

# 2023 年 Auto-ABS 存续期表现——双重去杠杆助信用风险持续下降，发行利率创新低获投资人认可

本期小编：结构评级五部 李 倪 沈柯燕

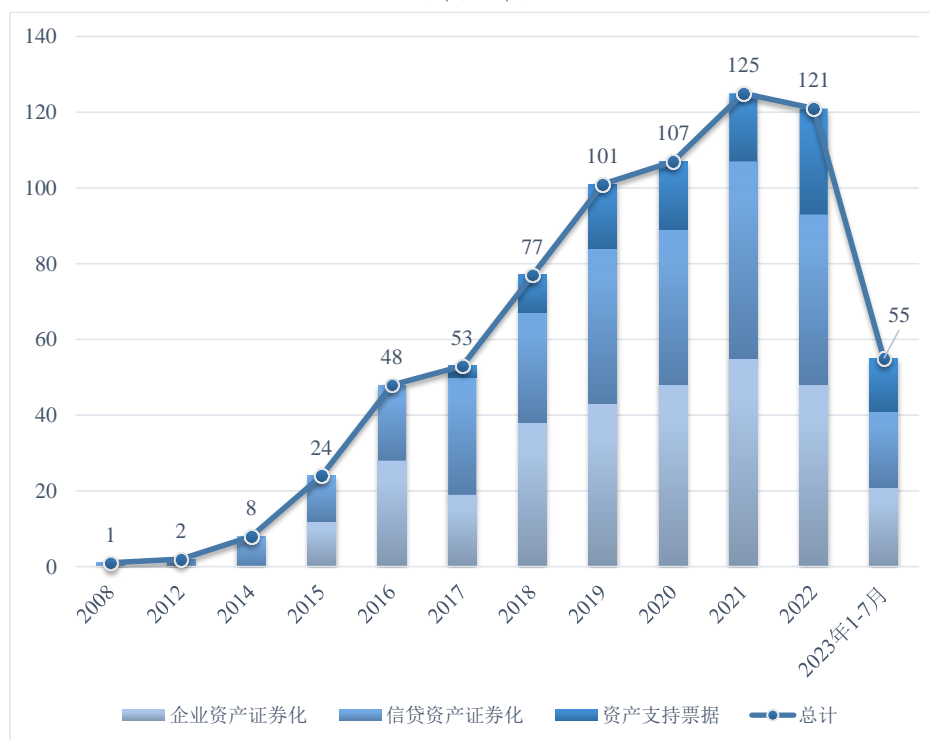
## 一、市场发行概况

### 1. 市场发行概况

Auto-ABS 市场自 2012 年重启后，发行总量稳步增长；2022 年，国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，Auto-ABS 发行规模首次出现下降；2023 年上半年，宏观经济继续承压，汽车消费市场复苏动能有限，Auto-ABS 的发行速度较上年同期有所减缓。2023 年 1—7 月 Auto-ABS 产品共发行 55 单，发行规模 1437.46 亿元，发行规模较上年同期下降 19.48%。其中，信贷资产证券化产品发行 20 单，发行规模 1034.86 亿元，占比 71.99%（发行规模同比下降 20.61%）；企业资产证券化产品发行 21 单，发行规模 204.35 亿元，占比 14.22%（发行规模同比下降 10.01%）；资产支持票据发行 14 单，发行规模 198.25 亿元，占比 13.79%（发行规模同比下降 22.17%）。

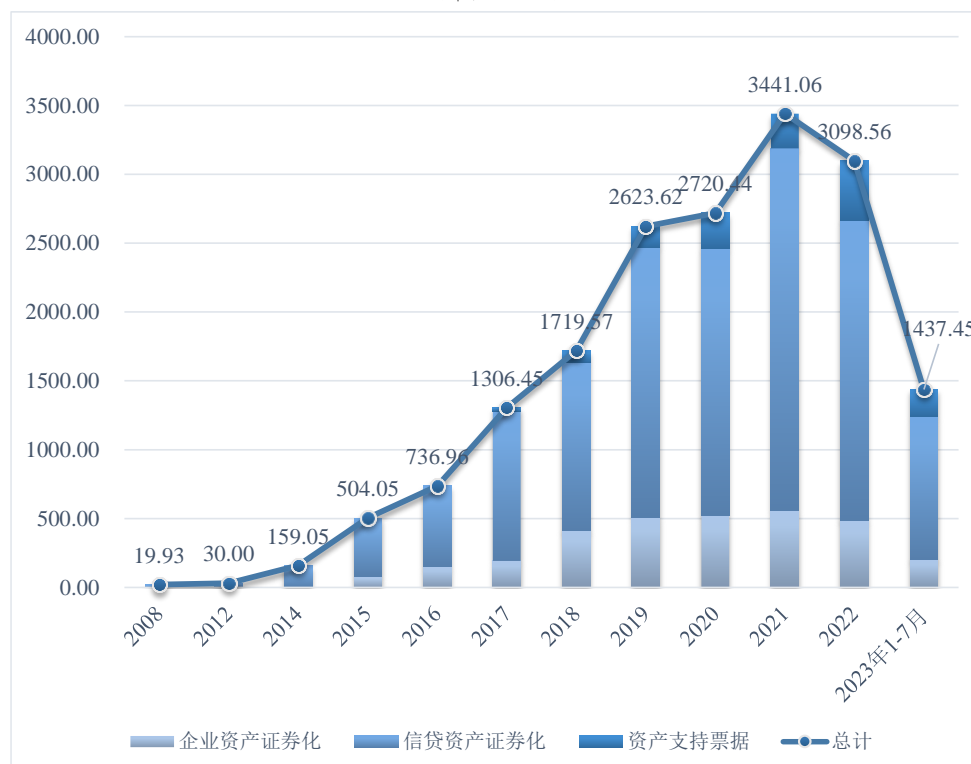
总体来看，2023 年 1—7 月 Auto-ABS 市场企业资产证券化产品发行单数与信贷资产证券化产品基本持平，但由于单个产品发行规模较小，其发行规模明显低于信贷资产证券化产品；企业资产证券化产品发行规模占比略微提升，占比由 12.72% 提升至 14.22%。2008 年—2023 年 7 月各类型市场 Auto-ABS 发行单数和发行规模情况详见图 1 和图 2。

