

周期中绽放生命力

——银行间零售类资产证券化产品观察

标普信评

S&P Global
China Ratings

2024年7月 标普信评结构融资部

提纲挈领 – 承压力与韧性

银行间零售类ABS(N)产品展望

	基础资产表现	证券信用表现	驱动因素	风险关注
汽车贷款ABS 	稳定	稳定	全国乘用车销量有望较小幅增长，发行规模保持稳定，市场向“绿”而行	关注新《汽车金融公司管理办法》的落地对汽车金融公司在产品设计、风险控制等方面产生的影响； 关注新能源汽车对传统能源汽车金融产品的挤占，以及新能源汽车贷款作为基础资产对入池资产特征和表现的影响； 关注不同发起机构或金融产品的回收方式以及新能源车企的持续经营能力。
汽车融资租赁ABS(N) 	稳定	稳定	发行规模承压，新能源汽车融资租赁产品有望成为主要增长点	市场竞争激烈，个人汽车融资租赁业务增速受限； 更多的产品创新和业务渠道下沉对汽车融资租赁ABN或有一定影响。
消费贷款ABS 	稳定	稳定	落实宏观经济政策，助力经济平稳运行，推动消费需求恢复	不同类型产品之间的可比性以及历史数据是否对证券化资产池具有代表性； 关注消费模式向线上购物的结构转型、新的消费场景和金融产品不断涌现对资产质量的影响； 经济环境承压下不同发起机构和产品的资产信用表现的差异性和波动性。



01 宏观行业

中国整车制造行业及消费行业信用表现展望



02 市场概览

银行间零售类资产证券化产品发行情况及市场表现



03 评级视角

标普信评零售类资产信用质量分析框架，主流评级思路及境内外评级信用关注点观察



04 他山之石

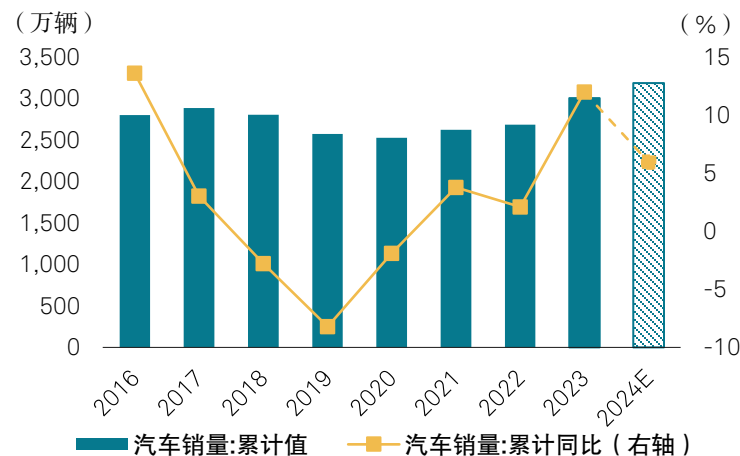
境外零售类资产证券化产品发行情况，资产表现，发展与趋势例举

01 中国整车制造行业信用表现展望

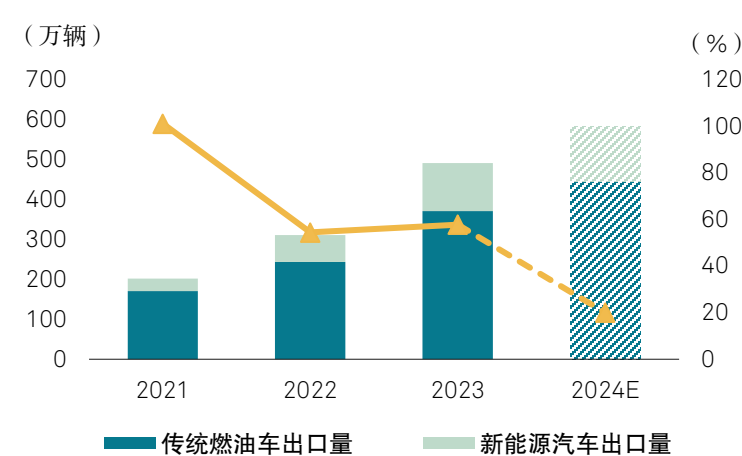
国内竞争加剧，出口增速受限，车企利润率承压

- 我们预计，2024年下半年全国汽车销量将与2024年上半年保持相同的态势，全年销量将较2023年小幅增长，新能源汽车销量增长将成为国内汽车销量的稳定器，汽车出口持续带来增量。我们预计，促消费政策将会延续，带动国内零售销量增长，新能源汽车在高基数的背景下销量增速将放缓，渗透率预计将在40%左右，而燃油车市场仍将受到挤压，销量继续下滑。
- 我们预计，大部分整车制造企业的利润率将承压。一方面，行业竞争加剧，“以价换量”下价格战仍将延续；另一方面，新能源汽车偏低的毛利率、较高的研发投入和销售费用，以及错综复杂的出口环境，也将侵蚀企业的利润。
- 我们认为，车企的杠杆率或将上升，整车制造企业的信用质量呈分化趋势。

