

逆周期政策加持下的2020

2020年信用风险展望系列报告

>>> 金融机构与资产证券化篇

发布于东方信用论坛

系列 ④
金融机构
与资产证券化篇

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于 2005 年，注册资本为 1.25 亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以 20 多家分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

编委会

编委会主任委员：金永授

编委会委员：金永授 裴永刚 刚 猛 程春曙 俞春江 徐承远 郭永刚
莫 琛 王 青 朱 林 张佳丽 高 路 苏 莉 张子范
吴婷婷 张博源 谢延松

主编：俞春江

撰稿：（按姓氏拼音排序）

边 沁 曹洋洋 曹源源 常 征 楚 芸 丛晓莉 杜梅一 范新悦
冯 琳 葛新景 谷建伟 郭妍芳 郭哲彪 何 冲 何 阳 贺 畅
侯艳华 贾秋慧 蒋玉琴 金炫杰 康 敏 劳梦妃 李柯莹 李 茜
李 倩 李晓娜 李 燕 刘将云 刘伟岸 刘怡雯 龙 文 卢宏亮
鲁金飞 罗 修 马丽雅 梅 佳 任志娟 汪 晴 王佳丽 王璐璐
王 青 王 伟 王文华 谢 瑞 谢笑也 邢岳飞 熊晓梦依 杨伟彤
于丽峰 张晨曦 张 伟 张 岳 赵 迪 赵一统 赵怡畅 周丽君

责任编辑：李瑞雪 姜雪宁 崔 蕾

美编：何 星

序言

为更好地服务于发行人和投资人，秉承“锐意创新、极致服务”的品牌理念，响应投资人和发行人新需求，东方金诚围绕“逆周期政策加持下的 2020”主题，精编 2020 年信用风险展望报告，以飨读者。

报告聚焦市场关注的信用风险特征与趋势、不同行业的风险展望及违约常态化下的信用风险管理等，为发行人和投资人捕捉信用风险新变化，提供独立、专业信用服务。

报告由四个系列组成，按照研究主题，分别为：系列 1- 宏观与债市篇，系列 2- 产业债篇，系列 3- 地方政府与公用事业篇，系列 4- 金融机构与资产证券化篇等四册。

扫描封底二维码，关注东方金诚官方微信，可获取各册报告电子版。

东方金诚国际信用评估有限公司

总目录

系列 1：宏观与债市篇

- 2020 年宏观经济展望
- 2020 年债券市场展望
- 2020 年大类资产配置展望
- 2020 年信用债违约回顾与展望
- 2020 年熊猫债市场展望
- 2020 年中资企业境外融资展望及策略建议

系列 2：产业债篇

- 2020 年房地产行业信用风险回顾与展望
- 2020 年建筑行业信用风险回顾与展望
- 2020 年煤炭行业信用风险回顾与展望
- 2020 年钢铁行业信用风险展望
- 2020 年有色金属行业信用风险回顾与展望
- 2020 年汽车制造行业信用风险展望
- 2020 年工程机械行业信用风险展望
- 2020 年重型机械行业信用风险展望
- 2020 年炼油行业信用风险展望
- 2020 年化纤行业信用风险展望
- 2020 年零售行业信用风险回顾与展望
- 2020 年家用电器行业信用风险展望
- 2020 年出版行业信用风险回顾与展望

系列 3：地方政府与公用事业篇

- 2020 年我国地方政府债券信用风险回顾与展望
- 2020 年城投行业信用风险展望
- 2020 年高速公路行业信用风险回顾与展望
- 2020 年机场行业信用风险回顾与展望
- 2020 年港口行业信用风险回顾与展望
- 2020 年火电行业信用风险回顾与展望

系列 4：金融机构与资产证券化篇

- 2020 年商业银行信用风险回顾与展望
- 2020 年证券行业信用风险展望
- 2020 年人身险行业信用风险回顾与展望
- 2020 年债券担保机构信用风险展望
- 2020 年我国 RMBS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国融资租赁 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国应收账款和供应链 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国不动产 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 NPLS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 CLO 信用风险回顾与展望



系列 4：金融机构与资产证券化篇

2020 年商业银行信用风险回顾与展望	007
2020 年证券行业信用风险展望	022
2020 年人身险行业信用风险回顾与展望	031
2020 年债券担保机构信用风险展望	046
2020 年我国 RMBS 信用风险回顾与展望	058
2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与展望	063
2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与展望	070
2020 年我国融资租赁 ABS 信用风险回顾与展望	077
2020 年我国应收账款和供应链 ABS 信用风险回顾与展望	081
2020 年我国不动产 ABS 信用风险回顾与展望	090
2020 年我国 NPLS 信用风险回顾与展望	098
2020 年我国 CLO 信用风险回顾与展望	109

中小银行信用分化不改银行整体信用质量提升趋势

—— 商业银行 2020 年信用风险回顾与展望

金融业务部 郭妍芳 李倩

行业信用质量：2019 年提升，2020 年小幅提升

图 1：银行盈利与资本充足性（亿元、%）

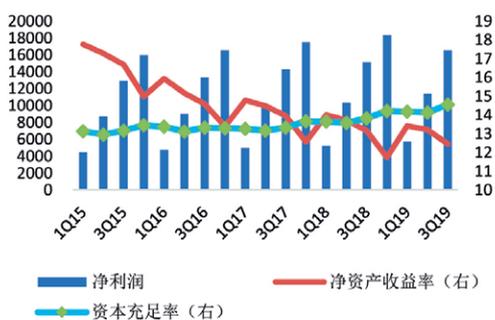


图 2：银行资产质量和流动性（%）



主要观点

- 得益于国有银行和股份制银行良好信用质量的支撑，商业银行整体信用状况将继续保持较低水平，大型银行经营稳健，但中小银行延续信用分化态势。
- 宽货币政策下，商业银行规模增速回升对营收形成正向作用，但由于息差收窄及信用成本上升的拖累，预计 2020 年商业银行净资产收益率将降至 10% 左右。
- 全国性大型银行资产质量相对稳定，而产业转型压力大、经济活力不足区域的中小银行面临的资产质量下行压力加大，预计 2020 年商业银行不良贷款率将上升到 1.92% 左右。
- 银行业流动性整体保持充裕，但行业内流动性分层明显，对于同业负债、非标投资占比高且经营业绩较差的城商行，其流动性风险管理压力仍待缓释。
- 得益于监管鼓励多渠道补充资本，商业银行整体资本实力有望进一步提升，部分经营业绩差的中小银行再融资受阻，面临资本补充压力。

2019 年以来，商业银行经营整体较为稳健，行业信用风险整体较小。但受个别银行接管事件影响，商业银行流动性出现分层，部分中小银行资本市场融资受阻，信用分化加剧。以南粤银行和临商银行二级资本债不赎回为代表，在一定程度上反映了中小银行经营业绩分化，部分城商行和农商行在资产质量、流动性和资本充足性等方面存在较大压力。

预计 2020 年商业银行整体信用风险仍将保持在较低水平。受不良分化、流动性分层影响，中小银行信用分化将加剧。经济下滑区域中小银行资产质量下行压力加大，对同业负债、非标过度依赖的银行，其面临的流动性风险管理压力和资本补充压力将延续。

一、经营规模

预计宽货币对商业银行规模增长的支撑因素将延续，对行业整体营收形成支撑，但城商行业务扩张速度可能继续放缓，农商行规模增速上升空间亦将受限

在宽货币政策加持下，2019 年以来商业银行规模增速呈现回升态势。截至 2019 年 9 月末，商业银行资产增速为 9%。伴随业务结构调整，各类型银行规模扩张速度向行业均值回归，城商行资产增速下降尤为明显。

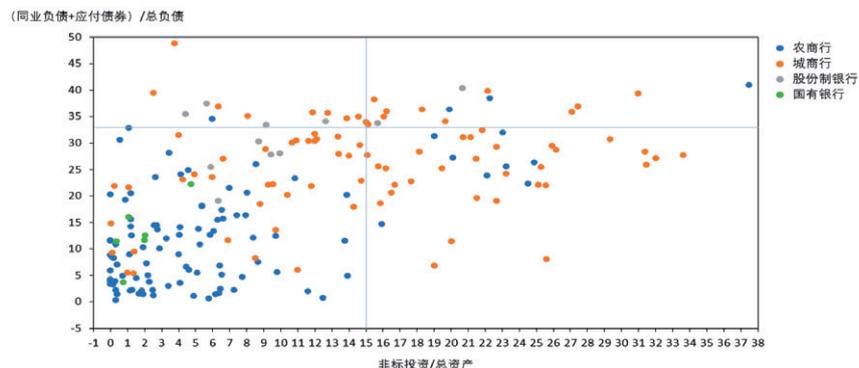
图表 1 商业银行资产总额同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，预计宽货币政策对商业银行规模增长的支撑因素仍然存在，但不同类型银行增速将出现分化。国有银行和股份制银行渠道、品牌和资本优势显著，且业务结构调整到位，在贷款高增长带动下，其规模增速有望进一步上升。城商行业务结构中非标投资和同业负债仍占有相当权重，面临进一步调整压力，在流动性风险管理和资产质量管理压力下，其业务扩张速度可能继续放缓，市场份额可能下降。农商行存贷款基础扎实，受业务结构限制较小，但受制于资产质量下行压力，部分农商行在不良贷款处置过程中，亦面临规模增速放缓问题。

图表 2 200 家样本银行资产负债结构（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

二、资产质量

预计 2020 年商业银行不良贷款率将上升到 1.92% 左右，东北、西部、华北、中部省份的部分中小银行不良贷款率上行压力较大

受经济周期性调整影响，叠加不良认定趋严，商业银行不良贷款率有所上升，截至 2019 年 9 月末为 1.86%。商业银行不良贷款率增加主要受城商行、农商行影响，国有银行和股份制银行资产质量较稳定。2018 年以来，随着监管机构将逾期 90 天以上贷款纳入不良，部分地方性中小银行隐性不良显性化，拖累银行业资产质量。

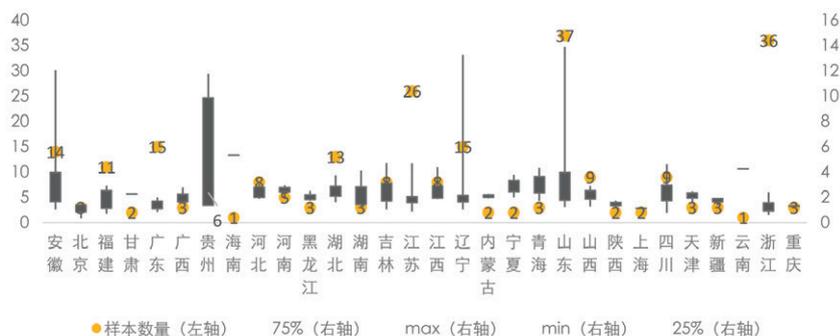
图表 3 商业银行不良贷款率走势（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

由于经营区域的限制，地方性中小银行的资产质量与所在地区的经济状况关联性很强。基于区域经济和产业结构差异，地方性中小银行的资产质量呈现很强的区域分化特征。对于长三角、珠三角经济活力较好的地区，中小银行资产质量也相对较好，以上海、浙江、江苏、广东等省市为代表。而对于经济活力弱、产业转型压力大的区域，其所属地方中小银行仍面临较大资产质量管理压力。东北、西部、华北、中部部分省份，是中小银行信用风险暴露的重灾区，如辽宁、贵州、山东、安徽等。

图表 4 样本城商行、农商行不良贷款率的区域分布¹（单位：%、家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着经济压力传导效应延续以及不良资产认定进一步严格化，预计 2020 年商业银行不良贷款率将上升到 1.92% 左右。一般而言，不良贷款滞后经济增速 2-3 个季度，经济压力对银行资产质量的传导将在 2020 年进一步显性化。此外，目前部分地区试行将逾期 60 天以上贷款纳入不良贷款，且未来随着《商业银行金融资产风险

¹为增强样本数据对所在地区中小银行资产质量的代表性，我们在图表 6 将样本城商行和农商行由 83 家 /100 家扩大到 102 家 /154 家。

分类暂行办法》正式落地，商业银行资产分类口径将由信贷资产扩大到金融投资，非信贷不良资产显性化将引发新的资产质量管理压力。其中，国有银行和股份制银行具备业务分散、客户资源禀赋好、不良贷款处置渠道丰富的优势，资产质量下行压力可控，而城商行和农商行资产质量分化将延续。

三、流动性

银行业流动性整体保持充裕，但受流动性分层影响，同业负债、非标投资占比高且经营业绩较差的城商行面临较大流动性风险管理压力

商业银行资产负债结构继续改善，带动流动性比例和流动性覆盖率稳步上升，流动性整体较充裕。预计2020年银行业流动性风险可控，主要基于：（1）政府通过接管、战略入股等方式对困境银行积极重组，维持金融系统稳定的态度明确；（2）央行持续注入流动性呵护市场情绪，个别银行风险事件对银行业整体影响较小。

图表 5 商业银行流动性比例和流动性覆盖率走势（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

但受个别风险事件影响，商业银行流动性分层明显。由于市场对于中小银行的风险偏好及资金拆出意愿降低，监管维稳市场的操作并未从根本上改善信用质量偏差的中小银行资本市场融资能力。具体来看，一方面，包商银行事件后，全国性大型银行和地方性中小银行间同业存单发行利差走阔，并维持至今，中小银行同业负债成本上升；另一方面，由于市场对于同业存单的需求结构分化，中低评级银行同业存单发行成功率下降。

图表 6 不同类型银行同业存单发行利率及发行成功率（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计流动性风险管理压力将主要体现在经营业绩较差且同业负债依赖度高、业务发展激进的中小银行。从地方中小银行同业存单发行成功率来看，低于均值的主要为经济实力较弱省市的地方法人银行，与中小银行资产质量的区域分布存在一定关联性。

图表 7 2019 年 10 月不同区域地方性中小银行同业存单发行成功率（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

进一步分析，同业负债、非标投资占比高的银行主要集中在城商行（见图表 2）。83 家样本城商行中，（同业负债 + 应付债券）/ 总负债超过 33% 或非标投资 / 总资产超过 15% 的城商行数量为 49 家，其中 11 家银行上述两个指标均超出阈值。由于负债稳定性弱，且非标投资占比较高，这类银行期限错配管理压力较大，对资本市场融资依赖度高。同时，这类银行前期依托金融市场业务快速拓展，业务风格激进，对资本形成快速耗损，倘若非标投资底层的信贷资产质量较差，还可能引发资产管理压力，削弱其经营业绩，导致市场认可度下降，融资受阻。而农商行整体存款基础扎实，同业负债依存度低，且省联社系统内的流动性互助机制能提供较强支持，流动性风险管理压力不大。

图表 8 包商银行及锦州银行财务概况（单位：亿元、%）

	包商银行		锦州银行	
	2016 年	2017 年 9 月	2018 年	2019 年 6 月
总资产	4315.83	5762.38	8459.23	8254.58
总负债	4017.83	5437.26	7851.60	7675.00
非标投资 / 总资产	28.30	26.59	37.37	32.77
非标投资减值准备 / 非标投资	-	-	2.92	4.98
同业负债 / 总负债	38.65	43.92	39.51	36.04
不良贷款率	1.67	1.64	4.99	6.88
拨备覆盖率	170.95	159.45	123.75	105.75
逾期贷款占比	5.09	-	2.39	-
资本充足率	11.2	9.52	9.12	7.47
核心一级资本充足率	9.07	7.38	6.07	5.14
ROE	15.03	-	-8.03	-

资料来源：wind，东方金诚整理

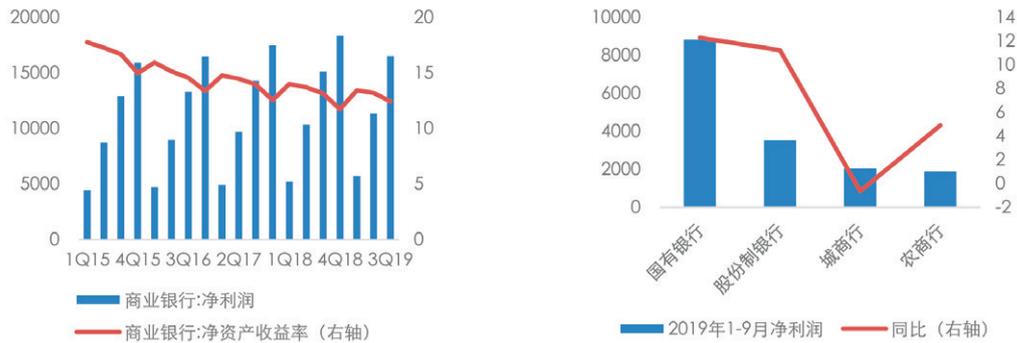
四、盈利状况

受息差收窄及信用成本上升影响，预计 2020 年商业银行净资产收益率将下降至 10% 左右

近年来，商业银行的盈利能力呈现下降趋势，主要由于：（1）前期金融监管导致规模增速下降；（2）拨备计提增加，挤占营业利润；（3）利率市场化导致息差收窄。同时，不同类型银行盈利表现差别也较大。基于存贷款市场竞争力及资产质量的优劣，国有银行和股份制银行盈利能力保持行业前列。而受制于资产质

量，城商行和农商行的盈利表现相对更弱。由于不良贷款率大幅上升，2019 年 1-9 月，城商行净利润同比下降 0.63%。

图表 9 商业银行盈利指标（左）及不同银行 2019 年 1-9 月净利润（右）（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

受息差收窄及信用成本上升影响，商业银行盈利指标将延续下行趋势，预计全行业净资产收益率 2019 年将降至 10.9%-11%，2020 年进一步降至 10% 左右。具体来看，一方面，随着 LPR 改革的推进，宽货币向资产端定价传导，商业银行贷款定价趋于下降，而在存款竞争压力下，商业银行存款结构中成本偏高的大额存单、结构性存款占比上升，导致负债成本易上难下，预计净息差将出现下降。另一方面，为应对资产质量下行压力，商业银行持续加强拨备计提力度，资产减值损失 / 营业收入逐渐上升，将挤占其利润。

图表 10 LPR 报价走势（左）及 200 家样本银行拨备计提情况（右）（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

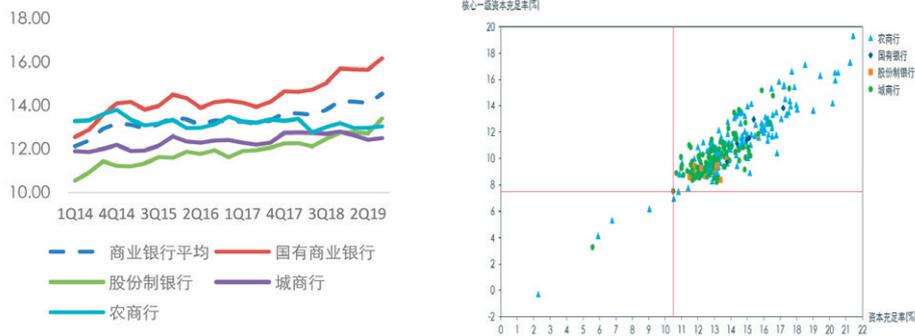
五、资本充足水平

得益于监管鼓励多渠道补充资本，商业银行整体资本实力将进一步上升，但中小银行再融资困难或造成资本补充压力

监管部门持续出台政策鼓励银行多渠道补充资本，带动商业银行资本充足率稳步上升。但商业银行资本充足率的上升主要得益于国有银行的带动，其他三类银行资本充足率均处于行业均值之下。部分股份制银行、城商行和农商行存在资本结构失衡、资本安全边界不足的问题，面临资本补充压力。从 200 家样本银行统计来看，

资本充足性安全边界不足 1.5%² 的股份制银行、城商行、农商行分别有 6 家、28 家和 16 家，占对应样本量的比重分别为 54.55%、33.73% 和 16.00%。

图表 11 商业银行资本充足率走势（左）及 200 家样本银行资本充足性分布（右）（单位：%）



资料来源：wind，东方金诚整理

考虑到商业银行内源性资本补充能力趋弱，未来资本补充仍依赖于外部资本工具。当前监管对于商业银行资本补充的政策支持意愿很强，表现在二级资本债发行放量、永续债发行主体拓宽到优质城商行、优先股发行条件放宽等。此外，随着系统重要性银行评估办法的出台，股份制银行将加强资本补充，且其市场认可度高，资本补充阻力小，这对于未来银行业整体资本实力的提升是重要利好。

但在流动性分层背景下，中小银行再融资压力导致其资本补充难度较大。2019 年下半年，南粤银行、临商银行先后公告不行使二级资本债赎回权，一定程度反映资本市场对于经营业绩较差银行的融资负反馈。根据监管要求，商业银行 5+5 年期二级资本债在第 5 年不赎回的，将在剩余 5 年期限内按照 100%、80%、60%、40%、20% 的比例逐年减计资本。以南粤银行和临商银行为例，假设其他条件不变³，两家银行不行使赎回权的行为将导致第 5 年末的资本充足率分别下降 0.69 和 1.62 个百分点。二级资本债在存量资本净额中占比越高，则资本减记对资本充足率的负面影响越大。

图表 12 资本减记对南粤银行和临商银行资本充足率的影响测算（单位：%）

银行名称	2019Q2/Q3	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
南粤银行	11.74	11.74	11.57	11.40	11.23	11.05
临商银行	14.49	14.49	14.09	13.68	13.28	12.87

资料来源：wind，东方金诚整理

预计不行使二级资本债赎回权的现象未来将会持续出现。这一现象将出现在以下类型的银行：（1）经营业绩差或持续下滑，导致其发行二级资本债融资受阻，这对于评级已经调低的银行尤其明显；且（2）资本安全边界不足，行使赎回权后资本充足率将降至监管要求之下。其中，经营业绩差影响再融资能力，是银行不行使赎回权的决定因素。东方金诚认为，监管鼓励资本补充的政策主要利好于信用状况良好的银行，而对上述类型银行提振作用有限。只有在外部支持介入、或企业自身经营业绩大幅改善带动其信用状况好转的背景下，这类银

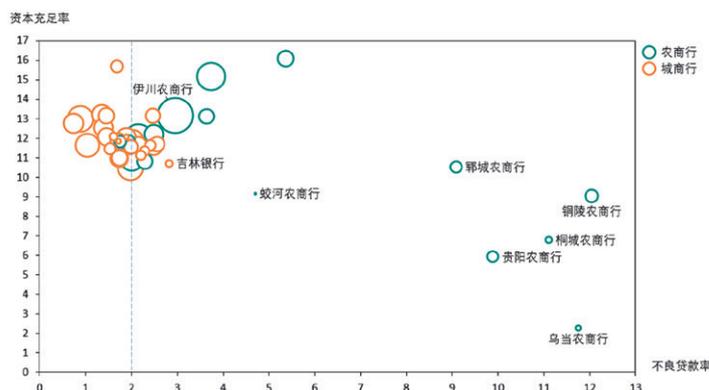
² 指资本充足率或核心一级资本充足率与监管要求的差距在 1.5% 以内，即分别在 12% 或 9% 以内。

³ 根据两家银行 2019 年资本充足性相关指标为基数进行测算，其中南粤银行截至 2019 年 9 月 30 日资本净额 / 风险加权资产 / 不行使赎回权二级资本债规模分别为 203.86 亿元 / 1735.90 亿元 / 15 亿元，临商银行截至 2019 年 6 月 30 日资本净额 / 风险加权资产 / 不行使赎回权二级资本债规模分别为 100.06 亿元 / 690.47 亿元 / 14 亿元。

行在资本市场认可度及再融资能力才有望显著扭转。

对前述资本安全边界不足 1.5% 的 44 家样本银行综合对比，东方金诚发现部分银行同时面临资本充足性差、盈利能力弱、资产质量差的问题，内源性资本积累能力弱，且市场融资能力不足，在增资扩股无望的情况下，将面临资本充足性继续下降的风险。上述 44 家银行中，ROE 低于 9% 或不良贷款率超过 2.5% 的为 23 家，其中包括吉林银行及 6 家评级调低农商行在内的 7 家银行两项指标均超出阈值。

图表 13 44 家资本充足性安全边界不足 1.5% 的样本银行财务概况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理
注：气泡大小代表 ROE。

可以进一步对 2020 年之前二级资本债存续期将满 5 年的银行进行分析。以 2019 年 9 月末为计算基期，在 2020 年末以前将满 5 年的二级资本债规模为 2993.64 亿元，涉及 70 家银行、72 笔债券。以 ROE 低于 9% 且不良贷款率超过 2.5%、或评级下调的银行作为统计标准，共有 15 家银行、16 笔二级资本债存在上述问题，涉及规模 396.9 亿元。在无外部支持的情况下，这部分债券存在由于再融资阻力而导致发行人不行使赎回权的风险。

六、商业银行信用质量展望

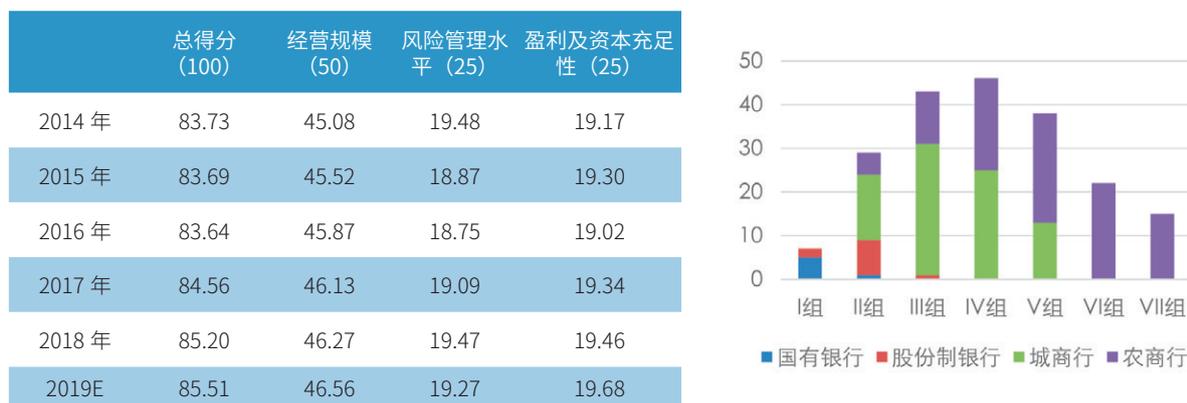
预计国有银行和股份制银行信用质量稳健，中小银行信用分化明显

本文最后通过对行业数据以及选取的数据相对完整的 200 家发债银行样本，从经营规模与竞争力、资产质量、流动性与资本充足性以及盈利状况等方面，对样本银行信用表现进行排序。在样本选择上，本文综合考虑（1）公开数据的完整性、（2）不同类型银行的数量结构、（3）中小银行地域覆盖的广泛性、（4）公开市场评级覆盖的多样性等因素。上述 200 家银行资产规模占银行业资产总额的 97.42%，包括 6 家国有银行、11 家股份制银行、83 家城商行和 100 家农商行，具有较强的代表意义。

得益于国有银行和股份制银行的支撑，2017 年以来，样本银行总体信用质量提升。预计 2020 年，随着我国对系统重要性银行评估及差异化监管的推进，国有银行和股份制银行信用质量将维持稳健态势。考虑到上述两类银行经营着银行业近 60% 资产份额，其良好的信用质量将为银行业整体信用状况的稳定提供支持。

城商行和农商行业务经营存在区域限制，整体规模较小，其信用质量受经营效率影响很大。由于区域经济、产业结构和经营模式的差异，城商行和农商行的信用质量呈现明显分化状态。预计 2020 年，在资产质量分化叠加流动性分层背景下，城商行和农商行信用分化将加剧。

图表 14 200 家样本银行信用质量分布情况⁴ (单位: 家)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

根据信用排序高低将样本银行划分为 I 到 VII 共 7 组, 预计各组银行在 2020 年的信用表现如下:

(1) I: 包括 5 家国有银行和 2 家股份制银行。这部分银行信用质量处于行业最高水平。具体来看, 网点分布广泛、品牌知名度高, 在全国竞争力很强; 客户资源优质, 且不良处置渠道丰富, 资产质量保持优良; 除个别银行外, 同业负债依赖度很低, 资本充足性及盈利能力均高于行业均值。预计 2020 年, 随着银行业进一步聚焦本源, 这部分银行的渠道、品牌、资本及业务结构优势将进一步凸显, 信用质量将继续巩固和强化。

(2) II: 包括 8 家股份制银行、15 家城商行和 5 家农商行。纳入该组的城商行、农商行多位于四大直辖市、发达省会城市或计划单列市, 网点渠道覆盖所在省份或拓展至省外, 在全国竞争力较强。这类银行资产质量很好, 部分银行不良率低于 1%, 盈利能力亦高于行业均值。部分银行对同业负债依赖度较高, 但由于其资本市场认可度较高, 流动性风险管理压力较小。由于经营所在地经济发达, 预计 2020 年这类银行资产质量将维持行业前列, 且具有较强的再融资能力, 其资本实力将进一步提升。但这类银行对同业负债依赖度仍高, 预计 2020 年其业务结构面临进一步调整压力。

(3) III: 包括 1 家股份制银行、30 家城商行和 12 家农商行。城商行多位于二线城市, 农商行多位于我国经济总量 Top30 的地级市或 TOP5 的县(市、区)。除个别银行外, 大部分银行资产质量较好, 但同业负债、非标投资占比高, 盈利能力偏弱。预计 2020 年, 这类银行信贷质量无忧, 但业务结构面临调整压力。个别非标投资风险暴露的银行资产质量和经营业绩可能下滑, 影响其流动性管理和资本补充能力。

(4) IV-V: IV 组包括 25 家城商行和 21 家农商行, V 组包括 13 家城商行和 25 家农商行。城商行多位于三、四线城市, 农商行多位于江浙发达县域或其他省份地级市。由于所处区域经济景气度下降, 部分城商行面临资产质量下行压力, 盈利能力较弱。个别城商行存在前期业务发展过度依赖资金业务, 在流动性分层背景下, 面临流动性管理困境和资本补充压力。相对而言, 纳入上述两组的农商行经营规模较小, 但由于所处经营区域经济活力好, 其资产质量整体无忧, 盈利能力及资本充足性处于银行业平均水平。

预计 2020 年业绩下滑、流动性管理及资本补充压力主要集中在纳入这两组的城商行。由于所处区域经济活力减弱、产业转型或环保限产延续, 上述城商行资产质量下行压力加大。其中, 对于前期业务发展激进的城商行, 在资产质量管理压力之外, 还面临依赖同业负债但缺乏再融资能力的问题, 流动性风险管理和资本补充压力均较大。

(5) VI: 包括 22 家农商行, 其中 2 家被下调评级。这部分农商行所处县域经济实力弱于纳入 IV 组和 V 组

⁴ 考虑到我国银行业市场份额集中于全国性大型银行, 在计算银行业综合信用评分时, 以不同类型银行资产规模占比作为权重计算加权平均值, 即国有银行 47.27%, 股份制银行 21.20%, 城商行 15.55%, 农商行 15.98%。

的农商行，资产质量相对更差，但由于业务结构以存贷款为主，流动性风险管理压力很小，且资本充足性较好。预计 2020 年这类农商行流动性风险仍较小，但受制于区域经济调整压力，这部分农商行资产质量压力将延续。对于经济规模小且过剩产能主导区域的农商行，其资产质量下行压力加大，将延伸影响盈利能力和资本充足性。

(6) VII：包括 15 家农商行，其中 9 家被下调评级。这部分农商行多为山西、山东、安徽、贵州等地的县域农村金融机构，由于所在县域产业结构落后、环保限产、担保圈等因素，其资产质量承压，并累及盈利能力和资本充足性，导致信用状况下滑。预计 2020 年，在无外部支持的情况下，这部分农商行资产质量难以显著改善，信用质量将维持行业下游。

图表 15 不同组别银行财务概况（单位：亿元、%）

组别		I	II	III	IV	V	VI	VII
资产规模	3/4	229160.82	25728.65	3273.74	1334.65	770.07	269.58	256.35
	1/2	232226.93	11798.46	2344.14	867.87	351.30	175.66	207.83
	1/4	81384.50	5033.26	1676.33	463.23	221.91	155.99	162.47
不良贷款率	3/4	1.55	1.57	1.94	2.04	2.56	3.29	9.48
	1/2	1.52	1.34	1.46	1.85	1.97	2.67	4.17
	1/4	1.44	1.13	1.30	1.54	1.68	1.71	3.75
同业负债占比	3/4	20.60	33.36	32.04	27.12	25.80	13.43	16.84
	1/2	15.99	27.91	27.27	17.62	11.46	3.08	7.03
	1/4	12.06	25.20	20.30	8.24	4.98	1.67	4.39
非标投资占比	3/4	5.55	12.65	20.06	15.69	14.54	6.10	5.84
	1/2	2.03	9.15	13.35	9.49	5.00	3.74	2.79
	1/4	1.56	5.67	6.76	3.48	1.19	1.38	1.53
净资产收益率	3/4	13.51	14.58	12.36	13.44	12.37	14.71	9.68
	1/2	11.58	12.38	10.85	11.18	9.85	11.38	8.14
	1/4	11.96	11.11	9.70	6.58	6.57	9.05	3.57
资本充足率	3/4	15.54	14.28	14.60	14.98	15.35	15.90	13.48
	1/2	15.05	13.19	13.21	13.74	13.87	14.13	10.88
	1/4	14.67	12.55	12.73	12.54	12.55	13.08	9.10

资料来源：wind，东方金诚整理

附件一：200家样本银行名单及财务概况（单位：亿元、%）

样本分组	银行简称	资产总额	不良率	流动比例	ROE	资本充足率	公开评级
I	建设银行	232226.93	1.46	47.69	13.56	17.19	AAA
	工商银行	276995.40	1.52	43.80	13.36	15.39	AAA
	农业银行	226094.71	1.59	55.17	13.10	15.12	AAA
	中国银行	212672.75	1.42	58.70	11.58	14.97	AAA
	招商银行	67457.29	1.36	44.94	15.79	15.68	AAA
	交通银行	95311.71	1.49	67.28	10.75	14.37	AAA
	兴业银行	67116.57	1.57	66.52	13.73	12.20	AAA
II	宁波银行	11164.23	0.78	57.43	16.22	14.86	AAA
	上海银行	20277.72	1.14	44.17	11.70	13.00	AAA
	北京银行	25728.65	1.46	55.93	10.89	12.07	AAA
	江苏银行	19258.23	1.39	52.23	11.18	12.55	AAA
	光大银行	43573.32	1.59	64.26	10.75	13.01	AAA
	浦发银行	62896.06	1.92	56.05	12.47	13.67	AAA
	南京银行	12432.69	0.89	51.62	15.26	12.99	AAA
	华夏银行	26805.80	1.85	51.23	10.83	13.19	AAA
	中信银行	60667.14	1.77	50.80	10.65	12.47	AAA
	邮储银行	95162.11	0.86	61.17	11.56	13.76	AAA
	上海农商行	8337.13	1.13	46.52	12.67	15.86	AAA
	厦门银行	2324.14	1.33	82.73	10.94	15.03	AA+
	东莞农商行	4081.57	1.27	90.30	16.54	14.84	AAA
	广州银行	5136.20	0.86	85.95	12.29	13.38	AAA
	浙商银行	16466.95	1.20	52.80	12.15	13.38	AAA
	广发银行	23608.50	1.45	80.58	7.86	11.78	AAA
	台州银行	1893.51	0.63	55.14	30.07	16.39	AA+
	厦门国际银行	8061.05	0.73	80.14	11.72	12.77	AAA
	昆仑银行	3511.38	1.36	81.22	11.24	14.57	AAA
	成都银行	4922.85	1.54	79.22	16.56	14.08	AAA
	平安银行	34185.92	1.75	59.23	10.74	11.50	AAA
	民生银行	59948.22	1.76	51.64	12.60	11.75	AAA
	重庆农商行	9501.78	1.29	51.56	13.56	13.52	AAA
	广州农商行	7632.90	1.27	76.64	13.20	14.28	AAA
贵阳银行	5033.26	1.35	85.84	17.26	12.97	AAA	
青岛农商行	2941.41	1.57	59.65	12.86	12.55	AAA	
徽商银行	10505.06	1.04	37.19	13.89	11.65	AAA	
长沙银行	5266.30	1.29	57.53	16.50	12.24	AAA	
齐鲁银行	2657.37	1.64	72.82	11.05	14.50	AAA	

III	南海农商行	1862.33	1.19	57.94	17.18	17.59	AA+
	重庆银行	4503.69	1.36	92.45	11.78	13.21	AAA
	东莞银行	3144.99	1.39	77.20	12.71	13.03	AAA
	哈尔滨银行	6155.88	1.73	86.10	12.68	12.15	AAA
	华融湘江银行	3354.52	1.58	63.83	12.97	12.75	AAA
	渤海银行	10344.51	1.84	55.39	13.57	11.77	AAA
	天津银行	6593.40	1.64	50.29	9.18	14.53	AAA
	稠州商行	2129.02	1.65	57.39	9.57	12.83	AA+
	晋商银行	2275.71	1.88	83.91	8.48	12.99	AA+
	苏州银行	3110.86	1.68	51.66	9.99	12.96	AAA
	青岛银行	3176.59	1.68	60.55	7.69	15.68	AAA
	常熟农商行	1667.04	0.99	54.21	12.75	15.12	AA+
	江南农商行	3797.96	1.81	49.98	10.31	12.95	AAA
	江西银行	4190.64	1.91	57.93	9.95	13.60	AAA
	三峡银行	2046.78	1.30	86.38	9.55	12.93	AA+
	余杭农商行	1025.46	0.98	65.03	12.19	14.68	AA
	瑞丰农商行	1049.78	1.46	75.89	10.85	17.53	AA+
	杭州银行	9210.56	1.45	55.43	9.93	13.15	AAA
	南粤银行	2049.23	1.95	75.68	9.87	11.57	AA+
	乌鲁木齐银行	1526.84	1.93	65.60	10.01	17.58	AA+
	汉口银行	3192.96	2.11	76.13	9.98	13.60	AA+
	佛山农商行	890.25	1.06	59.99	14.23	17.07	AA+
	无锡农商行	1543.95	1.24	88.06	10.90	16.81	AA+
	武汉农商行	2668.35	3.59	57.51	11.41	14.22	AA+
	泰隆银行	1685.62	1.16	50.79	23.32	15.20	AA+
	华兴银行	1967.68	1.09	78.11	11.73	12.70	AA+
	湖北银行	2424.79	2.21	59.09	9.83	14.04	AA+
	中山农商行	1125.07	1.11	64.58	14.36	14.69	AA+
	泸州银行	825.50	0.80	73.40	12.30	13.29	AA
	威海商行	2033.32	1.82	47.40	7.87	15.12	AA+
	兰州银行	3039.02	2.25	49.51	11.34	12.29	AAA
	昆山农商行	1016.82	1.30	59.81	13.48	13.71	AA+
	九江银行	3116.23	1.99	55.18	8.74	11.55	AA+
	郑州银行	4661.42	2.47	56.39	8.88	13.15	AAA
龙江银行	2738.66	2.49	69.43	9.99	11.56	AA+	
长安银行	2412.58	1.73	62.16	10.98	10.98	AA+	
天府银行	2068.51	2.16	66.59	9.43	11.67	AA+	
沧州银行	1477.76	2.37	86.36	11.09	14.30	AA+	
厦门农商行	1312.43	1.17	56.01	12.43	13.21	AA+	
紫金农商行	1931.65	1.69	61.22	11.27	13.35	AA+	
盛京银行	9854.33	1.71	51.28	9.49	11.86	AAA	
桂林银行	2672.88	1.74	47.80	9.83	11.00	AA+	
河北银行	3422.53	2.53	36.16	8.12	14.34	AAA	