图 1 2008 年—2023 年 7 月各类型市场 Auto-ABS 发行单数情况  
(单位: 单)



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2008年-2023年7月各类型市场 Auto-ABS 发行规模情况  
(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

## 2. 部分发行主体发行量减少, 发行主体集中度略上升

2023年1—7月 Auto-ABS 发行主体共计 36 家, 其中, 23 家为融资租赁公司, 11 家为汽车金融公司, 2 家为保理公司。从发行主体的变动来看, 2023 年 1—7 月, Auto-ABS 市场的发行主体相比于 2022 年新增加了远海融资租赁(天津)有限公司、中集融资租赁有限公司、海通恒信小微融资租赁(上海)有限公司等 6 家融资租赁公司以及 1 家保理公司, 减少了 11 家融资租赁公司, 6 家汽车金融公司和 1 家商业银行, 总的来看汽车金融公司退出较多, 发行主体集中度略微上升。

从发行单数来看, 2023 年 1—7 月, 汽车金融公司发行 20 单, 同比下降 23.08%; 融资租赁公司发行 35 单, 同比下降 12.50%。从发行规模来看, 汽车金融公司发行规模 1034.86 亿元, 占比 71.99%, 发行规模同比下降 19.68%, 平均发行规模 51.74 亿元; 融资租赁公司发行规模 402.60 亿元, 占比 28.01%, 发行规模同比下降 16.43%, 平均发行规模 11.50 亿元。总体来看, 汽车金融公司在发行规模上仍占据主导地位且单均规模较大, 而融资租赁公司虽然单均规模较小, 但其发行单数更多, 占比达 63.64%。

## 3. 绿色 Auto-ABS 市场占有率进一步提升

随着多地组织开展新能源汽车下乡活动以及《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》的出台, 绿色 Auto-ABS 市场进一步扩大。2023 年 1—7 月, 比亚迪汽车金融有限公司、天津长城滨银汽车金融有限公司、上汽通用汽车金融有限责任公司等 5 家发行主体共发行 7 单绿色 Auto-ABS/碳中和 ABS, 发行规模达 228.30 亿元, 占 Auto-ABS 发行规模的比重由去年同期的 6.80% 提升至 15.88%。绿色 Auto-ABS 占比的显著提升反映了新能源汽车证券化产品的市场认可度

越来越高，此外，由于此轮新能源汽车购车优惠政策的延续时间较长，绿色 Auto-ABS 市场占有率有望进一步提高。

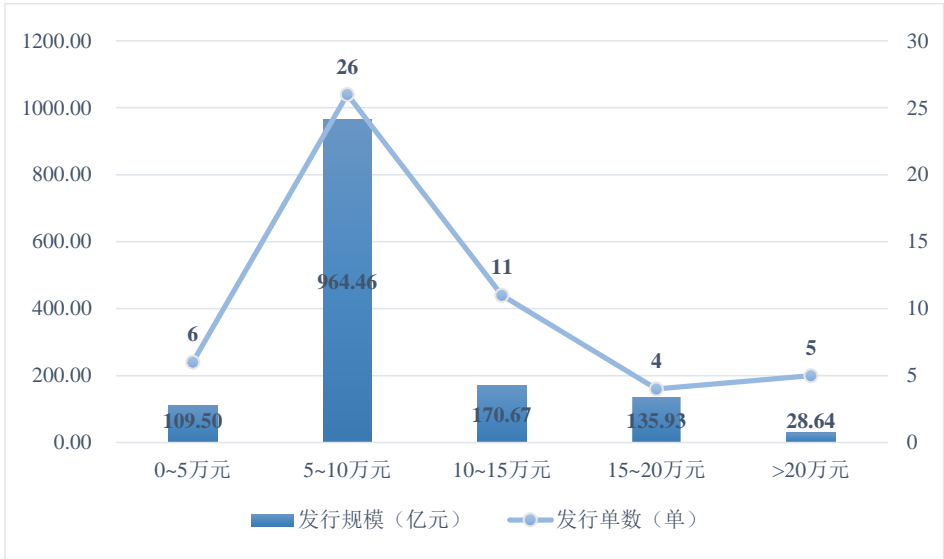
## 二、存续产品表现<sup>1</sup>

### 1. 资产池特征表现

#### 1.1 资产池分散度高

2023 年 1—7 月发行的有公开数据的 Auto-ABS 项目中，入池贷款笔数在 1 万笔以上的有 37 单，占总发行单数的 71.15%，发行规模共计 1319.32 亿元，占总发行规模的 93.62%；入池贷款笔数均在 5~10 万元的发行规模共计 964.46 亿元，占总发行规模的 68.44%，整体加权平均笔均未偿本金余额为 9.47 万元（未偿本金余额基准时点为各项目初始起算日），入池资产单笔金额较低。整体上，资产分散度高（详见图 3）。

