

银行

证券研究报告

2020年04月08日

疫情下的消费金融 ABS：短期资产质量明显承压

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业研究简报:复盘 08 年金融危机, 经济刺激下银行股有何机会?》 2020-04-03
- 2 《银行-行业研究简报:疫情影响减弱, 料 3 月金融数据靓丽》 2020-04-02
- 3 《银行-行业点评:政策力度明显加大, 银行股估值有望修复》 2020-03-28

消费驱动时代，消费金融资产证券化崛起

消费金融 ABS 是以消费金融类资产为基础资产，通过产品结构化设计进行信用增级的资产支持证券。基础资产可分为三类：1) 商业银行提供的房贷、车贷、消费贷、信用卡分期；2) 持牌消费金融公司提供的商品贷、现金贷；3) 互联网金融公司提供的消费贷、小额贷款等。

17 年以花呗为首的消费金融 ABS 高速增长，年底遭遇强监管。17 年发行方有大量融资需求，资金方对消金 ABS 的热情也很高，消费金融 ABS 高速增长。17 年底银保监会发布《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，以小额贷款为基础资产的消费金融 ABS 产品发行出现大幅下跌。

疫情期间消费金融 ABS 表现：逾期指标均恶化，消金公司影响最大

消费金融 ABS 短期资产质量承压明显。疫情之下，RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 的累计违约率、逾期 1-30 天占比、总体逾期率均有明显上升。整体上，受疫情影响从大到小分别为消费金融公司发行的消费贷 ABS、汽车金融公司发行的汽车贷 ABS、商业银行发行的信用卡分期 ABS、商业银行发行住房抵押贷款。

受客户质量制约，消金公司短期承压更明显，商业银行相对表现较好。截止 3 月底，逾期 1-30 天占比方面，住房抵押贷款 ABS、信用卡分期 ABS、汽车贷款 ABS 和消费贷款 ABS 环比分别增长 94bp/81bp/89bp/209bp。消费金融公司逾期恶化程度最大，主要是由于消费金融公司客群相对下沉，主要为不满足银行风控筛查的长尾客群，抗风险能力较差，受此次疫情影响更明显。经济上行时，不同金融机构的资产质量均变好，经济下行时，客户资质差的机构资产质量恶化更显著。

投资建议：消费贷短期承压明显，银行股有望反弹

信用卡贷、消费贷占比较高的上市银行资产质量短期承压。城商行消费贷占个贷比重较大，如宁波、上海。股份行信用卡贷款占个贷比重较大，如平安、光大。当前银行板块仅 0.73 倍 PB (lf) 为历史最低，已反应较为悲观的预期。20 年消费贷和信用卡短期承压明显，但中长期来看，随着国内复工复产加快，消费开始恢复，资产质量有可能好转，我们预计市场对银行股的悲观预期有望发生逆转，银行股估值有望明显修复。

个股方面，我们力推年初以来股价明显回调的零售银行龙头-招行和小微龙头-常熟银行，以及低估值的优质股份行-光大和兴业，看好工行、江苏、北京、张家港等。疫情使零售银行短期业绩明显承压，但不改零售银行长逻辑。4 月首推兴业银行。

风险提示：疫情扩散，经济失速，资产质量大幅恶化等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-04-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019A/E	2020E	2021E	2018A	2019A/E	2020E	2021E
601166.SH	兴业银行	16.05	买入	2.92	3.17	3.46	3.86	5.50	5.06	4.64	4.16
601398.SH	工商银行	5.14	买入	0.84	0.88	0.90	0.93	6.12	5.84	5.71	5.53
601818.SH	光大银行	3.60	买入	0.64	0.71	0.79	0.87	5.63	5.07	4.56	4.14
002839.SZ	张家港行	5.72	买入	0.46	0.53	0.61	0.70	12.43	10.79	9.38	8.17
601169.SH	北京银行	4.86	增持	0.95	1.02	1.09	1.17	5.12	4.76	4.46	4.15

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 消费驱动时代，消费金融资产证券化崛起	4
1.1. 资产证券化市场：信贷 ABS 规模占比 46%	4
1.2. 消费金融资产证券化有何监管要求?	5
1.3. 分化的消费金融 ABS	7
2. 19 年消费金融 ABS 表现：规模平稳，资产质量较好	10
3. 疫情期间消费金融 ABS 表现：逾期指标均恶化，消金公司影响最大	11
3.1. 疫情下的商业银行信用卡分期 ABS	13
3.2. 疫情下的消费金融公司 ABS	14
3.3. 疫情下的车贷 ABS	15
3.4. 疫情下的 RMBS	16
3.5. 消费金融 ABS 展望：消费渗透率、杠杆率较低，前景可期	16
4. 投资建议：消费贷短期承压明显，银行股有望反弹	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：ABS 市场发行规模占比，企业和信贷 ABS 是主体	4
图 2：ABS 市场发行单数占比，企业 ABS 具有绝对优势	4
图 3：信贷 ABS 基础资产主要包含企业贷款、住房抵押贷款、车贷和消费贷（截止 19 年末）	5
图 4：企业 ABS 基础资产种类丰富	5
图 5：ABN 基础资产以融资租赁、票据收益为主	5
图 6：蚂蚁小贷 2017 年发行高速增长，18 年下跌	6
图 7：阿里小贷 2017 年发行高速增长，18 年下跌	6
图 8：近年消费金融 ABS 到期收益率下行	7
图 9：消费金融 ABS 参与主体分类	8
图 10：1H19 主要消费金融公司总资产数据（亿元）	8
图 11：2020 花呗(中金)资产支持计划交易流程图	10
图 12：（不含 RMBS）消费金融 ABS 发行情况（亿元，单）	11
图 13：RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 逾期 1-30 天占比情况	11
图 14：RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 总体逾期率情况	12
图 15：RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 累计违约率情况	13
图 16：主要上市银行信用卡 ABS 逾期 1-30 天占比提升	14
图 17：消费金融公司逾期 1-30 天占比从年末 2.71% 提升至 4.79%	14
图 18：3 月底汽车金融公司 ABS 逾期 1-30 天环比上升 89bp	15
图 19：RMBS 逾期率（1-30 天）环比增长 94bp	16
图 20：截止 19 年 3 月全球重要经济体居民部门杠杆率	16

图 21: 我国居民消费支出和杠杆率不断增长	16
图 22: 传统金融未服务的长尾用户规模有 3-4 亿人 (亿人)	17
图 23: 主要上市行 1H19 个贷和信用卡贷款占贷款总额比重	18
图 24: 19 年末已披露上市行信用卡贷款规模 (亿元)	18
表 1: 截止 19 年底 ABS 市场累计发行及存量情况	4
表 2: 消费金融贷款及资产证券化相关政策梳理	6
表 3: 24 家消费金融公司	9
表 4: 截止 20 年 3 月, 蚂蚁和阿里发行金额 7582 亿元, 占一般消费贷 ABS 的 85%	9
表 5: 持牌机构和非持牌机构	10
表 6: 截止 2020 年 4 月 1 日主要信贷 ABS 的年化违约和早偿情况	13
表 7: 不同商业银行信用卡分期 ABS 逾期率情况	14
表 8: 不同汽车金融公司 ABS 逾期率情况	15

1. 消费驱动时代，消费金融资产证券化崛起

随着经济转型升级，投资驱动走向消费驱动。19 年城镇人均可支配收入 4.24 万元，在中国居民可支配收入提升的背景下，居民消费观念发生变化，从储蓄观念过渡到超前消费观念。短期受疫情影响，部分居民收入下降，信用卡及消费贷不良上升较明显。长期看，企业信贷增速将不断下降，而消费金融将崛起，信用卡、财富管理、消费贷仍将是未来发展的重点。

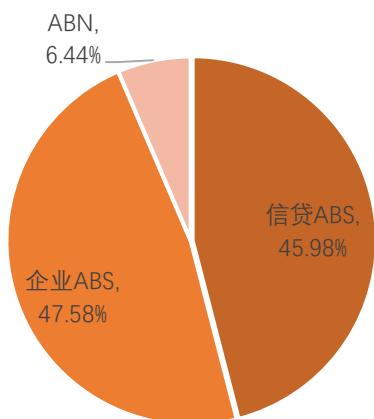
消费金融资产证券化（以下称“消费金融 ABS”）是以消费金融类资产为基础资产，通过产品结构化设计进行信用增级的资产支持证券。狭义上的消费金融服务可分为三类：1）商业银行提供的车贷、消费贷、信用卡贷；2）持牌消费金融公司提供的商品贷、现金贷；3）互联网金融公司提供的消费贷、小额贷款等。广义消费金融也包括住房抵押贷款。

消费金融 ABS 较金融债券优势：信用评级更高，降低融资成本。金融债券主要关注发行人的主体信用，而资产支持证券主要关注基础资产质量及交易结构安排，消费金融资产证券化产品通常伴随内外部增信，普遍可以获得比发行人主体信用更高的评级，获得低成本融资。