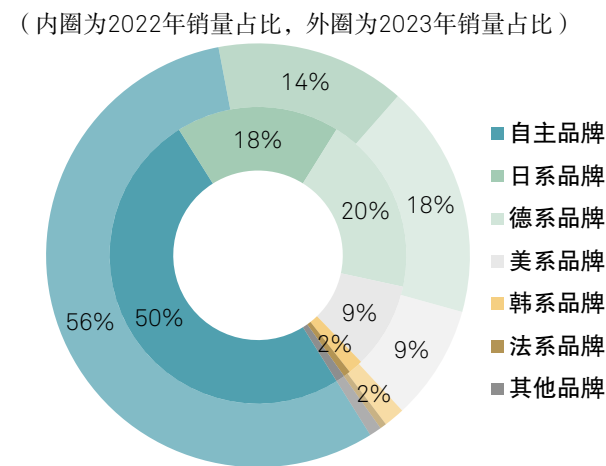
图表：预计2024年汽车销量小幅增长



图表：汽车出口持续带来增量，但增速下滑



图表：各国别品牌乘用车销售占比 - 本土品牌继续发力

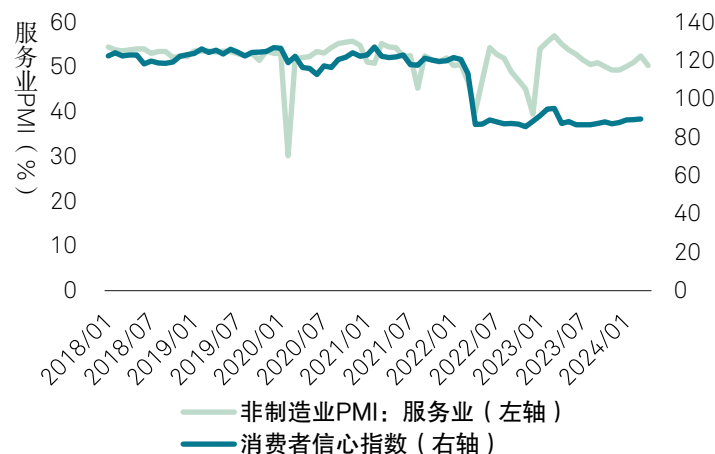


01 中国消费行业信用表现展望

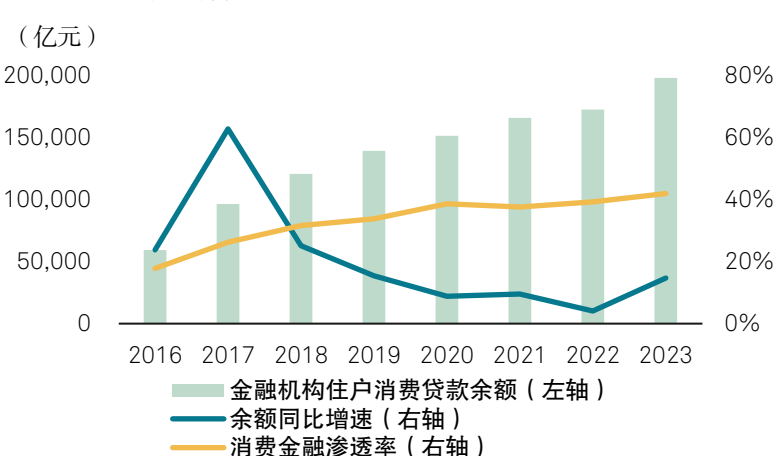
市场温和复苏，贷款渗透率仍有提升空间，但消费信心仍处于低谷

- 我们预计，随着全国经济复苏步伐加快，居民出行正常化，日常消费品行业在2024年将继续温和复苏。虽然日常消费品需求保持较强的韧性，但长期而言，消费者信心仍不足仍是制约行业增长的主要因素。
- 2023年，随着消费市场的回暖，贷款规模增速亦有所提升。截至2023年末，中国的住户消费性贷款余额（不含个人住房贷款）19.78万亿元，同比增长14.7%；个人消费贷款的渗透率也持续保持上升的趋势，约为42%，仍有一定的提升空间。近年来，消费金融公司有效落实扩大内需的宏观经济政策，2023年资产规模和贷款余额双双突破万亿元，分别达12,087亿元和11,534亿元，同比增长36.7%和38.2%。
- 我们认为2024年个人消费贷款市场整体资产质量将保持稳定。消费金融的客群差异化显著，也有一定的长尾效应，相较其他类别的零售资产，个人消费贷款整体不良率偏高；但总体而言，零售类资产的信用表现始终具有较强的韧性。

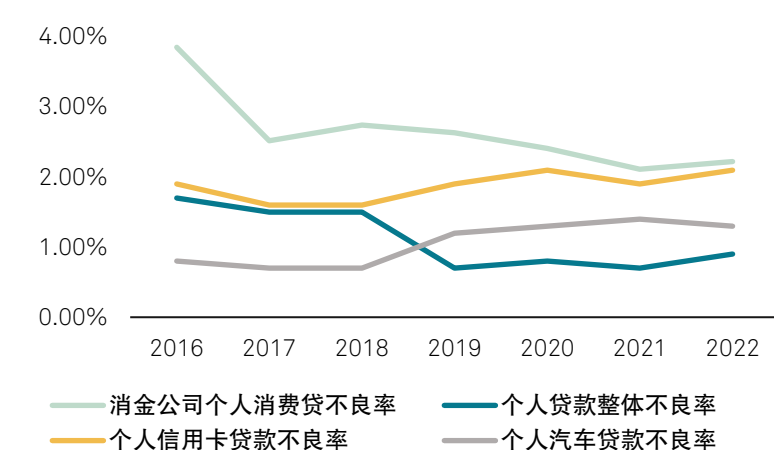
图表：消费者信心近两年持续处于低谷



图表：消费贷款渗透率¹仍有提升空间



图表：个人贷款不良率²与消费金融公司个人消费贷款不良率



注1：消费金融渗透率的统计口径由存量金融机构住户消费贷款余额除以社会消费品零售总额得出。

注2：个人贷款整体不良率自包含个人汽车贷款、个人住房贷款以及个人信用卡贷款等，自2019年开始未包含个人经营性贷款。

资料来源：中国人民银行，中国银行业协会，国家统计局，Wind，标普信评整理。

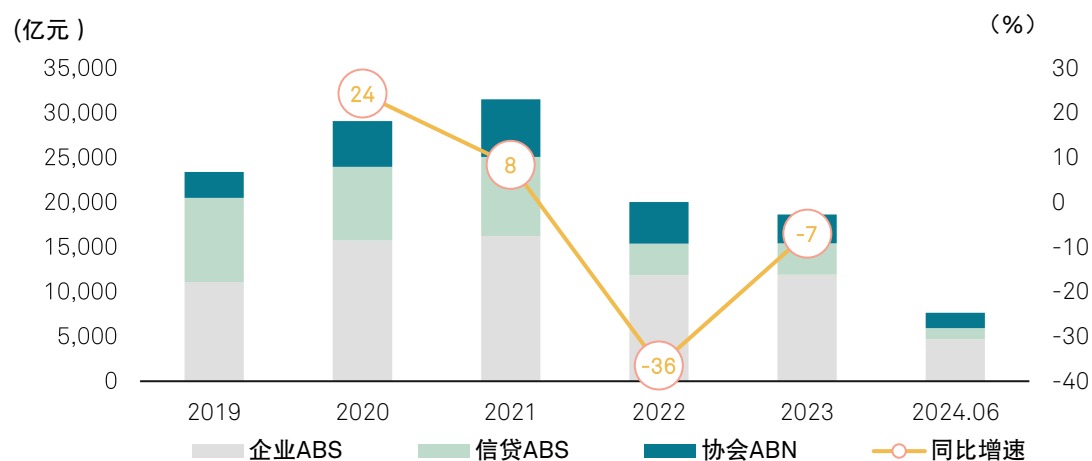
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

