

特别评论

2019 年 4 月

目录

要点	1
正文	2
结论	16
附表	17

联络人

作者

结构融资部

田野 010-66428877-200
ytian@ccxi.com.cn

王子豪 010-66428877-287
zhwang@ccxi.com.cn

秦政 010-66428877-559
zhqin@ccxi.com.cn

王艺杰 010-66428877-457
yjwang@ccxi.com.cn

其他联络人

结构融资部 总经理

王立 010-66428877-523
lwang03@ccxi.com.cn

合规部 总经理

梁晓莉 010-66428877-635
xliang@ccxi.com.cn

执行副总裁

孔令强 010-66428122
lqkong@ccxi.com.cn

个人汽车抵押贷款证券化

个人汽车贷款证券化2018年回顾与2019年展望

2018 年，我国汽车消费金融渗透率进一步提升，银行间市场个人汽车贷款证券化保持稳定增长。由于基础资产分散度高、表现较好，个人汽车贷款 ABS 优先级产品的发行利率普遍较低。同时，2018 年国内汽车市场产销量下滑，市场竞争加剧，个人汽车贷款政策的变化及其对个人汽车贷款 ABS 产品信用表现的影响值得关注

要点：

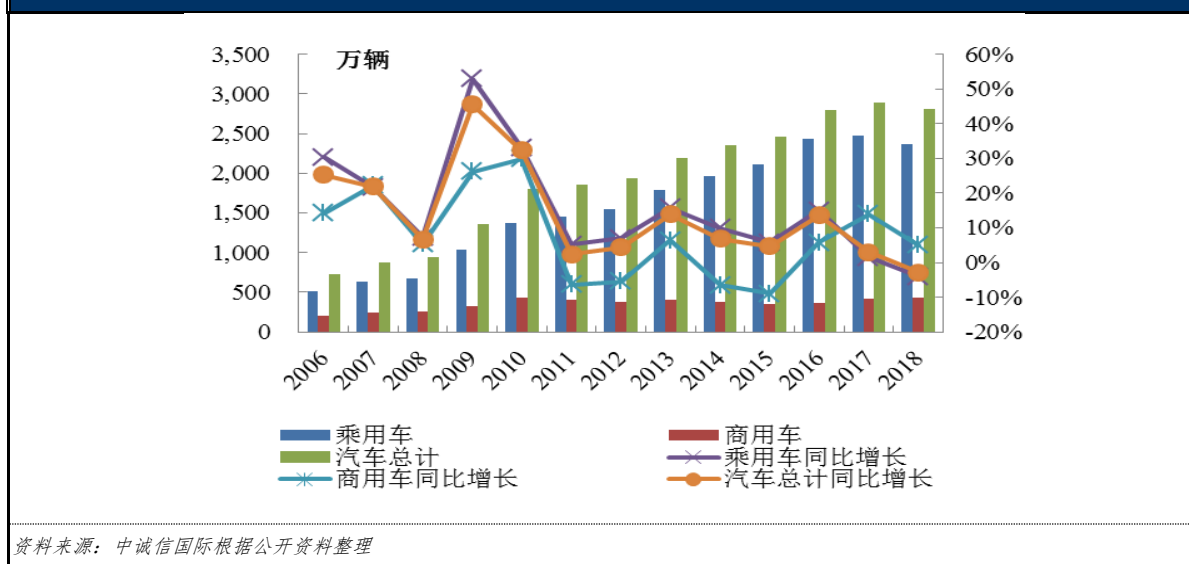
- 受宏观经济增速回落等因素影响，我国汽车行业首次出现产销双降。汽车消费金融行业随着贴息促销等政策的推广以及消费者观念的升级转变，汽车金融渗透率较上一年有所提高。随着监管机构对资产证券化及金融债等融资工具的扶持政策持续推进，资产证券化已成为汽车金融公司的重要融资渠道之一，预计个人汽车贷款证券化市场仍将保持稳定发展；
- 2018 年，银行间市场个人汽车贷款资产支持证券共发行 29 单，发行规模共 1,221.06 亿元，较上年增长 12.05%，继续保持稳定增长。发起机构主要包括汽车金融公司、汽车集团财务公司和商业银行等，其中汽车金融公司和商业银行是发起机构的主力军。由于基础资产质量较好、分散度较高且剩余期限适中，个人汽车贷款证券化优先级产品的发行利率普遍较低；
- 2018 年发行的个人汽车贷款 ABS 产品的资产池特征较以往产品相比，分散程度进一步提高，但加权平均利率有所下降；
- 2018 年，个人汽车贷款 ABS 产品表现良好，资产池累计违约率处于较低水平，不同类型机构有所差异；早偿情况比较普遍，早偿率整体略有提高，不同类型机构有所差异。同时，我们也注意到，2018 年国内汽车市场产销量下滑，市场竞争加剧，或将导致厂商系汽车金融公司放松授信标准以提振汽车销售，或减少免息贷款增加收益，贷款政策变化对个人汽车贷款信用表现的影响值得关注。

2018年，受宏观经济增速回落等因素影响，我国汽车行业首次出现产销双降。汽车消费金融行业随着贴息促销等政策的推广以及消费者观念的升级转变，汽车金融渗透率较上一年有所提高。随着监管机构对资产证券化及金融债等融资工具的扶持政策持续推进，资产证券化已成为汽车金融公司的重要融资渠道之一，预计个人汽车贷款证券化市场仍将保持稳定发展

我国汽车消费贷款起步相对较晚，1998年中国人民银行发布《汽车消费贷款管理办法（试点办法）》（银发〔1998〕429号），标志着我国汽车消费贷款业务的开启。2017年中国人民银行发布《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于调整汽车贷款有关政策的通知》（银发〔2017〕234号），提高了汽车贷款最高发放比例，释放多元化消费潜力，提升汽车消费信贷市场供给质效。可以看出，我国金融环境及监管政策正在逐渐完善。随着汽车消费群体逐步年轻化，对于汽车贷款接受程度不断提升，为汽车金融市场发展提供了良好的环境。

宏观经济方面，2018年，在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下，我国经济运行稳中有变，GDP增速逐季回落。受宏观经济增速回落、车辆购置税优惠政策全面退出以及消费者观望情绪浓厚等因素的影响，我国汽车产业面临较大压力，全年产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，较2017年分别下降4.2%和2.8%，汽车行业产销双降，景气度持续降低，处于从增量市场向存量市场转变的过程。但从长期看，我国汽车产业还处于普及期，仍有一定的增长空间。

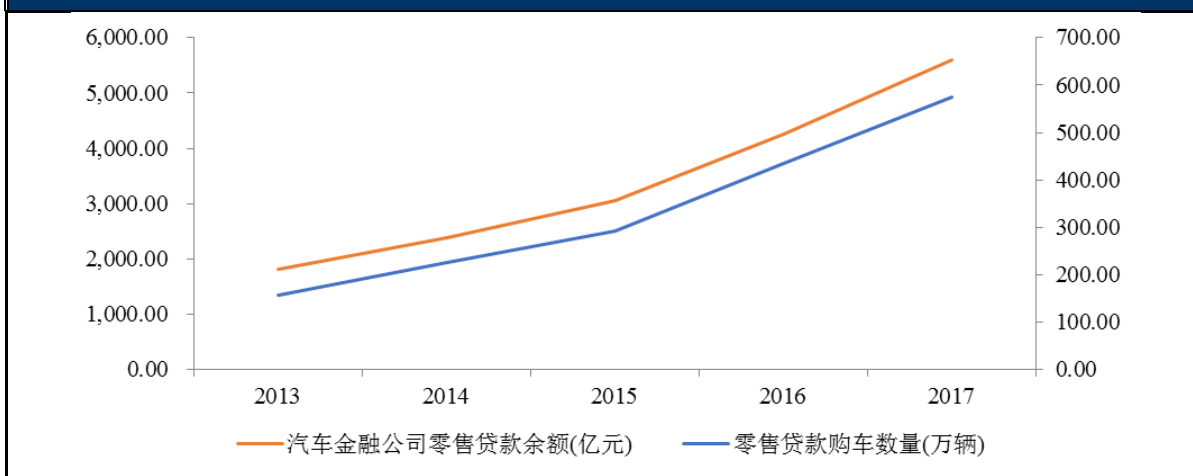
图 1：近年来中国汽车销量及增速情况



虽然汽车销量增速放缓，但随着行业逐渐成熟、消费者观念的升级转变以及各种消费新模式的不断涌现，汽车金融渗透率较上一年有所提高。根据罗兰贝格与建元资本联合发布的《2018中国汽车金融报告》，2017年我国汽车金融渗透率（汽车金融产品销售的台数占总销量的比重）约为39%（不含二手车及商用车），其中，汽车金融公司及银行贷款的渗透率达到35%，融资租赁直租的渗透率达到4%。目前来看，我国汽车金融渗透率和发达国家相比仍差距明显，

随着我国经济不断发展、汽车金融市场发展愈发成熟、信用体系建设愈发完备，未来我国汽车金融行业仍有较大发展潜力，汽车金融渗透率有较大提升空间。

图 2：2013~2017 年汽车金融公司零售贷款余额及零售贷款购车数量发展情况



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

从市场参与者来看，早期国内汽车贷款业务受限于政策，仅有为数不多的国有银行试水汽车消费贷款。作为最早期的汽车金融市场参与方，同时受益于充足的资本及相对较低的资金成本，经过近 20 年的发展，目前国内商业银行仍为汽车金融市场的主要参与者之一。但商业银行在贷款审批方面相对严格且耗时较长，首付比例要求相对较高，与整车厂缺乏直接联系，在汽车产业链或供应链上并不具备明显优势。

