

商用车 ABS 回顾与展望：细分领域助力商用车行业复苏，资产质量有所波动但结构化增信确保证券风险持续降低

本期小编：韩易洋 娄源 关鑫

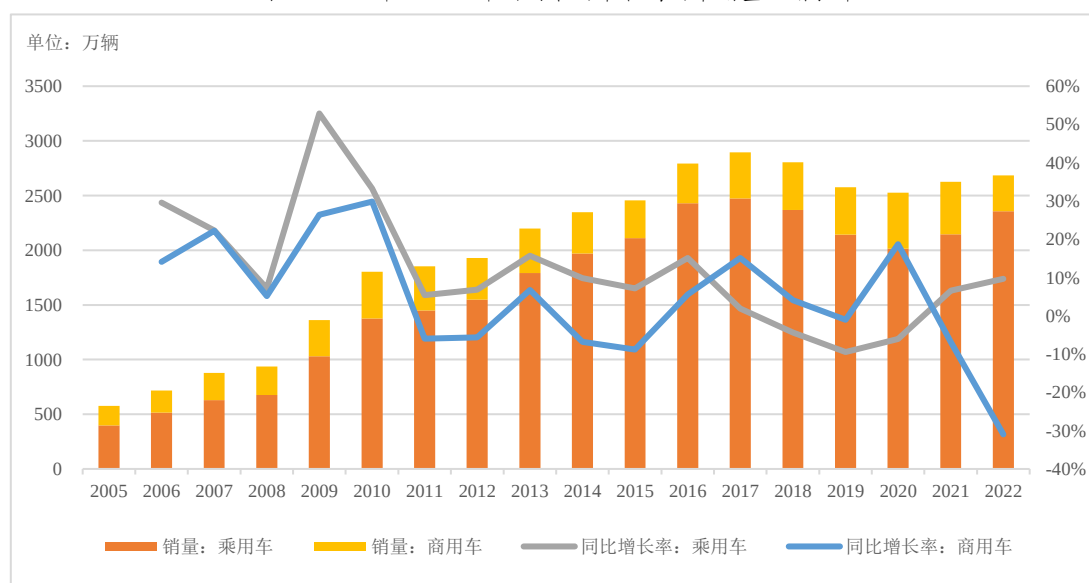
摘要 汽车行业作为支柱产业之一，经历多年发展，已由快速增长阶段进入深度调整阶段。2022 年，国内疫情反复外加世界经济下行压力加大，商用车销量出现疲软态势，随着今年疫情暂时结束以及国家有利政策引导，国内商用车市场在国际市场地位愈发突出，但商用车融资较国际发达国家仍处于发展不足阶段，商用车 ABS 融资存在较大的发展空间。

一、国内商用车 2020 年后进入阶段性负增长

国内商用车总体规模呈负增长，货车仍为主流产品

目前国内商用车市场是全球最大的商用车市场。近十余年来，除 2009 年全球金融危机后国内内需及基建拉动出现一次大幅增长（产销量同比增速分别为 31.01%和 26.39%）外，国内商用车市场平稳发展。自疫情以来，国内运价、货运量逐年下降，运输成本上升，商用车市场大幅萎缩，特别是 2022 年以来，国内油价居高不下，新冠疫情持续反复，国内商用车市场销量和增速进一步走低，2022 年，国内商用车产销分别完成 318.40 万辆和 329.92 万辆，分别同比下降 31.68%和 30.98%，销量和增速均为 2009 以来的新低（图 1）。

