

【专项研究】2023 年小微贷款 ABS 存续期表现——基础资产和证券级别呈现多元化，结构化增信助力存续证券风险承受能力提升

本期小编：娄源 雷雯喧 郝励

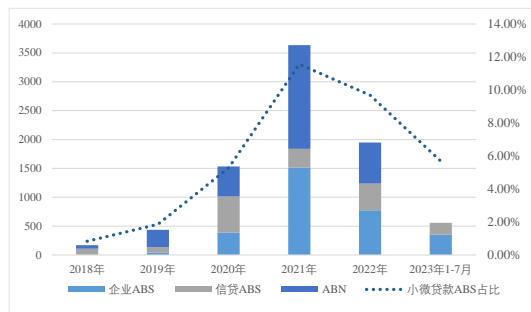
一、发行概览及产品特征

1、小微贷款 ABS 发行规模持续下降，小微信贷 ABS 双增长

2015 年，首单小微贷款 ABS 成功发行，2015~2017 年间发行规模及单数较少，2018 年以来，小微贷款 ABS 产品发行快速增长，至 2021 年达到峰值后，2022 年受疫情反复和宏观下行等因素影响，小微贷款 ABS 整体发行规模明显下滑。2023 年 1-7 月，小微贷款 ABS 发行量继续下行，共发行 77 单，发行规模合计 555.08 亿元，分别较去年同期下降 21.43%和 52.94%，下降主要原因是今年 ABN 市场无新产品发行。

分市场看，2023 年 1-7 月，ABN 市场产品发行为 0；企业 ABS 市场共发行 66 单，发行单数上升（去年同期发行 47 单），但发行规模基本持平；信贷 ABS 市场共发行 11 单（去年同期发行 5 单），规模合计 205.80 亿元（去年同期发行 127.63 亿），发行规模和笔数均较去年同期有明显上升。整体来看，受 ABN 市场无新产品发行的影响，2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 总体发行情况继续下行，但企业 ABS 市场发行情况基本持平，信贷 ABS 市场实现单数规模双增长。

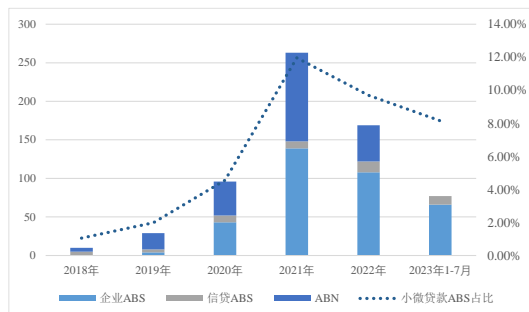
图 2 2018 年-2023 年 7 月小微贷款 ABS 发行规模及规模占比（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

注：企业资产支持证券简称“企业 ABS”；信贷资产支持证券简称“信贷 ABS”；资产支持票据简称“ABN”；下同

图 3 2018 年-2023 年 7 月小微贷款 ABS 发行单数及单数占比（单位：单）



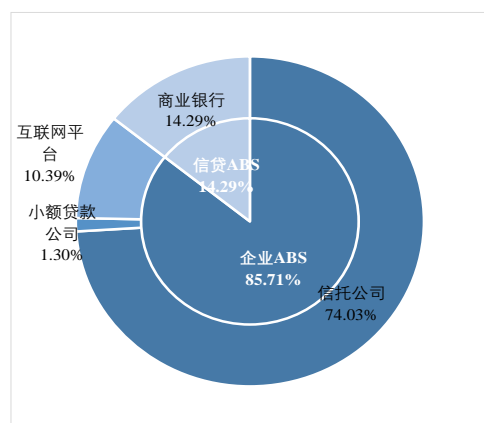
数据来源：Wind，联合资信整理

2、信托公司为主要发起机构，企业 ABS 发行单数多，信贷 ABS 平均发行规模高

从小微贷款 ABS 的发起机构/原始权益人来看，信托公司小微贷款 ABS 的发行主力。发行单数方面，2023 年 1-7 月信托公司合计发行 57 单，占小微贷款 ABS 市场发行单数的 74.03%；发行规模方面，信托公司合计发行规模 302.45 亿元，占小微贷款 ABS 市场发行规模的 54.49%。穿透至资产提供方来看，主要为互联网平台和保险机构

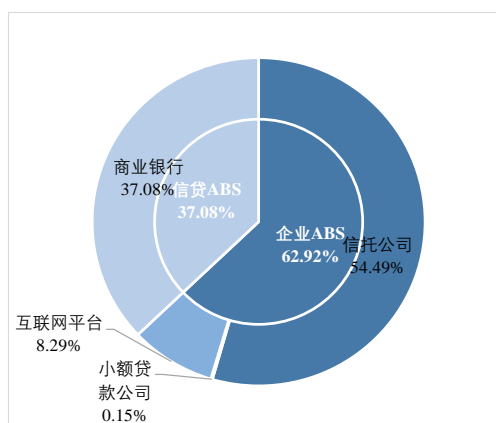
分市场来看，2023 年 1-7 月企业 ABS 发行 66 单，占市场发行单数的 85.71%。而信贷 ABS 发行单数仅占 14.29%，发行规模占比却高达 37.08%，主要是由于项目平均发行规模 18.71 亿，远高于企业 ABS 市场。ABN 市场无新发行产品。

图 4 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 发行市场及参与机构单数占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图 5 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 发行市场及参与机构规模占比