汽车金融公司进入汽车金融市场时间相对较晚。2003年10月和11月银监会先后颁布了《汽车金融公司管理办法》和《汽车金融公司管理办法实施细则》，正式开放国内汽车消费信贷及相关业务，允许国内外符合条件的机构在国内开办汽车金融公司。2004年，上汽通用汽车金融作为国内首家汽车金融公司正式成立，标志着汽车金融公司正式进入市场。此后，大众汽车金融（中国）、丰田汽车金融（中国）、福特汽车金融（中国）等汽车金融公司陆续成立。为了促进汽车金融行业健康发展和完善监管，银监会于2007年12月颁布了新版的《汽车金融公司管理办法》，并于2008年1月24日开始施行，为汽车金融公司的发展提供了相对宽松的政策环境，促进了汽车金融行业的快速发展。截至2018年末，已有25家汽车金融公司获批成立。

表 1：截至 2018 年末已获批成立的汽车金融公司

公司名称	成立时间
上汽通用汽车金融有限责任公司	2004 年 8 月
大众汽车金融（中国）有限公司	2004 年 8 月
丰田汽车金融（中国）有限公司	2005 年 1 月
福特汽车金融（中国）有限公司	2005 年 6 月
梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	2005 年 9 月
东风标致雪铁龙汽车金融有限公司	2006 年 5 月
沃尔沃汽车金融（中国）有限公司	2006 年 7 月

东风日产汽车金融有限公司	2007 年 10 月
菲亚特克莱斯勒汽车金融有限责任公司	2007 年 12 月
奇瑞徽银汽车金融股份有限公司	2009 年 4 月
广汽汇理汽车金融有限公司	2010 年 5 月
宝马汽车金融（中国）有限公司	2010 年 9 月
三一汽车金融有限公司	2010 年 10 月
一汽汽车金融有限公司	2012 年 1 月
北京现代汽车金融有限公司	2012 年 6 月
长安汽车金融有限公司	2012 年 8 月
瑞福德汽车金融有限公司	2013 年 1 月
天津长城滨银汽车金融有限公司	2014 年 5 月
华泰汽车金融有限公司	2015 年 2 月
比亚迪汽车金融有限公司	2015 年 2 月
华晨东亚汽车金融有限责任公司	2015 年 4 月
上海东正汽车金融有限责任公司	2015 年 3 月
吉致汽车金融有限公司	2015 年 8 月
山东豪沃汽车金融有限公司	2015 年 9 月
裕隆汽车金融（中国）有限公司	2016 年 2 月

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

目前国内已成立的汽车金融公司多数为汽车生产企业的下属公司，主要为整车厂提供与汽车消费相关的融资支持以促进车辆销售，具备较强的专业性，能够获得整车厂的政策支持，在汽车产业链上具有较强优势。此外，虽然汽车金融公司发放的贷款利率相较商业银行更高，但汽车金融公司在贷款审批环节相对灵活且所需时间较短，同时，在整车厂贴息促销等政策支持下，其贷款产品较商业银行有更大的竞争力。近年来，随着汽车金融市场的愈发成熟与政策的逐步宽松，汽车金融公司在国内市场发展迅速，已经成为汽车金融市场最重要的参与方之一。

除商业银行及汽车金融公司两类传统金融机构外，融资租赁公司也逐渐参与到汽车金融业务当中。融资租赁公司主要包括商业银行体系下的金融租赁公司、汽车厂商体系下的租赁公司、经销商体系下的租赁公司等。从整体运行情况来看，汽车融资租赁公司经营模式与汽车金融公司相似，具备相对灵活的审批流程且耗时相对较短，但目前，汽车融资租赁公司参与市场时间较短，市场份额相较传统两类金融机构仍有明显距离。汽车融资租赁公司在由银保监会监管后，预计未来对其监管的力度也会有所提高。

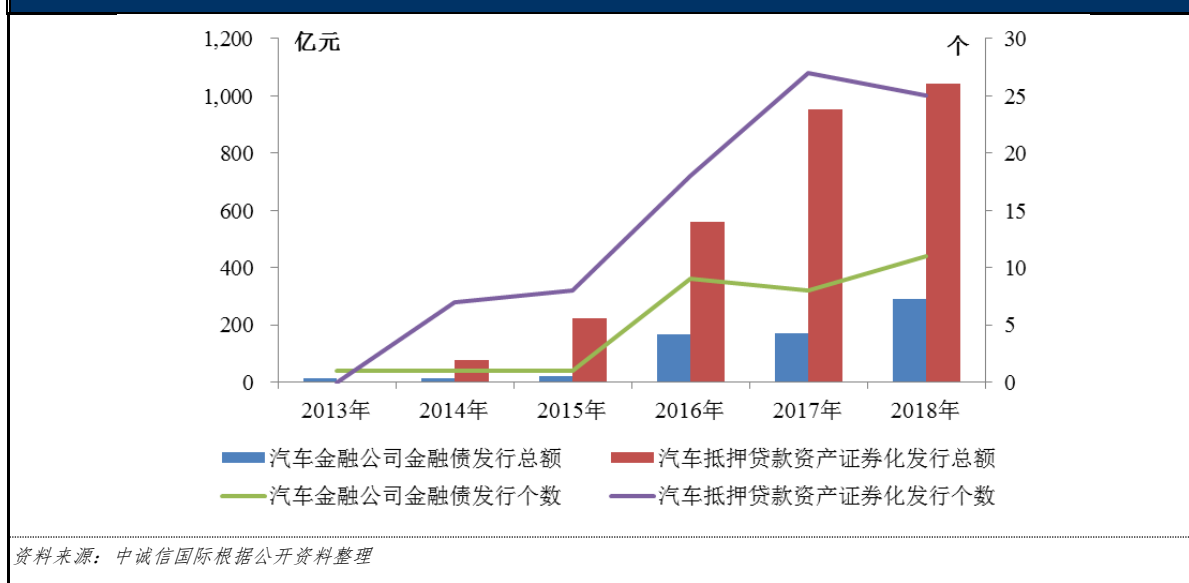
随着业务规模快速增长，汽车金融公司的融资需求相应提升，资产负债率逐渐提高，流动性风险有所加大。从融资渠道来看，国内汽车金融公司融资方式主要包括吸收境内股东 3 个月以上期限的存款或向银行贷款、同业拆借、发行金融债券及资产证券化。银行贷款是目前国内汽车金融公司最主要的融资渠道，但随着贷款利率的增长，通过银行贷款获取融资的成本逐渐提高。此外，汽车金融公司通过银行贷款融资，短期借款相对较多，而汽车金融公司发放的个人汽车贷款的期限多为 3~5 年期，随着负债规模的增长，会导致资产负债期限结构存

在一定程度的错配，增大了流动性风险。

2014年以来，监管机构陆续发布了《关于金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券的有关事宜公告》、《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》、《关于汽车金融公司、消费金融公司、金融租赁公司资产证券化业务资格审批和产品备案登记有关工作规程的通知》、《中国人民银行公告[2015]第7号》、《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》等政策文件，旨在拓宽汽车金融公司的融资渠道，简化汽车金融公司发行金融债券及资产证券化的审批流程。受益于上述政策的出台，发行金融债券及资产证券化成为汽车金融公司的重要融资渠道。

截至2018年末，银行间市场累计发行32只汽车金融公司金融债券，合计发行规模688亿元，其中，2018年发行11只汽车金融公司金融债券，合计发行规模290亿元，在规模上较上一年增长70.59%；累计发行88只汽车金融公司和汽车集团财务公司个人汽车贷款资产支持证券（以下简称“个人汽车贷款ABS”或“车贷ABS”），合计发行规模2,907.52亿元，其中，2018年发行25只汽车金融公司和汽车集团财务公司个人汽车贷款ABS产品，合计发行规模1,042.99亿元，在规模上较上一年增长9.49%。受益于资产证券化在资产端及负债端期限相对匹配，通过发行资产证券化的方式进行融资能够有效降低汽车金融公司流动性风险，同时，通过结构化安排，汽车金融公司能够获得相对较低的融资成本，发行个人汽车贷款ABS受到汽车金融公司的青睐。