1.1. 资产证券化市场：信贷 ABS 规模占比 46%

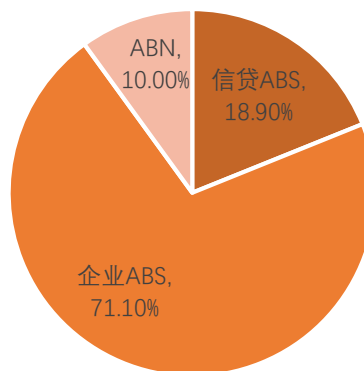
企业 ABS 和信贷 ABS 是资产证券化市场主体。国内资产证券化市场主要由银保监会主管的信贷资产证券化（信贷 ABS）、证监会主管的企业资产支持专项计划（企业 ABS）、交易商协会资产支持票据（ABN）和少量保险资产证券化构成。截止 19 年底，ABS 市场累计发行 4111 单产品，从发行规模上，企业 ABS 和信贷 ABS 占比基本持平，但企业 ABS 在发行数量上有绝对优势。截止 20 年 3 月，共发行 796 单信贷 ABS，金额 3.76 万亿；3130 单企业 ABS，金额 3.96 万亿；456 单 ABN，金额 5664 亿。

图 1：ABS 市场发行规模占比，企业和信贷 ABS 是主体



资料来源：CNABS，天风证券研究所

图 2：ABS 市场发行单数占比，企业 ABS 具有绝对优势



资料来源：CNABS，天风证券研究所

截止 20 年 4 月，ABS 市场体量达到 3.93 万亿。截止 19 年底，我国资产证券化产品累计发行 7.95 万亿元，存量规模 3.87 万亿元。其中企业 ABS 有 2.02 万亿，信贷 ABS 有 1.44 万亿。到 20 年 4 月 1 日，资产证券化产品体量已经达到 3.93 万亿，其中企业 ABS 有 2.07 万亿，信贷 ABS 有 1.41 万亿。2019 年资产证券化市场规模继续快速增长，19 全年共发行资产证券化产品 2.34 万亿元，同比增长 17%。

表 1：截止 19 年底 ABS 市场累计发行及存量情况

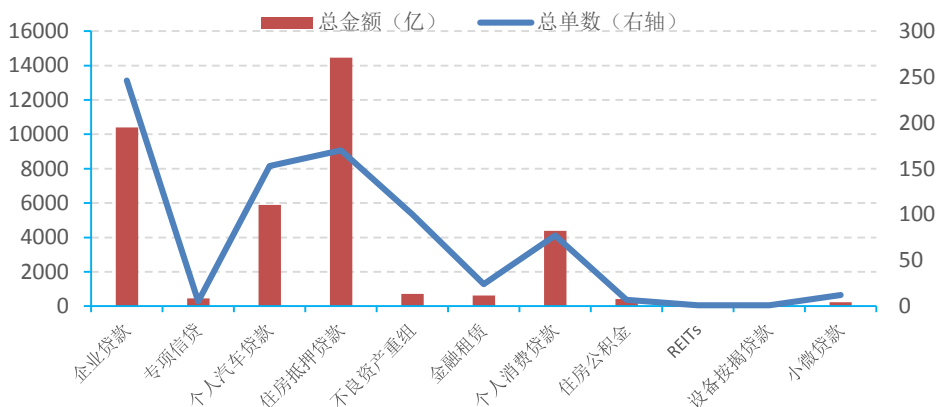
市场分类	发行单数	发行单数占比	发行规模（亿元）	发行规模占比	存量规模（亿元）	存量规模占比
信贷 ABS	777	18.90%	36,532.06	45.98%	14,351.29	37.10%
企业 ABS	2923	71.10%	37,799.74	47.58%	20,243.32	52.34%

ABN	411	10.00%	5,119.34	6.44%	4,084.02	10.56%
总计	4111	100.00%	79,451.14	100.00%	38,678.64	100.00%

资料来源：CNABS，天风证券研究所

消费金融 ABS 产品主要为信贷 ABS。信贷 ABS 的基础资产主要是各类贷款，包括企业贷款、汽车贷款、个人住房抵押贷款、不良资产重组等，其中企业贷款数量占比最大，住房抵押贷款金额占比最高。信贷 ABS 主要由银行业金融机构发起，以各类信贷、租赁资产为基础资产，以信托为特殊目的载体，由人行注册，银保监会备案。

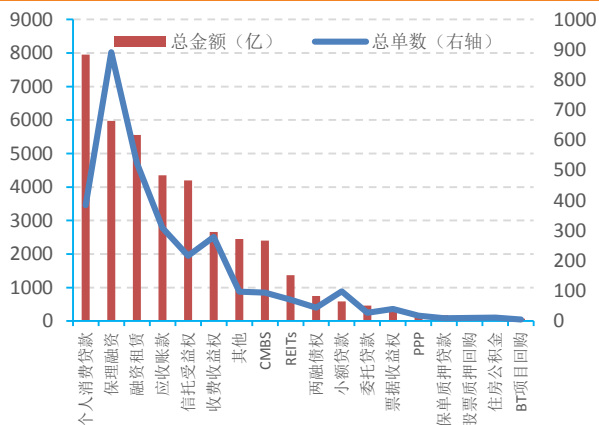
图 3：信贷 ABS 基础资产主要包含企业贷款、住房抵押贷款、车贷和消费贷（截止 19 年末）



资料来源：CNABS，天风证券研究所

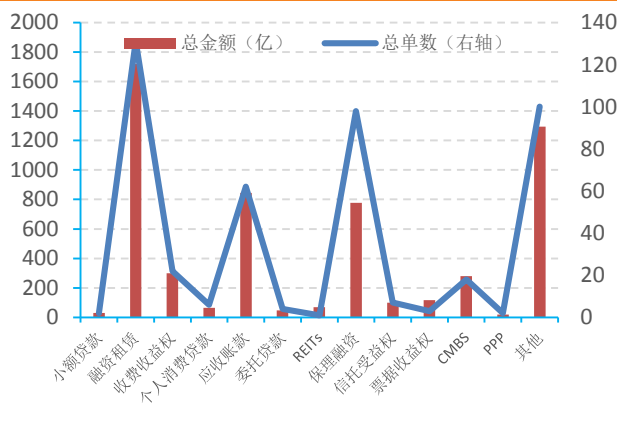
企业 ABS 和资产支持票据（ABN）基础资产种类丰富。企业 ABS 包含融资租赁、应收账款、保理融资、信托受益权等。企业 ABS 由企业发起，基础资产实行负面清单制（主要是各项企业债权和收益权），由券商专项资管计划或基金子公司专项资管计划为特殊目的载体，由交易所出具无异议函并由基金业协会备案。资产支持票据（ABN）基础资产主要为租赁债权，票据收益和应收债权。ABN 的发起人及基础资产与企业 ABS 类似，不过 SPV 主要为信托公司，由交易商协会注册。

图 4：企业 ABS 基础资产种类丰富



资料来源：CNABS，天风证券研究所

图 5：ABN 基础资产以融资租赁、票据收益为主



资料来源：CNABS，天风证券研究所

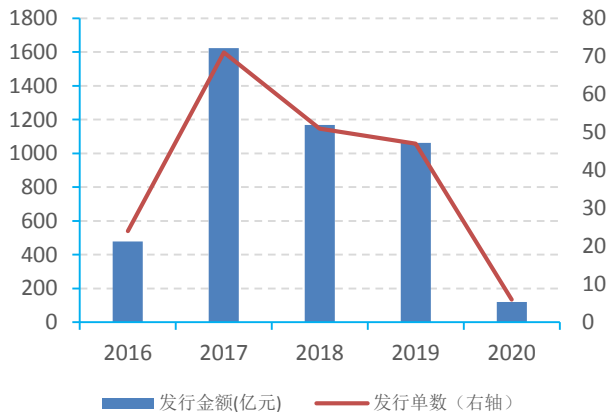
1.2. 消费金融资产证券化有何监管要求？

消费金融资产证券化监管政策不断完善。2014 年 11 月，银监会发布《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，明确将信贷资产证券化业务由审批制改为业务备案制。2016 年，央行、银监会联合印发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，进一步推动了消费金融的发展。2017 年底，监管陆续出台《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》和

《小额贷款公司网络小额贷款业务风险专项整治实施方案》两项强监管政策，规范了“现金贷”“小额贷款”等消费金融贷款业务的开展原则以及金融机构的参与原则，对于超比例规定的小额贷款公司，压缩存量规模。

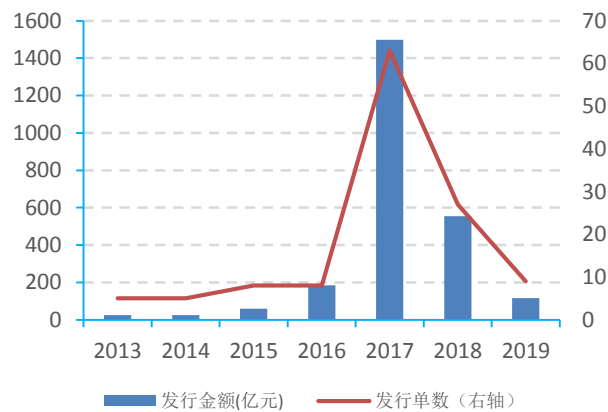
17年以花呗为首的消费金融ABS高速增长，年底遭遇强监管。17年发行方有大量融资需求，资金方对消金ABS的热情也很高，出现消费金融ABS高速增长。17年12月1日，银保监会发布《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，监管力度加大，以小额贷款为基础资产的消费金融ABS产品发行出现大幅下跌。17年市场共发行小贷ABS产品112支，发行金额共计2695.16亿元，而18年共发行的小贷产品79支，同比下降29.46%，发行金额共计1694亿元，同比下降37.15%。

