



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

消费贷款 ABS 介绍及信用评级 关注要点

- 消费贷款的定义
- 消费贷款 ABS 的特点
- 消费贷款 ABS 信用评级关注要点

结构融资评级部

分析师：

陈洁

郝玮、赵超

2018 年 5 月

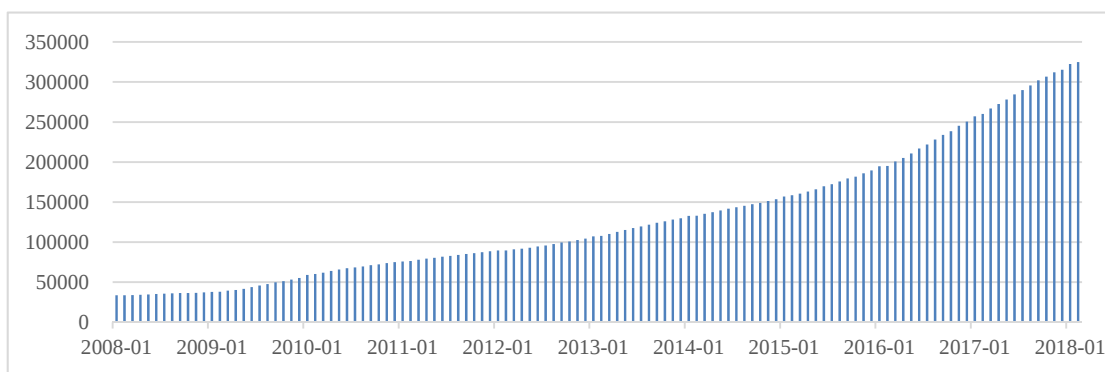
消费贷款 ABS 介绍及信用评级关注要点

一、消费贷款的定义

1. 什么是消费贷款？

消费贷款是放款机构向个人提供的、以消费为用途的贷款。随着国民经济的发展和居民可支配收入的增加，截至 2017 年末，我国金融机构发放的消费贷款余额达到 31.52 万亿元，截至 2018 年 2 月末上升至 32.49 万亿元。

图表 1. 我国金融机构消费贷款规模（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

广义上的消费贷款包括房贷、车贷、信用卡等个人消费贷款。广义消费贷款中绝大部分是个人购房贷款和信用卡卡债，2017 年末两者合计占比为 87.12%。2017 年末房贷余额为 21.90 万亿元，占消费贷款余额的 69.48%；2017 年末信用卡应偿卡债余额为 5.56 万亿元，占同期消费贷款余额的 17.64%。

相对而言，狭义的消费贷款则主要指除房贷之外的、放款机构对个人发放的各类中短期、无抵押、纯信用的消费贷款，我们估计狭义消费贷款在 2017 年末规模在 9 万亿左右。狭义消费贷款从结构上看，银行信用卡卡债占主要地位，其次是银行发放的个人消费贷款。其余放贷主体发放的消费贷款近几年来发展迅速，成为银行此类产品的重要补充。本文分析的对象仅为以狭义消费贷款为基础资产的资产证券化产品（ABS），通过分析基础资产的特征和交易结构，阐明从信用评级角度对这类产品的关注要点。

2. 消费贷款的发展进程

消费贷款在我国大致经历了 4 个发展阶段：

（1）1985-2009 年，1985 年中国银行发行国内第一张信用卡，此后商业银

行成为消费贷款领域主要的放贷机构，放贷类型则主要是信用卡消费和车贷。产品类型较少，客户审核严格；

(2) 2010 年起，首批试点的四家消费金融公司成立¹，其特点是较银行的审批流程有所简化，客群资质要求有所不同。2013 年 9 月试点范围扩大，试点城市增加至 10 个；

(3) 2014 年开始，互联网电商在互联网经济快速发展的背景下，通过旗下的小贷公司和保理公司陆续上线消费分期产品。“蚂蚁花呗”、“京东白条”和“分期乐”等产品陆续出现。

(4) 2017 年下半年起，对消费贷的监管不断加强。2017 年 12 月人民银行、银监会联合下发《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，严格小贷业务、全面清理小额小贷公司。同时也对“现金贷”产品给出定义，指明“现金贷”是无场景依托、无指定用途、无客户群体限定、无抵押等特征的贷款。可以肯定，对消费金融今后将有严格的监管。

