

我国消费贷款资产证券化的研究与展望

一、我国消费金融行业概况

随着我国经济逐渐步入增长速度换挡期，原有的政府主导、投资驱动的经济增长模式逐渐向消费拉动转变。根据统计数据，2016 年中国社会消费品零售总额达 33.23 万亿元，同比增长 10.43%，明显高于 GDP 约 6.7% 的增速，消费在拉动经济增长的三驾马车中的作用越来越大。

党中央、国务院高度重视发展普惠金融。党的十八届三中全会明确提出发展普惠金融。2015 年 6 月的国务院常务会议指出，发展消费金融，重点服务中低收入人群，有利于释放消费潜力、促进消费升级提出发展消费金融。会议决定，开放市场准入，将此前在 16 个城市开展的消费金融公司试点扩大至全国。审批权下放到省级部门，鼓励符合条件的民间资本、国内外银行业机构和互联网企业发起设立消费金融公司。向消费者提供无抵押、无担保小额信贷，规范经营、防范风险，使消费金融公司与商业银行错位竞争、互补发展，更好地发挥消费对经济增长的拉动作用。在 2015 年底，国务院印发的《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》，从国家层面确立了普惠金融的实施战略，其中提出促进消费金融公司和汽车金融公司发展，激发消费潜力，促进消费升级。

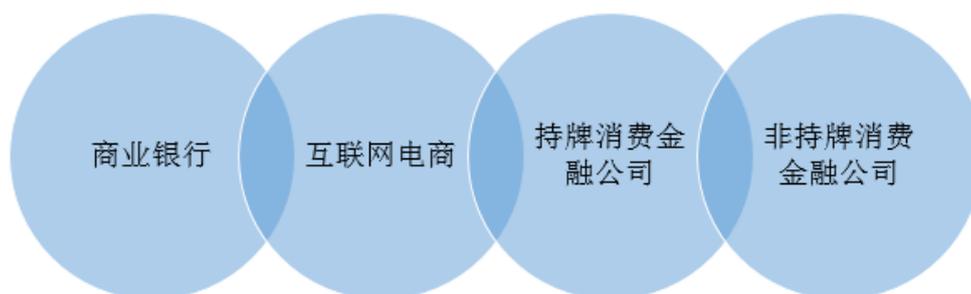
在宏观经济环境与配套政策支持下，消费类金融活动活跃程度越来越高，包括银行、互联网公司、持牌和非持牌消费金融公司都致力于开拓消费贷款业务，力图在这一朝阳产业中占据有利位置。

新兴的消费金融机构依然面临资金来源的种种限制，而随着国内资本市场的发展，消费贷款资产证券化（ABS）作为一种通过资产来融资的全新的融资方式逐渐发展起来，正成为消费金融机构不可或缺的融资手段之一。消费贷款 ABS 的基础资产大致包括小额贷款、消费性贷款、消费性应收账款和信用卡贷款。

近年来，消费贷款 ABS 迎来了蓬勃发展。以交易所为例，根据万得资讯的统计，2016 年全年以个人消费类贷款及消费类应收账款为基础资产、在交易所（包括上海证券交易所和深圳证券交易所）获审批通过的项目共 42 单，合计发行规模为 715.24 亿元。2017 年 1 月至 7 月末，同类型产品共审批通过 55 单，发行规模为 1194.45 亿元，发行数量和规模均已超过 2016 年全年的体量。

二、消费贷款 ABS 发起机构情况

市场上发放消费贷款的金融机构可划分为四类：（1）商业银行；（2）互联网电商；（3）持牌消费金融公司；（4）非持牌消费金融公司。这四类发起机构在客户群体、风控策略和融资成本等方面各有不同。



1. 商业银行

商业银行主要通过发行信用卡和各类消费贷款产品来发放消费贷款。商业银行的资金来源渠道多元化且资金成本相对较低。同时，商业银行还可以通过查询人行个人征信系统来辅助判断个人客户的信用质量。基于资金成本优势和信息优势，商业银行在筛选客户时，会选择相对高质量的客户。另外，商业银行经营历史较长，风险管理经验丰富。整体而言，以商业银行为原始权益人的消费贷款 ABS 基础资产质量高，不良率相对较低，优势明显。

