

中美信用卡 ABS 对比

中美信用卡 ABS 对比

信用卡贷款是中美两国住户部门重要的债务类型之一，但中美信用卡市场在各自国内个人信贷市场中的相对定位存在差异。中国信用卡市场的客群或更多地向资质较好的客户倾斜，而美国信用卡市场的客群渗透率则更高，同时客群平均信用资质也更为下沉。

美国信用卡 ABS 市场规模大幅高于中国信用卡 ABS 市场，同时两个市场基础资产在逾期率、回收率、收益率、还款率等方面差异显著。

相较于中国信用卡 ABS 的主流交易结构，美国信用卡 ABS 的交易结构更显复杂，特别是其中的层级概念、持续发行机制，以及循环与摊还的设置。从平均水平来看，美国银行信用卡 ABS 的 A 级证券所获信用增级略低于中国信用卡账户 ABS，但略高于中国信用卡分期 ABS。

相关研究

2024 年银行间信贷资产证券化展望

银行间市场消费贷 ABS 指数报告 2023Q4

银行间市场个贷 ABS 超额利差报告 2023Q4

中美车贷 ABS 对比

分析师

王欢

+8610 5663 3812

huan.wang@fitchbohua.com

傅绪林

+8610 5663 3817

xulin.fu@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+8610 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

信用卡市场概览

美国的信用卡市场开启自上世纪 50 年代，截至 2023 年末市场存量规模约 1.1 万亿美元，人均持有信用卡账户 1.8 个。中国的信用卡市场起步相对较晚，但进入 2010 后发展迅猛，实际上市场规模自 2017 年已反超美国。从住户部门债务结构来看，信用卡贷款在中国住户部门债务中的占比高于美国，但二者在扣除房贷的住户部门债务中占比相似，均在 20% 左右。

中美信用卡市场对比

中国	美国
8.6万亿元	1.1万亿美元
信用卡贷款余额	信用卡贷款余额
9.8%	6.5%
信用卡贷款余额 住户部门债务占比	信用卡贷款余额 住户部门债务占比
38.3%	23.6%
授信使用率	授信使用率
0.6个	1.8个
人均持卡数	人均持卡数
1.1万元	0.2万美元
卡户均贷款余额	卡户均贷款余额
15.8%	5.6%
人均贷款余额 占人均年收入的比例	人均贷款余额 占人均年收入的比例
1.1% 逾期180+	4.2% 核销率
逾期率/核销率	逾期率/核销率

注：中国数据截至2023年三季度末；美国数据截至2023年末；美国市场核销率仅指银行信用卡核销率。
来源：中国人民银行、Federal Reserve Bank、Consumer Financial Protection Bureau、惠誉博华

除了市场规模的差异外，相较于中国信用卡市场，美国信用卡市场还具有如下特征：

- 人均持卡数更多；
- 人均贷款余额更高，但与人均年收入的比例更低；
- 信用卡贷款的逾期/核销率较高。

综合来看，上述特征可能反映了中美信用卡市场在各自国内个人信贷市场中的相对定位存在差异。中国信用卡市场的客群或更多地向资质较好的客户倾斜，而美国信用卡市场的客群渗透率则更高，同时客群平均信用资质也更为下沉，实际上美国持有信用卡的成年人占比超过 70%。

