

循环购买交易风险分析与观察——消费贷 ABS



观点摘要

- 动态型消费贷 ABS 已成为银行间信贷资产证券化市场的主流产品，是否采用循环购买结构取决于资产的久期
- 相比于动态型车贷 ABS，基础资产较高的单月还款率使得动态型消费贷 ABS 能够进行更高频率的循环购买
- 和智系列开创了循环资产与循环购买相结合的新结构，拓宽了发起机构基础资产的选择范围
- 现有交易在持续购买期资产池风险特征相对平稳，大部分交易积累的超额利差能够弥补违约资产，并形成一定规模的超额抵押
- 部分交易用于缓释循环购买相关风险的合格标准及触发事件的设置较为宽松，有进一步改善的空间
- 尽管现有的动态型消费贷 ABS 基础资产累计违约率明显高于其他产品，但优先级证券获得的内部信用支持较为充足

相关研究

循环购买交易风险分析与观察——车贷 ABS

惠誉博华银行间市场消费贷 ABS 指数报告 2022Q2

分析师

梁涛 CFA, FRM
+ 8610 5663 3810
tao.liang@fitchbohua.com

孙佳平 CFA, FRM
+ 8610 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+8610 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

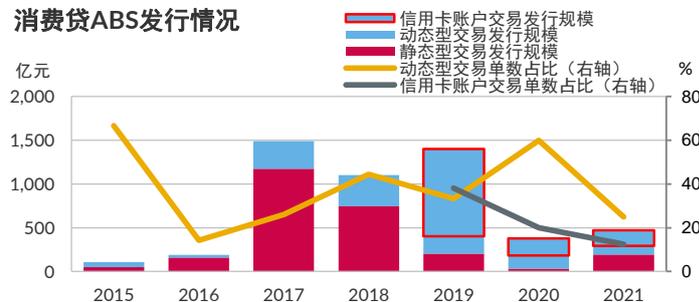
自宁波银行在 2015 年发行了国内第一单动态型消费贷 ABS 以来，循环购买结构在国内消费贷 ABS 中得到了广泛应用。消费贷款具有久期短、单月还款率高等特点，因此消费贷 ABS 十分适合采用循环购买结构，以解决资产与证券期限的错配，并降低发起机构的融资成本、提高融资效率。循环购买消费贷 ABS 既有与其它动态型 ABS 相类似的特点，也有其自身独到之处，惠誉博华在本文中将以包括信用卡 ABS 在内的银行间市场动态型消费贷 ABS 为研究对象，对其风险特征进行观察和分析。

银行间市场动态型消费贷 ABS 的发行

动态型消费贷 ABS 已成主流产品

消费贷 ABS 在国内经历了七年的快速发展，已然成为国内金融机构，特别是消费金融公司的重要融资渠道。随着资产规模高速增长及发起机构不断扩容，2017 年银行间市场消费贷 ABS 迎来井喷式增长，单年发行规模高达约 1,500 亿元人民币，消费贷 ABS 中动态型交易发行规模占比亦明显提升。尽管近两年受新冠疫情冲击，居民消费表现疲软，消费贷增长受到明显抑制，导致消费贷 ABS 发行规模大幅下滑，但随着消费对中国经济增长的贡献愈发彰显，长期来看消费贷 ABS 的发行及循环结构的应用仍有广阔空间。

