

# 2024 年小微类 ABS 存续期研究——基础资产质量存在波动，证券端整体表现良好

本期小编：朱江泰 律文秀 李慕紫

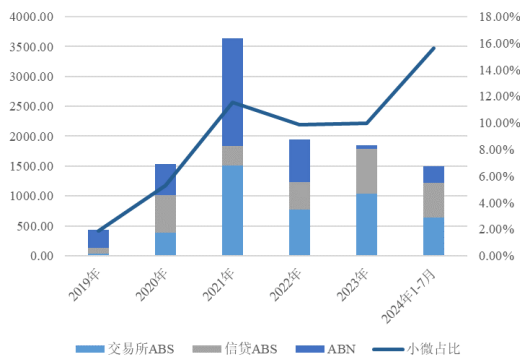
## 一、市场概览

### 1、逆势增长，不同市场的小微类 ABS 发行量同比均出现增长

随着国家对小微企业支持力度不断提升，小微类 ABS 实现逆势增长。2024 年 1—7 月，全市场共发行 1002 单 ABS，发行规模合计 9600.55 亿元，同比下降 1.66%。其中，小微类 ABS 发行 126 单<sup>1</sup>，同比上升 63.64%；发行规模合计 1500.04 亿元，同比上升 170.24%，发行规模占全市场 ABS 发行规模的 15.62%。

分市场来看，各市场小微类 ABS 发行规模同比增幅均较为明显。2024 年 1—7 月，交易所 ABS 发行 92 单，同比上升 39.39%，发行规模合计 638.91 亿元，同比上升 82.92%；信贷 ABS 发行 9 单，同比下降 18.18%，但发行规模同比大幅上升 182.89%，主要是四单“飞驰建普”系列发行规模均超百亿；ABN 市场继去年四季度监管政策放开以来，交易商协会对普惠金融领域的支持力度加大，小微类的 ABN 产品发行量稳步上升，2024 年 1—7 月共发行 25 单产品（去年同期 0 单），发行金额合计 278.94 亿元。

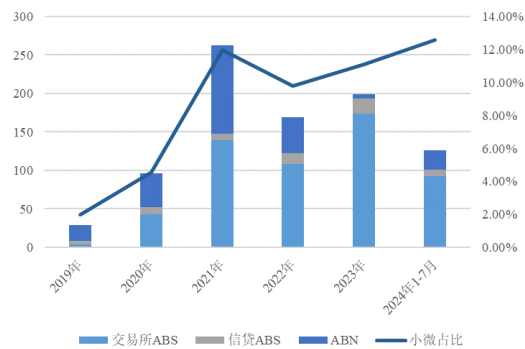
图 1 2019 年 - 2024 年 7 月小微类 ABS 发行规模及占比  
(单位：亿元)



数据来源：Wind，联合资信整理

注：企业资产支持证券简称“交易所 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 2 2019 年 - 2024 年 7 月小微类 ABS 发行单数及占比  
(单位：单)



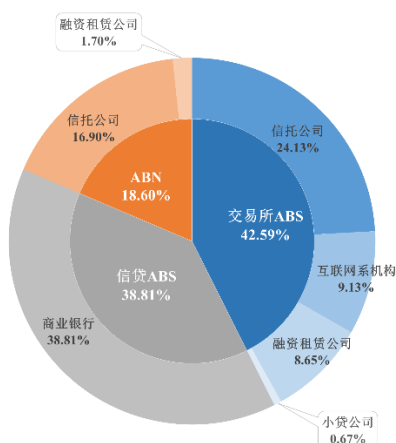
数据来源：Wind，联合资信整理

### 2、信托公司和商业银行仍为发行主力；资产提供方头部效应依然显著，民营银行陆续入局，市场活跃度较去年同期明显上升

从发起机构类型看，2024 年 1—7 月，信托公司在交易所 ABS 和 ABN 市场共发行 85 单小微类 ABS，发行规模合计 615.51 亿元，规模占比为 41.03%，其中，华能信托和上海信托作为发起机构的发行规模占比位居前两位，分别占全市场的 10.63%和 8.33%。2024 年 1—7 月，商业银行仅在信贷 ABS 市场发行 9 单小微类 ABS，但发行规模合计高达 582.19 亿元，占比为 38.81%，主要原因是 4 单“飞驰建普”系列项目发行金额均超百亿。

