

【专项研究】2022 年 Auto-ABS 回顾与展望——资产质量优良，资产类型日益丰富，发行规模有望增长

本期小编：韩易洋 曹雨璇 于会涛

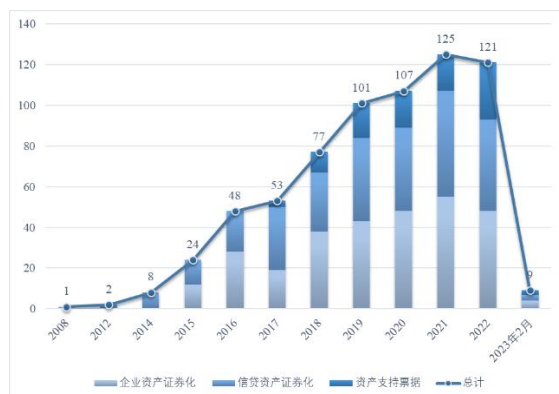
一、市场发行概况

1. 市场发行概况

2008 年以来 Auto-ABS 市场发行总量稳步增长，2022 年受宏观经济叠加疫情影响，Auto-ABS 发行规模略有下降。2022 年全年 Auto-ABS 产品共发行 121 单，发行规模 3098.56 亿元，较上年略有下降。其中，信贷资产证券化产品发行 45 单，发行规模 2181.80 亿元，占比 70.41%；企业资产证券化产品发行 48 单，发行规模 485.61 亿元，占比 15.67%；资产支持票据发行 28 单，发行规模 431.15 亿元，占比 13.91%。

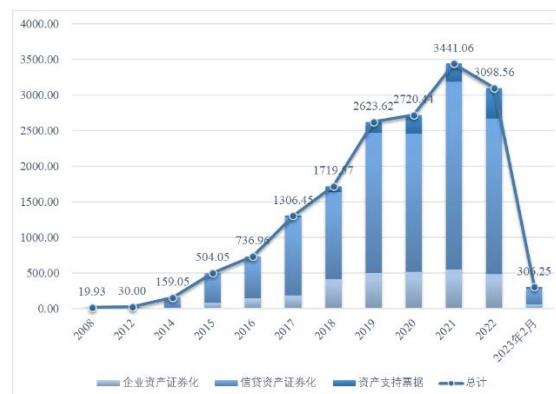
总体来看，2022 年 Auto-ABS 市场企业资产证券化产品发行单数略高于信贷资产证券化产品，但由于单个产品发行规模较小，其发行规模明显低于信贷资产证券化产品；资产支持票据增速较快，其发行单数由 2021 年的 18 单增至 28 单，增速为 55.56%，其发行规模占比较 2021 年增长 6.59 个百分点。2008 年—2023 年 2 月各类型市场 Auto-ABS 发行单数和发行规模情况详见图 1 和图 2。

图 1 2008 年—2023 年 2 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 2 月各类型市场 Auto-ABS 发行规模情况
(单位：亿元)

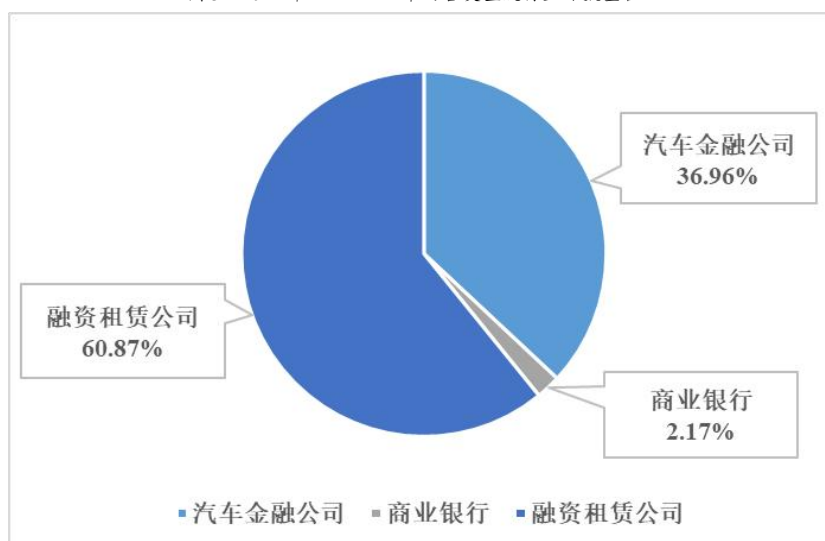


数据来源：Wind，联合资信整理

2. 汽车金融公司在发行规模上仍占据主导地位，绿色 Auto-ABS 发行火热

2022 年 Auto-ABS 发行主体共计 46 家，其中，28 家为融资租赁公司，17 家为汽车金融公司，1 家为商业银行。从发行主体的变动来看，2022 年，Auto-ABS 市场新增加了广州小鹏汽车融资租赁有限公司（以下简称“小鹏汽车”）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、丰田融资租赁有限公司等 7 家融资租赁公司作为发行主体。各类型发行主体数量占比详见图 3。