消费贷 ABS 发行情况

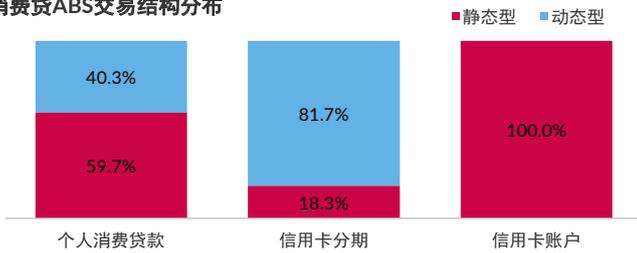


来源：CNABS、惠誉博华

基础资产久期是决定是否采用循环购买的主要因素

从细分产品来看，个人信用卡账户 ABS 全部采用循环购买结构，个人消费贷款 ABS 中动态型交易占比次高，59.7% 的产品采用了循环购买结构，而信用卡分期 ABS 中采用循环购买结构的仅占 18.3%。导致上述差异的主要原因是基础资产久期的不同，久期短的资产，更需要通过循环购买解决资产与证券之间期限错配的问题。信用卡账户 ABS 的基础资产中包含大量透支消费资产，其中大部分将在每月还款日之前被付清，因此信用卡账户类资产单月还款率很高。个人消费贷款 ABS 中，部分发起机构发放的消费贷款允许借款人在授信额度内随借随还而无需缴纳任何罚金，因此基础资产提前还款率较高，导致贷款久期也较短。信用卡分期资产，通常借款人提前还款时需缴纳罚金或需一次性支付所有剩余手续费，因此借款人早偿意愿低于前两类资产，资产久期相对较长。

消费贷ABS交易结构分布



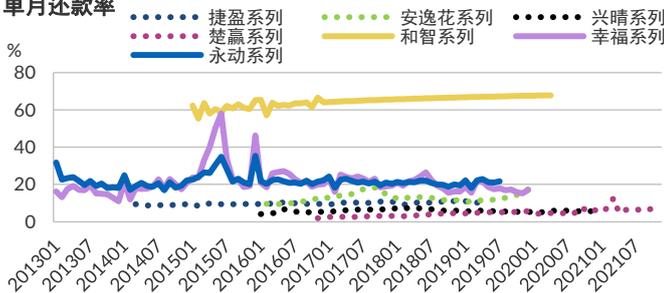
注：1.图数据仅包含截至2021年末所有国内银行间市场已发行的消费贷ABS。
2.图中占比为证券发行规模占比。
来源：CNABS、惠誉博华

消费贷 ABS 中循环购买结构特点

可设置更高的循环购买频率

因消费贷款产品定位差异，不同金融机构发放消费贷款可能展现出不同的贷款特征。其中，对于提前还款相关的条款设定，会直接影响了贷款单月还款率的水平。因此，相较于目前全部为按月持续购买的循环型车贷 ABS，较高的基础资产单月还款率¹为在消费贷证券化交易中能够安排更高频率的循环购买创造了条件。消费贷 ABS 中永动系列、幸福系列及和智系列在循环购买期间可以按日进行持续购买。根据历史数据显示，和智系列因基础资产包含刷卡消费资产，2017 年后的单月还款率已超过 60%，其它发起机构发放的消费贷款单月还款率长期在 20%左右波动，亦处于较高水平。

单月还款率



注：数据根据动态池历史数据整理。
来源：发行说明书，惠誉博华

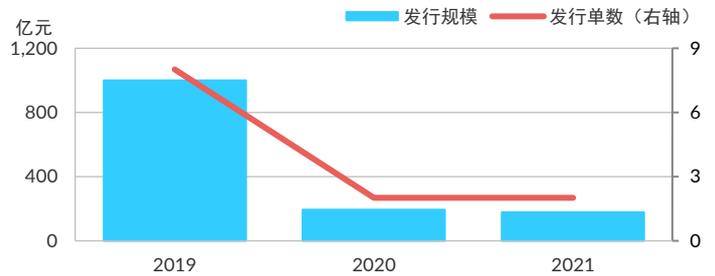
循环资产与循环购买相结合

自国内发行首单消费贷 ABS 起，国内银行发行的信用卡 ABS 基础资产都以账单分期、消费分期及现金分期等静态型资产为主，直至 2019 年，招商银行发行了首单以循环资产为标的“和智 2019 年第一期个人消费贷资产支持证券”，其基础资产是特定信用卡账户授信额度下包括刷卡消费、分期付款等在内的所有资产，持续购买期间信托将每天根据交易约定继续购买这些账户项下生成的新资产，形成循环资产与高频循环购买相结合的交易结构。

循环资产的使用在提高发起机构融资效率的同时，也进一步扩大了发起机构基础资产的选择范围。尽管近两年消费贷 ABS 整体发行量出现明显下滑，和智系列消费贷 ABS 每年发行单数也从 2019 年的 8 单减少至 2020 年与 2021 年的各 2 单，但和智系列对信用卡 ABS 产品上的创新引发了市场的热烈关注。预计在疫情影响消退后，或有更多银行对此类交易结构进行探索。