图3：2013~2018年汽车金融公司金融债券和资产证券化产品发行情况

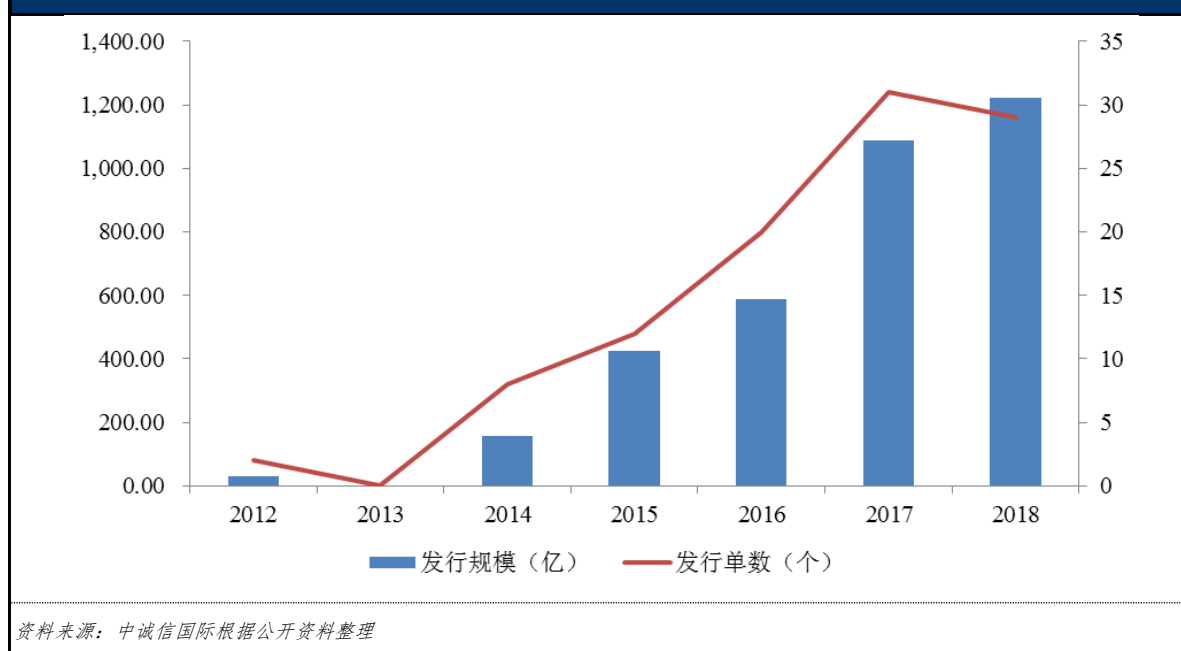


2018年，银行间市场个人汽车贷款资产支持证券发行规模保持稳定增长，发起机构主要包括汽车金融公司、汽车集团财务公司和商业银行等，其中汽车金融公司和商业银行是主力军。由于基础资产质量较好、分散度较高且剩余期限适中，个人汽车贷款证券化优先级产品的发行利率普遍较低

个人汽车贷款具备同质性强、分散度高、有抵押担保、整体违约风险相对较低等特点，是较

好的证券化基础资产。自2008年上汽通用汽车金融成功发起国内首单个人汽车贷款资产支持证券以来,个人汽车贷款证券化已逐渐成为银行间市场信贷资产证券化的重要组成部分。2012年证券化重启以后,个人汽车贷款ABS的发行单数与发行规模稳步增长。截至2018年末,个人汽车贷款ABS产品累计发行103单,累计发行规模达3,531.01亿元;其中,2018年个人汽车贷款ABS产品发行29单,较上年的31单略有下降,发行规模1,221.06亿元,较上年增长12.05%,发行规模占同年银行间市场信贷资产证券化发行总规模的13.10%,是仅次于个人住房抵押贷款证券化之后的第二大规模的产品类型。

图 4: 2012~2018 年银行间市场个人汽车抵押贷款 ABS 产品发行情况



银行间市场个人汽车贷款ABS的发起机构类型主要包括汽车金融公司、汽车集团财务公司和商业银行等。截至2018年末,银行间市场发行的个人汽车贷款ABS产品中,由厂商系发起机构(包括汽车金融公司和汽车集团财务公司)发起的车贷ABS累计88单,累计发行规模2,907.52亿元,发行单数和发行规模占比分别为85.44%和82.34%。其中,2018年,由厂商系发起机构发起的车贷ABS共25单、1,042.99亿元,占当年车贷ABS总单数和总规模的比例分别为86.21%和85.42%,较上年进一步提高,在发行单数和发行规模上继续保持着绝对优势。

截至2018年末,参与发行个人汽车贷款ABS产品的厂商系发起机构共15家,除了较早参与车贷ABS并且发行单数较多的上汽通用汽车金融、东风日产汽车金融、宝马汽车金融(中国)、福特汽车金融(中国)等经验丰富的厂商系发起机构以外,长安汽车金融、吉致汽车金融、比亚迪汽车金融在2018年共参与发起了4单车贷ABS,成为厂商系发起机构中的新鲜血液。

在2018年发行的个人汽车贷款ABS产品中,有20单是由中外合资汽车金融公司和国有控股汽车金融公司发起设立的。其中,东风日产汽车金融、奇瑞徽银汽车金融和广汽汇理汽车金融表现活跃,共发起10单车贷ABS,成为2018年发起车贷ABS单数最多的三家发起机构。

与之相比,2018 年共有 2 家外商独资汽车金融公司发起了 4 单车贷 ABS,发起机构数量和单数较上一年均有所下降。可以看出,随着国产汽车品牌和国内汽车金融市场的不断发展,我国自主品牌整车厂旗下的汽车金融公司在车贷 ABS 中将扮演着越来越重要的角色。

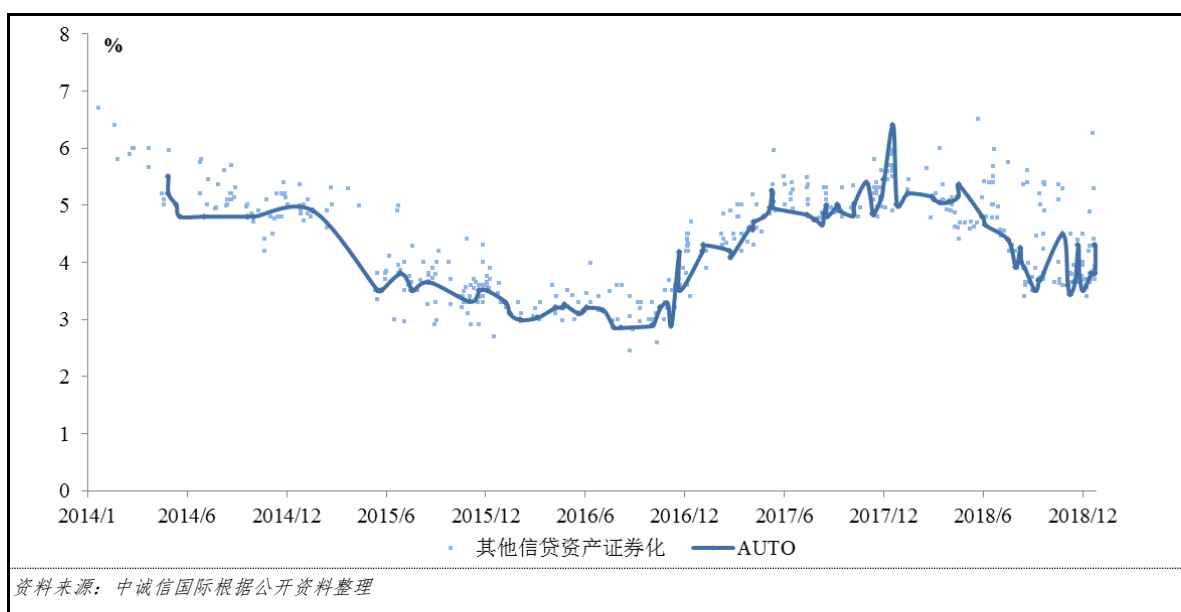
除汽车金融公司和汽车集团财务公司外,商业银行发起的个人汽车贷款ABS产品也越来越多。截至2018年末,由商业银行发起的车贷ABS累计15单,参与银行共7家,其中股份制银行3家、农商行2家、国有银行1家、城商行1家,累计发行规模分别为545.94亿元、17.54亿元、9.69亿元和49.44亿元。2018年,由建设银行发起的“建优2018年第一期汽车分期资产支持证券”成为首单国有银行发起的个人汽车贷款ABS产品;由招商银行发起的“和信2018年第一期汽车分期贷款资产支持证券”成为首单设置优先C档证券的个人汽车贷款ABS产品。

图 5: 2012~2018 年银行间市场各类型发起机构个人汽车贷款 ABS 产品发行情况



个人汽车贷款 ABS 产品发行利率变动趋势与整体市场情况趋同,较同期其他类型证券化产品处于较低水平。这主要由于个人汽车贷款 ABS 的基础资产近年来表现良好,累计违约率水平很低;同时 AAA_{sf}档产品期限一般在 2 年左右,期限适中,因此获得了投资人的青睐,发行利率持续保持低位。2018 年以来,随着整体市场发行利率回落,个人汽车贷款 ABS 产品发行利率整体呈下降态势,AAA_{sf}档产品发行利率在 3.43~5.35%之间。

图 6: 个人汽车贷款资产支持证券 (AAA_{sf} 级) 发行利率统计



个人汽车贷款单笔贷款金额和期限适中，车辆多为借款人自用，借款人还款意愿较强，同时一定的首付比例和相对平滑的还款安排增强了贷款的安全性。**2018年发行的个人汽车贷款ABS产品的资产池特征较以往产品相比，分散程度进一步提高，但加权平均利率有所下降**

个人汽车贷款 ABS 产品的入池资产同质性较高，基础资产的信用状况主要取决于发起机构同类型业务历史表现、入池资产的贷款金额与资产价值比（以下简称“LTV”）、入池资产利率情况、单户集中度、地域集中度、车辆价值等。**2018年发行的个人汽车贷款 ABS 产品的基础资产具有以下特征：**