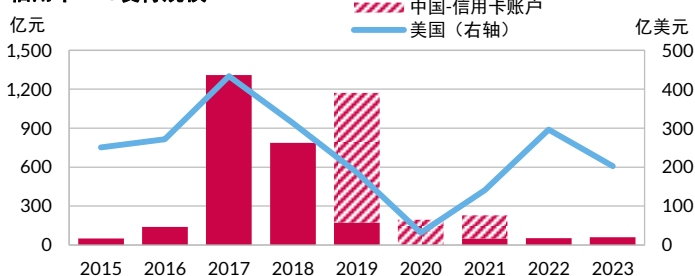
信用卡 ABS 市场概览

中国的信用卡 ABS 交易依基础资产类型的不同，可划分为两类：

- **信用卡分期 ABS：**以信用卡分期贷款为基础资产；
- **信用卡账户 ABS：**以信用卡账户项下全部应偿款为基础资产。

信用卡分期 ABS 在 2017 年曾出现发行高峰，但此后伴随信用卡贷款规模增速的回落，发行量显著减少。2019 年招商银行发起了中国首单信用卡账户 ABS，并在随后两年均有新增发行。2022 至 2023 年，受制于信用卡贷款规模增长乏力，信用卡 ABS 发行寥寥，均仅有 2 单。值得注意的是，2023 年中信银行分别注册了 300 亿的信用卡账户 ABS 发行额度和 250 亿的消费贷 ABS（含信用卡分期 ABS）发行额度。在消费市场持续回暖的背景下，中国的信用卡贷款规模有望企稳回升，并助推信用卡 ABS 的发行。

信用卡ABS发行规模



来源：SIFMA、CNABS、惠誉博华

美国的首单信用卡ABS发行于1987年，此后在上世纪90年代初，银行因迫于释放表内资本并拓宽融资渠道，而纷纷加入信用卡ABS市场。金融危机后，美国财务会计准则委员会（FASB）出台新规，银行需对信用卡ABS的特殊目的载体进行合并，但鉴于融资渠道多样化的需要以及高评级带来的融资成本优势，仍有多家信用卡主流发卡行持续发行信用卡ABS。2023年美国信用卡ABS发行量约200亿美元。

美国信用卡ABS全部为信用卡账户ABS，但与中国不同的是，美国可以发行信用卡的机构不局限于银行，因此美国信用卡ABS市场通常将发行人类型作为划分标准。具体而言，美国信用卡ABS一般可划分为两类：

- **银行信用卡ABS（Bankcard ABS）**：以银行发行且接入信用卡组织的通用信用卡相关账户为资产池的ABS；
- **私标信用卡ABS（Private Label Card ABS）**：以商家与银行合作发行且用途受限的信用卡相关账户为资产池的ABS。

银行信用卡在美国信用卡市场中占据绝大多数，其存量规模大致是私标信用卡的10倍。这也进一步传递至ABS市场，银行信用卡ABS是美国信用卡ABS市场中最主要的产品类型。

资产表现

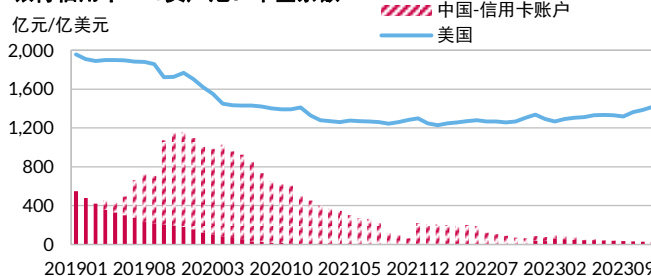
由于中国信用卡ABS的基础资产不涉及类似美国的私标信用卡，因此在对中美信用卡ABS资产表现进行比较时，仅考察美国的银行信用卡ABS，具体样本见附录¹。此外，鉴于基础资产类型的差异，中国市场有必要区分信用卡分期ABS和信用卡账户ABS。

规模

美国银行信用卡ABS市场单个资产池的入池信用卡账户数可达一千万个以上，户均余额与全市场的水平一致，约2,000美元，整体来看，底层资产规模远大于中国信用卡ABS市场。但与中国市场不同的是，由于采用了持续发行的交易结构（见下文），美国信用卡ABS市场的存量证券规模比入池资产规模小得多，占比低于50%。

受新冠疫情的影响，美国信用卡市场存量规模在2020年萎缩了近12%，信用卡ABS市场底层资产规模也应声而下，此后趋于稳定。截至2023年末，美国银行信用卡ABS市场中8家主流发行人的入池资产本金余额合计约1,400亿美元，相当于美国信用卡市场贷款存量规模的八分之一。除本金部分外，美国银行信用卡ABS的底层资产中还包括少量的信用卡应偿息费，约为本金规模的2%。