3. 消费贷的发放主体

按背景分类，目前市场上发放消费贷款的机构可划分为四类：(1) 商业银行；(2) 互联网电商；(3) 持牌消费金融公司；(4) 其他非持牌机构。

(1) 商业银行

商业银行参与消费金融的历史由来已久，有着天然的优势。在所有发放消费贷款的机构中，只有商业银行可以吸收存款，因而资金成本低的优势。在客户准入方面，商业银行可以通过查询人行个人征信系统来辅助判断个人客户的信用质量。基于资金成本优势、信息优势以及营业网点优势，商业银行能够选择相对高质量的客户。另外，商业银行经营历史较长，风险管理体系也较为成熟和完善，有利于控制消费贷款的质量。

从产品类型看，银行的消费贷款产品以信用卡为主，以及其他限定于特定消费用途的贷款。整体而言，以商业银行为原始权益人的消费贷款 ABS 的基础资产质量高，不良率相对较低，优势明显。

(2) 互联网电商

互联网电商依托电商平台积累的客户交易数据和消费行为数据资料建立风控体系，设计和推广应用于自身电商平台的消费金融产品，达到平台业务和消费金融协同发展的目的。

¹ 2009 年 7 月银监会下发《消费金融公司试点管理办法》。

互联网大致分为平台电商和垂直电商两类。平台电商以阿里巴巴、京东商城为代表，通过“蚂蚁花呗”和“京东白条”向平台消费者提供消费分期服务。垂直电商则是专业经营特定消费领域的电商企业，例如旅行网站向消费者提供的用于支付机票费用或旅行费用的分期产品、租房平台向消费者提供的房租融资产品。

由于互联网电商大多有着强大的互联网技术，因而在线上消费金融领域有着明显的优势。同时，随着腾讯和阿里等企业在移动支付领域的成功推广，线下消费场景中，互联网电商的消费贷款产品也抢占了大量的市场份额。虽然目前在体量上互联网电商提供的消费贷款仍无法与银行的匹敌，但未来有较大的发展空间。

资金来源方面，该类型企业的资本规模相对有限，需要依靠外部融资。除小部分银行的借款外，互联网电商主要依靠发行 ABS 产品，导致该类企业的资金成本偏高，好在消费贷款本身具有高利率水平的特点足以覆盖成本。

（3）持牌消费金融公司

持牌消费金融公司指银监会获批开业的消费金融公司，依据其股东的不同可以划分为商业银行背景的消费金融公司和其他企业背景的消费金融公司，它们的业务包括发放不同形式的消费贷款。该类消费金融公司的资金来源包括银行借款和同业拆借，资金成本相对略高。业务发展上，该公司无法像银行或互联网电商直接获取到大量客户信息，获客难度相对略高。在风险管理方面，持牌消费金融公司大多继承了银行的风险管理经验，但成立时间较短，风控体系能否达到效果还有待时间的检验，目前看不良率相对偏高一些。

（4）非持牌机构

目前，非持牌机构主要包括各类互联网金融公司和互联网小额贷款公司等。相对于前三类公司，该类公司在资金、客群、风控等方面均没有明显的优势，客群选择上更多是针对上述三类公司目标客群之外的客户。产品类型更多是依靠线上推的无抵押、无消费场景的现金贷。在目前的环境下，非持牌机构的发展空间较小，风险管理的难度较大，不良率也明显较高。

4. 消费贷款的类型

消费贷款按照借款行为有无直接对应的消费行为、借贷资金是否经过借款人账户等特点，可以分为有场景的消费贷款、无场景的消费贷款和无场景的现金贷款。

（1）有场景的消费贷款

商业银行的信用卡消费、以及互联网电商的“蚂蚁花呗”、“京东白条”等在具

体的消费场景之下使用的产品属于有场景的消费贷款。此类消费贷款的明显特征是每一笔借款的发生都有真实的消费与之相对应，并且借贷给消费者的资金不经过消费者的账户、而直接打到卖家的收款账户。放贷机构针对单笔消费对消费者提供融资，随后由消费者选择到期还款或分期还款给放贷机构。

图表 2. 有场景消费贷款代表性产品 - 平台电商

	分期产品	发行主体	电商平台
1	蚂蚁花呗	重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司	阿里体系
2	京东白条	北京京东世纪贸易有限公司	京东体系
3	唯品花	上海品众商业保理有限公司	唯品会网
4	百度有钱花	联合银行、小额贷款公司、消费金融公司等	百度金融

资料来源：新世纪评级根据相关信息整理。

图表 3. 有场景消费贷款代表性产品 - 垂直电商²

	特定垂直领域	分期产品或公司名称
1	租房消费分期	斑马王国、房司令、58 月付、会分期等
2	装修消费分期	家分期、土巴兔、小窝金服、绿豆家装
3	旅游消费分期	拿去花、首付游、呼哧旅游
4	教育消费分期	蜡笔分期、学好贷、笨鸟分期、分期学等
5	大学生消费分期	分期乐、趣分期、优化分期
6	农业消费分期	农分期、可牛金融
7	蓝领消费分期	买单侠、51 酷卡