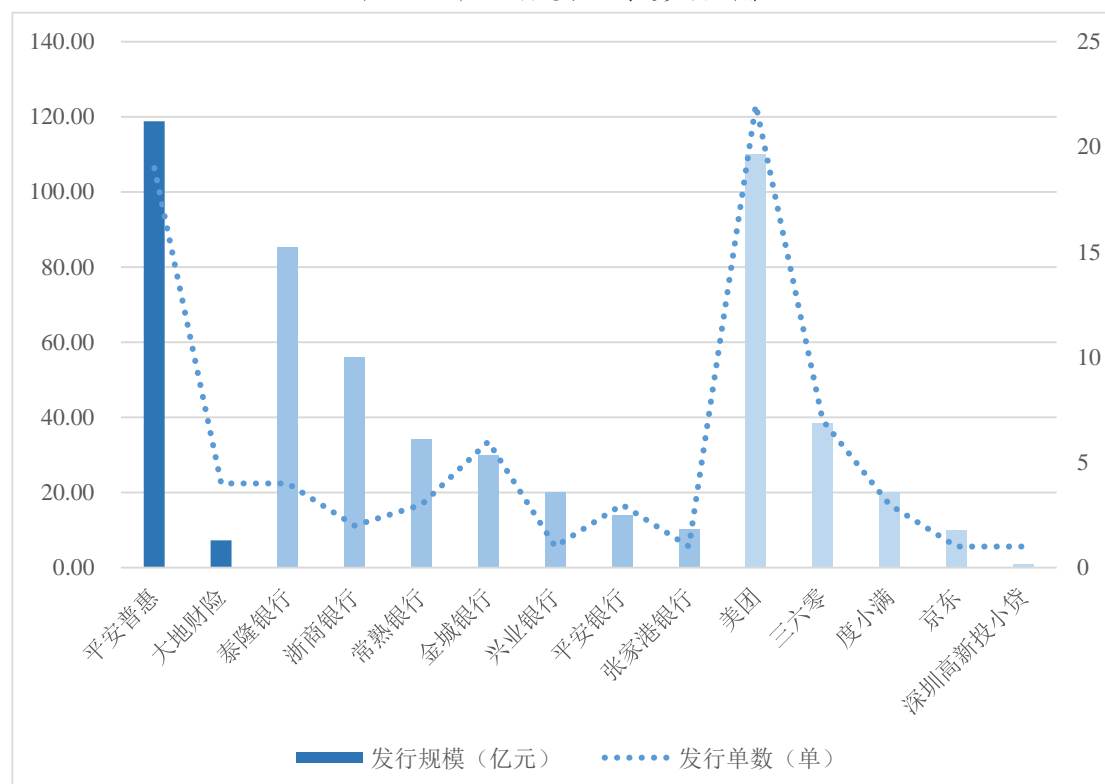


数据来源：Wind，联合资信整理

3、市场占有率头部效应明显

根据对小微贷款 ABS 产品资产提供方的统计，2023 年 1-7 月，商业银行、保险机构及互联网平台为小微贷款 ABS 的主要发起机构。其中，商业银行由于单个项目平均发行规模较高，发行规模居首，其总发行规模和单数的占比分别为 45.00%和 25.97%。互联网平台发行规模合计 178.40 亿元，发行单数 33 单，其总发行规模和单数的占比分别为 42.86%和 32.14%，平均发行规模 5.41 亿元，体现了其数量多、单期发行规模小的特点。各类发行主体中头部企业具有较强的综合竞争力，市场占有率高，头部效应明显。

图 6 2023 年 1-7 月发行项目穿透参与机构情况

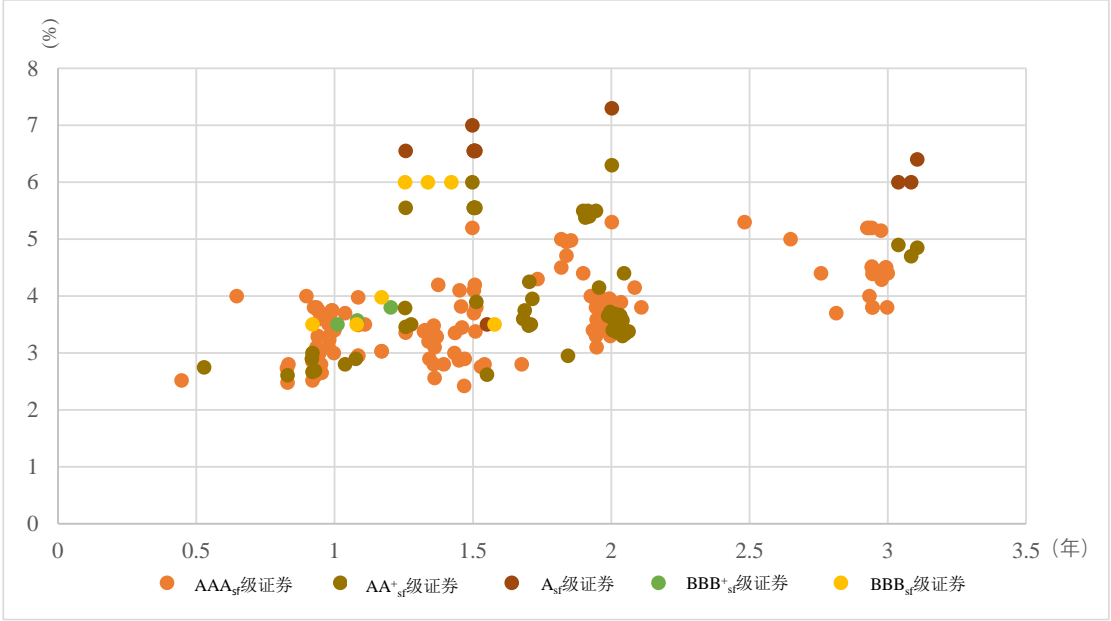


数据来源：Wind，联合资信整理

4、证券发行利率呈现期限利差，不同市场差异明显

发行利率方面，联合资信统计了 2023 年 1—7 月发行的可获取发行利率数据的 187 支证券作为样本。如图 7，一年期以内 AAA_{sf} 级别证券发行利率大部分集中于 2%~4% 区间，一年期到两年期 AAA_{sf} 级别证券发行利率大部分集中于 3%~5% 区间，两年期以上 AAA_{sf} 级别证券发行利率主要分布于 3.5%~5.5% 区间，利率水平与期限结构较为匹配。