图 1：2005 年 - 2022 年国内乘用车和商用车销量及增长率

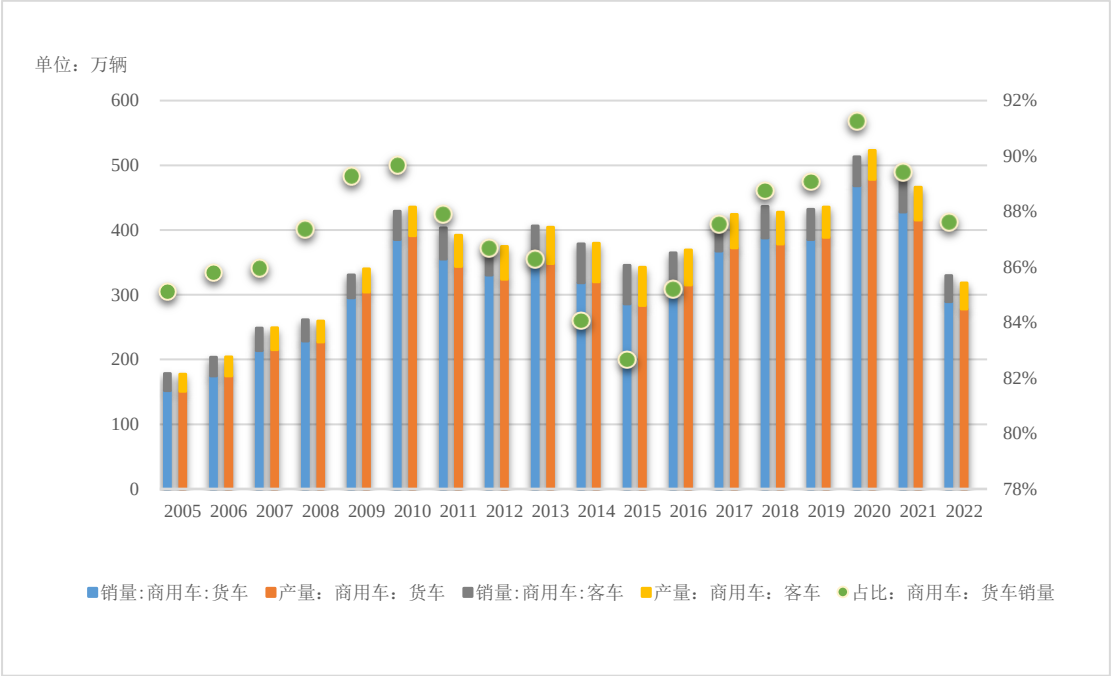


资料来源：Wind，联合资信整理

商用车的类型主要分为货车和客车，货车为主流产品。从销量占比来看，自 2005 年以来，货车销量占比基本均超过 85%，占据着商用车市场的主力地位。2022 年，货车销量占

比为 87.63%，货车仍为国内商用车的主要驱动类型。从销量增速来看，2022 年，叠加疫情反复和高位油价，货车产销量增速在 2021 年的基础上进一步呈现负增长，2022 年国内货车产销量分别为 277.65 万辆和 289.10 万辆，同比下降 33.13%和 32.37%（图 2）。

图 2：2005 年 - 2022 年货车和客车产销量及占比情况



资料来源：Wind，联合资信整理

新能源商用车逆势增长，商用车出口表现强劲

在国内商用车市场低迷的背景下，新能源商用车销量却呈逆势增长态势，2022 年销量达 33.39 万辆，同比增长 78.9%。从种类来看，轻客销量为 9.30 万辆，同比增速高达 176.51%；中重卡销量为 2.68 万辆，同比增速达 126.66%；轻微卡销量为 7.24 万辆，同比增速为 94.62%；大中客销量为 4.53 万辆，同比增速为 6.28%。除大中客已处于新能源化后期外，其他新能源商用车种类均实现大幅增长。

此外，2022 年商用车出口量创历年新高，累计出口 58.2 万辆，同比增长 44.9%，其中新能源商用车出口 2.7 万辆，同比增长 1.3 倍。车辆类型方面，牵引车、轻卡、大客是出口主力车型，中重卡次之，但 2022 年中重卡出口量占比达 26.3%，同比增长 52%，成为商用车出口细分市场增长亮点。整体来看，商用车领域，新能源和出口的增长势头不容小觑。

