

存续期跟踪评级要点之汽车金融 ABS

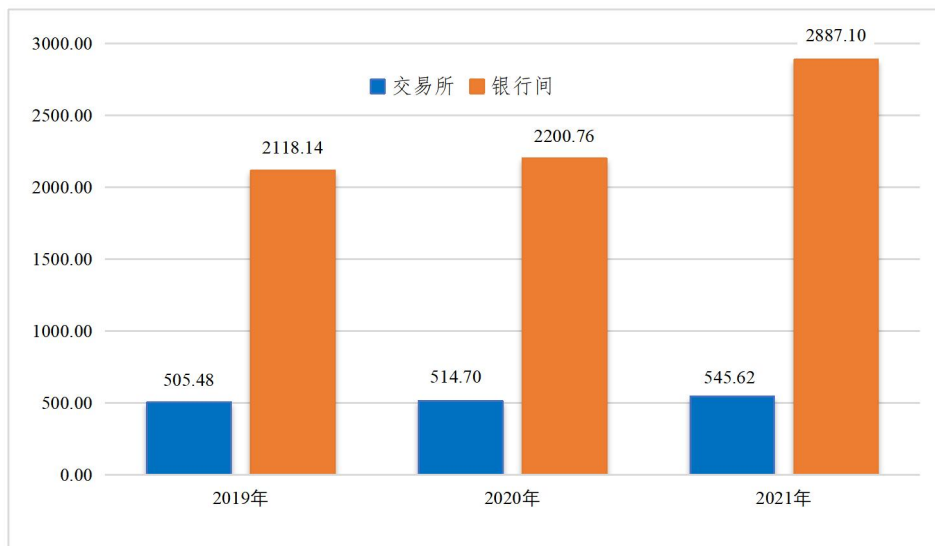
引言

近年来，我国资产证券化产品发展迅猛，发行规模持续保持增长态势。根据 CNABS 数据显示，截至 2021 年 12 月 28 日，信贷资产证券化累计发行 1166 单，累计发行规模为 53573.31 亿元，其中存续产品 603 单，存续产品规模为 17357.34 亿元；企业资产证券化累计发行 5653 单，累计发行规模为 66838.95 亿元，其中存续产品 2818 单，存续产品规模为 29571.64 亿元。伴随着资产证券化业务的发展，证券存续期间的风险事件也陆续出现，风险点主要体现在交易安排、底层资产、增信主体和相关参与方履职风险等方面。本系列专题将按照资产证券化产品类型划分，从评级的角度提示资产证券化产品存续期间的重点关注因素，以及需注意的一些重大风险表现或问题。

一、汽车金融 ABS 发行情况及常见交易结构

自我国开展资产证券化以来，汽车金融资产以其分散度高、抵质押物/租赁物回收变现难度低、资产收益水平高以及现金流分布均匀等特点，成为众多 ABS 产品中最热门的发行资产类型之一。2019—2021 年，汽车金融资产证券化产品在交易所市场和银行间市场共发行 330 单，发行规模 8771.80 亿元。随着汽车金融 ABS 发行体量的逐年提高，存续的产品规模总量也在不断增加，因此存续期内的产品风险跟踪管理工作越发重要。

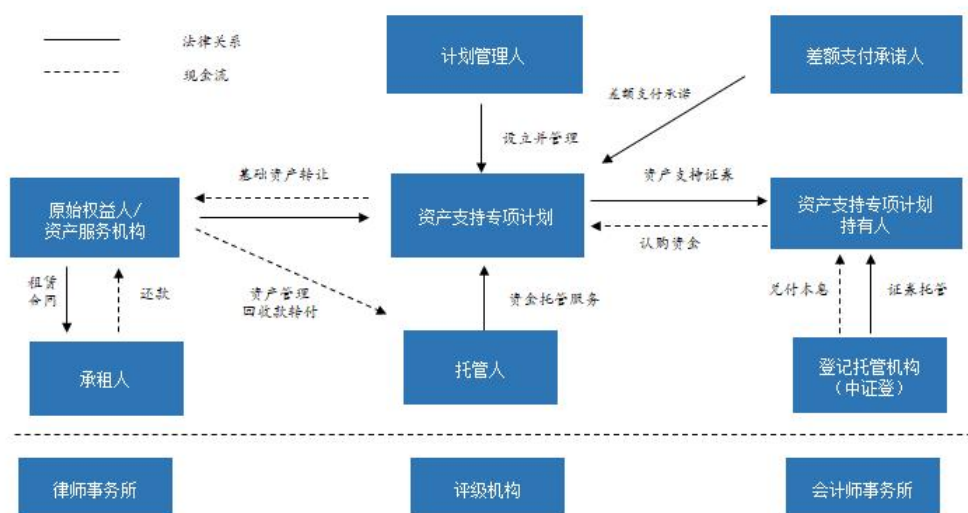
图1 2019—2021年发行规模统计（单位：亿元）



资料来源：CNABS，联合资信整理

汽车金融类资产是向借款人发放的用于购买汽车（包括乘用车和商用车等）的贷款、租赁应收款和信用卡分期等金融资产，具有同质化强、分散度高、分期付款购买汽车等鲜明特点，从而与其他企业贷款、消费贷款、住房按揭等资产相区分。汽车金融类资产支持证券是以汽车金融类资产作为基础资产发行的资产支持证券。常见交易结构如下：