图6：蚂蚁小贷2017年发行高速增长，18年下跌



资料来源：CNABS，天风证券研究所

图7：阿里小贷2017年发行高速增长，18年下跌



资料来源：CNABS，天风证券研究所

17年12月银保监会发布《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，规范了网络小贷的业务类型、加强了审慎管理，主要涉及内容有：（1）禁止了现金贷业务中的“砍头息”现象。（2）不再批设网络小贷公司，已经批准筹建的，暂停批准开业，跨省（区、市）开展小额贷款业务将受限。（3）暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，逐步压缩存量业务，网络小贷公司经营的现金贷、校园贷、首付贷等业务都被叫停。（4）加强网络小贷公司资金来源审慎管理，对网络小贷杠杆率作出限制，对于超比例规定的小额贷款公司，制定压缩规模计划。

概而言之，《通知》对放贷机构资质、催收行为、费率、客户安全等作出原则要求，对网络小贷公司数量和贷款规模作出限制，规范了网络小贷的业务类型，逐步压缩存量业务。加强网络小贷公司资金来源审慎管理，进一步规范银行业金融机构参与“现金贷”业务。

表2：消费金融贷款及资产证券化相关政策梳理

发文日期	发文单位	发文名称	政策要点
2014/11/20	银监会	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	信贷资产证券化业务由审批制改为业务备案制。
2016/3/31	银监会、中国人民银行	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	为改善优化消费金融发展环境，鼓励通过金融债券发行、同业拆借、信贷资产证券化等方式，拓宽消费金融机构多元化融资渠道。
2017/11/21	中国人民银行	《立即暂停批设网络小额贷款公司》	各级小贷公司监管部门即日起一律不得新批设网络（互联网）小额贷款公司，禁止小贷公司跨区域经营，意在阻隔“现金贷”风险。
2017/12/1	银监会、中国人民银行	《规范整顿“现金贷”业务》	不再批设网络小贷公司，已经批准筹建的，暂停批准开业；规范网络小贷的业务类型。网络小贷公司经营的现金贷、校园贷、首付贷等业务都被叫停；加强网络小贷公司资金来源审慎管理，对网络小贷杠杆率作出限制；联合放贷需持牌经

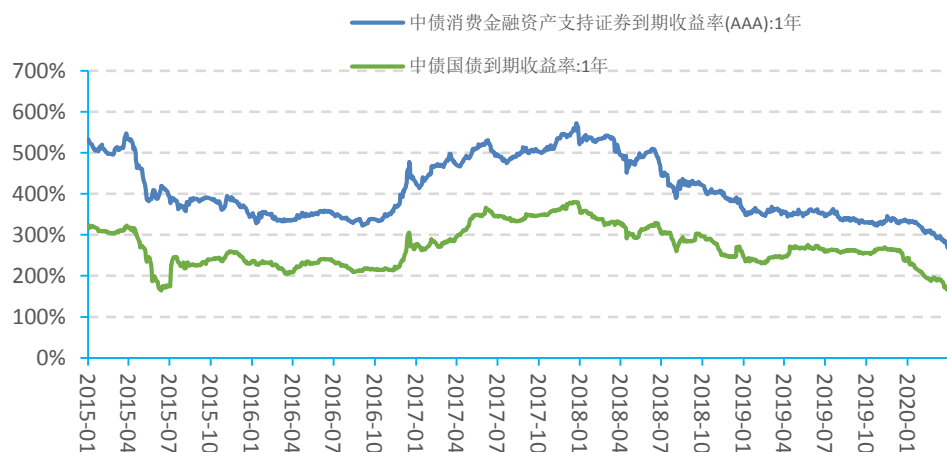
			营；规范“助贷”业务；完善 P2P 现金贷业务，推进 P2P 备案管理。
2017/12/8	银监会	《做好 P2P 网络借贷风险专项整治验收工作》	各地应在 2018 年 4 月底前完成辖内主要 P2P 机构的备案登记工作、6 月底之前全部完成；并对债权转让、风险备付金、资金存管等关键性问题作出进一步的解释说明。
2017/12/8	银监会	《小额贷款公司网络小额贷款业务风险专项整治实施方案》	对网络小贷业务进行整顿，要求重新审查网络小额贷款经营资质，规范网络小额贷款经营行为，严厉打击和取缔非法经营网络小额贷款的机构，在 2018 年 1 月底前完成摸底排查。
2018/5/11	上交所&深交所	《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》	加强资产支持证券存续期信用风险管理，指导资产支持专项计划管理人、原始权益人、资产服务机构、增信机构、托管人、资信评级机构等参与机构及投资者管理信用风险。
2018/05/23	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》	商业银行应当在法人和集团层面建立与其业务规模、性质和复杂程度相适应的流动性风险管理体系。
2018/7/20	中国人民银行	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）	资产证券化业务不适用资管新规，由于“非标转标”，类资产证券化业务可能受限。
2019/02/01	中国银行间市场交易商协会	《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引（2019 版）》	针对原始权益人是商业银行、消费金融公司的个人消费类贷款资产支持证券，进一步明确了循环类型的个人消费类贷款资产支持证券信息披露安排。

资料来源：银保监会，中国人民银行，证监会，上交所，深交所，中国银行间市场协会，天风证券研究所

20 年消费金融 ABS 政策前景有望宽松。消费金融 ABS 的发展受底层资产的监管制约和消费金融市场发展情况影响。在我国经济从投资驱动转向消费驱动背景下，为了刺激经济，解决疫情的负面影响，我们认为 20 年消费金融 ABS 政策前景有望宽松。但受疫情影响，国内消费需求不足，利率下行环境下，消金 ABS 投资收益受到影响。

债券利率下行，消费金融 ABS 投资收益受到影响。19 年资产证券化产品收益率整体震荡下行，1 年期 AAA 级别消费金融 ABS 收益率全年累计下行 27 个 bp。从利率环境的角度看，20 年经济下行压力加大，经济增速放缓，供需走弱，收益率总体呈下行趋势。

图 8：近年消费金融 ABS 到期收益率下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

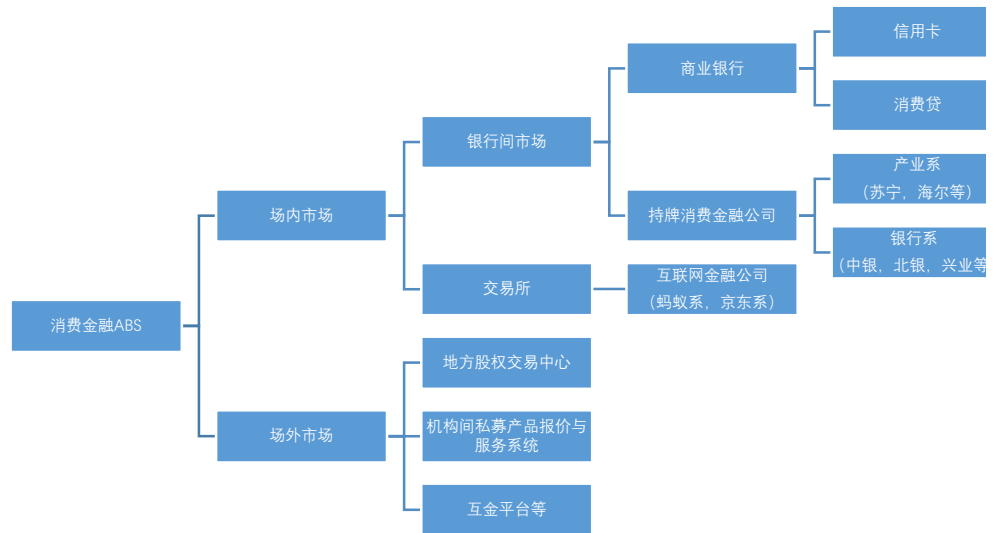
1.3. 分化的消费金融 ABS

消费金融 ABS 业务参与主体有三类：商业银行、银监会批准的消费金融公司以及依托于电商平台、p2p 平台的互联网金融公司。其中，商业银行的消费贷金融业务主要来自信用卡和消费贷款。消费金融公司是指经银监会批准，不吸收公众存款，以小额、分散为原则，

为中国境内居民个人提供以消费为目的的贷款的非银行金融机构，分为银行系和产业系。银行系如中邮消费、招联消费、兴业消费等，产业系如海尔消费金融、苏宁消费金融和马上消费金融等。

从交易所来看，消费金融 ABS 分为场内 ABS 市场和场外 ABS 市场。场内 ABS 市场是指在交易所和银行间市场发行、交易的 ABS，是我国 ABS 的主要市场。场外市场的消费金融 ABS 是指在场外通过私募方式份额化转让债权，参与主体主要是地方金交所、互联网金融平台、私募基金公司、非持牌消费金融公司等。互联网金融公司依托电商平台渐成场内 ABS 市场主体，互联网 ABS 基础资产通常为消费贷款、小额贷款。