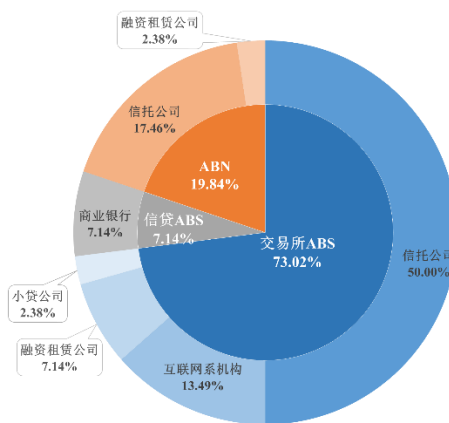
<sup>1</sup>统计口径包含互联网金融机构、融资租赁公司、小贷公司、信托公司、商业银行等发起的小微类 ABS 项目。

图3 2024年1-7月小微类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

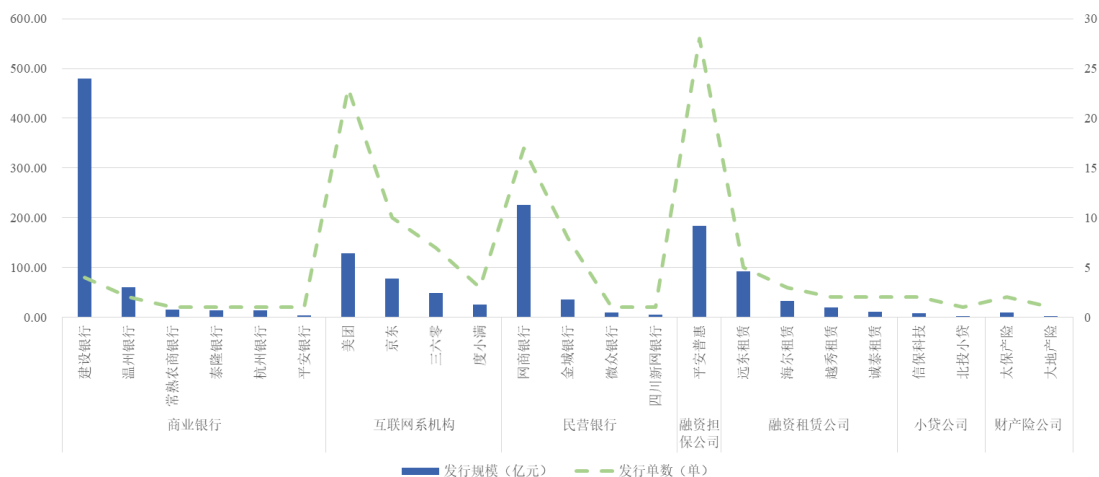
图4 2024年1-7月小微类ABS发行市场及参与机构单数占比



数据来源: Wind, 联合资信整理

穿透底层资产提供方看, 2024年1-7月发行的小微类ABS中, 共有包括商业银行、互联网系机构和民营银行等在内的7类资产提供方。从发行规模来看, 资产提供方为商业银行的总发行规模高居榜首, 发行规模占比为39.08%; 互联网系机构因其单期规模相对较小, 发行节奏较快, 整体活跃度最高, 2024年1-7月共发行43单小微类ABS, 发行规模合计279.00亿元, 发行规模占比达18.60%; 随着小微类资产在ABN市场的重启, 民营银行在ABN市场的发行稳步增长, 2024年1-7月民营银行作为资产提供方发行的小微类ABS的规模为275.00亿元, 占总发行规模的18.33%。除此之外, 融资担保公司和融资租赁公司发行活跃度也很可观, 发行规模占比分别为12.26%和10.35%。

