

银行间市场不良信贷资产支持证券市场回顾及展望

结构融资部 郝玮 常冰蕊

摘要：不良信贷资产支持证券化自 2016 年以来成为银行处置不良资产的重要手段。本文从 2016-2018 年及 2019 年一季度不良资产证券化产品的发行情况、已发行产品证券特征、基础资产特征、资产回收率和证券兑付情况等方面介绍并分析目前不良资产证券化产品的市场运行状况。

一、概要

发起人将一定规模和范围的不良资产作为基础资产，将该等不良资产形成的资产池转让给一个特殊目的载体（SPV），以不良资产未来全部可回收的现金流作为证券的偿付来源发行资产支持证券。目前银行间信贷市场不良资产支持证券的发起机构以国有商业银行和股份制银行为主。

（一）不良资产证券化的优势

银行处置不良资产的途径主要包括核销、批量转让、现金清收等传统类处置方式，以及收益权转让、债转股和资产证券化等创新类处置方式。与传统类处置方式相比，不良资产证券化主要有如下优势：

提高银行不良资产转让处置范围，拓宽投资不良资产渠道。根据财政部《金融企业不良资产批量转让管理办法》中第八条规定，银行零售类的不良资产不得批量转让给资产管理公司。银行开展不良资产证券化可以解决零售类资产批量处置的问题。

银行保留了获取部分不良资产处置价值的权利，提高处置效率和回收水平。商业银行作为贷款服务机构，在收取贷款服务机构费用的同时，也可在交易文件中约定超额服务费机制，在后期对超出预期回收金额的部分，与次级投资者分享超额收益。该等权利的设置可以激励银行结合自身对客户的深入了解，配备专业的清收团队，给出最优的清收方案，提高不良资产处置效率和回收水平。

（二）不良资产证券化开展的背景

随着宏观经济发展增速放缓，国内商业银行的不良贷款率持续上升。截至 2018 年末，商业银行不良贷款率为 1.89%，较 2017 年末的 1.74% 上升 0.15 个百分点，对此商业银行也加大处置不良信贷资产的力度。

作为商业银行处置不良资产的途径之一，不良资产证券化在我国最早出现在 2006 年。2006-2008 年间建设银行和资产管理公司共发行了 4 单不良资产证券化

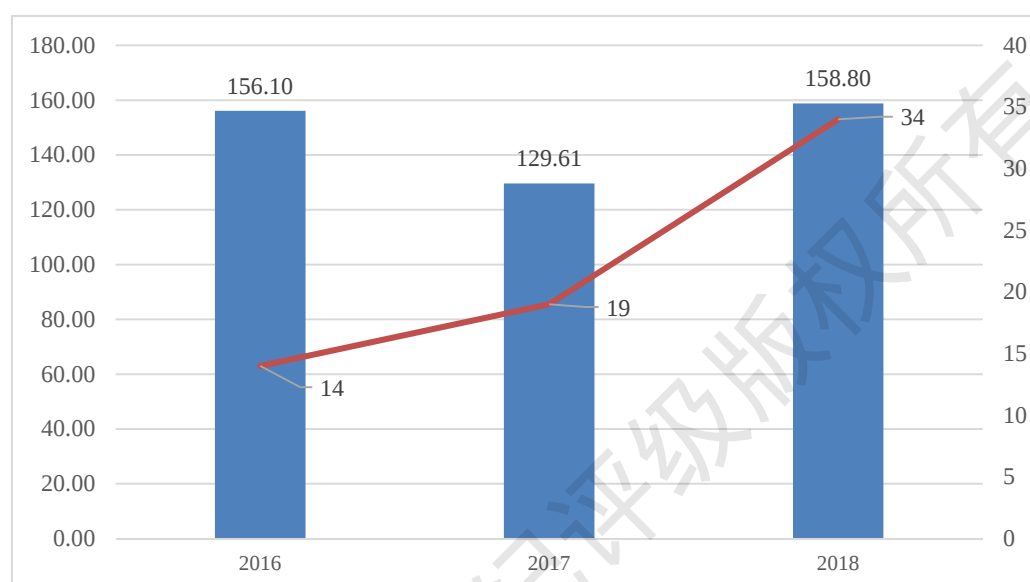
产品，开启了我国不良资产证券化的先河。2008 年美国爆发次贷危机后又发展成金融危机，2009 年我国不良资产证券化业务暂停。2016 年，人民银行提出重启不良资产证券化试点。2016 年 2 月，6 家商业银行获得首批不良资产证券化的试点资格，分别为工行、建行、中行、农行、交行和招行，总额度为 500 亿元。2017 年新增第二批试点银行 12 家，范围扩至政策性银行、股份制商业银行和城市商业银行。

（三）不良资产证券化发行统计

2006-2008 年发行的 4 单产品目前均已到期，其中 1 单为建设银行发行的对公不良资产支持证券，其余 3 单为资产管理公司发行的产品。考虑到项目发行时间和发行载体的可比性，本文选取的样本是 2016-2018 年及 2019 年一季度期间发行的不良资产证券化产品。

2016-2018 年，银行间信贷市场中不良资产证券化发行总规模分别为 156.10 亿元、129.61 亿元和 158.80 亿元，2016 年和 2018 年发行规模基本保持同一水平，2017 年发行规模相对较少。截至 2019 年 3 月末，银行间信贷市场已发行 69 单不良资产支持证券，总发行规模为 448.40 亿元，累计处置不良资产本息费合计 1732.32 亿元。

