

闲话 ABS| 2022 年跟踪特辑：Auto-ABS 双重去杠杆效果凸显，存续证券风险持续降低

本期小编：梅子豪 曲怡 杨润泽 付瑶

引言

汽车金融资产支持证券（以下简称“Auto-ABS”）的基础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）的贷款、租赁应收款等金融资产，具备同质化强、分散度高、抵押物/租赁物有成熟的二手交易市场等鲜明特点。本文梳理了 Auto-ABS 跟踪评级要点，并结合公开信息和本年度跟踪评级业务中取得的数据资料，分析总结了 Auto-ABS 存续期内的基础资产质量和证券表现情况，以为投资者开展存续期管理提供参考。

一、Auto-ABS 市场概览

近年来，我国大力支持汽车产业，配套的政策支持体系不断完善，政策红利持续释放。2020 年 10 月，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》；同年 11 月，中国银保监会办公厅发布《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》。今年以来，在国家层面，乘用车购置税减征、新能源汽车下乡等政策陆续出台；在地方政府层面，多地通过提供购车补贴、增加牌照供给等方式，刺激汽车消费。

Auto-ABS 自 2012 年重启后，发行规模稳步增加。2022 年 1 月 1 日至 8 月 31 日，国内发行 Auto-ABS 累计金额达 1378.48 亿元；截至 2022 年 8 月 31 日，Auto-ABS 存量金额达 2104.61 亿元。

图 1 Auto-ABS 历年发行规模及存量情况



数据来源：Wind 数据库，联合资信整理

二、Auto-ABS 跟踪评级要点

1、基础资产表现情况

（1）累计违约率

基础资产违约带来的贷款本息损失是 Auto-ABS 面临的主要风险，跟踪时需**关注基础资产真实违约水平与上次评级预测的违约水平的差异**。若存续期内基础资产的真实违约情况与上次评级预测情况之间存在明显偏差，需进一步评估原始权益人的运营和风控情况，并在现金流预测中判断累计违约率参数设置是否需要调整，以获得更合理、更准确的现金流预测结果。

针对基础资产的违约情形，Auto-ABS 通常会设置与基础资产累计违约率相关的触发事件以缓释相关风险。若触发了与基础资产累计违约率相关的事件，需要关注事件触发后的交易安排执行情况，是否会引发现金流支付机制的重新安排，并评估其对优先级证券兑付造成的影响。

（2）早偿率

借款人的早偿行为会改变基础资产回收款的现金流分布，进而影响证券端的兑付速度。因此，存续期内需要根据已有的早偿表现，在现金流预测中判断早偿率参数设置是否需要调整。另外，早偿行为还会影响资产池的收益水平，在资产池收益率（贷款利率）高于证券综合成本时，借款人的早偿行为会降低超额利差，削弱对优先级证券的保障力度；反之，若资产池收益率（贷款利率）低于证券综合成本时，早偿会改善产品的负利差程度，有助于保证优先级证券本息的偿付。

（3）剩余期限

随着资产池剩余期限的逐渐缩短，借款人的未偿本金余额不断减少，而因汽车金融贷款通常将汽车设为抵押品，所以借款人的杠杆率会持续降低、违约成本会持续提升，从而会改善资产池在剩余期限内的信用表现。因此，Auto-ABS 跟踪评级时对未来现金流预测所使用的预期累计违约率、早偿率的参数，是考虑账龄因素调整后剩余周期的预期累计违约率和早偿率。总体来说，**剩余期限的缩短降低了借款人的融资杠杆，减少了资产池未来现金流的不确定性，是存续期内量化测算结果的重要影响因素之一。**

2、证券发行及兑付情况

Auto-ABS 存续期内，除了确认各档证券是否正常兑付外，还需关注 ABS 产品的利率调整、超额抵押以及触发事件等情况。

（1）利率调整情况

部分 Auto-ABS 产品为缓释利率风险，会在基准利率的基础上以簿记利差确定票面利率；当资产池现金流以固定形式流入时，存续期内需要关注基准利率的变动方向和趋势。若基准利率走高，则跟踪时点的证券利率会相应提升，资产收益率和证券利率之间形成的利差将下降，证券所获信用支持会减小，需通过现金流压力测试评估超额利差下降造成的不利影响；反之则反。