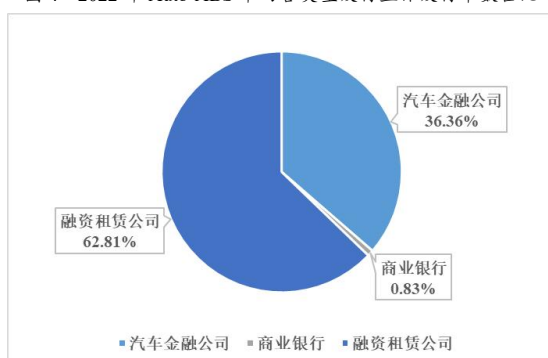
图3 2022年Auto-ABS市场各类型发行主体数量占比



数据来源：Wind，联合资信整理

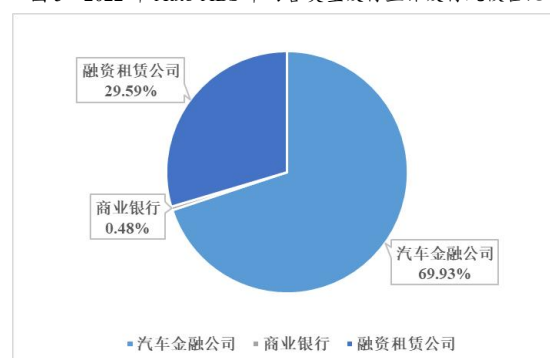
从发行单数来看，2022年，融资租赁公司发行76单，同比增长7.04%；汽车金融公司发行44单，同比下降8.33%；商业银行发行1单，同比下降75.00%。从发行规模来看，汽车金融公司发行规模2166.80亿元，占比69.93%，发行规模同比下降10.51%，平均发行规模49.25亿元；融资租赁公司发行规模916.76亿元，占比29.59%，发行规模同比增长14.94%，平均发行规模12.06亿元；商业银行发行规模15.00亿元，占比0.48%，发行规模同比下降92.98%。总体来看，2022年汽车金融公司在发行规模上仍占据主导地位，而融资租赁公司虽然单均规模较小，但在发行单数占比达62.81%（详见图4、图5）。

图4 2022年Auto-ABS市场各类型发行主体发行单数占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2022年Auto-ABS市场各类型发行主体发行规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

此外，在“双碳”政策推动下，随着《中国绿色债券原则》的发布，2022年以汽车金融类资产为基础资产的绿色Auto-ABS发行量和发行规模进一步扩大。比亚迪汽车金融有限公司、上海蔚来融资租赁有限公司、小鹏汽车等9家发行主体共发行14单绿色Auto-ABS/碳中和ABS，发行规模达291.29亿元，占全年Auto-ABS发行规模的9.40%。绿色Auto-ABS的成功发行，既反映了投资人对以新能源汽车为基础资产的Auto-ABS的认可，也进一步促进了我国绿色金融体系的建设。

二、产品特征表现¹

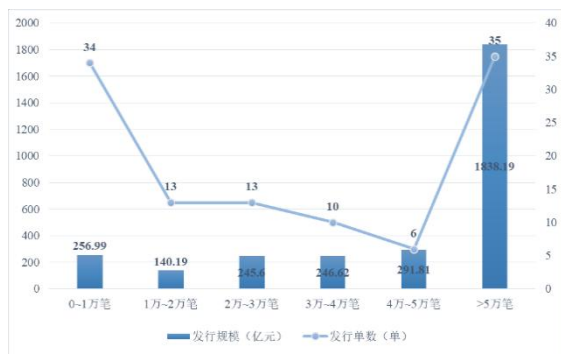
1. 资产池特征表现

1.1 资产池分散度高

2022 年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 77 单，占总发行单数的 69.37%，发行规模共计 2762.41 亿元，占总发行规模的 91.49%；入池贷款笔均在 5 万至 10 万的发行规模为 1928.44 亿元，占总发行规模的 63.87%，整体加权平均笔均未偿本金余额为 9.40 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 6、图 7）。