图5 2024年1-7月小微类ABS资产提供方构成



数据来源: Wind, 联合资信整理

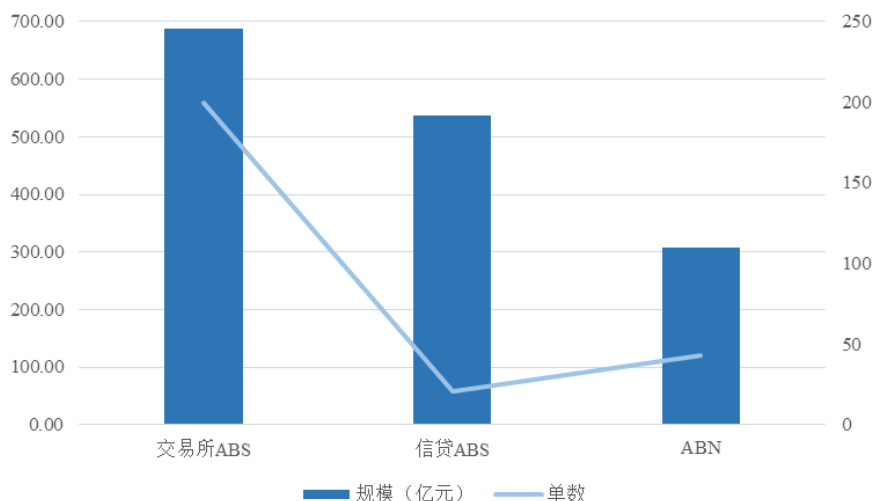
### 3、小微类ABS存续概况

截至2024年7月底, 全市场共存续3606单ABS产品, 存量规模达31251.66亿元, 其中, 小微类ABS产品存续264单, 存量规模为1530.70亿元, 存量规模占全市场存量规模的4.90%。

分市场来看, 截至2024年7月底, 交易所ABS市场小微类ABS存续200单, 存续规

模达 686.91 亿元，存续规模占比 44.88%；信贷 ABS 市场小微类 ABS 存续单数为 21 单，规模为 536.45 亿元，存续规模占比 35.05%，因信贷 ABS 发行规模往往较大，所以信贷 ABS 存续单数虽少，但存续规模仍较大；ABN 市场存续单数为 43 单，存续规模为 307.34 亿元，存续规模占比 20.08%，占比最小。