图表1. 2016-2018 年不良资产证券化发行规模及发行单数（单位：亿元，个）



注：新世纪评级根据 Wind 资讯的相关数据整理、绘制。

图表2. 2016-2018 年及 2019 年一季度发行不良资产支持证券产品概况（单位：亿元）

项目简称	年限 ¹	贷款类别	贷款笔数	入池本息费	回收	发行规模	超额抵押比	设立日
中誉 2016-1	4.90	对公不良贷款	72	12.54	17.90%	3.01	416.55%	2016/5/27
和萃 2016-1	4.04	信用卡个人消费类不良贷款	60,007	5.89	50.43%	2.33	252.63%	2016/5/31
和萃 2016-2	4.64	对公不良贷款	1,193	11.55	51.33%	4.70	245.83%	2016/6/29
农盈 2016-1	5.05	对公不良贷款	1,199	107.27	37.41%	30.64	350.09%	2016/8/4
建鑫 2016-1	4.57	对公不良贷款	245	24.46	42.23%	7.02	348.37%	2016/9/23
工元 2016-1	4.56	对公不良贷款	549	45.21	6.15%	10.77	419.82%	2016/9/27
建鑫 2016-2	5.07	个人住房抵押不良贷款	7,980	29.93	80.94%	15.60	191.84%	2016/9/27
和萃 2016-3	4.39	对公不良贷款	253	23.62	43.80%	6.43	367.41%	2016/9/28
交诚 2016-1	4.76	对公不良贷款	1,331	56.89	33.79%	15.80	360.06%	2016/11/15
中誉 2016-2	4.66	对公不良贷款	304	31.54	26.75%	6.15	512.50%	2016/12/21
工元 2016-2	5.08	信用卡个人消费类不良贷款	152,598	31.29	13.03%	3.51	891.52%	2016/12/22
和萃 2016-4	4.66	小微不良贷款	1,440	11.54	48.32%	4.60	250.86%	2016/12/22
建鑫 2016-3	3.90	信用卡个人消费类不良贷款	122,157	28.10	23.20%	4.74	592.93%	2016/12/22
工元 2016-3	5.07	个人住房抵押不良贷款	9,512	75.30	66.89%	40.80	184.56%	2016/12/26
中誉 2017-1	3.55	信用卡个人消费类不良贷款	12,011	21.39	14.25%	1.88	1138.16%	2017/3/29
中誉 2017-2	6.76	个人住房抵押不良贷款	2,725	10.71	56.65%	5.36	199.73%	2017/3/30
鸿富 2017-1	4.56	信用卡个人消费类不良贷款	34,869	24.06	10.66%	2.05	1173.68%	2017/5/26
工元 2017-1	5.07	信用卡个人消费类不良贷款	155,797	33.14	13.48%	4.06	816.29%	2017/6/27
和萃 2017-1	4.14	信用卡个人消费类不良贷款	48,119	16.99	17.90%	2.30	738.74%	2017/6/27
工元 2017-2	5.15	个人住房抵押不良贷款	13,926	83.47	53.77%	36.00	231.87%	2017/6/28
和萃 2017-2	4.57	个人住房抵押不良贷款	640	5.08	52.08%	2.10	241.92%	2017/7/27
兴瑞 2017-1	4.47	信用卡个人消费类不良贷款	63,829	16.20	14.52%	1.59	1018.56%	2017/7/28
龙兴 2017-1	5.15	对公不良贷款	86	20.22	44.52%	6.70	301.86%	2017/8/29
建鑫不良 2017-1	4.89	个人住房抵押不良贷款	8,205	26.71	62.90%	14.00	190.77%	2017/9/28
苏誉 2017-1	4.94	对公不良贷款	208	23.33	34.24%	7.25	321.83%	2017/11/14
浦鑫(不良)2017-1	2.99	信用卡个人消费类不良贷款	31,202	21.47	10.98%	1.64	1306.81%	2017/11/16
交诚 2017-1	5.22	小微不良贷款	508	13.74	48.13%	5.70	241.07%	2017/12/5
农盈 2017-2	2.89	信用卡个人消费类不良贷款	27,803	21.30	12.95%	1.95	1092.34%	2017/12/22
臻金 2017-1	4.16	个人住房抵押不良贷款	167	2.82	57.01%	1.33	211.66%	2017/12/22
建鑫不良 2017-2	3.63	信用卡个人消费类不良贷款	135,671	29.72	24.26%	5.00	594.37%	2017/12/27
工元 2017-6	5.07	信用卡个人消费类不良贷款	156,047	50.81	11.66%	5.10	996.18%	2017/12/27
和萃 2017-3	3.63	信用卡个人消费类不良贷款	48,794	15.79	16.82%	2.10	752.09%	2017/12/27
工元 2017-7	5.15	个人住房抵押不良贷款	12,913	57.18	52.36%	23.50	243.33%	2017/12/28
交诚 2018-1	4.73	信用卡个人消费类不良贷款	128,864	15.84	14.62%	1.80	880.20%	2018/2/28
橙益 2018-1	4.21	个人住房抵押不良贷款	272	5.51	55.58%	2.30	239.58%	2018/5/31