资产池分散度极高，整体质量较好。2018年发行的车贷 ABS 入池资产平均贷款笔数为 68,913 笔，较以往发行的产品增长 19.44%；平均单笔贷款未偿本金余额为 7.14 万元，较上一年差别不大，资产池分散程度仍然极高。

入池资产加权平均利率呈逐年下滑态势。2014年以来，车贷 ABS 入池资产加权平均利率整体呈下滑态势，这主要是由于汽车销售市场竞争日趋激烈，厂商系发起机构为获取更多的客户，通过贷款贴息或零息贷款等方式进行促销。但我们注意到，不同发起机构发起的车贷 ABS 入池资产利率差异较为明显，2016~2018年，入池资产加权平均利率最高分别为 14.29%、15.92%和 14.14%；最低分别为 2.79%、1.82%和 0.01%。其中，外资及合资品牌厂商系发起机构车贷业务开展较早，更多地采用贴息及免息贷款提高市场竞争力，整体资产池利率水平较低，而且随着补贴促销力度的加大，资产池加权平均利率呈逐年下降趋势；而自主品牌厂商系发起机构，由于业务起步较晚，目前放款利率整体还处于较高水平。

由商业银行发起的车贷 ABS 入池资产为信用卡分期债权，年化手续费率相对较低，导致资产池整体利率相对较低。

入池资产剩余期限相对较短，基础资产有一定回收价值。个人汽车贷款多为 3~5 年期贷款，已发行的车贷 ABS 入池资产加权平均剩余期限一般在 1.5~2.5 年，2018 年发行的车贷 ABS

入池资产加权平均剩余期限为 2.01 年，较以往产品差别不大。入池资产多采用等额本息的还款方式，现金流较为平滑，降低了大额尾款带来的风险。同时，等额本息的还款方式还款压力均衡，适宜大多数家庭的开支计划，还款压力较小。但我们注意到，部分厂商系发起机构引入了“轻松购车”等更为灵活的还款方式，将一部分本金偿还后置，借款人在后期可能面临一定的还款压力。

入池资产加权平均 LTV 基本处于 50~75% 的范围，不同产品间的加权平均 LTV 差异较小。抵押车辆以新车为主，在基础资产违约后有部分处置价值，能够在一定程度上减小借款人违约之后的资产池损失。2018 年发行的车贷 ABS 基础资产加权平均初始 LTV 为 62.76%，较以往产品差别不大。

借款人还款意愿较强，贷款安全性较强。与住房抵押贷款相比，汽车贷款单笔金额较小、期限较短，且车辆多为借款人自用，还款意愿较强；与消费贷款相比，汽车贷款有车辆抵押，一定的首付比例和相对平滑的还款安排增加了贷款的安全性。整体来看，汽车贷款的违约风险相对较低。

表 2：2018 年银行间市场已发行的个人汽车贷款 ABS 产品基础资产特征统计

基础资产特征		产品概况		
		汽车金融公司	商业银行	汽车集团财务公司 ¹
贷款笔数	范围	17,896 ~ 178,167	5,416 ~ 216,100	82,172
	均值	69,210	63,820	
单笔贷款平均本金余额（万元）	范围	1.50 ~ 25.15	6.82 ~ 9.48	3.89
	均值	7.06	8.46	
加权平均贷款利率	范围	1.15% ~ 14.14%	3.80% ~ 10.72%	0.01%
	均值	6.39%	6.81%	
初始 LTV	范围	54.64% ~ 74.69%	57.71% ~ 68.92%	52.40%
	均值	62.84%	64.84%	
加权平均账龄（年）	范围	0.45 ~ 0.92	0.23 ~ 1.81	0.77
	均值	0.66	0.74	
加权平均剩余期限（年）	范围	1.69 ~ 2.53	1.18 ~ 2.95	1.23
	均值	2.02	2.14	

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

表 3：2014~2017 年银行间市场已发行的个人汽车贷款 ABS 产品基础资产特征统计

基础资产特征		产品概况		
		汽车金融公司	商业银行	汽车集团财务公司
贷款笔数	范围	4,339 ~ 109,664	9,547 ~ 131,603	48,693 ~ 86,051
	均值	47,842	50,543	69,736
单笔贷款平均本金余额（万元）	范围	3.44 ~ 22.02	4.72 ~ 16.31	3.14 ~ 4.63
	均值	7.94	7.88	3.93
加权平均贷款利率	范围	1.82% ~ 15.92%	5.63% ~ 14.29%	3.11% ~ 4.52%
	均值	7.87%	10.45%	3.73%

¹ 2018 年，由汽车集团财务公司发起的个人汽车贷款 ABS 产品只有 1 单。

初始 LTV	范围	41.62%~67.17%	42.47%~72.49%	60.64%~63.47%
	均值	62.27%	62.25%	61.71%
加权平均账龄(年)	范围	0.43~1.61	0.22~1.28	0.81~1.07
	均值	0.88	0.52	0.91
加权平均剩余期限(年)	范围	1.37~2.76	1.65~2.62	1.51~1.78
	均值	1.98	2.27	1.60

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

个人汽车贷款ABS产品在交易结构上通常采用优先级/次级、超额抵押、流动性储备账户/混同储备账户等增信安排；同时，近年来个人汽车贷款ABS产品在交易结构上也多有创新，如循环结构、不完全分配顺序安排等，这些交易结构的设置可以在一定程度上保障了优先级证券的偿付，缓解可能存在的流动性风险、混同风险等

在交易结构方面，已发行的个人汽车贷款ABS产品都采用了优先级/次级的结构设计，次级比例越高，优先级证券所获得的信用支持越多。截至2018年末，已发行的个人汽车贷款ABS产品次级比例最高为17.69%，绝大部分产品次级比例处于5~15%之间。

除了优先级/次级的结构设计以外，车贷ABS产品还多采用超额抵押。该设置主要出现在由汽车金融公司发起的车贷ABS产品中，这是由于汽车金融公司的贴息资产较多，资产池加权平均贷款利率水平较低，存在一定的利率倒挂，通过设置超额抵押可以在一定程度上缓解这类风险并对优先级证券起到增信作用。在2018年发行的车贷ABS产品中，共有11单设置了超额抵押，超额抵押已经成为越来越常用的内部增信措施。

表 4：截至 2018 年末设置超额抵押的个人汽车贷款 ABS 产品概况

产品名称	超额抵押比例	资产池加权平均利率	优先 A 档发行利率
和信 2018 年第一期汽车分期贷款资产支持证券	2.36%	3.83%	3.65%
速利银丰中国 2018 年第二期个人汽车抵押贷款支持证券	10.58%	4.38%	3.65%
唯盈 2018 年第四期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.56%	2.99%	3.43%
唯盈 2018 年第三期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.89%	2.82%	3.50%
速利银丰中国 2018 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券	11.05%	4.14%	3.90%
吉时代 2018 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	2.99%	4.07%	4.00%
福元 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券	6.30%	1.15%	3.91%
唯盈 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.95%	2.47%	4.39%
上和 2018 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	3.14%	0.01%	4.65%
福元 2018 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	6.30%	1.60%	5.20%
乐融 2017 年第一期个人汽车贷款资产支持证券	0.89%	8.90%	5.00%
华驭第八期汽车抵押贷款支持证券	0.50%	1.87%	5.14%
速利银丰中国 2017 年第二期个人汽车抵押贷款支持证券	11.56%	3.88%	4.90%
华驭第七期汽车抵押贷款支持证券	0.54%	1.85%	4.95%
福元 2017 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券	5.80%	2.42%	4.65%
华驭第六期汽车抵押贷款支持证券	0.50%	1.89%	5.05%
速利银丰中国 2017 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券	10.95%	4.24%	4.70%
福元 2017 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	3.87%	3.99%	4.57%

上和 2017 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.84%	3.57%	4.25%
华驭第五期汽车抵押贷款支持证券	0.50%	2.79%	3.50%
上和 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	0.50%	4.52%	3.15%
速利银丰中国 2016 年第二期汽车贷款支持证券	11.47%	5.00%	3.27%
福元 2016 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.13%	6.20%	2.85%
华驭第四期汽车抵押贷款支持证券	0.50%	3.63%	3.16%
神融 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	1.15%	6.92%	3.25%
福元 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券	0.75%	7.30%	3.20%
速利银丰中国 2016 年第一期汽车贷款支持证券	11.61%	5.69%	3.03%
华驭第三期汽车抵押贷款支持证券	0.50%	4.34%	3.30%
福元 2015 年第二期个人汽车抵押贷款证券化信托	0.25%	8.12%	3.50%
华驭第二期汽车抵押贷款证券化信托	0.50%	4.32%	3.80%
福元 2015 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托	1.60%	7.30%	4.90%
华驭 2014 年第一期汽车抵押贷款证券化信托	0.50%	8.81%	4.80%
福元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托	4.21%	4.55%	5.50%

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

流动性储备账户、混同储备账户等储备账户的设置也是车贷ABS产品中常采用的增信措施之一，这些储备账户是在信托账户下设立的子账户。流动性储备是指在信托成立时或触发信用事件时，发起机构自身或指令受托机构将一定金额划转至流动性储备账户，用于支付各项税费和优先级证券利息。混同风险多出现在资产服务机构信用等级下降时，其自身财产可能与信托财产混同，通过设置混同储备账户和设置不同频率的回收款转付机制，可以在一定程度上缓解混同风险。