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理。

通常而言，有场景的消费贷分期具有以下特点：

1) 免息期

一般来说，有场景消费贷会设有免息期。产品设置上，一个消费者在一个期间的各笔消费会在账单日以账单形式汇总通知到消费者，消费者就该次账单总额可以选择在相应还款日一次性还款，此时，账单日到还款日之间免收利息，即为免息期。另外，消费者也可以就该次账单总额选择分期还款，并承担分期利息。分期利息是放款机构的主要盈利来源。

免息期的天数上看，信用卡的免息期相对于消费贷分期而言期限略长，以交行信用卡为例，还款日为账单日后 25 天，其最长免息期为 56 天，而消费贷分期的最长免息期间主要在 30 天-40 天。

² 此处以垂直电商的主要产品模式分类，部分垂直电商在有场景消费稳定后也有无场景现金贷产品或突破主要垂直领域的产品推出。

2) 消费者的提前偿还权

有场景消费分期一般会允许消费者提前还款。对消费者而言可以提高资金使用效率，对放款机构来说可以减小风险敞口，有利于降低违约率。从提前偿还条件来看，蚂蚁花呗最灵活，而且可减免早偿本金的手续费（“早偿本金的手续费”是什么？）。相对于信用卡而言，此条款设置更有利于消费者提高资金使用效率。

3) 逾期罚息

当发生某期还款逾期之后，借款人再次还款时需要一并支付逾期罚息。从逾期罚息来看，信用卡的罚息较重，比如有些银行以账单的全部剩余本金计算罚息，包含当期应还未还和以后各期需还本金。逾期费率在借款合同中约定，就仅逾期的本息支付逾期费、或就全部剩余本息支付逾期费则对于不同产品会有不同设置。蚂蚁花呗等消费分期都是以逾期部分进行逾期利息的计算。

4) 对个人信用记录的影响

银行在发放信用卡的时候会查询授信对象的人行征信记录，信用卡使用者的信用记录也会被纳入人行征信，这对于消费者而言是最为严格的。其他的消费贷分期产品只影响在各自体系内的信用记录，对于消费者信用记录方面的约束力相对较弱。然而，成熟的消费贷产品接入人行征信系统是未来的发展趋势。

5) 适用场景。

整体而言，目前信用卡的适用场景最为广泛。最初信用卡更多的是在商场、酒店等单笔消费额较淘宝更高的场景使用，此后逐步推广到京东等线上消费平台。蚂蚁花呗和京东白条则是从各自线上电商体系内使用而起步发展，然后推广到线下门店支付领域。对于其他垂直电商而言，其分期产品主要使用于相应的电商网站，网站之外的使用空间十分有限。因而网站流量的波动对于分期产品业务规模的影响较大。

(2) 无场景的消费贷款

无场景的消费贷款是由放款机构对借款人进行历史数据分析、进而给出对单一借款人的授信额度，在额度内借款人可以随意支取。借款人在额度内支取的需要与放款机构约定借款的主要用途，常见用途包括个人日常消费、装修、旅游、教育和医疗等，并在借款合同中约定资金用途严格按照上述选择。放款机构在收到借款人的支取申请后直接放款到借款人账户。当前市场上的无场景消费贷款的申请手续相对简化，贷款额度和期限均比较灵活。

然而，放款机构对此类产品的资金真实用途很难做到核实和监督，整体来看，

此类产品的风险水平高于前一类有场景的消费贷款。

(3) 无场景的现金贷款

无场景的现金贷款指的是不限定消费用途的现金借款产品。此类产品的风控依据和无场景的消费贷款类似，但对资金的用途不做限制，因而现金贷款具有无场景依托、无指定用途、无客户群体限定、无抵押等特征。存在过度借贷、重复授信、不当催收、畸高利率、侵犯个人隐私等问题，有着较大的金融风险和社会风险隐患。这块产品是《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》主要的打击对象，在该通知出来之后，这部分产品的市场呈显著缩小的特点。

5. 消费贷资产的特点

相对于传统银行信贷产品，消费贷款具有授信额度小、贷款期限短，无需抵押担保、审批速度快和服务方式灵活的特点。

从融资金额来看，消费贷款单笔平均贷款金额一般在几千元至几十万元不等，例如蚂蚁金服旗下的花呗产品，对借款人最高授信为 3 万元，单笔平均贷款金额为 1000 元左右。

借款期限上看，消费贷款的期限一般在 5 年以内，贷款发放机构也会推出期限更短的产品，一般在 1 年以内，如蚂蚁借呗，一般分期 6 个月或 12 个月，甚至有 45 天以内的超短期产品，而且借款人可以随借随还。