02 市场概览 – 中国资产证券化主要市场

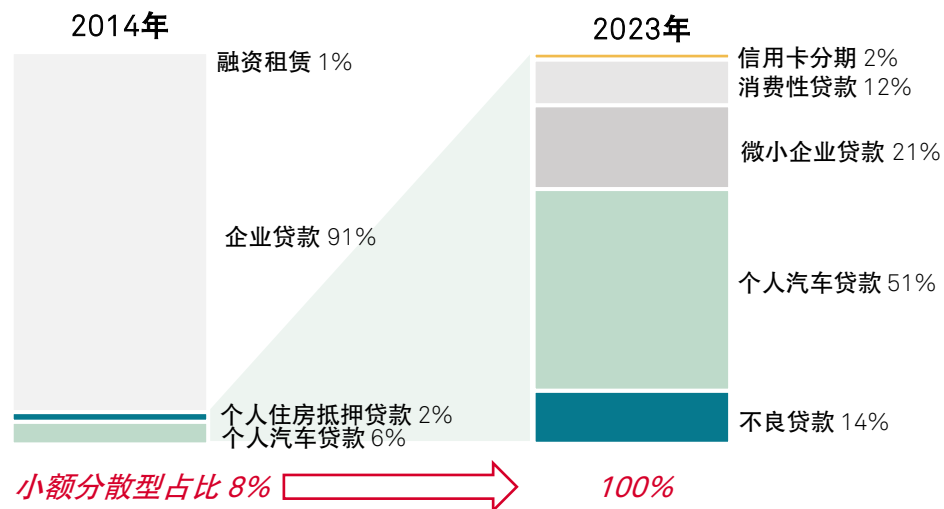
发行放缓，结构调整

- 中国资产证券化（ABS）市场于2005年拉开序幕，期间几经起伏，2015年推出注册制发行后进一步蓬勃发展；目前存量规模超3万亿，以规模计，已成为世界第二大市场，但相较中国整体债券市场规模，仍有很大发展空间。
- 受宏观经济下行和行业压力等因素的影响，2022年三个ABS市场的总发行规模约为2.00万亿，同比下降36%左右，整体发行量自2015年以来首次出现下滑；2023年发行规模合计约1.86万亿，同比下降7%左右。我们预计，2024年下半年ABS市场的发行或将延续放缓趋势。
- 中国ABS市场结构在过去5年经历了显著调整，基础资产类型已经从以大额集中型的企业贷款为主，逐渐扩展到更加丰富多样的基础资产，且小额分散型资产的占比逐步提升。特别是在信贷ABS市场，小额分散型资产的占比从2014年的仅8%左右，到2023年已经几乎覆盖全市场（主要包括汽车贷款、微小企业贷款、消费性贷款以及信用卡分期等）。

图表：中国资产证券化市场历史发行情况



图表：2014年与2023年信贷ABS市场资产类型占比（按发行规模）

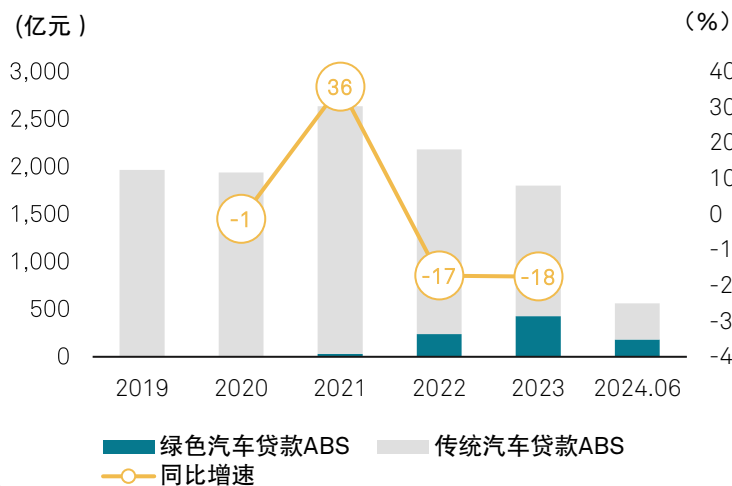


02 市场概览 – 银行间零售类资产证券化产品汇总

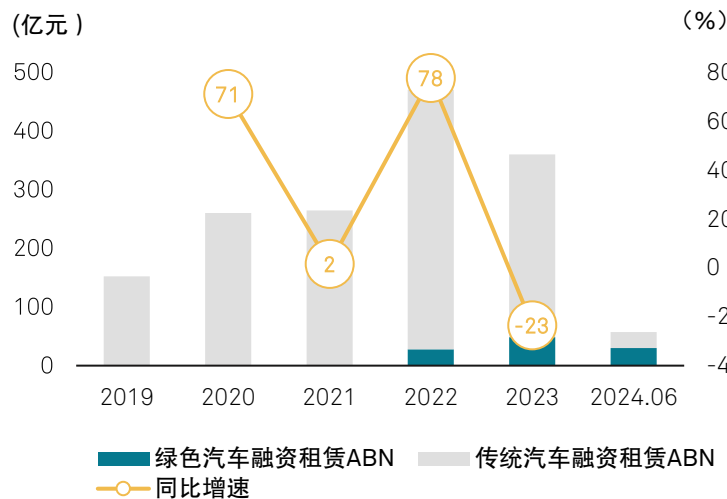
汽车类ABS(N)向“绿”而行，消费贷款ABS增长或迎拐点

- 2023年，汽车贷款ABS的发行规模约1,800亿元，同比下滑约18%，但发行占比在信贷ABS市场的各类别资产中位居第一，这反映了汽车贷款ABS依然是各发起机构及投资人常规且稳定的投融资产品。其中，绿色汽车贷款ABS产品发行创新高，共有10单合计426亿元，占汽车贷款ABS全年规模的24%左右。
- 2023年，汽车融资租赁ABN的发行规模约360亿元，同比下滑23%左右；其中，绿色汽车融资租赁ABN占13%左右。
- 受提振消费的利好政策、消费信贷的持续复苏等多方面因素的支撑，2023年银行间消费贷款ABS产品（不包括信用卡分期ABS）的发行规模创新高，达410亿元左右，同比增长36%左右。其中，消费金融公司发行增速显著，发行金额占比提升至61%。
- 受贷款投放、出表需求及其他融资渠道挤压等多方面因素影响，我们预计，2024年下半年银行间汽车类ABS(N)和消费贷款ABS的发行整体将呈收缩趋势。