IV	东阳农商行	410.84	0.93	66.21	16.89	15.26	AA
	尧都农商行	895.09	2.12	67.68	10.88	14.32	AA
	合肥科技农商行	960.48	1.94	54.91	12.51	12.81	AA+
	珠海华润银行	1745.10	1.91	57.66	11.67	12.77	AA+
	承德银行	1260.73	1.89	97.61	14.92	13.62	AA
	保定银行	942.09	2.04	43.31	14.05	16.58	AA
	大连银行	4185.73	2.29	71.35	6.41	11.35	AAA
	葫芦岛银行	908.15	1.76	101.85	11.31	12.41	AA
	晋城银行	875.30	1.95	68.60	8.73	13.56	AA
	苍南农商行	374.40	0.93	46.78	13.70	17.72	AA
	聊城农商行	341.25	1.32	86.16	12.46	16.20	AA-
	海口农商行	1181.58	5.37	120.53	10.12	16.09	AA
	朝阳银行	860.45	1.93	50.62	6.20	13.57	AA
	上饶银行	1098.51	2.41	47.77	11.68	12.66	AA+
	济宁银行	823.30	1.89	65.98	11.79	12.02	AA
	永康农商行	319.94	1.17	56.39	12.65	16.93	AA-
	营口银行	1604.19	1.61	63.60	5.25	12.09	AA+
	抚顺银行	662.07	1.12	80.78	11.15	14.90	AA-
	宁波通商银行	829.25	1.19	82.98	9.89	13.46	AA+
	海峡银行	1530.77	1.58	78.35	4.28	14.34	AA+
	温州银行	2277.82	1.72	59.33	3.80	11.85	AA+
	临海农商行	371.11	0.96	59.62	18.34	14.46	AA
	启东农商行	491.07	1.77	116.58	12.02	15.00	AA
	如皋农商行	482.60	1.71	103.25	8.54	17.24	AA
	珠海农商行	595.74	1.62	73.40	11.22	16.91	AA
	日照银行	1484.75	2.08	71.24	6.19	12.97	AA
	泉州银行	1017.85	1.81	68.02	5.77	12.50	AA
	北部湾银行	1891.47	1.53	43.98	7.11	11.46	AA+
	阜新银行	1771.55	1.89	87.37	3.69	12.08	AA-
	辽阳银行	1359.29	2.03	73.97	12.24	11.91	AA+
	龙湾农商行	456.78	0.90	70.51	15.87	12.10	AA
	诸暨农商行	409.22	1.22	63.42	9.35	14.62	AA
	鹿城农商行	640.43	0.94	58.93	16.38	14.60	AA
	张家口银行	1929.63	1.98	80.66	15.01	10.50	AA+
	齐商银行	1114.44	2.35	53.17	4.46	13.86	AA
	富滇银行	2474.18	4.25	56.96	0.76	12.96	AA+
	义乌农商行	651.86	1.70	73.06	9.05	14.67	AA
	如东农商行	413.46	1.58	138.42	13.72	14.46	AA
	随州农商行	303.05	2.32	137.21	17.29	15.71	AA-
	吉林银行	3618.52	2.82	63.03	4.90	10.70	AA+
富阳农商行	445.04	1.61	49.66	9.75	14.22	AA	
海门农商行	431.63	1.90	92.09	12.35	13.87	AA-	
沂水农商行	244.83	1.40	137.16	10.50	21.44	AA-	
伊川农商行	533.25	2.95	78.64	20.39	13.17	A+	
乌海银行	536.14	1.93	34.55	18.94	15.88	AA-	
莱商银行	1213.20	2.84	53.76	5.28	12.91	AA	

V	南安农商行	434.81	2.54	36.99	7.78	17.63	AA-
	九台农商行	1642.53	1.75	39.64	7.71	11.83	AA
	营口沿海银行	755.09	1.46	128.06	14.23	12.04	AA
	宁夏银行	1447.62	3.79	43.94	5.03	13.23	AA+
	民泰商行	1392.80	2.41	70.56	7.00	11.63	AA+
	南昌农商行	642.45	2.45	46.72	9.12	15.51	AA
	金谷农商行	656.28	2.29	34.94	10.27	16.51	AA
	柳州银行	1366.67	2.78	42.27	2.75	14.49	AA+
	金华银行	720.73	1.68	75.79	4.21	13.94	AA
	绍兴银行	1083.67	2.20	55.92	6.26	11.12	AA
	临商银行	819.20	3.21	45.44	4.26	14.89	AA
	安吉农商行	274.66	1.12	49.41	14.13	13.80	AA-
	海盐农商行	184.27	0.97	78.51	13.52	14.91	A+
	十堰农商行	320.48	2.09	73.47	11.71	14.30	AA-
	靖江农商行	287.52	1.92	37.13	13.44	17.04	AA-
	扬州农商行	320.79	2.14	39.02	11.40	13.97	AA-
	青海银行	1068.70	4.31	40.92	2.76	14.22	AA+
	泗阳农商行	213.57	1.83	40.62	12.48	16.56	AA-
	安丘农商行	219.58	1.23	68.37	9.12	15.46	AA-
	江苏长江商行	274.67	1.24	75.88	15.58	12.53	AA-
	石嘴山银行	621.58	2.01	69.26	5.78	12.84	AA-
	丹东银行	848.92	2.59	51.02	6.43	12.62	A+
	江山农商行	218.16	1.07	71.81	12.02	14.36	AA-
	青州农商行	365.15	2.58	97.48	4.51	12.74	AA-
	长春发展农商行	456.64	3.37	57.96	9.00	12.87	AA-
	烟台银行	861.72	3.65	39.83	3.56	13.75	AA
	昌吉农商行	220.15	1.90	51.76	15.82	17.39	AA-
	简阳农商行	337.46	2.15	48.32	16.62	11.99	AA-
	龙口农商行	284.23	1.68	79.74	11.91	12.78	AA-
	宁乡农商行	319.54	4.09	51.16	12.04	12.41	AA-
	金华成泰农商行	194.07	1.50	49.49	12.07	12.32	AA-
	宁海农商行	161.01	0.93	57.86	16.04	16.08	A+
	四会农商行	185.66	1.69	45.35	11.97	15.03	A+
	张店农商行	208.33	1.75	54.44	9.89	16.45	AA-
长春农商行	773.63	1.92	33.28	9.31	11.78	AA-	
晋中银行	759.36	2.56	55.82	9.08	11.71	AA-	
溧水农商行	194.73	1.88	30.09	9.81	15.93	A+	
辽东农商行	227.20	1.67	65.87	14.42	12.69	A+	

VI	天台农商行	148.91	1.71	49.54	17.33	15.02	AA-
	长乐农商行	154.73	1.14	41.26	16.06	18.04	A+
	荣成农商行	268.17	3.08	85.67	9.01	13.07	AA-
	烟台农商行	434.02	4.58	74.79	4.80	12.74	AA-
	新昌农商行	165.63	0.97	49.44	12.72	13.82	AA-
	西宁农商行	226.15	3.00	64.04	5.62	17.22	AA-
	环城农商行	217.86	1.03	36.32	9.73	12.91	A+
	太和农商行	171.85	2.09	61.31	13.71	13.37	AA-
	寿光农商行	392.55	4.44	107.65	-5.05	12.07	A+
	花溪农商行	270.05	2.91	42.20	10.93	13.93	A+
	六安农商行	290.76	4.01	40.06	9.92	12.92	A+
	清徐农商行	179.48	1.27	40.63	16.87	15.79	A+
	盱眙农商行	202.66	2.49	30.14	11.34	12.20	A+
	三门农商行	100.84	1.28	40.20	19.49	14.33	A+
	大通农商行	87.42	1.72	58.27	10.28	21.25	A+
	邢台农商行	148.19	2.87	93.56	15.05	16.26	A+
	襄阳农商行	272.10	3.64	63.51	9.17	13.12	A+
	黄石农商行	84.72	2.85	62.83	8.83	16.53	A
	利辛农商行	161.93	2.46	55.98	15.23	14.34	A+
	景德镇农商行	282.27	4.37	40.33	1.56	15.93	AA-
	滩溪农商行	161.28	2.44	53.44	12.37	13.27	A+
	九江农商行	159.75	3.36	40.47	10.04	14.69	A+
VII	孟县农商行	177.85	2.54	44.52	10.69	14.60	A+
	诸城农商行	297.79	4.00	94.70	-16.37	12.82	A+
	榆次农商行	212.56	2.01	53.33	12.63	10.88	A+
	莒县农商行	253.66	5.85	113.04	1.46	13.77	A+
	庐江农商行	175.66	3.96	36.36	7.52	13.00	A+
	咸宁农商行	121.28	3.74	51.07	16.04	15.16	A+
	仁怀茅台农商行	162.53	3.76	82.09	9.96	13.19	A
	威海农商行	147.38	4.17	40.24	3.27	19.01	A+
	平遥农商行	162.40	2.29	52.22	9.41	10.81	A
	郓城农商行	259.04	9.08	67.40	7.15	10.52	A+
	贵阳农商行	808.84	9.88	35.62	7.02	5.93	AA-
	铜陵农商行	207.83	12.04	86.06	8.14	9.04	A
	蛟河农商行	103.39	4.70	17.83	-34.19	9.16	BBB+
桐城农商行	292.31	11.10	43.67	4.48	6.78	A	
乌当农商行	228.28	11.75	61.89	3.88	2.29	A	

盈利及流动性改善，经营差异化程度将上升

—— 证券行业 2020 年信用风险展望

金融业务部 王佳丽 金炫杰

行业信用质量：2019 年回升，2020 年持续改善

证券公司主要业务板块收入

单位：亿元

业务种类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q3
经纪业务	2736	1104	855	655	651
自营业务	1414	568	861	800	879
投行业务	531	684	510	370	318
资管业务	275	296	310	275	191
利息净收入	591	382	348	215	347
营业收入	5752	3280	3113	2663	2612

证券公司盈利及杠杆水平



主要观点

• 宽货币政策下市场流动性改善，叠加政策面对资本市场的支持和鼓励企业加大股权融资，预计证券公司盈利持续改善。

- 随着企业融资环境的改善以及券商资产结构的调整，券商信用风险管理压力将有所缓解。
- 在货币政策逆周期调节力度加大预期下，券商流动性改善，融资成本降低，财务杠杆呈现回升态势。
- 全国综合性券商资产负债结构保持合理水平，业务创新能力持续增强，整体抗风险能力很强。
- 区域竞争优势券商面临的市场竞争压力上升，经营分化加剧，同时需关注部分券商自营市场风险及股票质押信用风险管理压力。

- 小券商市场竞争力及融资能力偏弱，民营控股类券商关联交易风险较为突出。

2019年以来，市场的回暖带动证券公司营业收入和净利润出现回升，其中自营业收入贡献进一步上升。2020年，“宽货币+宽信用”政策下市场流动性将保持宽松，叠加海外资金流入的增加，股票市场的活跃度上升将为证券行业创造良好的经营环境。证券公司料将持续推进主动管理型资管业务转型，在政策鼓励加大股权融资的背景下，IPO、优先股和可转债等品种融资规模同比增加，并购重组和再融资业务政策的松绑亦将带动收入回升。券商净资本规模预计小幅上升，流动性改善，财务杠杆倍数仍将处于低位，整体行业信用风险较小。

不同券商风险差异较大。全国综合性券商资产负债结构保持合理水平，业务创新能力持续增强，整体抗风险能力很强。区域竞争优势券商面临的市场竞争压力上升，经营分化加剧，同时需关注部分券商自营市场风险及股票质押信用风险管理压力。小券商市场竞争力及融资能力偏弱，民营控股类券商关联交易风险较为突出。

一、盈利与业务竞争力

宽货币政策下市场流动性改善，叠加政策面对资本市场的支持和鼓励企业加大股权融资，预计证券公司盈利持续改善

2019年，受益于“宽信用”政策和风险偏好修复，市场活跃度整体回升，带动券商盈利水平企稳回升。2019年前三季度，券商年化总资产收益率为2.24%；年化净资本收益率为7.78%，已回升至2017年水平。凭借多样化业务结构以及优质客户基础，头部券商在市场下行期间能够保持更强的业绩稳定性，而中小券商盈利弹性更高。预计2020年的货币信用环境仍将为“宽货币+宽信用”组合，叠加互联互通的推进以及A股纳入MSCI、FTSE指数比重的提高，全年股市流入资金将增加，市场活跃度的上升将为券商业务开展提供支撑。

2019年前三季度，除资管业务小幅下降外，经纪、自营、投行、利息净收入均同比回升。券商收入结构变动较小，自营和经纪业务收入合计占比达55%以上，其中自营业务占比为33.64%，为第一大收入来源。通道型资管业务的压缩导致资管业务收入同比下降；投行业务收入占比与上年基本持平；融资成本以及杠杆的降低导致利息净收入大幅回升。

图 1：行业收入及盈利概况（亿元、%）



图 2：利润增长率对比 (%)



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理

图 3：各细分业务板块收入规模（亿元）

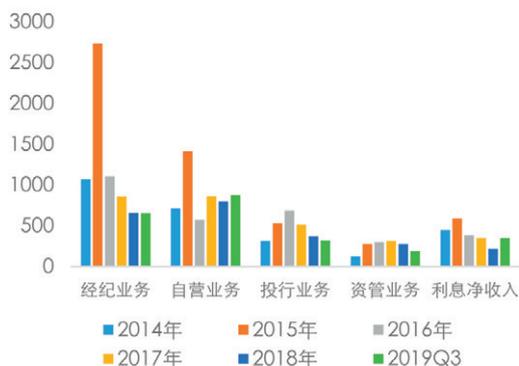
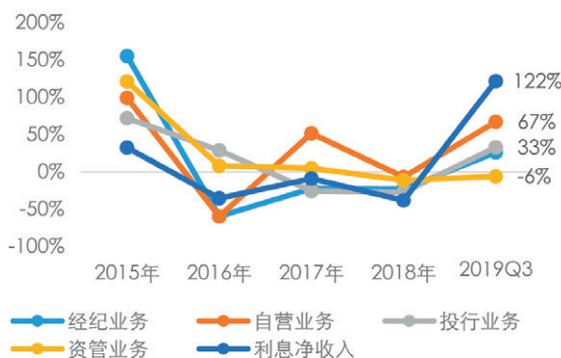


图 4：各细分业务板块收入同比变化（%）



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理

经纪业务和自营业务有望维持回升态势，投行或将受益于政策支持而改善，而券商资管转型短期难以有效实现

券商经纪业务已从价格竞争迈入以财富管理业务发展为主的转型期，其中高净值客户服务和机构客户服务能力的提升将是未来券商竞争的关键。高净值客户需求相对复杂，券商在海外资产配置、衍生品避险等方面相较银行具有一定优势，中信、海通、华泰、国泰君安等创新能力较强、海外布局较为完善的券商具有竞争优势。在机构客户服务方面，中信、长江、广发、招商、海通等券商分仓佣金收入位居行业前列，其中长江和天风近年来排名提升尤为明显。

2015 年以来，上市券商两融业务利息收入对其利息收入保持在 40% 以上。若考虑到融资融券所带来的手续费增加，则业务收入贡献占比则更高。预计券商两融业务余额将稳定在 9000 亿元，券商对两融业务定价能力强，市场宽松背景下券商外部融资成本的降低将进一步提高利差水平。近年来，股票质押回购利息收入占全部利息收入比重逐步上升至 30% 左右，在违约风险上升背景下未来存在下滑压力。

券商投行业务自 2016 年以来受政策收紧的负面因素影响较大，但自科创板推出以来，券商 2019 年 IPO 规模同比上升 50% 左右，其中科创板融资规模占全市场 IPO 的三分之一左右。同时，在政策鼓励加大股权融资的背景下，优先股和可转债等品种融资规模同比增长明显。此外，2019 年底并购重组和再融资业务监管政策陆续出现松绑迹象¹，预计 2020 年在政策利好下将出现回升。根据东方金诚测算，证券公司并购重组业务所带来的财务顾问收入占比不足投行业务的 1/3，与海外证券公司 50% 的占比仍存在一定差距，券商并购重组业务仍有巨大的发展空间。

在资管主动管理转型趋势下，预计 2020 年券商通道业务将进一步压缩，主动管理规模持续上升，资管业务整体规模将延续下降趋势，资管业务收入亦将承压。2019 年 8 月以来，中信、国泰君安、东方、广发和中金已陆续获得了大集合产品公募化改造的批文，券商资管大集合改造将降低产品投资门槛，利于大型券商资管规模的扩张。根据基金业协会数据，中信、国泰君安、华泰、广发和中信建投 2019 年上半年月均主动管理规模分别为 4070 亿元、3608 亿元、2456 亿元、2160 亿元和 1999 亿元，资管业务市场地位较为突出。

¹ 2019 年 10 月，证监会颁布并购重组新规，主要修改内容简化认定标准、取消利润指标要求、缩短时间间隔、恢复配套融资、支持战略性新兴产业进行创业板并购重组等；2019 年 11 月，证监会就修改再融资规模公开征求意见，从精简发行条件、放松折价率、缩短锁定期、放宽减持规则和延长批文时间等方面进行松绑。

图 5：券商平均佣金率和市场成交情况



图 6：上市券商自营业务收益率走势 (%)



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理

图 7：投行业务规模及收入 (亿元)²



图 8：资管业务规模 (万亿元)



数据来源：证券业协会、基金业协会、wind，东方金诚整理

二、风险管理水平

随着企业融资环境的改善以及券商资产结构的调整，券商信用风险管理压力将有所缓解

券商自有资产增长将主要来自投资业务和融资融券业务，截至 2019 年 9 月末，上市券商投资资产占比达 56.00%，投资规模较年初上升 17%，其中固定收益类投资资产占比从 2015 年的 67% 上升至 89% 左右，投资资产风险敞口上升。在前期业务拓展过于粗放、叠加企业经营压力上升、减持新规限制等压力下，券商股票质押风险于 2018 年以来集中暴露。此外，由于债券违约和质押爆仓等原因，券商资管计划融资方违约情况增多，上市券商中共有 15 家券商披露其资管计划涉诉情况，诉讼数量超过 30 起³。

预计 2020 年券商自营业务进一步强化非方向性投资转型，并通过衍生品的运用以稳定收益，股票质押业务仍将处于收缩态势，风险项目处置以及内部风险管控的完善将是重点。但经过近两年时间的持续暴雷，民企中的高风险有瑕疵主体逐渐减少，加之监管政策由去杠杆转向稳杠杆，央行持续引导资金流向实体经济，民营企业的融资端将逐渐改善，预计新增股票质押和债券违约项目将减少。

近年来，证监会等监管主体合规检查和处罚力度持续上升，违约事件的频发进一步暴露了部分券商内控合规风险管理能力薄弱的问题。2018 年和 2019 年以来⁴，证监会和地方证监局处罚⁵ 分别为 38 家次和 58 家次，

² 股权和债券融资规模数据截至 2019 年 11 月末，来自 wind 统计，证券承销与保荐收入、财务顾问业务净收入为 2019 年 1-9 月数据，来自证券业协会。

³ 由于上市券商涉诉情况仅披露金额较大诉讼，且部分券商未公布诉讼细节情况，券商资管业务涉诉数量将超过上述统计。

主要涉及债券承销、产品代销、客户适当性管理、股票质押业务等方面。2019 年以来，财富证券、南京证券、万联证券、英大证券和中邮证券均因股票质押式回购业务违规而被暂停业务⁶，国融证券债券自营和资产管理产品备案被暂停。

图 9：上市券商资产结构变化（%）



图 10：上市券商减值准备计提变化（亿元、%）



数据来源：上市证券公司年报，东方金诚整理

三、流动性与资本充足性

在货币政策逆周期调节力度加大预期下，券商流动性改善，融资成本降低，财务杠杆呈现回升态势

相比银行、信托等金融机构，券商缺乏稳定的长效流动性支持手段，较为依赖质押式回购等短期资金。从发债证券公司来看，西部证券、万联证券、国盛证券、联讯证券和川财证券 5 家券商 2018 年末同业负债占比超过 70%，负债稳定性较差。但在包商银行事件后，央行通过公开市场操作、MLF 等方式释放了大量流动性，缓解了中小券商等非银机构的流动性压力。在货币政策逆周期调节力度加大的预期下，预计券商流动性风险较为可控。

2020 年，随着市场好转，券商各板块业务将逐步恢复增长，券商持续增资是大势所趋，而在低利率时代，券商将通过加杠杆方式扩大资产负债表，提高资金使用效率，整体杠杆倍数呈现回升态势。证监会 2019 年 11 月底表示将积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，预计国有大型券商资本实力将得到增强。

图 11：上市券商负债结构变化（%）

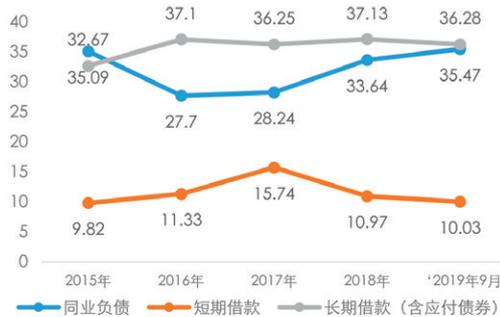


图 12：财务杠杆倍数变化（万亿元、倍）



数据来源：上市证券公司年报、证券业协会，东方金诚整理

⁴截至 2019 年 12 月 9 日。

⁵含撤销业务许可，限制业务活动、行政处罚、警示函、责令改正、监管谈话等。

⁶前 3 家被暂停股票质押式回购交易（限于新增初始交易）相关权限 3 个月，后两家被暂停 6 个月。

四、证券公司信用质量展望

本文根据公开材料选取了 81 家样本发债券商，根据《东方金诚证券公司信用评级方法及模型》，从规模及竞争力、风险管理水平、盈利及资本充足性三个维度进行综合评判。在样本选择上，综合考虑（1）公开数据的完整性、（2）不同类型券商的数量结构、（3）业务地域覆盖的广泛性、（4）股东支持程度，选取了 15 家全国综合性券商、39 家区域竞争优势券商和 27 家小券商。上述 81 家券商收入规模占证券行业收入总额的比重超过 98%，对于证券业信用质量的研判具有较强的代表意义。

2017 年以来，受市场和政策不利环境的影响，券商整体信用质量呈下行趋势，其中区域竞争优势券商和小券商下行尤为明显，2019 年，市场环境回暖带动盈利能力改善，同时资本充足率性和流动性保持在较好水平，行业信用质量呈现回升态势。预计 2020 年，随着市场持续回暖以及业务结构优化调整，券商信用质量整体将保持回升态势。根据信用排序高低将样本证券公司细分为 I 到 V 共 5 组，其中全国综合性券商基本为 I 组券商，区域竞争优势券商分布在 II 组~IV 组，内部分化较为明显，而小券商主要集中在 V 组券商。

图 13：各类券商信用质量走势

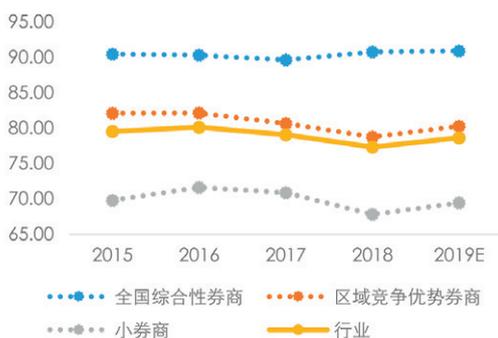
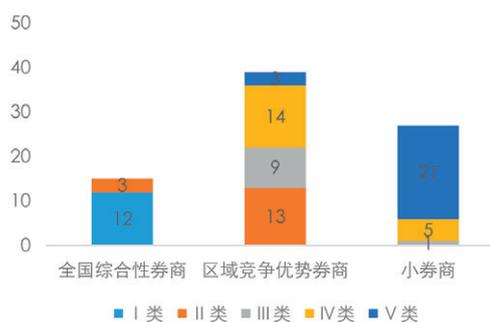


图 14：各类券商信用质量分布



数据来源：wind，东方金诚整理，左图为各类券商信用质量排序平均值。

1) 业务均衡发展的全国综合性券商：资产负债结构保持合理水平，业务创新能力持续增强，整体抗风险能力很强

全国综合性券商各类业务均位居前列，营业收入、经纪业务收入、投行业务收入、资管业务收入和净资本占全行业的比重均保持在 55 ~ 60% 以上，整体信用质量很高。从盈利能力（ROE）拆分看，全国综合性券商经营能力指标（ROA）和杠杆（自有资产 / 净资产）均高于区域竞争优势券商和小券商。从资产负债结构分析看，综合性券商的风险资产占比大多处于合理水平内，且融资渠道多样化程度较高，面临的信用风险和流动性风险整体可控。但国内头部券商规模及业务结构与海外一流券商仍存在明显差距。例如高盛公司的主要收入为机构客户服务，当中又以 FICC、股票做市为重，但目前国内综合性券商的重资产业务（自营和信用业务）对收入贡献仍较大。

展望 2020 年，除巩固现有业务护城河外，全国综合性券商将通过经纪业务财富管理转型、资产管理主动转型等提升非通道类业务收入占比，同时对外开放所带来的海外业务拓展机会，以及衍生品业务发展所产生的风险管理能力的提升均将助力其业务转型发展。

图 15: 各类券商盈利对比分析 (倍、%)

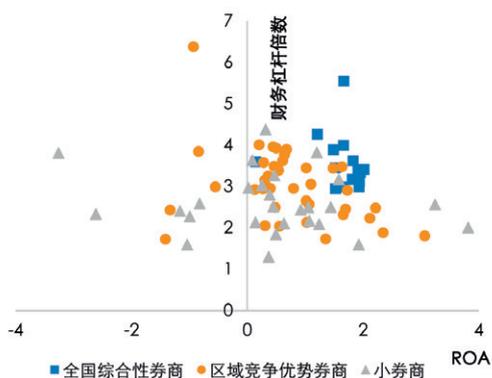


图 16: 高盛公司业务结构 (单位: 百万美元)

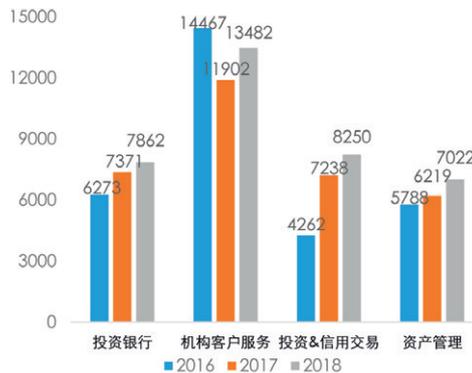


图 17: 综合性券商风险资产占比

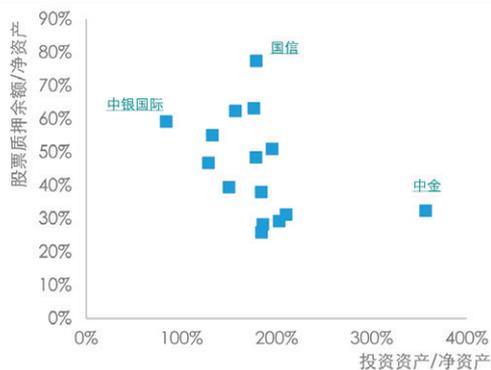
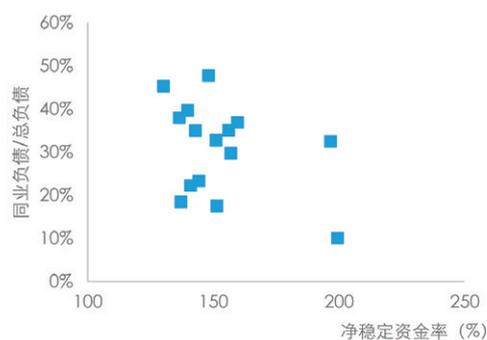


图 18: 综合性券商流动性指标



数据来源: 证券业协会、wind, 东方金诚整理, 考虑到数据可得性, 上图为截至 2018 年末数据。

2) 具有区域竞争优势的券商: 预计区域竞争压力上升, 经营分化加剧, 同时需关注部分券商自营市场风险及股票质押信用风险管理压力

39 家区域竞争优势券商各项业务市场占有率占比合计在 30% 左右。区域竞争优势券商主要由地方国企控股, 股权集中度较高, 业务拓展能够得到股东及当地政府的支持, 但其区域竞争优势在轻型营业部、互联网券商等新生事物的冲击下有所消退。从细分信用质量看, 区域竞争优势券商中 II 组券商主要为上海、江苏、山东、浙江等经济发达省份券商, 整体信用质量较高, 上述券商已设立了相对成熟的投行、资管团队, 逐步迈向综合化经营模式; III 组券商整体经营较为稳定, 区域竞争优势较为稳固, 但收入对自营、经纪等传统业务依赖度较高; IV 组和 V 组券商所属省份经济实力偏弱以及包括部分市属国有券商, 个别券商因违约减值计提及自营收入波动较大等原因导致盈利大幅下滑。

展望 2020 年, 区域竞争优势券商内部分化延续, II 组券商综合化发展程度逐步提升, 其余区域竞争优势券商将聚焦特色业务或区域市场, 或通过合并其他券商 (最有可能是同一层次) 挤进第一梯队, 并购重组逐渐成为区域竞争优势券商做大做强与中小券商赖以生存的手段。同时, 部分区域竞争优势券商投资资产及股票质押待回购余额等风险资产占比偏高, 市场风险和信用风险管理压力相对较大。

图 19：区域竞争优势券商风险资产占比

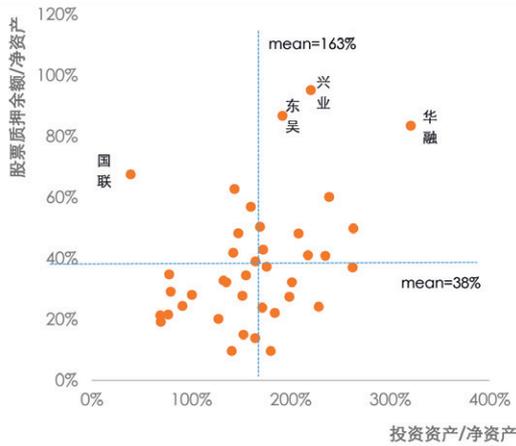
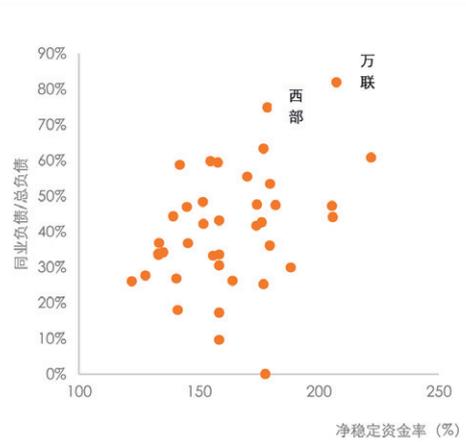


图 20：区域竞争优势券商流动性指标



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理，考虑到数据可得性，上图为截至 2018 年末数据。

3) 小型券商：市场竞争力及融资能力相对较弱，民营控股类券商关联交易风险较为突出

27 家小券商营业收入市场占有率合计不足 8%，其中 55% 为民营控股券商，股权管理办法的出台将对民营券商业务拓展以及股权结构产生一定的影响，关联交易风险管控压力较大。以华信证券为例，其因违约为股东提供融资，导致大幅亏损，且净资本等风控指标不符合监管要求，从而于 2019 年 11 月被撤销全部业务许可，并由国泰君安托管。同时，由于小型券商客户基础相对较为薄弱，融资融券、股票质押等重资产业务拓展不足导致整体杠杆率处于过低水平，不利于盈利水平的提升。

展望 2020 年，小型券商主要优势在于内部考核、管理机制较为灵活，未来需通过业务条线的聚焦，依靠特色化产品设计能力满足长尾客户群体，但业务特色化发展难度很大。整体来看，小型券商融资能力相对较弱，且民营类券商关联交易风险较为突出，未来高风险券商被接管的情形可能再度出现。

图 21：小券商风险资产占比

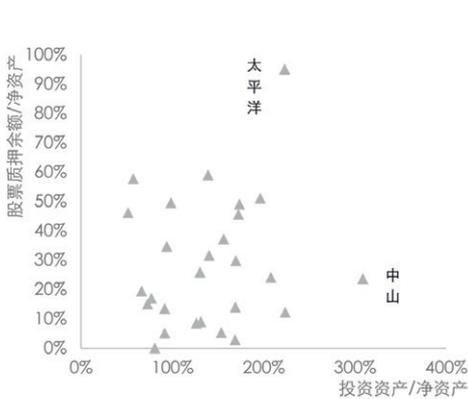
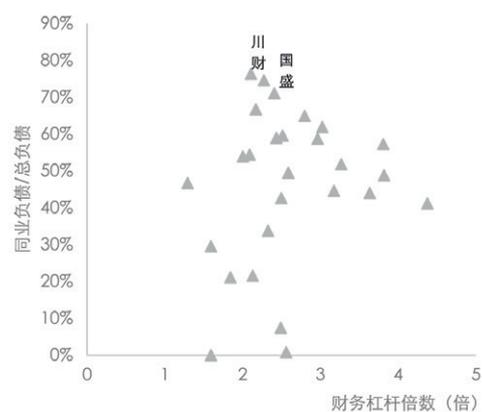


图 22：小券商负债结构及杠杆



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理，考虑到数据可得性，上图为截至 2018 年末数据，由于部分小券商未公布净稳定资金比例数据，故此处采用财务杠杆倍数数据。

行业偿付能力充足，保费收入分化加剧

——人身险行业 2020 年信用风险回顾与展望

金融业务部 李柯莹 楚芸

行业信用质量：2019 年提升，2020 年稳定

图 1：人身险行业经营业绩（亿元、%）

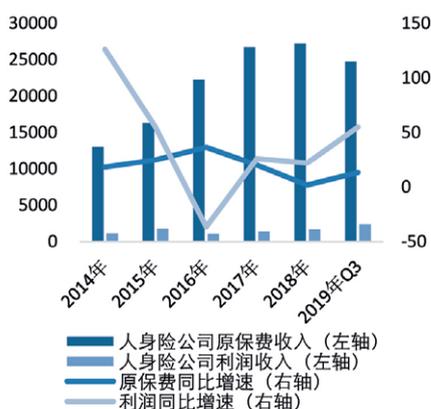
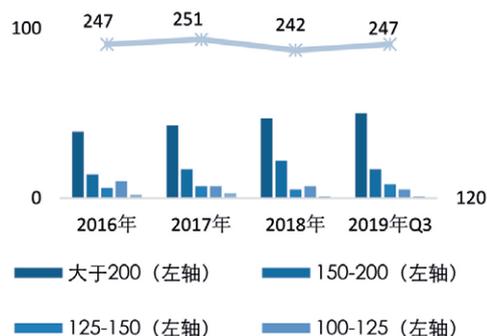


图 2：近三年综合偿付能力指标（家数、%）



主要观点

- 受益于总保费增长、手续费税改革以及上半年权益市场回暖等多重利好因素，人身险行业整体盈利情况较好，预计未来盈利仍将保持较高水平，但高基数效应将使其 2020 年利润增速明显下滑。
- 2019 年以来人身险保费增速回升，上市险企代理人团队转型效果不一，导致新单保费增速及新业务价值正负分化，预计 2020 年分化效应将延续并扩大至中小险企。
- 上半年权益市场的改善使得险资投资收益回升，进而奠定了 2019 年全年经营业绩，预计 2020 年，权益市场仍然存在不确定性，长期固收资产收益率承压，险企投资收益或将有所下滑。
- 人身险行业整体流动性较为充裕，但部分人身险公司或因中短存续期产品满期集中性给付、退保率增高面临一定流动性压力。
- 行业偿付能力充足率保持在合理区间高位运行，未来部分转型困难的中小型人身险公司偿付能力将承压。

2019 年前三季度，受益于负债端保费收入增长、保费业务结构的改善以及资产端投资收益的明显提升，叠加减税政策的实施，人身险行业整体经营状况明显提升。在“回归保障本源”监管理念的引导下，人身险行业发展已从“重规模”转向“重质量”阶段，并逐步开启新一轮向上周期。大型人身险公司转型较快，成熟稳定的代理人队伍、高占比的续期业务收入，将持续利好其未来发展。部分中小险企受前期发展模式影响，退保率居高不下，流动性和偿付能力承压。预计 2020 年，转型领先的公司将在行业发展中脱颖而出，而转型失败的公司在新单承保、流动性、偿付能力等方面将面临考验，行业内信用分化将进一步加大。

一、行业盈利情况

1、受手续费税前列支限额提升、原保费收入增速回升及权益投资增长等多重利好因素影响，2019 年人身险公司盈利情况较好

2019 年前三季度，人身险行业实现利润总额约 2241 亿元，同比增长 76.74%，为 2018 年全年利润的 1.32 倍。上市公司合计实现利润 1638.38 亿元，占行业利润的比重为 73.11%，较 2018 年末提高了 10 个百分点，其中，中国人寿利润增幅较大，主要系投资收益的大幅增长推动利润上升。78 家非上市公司净利润约为 602.62 亿元，其中共有 51 家盈利，27 家亏损。非上市人身险公司中盈利能力最强的系泰康人寿，其次为友邦人寿和阳光人寿。

图 1：近年来人身险行业经营情况（亿元，%）



数据来源：wind，东方金诚整理

2019 年前三季度，行业保费稳步增长，年初开门红效应略低于去年同期，但随着行业转型和产品质量提升，总保费收入积累速度高于去年，投资收益较同期有所上升，保费收入和投资高收益率共同推动了较高行业利润的实现。此外，财政部提升手续费税前列支的限额进一步释放了利润。

表 1：近年来人身险行业盈利能力（亿元、%）

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比								
营业收入	14305.00	100.00	19437.48	100.00	23345.14	100.00	29796.66	100.00	31571.67	100.00
已赚保费	10495.90	73.37	13755.48	70.77	18006.13	77.13	23218.64	77.92	25428.90	80.54
投资收益	-	-	5824.52	29.97	5016.10	21.49	5735.90	19.25	5459.34	17.29
营业支出	13394.04		17959.72		22454.56		28264.97		29652.89	
净利润	-		1222.55		690.55		1153.63		1396.25	
利润总额	962.22		1740.50		1104.57		1390.77		1697.68	
总资产收益率	-		1.40		0.65		0.96		1.04	
净资产收益率	-		13.32		7.07		10.36		12.07	

数据来源：wind，东方金诚整理

2、手续费及佣金税前扣除比例提升，税负压力缓解，进一步释放行业利润

人身公司的保险业务手续费在不超过保费收入扣除退保金余额的比例内可税前扣除。今年5月，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，规定扣除比例从10%提升至18%，同时允许超出18%的部分结转至以后年度扣除。新的手续费及佣金税收政策将明显缓解保险公司税负压力，有利于业绩的提升。规定从2019年1月1日开始执行，2018年度汇算清缴按此执行。