图 9：消费金融 ABS 参与主体分类

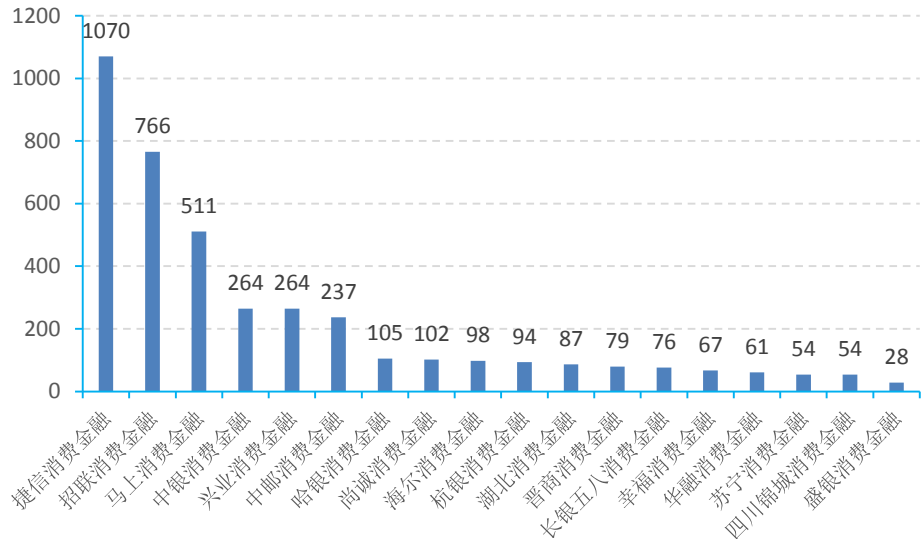


资料来源：《2019 年度中国资产证券化市场白皮书 V2.0》，天风证券研究所

24 家消费金融公司分化明显，捷信招联领衔，大部分体量较小。消费金融公司分化明显，截至 19 年末，总资产超过 100 亿元的仅有 8 家，大部分体量较小。超过百亿元的消费金融公司（从高到低）分别为捷信消费金融、招联消费金融、马上消费金融、中银消费金融、兴业消费金融、中邮消费金融以及哈银消费金融。其中捷信金融在持牌消费金融公司中规模第一，是首批获得银保监会批准设立的四家消费金融公司之一。截至 19 年底，24 家消费金融公司已正式开业，其中 17 家为银行系。除此之外还有多家股份行、城商行、实体企业、外资商预备成立消费金融公司，我们预计 20 年持牌金融公司可以达到 30 家。

9 家消费金融公司获批消费金融资产证券化资质。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。

图 10：1H19 主要消费金融公司总资产数据（亿元）



资料来源：《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

表 3：24 家消费金融公司

序列	类别	持牌消费金融公司	实控机构	序列	类别	持牌消费金融公司	实控机构
1	银行系	北银消费金融	北京银行	13	银行系	陕西长银消费金融	长安银行
2	银行系	四川锦程消费金融	成都银行	14	银行系	招联消费金融	招商银行
3	银行系	中银消费金融	中国银行	15	银行系	湖北消费金融	湖北银行
4	银行系	兴业消费金融	兴业银行	16	银行系	中邮消费金融	邮储银行
5	银行系	包银消费金融	包商银行	17	银行系	杭银消费金融	杭州银行
6	银行系	中原消费金融	中原银行	18	产业系	捷信消费金融	捷克派富集团
7	银行系	长银五八消费金融	长沙银行	19	产业系	苏宁消费金融	苏宁易购
8	银行系	哈银消费金融	哈尔滨银行	20	产业系	马上消费金融	赵国庆
9	银行系	幸福消费金融	张家口银行	21	产业系	金美信消费金融	国美控股等
10	银行系	尚诚消费金融	上海银行	22	产业系	中信消费金融	中信集团
11	银行系	晋商消费金融	晋商银行	23	产业系	华融消费金融	中国华融
12	银行系	盛银消费金融	盛京银行	24	产业系	海尔消费金融	海尔集团

资料来源：《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

蚂蚁小贷和阿里小贷为互联网消费金融 ABS 翘楚。13 年阿里小贷与东方证券发行“东方资管-阿里巴巴专项资产管理计划”，开启互联网公司资产证券化的先河。互联网金融公司主要发行一般消费贷款 ABS，参与的公司主要有蚂蚁小贷、阿里小贷、京东世纪贸易、小米小贷、度小满金融等。截止 20 年 3 月，共发行 429 单一般消费贷款 ABS，其中蚂蚁金服和阿里巴巴占据 74%；一般消费贷款 ABS 发行金额 8961 亿元，蚂蚁和阿里占 85%。

互联网金融公司发行 ABS 基础资产多为电商场景的消费贷。基础资产方面，蚂蚁金服将小额信贷和花呗信贷作为基础资产，京东金融将京东白条作为基础资产。例如 13 年首发的 ABS 产品，重庆阿里小贷将小额信贷作为基础资产，采用循环购买的方式，通过证券分级实现内部增信，并引入保险机构为优先级投资者提供担保，发行“东方资管-阿里巴巴专项资产管理计划”。

表 4：截止 20 年 3 月，蚂蚁和阿里发行金额 7582 亿元，占一般消费贷 ABS 的 85%

原始权益人	主要基础资产	累计发行金额(亿元)	累计发行产品数量
蚂蚁小贷	花呗	4554	198
阿里小贷	借呗	3028	117
京东世纪贸易	京东白条	723	53

资料来源：CNABS，天风证券研究所

消费金融 ABS 产品按期发售、循环购买，以满足融资端和资金端的需求。电商平台背景的互联网金融平台持有小贷牌照，可以开展资产证券化业务。同样具有牌照的还有银行和持牌消费金融公司，无牌照的金融机构有 P2P 平台、数据技术公司、现金贷平台以及信用卡代偿公司等。小贷公司以借款人的债权、应收账款为基础资产，将债权等资产转让给承销公司，通过证券分级实现内部增信，并引入保险等机构为优先级投资者提供担保。通常为了解决证券持有期长，基础资产还款期限短的期限错配问题，消费金融 ABS 产品一般按期发售、循环购买，以满足融资端和资金端的需求。

表 5：持牌机构和非持牌机构

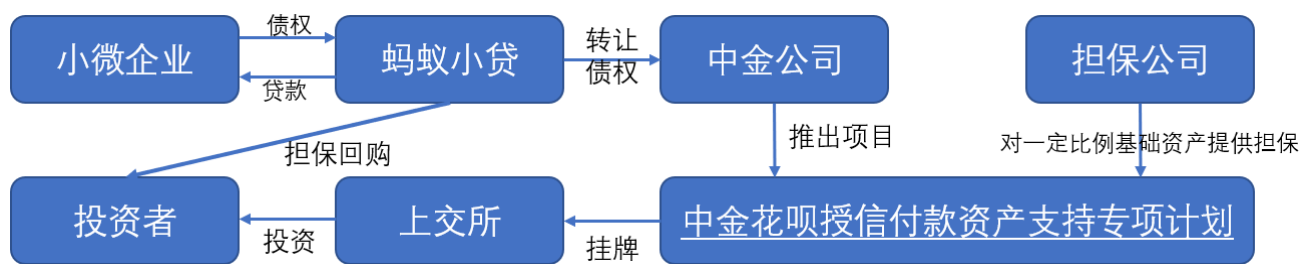
有贷款资质（持牌）	无贷款资质（无牌）
互联网小贷	P2P 平台
小贷公司	数据技术公司
银行	现金贷平台
消费金融公司	信用卡代偿公司

资料来源：网贷之家研究中心，天风证券研究所

互联网消费金融 ABS 以私募发行为主。根据是否在证券交易场所进行挂牌转让，有公募 ABS 和私募 ABS 之分。私募 ABS 同样需要设立 SPV，需要基金业协会备案，差异仅在于发行时不需要交易所的无异议函。私募 ABS 因无需交易所审批，发行手续简便，相对于公募 ABS 而言，对基础资产要求较低。私募 ABS 的劣势在于流动性差、难以结构化和市场影响力差。由于互联网金融 ABS 产品基础资产难以达到监管要求，基本都是私募发行。

交易结构方面，ABS 发行涉及券商、交易所、律所、评级、资管、承销等一系列金融机构。以 20 年花呗（中金）资产支持计划为例，蚂蚁小贷作为 ABS 原始权益人，发放贷款给小微企业，得到小微贷款债权。蚂蚁小贷再将债权转让给中金公司，中金公司通过证券分级实现内部增信，并引入担保公司对一定比例基础资产提供担保，设立资产支持专项计划，最后在上交所挂牌交易。

图 11：2020 花呗(中金)资产支持计划交易流程图



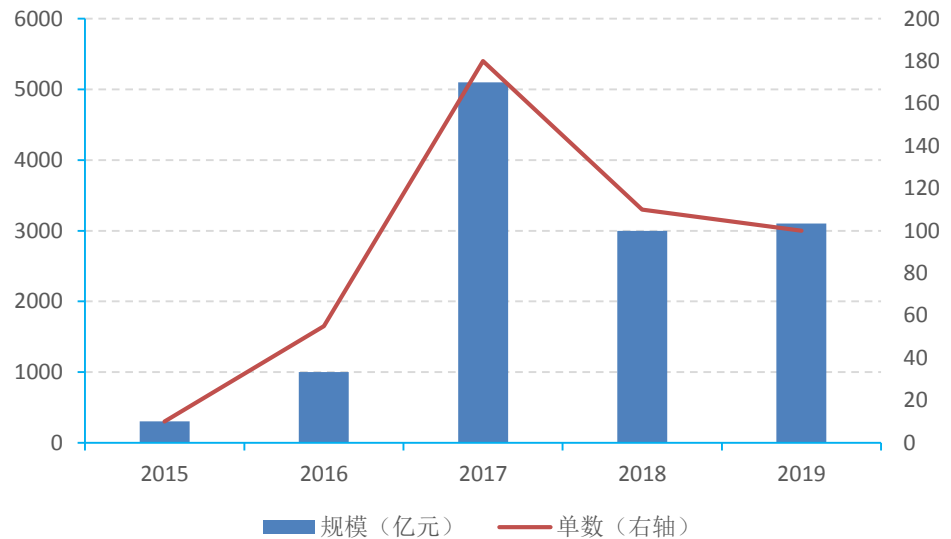
资料来源：CNABS，天风证券研究所

2. 19 年消费金融 ABS 表现：规模平稳，资产质量较好

19 年发行规模较上年基本保持平稳。据中央结算公司 20 年 1 月发布的《2019 年资产证券化发展报告》，19 年消费金融 ABS（狭义：不含 RMBS）共发行 102 单消费金融 ABS 产品，总规模为 3025.67 亿元，较 18 年同期发行数量减少 8 单，规模同比下降 0.29%，发行规模较上年基本保持平稳。