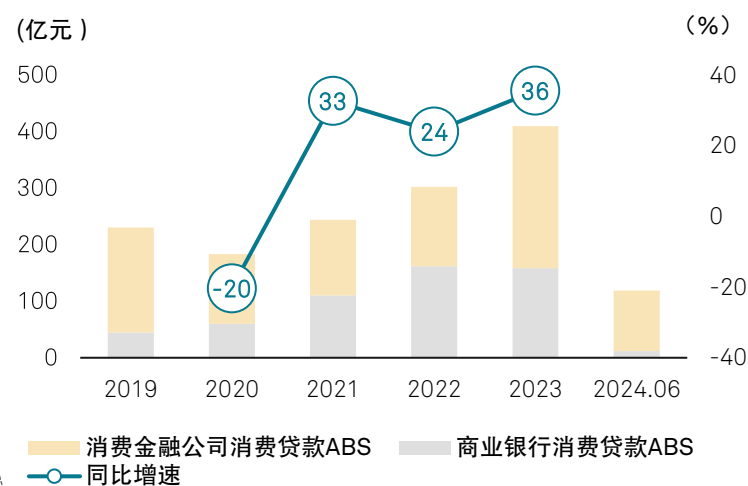
图表：汽车贷款ABS发行情况



图表：汽车融资租赁ABN发行情况



图表：消费贷款ABS发行情况

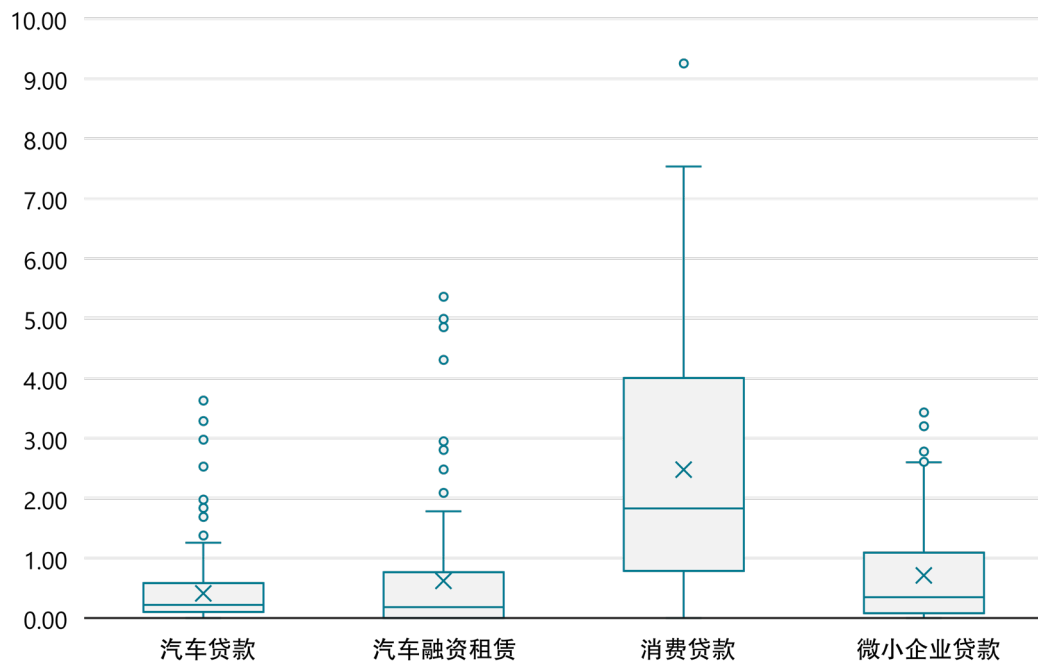


02 市场概览 – 零售类资产证券化产品存续期表现

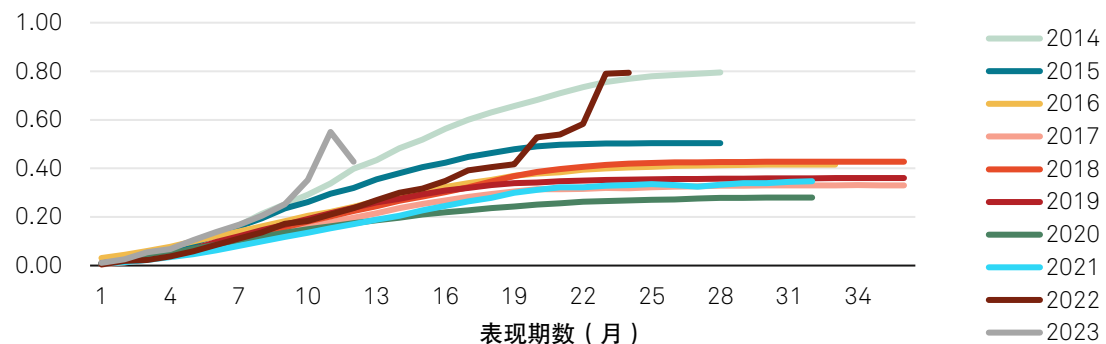
压力环境中韧性十足

- 从资产表现看，在经济下行、行业监管从严以及竞争加剧的背景下，零售类ABS体现出了小额分散类资产的抗风险能力。
- 截至2024年上半年，大部分已发行银行间汽车类ABS(N)产品的资产池累计违约率在2%以内，消费贷款ABS的资产池累计违约率则分布较广。
- 按年份来看，近年来经济环境承压对市场的短期冲击导致零售类资产逾期率攀升和波动，但整体逾期率仍处于较低水平。

