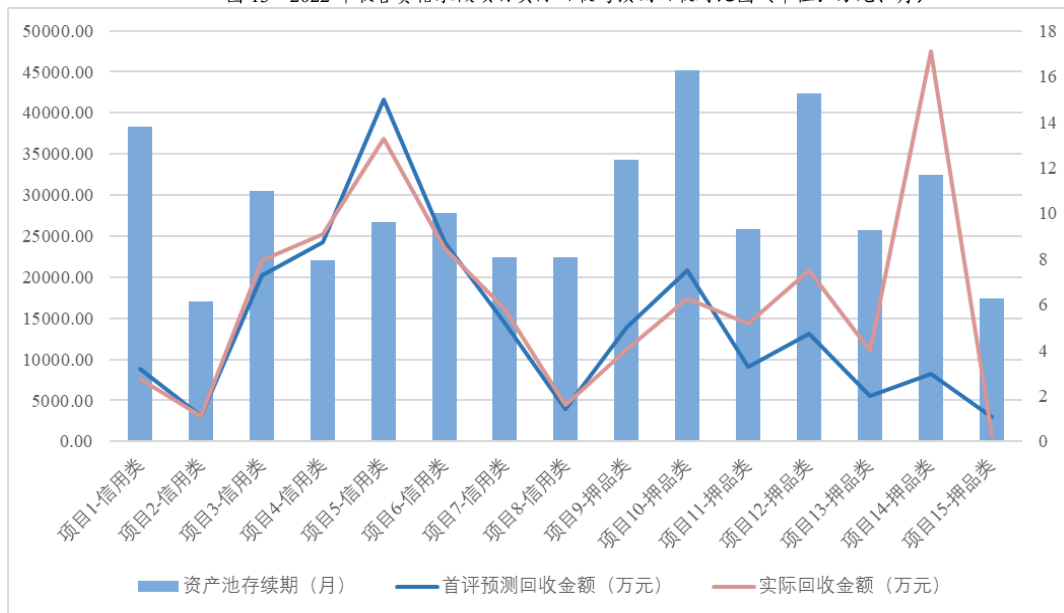


注：近年对公不良贷款、个人住房抵押不良贷款 ABS 兑付频率均为按半年兑付；汽车不良贷款 ABS 均为按季兑付。
资料来源：wind，联合资信整理

4. 信用类 NPL 回收情况基本符合预期，含押品类 NPL 回收进度不确定性较大

目前，2022 年发行并在存续期内的 NPL 产品中，15 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 15 单 NPL 产品已经历至少 6 个回收期（月），从各回收期期间的回收数据来看，各产品存续期内实际回收与预测回收对比情况详见图 13。

图 13 2022 年联合资信承做项目实际回收与预测回收对比图（单位：万元、月）



数据来源：受托机构报告，联合资信整理

偏离度区间在（-10%，10%）的产品均为信用类 NPL 产品。2022 年下半年，部分信用类 NPL 产品受地区封控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 产品回收整体呈现波动态势，部分项目由于实际表现期较短等原因，回收进度不及预期，其他押品类 NPL 产品实际回收情况明显好于预期，个别项目回收偏离度甚至高达 100%以上。这主要是由于含押品类 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。另外，含押品类 NPL 产品在交易结构设置上往往以半年为频率对回收款进行划转，也会影响跟踪时点对回收进度的统计。整体看，含押品类 NPL 由于通常附带房屋等押品，资产池回收款对证券保障程度相对更高。

综上，本年度跟踪的信用类 NPL 产品实际回收与预测回收总体偏离度较小，信用类 NPL 产品资产回收符合预期，含押品类 NPL 回收情况不确定性较大，影响回收进度因素复杂。

四、总结与未来展望

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 回收情况不确定性较大。纯信用类 NPL 产品小额分期的特点令真实回收与预测回收的偏离度较小，部分项目虽然短期内受部分地区封控的影响，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，资产回收情况基本符合预期。含押品类 NPL 产品单笔金额高，且受制于抵押物价值及抵押物处置进度的影响，真实回收时间进度不确定性较大，但最终总回收进度预计一般不会明显偏离首评预期。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。

2. 优先档证券总体兑付情况良好，兑付速度普遍优于预期

2022 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 2023 年 7 月 31 日，2022 年发行的且已兑付完毕的优先档证券，占 2022 年总发行单数的 60.87%，平均存续期限为 7.65 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。2022 年，优先档证券兑付速度较 2021 年放缓，主要由于 2022 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其他类 NPL 产品。

3. NPL 优先档证券信用等级维持 AAA_{sf}，剩余优先档证券信用支持提升

从 2022 年发行的 NPL 产品运行情况来看，优先档证券兑付情况普遍好于预期，各产品

优先档证券信用等级均维持 AAA_{sf}，未出现信用等级下调或违约情况。在经济运行整体回升后，资产回收情况呈明显回稳趋势，有助于优先档证券的兑付。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。

4. 资产证券化助力商业银行不良资产转出，未来市场规模具有增长潜力

资产证券化作为商业银行处置不良资产方式之一，相较于传统处置模式，NPL 产品能较为快速的为商业银行释放更多的流动性，有利于商业银行盘活资产，解除资本占用，提高资本利用效率。从 2023 年 1—7 月的发行情况看，不良资产支持证券同期的发行单数与发行规模均增速显著，商业银行发行 NPL 产品的意愿持续增强。随着商业银行不良资产回收手段的有效实施，预计 2023 年全年 NPL 产品发行有望进一步提升。