从基础资产类别来看，狭义银行间消费金融 ABS 基础资产主要包括消费性贷款和信用卡贷款。19 年，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 78 单，基础资产均为一般消费贷款。

图 12: (不含 RMBS) 消费金融 ABS 发行情况 (亿元, 单)



资料来源:《2019 年资产证券化发展报告》, 天风证券研究所

消费贷 ABS 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, 消费贷 ABS 基础资产违约率相对于 RMBS 等产品更高, 19 年末存量 RMBS 年化违约率为 0.09%, 同期末银行间消费贷 ABS 产品年化违约率为 1.07%。

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, 大部分产品存续一年期左右累计违约率位于 5% 以下。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。据《2019 年资产证券化发展报告》, “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。

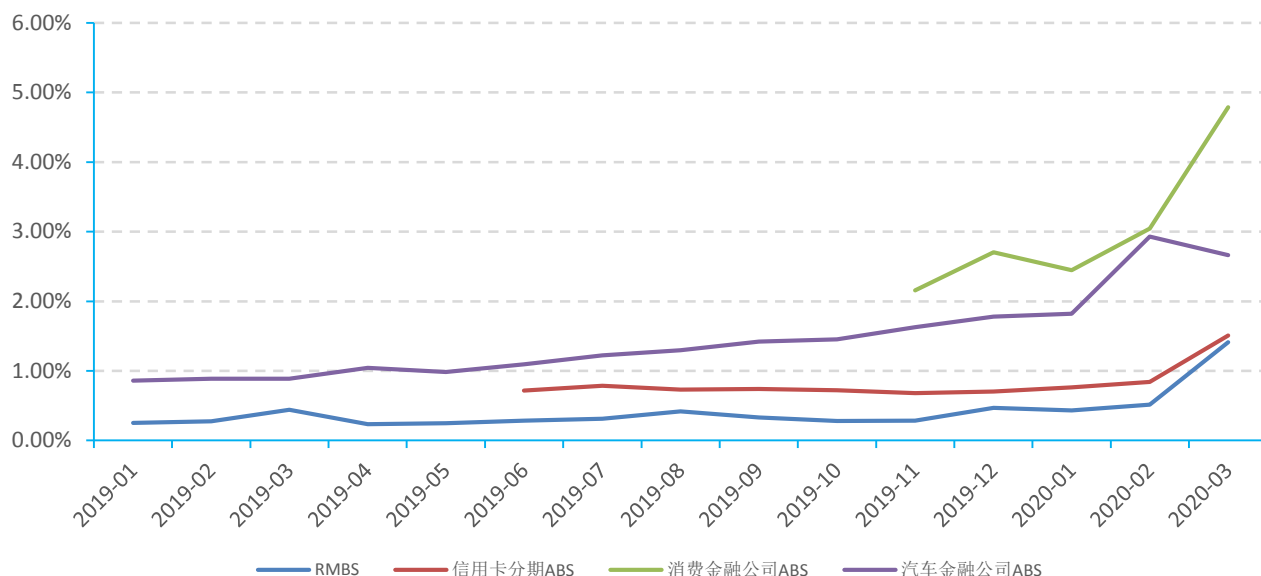
RMBS 违约率保持较低水平。根据中国人民银行发布的《中国金融稳定报告》, 2018 年末个人住房贷款不良率仅为 0.3%, 与上年持平, 远低于个人汽车贷款和个人信用卡贷款 0.7% 和 1.6% 的不良率, 是目前信用表现最好的零售类贷款。从 RMBS 静态样本池看, 截至 2019 年末, RMBS 资产池累计违约率绝大多数未超过 1%。

3. 疫情期间的消费金融 ABS 表现: 逾期指标均恶化, 消金公司影响最大

为了量化商业银行、消费金融公司、汽车金融公司以及互联网金融公司在疫情之下所受冲击大小, 我们以各发行主体下百余份代表性偿付报告为样本, 统计 2015-2020 年存续期 281 单消费金融 ABS 疫情期间的累计违约率、逾期 1-30 天占比、总体逾期率情况。存续期消费金融 ABS 中, 包含 19 单商业银行发行的信用卡分期 ABS, 17 单消费金融公司发行的个人消费贷 ABS, 171 单商业银行发行的住房抵押贷款 ABS, 74 单汽车金融公司发行的汽车贷 ABS。

疫情期间消费金融 ABS 短期资产质量承压明显。疫情之下, RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 的累计违约率、逾期 1-30 天占比、总体逾期率均有明显上升。整体上, 受疫情影响从大到小分别为: 消费金融公司发行的消费贷 ABS、汽车金融公司发行的汽车贷 ABS、商业银行发行的信用卡分期 ABS、商业银行发行住房抵押贷款。

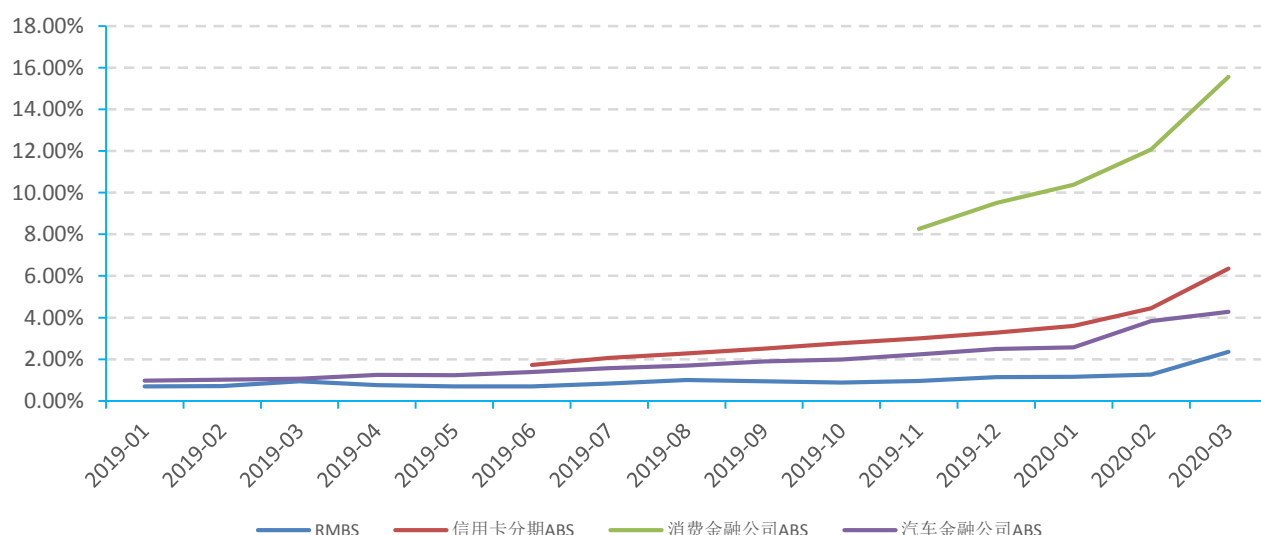
图 13: RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 逾期 1-30 天占比情况



资料来源：CNABS，天风证券研究所

受客户质量制约，消金公司短期承压更明显，商业银行相对表现较好。截止 3 月底，逾期 1-30 天占比方面，住房抵押贷款 ABS、信用卡分期 ABS、汽车贷款 ABS 和消费贷款 ABS 分别环比增长 94bp/81bp/89bp/209bp；总体逾期率方面，环比上升 122bp/307bp/177bp/605bp。违约定义一般是逾期 90+ 以上，疫情的影响在时间上有滞后性，逾期 1-30 天比率更具有前瞻性。逾期 1-30 天占比指标方面，消费金融公司发行的个人消费贷 ABS 逾期恶化程度最大，从 19 年 11 月 2.16% 上升至 20 年 3 月底近 5%，各逾期指标上升幅度明显高于商业银行，也高于汽车金融公司。主要是由于消费金融公司客群相对下沉，主要为不满足银行风控筛查的长尾客群，抗风险能力较差，受此次疫情影响更明显，消费贷风险更高。经济上行时，不同金融机构的资产质量均变好，经济下行时，客户资质差的机构资产质量恶化更明显。