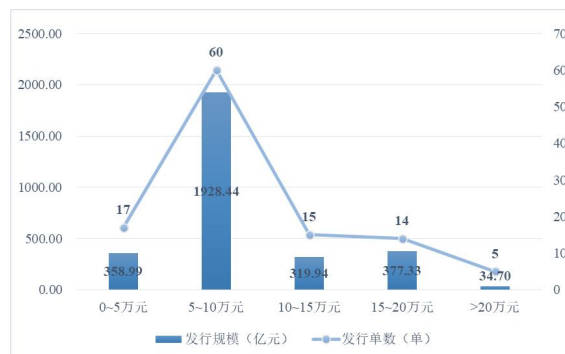
¹ 本部分数据仅列举了公开信息有披露的相关数据，部分私募项目未进行分析。

图6 2022年Auto-ABS发行证券资产池贷款笔数



注：上图横坐标表示贷款笔数区间。“~”表示范围，例如0~1万表示大于0但小于等于1万，下同
数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2022年Auto-ABS发行证券资产池笔均未偿本金余额

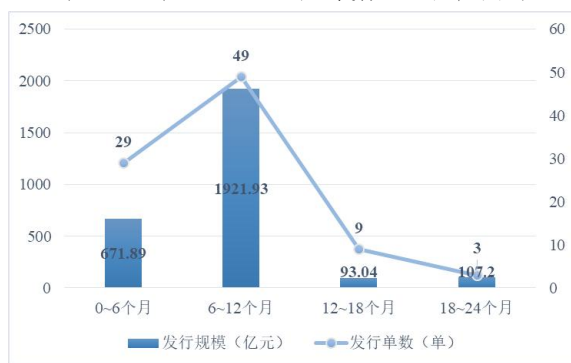


注：上图横坐标表示笔均未偿本金余额区间
数据来源：Wind，联合资信整理

1.2 合同期限在36期以上的产品数量显著增加

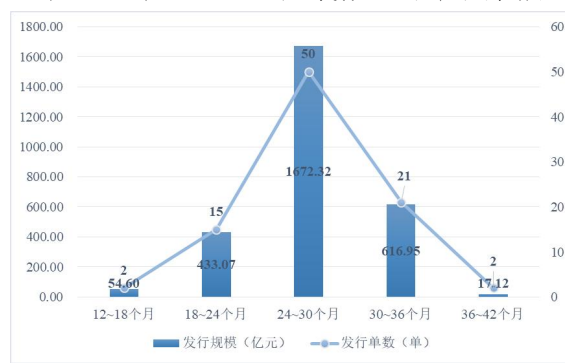
2022年发行的有期限类公开数据的Auto-ABS项目共90单，涉及发行规模2794.06亿元。其中加权平均账龄为7.72个月，相比2021年增加0.93个月，账龄主要集中在6个月至12个月之间，涉及规模1921.93亿元，占比68.79%；加权平均剩余期限为27.35个月，相比2021年增加1.06个月，剩余期限主要集中在24个月至30个月之间，涉及规模1672.32亿元，占比59.85%。一般来说，资产池的账龄越长、剩余期限越短，借款人的违约成本越高、意愿越低、违约风险越小（详见图8、图9）。

图8 2022年Auto-ABS发行证券资产池加权平均账龄



注：上图横坐标表示加权平均账龄
数据来源：Wind，联合资信整理

图9 2022年Auto-ABS发行证券资产池加权平均剩余期限

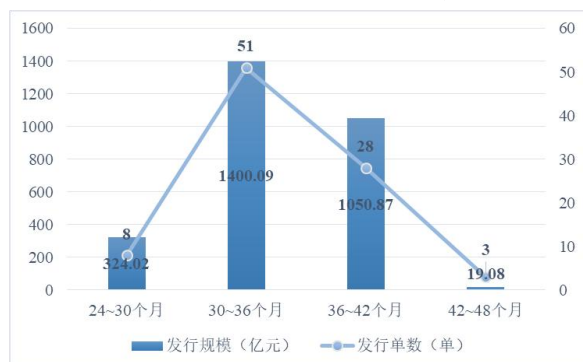


注：上图横坐标表示加权平均剩余期限
数据来源：Wind，联合资信整理

2022年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35.07个月，相比2021年增加1.99个月，合同期限主要集中在30个月至36个月之间，涉及规模1400.09亿元，占比50.11%。另外，入池贷款加权平均合同期限在36期以上的产品有31单，发行规模1069.95亿元，占比38.29%。其中，2022年发行的公募Auto-ABS项目中，入池贷款加权平均合同期限在36期以上的产品有22单，单数相较2021年同比上升57.14%，发行规模1000.21亿元，规模相较2021年同比上升139.67%，而2020年未有入池贷款加权平均合同期限在36期以上的公募项目。长期产品入池比例近两年大幅增加，主要是由于长期产品能够覆盖更多下沉客户的融资需求，且产品综合收益水平更高。在目前整体经济下行、市场竞争激烈的大环境下，发起机构对长期产品的投放量有所提升。