从半年报数据来看，2018年度的抵税会被计入非经常损益，在2019年进行一次性抵扣，非经常性收益叠加新规下本年可少缴的税费预计将大幅提升同期行业利润。根据平安人寿、新华人寿、太保寿险、中国人寿和国华人寿五家上市公司的2018年收入情况及2019年的预测数据测算的结果，2019年五家公司合计增加的净利润为386.98亿元，占2018年全年利润的比重为35.53%。该政策对手续费支出高的险企影响较为明显，其中，国华人寿由于手续费支出较少，所以从该政策中受益比例最低。

3、预计2020年销售队伍转型驱动负债端进一步改善，叠加减税效应，行业利润总体向好，但基数效应或导致增速下滑

预计2020年，产品品质、服务质量改善、代理人团队的转型效果将在未来愈发明显的体现在保费收入上。另一方面，权益市场上贸易战局势未定，但投资者悲观情绪反映已较为充分，市场预期下跌空间有限。因此，保费收入的增长、投资业绩向下空间有限，叠加减税效应，行业盈利能力总体仍然较好。

但行业今年实现的超额利润部分受益于税改政策，以上述五家上市公司为例，以前年度税收抵扣带来的非经常性损益对2019年利润的贡献度高达10.08%。该部分利润已充分释放，难以延续至下年。因此，总体来看，同比2019年的高基数，预计2020年利润增速或将下滑。

表 2：利润变化测算（亿元、%）

	2018 年度						2019 年度			
	保费收入 (扣除退保口径)	手续费支出	旧规下抵 税额	新规下抵 税额	旧规下净利 润	净利润变 化	净利润变化 比例	非经常性 损益	减少的税 费	利润变化
平安人寿	4254.00	804.00	425.40	765.72	733.00	85.08	11.61%	65.33	111.94	177.27
新华人寿	892.00	167.00	89.20	160.56	79.00	17.84	22.58%	13.32	14.91	28.23
太保寿险	1898.00	329.00	189.80	329.00	139.00	34.80	25.04%	35	35.53	70.53
中国人寿	4196.00	627.00	419.60	627.00	119.00	51.85	43.57%	51.54	58.11	109.65
国华人寿	116.73	13.03	11.67	13.03	19.05	0.34	1.78%	0.79	0.51	1.30
合计					1089.05	189.91		165.98	221.00	386.98

数据来源：wind，东方金诚整理

二、承保业务

1、随着人身险产品专项整改工作等监管措施推进，保障性产品为主要稳定收入来源的行业格局逐步显现，推动行业保费增速回暖

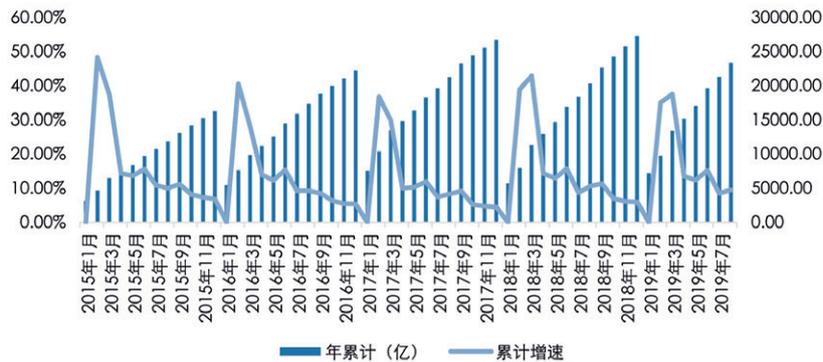
2019年前三季度人身险行业实现原保费收入24751亿元，规模保费收入32037亿元，其中原保费收入同比增长13.26%，而去年同期原保费收入增速为-2.45%。今年前三季度的高增速一方面由于上年同期保费收入基数较低，另一方面，经过两年的人身险产品回归保障本质的转型，产品逐步规范、服务质量改善，产品对客户

吸引力得以提高。

图 2：近十年人身险行业原保费收入情况（亿元，%）



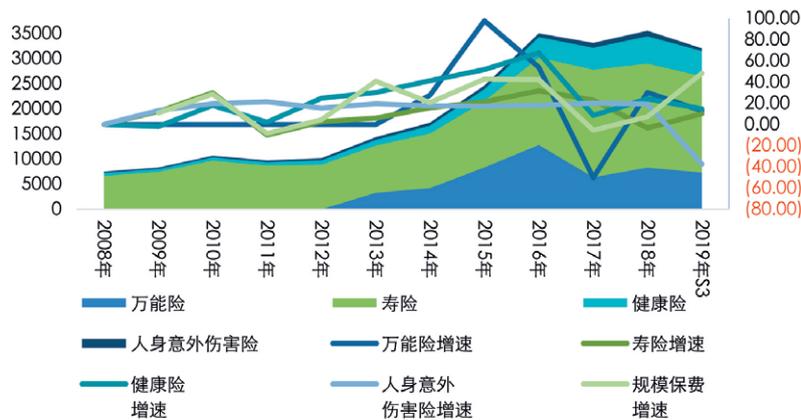
图 3：近年来人身险行业月度保费收入及增速（亿元，%）



数据来源：wind，东方金诚整理

从保费收入的产品结构来看，寿险、健康险、意外险三类保障性险种合计占比连续两年稳定在 75% 附近。其中，2019 年三季度寿险保费同比增速为 10.08%，增速扭负为正，健康险增速最高，达 14.78%。

图 4：分险种保费收入及增速（亿元，%）



数据来源：wind，东方金诚整理

2016 年以来，监管层为了规范人身险产品经营，陆续下发了一系列政策，从产品设计、产品收入占比、代

理人等方面做出了规范性要求。保障性产品收入占比经历了前几年的剧烈波动，逐渐趋于稳定，标志着市场已开始回归本源。

表 3：人身险产品规范经营相关监管政策

时间	文件	主要内容
2016.3	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	对中短续期产品进行定义，对销售该类产品的保险公司的偿付能力提出要求，并对该类产品的年保费收入进行了限制。
2016.9	《进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	提高人身保险产品的风险保障水平，下调万能保险责任准备金评估利率，并对中短存续期业务占比提出比例要求，进一步完善人身保险精算制度，发挥保险保障功能。
2016.9	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》	规定所有产品需审批或备案，建立违规产品退出机制；规定保险公司对报备产品负有主体责任，并年度回溯产品经营情况报备监管；万能险产品要建立单独核算制度。
2017.5	《关于规范人身保险产品产品开发设计行为的通知》(134号文)	规定年金险的首次生存保险金给付应在 5 年之后且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%；不得以附加险形式设计万能型和投资连结型保险。
2017.5	《关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》	建立中介渠道业务管理制度体系，明确管理责任人；落实对中介渠道业务主体管控责任，加强资质管理、业务管理、档案管理，及时报告发现的中介渠道业务主体违法违规行为
2017.7	《保险销售行为可回溯管理暂行办法》	通过对保险公司、保险中介机构保险销售行为可回溯管理，记录和保存保险销售过程关键环节，实现销售行为可回放、重要信息可查询、问题责任可确认、消费者权益可保障
2018.5	《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》(19号文)	严查违规开发产品，包括通过变相提供生存金快速返还的产品、异化产品设计形态使“长险短做”的产品、以营销为噱头的严重缺乏经验数据的产品和通过设定不合理的理赔条件惜赔、拒赔导致损害消费者利益的产品，不合规的产品需要在 7 月下架。
2019.2	《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	要求保险公司建立权责明晰的中介渠道业务管理制度体系并加强对合作中介渠道主体的管理，不得委托未取得合法资格的机构或没有进行执业登记、不具有专业知识个人从事保险销售活动，不得给予中介主体或投保人合同外利益，不得套取费用。另外保险公司每季度需向银保监会报送中介渠道业务报告。
2019.4	《中国银保监会办公厅关于印发 2019 年保险中介市场乱象整治工作方案的通知》	开展保险中介市场乱象政治工作，压实保险公司对各类中介渠道的管控责任，排查保险中介机构业务合规性。
2019.8	《商业银行代理保险业务管理办法》	明确险种保费收入占比，规定商业银行销售意外险、健康险、定期寿险、终身寿险，以及保险期间不短于 10 年的年金保险、两全保险，和财产险（不包括投资型）保费收入占比不得低于保费总收入 20%；规定佣金结算应由保险公司一级机构和银行一级机构统一进行，严禁账外核算和经营；规定商业银行网点和保险公司的合作期不得少于一年；优化准入和退出机制，对于一年内因保险代理业务出现纠纷的网点撤销授权

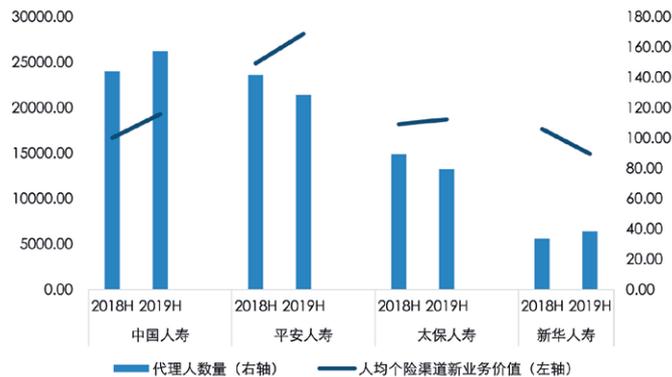
2、上市险企新单保费增速分化明显，代理人团队数量和质量对险企新业务价值影响较大

四家上市险企前三季度保费收入为 15068.50 亿元，同比增长 7.90%，增速低于行业整体水平，其中，仅中国人寿新单保费实现正增长，增速为 6.50%，平安、太保、新华增速分别为 -7.0%、-12.3%、-0.5%。上市公司保费收入结构转型较早，目前新单保费收入主要依赖代理人渠道，四家公司新单增速分化源于代理人发展战略不同。数量上来看，太保实施优化人才战略缩减代理人规模，平安在强化考核的同时开发“智慧客服”替代传统代理人，中国人寿与新华处于增员状态，但中国人寿早于同业开展代理人清虚，目前已进入量质齐升阶段，其人均个险新业务价值（个险渠道新业务价值 / 代理人数量）较去年同期有所上升，太保、平安的人均产能亦有

所提升。总体来看，以量换质是上市险企对代理人团队发展的共识，但其产能的培育仍需要时间。

新单保费收入的分化对各险企的新业务价值也有所影响。国寿 2019 年 2 季度同比增速达 22.73%，远超上市公司平均水平；平安人寿今年以来淡化开门红，保障性产品占比提升推动新业务价值率大幅上升从而抵销新单保费收入的下降，实现 4.70% 的新业务价值增长；新华和太保在新单保费负增长的影响下，新业务价值均有所下滑。

图 5：上市险企代理人数量及人均产能（元 / 年，万人）



数据来源：wind, 东方金诚整理

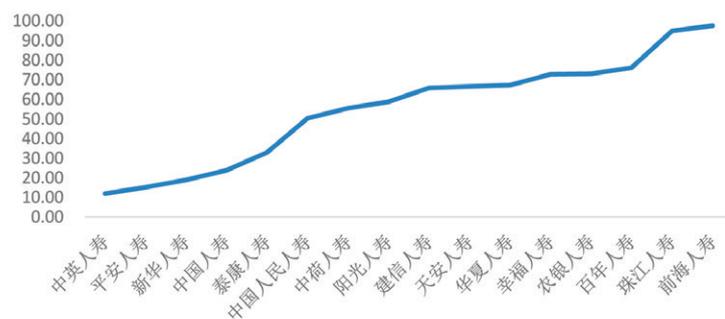
3、银保渠道保费收入受多方压力，中小险企面临保费收入结构转型压力

2019 年以来，银保监会从银保渠道收入占比、保险中介机构合规等多方面加强了对代理人以外的销售渠道的监管，对于中小险企来说，依托银保趸缴业务冲规模的发展方式难以为继。

长期来看，一方面银保渠道费用高、利润薄，销售人员专业性参差不齐，另一方面银保渠道销售多为趸缴产品，现金流较不稳定，不利于控制公司的流动性风险。在成熟的保险市场，代理人渠道保费收入占比很高。2018 年，美国的代理人渠道保费收入占比在为 88%。

传统人身险公司由于历史沉淀，且较早转型，代理人在数量上和质量上均具有优势，对于仍大量依赖储蓄型产品的中小险企，未形成续期收入拉动总保费的发展态势，如今银保渠道逐渐受到多方面压力，上述险企如不能及时构建高质量销售团队，将面临一定的保费收入压缩压力。

图 6：发债人身险企银保渠道保费收入占比 (%) ¹



数据来源：wind, 东方金诚整理

¹ 人保健康不适用

4、预计 2020 年行业保费收入将继续稳步增长，代理人团队质量数量变化导致新单保费分化效应将持续并扩大至全行业

经过一年的低增速，从 2019 年保费收入情况来看，行业回归保障的转型已基本完成。根据多家机构对于四家上市公司（平安人寿、太保人寿、新华保险及中国人寿）的营业收入的预测，并假设以上四家公司保费占营收比例保持在 2018 年水平，预测 2019 年及 2020 年的保费收入情况如下。其中，2019 年增速最高的为中国人寿，主要原因系 2018 年保费基数较低，2019 年以来其续期保费及短期健康险发力，带动保费整体实现较高增长；2020 年太保人寿、平安人寿增速最高，其 2019 年为优化代理人团队，代理人数量大幅降低，但预计精简后的代理人团队将在 2020 年推动保费快速增长。此外，中小险企保费渠道建设进程整体落后，行业发展过程中，能够及时调整保费收入结构、构建高质量代理人团队的公司经营稳定性将得到提升。

表 4：四大上市险企保费收入预测（百万元，%）

	2018 年保费收入	预计 2019 年保费收入	预计 2020 年人身险收入	2018 年保费收入	2019 年增速	2020 年增速
平安人寿	570523.00	613719.41	687358.47	570523.00	7.57	12.00
太保人寿	202414.00	216307.86	246275.18	202414.00	6.86	13.85
新华人寿	122286.00	130192.62	143277.58	122286.00	6.47	10.05
中国人寿	535826.00	600484.80	666287.20	535826.00	12.07	10.96

数据来源：wind, 东方金诚整理

行业经营环境方面，外部产品即同期银行理财、货币基金收益下行，具有“刚兑”属性的保险年金产品竞争力增强。以已公布的中国人寿 2020 年开门红产品“鑫享至尊”为例，其万能账户年化结算利率为 5.3%，远超出同期银行理财的 4% 的收益率。此外，我们在上市险企预测的基础上，假设其保费集中度与 2019 年前三季度持平，预测 2020 年行业将实现 40156.61 亿元规模保费收入。保费收入结构方面，考虑到 2019 年前三季度各险种保费收入结构与 2018 年变化较小，我们预测 2020 年该比例基本不变。

表 5：人身险行业保费收入预测（亿元，%）

	万能险	寿险	健康险	人身意外伤害险	原保费	规模保费
预计保费	9248.70	23776.54	6198.33	933.01	30907.90	40156.61
占比	23.03	59.21	15.44	2.32	76.97	100.00

数据来源：wind, 东方金诚整理

三、投资业务

1、上半年权益市场表现优于去年同期，为行业全年投资收益的提升奠定了良好的基础

受保费稳定增长及资本市场回暖的共同作用，险资运用余额稳定增长，资产配置仍以固收类为主，截至 2019 年 6 月底，险资运用余额共计 173672 亿元，较年初增长 5.84%，增速稳定。上半年行业平均收益率

2.78%，同比提升 0.4 个百分点。A 股市场上半年持续回暖，沪深 300 指数上涨幅度达到 26%，股票、基金分红增加，虽然下半年市场震荡，但上半年实现的公允价值变动和买卖价差贡献收益提振全年利润。

上市公司方面，前三季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别实现年化总投资收益率 6.0%、5.7%、5.1%、4.7%，同比变动 +2.0、+2.4、+0.4、-0.1 个百分点。其中，中国人寿投资条线市场化改革深化，在估值低位布局聚焦于业绩稳健的优质标的，高股息及公允价值变动贡献较高投资收益；平安、太保人寿调整资产配置组合，提高股权型投资占比；新华保险总投资收益率较去年同期小幅下降，主要为其计提可供出售金融资产减值损失大幅提升。

图 7：险资运用余额变化（亿元，%）

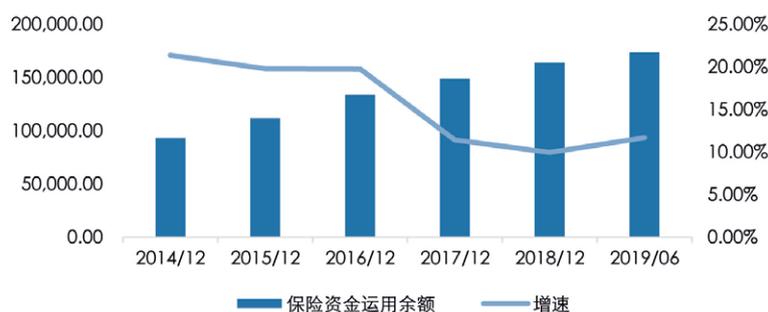


图 8：险资投资收益率 (%)



数据来源：wind，东方金诚整理

2、2018 年来债市违约主体数量上升，部分投资风格激进的人身险公司投资风险增加

2018 年以来，信用债违约节奏加快，信用事件频繁曝光，市场上债券及非标投资违约项目规模上升，同时违约风险向中高等级主体蔓延。险资配置中，固定收益类产品为占比最高的资产大类，但各家公司风险偏好及风控能力不同。部分中小型公司负债端激进，为匹配高成本，采取的投资风格也较为激进，债券投资及非标产品投资规模较大，信用风险敞口难以有效缓释。当前市场环境下资产质量较差，需此类公司的投资风险。

图 9：2014 年以来债券违约情况（亿元，支数）



数据来源：wind，东方金诚整理

3、预计债市收益率将走低，权益市场仍然存在不确定性，2020 年投资收益或将有所下滑

对于四季度及 2020 年，随着国内经济逆周期调节及全球进入降息周期，预计债市收益率将呈现陡峭下行趋势。长期来看非标产品到期后，再投资收益率下降，低利率市场环境下保险公司投资将承压。对于权益市场，考虑到宏观经济增速下降，中美贸易摩擦局势仍未明朗，市场震荡行情或仍将延续，整体来看 2020 年险企投资收益或将有所下滑。

四、风险状况

1、未来一年人身险公司流动性较为充裕，但中短存续期快返产品集中性满期给付可能增加未来流动性管理难度

人身险公司主要通过匹配投资资产的期限与相应保险责任的期限来控制流动性风险，保证资产能够以合理的成本及时变现，以应对集中给付或退保率升高等随时出现且较难遇见的大量现金流支出。随着监管趋严，行业中短存续期产品比例逐渐下降，负债端期限将拉长，为寿险业务发展提供较为稳定的资金来源。

表 6：保险公司中短存续期产品监管政策

日期	2016 年	2017 年	2018 年
险企所销售的预期 60% 以上的保单存续时间在 1 年以上（含 1 年）3 年以下（不含 3 年）的中短存续期产品的年度保费收入占比，不得超过	90% 以内	70% 以内	50% 以内
日期	2019 年	2020 年	2021 年
自 2019 年 1 月 1 日起，险企中短存续期产品年度规模保费收入占当年总规模保费收入的比重不得超过	50%	40%	30%

数据来源：《中国银保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，东方金诚整理

从人身险公司近期的流动性比率、流动性覆盖率等财务指标来看，未来一年行业流动性较为充裕。78 家披露数据公司中，77 家预计未来一年内现金净流入或资产端流入现金对于负债端流出现金覆盖率高于 100%，在下一季度签单保费较去年下降 20% 且退保率上升一倍的压力情景下，仅 2 家公司流动性覆盖率低于 200%。

表 7：2019 年 3 季度流动性承压公司 (%)

	综合流动性比例 (3 个月内)	综合流动性比例 (1 年内)	压力场景下流动性覆盖率
天安人寿	411.00	-857.00	162.00
中法人寿	10151.19	7.95	122.92

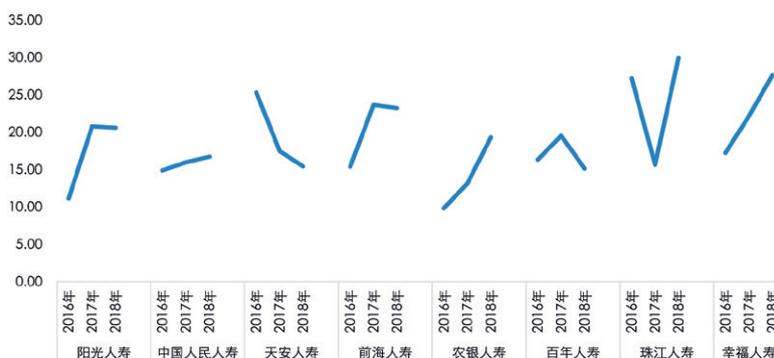
表 8：部分发债企业综合流动性比例 (1 年) (%)

	最新信用评级	2017	2018	2019Q3
百年人寿	AA	142.87	81.23	258.98
前海人寿	AA	136.00	371.00	819.00
天安人寿	AA	-861.00	316.00	-857.00
中荷人寿	AA	281.14	328.74	234.49
珠江人寿	AA	143.73	210.02	1151.57
安邦人寿	AA+	未披露	未披露	未披露
华夏人寿	AA+	204.12	188.21	455.88
幸福人寿	AA+	372.16	188.49	622.29
中英人寿	AA+	119.00	117.00	177.00
中美联泰大都会	AA+	-118.00	-106.00	-89.00
中信保诚	AA+	-1359.00	-842.00	-8586.00
富德生命	无公开评级	125.00	104.00	148.00
恒大人寿	无公开评级	246.01	455.65	295.36
民生人寿	无公开评级	269.00	183.00	137.00
信泰人寿	无公开评级	295.12	596.67	-816.56
长城人寿	无公开评级	84.00	592.99	-215.62
太保寿险	无公开评级	498.00	380.00	108.00
中邮人寿	无公开评级	441.00	-5508.00	-140.00

数据来源：wind，东方金诚整理

但东方金诚也关注到中短存续期产品的监管急刹车，让少量依赖该产品拉动保费收入的险企面临保费收入下降、集中性满期给付带来的流动性压力。以中短期产品中主要的万能险为例，2016-2018 年保险业保户投资款新增交费分别为 11860.16 亿元，5892.36 亿元，7953.73 亿元，占据原保险保费的比重为 55%、23%、30%，这些高现价高收益的产品将在 2019 年和 2020 年进入刚性兑付期。对于前期大量依赖中短期产品快速扩张的中小型公司，未来几年，可能会面对集中性满期给付、退保率大幅上升带来的流动性压力。

图 10：部分发债企业退保率（%）



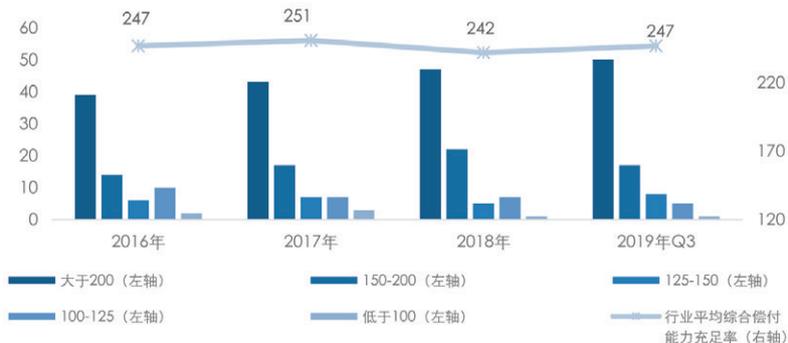
数据来源：wind、公司年报、偿付能力报告，东方金诚整理

2、人身险行业偿付能力整体较为充足，但部分经营业绩较差的人身险公司偿付能力承压

根据 2019 年 2 季度偿付能力评定结果显示，44 家公司获得 A 类评级，30 家为 B 类，风险等级不达标的人身险公司共两家。其中君康人寿受退保率较高影响，一季度亏损额较高，偿付能力存在一定压力，被评定为 C 等级，中法人寿因增资不到位，偿付能力持续下滑被评定为 D 等级，此前已连续两年被评为 D 等级。

偿付能力充足率方面，2019 年 3 季度末，人身险行业平均偿付能力充足率为 247%，低于监管标准 100 的仅中法人寿一家，另外还有 3 家低于 125% 接近监管线，分别是百年人寿、珠江人寿和天安人寿。

图 11：近三年人身险公司综合偿付能力充足率总体情况（家，%）



数据来源：各公司公开的偿付能力报告，东方金诚整理

对比 2018 年末，行业平均偿付能力充足率上升 5 个百分点，仍然处于较高位，充足率低于 125% 的公司数量由 8 家减少至 6 家，其中华夏人寿、上海人寿、天安人寿、君康人寿、百年人寿、富德生命人寿通过发行资本补充债券、加大分出保费力度等方式提高了偿付能力。

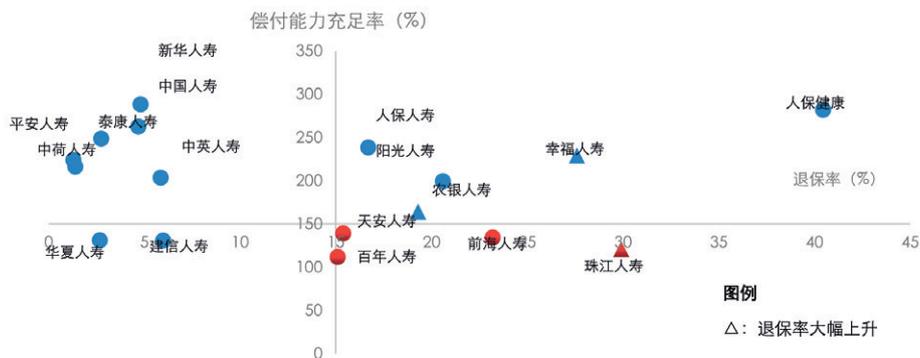
表 9：偿付能力承压人身险公司（%）

	最新一期监管风险等级	2019Q3	2018 年	2017 年	2016 年
中法人寿	D	-14743.40	-7774.25	-4035.94	-140.00
百年人寿	C	104.17	100.15	128.80	170.52
珠江人寿	B	120.71	102.48	101.94	124.48
天安人寿	B	123.15	120.81	130.86	123.07
富德生命人寿	未披露	130.00	122.00	123.00	116.00
华夏人寿	未披露	131.14	123.00	124.08	125.22
上海人寿	B	127.00	123.00	137.00	131.00
君康人寿	C	137.00	124.75	166.03	168.30
建信人寿	A	124.00	131.00	165.00	167.00
信泰人寿	B	123.69	134.90	156.30	135.19

数据来源：各公司公开的偿付能力报告，东方金诚整理

由于公司的基本面由行业环境及公司经营能力决定，其经营结果会通过盈利能力、退保率进而传导到综合偿付能力，而高退保率又意味着流动性压力增加，同时会导致高退保金进而削弱短期盈利能力。因此，可以通过建立关于退保率和综合偿付能力比率的二维分析图，根据上年末退保率是否高于 15% 及 2019 年综合偿付能力比率是否高于 150%，将发债险企进行分类为四类来分析风险状况。其中，第四象限的发债主体当前偿付能力相对较弱，目前主体评级均为 AA；对于退保率高于 15%，且呈现上升趋势的公司，需持续关注保费收入结构及流动性缓释能力；而退保率稳定但偿付能力承压的企业，虽然面临资本补充压力，但已开始保费收入转型，经营将逐渐企稳。

图 12：发债人身险企偿付充足能力、退保率分布图



数据来源：wind，东方金诚整理

五、债券市场展望

1、部分人身险公司通过发债融资补充资本，带动行业发债规模回升

2019年1-11月，共有6家人身险公司发行债券，发债品种均为10年（5+5）期公开发行的资本补充债券，债券发行规模436.5亿元，同比增长165.5%，发债规模远低于证券行业和银行业。同期，证券公司债券融资规模4534亿元，商业银行债券融资规模8691亿元²。新发行的7只债券中，2家为新增发债主体，分别是珠江人寿和百年人寿。从二级市场交易来看，保险公司债券交易量较低。

图 13：人身险公司债券发行情况

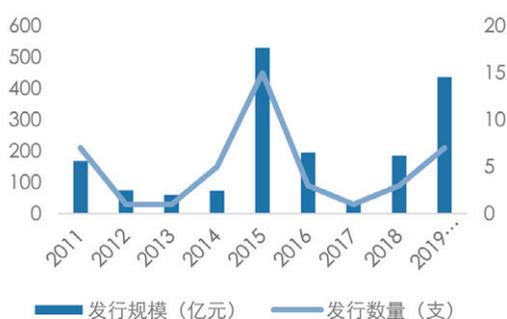


图 14：人身险公司主体评级分布

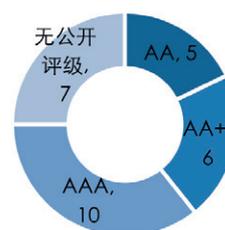


表 10：2019 年发行债券明细

证券简称	起息日期	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	利差 (BP)	最新债项评级	最新发行人评级	评级展望	评级变动
19 中国人寿	2019-03-22	350.00	10	4.28	120.89	AAA	AAA	稳定	维持
19 珠江人寿 01	2019-03-28	18.00	10	6.25	328.42	AA-	AA	稳定	维持
19 百年人寿	2019-03-28	20.00	10	6.25	328.42	AA-	AA	稳定	维持
19 珠江人寿 02	2019-06-25	8.50	10	6.25	319.83	AA-	AA	稳定	维持
19 中英人寿 01	2019-07-16	15.00	10	5.24	220.89	AA	AA+	稳定	首次
19 珠江人寿 03	2019-10-08	5.00	10	6.25	319.83	AA-	AA	稳定	维持

数据来源：wind，东方金诚整理

截至2019年11月30日，行业28家发债主体中有公开市场级别的共计21家，其中AAA级别共10家，AA+级别6家和AA级别5家。人身险公司具有较强的外部监管，且牌照稀缺，因此整体信用评级中枢较高。级别稳定性方面，大部分险企级别稳定性较好，行业级别下调情况较少，2018年行业级别主体级别无变动。2019年3月，中债资信评估有限公司将幸福人寿主体级别由AA+下调至AA，评级展望维持稳定，下调原因是2018年度保费收入大幅下滑。

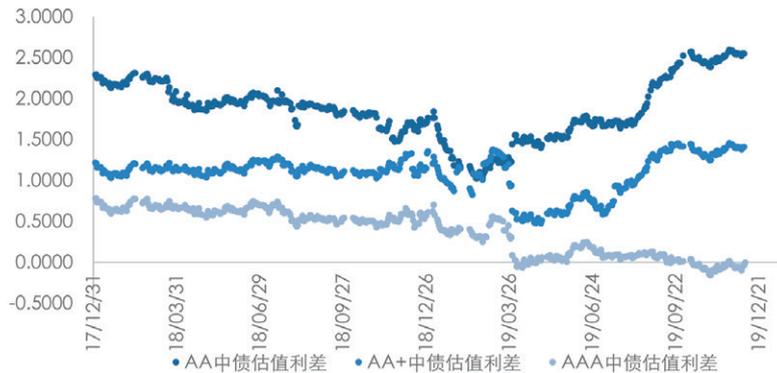
预计未来发债规模将有所回升，主体将仍集中于资金成本较低的龙头企业及偿付能力承压的公司。

² 不含同业存单。

2、人身险行业发展进入成熟期，整体信用质量提升，大型险企与中小险企业经营情况及债券信用利差将进一步分化

2019 年以来，受新发行主体资质下沉影响，人身险行业信用利差一改 2018 年全年平稳收窄的态势，年初震荡后大幅走阔。行业龙头企业资质保持稳定，一季度、三季度末，AAA 主体债券收益率与 10 年期国债倒挂，市场认可度较 2018 年有所上升。预计 2020 年，发债主体仍将以资金成本低的龙头企业和面临资本补充压力的弱资质主体为主，信用利差还将进一步走阔。

图 15：中债估值利差图



数据来源：wind，东方金诚整理

六、人身险行业信用质量展望

人身险行业发展整体进入成熟期，信用质量有所提升。在经历 2018 年的调整后，保费收入开始恢复增长，行业迈进更加稳定健康的发展阶段。对于转型早的龙头保险公司，产品、服务和科技信息是保费增长的长期驱动力，成熟稳定的代理人队伍积累和高规模的续期保费，将持续利好其发展。对于中小保险公司，保费增长将出现差异化表现，转型领先的公司将在行业新一轮向上周期中脱颖而出，而转型失败的公司在新单承保、流动性、偿付能力等方面将面临考验。预计 2020 年，随着我国保险行业的进一步细化，监管将进一步限制产品定价，利好定价审慎的上市公司和龙头非上市公司。考虑到上述两类保险公司经营着人身险行业近 80% 资产份额，其良好的信用质量将为行业整体信用状况的稳定提供支持。

本文通过对行业数据以及数据相对完整的有公开评级的 17 家发债人身险公司样本，从经营规模与竞争力、流动性与综合偿付能力以及盈利状况等方面，对样本险企信用表现进行排序。上述发债险企，合计保费市场占有率近 70%，涵盖主要的大型寿险公司和部分中小险企，具有较强的代表意义。从信用评分结果来看，2017 年至 2019 年，17 家发债险企平均得分分别为 82.17、82.59 和 82.65 分，信用质量稳中向上。对于上述发债主体，本文根据信用排序高低将其划分为 I 到 III 共 3 组：对于上述发债主体，本文根据信用排序高低将其划分为 I 到 III 共 3 组：

① 组 I 包括的是四家上市公司和一家非上市公司，均为行业内龙头企业。改组险企多年来经营稳健，保费收入主要来源于代理人团队；受益于保费收入结构，新业务价值总体较高且退保率处于低位或呈下降趋势；依托较高的资本金以及多年保费收入沉淀，投资收益规模亦处于较高水平；偿付能力充足率在合理区间内保持高位运行，资金运用效率高。这部分险企率先完成保费收入结构转型后，预计 2020 年负债端保费收入将更加稳定，规模效应在保费端及投资端优势进一步凸显，信用质量将持续得到强化和提升。

② 组 II 包括 6 家险企。该组险企银保渠道对保费收入贡献较大，当前正在逐步降低对于银保渠道保费收入

的依赖度，但代理人团队产能及保单质量仍待进一步提升；部分公司此前受退保赔付金支出压力影响，盈利水平有所下滑，但目前退保率已较为稳定或逐渐降低。预计 2020 年此类公司保险业务经营将企稳，部分险企成长性较好，但仍将面临一定的保费收入转型及代理人团队建设的压力。

③ 组 III 中的 6 家险企，整体经营规模偏小，市场竞争力偏弱。在业务规模小或经营亏损的影响下，该组险企偿付能力偏弱；对于保费构成中中短存续期占比高的险企，退保率还将进一步上升，可能在削弱公司盈利能力的同时带来流动性压力。总体来看，2020 年此类公司面临一定流动性压力和资本补充压力。

表 11：发债人身险公司核心指标（亿元，%）

风险等级	简称	原保费收入	投资收益	综合流动性比例 (%)	偿付能力充足率 (%)	ROE(%)	实际资本	退保率 (%)
I	中国人寿	5320.23	1113.96	496.00	262.58	3.68	7613.67	4.69
	平安寿险	4423.88	1127.57	-193.81	218.80	44.16	7647.27	1.30
	新华人寿	1199.47	338.03	356.00	274.51	12.25	2252.99	4.80
	泰康人寿	1204.06	287.98	283.30	238.00	29.87	1706.20	2.75
	中国人民人寿	926.80	179.48	244.14	244.00	2.21	732.42	16.70
II	阳光人寿	372.31	119.37	173.00	221.49	13.69	549.23	20.59
	建信人寿	219.50	59.23	237.03	165.00	5.74	158.59	5.98
	农银人寿	159.07	38.39	100.20	164.45	3.01	104.79	19.31
	人保健康	137.97	13.53	79.80	282.00	0.38	103.54	40.46
	华夏人寿	1559.29	281.82	188.21	123.00	13.57	505.57	2.67
	中英人寿	74.14	11.41	117.00	193.65	8.94	103.04	5.85
III	幸福人寿	91.29	13.11	188.49	186.07	-	108.23	27.60
	前海人寿	475.16	115.69	371.00	137.63	3.74	324.56	23.21
	天安人寿	496.58	56.17	316.00	120.81	0.69	313.79	15.40
	百年人寿	364.18	45.79	81.23	100.15	13.17	87.81	15.11
	中荷人寿	46.52	8.12	328.74	191.00	3.55	41.40	1.40
	珠江人寿	42.05	35.19	210.02	102.48	-	77.72	29.92

数据来源：wind，东方金诚整理

风险与机遇并存 龙头效应愈加突显

—— 债券担保机构 2020 年信用风险展望

金融业务部 李茜 鲁金飞

行业信用质量：2019 年维持稳定 2020 下行压力较大

担保公司收入和盈利情况



担保公司代偿风险及代偿能力

单位：亿元、%、倍

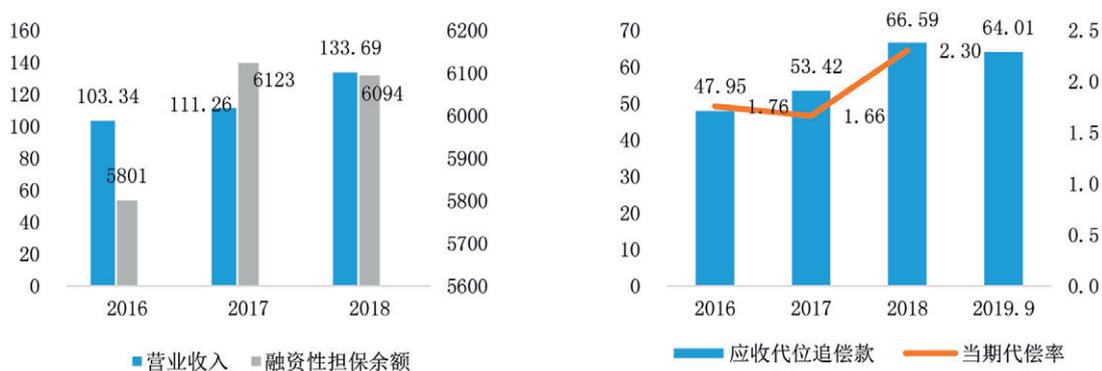
	2016	2017	2018	2019.9
应收代位追偿款	47.95	53.42	66.59	64.01
当时代偿率	1.76	1.66	2.30	-
现金类资产占比	15.96	15.18	16.16	18.08
实收资本	660.38	763.60	806.18	827.15
净资产	872.86	1045.58	1072.85	1140.13
担保放大倍数	9.63	8.20	7.88	-

主要观点

- 随着新增债券担保规模的下降以及投资业务的受限，预计 2020 年担保机构收入增速将放缓。
- 受中小企业经营承压以及部分城投债发行人债务压力较大影响，担保公司代偿规模持续增长，预计 2020 年代偿压力依然不减。
 - 为提高资金营运效率，担保公司投资规模较大，现金类资产占比较低，受资产结构调整难度较大影响，预计未来担保机构资产流动性仍将偏弱。
 - 部分担保公司现金类资产对代偿覆盖度不足，或将面临因代偿压力上升而流动性不足而导致短期内代偿能力丧失的可能性。
 - 随着股东注资，担保公司资本实力不断增强，预计 2020 年资本充足性高的担保机构代偿能力将维持在较高水平。