银行信用卡ABS资产池：本金余额



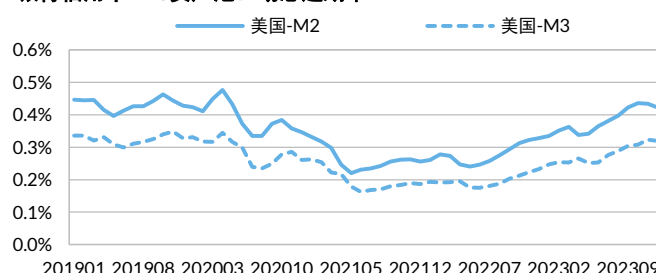
来源：SEC、受托报告、惠誉博华

中国信用卡ABS资产池存量规模在2019年末达到峰值，之后伴随发行量的减少而缓慢萎缩。样本量较少也导致资产池表现波动较大，特别是信用卡分期ABS。在度量中国信用卡ABS资产表现时，剔除了样本量过少的区间以及首个归集期。

逾期率

得益于美国政府为应对新冠疫情推出的各类救济政策，例如针对低收入人群的补助、贷款延期还款政策等，美国银行信用卡ABS资产池动态逾期率在2020年有所降低，并在2021年基本保持平稳。但自2022年起，高利率带来的融资成本上升以及高通胀带来的生活成本上涨，都对借款人的还款能力造成了负面影响，截至2023年末，美国银行信用卡ABS的M2（逾期31-60天）逾期率和M3（逾期61-90天）逾期率分别为0.4%和0.3%。

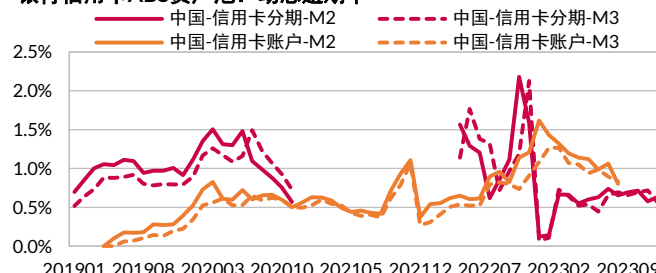
银行信用卡ABS资产池：动态逾期率



来源：SEC、惠誉博华

受限于样本量的规模较小，中国信用卡ABS资产池逾期率波动较大，且可能与整个信用卡市场表现存在差异。具体来看，信用卡账户ABS在循环期结束后，会因资产池规模快速衰减而导致逾期率自然升高。信用卡分期资产的逾期率高于信用卡账户，但二者M2向M3的转移率都较高。

银行信用卡ABS资产池：动态逾期率



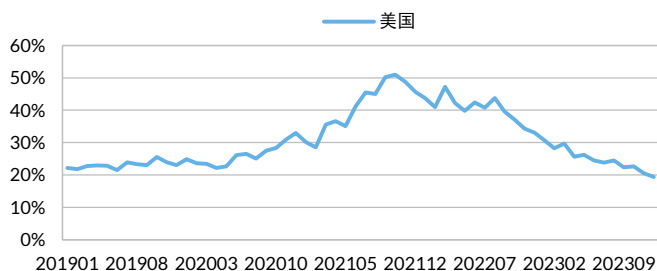
来源：受托报告、惠誉博华

¹ FNMNT在2021年10月至2023年4月之间的数据通过线性插值估计得到。

回收率

美国银行信用卡贷款在 2020 年至 2021 年逾期率的良好表现，进一步传导至新增违约率的下行，与此同时，新冠疫情的一系列救济政策也使得困境借款人的收入有所恢复。两方面因素共同作用下，美国银行信用卡 ABS 资产池的当月回收金额与新增违约金额的比例大幅攀升，此后持续震荡下跌。

