

标普信评结构融资年度行业研究系列

中国不良资产支持证券市场多维度观察2024版



观点摘要

不良资产证券化（不良ABS）

2023年不良资产证券化回顾



在宏观经济承压的背景下，不良资产证券化已成为银行处置不良的重要渠道，越来越多的发起机构进入了常态化发行的阶段。2023年，不良资产证券化的发行金额和单数均创历史新高，发行总额476.51亿元，同比增长53.9%；发行单数118单，同比增长73.5%；国有银行和股份制银行仍是市场发行主力。



根据不良ABS的基础资产是否针对个人资产，通常将其分为零售类、对公类及混合类。其中，零售类不良ABS中涉房项目的回收与其他零售类不良在历史表现上有着明显区别，因此我们将零售类不良ABS进一步细分为涉房零售类不良ABS及其他零售类不良ABS。



2023年，涉房零售类不良ABS的发行金额同比增长192%，占整体不良资产证券化的51.8%；其他零售类不良ABS（主要包括个人信用卡不良贷款ABS、个人消费贷不良贷款ABS、个人汽车不良贷款ABS等）则继续延续近年来的增长态势，其中个人信用卡不良贷款ABS占比达到90%以上。

2024年不良资产证券化展望



不良资产证券化作为我国资产证券化的重要品种之一，为发起机构减轻不良资产包袱、化解金融风险起到了积极作用。我们认为，2024年不良资产证券化供给端动力仍将保持，且基础资产仍将以个人零售类不良贷款为主。



零售类不良资产为不良资产证券化的最主要基础资产类型，其发行量和发行占比连续增长。我们认为这一趋势在2024年也将得以持续。我们预计，涉房零售类不良贷款的回收表现仍将处于较好的水平。



基于不良资产证券化产品大额的超额抵押占比及相对较短的优先级证券期限，我们认为不良资产证券化产品的优先级证券信用质量将继续保持稳定。

标普信评

S&P Global
China Ratings

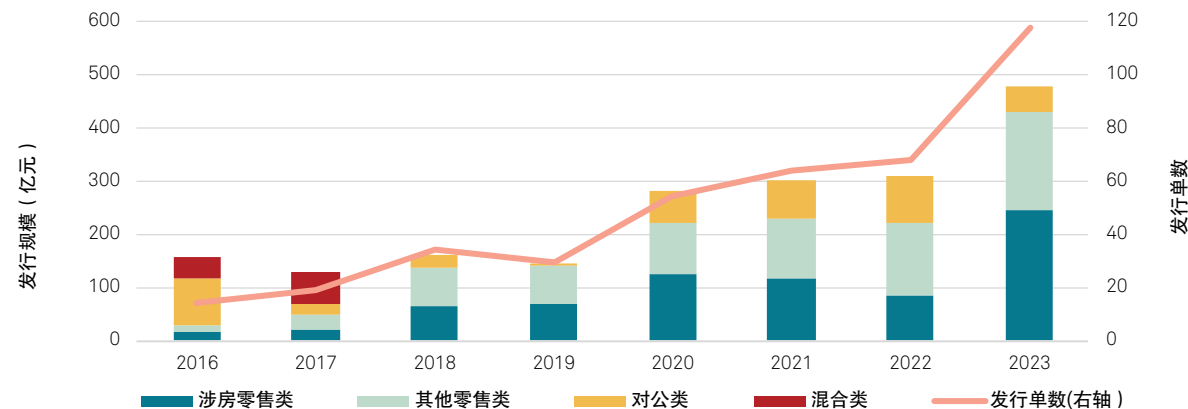
注：本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在相关信息缺失或保密的情况下，本次分析并未涵盖所有与我们方法论直接相关的指标。

中国不良ABS市场多维度观察

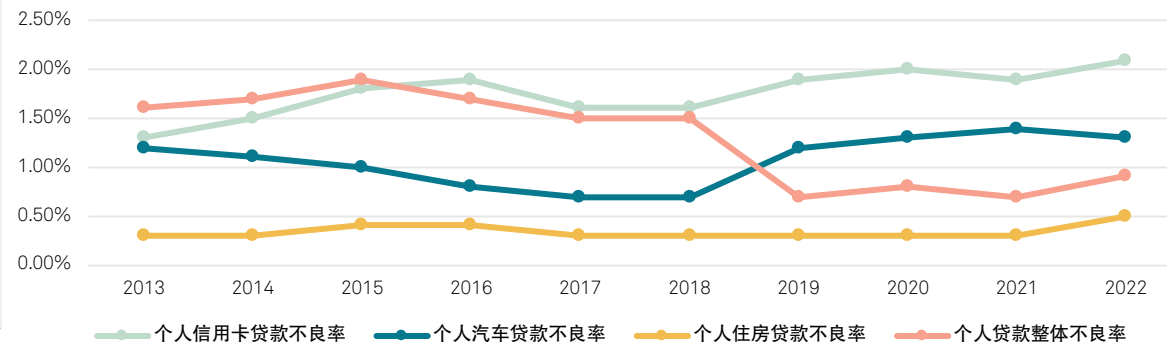
不良资产证券化发行情况

- 图表1展示了历年商业银行的个贷不良率表现。自2019年起，个人贷款整体不良率不再包含个人经营类贷款，因此该指标在该年度有较大变化，其中住房按揭贷款的不良率保持最低。
- 图表2、3展示了2016年不良资产证券化重启以来的证券化发行情况。不良资产证券化的主要基础资产由对公不良贷款转变为零售类不良贷款。我们根据零售类不良ABS中抵押物是否涉及房产（主要是住房）进一步细分为涉房零售类不良及其他零售类不良ABS产品，后者中的主要产品为信用卡不良ABS。这两类目前是不不良资产证券化产品的主要基础资产类型。
- 对公（包含小微）不良ABS在2017-2019年发行规模较低，此后历年发行规模较为稳定。
- 2023年涉房类不良ABS的发行金额增幅显著，较上年同比增长192%。

