

2019 年银行间企业贷款证券化回顾与展望

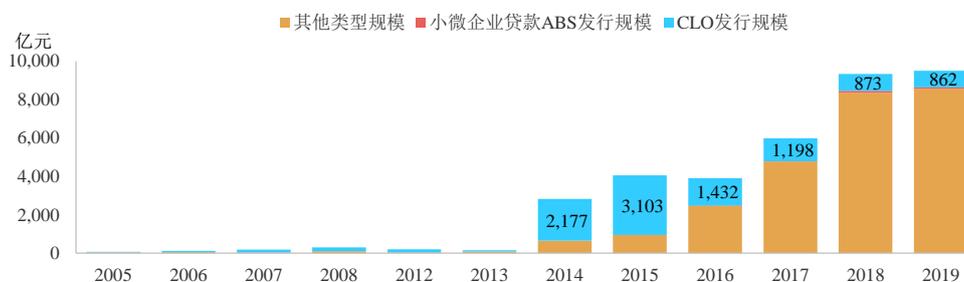
2020 年 3 月

企业贷款证券化包含对公企业贷款证券化（CLO）和小微企业贷款 ABS，是银行间信贷资产证券化市场的重要产品。自信贷资产证券化（信贷 ABS）2014 年开始快速发展后，CLO 的发行规模迅速增长并成为该市场最主要的证券化产品，CLO 的发起机构广泛包括政策性银行、国有银行、股份制商业银行、城商及农商行。2016 年及之前 CLO 发行规模为银行间证券化市场第一位，其后随着银行间证券化市场的产品重心向 RMBS 等零售类贷款 ABS 转移，CLO 发行规模及占比呈现逐年下降趋势。

2019 年信贷 ABS 整体发行微增，CLO 发行规模占比继续下滑

2019 年信贷 ABS 产品发行 180 单，发行规模 9433.36 亿元，发行规模较 2018 年微增 1.2%。其中，CLO 发行单数及规模略有下降，分别为 17 单和 796.77 亿元，发行规模较 2018 年下降约 8.7%；小微企业贷款 ABS 发行 4 单，发行规模 94.80 亿元，占全市场总发行规模的 1% 与 2018 年占比相近。

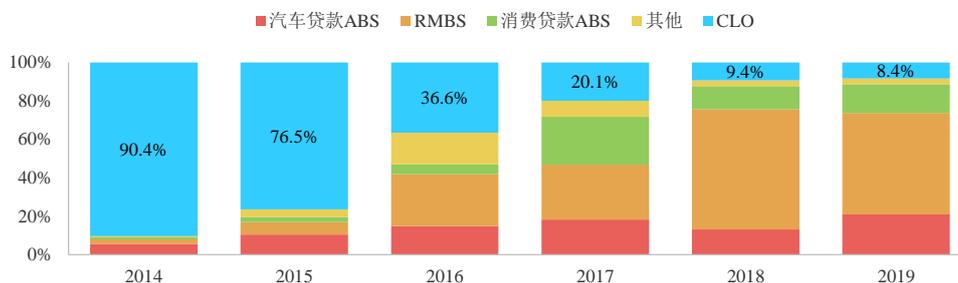
历年信贷 ABS 发行规模



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

从当年发行占比来看，2019 年 CLO 占银行间证券化市场发行规模的 8.4%，排在产品份额的第四位。2016 年及之前，CLO 在银行间证券化市场发行占比位列第一，由于零售类贷款 ABS 具有入池贷款分散度高和同质性强的显著优势，受到当前市场参与者普遍青睐，后续各年 RMBS、消费贷款 ABS 和汽车贷款 ABS 的市场发行份额相继超越 CLO，银行间证券化市场形成了目前以零售类贷款 ABS 为主的市场格局。