2. 互联网电商

国内领先的互联网电商的典型代表有阿里巴巴、京东商城，以及线上放款的微众银行。互联网电商依托其海量客户交易和行为数据资料，运用数据挖掘等技术形成各自的大数据风控体系。完善的风险管理系统使其能够在较好地控制贷款资产的不良率。ABS 对于互联网电商来说是较为低成本的融资方式，已成为其重要的融资手段。综合而言，以阿里巴巴等代表性互联网电商为原始权益人的消费贷 ABS 的基础资产不良率较低，投资者认同度较高，也具有独特的优势。

3. 持牌消费金融公司

持牌消费金融公司¹依据其股东的不同可以划分为银行控股消费金融公司和其他企业消费金融公司，其业务包括发放不同形式的消费贷和现金贷。该类消费金融公司的资金来源包括股东支持以及同业拆借，资金成本相对较高。在风险管理方面，虽然持牌消费金融公司大多继承了银行的风险管理经验，但由于各自发展业务模式不同，风险控制体系有所差别，因此不良率也有较大的不同。

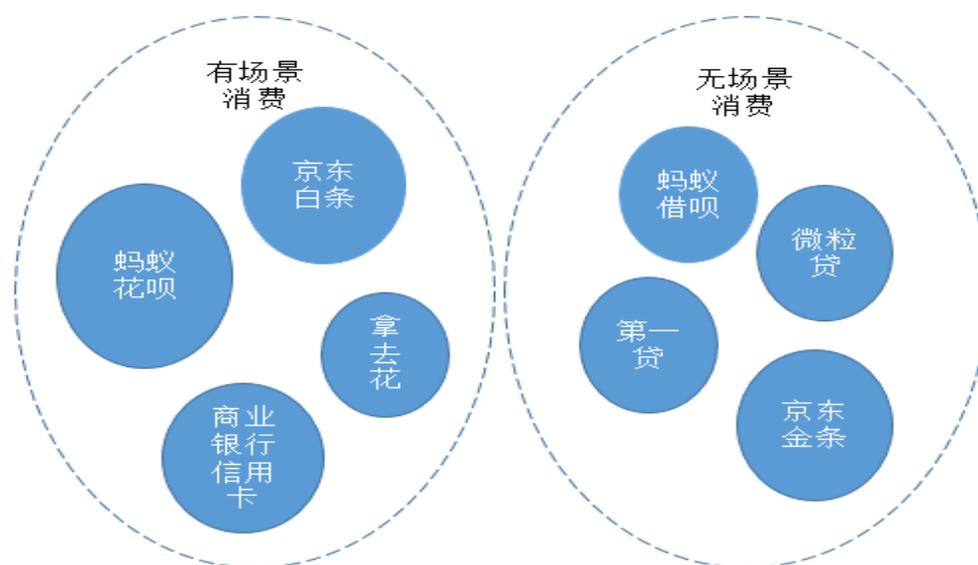
¹ 持牌消费金融公司指银监会获批开业的消费金融公司。

4. 非持牌消费金融公司

目前，非持牌消费金融公司包括各类互联网金融公司和互联网小额贷款公司等。非持牌消费金融公司的资本实力相比前三类公司较弱，资金成本高，对借款人的征信难度大，风险管理的难度大。因此从数据上来看，非持牌消费金融公司的贷款不良率较高，消费贷款 ABS 的基础资产质量偏弱。

三、消费贷 ABS 基础资产情况

消费贷 ABS 基础资产形成时是否具有消费场景是区分基础资产的一个重要方面。



1. 有场景的消费贷款

目前，我国有场景的消费贷款发放机构主要包括商业银行、互联网电商、持牌消费金融公司、非持牌消费金融公司等。

商业银行主要以信用卡和消费贷款产品为载体，为消费者提供消费分期服务。由于商业银行在资金成本上具有优势，且客群质量较高，所以其分期产品的利率普遍较低。

互联网电商又可以分为平台电商和垂直电商。平台电商以阿里和京东为代表，通过“蚂蚁花呗”和“京东白条”这类产品为网购消费者提供消费分期付款服务。一方面，该类电商作为国内领先的网购平台，其巨大的交易量保证了这类消费贷产品的业务基础，另一方面，该类电商也利用平台的海量交易数据和借款人信息，开发了各自的大数据风控模型，对于资产的质量把控能力较强。而垂直电商通常深耕某类消费场景，并且往往通过与数据科技公司合作，搭建风控体系。如某旅游网站与科技公司共同开发了一款旅游消费金融产品，为客户在该网站上购买服