在公开市场上进行债券担保的担保机构共有 40 家，主要集中在各省 / 市内龙头担保公司。本文选取具有公开数据的 13 家作为样本担保公司 1 进行相关研究，其中 AAA 级别 12 家，AA+ 级 1 家。从样本担保公司数据看，担保公司融资性在保余额在经历 2017 年快速增长后 2018 年有所回落；得益于非担保业务收入的快速增长，担保公司收入实现稳步增长；受被担保客户信用风险加大影响，担保公司代偿规模持续增长。

图表 1 担保公司概况（单位：亿元、%）



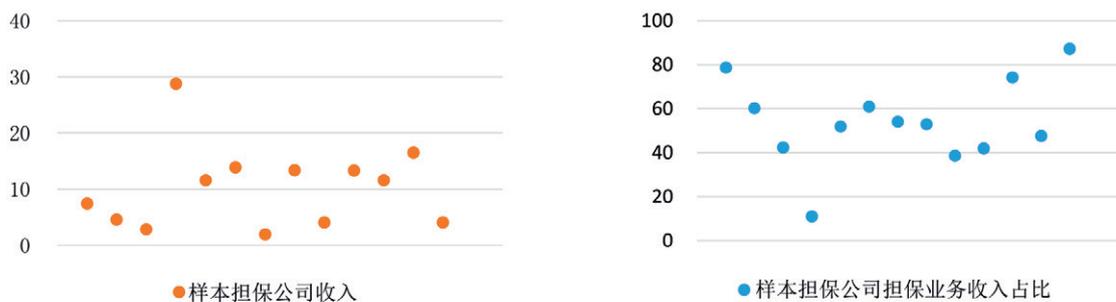
数据来源：wind，东方金诚整理

一、收入与盈利

随着担保业务规模收缩以及投资资产配置受限，预计未来担保公司收入增速将放缓

2019 年前三季度，样本担保公司实现营业收入 96.28 亿元，担保业务收入 58.17 亿元，净利润 42.82 亿元。从样本担保公司的收入分布来看，大部分样本担保公司的收入集中在 10 亿元 ~ 15 亿元之间，非担保业务收入占比集中在 40% ~ 60% 之间。

图表 2 样本担保公司营业收入和担保业务收入占比分布情况¹（单位：亿元、%）



数据来源：wind，东方金诚整理

注：2019 年 9 月末净资产收益率进行了年化处理

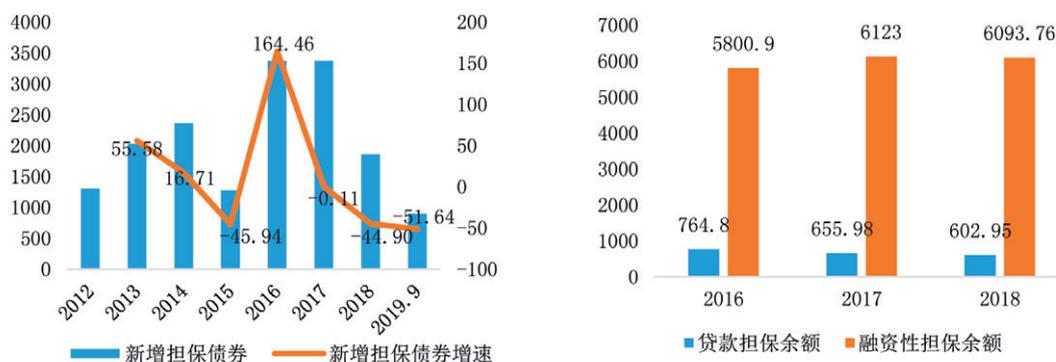
从收入构成来看，2019 年前三季度样本担保公司担保业务收入和非担保业务收入占比分别为 60.42% 和 39.58%。2018 年以来金融严监管叠加政府债务严监管对企业的经营和融资造成了一定的负面影响，债券违约现

¹ 报告选取了业务品种较为齐全、资本实力较强、债券担保市场占有率位于行业前列的 13 家担保公司进行财务分析，其中 8 家为政策性担保公司。

² 图中数据按照样本担保公司实收资本规模进行排序作图。

象增多，担保公司提高了债券担保准入门槛。2018 年，市场新增担保债券 1690.41 亿元，增速较 2017 年大幅下降 46.02 个百分点。2019 年前三季度，全行业新增担保债券 893.50 亿元，占 2018 年新增担保债券的 52.86%。由于企业经营及融资环境仍未明显改善以及担保公司风控要求的提高，预计 2020 年担保债券发行规模仍将呈下滑趋势，同时为践行普惠金融政策，各地政府发文要求担保公司降低费率，预计未来担保公司贷款担保业务收入增速亦将有所放缓。

图表 3 新增担保债券情况及贷款担保情况（单位：亿元、%）



数据来源：wind，东方金诚整理

近年来担保机构大量资金投向了委托贷款、理财产品、信托和债券等，由此带来的利息收入、投资收益等非担保业务收入逐年增加，逐渐成为担保公司收入和利润的主要来源。2018 年，样本担保公司非担保业务收入占营业收入的比重为 53.23%，同比上升 5.09 个百分点。但《融资担保机构管理条例》和《四项配套制度》要求担保公司实施资产比例管理，担保公司资产配置中委托贷款、投资等业务比重受限，投资收益增速将放缓，预计将对营业收入造成负面影响。

从盈利能力来看，2019 年前三季度样本担保公司年化净资产收益率为 5.16%，较 2018 年提升 0.31 个百分点。相较于商业银行和非银金融机构³，担保公司整体盈利能力偏弱。

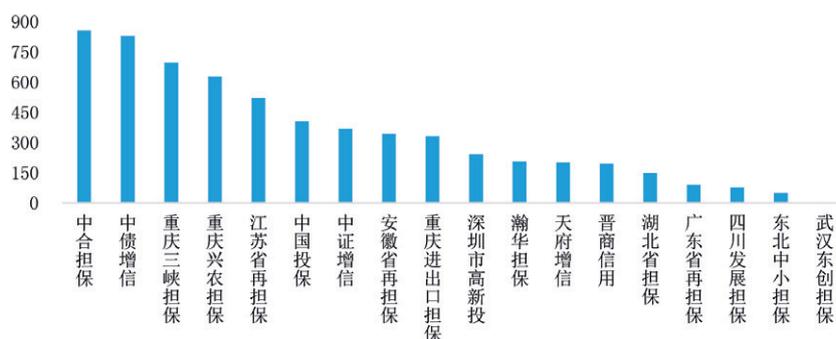
二、担保组合风险

截至 2019 年 9 月末，全行业债券担保余额为 6350.24 亿元，较 2018 年末下降 14.14%。其中，城投债担保余额为 5334.02 亿元，占债券担保余额的 84.00%，较 2018 年下降 5.25 个百分点；民营担保债券余额为 306.90 亿元，较 2018 年末上升 50.11%，占债券担保余额的比重为 4.83%。

从集中度来看，截至 2019 年 9 月末，中合担保、中债增信、重庆三峡担保、重庆兴农担保和江苏省再担保等债券担保余额合计为 6191.65 亿元，占全行业债券担保余额的比重为 97.50%。其中，中国投保、安徽省担保、东北中小担保和武汉东创担保所担保的债项均为城投债，而深圳市高新投、北京中关村担保以及广东省再担保民营债券担保占比高。

³ 2018 年商业银行净资产收益率为 11.73%，证券行业净资产收益率为 8.36%。

图表 4 担保公司债券担保余额分布（单位：亿元）



数据来源：wind，东方金诚整理

城投债担保集中于低级别区县平台，部分区县财力偏弱、债务水平相对较高，存在一定的代偿风险

截至 2019 年 9 月末，全行业城投债担保余额为 5172.02 亿元，其中，县及县级市、地级市城投债担保余额分别为 2445.41 亿元和 1796.05 亿元，占比分别为 47.28% 和 34.73%。担保机构担保的城投债发行人主体级别集中于为 AA 级及以下，总资产规模位于 100 ~ 300 亿元之间，营业收入为 10 亿元以下，净利润为 2 亿元以下。

从区域分布来看，担保机构担保的城投债主要分布在江苏省、湖南省和安徽省，余额占比分别为 16.35%、14.24% 和 14.41%。其中，江苏省县级城投债券被担保人集中于南通、南京和镇江等地区及其下辖县市，湖南省县级城投债券被担保人集中于长沙、郴州和湘潭等地区及其下辖县市，部分区县财力偏弱，债务水平相对较高。

2018 年以来，中央对地方政府债务监管不断收紧，部分地区政府债务率过高，地方政府信用质量分化，中西部地区及市县级城投债非公开市场违约现象增多，公开市场上先后出现“17 兵团六师 SCP001”和“16 呼呼和经开 PPN001”债券违约，城投债违约风险有所加大。担保公司担保的城投债本身资质偏弱，且大部分分布于县及县级市，地方财政实力不强，对城投公司支持能力有限，担保公司担保的城投债代偿风险有所增加。

图表 5 部分担保公司担保的城投债行政级别及地区分布（单位：亿元、%）

担保公司	城投债余额	县及县级市占比	地级市占比	省及省会占比	主要区域
中合担保	811.32	29.70	53.30	17.00	江苏省、山东省、湖南省
中债增信	657.17	13.24	46.27	40.49	山西省、江苏省、天津
重庆三峡担保	672.76	77.36	9.53	13.11	重庆、江西省、湖北省
重庆兴农担保	601.60	59.08	28.61	12.32	四川省、湖南省、重庆
江苏省再担保	516.70	45.95	39.56	14.50	江苏省
中国投保	405.96	60.62	28.47	10.91	江苏省、山东省、浙江省
安徽省担保	342.20	67.74	32.26	-	安徽省
重庆进出口担保	326.58	69.81	19.53	10.66	四川省、山东省、江西省
中证增信	243.30	19.11	47.35	33.54	江苏省、湖南省、内蒙古
瀚华担保	191.24	45.78	14.43	39.79	江苏省、湖南省、天津
天府增信	123.00	31.95	1.79	26.26	四川省
湖北省担保	146.04	68.61	27.96	3.42	湖南省、湖北省
晋商增信	75.50	-	26.49	73.51	山西省
四川发展担保	71.80	13.93	75.63	10.45	四川省
东北中小担保	49.20	32.93	40.24	26.83	重庆、陕西、内蒙古
广东省再担保	25.00	56.00	44.00	-	广东省
北京首创担保	28.40	83.10	-	16.90	湖南省
武汉东创担保	3.00	100.00	-	-	湖北省

数据来源：wind，东方金诚整理

债券担保组合中的民营企业发行人信用等级普遍较低，财务实力较弱，信用风险初步暴露

截至 2019 年 9 月末，担保公司担保的民营企业债券余额为 311.96 亿元，较 2018 年末上升 52.58%，占债券担保余额的比重为 5.14%，涉及债券主体级别集中分布于 AA 级和 AA- 级，行业分布较为分散，资本货物、多元金融、医药业和技术硬件与设备等行业担保债券余额占比分别为 31.00%、12.38%、7.29% 和 7.93%。而受融资环境恶化影响，民营企业发行人当前面临的债务压力有所增大，资产负债率处于高位；营业收入和净利润增速整体继续下滑，2018 年有 27 户民企被担保人处于亏损状态。

民企债券担保余额最高的五家担保公司分别为深圳高新投、中合担保、中证增信、广东省再担保和北京中关村担保，占全行业民企债券担保余额的比重分别为 61.09%、9.41%、9.41%、9.26% 和 6.91%。其中，深圳高新投担保的“18 华谊 01”、“17 索菱债”和“17 华昌 01”等 5 只债券主体级别已降至 A 级以下；北京中关村担保的“17 苏冶 S1”和北京首创担保的“19 泛华 01”主体级别已降至 B 级；中合担保担保的“10 凯迪债”主体已发生违约。

图表 6 截至 2019 年 9 月末部分担保民营担保债券情况 (单位：亿元、只、%)

公司名称	民企债券担保余额	主要行业分布 ⁴	高风险债券
深圳市高新投	197.96	资本货物、制药、生物科技与生命科学、商业和专业服务	18 华谊 01、17 华谊 01、17 索菱债、17 华昌 01、17 长城债
中合担保	30.00	食品、饮料与烟草、资本货物、商业和专业服务	10 凯迪债
广东省再担保	29.36	资本货物、制药、生物科技与生命科学、技术硬件与设备	
深圳担保	18.70	资本货物、技术硬件与设备、软件与服务	
中证增信	18.00	多元金融	
北京中关村担保	8.23	资本货物、材料、商业和专业服务	17 动力 01、17 苏冶 S1、19 浙投 01

数据来源：wind，东方金诚整理

担保公司单只债券担保额度偏高，代偿风险受单只债券信用风险影响较大

从担保公司的担保债券集中度来看，担保公司单只债券担保额度偏高，个别担保公司单只债券担保额度占净资产的比重超过 40%。而且，部分担保公司担保债券有多只单只额度超过 10 亿元，如中合中小担保债券单只金额 10 亿元及以上的合计 582.3 亿元，中债信用增进合计 550.26 亿元，中证信用合计 332.8 亿元，重庆三峡合计 269.4 亿元。由于担保公司担保债券发行主体资质普遍较差，单只债券担保额度偏高，担保公司代偿受单只债券信用影响较大。

⁴行业为 wind 行业二级分类

图表 7 担保债券集中度情况 (单位: 亿元、%)

担保公司	单只担保债券最大金额	占净资产比重	债券名称	主体级别
重庆兴农担保	16.00	15.98	18 常德德源债	AA+
重庆进出口担保	15.00	40.95	16 文蓝海	AA
天府信用增进	10.00	23.19	18 仁寿债 /19 郫国投 PPN001/19 蓉经开 PPN001	AA/AA/AA+
中国投保	18.00	17.36	18 青岛平度债	AA
中证信用增进	30.00	48.15	16 邦资 01	AA+
重庆三峡担保	13.00	18.43	17 兴蜀专项债	AA
四川发展担保	10.00	16.52	17 泸州汇兴债	AA
中债信用增进	25.00	24.47	15 东方财信 PPN001/16 东方财信 PPN001	AA+/AA+
广东省再担保	11.00	15.30	17 汕尾发展债	AA
江苏省再担保	20.00	21.59	17 扬中城投绿色债	AA
中合中小	20.00	23.70	17 汇丰绿债 /15 东丽债	AA/AA
安徽省担保	15.00	7.38	17 南陵债	AA

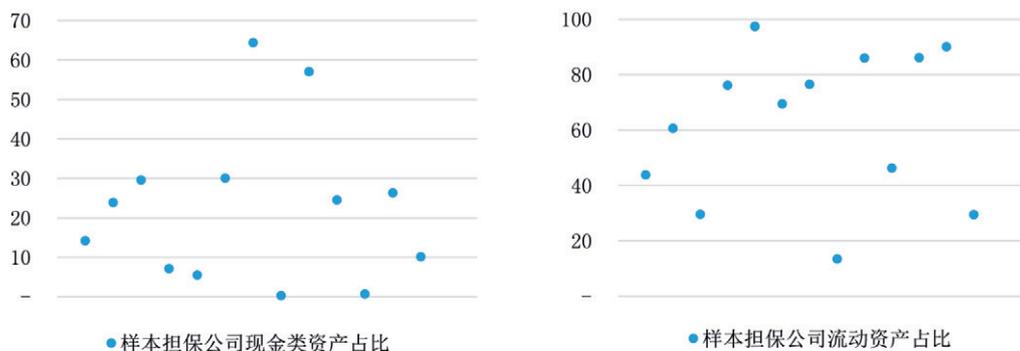
数据来源: wind, 东方金诚整理

三、流动性

部分担保公司股权投资、委托贷款和非标投资等流动性较弱的投资资产占比较高, 现金类资产占比较低, 资产流动性偏弱

截至 2018 年末, 样本担保公司资产总额为 1802.58 亿元, 较年初增长 4.35%; 流动资产余额为 1061.47 亿元, 占资产总额的比重为 58.89%。样本担保公司现金类资产占比整体较低, 2019 年 9 月末占比为 18.08%, 较年初上升 1.92 个百分点。从样本担保公司资产结构看, 部分担保公司资产流动性偏差, 现金类资产占比较低, 对代偿能力产生不利影响。截至 2019 年 9 月末, 样本担保公司投资资产占资产总额的比重为 53.45%, 主要为非上市公司股权投资、委托贷款、信托和资产计划等变现能力偏弱的资产。

图表 8 样本担保公司现金类资产占比和流动性资产占比分布情况⁵ (单位: 亿元、%)



⁵ 图中数据是按照样本担保公司实收资本规模进行排序作图

	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	218.59	15.96	246.84	15.18	279.08	16.16	325.84	18.08
流动资产	742.78	54.25	956.14	58.80	977.00	56.56	1061.47	58.89
投资资产	767.89	56.08	951.45	58.52	986.00	57.08	963.43	53.45
其中：股权、基金投资等	247.56	32.24	285.97	30.06	340.51	34.53	-	-
委托贷款	92.99	12.11	169.85	17.85	250.11	25.37	-	-
信托计划、资管计划等	240.10	31.27	262.88	27.63	212.66	21.57	-	-
其他投资	164.66	21.44	183.61	19.30	65.14	6.61	-	-
资产总计	1369.28	100.00	1625.98	100.00	1727.36	100.00	1802.58	100.00

数据来源：公开信息，东方金诚整理

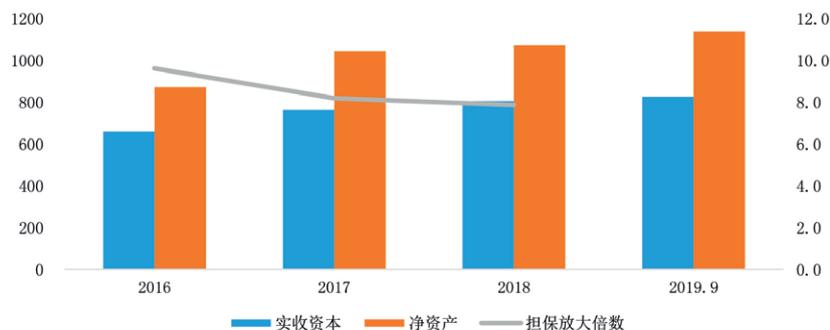
四、资本充足性

担保机构之间资本充足水平分化明显，多个地方政府及股东对国有担保机构进行注资，但部分担保公司仍存在较大的资本补充压力

为改善区域金融市场环境，充分发挥担保公司的增信作用，部分省政府或者市政府加大对担保公司的支持力度，通过增资等形式增强担保公司资本实力。如 2018 年以来安徽省政府对安徽省担保多次注资使其注册资本达到 186.86 亿元，2019 年江西省财政投资集团公司向江西融资担保注资 20 亿元。截至 2019 年 9 月末，样本担保公司实收资本和净资产分别为 827.15 亿元和 1140.13 亿元，分别较年初增长 2.60% 和 6.27%。2018 年末，样本担保公司平均担保放大倍数为 7.88 倍，同比下降 3.91%。

担保机构之间资本充足水平分化明显。如北京中关村担保、湖北省担保、重庆三峡担保、中债增信、江苏省再担保、中合担保和重庆兴农担保放大倍数已超过 10 倍，存在较大的资本补充压力。而安徽省担保、武汉东创担保、天府增信等担保机构因持续增资，担保放大倍数不到 5 倍，未来业务开展空间较大。

图表 9 样本担保公司资本实力和部分担保公司资本补充情况（单位：亿元、倍）



担保公司名称	2017 年实收资本	最新实收资本
浙江省融资担保有限公司	-	50.00
安徽省信用担保集团有限公司	107.66	186.86
广东省融资再担保有限公司	60.10	60.60
江苏省信用再担保集团有限公司	57.34	63.08
中合担保企业融资担保股份有限公司	51.26	71.76
东北中小企业信用再担保股份有限公司	30.00	30.52
甘肃省融资担保集团股份有限公司	11.00	50.00
江西省融资担保股份有限公司	10.00	30.00
合肥市兴泰融资担保集团有限公司	16.68	25.87
武汉东创融资担保有限公司	20.00	28.00

数据来源：公开信息，东方金诚整理

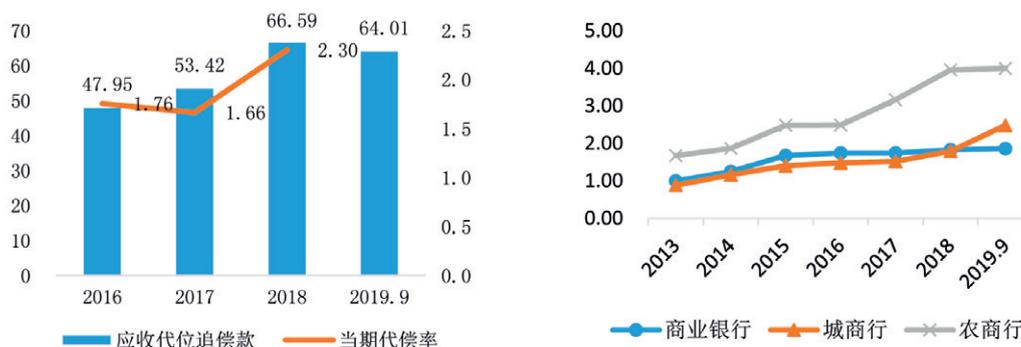
五、代偿能力

受被担保主体抗风险能力弱影响，担保公司代偿规模增长，代偿压力增加

截至 2018 年末，样本担保公司应收代位追偿款余额合计为 66.59 亿元，较年初增长 24.66%。其中，安徽省担保、重庆兴农担保以及重庆三峡担保应收代位追偿款余额占比分别为 21.02%、35.05% 和 10.98%。担保公司代偿主要为中小企业贷款担保代偿，但近年来受债券市场违约频发影响，担保公司债券担保代偿事件亦有所发生，如深圳市高新投替“15 暴风债”代偿 1.9 亿元⁶，中合担保担保的“10 凯迪债”因发行主体已违约后续将面临代偿问题等。

从历史上担保公司“担而不保”的情况看，中海信达、天津海泰、河北融投等担保公司丧失担保代偿能力，主要是由于担保业务集中出现代偿，导致其资本金被大幅侵蚀，资本充足性快速下降，而同时资产流动性偏弱导致资产变现能力差，无法及时为担保对象提供代偿。

图表 10 样本担保公司代偿情况（单位：亿元、%）



⁶ 深圳市高新投通过向暴风集团股份有限公司提供 1.9 亿元委托贷款使其及时将“15 暴风债”足额偿付。

时间	担保公司名称	事件	违约原因
2014 年 4 月	中海信达担保有限公司	“13 中森债”违约，中海信达不予代偿，北京市金融工作局撤销其担保经营许可证	担保债券发行主体资质较差，2014 年~2015 年中海信贷担保的多只私募债集中出现违约情况导致短期内代偿压力剧增，资本充足性等指标急速恶化
2014 年 1 月	天津海泰投资担保有限公司	海泰担保表示对“12 津天联”可能不能履行担保义务，导致债券面临兑付危机	2013 年出现较大规模担保代偿，导致盈利及资产充足性大幅下降，货币资金被法院冻结，资产流动性恶化
2015 年 4 月	河北融资控股集团有限公司	河北融投由河北建设投资集团有限责任公司托管，对外暂停所有担保业务	担保客户资质较差，在保的企业中出现多家跑路或倒闭，同时河北融投旗下多家子公司业务扩张激进

数据来源：公开信息，东方金诚整理

部分担保公司或将面临因代偿压力上升而流动性不足而导致短期内代偿能力丧失的可能性

现金类资产是担保公司代偿能力保障的第一道防线，通过对担保公司现金类资产进行压力测试，发现部分担保公司或将面临因代偿压力上升而流动性不足而导致短期内代偿能力丧失的可能性。

从现金类资产对代偿金额的覆盖度来看，13 家样本担保公司中有 9 家现金类资产不能覆盖当期代偿金额，其中中合担保现金类资产对当期代偿覆盖率不足 50%，流动性压力较大。同时，考虑到未来担保公司代偿压力增大，如果当期代偿金额分别增长 10%、50% 和 100% 时，现金类资产不能完全覆盖当期代偿金额支出的分别有 4 家、5 家和 7 家。

图表 11 样本担保公司流动性压力测试 (单位：家)

对当期代偿规模的覆盖度 (倍)	代偿规模与 2018 年持平	代偿规模比 2018 年增长 10%	代偿规模比 2018 年增长 20%	代偿规模比 2018 年增长 50%	代偿规模比 2018 年增长 100%
0.3	1	1	1	1	2
0.5	0	1	1	2	3
0.8	2	2	2	2	2
1.0	2	1	1	2	0
1.2	0	1	2	0	1
1.5	2	1	0	0	2
2 以上	6	6	6	6	3
合计	13	13	13	13	13

数据来源：wind，东方金诚整理

行业监管愈加规范，行业政策利好于政策性担保机构，商业化运作的担保公司面临一定的监管压力

2017 年以来担保行业监管政策频频发布，担保行业发展路径开始重塑，行业政策突出担保公司对于践行普惠金融，改善区域金融环境的重要作用，从制度上对担保行业发展进行规范。担保行业已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，截至 2019 年 6 月末，全国融资担保业共有融资担保公司 5937 家，较 2015 年大幅减少 19.11%。

与此同时，担保公司的政策职能亦被突显，部分担保公司承担起政策性担保机构职能。而其他商业化运作的担保公司因亦受担保行业监管政策限制，部分业务开展将有所受阻，如增信公司纳入担保行业统一监管后，

其资产结构面临较大的调整压力，担保放大倍数受到限制等。随着担保行业监管制度不断完善，担保公司发展路径愈加清晰，业务发展更加规范。

图表 12 担保行业主要政策一览

时间	政策名称	主要内容
2019年10月23日	《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》	明确融资担保公司需持牌经营，信用增进公司纳入统一监管
2019年2月14日	《有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》	突出政府性融资担保机构的政策性职能，首次提出政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2018年4月9日	《配套制度》	对融资担保公司注册标准，融资担保余额计量等提出具体操作办法，对融资担保公司的资产结构提出要求
2017年10月1日	《融资担保公司监督管理条例》	明确担保公司设立标准，经营原则及监督管理制度

资料来源：公开资料，东方金诚整理

六、结论

综上所述，东方金诚认为，随着监管制度的完善以及担保行业对于区域金融市场的重要性提高，担保行业发展将会愈加规范。但受代偿风险加大影响，行业内部分规模小且抗风险能力弱的担保公司将被出清，受政府支持以及资本实力强的债券担保机构龙头效应及行业地位愈加突显。同时，东方金诚亦关注到部分债券担保公司或将面临因代偿压力上升而资本补充不到位而导致短期内代偿能力丧失的可能性。

附件一：样本担保公司基本情况⁷

单位：亿元

担保公司	最新实收 资本	融资性在保余额 (2018 年末)	股东背景	代偿风险 ⁸		代偿能力	
				担保债券信 用风险	流动性压力	实收资本	担保放大倍 数
组别一：综合实力很强，信用质量得分 85 分及以上							
中国投融资担保有限公司	45.00	653.60	央企		↗		↘
中证增信股份有限公司	45.86	436.77	央企	↘			
中债信用增信投资股份有限公司	60.00	1065.60	央企				
江苏省信用再担保集团有限公司	63.08	536.72	地方政府		↘	↗	
安徽省信用担保集团有限公司	186.86	434.83	地方政府	↘		↗	
广东省融资再担保有限公司	60.60	163.13	地方政府	↗	↘		↗
深圳市中小企业信用融资担保集团有 限公司	80.00	128.28	地方政府			↗	
组别二：综合实力较强，信用质量得分 75 分及以上							
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	46.50	693.64	地方政府				
四川发展融资担保股份有限公司	58.82	36.42	地方政府		↘		↗
重庆兴农融资担保集团有限公司	29.50	542.41	地方政府	↘	↗		↗
天府（四川）增信股份有限公司	40.00	91.70	地方政府		↘		↗
组别三：综合实力强，信用质量得分 70 分及以上							
中合中小企业融资担保股份有限公司	71.76	990.04	民营企业	↘	↗		↗
重庆进出口融资担保有限公司	30.00	320.62	地方政府		↗		

⁷表中仅列示各项指标变动超过 20% 以上的变动趋势，变动趋势主要根据担保公司历年数据及担保债券数据进行分析⁸由于贷款担保风险无法分公司进行判定，故表格中未列示贷款担保风险变动趋势

附件二：担保公司担保组合情况

单位：亿元，%

担保公司	担保债券 余额	城投债				民营债券			
		余额	占比	AA- 及以下 占比	AA 占比	余额	占比	AA- 及以下 占比	AA 占比
中合中小	854.82	811.32	94.91	0.70	85.72	30.00	3.51	56.67	43.33
中债信用增进	828.77	657.17	79.29	1.98	49.04	5.00	0.60	-	-
重庆三峡担保	695.76	672.76	96.69	49.78	50.22	-	-	-	-
重庆兴农担保	627.10	601.60	95.93	37.50	58.01	-	-	-	-
江苏省再担保	521.70	516.70	99.04	-	96.90	-	-	-	-
中国投保	405.96	405.96	100.00	2.96	69.97	-	-	-	-
中证信用增进	368.30	243.30	66.06	-	45.05	18.00	4.89	-	100.00
安徽省担保	342.20	342.20	100.00	46.67	53.33	-	-	-	-
重庆进出口担保	331.32	326.58	98.57	34.60	65.40	-	-	-	-
深圳市高新投	241.96	-	-	-	-	197.96	81.82	37.46	53.95
瀚华担保	207.24	191.24	92.28	6.90	80.26	-	-	-	-
天府信用增进	201.60	123.00	61.01	-	91.87	-	-	-	-
晋商信用增进	195.10	75.50	38.70	13.25	13.25	-	-	-	-
湖北省担保	148.86	146.04	98.11	41.50	46.45	-	-	-	-
广东省再担保	90.96	25.00	27.48	56.00	44.00	29.36	32.28	31.33	67.14
四川发展担保	77.80	71.80	92.29	41.50	34.82	-	-	-	-
东北中小担保	49.20	49.20	100.00	38.21	61.79	-	-	-	-
武汉东创担保	3.00	3.00	100.00	-	-	-	-	-	-
北京中关村担保	8.23	-	-	-	-	8.23	100.00	85.43	-

数据来源：wind，东方金诚整理

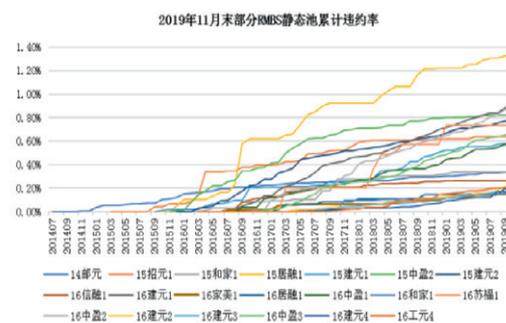
2019 年我国 RMBS 信用风险回顾与 2020 年展望

结构融资部 熊晓梦 依

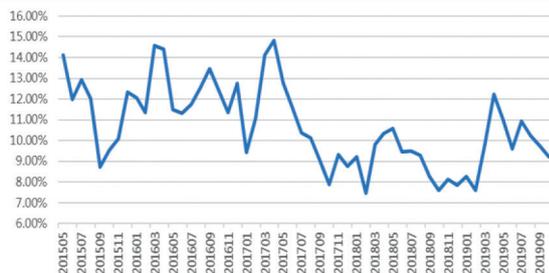
我国 RMBS 发行概况

	2019M11	2018	2017
发行单数 (单)	53	54	19
发行规模总额 (亿元)	4038.13	5842.63	1707.57
借款人加权平均收入 债务比 (%)	39.59	46.71	46.81
加权平均账龄 (年)	4.10	3.86	3.19
抵押房产城市个数 (个)	75	99	80
抵押房产加权平均 LTV (%)	47.25	49.47	51.28
抵押房产位于一、二线 城市 OPB 占比 (%)	51.06	43.62	44.30
AAA 档证券占比 (%)	87.92	87.64	88.33
超额利差 (%)	1.31	0.87	0.55

RMBS 基础资产累计违约率



RMBS 平均年化早偿率 (CPR)



主要观点

- 受益于商业银行房贷存量规模大、盘活存量需求等因素，2020 年 RMBS 发行规模有望进一步扩大，各类型商业银行发行积极性进一步提升；
- 受益于个人住房贷款较充分的抵押担保特征，RMBS 基础资产累计违约率保持较低水平；
- 我国居民杠杆率持续攀升，预计 2020 年宏观经济仍存下行压力背景下，居民房贷偿付压力将继续有所上升；
- 预计 2020 年我国房地产行业调控政策大幅放松的可能性较小，不同区域市场持续分化，部分区域房价仍面临下行压力，对应 RMBS 资产池抵押物保障程度有所减弱；
- 受房地产调控政策偏紧、抵押物二级市场流动性较弱因素影响，预计 2020 年 RMBS 资产池早偿率仍保持在较低水平；
- 受益于货币市场政策宽松，RMBS 负利差风险有所缓解，但个人住房贷款贷款利率定价机制的调整或给 RMBS 带来一定利率错配风险。

2019年，RMBS继续保持银行间市场资产证券化产品重要地位，发行规模占比接近50%。2019年（截至2019年11月末），RMBS产品发行53单，发行规模合计4038.13亿元，发行规模占2018年全年的69.10%。分发起机构来看，股份制商业银行和城市商业银行发行单数明显提升，发行单数占比分别达到32.08%和16.98%。

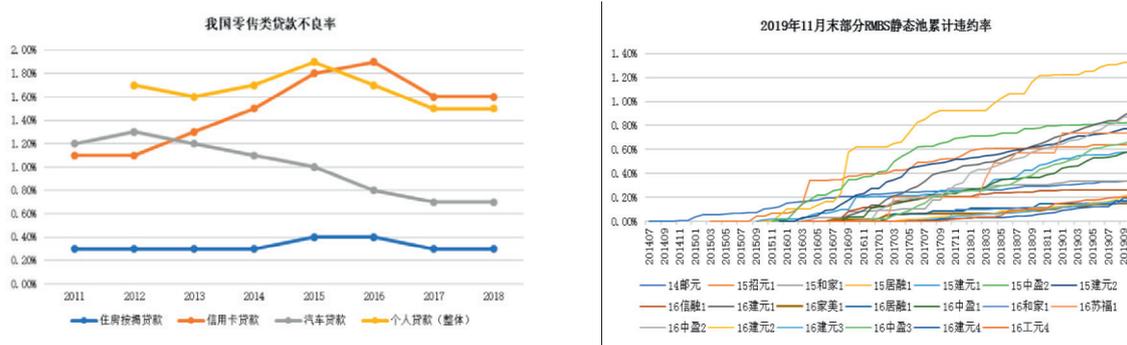
预计2020年，RMBS发行规模有望进一步扩大，各类型商业银行发行积极性进一步提升。信用风险方面，RMBS资产池违约率仍保持较低水平，但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场分化、个人住房贷款利率定价机制调整或对RMBS产品信用质量构成一定不利因素。

受益于个人住房贷款充分的抵押担保特征，RMBS基础资产违约率保持较低水平

根据中国人民银行近期发布的《中国金融稳定报告》，2018年末个人住房贷款不良率仅为0.3%，与上年持平，远低于个人汽车贷款和个人信用卡贷款0.7%和1.6%的不良率，是目前信用表现最好的零售类贷款。

从RMBS静态样本池看，截至2019年11月末，RMBS资产池累计违约率¹绝大多数未超过1%，2019年未出现明显上升，仍远低于RMBS次级档占比。2019年新发行RMBS资产池加权平均账龄进一步上升至4.10年，加权平均初始贷款价值比（LTV）²进一步降低至47.25%，贷款价值比进一步低于我国个人住房贷款市场约60%的平均水平。整体来看，RMBS资产池较商业银行个人住房贷款资产更为优质。

图表 1：近年来我国个人住房贷款违约率



数据来源：《中国金融稳定报告》、Wind、各单产品信息，东方金诚整理

我国居民杠杆率延续攀升态势，居民偿债压力有所上升

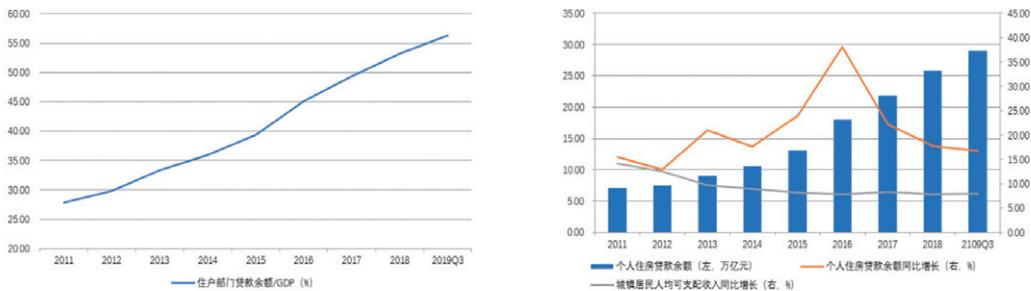
根据国家金融与发展实验室发布的《NIFD 季报宏观杠杆率》，截至2019年三季度末，我国居民杠杆率为56.3%，2019年前三季度分别增长1.1、1.0和1.0个百分点，较2018年末累计增长3.1个百分点，全年增幅可能会超过2008～2018年的年均增幅3.5个百分点，居民杠杆率进一步攀升。

2019年三季度末，我国个人住房贷款余额同比增长16.80%，城镇居民人均可支配收入同比增长7.90%，个人住房贷款余额增速仍较大幅度地高于居民可支配收入增长，居民偿债压力有所升高。

¹ 累计违约率的计算未考虑产品存续期间资产的回收、核销等因素。

² 贷款价值比 = 贷款未偿本金余额 / 贷款发放时抵押房产评估价值。

图表 2：近年来我国居民债务增长情况



数据来源：《NIFD 季报宏观杠杆率》、Wind，东方金诚整理

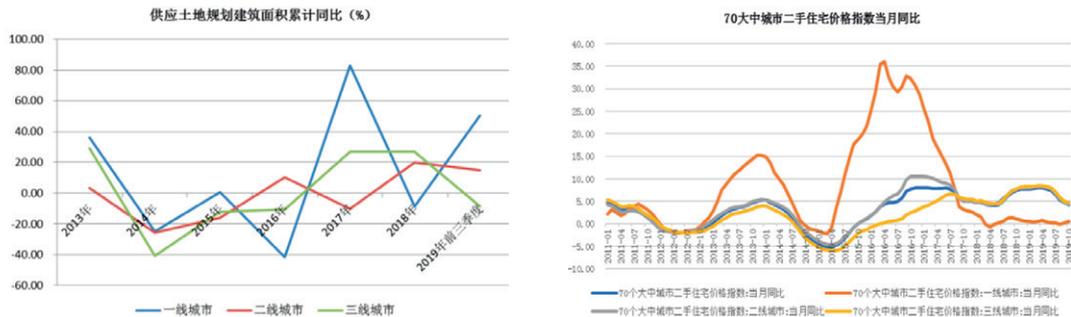
受益于房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高

2019 年，住建部等部门持续就房地产市场发布指导性意见和纲领性文件，坚持因城施策、分类指导的调控政策，加强房地产市场供需双向调节，坚持稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，促进房地产市场平稳健康发展。