¹ 单月还款率=当月本金还款金额/期初未偿本金余额

和智系列信用卡ABS发行情况



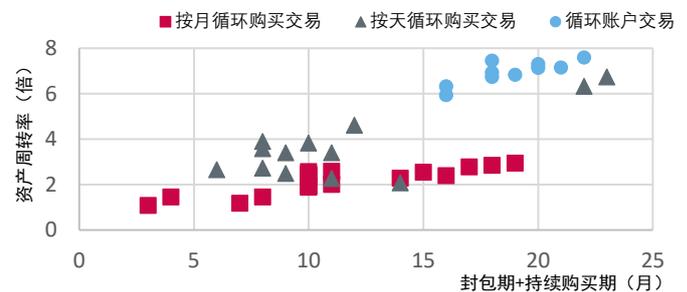
来源：CN-ABS，惠誉博华

消费贷 ABS 中循环购买结构的关注点

资产周转过程中超额利差对违约资产覆盖不足的风险

循环购买期间，信托账户内收到的资金将用于向发起机构购买新的资产，随着资产购买数量的增多，对于消费贷 ABS 而言有利于积累更多的超额利差，但与此同时，资产池实际的风险敞口亦将随之扩大，这意味着将可能产生比静态型交易更多的违约资产，因此，需要关注循环购买期内积累的超额利差是否能够弥补违约资产。

消费贷ABS持续购买期资产周转率

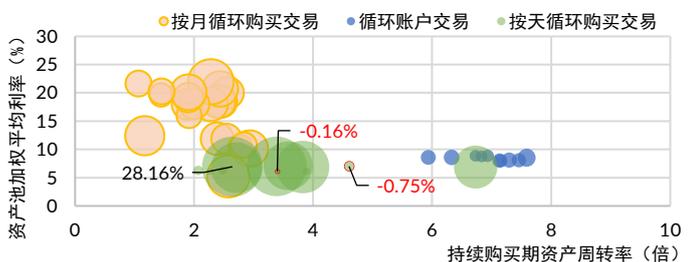


来源：发行文件、受托机构报告、惠誉博华

风险敞口的扩大程度可以用循环购买期间资产的周转率²进行衡量，并受多个因素影响，对于消费贷 ABS 而言，主要驱动因素包括交易封包期与循环购买期的总期限长度、循环购买频率、资产单月还款率及资产收益率。交易封包期与循环购买期越长、循环购买频率、资产单月还款率及资产收益率越高，则通常循环购买期间资产周转率便越高。截至 2021 年国内银行间债券市场发行的动态型消费贷 ABS 持续购买期均在两年以内，但资产周转率远高于动态型车贷 ABS（详见《循环购买交易风险分析与观察——车贷 ABS》），其中，由于循环账户交易和和智系列基础资产单月还款率很高，平均单月还款率超过 60%，且每天进行循环购买，因此资产周转率显著高于其他类型交易，最高达到 7.6 倍。永动及幸福系列，由于基础资产单月还款率亦处于较高水平，且循环购买频率为每个工作日均可购买，在封包期与持续购买期期限总和相同的条件下，资产周转率亦高于其他按月购买的非循环账户交易。

² 资产周转率=(初始起算日资产余额+循环购买总资产余额)/初始起算日资产余额

消费贷ABS持续购买期结束后超额抵押水平



注：气泡大小代表超额抵押水平的绝对值大小，超额抵押水平=（摊还期第一个计算日逾期天数小于90天的基础资产余额-摊还期第一个支付日证券余额）/初始起算日基础资产余额