银行信用卡ABS资产池：当月回收/新增违约



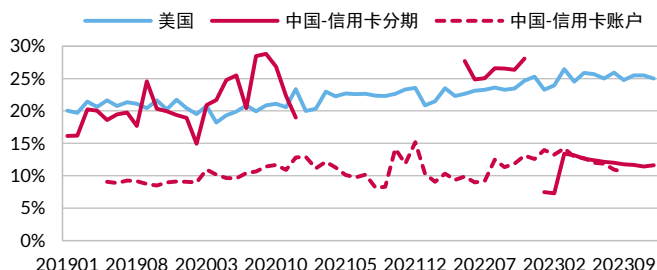
上图的历史平均水平可近似看作美国银行信用卡违约资产的平均累计回收率。由于中国信用卡 ABS 市场数据有限，相同指标不具备参考价值。但中国发展迅速的信用卡不良资产证券化（NPAS）市场能够为此提供有益参考。数据显示，中国信用卡 NPAS 市场资产池 3 年累积回收率在 20% 左右。

补充说明的是，美国市场普遍采用逾期 180 天以上作为认定贷款核销（Charge-off）以及 ABS 交易违约资产的标准。中国信用卡 NPAS 市场资产池初始起算日的平均账龄大概也在半年左右。

收益率

美国银行信用卡的收益主要来自于持卡人支付的利息，占据总收益近六成。美国银行信用卡利率一般以优质贷款利率（Prime Loan Rate）为定价基准，其中优质贷款利率一般高于联邦基金利率（Federal Funds Rate）3 个百分点，因此美国银行信用卡利率会随市场利率的波动而波动。而在定价基准之上的加点幅度主要取决于持卡人的信用评级，银行向次级（Subprime）客户制定的利率可能比超优（Superprime）客户高出 8 个百分点。从平均水平来看，美国银行信用卡利率在 25% 左右，但伴随市场加息，近两年有显著上涨的趋势。除利息外，美国银行信用卡收益的第二大来源为向商户收取的交易费（Interchange），剩余部分为信用卡年费的其他费用。

银行信用卡ABS资产池：收益率



样本数据显示，过去五年间，美国银行信用卡 ABS 资产池年化总收益率在 20% 至 25% 之间波动，其中 2022 年伴随市场利率上行出现了明显涨幅。相较而言，中国信用卡账户 ABS 资产池收益率明显更低，仅 10% 左右；信用卡分期资产的平均收益水平则较高，

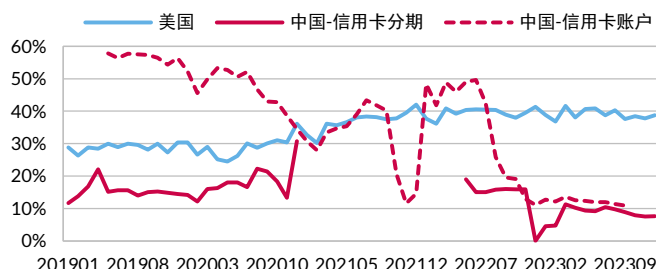
但不同交易间差异很大，且 2023 年发行的交易的资产收益率出现了较大幅度下行。

还款率

资产池月还款率，即当月本金回收款占当月初资产池规模的比例，是信用卡 ABS 资产池的关键特征之一。还款率的高低将直接影响证券的摊还速度，特别是在提前摊还事件发生之后。

美国市场中，不同信用评分的持卡人在还款率方面差异显著，超优客户的平均还款率接近 100%，而次级客户则不及 20%。整体来看，美国银行信用卡 ABS 资产池本金月还款率在 30% 至 40% 之间，其中 2020 年至 2021 年出现了明显上涨，反映了新冠疫情发生之后，居民更为谨慎的用卡行为。

银行信用卡ABS资产池：本金月还款率



中国市场中，信用卡账户 ABS 资产池本金月还款率在 50% 左右，间接反映了中国信用卡市场中交易型持卡人的比例高于美国。由于信用卡分期 ABS 资产池平均合同期限集中于 1 至 2 年，导致其本金月还款率明显更低，仅 10% 至 20%。需要注意的是，信用卡账户 ABS 进入摊还期后，随着交易型账户的快速退出，剩余资产主要为分期贷款，因此还款率也向分期资产趋同。