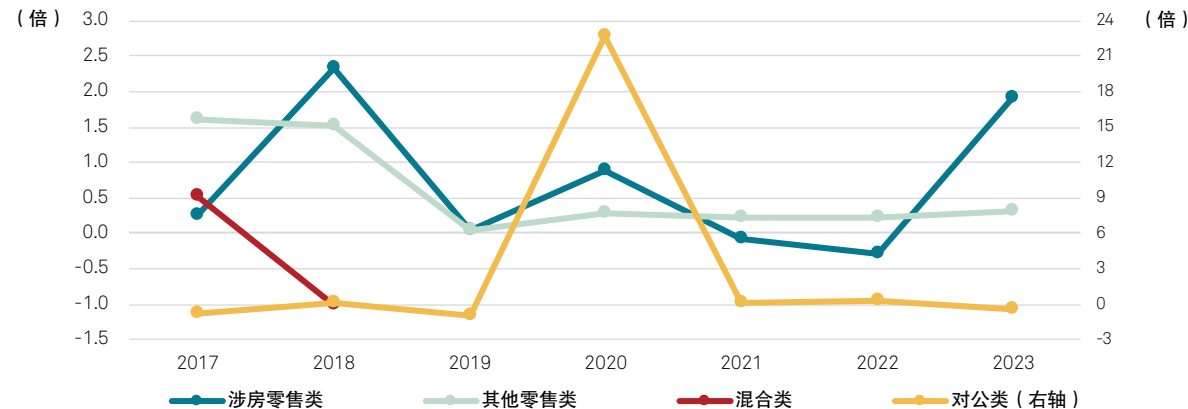
图表2：不良资产证券化发行情况



图表1：商业银行个人贷款不良率



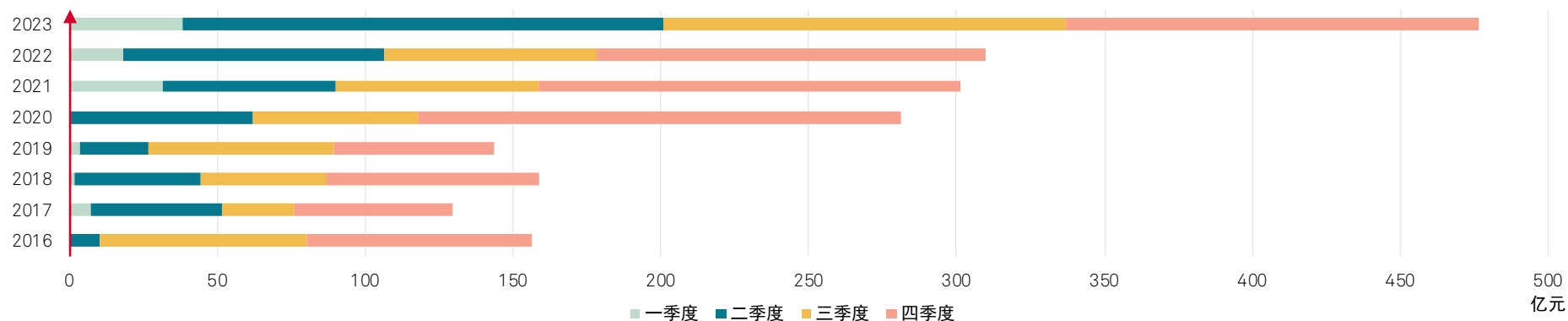
图表3：不良资产证券化发行同比增长



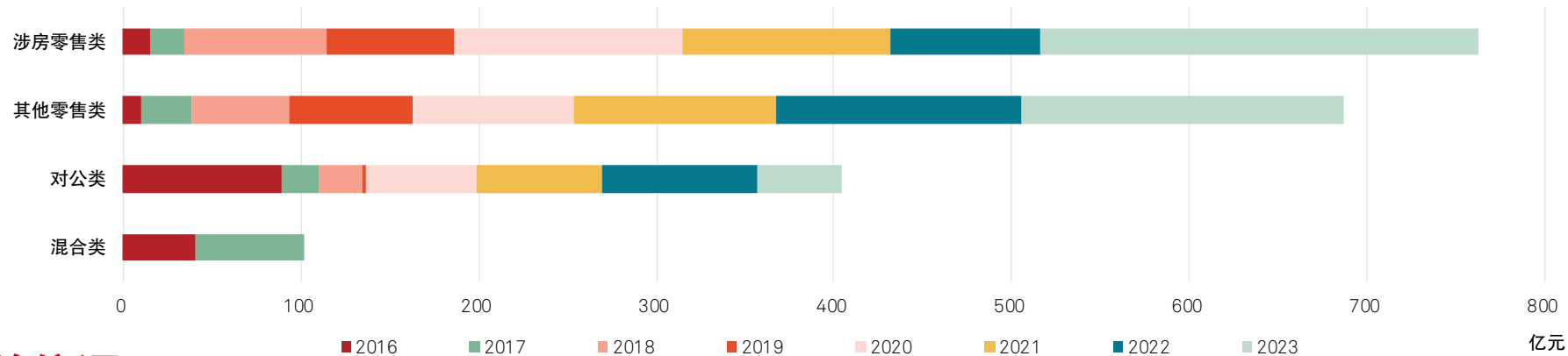
中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS产品发行情况：按发行时间和基础资产类型