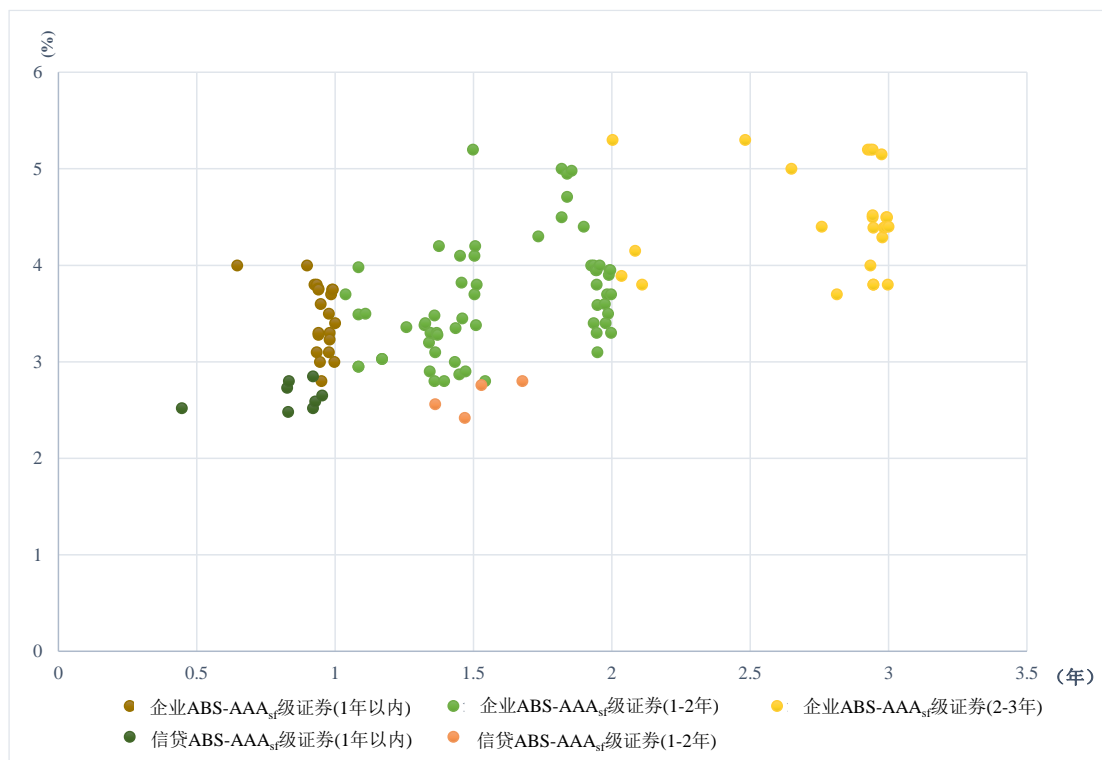
图 7 2023 年 1—7 月小微贷款 ABS 发行利率期限结构



数据来源：Wind，联合资信整理

如图 8，在不同场所发行的同期同信用等级的小微贷款 ABS 证券，发行利率存在较大差异。以 AAA_{sf} 级证券为例，信贷 ABS 产品发行利率明显低于企业 ABS 产品，这主要是产品发行主体不同，投资者对不同发行主体有风险偏好相关，信贷 ABS 产品发起机构主体信用等级相对较高，投资者要求的风险溢价更低。

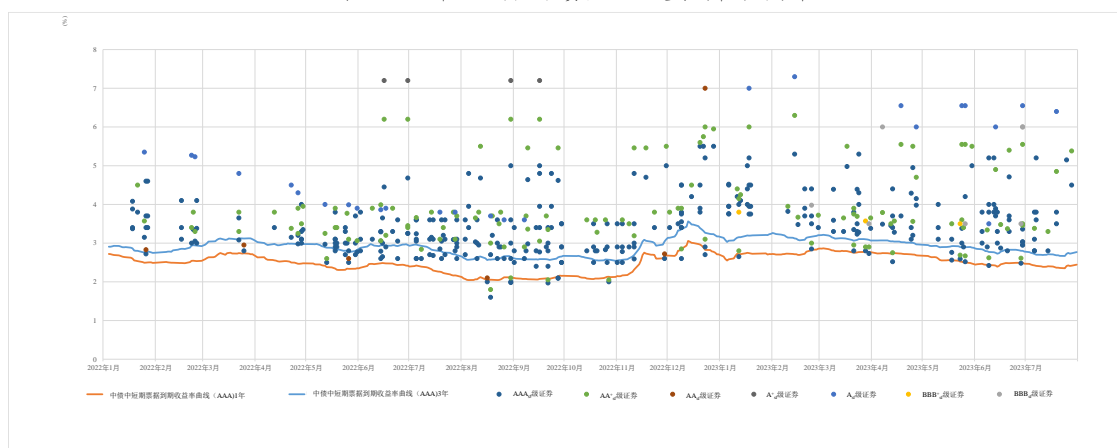
图 8 2023 年 1—7 月小微贷款 ABS 不同市场 AAA_{sf} 级别不同期限证券发行利率