图 6 截至 2024 年 7 月底小微类 ABS 存量概况



数据来源：Wind，联合资信整理

## 二、存续期表现

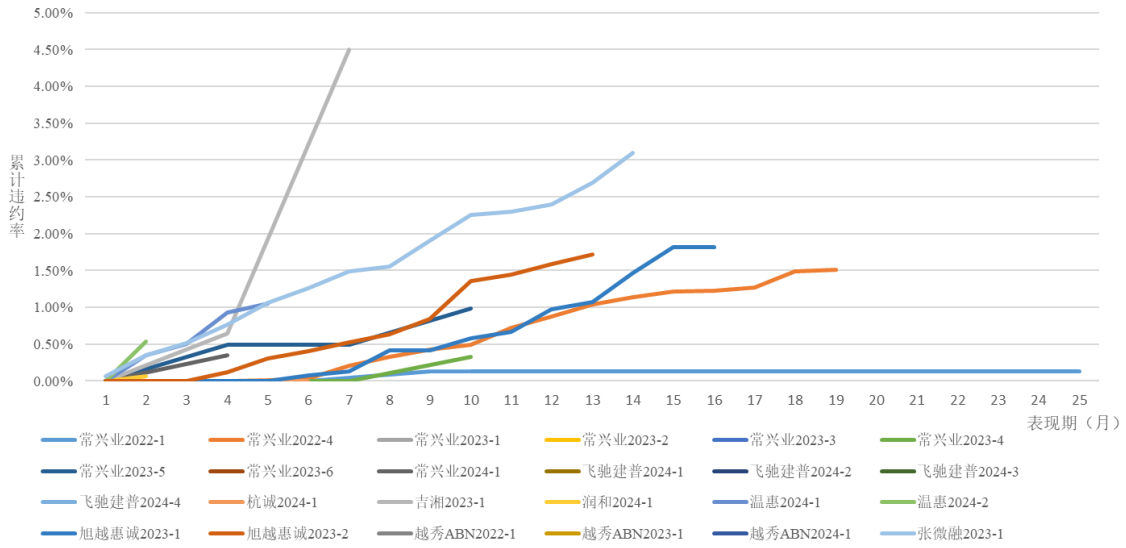
### 1、小微类 ABS 资产整体表现存在波动，部分项目表现不及预期

鉴于数据可得性，联合资信选取了截至 2024 年 7 月底公募 ABS（包括信贷 ABS 和公募 ABN）中存续且披露累计违约率的 24 单小微类 ABS 与联合资信在 2024 年度进行跟踪评级的交易所 ABS 中的 22 单小微类 ABS 为样本，统计其存续期违约表现。

从联合资信获取到的多家资产提供方的历史数据表现来看，小微类 ABS 产品的基础资产质量近年来出现不同程度的波动，部分机构小微类资产的累计违约率在近两年出现阶段性的抬升，但随着各资产提供方积极调整风控政策，2023 年四季度及之后的静态池累计违约率已有明显回落趋势。整体来看，受宏观环境影响，小微类资产的整体质量有不同程度的波动，但均处于正常波动范围内。

从存续的公募 ABS 看，小微类 ABS 的累计违约率水平较去年略有上升。由于不同发行机构的客群定位及对应的风控标准等差异，入池资产的实际表现存在一定区分度。根据联合资信统计，存续的公募小微类 ABS 中累计违约率最高为 4.50%，但对应项目的优先档证券本息均已兑付完毕，该项目的资产为地方性民营银行发放的小微贷款，累计违约率较高可能为客群集中且较为下沉所致，累计违约率虽较高，但其可观的超额利差在一定程度上弥补了资产违约带来的损失。其余存续项目截至统计时点的累计违约率表现均较为平稳。

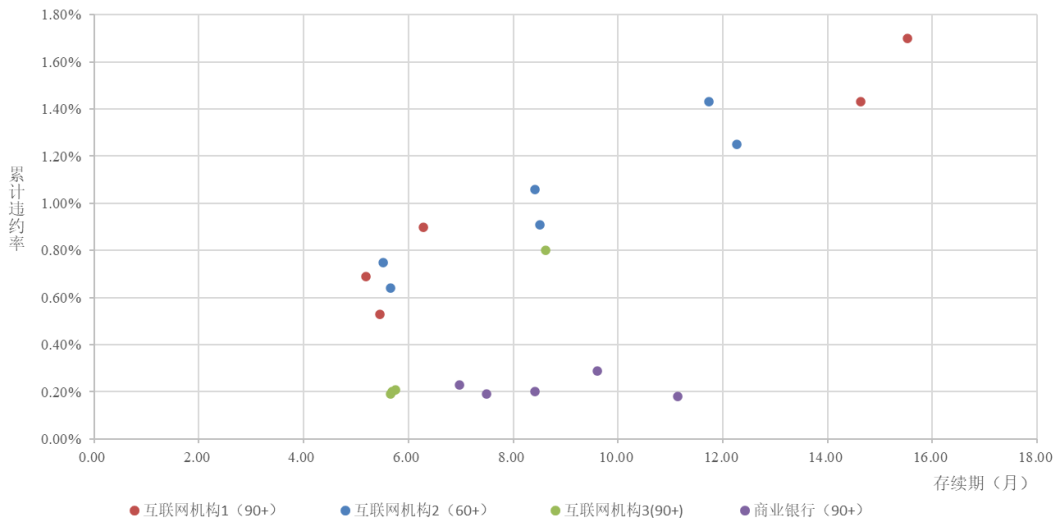
图 7 公募 ABS 中小微类 ABS 存续期累计违约率



注：累计违约率=逾期超过90天（不含）累计未偿本金/初始资产池未偿本金余额  
 数据来源：Wind、产品受托服务报告，联合资信整理

从2024年联合资信跟踪的交易所ABS中22单小微类ABS产品的实际表现看，同一存续期限内不同产品间的累计违约率存在一定的差异，且不同类别的资产提供方资产表现存在差异；跟2023年同期跟踪的同类产品相比，相同存续期限内，累计违约率较去年有小幅上升且波动性增大。从选取样本的跟踪实际表现来看，22单小微类ABS中13单项目的跟踪实际表现与首评预测基本一致，5单项目的跟踪实际表现优于首评预测，剩余4单项目的跟踪实际表现略逊于首评预测，但由于大部分产品存在可观的超额利差，加之循环购买结构下会累积更多的超额抵押，优先级证券整体风险仍然很小。