另外，消费贷款一般是信用贷款，没有抵质押品。一方面小额分散导致消费贷款的风险敞口小于传统信贷产品，另一方面无抵质押也改变了传统借贷漫长的审批流程，而实现急速放款。当然也有少部分采取抵押等增信方式来提高信用质量的产品，如橙易 2016 年第一期持证抵押贷款证券化信托资产支持证券的基础资产是平安银行发放的持证抵押贷款，每笔资产均有房产抵押担保。

从资产证券化产品的角度而言，消费贷款类的基础资产具有同质化程度高，资产池高度分散，个别基础资产的逾期或违约对整个资产池的影响程度小；基础资产的期限较短而收益率较高的特点。借呗、花呗的贷款利率一般在 10%以上；2016 年银行间发行的 8 单消费贷款 ABS 的，入池资产平均贷款年利率范围为 6.07%-21.11%，其中，16 中赢新易贷 1、16 捷赢 1 和 16 中赢新易贷 2 入池资产贷款利率分别达到 14.43%、21.11%和 18.72%。总体而言，以消费贷款组成的资产池的收益率要高于一般的银行对公贷款组成的资产池。

二、 消费贷款 ABS 的特点

1. 静态池结构 vs 循环购买结构

消费贷款证券化产品在基础资产的购买频率上有静态资产池和循环购买资产池两种交易结构。

具体而言，静态池结构是指专项计划或信托（SPV）仅在成立时，用募集资金购买基础资产，SPV 在证券存续期间购买到的基础资产虽产生现金流回款，但不会再次购买基础资产。

期限较长的基础资产适合静态池结构，证券期限与基础资产存续期相匹配。证券存续期内，以基础资产产生的现金流支付证券端的各项税费，并采用按月或按季付息过手还本的方式支付证券的本息。银行和持牌消费金融公司所发放的贷款一般还款期限在 1 至 4 年，贷款金额从几千到几百万不等，此类资产更多采用静态池结构。

循环购买结构则是指 SPV 在设立时购买的基础资产在一定期间内产生现金流回款，管理人会在证券存续期间内用现金回款向发起人再次购买基础资产，购买频率按约定可以按天或按月。

对于额度小、期限短且随借随还的消费贷款，一般采用循环购买的交易结构，以便延长资产池的存续时间、解决证券与资产之间的期限错配问题。循环购买结构的项目一般设置循环期和摊还期。循环期内，基础资产的回款现金流持续购买发起机构的合格基础资产，不分配证券的本金。进入摊还期时，资产池停止循环购买，以账户内的现金和基础资产的后续还款现金流过手偿还证券的利息和本金。循环购买型产品通常采用“ $12*N+M$ ”的结构，即 $12*N$ 个月的循环期和 M 个月的摊还期。

目前来看，银行和持牌金融机构发起的资产证券化产品一般采用静态资产池的结构，其他的机构则大多会选择使用循环购买结构，例如蚂蚁花呗和借呗系列资产证券化产品。

2. 平价购买 vs 折价购买

SPV 向发起人购买基础资产有三种购买方式：

（1）用募集资金/循环期内回收款购买资产的本金，比如用 10 亿元的募集资金/回收款（收到的本金和利息）向发起人买到 10 亿本金的资产，这个称之为平价购买。假设资产的年化收益率为 14%（下同），那么 10 亿资金买到 10 亿本金和 1.40 亿利息；

(2) 用募集资金/循环期内回收款以一定的折价率 $R\%$ ，折价购买一年期资产的本金和利息。假设 $R\%$ 为 10% ，则 10 亿元的募集资金/回收款（本金+利息）可以向发起人购买的资产的本金加利息之和为 $10 * (1+10\%)$ ，即 11 亿元。这种购买方式为折价购买，折价率越高越有利于保障投资人的利益。

在折价购买的模式中，当折价率低于基础资产的实际收益率时，需要特别关注资产的早偿率。这是因为即便在不考虑基础资产违约的情况下，光提前还款的发生就会造成资产池收益率的下降，致使 SPV 持有的资产越变越小，不利于证券利息和本金的偿付。

3. 事件触发机制

除了上述增信措施外，消费贷款 ABS 在交易结构中还设置了与相关参与方信用质量、资产池累计违约率等因素相关的加速清偿事件、权利完善事件和违约事件以完善交易结构，控制风险。这些事件的设置对产品的信用质量有较大的影响。