务时提供消费分期。

图表 1. 有场景消费贷款代表性产品

| | 分期产品 | 发行主体 | 电商平台 |
|---|------|-----------------|------|
| 1 | 蚂蚁花呗 | 重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司 | 阿里体系 |
| 2 | 京东白条 | 北京京东世纪贸易有限公司 | 京东体系 |
| 3 | 拿去花 | 深圳前海敏恒商业保理有限公司 | 去哪儿网 |
| 4 | 唯品花 | 上海品众商业保理有限公司 | 唯品会网 |

资料来源：新世纪评级根据相关信息整理。

对于持牌消费公司而言，有银行背景的可以借助银行已有的风控体系、丰富的网点资源，在竞争中脱颖而出。对于非银行系的持牌消费金融公司，由于其股东背景多为零售业行业龙头，股东现有的业务体系以及资本实力都可为其带来较强的支持。

与商业银行相比，持牌消费金融公司无法吸收存款，资金成本相对银行较高。但持牌消费金融公司与商业银行的业务模式、风险偏好不同，授信往往更为灵活、手续更为简便。

银行的信用卡消费分期和其他消费贷分期具有以下特点：

（1）最长免息期

一般来说，信用卡的免息期相对于消费贷分期而言期限略长，以交行信用卡为例，还款日为账单日后 25 天，其最长免息期为 56 天，而消费贷分期的最长免息期间主要在 30 天-40 天。

（2）提前偿还条件

从提前偿还条件来看，蚂蚁花呗早偿最灵活，而且可减免部分早偿本金的手续费。相对于信用卡而言，此条款设置更有利于消费者提高资金使用效率。

（3）逾期费率

从逾期费率来看，信用卡的罚息最重，往往以逾期金额的全款罚息。相比而言，蚂蚁花呗、京东白条和唯品花等消费分期都是以未偿余额进行逾期利息的计算。

（4）对个人信用记录的影响

使用信用卡的信用记录会被纳入人行征信，对于消费者而言是最为严格的。其余的消费贷分期产品只影响在各自体系内的信用记录，对于消费者信用记录方面的约束力相对较弱。

（5）适用场景。

信用卡的适用场景更为广泛，但考虑其便利程度以及授信额度，更多的是在商场、酒店等单笔消费额较高的场景使用。蚂蚁花呗和京东白条均可在各自电商线上使用，此外，蚂蚁花呗在线下的应用也已经十分广泛。对于其他垂直电商而言，其分期产品仅限于该电商网站，其网站流量的波动对于分期产品业务规模的影响较大。

2. 有场景的消费贷款主要代表——蚂蚁花呗

蚂蚁花呗业务是重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小贷”）对消费者提供的有场景的消费性授信融资服务。

3. 无场景的消费贷款

无场景的消费贷款发放机构有银行、持牌消费金融公司、互联网金融公司和非持牌消费金融公司消费贷款等。

在消费金融广泛发展的背景下，银行利用传统金融业务开展过程中积累的经验 and 先进的数据科技，针对客户的快速、小额的贷款需求，竞相推出自己的消费信贷产品。例如工商银行的融 e 借、平安银行的新一贷、上海银行的金桔贷等产品，借助银行庞大的网点布局和客户基础，均迅速发展。

持牌消费金融公司依托股东背景及股东业务特征，有符合自身特点的市场定位，研发消费信贷产品，并投放市场以满足传统银行体系之外的消费金融需求。例如中银消费的信用贷、北银消费的轻松 e 贷、捷信消费的消费现金贷等产品，该等产品的申请均比较简便，且还款期限均比较灵活，能够满足部分银行体系之外的消费金融需求。