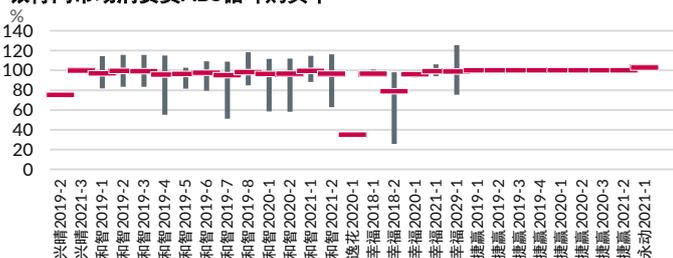
来源：发行文件、受托机构报告、惠誉博华

整体来看，账户循环交易及部分按天购买的交易资产周转率处于较高水平，而资产周转的过程同时加速了超额利差和违约资产的积累，其中超额利差的累积除受资产周转率的驱动外，亦受资产收益率的影响。惠誉博华通过观察持续购买期结束后摊还期第一个计算日超额抵押水平，衡量循环购买期间超额利差对违约资产的覆盖情况。目前已结束循环购买的交易中，大部分交易循环购买期间积累的超额利差能够弥补违约资产，在摊还期的首个支付日扣除违约资产本金余额后的超额抵押占初始起算日资产余额的比例最高为 28.16%，平均水平为 7.75%，但两单疫情后发行的按天循环购买的交易，受疫情影响，逾期及违约资产增加，拖累超额利差的累积，因此，未能在结束循环购买时覆盖违约资产，但缺口较小，分别占初始起算日未偿本金余额的 0.16% 及 0.75%，预计次级档证券仍能够为优先级证券提供充足的保护。

循环购买率低导致超额利差低于预期

若循环购买期内闲置资金未能被充分利用、购买的资产不足，将不利于累积超额利差，特别对于每月还款率较高的基础资产而言，极端情况下，可能导致资产池规模减小，最终优先级证券获得的信用支持被削弱。

银行间市场消费贷ABS循环购买率



注：图中灰色代表该交易各期循环购买率的大小范围，红色位置表示该交易截至2022年6月底各期循环购买率的均值。

来源：发行文件、受托机构报告、惠誉博华

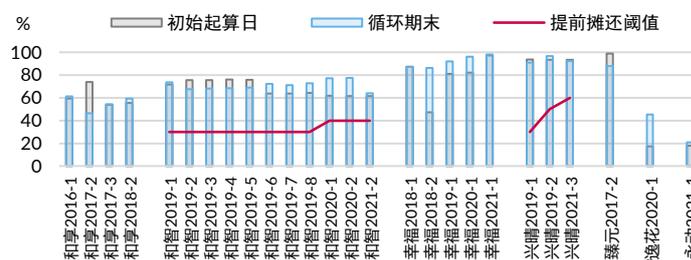
惠誉博华统计了截至 2021 年底银行间债券市场发行的动态型消费贷 ABS 在受托机构报告中披露的循环购买率，个别交易循环购买率存在较大波动，大部分交易循环期内的平均购买率接近 100%，少部分交易循环期内平均购买率较低，但这些交易循环期较短，未对交易产生实质影响。

循环购买引发的资产池构成及特征迁移

在循环购买的过程中，新购买资产的加入可能导致资产池中高风险资产占比上升，或使资产池整体特征较初始起算日发生偏离。中国的动态型消费贷 ABS 中，部分交易通过合格标准约束或提前摊还触发机制来管控该风险。

高信用评分的借款人占比：根据目前已发行的消费贷 ABS 披露的数据，相关发起机构的申请评分体系普遍较为完善，但并非所有动态型消费贷 ABS 都会在发行文件或受托报告中持续披露证券化交易基础资产的借款人评分构成。