在交易文件中约定加速清偿事件和违约事件均是为了防止可能损害投资人利益的事件进一步恶化。

通常的触发条件包括发行机构、资产服务机构主体信用恶化，资产池累计违约率超过其事先规定的阈值，以及优先档证券在预期到期日无法足额偿付该档优先级证券本金。

静态资产池结构下，加速清偿事件发生后一般将不再分配次级证券的期间收益，且同顺位各档证券开始按未偿本金余额比例进行分配。循环购买结构下，一旦触发加速清偿事件，就会停止循环购买，直接进入摊还环节。同时，循环购买结构的产品还会设置资金闲置比率的阈值来保证循环购买效率，一旦资金闲置超过一定时间也将启动提前分配或触发加速清偿事件，提前对证券持有者进行分配，以减少资金沉淀。

值得一提的是在部分交易结构中，发起机构作为贷款服务机构为证券提供贷款管理服务并在其存续期间收取一定的贷款服务费，在触发了加速清偿事件的情况下，该费用（或者其中的部分）也将不再支付给贷款服务机构。

4. 增信措施

从产品的信用增进角度来看，常见的消费贷款 ABS 增信措施有以下几个方面：

(1) 优先/次级分层结构

优先/次级分层结构是所有资产证券化产品惯用的增信措施，由现金流顺位靠后的证券和次级证券来保护现金流顺位优先的证券。

需要关注的是消费贷资产较融资租赁、银行对公贷款资产具有期限短、单笔金额小、早偿方式灵活或早偿率较高的特点，因此评级机构在测算消费贷款 ABS 优先级证券所获信用支持是否充足时需要考察发起人的整体风险管理水平和消费贷款产品的稳定性。例如，在证券存续期间，如果发起人放松信贷标准，那么循环购买结构的 ABS 产品会面临基础资产质量下降的风险，进而导致资产的违约率越来越高，威胁到证券投资人的利益。

（2） 超额利差

超额利差指的是基础资产的收益率水平高于证券所需承担的利率和发行费率之和，这将对证券的应付本息形成一定的保护。通常情况下，个人消费贷款的利率相对传统的对公信贷产品更高，因此在同一个发行市场中，消费贷款 ABS 实现的超额利差更大，对证券的本金和利息的保护水平也更高。

（3） 储备金账户和流动性支持

当基础资产本金利息回款的时间与证券兑付的时间发生错配时，ABS 产品可能面临流动性风险。部分消费贷款 ABS 产品中，通过设置储备账户，将现金流充裕时的剩余资金部分留存，进而保障证券本金和利息的正常兑付。

流动性支持是通过约定一家流动性支持机构，在流动性风险发生而无法正常兑付本金和利息时由其出资垫付，避免违约事件的产生。

（4） 担保或差额补足

由主体信用等级较高的企业对 ABS 产品的本息偿还承担差额补足义务或进行担保，也能对证券的本金利息安全偿付形成一定的保障。

整体来看，上述 4 个增信措施中，前 2 个是消费贷款 ABS 最常用的增信措施，这是消费贷款基础资产的分散度高、利率高特点决定的。相比之下，后 2 个措施的使用很少。

三、 消费贷款 ABS 信用评级关注要点

1. 发起人的风控水平

前面谈到发起人的 4 种类型，不同类型的发起人有着不同的背景和经营历史，各自的消费贷款产品的发展也有诸多不同，形成了各自不同的风控体系，具体的不同点包括目标客群不完全相同、客户数据的积累方式不同和信用评价体系不同等等。

(1) 互联网公司的大数据风控

阿里、京东、腾讯和百度这样的互联网巨头在进入金融行业之前，已经通过互联网主业积累了大量客户的行为数据。在通过对行为数据的解析中，对客户进行画像和信用评分，评分较高者在借贷关系中违约的概率越小。

阿里和京东一类电商平台，可以通过平台内消费类型、消费水平、付款方式偏好等对客户进行画像。同时，阿里体系下的支付宝也通过日常开销支付、理财产品购买和信用卡还款等行为对客户进行信用评分，并以此选择优质客户，给予授信额度。

腾讯为代表的社交类平台则可以通过社交信息对客户对客户进行画像和评分。

垂直电商则在深耕某类消费场景的过程中，通过与数据科技公司合作和数据共享来搭建征信体系。

(2) 商业银行和消费金融公司的征信记录查询

商业银行的个人信贷业务发展历史久，个人信贷业务的申请和风控体系相对完善和成熟。银行的主要面向央行有征信记录的优质客户，服务网点多、线下为主，引导房贷和信用卡的优质客户使用灵活的消费金融产品。银行的风控体系成熟，审批流程一般较长，对客户质量要求较高。

商业银行会通过查询征信记录、学历信息和公安网等信息，通过电话确认等多种方式审核客户资料的真实性，结合客户行业、职业和收入等信息对客户进行打分，确认申请人额度标准，最后由不同层级审批人员按照借款人信用得分和借款额度授权做出授信决定。在贷后管理方面，银行按照客户逾期天数进行区分，分别采用短信、电话、上门以及诉讼等多种手段，通过自身力量 and 外包公司对个别客户按照合同约定采取财务资产保全措施。