交易结构

中国信用卡分期 ABS 的交易结构与其他主流信贷 ABS 产品并无实质差异，其中部分交易可能会采用持续购买结构，而信用卡账户 ABS 的特点主要体现在资产端。相较而言，美国信用卡 ABS 的交易结构则更显复杂。

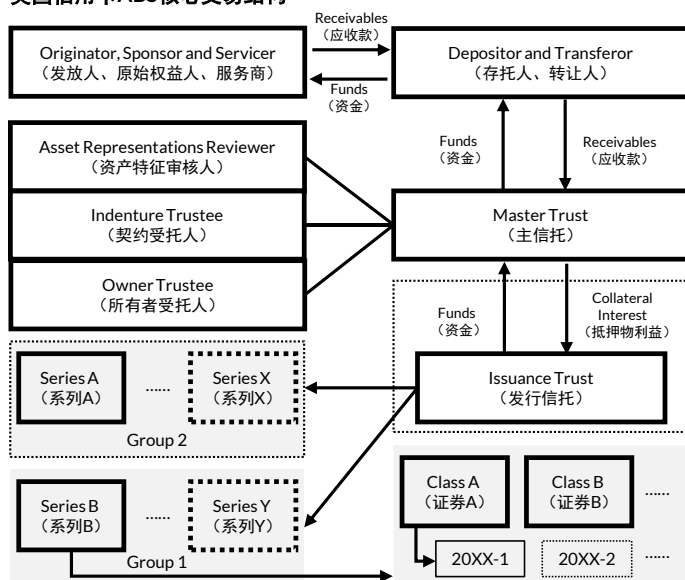
核心结构

美国信用卡 ABS 的原始权益人（Sponsor）为商业银行，其作为发放人（Originator）将持有的特定一批信用卡账户作为资产池，出售于其全资设立的专营资产证券化业务的子公司，该子公司作为存托人（Depositor）及转让人（Transferor）再将资产池出售于主信托（Master Trust），即特殊目的信托（SPV）。主信托可直接充当发行人（Issuing Entity）以受托资产为支持发行资产支持证券，也可进一步将受托资产的相关权益，即抵押物利益（Collateral Interest）转让于发行信托（Issuance Trust），并由该发行信托充当资产支持证券的发行人。同时，原始权益人或其关联机构将充当交易的服务商（Servicer）。

美国信用卡 ABS 交易结构通常涉及两个受托人，即所有者受托人（Owner Trustee）和契约受托人（Indenture Trustee），其中所有者受托人主要负责信托的设立，而契约受托人则将代表证券持有人的利益行使更多权利，如管理发行人账户、在违约事件发生后采取补救措施。资产特征审核人（Asset Representations

Reviewer) 一般将在特定情景下, 对逾期贷款是否满足入池资产合格标准进行核查, 例如资产池严重拖欠率超过阈值且接到契约受托人的通知。需要注意的是, ABS 发行前对基础资产合规性的审查不是由资产特征审核人进行, 而是由存托人负责。

美国信用卡ABS核心交易结构



注: 虚线框内为可选结构。
来源: SEC、惠誉博华

层级概念

美国信用卡 ABS 交易结构中涉及四个依次包含的证券层级概念, 由大至小分别为组 (Group)、系列 (Series)、级 (Class)、档 (Tranche)。理解这四个层级概念有助于理解美国信用卡 ABS 交易现金流的偿付机制以及证券端的持续发行机制。