2014-2019 CLO 发行规模占比



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

联系人

郑飞 +86 10 5663 3816
fei.zheng@fitchbohua.com

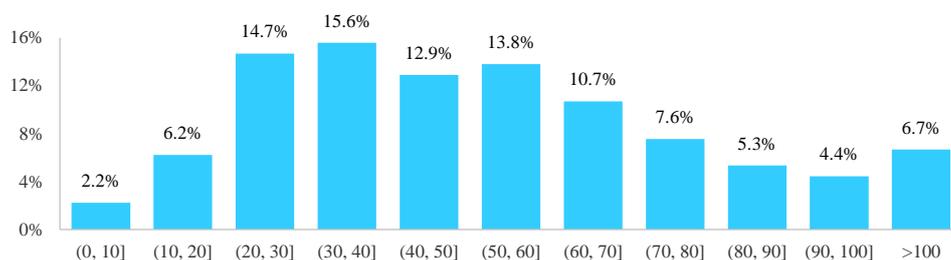
孙佳平 +86 10 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

入池贷款的集中度特征及近年变化

CLO 的入池资产为金融机构发放的对公企业贷款，相较于以金融机构发放的个人贷款作为基础资产的零售类贷款 ABS 而言，具有入池资产少、分散度低的特点，入池贷款的集中度分析是 CLO 资产信用分析的重点之一。

2014~2019 期间，银行间证券化市场发行 CLO 产品的入池贷款笔数主要集中在 20~60 区间，其中入池贷款超过 100 笔的占比仅为 6.7%，相较于同市场零售类贷款 ABS 以万计的入池贷款数量，CLO 产品的贷款集中度相对较高。统计期间，借款人贷款金额占比情况稳定，前 5 占比和前 10 占比分别约为 41% 和 63%，银行间证券化市场 CLO 的借款人集中度也相对较高。若借款人高集中同时叠加资产池现金流分布不均匀，那么少量借款人的还款情况变动容易造成证券兑付的尾端风险。

2014~2019 入池贷款个数分布



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

借款人贷款金额占比



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

行业分布方面，银行间证券化市场 CLO 入池贷款行业覆盖比较广泛，根据国标一级划分标准，制造业占比 24.4%，明显高于其他行业。位列 2~5 的行业占比在 10% 左右，其中位列第 2 的行业为租赁和商务服务业，该行业主要指商务服务业，相关企业通常具有较高信用水平，位列第 3 的行业为电力、热力、燃气及水生产和供应业，此类企业的日常经营承担重要的社会职能，通常具有稳定的现金流或较高的信用水平。房地产业在统计期间的占比不高，此前房地产贷款作为银行间资产证券化的入池贷款一直受到限制，占比仅为 3.0%，近年在房地产行业持续调控的背景下，预计房地产贷款整体对 CLO 后续表现的直接影响有限。

具体到 CLO 的行业集中度情况，行业占比在 2014~2019 统计期间基本稳定，前 3 行业平均占比在 50% 左右，最大行业平均占比约为 24%。因此，占比较高单一行业的景气度有可能会对中国 CLO 的运行表现产生较大影响，例如在本次新型冠状病毒肺炎（COVID-19）疫情期间，部分行业会受到疫情的冲击较为严重。

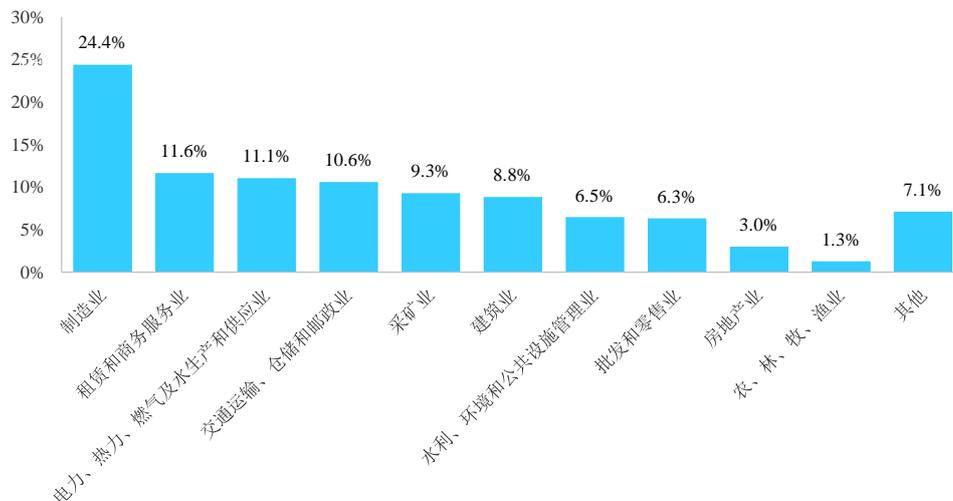
相关研究:

《惠誉博华资产证券化市场运行报告 2019Q4》

《中国小微企业贷款资产证券化稳步发展》

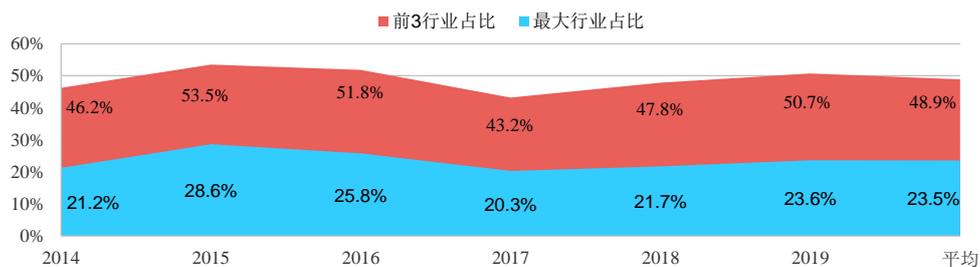
《新型冠状病毒肺炎疫情对中国工商企业的影响》

2014~2019借款人行业分布



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

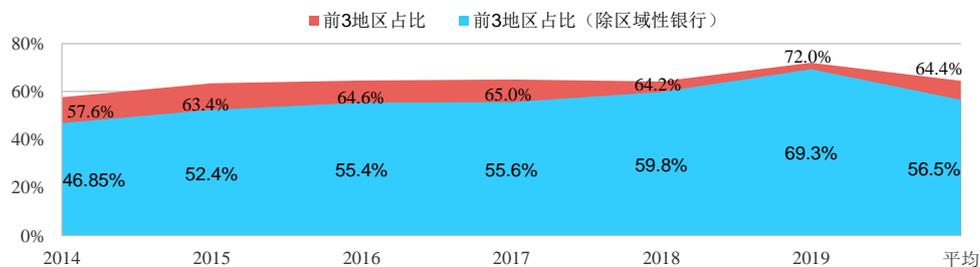
行业占比



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

2014~2019 统计期间, 地区分布(省份)呈现高集中度并有上升趋势, 2019 年新发行 CLO 资产池前 3 地区占比超过 70%为历年最高水平, 即使在剔除掉区域性银行所发行 CLO 集中度高的影响后, 情况依然不变。目前, 占比排位靠前的地区主要为经济发达地区, 例如广东、北京及江苏等, 在近年国内经济增速整体放缓的情况下, 各地区经济增速及经济结构呈现更大差异性, 高地区集中度会使得 CLO 产品容易受到单一地区经济环境变动的影响。

地区占比



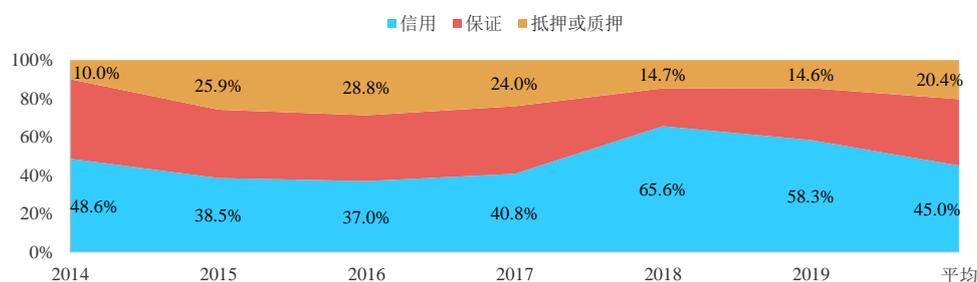
数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