数据来源：Wind，联合资信整理

2023 年 1—7 月市场资金面年初波动上升后续呈下降趋势，如图 9，从证券发行利率的时间分布来看，证券发行成本基本保持平稳态势，整体波动下降。

图 9 2023 年 1—7 月小微贷款 ABS 发行利率时间分布

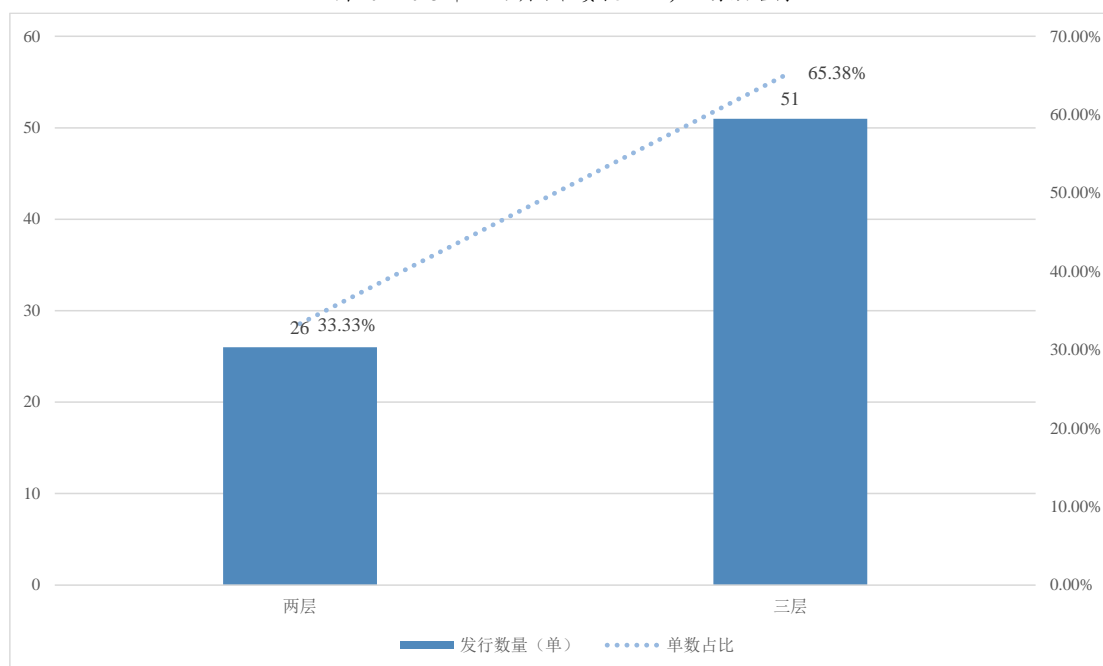


数据来源：Wind，联合资信整理

5、证券发行级别与分层多样化，有助于满足投资者多元化需求

根据 2023 年 1—7 月发行的小微贷款 ABS 产品，大部分产品为多层结构设置，三层结构产品共有 51 单，占市场总单数的 65.38%。同时，大部分项目在同一优先层级（如优先 A 级/优先 B 级）内还会设置多支不同利率及期限的证券（如优先 A1/A2、优先 B1/B2），使得产品结构更多元化。

图 10 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 产品分层结构

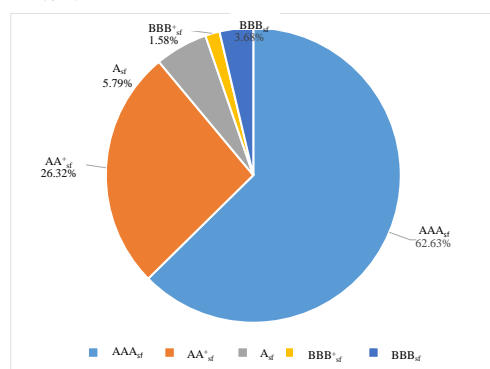


数据来源：Wind，联合资信整理

根据数据可得性，我们对可获取证券发行级别的 77 单产品的 285 支证券进行了分析，其中具有信用等级的证券 190 支，证券级别分布于 $\text{BBB}_{\text{sf}} \sim \text{AAA}_{\text{sf}}$ 。其中， AAA_{sf} 级证券共发行 119 支，发行规模 452.95 亿元，规模占比 91.91%； AA^+_{sf} 级证券共发行 50 支，发行规模 23.76 亿元，规模占比 4.82%。此外， A_{sf} 级证券、 BBB^+_{sf} 级证券和 BBB_{sf} 级证券分别为 11 支、3 支和 7 支，均为优先 C 级证券。整体来看，小微贷款 ABS 证券信用等级仍以 AAA_{sf} 级证券为主，同时，次优先级证券信用等级跨度较大，多个较低信用等级均有所涉及，小微贷款 ABS 分层结构及证券信用等级的多元化有助于满足投资者多元化需求。

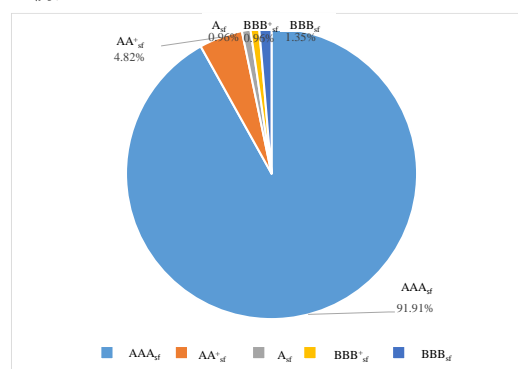
具体级别证券支数及发行规模占比见图 11、图 12。

图 11 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 发行证券不同信用等级支数占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图 12 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 发行证券不同信用等级规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