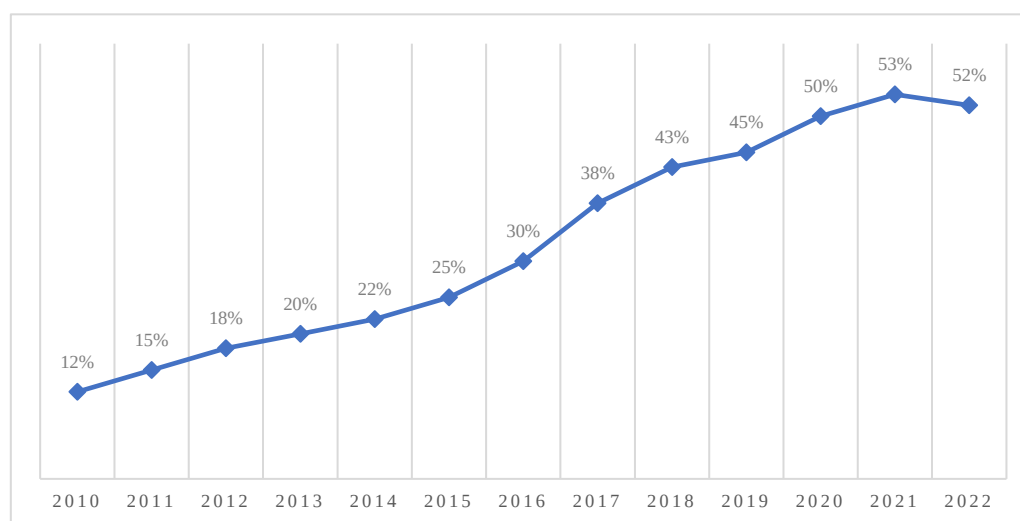
二、商用车金融服务有较大的市场空间

在国内汽车行业稳步发展的同时，汽车金融的发展亦呈现迅猛势头。这既源于汽车行业本身销量的增长，更得益于汽车金融渗透率¹的不断提升。国内汽车金融最早起源于 1993 年的北京兵工北方汽车贸易有限公司提供的分期付款购车产品，经历近 30 年的发展，国内汽车金融市场现仍处于快速发展期，汽车金融市场规模呈现快速增长。21 世纪新汽车研究院估测 2022 年中国整体金融渗透率略低于 2021 年，为 51.5%（图 3）。虽较相对成熟的汽车金融市场国家（美国和德国于 2017 年分别已达到 86%和 75%）较低，但即使在疫情的压力下

¹ 汽车金融渗透率=汽车贷款规模/汽车销售规模

国内汽车金融渗透率仍保持了整体上升趋势，预计在未来几年该上升趋势仍将持续。

图 3：2010 年 - 2022 年中国汽车金融渗透率



资料来源：21 世纪新汽车研究院调研综合评估，联合资信整理

新能源及二手商用车金融服务尚处于前期发展阶段，未来发展空间大

2022 年 8 月底，银保监会办公厅发布《关于鼓励非银机构支持新能源汽车发展的通知》（以下简称《通知》），引导汽车金融公司、企业集团财务公司、金融租赁公司等非银机构支持新能源汽车发展，《通知》鼓励非银机构开发设计符合新能源汽车特点的专属金融产品和服务。在政策和市场规模预期的背景下，包括中信金租、民生金租、平安租赁等金融租赁公司/融资租赁公司通过和新能源汽车厂商的合作入局新能源商用车金融服务领域。但新能源商用车受制于电池续航不足、电池衰减后车辆残值低等原因发展仍面临技术瓶颈，2022 年，相较于国内汽车金融渗透率 51.5%，新能源商用车金融渗透率仅 11%，随着“双碳”目标持续深化，政策的正向指引和技术的突破，新能源商用车发展前景明朗，金融服务具备较大增长空间。