此外，车贷ABS产品中还会设置加速清偿事件、违约事件等信用触发事件，信用触发事件通过改变现金流支付顺序以保障优先级证券本息的优先兑付。当基础资产的累计违约率到达一定水平时触发加速清偿事件，将不再分配次级证券的期间受益，以保证优先级证券本息的偿付；当情况进一步恶化或相关的重要参与方资信状况恶化时，会触发违约事件，不再区分本金账与收益账，将改变正常景况下的现金流分配顺序，优先偿付级别较高的证券本息。上述增信措施及信用触发事件的设置可以在一定程度上给优先级证券提供信用支持。

交易结构创新

截至 2018 年末，累计共有 5 单个人汽车贷款 ABS 产品采用了循环购买结构。其中，在 2018 年发行的 29 单产品中，只有“18 德宝天元 2”设置了循环购买，这也是宝马汽车金融对动态资产池结构的首次尝试。总体来看，由于汽车抵押贷款一般具有比较明确的还本付息安排，加之入池基础资产的剩余期限比较符合投资者的期限偏好，故资产池以静态为主，循环购买的设置在车贷 ABS 产品中尚不具有普遍性。

除循环购买结构外，车贷 ABS 产品中还引入了一些其他创新。2018 年，由招商银行发起的“18 和信 1”将优先级证券分为优先 A 档、优先 B 档和优先 C 档，评级分别为 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 A_{sf}，成为首单设置优先 C 档证券的车贷 ABS 产品，满足了投资者更为多元化的风险收益

偏好。

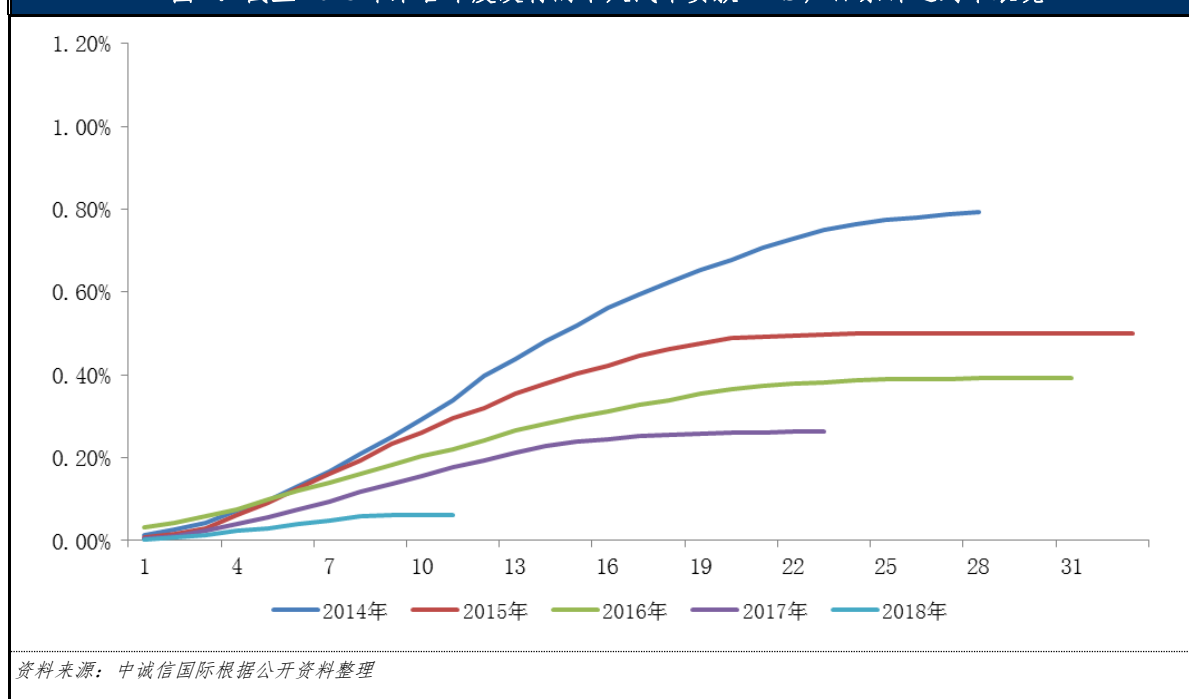
近几年来，个人汽车贷款 ABS 产品快速发展，交易结构方面也在不断创新，例如循环购买结构、“华驭”系列产品的“红池”“黑池”转换机制、折现机制和非完全分配顺序等。目前来看，个人汽车贷款 ABS 产品交易结构趋于稳定，随着证券化市场的发展和经验的积累，未来车贷 ABS 会有更多创新，我们将保持持续关注。

2018年，个人汽车贷款ABS产品表现良好，资产池累计违约率处于较低水平，不同类型机构有所差异；早偿情况比较普遍，早偿率略有提高，不同类型机构有所差异。同时，我们也注意到，2018年国内汽车市场产销量下滑，市场竞争加剧，或将导致厂商系汽车金融公司放松授信标准以提振汽车销售，或减少免息贷款增加收益，贷款政策变化对个人汽车贷款信用表现的影响值得关注

违约率

已发行的个人汽车贷款 ABS 产品的累计违约率²整体处于较低水平。与其他类型信贷资产（如对公贷款、经营性贷款）相比，个人汽车贷款主要用途为借款人购买车辆以自用，在我国受经济周期影响相对较小；此外，个人汽车贷款金额较小、期限较短，借款人还款压力较小、还款意愿较强。从历史情况来看，2014~2018 年在银行间市场发行的 100 单个人汽车贷款 ABS 产品，总体表现良好；而且，不同年份发行的车贷 ABS 产品的累计违约率呈逐年下降趋势。同时，我们也注意到，2018 年国内汽车市场产销量下滑，市场竞争加剧，或将导致厂商系汽车金融公司放松授信标准以提振汽车销售，或减少免息贷款增加收益，贷款政策变化对个人汽车贷款信用表现的影响值得关注。

图 7：截至 2018 年末各年度发行的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现³

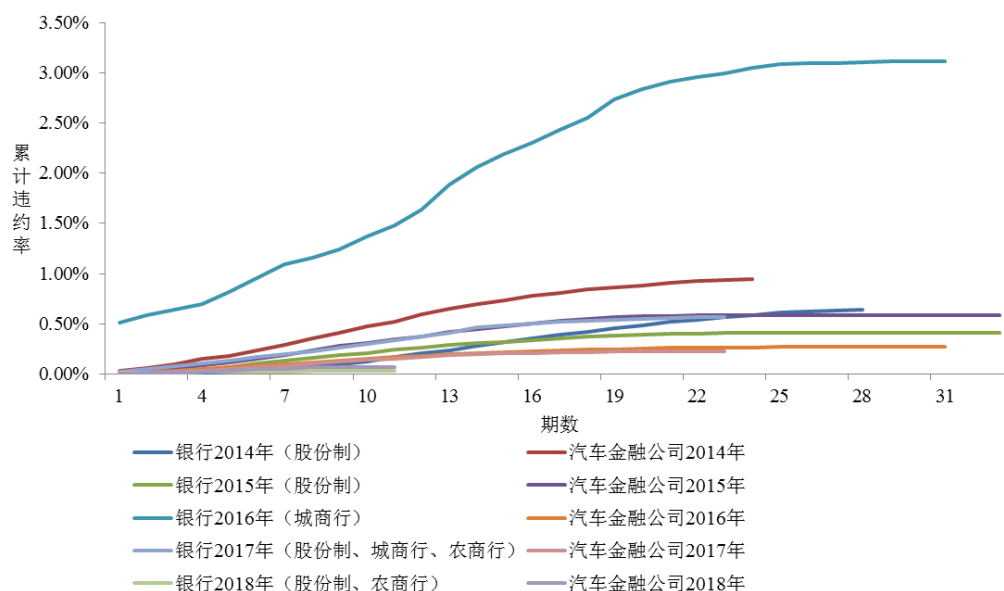


² 本文对累计违约率的统计为截至产品清算或 2018 年末（孰早）。

³ 图 7 与图 8 中的累计违约率=累计违约金额/初始起算日资产池余额，其余图表中对累计违约率的统计参考各期受托报告。

从发起机构类型来看，汽车金融公司和股份制银行发起的车贷 ABS 产品累计违约率近年来均保持在较低水平，城商行和农商行发起的车贷 ABS 产品累计违约率相对较高。这主要是因为，股份制银行资金充足，而汽车金融公司在整车厂贴息支持下，可以提供较低息的贷款，因此在较好的风险控制下，股份制银行和汽车金融公司可以吸引到信用质量更好的客户。