从土地供应看，2019 年前三季度，一二线城市加大土地供应力度，三线城市明显放缓。其中，一线城市土地供应同比大幅增长 50.58%，二线城市同比增长 15.07%，三线城市同比下降 8.77%。

从房价水平看，2019 年前三季度，一线城市住宅价格指数受限价政策影响整体平稳；二、三线城市受人才引进政策及人口逆向流动影响，潜在需求上升，住宅价格指数阶段性上涨，但增速趋缓。

图表 3：近年来全国不同等级城市土地供应、商品房价格情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

对于 RMBS 静态样本池来说，RMBS 资产池账龄较长，抵押物价值普遍受益于 2015 年以来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高。但也需关注到，此前房价上涨较快但产业支撑较弱、人口增长缓慢甚至负增长的部分二线和三线城市房价水平已在 2019 年有所回调，或对违约贷款回收产生一定不利影响。

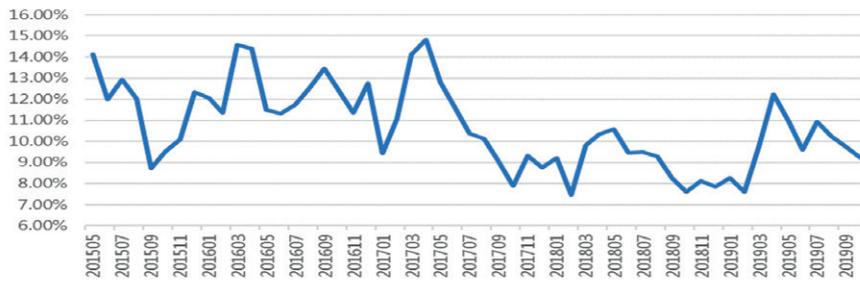
房地产调控政策边际有所松动，RMBS 资产池早偿率略有回升

2019 年 1 ~ 11 月，RMBS 资产池平均年化早偿率为 9.86%，较 2018 年小幅回升 0.90 个百分点。

我国房贷的早偿以全部早偿为主，受商品房二级市场成交活跃度影响较大。以 30 大中城市商品房成交面积衡量我国商品房二级市场流动性，2019 年 1 ~ 11 月，在房地产调控政策边际略有松动的影响下，30 大中城市商品房成交面积较去年同期小幅增长 5.45%。

2020 年，在房地产行业调控政策仍偏紧情况下，预计房地产销售仍乏力，RMBS 资产池早偿率将保持在较低水平。

图表 4: RMBS 资产池平均年化早偿率 (CPR)



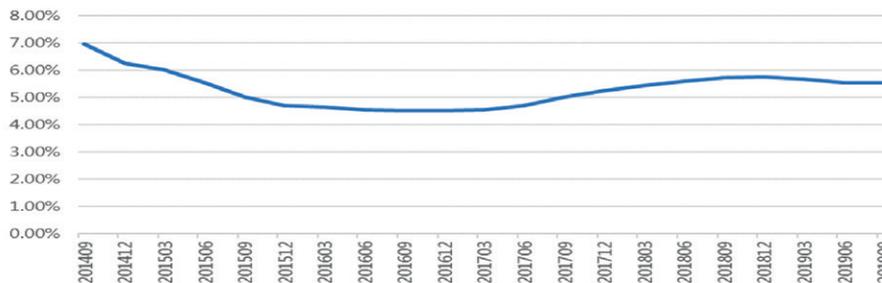
数据来源: Wind, 东方金诚整理

RMBS 负利差风险有所缓解

RMBS 超额利差³ 受到资产池加权平均利率与证券票面利率的双重影响。

2019 年, RMBS 资产池账龄较长, 资产池加权平均利率为 4.80%, 基本与 2018 年持平。另一方面, 受益于宽松的货币政策, 2019 年 RMBS 证券端发行利率平均值为 3.49%, 较 2018 年下降 0.48 个百分点。综合来看, RMBS 产品超额利差为 1.31%, 较 2018 年上升 0.44 个百分点, 负利差风险有所缓解。

图表 5: 金融机构个人住房贷款加权平均利率



数据来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年展望

RMBS 发行规模有望进一步扩大

2020 年, 受益于商业银行房贷存量规模大、腾挪房贷额度、盘活存量需求等因素, RMBS 的发行规模有望进一步扩大。截至 2019 年 11 月末, 我国 RMBS 存量约为 0.95 万亿元, 占房贷余额的比例略高于 3%, 相比美国市场约 60% 的水平仍有较大发展空间, 以建设银行和工商银行为代表的国有大型商业银行将继续保持发行龙头地位, 各类型商业银行的积极性也将进一步提升。

RMBS 资产池违约率仍保持较低水平, 居民房贷偿付压力上升, 区域房价分化、利率错配等因素或对 RMBS 产品信用质量构成一定不利影响

³ 超额利差 = 基础资产加权平均贷款利率 - 证券加权平均票面利率 (含次级证券期间收益率)。

总体来看，我国个人住房贷款抵押物充足，RMBS 资产池贷款价值比低于个人住房贷款市场的平均水平，抵押物保障程度较高，信用风险较低。但也需关注到，居民房贷偿付压力上升，区域房地产市场分化、利率错配等因素对 RMBS 产品信用质量构成一定不利影响。

具体来说，尽管全球开启降息宽松潮，国内经济运行逆周期调节力度加大，但 2020 年国内经济仍有下行压力，居民可支配收入增速趋缓。另一方面，我国个人住房贷款余额增速仍较快。受上述因素影响，我国居民房贷偿付压力仍将有所上升，预计 RMBS 资产池违约风险略有升高。

我国房地产行业将在较长时间内保持“房住不炒”基调，预计 2020 年调控政策大幅放松的可能性较小，地方政府将根据宏观经济发展目标的变化持续落实差异化住房信贷政策，各区域房地产市场继续分化。其中，一线和热点二线城市人口将总体保持净流入，同时政府坚持楼市调控政策方向不动摇，房价维持整体平稳；但部分前期房价过快增长、土地供应规模较大、但人口及资源向外迁移的二线城市及三线城市未来购房需求或将下滑，房价仍面临下行压力，对应资产的房产抵押保障程度有所减弱。

此外，2019 年 8 月，央行对个人住房贷款利率定价机制进行了改革，新发放住房贷款的利率波动将有所加剧。短期内，新发行 RMBS 产品可能会允许少量新定价机制的资产入池，证券端预计仍然锚定央行贷款基准利率，给 RMBS 带来一定利率错配风险。长期看，RMBS 产品资产池和证券端都将逐步过渡为锚定 LPR，并有望通过产品设计创新规避利率错配风险。

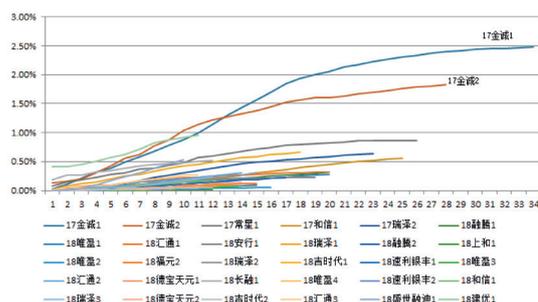
2019 年我国汽车贷款资产支持证券信用风险回顾与 2020 年展望

结构融资部 劳梦妃

图表 1：我国 Auto-ABS 发行概况

项目	2019 年 1~11 月	2018 年
发行情况		
发行规模总额 (亿元)	1915.92	1216.06
发行单数 (单)	39	28
基础资产		
单户贷款 OPB (万元)	9.69	7.17
前五大城市 OPB 占比 (%)	45.36	45.14
借款人加权平均 DTI (%)	398.14	294.90
抵押车辆加权平均 LTV (%)	62.68	60.99
前三大抵押车辆品牌 OPB 占比 (%)	85.68	72.90
加权平均账龄 (月)	8.59	8.29
加权平均剩余期限 (月)	23.43	23.86
交易结构		
超额利差 (%)	2.35	1.82
超额抵押率 (%)	1.46	1.86

图表 2：截至 2019 年 11 月末存续 Auto-ABS 累计违约率



主要观点

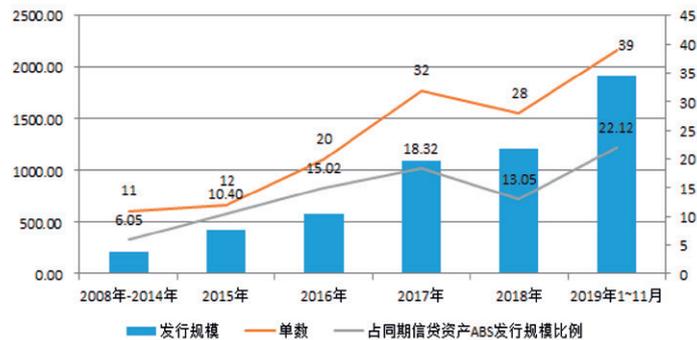
- Auto-ABS 占同期信贷 ABS 发行规模的比重整体有所提高；预计未来汽车金融公司和汽车财务公司仍为主要发起机构；
- 预计 2020 年存续期 Auto-ABS 产品基础资产池累计违约率处于较低水平，基础资产质量较好；
- 受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争加剧的影响，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率整体有所下降，产品的超额利差整体有所下降；
- 随着我国个人汽车贷款存量规模持续增加，预计 2020 年 Auto-ABS 产品发行规模将继续保持较快增长；
- 二手车市场的持续发展对 Auto-ABS 违约贷款的抵押物回收形成正面影响。

一、Auto-ABS 信用风险回顾

我国 Auto-ABS 发行规模维持较快增长，占同期信贷资产 ABS 发行规模的比重整体有所提高；汽车金融公司和汽车财务公司为 Auto-ABS 产品的主要发起机构

近年来，我国汽车贷款资产支持证券（Auto-ABS）¹ 维持快速发展状态，发行规模逐年上升。截至 2019 年 11 月末，市场共计发行 142 单产品，合计发行规模 5446.96 亿元。2019 年 1~11 月，Auto-ABS 共计发行 39 单，发行规模为 1915.92 亿元，占同期信贷资产 ABS 发行规模的比例为 22.12%，为信贷类资产证券化产品的重要品种之一。

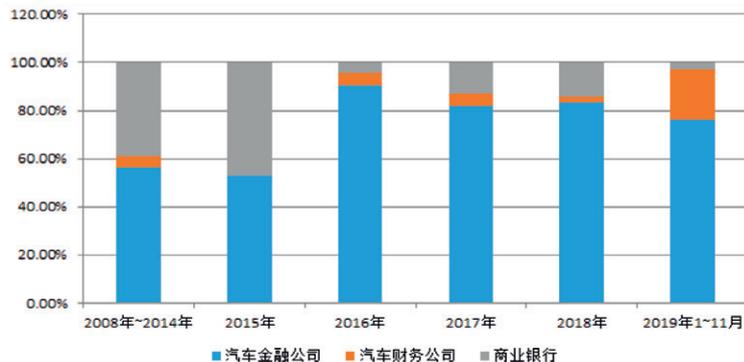
图表 1：2008 年以来我国 Auto-ABS 产品发行情况统计（单位：亿元、单、%）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

我国 Auto-ABS 的发起机构主要包括汽车金融公司、汽车财务公司和商业银行。2016 年以来，汽车金融公司和汽车财务公司作为发起机构的 Auto-ABS 发行规模占比一直维持在 85.00% 以上。对汽车金融公司和汽车财务公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司和汽车财务公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长。对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产。

图表 2：2008 年~ 2019 年 11 月末我国 Auto-ABS 市场不同发起机构发行规模占比



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

Auto-ABS 产品基础资产累计违约率处于较低水平，整体信用风险较低

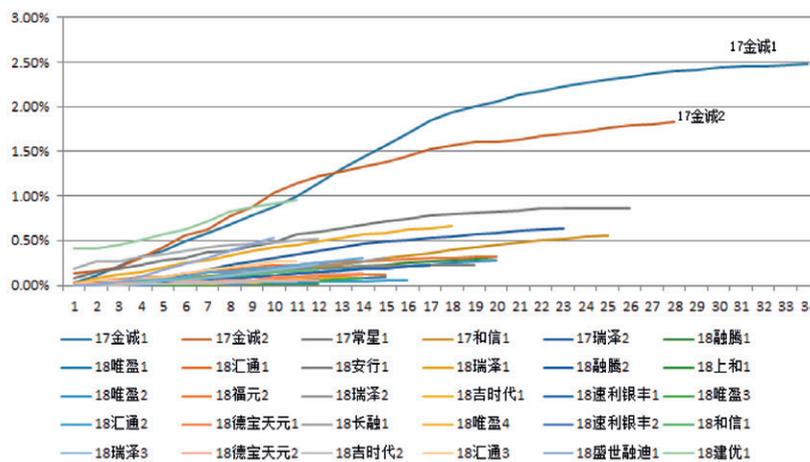
¹ 含信用卡分期汽车贷款类产品，不含汽车租赁债权类产品。

截至 2019 年 11 月末，在已发行的 142 单产品中有 71 单产品已经清算。已清算产品存续期内运行平稳，均未发生加速清偿事件、权利完善事件和产品违约事件。就基础资产信用表现来看，已清算产品在整个产品周期内的累计违约率分布于 0.00% ~ 3.63% 之间，平均值为 0.4758%；其中晋城银行股份有限公司作为发起机构的 2 单金诚系列产品“16 金诚 1”和“16 金诚 2”的累计违约率分别为 3.63% 和 2.98%，若不考虑“16 金诚 1”和“16 金诚 2”，已经清算的 69 单产品在整个产品周期内的累计违约率分布于 0.00% ~ 1.55% 之间，平均值为 0.3938%，整体信用表现良好。

截至 2019 年 11 月末，已发行的 142 单产品中有 71 单处于存续期，累计违约率在 0.00% ~ 2.48% 之间。其中，晋城银行股份有限公司作为发起机构的 2 单金诚系列产品“17 金诚 1”和“17 金诚 2”累计违约率分别为 2.48% 和 1.83%。上述 2 单金诚系列产品债务人加权平均收入债务比（DTI）² 均值为 181.00%³，远低于 2017 年和 2016 年发行的 Auto-ABS 均值 330.28% 和 353.45%；同时，上述 2 单金诚系列产品入池资产加权平均账龄为 2.79 月，远低于 2017 年和 2016 年发行的 Auto-ABS 均值 9.19 月和 9.17 月。

Auto-ABS 一般设置 1 ~ 2 年期间内触发加速清偿事件的累计违约率为 1.5% ~ 3.5%，各单产品累计违约率距离加速清偿事件触发阈值尚有较大的安全空间。

图 3：截至 2019 年 11 月末存续期 Auto-ABS 累计违约率⁴



数据来源：各受托机构报告，东方金诚整理

影响 Auto-ABS 借款人还款能力、还款意愿的相关指标各年表现平稳；基础资产分散性很好

借款人的还款能力是影响基础资产违约率的重要因素，借款人的年龄、收入债务比（DTI）是判断借款人还款能力的重要指标。从各年已发行 Auto-ABS 来看，借款人年龄均值处在 35 岁左右，该年龄段借款人多处于收入稳定期，有助于其按时足额偿还贷款。Auto-ABS 借款人加权平均收入债务比（DTI）均值在 300% ~ 400% 之间。

除还款能力外，借款人的还款意愿受贷款初始贷款价值比（LTV）⁵、贷款账龄、贷款剩余期限影响较大。较低的初始贷款价值比意味着抵押车辆对贷款的保障程度较好；较长的账龄和较短的剩余期限意味着借款人未来违约成本更高，有利于贷款的按期足额偿付。从各年已发行 Auto-ABS 来看，上述三项指标均较为平稳，各年变化不大。

² 收入债务比（DTI）= 借款人年收入 / 初始起算日贷款未偿本金余额（OPB），收入债务比越高，债务偿付压力越小。借款人年龄与其收入水平有一定的正相关性。

³ “17 金诚 1”和“17 金诚 2”债务人加权平均收入债务比（DTI）分别为 185% 和 177%。

⁴ 累计违约率 = 违约贷款在违约时点对应的未偿本金余额 / 入池资产初始未偿本金余额。2019 年 1 ~ 11 月新发行 Auto-ABS 因存续期较短，累计违约率较低，故未列示。

⁵ 贷款价值比（LTV）= 贷款余额 / 发放贷款时抵押物评估价值。

从入池资产的分散性来看，Auto-ABS 单户贷款平均 OPB 在 7 ~ 10 万元之间，借款人前五大城市 OPB 占比在 45.00% 左右，基础资产分散性很好。

图表 4：2015 年~ 2019 年 11 月末已发行 Auto-ABS 资产池表现

指标		2019 年 1 ~ 11 月均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值
借款人特征	加权平均收入债务比 (DTI) (%)	398.14	294.90	330.28	353.45	334.83
	加权平均年龄 (岁)	35.51	35.33	35.29	35.36	35.73
贷款特征	加权平均初始贷款价值比 (LTV) (%)	62.68	60.99	63.03	62.66	63.23
	加权平均贷款账龄 (月)	8.59	8.29	9.19	9.17	9.87
	加权平均剩余期限 (月)	23.43	23.86	24.11	24.37	24.16
	单户贷款平均 OPB (万元)	9.69	7.17	6.94	7.83	9.58
	借款人前五大城市 OPB 占比 (%)	45.36	45.14	45.97	45.21	46.08

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

Auto-ABS 产品抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高；且全部产品未办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，大部分产品通过发起机构赎回安排缓释相应风险

Auto-ABS 产品基础资产绝大部分由借款人以汽车提供抵押担保⁶，且抵押车辆以新车为主，加权平均初始贷款价值比 (LTV) 在 60.00% ~ 64.00% 之间，抵押担保较充分，对产品到期兑付形成有利支撑。

Auto-ABS 产品发起机构以汽车金融公司和汽车财务公司为主，抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高，若该汽车制造商在未来由于汽车质量问题导致车辆召回或其他问题的出现，则可能直接对汽车抵押贷款的按期偿付产生不利影响。

根据全部产品的交易安排，基础资产转移至信托但不办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，从而对信托财产造成不利影响。大部分产品的交易结构规定如发生因抵押权未变更登记导致无法对抗善意第三人的情形，将由发起人赎回该笔资产，在一定程度上缓释了不利影响。

图表 5：2015 年~ 2019 年 11 月末已发行 Auto-ABS 抵押车辆情况

指标		2019 年 1 ~ 11 月 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值
抵押车辆	加权平均初始贷款价值比 LTV (%)	62.68	60.99	63.03	62.66	63.23
	新车占比 (%)	99.12	99.99	99.88	99.89	99.98
	前三大抵押车辆品牌 OPB 占比 (%)	85.68	72.90	76.88	89.88	81.53

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

⁶截至 2019 年 11 月末，已发行的 142 单 Auto-ABS 产品中，有 135 单产品入池资产全部为个人汽车抵押贷款，“14 招商 1”、“15 招元 2”、“15 和信 2”、“17 和信 1”、“18 和信 1”、“18 建优 1”和“19 和信 1”7 单产品入池资产为信用卡分期汽车贷款，其入池资产中抵押类贷款占比分别为 26.94%、21.07%、30.22%、52.24%、29.38%、0.00% 和 98.94%，信用类贷款占比分别为 73.06%、78.93%、69.78%、47.76%、70.62%、100.00% 和 1.06%。

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率持续下降，产品的超额利差整体有所下降；部分产品设置了初始超额抵押以弥补超额利差下降影响

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率逐年下降，受此影响，产品的超额利差呈整体下降趋势，对产品的保护程度有所减弱。

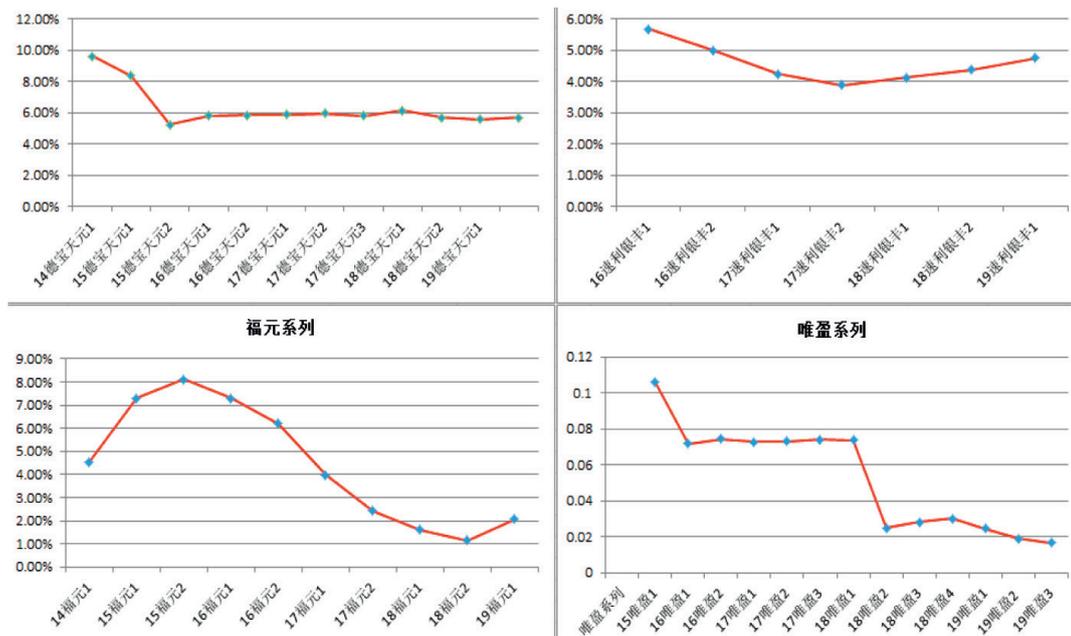
图表 6：Auto-ABS 超额利差情况

项目	2019 年 1~11 月 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值	2008~2014 年 均值
基础资产加权平均贷款利率 (%)	5.60	6.13	7.46	7.83	8.96	11.05
证券加权平均票面利率 (%)	3.25	4.31	4.91	3.24	3.75	5.26
超额利差 (%)	2.35	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理
注：包括已清算和存续期的产品

本报告选取了发行期数较多的“德宝天元”系列、“速利银丰”系列、“福元”系列和“唯盈”系列的产品，对其基础资产加权平均贷款利率进行统计。从以上产品可以看出，入池资产的加权平均贷款利率呈整体下降趋势。

图表 7：部分 Auto-ABS 系列产品基础资产加权平均贷款利率



为弥补超额利差下降，部分产品设置了初始超额抵押，设置超额抵押的产品占比约为 30.00%。

图表 8: Auto-ABS 超额抵押情况

项目	2019 年 1~11 月 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值	2008~2014 年 均值
设有超额抵押的产品占比 (%)	35.90	39.29	28.13	35.00	25.00	18.18
超额抵押率 (%)	1.46	1.86	1.14	1.41	0.20	0.43
超额利差 (%)	2.35	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

二、展望

随着我国个人汽车贷款存量规模持续增加，预计 2020 年 Auto-ABS 产品发行规模将继续保持较快增长

伴随着中国汽车金融市场的快速发展，个人汽车贷款存量规模稳步上升。截至 2018 年末，个人汽车贷款余额达 10240 亿元，较年初增长 10.02%，增速较去年同期下降 1.99 个百分点。2018 年我国发行的 Auto-ABS 规模 1216.06 亿元，占个人汽车贷款余额比例为 11.87%，未来仍有较大增长空间。

图表 9: 我国个人汽车贷款余额及增长情况 (单位: 亿元、%)



数据来源：中国汽车工业年鉴，东方金诚整理

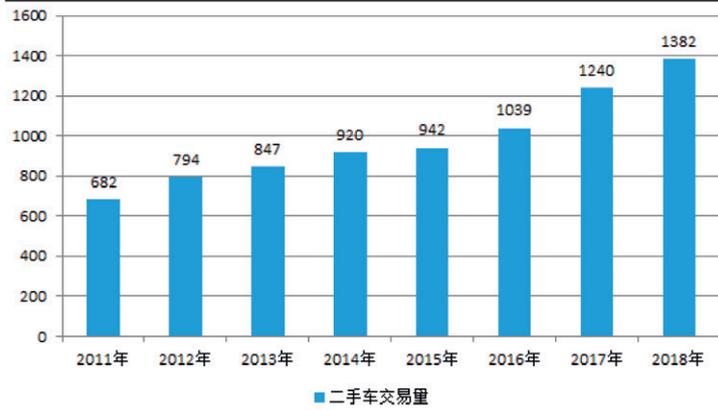
对汽车金融公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长；对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产；对投资者而言，在宏观经济下行、违约事件多发的背景下，Auto-ABS 基础资产违约率较低，产品安全性较高，易受到投资者青睐，预计 2020 年全年 Auto-ABS 产品将继续保持较快发展。

二手车市场的持续发展预计对 Auto-ABS 违约贷款的抵押物回收形成正面影响

近年来，我国二手车交易量保持持续增长，2018 年全国二手车累积交易 1382 万辆，同比增长 11.46%。交易量增长提升了我国二手车市场的流动性，进而降低了买卖双方的交易成本，包括 Auto-ABS 资产服务机构的

交易成本。成本下降意味着资产服务机构在出售违约汽车贷款的抵押车辆时可以享有更好的价格，预计对 Auto-ABS 的回收率具有正面影响。

图表 10：我国二手车交易量情况（单位：万辆）



数据来源：数据来源于中国汽车流通协会

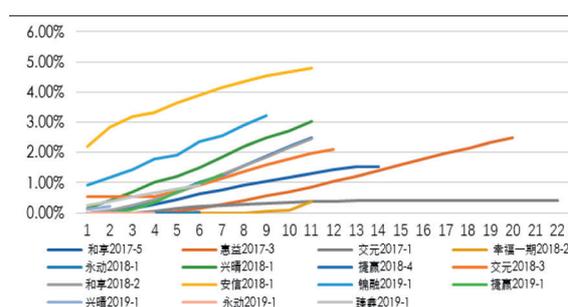
2019 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾 与 2020 年展望

结构融资部 汪晴

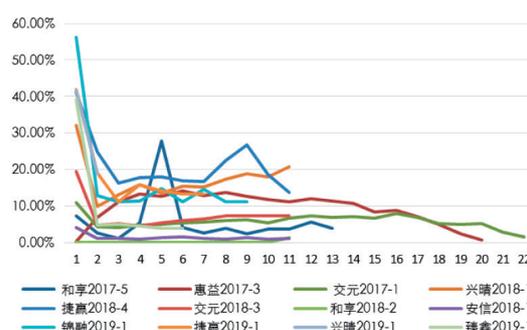
图表 1：我国消费金融 ABS 发行概况

	2019 年 1~11 月	2018 年
发行情况		
发行单数 (单)	95	110
发行规模总额 (亿元)	2919.33	3034.39
基础资产		
加权平均贷款笔数 (笔)	914341.70	745746.40
前 20 大借款人占比 (%)	0.11	0.16
借款人平均收入债务比 (倍)	9.38	7.14
加权平均账龄 (月)	4.43	3.92
加权平均剩余期限 (月)	11.97	12.03
交易结构		
AAA 档加权平均占比 (%)	84.83	81.07
加权平均超额利差 (%)	6.68	6.16

图表 2：消费金融 ABS 累计违约率



图表 3：消费金融 ABS 提前还款率



主要观点

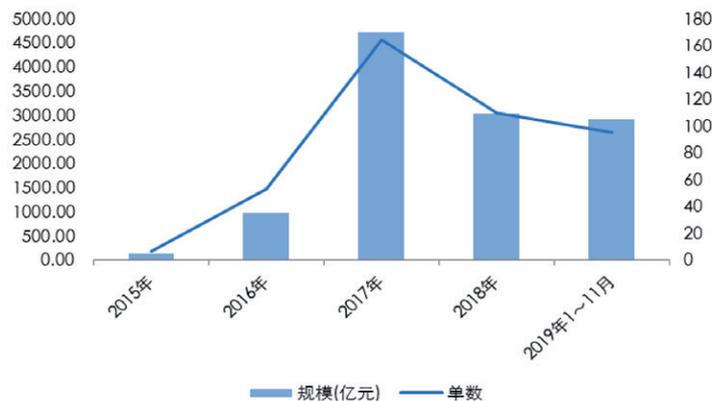
- 我国消费金融 ABS 发行规模有所回升，发行主体持续扩容，受益于政策鼓励及消费贷款需求增长，预计 2020 年消费金融 ABS 规模将持续放量；
- 基础资产累计违约率有所上升，违约回收率较低；2020 年基础资产质量难以显著改善；
- 较高的贷款利率为产品提供了良好的超额利差保障，2020 年完善交易结构设置仍将缓释高早偿率带来的流动性风险；
- 产品次级比例有所提升，预计 2020 年次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控。

一、消费金融 ABS 信用风险回顾

消费金融 ABS 发行规模有所回升，发行主体持续扩容

2019 年 1~11 月，我国共发行 95 单消费金融 ABS 产品，总规模为 2919.33 亿元，较 2018 年同期发行数量减少 4 单，规模同比上升 8.75%；其中 10 月~11 月发行量占 2019 年 1~11 月总发行量的 47.23%，四季度迎来发行小高峰。分市场来看，2019 年 1~11 月发行产品中包括银行间产品 24 单，规模 1431.87 亿元，单笔平均规模 66.76 亿元，较去年同期上升 0.92%；交易所发行产品 71 单，规模 1487.46 亿元，单笔平均规模 20.95 亿元，较去年同期下降 1.23%。

图 1：近年来消费金融 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



注：图 1 统计包括所有银行间和交易所产品

从发行主体来看，银行间产品发行主体主要为商业银行和持牌消费金融公司，受银保监会监管，其中持牌消费金融公司须年满三年才可能获批发行消费金融 ABS 资质。截至 2019 年 11 月末，共有中银消费金融、捷信消费金融、招联消费金融、兴业消费金融、锦程消费金融、苏宁消费金融、马上消费金融、海尔消费金融、湖北消费金融 9 家持牌消费金融公司获得发行消费金融 ABS 资格。2019 年 11 月，苏宁消费金融公司、马上消费金融公司均发行了首单消费金融 ABS 产品，消费金融 ABS 发行主体持续扩容。交易所消费金融 ABS 发行主体包括小贷公司和一些电商平台，产品主要为“花呗”、“借呗”、“白条”类产品，2019 年 1~11 月发行规模在交易所产品总规模中占比分别为 73.25%、8.04% 和 14.48%。

从基础资产类别来看，银行间消费金融 ABS 基础资产主要包括消费性贷款和信用卡贷款。2019 年 1~11 月，24 单银行间消费金融 ABS 产品中包括消费性贷款产品 13 单，信用卡贷款产品 11 单。交易所消费金融 ABS 共发行 71 单，基础资产均为一般消费贷款。

因交易所 ABS 产品基础资产特征、累计违约率、违约回收率、早偿率等数据可得性受限，本报告下文涉及这些指标分析引用数据均来源于银行间产品。

从基础资产特征来看，2019 年 1~11 月新发行银行间消费金融 ABS 单笔金额较小，资产加权平均账龄和剩余期限较短，借款人平均收入债务比保持较好水平，有利于构成高度分散，现金流回收较为平缓的资产池，整体基础资产特征和 2018 年发行产品较为类似。

图表 2：2018 年及 2019 年 1 ~ 11 月银行间消费金融 ABS 资产池表现

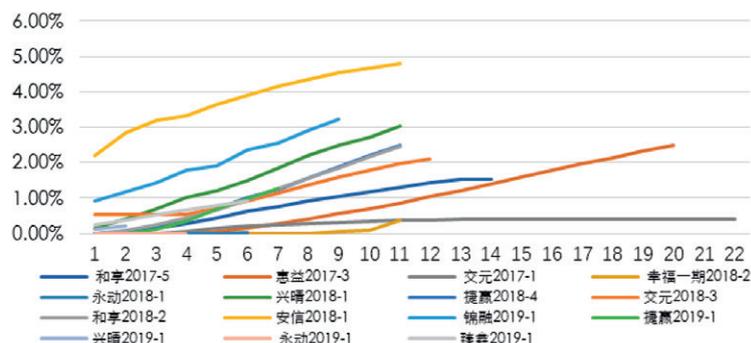
	2019 年 1 ~ 11 月	2018 年
加权平均贷款笔数 (笔)	914341.70	745746.40
前 20 大借款人占比 (%)	0.11	0.16
借款人平均收入债务比 (%)	9.38	7.14
加权平均账龄 (月)	4.43	3.92
加权平均剩余期限 (月)	11.97	12.03
超额利差均值 (%)	6.68	6.16

基础资产累计违约率有所提升，但未触及违约率阈值，不同机构间分化显著

存续期内基础资产累计违约率有所提升。受消费贷款没有抵押、质押、担保等还款保证措施影响，消费金融 ABS 基础资产违约率相对于 RMBS 和 auto-ABS 等产品更高，截至 2019 年 11 月末存量 RMBS 和 auto-ABS 的年化违约率分别为 0.10% 和 0.14%，同期末银行间消费金融 ABS 产品年化违约率为 1.02%。大部分产品设置了触发加速清偿事件的累计违约率阈值，银行发行产品一般设置为某一时点累计违约率在 5% ~ 10% 范围内触发加速清偿事件，持牌消费金融公司发行产品相应设置范围为 10% ~ 20%。截至 2019 年 11 月末，银行间存续期产品均未触发加速清偿事件设置的累计违约率阈值。

持牌消费金融公司发行产品累计违约率略高于银行发行产品。商业银行因监控系统与央行征信系统关联，风控优势明显；消费金融公司因客户质量选择、利率较高等因素导致产品累计违约率较高。其中，“捷赢”系列产品基础资产为捷信消费金融有限公司发放的现金贷和消费贷，产品累计违约率偏高，“捷赢 2017-4”发行 1 年后的累计违约率高达 9%，但仍低于产品 13.85% 的次级比例，优先级仍然可以得到保证。根据图表 3，大部分产品存续一年期左右累计违约率位于 5% 以下。交易所产品发行主体以“京东”、“蚂蚁小贷”等大型互联网金融平台为代表，其凭借自身强大的流量追踪和发达的大数据风控水平将产品累计违约率控制在较低水平。2019 年 11 月末，交易所消费金融 ABS 累计年化违约率为 0.08%。

图表 3：截至 2019 年 11 月末银行间部分存续消费金融 ABS 累计违约率



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

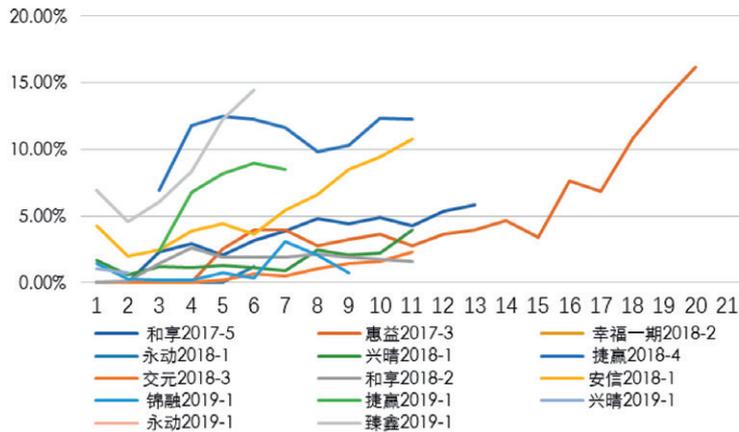
基础资产整体累计违约回收率较低且差异化明显

银行间市场各单产品违约回收率差异化较为明显，“捷赢”、“安信”、“臻鑫”类产品因贷款服务机构催收能力强，违约回收率较高。部分产品存续半年后，累计违约回收率位于 5% ~ 10%，整体累计违约回收率

较低。

消费贷款主要为信用贷款，基本无抵质押措施担保，且央行个人征信系统尚不完善，目前我国央行征信系统信贷记录覆盖率不及 30%，大批借款人违约后无相应的贷款记录，借款人违约成本较低，违约后偿还动力不足导致产品违约回收率较低。同时我国居民债务负担不断加重，2015 年~ 2018 年，我国人均可支配收入上涨 28.51%，同期住户短期贷款增长 55.01%，住户短期贷款增长幅度远超过人均可支配收入，居民债务负担的不断加重也不利于基础资产后续回收。

图表 4：截至 2019 年 11 月末银行间部分消费金融 ABS 累计违约回收率



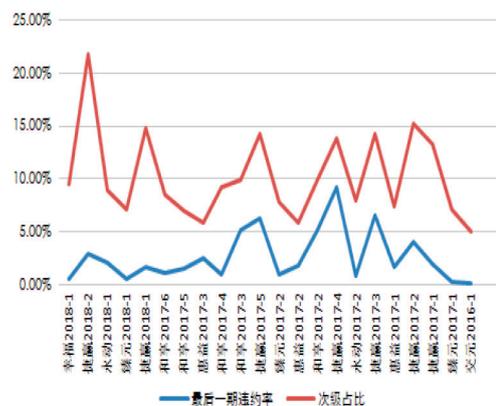
数据来源：各单产品信息，东方金诚整理。因存续期短，部分产品只有约 12 期的数据

基础资产质量略有下沉，次级支持效果仍较好，产品整体风险可控

考虑到不同产品存续期限不一，基于数据可得性原则，本报告选取同系列产品存续第七期时累计违约率进行比较以研究近年来同类产品基础资产质量变化情况。根据图表 5，2018 年以来，“和享”、“捷赢”、“交元”、“臻元”产品存续相同期间后的累计违约率较前两年发行产品高，基础资产质量略有下沉。从已清算产品来看，银行间清算产品最后一期累计违约率位于 0.17%~ 9.25% 之间，而多数产品次级占比在 5%~ 15% 之间。在不考虑违约回收的情况下，银行间产品最后一期累计违约率均低于次级比例，产品整体风险可控。

图表 5：同类产品存续第七期累计违约率统计（单位：%） 图表 6：银行间已清算产品最后一期累计违约率和次级统计

和享 2017-1	和享 2017-3	和享 2018-1	和享 2018-2
0.67	0.94	0.14	1.26
捷赢 2018-1	捷赢 2018-2	捷赢 2018-3	捷赢 2019-1
1.72	1.31	1.26	1.26
交元 2017-2	交元 2017-3	交元 2017-4	交元 2018-3
0.21	0.25	0.40	1.13
臻元 2017-1	臻元 2017-2	臻元 2018-1	
0.07	0.40	0.62	

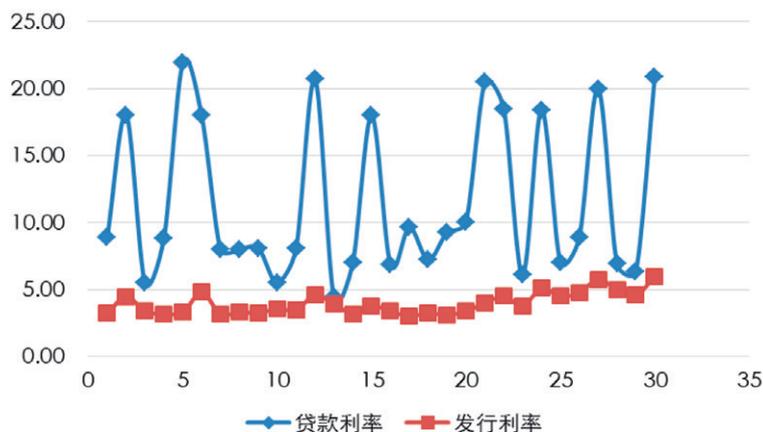


数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

消费贷款加权平均贷款利率较高，超额利差保障程度较好

2019 年 1 ~ 11 月发行的银行间产品加权平均贷款利率为 10.24%，超额利差为 6.68%。较高的贷款利率为产品提供了良好的超额利差保障。同时，大多数产品基础资产合格标准及后续购买的资产加权贷款利率要求设置在信托设立日人民银行贷款基准利率上浮 1.5 倍左右，对产品的超额利差形成进一步保障。