图表4：不良资产证券化产品发行情况 – 按发行时间（单位：亿元）



图表5：不良资产证券化产品发行情况 – 按基础资产类型（单位：亿元）

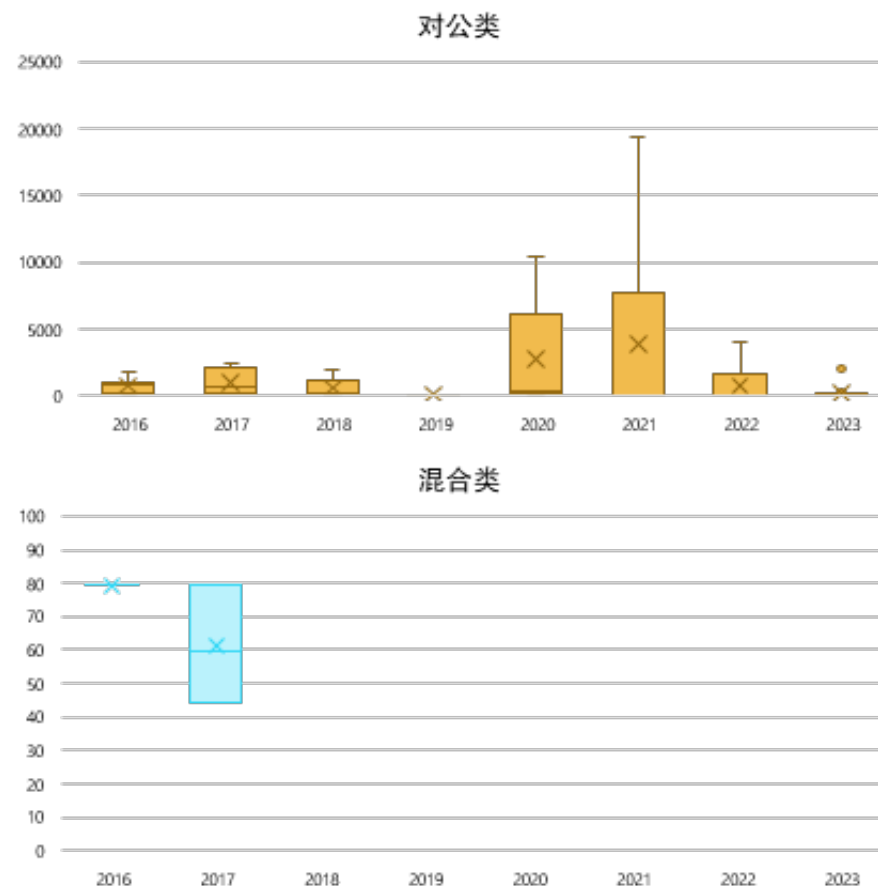


- 我国的不良资产证券化重启于2016年。2023年发行总额较上年增长超过50%，为近三年来的最大增幅。
- 按照我们分类的四种不良ABS类型，除混合类不良ABS仅在2016、2017年有发行外，其余三类ABS基本各年均有所发行。其中零售类不良ABS近年来已成为不良资产证券化的主要产品类型。我们认为，这一方面体现了零售类资产较好的分散度和相关的投资属性，一方面也说明了零售类不良ABS也逐渐成为发起机构处置不良资产的常规渠道之一。
- 混合类不良ABS在2016年及2017年分别发行了1单和3单，主要是个人住房、个人消费、个人经营的混合不良资产。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：平均单笔金额

图表6：历年各类不良ABS产品入池资产平均单笔金额（万元）



- 从入池资产的平均单笔金额角度看，四类不良ABS体现出明显差异。
- 其他零售类不良ABS由于入池资产主要是信用类不良，笔均资产的规模相对较低，整体维持在单笔5万元以下，各年的趋势基本保持稳定，这也反映了其高度分散的特点。
- 对公类不良ABS涉及的不良资产平均单笔金额整体最大，这体现了其基础资产的特质化较强，其回收难度也相对较高。
- 涉房零售类不良ABS以个人住房按揭不良贷款为主，其笔均基本维持在40-50万。近两年的金额分布变宽和均值上升主要由新发起机构的个别产品导致。
- 混合类不良ABS大多是在个人住房不良贷款的基础上混入个人经营、消费和小微等不良资产，笔均相对较高，但近年来发行较少。