6、不同市场入池资产笔均余额、收益率及期限呈现差异化

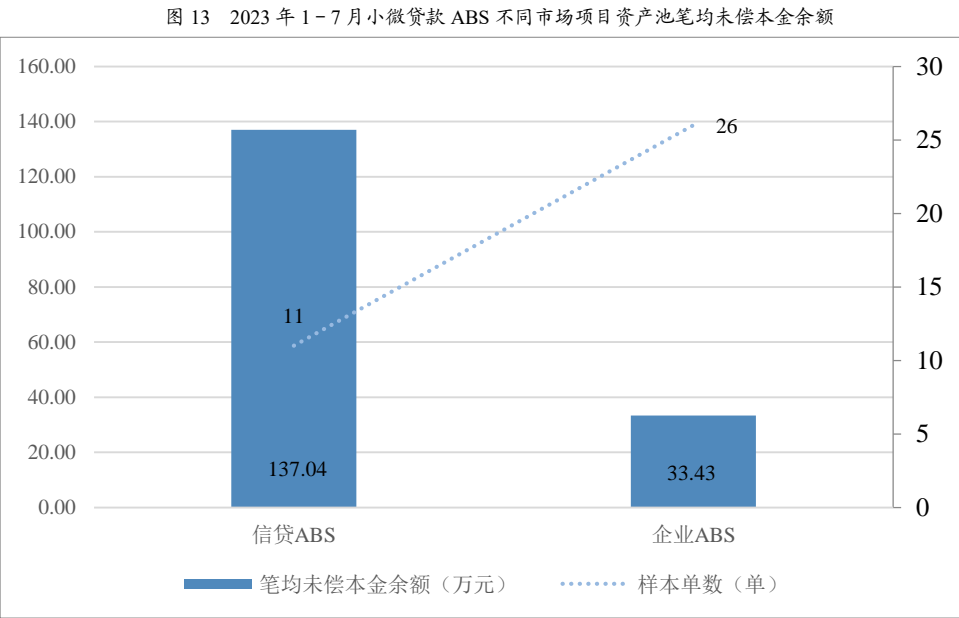
不同市场发行的小微贷款 ABS 基础资产存在较大差异。

笔均余额方面，根据可得数据，联合资信对 2023 年 1-7 月发行的 37 单小微贷款 ABS

样本进行了分析，信贷 ABS 产品资产池笔均未偿本金余额为 137.04 万元，企业 ABS 市场产品笔均未偿本金余额为 33.43 万元。上述笔均余额差异或与信贷 ABS 市场发起机构均为商业银行，相较其他资产提供方，其小微企业客户资质更为优质，获取的放款金额普遍较高有关。

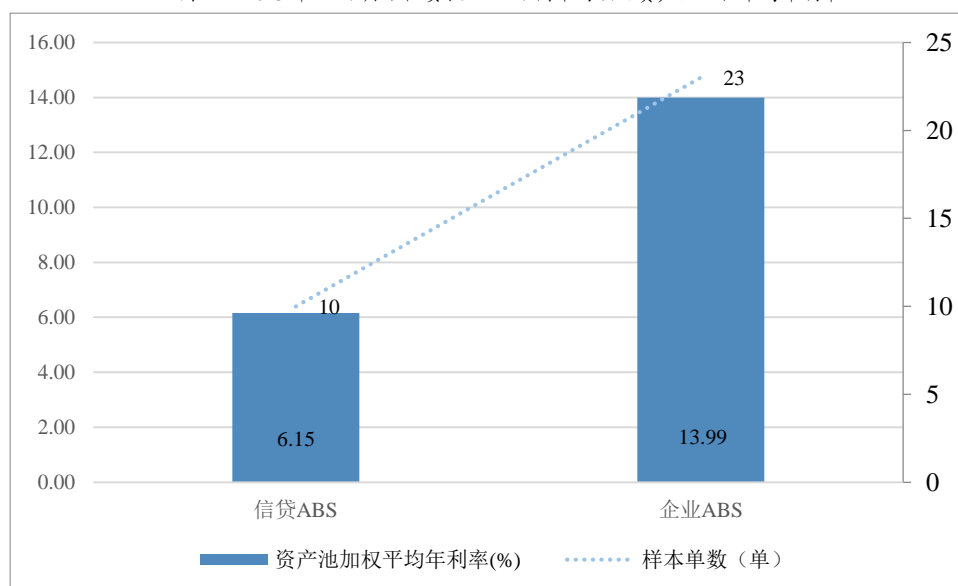
基础资产收益率方面，根据可得数据，联合资信对 2023 年 1—7 月发行的 33 单小微贷款 ABS 样本发行时资产池利率进行了分析，企业 ABS 产品基础资产加权平均利率为 13.99%；信贷 ABS 产品加权平均利率为 6.15%。企业 ABS 资产提供方以互联网机构及信托公司为主，底层资产客户多为银行下沉客户，具有小额、多笔、分散的特征，加权平均利率较高；信贷 ABS 均为商业银行，风控体系更为严格，同时客户资质相对优异，部分小微信贷产品需含押品，加权平均利率较低。由于不同市场的主要资产提供方不同，目标客群不同，基础资产收益水平具有明显差异。

基础资产期限方面，根据可得数据，联合资信对 2023 年 1—7 月发行的 39 单小微贷款 ABS 样本进行了分析，小微贷款 ABS 入池资产加权平均合同期限均在三年以内，整体期限偏短。