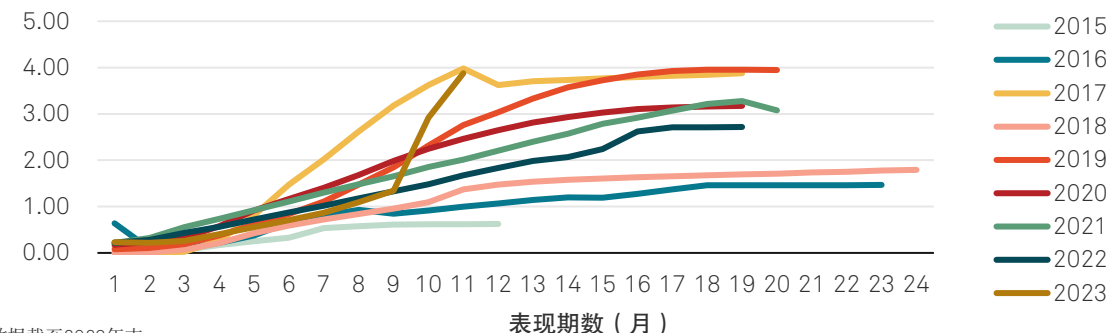
图表：零售类资产ABS(N)产品资产池累计违约率（%）分布



图表：汽车贷款ABS产品资产池累计违约率（%）（按发行年份）



图表：消费贷款ABS产品资产池累计违约率（%）（按发行年份）

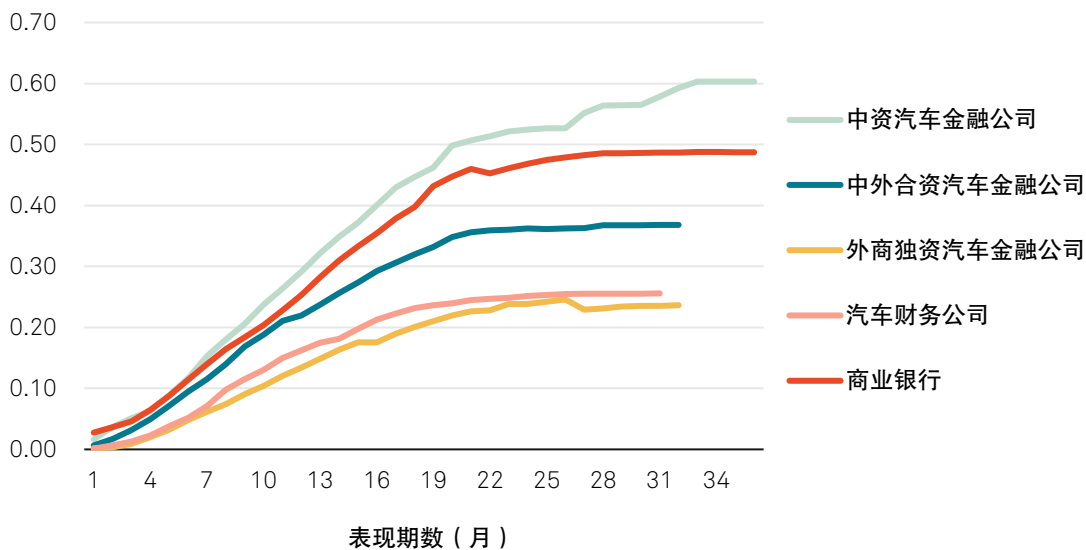


02 市场概览 – 零售类资产证券化产品存续期表现

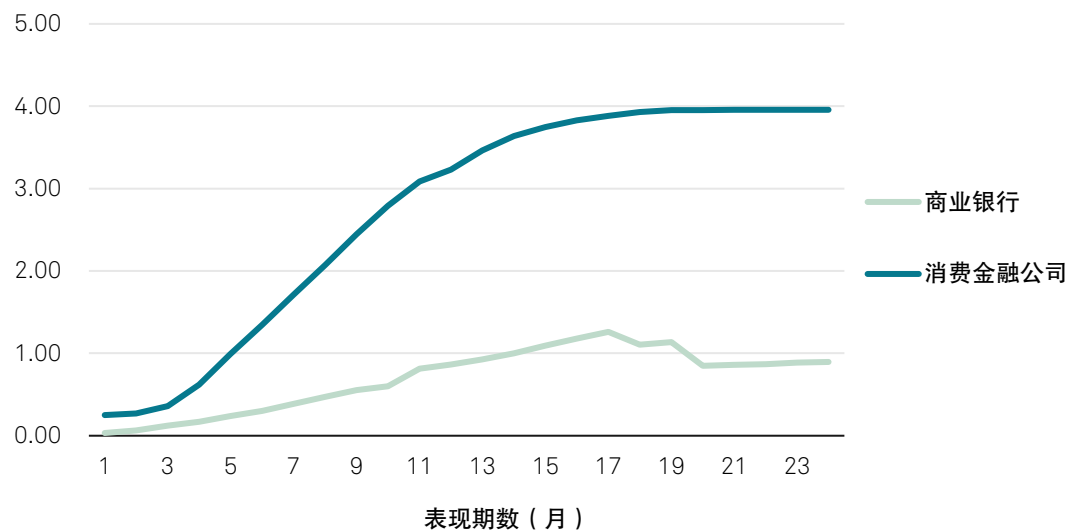
不同类型的发起机构和产品信用表现进一步分化

- 按发起机构类型来看，不同类型发起机构的汽车贷款ABS产品的资产表现呈分化态势；其中外商独资汽车金融公司和汽车财务公司的资产表现处于相对较好水平。
- 消费金融公司和商业银行消费贷款ABS产品的累计违约率分化较为显著，这与不同发起机构的风险偏好、融资成本、客群定位都有一定关系；商业银行发行的消费贷款ABS资产池累计违约率显著低于消费金融公司发行的消费贷款ABS。
- 我们预计，2024年下半年主要零售类ABS产品表现将继续保持稳定，但不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化。

图表：汽车贷款ABS产品资产池累计违约率（%）（按发起机构类型）

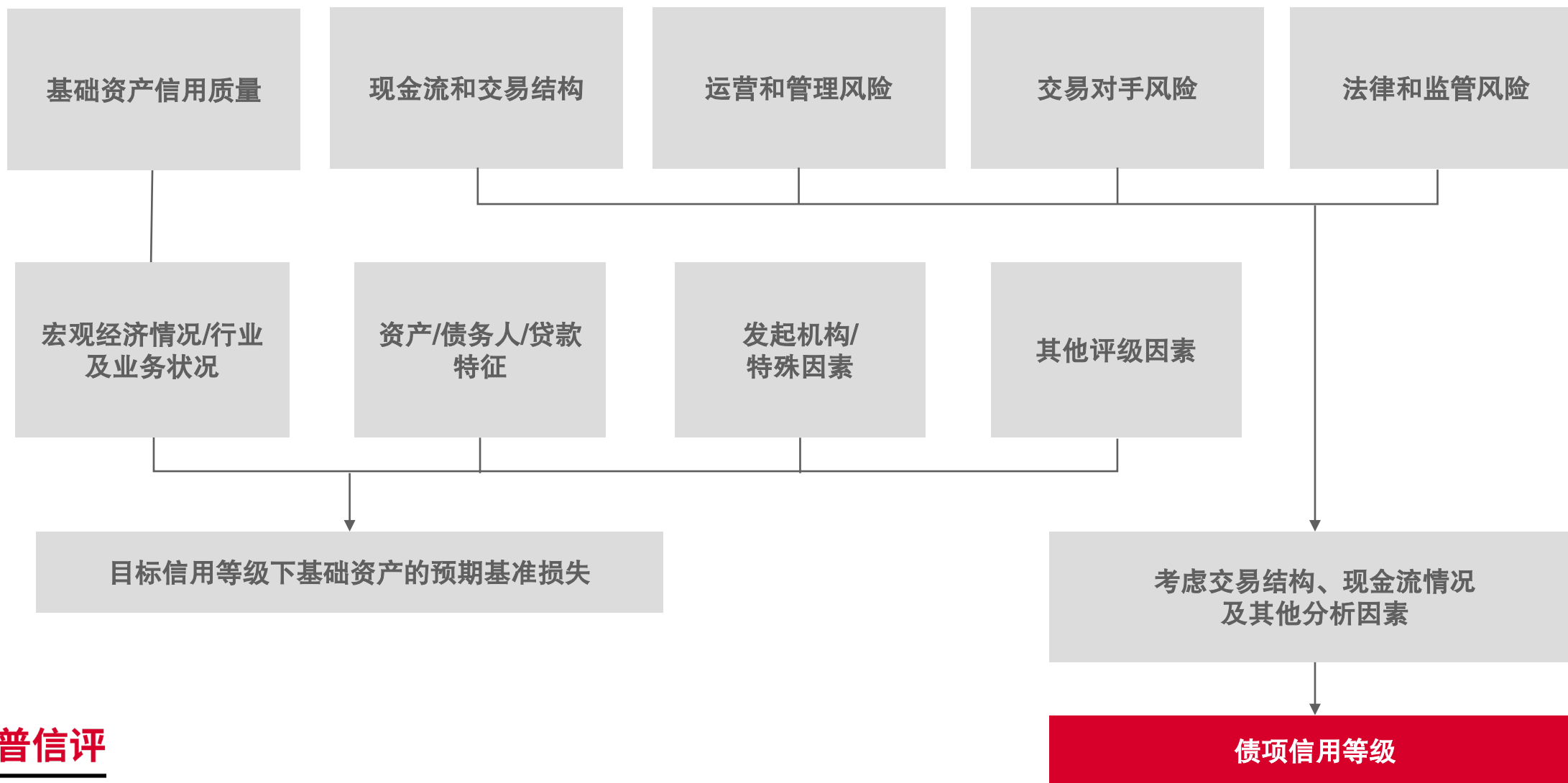


图表：消费贷款ABS产品资产池累计违约率（%）（按发起机构类型）



03 评级视角 – 标普信评结构融资评级总框架

与标普全球保持一致



03 评级视角 – 标普信评零售类资产信用质量分析框架

与标普全球一脉相承



根据历史数据构建调整前
基准违约、回收及损失假设

- 动态池数据
- 静态池数据
- 已证券化资产池的数据
- 同业/基准比较
- 运营及管理风险
- 违约贷款的回收情况
- 核销政策
- 贷款账龄
- 宏观经济及市场行业环境
- 其他交易结构方面的特定因素（如循环结构等）