¹ 该期限为相应信托设立日至法定到期日期间的期限。² 超额抵押比例=入池资产未偿本息费/资产支持证券发行规模。

项目简称	年限 ¹	贷款类别	贷款笔数	入池本息费	回收	发行规模	超额抵押比	设立日
中誉 2018-1	3.59	信用卡个人消费类不良贷款	12,662	15.55	14.43%	1.62	960.73%	2018/6/12
惠元 2018-1	4.31	信用卡个人消费类不良贷款	25,779	17.96	15.86%	2.28	788.91%	2018/6/20
建鑫不良 2018-1	3.64	信用卡个人消费类不良贷款	135,060	20.30	16.08%	3.05	665.60%	2018/6/27
浦鑫(不良)2018-1	2.87	信用卡个人消费类不良贷款	61,583	41.94	12.85%	4.00	1048.57%	2018/6/27
和萃 2018-1	3.38	信用卡个人消费类不良贷款	79,204	20.53	15.90%	2.80	733.24%	2018/6/27
工元至诚 2018-1	5.07	信用卡个人消费类不良贷款	231,174	49.82	12.01%	4.70	1060.06%	2018/6/28
工元至诚 2018-3	6.25	个人住房抵押不良贷款	2,748	8.00	69.78%	4.41	181.64%	2018/6/29
工元至诚 2018-4	6.25	个人商业用房抵押贷款	1,638	20.63	35.23%	5.25	393.00%	2018/6/29
工元至诚 2018-2	5.74	个人住房抵押不良贷款	8,365	23.69	66.57%	12.40	191.04%	2018/6/29
京城 2018-1	4.74	对公不良贷款	36	7.19	44.20%	2.00	359.57%	2018/8/22
农盈 2018-3	4.48	个人住房抵押不良贷款	620	2.34	78.45%	1.52	153.73%	2018/8/28
农盈 2018-2	4.48	个人商业用房抵押贷款	722	12.73	47.18%	4.78	266.25%	2018/8/28
农盈 2018-1	4.48	个人住房抵押不良贷款	2,820	10.86	71.94%	6.41	169.44%	2018/8/28
龙兴 2018-1	3.65	信用卡个人消费类不良贷款	66,837	18.06	11.44%	1.65	1094.79%	2018/9/20
农盈 2018-4	2.63	信用卡个人消费类不良贷款	36,146	12.74	17.09%	1.38	923.24%	2018/9/21
鸿富 2018-1	4.64	信用卡个人消费类不良贷款	38,285	20.82	10.03%	1.42	1465.95%	2018/9/27
龙兴 2018-2	4.98	个人住房抵押不良贷款	510	4.79	55.58%	2.05	233.48%	2018/9/28
工元至诚 2018-5	3.54	信用卡个人消费类不良贷款	288,167	33.61	13.53%	3.86	870.81%	2018/9/28
建鑫不良 2018-2	5.40	个人住房抵押不良贷款	11,677	35.35	62.70%	17.60	200.88%	2018/9/29
钱塘 2018-1	4.57	对公不良贷款	124	9.91	49.74%	4.25	233.24%	2018/10/24
和萃二期 2018-2	3.75	信用卡个人消费类不良贷款	127,998	3.90	100.00	3.10	125.94%	2018/11/14
浦鑫(不良)2018-3	3.13	信用卡个人消费类不良贷款	129,400	56.57	13.50%	5.00	1131.48%	2018/11/27
建鑫不良 2018-4	2.44	个人消费类不良贷款	87,465	32.29	11.48%	3.34	966.30%	2018/11/30
建鑫不良 2018-3	3.71	信用卡个人消费类不良贷款	135,374	28.40	27.48%	5.76	493.03%	2018/11/30
农盈 2018-6	3.15	信用卡个人消费类不良贷款	61,810	19.78	21.24%	2.64	749.18%	2018/12/20
工元至诚 2018-7	5.51	个人商业用房抵押贷款	2,225	20.24	36.13%	5.55	364.67%	2018/12/20
工元至诚 2018-8	5.51	个人住房抵押不良贷款	5,860	15.02	72.92%	8.80	170.73%	2018/12/20
工元至诚 2018-6	5.51	个人住房抵押不良贷款	16,773	43.66	63.58%	22.50	194.06%	2018/12/20
建鑫不良 2018-6	3.89	信用卡个人消费类不良贷款	12,870	13.96	18.02%	1.60	872.56%	2018/12/27
建鑫不良 2018-5	5.16	个人商业用房抵押贷款	1,600	9.34	49.64%	3.70	252.38%	2018/12/27
工元至诚 2018-9	3.80	信用卡个人消费类不良贷款	222,074	32.14	13.63%	3.79	848.07%	2018/12/27
和萃三期 2018-3	3.63	信用卡个人消费类不良贷款	65,299	11.62	16.42%	1.50	774.88%	2018/12/27
浦鑫归航 2019-1	2.89	信用卡个人消费类不良贷款	76,598	37.75	11.52%	2.45	1540.82%	2019/3/22
建鑫不良 2019-1	2.62	信用卡个人消费类不良贷款	35,724	10.18	18.66%	1.43	713.40%	2019/3/29

注：新世纪评级根据 Wind 资讯的相关数据整理、绘制。

二、已发行产品基础资产特征

（一）入池资产类型

已发行不良资产支持证券的基础资产包括个人信用类不良贷款、个人抵押类不良贷款和对公不良贷款。

个人信用类不良贷款包括个人消费类不良贷款和信用卡个人消费类不良贷款。前者主要指除信用卡之外的、无增信的个人贷款，单笔金额一般较小，资金用途主要为个人消费，该类资产仅在 2018 年由建设银行发行 1 单，规模为 3.34 亿元。信用卡个人消费类不良贷款产品在近些年发行单数和发行规模均呈上升趋势，一方面因为个人信用类资产受监管限制不可以批量转让给资产管理公司，资产证券化成为除核销之外的重要处置方式，另一方面因为近年来消费金融蓬勃发展，信用卡交易额、消费额保持高速增长，2018 年度有 12 家银行信用卡交易额超过 1 万亿元。2016-2018 年，信用卡个人消费类不良贷款产品累计发行 90.20 亿元。

个人抵押类不良贷款的抵押物主要为个人住房、商业用房及厂房等，该类贷款单笔金额相对较高，资金用途往往为借款人经营使用。在发行中，个人住房抵押贷款和个人商业用房抵押贷款常常混合打包发行。2016-2018 年，个人抵押类贷款发行规模呈上升趋势，合计发行 235.96 亿元，为各类资产中发行规模最大的一类。