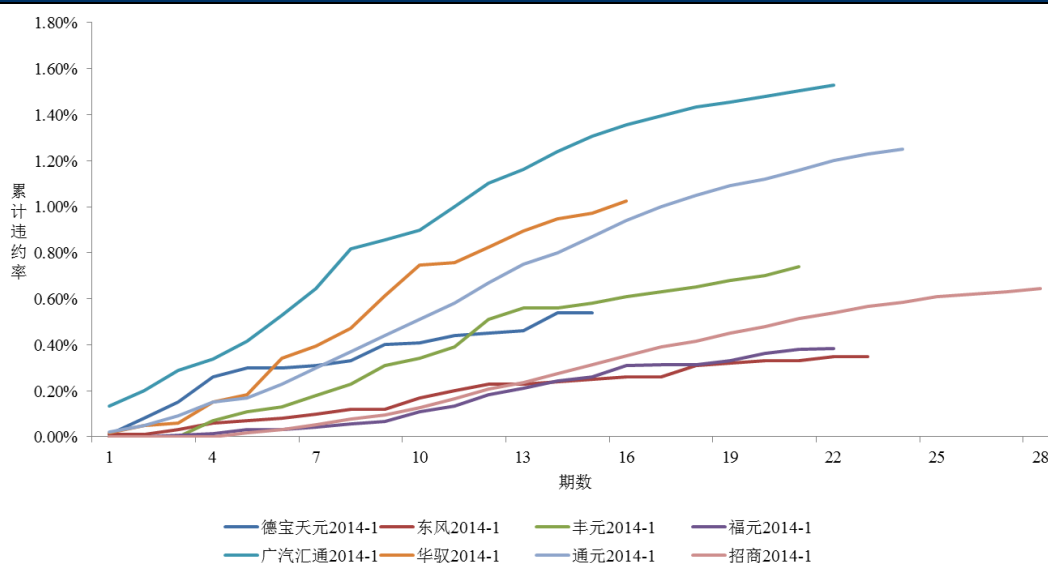
图 8：截至 2018 年末不同类型机构发起的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

分年度来看，2014 年银行间市场共发行 8 单车贷 ABS 产品，已于 2016 年全部清算完毕，总体表现良好。其中，7 单由汽车金融公司发起，累计违约率处于 0.35~1.53% 之间；1 单由银行发起，累计违约率为 0.64%。

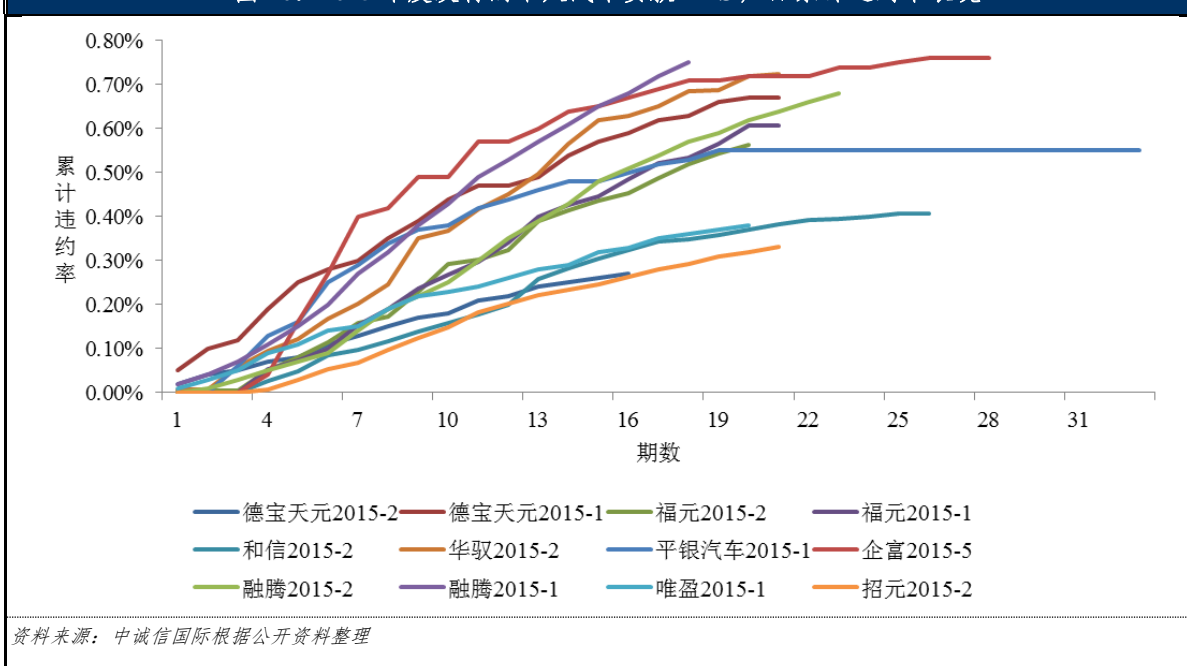
图 9：2014 年度发行的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

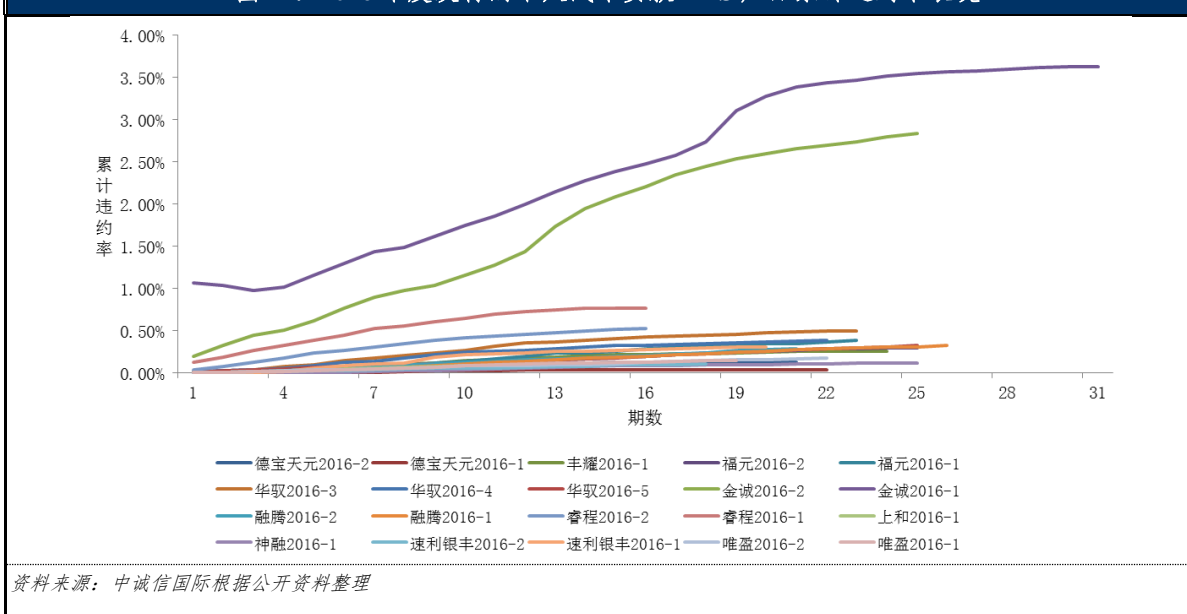
2015 年银行间市场共发行 12 单车贷 ABS 产品,已于 2018 年全部清算完毕。截至 2018 年末,累计违约率处于 0.27~0.76%之间,较上一年发行的产品有所下降。其中,8 单由汽车金融公司发起,累计违约率处于 0.27~0.75%之间;4 单由银行发起,累计违约率处于 0.33~0.76%之间。

图 10: 2015 年度发行的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现



2016 年银行间市场共发行 20 单车贷 ABS 产品,其中 18 单已清算完毕。截至 2018 年末,累计违约率处于 0.04~3.63%之间。其中,18 单由汽车金融公司和汽车集团财务公司发起,累计违约率处于 0.04~0.77%之间;2 单由银行发起,累计违约率处于 2.84~3.63%之间,相对较高。

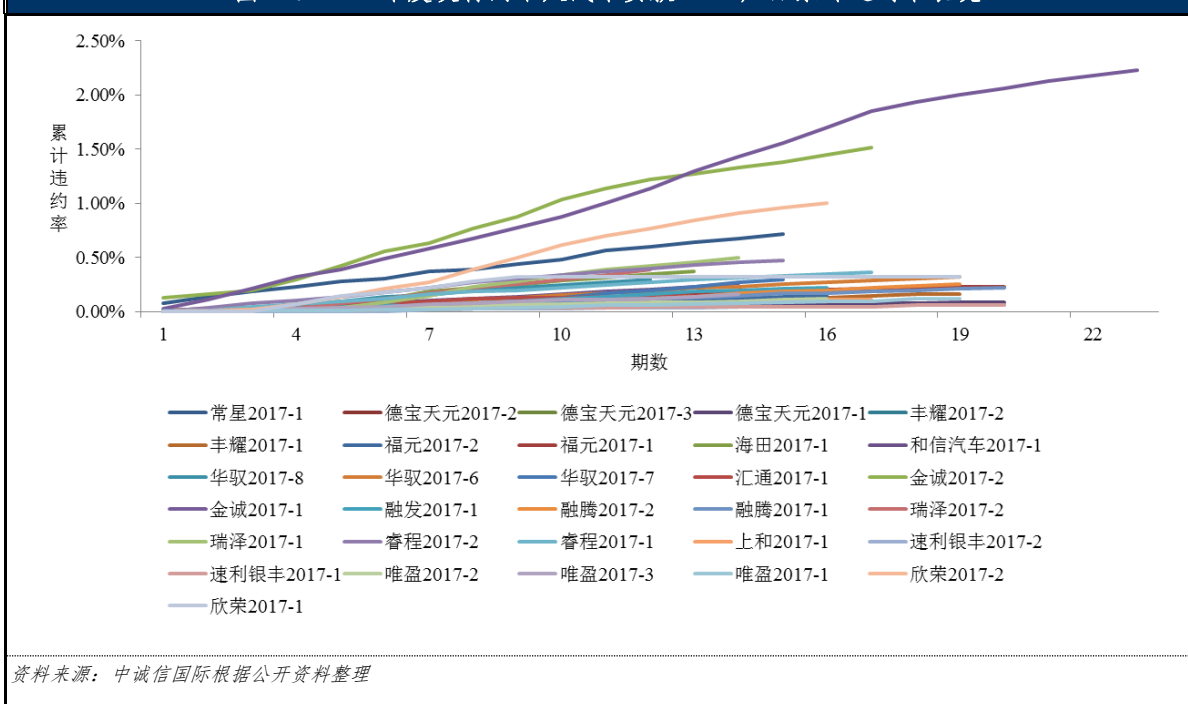
图 11: 2016 年度发行的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现