图 8 交易所 ABS 中小微类 ABS 存续期累计违约率



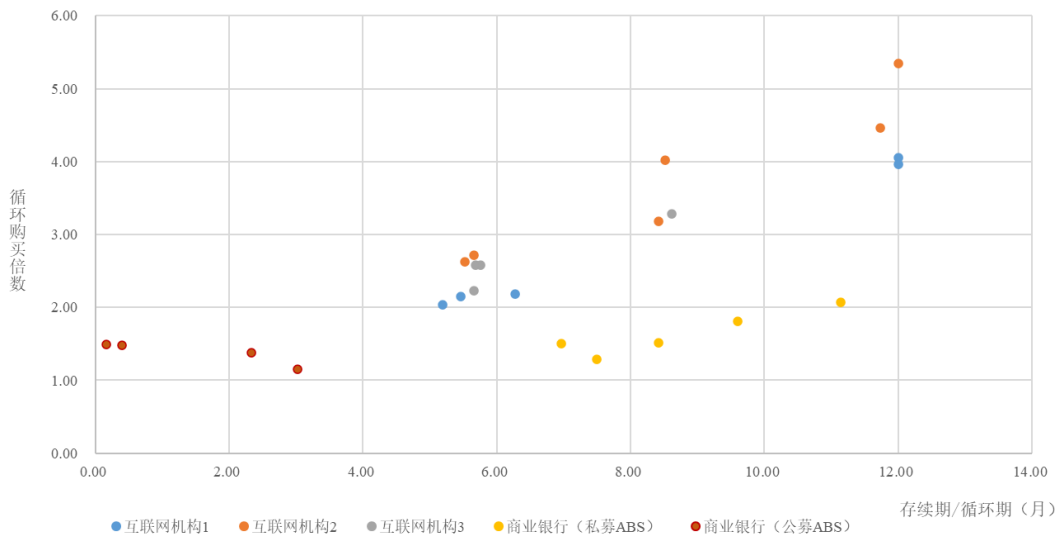
数据来源：联合资信整理

## 2、循环购买率存在差异，循环购买结构有效解决期限错配，提高融资效率

循环购买机制方面，在设置了循环结构的小微类ABS项目中，联合资信选取了2024年进行跟踪评级的20单交易所ABS产品和4单信贷ABS产品作为样本进行分析。在所选择样本中，循环购买率均值为81.05%，其中资产提供方为互联网机构的小微类ABS产品循环购

买率均值为97.18%，资产提供方为商业银行的小微类ABS产品循环购买率均值为54.16%<sup>2</sup>。循环购买倍数因存续期限的不同而存在差异，循环购买倍数最高为5.35倍，对应产品已进入摊还期，循环期数为12期；循环购买倍数最低为1.15倍，对应产品仍在循环期，项目存续期为3.02个月；由于不同产品对循环购买设置不同，在同一存续期限内，不同产品循环购买倍数存在较大差异。整体来看，通过设置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，有效帮助发起机构提高融资效率。

图9 小微类ABS循环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；若项目已进入摊还期，上图横轴为实际循环期数。  
数据来源：产品受托服务报告，联合资信整理