标普信评

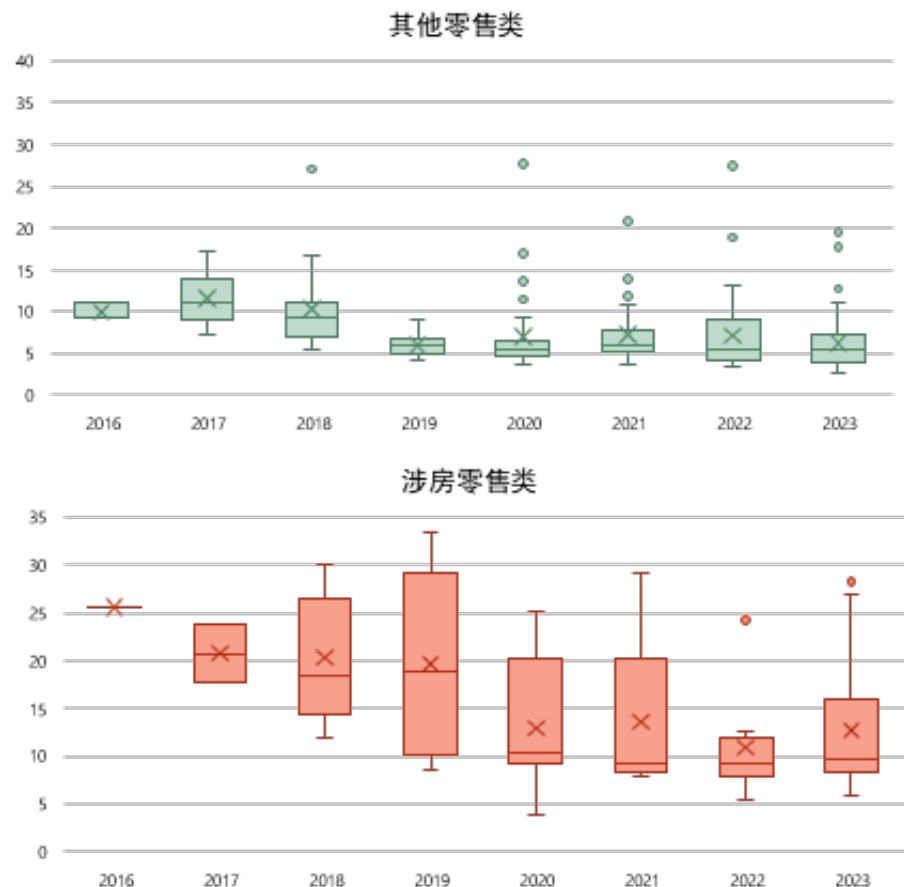
S&P Global
China Ratings

资料来源：WIND，标普信评整理
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：逾期期限

图表7：历年各类不良ABS产品入池资产加权平均逾期期限（月）



- 逾期期限展示的是截至初始起算日的资产池加权平均逾期情况。需要注意的是，各发起机构对不同类型资产的不良逾期天数认定会有所差异。
- 其他零售类不良贷款的平均逾期期限在各类资产中相对最低，同时也在时间的维度上较为稳定。我们认为这反映了针对于信用类的不良资产回收将随逾期期数下降的显著特点，因此为确保资产包的回收，通常入池的资产逾期期限较短。
- 对公类不良贷款和涉房零售类不良贷款通常情况下会涉及抵押物。一般而言，对于此类不良资产在回收判断上会考虑抵押物的处置，因此对逾期期限的要求相较信用类资产更为宽松。