信用评分最高的分组占比

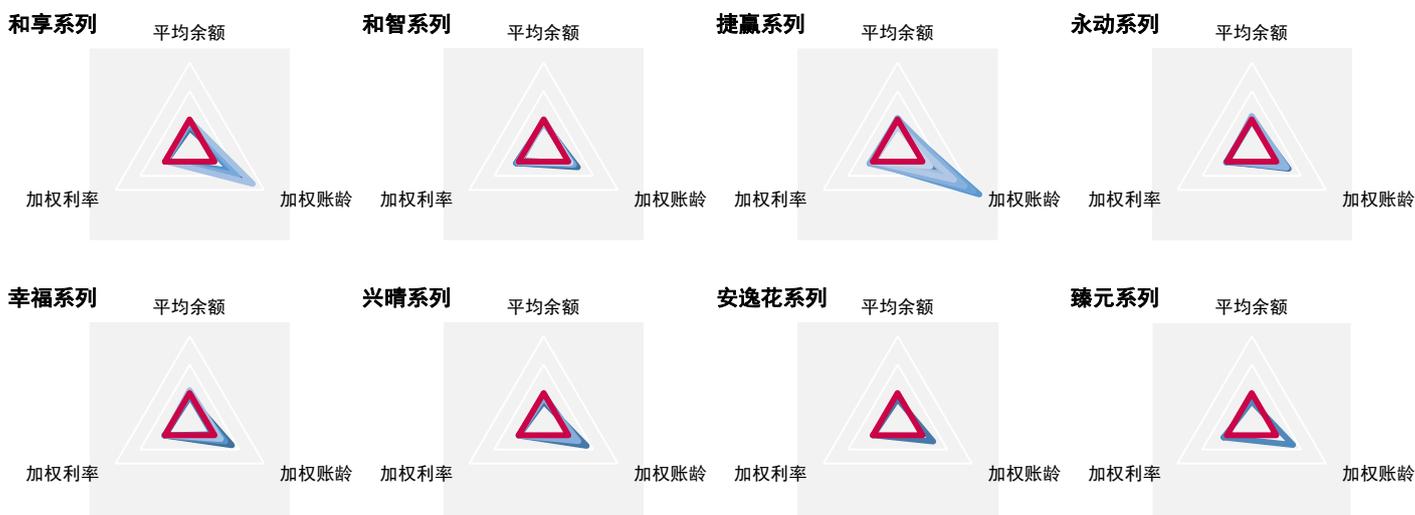


注：1. 和智系列交易的相关提前摊还触发条件为连续三个月第一组占比低于阈值。
2. 兴晴系列交易的相关提前摊还触发条件为任意一次购买的评分为A、B、C三组的占比低于阈值，上图为A、B、C组占比合计。
3. 部分交易发行说明书与受托报告披露的信用评分分组不一致，未纳入上述统计。
来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

在披露了基础资产借款人评分信息的交易中，从信用评分较高的分组占比来看，早期发行的交易存在持续购买终止时评分较高的分组占比低于初始起算日的情况，但两者的差距较为有限，且近期交易未观察到此类情况。除此之外，和智以及兴晴系列交易还将信用评分相关指标引入提前摊还触发机制中，以缓释交易在持续购买过程中借款人资质恶化带来的风险。从实际运行结果看，和智以及兴晴系列交易因此触发提前摊还事件的风险非常小。

地区及用途分布：全国性的商业银行及消费金融公司发行的消费贷 ABS 通常有较好的地区分散性，而区域性商业银行发行的交易基础资产往往集中于邻近的省市。在用途方面，不同系列的交易大多集中在装修、耐用消费品和手机数码几个领域。从目前有限的公开数据看，无论初始起算日资产池的地区分散情况和主要用途如何，持续购买终止时其在上述维度分布上的变化都很不显著。

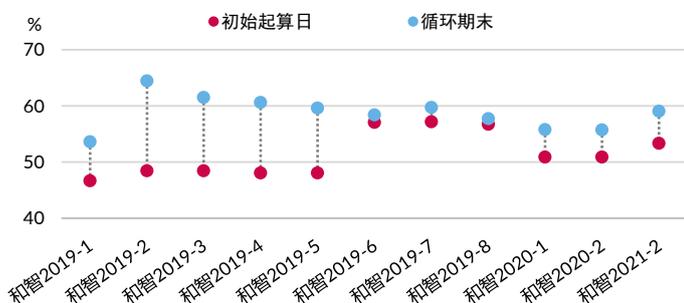
基础资产加权平均特征的变化：除上述资产构成的变化外，惠誉博华还考察了截至 2022 年 8 月末结束持续购买的消费贷 ABS 交易其他资产池特征的变化情况。惠誉博华将各交易循环购买期结束时的基础资产特征与初始起算日基础资产特征进行比较，发现除账龄显著增长这样的自然变化外，各交易的基础资产加权特征较初始起算日的变化都有限。因此惠誉博华认为目前的循环型消费贷 ABS 基础资产特征迁移水平不会对交易造成负面影响。



注：1. 上图中红色三角形代表项目初始起算日资产特征，蓝色三角形代表持续购买终止日月末资产特征。
 2. 各项资产特征指标均按项目标准化，具体方式为该特征值除以同一项目初始起算日的同一特征值。
 3. 和智系列的加权账龄为分期类资产的加权账龄。
 来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

信用卡账户循环的资产类型变化：银行间市场中以信用卡账户为基础资产的交易目前仅有和智系列。与其他类型的消费贷 ABS 不同的是，和智系列交易在持续购买中，应当优先购买基础资产中已经存在的账户中产生的新债权。这样的约定带来的好处是，在持续购期内基础资产的借款人将被限定在相对确定的范围内，从而使基础资产的借款人相关特征保持稳定。而另一方面，借款人的信贷及还款行为变化也可能对基础资产构成产生影响，进而可能导致基础资产信用水平或收益情况的变化。当借款人流动性良好时，可能倾向于及时全额支付信用卡账单，并减少消费分期的使用，这将导致基础资产违约率的降低，但同时也将使其收益水平下降，反之亦然。由于信用卡刷卡消费资产被偿还和借款人进行新的分期或透支，和智系列交易循环期末生息资产占比会高于初始起算日，但加权平均收益率变化较小，并距合格标准中约定的基础资产收益水平下限有较大边际。