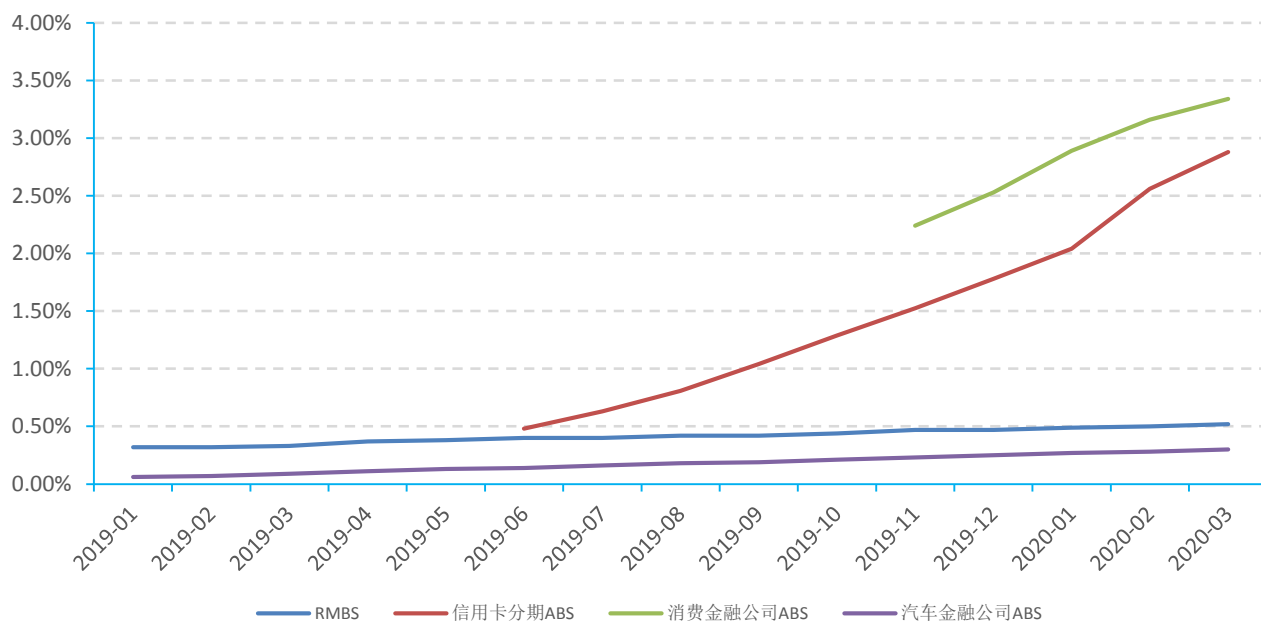
图 14: RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 总体逾期率情况



资料来源：CNABS，天风证券研究所

信用卡分期 ABS 累计违约率上升较快，信用卡贷有不良率升高隐患。根据交易商协会《个人消费贷资产支持证券信息披露指引（2019 版）》规定，消费贷 ABS 累计违约率的规则为违约金额与初始起算日资产池余额之比。信用卡分期 ABS 累计违约率受疫情影响增长较快，截止 20 年 3 月环比上升 1.1 个百分点，反映出底层资产不良率升高隐患。

图 15: RMBS、信用卡分期 ABS、消费金融公司 ABS、汽车金融公司 ABS 累计违约率情况



资料来源: CNABS, 天风证券研究所

疫情影响早偿率下降, 延长 ABS 久期, 增加市场风险。ABS 业务风险包括信用风险、利率风险、早偿风险、资产集中风险等。早偿风险指债务人决定提前偿还部分或者全部欠款, 导致基础资产的现金流与预期现金流产生差异, 影响资产池进而影响投资收益。受疫情影响, 居民倾向于储存资金而非提前偿付, 早偿率明显下降。据 CNABS 疫情专题报告统计, 截止 20 年 2 月, 一般消费贷款 ABS 同比下降 13.8 个百分点。早偿率的下降一定程度上降低了现金流不稳定、再投资风险, 但也会延长 ABS 久期, 增加市场风险。

表 6: 截止 2020 年 4 月 1 日主要信贷 ABS 的年化违约和早偿情况

产品分类	年化违约	年化早偿	资产利率
企业贷款	0.02%	11.09%	5.74%
专项信贷	0.00%	0.39%	5.60%
个人汽车贷款	0.14%	2.53%	5.86%
住房抵押贷款	0.11%	7.00%	4.74%
不良资产重组	0.00%	0.00%	3.16%
金融租赁	0.00%	2.18%	6.00%
个人消费贷款	1.24%	3.24%	8.30%
一般消费贷款	1.84%	8.62%	14.40%
信用卡分期	1.07%	1.76%	6.62%
住房公积金	0.02%	7.32%	3.49%
小微贷款	0.38%	47.66%	8.48%

资料来源: CNABS, 天风证券研究所

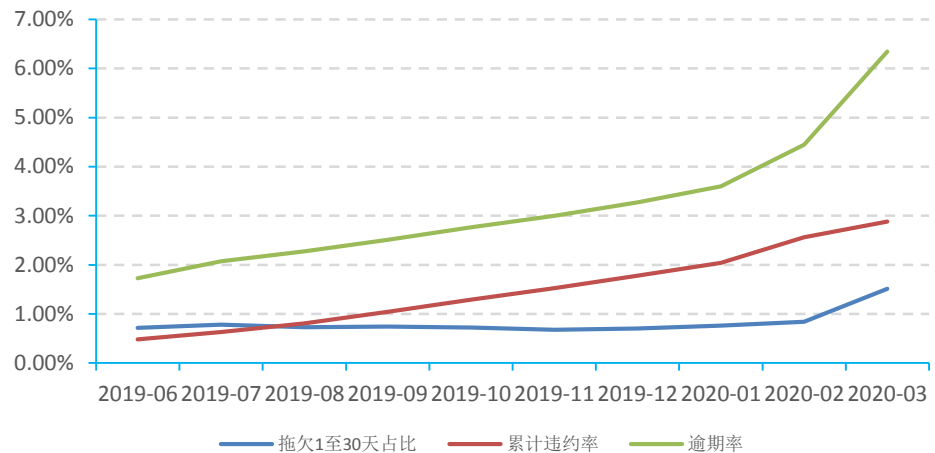
3.1. 疫情下的商业银行信用卡分期 ABS

信用卡分期短期承压。违约定义一般是逾期 90+ 以上, 疫情的影响在时间上有滞后性, 逾期 1-30 天比率更具有前瞻性。疫情期间, 信用卡分期 ABS 产品逾期 1-30 天占比较 1 月底平均提升 75bp, 较 12 月底平均提升 81bp; 总体逾期率从年底 3.28% 提升至 20 年 3 月 6.35%; 累计违约率较去年底提升 1.1 个百分点。

存量信用卡分期 ABS 产品绝大多数是招行发行的, 统计得到 2、3 月份招行信用卡分期 ABS

逾期指标显著上升，逾期 1-30 天占比平均较 1 月上升 80bp,较 12 月上升 88bp。虽然招行资产质量短期承压，但招行的零售客户质量相对其他行较好，经济下行时，客户资质差的金融机构资产质量恶化更明显，其他行资产质量受疫情冲击更大。

图 16：主要上市银行信用卡 ABS 逾期 1-30 天占比提升



资料来源：CNABS，天风证券研究所

表 7：不同商业银行信用卡分期 ABS 逾期率情况

发起机构	产品简称	发行金额 (亿元)	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
招商银行	和智 2019-2	100.56	1.77%	2.06%	2.44%	2.82%	3.90%
招商银行	和智 2019-5	97.77	1.18%	1.57%	2.00%	2.40%	3.51%
招商银行	和智 2019-4	99.44	1.44%	1.78%	2.13%	2.52%	3.63%
中信银行	惠益 2018-1	99.54	4.41%	4.57%	4.85%	5.03%	5.45%
光大银行	阳光 2019-1	95.85	4.07%	4.05%	3.96%	3.99%	4.02%

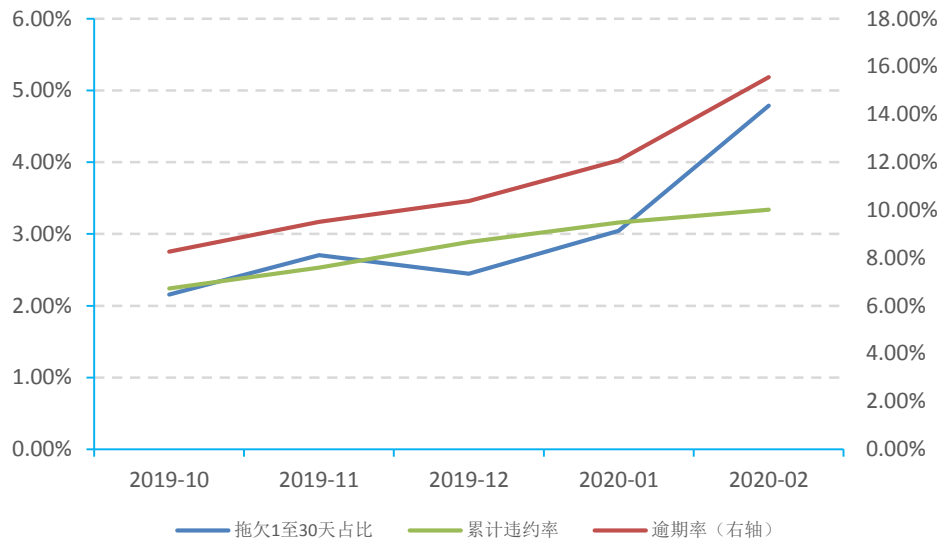
资料来源：CNABS，天风证券研究所；(计算)逾期率口径为非正常贷款相对初始发行金额比率