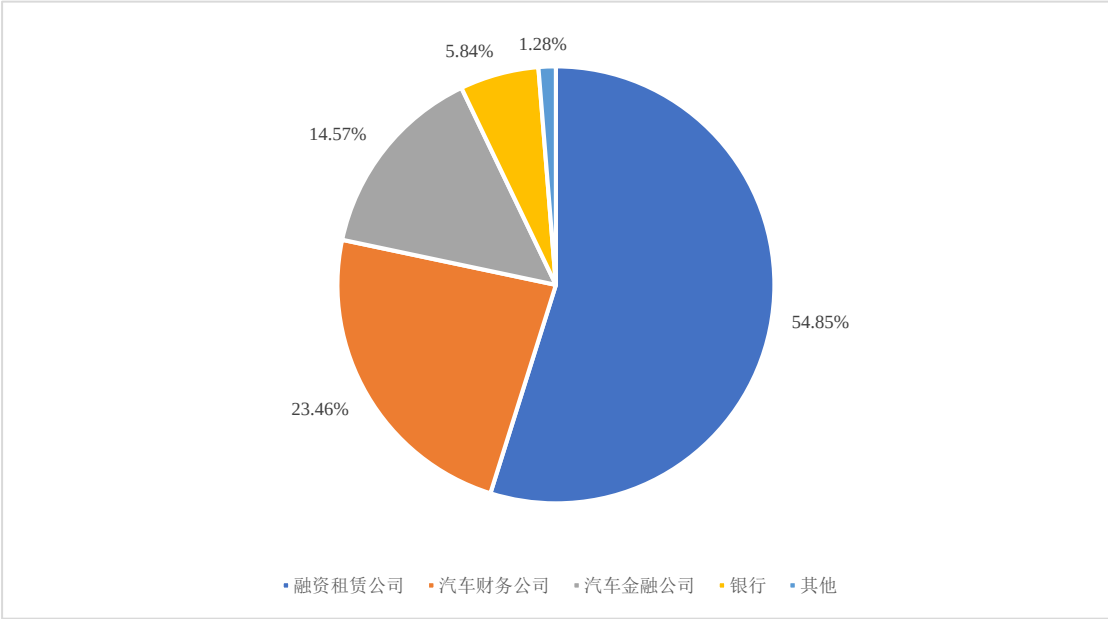
截至 2022 年底，我国二手商用车销量随着市场需求不断提升。根据中国汽车流通协会发布的《全国二手商用车行业的挑战与机遇》，2022 年新车销量与二手商用车销量之间的比例将超过 1:2.5，即销售 1 辆新车的同时，有 2.5 辆二手商用车完成交易。在增量市场向存量市场的转化过程中，二手商用车金融服务发展空间较大。但二手商用车车况复杂，国内入场金融服务企业尚处于初期发展阶段，二手商用车金融服务能力尚不完善。根据中国汽车流通协会商用车专业委员会公布的 2021 年全国商用车金融企业二手商用车业务排名榜单，排名前十的商用车金融企业总投放资金规模仅 107.6 亿元。而具备二手商用车评估和交易能力的狮桥租赁，凭借自有二手车估值系统，就以 66 亿元投放资金规模位居榜首，占排名前十总投放资金规模的 61.33%。未来，随着商用车金融企业二手商用车金融服务能力的不断完善，二手车或有望成为商用车金融服务行业的“蓝海”。

融资租赁公司为商用车汽车金融服务主要卖方企业

目前，国内开展商用车汽车金融服务的卖方企业主要包括：融资租赁公司、汽车财务公司及汽车金融公司、商业银行等。其中，融资租赁公司包括厂商系融资租赁公司、金融租赁公司及第三方融资租赁公司。汽车财务公司及汽车金融公司多数为厂商系金融服务卖方。从卖方性质来看，融资租赁公司（包括厂商系融资租赁公司、金融租赁公司及第三方融资租赁

公司) 凭借其更为灵活的产品设计, 汽车财务公司及汽车金融公司凭借主机厂经销商的资源共享(部分厂商系融资租赁公司也具有该优势) 占据了商用车汽车金融市场的主导地位。根据中国汽车流通协会商用车专业委员会发布的 2021 全国商用车金融企业排名 TOP50, 融资租赁公司在 TOP50 商用车金融企业中投放资金占比为 54.85%, 汽车财务公司及汽车金融公司合计占比为 38.03% (图 4)。值得一提的是, 近年来, 部分商业银行背靠发达的销售网络和低成本的优势, 开始发展商用车汽车金融业务, 相继推出了具有竞争力的汽车消费金融产品, 如中信百信银行股份有限公司于 2021 年推出的“百车贷”等产品。