图 3 2023 年 1—7 月 Auto-ABS 发行证券资产池贷款笔均金额



注：上图横坐标表示贷款单笔平均未偿本金余额区间。“~”表示范围，例如 0~5 万元表示大于 0 但小于等于 5 万元，下同  
数据来源：Wind，联合资信整理

#### 1.2 合同期限在 36 期以上的产品数量占比较高

2023 年 1—7 月发行的有期限类公开数据的 Auto-ABS 项目共 52 单，涉及发行规模 1409.20 亿元。账龄主要集中在 0~12 个月之间，共涉及产品 45 单，发行规模 1265.40 亿元，占比 89.80%，分布较去年相比，短账龄资产的占比有所增加；剩余期限主要集中在 24~30 个月之间，共涉及产品 21 单，发行规模 696.62 亿元，占比 49.43%，分布较去年相比，长剩余期限资产的占比有所增加。一般来说，资产池的账龄越长、剩余期限越短，借款人的违约成本越高、意愿越低、违约风险越小。

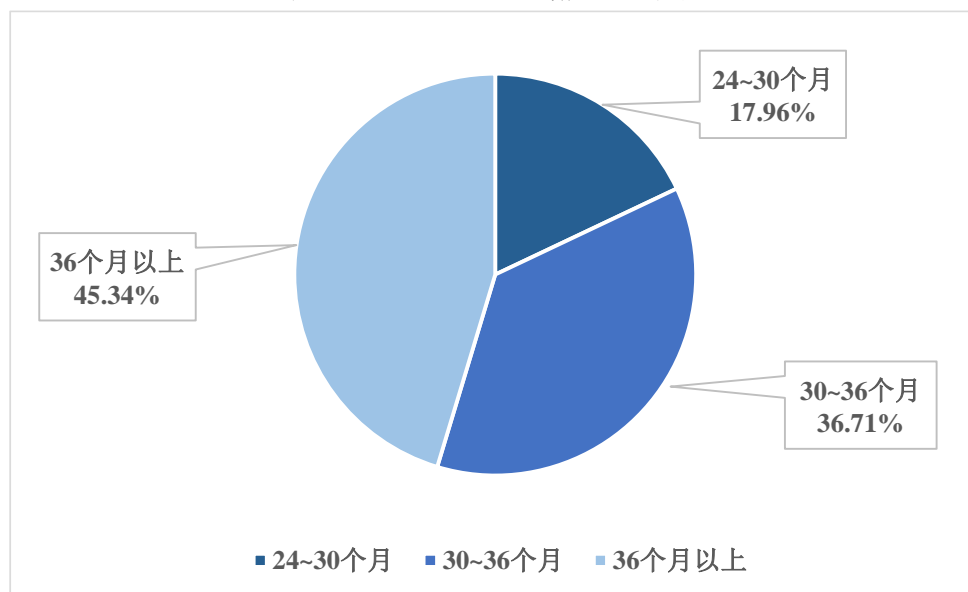
2023 年 1—7 月发行的有期限类公开数据的 Auto-ABS 项目中入池贷款加权平均合同期限为 35.73 个月，较 2022 年增加 0.66 个月，合同期限主要集中在 30 个月（不含）~36 个月（含）之间，共涉及产品 18 单，发行规模 517.25 亿元，规模占比 36.71%；合同期限在 36 个月（不含）~42 个月（含）之间的产品共 11 单，发行规模 337.73 亿元，规模占比 23.50%；合同期限在 42 个月以上

<sup>1</sup> 本部分数据仅列举了公开信息有披露的相关数据，部分私募项目未进行分析。

的产品共 12 单，发行规模 301.14 亿元，规模占比 20.95%。总体看，入池贷款加权平均合同期限在 36 个月以上的产品共有 23 单，发行规模 638.87 亿元，规模占比 45.34%，较去年上升了 7.05 个百分点。长期限产品入池比例较高，且近两年占比持续上升，主要是由于长期限产品的增加能够为客户提供更加丰富灵活的期限选择，同时覆盖更多下沉客户的融资需求，且产品的综合收益水平更高。在目前整体经济下行、市场竞争激烈的大环境下，发起机构对长期限产品的投放量有所提升。