- **组:** 组的划分依据为证券的利率类型, 因此同一发行人项下可能会设置两个组, 即固定利率组和浮动利率组; 同一系列项下的证券一般采用相同的利率类型, 因此一个系列只可能归入一个组; 同一组项下的不同系列能够分享资产池本息回收款。具体而言: (1) 依占资产池的比例, 分配于某个系列的资产池利息回收款超过该系列当期应偿付的证券利息及服务费用, 并抵补核销本金及补充所需储备金后仍有剩余, 则可用于同组其他系列相关项目的偿付, 如仍有剩余则返还转让人; (2) 依占资产池的比例, 分配于某个系列的资产池本金回收款超过该系列当期所需偿付的证券本金规模, 则可用于偿付同组其他系列的证券本金, 如仍有剩余则返还转让人。
- **系列:** 同一系列包括多级证券, 劣后级证券为优先级证券提供信用支持。
- **级:** 同一级证券可包括多个档, 不同档的发行时间可能不同; 通常只有最优先级证券, 即 A 级证券公开发行, 并拥有 AAA 的国际评级。
- **档:** 最小维度的证券概念, 以 3 年期证券为主。

持续发行

美国信用卡 ABS 采用的主信托/发行信托结构, 使得发行人能够基于同一信托持续发行证券, 而不并为每次发行成立新的信托。这种持续发行结构既与中国 ABS 市场的主流结构不同, 同时在美国 ABS 市场也是较为独特的存在。它不仅具有一般资产端循环结构的优势, 例如解决资产与证券的期限错配, 还大幅简化了证券的发行流程。具体而言, 美国信用卡 ABS 有两类持续发行方式, 同一发行人通常只选择采用其中一种:

- **发行新的系列:** 一次发行一个系列, 其中包括多级证券;
- **发行新的档:** 在现存系列的 A 级证券项下发行新的档。

需要注意的是, 发行人在每次发行新的证券之前, 必须由现存受评证券的评级机构确认本次发行不会对现存受评证券的评级造成负面影响。

循环与摊还

通常在美国信用卡 ABS 交易中, 正常类资产的本金还款被记作本金回收款, 其余的资产池资金流入被记作利息回收款 (Finance Charge Income)。利息回收款在整个证券存续期内的分配规则基本保持不变, 但本金回收款的使用方式则依交易当前所处期间的不同而不同。

- **循环期:** 在循环期内, 资产池每月的本金回收款将被用于购买指定账户新产生的应收款。通常循环期预计到期日被规定为证券预计到期日之前 12 个月, 随后交易将进入控制累积期 (Controlled Accumulation Period) 或控制摊还期 (Controlled Amortization Period)。但服务商可以选择延长循环期, 即压缩控制累积期或控制摊还期, 只要其认为资产池回款充裕, 能够确保证券到期全额偿付。实际上, 循环期往往持续至证券预计到期日前 1 个月, 这主要是因为前文所述的同组本金回收款共享机制, 实质上实现了以整个组所分配的本金回收款支持某个证券的到期偿付。
- **控制累积期/控制摊还期:** 对于某个系列而言, 控制累积期与控制摊还期只会择其一设置, 其始于循环期结束时, 终于证券预计到期日, 一般初始设定为 12 个月, 但可能因循环期的延长而缩短。在控制累积期内, 资产池本金回收款将被存入特定账户, 直至金额足以覆盖待偿付的优先级证券。在控制摊还期内, 待偿付的优先级证券金额将被平摊到每个月, 并由当期资产池本金回收款兑付。

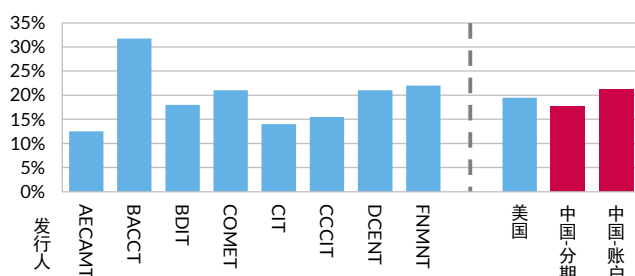
与中国和美国其他采用循环结构的 ABS 产品类似, 美国信用卡 ABS 也会设置一系列的提前摊还触发事件, 当该等事件发生时, 交易随即进入摊还期。值得注意的是, 美国信用卡 ABS 的提前摊还事件主要覆盖交易对手风险、法律风险、操作风险, 而与直接反映资产表现的定量指标并不多。其中主要关注的指标是超额利差, 因为资产质量下降往往会体现为超额利差的下降, 较为常见的是判断超额利差的三个月移动平均值是否小于 0。相较而言, 中国信用卡 ABS 提前摊还触发事件中常见的资产表现定量监控指标可能包括: 资产池累计违约率、资产池平均收益率、资产池借款人信用评分分布、闲置资金比例。