消费金融公司整体上看采用与商业银行相同的风险管理架构，主要基于央行征信系统和公安户籍信息系统等传统征信渠道，结合大数据平台、运营商信息，以及与小贷公司共享名单信息等新渠道开展征信调查。

2. 基础资产的历史表现

由于消费贷款资产证券化产品基础资产笔数多、具有较高的同质性且高度分散，评级机构一般采用精算统计法来估计资产池的组合信用风险。因此，评级机构一般需要提取发起机构贷款业务的历史表现数据——静态池和动态池数据。静态池数据反映的是当月新增贷款在以后各月的信用表现情况，静态池一旦确定就

不再增加新贷款，也不能剔除池内贷款；而动态池数据反映的是每个月末所有未偿贷款的信用表现情况，与静态池不同的是，动态池既有资产到期后的退出也有新投放的资产加入。

静态池的信用表现是指自每笔贷款发放日所在月之后每个月（观测月）的信用表现情况，包含剩余贷款笔数、期初余额、早偿金额、还款金额、逾期情况等信息。逾期情况分为拖欠 1-30 天（M1）金额、拖欠 31-60 天（M2）金额、拖欠 61-90 天（M3）金额、拖欠 91-120 天（M4）金额、拖欠 121-150 天（M5）金额、拖欠 151-180 天（M6）金额和拖欠 180 天以上金额。月内还款金额分为观测月内按合同约定正常还款的金额、早偿金额（包括部分早偿和提前结清）和拖欠金额的还款。动态池数据主要是提取整体业务每个月末的贷款表现，它反映的是某个时间点上贷款业务的表现情况。包括贷款笔数、期初余额、新增贷款余额、早偿金额、还款金额、逾期情况。逾期情况具体来看，同样分为拖欠 31-60 天金额、拖欠 61-90 天金额、拖欠 91-120 天金额、拖欠 121-150 天金额、拖欠 151-180 天金额、拖欠 181 天以上金额。

3. 静态池结构产品信用评级要素解析

静态池结构下，信用评级思路为通过分析发起机构提供的相似贷款组合的历史信用表现来推测证券化目标资产池在存续期内的信用表现，主要关注点为：基础资产池的基准违约率、违约回收率、提前还款率和超额利差。

（1） 基准违约率

由发起机构历史静态池数据推算的基准违约率一般用来反映基础资产池的预期违约/损失情况。消费贷款业务借款人一般为分散的自然人，由于借款人会因忘记还款、个人短期流动性困难等非主观恶意欠款的原因导致逾期行为时有发生，因此将逾期 1 天即视作违约会大大高估实际的违约风险。同时，消费性贷款作为信用贷款，贷款发放机构贷后催收措施一般较为完善，大多数情况下，逾期行为会在逾期 30 天以内得到遏制。逾期超过 30 天的借款人对催收措施的不敏感程度会迅速提高，故我们一般把逾期超 30 天的贷款以上视作违约贷款。在计算某一个样本静态池的基准违约率时，将各观测月逾期 31-60 天的未偿本金余额求和，用该加总值对初始放款金额的比值作为该样本静态池的累计违约率（具体见下图）。然后，以各个样本静态池中初始放款金额为权重，可以计算得出样本静态池的加权平均违约率，以此作为基础资产池的基准违约率。如果发起机构因展业时间较短，历史数据无法覆盖完整的产品周期，或历史数据静态池与资产证券化的资产池的特征有差异，我们会对静态池加权平均违约率做相应的拟合或调整，并以最终结果作为目标资产池的基准违约率。对基准违约率在不同目标级别下做

放大调整，可以得到该基础资产池在不同目标级别下的情境违约比率（SDR）。

图表 4. 某消费金融公司静态池信用表现

表现期	新增贷款本金	表现期末未偿本金余额	正常贷款余额	逾期 1-30 天	逾期 31-60 天	逾期 61-90 天	逾期 91-120 天	逾期 121-150 天	逾期 151-180 天
0	10181.64	10181.33	10181.20	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1		10010.61	9963.23	47.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2		9748.24	9662.40	64.56	31.27	0.00	0.00	0.00	0.00
3		9456.95	9359.90	58.95	19.39	28.71	0.00	0.00	0.00
4		9151.54	8970.75	131.77	13.50	17.05	26.26	0.00	0.00
5		8851.59	8661.06	114.90	39.13	11.88	15.37	25.05	0.00
6		8551.77	8365.23	83.40	31.23	29.58	10.08	12.45	24.60
7		8173.23	7993.94	49.79	35.30	26.00	4.92	8.43	8.43
8		7770.02	7539.95	99.27	5.26	33.52	24.99	4.50	8.07
9		7433.79	7209.44	31.35	64.05	4.29	33.13	4.80	3.99
10		6955.78	6701.23	72.38	12.59	61.87	2.01	14.18	4.80
11		6542.65	6287.90	74.83	7.06	4.63	60.47	1.99	13.11