入池贷款中信用类贷款占比升高，抵质押类贷款占比下降

2014~2019 统计期间，入池贷款中的信用类贷款占比升高，抵质押类贷款占比下降，保证类贷款占比基本稳定。信用类贷款、保证类贷款及抵质押类贷款平均占比分别约为 45%、35%和 20%。银行间信贷资产证券化对入池贷款的筛选标准相对严格，入池贷款借款人的信用资质较好，以纯信用方式发放的贷款入池较多。2016 年以来，随着 CLO 发行下降，发起人逐渐更多地集中在国有银行及全国性股份制银行，此类发起人在入池优质借款人方面更具有优势，因此信用类贷款占比有所上升。

信用类贷款借款人通常具有更高的信用水平，但是相较于保证类、抵质押类贷款在违约后缺少更多明确的还款来源，贷款偿还更容易受到单一主体突发信用事件的影响。2018 年和 2019 年所发行 CLO 产品，入池贷款中信用类贷款占比分别为 65.6%和 58.3%，在当前存量项目中占比很大，并且信用类贷款具有贷款额高的特点。在当前 COVID-19 疫情下，部分行业和企业受到较大影响，经营及现金流不确定性增大，CLO 参与机构应更加关注入池贷款中的部分疫情敏感行业 and 企业的还款能力及流动性情况。

担保方式变化



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

CLO 二级市场换手率近三年稳定在 20%水平

中国资产证券化的二级市场流动性依然偏低，未来证券化的良性发展尚需更高流动性的支持。银行间信贷 ABS 产品标准化程度较高，其二级市场流动性略高于交易所 ABS，2019 年换手率达到 33%，其中 CLO 换手率为 23%，近三年基本稳定，低于基础资产同质性更高的零售类贷款 ABS。2019 年 10 月，《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》发布，明确了银行间信贷 ABS、ABN 和交易所 ABS 为标准化债权，预计未来中国资产证券化的流动性将进一步改善。

随着更多国内外投资者的参与，信贷 ABS 整体二级市场交易规模呈现上升趋势，2019 年交易额超过四千亿元人民币，但 CLO 仅占其 4.7%，交易规模占比逐年下降明显。

二级市场流动性



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

注: 换手率 = 二级市场成交额 / [(年初存量+年末存量) / 2]

CLO 运行表现及增信水平情况

截至 2020 年 2 月末，CLO 产品尚未出现证券违约事件。历史项目中 9 单产品出现过底层贷款违约，共计 15 笔贷款，相关证券均已清偿完毕或违约贷款已结清，目前不存在违约贷款风险敞口。在违约贷款处置方面，非诉讼类处置（含催收、协议、仲裁等）为主要方式，且处置效率十分高效，处置过程通常在一个收款期间（3 个月）内完成，采用诉讼处置方式的贷款仅 3 笔，各 CLO 资产池历史最高累计违约率为 2.99%。

CLO 违约贷款处置方式



数据来源：受托机构报告，惠誉博华整理

不同于零售类贷款 ABS，零售类贷款 ABS 资产池分散度高、同质性强，单一借款人的表现一般不能影响证券兑付，其资产池累计违约率可以作为未来入池资产质量变化最直观和有效的判断依据。CLO 产品因为资产池分散度相对低，容易受到单一或少量借款人还款行为的影响，因此目前的违约数据仅能作为参考，对预测未来各 CLO 产品表现的作用十分有限。CLO 运行期间，投资者及参与机构需要更多关注入池资产的性质变化及资产质量变化可能性，并需结合具体的现金流分布情况判断。