分层结构

同其他资产证券化产品一致，中美信用卡 ABS 均采用了证券分层结构，劣后级证券为优先级证券提供信用支持。由于美国信用卡 ABS 通常仅 A 级证券公开发行且拥有评级，因此本文仅对比中美信用卡 ABS 最优先级证券所获信用增级的情况。需要注意的是，美国信用卡 ABS 一个发行人所持有的资产池同时支持着数支证券，资产池回收款在不同证券间需按比例分配，因此在计算某支证券所获信用增级时，不可直接使用整个资产池的规模。

美国同一信用卡 ABS 发行人所发行的 A 级证券有相同的信用增级水平，但不同发行人之间差异较大。从平均水平来看，美国银行信用卡 ABS 的 A 级证券所获信用增级为 19.5%，略低于中国信用卡账户 ABS，但略高于中国信用卡分期 ABS。

美国银行信用卡ABS：A级证券信用增级



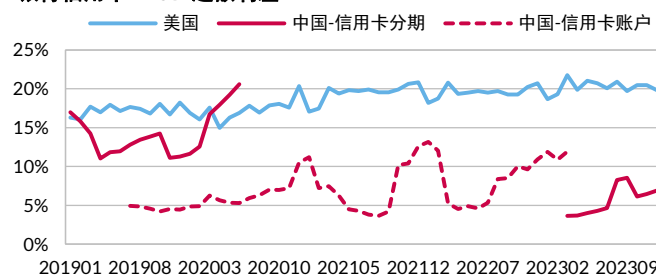
注：统计样本为2019年至2023年发行的交易。
来源：SEC、CNABS、惠誉博华

超额利差²

美国信用卡 ABS 交易普遍设置了基准率（Base Rate）的概念，简化来看，基准率=当期证券加权平均利率+当期服务费率。用前文所述资产池收益率扣减基准率，即可得到可比的中国信用卡 ABS 超额利差。

过去五年间，美国银行信用卡 ABS 超额利差水平在 15%至 20%区间波动，显著高于中国信用卡账户 ABS，与 2020 年上半年及之前的中国信用卡分期 ABS 平均表现相似。

银行信用卡ABS：超额利差



来源：SEC、受托报告、惠誉博华

对于中国信用卡 ABS，超额利差在证券摊还期内通常将直接用于偿付优先级证券本金，从而为优先级证券提供了额外的信用支持。对于美国信用卡 ABS，超额利差通常作为监控资产表现的指标，而非信用支持的主要来源，具体而言，超额利差可用于抵补违约资产，但除非发生特定资产恶化事件外，剩余资金一般将返还转让人。

² 本节中的超额利差指运行净利差；对于中国信用卡 ABS，具体定义见《银行间市场个贷 ABS 超额利差 2023Q4》；对于美国信用卡 ABS，超额利差=收益率-基准率，基准率定义见下文。

附录：美国银行信用卡 ABS 主要发行人

序号	发行人全称	发行人简称	所属银行
1	American Express Credit Account Master Trust	AECAMT	American Express National Bank
2	BA Credit Card Trust	BACCT	Bank of America
3	Barclays Dryrock Issuance Trust	BDIT	Barclays Bank Delaware
4	Capital One Multi-asset Execution Trust	COMET	Capital One Bank
5	Chase Issuance Trust	CIT	JPMorgan Chase Bank
6	Citibank Credit Card Issuance Trust	CCCIT	Citibank
7	Discover Card Execution Note Trust	DCENT	Discover Bank
8	First National Master Note Trust	FNMNT	First National Bank of Omaha

来源：SEC、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。