比较静态池和资产池的信用质量指标，
综合考虑各项因素进行调整，得到资产池预期基准违约、回收及损失假设

- 资产池的组成及特征分析（数据颗粒度分析）
- 持续购买资产的合格标准
- 客户关键统计信息，信用评级/信用等级
- 贷款期限，账龄
- 借款人集中度，地区集中度
- 不同资产类型的关注点：

	汽车贷款	汽车融资租赁款	消费贷款
担保方式	车辆抵押	车辆抵押	多为纯信用
抵押权人	汽车金融公司	融资租赁公司	不涉及
抵押物所有权人	借款人	融资租赁公司	不涉及
特殊关注点	弹性/气球型贷款 新能源车、二手车、商用车、外品牌占比 车型/品牌集中度 初始抵押率	弹性/气球型贷款 新能源车、二手车、商用车、外品牌占比 车型/品牌集中度 初始抵押率 保证金 残值风险 车辆所有权风险	获客渠道 还款方式灵活，如等本等费、随借随还等



应用目标级别项下的压力倍数

- 标普信评消费贷款ABS基准违约率的标准压力倍数区间

信用等级	压力倍数区间 (倍)
AAA	2.5 - 7.0
AA	2.0 - 5.0
A	1.7 - 3.8
BBB	1.4 - 2.5
BB	1.3 - 2.0
B	1.0 - 1.5

标普信评

S&P Global

China Ratings

03 评级视角 – 标普信评境内外评级信用关注点观察

根据不同国情及市场情况下的境内外零售类ABS信用分析对比

资产层面

- 境内产品同质性较高，入池贷款均为正常类贷款；
- 贷款期限通常≤60月；
- 还款方式以等额本息/等额本金为主；

信用分析层面

- 借款人信用质量相对较高；

交易结构及 现金流层面

- 交易结构相对简单；

运营和管理、 交易对手及法 律和监管层面

- 通常无初始后备贷款服务机构；
- 流动性储备可采用：
 - 发起机构提供初始金额
 - 资产池回款截留
 - 评级触发

- ◆ 境外产品种类多样，入池贷款包括优质、次优及次级贷款等；
- ◆ 贷款期限通常>60月；
- ◆ 高风险贷款比例较高，如二手车、零首付贷款、气球贷款等。
- ◆ 违约的压力倍数和回收的折扣通常更加严格；
- ◆ 考虑特定国别风险（金融系统、支付环境等）对违约和回收假设的影响；
- ◆ 回收考虑该国车辆处置流程、二手车市场发展程度、回收资金来源（保险赔付）等；
- ◆ 资产池中特殊车型集中度限制（如新能源车）。
- ◆ 分层及交易结构灵活多样；
- ◆ 考虑风险对冲工具的应用；
- ◆ 对混同风险可能在现金流测试中额外加压。
- ◆ 考虑主权风险；
- ◆ 参与方类型更多，分工更细，如包括初始后备贷款服务机构；
- ◆ 关注特定市场的法律风险，如真实出售与破产隔离、汽车租赁合同纠纷提前终止的风险等；
- ◆ 考虑ESG、消费者保护因素。

03 评级视角 – 境内市场主流评级思路观察

汽车类ABS(N) 及消费贷款ABS资产违约率分析逻辑例举

压力倍数法

- 思路：
 - 分析发起机构历史数据，构建调整前基准违约率假设
 - 比较动静态池及资产池主要信用质量指标的差异（借款人、贷款、抵押物、资产池等层面），综合考虑发起机构运营模式、过往经验等因素，调整基准假设
 - 得到调整后资产池的预期违约率假设
 - 对违约率应用目标级别项下的压力倍数
- 适用：
 - 小额分散、同质性较高的资产
 - 通常具备至少5年历史数据
- 关注：
 - 历史数据对于资产池的代表性
 - 动静态池数据口径（表内/表外/部分/全量）
 - 历史数据期限较短时，采用的数据外推方法
 - 违约贷款标准：逾期30+，逾期90+

对数正态法

- 思路：
 - 假定资产池违约分布符合对数正态分布
 - 根据历史数据，通常采用极大似然估计法，进行对数正态分布中的参数估计，即违约率的期望及标准差
 - 比较动静态池及资产池主要信用质量指标的差异（借款人、贷款、抵押物、资产池等层面），综合考虑发起机构运营模式、过往经验等因素，调整基准假设
 - 根据理想违约概率得到各期限和级别下的资产池违约率，或通过对数正态分布得到各违约率下的概率
- 适用：
 - 小额分散、同质性较高的资产
 - 通常具备至少5年历史数据
- 关注：
 - 基于资产池违约分布符合对数正态分布的前提
 - 理想违约概率的锚定