惠誉博华使用增信水平¹（CE 值）持续观测银行间信贷 ABS 的增信情况及变化，2019 年银行间证券化市场整体增信水平良好，CLO 优先级证券内部信用支持均有所增强。最新银行间证券化市场信贷 ABS 存续证券增信水平及变化情况请参见《惠誉博华资产证券化市场运行报告 2019Q4》。

小微企业贷款证券化发行量小，未来增长可期

银行间小微企业贷款 ABS 产品 2015 年首次发行，截至 2019 年末，累计发行 12 单，市场占比很小。2018 年 10 月，交易商协会发布的《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018）》中明确了小微企业贷款 ABS 基础资产的定义及最低分散度，提高了政策的可操作性。《指引》还要求发起机构根据基础资产的不同类型提供历史数据，便于企业贷款与个人经营性贷款混包发行时基础资产分析工作的开展。

从目前发行的产品看，小微企业贷款 ABS 资产池分散度均符合《指引》中借款人单户授信不超过 500 万元的要求，资产池分散度良好，入池贷款笔数方面，2 单项目的入池贷款多于一万笔，3 单项目的入池贷款笔数少于一千笔，其余项目介于二者之间。

已发行的小微企业贷款 ABS 中浙沪粤苏四地合计覆盖了 90% 以上的基础资产，这主要由发起机构的地区属性决定，浙沪粤苏是中国民营经济和小微企业最为活跃的几个地区。行业分布方面，小微企业贷款 ABS 基础资产绝大多数来自批发和零售业以及制造业，其中前者在基础资产中占比约为 44%，后者约为 21%，批发和零售业以及制造业是中国小微企业贷款最为集中的行业。小微企业贷款 ABS 入池贷款在地区和行业分布方面与中国金融机构小微企业贷款一致性很高，入池贷款具有代表性。

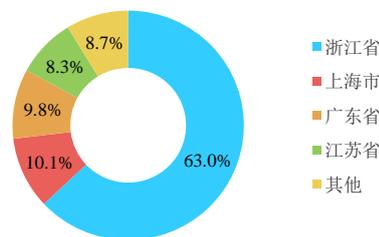
《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018）》

中国银行间证券化市场交易商协会

- 本指引所称小微企业贷款包含小型企业贷款、微型企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款
- 借款人单户授信不超过 500 万，或单一借款人入池贷款合同金额在资产池贷款合同金额中的占比不超过 1/1000
- 要求提取的历史数据贷款类型与拟入池资产池的贷款类型保持一致，若资产池含多种类型贷款，则分开提取对应的历史数据贷款情况

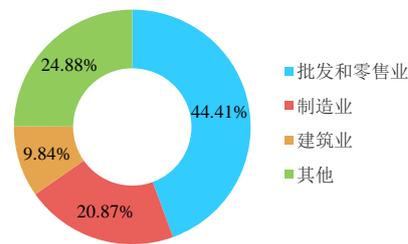
资料来源：交易商协会，惠誉博华整理

小微企业贷款 ABS 地区分布



数据来源：CNABS，惠誉博华整理

小微企业贷款 ABS 行业分布

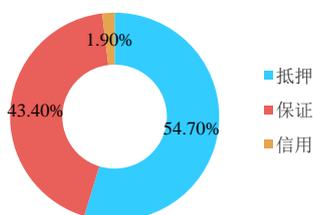


数据来源：CNABS，惠誉博华整理

¹ 增信水平=1-优先/劣后顺序等同或优先于该证券的证券本金余额/(资产池未偿本金余额+流动性储备账户余额-逾期 90 天以上资产本金余额)

已发行的小微企业贷款 ABS 入池贷款的担保方与中国人民银行相应统计数据基本一致，入池贷款以抵押类贷款为主，占比接近 55%，信用类贷款占比在 2% 左右。与 CLO 的入池贷款类型占比情况不同，在对小微企业贷款 ABS 的信用风险考量过程中，抵质押物的影响更应该给予重视。