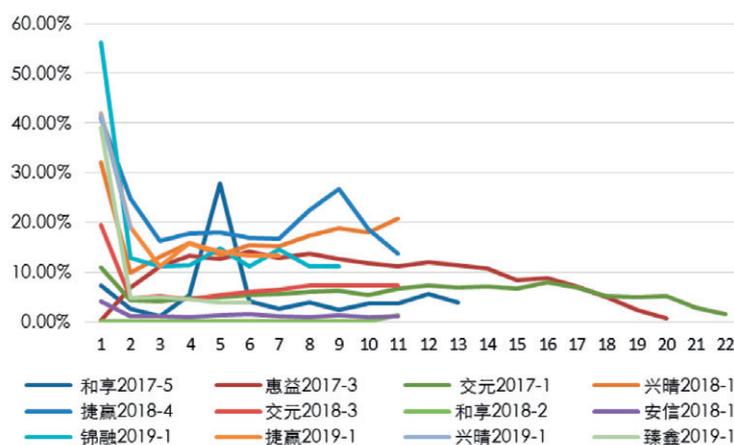
图表 7：银行间部分消费金融 ABS 基础资产贷款利率和优先级发行利率（%）



早偿率普遍偏高，完善交易结构设置缓释了早偿引起的流动性风险

因贷款利率较高，消费金融 ABS 早偿率普遍偏高。根据图表 8，产品存续一年内的早偿率普遍位于 10% ~ 15% 之间，其中“捷赢”和“永动”系列产品因贷款利率较高，年化提前还款率高达 20%；而“交元”系列信用卡分期债权因合同约定提前还款费用较高，借款人提前还款意愿低，年化早偿率约为 5% 左右。

图表 8：截至 2019 年 11 月末银行间部分消费金融 ABS 年化早偿率



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

因大部分产品设置循环购买结构，借款人提前还款将用于循环购买，且证券摊还方式为按月过手摊还。2020 年完善循环购买及过手摊还结构设置仍将缓释高早偿率带来流动性风险。

二、2020 年消费金融 ABS 展望

预计政策鼓励及消费贷款需求不断增长将带动 2020 年消费金融 ABS 规模持续放量

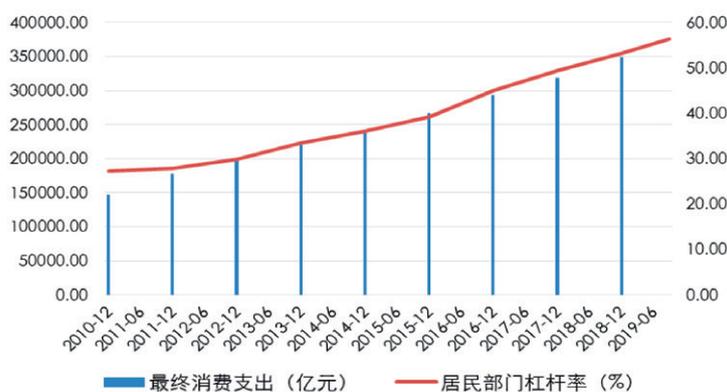
随着更多消费金融公司业务期限年满三年达到银行间消费金融 ABS 发行资质，预计消费金融 ABS 将成为更多消费金融主体的融资方式之一。同时，消费金融 ABS 的政策环境也不断改善。从资产端来看，政府工作报告多次鼓励消费金融，监管出台《现金贷整顿》等政策促进消费金融市场良性发展；从投资端来看，消费金融 ABS 基础资产小而分散，作为优质的 ABS 资产一直受到市场上投资者的青睐。银保监会也印发了《商业银行理财业务监督管理办法》，允许银行使用理财资金购买 ABS，消费金融 ABS 投资端环境不断完善。

我国居民消费贷款需求不断增长，据统计，我国消费金融市场（不包括房贷）市场渗透率为 22.36%，低于发达国家 40% 左右的渗透率。随着居民消费观念超前转变，新生消费力量崛起，消费金融市场具有较大的潜力。个人信贷的不断发展和消费场景的不断延伸将为消费金融 ABS 提供充足和丰富的基础资产。

需警惕居民债务负担重等因素导致产品违约率和损失率继续走高的风险，预计 2020 年基础资产质量难以显著改善

值得注意的是近年来我国居民消费支出、居民消费贷款及居民部门杠杆率不断增长。目前，我国居民债务占可支配收入比重达 90%，经过不断加杠杆，居民债务率较高，以上因素或将导致产品违约率和损失率继续走高。

图表 9：我国居民消费支出和杠杆率

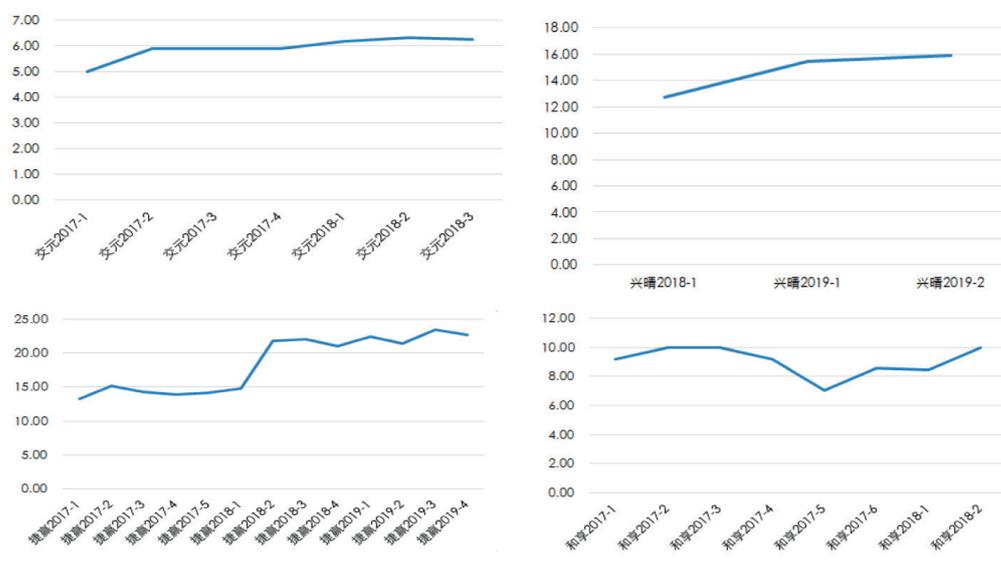


同时具有信用贷性质的消费贷款违约成本低，在当前居民部门不断加杠杆及宏观经济下行的背景下，预计 2020 年基础资产质量难以显著改善。

同系列产品次级比例略有上升，2020 年预期次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控

如图表 10 所示，本报告选取发行产品较多的“交元”、“兴晴”、“捷赢”和“和享”系列产品进行比较，次级比例有所提升为优先级提供更多保障。

图表 10：同类产品次级比例统计（单位：%）

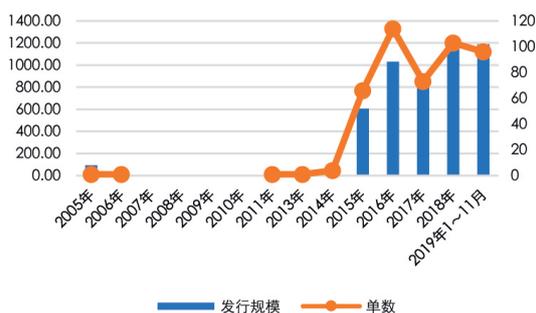


目前存续期产品违约率仍低于次级，预期 2020 年基础资产质量难以显著改善，不同目标信用等级下资产池违约比率和损失比率或将有所上升，预期 2020 年同类产品次级比例或将有所提升，次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控。

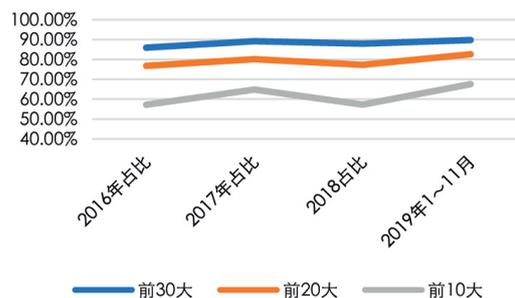
2019 年融资租赁 ABS 回顾与 2020 年展望

结构融资部 刘伟岸

交易所融资租赁 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



交易所融资租赁 ABS 发行集中度情况



主要观点

- 我国融资租赁 ABS 发行规模快速增长，预计 2020 年将延续增长势头；
 - 融资租赁 ABS 发行集中度显著提升，这一趋势将贯穿整个经济结构调整阶段；
 - 融资租赁 ABS 基础资产类型多元化，汽车类租赁 ABS 发行占比有所提升；
 - 信用风险较低的城投类、工程机械及汽车类租赁资产占比上升，一般工商企业类租赁资产占比下降；
- 融资租赁 ABS 基础资产结构将向工程机械及汽车类租赁资产转变；
- 优先 / 次级、超额利差、原始权益人差额补足或股东方保证担保是融资租赁主要的增信方式，未来难有新的创新；
 - 预计 2020 年基建投资继续加力提效，市场流动性充足，对融资租赁 ABS 资产形成较强利好。

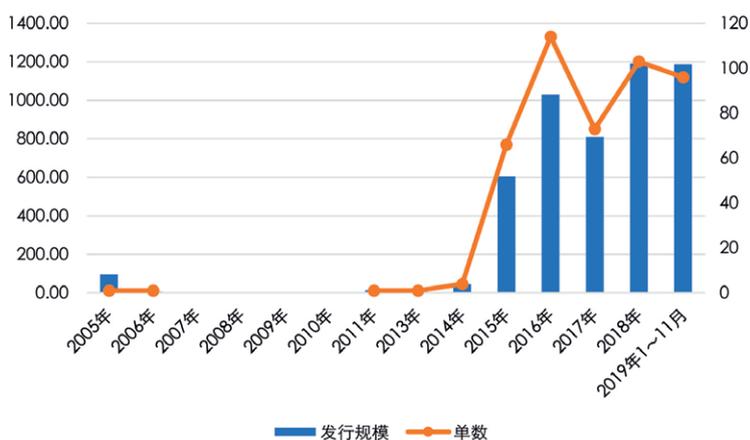
我国融资租赁 ABS 发行规模快速增长，预计 2020 年将延续增长势头

近年来我国融资租赁 ABS 发行规模快速增长。2015 年～2018 年，我国融资租赁 ABS 年发行规模自 2014 年末 44.75 亿元，增长至 1191.63 亿元，增幅达到 25 倍。2019 年 1～11 月，融资租赁 ABS 发行规模为 1187.06 亿元，相比 2018 年同期增长 14.47%；发行数量 96 单，同比增长 9 单。发行规模增长较为显著。

原始权益人参与度方面，2019 年 1～11 月，共有 54 家商租公司参与资产证券化发行，相比 2018 年，减少 3 家，融资租赁机构参与度有所下降。

融资租赁机构负债结构中仍然以银行贷款为主，通过融资租赁 ABS 方式取得的资金规模占比仍然较少，并且融资租赁 ABS 市场参与机构数量占比较低，未来融资租赁 ABS 发行规模仍有较大的增长空间，预计未来 2020 年将延续增长的态势。

图 1：交易所融资租赁 ABS 发行情况（单位：亿元、单）

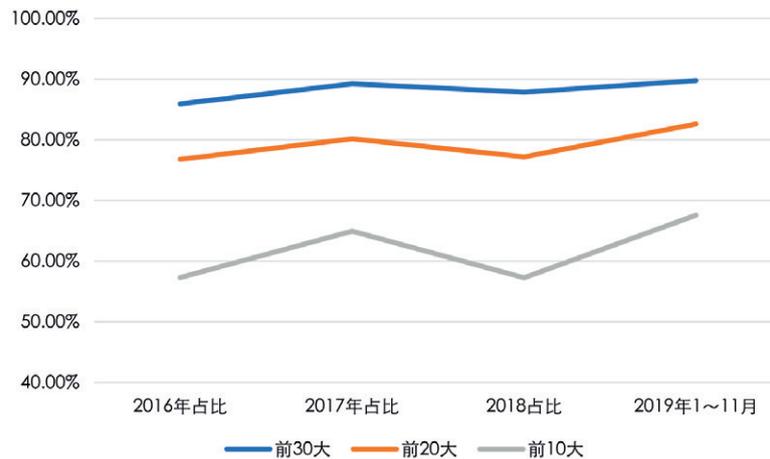


融资租赁 ABS 发行集中度显著提升，这一趋势将贯穿整个经济结构调整阶段

2019 年以来，央行实施稳健的货币政策，两次下调存款准备金，使市场流动性较为充裕。另一方面，受困于经济增速承压下行，实体经济信用风险较为显著。受两者因素共同影响，高信用融资实体融资成本下行，融资较为便利。低信用融资主体与之相反。2016 年～2018 年，前 10 大融资租赁公司发行规模占当年发行总额一直保持在 50% 以上，前 30 大发行人集中度保持在 85% 以上。2019 年 1～11 月，前 10 大发行人集中度达至 67.58%，相比 2018 年 57.27% 大幅提升。此外，2019 年 1～11 月，前两大发行人集中度由 2016 年～2018 年的 20% 左右，增长至 24.67%，市场集中度进一步提升，信用分化现象较为显著。前两大发行人分别为远东国际租赁有限公司和平安国际融资租赁有限公司。

在当前经济下行周期内，出于避险考虑，市场的金融资源向位于融资租赁行业前部的机构集中，这一趋势在短期内难以改善，并且 2020 年将进一步增强。

图 2：发行集中度情况



融资租赁 ABS 基础资产类型多元化，汽车类租赁 ABS 发行占比有所提升

我国融资租赁 ABS 基础资产类型按租赁性质大体可分为四类，分别为城投类、一般工商企业类、工程机械类以及汽车类。城投类租赁资产是指为满足地方城投企业融资需要，地方城投企业自身、或者供水、供暖、供电、医院等地方企事业单位充当承租人向融资租赁公司办理融资租赁业务形成的租赁资产。此类租赁资产是一种“类信贷”资产，融物属性较弱，融资属性较强。租赁资产信用水平取决于城投企业自身以及地方财政水平。一般工商企业类租赁资产主要是指以一般实体经济中的工商企业为承租人，出于解决经营资金或资本支出资金需求而办理融资租赁形成的租赁资产。此类租赁融资与融物兼顾。工程机械类租赁资产主要指以混凝土机械、履带起重机、泵车、压路机等工程机械为租赁标的，以工程施工方为主要客户的租赁资产。此类业务融资属性偏弱，融物属性较强，并且开办此类业务的融资租赁公司一般具有较强的产业背景，典型发行人为江苏徐工工程机械租赁有限公司。汽车类租赁细分类型较为多样，既有以消费者为承租人、以消费为目的汽车租赁资产，也有以公司客户为承租人、以营运为目的的汽车租赁资产。此外，不同租赁公司汽车融资租赁业务模式也有所区别，相应风险影响因素有所不同，信用特征也不尽相同。近年来，受经济下行周期以及实体经济信用风险显著升高影响，融资租赁 ABS 基础资产中，城投类租赁资产保持在较高比例，并且有所上升；一般工商企业类融资租赁资产占比显著减少；工程机械类租赁资产有所增长；汽车类租赁资产显著增长。以前 10 大发行人融资租赁 ABS 基础资产类型来看，前 10 大发行人中有 4 家发行人的租赁业务是以汽车融资租赁业务为主，其发行融资租赁 ABS 的基础资产也是以汽车租赁资产为主。

信用风险较低的城投类、工程机械及汽车类租赁资产占比上升，一般工商企业类租赁资产占比下降；预计 2020 年融资租赁 ABS 基础资产结构将向工程机械及汽车类租赁资产转变

受总需求不足、实体经济信用风险上升影响，市场整体避险情绪显著增强。一般工商企业信用风险上升较为显著，债务逾期、违约事件屡有发生。加之融资租赁行业业务同质化严重，客户资源覆盖面较小，更加剧了融资租赁机构经营风险，其租赁资产质量承压。出于避险需求，融资租赁机构不得不被动调整客户投放结构，将租赁业务集中于少数领域内，压缩甚至退出一般工商企业的租赁业务。由于城投信仰犹存，在此背景下，格外受到融资租赁行业青睐。工程机械类租赁资产多产生于建筑施工领域，其需求与基建关联度较大。现阶段为对冲经济下行压力，我国施行扩张性财政政策，扩大基建领域投资。基建需求向好，工程机械类租赁资产受益于此，信用风险较为平稳。汽车租赁资产质量与资产生成方原始权益人的汽车业务模式具有很强的关联性。不同业务模式下取得的租赁承租人金融特征不同，由此产生一定信用质量分化。但总体而言，业务模式有效且在

细分领域具有核心竞争优势的融资租赁机构其租赁资产质量趋于稳定，逾期率和违约率随经济增长情况小幅波动，相比其他类型产品，受经济波动影响较小。近年来，随着一般工商企业类租赁资产占比下降，后三类租赁资产占比上升，市场总体信用风险趋于改善。

AAA 级证券占该单融资租赁 ABS 的比例高低同该单产品基础资产质量通常呈正比关系。优先级占比高，反映该单产品基础资产质量较好。以 AAA 级优先级资产支持证券份额占比来看，AAA 级证券份额占比在 70% 以上的融资租赁 ABS 数量占市场总发行数量的比例保持上升趋势，由 2017 年的 80.82%，上升至 2018 年的 94.17%。2019 年 1~11 月，该比例为 91.67%，仍保持在较高水平。尽管经济增长放缓，实体信用风险上升，但融资租赁机构将金融资源集中于信用质量较好的租赁资产类别以及向城投、生产型国企等高信用等级客户投放，造成在实体经济层面金融资源通过融资租赁业务向市场中高信用质量实体客户集中，对融资租赁 ABS 基础资产的信用质量形成一定支撑。

我国融资租赁行业一直作为实体企业的补充融资渠道，是企业在商业银行贷款、公开发债等方式之外的次优选择。由此，融资租赁机构相对应也是以售后回租的方式开展业务，也是一种类信贷业务。在经济上行期，企业资金需求量大，对成本不敏感，融资租赁得以快速发展，机构数量及资产规模迅速扩张。但随着经济步入下行周期，我国融资租赁行业传统业务模式的缺点得以突显。资金价格高，资产端收益率难以匹配自身融资成本以及补偿风险，客户信用风险等级较低，使得表内信用风险显著上升，风控能力难以满足新形势的变化。在这一背景下，回归本源，改变类信贷业务为主结构，偏向经营租赁为主将是融资租赁机构业务的未来发展方向。工程机械类租赁将受益于逆周期调节政策的加码以及房地产行业投资的韧性。此外，汽车类租赁资产小而分散，属于零售金融资产，是一种优良的防御型资产。在融资租赁行业投向渠道收窄的情形下，开展工程机械类及汽车类租赁将成为融资租赁机构优选的经营策略。此外，工程机械及汽车类租赁资产天然适合资产证券化市场，融资租赁机构的资产生产能力与负债端资产证券化融资能力优势互补，从而产生较好的经济效益。

优先 / 次级、超额利差、原始权益人差额补足或股东方保证担保是融资租赁主要增信方式，未来难有新的创新

除个别几单产品以外，融资租赁 ABS 均采用了优先 / 次级内部增信方式提升资产支持证券信用等级。对于头部融资租赁公司，由于其风险控制能力较好，承租人信用等级较高，自身资信实力较强，其发行的融资租赁 ABS 不再添加自身的信用增信。仅凭借笔数多、承租人地区及行业分散度较高的资产池为基础发行 ABS。多数中小融资租赁公司，注册资本金一般不足 10 亿，风控能力较弱，租赁资产集中度较高，其发行 ABS 一般以自身信用设置差额补足，同时增加信用等级较高的第三方担保。一般第三方多为原始权益人的控股股东。

融资租赁 ABS 交易结构十分成熟，已足以满足现有业务发展的需求，未来难有新的创新。

基建投资继续加力提效，市场流动性充足，对融资租赁 ABS 资产形成较强利好

当前我国经济仍处于经济结构调整时期，在新动能未能培育完成前，经济增长下行压力较大。基建托底，通过专项债方式扩充政府可用资金，推动基建加码，仍是当前支撑经济增长的力量之一。2020 年度专项债已提前下发，同时配合央行公开市场操作投放流动性、引导 LPR 下行，有利于保证资本市场资金充裕，避免出现发行量过大导致利率大幅增长挤压民营资本投资的现象。资本市场流动性充裕也保证了商租负债渠道顺畅。资产端政府类项目投资加码，基建投资需求增大，也有利于形成融资租赁资产。综合来看，投资加码将使得经济增速的压力趋缓，也进一步对融资租赁 ABS 信用质量形成一定支撑。

我国应收账款和供应链资产支持证券 2019 年信用风险回顾与 2020 年展望

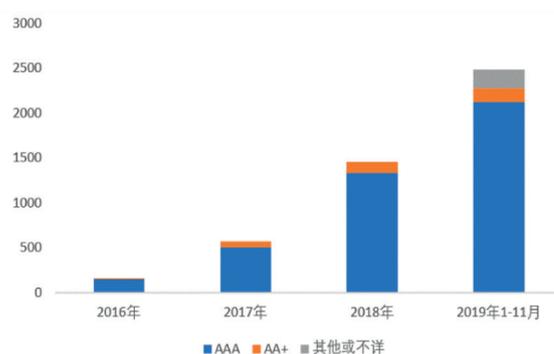
结构融资部 李燕

2014 年以来发行应收账款资产支持证券统计特征

	购房尾款	工程施工	普通贸易	贸易融资
债务人户数	3259	55	181	6
前三大债务人占比 (%)	2.49	31.42	46.48	87.16
前三大行业占比 (%)	-	84.97	93.64	91.23
前三大地区占比 (%)	79.50	52.11	68.03	93.22
	均循环购买	部分产品循环购买	部分产品循环购买	不循环购买
循环购买安排				
优先 A 档比例 (%)	84.70	90.98	76.99	100.00
次级档比例 (%)	7.35	7.36	10.61	0.00

注：以上指标数值均为平均数。

2016 年以来供应链金融 ABS 级别分布 (单位: 亿元)



主要观点

- 受外部政策和企业盘活资产需求推动，预计 2020 年应收账款和供应链资产支持证券发行规模将有所提升。
- 普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大，预计 2020 年发行产品信用风险水平差异仍较大。
 - 工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所属行业周期性波动较大，基础资产回款不确定性强，但预计 2020 年发行产品原始权益人及增信方仍多为大型央企，信用风险较低。
 - 购房尾款类应收账款资产支持证券受房地产行业调控政策、银行审批政策等因素影响，基础资产回款时间和金额不确定性较强，2020 年以区域性小型房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升。
- 贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例，2020 年发行产品信用风险仍较低。
- 2020 年房企融资政策仍将保持收紧态势，将影响存续期供应链资产支持证券核心债务人的履约能力。

一、应收账款资产支持证券信用风险回顾

（一）2019 年应收账款资产支持证券发行情况

2019 年应收账款 ABS 发行单数和规模较去年同期有所降低

2019 年 1～11 月，我国市场共发行了 62 单应收账款资产支持证券，发行规模合计 709.47 亿元。其中，工程施工类、购房尾款类、贸易融资类、普通贸易类应收账款资产支持证券发行规模分别为 323.83 亿元、240.83 亿元、43.15 亿元和 81.31 亿元，较 2018 年分别降低 57.57%、46.17%、74.30% 和 67.23%。受外部政策鼓励、企业自身盘活存量资产需求等因素推动，2018 年应收账款 ABS 发行规模大幅增长。2019 年 1～11 月，由于房企融资政策收紧、前期发行应收账款 ABS 循环期占用基础资产等因素影响，应收账款 ABS 发行规模同比大幅减少。

图表 1：2014 年以来应收账款资产支持证券发行情况（单位：亿元、单）



（二）应收账款资产支持证券信用风险特征

从应收账款资产支持证券细分类型来看，普通贸易类、工程施工类、购房尾款类、贸易融资类应收账款资产支持证券在基础资产和交易结构等方面的信用风险特征有所不同。

1、普通贸易类应收账款资产支持证券

普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产为生产贸易类企业因销售货物或服务对其下游客户的应收账款。

图表 2：2014 年以来发行普通贸易类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数	1	993	181
前五大债务人占比 (%)	14.34	100.00	44.54
债务人前三大行业占比 (%)	60.06	100.00	93.64
前三大地区占比 (%)	31.10	100.00	68.03
循环购买安排	部分产品循环购买		
增信方式	内外部增信		
优先 A 档级别	AA	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	20.00	98.98	76.99
优先 B 档级别	AA	AA+	AA ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	5.00	75.00	20.26
优先 C 档级别	A+	AA	A+ ~ AA
优先 C 档占比 (%)	6.97	15.06	10.63
次级档占比 (%)	1.02	48.97	10.61

注：上表信息来源于 2014 年至 2019 年 11 月末已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 34 单产品。

普通贸易类应收账款资产支持证券债务人信用资质分化较大，部分债务人属于强周期或资金周转时间较长行业，基础资产现金流回收时间具有一定不确定性

在已披露影子评级信息的产品（18 单）中，普通贸易类应收账款资产支持证券的入池资产加权平均信用等级分布于 B+/BB- ~ AAA 之间，债务人信用资质分化较大。

由于基础资产债务人所处行业为原始权益人下游行业，受制于原始权益人自身主营业务特性，普通贸易类应收账款资产支持证券的行业集中度普遍偏高。根据已披露产品相关信息，普通贸易类应收账款资产支持证券产品的前三大行业 OPB 占比分布于 60.06% ~ 100.00% 之间，远高于 CLO、租赁债权等债权类产品的平均值。

在已披露相关信息的产品中，普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产债务人广泛分布于医院、制造业（电子产品、电器设备、建筑材料制造等）、批发和零售业等各行业。部分产品的债务人属于强周期行业，其经营财务情况易受宏观经济和行业供需情况波动影响，在产能过剩、行业内竞争激烈的情况下，其盈利能力、现金流情况、偿债能力将可能有所恶化，从而影响基础资产逾期和违约情况。另一方面，部分原始权益人的下游客户（例如医院等）资金占用时间较长，且原始权益人相对下游客户较为弱势，从而导致原始权益人应收账款的回款周期较长。

除行业风险外，由于产品质量问题导致退货、下游客户要求返点等因素，普通贸易类应收账款的实际回款金额可能低于初始入池金额，导致基础资产存在灭失或贬损风险。

普通贸易类应收账款资产支持证券采用内外部增信安排缓释基础资产无利息流入、回款时间和金额不确定性等风险

普通贸易类应收账款资产支持证券初始入池资产规模对发行规模的覆盖倍数分布于 1 ~ 1.42 倍之间，以 1 ~ 1.1 倍之间的产品居多，大部分产品循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买，部分产品未设置循环购买安排或循环期平价购买。初始与循环折价率高低与基础资产信用质量、对应债务人历史回款情况、发行利率等因素有关。

除折价购买机制外，普通贸易类应收账款资产支持证券普遍设置其他内外部增信机制缓释基础资产现金流不稳定风险。内部增信措施包括权利完善事件、加速清偿事件和违约事件、与资产服务机构主体级别关联的回款转付机制、不合格/灭失资产赎回等；外部增信措施包括原始权益人或关联方差额支付、关联方担保、关联方流动性差额支付承诺等，外部增信方主体级别分布于 AA ~ AAA 之间，对资产支持证券的信用增进作用差异较大。部分产品因原始权益人的出表需求未设置差额支付或担保，此类产品凭借入池资产较高的分散度或债务人较好的信用资质仍获得较高 AAA 档比例。

2、工程施工类应收账款资产支持证券

工程施工类应收账款资产支持证券的基础资产为建筑施工企业因提供工程施工服务而对发包方享有的应收账款。

图表 3：2014 年以来发行工程施工类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数	9	164	55
前五大债务人占比 (%)	15.71	75.82	39.41
债务人前三大行业占比 (%)	61.03	100.00	84.97
前三大地区占比 (%)	27.72	90.05	52.11
循环购买安排	部分产品循环购买		
增信方式	内外部增信		
优先 A 档级别	AAA	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	60.00	95.03	90.98
优先 B 档级别	AA-	AA+	AA- ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	5.00	26.44	17.15
次级档占比 (%)	4.97	20.00	7.36

注：上表信息来源于 2014 年至 2019 年 11 月末已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 31 单产品。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人多为基建类及房地产公司，行业集中度很高，应收账款回款压力较大

建筑业下游行业包括铁路、城投、房地产等，以上行业易受政策调控影响，景气程度波动性较大。前期受益于专项债加速稳步发行，基建投资融资环境边际向好，但地方政府或仍受制于去杠杆压力，落实有效投资的积极性相对不高，2019 年前三季度全口径基建投资增速 3.4%，低于 GDP 增速。受融资政策收紧影响，地产投资或仍面临下行压力。整体来看，我国固定资产投资下行压力仍较大。受下游行业景气度波动和上下游产业链地位因素影响，建筑企业应收账款回款压力较大。

已披露产品信息的工程施工类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的储备项目充足性对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

工程施工类应收账款资产支持证券原始权益人多为大型国有建筑企业，且大多由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，有效提升了产品信用质量

由于基础资产无利息流入而证券端需支付利息，与其他债权类资产支持证券不同，应收账款资产支持证券

一般采用折价购买方式。工程施工类应收账款资产支持证券的初始覆盖倍数分布于 1.01 ~ 1.13 倍之间，以 1.03 ~ 1.05 倍之间的产品居多，循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买。

由于基础资产现金流具有较大不确定性，工程施工类应收账款资产支持证券普遍设置了内外部增信机制，内部增信机制主要包括不合格资产置换 / 赎回、信用触发机制等，外部增信机制主要为原始权益人自身或母公司的差额补足或流动性支持等。

在已披露相关信息的工程施工类应收账款资产支持证券中，绝大多数产品的原始权益人为大型国有建筑企业，且其中大多数由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，大多数增信方为主体级别 AAA。以上外部增信较为有效地提升了产品的信用质量，设置外部增信的产品 AAA 档占比大多在 90% 以上。

3、购房尾款类应收账款资产支持证券

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产为房地产公司的银行按揭贷款购房尾款或公积金贷款购房尾款，本质为房地产公司因销售商品房对购房人的应收账款。

图表 4：2014 年以来发行购房尾款类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
入池资产笔数	244	12158	2385
单笔合同最大应收购房尾款金额占比 (%)	0.13	2.15	0.74
前三大地区占比 (%)	24.00	100.00	79.50
初始覆盖倍数 (倍)	1.02	1.82	1.32
摊还期优先 A 档本息最低覆盖倍数 (倍)	1.01	2.10	1.31
摊还期优先档本息最低覆盖倍数 (倍)	1.01	2.10	1.26
优先 A 档级别	AA+	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	54.42	96.49	84.70
优先 B 档级别	AA	AA+	AA ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	16.41	35.05	25.22
次级档占比 (%)	3.51	25.06	7.35

注：上表信息来源于 2014 年至 2019 年 11 月末已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 38 单产品。

由于监管政策、银行审批政策、开发贷截留等原因，购房尾款类应收账款资产支持证券基础资产回款时间和金额的不确定性较大

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产现金流来源为公积金中心或银行的审批贷款，购房人的基本情况如收入水平、征信情况对银行审批通过率及通过金额比例造成一定的影响，若未通过或未全额通过审批，则尾款需要由购房者自己承担，在购房者缺乏经济实力的情况下可能导致违约。若银行对项目公司进行资金监管，则可能导致开发贷截留，降低归集到资产支持证券账户的现金流金额。

此外，由于区域房地产行业政策、银行放款政策和额度充足性等因素，购房尾款资产支持证券入池资产回款时间存在不确定性。根据各产品评级报告披露的历史数据，部分一二线城市历史回款周期较长。

所有购房尾款类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，

但原始权益人的在建待售项目充足性情况和所在区域房地产政策变动对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

内外部增信交易结构安排可缓释基础资产现金流不确定性较大风险，但融资收紧环境下房企作为增信方的履约能力应予以关注

在已披露相关信息产品中，购房尾款类资产支持证券的初始覆盖倍数对发行规模的覆盖倍数差异较大，分布于 1.02 ~ 1.82 之间，大部分产品循环期平价购买，部分产品循环期采用固定折价率进行循环购买，初始与循环折价率高低反映了现金流回款情况和发行利率等特征。

除折价购买外，由于基础资产现金流回收时间和金额的不确定性较大，购房尾款应收账款资产支持证券一般均采用了不合格资产置换 / 赎回安排等内部增信机制。根据披露存续期信息的产品资料，部分购房尾款类应收账款资产支持证券存续期存在开发贷截留等情况，已按交易结构安排进行赎回，交易结构安排有效地缓释了基础资产风险。在已披露相关信息产品中，摊还期基础资产预期现金流对优先档当期本息的最低覆盖倍数分布于 1.01 ~ 2.10 倍之间，大部分产品现金流覆盖倍数较高，可一定程度缓释现金流不确定性风险。

在外部增信机制方面，购房尾款类资产支持证券均由房地产公司提供外部增信，增信房企大多为主体级别 AA+ 及以上房企，但在融资全面收紧的环境下，房地产公司自身的负债水平、现金流充足性等应予以关注。

4、贸易融资类应收账款资产支持证券

贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产集中度较高，但均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例

贸易融资类应收账款资产支持证券为以信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品，基础资产的本质为原始权益人的贸易合同项下的应收账款。2019 年发行的贸易融资类应收账款资产支持证券主要为保兑和信用证类产品。

贸易融资类应收账款资产证券化产品基础资产均有银行信用支持，例如浙商链融系列产品以浙商银行作为最后一手保兑人，“飞驰 - 结构优化”系列产品以建设银行作为信用证开证行。由于基础资产嵌入银行信用，已发行的贸易融资类产品中，大部分产品的入池资产加权平均信用等级为 AAA（与银行主体信用等级等同）；全部产品的优先档比例均为 100%。

根据 2015 年至 2019 年 11 月末已发行产品（包括存续期和已清算产品）中已披露产品相关信息，贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产债务人户数分布于 1 ~ 14 户之间，行业个数和地区个数分别分布于 1 ~ 12 个和 1 ~ 8 个之间，债务人户数较少导致行业集中度和地区集中度较高。

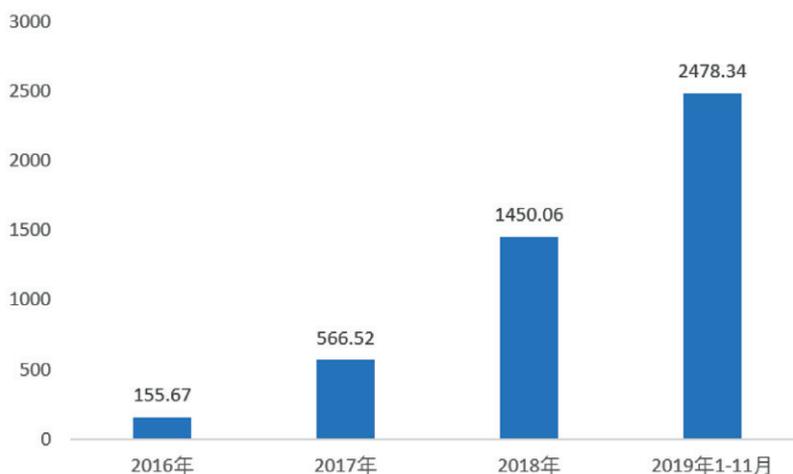
由于基础资产无利息流入，贸易融资类应收账款资产支持证券亦均采用折价购买安排，已披露信息的产品覆盖倍数分布于 1.01 ~ 1.11 之间。交易真实性风险为贸易融资类应收账款资产支持证券的特有风险，贸易融资类资产支持证券均设置了若出现单据伪造或债权人欺诈等情况，代理人应赎回相应基础资产的安排；部分产品还设置了票据质押、保证金提前划转事件等交易结构安排以缓释基础资产风险。

二、供应链资产支持证券信用风险回顾

（一）2019 年供应链资产支持证券发行情况

2019 年 1 ~ 11 月，我国市场共发行供应链资产支持证券 390 单，发行规模合计 2478.34 亿元，较 2018 年全年增长 70.91%。由于房企其他融资渠道受限，以房企为核心债务人的供应链 ABS 发行规模近年来呈大幅增长态势。

图表 5：近年来供应链资产支持证券发行情况（单位：亿元）



（二）供应链资产支持证券信用风险特征

2019 年供应链金融资产支持证券核心债务人逐渐拓展至电商行业、建筑业等行业，但仍以房地产业为主，融资政策收紧背景下房企信用资质仍需关注

2016 年～2018 年及 2019 年 1～11 月，以房地产企业为核心债务人的供应链 ABS 发行规模占比分别为 67.23%、82.44%、83.43% 和 60.03%；和 2018 年相比，以房企为核心债务人的产品占比有所下降，但仍为此类产品发行主力。2019 年 1～11 月，电商行业、建筑业等行业企业发行规模占比分别位居二、三位。

图表 6：2016 年以来供应链金融 ABS 核心债务人行业分布（单位：亿元）



2019 年以来，在融资方面，房地产企业融资规模持续收紧，银行信贷风险控制加强，房地产信托融资监管日趋严格。房地产企业普遍具有高杠杆、资金密集型的特点，核心债务人的经营和财务情况对于供应链金融资产支持证券信用风险影响较大。

图表 7：2019 年 1～11 月发行供应链金融资产支持证券主要行业（单位：亿元）

核心债务人行业	发行单数	发行规模	核心债务人
房地产业	237	1487.78	万科、远洋、金茂、绿城等
电商行业	19	212.79	京东、苏宁等
建筑业	20	130.49	中建 X 局等
煤炭开采和洗选业	5	21.23	大同煤矿、阳泉煤业

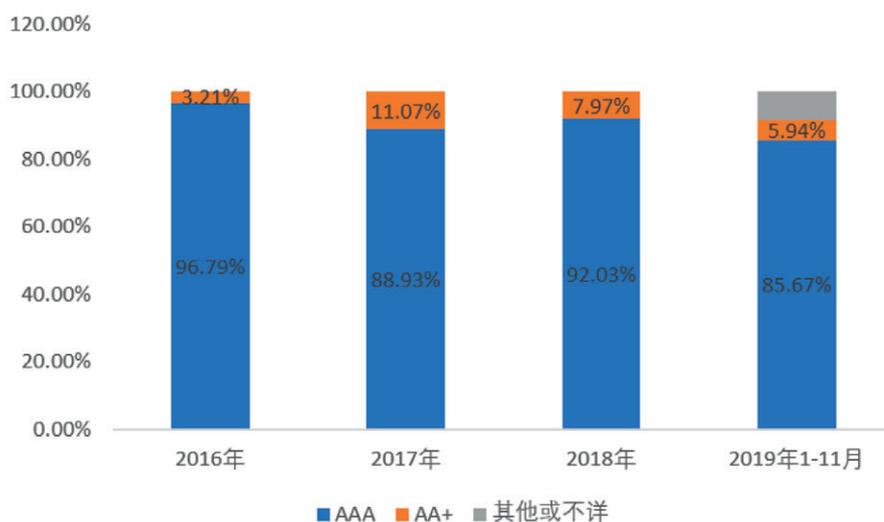
供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 主体为主，且均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低