2023 年 1—7 月 Auto-ABS 发行证券资产池加权平均合同期限具体情况详见图 4。

图 4 2023 年 1—7 月 Auto-ABS 发行证券资产池加权平均合同期限占比



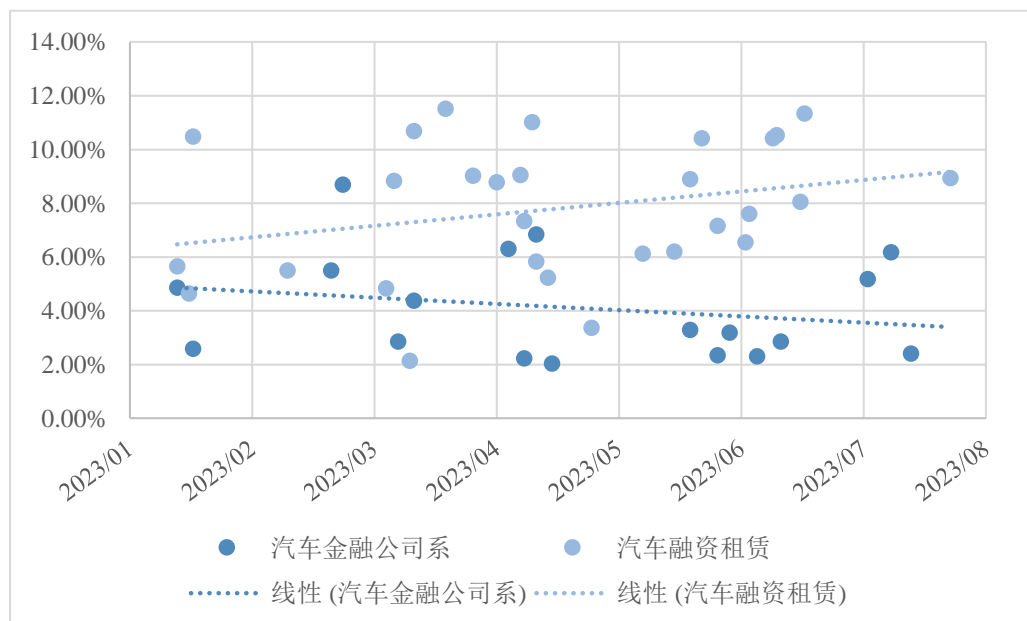
数据来源：Wind，联合资信整理

### 1.3 资产池收益率差别大，融资租赁公司最高

2023 年 1—7 月发行的有资产池收益率公开数据的 Auto-ABS 项目共有 52 单，涉及发行规模 1392.54 亿元，基础资产加权平均利率水平处于 2.04%~11.62% 之间，利率水平差异较大。其中，有 9 单产品基础资产加权平均利率水平高于 10.00%，处于较高水平；有 13 单产品基础资产收益水平低于 4.00%，处于较低水平，可能会出现资产端收益率与 ABS 发行成本倒挂的情况。一般来说，资产池利率水平低主要是由于主机厂商给予汽车金融服务机构贷款补贴以鼓励其采取贴息或免息的方式发放贷款，使客户享受免息、低息服务，进而达到促进销售的目的。由于入池资产利率较低，此类项目往往通过设置初始超额抵押的方式来解决产品利率倒挂问题。

2023 年 1—7 月发行的产品从发行主体类别上来看，融资租赁公司发行项目的资产池加权平均利率为 7.77%，比汽车金融公司的资产池加权平均利率 4.14% 更高，以商业银行为发行主体的项目未有发行（详见图 5）。

图 5 2023 年 1—7 月 Auto-ABS 产品资产池加权平均利率水平



数据来源：Wind，联合资信整理

#### 1.4 车辆类型不断丰富，新能源汽车增长迅速

根据中国汽车工业协会的统计数据，2023 年 1—7 月汽车产销同比均呈现增长，延续了 2022 年的增长态势。2023 年 1—7 月我国汽车总销量达到了 1562.6 万辆，同比增长 7.9% 左右。其中，乘用车销量为 1336.8 万辆，同比增长 6.7%；商用车销量为 225.8 万辆，同比增长 15.9%；新能源汽车销量为 452.6 万辆，同比增长 41.7%，市场占有率达到 29%。相应地，Auto-ABS 市场的资产类型也在不断丰富，尤其新能源汽车资产入池比例有快速提升的趋势。资产表现方面，新能源汽车和商用车的历史数据积累有限，信用质量还有待进一步检验。

##### 1.4.1 新能源汽车

近年来随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，新能源汽车产业借力东风快速发展。原有厂商持续扩产的同时，新厂商也在不断涌入市场，新能源汽车产业规模实现爆发式增长。2023 年 1—7 月发行的 Auto-ABS 项目中，也有不少以新能源汽车为基础资产的项目，例如“广州广汽租赁有限公司 2023 年度第一期绿色资产支持票据”“汇聚达 2023 年第一期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”“盛世融迪 2023 年第一期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”“融腾 2023 年第三期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”“长盈 2023 年第二期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”等，信贷 ABS、企业 ABS 与 ABN 市场均有覆盖。随着新能源汽车市场的快速发展，绿色 Auto-ABS 产品从 2021 年的 4 单增长至 2022 年的 14 单，发行规模从 40.72 亿元增长至 291.29 亿元。2023 年 1—7 月，绿色 Auto-ABS 产品共发行 9 单，发行规模共计 242.69 亿元。预计未来几年绿色 Auto-ABS 产品仍能保持较快发展，成为 Auto-ABS 的重要组成部分。

##### 1.4.2 商用车

受外部经济环境、前期需求透支和油价上涨的影响，2022 年商用车产销量均大幅下降。2023 年 1—7 月，商用车产销因去年低基数同比呈现两位数增长，但由于商用车样本量少、表现相对不

稳定，Auto-ABS 产品中商用车资产整体占比较低。2023 年 1—7 月发行的 Auto-ABS 产品中，商用车整体的资产占比仍然较小。但仍有部分项目资产池为商用车资产，如“狮桥中信证券惠农 6 期资产支持专项计划”以及“天风-德银租赁 6 期资产支持专项计划”等。除此之外，也有部分项目为混池资产包，其中商用车的占比比较低，如在银行间债券市场发行的“瑞泽天驰 2023 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”。

车辆的个体经营属性令商用车资产的违约率一般较乘用车资产更高，违约回收率更低。违约率的表现反映出目前的商用车底层客户信用更为下沉，商用车的还款表现受外部经济环境影响也较大，这也是现今多数企业涉足商用车 ABS 融资较少的原因。但未来随着商用车金融企业风控能力的不断提升，加之交易结构优化及风险缓释措施等对商用车 ABS 证券信用等级的提升作用，预计未来商用车 ABS 将会有一定的增长空间。