小微企业贷款ABS担保方式分布



数据来源: CNABS, 惠誉博华整理

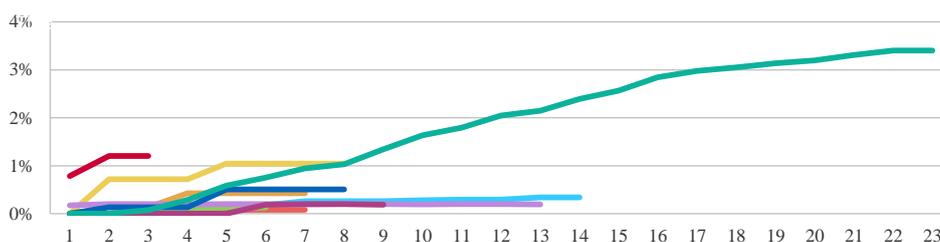
单户授信500万元以下小微企业贷款担保方式



数据来源: 中国人民银行

根据已发行的小微企业贷款 ABS 基础资产表现，其累计违约率与处于同一表现期的消费贷 ABS 基础资产累计违约率大致处于同一水平，由于样本量偏少，对小微企业贷款 ABS 违约表现的观察尚需时间和发行量的支持。

小微企业贷款ABS累计违约率



数据来源: 受托机构报告, 惠誉博华整理

《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》

银保监会

- “两增”总体考核目标：单户授信总额 1000 万元及以下小微企业贷款较年初增速不低于各项贷款较年初增速，有贷款余额的户数不低于年初水平。
- “两控”总体考核目标：力争将普惠型小微企业贷款不良率控制在不高于各项贷款不良率 3 个百分点以内；继续将普惠型小微企业贷款利率保持在合理水平。

资料来源: 中国政府网, 惠誉博华整理

小微企业是国民经济发展不可缺少的组成部分，为经济增长和居民就业提供了重要支持。根据中国人民银行及银保监会统计，中国中小微企业占中国企业数量的 90% 以上，贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇劳动就业。但由于目前宏观经济不确定因素与经济结构转型等因素叠加，小微企业的融资难、融资贵问题受到广泛关注。小微企业所在的行业和地区分散，经营水平和偿债能力差异较大，加之其融资需求频繁但额度较低，银行信贷的管理成本相对较高，进而推高了其融资难度。这一问题的改善不仅依赖于银行提高其业务水平，也需要引入相应的政策及市场工具。

2018 年中国人民银行通过定向降准三次增加支小再贷款和再贴现支持额度共计 4000 亿元。2019 年 3 月，银保监会发布了《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》，从普惠型小微企业贷款（单户授信总额 1000 万元及以下小微企业贷款）的信贷投放、成本管理和风险控制三个方面出发，提出了“两增两控”考核要求。同年 4 月，国务院政策例行吹风会上，中国人民银行提出确保 2019 年实现五家国有大型商业银行小微企业贷款余额同比增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本降低 1 个百分点的目标。5 月，中国人民银行宣布实施“三档两优”的存款准备金率新框架，释放长期资金约 3000 亿元全部用于发放小微企业和民营企业贷款。7 月，中国人民银行公布增加支小再贷款额度 500 亿元，重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放，引导降低社会融资成本。

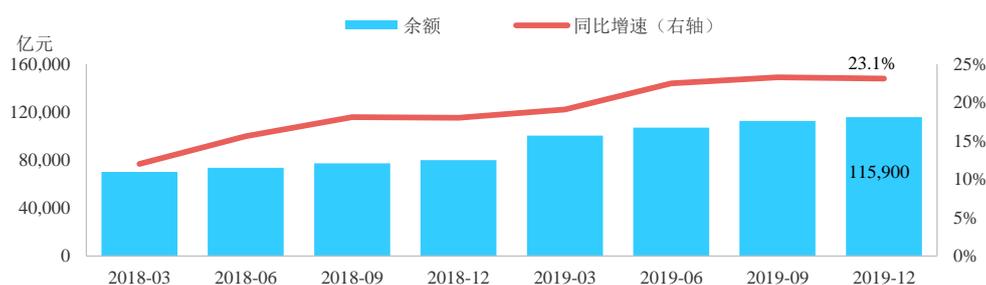
COVID-19 疫情爆发后，2020 年 2 月 25 日，国务院常务会议提出中国人民银行将展开第二次再贷款、再贴现，投放额度为 8500 亿元，扶持中小微企业等实体企业复工。今年 3 月 1 日，五部门联合发布了《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》，指出对于受困的中小微企业，给予一定期限的临时性延期还本付息安排。