2022 年 Auto-ABS 发行证券资产池加权期限统计具体情况详见图 10、图 11。

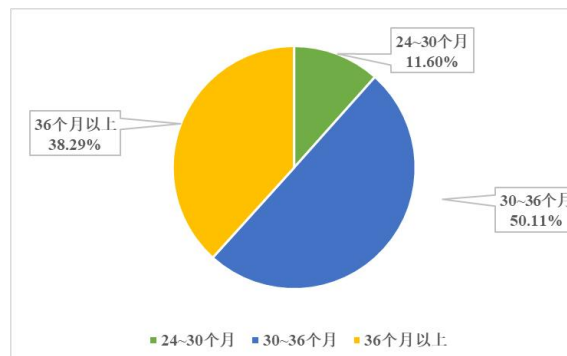
图 10 2022 年 Auto-ABS 发行证券资产池加权平均合同期限



注：图 10 横坐标表示加权平均合同期限

数据来源：Wind，联合资信整理

图 11 2022 年 Auto-ABS 发行证券资产池加权平均合同期限占比



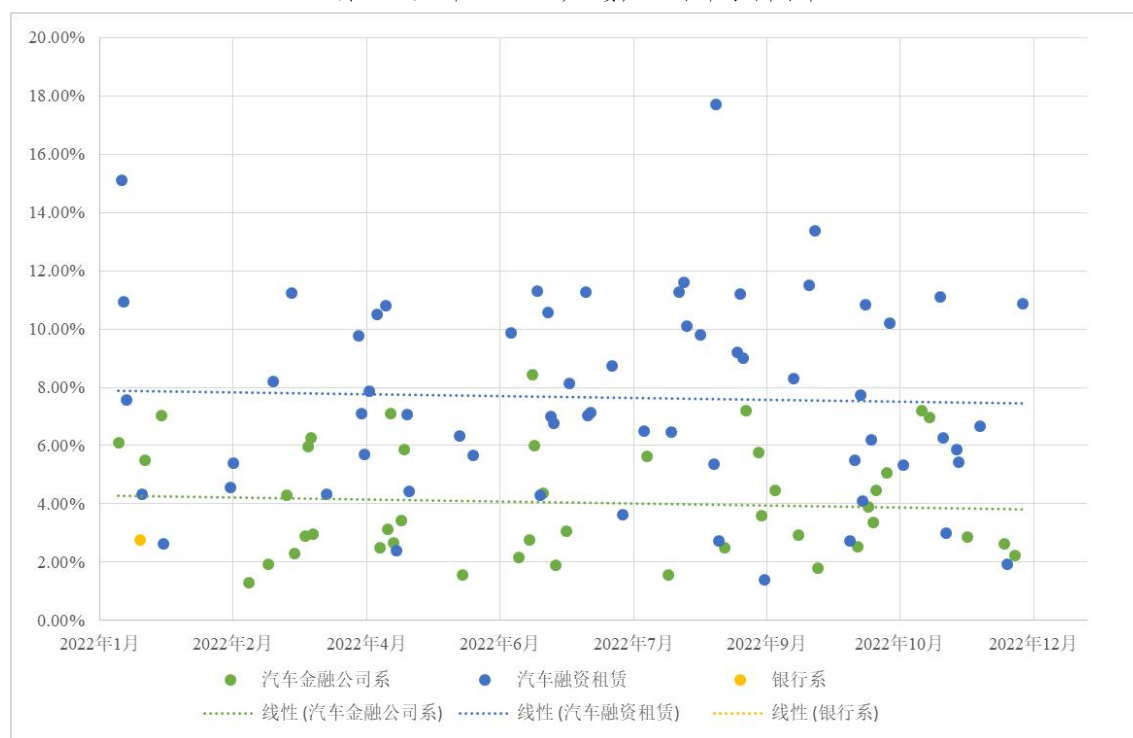
数据来源：Wind，联合资信整理

1.3 资产池收益率差别大，融资租赁公司最高

2022 年发行的有资产池收益率公开数据的 Auto-ABS 项目共有 110 单，涉及发行规模 3003.78 亿元，基础资产加权平均利率水平处于 0.01%至 17.71%之间，利率水平差异较大。其中，有 3 单产品基础资产加权平均利率水平高于 12.00%，处于较高水平；有 34 单产品基础资产收益水平低于 4.00%，处于较低水平，可能会出现利率倒挂的情况。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超额抵押的方式来解决产品利率倒挂问题。