标普信评

S&P Global
China Ratings

资料来源：WIND，标普信评整理

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：优先级证券到期期限

图表8：历年各类不良ABS产品优先级证券到期期限（月）

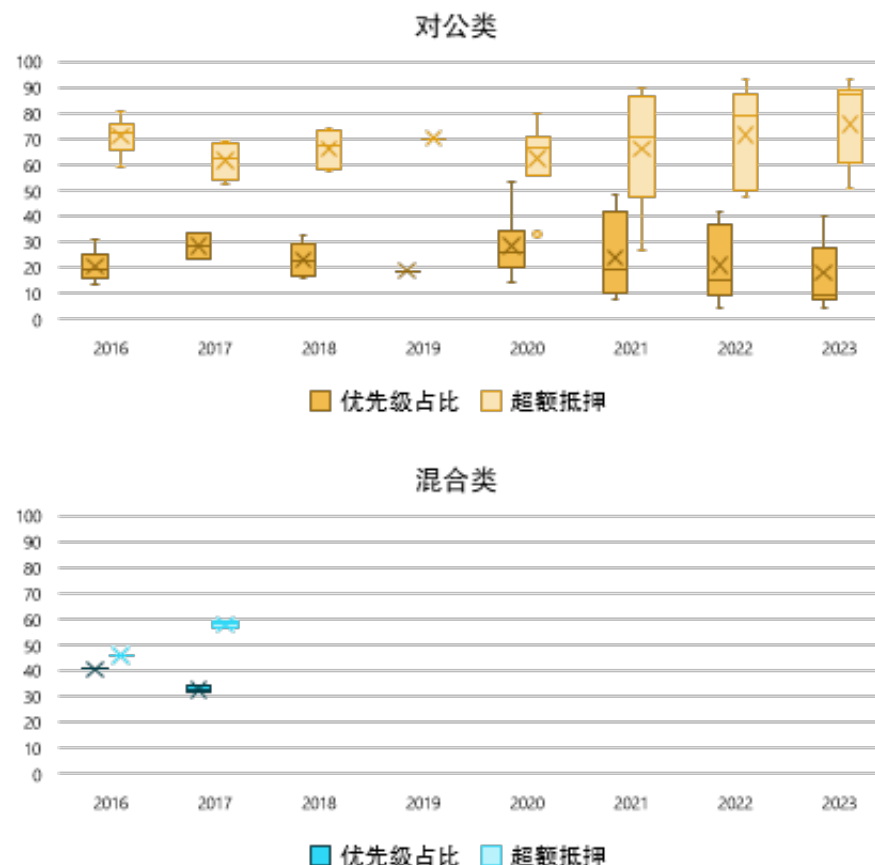
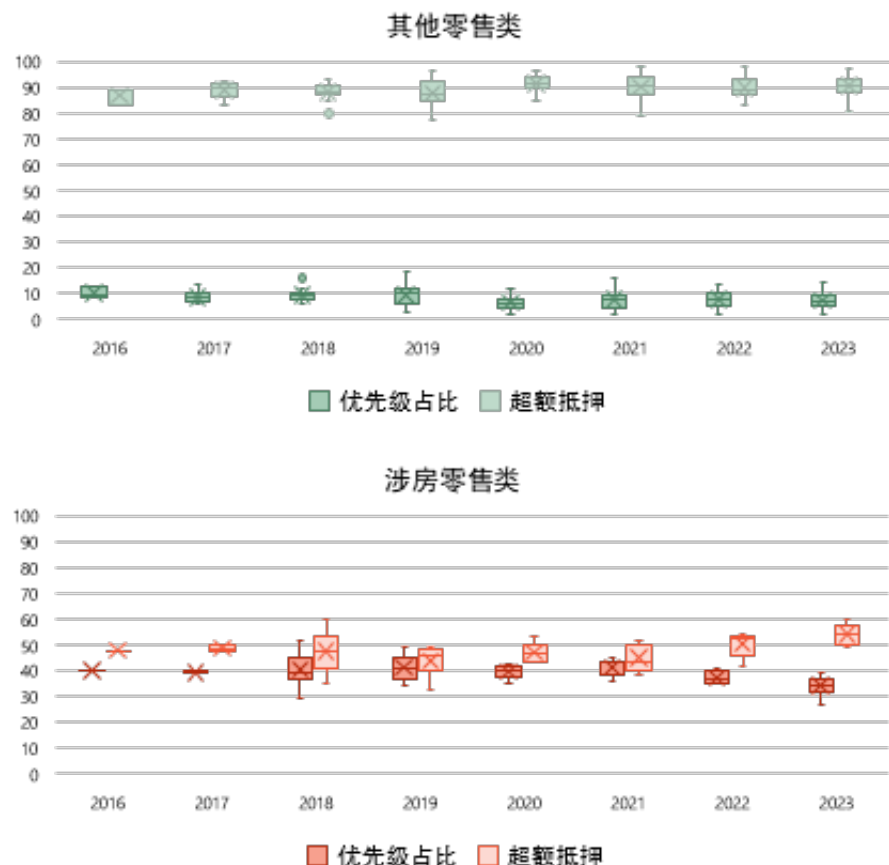


- 图表8展示了按照发行年份，各类不良资产证券化产品优先级证券到期期限的分布。截至2023年末未到期的优先级证券未予以统计。
- 其他零售类不良ABS由于其基础资产大多为信用类借款，相对而言并不涉及抵押物的处置回收，另一方面，信用类借款较低的回收预期也减少了优先级证券的整体规模。两个原因结合使得该类ABS优先级证券的到期期限通常短于一年，各年均值大致在半年，为所有产品中优先级证券期限最短的产品。
- 对公类不良贷款、涉房零售类不良贷款和混合类不良贷款通常均涉及对抵押物的处置，回收期较长，加之抵押物的存在拉高了基础资产的回收，从而也增大了优先级证券的规模，使得其到期期限整体更长。
- 从图表8中可以看到，后三类不良ABS的优先级证券到期期限整体较为接近，我们认为这与其押品可能较为同质相关。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：优先级证券占比与超额抵押

图表9：历年各类不良ABS产品优先级证券占比与超额抵押（%）



- 通常情况下，由于基础资产的违约属性，不良资产证券化会有较大规模的超额抵押。我国的不良资产证券化的结构通常为优先级证券、次级证券和超额抵押。显然，优先级证券和超额抵押存在较为强烈的互补关系，这一点也可以从图中得到直观的展示。
- 一般而言，随着资产的回收率上升，优先级证券占比也会随之增加，从而减少超额抵押的占比。
- 以主要的其他零售类不良贷款、对公类不良贷款和涉房零售类不良贷款为例，优先级证券的平均占比渐次上升，而超额抵押则渐次下降。我们认为这体现了三类资产的回收情况逐渐上升的属性。
- 此外，各类不良ABS的优先级证券占比和超额抵押整体而言在我们的样本年限内未发生剧烈变化；2023年涉房类的超额抵押比例有所上升，而优先级证券占比有所下降。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：累计回收率

图表10：历年各类不良ABS产品累计回收率（%）



不良资产证券化的现金流入来源于对已违约资产的催收。一般而言，资产（以贷款为例）的回收来源于借款人自身的还款以及对抵押物或者保证人的回收，而是否有抵押物，以及抵押物是否易于处置并能得到足额的回收则会在很大程度上决定证券化资产的回收。

其他零售类不良贷款由于主要以信用类贷款为主（包括信用卡不良、个人消费不良、汽车不良等，其中信用卡不良的发行金额占比达到90%以上），其回收主要来自于借款人本身，因此整体回收率较低。