近三年金融支持小微企业部分政策

发文时间	文件制度	文号
2020年3月	银保监会 人民银行 发展改革委 工业和信息化部 财政部 关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知	银保监发 [2020]6号
2019年3月	银保监会办公厅 关于2019年进一步提升小微企业金融服务质效的通知	银保监办发 [2019]48号
2019年1月	财政部 国家税务总局 关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知	财税 [2019]13号
2018年12月	中国人民银行 关于调整普惠金融定向降准有关考核标准的通知	银发 [2018]351号
2018年11月	中国人民银行货币政策司 关于进一步完善信贷政策支持再贷款政策的通知	银货政 [2018]18号
2018年10月	中国人民银行 关于加大支小再贷款再贴现支持力度引导金融机构增加小微企业和民营企业信贷投放的通知	银发 [2018]259号
2018年10月	财政部 工业和信息化部 关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知	财建 [2018]547号
2018年9月	财政部 国家税务总局 关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知	财税 [2018]91号
2018年6月	中国人民银行 银保监会 中国证监会 国家发展改革委 财政部 关于进一步深化小微企业金融服务的意见	银发 [2018]162号
2018年6月	中国人民银行办公厅 关于加大再贷款再贴现支持力度引导金融机构增加小微企业信贷投放的通知	银办发 [2018]110号
2018年2月	中国银监会办公厅 关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知	银监办发 [2018]29号

资料来源：各机构网站，惠誉博华整理

普惠型小微企业贷款



数据来源: Wind, 惠誉博华整理

注：普惠型小微企业贷款指单户授信总额1000万元以下贷款。

中国政府及监管机构对小微企业贷款的政策支持力度不断加大，特别是在 COVID-19 疫情期间及疫情结束后的一段时间，预计中国政府将会继续出台针对小微企业的支持政策，尤其是政府给予再贷款贴息后，小微企业负担的贷款利率有下降空间，但小微企业贷款的违约风险又天然高于大型企业，所以适合作为基础资产发行证券化产品供不同偏好投资者选择，实现对小微企业的金融支持及在不同类型机构间的风险分散。目前，中国小微企业贷款 ABS 尚处于起步阶段，随着小微企业贷款政策支持力度的不断加大，小微企业贷款 ABS 未来有较大发展空间。对于小微企业贷款 ABS 的更多深入分析请参见惠誉博华 2019 年 9 月发布的研究报告《中国小微企业贷款资产证券化稳步发展》。

LPR 定价机制改革及对 CLO 的影响

2019 年 8 月 17 日，中国人民银行发布[15 号]公告，宣布将完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，并要求各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价。2019 年 12 月 28 日，中国人民银行发布[30 号]公告，宣布自 2020 年 1 月 1 日起各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同；且自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户协商，将其利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准，或转化成固定利率。上述转换原则上不得晚于 2020 年 8 月 31 日前完成。

LPR 定价机制改革预计会对未来新发行及存量信贷 ABS 产生影响，不同类型产品的影响程度会有所不同。预计未来一段时间后，新发行信贷 ABS 资产端和证券端若涉及浮动利率，那么均应采用相同期限品种的 LPR 作为基准，考虑到 CLO 产品入池贷款账龄对贷款信用评价影响较小，预计 2020 年新发行 CLO 产品将最先大比例呈现浮动利率在资产端和证券端的 LPR 定价。例如，2019 年 9 月，银行间债券市场首单以 LPR 为基准定价的浮动利率 CLO 产品成功发行，该产品为兴银 2019 年第四期信贷资产支持证券，其资产端和证券端利率均为以 LPR 为基准定价的浮动利率。资产端，90% 以上的贷款采用浮动利率，基准利率为贷款发放日发布的一年期 LPR；证券端，优先 A 档和优先 B 档发行利率以一年期 LPR 为基准，分别下调 100BP 和 50BP。