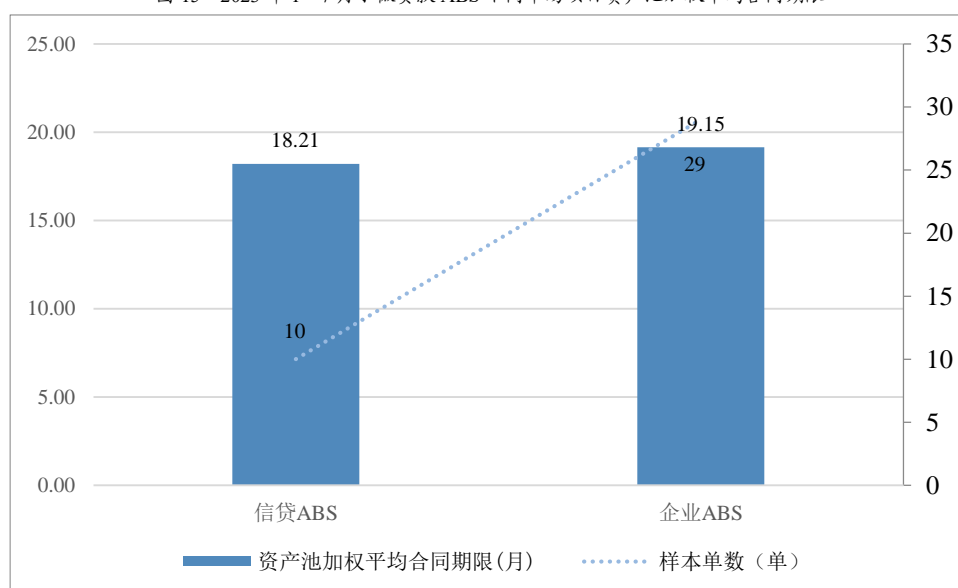
注：统计基础为联合可得资产池笔均余额数据的 37 单小微 ABS 产品样本
数据来源：Wind，联合资信整理

图 14 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 不同市场项目资产池加权平均年利率



注：统计基础为联合可得资产池利率数据的 33 单小微 ABS 产品样本
数据来源：Wind，联合资信整理

图 15 2023 年 1-7 月小微贷款 ABS 不同市场项目资产池加权平均合同期限



注：统计基础为联合可得资产池合同期限数据的 39 单小微 ABS 产品样本
数据来源：Wind，联合资信整理

经统计，2023 年 1-7 月发行的 77 单小微贷款 ABS 中，有 22 单设置了循环购买结构，占发行总单数的 22.05%，设置循环购买结构的多为企业 ABS 产品，发起机构/原始权益人以互联网小贷公司与信托公司为主。特别地，大部分互联网小贷公司发行产品均为循环购买结构，主要是互联网平台发放的贷款更加小额、分散，且资产高度同质化，循环购买结构有利于提高资金利用效率及进行产品久期管理。

二、存续期表现

1、小微贷款 ABS 资产实际表现存在一定区分度，但基本符合预期

鉴于数据可得性，联合资信选取了截至 2023 年 7 月信贷 ABS 中存续且披露累计违约率

的 22 单小微贷款 ABS 产品（图 16）与 30 单联合资信 2023 年度跟踪的定向发行的小微贷款 ABS 产品（图 17）作为样本，统计其存续期累计违约表现。

目前存续的信贷 ABS 中小微贷款 ABS 产品的累计违约率水平虽略有上升，但基本符合预期。由于不同发行机构的入池资产风控标准及对应的客群定位等差异，入池资产的实际表现存在一定区分度。另外，同一机构发行的不同产品由于入池资产有所区别（比如是否含有押品等），资产表现也会有所不同。根据图示累计违约率曲线，累计违约率最高的三个点分别为 2.45%、1.98%和 1.87%，对应三个项目一方面期限较长，存续期均在一年以上；另一方面因循环购买结构的设置，风险敞口增加，一定程度上会放大累计违约率水平，且对应三个项目的优先档证券本息均已兑付完毕。其余存续项目截至统计时点的累积违约率均处于 1.50%以下，累计违约率仍处于相对较低的水平。整体来看，信贷 ABS 的小微贷款 ABS 产品的累计违约率水平表现仍处于相对较低水平。