2017 年银行间市场共发行 31 单车贷 ABS 产品,其中 9 单已清算完毕。截至 2018 年末,累

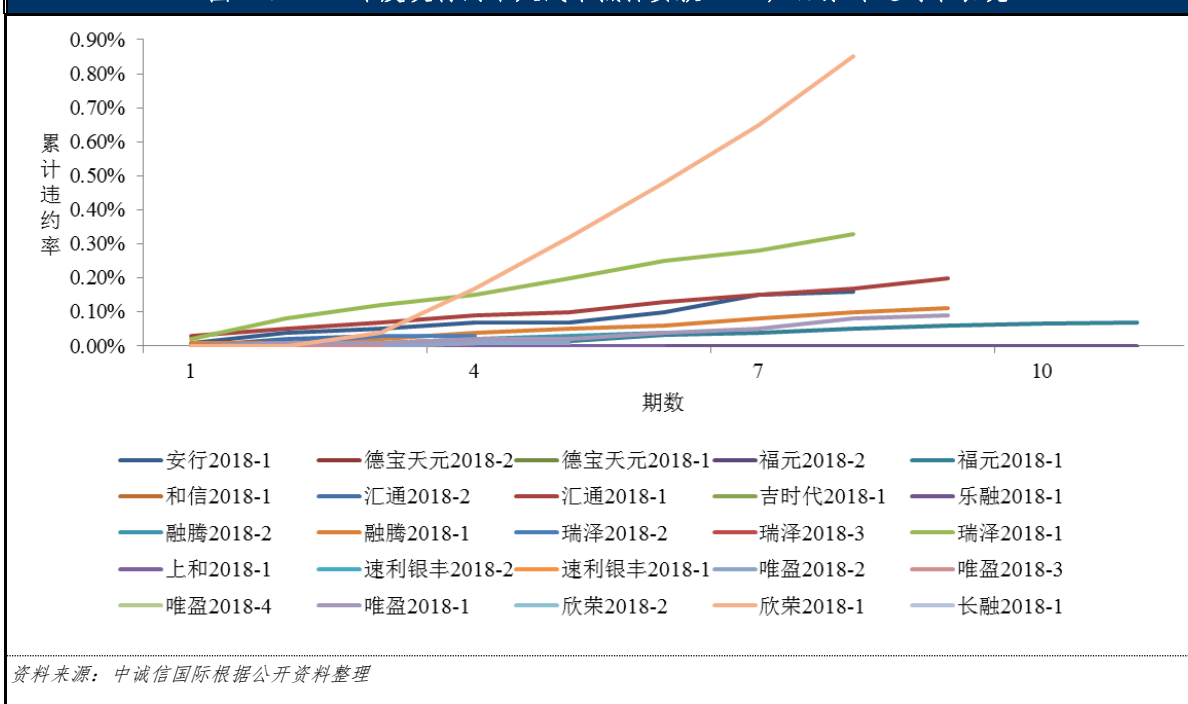
计违约率处于 0.05~2.23% 之间。其中, 27 单由汽车金融公司和汽车集团财务公司发起, 累计违约率处于 0.05~1.00% 之间; 4 单由银行发起, 累计违约率处于 0.27~2.23% 之间。

图 12: 2017 年度发行的个人汽车贷款 ABS 产品累计违约率表现



2018 年银行间市场共发行 29 单个人汽车抵押贷款 ABS 产品, 全部处于存续期。截至 2018 年末, 累计违约率处于 0.00~0.85% 之间。其中, 25 单由汽车金融公司和汽车集团财务公司发起, 累计违约率处于 0.00~0.85% 之间; 4 单由银行发起, 累计违约率处于 0.00~0.16% 之间。

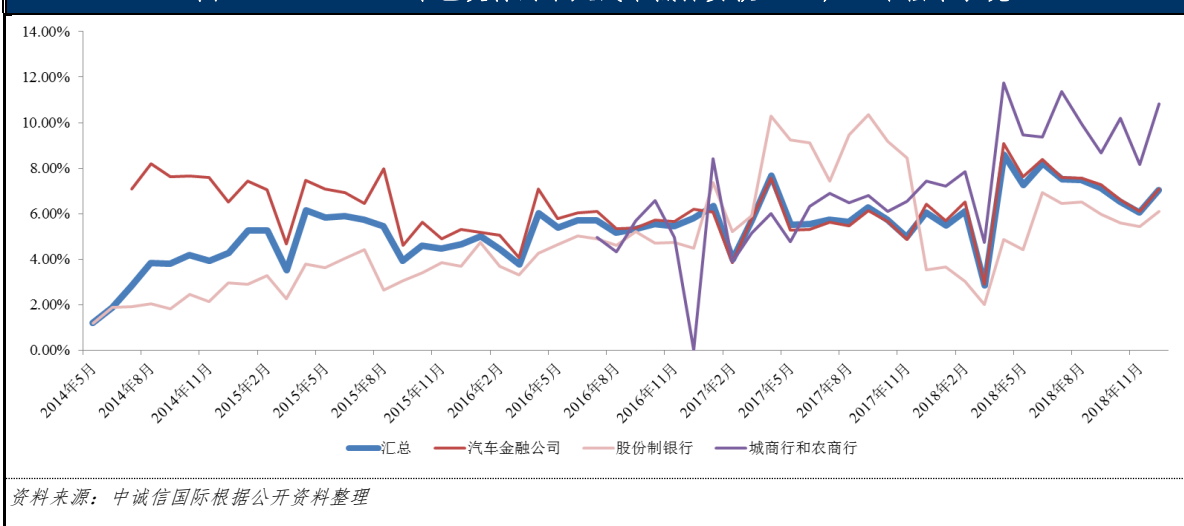
图 13: 2018 年度发行的个人汽车抵押贷款 ABS 产品累计违约率表现



早偿率

个人汽车贷款 ABS 产品基础资产的早偿情况比较普遍,整体来看,早偿率在一定范围内波动,波动程度相对稳定。在个人汽车贷款 ABS 发展初期,不同类型发起机构早偿率有所差异。随着 2015 年下半年以来我国贷款基础利率趋于平稳,各类发起机构早偿情况呈收敛趋势。2018 年以来,早偿率整体略有升高。

图 14: 2014~2018 年已发行的个人汽车抵押贷款 ABS 产品早偿率表现⁴



结论

总体来看,2018 年,随着消费转型,我国汽车消费金融渗透率进一步提升,银行间市场个人汽车贷款证券化保持稳定增长。由于基础资产分散度高、表现较好,个人汽车贷款 ABS 优先级产品的发行利率普遍较低。目前我国个人汽车贷款 ABS 产品的违约风险相对较低,产品发行利率较其他证券化产品也略低,随着产品结构设计趋于稳定,加之监管机构对资产证券化等金融产品扶持政策的持续推进,预计 2019 年个人汽车贷款 ABS 产品规模将保持增长。

依托于丰富的汽车金融经验与整车厂的支持,预计 2019 年厂商系发起机构在规模和单数上仍将保持着绝对优势,随着国产汽车品牌和国内汽车金融市场的不断发展,我国自主品牌整车厂旗下的汽车金融公司在个人汽车贷款 ABS 中将扮演着越来越重要的角色。

同时,受宏观经济增速回落等因素的影响,2018 年国内汽车市场产销量下滑,市场竞争加剧,个人汽车贷款政策的变化及其对个人汽车贷款 ABS 产品信用表现的影响值得关注。

