商用车 ABS 回顾与展望：守正出奇，行稳致远

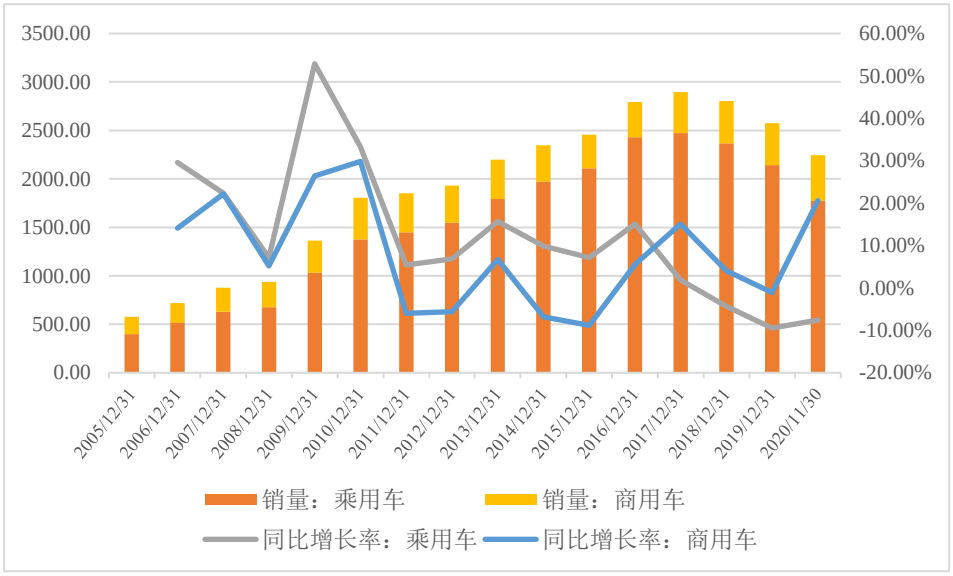
本期作者：王　娟　　韩易洋

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。在当前宏观经济下行及突发疫情背景下，乘用车发展进入存量竞争，销量规模呈下滑趋势；而商用车销量呈现阶段性快速增长，国内商用车市场占据国际市场重要地位，但商用车融资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、国内商用车市场平稳发展，2020 年增速明显

自 2009 年国内汽车产业已成为世界产销第一大国，而国内商用车市场已成为全球最大的商用车市场。近十余年来，国内商用车市场平稳发展，其中主要出现两次大幅增长：2009 年国内商用车产销量同比增速分别为 31.01%和 26.39%，主要系全球金融危机后国内内需及基建拉动所致；2020 年 1-11 月，国内商用车产销分别完成 472.38 万辆和 467.53 万辆，同比增速分别为 22.38%和 20.61%，主要系疫情后经济回暖、新基建投放、排放标准升级政策等所致。

图 1：2005 年 1 月-2020 年 11 月国内汽车销售情况（单位：万辆、%）

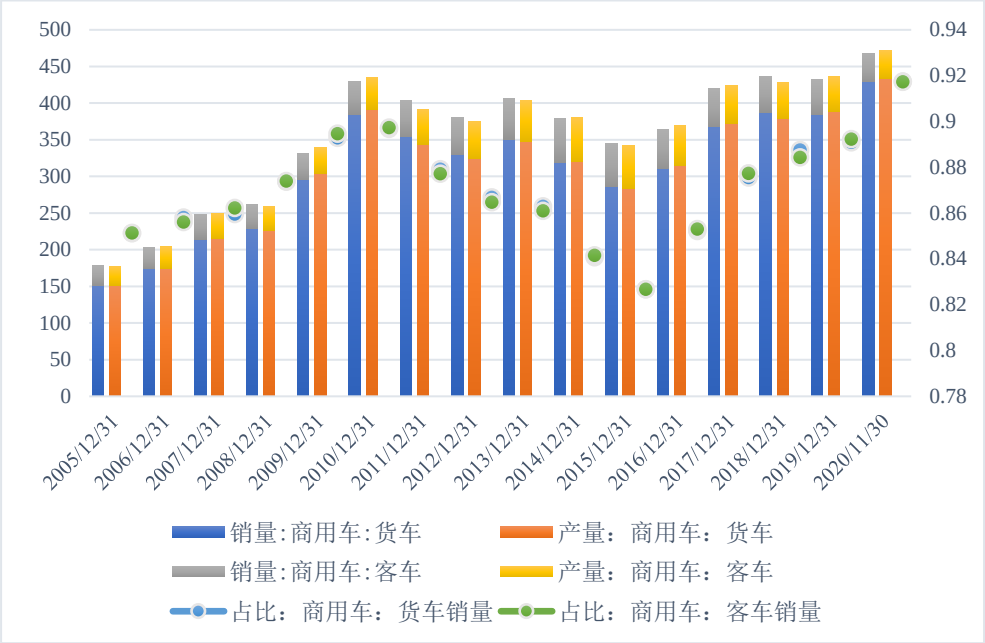


资料来源：Wind，联合资信整理
注：上图 2020 年数据为 1 月至 11 月的累计数值，其余为全年度数据

从商用车类型来看，商用车主要分为客车和货车，货车为主流产品。从销量来看，自 2005 年以来，货车销量占比均超过 85%，占据着商用车市场的主力地位；2020 年 1-11 月，货车销量占比为 91.74%，占比进一步提高；从销量增速来看，2020 年 1-11 月，货车产销量为 433.29 万辆和 428.91 万辆，同比增速分别为 25.44%和 23.68%，货车成为商用车增长主力。上述情况主要得益于国三[1]及以下排放标准货车的逐步淘汰、机动车国六标准政策的推动及新基建投资力度的加大，使得货车需求明显增加。