标普信评

S&P Global

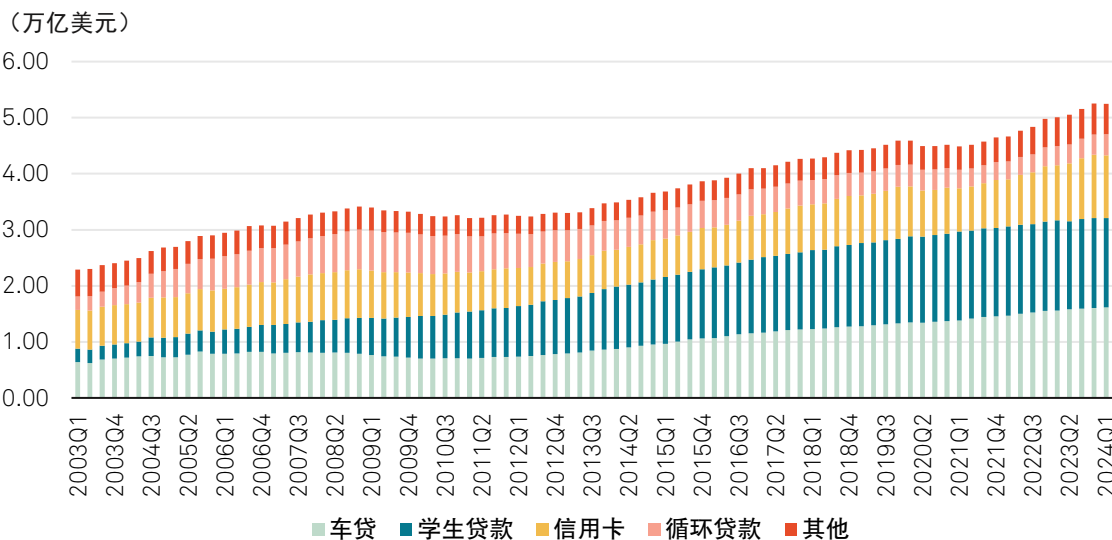
China Ratings

04 他山之石 – 美国零售类ABS现状

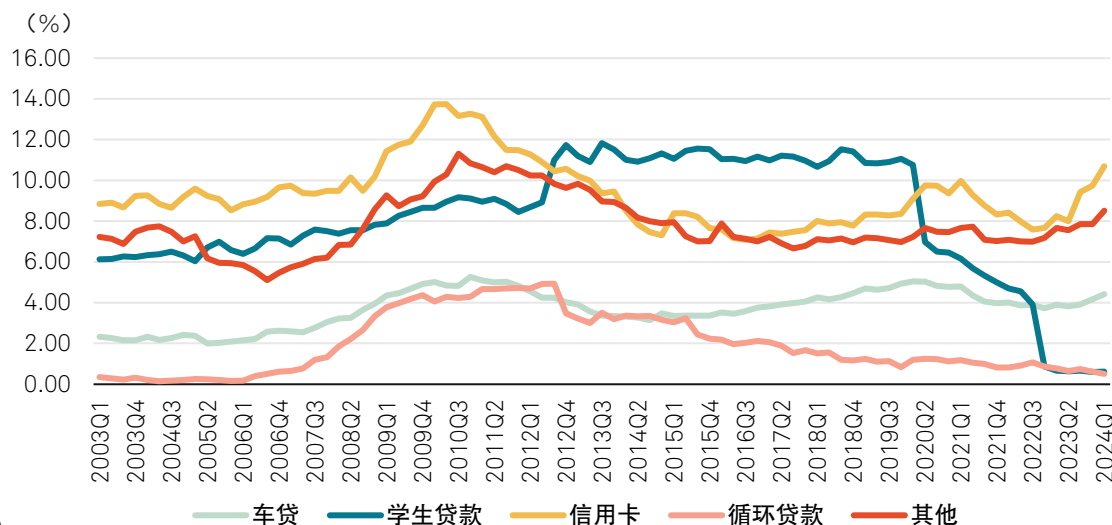
中美消费金融市场结构有所差异

- 在美国的家庭债务构成中，除了房贷之外，车贷、学生贷款、信用卡、循环贷款及其他消费贷款也是主要组成部分；相应地，美国零售类ABS市场的基础资产也是以车贷、学生贷款、信用卡为主。
- 其中，学生贷款规模近年来一路攀升，全球金融危机和新冠疫情并没有影响到贷款发放，且其存量于2010年首次超过车贷和信用卡。尽管学生贷款的债务负担加重，但疫情期间美国政府出台了各项纾困政策，如允许学生贷款停止还本付息且不计入违约，因此其违约率自2020年起大幅下降。对于底层资产是联邦学生贷款（Federal student loan）的ABS而言，由于政府提供担保，其资产表现受到的影响甚微；对于底层资产为个人学生贷款（Private student loan）的ABS来说，虽然违约率上升，但仍处于标普全球的基准违约率假设范围内，标普全球授予评级的产品表现预计保持稳定。

图表：美国家庭债务构成（除房贷之外）



图表：美国主要类型的消费贷款90天以上逾期率



标普信评

S&P Global
China Ratings

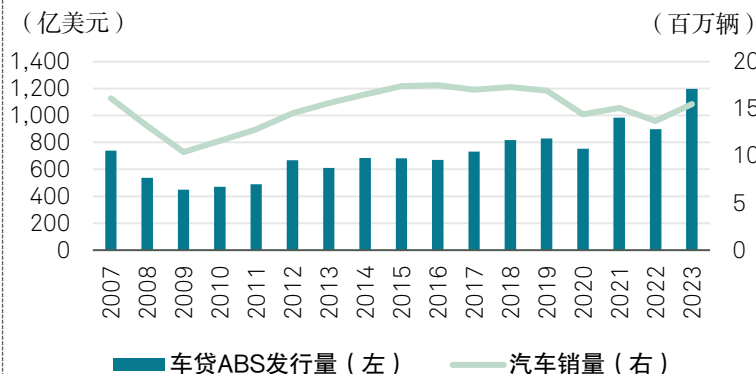
资料来源：FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK，标普全球；标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

04 他山之石 – 美国零售类ABS现状

美国车贷ABS发行量创新高，资产表现承压

➤ 发行情况

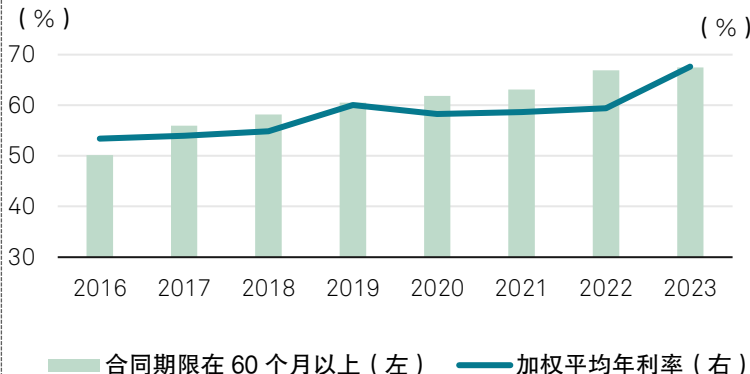
图表：美国车贷ABS发行情况



2023年，在美国汽车销量同比增长13%的带动下，美国车贷ABS发行量达1,200亿美元，创历史新高；发起机构主要包括了汽车金融公司、银行和信用社。

➤ 资产池

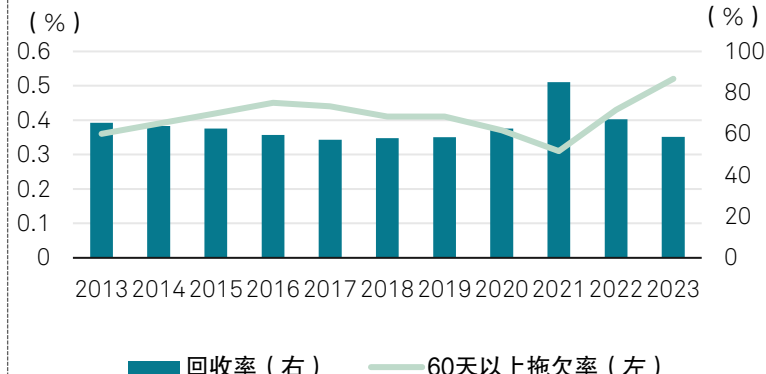
图表：美国优质车贷ABS资产池特征



与国内相似的是，美国优质车贷ABS的长期限贷款占比不断提升，但不同的是，加权平均利率有所上升。

➤ 资产表现

图表：美国优质车贷ABS资产表现



受居民债务水平及宏观市场等因素的影响，2023年，以往表现强劲的美国优质车贷ABS开始出现早期承压的迹象，资产池60天以上的拖欠率创11年来新高，回收率走低；但损失率整体可控。