互联网金融是互联网企业利用互联网信息技术实现资金融通、支付、投资和信
息中介服务的新型金融业务模式，互联网巨头诸如阿里巴巴、腾讯、百度均成
拥有各自的金融服务板块，阿里巴巴旗下的借呗、微众银行的微粒贷都已经是无
场景消费贷款的代表性产品。除了三大互联网巨头，其他互联网企业亦积极参与
消费贷款业务，根据网贷之家的统计，截至 2017 年 7 月末，全国共有 2090 家正
常运营的互联网金融平台，消费贷款余额超过 1 万亿元。

当前市场上的无场景消费贷款的申请手续相对简化，贷款额度和期限均比较
灵活，利率水平较传统银行信贷产品较高。

4. 无场景的消费贷款主要代表——蚂蚁借呗

蚂蚁借呗作为重庆市阿里巴巴小额贷款有限公司（以下简称“阿里小贷”）

主推的现金贷，主要是向个人提供现金贷款。蚂蚁借呗的授信额度在 0.1 万元到 30 万元之间，支出金额最低为 1 元，用户可对额度循环使用。贷款期限分为 1 期（称为短期产品，借款时间包括 1 天、5 天、15 天、30 天、45 天）、3 期、6 期、9 期、12 期（3-12 期称为长期产品）。贷款利率方面，长期产品的日利率为 0.15%-0.6%，按日计息，逾期罚息按基础利率的 1.5 倍收取；对于短期产品，日利率比长期产品低 5 个 bp。还款方式方面，长期产品可选择等额本息和每期付息到期一次还本，短期产品为到期还本付息方式。对于长期产品，提前还款会收取提前还本金额的 5% 作为手续费。依托淘宝、天猫和阿里巴巴平台庞大且不断增长的客户资源，蚂蚁借呗业务规模发展迅速扩大。

四、消费贷款 ABS 发行情况概览

1. 交易所发行的消费贷款 ABS 产品概况

根据 wind 资讯的统计，2016 年全年在交易所挂牌发行的消费贷款 ABS 产品共 42 单，发行规模为 715.24 亿元。2017 年 1 月至 7 月在交易所挂牌发行的消费贷款 ABS 产品共 55 单，发行规模为 1194.45 亿元，较 2016 年全年增加 479.21 亿元，发行数量和规模均已超过 2016 年全年的体量。

图表 2. 2016 和 2017 年交易所发行的消费贷款 ABS 统计

| 资产类型 | 基础资产 | 2016 | | 2017 | |
|-----------|--------|----------|------|----------|------|
| | | 发行总额(亿元) | 项目数量 | 发行总额(亿元) | 项目数量 |
| 个人消费类小额贷款 | 蚂蚁花呗 | 355.00 | 16 | 570.00 | 21 |
| | 蚂蚁借呗 | 135.00 | 6 | 495.00 | 20 |
| | 小米小贷 | 5.00 | 1 | 14.00 | 3 |
| | 拿去花 | | | 2.45 | 1 |
| | 分期乐 | 4.00 | 2 | | |
| | 工薪贷 | 2.87 | 1 | | |
| | 京东金条 | 3.00 | 1 | | |
| | 京东租房白条 | 9.57 | 1 | | |
| 个人消费类应收账款 | 蚂蚁花呗分期 | 102.80 | 7 | 30.00 | 3 |
| | 白条 | 98.00 | 7 | 80.00 | 6 |
| | 唯品花 | | | 3.00 | 1 |
| | 总计 | 715.24 | 42 | 1194.45 | 55 |

数据来源：Wind

交易所挂牌的消费贷款 ABS 产品的发起人以互联网电商和非持牌消费金融公司为主，通过发行 ABS 具有降低杠杆和融资成本较低等优势，现在已经成为该类企业融资的重要途径之一。

2016年,以蚂蚁花呗为基础资产的ABS项目共16单,发行总额为355亿元,占同期同类项目发行规模的52.09%。2017年1月至7月末,花呗系列产品共发行21单,发行总额为570亿元,占比50.27%。

2. 银行间发行的消费贷款ABS产品概况

根据Wind的数据,截至2017年7月31日,银行和持牌消费金融公司为原始权益人的消费贷款ABS产品在银行间市场共发行了16单,发行金额从5.54亿元至36.99亿元不等。2014~2017年上半年,中信银行、交通银行和招商银行以信用卡贷款为基础资产在银行间市场共发行了6单资产支持证券,ABS发行总规模为399.01亿元。