对公类不良贷款、涉房零售类不良贷款及混合类不良贷款涉及抵押物的处置。以个人住房押品为例，处置住房如果涉及司法诉讼，通常的回收期限可能在2-3年或者更长。因此相对信用类的不良，其现金流并不主要集中在期初，回收期也更长。图中这三类产品的累计回收率较高也反映了这点，而逐年下降的趋势我们认为主要源于回收期较长，后续仍会有现金回收。

标普信评

S&P Global
China Ratings

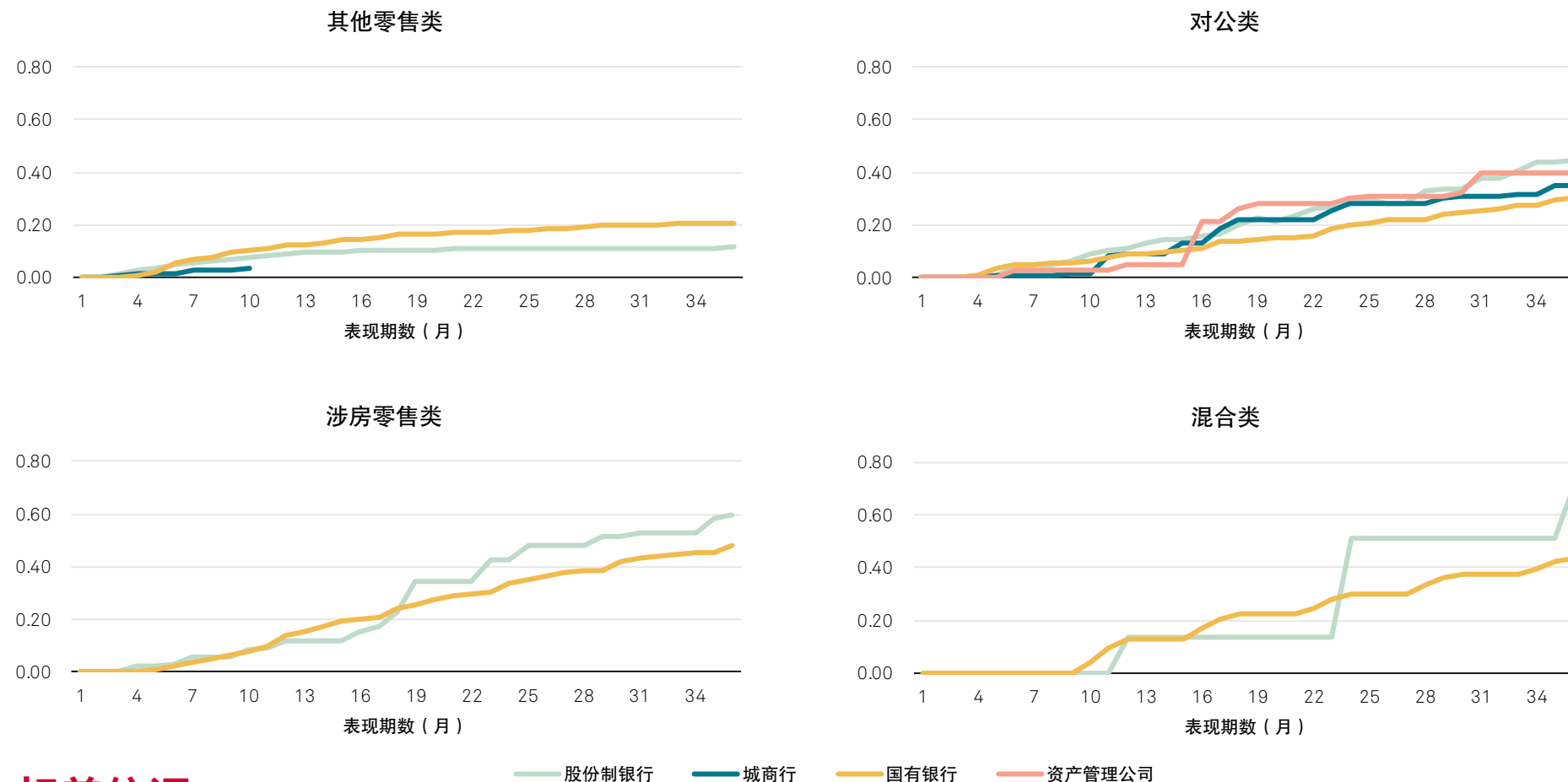
资料来源：WIND，标普信评整理

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：存续期回收表现（按产品类型和发起机构类型）

图表11：各类不良ABS产品累计回收率（%）



我们针对不同类型的不良资产和发起机构所发行的不良资产证券化产品的累计回收率路径做了统计。需要注意的是，由于涉及到聚合，各产品的到期期限不尽相同，在数据梳理上，我们将已到期的产品累计违约率平推至同类的最长期限，而对于未到期的产品则不做外推。由此可能会出现部分累计回收曲线局部下降的情况。