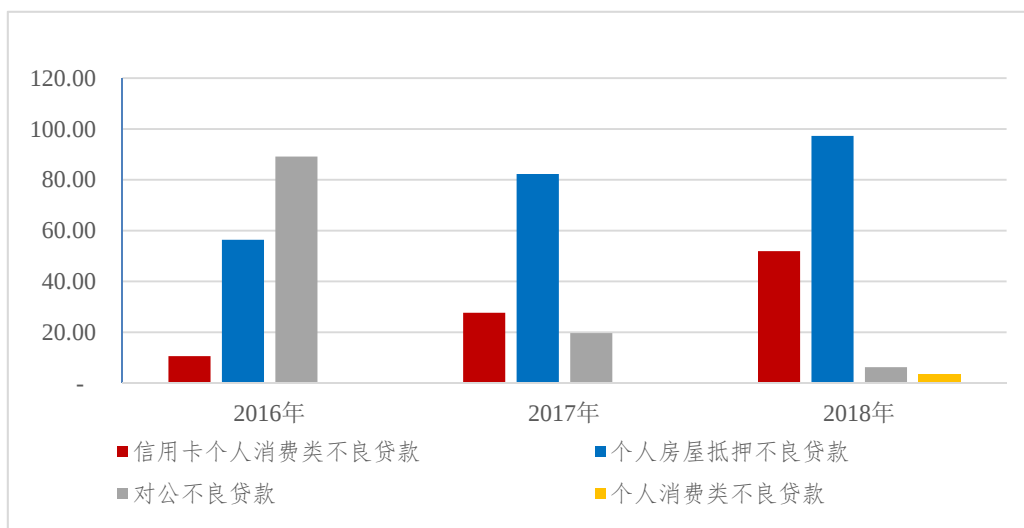
对公不良贷款的证券化在近 3 年中呈下降趋势，2016 年发行规模为 89.12 亿元，远远超过其他类型资产，2017-2018 年分别下降为 19.65 亿元和 6.25 亿元。其中，小微不良贷款证券化仅发行 2 单，分别由招商银行在 2016 年发行 4.60 亿元、由交通银行在 2017 年发行 5.70 亿元。不同于个人信贷资产，银行对公信贷资产批量转让没有限制，传统处置方式成熟，处置途径多样，相比之下资产证券化这一方式的优势并不明显。

图表3. 不良资产支持证券基础资产类型

借款人性质	担保类型	贷款类型
个人	信用	信用卡个人消费类不良贷款
		个人消费类不良贷款
	房屋抵押	个人住房抵押不良贷款
		个人商业用房不良贷款
对公		对公贷款
		小微贷款

注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

图表4. 2016-2018 年各类资产发行规模（单位：亿元）

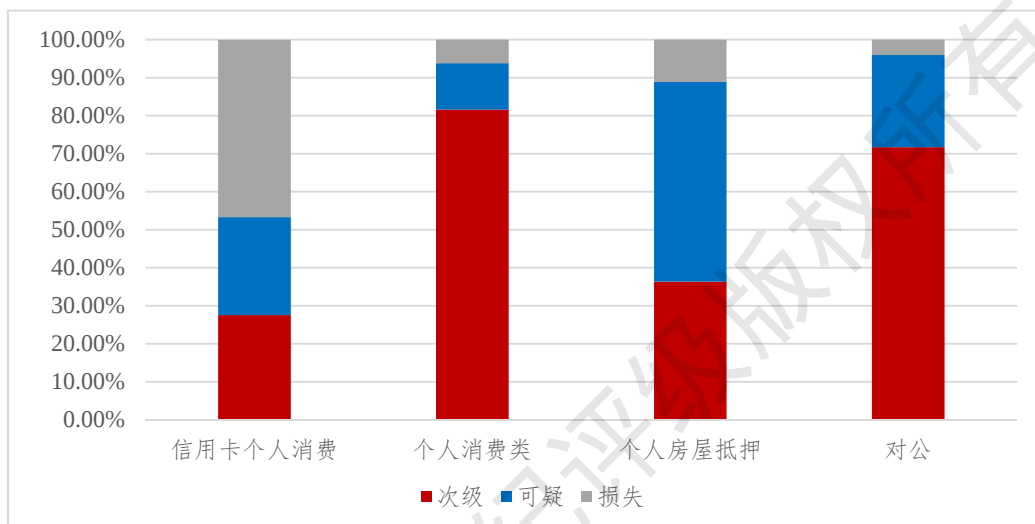


注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

（二）资产五级分类分布

从基础资产五级分类来看，不良资产证券化产品基础资产通常是次级、可疑和损失类贷款。通常来讲，次级和可疑类资产的预期回收率比损失类资产的预期回收率更高，因此，观察入池资产封包时的五级分类情况，能够对未来现金流的回收情况作一个大致的判断。

图表5. 2016-2018 年及 2019 年一季度发行产品的基础资产五级分类情况



注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

（三）资产池加权逾期天数

从各类型入池资产封包日的加权逾期天数³来看，各类基础资产的平均逾期天数均超过了 300 天，其中个人房屋抵押不良贷款资产支持证券的平均逾期天数接近 600 天，个人信用卡消费类不良贷款和对公不良贷款的平均逾期天数较短，分别为 311 天和 342 天。

（四）资产池集中度统计

从入池资产集中度来看，对公不良贷款的资产池集中较高，前十大借款人占比平均值为 42.14%。个人消费类不良贷款的资产池集中度相对较低。

图表6. 资产池集中度统计

基础资产类型	前十大占比平均值	借款人数量平均值	贷款笔数平均值
对公不良贷款	42.14%	162.21	539.14
个人房屋抵押不良贷款	7.39%	5215.48	5328.48
信用卡个人消费类不良贷款	0.50%	87276.88	91509.45

注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

（五）入池资产预期回收率情况

不良资产支持证券产品的预期回收率为预计回收金额与各产品截至初始起算日入池资产未偿本息费的比值⁴。

整体来看，个人房屋抵押类不良贷款证券化产品的预期回收率最高，对公不良贷款证券化产品的预期回收率居中，信用卡个人消费类不良贷款证券化产品的预期回收率最低，三类项目的平均预期回收率分别为 59.42%、37.75%和 19.04%。一般情况下，房屋抵押类不良贷款可以通过抵押物的处置有效提高基础资产回收，而信用类借款及信用卡消费贷款在逾期之后的催收手段比较单一，回收水平也更低。