图表3. 信用卡贷款ABS发行情况(单位:亿元)

| 原始权益人 | 发行总额 | 次级占比(%) | 起息日 | 法定到期日 | 计划管理人 |
|-------|--------|---------|------------|------------|-------------|
| 中信银行 | 54.5 | 7.43 | 2017-06-30 | 2022-03-17 | 中信信托有限责任公司 |
| 交通银行 | 80 | 5.08 | 2016-12-09 | 2019-10-20 | 交银国际信托有限公司 |
| 中信银行 | 27.73 | 8.52 | 2016-11-30 | 2021-07-17 | 中信信托有限责任公司 |
| 交通银行 | 50.22 | 5.02 | 2015-11-06 | 2019-05-31 | 交银国际信托有限公司 |
| 招商银行 | 105.47 | 7.6 | 2015-06-19 | 2021-01-26 | 华润深国投信托有限公司 |
| 招商银行 | 81.09 | 8 | 2014-03-25 | 2019-01-26 | 华润深国投信托有限公司 |

资料来源: Wind

3. 不同消费贷款ABS产品的差异

不同消费贷款ABS产品由于底层资产质量情况、原始权益人情况、原始权益人风控手段等的不同而造成发行利率等的差异。下图为几个代表性消费贷款ABS产品情况。从优先级证券的信用等级来看,几类代表性产品的优先级证券都获得了AAA信用等级。从发行利率来看,以蚂蚁小贷和持牌消费金融公司为原始权益人的同期发行利率与银行为原始权益人的消费贷ABS比较接近,也看出市场对于这两类资产的信用质量及其背后的风控体系较为认可。

图表4. 代表性有场景消费贷款ABS产品

| 公司(产品) | 发行总额 | 起息日 | 预期年限 | 级别 | 发行利率 | 付息方式 |
|----------|--------|-----------|-------|---------|-------------|------|
| 某银行(信用卡) | 80.00亿 | 2016/12/9 | 0.86年 | AAA/AA | 3.60%/4.00% | 按月 |
| 蚂蚁小贷(花呗) | 30.00亿 | 2016/11/4 | 1年 | AAA/AA- | 3.40%/4.00% | 到期付息 |
| 某电商(xx花) | 3.00亿 | 2017/1/17 | 1.3年 | AAA/AA+ | 4.59%/4.60% | 按季 |

资料来源: Wind

图表 5. 代表性无场景消费贷款 ABS 产品

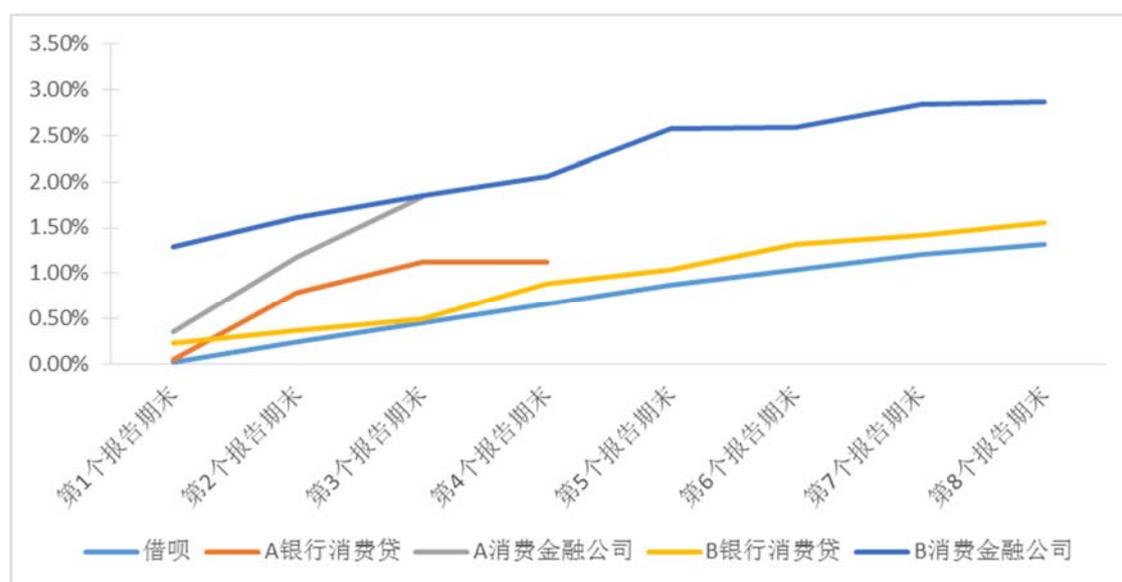
| 公司 | 发行总额 | 起息日 | 预期年限 | 级别 | 发行利率 | 付息方式 |
|------------|---------|------------|--------|-----|-------|------|
| 某银行 | 5.54 亿 | 2016/5/18 | 0.61 年 | AAA | 3.23% | 按月 |
| 某持牌消费金融公司 | 13.07 亿 | 2016/10/14 | 0.12 年 | AAA | 3.00% | 按月 |
| 阿里小贷 | 10.00 亿 | 2016/7/27 | 1.02 年 | AAA | 3.50% | 到期付息 |
| 某非持牌消费金融公司 | 10.00 亿 | 2016/8/12 | 1.00 年 | AAA | 4.40% | 按季 |