⁴ 对早偿率的统计从各期产品第二期开始,并已年化处理。

附表：

表 5：银行间市场已发行的个人汽车贷款 ABS 产品基础资产情况一览

产品名称	发行规模 (亿元)	贷款笔数 (笔)	单笔贷款 平均本金 余额 (万元)	加权平均 利率	加权平均 账龄 (年)	加权平均 剩余期限 (年)	初始 LTV
18 盛世融迪 1	11.91	22,210	5.36	8.27%	0.73	2.17	59.86%
18 建优 1	9.69	10,218	9.48	3.80%	0.23	2.95	67.72%
18 汇通 3	40.00	69,488	5.76	7.74%	0.77	1.99	59.40%
18 吉时代 2	40.00	103,629	3.86	4.60%	0.66	1.69	62.88%
18 德宝天元 2	45.00	31,475	14.30	5.68%	0.68	2.04	62.68%
18 瑞泽 3	40.00	85,548	4.68	9.33%	0.63	2.08	68.05%
18 和信 1	147.48	216,100	6.82	3.83%	0.59	1.84	57.71%
18 速利银丰 2	94.20	62,654	15.03	4.38%	0.86	1.97	58.53%
18 唯盈 4	45.00	85,984	5.23	2.99%	0.57	1.84	56.57%
18 长融 1	19.97	38,655	5.17	2.51%	0.61	2.00	63.32%
18 欣荣 2	29.65	58,902	5.03	12.94%	0.72	2.19	74.69%
18 德宝天元 1	45.00	17,896	25.15	6.15%	0.45	2.37	65.11%
18 汇通 2	40.00	69,865	5.73	7.65%	0.70	2.01	58.51%
18 唯盈 3	45.00	87,240	5.16	2.82%	0.57	1.83	55.84%
18 速利银丰 1	94.79	60,174	15.75	4.14%	0.82	2.04	58.53%
18 吉时代 1	20.00	48,217	4.15	4.07%	0.48	1.82	61.91%
18 瑞泽 2	20.00	38,292	5.22	9.76%	0.48	2.30	70.09%
18 福元 2	40.00	58,587	1.50	1.15%	0.58	1.71	60.08%
18 唯盈 2	45.00	86,739	5.19	2.47%	0.52	1.86	54.64%
18 上和 1	32.01	82,172	3.89	0.01%	0.77	1.23	52.40%
18 融腾 2	100.00	178,167	5.84	6.02%	0.89	2.13	66.60%
18 瑞泽 1	40.00	116,501	3.43	9.79%	0.78	2.05	67.10%
18 欣荣 1	30.00	59,426	5.05	14.14%	0.72	2.18	70.87%
18 安行 1	19.38	23,546	8.23	10.72%	1.81	1.18	65.02%
18 汇通 1	40.00	85,457	4.68	7.66%	0.92	1.71	56.43%
18 唯盈 1	45.00	60,354	7.46	7.38%	0.52	2.53	70.59%
18 融腾 1	30.00	75,016	4.00	10.14%	0.70	2.13	66.38%
18 福元 1	40.00	60,558	6.61	1.60%	0.58	1.82	59.61%
17 乐融 1	5.05	5,416	9.32	8.90%	0.34	2.62	68.92%
17 瑞泽 2	40.00	92,116	4.34	9.48%	0.77	2.03	67.08%
17 德宝天元 3	40.00	32,341	12.37	5.80%	1.35	1.56	65.76%
17 华驭 8	35.00	63,346	5.53	1.87%	0.67	1.82	41.62%
17 汇通 1	40.00	83,666	4.78	7.71%	0.88	1.81	57.41%
17 丰耀 2	30.00	41,175	7.29	8.38%	0.87	2.01	63.53%
17 海田 1	15.29	48,693	3.14	3.11%	0.81	1.51	63.47%
17 和信 1	101.48	116,183	8.73	9.34%	0.53	2.46	65.26%
17 瑞泽 1	29.79	86,639	3.44	15.65%	1.00	1.90	65.92%
17 唯盈 3	34.99	50,146	6.98	7.39%	0.67	2.33	52.78%

17 速利银丰 2	59.27	35,615	16.64	3.88%	0.80	2.15	59.81%
17 睿程 2	35.00	84,853	4.12	7.71%	0.93	1.79	59.38%
17 华驭 7	39.99	73,989	5.40	1.82%	0.68	1.81	56.08%
17 常星 1	12.54	23,364	5.37	10.43%	0.50	2.17	59.95%
17 欣荣 2	20.00	59,994	4.98	15.92%	1.04	1.74	66.00%
17 融发 1	30.00	65,905	6.72	5.72%	0.75	1.82	61.81%
17 福元 2	39.99	60,364	6.28	2.42%	0.54	1.94	58.64%
17 德宝天元 2	40.00	30,615	13.07	5.96%	1.31	1.63	65.50%
17 唯盈 2	29.99	47,313	6.34	7.32%	0.64	2.31	53.85%
17 金诚 2	5.86	10,820	5.74	12.99%	0.22	2.62	72.49%
17 华驭 6	45.00	83,796	5.37	2.27%	0.77	1.78	56.92%
17 丰耀 1	30.00	48,196	6.22	8.24%	0.91	1.98	62.91%
17 睿程 1	34.99	67,496	5.18	6.03%	0.83	1.75	58.56%
17 融腾 2	29.10	87,714	4.56	11.20%	0.85	2.12	65.82%
17 唯盈 1	40.00	66,351	6.03	7.28%	0.73	2.22	66.81%
17 速利银丰 1	55.05	38,173	16.19	4.24%	0.88	2.06	61.05%
17 福元 1	28.84	45,912	6.53	3.99%	0.52	2.09	59.82%
17 德宝天元 1	40.00	26,152	15.30	5.89%	1.12	1.81	54.59%
17 上和 1	39.13	86,051	4.63	3.57%	0.86	1.78	60.64%
17 融腾 1	40.00	72,875	5.49	6.85%	0.82	2.14	63.07%
17 欣荣 1	9.99	25,590	3.91	14.58%	0.86	1.95	65.65%
17 金诚 1	17.33	33,124	5.23	12.99%	0.24	2.55	72.35%
16 华驭 5	39.80	71,248	5.61	2.79%	0.79	1.77	57.50%
16 德宝天元 2	40.00	23,085	17.33	5.85%	0.88	2.01	64.85%
16 上和 1	29.85	74,463	4.03	4.52%	1.07	1.51	61.03%
16 速利银丰 2	42.17	28,040	16.99	5.00%	0.89	2.02	62.96%
16 金诚 2	16.97	35,216	4.82	13.69%	0.29	2.47	65.45%
16 丰耀 1	30.00	45,425	6.60	8.44%	1.10	1.93	64.75%
16 唯盈 2	40.00	67,350	5.94	7.43%	0.73	2.18	65.74%
16 福元 2	29.66	40,668	7.38	6.20%	0.43	2.29	61.89%
16 睿程 2	30.00	61,495	4.88	8.61%	0.97	1.73	60.88%
16 华驭 4	29.85	52,388	5.73	3.63%	0.83	1.75	57.59%
16 融腾 2	40.00	109,664	3.65	14.00%	0.54	2.18	65.57%
16 德宝天元 1	40.00	22,148	18.06	5.79%	0.80	1.91	64.03%
16 唯盈 1	30.00	52,862	5.68	7.16%	0.79	2.06	65.75%
16 神融 1	10.00	20,765	4.87	6.92%	0.57	2.02	59.22%
16 金诚 1	9.28	19,666	4.72	14.29%	0.23	2.50	62.21%
16 福元 1	29.78	42,135	7.12	7.30%	0.50	2.76	62.24%
16 速利银丰 1	24.99	14,774	19.14	5.69%	0.87	2.05	65.65%
16 融腾 1	30.00	83,644	3.59	12.97%	0.96	2.02	65.81%
16 睿程 1	15.00	33,021	4.54	11.98%	1.18	1.72	63.15%
16 华驭 3	29.85	53,106	5.68	4.34%	0.86	1.74	57.26%
15 企富 5	10.30	9,547	10.79	10.55%	1.28	1.65	63.21%
15 福元 2	29.92	44,968	6.67	8.12%	0.65	2.11	62.88%
15 和信 2	52.74	63,412	8.32	5.63%	0.74	1.97	51.41%

15 唯盈 1	15.00	27,088	5.54	10.60%	0.93	1.94	65.09%
15 德宝天元 2	35.00	27,440	12.76	5.23%	1.49	1.48	66.45%
15 融腾 2	30.00	50,830	5.90	13.55%	0.61	2.38	66.21%
15 平银 1	31.47	19,293	16.31	9.22%	0.55	2.25	65.20%
15 华驭 2	18.91	31,432	6.16	4.55%	0.80	1.78	57.26%
15 招元 2	105.47	131,603	8.01	6.16%	0.47	2.03	64.75%
15 德宝天元 1	25.69	11,663	22.02	8.37%	0.81	2.23	66.49%
15 融腾 1	40.00	72,225	5.54	13.56%	1.05	2.13	66.45%
15 福元 1	29.52	41,275	7.27	7.30%	0.45	2.25	63.80%
14 通元 1	30.00	58,460	5.13	13.89%	1.57	2.33	67.17%
14 广汽汇通 1	8.00	11,417	7.01	12.45%	1.04	2.15	66.00%
14 华驭 1	7.96	13,696	5.83	8.57%	1.61	1.37	64.90%
14 德宝天元 1	8.00	4,339	18.44	9.63%	1.45	1.53	66.04%
14 东风 1	8.00	13,865	5.77	13.46%	0.87	2.00	65.35%
14 福元 1	8.00	13,044	6.40	4.55%	0.45	2.02	63.07%
14 丰元 1	8.00	13,118	6.10	13.01%	1.48	1.74	66.86%
14 招商 1	81.09	93,741	8.65	9.61%	0.62	2.33	42.47%
12 上元 1	10.00	24,303	4.11	11.88%	1.71	1.24	65.10%
12 通元 1	20.00	58,460	5.13	13.89%	1.57	2.33	67.17%
08 通元	19.01	32,947	6.05	9.53%	1.00	2.17	67.00%

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
田野	结构融资部	高级分析师/项目经理
王子豪	结构融资部	分析师/项目经理
秦政	结构融资部	助理分析师
王艺杰	结构融资部	助理分析师