三、已发行产品证券特征

（一）发起机构分类

银行间信贷市场中不良资产证券化的发起机构包括国有商业银行、股份制银行以及城市商业银行，共计 16 家。根据统计，截至 2018 年末我国商业银行不良贷款余额为 20254 亿元，其中国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行的

³ 依据统计样本，2016 年至 2019 年一季度发行的不良资产证券化产品中存在 2 单项目未能统计到逾期期限，此处作为缺失值处理。

⁴ 发行阶段，各中介机构基于自身的判断给出不同的预期回收率。为统一口径，本文统一使用中债资信在初始评级时给出的预期回收率。

不良贷款余额分别为 7744 亿元、4388 亿元和 2660 亿元，占比分别为 38.23%、21.66%和 13.13%。

与不良贷款余额占比类似，银行间市场不良资产证券化发行规模最大的发起机构为国有商业银行，2016-2018 年及 2019 年一季度其发行规模占比为 82.18%，发行单数为 43 单。国有商业银行以工商银行、建设银行和农业银行发行规模最大，合计占比 72.96%，信用卡不良贷款、个人住房抵押贷款和对公贷款均有涉及。其中，工商银行的发行项目数量以及发行规模远高于其他机构，同期工商银行不良资产证券化产品累计发行 16 个，发行规模总计 195.00 亿元，占不良资产证券化发行规模总占比 43.49%。

图表7.2016-2018 年及 2019 年一季度银行间市场各类发起机构不良资产证券化发行情况

发起机构	发行单数	单数占比	发行规模（亿元）	规模占比
国有商业银行	43	62.32%	368.48	82.18%
股份制银行	23	33.33%	66.42	14.81%
城市商业银行	3	4.35%	13.50	3.01%
合计	69	100.00%	448.40	100.00%

注：新世纪评级根据 Wind 资讯的相关数据整理、绘制。

图表8. 2016-2018 年及 2019 年一季度不良资产支持证券发起机构统计（单位：亿元）

发起机构 名称	发行 单数	发行总 规模	发行规 模占比	优先级发 行规模	涉及基础资产类型
工商银行	16	195.00	43.49%	147.44	信用卡个人消费类、个人住房抵押、对公
建设银行	12	82.84	18.47%	62.93	信用卡个人消费类、个人住房抵押、对公
农业银行	7	49.32	11.00%	34.43	信用卡个人消费类、个人住房抵押、对公
招商银行	10	31.96	7.13%	23.59	信用卡个人消费类、个人住房抵押、小微、对
交通银行	3	23.30	5.20%	17.32	信用卡个人消费类、对公
中国银行	5	18.02	4.02%	13.43	信用卡个人消费类、个人住房抵押、对公
浦发银行	4	13.09	2.92%	9.89	信用卡个人消费类
华夏银行	3	10.40	2.32%	8.07	信用卡个人消费类、个人住房抵押、对公
江苏银行	1	7.25	1.62%	5.45	对公
杭州银行	1	4.25	0.95%	2.75	对公
民生银行	2	3.47	0.77%	2.80	信用卡个人消费类
平安银行	1	2.30	0.51%	1.80	个人住房抵押
中信银行	1	2.28	0.51%	1.74	信用卡个人消费类
北京银行	1	2.00	0.45%	1.40	对公
兴业银行	1	1.59	0.35%	1.34	信用卡个人消费类
浙商银行	1	1.33	0.30%	0.95	个人住房抵押
合计	69	448.40	100.00%	335.33	---

注：新世纪评级根据 Wind 资讯的相关数据整理、绘制。

（二）增信措施

不良资产证券化产品的现金流主要依赖于对入池不良资产的回收，而回收的金额和时间又主要因为银行的催收力度、催收方式、抵质押物的处理等因素具有较强的不确定性。因此，不良资产证券化产品的增信措施相比普通资产证券化产品更多。具体来看，不良资产证券化的增信措施分为内部增信和外部增信，其中内部增信措施主要指优先/次级内部增信措施、信托（流动性）储备账户和超额抵押。

从已发行的不良资产支持证券看，每单产品均设置了优先级和次级结构，没有中间档，次级证券的占比较其他资产类型的资产支持证券更高。次级比例主要分布在 20%到 30%之间，2016-2018 年及 2019 年一季度，次级占比在该区间内的产品共计 45 单，次级规模总额为 66.49 亿元。其次，也有较多产品的次级占比分布在 30%-40%之间，共计 9 单产品，次级规模合计 28.77 亿元。

图表9. 2016-2018 年及 2019 年一季度间发行产品次级证券占比分布（单位：亿元）

次级证券占比	发行单数	单数占比	次级证券规模	规模占比
(0,10%]	1	1.45%	0.13	0.11%
(10%,20%]	13	18.84%	15.43	13.64%
(20%,30%]	45	65.22%	66.49	58.81%
(30%,40%]	9	13.04%	28.77	25.45%
(50%,60%]	1	1.45%	2.25	1.99%
合计	69	100.00%	113.07	100.00%

注：新世纪评级根据 Wind 资讯的相关数据整理、绘制。

由于入池资产的回收不确定性较强，难以保证现金流的稳定和平滑，优先级证券面临一定的流动性风险。设置信托（流动性）储备账户主要就是为了提供流动性支持以保障投资者的利益。通常约定，在正常情况下，每一个信托分配日在该账户中留存满足下一期分配所需的必备金额，该必备金额为下一期应付的税金、中介机构费用、优先级证券利息之和的 1.5 倍。根据对专项计划文件的统计结果，2016-2018 年及 2019 年一季度期间发行的 69 单产品中有 67 单均设置了流动性储备账户。