图2 交易结构图



资料来源：联合资信整理

二、跟踪评级要点

跟踪评级时，需通过证券发行及兑付情况和交易安排的执行情况来监测专项计划潜在风险，通过存续期资产池表现、最新静态池数据评估剩余优先级证券承受损失的风险，结合增信主体的信用水平、各参与方的履职情况，最终通过现金流压力测试判断优先级证券的信用等级变化。

1. 证券发行及兑付情况

资产支持证券发行后，专项计划参与方将依据交易安排出具定期或临时公告。定期公告包含《资产管理报告》《托管报告》《资产服务机构报告》《收益分配报告》《审计报告》等；如发生可能对资产支持证券持有人权益产生重大影响的临时事项，将会出临时公告。证券存续期内，需有效利用各种信息披露报告，及时了解专项计划运行、基础资产表现情况，防范潜在的风险。

同时，需关注发行利率是否超过首评时的最高压力测试利率。一般情况下，汽车金融资产的加权平均收益率与优先级证券发行利率及专项计划费用之间存在一定的利差，由其带来的现金流能够为优先级证券提供一定的信用支持。若证券实际发行利率高于首评时最高压力测试利率或存续基础资产的加权平均收益率较上次评级下降幅度较大，超额利差带来的信用支持作用将会减小，需通过后续的现金流测试观察由此因素造成的不利影响；反之，超额利差越大，越能保障优先级证券的本息兑付。

存续期内，应持续跟进证券的兑付情况。通常，汽车金融ABS的兑付安排与资产还款频率相匹配，以按月过手摊还为主，一般不设置循环购买；也有较少的项目设置了循环购买安排。每次兑付前，需重点关注《资产服务机构报告》中披露的资产回款情况及《托管报告》中披露的专项计划资金收付情况，确认专项计划是否能按交易文件的约定按时、足额兑付各档证券的应付利息及本金。

随着资产池现金流的回收和部分优先级证券本金的偿还，各档证券在专项计划中的占比将发生变化。一般情况下，如果基础资产现金流在预期范围内，各档证券得以顺利兑付，则

在剩余存续的证券中，优先级证券获得的信用支持将得以提升，进而有助于提升信用水平。

2. 交易安排执行情况

（1）不合格资产、违约资产的处置情况

通常，交易文件会设置不合格资产或违约资产处置的相关约定，若在专项计划存续期间内出现不合格资产或违约资产，资产服务机构有义务将不合格资产或违约资产进行赎回或回购，并将赎回价格按约定支付至专项计划账户。存续期内，一方面，需确认资产服务机构是否按约定将款项支付至专项计划账户；另一方面，应关注违约资产的后续回收情况，以判断资产池的真实质量。若资产服务机构未能按约定进行赎回或回购，将影响基础资产回款现金流，进而可能影响优先级证券本息的偿付。

若专项计划未设置不合格资产或违约资产的赎回或回购等处置措施，应及时关注《资产服务机构报告》披露的违约资产或不合格资产情况，测算其对基础资产现金流的影响，并与产品设置的触发事件的触发阈值进行对比，判断是否触发相关事件，及时察觉风险隐患。

（2）触发事件后的执行情况

汽车金融 ABS 触发机制包括差额支付启动事件、权利完善事件、加速清偿事件等。存续期间内，应关注触发机制是否生效，以及触发后交易安排的执行情况。

通常情况下，在触发差额支付启动事件后，差额支付承诺人应履行无条件不可撤销的差额支付义务；在触发权利完善事件后，原始权益人应向承租人等发出权利完善通知、将承租人或第三方交付的全部保证金转付至专项计划账户、完成租赁物所有权变更，同时，属于专项计划的回收款将直接支付至专项计划账户；在触发加速清偿事件后，现金流的资金分配顺序将重新安排。

存续期内，如有触发以上任一事件，需及时跟进后续触发机制的执行情况，以判断对优先级证券的影响。

3. 基础资产表现

（1）逾期情况

跟踪评级时，需关注《资产服务机构报告》中披露的基础资产逾期情况并计算累计违约率，需将产品实际累计违约率与首评时预测的同期限累计违约率进行对比。如果存续期内实际累计违约率较首评比相差不大（略低于或略高于首评预测值）时，说明实际资产损失在首评预测的合理范围内；若存续期内实际累计违约率明显低于首评预测值，说明实际发生的回收款情况明显优于首评预测；若资产实际表现明显劣于首评预测值，需及时了解差异较大的原因，在跟踪评级时应重新评估逾期率基准参数以及压力调整系数。