## 2. 循环购买结构日趋成熟，灵活解决错配问题

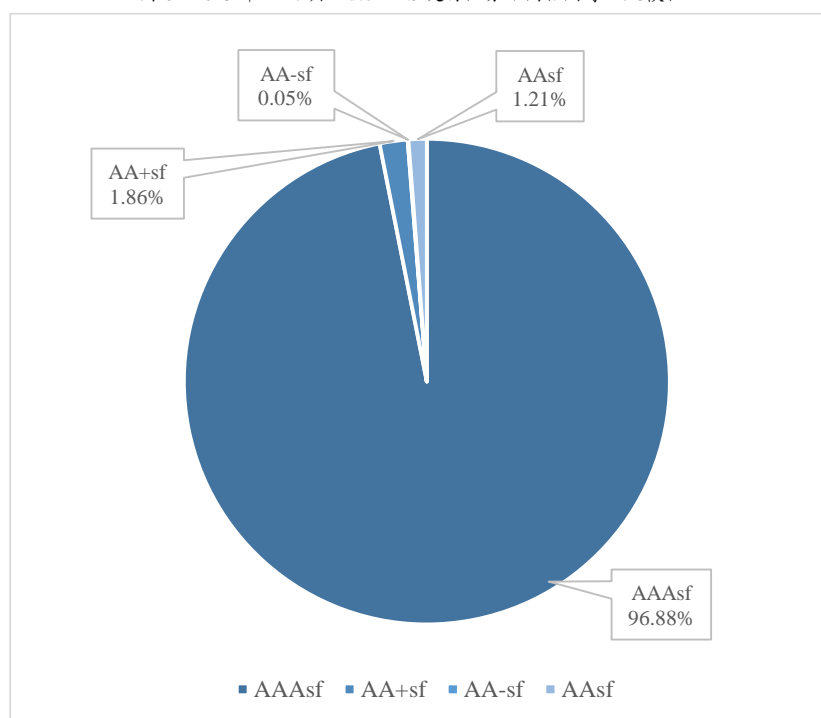
作为较成熟的产品，Auto-ABS 的交易结构设计较为稳定，同时基于汽车贷款现金流比较稳定的特点，加上多数外资汽车金融公司具备成熟的国际证券化业务经验，我国汽车贷款证券化交易结构的设计也较为灵活和精细，一些新的产品结构设计方式也在逐步渗透进 Auto-ABS 市场，比如循环购买、ABCP 等。

2023 年 1—7 月发行的 55 单 Auto-ABS 产品中，交易结构涉及循环购买的共有 12 单，相关项目发行规模共 364.62 亿元，规模占比 25.37%。循环购买结构目前已成为 Auto-ABS 用来调整底层资产和产品端期限错配的较为成熟的方式，可以通过调整循环购买时间和次数以及其他触发事件来满足投资人对于投资期限的需求。ABCP 则功能相反，可以通过缩短产品期限实现循环融资。

## 3. 优先级证券分层情况仍然集中

2023 年 1—7 月发行的 55 单 Auto-ABS 包含证券 160 余支，其中具有信用等级的证券 104 支，总体上集中于 AAA<sub>sf</sub> 和 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。AAA<sub>sf</sub> 级资产支持证券共发行 80 支，发行规模 1236.68 亿元，规模占比 86.03%，较 2022 年上涨了 1.56 个百分点；AA<sup>+</sup><sub>sf</sub> 级资产支持证券共发行 21 支，发行规模 23.73 亿元，规模占比 1.65%，较 2022 年下降了 1.88 个百分点。两年对比下来各级别发行规模占发行总量的比例变化不大（详见图 6）。