2022 年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最高，为 7.65%，其次为汽车金融公司，资产池加权平均利率水平约为 4.05%，以商业银行为发行主体的项目仅发行一单，资产池加权平均利率为 2.78%（详见图 12）。

图 12 2022 年 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发布的“2022 年汽车工业经济运行情况”，2022 年汽车产销同比均呈现增长，延续了 2021 年的增长态势。2022 年我国汽车总销量达到了 2686.4 万辆，同比增长 2.1% 左右。其中，乘用车为 2356.3 万辆，同比增长 9.5%；商用车为 330 万辆，同比下降 31.2%；新能源汽车为 688.7 万辆，同比增长 93.4%，市场占有率达到 25.6%。随着市场的不断发展，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、商用车和二手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，新能源汽车实现爆发式增长。2022 年发行的 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“融腾通元 2022 年第一期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”“上汽通用融资租赁有限公司 2022 年度第一期绿色定向资产支持票据”“上海蔚来融资租赁有限公司 2022 年度第一期绿色定向资产支持票据”“国君-申港-小鹏融资租赁第 1 期绿色资产支持专项计划（碳中和）（专精特新）”等。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，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

受疫情、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，另一方面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。2022 年发行的

Auto-ABS 产品中，商用车整体的资产占比仍然较小。但部分项目混池资产包中商用车的占比可以达到 44%以上，如在银行间债券市场发行的“瑞泽 2022 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”和“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”。

与乘用车相比，一般来说，商用车资产违约率相对较高，违约回收率相对较低。从近期商用车自身资产表现来看，2020 年和 2021 年商用车资产违约率逐渐抬头，2022 年随着一定程度上的需求透支叠加疫情影响，违约率尚未趋稳。违约率的表现反映出目前的商用车底层客户信用风险较难把控，且商用车受疫情影响较大，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，且疫情缓和后商用车恢复弹性更大，预计未来商用车 ABS 将会有较大的增长空间。

1.4.3 二手车

2022 年发行的 Auto-ABS 项目中有部分入池资产混有少量二手车，比如宝马汽车金融（中国）有限公司发行的德宝天元系列，但其中二手车资产涉及发行笔数和规模占比均较小，未超过 3%。根据中国汽车流通协会数据显示，2022 年由于疫情反复，二手车交易呈现下降趋势，全年共交易 1602.78 万辆，同比下降 8.86%，交易金额为 10595.91 亿元，同比下降 6.37%。随着疫情缓和以及 2022 年二手车行业一系列利好政策的推行，有望推动二手车市场快速恢复，未来或有更多二手车资产入池发行。

2. 循环购买结构日趋成熟，灵活解决错配问题

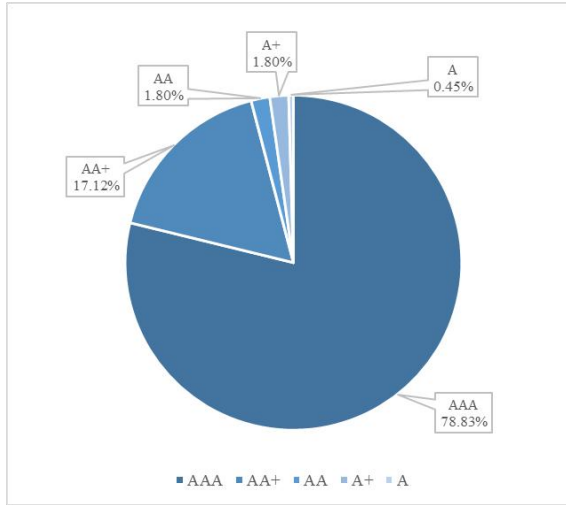
作为较成熟的产品，Auto-ABS 的交易结构设置较为稳定，同时基于汽车贷款现金流比较稳定的特点，加上多数汽车金融公司的国外母公司具有成熟的证券化业务经验和境外机构的参与，我国汽车贷款证券化交易结构的设计也较为灵活和精细，一些新的产品结构设计方式也在逐步渗透进 Auto-ABS 市场，比如循环购买、ABCP 等。

2022 年发行的 121 单 Auto-ABS 产品中，交易结构涉及循环购买的共有 26 单，相关项目发行规模共 840.73 亿元，规模占比 27.13%。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