和智系列分期资产及透支生息资产合计占比



来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

循环购买风险的缓释措施

通常交易文件中会设置合格标准及相应的触发机制对循环购买引入的风险进行缓释，相关条款和触发机制的严格程度，决定了其是否能够有效缓释风险，从而对证券的信用质量产生影响。

合格标准

循环购买交易的合格标准除应与静态型交易一样，对单笔资产（包括初始资产及循环购买资产）进行限制外，还应就新购买资产的风险特征进行约束，从而使得资产池风险特征在循环购买期间保持平稳。根据惠誉博华对国内银行间债券市场已发行的动态型消费贷 ABS 发行文件的整理，常见关键约束指标包括：

- 新购买资产加权平均利率水平下限；
- 新购买资产加权平均合同期限上限；
- 新购买资产加权平均剩余期限上限；
- 新购买资产单一地区占比上限；
- 新购买资产借款人所属行业占比上限；
- 新购买资产较高内部信用评分的借款人占比下限。

根据惠誉博华统计，大部分交易都对利率及期限进行了限制，仅部分交易在合格标准中对借款人内部评分及借款人地区和所属行业集中度进行了限制。整体来看，合格标准的严格程度仍有改善空间。

加速清偿事件及提前摊还触发事件

除通过合格标准对循环购买的资产进行约束外，交易通常还会在提前摊还触发事件或加速清偿事件中设置相关的触发条件。

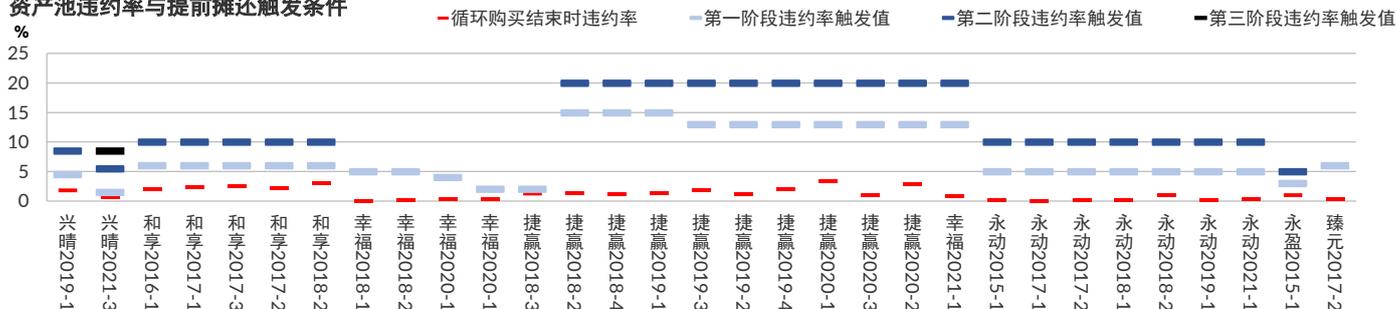
与资产表现相关的触发机制：为防止循环购买的过程中资产质量不断恶化，从而导致证券信用质量受损，交易通常在加速清偿事件或提前摊还触发事件中设置以基础资产累计违约率/损失率及逾期率为触发指标的事件。当资产质量恶化到一定程度时，将触发

相关事件，终止循环购买。这些条件越严格，相关触发条件即越容易被触发，则对证券信用质量的保护程度越高。

根据惠誉博华统计，目前国内银行间债券市场发行的动态型消费贷 ABS 产品，全部使用累计违约率作为触发指标。部分循环购买期超过一年的交易，会针对不同时间段设置不同的触发值，现有

交易结束循环购买时的累计违约率与阈值距离较大，一方面是由于基础资产表现较为良好，但另一方面也体现了部分交易触发阈值设置偏高。此外，对资产质量的监测而言，累计违约率是相对滞后的指标，若在累计违约率的基础上补充逾期率作为触发指标，将能为交易提供更及时的保护。