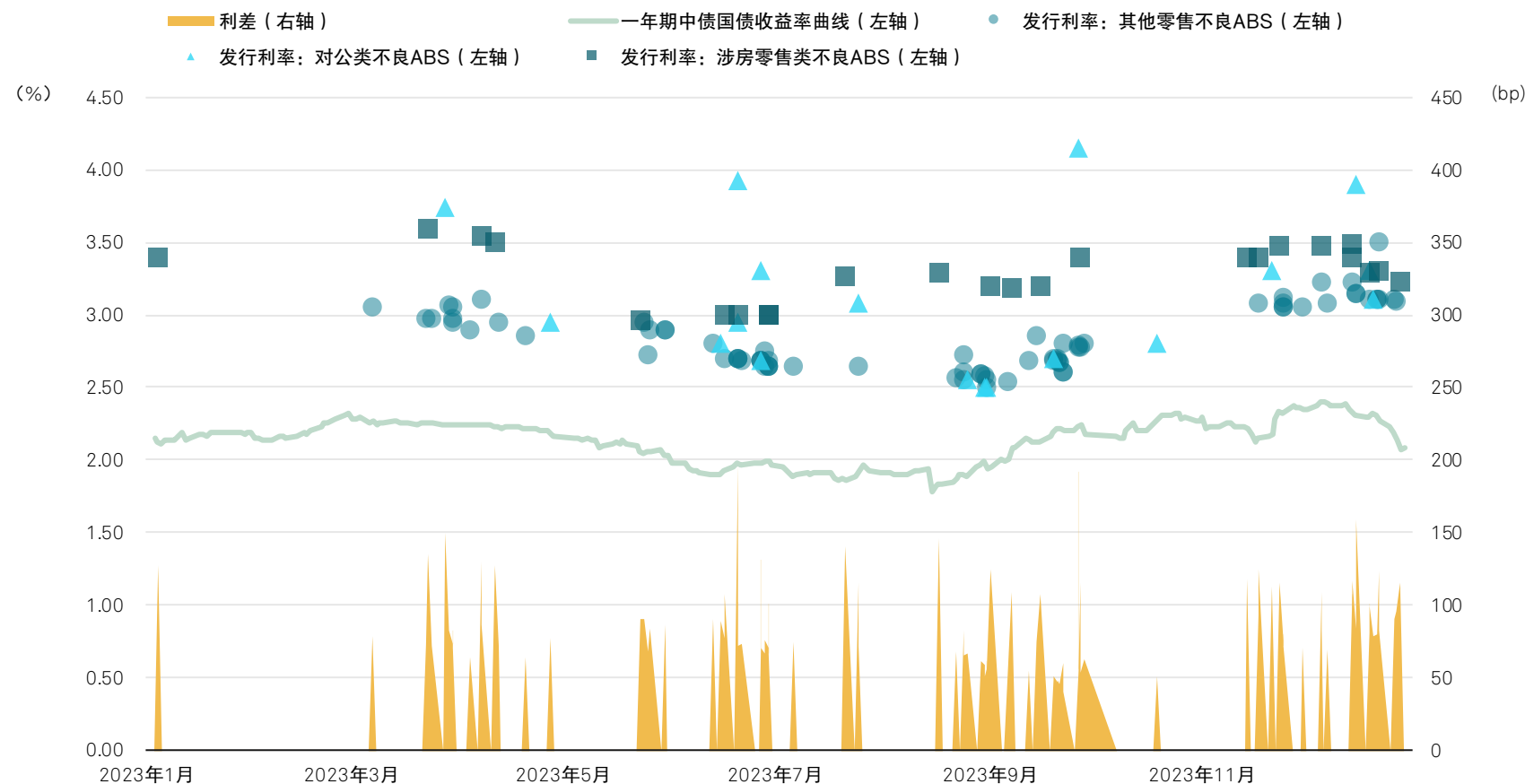
整体而言，除图表11反映的不同类型资产的累计回收率有高低区分之外，在时间维度上，我们可以发现以信用类资产为主的其他零售类不良贷款的主要回收集中在发行后的12个月内，而涉及抵押物的后三类资产在1年后仍会有持续的现金流入，我们认为这也体现了抵押物处置的时滞性。