图 4: 2021 全国商用车金融企业排名 TOP50 年度投放资金占比



资料来源: 中国汽车流通协会商用车专业委员会

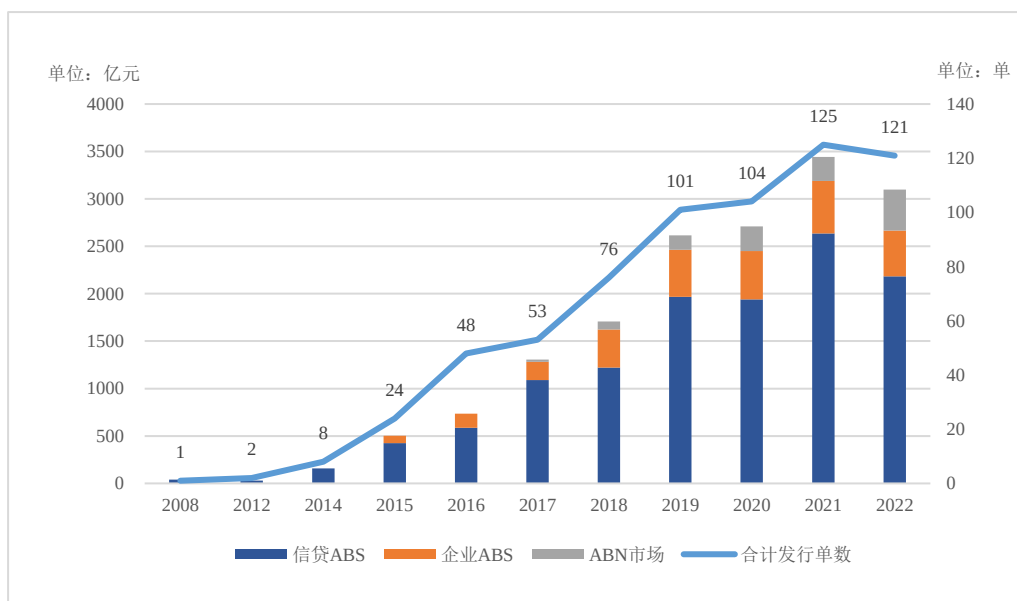
国内商用车汽车金融服务的卖方企业资金来源包括自有资金、同业拆借、ABS 融资、信托贷款等。而 ABS 融资可通过资产的真实出售实现融资, 对于一些主体级别不高的卖方企业, 还可以降低融资成本。ABS 融资已成为各卖方企业, 尤其是汽车金融公司和融资租赁公司汽车金融业务重要的融资方式之一。

三、商用车 ABS 融资发展特征

1、商用车 ABS 融资现状

截至 2022 年底, 我国已在银行间市场和交易所市场发行成功 668 单个人汽车抵押贷款 ABS/ABN, 发行规模共计 16370.84 亿元, 占资产证券化业务总单数和总金额的 6.65% 和 10.37%。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% (图 5)。2022 年 Auto-ABS 详细情况, 请见《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》。

图 5: 汽车抵押贷款资产证券化产品不同市场发行规模和单数



资料来源: Wind, 联合资信整理

汽车金融 ABS 仍以乘用车资产为主，商用车资产占比很小。2022 年，银行间市场²和交易所市场 Auto-ABS 发行单数分别为 73 单和 48 单，发行总规模分别为 2612.95 亿元和 485.61 亿元；其中涉及商用车资产的发行单数分别为 7 单³和 23 单⁴，发行规模分别为 166.60 亿元和 183.58 亿元。银行间市场涉及商用车资产的 3 单 ABS 项目入池资产均为混包⁵（商用车占比均在 50%左右），发起机构为奇瑞徽银汽车金融和瑞福德汽车金融；4 单 ABN 项目入池资产均为混包（商用车占比均在 50%以下），发起机构为一汽租赁、浙江智慧普华、海通恒信和赢商业保理；交易所市场涉及商用车资产的 ABS 项目入池资产有全部为商用车的，也有混包的，发起机构主要为狮桥租赁、德银租赁、广西通盛租赁等。

2、商用车 ABS 评级风险分析

从商用车 ABS 静态池样本资料⁶分析，商用车违约率和回收率（考虑经销商代偿）均较乘用车的相对高，但从 ABS 融资考虑，违约率仅是分析资产信用质量最直接的指标之一，并不能直接用来判断该 ABS 项目的违约风险。对于 ABS 券端的违约风险，可以通过优先/劣后的受偿顺序、超额利差、触发机制等内部信用增级措施来提升商用车 ABS 优先级证券的信用等级，在相同的加压标准下，相同信用等级的商用车 ABS 与其他汽车 ABS 的违约风险相当。

a) 资产违约风险

2020 年后违约率抬头，预计 2023 年后有所下降

根据商用车 ABS 静态池样本资料，从违约率水平来看，不同机构的商用车违约率⁷（逾

² 银行间市场包括公募信贷 ABS 和 ABN。

³ 根据中国货币网（www.chinamoney.com.cn）已发行产品的评级报告中披露的车辆类型，明确涉及商用车资产包的产品共有 7 单，实际包含商用车资产的产品发行单数或大于 7 单，仅作参考。

⁴ 根据联合资信内部数据统计，实际包含商用车资产的产品发行单数或大于 23 单，仅作参考。

⁵ 包括商用车和乘用车。

⁶ 指联合资信收集到的商用车静态池以及公募 ABS/ABN 的公开数据，样本资料的交易发起机构大多为融资租赁公司。因目前商用车 ABS/ABN 发行量还不够充足，该结论仅适用于已发行成功的项目。