图 6 2023 年 1-7 月 Auto-ABS 发行证券不同信用等级规模占比

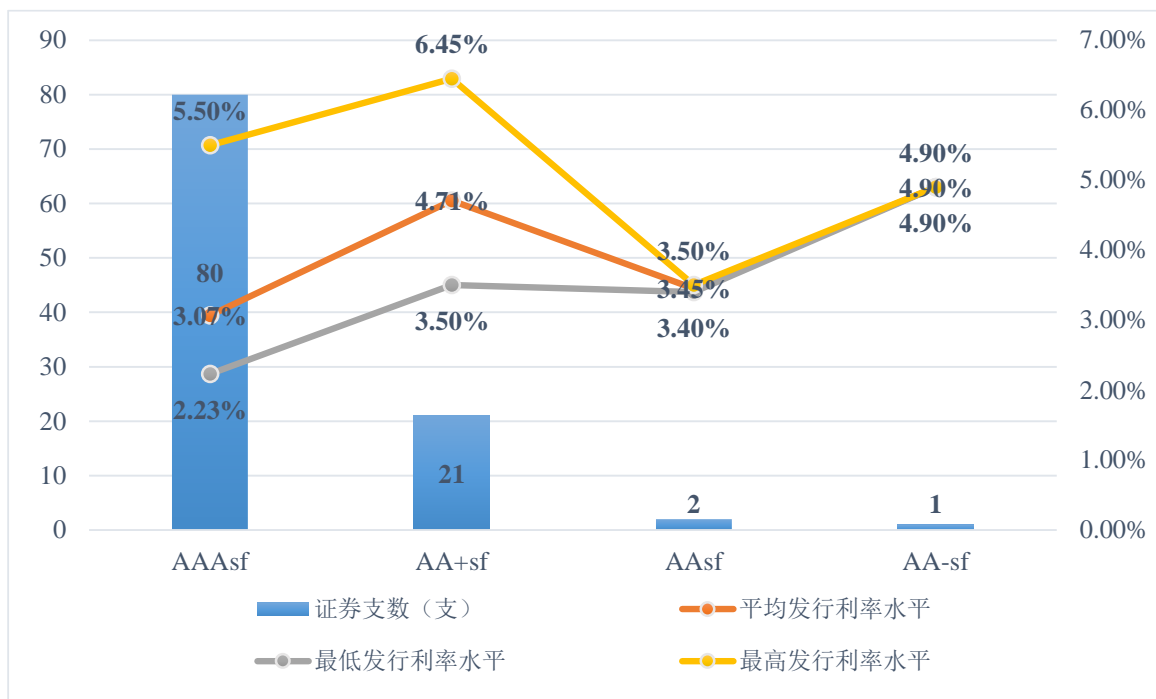


注：上图中少数项目无公开数据未做统计；  
数据来源：Wind，联合资信整理

#### 4. 发行利率整体稳定

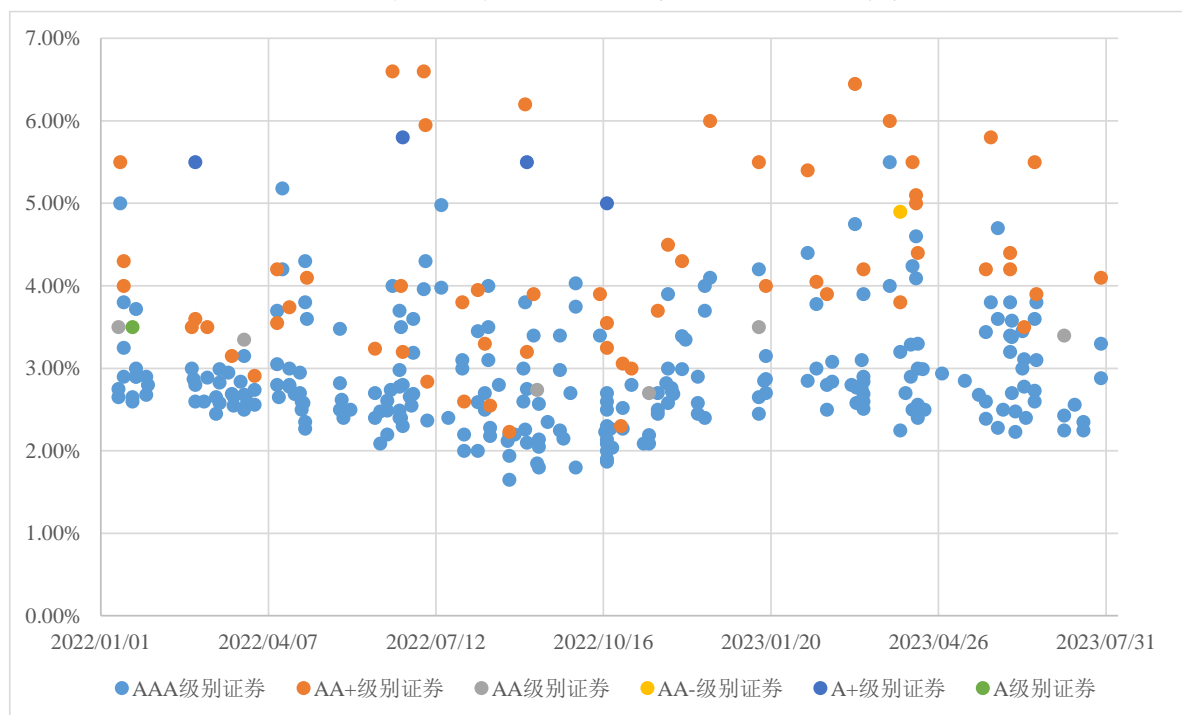
发行利率方面，从产品端看，Auto-ABS 产品期限较短、基础资产历史表现良好同时收益稳定可观；从市场端看，2023 年 1-7 月发行利率水平较去年基本稳定，整体仍处于很低水平。以 AAA<sub>sf</sub> 级汽车贷款资产支持证券为例，2023 年 1-7 月发行的 Auto-ABS 中 AAA<sub>sf</sub> 级证券平均发行利率 3.07%，较 2022 年上涨了 20 个 bps，最高发行利率 5.50%，最低发行利率 2.23%；AA<sub>sf</sub> 级证券平均发行利率 4.71%，较 2022 年上涨了 88 个 bps，最高发行利率 6.45%，最低发行利率 3.50%。同一级别下 2023 年 1-7 月各档证券的平均发行利率较 2022 年略有上涨，但整体仍处于较低水平。各类型发行主体中，整体上汽车金融公司 AAA<sub>sf</sub> 等级证券的发行利率水平相对较低，平均发行利率为 2.56%，融资租赁公司 AAA<sub>sf</sub> 等级证券的发行利率水平相对较高，平均发行利率约为 3.39%（商业银行未发行）。从交易场所上来看，银行间债券市场发行的 AAA<sub>sf</sub> 级证券平均发行利率为 2.77%；上海证券交易所以和深圳证券交易所发行的 AAA<sub>sf</sub> 级证券平均发行利率为 3.47%，明显高于银行间债券市场的发行利率水平。发行利率具体情况详见图 7 和图 8。

图 7 2023 年 1-7 月 Auto-ABS 产品各级别证券发行支数与发行利率情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 8 2022 年及 2023 年 1-7 月 Auto-ABS 产品各级别证券发行利率情况