（2）超额抵押情况

由于汽车金融贷款通常将汽车设为抵押品，且厂商系汽车金融公司/融资租赁公司会选择通过贴息方式促进车辆销售，整体贷款利率水平相对较低。在此情况下，若汽车金融贷款利率低于证券综合成本，将产生负超额利差，进而在存续期内累计形成负超额抵押，增加券端后期的兑付压力，为缓释该风险，此类项目通常会在发行时设置一定超额抵押；反之，正超额利差带来的资产累积将使超额抵押的规模较首评时增加，有助于提升存续期内夹层档证券的信用等级。总而言之，**无论形成的是正超额抵押或负超额抵押，在存续期内进行量化测算时，都需要使用最新的资产池规模及账户余额进行现金流分析，以考量超额抵押规模对于资产池未来现金流的影响。**

（3）触发事件情况

Auto-ABS 产品触发机制一般包括加速清偿事件、违约事件和权利完善事件。上述事件触发后，或引起回收款归集路径、频率的改变，或引起现金流兑付机制的重新安排。Auto-ABS 存续期内，若现金流因触发事件而重新分配，除需核实交易安排的执行情况，还应详细了解风险事件的触发原因，并通过量化测算评估其对证券兑付产生的影响。

3、量化分析结果

（1）现金流预测

由于汽车属于高价耐用品，借款人倾向选择等额本息或等额本金的还款方式，但受违约、早偿行为的影响，基础资产回收款的现金流分布会较合同约定有所变化。因此，需要根据原始权益人/资产服务机构提供的动静态池历史数据测算累计违约率、回收率与早偿率的最新水平，用以预测资产池的未来现金流；同时，**跟踪评级时，需要根据资产池当前账龄对上述指标进行调整，再结合存续期内现金流实际表现与预测的差异，评估是否需要调整量化指标的参数设置进行调整，进而预测资产池未来现金流。**

（2）压力测试

在对 Auto-ABS 跟踪评级时，仍需从现金流流入端与流出端进行压力测试，以判断证券能否及时足额兑付，但是在方式方法上会与首次评级时有所不同。首先，在现金流流入端方面，跟踪评级时需要在剩余资产的现金流基础上考虑存续期内形成的超额抵押，并使用账龄调整后的量化指标，而首评时是以模拟/真实资产池规模为基准，考虑的是其彼时剩余期限内的本息流入；其次，在现金流流出端方面，由于各档证券发行利率均已确定，跟踪评级时，不再使用首评时对发行利率的加压处理方式，并将税率和各项费率与交易设置保持一致。根据压力测试结果，若在目标级别的压力测试下，证券本息可得到足额覆盖，且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。

4、参与机构履职能力

由于 Auto-ABS 在交易结构设置上实现了破产隔离，资产服务机构（一般由发起机构/原始权益人担任）的经营情况原则上不会直接影响优先级证券本息的兑付情况。但是，一方面，由于 Auto-ABS 交易结构中的重要账户通常会设在原始权益人名下，其经营状况会影响优先级证券投资人本息兑付的安全性、及时性；另一方面，资产服务机构风控政策和水平的稳定性也决定了入池资产的质量。因此，**Auto-ABS 存续期内需要重点考察原始权益人和资产服务机构的服务水平和风控能力的稳定性，以判断是否会对资产池回款造成负面影响。**

此外，存续期内，还需关注计划管理人、托管人等其他参与方的履职情况是否稳定以及是否发生不利影响事件。

三、存续期表现

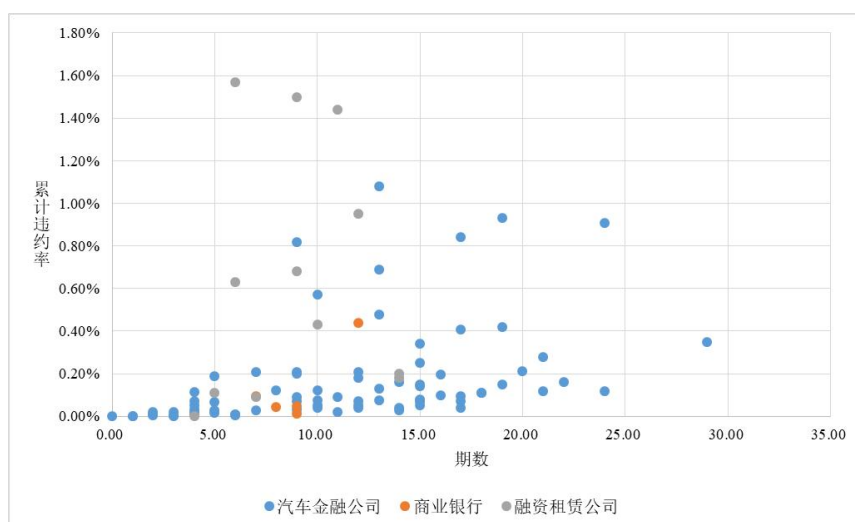
1、基础资产表现情况

（1）累计违约率

本文选取截至 2022 年 8 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。

由图 2 可以看出，纳入统计的存续 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经营目标、客群定位等与汽车金融公司明显不同，所以汽车租赁资产包实际累计违约率水平一般高于同期限的汽车贷款资产包。另外，从联合资信跟踪的 Auto-ABS 看，大部分资产池实际的违约表现数据与预测值基本一致或略好，仅个别项目资产池表现不及预期，是预测值的约 2 倍。