资料来源：Wind

不同的发行主体具有不同的客户群体、获客渠道、风险定价策略和催收措施，最终会在基础资产的历史信用表现数据上集中反映出来，并会影响到消费贷款 ABS 产品的交易结构设计。

消费贷款的借款人均均为自然人，还款行为存在一定的不规律性，短期逾期行为受个人还款习惯等影响较大，因此将 31-60 天的逾期率作为观察基础资产运行状况的关键指标。以无场景消费贷款 ABS 产品为例，根据公开披露的消费贷款 ABS 产品的受托机构报告及阿里小贷提供的的数据资料，各类消费贷逾期情况如下图所示。

图表 6. 无场景消费贷款 ABS 产品 31-60 天的逾期率



资料来源：新世纪评级根据受托机构报告等资料整理

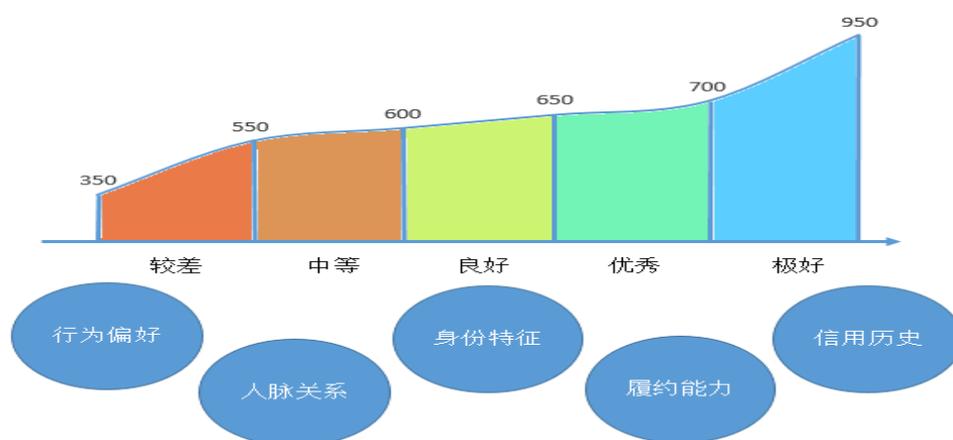
从上图可以看出，蚂蚁借呗产品的资产质量较好，其 31-60 天的逾期率处于较低的水平，体现了蚂蚁金服以强大的数据科技实力为支撑进行精准风险控制的能力。

4. 消费贷款发放机构的风险控制

消费贷款发放机构的风险偏好和风控能力直接影响了消费贷款类基础资产的质量情况。商业银行具有较长的经营历史，已经基本形成了一套完善的、可操作性高的风险管理制度和审批流程。商业银行通过自己积累的客户历史数据、接入人行征信数据以及利用第三方平台数据，建立相应的风控策略和审批流程。商业银行具有广泛的获客渠道，借款人信用质量相对最好，通过有效的风险控制，整体资产违约率处于较低水平。持牌消费金融公司继承了银行的风险管理经验，能获取到银行的客户基本信息和信用信息，构建了符合自身业务特点的风控体系。然而，由于其客户群体相比银行还是偏弱，贷款不良率相对而言处于较高水平。非持牌消费金融公司由于普遍成立时间较短，且对于借款人的基础数据收集能力相对其他消费贷款发放机构较弱，资产质量情况相对较差。