超额抵押指信托计划发行的证券规模小于入池贷款的本金规模，不良资产支持证券均会通过超额抵押来保障优先级证券本息的安全偿付。统计期内，发行项目的超额抵押比例主要分布在 125%在 300%之间，该区间内的产品共计发行 25 单，发行规模合计 249.84 亿元，占比为 55.72%。最大超额抵押比率为 1540.82%，最低超额抵押比率为 125.94%。

图表10. 2016-2018 年及 2019 年一季度间发行产品的超额抵押比率分布（单位：亿元）

超额抵押比率	发行单数	单数占比	发行规模	规模占比
[125%,300%)	25	36.23%	249.84	55.72%
[300%,500%)	12	17.39%	106.18	23.68%
[500%,800%)	11	15.94%	33.99	7.58%
[800%,1000%)	10	14.49%	30.06	6.70%
[1000%,1600%)	11	15.94%	28.33	6.32%
合计	69	100.00%	448.40	100.00%

注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

此外，不良资产证券化常用的外部增信措施为流动性支持机构的差额补足。流动性支持机构主要为符合条件的次级投资者和第三方担保公司。常见的第三方担保公司为中证信用增进股份有限公司。流动性支持机构按照协议的约定，在发生“流动性支持触发事件”情况下提供流动性支持款项，确保信托账户资金足以分配当期税金、中介机构费用和优先级证券利息。通过提供上述服务，流动性支持机构取得相应份额的特别信托受益权。

（三）兑付频率

不良资产支持证券的兑付频率主要有按年、按半年以及按季兑付。其中以半年兑付一次最为常见，基础资产基本上涵盖了全部类型的不良资产，其发行规模计占比为 85.19%。

按季兑付的不良资产支持证券共有 17 单，发行规模合计 48.57 亿元。其中 15 单的基础资产是信用卡个人消费类不良贷款，发行规模为 40.98 亿元，主要是由于信用卡个人消费类不良贷款入池资产笔数多、借款人户数多，因而回收款的时间分布更加分散。

图表11. 2016-2018 年及 2019 年一季度间发行产品的证券兑付频率（单位：亿元）

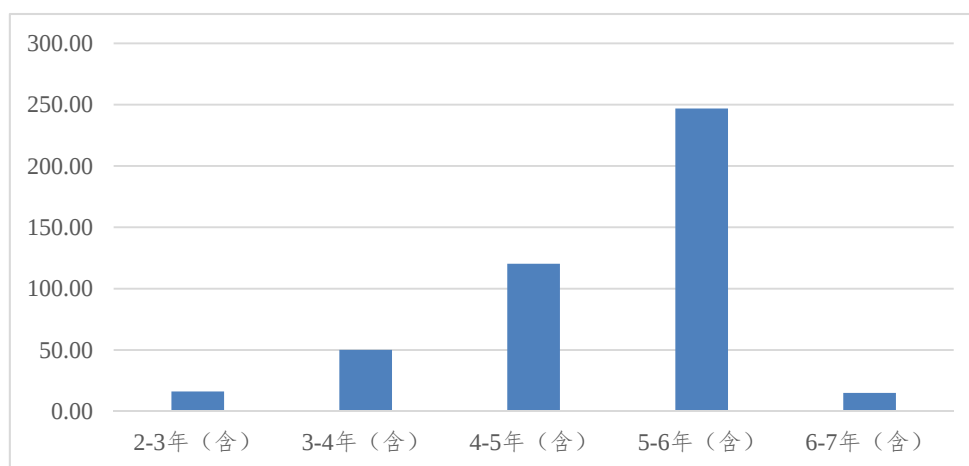
年兑付频率	个数	占比	金额	占比
按年兑付	4	5.80%	17.83	3.98%
按半年兑付	48	69.57%	382.00	85.19%
按季度兑付	17	24.64%	48.57	10.83%
合计	69	100.00%	448.40	100.00%

注：新世纪评级根据已发行项目的评级报告和计划说明书整理、绘制。

（四）证券发行期限

从信托设立日至法定到期日之间的期限来看，5-6 年之间的发行规模占比最高，占比为 55.05%，发行规模共计 246.86 亿元。

图12. 2016-2018 年及 2019 年一季度间各发行期限的发行金额分布（单位：亿元）



注：新世纪评级根据已发行项目的计划说明书整理、绘制。

四、已发行产品存续期表现

为观察各证券的兑付情况，本文对 34 单表现期超过 1 年的不良资产证券化产品进行了存续期数据整理，主要查看了每一单产品截至 2019 年 3 月末的受托机构报告，摘取了各次兑付的日期、兑付金额、回收金额和户数等信息。

（一）优先级证券兑付情况

截至 2019 年 3 月末，共有 18 单不良资产证券化产品表现期超过 1 年且不满 2 年，16 单表现期超过 2 年。表现期超过 1 年且不满 2 年的 18 单项目中，根据受托机构报告，共有 12 单项目的优先级证券已兑付完毕，其中 10 单为信用卡个人消费类不良贷款，2 单为个人住房抵押不良贷款。其余 6 单项目优先级证券的已兑付比例分布于 42.21%至 92.31%之间，分别为 3 单个人住房抵押不良贷款、1 单小微不良贷款和 2 单对公不良贷款。整体上看，信用卡个人消费类不良贷款的优先级证券兑付进度快于有抵押的不良贷款和对公不良贷款。