⁷ 联合资信根据资产池中最长期限外推累计违约率，一般商用车汽车金融贷款期限为 36 个月（3 年），最长不超过 60 月（5 年）。

期 30 天以上）水平差别较大，但多数高于 5%，而乘用车的违约率集中于低于 5%的区间，主要原因仍为底层债务人信用水平的差异。从违约率变化来看，2020 年国内商用车产销量达到增速高峰的同时，违约率也逐渐抬头，2021 年违约率上升更为明显，2022 年表现期较短但违约率预计仍处于高位，主要系需求一定程度上的透支叠加疫情影响经济活动所致。违约率体现的是债务人行为，从终端客户对比看，乘用车债务人群体中，职业稳定的债务人比例较大，信用水平及还款能力具有明显优势；而商用车的终端客户主要以货车司机为主，属于劳务型工种，购买力及征信信息均不足，且债务人的还款更多依赖于商用车运营后的现金流流入，整体违约风险相对较高，受经济环境的影响也较大。如 2023 年后疫情得到有效控制，经济逐渐复苏，预计违约率可能有所下降。

根据样本资料分析，商用车静态池计算的违约回收率集中于 70%~90%，在同一发起机构的业务中，商用车的违约回收率多高于乘用车的违约回收率。主要系：（1）商用车的经销商保证金比例通常更高，且按照行业惯例，多数存在经销商代偿的情况；（2）由于合同单笔金额较大和商用属性，在借款人实际违约后，发起机构通常会采用拖车手段进行回收处置。值得注意的是，由于国五⁸车辆的大幅降价倾销和商用车二手市场价格偏离，商用车自身回收率可能低于静态池计算的违约回收率。

实际违约率略优于预测违约率

一般情况下，由于较为严格的合格标准（通常约定在初始起算日，抵押贷款全部为正常类贷款），Auto-ABS 项目资产包的表现优于通过静态池计算的违约率表现。通过比对样本量中的 2021 年发行的商用车 ABS 项目的静态池表现和其在 2022 年的资产实际表现，实际违约率与通过静态池数据预测得到的同期限累计违约率相差较小。2021 年至 2022 年商用车违约表现呈现一定的波动主要是受到疫情影响。但由于已发行的商用车 ABS 较少，样本不足，上述结论仅是少量数据分析结论，商用车 ABS 实际违约率表现结论有待长期检验。

部分商用车 ABS 的合格标准约定更为严格，即在项目设立日抵押贷款应全部为正常类贷款，即底层资产还需经历封包期的检验。商用车用途和场景明确，对外部经济环境更为敏感，在经济复苏的场景下，预计商用车 ABS 项目资产的表现未来有望好转。

b) 证券的违约风险

基础资产的质量是商用车 ABS 信用等级的分析基础，在此基础上，还需结合现金流支付机制、信用增级措施（包括优先/劣后受偿顺序、超额利差/抵押、触发机制、外部增信）等交易结构设置对证券进行分析。而在商用车 ABS 产品存续期内，基础资产的整体质量和证券的优先/劣后比例是变化的。一般正常情况下，随着存续期优先级证券的兑付，在资产端，基础资产的未来现金流的不确定性逐步降低；在证券端，优先级证券的杠杆也持续降低，证券的违约风险也相应降低。

根据 2022 年的跟踪评级结果，纳入统计的涉及商用车的 Auto-ABS 证券共 22 支⁹，其中有 16 支证券首次评级结果已经达到 AAA_{sf}；2 支证券跟踪评级时级别由 AA⁺_{sf} 调升至 AAA_{sf}，4 支证券维持 AA⁺_{sf}，无跟踪时下调信用评级的证券。而跟踪结果维持 AA⁺_{sf} 的 4 支证券主要是受差额补足条款的影响（初始评级结果相对较低，经原始权益人差额补足后提升至 AA⁺_{sf}），实际上，在不考虑原始权益人的外部增信时，上述 4 支证券的跟踪评级结果较首评是有不同程度提升的，只是提升后的结果不高于 AA⁺_{sf}。