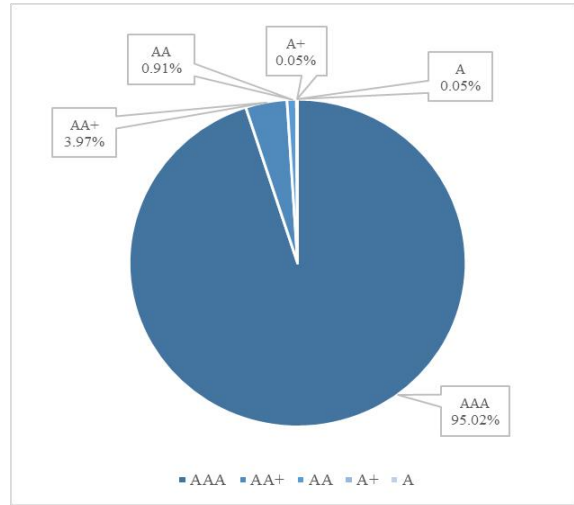
2022 年发行的 121 单 Auto-ABS 包含证券 340 余支，其中具有信用等级的证券 222 支，总体上集中于 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf}。AAA_{sf} 级资产支持证券共发行 175 支，发行规模 2617.57 亿元，规模占比 84.48%，较 2021 年下降了 0.06 个百分点；AA⁺_{sf} 级资产支持证券共发行 38 支，发行规模 109.44 亿元，规模占比 3.53%，较 2021 年上涨了 0.19 个百分点，两年对比下来各级别发行规模占发行总量的比例基本维持不变（详见图 13、图 14）。

图 13 2022 年 Auto-ABS 发行证券不同信用等级支数占比



注：1. 上图中少数项目无公开数据未做统计；
2. 个别项目为多方评级，对同一档证券各方评级结果有差异的，统一以其中较低级别予以展示，下同
数据来源：Wind，联合资信整理

图 14 2022 年 Auto-ABS 发行证券不同信用等级规模占比

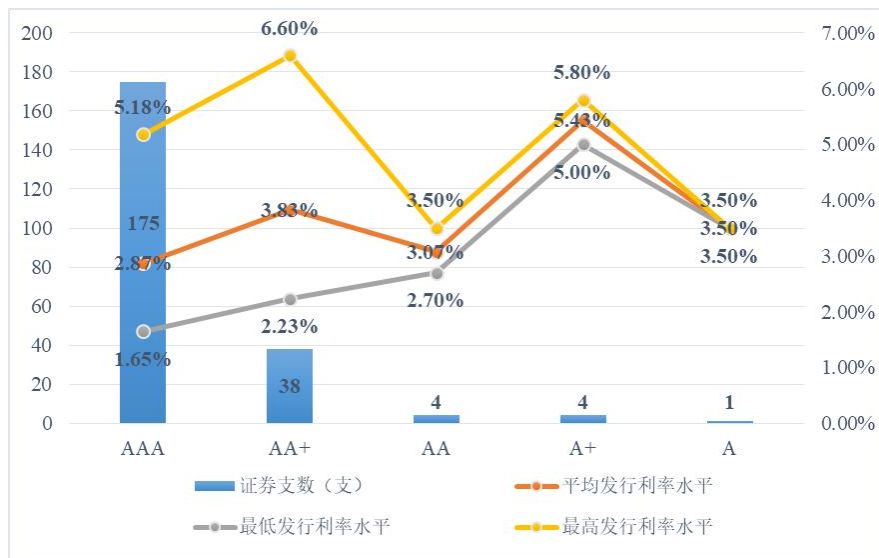


注：上图中少数项目无公开数据未做统计；
数据来源：Wind，联合资信整理

4. 发行利率整体下降

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，2022 年资金面更为宽松，并且 Auto-ABS 在信息披露等方面更全面标准，深受境内外投资者的认可，整体发行利率较低。以 AAA_{sf}级汽车贷款资产支持证券为例，2022 年发行的 Auto-ABS 中 AAA_{sf}级证券平均发行利率 2.87%，同比下降了 47 个 bps，最高发行利率 5.18%，最低发行利率 1.65%；AA_{sf}⁺级证券平均发行利率 3.83%，同比下降了 98 个 bps，最高发行利率 6.60%，最低发行利率 2.23%。同一级别下 2022 年各档证券的平均发行利率较 2021 年有所下降。各类型发行主体中，整体上汽车金融公司 AAA_{sf}等级证券的发行利率水平低，平均发行利率为 2.40%，融资租赁公司 AAA_{sf}等级证券的发行利率水平高，平均发行利率约为 3.00%（商业银行仅发行一单，暂不参考）。发行利率具体情况详见图 15。