图13. 存续 1 年-2 年产品的优先级兑付情况（单位：天）

项目简称	兑付日	优先级本金兑付比例	优先级存续天数 ⁵	贷款类型
交诚 2018-1	2018/10/26	100.00%	240	信用卡个人消费类不良贷款
建鑫不良 2017-2	2018/6/30	100.00%	185	信用卡个人消费类不良贷款
工元 2017-7	2018/12/31	59.45%	368	个人住房抵押不良贷款
工元 2017-6	2018/6/26	100.00%	181	信用卡个人消费类不良贷款
和萃 2017-3	2018/3/31	100.00%	94	信用卡个人消费类不良贷款
农盈 2017-2	2018/12/31	100.00%	374	信用卡个人消费类不良贷款
臻金 2017-1	2018/7/26	100.00%	216	个人住房抵押不良贷款

⁵ 该天数为信托设立日至优先级证券兑付完毕之兑付日之间的天数。

交诚 2017-1	2019/1/26	50.69%	417	小微不良贷款
苏誉 2017-1	2018/3/31	100.00%	135	信用卡个人消费类不良贷款
苏誉 2017-1	2019/2/28	92.31%	471	对公不良贷款
建鑫不良 2017-1	2018/12/30	91.51%	458	个人住房抵押不良贷款
龙兴 2017-1	2019/2/28	42.21%	548	对公不良贷款
兴瑞 2017-1	2017/11/30	100.00%	125	信用卡个人消费类不良贷款
和萃 2017-2	2018/12/31	100.00%	522	个人住房抵押不良贷款
工元 2017-2	2018/12/31	80.03%	551	个人住房抵押不良贷款
工元 2017-1	2018/6/26	100.00%	364	信用卡个人消费类不良贷款
和萃 2017-1	2017/12/31	100.00%	187	信用卡个人消费类不良贷款
鸿富 2017-1	2018/5/23	100.00%	362	信用卡个人消费类不良贷款

注：新世纪评级根据已发行项目的受托机构报告整理、绘制。

对于表现期超过 2 年的 16 单项目，共有 13 单项目的优先级证券兑付完毕，包括 4 单信用卡个人消费类不良贷款，2 单个人住房抵押不良贷款和 7 单对公不良贷款。其余 3 单项目优先级证券的已兑付比例分布于 78.68%至 96.08%之间，分别为 1 单个人住房抵押不良贷款、1 单小微不良贷款和 1 单对公不良贷款。

图表14. 存续 2 年以上产品的优先级兑付情况（单位：天）

项目简称	兑付日	优先级本金兑付比例	优先级存续天数	贷款类型
中誉 2017-2	2018/4/30	100.00%	396	个人住房抵押不良贷款
中誉 2017-1	2017/8/26	100.00%	150	信用卡个人消费类不良贷款
工元 2016-3	2018/11/30	96.08%	704	个人住房抵押不良贷款
工元 2016-2	2017/12/26	100.00%	369	信用卡个人消费类不良贷款
和萃 2016-4	2018/6/30	78.68%	555	小微不良贷款
建鑫 2016-3	2017/6/26	100.00%	186	信用卡个人消费类不良贷款
中誉 2016-2	2019/1/26	100.00%	766	对公不良贷款
交诚 2016-1	2018/7/26	100.00%	618	对公不良贷款
和萃 2016-3	2018/12/31	88.35%	824	对公不良贷款
工元 2016-1	2018/3/26	100.00%	545	对公不良贷款
建鑫 2016-2	2018/8/31	100.00%	703	个人住房抵押不良贷款
建鑫 2016-1	2019/1/3	100.00%	832	对公不良贷款
农盈 2016-1	2018/7/26	100.00%	721	对公不良贷款
和萃 2016-2	2018/12/31	100.00%	915	对公不良贷款
和萃 2016-1	2016/6/30	100.00%	30	信用卡个人消费类不良贷款
中誉 2016-1	2018/3/26	100.00%	668	对公不良贷款

注：新世纪评级根据已发行项目的受托机构报告整理、绘制。

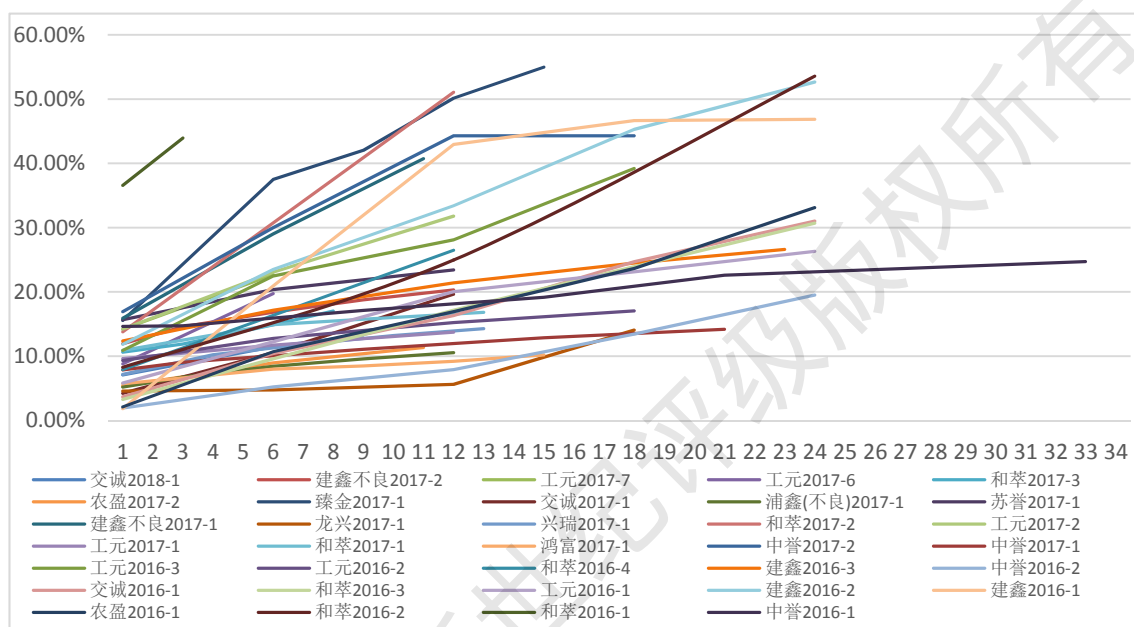
（二）基础资产回收情况

本文以受托机构报告给出的当期回收金额与基础资产入池未偿本息费的比值作为回收率，以累计回收金额与入池未偿本息费的比值为累计回收率。通过对 34 单表现期超过 1 年产品的累计回收率进行分析，以期观察基础资产的回收情况。