3.2. 疫情下的消费金融公司 ABS

逾期 1-30 天占比大幅度提升，消费贷明显承压。消费金融公司以捷信消费金融、兴业消费金融、苏宁消费金融、马上消费金融等为代表，目前市场有 17 单存续期个人消费贷 ABS 产品，由于消费贷具有偿付周期短的特点，统计发行时间较短的消费贷 ABS 更能反应真实逾期情况。疫情的负面影响短期内主要体现在逾期 1-30 天占比，截止 2020 年 3 月，逾期 1-30 天占比从年末 2.71%提升至 4.79%，上升 2.09 个百分点，较 1 月末提升 2.35 个百分点。总体逾期率也相应增长，从年底 9.51%大幅上升至 15.56%。消费金融公司 ABS 逾期指标大幅恶化，反应基础资产消费贷的资产质量承压明显。

消费金融公司 ABS 资产质量显著低于商业银行。同期的商业银行发行的 RMBS 和信用卡分期 ABS 虽然在疫情期间资产质量承压，但上升幅度显著小于消费金融公司发行的消费贷 ABS，受客群质量影响较大。

图 17：消费金融公司逾期 1-30 天占比从年末 2.71%提升至 4.79%

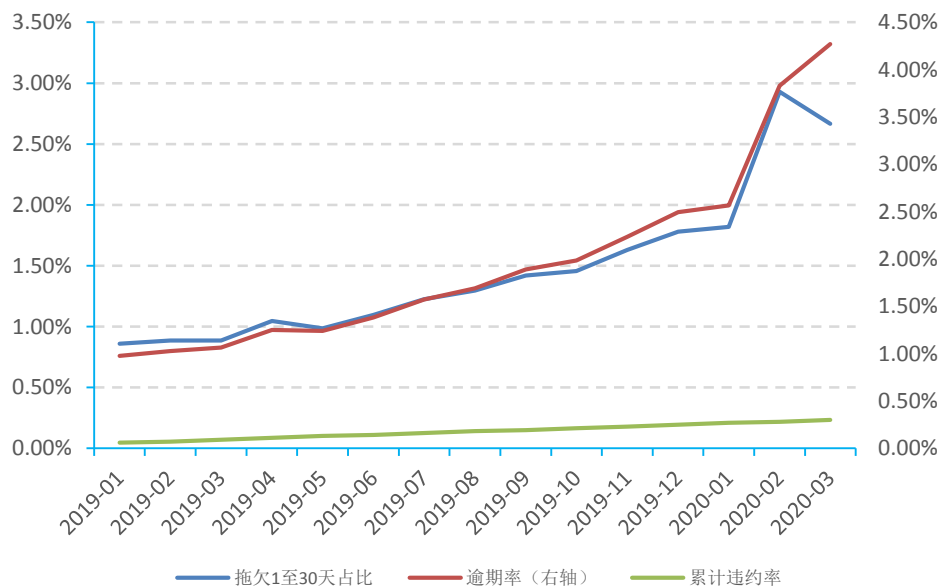


资料来源: CNABS, 天风证券研究所

3.3. 疫情下的车贷 ABS

个人汽车贷款受疫情影响程度较大, 短期影响高于信用卡。由于汽车贷有担保属性, 个人汽车贷款累计违约率较低, 但由于个人汽车贷款几乎全部为线下业务, 短期内受疫情影响较大, 随着关注类贷款下迁, 或造成个人汽车贷款 ABS 资产质量变差。目前市场有处于存续期的 74 单汽车贷 ABS, 截止 2020 年 3 月底, 产品逾期 1-30 天占比明显上升, 较 12 月底平均提升 89bp, 较 1 月平均提升 85bp。对比个人汽车贷款 ABS 和信用卡分期 ABS, 个人汽车贷款 ABS 逾期 1-30 天占比提升幅度更大, 除了汽车金融公司本身获客资产质量低于商业银行的原因, 也有汽车贷业务本身短期内受疫情影响较大的原因。

图 18: 3月底汽车金融公司 ABS 逾期 1-30 天环比上升 89bp



资料来源: CNABS, 天风证券研究所

表 8: 不同汽车金融公司 ABS 逾期率情况

发起机构	ABS 产品简称	发行金额 (亿元)	2020-01	2020-02	2020-03
宝马金融	德宝天元 2019-3	80	0.63%	0.36%	1.11%

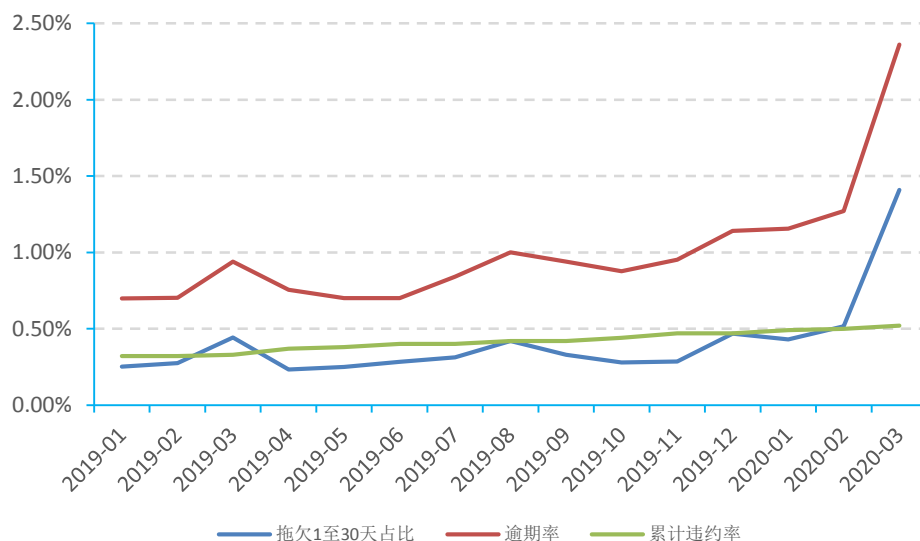
上汽财务	上和 2019-4	66	0.21%	0.32%	0.89%
上汽通用金融	融腾 2019-3	60	1.17%	2.30%	2.64%
广汽汇理	汇聚通 2019-1	60	0.39%	0.61%	1.66%
奇瑞金融	瑞泽 2019-4	20	0.48%	0.24%	1.06%
东风日产金融	唯盈 2019-3	64	0.33%	0.56%	1.34%

资料来源：CNABS，天风证券研究所；（计算）逾期率口径为非正常贷款相对初始发行金额比率

3.4. 疫情下的 RMBS

RMBS 逾期率升高，值得关注。与历史同期春节后逾期率回落情况明显不同，各类型产品的逾期率在春节后快速上升，1-30 天逾期率均处于历史高位。逾期 1-30 天占比方面，住房抵押贷款 ABS、汽车贷款 ABS、信用卡分期 ABS 和消费贷款 ABS 环比增长分别为 94bp，89bp，81bp 和 209bp。**RMBS 具有充分的抵押担保特征，作为基础资产质量最好的 ABS 产品，逾期率（1-30 天）环比增长 94bp，高于信用卡分期 ABS，值得注意。**预计是由于疫情对资金链产生影响，居民难以按时扣缴房贷，基础资产质量变差。

图 19：RMBS 逾期率（1-30 天）环比增长 94bp



资料来源：CNABS，天风证券研究所

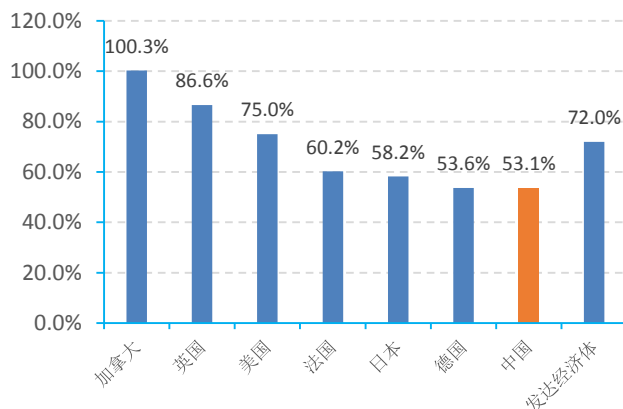
3.5. 消费金融 ABS 展望：消费渗透率、杠杆率较低，前景可期

政策利好：受资管新规等强监管影响，非标融资受影响较大，但资产证券化业务被排除在资管新规之外。新规中关于期限匹配、多层嵌套、合格投资者认定等规则，对于标准化的 ABS 产品不适用，为其发展带来利好。

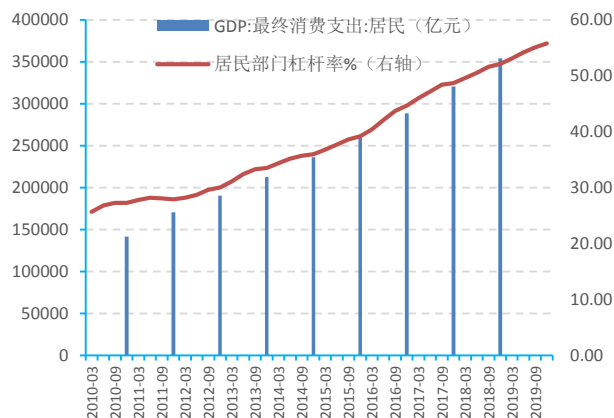
我国居民消费贷款需求不断增长，我国消费金融市场（不包括房贷）市场渗透率为 22.36%，低于发达国家 40% 左右的渗透率。随着居民消费观念超前转变，新生消费力量崛起，消费金融市场具有较大的潜力。个人信贷的不断发展和消费场景的不断延伸将为消费金融 ABS 提供充足和丰富的基础资产。中国居民部门杠杆率仍处于国际较低水平，仍有较大的增长空间。2019 年 3 月末，我国居民部门杠杆率为 53.1%，离美国 75% 的居民杠杆率水平、发达经济体 72% 的平均杠杆率水平，差距较大。