2016 年～2018 年及 2019 年 1～11 月发行的供应链金融资产支持证券中，以 AAA 主体为核心债务人的产品发行规模占比分别为 96.79%、88.93%、92.03% 和 85.67%，供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 强主体为主。

核心债务人通常以出具《付款确认书》、通过债务加入的方式成为各笔入池资产的共同债务人，或者通过出具《差额支付承诺》对直接债务人不足以支付全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务。

综合考虑核心债务人信用资质和其提供的付款确认 / 差额支付，核心债务人的履约能力和履约意愿均较强，供应链金融资产支持证券信用风险较低。

图表 8：2016 年以来供应链金融 ABS 级别分布



基于供应链金融系统的线上型供应链金融资产支持证券日益增多

2018 年及 2019 年 1～11 月，部分供应链金融产品的的基础资产基于核心企业搭建的供应链金融系统而产生，如铁建保理 ABS/ABN、京东供应链 ABS 的基础资产分别产生于中铁建系统和京东搭建的供应链金融系统。

与线下模式相比，供应链金融系统有助于核验贸易背景真实性和主体合规性，保证资金流与商流的高度勾稽匹配，部分系统还可对资产池进行监控并对触发阈值的情况发出通知，便于计划管理人 / 受托人和其他中介机构核查基础资产真实性和进行存续期管理，从而降低供应链金融资产支持证券信用风险。

三、2020 年信用风险展望

受外部政策和企业盘活资产需求推动，预计 2020 年建筑施工类应收账款资产支持证券发行规模较大；供应链资产支持证券发行规模仍将大幅增长，核心债务人行业将进一步多元化

受国资委要求压降两金政策影响，预计 2020 年央企仍有较大的应收账款出表需求，应收账款占比较大的建筑类央企出表需求尤为强烈，预计 2020 年建筑施工类应收账款资产支持证券发行规模仍较大。普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和原始权益人、外部增信方资质分化较大，预计 2020 年弱资产或弱主体的普通贸易类资产支持证券难以获得发行，此类产品发行规模将持平或有所缩减。受房地产融资收紧影响，预计 2020 年购房尾款类资产支持证券发行规模可能将有所缩减，且以大型房企为主。

预期 2020 年房企融资政策仍将保持收紧态势，或将影响房企供应链金融产品的发行规模。除房企外，电商、煤炭、建筑业、城投等行业的龙头企业发行规模将进一步提高，供应链资产支持证券核心债务人行业将进一步多元化。

2020 年普通贸易类和购房尾款类产品信用风险水平差异较大，工程施工类和贸易融资类产品信用风险相对较低

普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大，且在 2020 年宏观经济仍将小幅下行背景下，债务人的信用品质仍受到行业供需、区域环境和行业政策的影响，预计 2020 年发行产品信用风险水平差异仍较大。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所属行业周期性波动较大，基础资产回款不确定性强，但预计 2020 年发行产品原始权益人及增信方仍多为大型央企，信用风险较低。

购房尾款的回款情况与房地产行业监管政策、银行审批政策和流程密切相关。近期房地产行业调控政策呈现“因城施策”调控格局，位于重点调控地区的基础资产回款和循环购买风险进一步加大。随着行业监管政策趋严，大型房企的龙头地位将愈加显著，小型房企资金较为紧张且经营区域较为集中，未来经营将愈加艰难，以区域性小型房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升。

贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例，2020 年发行产品信用风险仍较低。

2020 年房企融资政策仍将保持收紧态势，将影响存续期产品核心债务人的履约能力，供应链资产支持证券隐形债务应予以关注

2019 年房企融资环境继续收紧，政府出台了多项政策对境外债、信托以及开发贷等融资方式加强监管力度。融资政策收紧背景下房企销售回款和债务压力较大，将影响存续期产品核心债务人的履约能力。由于供应链资产支持证券不计入房企财报中的有息债务，部分房企发行多期供应链资产支持证券，其真实债务水平被大幅低估，建议综合考虑供应链产品发行规模以综合评估其债务水平。

我国不动产资产证券化 2019 年信用风险回顾与 2020 年展望

结构融资部 邢岳飞 杨伟彤

表 1: 我国不动产 ABS 发行概况

项目	2016	2017	2018	2019.11
发行情况				
发行单数 (单)	12	35	52	48
发行规模 (亿元)	169	888	1046	1014
基础资产				
最大城市及占比	北京 (24.68%)			
前五大城市占比	78.02%			
最大业态及占比	综合体 (33.66%)			
前五大业态占比	92.28%			

图 1: 主要城市优质零售物业空置水平

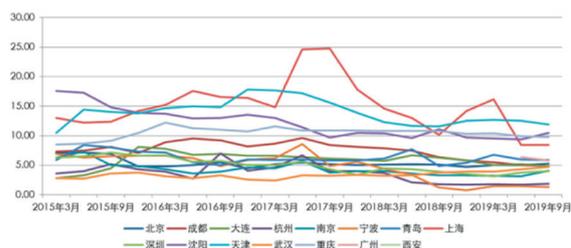


图 2: 主要城市优质写字楼空置水平



主要观点

- 受电商冲击减弱等因素影响，2019 年，零售物业租金价格较为稳定，空置率小幅下行，预计 2020 年仍将处于合理水平；
- 因写字楼地区聚集效应更为显著，加之各城市间产业结构及经济增速存在差异，需警惕部分二线城市 2020 年写字楼空置风险；
- 仓储物流物业租金水平将继续保持良好上升趋势，2020 年相关物业风险水平将进一步下降；
- 2019 年以来，长租公寓、物流园区等为代表的新兴业态不动产 ABS 发展表现亮眼，随着首单基础设施类 REITs 的出现，预计 2020 年，底层物业类型更加丰富，同时多物业组合作为底层资产的产品数量将保持增长；
- 因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，2020 年，底层物业仍将主要分布于此类区域；
- 2019 年，储架方式发行规模保持增长，随着不动产 ABS 产品在扩募机制等方面的创新与突破，2020 年，不动产 ABS 产品发行效率有望继续提升。

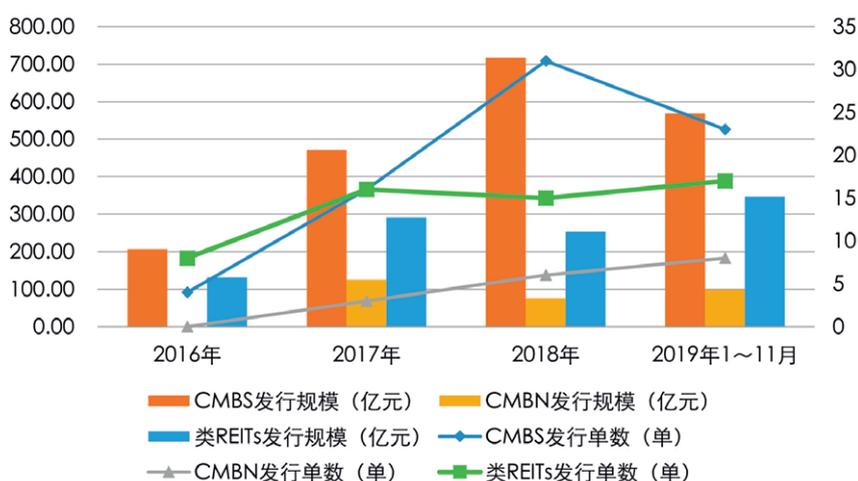
不动产 ABS 按品种主要分为房地产投资信托基金 REITs 以及商业房地产抵押贷款支持证券 CMBS/CMBN。不动产 ABS 有助于产权人盘活存量资产，同时将偿债来源锁定为物业产生的现金流，偿债来源明确，更易获得投资人认可。基于上述优势，近年来，商业不动产 ABS 市场逐渐繁荣，发行单数及规模增长较快。

一、2019 年不动产 ABS 回顾

2019 年商业不动产 ABS 市场持续繁荣，CMBS 发行规模小幅下行，CMBN 和类 REITs 发行量同比有所回升

自 2016 年 10 月 10 日高和招商 - 金茂凯晨资产支持专项计划成为国内首单交易所挂牌的 CMBS 产品以来，截至 2019 年 11 月末，我国 CMBS 市场累计发行产品 74 单，累计发行规模 1963.02 亿元；CMBN 市场经历从无到有，自 2017 年 9 月南京金鹰天地第一期资产支持票据发行成功以来，已累计发行产品 17 单，发行规模累计达 300.32 亿元；类 REITs 产品方面，2016 年以来，发行量有所增加，截至 2019 年 11 月末，已累计发行产品 62 单，发行规模累计达 1249.77 亿元。总体来说，2019 年 CMBS 发行规模小幅下行，主要为房地产政策趋严所致；CMBN 和类 REITs 发行量同比小幅上行，主要为 2018 年基数较低所致。考虑到目前国内商业地产存量较大，未来商业不动产 ABS 仍具有较大发展空间。

图 1：2016 年～2018 年及 2019 年 1～11 月商业不动产 ABS 产品发行概况

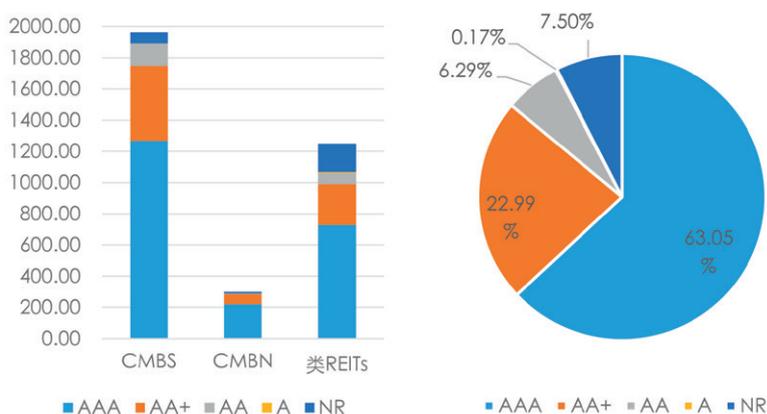


数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

商业不动产 ABS 产品整体信用质量较高，产品信用更依赖物业运营情况及物业增值的类 REITs 产品权益级占比相对较高

已发行的不动产类 ABS 产品中，按照发行规模来看，CMBS、CMBN 及类 REITs 产品债项级别在 AA+（含）以上的比例分别为 89.05%、94.73% 和 79.22%，产品整体信用质量较高。从次级 / 权益级占比来看，相较于 CMBS 和 CMBN 产品，类 REITs 产品更依赖物业的运营情况及物业增值，产品权益级占比设置相对较高。

图 2：截至 2019 年 11 月末，商业不动产 ABS 产品级别分布概况 (单位：亿元)

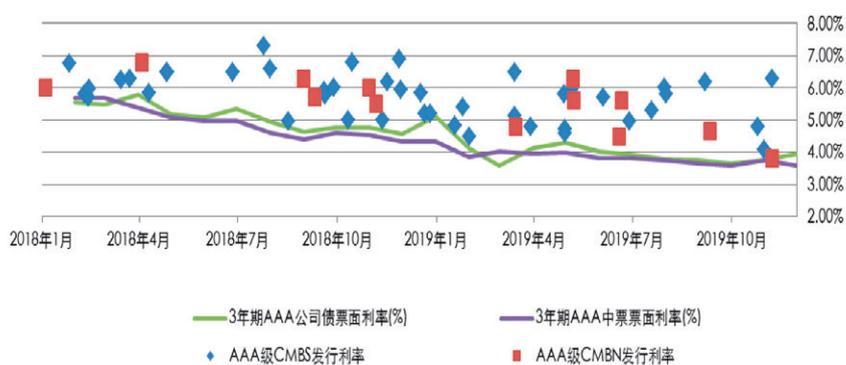


数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

受原始权益人信用水平及标的物业差异影响，CMBS/CMBN 产品发行利率波动较大，发行利率整体高于同期限同信用等级债券产品

不动产 ABS 以标的物业在专项计划 / 信托计划存续期间的未来现金流入作为还款来源，受目前我国不动产租售比普遍偏低影响，产品期限一般较长（多数在 12 ~ 18 年之间）且各不相同。为了便于销售，通常设置有 3 年 1 次的退出开放期，同时引入强信用主体提供差额支付或流动性支持，以缓释集中兑付引发的流动性风险。2018 年以来，CMBS/CMBN 发行利率整体高于 3 年期同信用等级债券产品，主要原因是 CMBS/CMBN 产品发展时间较短，仍需经历一定时间的市场检验；同时，CMBS/CMBN 产品的二级市场交易尚不活跃，由此产生一定的流动性溢价。CMBS/CMBN 产品发行利率波动也较大，主要原因是 CMBS/CMBN 产品无法实现正式破产隔离，原始权益人信用水平差异往往对 CMBS/CMBN 发行利率产生较大影响；同时，标的物业所处区域及物业的运营情况对发行利率也会有一定的影响。

图 3：2018 年和 2019 年 1 ~ 11 月 CMBS/CMBN 产品发行利率情况¹



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

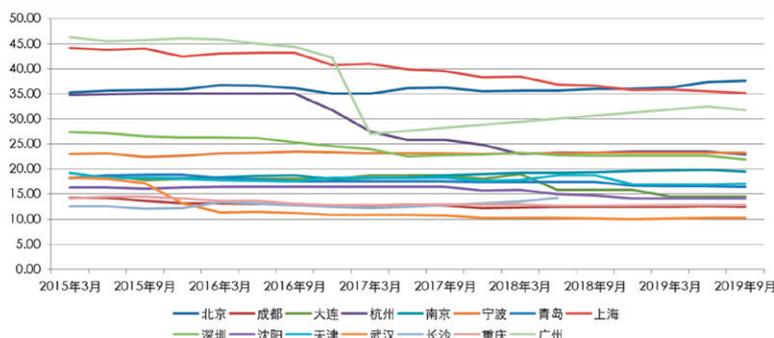
¹ 类 REITs 产品发行利率受标的物业运营情况及物业增值影响较大，且偏股型和偏债型类 REITs 间利率也存在较大差异，本文仅对 AAA 级 CMBS/CMBN 与 3 年期同信用等级债券发行利率进行了对比分析。

二、2020 年不动产 ABS 展望

零售物业租金价格较为稳定，空置率小幅下行，城市间写字楼表现分化较大，仓储物流租金上升趋势良好，2020 年，需警惕部分二线城市写字楼空置风险

不动产 ABS 的标的物业，根据业态及面向客户对象不同可以大体划分为零售物业、商业写字楼、仓储物流、公寓及酒店等。受经济下行及电商冲击等因素影响，2015 年以来，全国主要城市² 优质零售物业首层租金出现不同程度下滑。受益于良好的区域经济环境及较高的人均收入，一线城市、杭州及宁波等地区优质零售物业表现优于其他城市。2019 年 9 月末，北京的优质零售物业首层平均租金以 37.60 元 / 天 / 平方米位居全国首位，上海、广州、宁波和杭州分别位居第二至第五位。因邻近香港，受分流影响，深圳优质零售物业首层租金为 21.90 元 / 天 / 平方米，位居全国第六位。

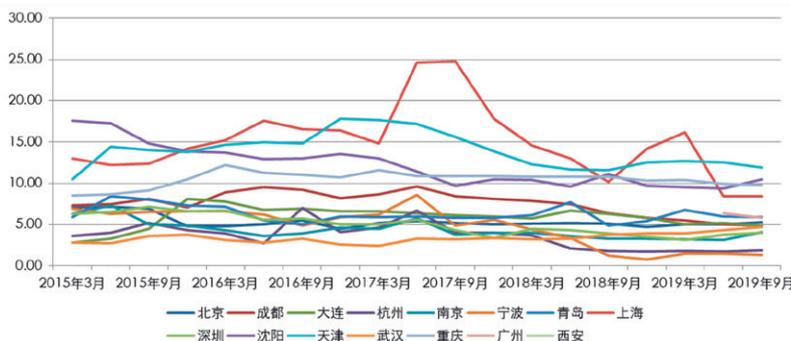
图 4：2015 年以来全国主要城市优质零售物业首层租金水平 (单位：元 / 天 / 平方米)



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

受电商冲击减弱等因素影响，我国主要城市优质零售物业空置率逐年下滑。2019 年 9 月末，我国主要城市优质零售物业空置率整体处于较低，除天津和沈阳分别为 11.90% 和 10.50% 外，其余城市均低于 10.00%，最低为宁波仅为 1.30%。

图 5：2015 年以来全国主要城市优质零售物业空置水平 (单位：%)



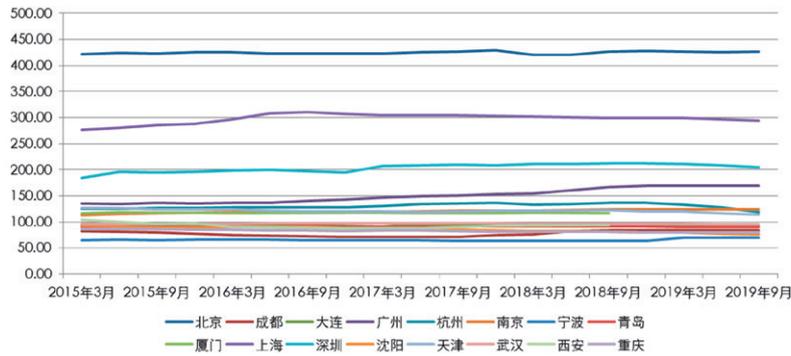
数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

因写字楼的地区聚集效应更为显著，各城市间优质写字楼租金存在较大差异。国企、央企总部多位于北京，得益于总部经济效应，北京地区优质写字楼租金与其它一线城市拉开较大距离。2019 年 9 月末，北京优质写字

² 全国主要城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、宁波、杭州、成都、重庆、大连、沈阳、青岛、武汉、长沙及天津共 15 个城市（下同）。

楼租金为 426.50 元 / 平方米 / 月，每月每平米高出第二位的上海 132.67 元，广州写字楼租金为 168.80 元 / 平方米 / 月，位于一线城市最末。二线城市方面，杭州和南京优质写字楼增速较快，并分别于 2015 年和 2016 年超过天津，2019 年 9 月末，南京、杭州和天津分别以 124.40 元 / 平方米 / 月、119.40 元 / 平方米 / 月和 114.30 元 / 平方米 / 月，位居二线城市前三；其余二线城市每平方米月租金均不超过 100 元。

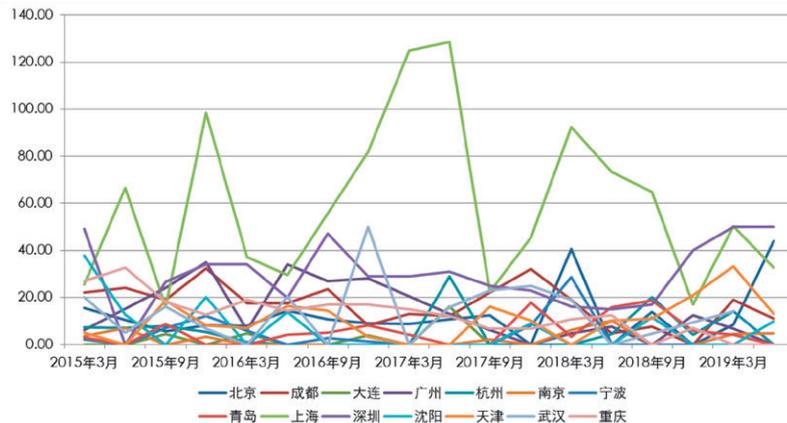
图 6：2015 年以来全国主要城市优质写字楼租金水平 (单位：元 / 平方米 / 月)



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

空置率方面，2015 年以来，一线城市优质写字楼空置率整体好于二线城市。一线城市方面，2019 年 9 月末，最低为广州的 4.90%，最高为上海的 19.50%，受供应量增加影响，北京写字楼空置率小幅上升至 10.90%。2015 年以来，上海累计新增写字楼供应面积 1006.84 万平方米，位居一线城市之首，空置率也由 2015 年初的 6.10% 上升至 19.50%；同期，广州优质写字楼空置率则由 2015 年初的 10.20% 下降至 4.90%。

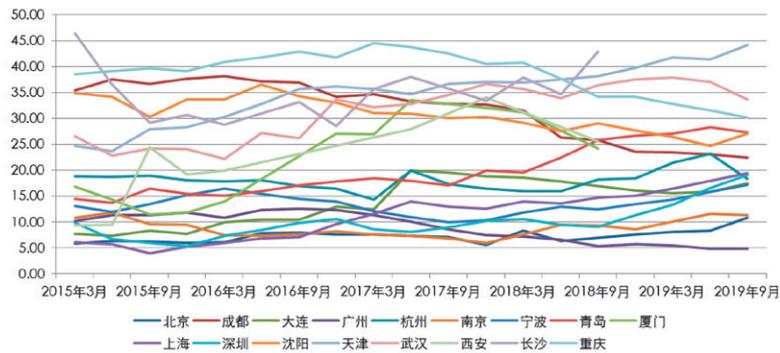
图 7：2015 年以来全国主要城市新增优质写字楼情况 (单位：万平方米)



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

二线城市方面，2019 年 9 月末，写字楼空置率最低为南京的 11.40%，最高为天津的 44.10%。2015 年以来，受新增写字楼供给较大、区域经济增长放缓等因素影响，天津写字楼空置率逐年大幅上升，由 2015 年初的 24.70% 增至 2019 年 9 月末的 44.10%；此外，武汉、重庆写字楼空置率也均在 30.00% 以上。

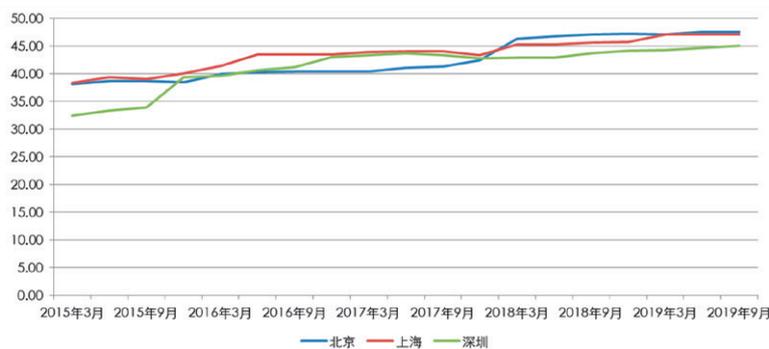
图 8：2015 年以来全国主要城市优质写字楼空置水平（单位：%）



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

2015 年以来，北京、上海和深圳仓储物流地产租金逐年快速上升，年均复合增长率为 7.96%。2019 年 9 月末，北京、上海和深圳仓储物流地产租金分别为 47.60 元 / 平米 / 月、47.10 元 / 平米 / 月和 45.10 元 / 平米 / 月，整体差异较小。

图 9：2015 年以来北京、上海和深圳仓储物流地产租金水平（单位：元 / 平米 / 月）



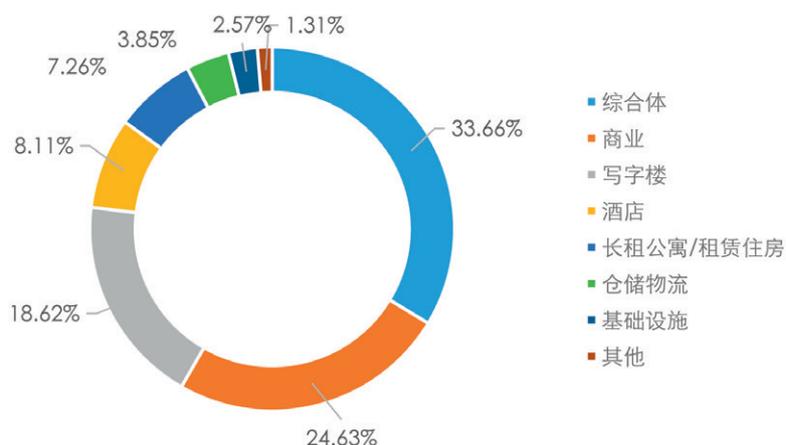
综上所述，2019 年以来，全国零售物业租金表现较为稳定，空置率水平小幅下行；各城市优质写字楼表现差异较大，得益于总部经济效应，北京继续保持领跑全国，天津、武汉、重庆等二线城市写字楼则普遍存在空置率较高的问题；仓储物流地产租金水平持续保持良好上升趋势。

预计，2020 年零售物业租金价格及空置率仍将处于合理水平；因写字楼地区聚集效应更为显著，加之城市间产业结构及经济增速存在一定差异，空置风险或将进一步拉大，需警惕部分二线城市写字楼空置风险；随着仓储物流地产租金水平保持上升，相关物业风险水平将进一步下降。

新兴业态不动产 ABS 发展表现亮眼，随着首单基础设施类 REITS 出现，预计 2020 年，底层物业类型将更加丰富，多物业组合产品发行数量有望保持增长

据统计，已发行的商业不动产 ABS 产品底层资产业态类型以综合体、商业、写字楼、酒店等为主，截至 2019 年 11 月末，以综合体、商业、写字楼及酒店为底层资产的 ABS 项目发行规模合计占比为 85.02%。截至 2019 年 11 月末，已发行的不动产 ABS 产品中，以多个物业资产组合作为底层资产的项目逐渐增加，占发行规模 19.76% 的不动产 ABS 项目底层资产涉及多个物业。但相较于国外成熟市场，我国不动产 ABS 底层物业集中度仍处于较高水平，单个物业价值变动对整个项目的影响较大；加之，国内不动产二级市场发展较为滞后，抵押物处置流程较长，资产证券化产品仍较为依赖主体信用。预计未来，随着不动产 ABS 持续扩容，以多个不动产资产组合作为底层资产的 ABS 项目数量将有望增加。

图 10：截至 2019 年 11 月末商业不动产 ABS 底层资产类型构成



数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

自 2018 年 1 月至 2019 年 11 月末，新增发行以公寓、租赁住房及仓储物流为底层资产的项目 28 单，单数及规模分别占同期新发行项目的 28.00% 及 18.94%，底层物业业态进一步丰富。长租公寓、租赁住房、仓储物流等初具规模，成为不动产 ABS 市场的新生力量。受益于电商零售业务快速发展带来较大的仓储需求以及国家政策层面支持，加之具有运营成本低、客户结构简单、租赁期长、现金流稳定等优势，2019 年以来，仓储物流物业资产 ABS 逐渐受到市场投资者认可。

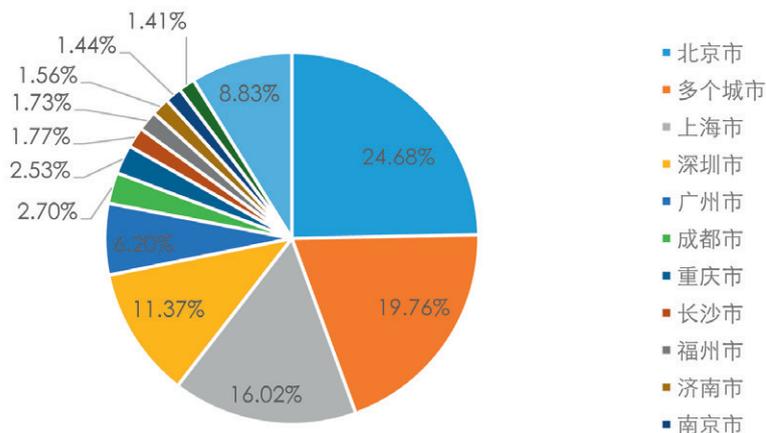
2019 年，广朔实业 ABN 和沪杭甬徽杭高速 ABS 的成功发行，为后续基础设施类 REITS 的发展提供了有益借鉴。在 REITS 发展较为成熟的国家中，基础设施 REITS 在资产证券化产品中占有重要地位，2020 年，基础设施类不动产 ABS 的发展仍将可期。

综上所述，2019 年以来，商业不动产 ABS 产品底层物业资产业态仍以综合体、商业、写字楼和酒店为主，但以长租公寓、物流园区等为代表的新兴业态不动产 ABS 发展表现亮眼；随着首单基础设施类 REITS 的出现，预计 2020 年，底层物业类型将更加丰富，同时多物业组合作为底层资产的产品数量将保持增长。

一、二线城市核心地段人口聚集度高、经济增速快，区位优势明显，商业物业处置价值保值性较强，2020 年，底层物业仍将主要分布于此类区域

截至 2019 年 11 月末，除单个项目底层资产分布在多个城市的情况外，不动产 ABS 发行规模前五大的城市分别为北京市、上海市、深圳市、广州市和成都市，发行规模占比为 60.97%，其他不动产 ABS 项目底层物业资产主要分布在重庆、长沙、福州、济南、南京、天津等城市。同期末，规模占比为 91.88% 的产品底层物业分布于一、二线城市的核心商业地段。

图 11: 截至 2019 年 11 月末不动产 ABS 产品底层物业区域分布



数据来源: wind 资讯、CNABS, 东方金诚整理

综上所述, 因一、二线城市核心地段人口聚集度高, 经济增速快, 区位优势明显, 一定程度上保障了其物业的处置价值, 增强了产品的增信效力, 预计 2020 年, 底层物业仍将主要分布于此类区域。

储架方式发行规模保持增长, 随着不动产 ABS 产品在扩募机制等方面的创新与突破, 2020 年, 不动产 ABS 产品发行效率有望继续提升

2019 年以来, 招商蛇口长租公寓、恒大长租公寓、普洛斯仓储物流、顺风产业园等为代表的不动产 ABS 采用储架发行模式, 有效缩短了 ABS 项目的发行周期。此外, 菜鸟 - 中国智能骨干网类 REITs 创新性地引入扩募机制, 实现同一类 REITs 产品下新资产的持续注入。随着不动产 ABS 在储架发行和扩募机制等方面的创新, 预计 2020 年, 不动产 ABS 产品发行效率将有望提升。

2019 年中国 NPLS 信用风险回顾与 2020 年展望

结构融资部 何冲

近三年我国 NPLS 产品概览

单位：亿元，%，倍

项目	2019 年	2018 年	2017 年	项目	2019 年	2018 年	2017 年
总览				信用卡			
发行规模	109.23	158.80	129.61	发行规模	50.83	55.29	27.67
发行单数	20	34	19	发行单数	16	19	10
预期回收率	27.09	38.35	38.91	预期回收率	16.88	15.73	14.86
优先级覆盖倍数	11.10	7.89	8.03	优先级覆盖倍数	13.08	11.45	12.39
个人抵押贷款				公司贷款			
发行规模	58.40	97.27	82.29	发行规模	-	6.25	19.65
发行单数	4	13	6	发行单数	-	2	3
预期回收率	67.92	69.26	75.31	预期回收率	-	52.42	46.29
优先级覆盖倍数	3.16	3.22	2.87	优先级覆盖倍数	-	4.37	3.81

主要观点

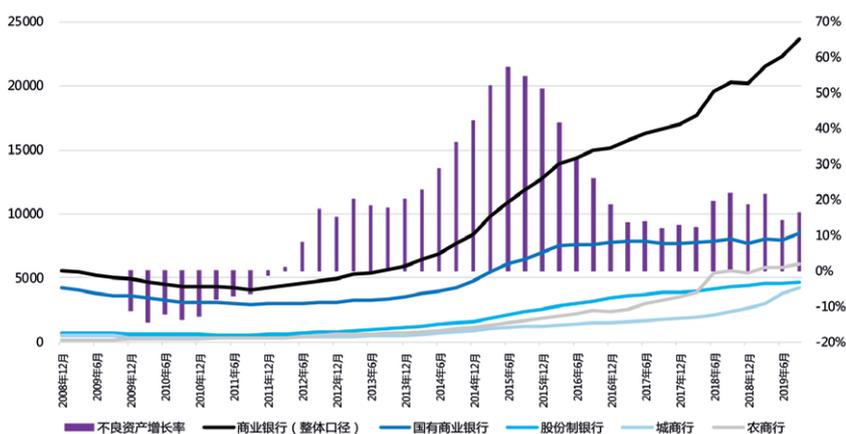
- 自第二轮 NPLS 试点开放以来，零售类 NPLS（个人抵押贷款类、信用卡类）市场占有率提升明显，作为商业银行批量处置不良资产的重要渠道，预计 2020 年仍为 NPLS 市场的主流发行品种；
- 近年来公司贷款 NPLS 发行量较低，随着第三轮 NPLS 试点范围扩大以及四大 AMC 的入围，预计 2020 年围绕对公信贷展开的 NPLS 产品发行量有望提升；
- 基础资产整体逾期期限较 2018 年有所下降，存续期内预计个人抵押贷款 NPLS 回收时间将出现一定延后，现金流不稳定性增加，信用卡 NPLS 基础资产回收时间前置，回收率较往年预期将有所提升；
- 个人抵押贷款 NPLS 抵押物价值对优先级证券保障程度有所降低，考虑到我国各地区经济、政策和司法环境差异较大，不动产抵押物处置回收的金额和时间存在不确定性，个人抵押贷款 NPLS 或面临地区集中度风险；
- 信用卡 NPLS 预期回收率和优先级覆盖倍数均较 2018 年呈一定增长，区域集中度虽有所上升，但考虑到基础资产大多聚集于东南沿海发达省份，集中度较高风险仍旧可控；
- 银行不良贷款规模持续增长，农商行不良贷款率居高不下，亟待市场化不良资产处置工具普及，随着 NPLS 试点不断开放，发起机构类型逐步多元化，NPLS 覆盖机构范围有望进一步扩大。

一、2019 年度 NPLS 产品市场概况

商业银行不良资产规模持续增长，2019 年不良资产证券化试点范围再度扩展

2016 年以来，国内宏观经济增速呈现缓慢下行态势，银行业外部经营环境一般，商业银行不良贷款增速维持较高水平。从不良贷款规模和趋势来看，截至 2019 年 9 月末，商业银行不良贷款余额 2.37 万亿元，同比增长 16.48%，商业银行不良资产规模较大且持续增长。近三年不良贷款余额的年化复合增长率为 16.11%，高于 2018 年国内贷款余额增速 13.50%。另一方面，截至 2019 年 9 月末，商业银行关注类贷款余额 3.82 万亿元，考虑到信用风险的进一步传导和暴露，银行业关注类贷款或进一步向下迁移，资产质量继续承压，相应消耗银行资本、挤压盈利。

图表 1：2008 年~ 2019 年三季度末商业银行不良贷款余额与增长率（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

近年来，监管机构陆续出台不良资产证券化、信贷资产收益权转让、债转股和地方资产管理公司扩容等相关政策和措施，进一步拓宽不良资产市场化转让渠道。其中不良资产证券化试点始于 2006 年，因受 2008 年前后美国次贷危机影响，业务试点中断。

2016 年初，中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、招商银行 6 家商业银行先后有获批不良资产证券化试点，总额度 500 亿元（各批试点详情见“附件”）。2017 年，不良资产证券化试点范围进一步扩大，试点银行新增 12 家，分别为：国开行、中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、兴业银行、平安银行、浦发银行、浙商银行以及北京银行、江苏银行和杭州银行，总发行额度仍为 500 亿元。

2019 年，监管机构将启动第三轮不良资产证券化试点扩容，试点银行新增 20 余家。新增入围机构首次包含东方资管、信达资管、长城资管和华融资管四大资产管理公司（AMC），以重庆农商银行、广州农商银行等为代表的 6 家农商行，以及 1 家外资银行渣打银行。

2019 年 NPLS 发行量较低，零售类 NPLS 市场占有率提升明显，公司贷款 NPLS 发行量有望提高

截至 2019 年末¹，前两批 18 家试点银行中的 17 家已先后发行 91 单² 累计总额约 687.90 亿元的不良资产支持证券，对应的不良资产总额累计 2911.24 亿元。2019 年，市场已发行 NPLS 产品 20 单，合计规模 109.23 亿元，同比下降 31.21%。随着不良资产证券化试点的逐渐拓展，产品基础资产种类更为丰富，涵盖不良类公司贷款、信用卡贷款、个人经营性贷款、个人消费贷款及个人抵押贷款等多个领域³。

¹ 代指截至 2019 年 12 月 9 日，下文同。

² 含由东方资管与信贷资管 2006 年~2008 年发行的三单 NPLS 产品。

³ 方便归类起见，东方金诚将消费贷款 NPLS 并入信用卡贷款 NPLS，个人经营性贷款 NPLS 并入个人抵押贷款 NPLS。

2012 年，财政部、银监会发布《金融企业不良资产批量转让管理办法》，其中规定了个人贷款类⁴不良资产不得进行批量转让。第二轮试点开放以来，多家银行以不良类个人经营性贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷款及信用卡贷款等基础资产在市场成功发行，突破了以往零售类不良资产难以批量转让的障碍，为银行处置零售类不良资产开辟了新的渠道。

2016 年~2019 年，零售类 NPLS⁵ 发行量占总发行量的比例分别为 48.86%、84.84%、96.06% 和 100.00%，零售类 NPLS 已成为市场主流。其中，2019 年信用卡 NPLS 占有产品比例为 46.54%，同比增长 11.72%，信用卡占零售类 NPLS 的比例逐年增大。

近年来，公司贷款 NPLS 发行量持续下行，2019 年尚未发行公司贷款类 NPLS。对公类 NPLS 通常涉及较复杂的法律尽调、抵押物估值，且抵押物处置回收受各地经济、政策和司法环境差异较大，因此导致公司贷款 NPLS 发行效率较低。随着第三轮 NPLS 试点范围的扩大，以及四大 AMC 等专营性机构的入围，预计 2020 年围绕对公信贷展开的 NPLS 产品发行量有望提高。

图表 2：截至 2019 年末已发行 NPLS 产品类型统计（单位：亿元、%）

期间	公司贷款		个人抵押贷款		信用卡		合计	
	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量
2006~2008 年	134.15	4	-	-	-	-	134.15	4
2016 年	79.82	7	65.70	4	10.58	3	156.10	14
2017 年	19.65	3	82.29	6	27.67	10	129.61	19
2018 年	6.25	2	97.27	13	55.29	19	158.80	34
2019 年	-	-	58.40	4	50.83	16	109.23	20
合计	239.87	16	303.66	27	144.37	48	687.90	91

数据来源：CNABS，东方金诚整理

二、2019 年发行 NPLS 产品信用质量

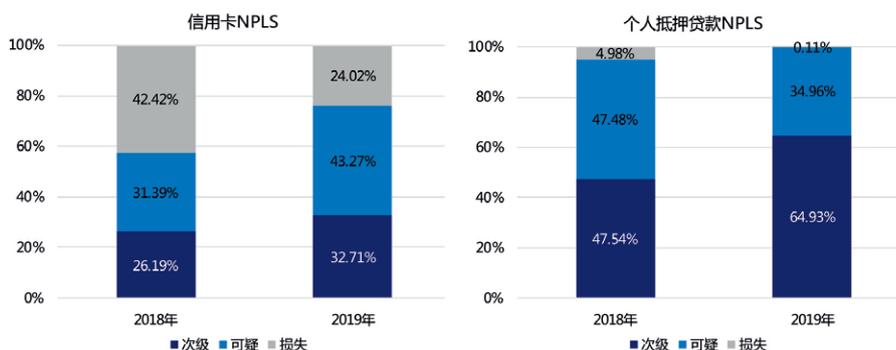
新发行产品基础资产的五级分类中枢上倾，信用质量总体强于 2018 年 NPLS 产品