不良资产证券化产品的累计回收率曲线大体上呈现对数函数形态，累计回收率在早期增长较快，然后趋于稳定。整体来看，在不考虑回收期间对回收水平的影响下，不良资产证券化产品的回收率主要分布在 10%至 30%区间，平均回收率为 27.52%。

分资产类型来看，对公不良贷款和房屋抵押不良贷款可以通过处置抵押物来提高回收金额，因而累计回收率高于 30%的产品以该两种资产为主。然而，也有数单对公不良贷款产品的回收率小于 20%，说明影响该类资产处置的因素较多，导致回收表现不确定性较高。信用卡个人消费类不良贷款的回收率主要位于 15%至 20%区间内，整体回收水平较低。全部样本中，累计回收率最高的是以个人住房抵押贷款为基础资产的“臻金 2017-1”，累计回收率为 54.96%；累计回收率最低的是以个人信用卡不良贷款为基础资产的“鸿富 2017-1”，累计回收率为 10.20%。

图表15. 存续 1-2 年产品累计回收率（单位：期，即 30 天）

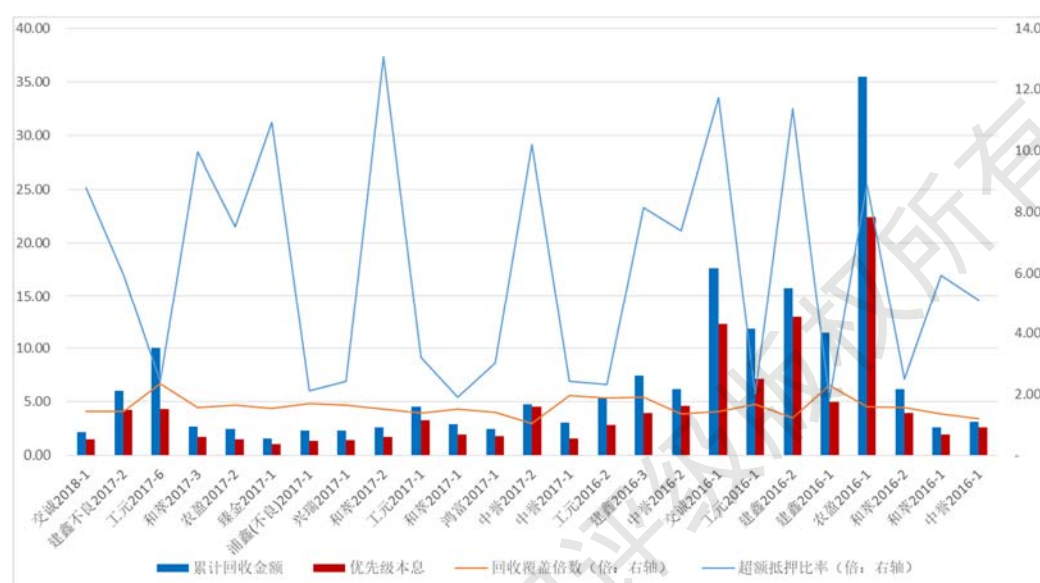


注：新世纪评级根据已发行项目的受托机构报告整理、绘制。

将实际回收情况和回收预测值相对比，截至 2019 年 3 月末，34 单表现期超过 1 年的不良资产证券化产品中有 2 单产品的实际回收金额略低于预期，分别较预测回收金额低 0.68% 和 0.42%。这 2 单产品的资产类型均为信用卡个人消费类不良贷款。虽然略低于预测值，但优先级资产支持证券均正常兑付完毕。除上述 2 单产品之外，其余产品截至 2019 年 3 月末的回收总金额均高于产品设立前对同期给出的预测值。

整体上看，不良资产证券化产品的回收率并不高，但优先级证券的兑付情况却整体较好，其主要原因为资产打折入池，在超额抵押比例较高的情况下，即使回收率偏低，资产的现金流入仍能够为优先级证券的本息提供较好的保障。截至 2019 年 3 月末优先级证券兑付完毕的产品共 25 单，各单产品累计回收金额均能够全额覆盖优先级证券本息，覆盖倍数⁶位于 1 倍至 2.5 倍之间。以累计回收率最低的“鸿富 2017-1”为例，该单产品基础资产为个人信用卡不良贷款，具有回收率低、超额抵押率高的特点，其优先级规模为 1.60 亿元，入池资产未偿本息费为 24.06 亿元，超额抵押比例高达 1173.68%，因此在累计回收率仅为 10.20% 的水平下信托计划仍收到回收金额 2.45 亿元，对优先级证券的本息形成较高的覆盖倍数。

图表16. 存续 1 年-2 年产品的回收和超额抵押情况（单位：亿元）



注：新世纪评级根据已发行项目的计划说明书、受托机构报告整理、绘制。

四、总结与未来展望

总体而言，不良资产证券化已经成为银行处置不良资产，尤其是个人消费类不良资产的重要手段。通过证券化银行得以批量转让不良资产，优化资产质量，

⁶ 覆盖倍数=截至优先级证券兑付完毕的兑付日回收的全部本息费/优先级证券本息。

同时保留获取一定超额收益的权利。针对不良资产证券化产品的特点，本文建议投资者以基础资产类型入手，重点关注超额抵押率和优先级占比，同时关注基础资产的增信情况和历史回收率。随着个人消费金融的发展，预计未来几年银行间不良资产证券化的发行规模仍保持一定增长。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。