标普信评

S&P Global
China Ratings

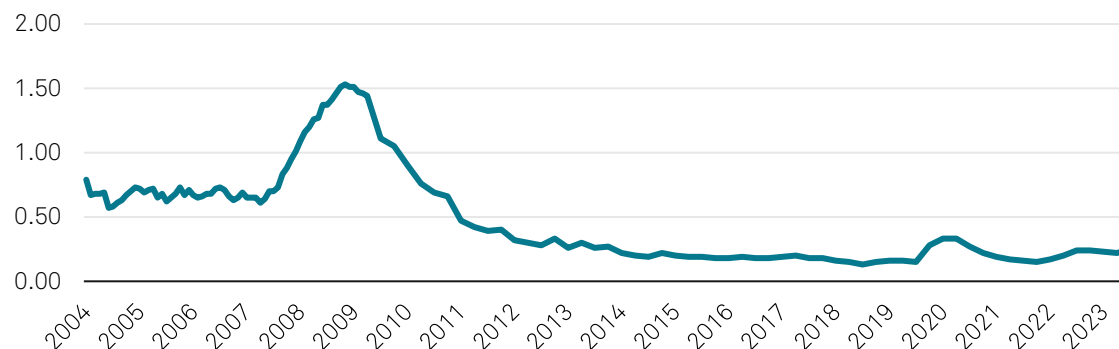
资料来源：标普全球评级；标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

04 他山之石 – 欧洲零售类ABS现状

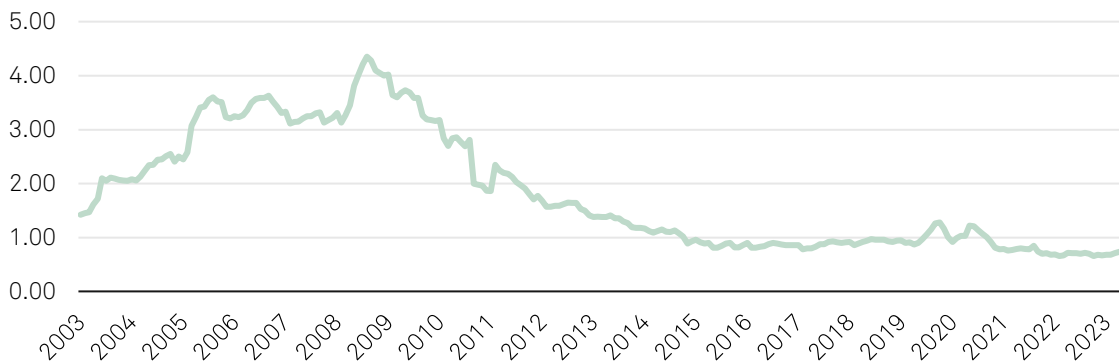
欧洲消费金融市场“先买后付”模式发展迅速，零售类ABS产品穿越周期体现韧性

- 疫情后时代叠加俄乌战争，致使欧洲的消费者信心下滑、消费信贷紧缩，今年以来消费市场缓慢恢复，但难有增长。但泛消费行业穿越经济周期体现出顽强的生命力，不同时期衍生出的消费产品可以满足不同时期的需求。
- 在经济承压的大环境下，市场对于“先买后付”消费模式（Buy now, pay later, 即“BNPL”）及其他不受监管的消费产品的需求增加。该产品模式通常在12个月以内，短期分期付款，不逾期的时候免息，适用于小额交易，快速放款，对信贷额度无影响，几乎不进行信贷审核；盈利模式主要是向商户收取交易费用以及逾期利息，而非传统借贷机构基于贷款的利息费用模式。
- 欧洲零售类ABS历经危机和衰退，在周期中的生命力顽强。在金融危机、欧债危机期间，欧洲车贷ABS和信用卡ABS的90+逾期率攀升至最高，疫情期间90+逾期率小幅攀升，目前有所回落，虽然经济环境承压，但表现仍较好。
- 整体而言，考虑到欧洲劳动力市场相对稳定、金融机构拥有较多的抵押类资产（汽车抵押贷款）、在疫情时期计提了充分的损失准备，以及金融机构通过各类渠道出售不良资产，预计零售类资产的质量将保持稳定。

图表：欧洲汽车贷款ABS产品资产池90+逾期率（%）



图表：欧洲信用卡ABS产品资产池90+逾期率（%）



标普信评

S&P Global
China Ratings

资料来源：标普全球评级，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。

04 他山之石 – 境外零售类ABS发展与趋势

欧美汽车贷款ABS发展与趋势例举

银行和信用社汽车贷款 ABS 发行量增加

与国内由汽车金融公司主导的车贷ABS市场不同，近年来美国的银行和信用社也是活跃的车贷ABS发起机构。其中，银行受到存款下降和新巴塞尔协议III的影响，发行车贷出表的需求更为强烈。此外，2023年信用社的汽车贷款 ABS 发行量显著增加，共计7笔，发行金额20.3亿美元，其中5家信用社为首次发行。相比之前依靠存款和合作方的资金来源，证券化的融资渠道更稳定可靠，预计未来将会有更多信用社加入证券化市场中。

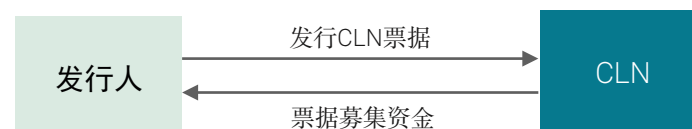
二手车贷款证券化越来越普遍

在欧洲，证券化资产池中出现越来越多的二手汽车贷款。尤其是在新车供应短缺，二手车价格上涨后，这个趋势更为明显。尽管目前新车短缺的问题得到缓解，但二手车价并未下降，因此，资产池中二手车贷款的占比仍在持续升高。

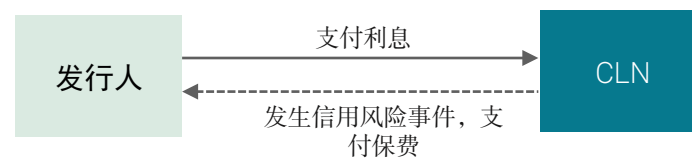
汽车贷款信用联结票据（CLN）模式日趋流行

随着美国合众银行（U.S. Bank）和桑坦德银行（Santander Bank）发行车贷信用联结票据（Credit-linked Notes），这类投资回报与汽车贷款信用状况相挂钩的成型结构化产品也变得更加流行。发行人（通常为银行）作为信用保护的买方，向投资人支付票息；相对地，一旦发生信用风险事件，投资人会向发行人支付保费。

➤ 期初发行



➤ 期间存续



➤ 到期日（假设未发生信用风险事件）



©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/或客户的技术、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。