图 2 存续 Auto-ABS 资产池累计违约率情况



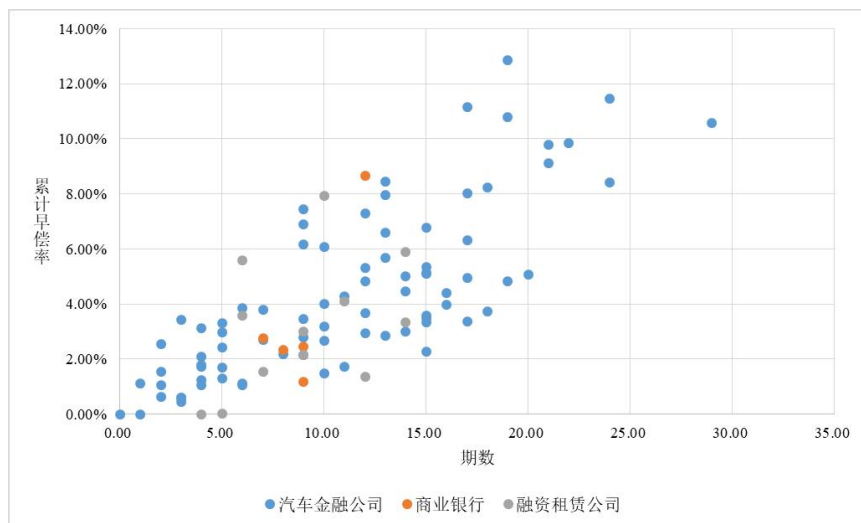
注：累计违约率=逾期 30 天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额

数据来源：Wind 数据库，联合资信整理

（2）早偿率

如图 3 所示，汽车金融公司与融资租赁公司基础资产的累计早偿率水平较为接近；纳入统计的存续 Auto-ABS 产品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。

图 3 存续 Auto-ABS 资产池早偿率情况



数据来源：Wind 数据库，联合资信整理

综上所述，存续期内 Auto-ABS 产品基础资产的累计违约率、早偿率整体处于较低水平，资产池整体质量较好。Auto-ABS 产品基础资产的早偿率较低，主要系汽车金融贷款利率通常较低，借款人早偿动力较小所致。累计违约率较低主要是由于：一方面，Auto-ABS 基础资产将汽车设为抵押品，借款人违约成本相对较高；另一方面，Auto-ABS 入池资产的平均贷款剩余期限约为 2 年，考虑到数月封包期的存在，优先级证券的存续期往往不足 2 年，实际风险暴露时间较合同期限明显缩短。

（3）疫情影响情况

从汽车贷款行业历史数据表现及跟踪情况看，新冠疫情对 Auto-ABS 基础资产信用质量的影响目前已趋于稳定。具体而言，疫情爆发初期，乘用车金融资产的违约率水平出现了短期攀升现象，但由于乘用车购买人的行业分散度高且职业相对稳定，其抗风险能力较强，违约率后续处于正常波动状态。对于商用车金融资产，底层用户以货车司机为主，偿还资金来源于运营收入，较易受宏观经济系统性风险及疫情的影响；从实际表现来看，商用车贷款受宏观经济叠加疫情影响，违约率波动相对较大，但随着疫情的有效控制，疫情影响逐渐得到改善。