图 20：截止 19 年 3 月全球重要经济体居民部门杠杆率

图 21：我国居民消费支出和杠杆率不断增长



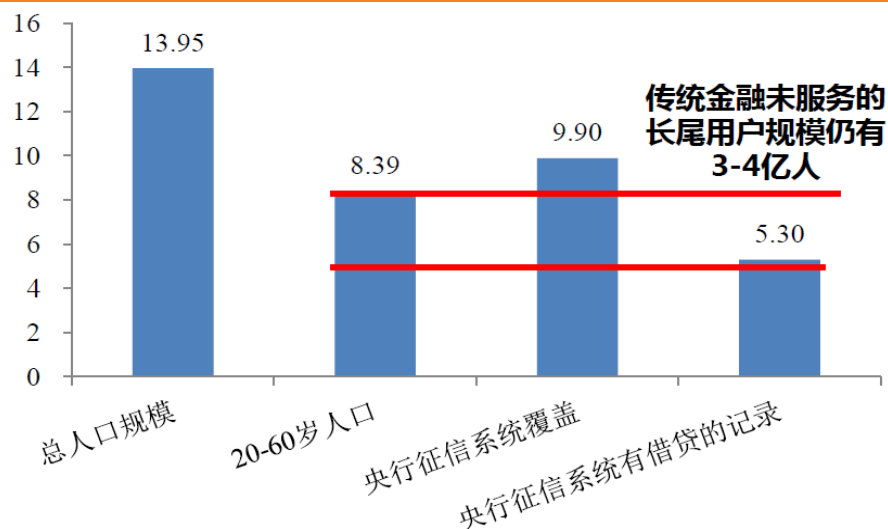
资料来源：WIND,《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所



资料来源：WIND, 天风证券研究所

海量长尾用户消费金融服务依旧较为空白。3-4 亿传统金融难以有效服务的长尾用户，是消费金融服务下沉市场、进行消费场景拓展的重要客户群体。随着人均收入的不断提高，这些用户的借款资信不断提升、金融服务需求充分释放，将逐渐成为消费金融的优质目标客户。

图 22：传统金融未服务的长尾用户规模有 3-4 亿人（亿人）



资料来源：WIND,《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

金融科技释放行业潜力。金融科技大幅提升了消费金融公司的金融服务效率、风控水平、客户体验等。以大数据、人工智能、区块链、云计算等为代表的金融科技不断发展，将继续释放消费金融行业潜力，为消费金融行业的进一步发展带来新的革新力量。业务环节层面，从获客、风控，到贷后、催收、客服等各个环节，都有了智能化的选项，如智能获客、智能风控、智能催收和智能客服等。

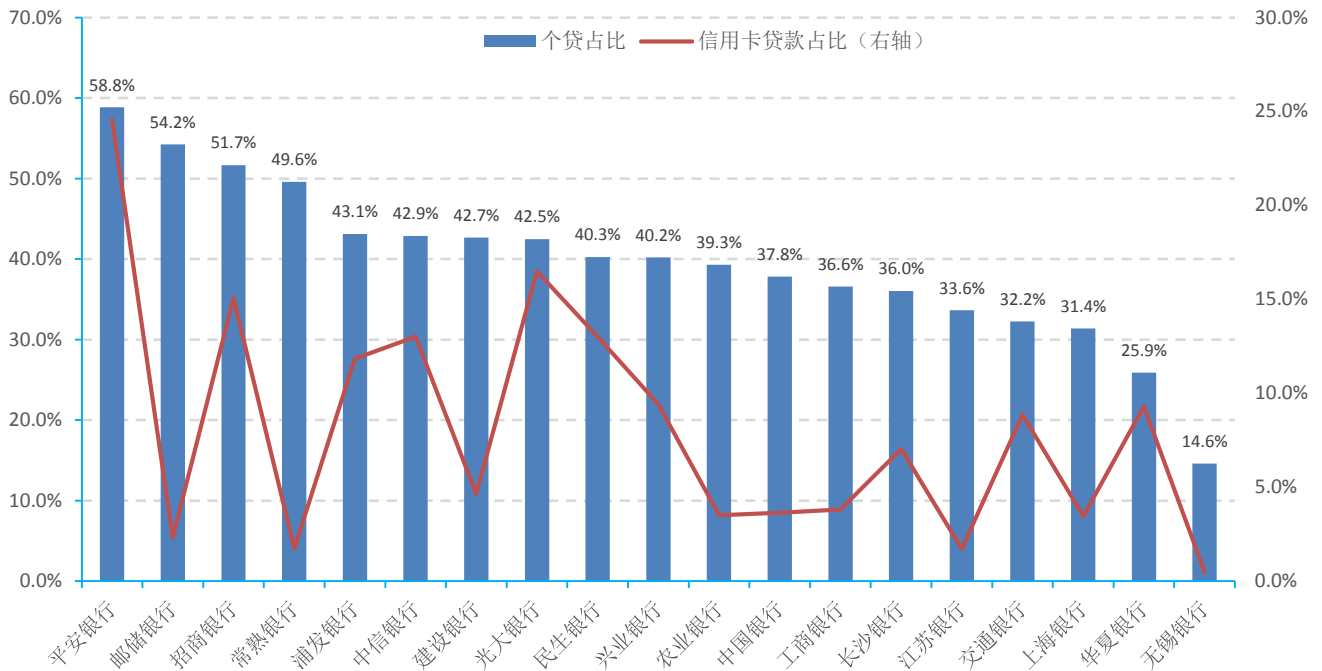
2020 消费金融 ABS 将持续放量。19 年个人消费贷款以信用贷款为主，一般无抵质押、担保等还款保证措施，产品违约率较高，回收率较低，基础资产质量略有下沉，RMBS 违约率保持较低水平。我们预计政策鼓励及消费驱动将带动 2020 年消费金融 ABS 持续放量。

4. 投资建议：消费贷短期承压明显，银行股有望反弹

疫情之下，短期内信用卡、消费贷占比较高的上市银行受疫情影响更大。城商行消费贷占个贷比重较大，如宁波、上海、西安、南京、江苏。股份行信用卡贷款占个贷比重较大，如平安、光大、华夏、中信。1H19 招行个贷占总贷款余额 51.7%，信用卡贷款占总贷款余额 15.1%，截止 19 年底招行信用卡规模达到 6711 亿元，营收贡献较大，招行资产质量短

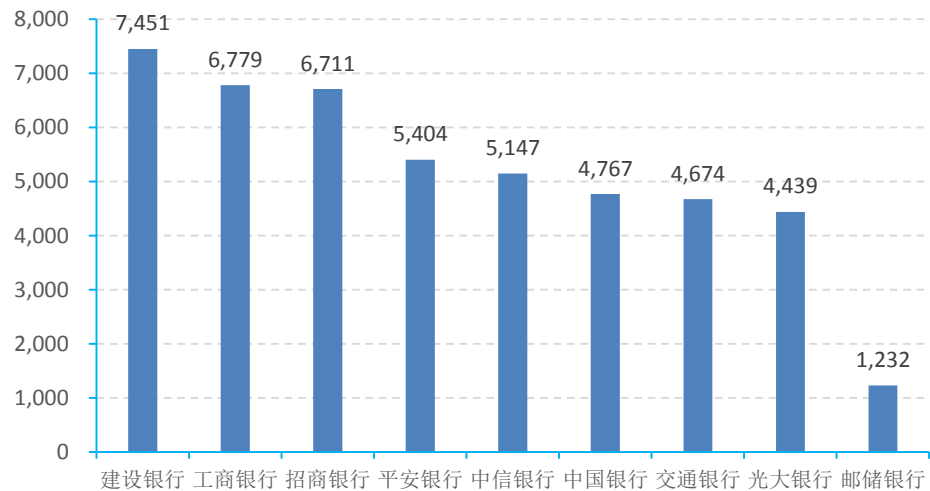
期承压，但是招行具有较好质量客户群，他行资产质量受疫情影响更大。

图 23：主要上市行 1H19 个贷和信用卡贷款占贷款总额比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 24：19 年末已披露上市行信用卡贷款规模（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

受国内及海外疫情影响，年初以来 A 股银行板块显著回调，当前银行板块仅 0.73 倍 PB(If)，为历史最低，已反应较为悲观的预期。20 年消费贷和信用卡短期承压明显，但中长期来看，随着国内复工复产加快，消费开始恢复，资产质量有可能好转，我们预计市场对银行股的悲观预期有望发生逆转，银行股估值有望明显修复。

个股方面，我们力推年初以来股价明显回调的零售银行龙头-招行和小微龙头-常熟银行，以及低估值的优质股份行-光大和兴业，看好工行、江苏、北京等。疫情使零售银行短期业绩明显承压，但不改零售银行长逻辑。4 月首推兴业银行。

5. 风险提示

- 1、疫情扩散：海外疫情若持续扩散，影响国内出口，对国内经济恢复产生影响。
- 2、经济失速：商业银行、消费金融公司、汽车金融公司等资产质量短期受损，若经济失速严重，居民可支配收入下降，造成资产质量进一步恶化。
- 3、资产质量大幅恶化：如资产质量因宏观经济下滑出现大量坏账，容易导致部分小银行、消金机构倒闭危机。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com