资产池违约率与提前摊还触发条件



注：上图仅包含循环期超过3个月，且在2022年6月末结束循环购买的动态型消费贷ABS产品。
来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

循环购买期间资金使用效率：目前现有循环购买期超过1期的交易都对循环购买率或循环购买后剩余资金占上一期末资产余额的比例进行了限制，当循环购买率较低导致闲置资金过多，或发生多次未进行循环购买行为时，交易将提前结束循环购买，提前进入摊还期，以防交易闲置资金过多从而导致资产池收益下降。目前，尚未有交易出现因循环购买不足而提前进入摊还期的情况发生。

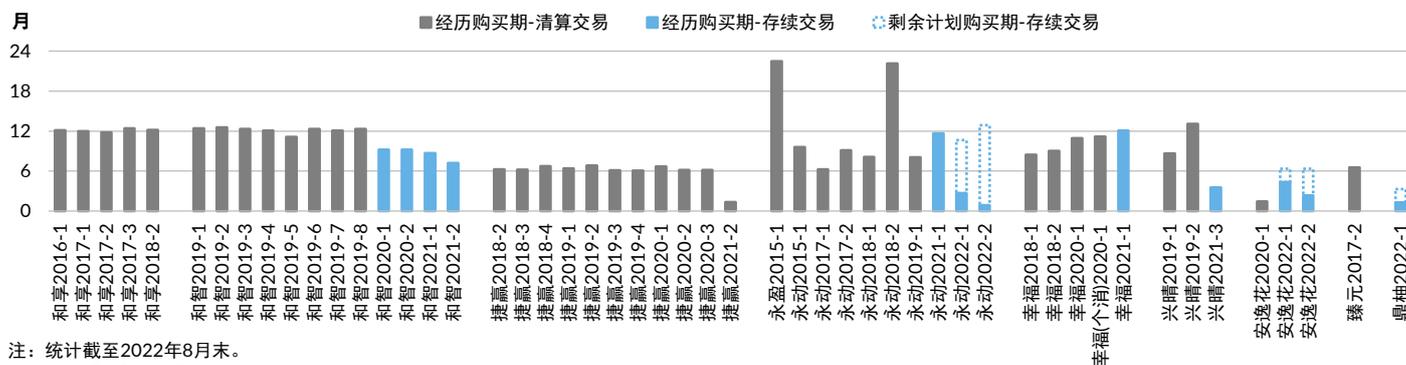
其他触发机制：和智系列，由于是动态型资产，因此交易还约定了以资产池实际加权平均资产收益率水平和高内部信用评级持卡

人占比为条件的触发机制，从而保证循环购买期间的资产池收益水平及借款人信用水平。

证券兑付情况

截至2022年8月末，银行间市场已发行的51笔的循环型消费贷ABS均兑付正常，其中39笔交易已经清算完毕，存续的12笔交易中有7笔已经结束循环购买进入摊还期，5笔仍在循环购买过程中。所有交易均未触发提前摊还事件，也未发生其他对交易运行产生重大影响的事项。

银行间循环消费贷ABS持续购买期



注：统计截至2022年8月末。
来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

基础资产逾期表现

银行间消费贷ABS的基础资产为狭义的信用类消费贷款，这类资产的信用质量较房贷和车贷明显偏弱，因此静态型消费贷ABS累计违约率已经显示出偏高的水平。在此基础上，虽然循环购买并未使基础资产信用特征向不利方向发展，但由于消费贷的期限通常较短，带来的高资产周转率叠加较高的静态累计违约率基数，使得大部分动态型消费贷ABS累计违约率增长更快。永动和幸福系列交易因累计违约率披露口径与其他交易差异较大，因此不具可比性。