资料来源：新世纪评级

注：上图中蓝底部分数据求和与橙底数据的比值即某一静态样本池的基准违约率

(2) 违约回收率

根据历史静态池违约金额的迁徙情况可以得到借款人违约后的回款情况，也就是静态池的违约回收率。基础资产池的违约回收率也是对评级结果影响较大的因素。随着贷后催收工作的进展，某逾期时间段内的未偿本金余额会在未来逐渐递减，减少的金额可以认为是回收金额，回收金额可以在回收期间内弥补由于前期基础资产违约而减少的现金流。通常情况下，逾期 31-60 天的贷款在下个月会有两种状态，第一种为还掉所有欠款演变为非逾期资产，第二种为继续拖欠，迁徙至逾期 61-90 天，进而可以通过观察逾期 31 天以上的贷款在以后每个月的迁徙情况来计算回收率。消费贷款一般为信用贷款，逾期 180 天以后的回收可能性较小，大部分消费金融机构对其会做核销处理。所以我们一般采用逾期 151-180 天的未偿本金余额和对应的逾期 31-60 天的未偿本金余额的差值作为回收金额。以该回收金额对逾期 31-60 天的未偿本金余额的比值作为违约回收率，具体见图表 5。

图表 5. 某消费金融公司静态池信用表现

表现期	新增贷款本金	表现期末未偿本金余额	正常贷款余额	逾期 1-30 天	逾期 31-60 天	逾期 61-90 天	逾期 91-120 天	逾期 121-150 天	逾期 151-180 天
0	10181.64	10181.33	10181.20	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1		10010.61	9963.23	47.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2		9748.24	9662.40	64.56	31.27	0.00	0.00	0.00	0.00
3		9456.95	9359.90	58.95	19.39	28.71	0.00	0.00	0.00
4		9151.54	8970.75	131.77	13.50	17.05	26.26	0.00	0.00
5		8851.59	8661.06	114.90	39.13	11.88	15.37	25.05	0.00
6		8551.77	8365.23	83.40	31.23	29.58	10.08	12.45	24.60
7		8173.23	7993.94	49.79	35.30	26.00	4.92	8.43	8.43
8		7770.02	7539.95	99.27	5.26	33.52	24.99	4.50	8.07
9		7433.79	7209.44	31.35	64.05	4.29	33.13	4.80	3.99
10		6955.78	6701.23	72.38	12.59	61.87	2.01	14.18	4.80
11		6542.65	6287.90	74.83	7.06	4.63	60.47	1.99	13.11

资料来源：新世纪评级

注：上图中橙底数据之和与蓝底数据之和的差值即为回收金额，该回收金额与左侧橙底数据之和的比值即为违约回收率。

（3） 提前还款率

提前还款行为较为普遍地存在于消费性的借贷行为之中，借款人可能由于短期流动性问题得到缓解、可以获得更低利率的融资、个人投资或消费计划取消等原因而提前还款。计算提前还款率时，可以从静态池数据中提取每个表现期的提前还款数据，将所有表现期的提前还款的金额相加，以该加总值对初始放款金额的比值作为提前还款率。再以每个静态池的初始放款额为权重，对上述的提前还款率求加权平均数，作为基础资产池的预计提前还款率。

提前还款行为会导致基础资产池某期本金回收款的增加和以后利息回收款的减少，如果资产支持证券采取过手摊还型结构，提前还款行为会增加资产支持证券投资者的投资久期的不确定性，因此其可能会对此索取相应的风险溢价作为补偿，从而影响资产支持证券的预期收益率。如果资产支持证券采取固定摊还型，提前还款行为会增加发起机构的资金沉淀风险，基础资产端和资产支持证券端的利息收支将会出现错配，增加发起机构的融资成本。

4. 循环购买结构产品的信用评级要素解析

循环购买结构下，如果证券化产品进入摊还期或者触发加速清偿事件，基础资产回款现金流将停止进行循环购买，此时基础资产池将转化为静态资产池，因此上述静态池结构下评级关注要点在此仍然适用。除此之外，由于循环购买结构的存在，我们还需关注与循环购买相关的循环购买效率、月新增违约率、月还款率等因素。