存量 CLO 入池贷款浮动利率转化方面，根据中国人民银行规定，企业贷款可由借贷双方按市场化原则协商确定具体转换条款，包括参考 LPR 的期限品种、加点数值、重定价周期、重定价日等，或转为固定利率。企业贷款相较个人住房贷款在转换方面的约束小，与大量的个人类贷款可以让借款人通过网络自主完成转换不同，企业贷款能够实现银行和企业之间对贷款转换事项的逐一敲定，因此企业贷款在转换过程中的变化空间更大。截至 2020 年 2 月末，优先级证券尚未兑付完毕的存量 CLO 和小微企业贷款 ABS 分别为 22 单和 4 单，其贷款入池时涉及浮动利率的项目分别为 22 单和 1 单。理论上这些项目均有可能受到 LPR 机制调整的影响，但预计 LPR 机制调整不会对贷款的信用风险产生直接影响，考虑到当前市场利率处于下行区间，存量项目资产池的早偿率在本次 LPR 机制调整下很可能会有所上升，另外，LPR 为每月报价，相较以往以贷款基准利率作为基准，后期基础资产利率波动性上升，未来因资产端和证券端的利率类型错配而带来的不确定性更容易被放大。

COVID-19 疫情影响

根据惠誉博华前期对工商企业受到的疫情影响分析，预计 COVID-19 疫情对中国经济的影响力度大于 2003 年重症急性呼吸综合症（SARS）。与 2003 年中国同时享受人口红利、加入 WTO 红利、外部发展环境平稳良好不同，目前上述红利效应已经或者正在消退，经济正处于从高速增长到高质量发展的重大转型期，GDP 增速回落，经济总量巨大，对突发疫情的抗击可能需要付出更多的经济代价。2003 年中国大陆的 SARS 疫情主要集中于广东与北京，COVID-19 疫情则广泛肆虐于湖北、广东、浙江、河南、湖南、安徽、江西、江苏、重庆等省市，区域内中小微企业与民营企业密集，疫情对此类经济主体的生存与发展带来了一定挑战。惠誉博华预计若 COVID-19 疫情持续，则其对中国工商企业的影响将呈现分阶段扩散。详情请参见惠誉博华 2020 年 2 月发布的特别评论《[新型冠状病毒肺炎疫情对中国工商企业的影响](#)》。

截至 2020 年 2 月末，优先级证券尚未兑付完毕的存量 CLO 和小微企业贷款 ABS 分别为 22 单和 4 单，整体优先级证券的存续量不大，入池贷款在湖北省有一定分布，例如 2019 年新发行 CLO 的初始入池贷款占比中，湖北省占比位列第四。小微企业贷款 ABS 入池贷款均为 500 万元以下的小微企业贷款，产品后续运行状况容易受到本次疫情冲击。

展望

在中国经济发展转型及当前 COVID-19 疫情背景下，金融支持实体经济，尤其是小微企业将得到前所未有的信贷支持。资产证券化作为盘活存量资产、调整信贷结构的有力工具将迎来发展机遇，CLO 和小微企业贷款 ABS 近年发行和二级市场交易呈现萎缩的情况或将有所改变。2019 年银行间证券化市场整体增信水平良好，CLO 和小微企业贷款 ABS 优先级证券内部信用支持均有所增强，CLO 不存在存续违约贷款风险敞口，小微企业贷款 ABS 资产池分散性良好，2020 年存量 CLO 和小微企业贷款 ABS 具有稳定运行的基础，但 COVID-19 疫情将产生一定冲击，需要密切关注。

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；本报告不对市场价值的合理性、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。

*中国在岸市场信用评级业务筹备工作进行中，正待监管机构批准。