数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、存续期表现

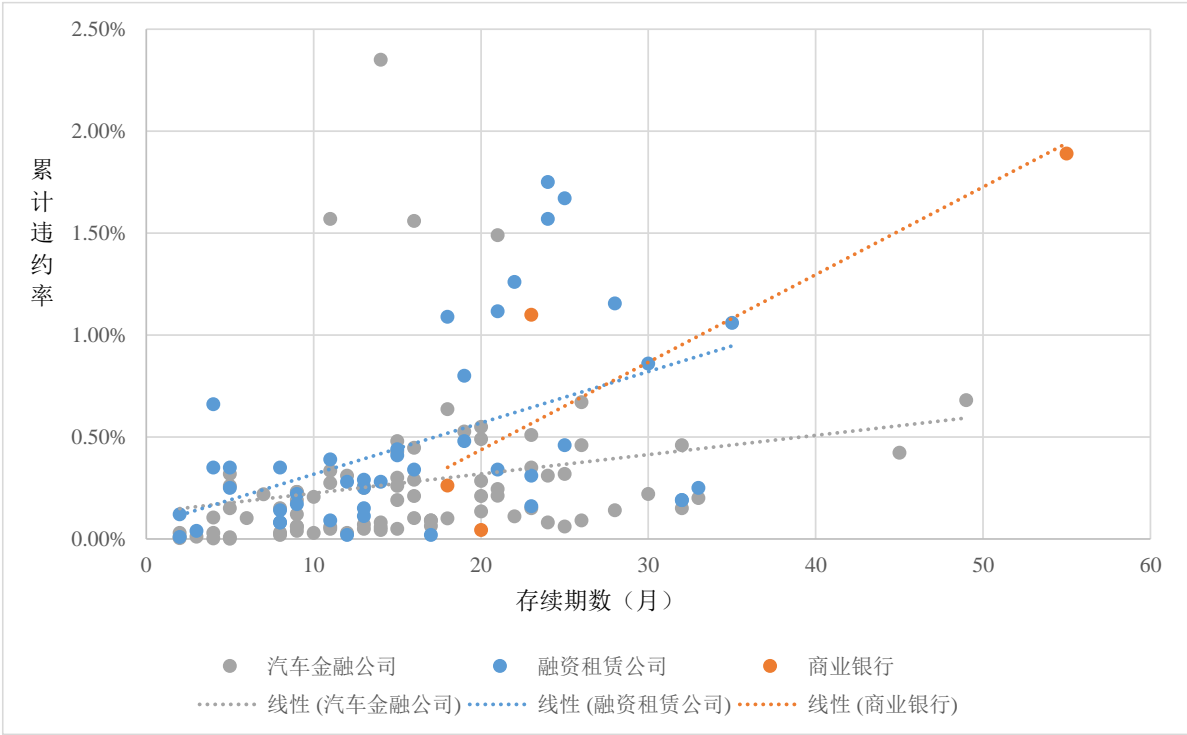


1. 存续产品相关指标表现

本文选取截至 2023 年 7 月底存续的公开发行的 Auto-ABS 产品与联合资信评级的定向发行的 Auto-ABS 产品作为样本，以研究其存续期表现情况。

从联合资信 2023 年跟踪情况看，大部分存续 Auto-ABS 产品整体资产池信用表现与预期基本一致，虽有个别产品表现略微不及预期，但整体违约率仍处于较低水平，资产质量仍然较好。从公开披露的 Auto-ABS 数据来看，Auto-ABS 累计违约率在 0.00%~2.5%之间，除个别产品外，大部分产品累计违约率在 1.50%以下。融资租赁公司发行的 Auto-ABS 产品累计违约水平整体高于汽车金融公司发行的同期限 Auto-ABS，主要系目标客户群体存在差异所致。汽车金融公司发行的 Auto-ABS 产品累计违约率的平均值为 0.28%；融资租赁公司发行的 Auto-ABS 产品累计违约率的平均值为 0.47%，整体高于汽车金融公司发行的同期限 Auto-ABS 累计违约水平；商业银行发行的 Auto-ABS 产品由于样本量较少，参考意义有限，因此未对累计违约率平均值进行统计。

图 8 存续 Auto-ABS 资产池累计违约率情况



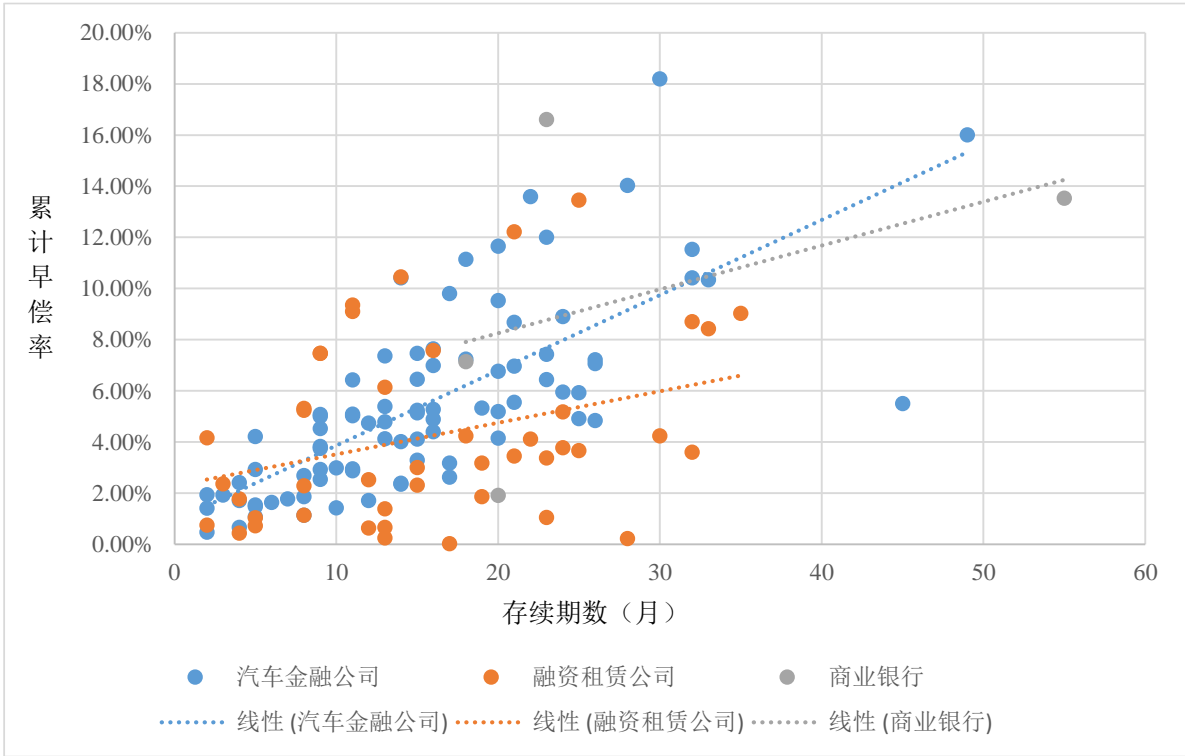
注：累计违约率=逾期 30 天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额