此外，为监控资产池的逾期情况，汽车金融 ABS 会设置与累计违约率关联的触发事件：一旦某一回收期间结束时，专项计划的累计违约率超过预设值，将会改变分配顺序或回收款转付频率。因此，需将跟踪期内资产池实际累计违约率与产品设置的触发阈值进行对比，分析在专项计划剩余期间内触发风险事件的可能性。

（2）提前还款情况

承租人提前还款将会降低资产池的实际收益率，进而影响未来现金流对优先级证券本息的保障程度。跟踪评级时，需要将资产实际提前还款情况与上次评级通过静态池预测得到的

同期限早偿率相比,判断基础资产提前还款情况是否符合预期。若实际提前还款比例与上次评级预测存在明显的偏差,需在现金流压力测试中对早偿率的基准参数和压力调整系数进行调整,以提高对未来回款现金流预测的准确性。

(3) 剩余期限变化

证券发行后,随着承租人按期支付租金,基础资产的剩余期限逐渐缩短,剩余周期累计违约率和早偿率也随之下降,未来现金流的不确定性降低。

4. 静态池指标

跟踪评级时,应根据原始权益人提供的最新静态池历史数据,观察各静态池在更新时段内的进一步表现情况以及新增投放月份的静态池内资产表现情况,并基于此计算最新的基准参数(包括累计违约率、早偿率和回收率)。如果更新后的基准参数较上次评级时的变化在正常波动范围内,则在现金流压力测试中按照更新后的基准参数进行运算即可。如果新增投放资产表现出现异常,需了解异常原因,并结合具体情形判断是否在压力测试中进行额外加压。

5. 增信主体信用风险变化

若优先级证券的信用等级依赖于增信主体的信用等级,需关注存续期增信主体的信用风险状况,包括企业股权关系变更、行业风险变化等,确认增信主体级别与展望。一旦增信主体信用状况下滑,需根据存续期基础资产情况重新判断优先级证券级别。

6. 参与方尽职能力分析

存续期内,需关注计划管理人、托管人、监管人等是否发生替换,资产服务机构履职情况是否稳定、是否发生重点风险事项(如监管处罚等)等可能影响其他参与方履约能力的事件。

7. 现金流压力测试

现金流模型的作用是模拟资产和证券的未来表现,并通过目标级别下的压力情景测试来确定优先级证券信用等级。跟踪评级时,需根据存续期内资产表现变化重新调整压力测试参数,进而对比模型结果与上次评级结果,根据最新测试结果判断优先级证券的信用等级变化情况。

压力情景的设置包括压力强度和施压速度两方面。压力强度通过对基准情景施加折算率/压力乘数实现,目标信用等级越高,压力强度越大,对应的折算率/压力乘数越大。跟踪评级时,各档证券需使用上次级别对应的压力标准对现金流进行加压。施压速度通过设置一定的过渡时间来实现,过渡时间代表从基准情景增至设定的压力强度所用的时间。目标等级越高,施压速度越快,对应的过渡时间越短。跟踪评级时不设置过渡时间,即模拟现金流在最大压力强度下的表现。

现金流流入端压力参数

累计违约率是用来衡量回款现金流晚于预期(合同约定)的指标、回收是指资产违约后通过催收或处置抵质押物/租赁物得到的回收款、早偿率是用来衡量回款现金流早于预期(合同约定)的指标。跟踪评级时,需根据原始权益人提供的最新静态池历史数据计算上述指标。

其中，累计违约率和早偿率需根据资产池账龄情况进行调整。

此外，在现金流压力测试中使用的资产池规模应为正常资产（含逾期 30 天以内的资产）、回收款账户和专项计划账户余额之和；对于逾期 30~180 天以内的资产，需要在现金流模型中考虑资产能够回收的金额；逾期超过 180 天的资产将被认定为损失资产，不在模型中加以考虑。

现金流流出端压力参数

流出端参数包括证券发行利率、税率和中介机构费用。首评时，由于证券的发行利率尚未确定，需对预期发行利率进行加压。跟踪评级时，需使用证券实际发行利率，不再进行额外加压。专项计划的各类税率、中介机构服务费率等与首评一致，不需要加压。