从银行类别上看，国有银行在信用类不良资产上的回收相对较好，而股份制银行则在涉房类不良贷款的回收上获得了相对更高的回收。

中国不良ABS市场多维度观察

不良ABS多维度观察：发行成本

图表12：2023年不良ABS产品优先A档证券发行利率及利差情况

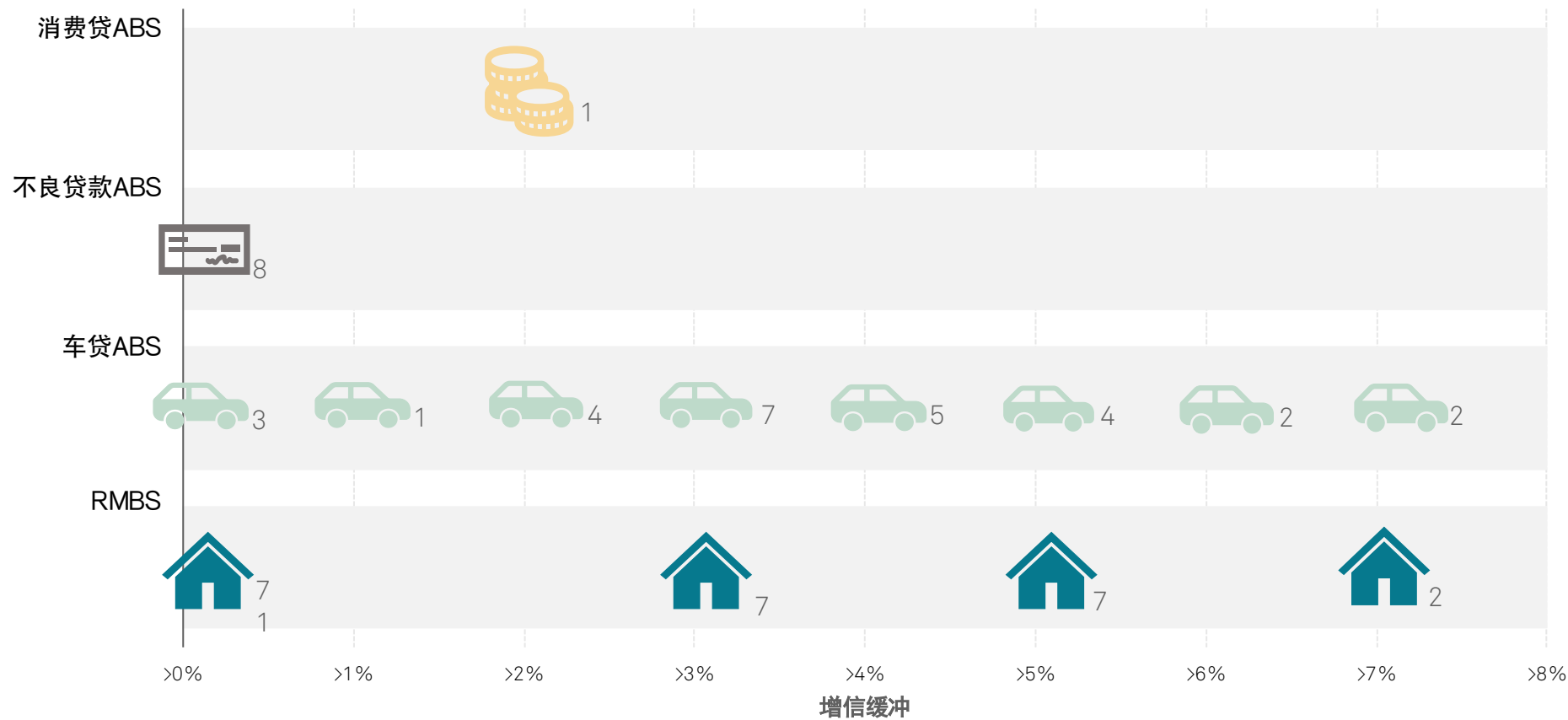


- 2023年，不良ABS产品的优先级证券发行利率在2.5%-4.2%的区间，与一年期中债国债收益率利差平均在85个基点左右，相对于同期车贷ABS的利差（34个基点）仍较高。我们认为，利差的差异体现了市场对于不良资产的风险偏好。
- 一般而言，由于其他零售类不良ABS的优先级证券期限较短，在同样的证券级别下，其发行利率相较于涉房零售类不良及对公类不良ABS更低，但个别项目也会受到对基础资产回收不确定性的风险溢价的影响。
- 相比前两类资产，对公不良资产优先级证券的发行成本波动较大，我们认为这体现了对公不良资产的同质性弱于前两类资产。

标普信评结构融资

受评项目增信缓冲

图表13：标普信评授予评级的结构融资项目增信缓冲汇总（按项目单数）



- 标普信评在评定受评证券的信用等级为 $AAA_{spc(sf)}$ 的基础之上，进一步推出了“增信缓冲”指标，旨在向市场提供更细化的辅助综合评价标准。
- 在标普信评最严格的压力情景假设下，我们预计优先档证券本息仍能被足额偿付，并且资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流。标普信评认为这部分资产会对受评证券起到“增信缓冲”的作用，即在优先级证券发生损失前为其提供额外保护，但增信缓冲不代表交易的临界信用增级。

附表

行业相关政策例举

时间	发布主体	文件名称	主要内容与相关影响
2023	国务院	《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》	加大力度处置不良资产，推动不良贷款处置支持政策尽快落地见效；探索拓展更加便捷处置普惠金融重点领域不良资产的司法路径；提高普惠金融领域不良贷款处置效率；优化普惠金融监管考核指标和贷款风险权重、不良贷款容忍度等监管制度
2022	银行间市场交易商协会	《不良贷款资产支持证券信息披露指引（修订）》	进一步规范不良贷款资产支持证券和个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露行为，提升信贷资产支持证券标准化、透明化水平，持续发挥信贷资产证券化盘活存量资产的作用
2022	原银保监会	《关于开展第二批不良贷款转让试点工作的通知》	在原试点机构范围基础上，本次将开发银行、进出口银行、农业发展银行以及信托公司、消费金融公司、汽车金融公司、金融租赁公司纳入试点机构范围
2022	国务院办公厅	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	聚焦盘活存量资产重点方向；优化完善存量资产盘活方式；加大盘活存量资产政策支持；用好回收资金增加有效投资；严格落实各类风险防控举措；建立工作台账强化组织保障
2021	原银保监会	《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》	正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让；试点范围为6家国有控股大型银行和12家全国性股份制银行，以及部分金融资产管理公司、地方资产管理公司、金融资产投资公司
2016	原银监会	《中国银监会办公厅关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》	规范开展金融机构不良资产收购业务；规范开展非金融机构不良资产收购业务；严格落实风险管理责任，切实防范和化解风险；加强风险为本的监管，严守风险底线

©版权所有2024标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。