### 3、大部分证券存续期评级调升，无评级下调证券

根据对2024年跟踪的信贷ABS中的小微类ABS以及对联合资信2024年定向跟踪的交易所ABS中的小微类ABS的统计，所涉证券均无级别下调情况。样本共涉及165支证券，其中42支证券跟踪评级时级别上调，由AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>调升至AAA<sub>sf</sub>的证券有28支，由AA<sub>sf</sub>调升至AAA<sub>sf</sub>的证券有1支，由A<sub>sf</sub>调升至AAA<sub>sf</sub>的证券有6支，由A<sub>sf</sub>调升至AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>的证券有3支，由A<sub>sf</sub>调升至AA<sub>sf</sub>的证券有1支，由BBB<sub>sf</sub>调升至AAA<sub>sf</sub>的证券有1支，由BBB<sub>sf</sub>调升至AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>的证券有1支，由BBB<sub>sf</sub>调升至AA<sup>-</sup><sub>sf</sub>的证券有1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，小微类ABS产品存在一定超额利差以及部分产品设置循环购买机制使得资金利用效率提高，有助于其在存续期内累积超额抵押，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类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123支，其中118支在上次评级时（首评/上次跟踪时）已经达到AAA<sub>sf</sub>，另外有5支AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级别的证券维持原始级别。量化分析结果显示，即使证券信用等级不变，其实际风险承受能力较首次评级/上次跟踪评级也有不同程度的提升。具体级别变化情况如下表所示：

<sup>2</sup> 其中商业银行（交易所ABS）循环购买率平均值为74.50%，商业银行（信贷ABS）循环购买率平均值为28.78%。

表1 小微类 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 <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sub>sf</sub>	AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	A <sub>sf</sub>	A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	BBB <sub>sf</sub>	总数
AAA <sub>sf</sub>	118	-	-	-	-	-	-	-	-	118
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	28	5	-	-	-	-	-	-	-	33
AA <sub>sf</sub>	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A <sub>sf</sub>	6	3	1	-	-	-	-	-	-	10
A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB <sub>sf</sub>	1	1	-	1	-	-	-	-	-	3
总数	154	9	1	1	-	-	-	-	-	165

数据来源: Wind, 联合资信整理

### 三、未来展望

#### 1、交易所 ABS 和信贷 ABS 仍为小微类 ABS 发行的主要品种，ABN 市场有望进一步扩容

2024 年 1—7 月交易所市场发行的小微类 ABS 规模占全市场小微类 ABS 发行总规模的 42.59%，依然是小微类 ABS 发行最活跃的市场，未来，互联网系机构作为发行交易所 ABS 的主力军，以其流量优势和数据处理能力，将持续为小微类 ABS 赋能；商业银行在监管持续推动小微贷款业务的背景下，2024 年 1—7 月在信贷 ABS 市场为小微类 ABS 整体规模贡献了近 600 亿元的增量（占发行总规模的 38.81%），未来仍是小微类 ABS 发行的重要机构。ABN 市场上，随着交易商协会强调银行间市场 ABN 对支持实体经济的重要性，民营银行在 ABN 市场的发行稳步增长，预计 2024 年下半年 ABN 市场有望进一步扩容。

#### 2、下行周期资产质量承压，资产表现或进一步分化

近年来小微类资产存量市场竞争加剧，部分资产提供方因拓展市场份额进行了一定程度的风险下探；同时当前宏观环境下，小微企业由于其抗风险能力较弱，更易受到经济周期波动的影响。外部环境严峻性和复杂程度不断上升对小微企业的经营能力和还款能力提出严峻挑战，在此背景下，部分发起机构的基础资产累计违约率有抬升趋势。在经济下行周期中，不同资产提供方的小微类资产表现将进一步分化，拥有优质客群且风控能力较强的资产方，其小微类资产将展示出较强的抗风险能力；而风险下沉的资产提供方，其小微资产或表现出更大的波动性。

#### 3、小微类 ABS 存续期表现稍逊于去年，但整体表现仍然良好，存续证券风险承受能力逐渐提升

小微类 ABS 产品的存续期表现虽稍逊于 2023 年，部分项目表现出一定的波动性，但大部分产品表现符合预期。且得益于结构化设计，随着基础资产剩余期限进一步缩短，其面临的风险暴露期缩短，基础资产信用质量将稳步提升。同时，随着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，小微类 ABS 存续证券的风险承受能力稳步提升。