此外，跟踪评级时，需考察原始权益人和资产服务机构的表现是否对资产池回款造成负面影响，并根据实际情况调整压力调整系数，以获得更合理的现金流预测结果。

根据上述压力测试参数的设置，以上次证券级别为目标级别，可以得到压力测试下资产池现金流入在各支付时点对证券本息支出的覆盖程度。若在目标级别的压力测试下，证券本息可得到足额覆盖，需根据支付完证券本息的剩余金额做出进一步判断，如果剩余金额足够支撑证券通过更高目标级别下的压力测试，则证券的级别将提升；反之，证券级别将维持。若证券在目标级别的压力测试下未能得到足额及时偿付，证券级别将下降。

三、跟踪评级注意的问题

1. 关注资产逾期原因

跟踪期内，当基础资产的实际逾期表现与预测情况出现偏差时，需进一步了解资产逾期的深层原因。宏观经济环境变化和原始权益人风控政策调整是比较常见的原因。

宏观经济变化

商用车承租人还款来源为日常经营的货运收入。在运输行业整体不景气时，商用车承租人的还款现金流可能不及预期，资产逾期率将上升。乘用车对于承租人来说是消费品，其还款来源与人均 GDP、居民可支配收入等国民经济指标高度相关。目前，在新冠肺炎疫情全球大流行，对国家经济和贸易造成严重冲击的背景下，承租人的还款能力将受到一定影响，资产池的整体信用表现将不及预期。

原始权益人风控政策调整

原始权益人的风险资产把控能力是决定基础资产质量的关键因素。若原始权益人的风控水平不稳定或风控政策下沉，资产池的实际表现将差于原始权益人提供的静态池历史数据。

如果监测到宏观经济的变化以及原始权益人风控政策的不稳定性，需在原有的加压水平上，根据实际情况调整压力系数，以对冲不确定性造成的负面影响。

2. 逾期资产催收、处置情况

资产服务机构的催收能力和对车辆的处置能力会影响资产违约后的回收率，进而影响基础资产的现金流表现。跟踪期内，需关注资产服务机构对逾期资产的催收和抵质押物的处置情况，以及其是否按照《服务协议》的约定，运用合法的行政、经济、法律等手段进行催收，减少逾期资产带来的损失。需注意的是，在监管层严格监管暴力催收、非法拖车等不合法操作的背景下，逾期资产的催收、处置回收率有所下降。

针对附有保证金的逾期资产，应落实资产服务机构是否按照约定将保证金抵扣的款项转付至专项计划账户。同时，若交易文件对于保证金比例有严格规定的，应与资产服务机构确

认承租人是否已按要求补足保证金。若承租人未按约定及时补足保证金，存续资产池保证金比例将降低，资产违约后得到的补偿将随之减少，对优先级证券的保护程度也将减弱。

3. 关注资金混同风险

混同风险是指资产池回收的现金与参与机构的其他资金混同在一起，当参与机构发生信用危机或破产清算时，难以准确界定或区分其资金的来源及所有者，有可能导致特殊目的载体的财产遭受损失而引发的风险。

在汽车金融 ABS 中，承租人一般按月偿还租金至资产服务机构收款账户，资产服务机构在回收款转付日转付至专项计划账户。因此，在转付至专项计划账户前，基础资产回收款或与资产服务机构其他资金混同，可能存在资产服务机构挪用资金的情况。

针对该情况，应通过资产服务机构提供的资金划转凭证、收款账户及专项计划账户流水，跟踪基础资产的回收转付流程，及时发现风险隐患。

4. 需对原始权益人履职能力保持关注

跟踪期内，需对原始权益人经营财务情况保持关注，一旦出现财务状况恶化或类似情形，则需对权利完善事件的执行情况保持关注。

一般情况下，在项目成立时，原始权益人还将继续持有租赁物的所有权或抵押物抵押权。当原始权益人的信用水平下降到某一信用等级以下或出现违约、破产等情况时，则触发权利完善事件，原始权益人需在规定时间内办理完毕所有权、抵押权转移登记，将所有权、抵押权转让给计划管理人。若触发权利完善事件后，原始权益人未按约定办理转移登记，当原始权益人进入破产程序，租赁物或抵押物在司法上可能被列入破产资产，将会对基础资产的回收产生不利影响。

四、总结

近年来，汽车金融 ABS 的发行节奏有所加快，存量规模不断增长，存续期管理的重要性日益突出。基于汽车金融 ABS 基础资产同质性强的特征，跟踪评级时需重点关注基础资产的整体信用表现，特别是资产逾期原因及其后续处置情况；同时，需将资产实际表现与首评预测情况进行对比，并结合最新静态池数据计算的参数，判断对未来现金流可能产生的影响，进而在现金流模型中适当调整分析参数；此外，各档证券的兑付及交易安排的执行情况也需要重点确认；最后，由于资产服务机构/原始权益人的运营状况与基础资产回收款密切相关，需评估参与方的履职能力，及时发现影响优先级证券兑付的风险隐患。