（1） 基准违约率

循环购买结构下基准违约率算法与静态资产池结构下相同。在摊还期或者触发加速清偿事件后，基础资产回款现金流将停止进行循环购买，资产池变为静态资产池，此时采用基准违约率来模拟后续的资产违约情况，从而测算现金流流入流出情况。

（2） 违约回收率

循环购买结构下违约回收率算法与静态资产池结构下相同。

（3） 提前还款率

若产品结构采用本买本结构，等额本息和等额本金情况下提前还款的金额可以重新购买基础资产，不会造成资产池收益率的损失。在等本等息的情况下，单笔贷款每期收取的利息为固定金额，随着剩余本金的减少，利率上升。例如贷款本金 1 万元，分 12 期偿还，年化利率 8%，可以对比等额本息和等本等息情况下

每期利率的分布情况。

图表 6. 等额本息和等本等息还本情况对比

期数	等额本息				等本等息			
	每期本金	每期利息	每期还款额	当期年化利率	每期本金	每期利息	每期还款额	当期年化利率
1	803.22	66.67	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	8.00%
2	808.57	61.31	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	8.73%
3	813.96	55.92	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	9.60%
4	819.39	50.49	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	10.67%
5	824.85	45.03	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	12.00%
6	830.35	39.53	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	13.71%
7	835.89	34.00	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	16.00%
8	841.46	28.43	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	19.20%
9	847.07	22.82	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	24.00%
10	852.72	17.17	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	32.00%
11	858.40	11.48	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	48.00%
12	864.12	5.76	869.88	8.00%	833.33	66.67	900.00	96.00%
合计	10000.00	438.61	10438.61	-	10000.00	800.00	10800.00	-

资料来源：新世纪评级测算

从上图表可以看出，等本等息的情况下，后期还款的利率较高，因此提前还款会造成利息的损失，从而影响资产池的收益率。提前还款的本金重新购买基础资产，若再次发生早偿，将逐步扩大资产池收益率的损失。

(4) 利差因素

消费贷款一般具有较高的利息或者分期手续费，部分产品年化费率可能达到30%以上，与证券端应付费和利息间形成一定的超额利差。若产品结构采用基础资产本金回款购买未来基础资产本金的结构（本买本），基础资产池规模将保持不变，其超额利差将留在托管账户/保管账户中作为信用保护；若产品结构设采用基础资产本金回款和超额利差区购买未来基础资产本金的结构（本息买本），超额利差就会转化为超额抵押，基础资产池规模将持续增大；若采用基础资产回款通过一定的折价率来购买基础资产的未来自来本息现金流（本息买本息），这种情况下超额利差为折价率与证券端税费和利息之间的差额，也将随着循环购买转化为超额抵押。

(5) 循环购买效率

循环购买结构需要关注循环期内后备资产池充足率问题，因为它直接影响到资产池的循环购买效率，从而进一步影响资产池的内部收益率。产品在设立后，若出现合格基础资产不足，回款现金无法足额购买的情况，将会导致资金闲置，

循环购买效率降低，从而导致资产池整体收益率下降。可以通过以下两个方面来防范循环购买效率下降的风险：（1）通过对发起机构提供的历史数据、业务发展情况、行业地位等因素来判断发起机构业务规模增长趋势，从而预判发行证券规模是否合理，证券发行后后备资产池是否充足；（2）在专项计划触发机制中设置与循环购买效率相关的条款，若资金闲置连续一定时间内达到某一水平，则触发加速清偿事件，停止循环购买进入摊还期。

特别地，摊还期的期限值与发行人业务类型的匹配情况也需重点关注，若摊还期的期限明显短于发起人该类业务的贷款合同期限，循环购买后期的循环购买效率就会明显降低。

（6） 月度新增违约率

通过动态池历史数据提取出的月度新增违约率，可以用来模拟循环期内资产池的违约情景。月新增违约率为动态池历史数据中，当月新增 31-60 天违约金额与月初资产余额的比值。我们在现金流压力测试中，会根据不同的压力情景对月新增违约率进行加压，来模拟现金流的循环购买和摊还情况，并以最终可分配的资产是否覆盖证券本息来判断是否能够达到目标级别。

（7） 月度还款率

通过动态池历史数据提取出月度还款率指标，可以用来模拟循环期内资产池的还款情况，具体计算方法为： $(\text{当月还款金额} - \text{当月发放贷款在当月的还款额}) / \text{月初贷款余额}$ 。通过对月还款率进行加压，可以控制资产池的还款速度进而影响资产池的收益率。

因此，消费贷款 ABS 产品的投资者不仅仅需要关注优先级证券的信用等级，还需关注消费贷款 ABS 产品的基础资产特征、历史信用表现、交易结构以及各类评级参数。