图 15 2022 年 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

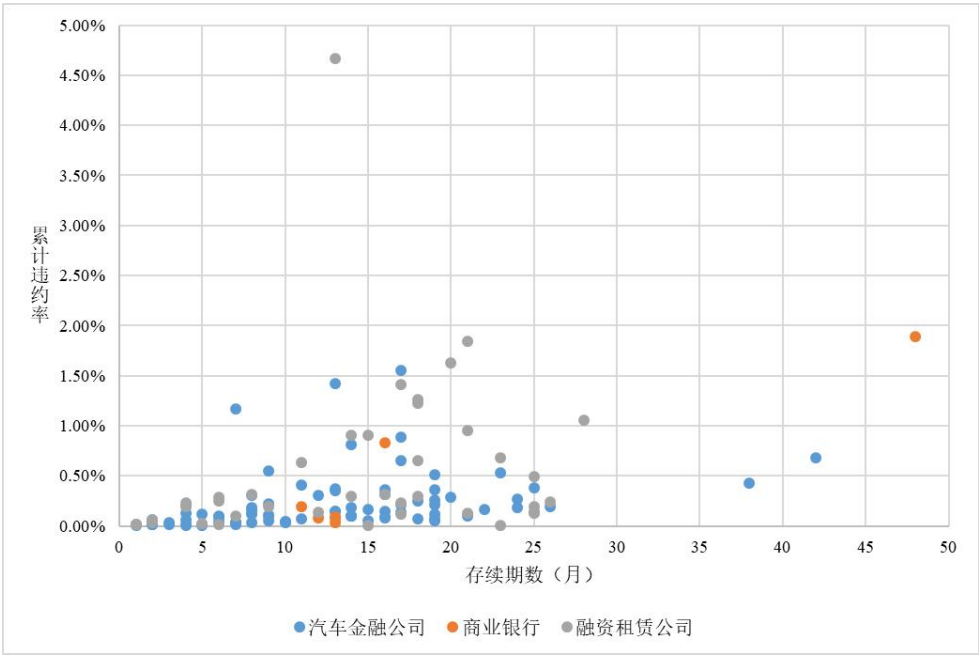
三、存续期表现

1. 存续产品相关指标表现

本文选取截至 2022 年 12 月底存续的公开发行的 Auto-ABS 产品与联合资信 2022 年度跟踪的定向发行的 Auto-ABS 产品作为样本，以研究其存续期表现情况。

存续 Auto-ABS 产品的发起机构/原始权益人以汽车金融公司与融资租赁公司两大类为主，其中，因为融资租赁公司的客群定位与汽车金融公司明显不同，所以融资租赁公司资产包实际累计违约率水平一般高于同期限的汽车金融公司资产包。样本中，融资租赁公司发行的 Auto-ABS 产品累计违约率的平均值为 0.55%，汽车金融公司发行的 Auto-ABS 产品累计违约率的平均值为 0.22%。累计违约率表现如图 16 所示。