从和享、捷赢以及兴晴系列交易累计违约表现看，同一发起机构发行的动态型交易累计违约率略高于其静态型交易的同期表现。

相应地，同系列中动态型交易次级证券占比也普遍高于静态型交易。

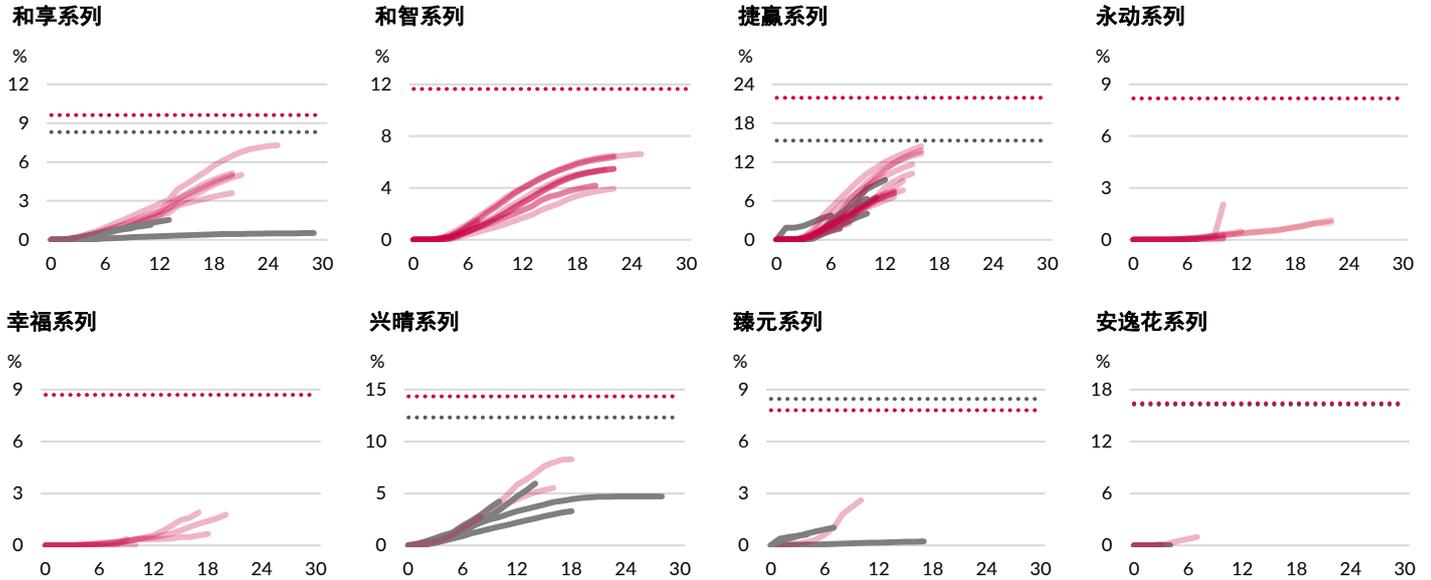
由于资产周转带来的违约沉淀效应，循环交易对基础资产的恶化更为敏感。和智系列账户循环交易自2019年开始发行，其间经历宏观经济承压、信用卡市场风险暴露，和智系列交易的次级占比也从最初的10%上升至近期接近14%的水平，显著高于早期发行的和享系列。

虽然持续购买并未导致消费贷ABS基础资产信用特征显著偏离初始起算日，但这类资产的静态累计违约率本身处于较高水平，且周转速度快，因而导致违约沉淀效应显著，循环购买机制可能为交易引入额外风险，从而使优先级证券需要更高的增信支持。从

多数交易的证券结构看，循环购买机制显然是驱动次级证券占比提高的重要因素。惠誉博华认为，目前中国的循环型消费贷 ABS 总体违约水平较高，但优先级证券仍有足够的信用支持。惠誉博

华将持续关注银行间市场循环消费贷 ABS 交易的资产表现及证券偿付情况。

部分消费贷ABS累计违约率及次级证券占比均值



- 注：1. 横轴为表现期，单位为月。
 2. 红色曲线为循环交易累计违约率，红色虚线为循环交易次级证券占比均值，灰色曲线为同系列静态交易累计违约率，灰色虚线为静态交易次级证券占比均值。
 3. 永动系列中包含永盈2015-1，臻元系列中包含臻鑫2019-1。
 4. 为提高交易间可比性，捷赢、兴晴及安逸花系列循环型交易的累计违约率计算口径调整为：所有违约贷款违约时本金余额之和/初始起算日基础资产本金余额。
 5. 永动及幸福系列循环型交易由于披露口径原因无法调整，其累计违约率计算口径为A/B，其中A为该时点所有违约贷款本金余额之和，B在运营期内为该时点所在收款期间期初资产池余额，B在摊还期内为信托运营期最后一日的资产池余额。
 来源：发行说明书、受托报告、惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。