五级分类是发起机构依据借款人的还款能力确定贷款遭受损失的风险程度，一定程度上代表了发起机构对于基础资产回收的预期值。个人抵押贷款 NPLS 以次级和可疑为主，信用卡类不良资产分布次级、可疑和损失类。各细分类型的 NPLS 五级分类表现均强于 2018 年产品，其中，信用卡 NPLS 的损失类贷款余额占比出现大幅下降，次级类及可疑类贷款余额占比均有一定提升；个人抵押贷款 NPLS 几乎无损失类贷款，可疑类贷款余额同比有所下降。

⁴ 包括向个人发放的购房贷款、购车贷款、教育助学贷款、信用卡透支、其他消费贷款等以个人为借款主体的各类贷款。

⁵ 零售类 NPLS 基础资产类型包含信用卡和个人抵押贷款。

图表 3：信用卡和个人抵押贷款 NPLS 五级分类占比及对比



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

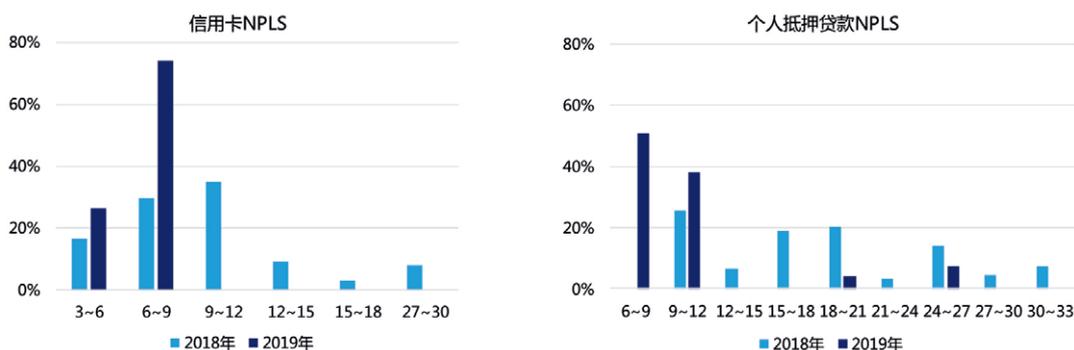
新发行产品基础资产的加权平均逾期期限较 2018 年整体有所下降，对以司法清收为主的资产意味着更后置的处置进程，对信用卡类不良资产则意味着更高的预期回收率

从逾期期限分布来看，2019 年度发行产品基础资产加权平均逾期期限为 9.07 个月，较 2018 年发行产品少 7.09 个月。逾期时间下降对不同细分类型产品估值影响有所不同。

对于主要通过司法清收的个人抵押不良贷款而言，处置时间较长，平均耗时在二至三年。在合理时间范围内，更长的逾期期限往往意味着更为前置的清收进程（清收进程的前移或取得阶段性进展）。2019 年度发行的个人抵押贷款 NPLS 基础资产加权平均逾期期限为 11.10 个月，较 2018 年发行产品降低 7.78 个月，预计产品层面的回收时间将有所推迟（初始起算日后预期回收时间更长）。

与个人抵押不良贷款不同，信用卡类不良资产主要依靠贷后催收方式实现清收，没有可执行担保物。各家银行信用卡不良资产历史回收数据表明，随着逾期时间的拉长，边际回收率的下降速度越快。信用卡不良资产清收主要集中在形成不良贷款后的前 12 个月。2019 年发行的零售类 NPLS 的基础资产加权平均逾期期限为 6.30 个月，较 2018 年发行产品下降 4.11 个月，对预期回收率形成正面影响。

图表 4：信用卡和个人抵押贷款 NPLS 基础资产逾期时间分布



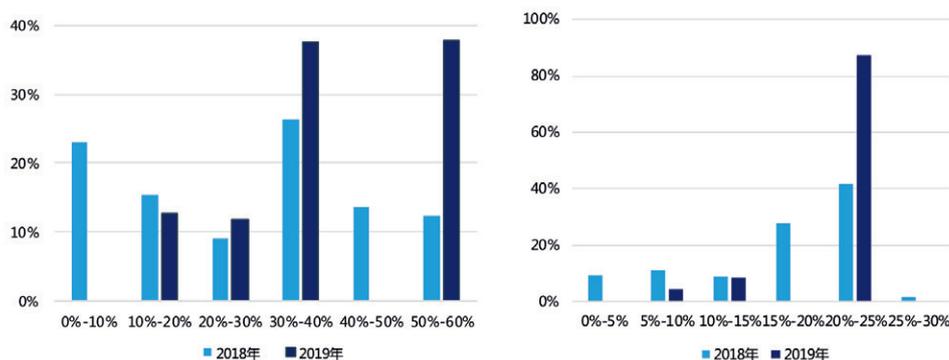
资料来源：计划说明书，东方金诚整理

新发行产品以住房 / 商铺为抵押物的个人抵押贷款 NPLS 的抵押回收率有所上升，但抵押物对优先级证券的保障程度有所降低

个人抵押贷款 NPLS 的基础资产均附有住宅和商铺（包括商业用房）等抵押物担保，为基础资产池现金回收提供较强的支撑。2019 年，个人抵押贷款类 NPLS 的抵押物加权平均抵押回收率为 38.21%，同比上升 10.73

个百分点。就基础资产抵押率来看，新发行产品的加权平均抵押率为 21.33%，较 2018 年发行产品上升 3.53 个百分点，基础资产清收获得抵押物的保障程度有所下降。抵押物价值出现下滑，是造成个人抵押贷款 NPLS 抵押回收率上升，以及抵押物对优先级证券的覆盖倍数下降的主要原因。

图表 5：个人抵押贷款 NPLS 抵押回收率⁶ 及抵押率⁷ 分布



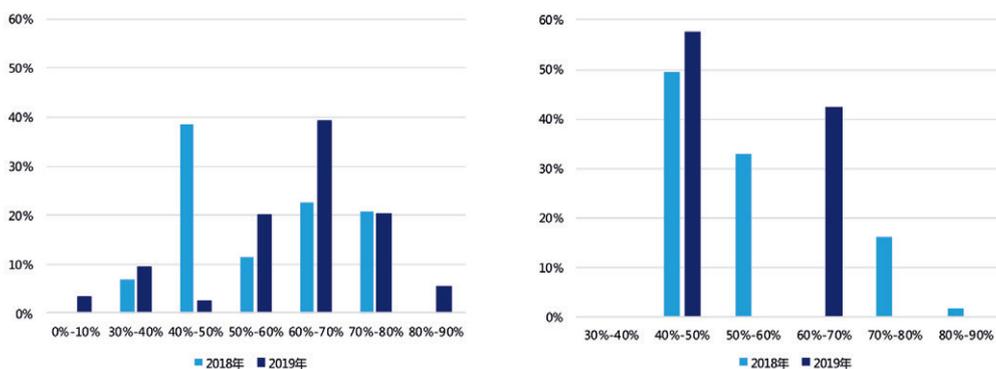
资料来源：计划说明书，东方金诚整理

零售类 NPLS 区域集中度较 2018 年上升幅度较大，其中个人抵押贷款 NPLS 受区域司法环境差异性的影响，地区集中度风险较高

零售类 NPLS 因单笔贷款金额小、入池资产笔数众多，借款人集中度水平很低。由于资产同质化程度极高，挑选的入池资产可覆盖全国大部分区域，因而地区集中度相对公司贷款 NPLS 较低。

2019 年发行的 NPLS 的信用卡 NPLS 地区集中度⁸ 为 59.79%，同比上升 4.48 个百分点，考虑到该类基础资产的处置回收受地域性因素较小，且其小额分散的特性强于个人抵押贷款，产品区域差异性风险仍旧可控；个人抵押贷款类 NPLS 地区集中度为 54.89%，同比上升 1.71 个百分点仍处于高位，回收现金流受特定区域处置环境变动影响较大，地区集中度风险较高。

图表 6：个人抵押贷款 NPLS 和信用卡 NPLS 地区集中度分布



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

⁶ 抵押物回收率 = 预计回收金额 / 封包日抵押物价值。

⁷ 抵押率 = 优先级资产支持证券本金 / 封包日抵押物价值。

⁸ 地区集中度代指前五大地区集中度，下同。

新发行个人抵押贷款类 NPLS 基础资产主要分布于中部地区，受特定地区的经济、政策和司法环境差异影响，个人抵押贷款类 NPLS 风险或将出现地域分化

从分布地来看，信用卡 NPLS 的基础资产仍聚集在东南部沿海发达省份，该地区经济环境活跃，政策环境和司法环境相对健全，有利于不良资产的清收，一定程度上减缓了地区集中度较高的风险。个人抵押贷款 NPLS 的基础资产地区分布变化较小，仍主要分布于中部地区；此外，广东省涉及的不良贷款本息余额占比提升较快，主要系“工元至诚 2019-2”与“建鑫 2019-5”发行金额较大，且基础资产处于广东省的占比较高所致。

鉴于各地经济环境活跃度、政策环境和司法环境完善程度等存在差异，同时我国房地产市场总体下行、区域市场分化，各地抵押物价值及变现能力对不良资产清收影响各异，相关产品风险受特定地区环境的影响较大。

图表 7：信用卡 NPLS 基础资产前十大省份分布（单位：%）

序号	2019 年发行产品		2018 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	21.54	广东省	16.41
2	浙江省	9.28	福建省	7.30
3	江苏省	8.32	浙江省	7.24
4	福建省	7.97	江苏省	6.78
5	湖北省	7.53	河南省	5.89
6	河南省	7.19	湖北省	4.96
7	山东省	6.10	山东省	4.17
8	辽宁省	3.13	湖南省	3.79
9	广西壮族自治区	2.33	辽宁省	2.70
10	上海市	2.00	北京市	2.13
合计		75.39		61.38

资料来源：计划说明书，东方金诚整理

图表 8：个人抵押贷款 NPLS 基础资产前十大省份分布（单位：%）

序号	2019 年发行产品		2018 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	17.93	陕西省	7.33
2	河北省	10.99	辽宁省	6.85
3	辽宁省	9.55	湖南省	5.95
4	山东省	5.68	湖北省	5.31
5	湖南省	5.21	重庆市	5.08
6	四川省	5.07	内蒙古自治区	5.00
7	陕西省	3.41	山东省	4.50
8	重庆市	3.34	吉林省	4.11
9	福建省	3.04	福建省	4.07
10	湖北省	3.03	河北省	4.04
合计		67.26		52.24

资料来源：计划说明书，东方金诚整理

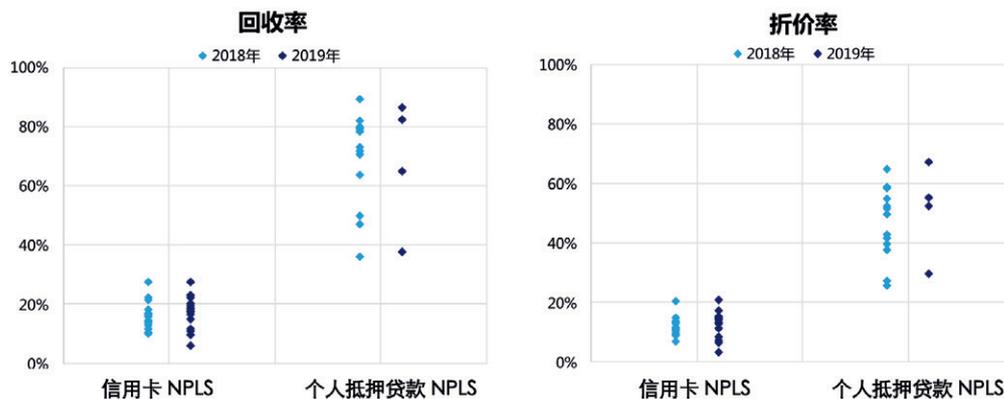
新发行产品中信用卡 NPLS 整体预期回收率基本与去年发行产品持平，折价率较去年有所增加

2019 年 NPLS 的整体预期回收率与 2018 年表现较为相似。信用卡类 NPLS 整体预期回收率⁹ 较低，信用卡借款人为自然人，经发起机构审核借款人资质后发放，一般来说具有较好的还款能力和意愿，回收时间主要集中于前 12 个月，随着逾期时间拉长边际回收率快速下降。由于没有可供执行的抵质押物和保证担保人，同时已发行信用卡 NPLS 基础资产逾期期限较短，因次整体预期回收率不高。2019 年，信用卡 NPLS 平均预期回收率为 16.88%，同比增加 1.16 个百分点。

个人抵押贷款 NPLS 借款人为个人或经营的小微企业，抗辩能力较弱，且基础资产全部附抵押物（住宅或商铺），变现能力相对较强、处置难度相对较低、整体预期回收率高。2019 年个人抵押贷款 NPLS 平均预期回收率为 67.92%，同比降低 1.34 个百分点。

区别于正常类信贷资产平价转让¹⁰，NPLS 产品依据估值折价买入基础资产，因而发行规模相对基础资产未偿本息存在大幅折价。整体折价率¹¹ 方面，信用卡 NPLS 折价率一般在 8% ~ 18% 之间，折价率很低；个人抵押贷款 NPLS 折价率最高，折价率大多分布于 40% ~ 60% 之间。与 2018 年发行产品比较，2019 年发行的信用卡 NPLS，平均折价率从 11.69% 上升至 12.02%；2019 年个人抵押贷款 NPLS 平均折价率为 51.24%，同比上升 4.63 个百分点。

图表 9：2018 年和 2019 年 NPLS 回收率及折价率



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

个人抵押贷款 NPLS 优先级比例有所降低，零售类 NPLS 的优先级覆盖倍数保持稳定

截至 2019 年末，已发行 NPLS 产品分层较为简单，仅按优先 / 劣后偿付顺序分为优先级和次级资产支持证券，且优先级资产支持证券均获得 AAA_{sf} 信用级别。优先级比例方面，2019 年信用卡 NPLS 的平均优先级比例为 78.81%，与 2018 年 78.53% 接近持平；个人抵押贷款 NPLS 的平均优先级比例为 69.25%，同比下降 4.94 个百分点。

优先级规模是在预期期限内估值折现的基础上进行 AAA_{sf} 级证券的估值波动压力测试后确定的，因此优先档证券规模相对基础资产整体回收估值存在进一步的折价。从优先级覆盖倍数¹² 上看，2019 年信用卡 NPLS 的平均覆盖倍数为 13.08 倍，较 2018 年（11.45 倍）提升明显；个人抵押贷款 NPLS 的平均覆盖倍数为 3.16 倍，

⁹ 回收率 = 预计回收金额 / 封包日资产池未偿本息费余额。

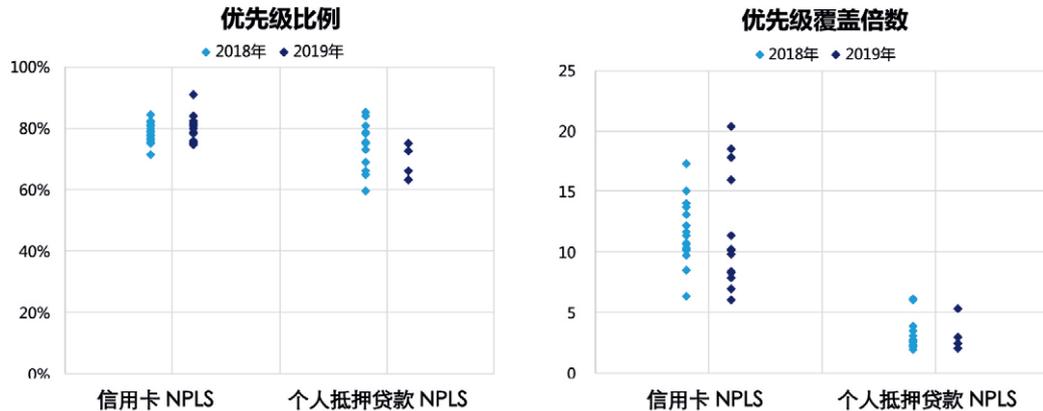
¹⁰ 系指发行规模与资产池未偿本金规模相等。

¹¹ 折价率 = 发行规模 / 封包日资产池未偿本息费余额。

¹² 优先级覆盖倍数 = 封包日资产池未偿本息费余额 / 优先级资产支持证券本金。

与 2018 年基本持平。受益于个人抵押贷款 NPLS 存在流动性较强的抵押物担保，其要求的覆盖倍数远低于信用卡 NPLS。

图表 10：2018 年和 2019 年 NPLS 优先级比例及优先级覆盖倍数



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

流动性储备账户和外部流动性支持机制为 NPLS 常用的流动性风险缓释工具，其中独立第三方提供流动性支持得到更多运用

2019 年发行的 NPLS 基本都设置了流动性储备账户，一般设定为下一期应付税费、限额内费用、中间参与机构报酬（贷款服务机构报酬除外）、流动性支持机构承诺费、优先档证券利息总和的 1 倍、1.5 倍或 2 倍。证券摊还方式方面，由于不良类资产现金流回收金额和时间的不确定性较高，新发行 NPLS 同历史发行产品一样均采用过手摊还。

近年来，部分个人抵押贷款 NPLS 通过引入外部流动性支持机构，对优先档证券利息以及优先于优先档利息的税费部分提供流动性支持，例如 2019 年发行的工元至诚 2019-2、2019-3、2019-4 以及建鑫 2019-5 等。该模式在现金流分配顺序中主要采用独立第三方的流动性支持模式将流动性支持义务与次级证券投资人权利分离，进一步发挥了不良资产证券化的市场化效力。信用卡 NPLS 由于资产笔数多，单笔未偿余额较低，还款时间较分散，与公司贷款和个人抵押贷款 NPLS 相比现金流入更加平滑，因而大多未引入外部流动性支持。

三、2020 年 NPLS 产品展望

银行不良贷款规模持续增长，NPLS 试点范围的进一步扩大有利于市场化不良资产处置工具的普及

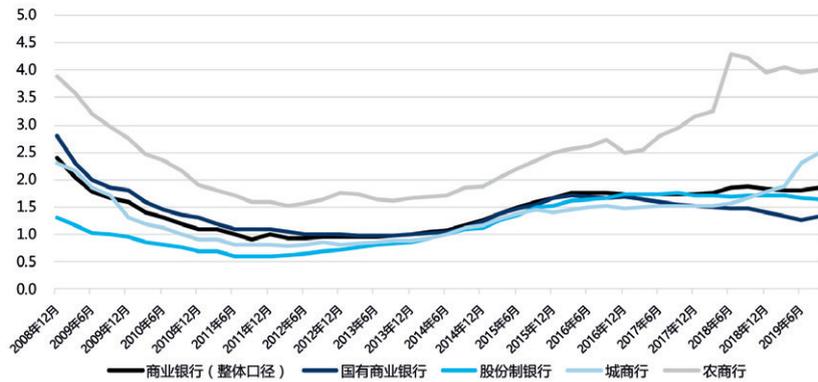
随着中国经济结构性调整的持续和深入，银行业整体的不良贷款规模将会呈现持续增长的态势。2016 年以来，大型商业银行和股份制银行不良贷款率控制良好，但城商行及农商行的不良贷款率仍处高位，农商行不良贷款率远高于其他类型银行并快速攀升，亟待市场化不良资产处置工具的普及。近年多方面政策推动了不良资产的商业化经营，商业银行不良资产处置手段不断丰富，但由于时间尚短，政策指引尚未惠及广大地方性银行。相较于其他不良资产处置工具，不良资产证券化的标准化程度较高、信息披露相对更加完善、面向投资者群体更为广泛、已发产品运行良好并获得投资者价值认同和超额认购。

第三轮 NPLS 试点范围进一步扩大，首次引入四大 AMC、农商行等新机构类型。其中，以化解和处置国有银行不良贷款为目的成立的四大 AMC，在资产估值、债务重组、债务追偿等领域具有很强的专营性、专业性和竞争力，在经营区域范围和涉及资产类型上具有广泛性。随着 AMC 试点的引入，预计 2020 年 NPLS 产品基础

资产标的物将更加多元化。

另一方面，我国农商行不良率近年来居高不下，降低不良资产规模迫在眉睫，第三轮试点引入的 6 家农商行相较于我国 1400 余家农商行的总量仍旧较少，农商行 NPLS 发展空间很大。因此，NPLS 试点范围预计将会进一步扩展，覆盖更多地方性银行，助力我国银行业处置存量不良资产、释放信贷额度、缓释持续经营风险。

图表 11：2008 年～2019 年三季度末不同类型商业银行不良贷款率走势（单位：%）



资料来源：中国银监会，东方金诚整理

零售类 NPLS 是商业银行批量处置不良资产的主要渠道，具有分散性好、发行效率高的优势

零售类 NPLS 突破了以往零售类不良资产难以批量转让的障碍，为银行零售类不良资产处置开辟了新的渠道，2019 年发行的 NPLS 产品均为零售类 NPLS，目前已成为 NPLS 市场的发行主力。

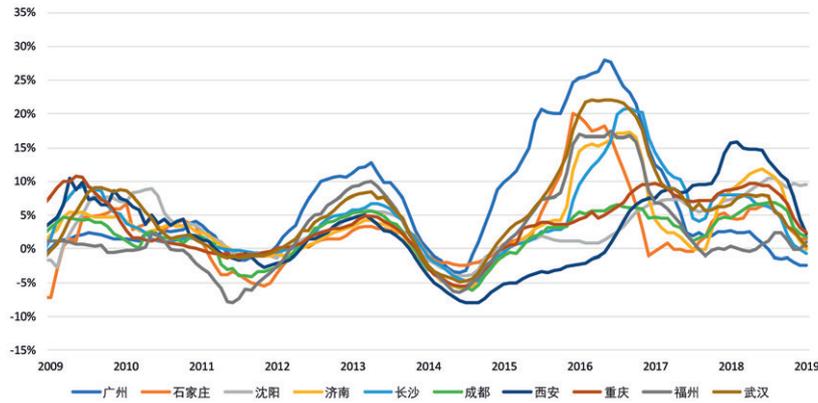
另一方面，零售类信贷资产单笔金额小，作为 NPLS 基础资产分散性较好。特别的对于信用卡不良信贷资产，其具备极好的同质性和充足的历史数据，现金流可预测性较强且较为平滑，有利于缓解发起机构与投资人信息不对称，解决尽调难度大和成本高的难题，建立体系化的、标准化的定价机制。基于发起机构获益和市场效率提升两方面因素，预计零售类 NPLS 发行量将持续增长。

我国房地产市场区域性分化加剧，个人抵押贷款 NPLS 信用风险或面临分化

个人抵押贷款 NPLS 基础资产的处置清收主要依赖于抵押物，以住宅和商铺为主。虽然住宅和商铺整体较易变现，但回收价值和时间受地区房地产市场环境影响很大。以 2019 年发行的个人抵押贷款 NPLS 基础资产所在的前十大省会城市二手房住宅价格作为参考，2016 年房地产市场迎来本轮周期高点，二手房价格增长率随之快速回落至低位。

十大省会城市二手房市场整体变化趋势趋同，但区域分化明显。以广州为例，2016 年广州二手房价增长率为 20.99%，2019 年下降至 -0.61%。若进一步考虑抵押物所在省份除省会以外的三、四线城市，房地产市场区域性分化将更为明显。个人抵押贷款 NPLS 在地区分散性不足的情形下，信用风险或将面临进一步分化。

图表 12：2009 年～ 2019 年个人抵押贷款 NPLS 前十大省份省会二手住宅价格变化情况



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

附件：各批次 NPLS 试点入围机构明细¹²

2016 年第一批试点					
机构名称	机构类型	总资产	核心一级 资本充足率	不良率	拨备覆盖率
工商银行	国有商业银行	304263.81	12.93	1.44	198.09
农业银行	国有商业银行	248709.61	11.19	1.42	281.26
建设银行	国有商业银行	245177.30	13.96	1.43	218.28
中国银行	国有商业银行	226081.64	11.24	1.37	182.24
交通银行	国有商业银行	99328.79	11.07	1.47	174.22
招商银行	股份制银行	73059.25	11.90	1.19	409.41
2017 年第二批试点					
机构名称	机构类型	总资产	核心一级 资本充足率	不良率	拨备覆盖率
国开行	政策性银行	161798.20	9.73	0.92	-
兴业银行	股份制银行	69821.00	9.45	1.55	197.87
浦发银行	股份制银行	67906.70	10.10	1.76	159.51
中信银行	股份制银行	64619.10	8.76	1.72	174.82
民生银行	股份制银行	62737.43	9.30	1.67	145.73
光大银行	股份制银行	47232.47	9.16	1.54	179.10
平安银行	股份制银行	37076.83	9.75	1.68	186.18
华夏银行	股份制银行	30217.00	9.01	1.88	148.13
浙商银行	股份制银行	17372.69	8.38	1.37	239.92
北京银行	城商行	23802.67	9.23	1.41	229.25
江苏银行	城商行	20665.77	8.60	1.39	225.10
杭州银行	城商行	9806.28	8.09	1.35	311.54

¹² 浙商银行、邮储银行、东莞银行、广州农商行、东莞农商行引用数据节点为 2019 年 6 月末，国开行、进出口银行、汉口银行、富滇银行、长安银行、晋商银行、深圳农商行、顺德农商行、渣打银行、四大 AMC 引用数据节点为 2018 年末，其余数据均基于 2019 年 9 月末。

2019 年第三批试点

机构名称	机构类型	总资产	核心一级 资本充足率	不良率	拨备覆盖率
进出口银行	政策性银行	41936.79	8.70	1.66	274.12
邮储银行	国有商业银行	100671.75	9.25	0.82	396.11
贵阳银行	城商行	5527.18	8.89	1.48	267.01
青岛银行	城商行	3550.01	8.49	1.67	155.51
东莞银行	城商行	3445.52	9.32	1.27	201.44
汉口银行	城商行	3192.96	10.06	2.11	158.23
富滇银行	城商行	2474.18	9.67	4.25	104.88
长安银行	城商行	2412.57	10.98	1.73	163.96
晋商银行	城商行	2275.71	10.63	1.88	185.35
重庆农商行	农商行	10196.85	10.99	1.25	368.76
广州农商行	农商行	8533.46	9.83	1.40	234.34
东莞农商行	农商行	4218.73	12.48	1.09	347.04
青岛农商行	农商行	3286.16	10.48	1.43	309.45
深圳农商行	农商行	3168.97	12.48	1.14	250.71
顺德农商行	农商行	3032.08	14.83	1.27	257.21
渣打银行	外资银行	6887.62	14.20	1.64	-

机构名称	机构类型	总资产	资产负债率	营业收入	净利润
华融资产	资产管理公司	17100.87	90.14	1072.53	15.09
信达资产	资产管理公司	14957.59	88.06	1093.42	118.80
东方资产	资产管理公司	10867.55	88.30	906.81	95.51
长城资产	资产管理公司	6693.01	90.36	365.69	25.59

2019 年我国 CLO 信用风险回顾与 2020 年展望

结构融资部 李燕

2016 年以来 CLO 发行情况



2018 年及 2019 年 1-11 月发行 CLO 信用风险特征

	2018 年	2019 年 1-11 月
基础资产加权平均信用等级 (中债)	A-	A-
前五大借款人占比 (%)	34.78	37.93
前五大行业占比 (%)	58.98	62.88
前三大地区占比 (%)	65.19	76.01
担保类贷款占比 (%)	40.23	43.70
账龄 / 剩余期限	0.51	0.36
优先档比例 (%)	77.02	78.74
中间档比例 (%)	7.46	6.42
次级档比例 (%)	15.51	14.84

注：以上均为各年发行产品的平均值。

主要观点

- 2019 年 CLO 发行单数和规模延续回落趋势，发起机构多为 AAA 级大型银行，预计 2020 年发起机构仍以大中型银行为主；
- 2019 年 CLO 基础资产债务人信用资质较好，担保类贷款占比较高，分别有利于保障基础资产本息偿付和违约贷款的回收；
- 2019 年 CLO 超额利差有所上升，中间档和次级档比例仍较高；
- 存续期 CLO 各档证券均调升或维持原有级别，证券整体信用表现良好；
- 预计 2020 年发行 CLO 产品信用质量仍整体较好，存续期信用表现仍保持稳定。

受商业银行整体信贷环境持续收紧影响，2019 年 CLO 发行单数和规模延续回落趋势，利差略有缩窄

2019 年 1~11 月，我国市场共发行 16 单 CLO，发行规模合计 766.47 亿元。2016 年以来，在金融市场严监管、去杠杆的背景下，商业银行整体信贷环境持续收紧，CLO 发行单数和规模亦逐年下降。2019 年发行 CLO 较同期 AAA 级短融利率平均利差为 0.44%，较 2018 年降低 0.09%，利差略有缩窄。

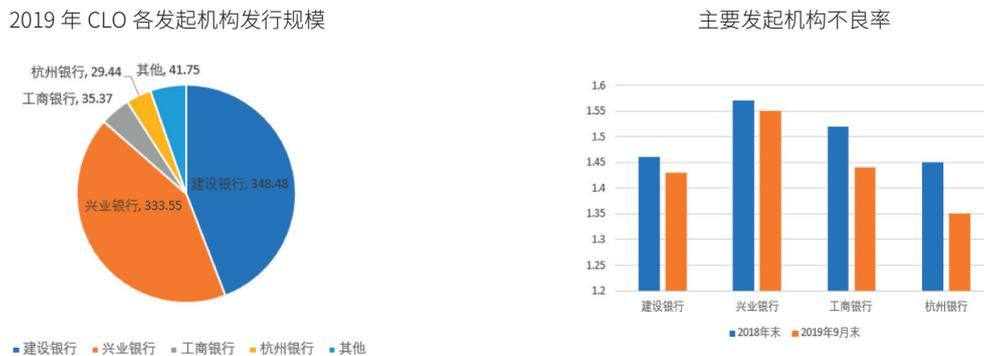
图 1：CLO 发行情况及利差（亿元、单、%）



2019 年发行 CLO 发起机构多为 AAA 级大型银行，较强的风险管理能力有助于保障产品偿付，预计 2020 年发起机构仍以大中型银行为主

2018 年及 2019 年 1~11 月，建设银行、兴业银行、工商银行、杭州银行均发行多单 CLO。2018 年及 2019 年 1~11 月，上述发起机构发行规模占比分别为 79.79% 和 94.71%，2019 年发起机构集中度进一步提高。

图 2：2019 年 1~11 月 CLO 主要发起机构发行规模及不良率（单位：亿元、%）



受经济周期性调整影响，叠加不良认定趋严，商业银行不良贷款率有所上升，截至 2019 年 9 月末为 1.86%。商业银行不良贷款率增加主要受城商行、农商行影响，国有银行和股份制银行资产质量较稳定。CLO 发起机构多为 AAA 级大型国有或股份制银行，其不良贷款率较低且 2019 年以来有所下降，较强的风险管理能力有助于保障产品偿付。

随着经济压力传导效应延续，及不良资产认定进一步严格化，预计 2020 年商业银行资产质量将持续承压。其中，国有银行和股份行具备业务分散、客户资源禀赋好、不良贷款处置渠道丰富的优势，资产质量下行压力可控，而城商行和农商行资产质量分化将延续。由于监管机构对于 CLO 的审批较为严格，基础资产质量欠佳或风险管理能力较弱的小型银行较难获批，预计 2020 年此类产品发行规模难以大幅增长，且发起机构仍以大中型银行为主。

图表 3：2018 年及 2019 年 1～11 月 CLO 基础资产信用风险指标

信用风险特征指标	2018 年	2019 年 1～11 月
基础资产加权平均信用等级平均值（中债）	A-	A-
基础资产加权平均信用等级平均值（其他机构）	A+/AA-	A+
前五大借款人占比平均值（%）	34.78	37.93
前三大地区占比平均值（%）	65.19	76.01
前五大行业占比平均值（%）	58.98	62.88
担保类贷款占比（%）	40.23	43.70
抵质押类贷款占比（%）	18.47	20.48
基础资产加权平均账龄平均值（月）	12.97	6.41
基础资产加权平均剩余期限平均值（月）	25.21	17.85
账龄 / 剩余期限	0.51	0.36

基础资产债务人信用资质较好，担保类贷款占比较高，分别有利于保障基础资产本息偿付和违约贷款的回收

2019 年 1～11 月发行 CLO 的基础资产加权平均信用等级平均值为 A-（中债）及 A+（其他机构），与 2018 年发行产品相比基本持平。从信用等级分布来看，2019 年发行产品的基础资产加权平均信用等级大多分布于 A- 以上，整体来看债务人信用资质较好，有助于保障产品偿付。

从资产池担保方式来看，2019 年 1～11 月发行 CLO 基础资产中担保类占比为 43.70%，抵质押类贷款占比为 20.48%，均较 2018 年有所提高。较高的担保类贷款占比将有利于提升违约贷款的回收。

基础资产集中度有所提高，基础资产账龄 / 剩余期限有所降低，违约相关性和风险暴露略有升高

借款人集中度方面，2019 年 1～11 月发行 CLO 前五大借款人占比平均值为 37.93%，较 2018 年略有提高。地区集中度方面，2019 年 1～11 月发行 CLO 基础资产前三大地区占比平均值为 76.01%，较 2018 年大幅提升，但大部分产品前三大地区为广东、浙江、江苏、北京等经济发达地区，能够为借款人提供较好的外部经营环境；个别产品前三大地区包括贵州、黑龙江等经济欠发达地区，需关注经济下行压力对借款人经营情况的负面影响。行业集中度方面，2019 年 1～11 月发行 CLO 基础资产前五大行业占比平均值为 62.88%，较 2018 年略有上升。整体来看，2019 年发行 CLO 债务人、地区、行业集中度均有所提高，不利于风险分散。

2019 年 1～11 月发行 CLO 基础资产加权平均账龄平均值为 6.41 个月，加权平均剩余期限平均值为 17.85 个月，均较 2018 年有所下降；但账龄 / 剩余期限较 2018 年有所降低，风险暴露有所升高，入池资产违约风险相对增加。

超额利差有所上升，中间档和次级档比例仍较高

2019 年 1～11 月发行 CLO 的平均超额利差为 1.59%，较 2018 年均值 1.13% 略有提高。超额利差可保障资产支持证券利息的偿付，且产品均设置了本金 / 收入分账户互补机制，超额利差亦可一定程度上保障资产支

持证券本金兑付。

2018 年及 2019 年 1 ~ 11 月发行 CLO 的优先档均为 AAA_{sf} 级别，中间档均为 AA+_{sf} 或 AA_{sf} 级别。2019 年发行 CLO 中间档和次级档比例均整体低于 2018 年发行产品，但仍较高，可为优先档证券形成较好的保障。2019 年 1 ~ 11 月发行产品次级档比例分化更为明显，表明各产品资产池信用质量分化更大，达到特定级别所需信用支持水平差异更大。

图表 4：2018 年及 2019 年 1 ~ 11 月 CLO 各档比例 (%)

		2018 年	2019 年 1 ~ 11 月
优先档	平均值	77.02	78.74
	最大值	84.96	88.91
	最小值	58.47	59.35
中间档	平均值	7.46	6.42
	最大值	15.17	8.19
	最小值	4.25	4.04
次级档	平均值	15.51	14.84
	最大值	26.36	32.90
	最小值	9.97	7.05

存续期 CLO 各档证券均调升或维持原有级别，预计 2020 年发行 CLO 产品信用质量仍整体较好，存续期信用表现保持稳定

截至 2019 年 11 月末，优先档或中间档尚处于存续期的产品共计 16 单，证券端均未出现违约情况。

处于存续期的 16 单产品中，14 单产品基础资产累计违约率为 0%（根据截至最新一期受托报告数据），1 单产品（钱江 2018-1）累计违约率为 2.54%，违约资产已作为不合格资产被赎回；1 单产品累计违约率为 0.30%。另 1 单产品（粤鑫 2018-1）中的 2 笔资产对应债务人因涉及诉讼而触发权利完善事件，发起机构已赎回上述资产。整体来看，上述产品累计违约率均低于次级档比例，次级档为优先档及中间档证券提供了充足的信用支持，且信用触发事件及合格标准的设置对 CLO 产品存续期信用水平起到了有效保障作用。

处于存续期的 16 单产品中，2 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级较初始评级 / 上一次评级上升 1 个子级，10 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级与初始评级 / 上一次评级相同，4 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级较初始评级 / 上一次评级下降 1 个子级。整体来看，上述 CLO 产品跟踪期基础资产加权平均信用等级变化不大。2019 年跟踪期，存续期 CLO 基础资产加权平均信用等级主要集中于 A/A-、A-/BBB+ 区间（中债），信用质量仍较好。

存续期内 16 单 CLO 早偿率分化较大，年化早偿率平均值、最大值、最小值分别为 17.75%、44.85% 和 0.93%。一般来说，当利率处于下行趋势时，为节约融资成本，借款人倾向于提前还款。较高的早偿率将减少后续利息回款，从而一定程度地削弱超额利差的增信效果。

2019 年跟踪期内，大部分产品中间档级别有所上升，个别产品中间档上升 2 个子级，无降级现象。随着存续期优先档证券本金的偿付，剩余优先档及中间档获得了更大程度的信用支持。

图表 5：存续期 CLO 中间档级别迁移情况

中间档级别上升幅度（子级）	中债	其他机构
2	2	1
1	10	8
0	4	7

整体来看，存续期 CLO 基础资产信用表现良好，且信用触发事件及合格标准的设置以及优先 / 次级结构等安排对 CLO 产品存续期信用水平起到了有效保障作用，证券端信用等级均维持不变或有所上升。

从 2018 年及 2019 年发行产品信用风险特征及存续期产品信用表现来看，基础资产债务人信用资质整体较好，担保类贷款占比较高，次级档为存续期 CLO 优先档及中间档证券提供了充足的信用支持，产品存续期整体信用表现良好。预计 2020 年发行 CLO 产品信用质量仍整体较好，存续期信用表现仍保持稳定。

权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

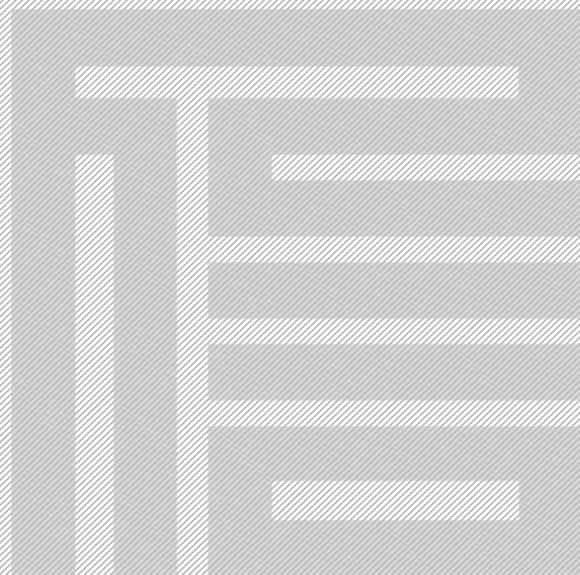
本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



东方金诚国际信用评估有限公司

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层

电话：86-10-62299800

邮编：100600

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

网址：www.dfratings.com



关注了解更多