图 16 存续 Auto-ABS 资产池累计违约率情况

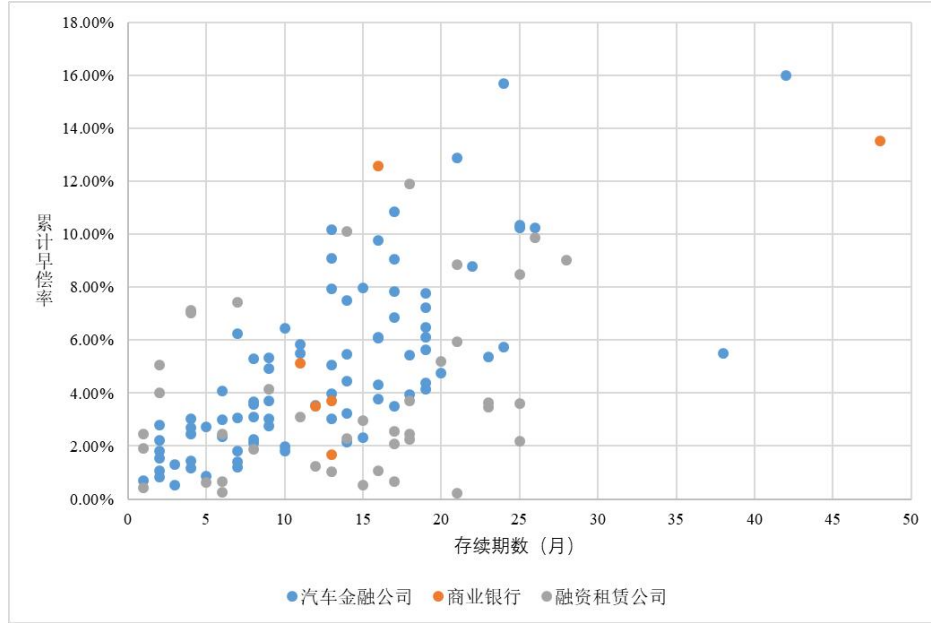


注：累计违约率=逾期 30 天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额

数据来源：Wind，联合资信整理

公开数据可以查询到的存续 Auto-ABS 产品的累计早偿率整体处于较低水平。从纳入统计的 Auto-ABS 产品来看，基础资产的累计早偿率与账龄具有正相关关系，整体处于较低水平。汽车金融公司资产包的累计早偿率一般略高于同期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 4.91%，融资租赁公司发行的 Auto-ABS 产品累计早偿率的平均值为 3.85%。具体情况如图 17 所示。

图 17 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

2022 年度跟踪评级结果显示：纳入统计的 Auto-ABS 产品的优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪级别无下调情况。样本共涉及 156 只证券，其中 21 只证券跟踪评级时级别上调：由 AA_{sf}^{+} 调升至 AAA_{sf} 的证券 15 只，由 AA_{sf}^{-} 调升至 AAA_{sf} 的证券 1 只，由 AA_{sf} 调升至 AA_{sf}^{+} 的证券 4 只，由 A_{sf}^{+} 调升至 AA_{sf}^{+} 的证券 1 只；跟踪评级结果未变化的证券共 135 只，其中有 131 只证券首评结果已经达到 AAA_{sf} ，但量化分析结果显示，多数证券的实际风险承受能力已有不同程度的提升。具体级别变化情况如表 1 所示。

跟踪期内级别上调的情况通常发生在当前主流的交易结构下，且伴随完全顺序的分配方式。随着优先级证券本金的逐步偿付，证券端的结构将发生改变，优先级获得的信用支持水平将逐步提升；同时，基础资产的剩余期限变短，不确定性下降，质量也将有所提升。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_{sf} | AA_{sf}^{+} | AA_{sf} | AA_{sf}^{-} | A_{sf}^{+} | A_{sf} | 总数 |
|-----------------|------------|---------------|-----------|---------------|--------------|----------|-----|
| AAA_{sf} | 131 | - | - | - | - | - | 131 |
| AA_{sf}^{+} | 15 | 4 | - | - | - | - | 19 |
| AA_{sf} | - | 4 | - | - | - | - | 4 |
| AA_{sf}^{-} | 1 | - | - | - | - | - | 1 |
| A_{sf}^{+} | - | 1 | - | - | - | - | 1 |
| A_{sf} | - | - | - | - | - | - | 0 |
| 总数 | 147 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 156 |

数据来源：Wind，联合资信整理

四、未来展望

1. 发力新能源汽车，助力“双碳”目标实现

据中汽协数据，2022 年，新能源汽车销售完成 688.7 万辆，同比增长 93.4%，连续 8 年位居全球第一。市场占有率达到 25.6%，高于上年 12.1 个百分点。随着我国各地市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，结合《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”，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. 汽车融资租赁公司有意发展二手车业务

为活跃二手车市场，2022 年 7 月经国务院同意，商务部等 16 部门发布了《关于搞活汽车流动扩大汽车消费的若干措施》，有利举措主要有全面取消二手车先前政策、优化二手车交易登记管理以及支持开展二手车经销业务。虽然 2022 年我国疫情反复以及需求不足的情况下，二手车交易量同比下降，但伴随着政策鼓励，新一代消费群体消费观念的改变，以及 2023 年疫情结束经济回暖，部分汽车融资租赁公司有意发展二手车融资租赁业务，相信未来 Auto-ABS 基础资产中也将出现更多二手车的身影。

3. 发起机构动力充足，产品常态化发行

2022 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，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也将增加租赁资产证券化产品的常态化、规律化发行。作为发起机构的商业银行在 2022 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 2023 年有更多的表现。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。

4. 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，底层资产的各项指标表现稳定，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。

5. 产品发行成本优势将持续

汽车贷款是适合进行证券化的优良资产，Auto-ABS 产品也受到市场的青睐，因此在发行成本方面有一定优势，在汽车贷款行业资产质量不发生大的下降情况下，预计未来发行成本优势将会持续。