有别于传统的消费贷款发放机构，互联网电商平台公司通过提供线上电商分期、线下消费分期及线上现金贷产品，挖掘无央行征信信贷记录的长尾人群，与传统消费贷款发放机构形成差异化竞争。风控手段方面，互联网电商平台公司具有一定的数据优势，积累了借款人庞大的交易、行为等特征数据，并建立了较为完善的大数据风控系统，因此具有一定的综合优势。以蚂蚁金服为代表的芝麻信用个人征信平台依托借款人在线上电商的交易数据、社交、理财等多维度数据来评估信用风险。

图表 7. 借款人芝麻信用分所对应的信用风险情况



资料来源：支付宝芝麻信用

蚂蚁金服主要是利用支付宝等其他阿里系电子商务平台上积累的信用数据及行为数据，与微信用、消费贷准入授信体系相融合，再根据家庭及社会关系研究成果，利用 SNS 关系图谱等进行贷前审查中的准入、授信。发放贷款之后，通过账户冻结策略、欺诈风险识别、交易监控等策略对消费者进行实时交易及风险控制，并对用户的信用额度进行动态调整。同时，利用大数据和人工核查联合

优势，提前发现和识别贷款风险。得益于领先电商平台公司的数据优势和技术优势，该类公司发放的消费贷款不良率较低，资产质量情况较好。且领先电商平台公司行业地位较为稳固，获客能力较强，以可持续发展为目标，在维持资产质量的情况下进行业务规模的扩张，整体资产质量水平较为稳定。

五、消费金融市场展望

根据互联网消费金融系列研究报告显示，2015 年我国居民消费支出占 GDP 比重仅 38%，显著低于美国（68%）、日本（57%）、欧盟（55%）等发达市场，在消费升级趋势确立下该比例料将稳步提升；落实到社会消费品零售总额上，预计未来四年将保持 11.4% 的复合增速，2020 年或将突破 50 万亿元。我国狭义消费信贷渗透率过去三年从 18% 快速提升到 23%，但仍显著低于美国的 68%，预计未来四年将进一步提升至 32%，驱动狭义消费信贷余额由 16 年底的 7.6 万亿元攀升至 20 年的 16.2 万亿元。目前消费信贷市场仍由银行主导（90%）；互联网巨头以及领先 P2P 网贷平台所占份额在过去三年由 0.5% 快速提升至 5.5%。但在鼓励合规的经营平台发展的监管环境下，互联网消费信贷平台凭借其广泛的客户基础，与银行消费信贷展开差异化竞争，申请及发放贷款快捷方便，到 2020 年互联网平台消费信贷余额有望达到 1.5 万亿元，年复合增长率达 37%。同时，互联网领先平台基于其商城平台的海量交易数据和用户信息积累了借款人庞大的交易、行为等特征数据，具有天然的数据优势，在不断完善以大数据为基础的风控系统和风控技术的情况下，能够很好的控制基础资产的违约风险。同时，互联网消费贷款公司融资渠道较少，发行 ABS 是其进行低成本融资的主要途径，同时可以盘活存量，释放业务额度，因此未来一段时间内互联网平台消费贷款 ABS 仍有较大的增长空间。

此外，从目前的市场反馈来看，虽然循环池这一交易结构在很大程度上做到了对源于真实交易场景的基础资产其自身期限短，金额小，资产分散等特点需求的满足，但是在一定程度上仍然不能满足发行人对 ABS 产品灵活的发行期限，可控的发行成本的需求。在未来，此类基础资产的资产证券化或许将迎来交易结构的创新。如起源于上世纪 90 年代中期美国的主信托模式，从诞生以来它就迅速成为了目前信用卡资产证券化的主要交易结构（如 2000 年 9 月份发行的花旗银行信用卡发行信托（Citibank Credit Card Issuance Trust, CCCIT）），并在之后的几年中逐渐应用到了其他类型的基础资产上，如住房抵押贷款。当然，主信托模式的交易结构对管理人自身的管理能力要求较高，若要在国内开展，其相关的法律依据以及合规性指引仍然需要进一步的研究和探索。