数据来源：Wind，联合资信整理

存续 Auto-ABS 产品由于厂家贴息较普遍，入池资产中低利息资产较多，借款人提前还款意愿偏低，累计早偿率整体处于较低水平，多分布在 15% 以下。从纳入统计的 Auto-ABS 产品来看，账龄越长，剩余期限越短，早偿意愿越强，累计早偿率越高。汽车金融公司资产包的累计早偿率总体略高于同期限融资租赁公司资产包。样本中，汽车金融公司发行的 Auto-ABS 产品累计早偿率的平均值为 5.49%，融资租赁公司发行的 Auto-ABS 产品累计早偿率的平均值为 4.26%，商业银行发行的 Auto-ABS 产品由于样本量较少，参考意义有限，因此未对累计早偿率平均值进行统计。具体情

况如图 9 所示。

图 9 存续 Auto-ABS 资产池累计早偿率情况



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 存续产品跟踪评级级别变动情况

2023 年度跟踪评级结果显示 Auto-ABS 产品的优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪级别未出现下调情况。样本共涉及 142 只证券，2023 年跟踪评级上调的 Auto-ABS 证券共有 32 只，其中由  $AA^{+}_{sf}$  调升至  $AAA_{sf}$  的证券 27 只，由  $A^{+}_{sf}$  调升至  $AAA_{sf}$  的证券 1 只，由  $AA_{sf}$  调升至  $AA^{+}_{sf}$  的证券 3 只，由  $A_{sf}$  调升至  $AA^{-}_{sf}$  的证券 1 只。级别上调幅度平缓，以上调 1 个级别为主；跟踪评级结果未变化的证券共 110 只，评级结果未变化的证券均维持  $AAA_{sf}$  级别，但其实际违约风险存在不同程度的下降。具体级别变化情况如表 1 所示。

跟踪期内多数证券实际风险承受能力已有所提升，主要原因是随着部分优先级证券本金陆续兑付以及超额利差累积形成了超额抵押，剩余优先级证券信用支持水平提升，此外，基础资产剩余期限缩短提升了债务人违约成本，降低了资产池现金流的不确定性。在这两方面的因素共同作用下，随着产品的兑付，优先级证券的风险水平亦将呈现逐步下降的态势。

表 1 存续 Auto-ABS 产品证券级别变动情况

跟踪评级 首评/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>	总数
AAA <sub>sf</sub>	110	-	-	-	-	-	110
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	27	-	-	-	-	-	27
AA <sub>sf</sub>	-	3	-	-	-	-	3
AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	0
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	1	-	-	-	-	-	1
A <sub>sf</sub>	-	-	-	1	-	-	1
总数	138	3	0	1	0	0	142

数据来源：Wind，联合资信整理

## 四、未来展望

### 1. 新能源汽车发力，助力“双碳”目标实现

中国汽车工业协会统计数据显示，2023 年 1—7 月新能源汽车销售完成 452.6 万辆，同比增长 41.7%，市场占有率达到 29%，已超额完成《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出的“到 2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右”目标。随着我国各地充换电基础设施建设、新能源汽车下乡、换电模式试点工作的进一步推进以及购车优惠政策的颁布，预计新能源汽车产业将加快市场化步伐，助力“双碳”目标的实现。随着新能源汽车销量的提升，未来以新能源汽车为基础资产的 Auto-ABS 产品也将更多的在证券化市场中展现。

### 2. 发起机构动力充足，未来表现或将更加活跃

2023 年上半年银行间市场的发起机构仍以汽车金融公司为主，随着汽车行业的发展及渗透率提升，汽车金融公司尤其是厂商系汽车金融公司伴随着主机厂销量增加，贷款规模有望持续增加；2022 年底，原银保监会发布的《汽车金融公司管理办法（征求意见稿）》明确汽车金融公司可以开展售后回租业务，预计未来汽车金融公司或将增加租赁 Auto-ABS 产品发行。作为发起机构的商业银行在 2023 年上半年表现仍然并不活跃，汽车贷款作为商业银行优质资产之一，或将在未来有更多的表现。随着融资租赁公司行业转型的加大，以及汽车金融行业的不断完善，越来越多的融资租赁公司将在证券化市场角逐，或将增加更多的发起机构进入 Auto-ABS 领域。

### 3. 基础资产表现稳定，双重去杠杆效应使得证券的信用风险持续下降

根据对存续 Auto-ABS 产品的持续观测，除个别项目外，绝大部分产品底层资产的各指标实际表现稳定，与预测情况基本一致，优先级证券兑付情况良好，并且得益于存续期资产端和券端的双重去杠杆作用，大部分可调级证券的级别得到了提升，预计 2023 年下半年存量优先级证券信用状况将保持稳定。基于已发行证券化产品的后期表现、各机构汽车贷款业务的历史违约记录和发起机构的经营稳定性，预计短期内作为基础资产的汽车贷款信用状况基本能够保持稳定。