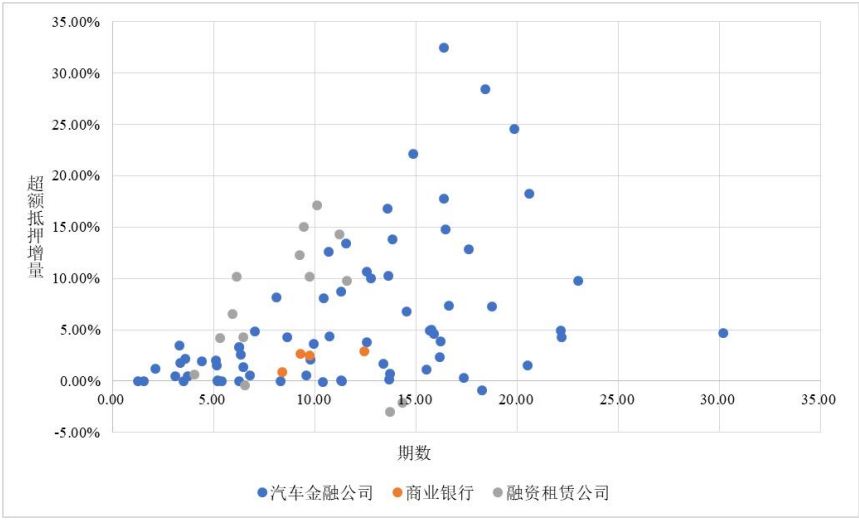
总体而言，当前新冠肺炎疫情并未对 Auto-ABS 资产池造成持续的、不可逆的负面影响，但持续性的大面积的疫情仍然会对汽车贷款资产质量造成较大的影响，未来仍需持续关注疫

情扰动因素和宏观环境变化可能对 Auto-ABS 信用情况带来的影响。

2、超额抵押情况

由于 Auto-ABS 产品通常不设置循环购买机制，且发行利率和贷款利率的差距相对较小，截至 2022 年 8 月底，与初始超额抵押相比，大部分纳入统计的 Auto-ABS 产品的超额抵押增量在 5%上下波动。由于汽车租赁资产包的利率水平往往高于汽车贷款资产包，证券存续期间会形成更高的超额利差及超额抵押，截至 2022 年 8 月底，大部分原始权益人为融资租赁公司的 Auto-ABS 产品获得了比同期限其他产品更高的超额抵押增量。随着剩余期限缩短，优先级证券本金不断兑付，会导致部分存续时间较长产品的超额抵押增量有较大幅度提升。

图 4 存续 Auto-ABS 产品超额抵押增量情况



数据来源：Wind 数据库，联合资信整理

3、级别变动情况

截至 2022 年 8 月底，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。

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 数据库，联合资信整理

从联合资信的跟踪评级来看，Auto-ABS 产品存续期内级别的上调主要有两方面原因：一是资产池质量方面，由于汽车金融贷款通常将汽车设为抵押品，随着借款人逐期正常还款，借款人的杠杆率持续减少，违约成本持续提升，进而使得基础资产未来现金流的不确定性也随之降低；二是，存续期内，随着优先级证券本金的逐步偿付，优先级证券所获得的信用支持水平将不断提升，使其风险承受能力持续增强。需要说明的是，因存续期内上述因素变化程度的不同，首评时同系列产品下相同信用等级证券在跟踪评级时，评级结果提升的幅度也会有所差异。**整体看，Auto-ABS 产品存续期内，资产池质量和信用支持双重改善使得 Auto-ABS 的信用等级在跟踪评级时存在上调情况。**同时，在此情况下，即使证券信用等级没有发生变化（主要因为证券前次评级结果已经是 AAA_{sf}），其面临的风险也将会不同程度的下降。

四、总结

1、Auto-ABS 基础资产表现符合预期

Auto-ABS 以向借款人发放的用于购买汽车的贷款、租赁应收款等为基础资产，资产池分散性好；同时，借款人倾向选择等额本息或等额本金的还款方式，还款压力适中，有助于贷款的顺利偿付；此外，此类金融资产通常将汽车设为抵押品，随着剩余期限的逐渐缩短，借款人的杠杆率会持续降低、违约成本会持续提升，基于上述原因，Auto-ABS 存续期内基础资产累计违约率、早偿率等指标的实际表现与预测值相比一般都较为稳定。而不同发起机构/原始权益人之间资产池表现的差异，主要源于各自经营目标、客群定位的不同。这种可预测的风险差异主要是在 Auto-ABS 产品设计时，通过控制各档证券的杠杆（优先/次级分层比例）来化解。因此，只要资产的实际表现与预测表现差异不大，实际表现的好坏对证券端的风险影响不大。

2、双重去杠杆效应使得 Auto-ABS 存续期内信用风险持续降低

从存续产品的表现情况来看，Auto-ABS 各指标表现稳定，未出现级别下调或违约情况，且得益于存续期 Auto-ABS 资产端与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。由于 Auto-ABS 基础资产质量良好、分散度高，预计未来其信用状况将保持稳定，后续也需持续关注疫情扰动因素和宏观环境变化可能对 Auto-ABS 信用情况带来的影响。