图 16 信贷 ABS 中小微 ABS 存续期累计违约率

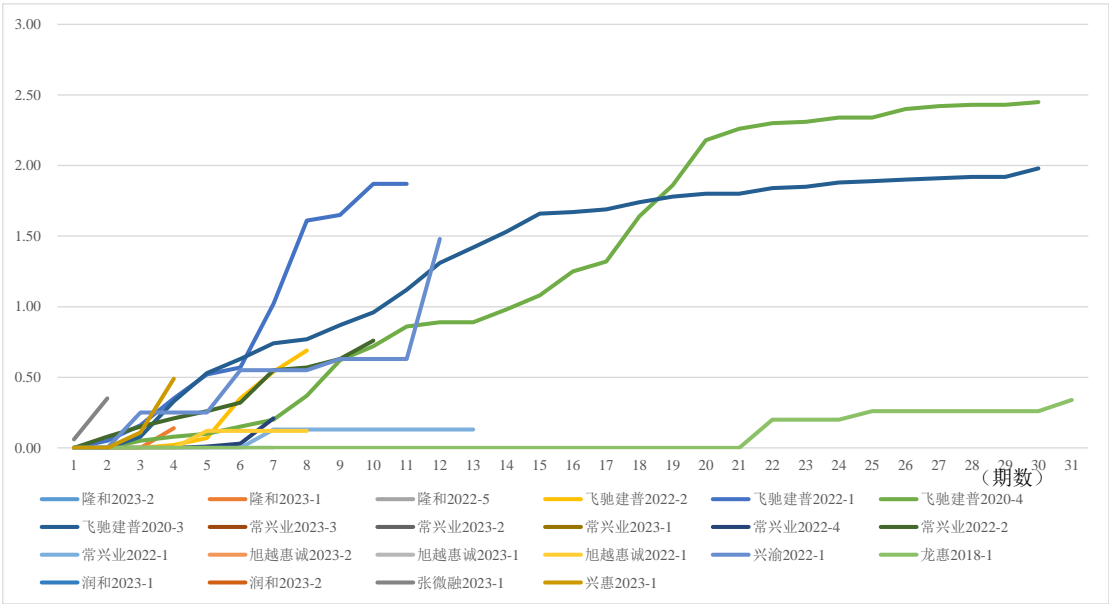
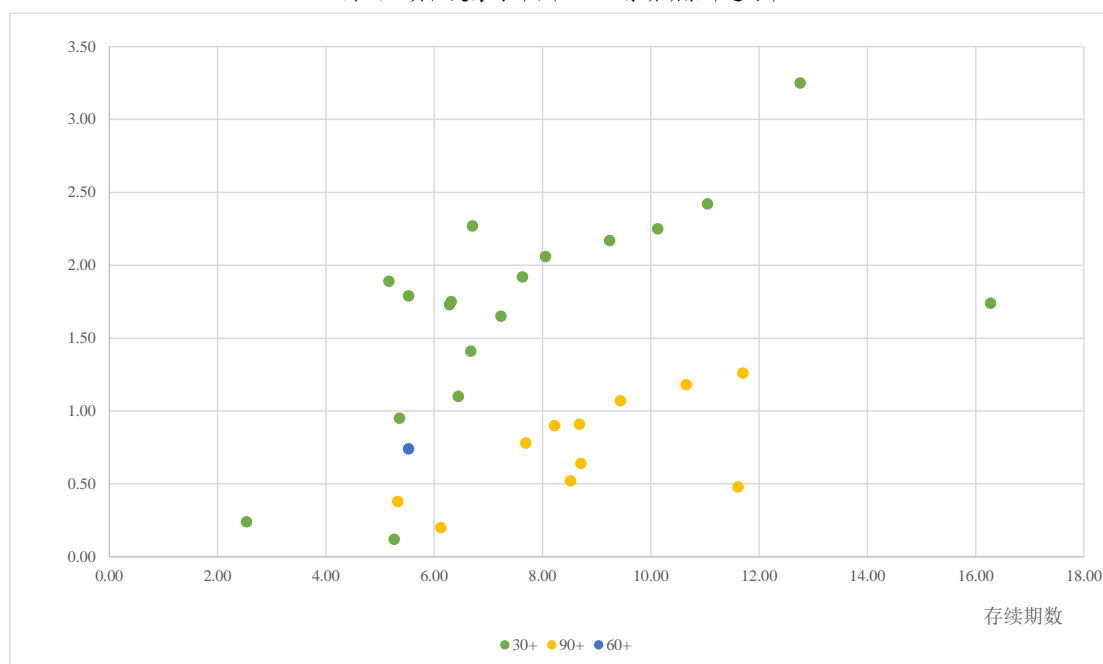


图 17 展示了截至 2023 年跟踪评级时点，联合资信跟踪的 30 单其他交易场所小微贷款 ABS 产品的信用表现。由于图示小微 ABS 项目基础资产或附带担保/保证保险，或 ABS 交易层面设计了原始权益人在基础资产逾期 30+、60+、90+后等条件下赎回/回购逾期资产，故联合资信按照不同评级报告中披露的不同逾期口径的违约率进行展示。根据各选取样本的首次评级报告及跟踪评级报告中累计违约率表现来看，资产表现整体良好，同一存续时长下不同产品的累计违约率存在一定的差异，但整体上均处于较低水平，资产实际表现与首评预测差异较小。

图 17 其他交易场所小微 ABS 存续期累计违约率



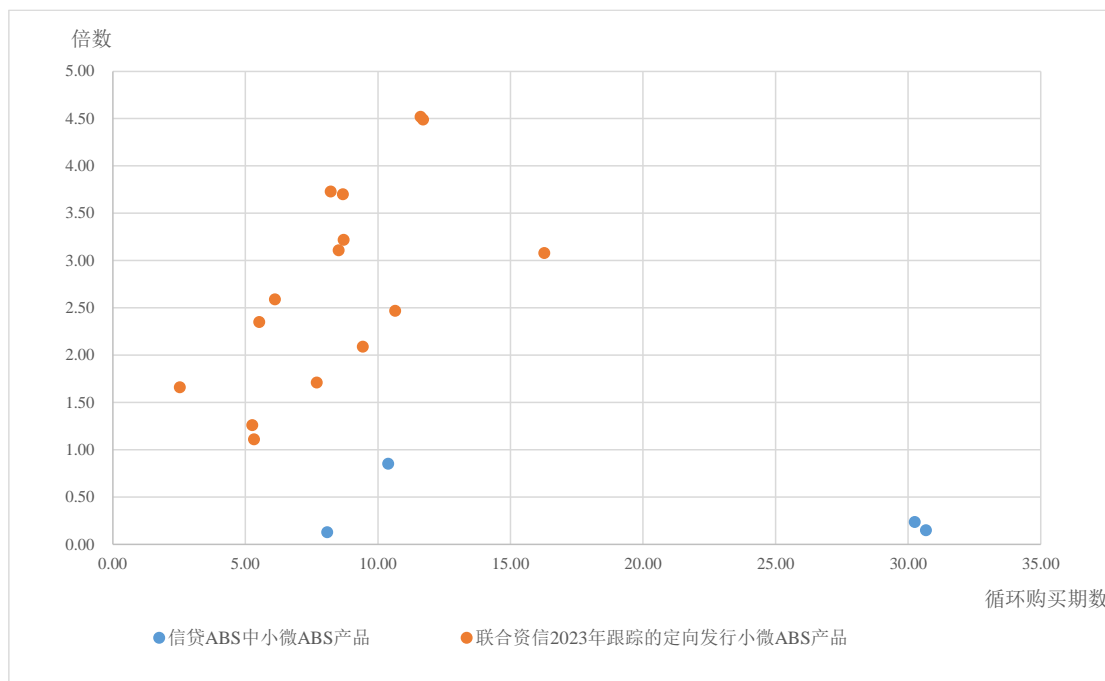
注：因跟踪评级统计口径不同，本图展现不同逾期时点的违约率，例如“30+”表示逾期30天以上的累计违约率