表 1 样本含商用车的 Auto-ABS 产品跟踪级别变化情况（支）

⁸ 国家第五阶段机动车污染物排放标准，简称为“国五标准”，国五标准排放控制水平相当于欧洲正在实施的第 5 阶段排放标准。欧盟已经从 2009 年起开始执行，其对氮氧化物、碳氢化合物、一氧化碳和悬浮粒子等机动车排放物的限制更为严苛。
⁹ 包括联合资信收集到的公募 ABS/ABN 的公开数据及联合资信 2022 年跟踪数据

跟踪评级 首次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	总数
AAA _{sf}	16	-	-	-	-	-	-	16
AA ⁺ _{sf}	2	4	-	-	-	-	-	6
AA _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-
A ⁺ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-
A _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-
A ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-
总数	18	4	-	-	-	-	-	-

综合来看，由于商用车对外部经济环境更加敏感，疫情期间商用车 ABS 底层资产违约率有所上升，但实际表现与预测差异不大，风险仍相对可控。随着商用车金融卖方企业汽车金融风控手段的不断成熟、二手商用车定价机制的逐渐完善及后疫情时代经济活动的逐渐回暖，商用车 ABS 底层资产信用质量预计逐渐回升。同时结合 ABS 交易结构设置的信用增进和风险缓释措施，产品存续期间商用车 ABS 违约风险或持续降低。

四、展望结论

1、**预计 2023 年商用车市场增速可能由负转正，汽车金融渗透率可能继续上升。**2020 年国内商用车市场达到阶段性产销量增速高峰后，由于消化库存、疫情反复、高位油价等因素，国内商用车市场进入阶段性负增长。2023 年后，经过一段时间的库存消化，疫情影响暂时结束，预计 2023 年商用车市场增速将回暖。虽然 2022 年我国汽车金融渗透率较 2021 年略有下降，但较国际成熟市场提升空间较大，随之疫情结束，经济回暖，国内汽车金融渗透率预计保持总体上升趋势。

2、**新能源商用车逆境中发展，金融服务发展前景大。**2022 年 8 月底发布的《通知》表示将全力支持新能源汽车销售，提升新能源汽车金融服务可得性，并鼓励非银机构开发设计符合新能源汽车特点的专属金融产品和服务。2022 年 9 月，财政部等部委联合发布的《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》中指出对 2023 年期间购置的新能源汽车免征车辆购置税，将对新能源商用车消费起到积极作用；2022 年 11 月，生态环境部等 15 部委联合发文，对新能源和国六排放标准货车保有量提出明确目标，将推动新能源、国六货车的普及推广。虽然 2022 年商用车市场低迷，但新能源商用车产销量仍能逆势增长，预计 2023 年新能源商用车金融服务市场将会有很好的发展前景。

3、**金融租赁及第三方融资租赁公司在商用车金融市场的参与度仍然最活跃，而部分商用车厂商系汽车金融公司或将崭露头角。**对于金融租赁来说，利用其融资成本低及融资便利的优势，会依托车商及经销商的信用和管理能力，为终端客户提供金融服务；对于第三方融资租赁来说，其优势在于具有相对灵活的信贷政策，但当前由于商用车金融风控把控难度较大，第三方融资租赁涉足较少。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，部分商用车厂商系汽车金融公司凭借主机厂经销商的资源共享、贴息政策、资金成本低等优势，预计未来将在商用车金融市场中崭露头角。

4、商用二手车交易量活跃，或将带动商用车金融的进一步发展。商用车增量市场逐步向存量市场转化的趋势预示着推进发展二手车商用车交易体系、建立合理有效的二手车评估平台刻不容缓。目前国内商用车金融以新车为主，较少涉及二手车，如果未来二手车流通市场大幅打开，以及二手车商用车交易和估值平台建设的完善，将会带动商用车金融的进一步发展。

5、商用车 ABS 发展未来可期。ABS 具有融资快、融资成本低、优化资产结构等特点，对比其他融资方式，ABS 的直接还款来源是入池资产回款现金流。与乘用车相比，目前的商用车底层债务人信用风险较难把控，这也是现今多数企业涉足商用车 ABS 融资较少的原因，但根据 2022 年的跟踪分析，商用车 ABS 项目由于结构化的内部增信涉及，存续期风险持续下降。此外，未来随着商用车金融企业风控能力的不断提升，且商用车已具备完整疫情承压周期的表现数据，商用车 ABS 资产违约风险会更加可控。此外，近年来车贷 ABS 作为优质资产持续获得投资人认可，预计未来商用车 ABS 将会有较大的增长空间。