数据来源：联合资信整理

2、循环购买倍数差异较大，循环购买结构有效解决期限错配，提高融资效率

循环购买机制分析方面，联合资信选取了截至2023年7月已发行的54单信贷ABS中的4单存续循环结构小微ABS产品与15单联合资信2023年度跟踪的定向发行的小微ABS产品作为样本进行分析。循环购买倍数平均水平为2.14倍；最低水平为0.13倍，对应产品存续期为8.09个月；最高水平为4.52倍，对应产品存续期为11.61个月。由于不同产品对循环购买机制的设计不同，循环购买的资产放大效应差异较大。如图18所示，有2单产品循环购买期数大于25期，但循环购买倍数均很低（小于0.30）。整体来看，通过循环购买结构可以有效解决基于短期资产发行长期证券的期限错配问题，提高资产利用效率，有效帮助发起机构提高融资效率。

图 18 小微贷款 ABS 循环购买结构产品循环购买倍数情况



注：循环购买倍数=累计循环购买金额/封包日入池资产未偿本金余额；

数据来源：产品受托服务报告，联合资信整理

3、部分证券存续期评级调升，无评级下调证券

根据 2023 年信贷 ABS 中跟踪的小微贷款 ABS 及联合资信 2023 年定向跟踪的其他交易场所的小微贷款 ABS 产品样本，优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪时无级别下调情况。样本共涉及 117 支证券，其中 38 支证券跟踪评级时级别上调，由 AA_{sf}^{+} 调升至 AAA_{sf} 的证券 31 支，由 AA_{sf} 调升至 AA_{sf}^{+} 的证券 1 支，由 A_{sf}^{+} 调升至 AAA_{sf} 的证券 2 支，由 BBB_{sf} 调升至 A_{sf}^{-} 的证券 2 支，由 BBB_{sf} 调升至 BBB_{sf}^{+} 的证券 2 支。随着证券剩余期限缩短，基础资产的风险暴露期随之缩短，资产池现金流的不确定性有所降低，有助于资产池整体质量的提升。除此以外，小微贷款 ABS 产品的超额利差较大以及部分产品的循环购买机制使得资金利用率变高，会在存续期累积超额抵押，提升对优先档证券的信用支持。由此可见，资产池质量和交易结构两方面的改善使得小微贷款 ABS 产品在跟踪评级时一般会调升信用评级结果。

跟踪评级结果未变化的证券共 79 支，全部在上次评级结果（首评/上次跟踪时点）已经达到 AAA_{sf} 。量化分析结果显示，首次评级即 AAA_{sf} 的证券即使信用等级不变，其实际风险承受能力也有不同程度的提升。具体级别变化情况如下表所示：

表1 样本小微贷款 ABS 产品跟踪级别变化情况（单位：支）

跟踪评级 首次/ 上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	BBB ⁻ _{sf}	总数
AAA _{sf}	79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79
AA ⁺ _{sf}	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31
AA _{sf}	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
A ⁺ _{sf}	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
A _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
A ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
BBB ⁺ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
BBB _{sf}	-	-	-	-	-	-	2	2	-	-	4
BBB ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
总数	112	1	0	0	0	0	2	2	0	0	117

数据来源：Wind，联合资信整理

三、未来展望

1、小微贷款增长势头良好，政策利好下半年小微贷款投放及 ABS 转出规模增长可期

2023 年 4 月 27 日，原银保监会发布《关于 2023 年加力提升小微企业金融服务质量的通知》，《通知》奠定了 2023 年度小微企业金融服务总体继续保持增量扩面的态势；2023 年 6 月 30 日，中国银行间交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济发展质效的通知》，提出“鼓励以支持民营和中小微企业融资所形成的微小企业贷款债权、融资租赁债权、保理融资债权、应收账款等作为基础资产发行银行间企业资产支持证券”。未来随着 ABN 市场的恢复和小微贷款投放的持续增长，ABS 发行规模扩容的前景可期。

2、小微贷款 ABS 基础资产差异较大，证券分层结构及级别多元化特征明显

受获客渠道、风控政策和产品定位不同影响，不同小微贷款 ABS 产品在资产池笔均未偿本金余额、加权平均利率水平、期限结构方面差异较大。在证券发行端，小微贷款 ABS 产品分层结构丰富，夹层档证券较多，且证券级别呈多元化特征，根据联合资信跟踪数据，具有信用等级的 190 支证券级别分布于 BBB_{sf}~AAA_{sf}。多元化的证券级别不仅有助于满足投资者对证券的多样化需求，且根据存续期证券级别变动情况，夹层档证券信用风险呈现持续下降态势，具备较高的投资价值。

3、小微贷款 ABS 存续期表现符合预期，助力存续证券风险承受能力提升

不同小微贷款 ABS 产品的累计违约率呈差异化表现，但整体上均处于较低水平，存续期表现符合预期。随着基础资产剩余期限的缩短，其面临的风险暴露期缩短，只要基础资产信用质量不出现严重恶化，基础资产信用质量将稳步提升；同时，由于证券端的不断偿付及超额抵押的累积，优先档证券获得的信用支持不断提高。基础资产信用质量的提高和交易结构的改善有效提升了存续证券的风险承受能力。