[1] 国三：系指国家第三阶段机动车污染物排放标准的简称。国三标准 2007 年 7 月 1 日全国实施。

图 2：2005 年 1 月-2020 年 11 月商用车车辆类型产销量占比情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

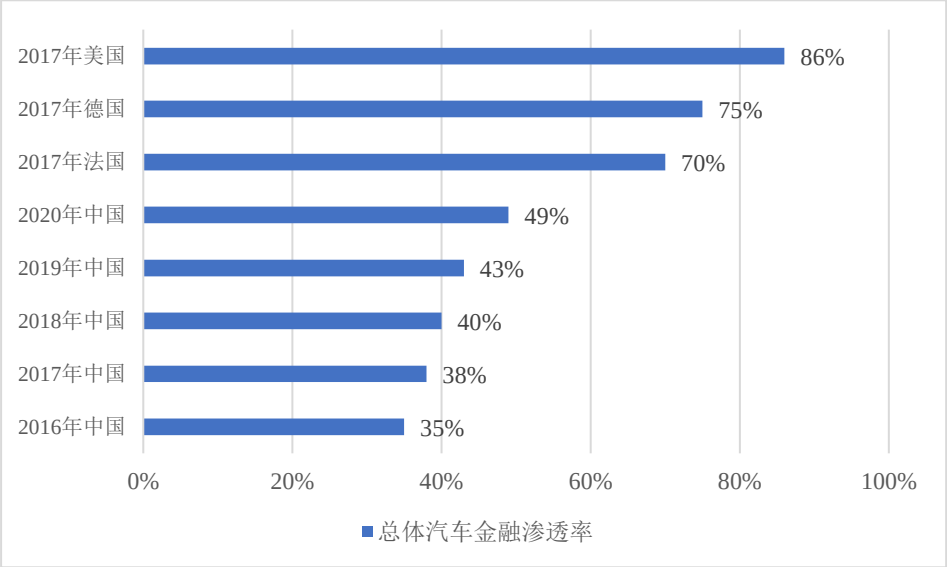
注：上图 2020 年数据为 1 月至 11 月的累计数值，其余为全年度数据

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。这既源于汽车本身行业销量的增长，更得益于汽车金融渗透率[2]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出的分期付款购车，经历近 30 年的发展，国内汽车金融现仍处于快速发展期，汽车金融规模呈现快速增长。近几年，我国汽车金融市场规模增速持续保持在 20%左右，2019 年规模约为 1.7 万亿元，其中市场的一半份额来自持牌汽车金融公司。2020 年我国汽车金融渗透率已升至 49%，但具有相对成熟的汽车金融市场国家（美国、德国、法国等）的汽车金融渗透率已超过 70%。对比之下，国内汽车金融市场整体发展空间较大。

图 3：我国汽车金融渗透率趋势以及国际汽车金融渗透率水平

[2] 汽车金融渗透率=汽车贷款规模/汽车销售规模

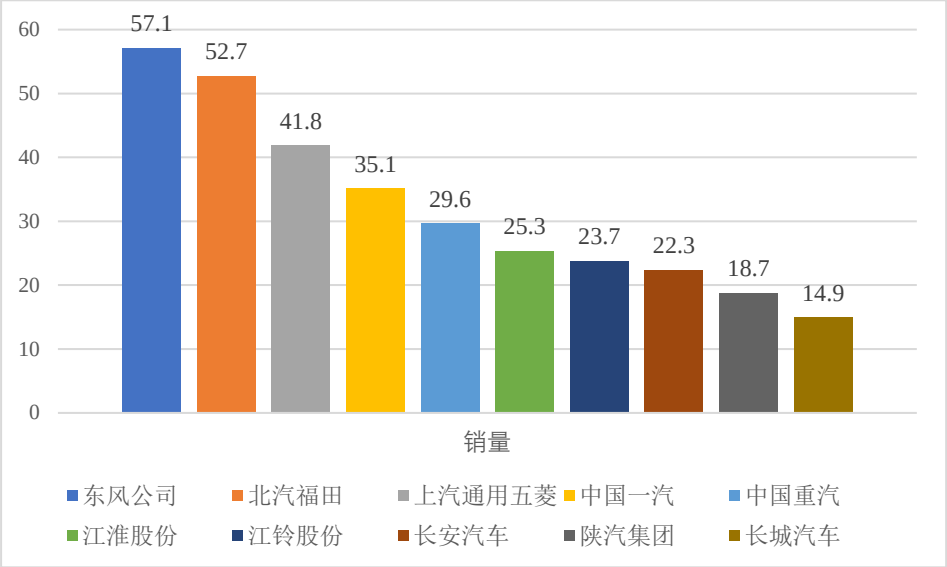


资料来源：中国汽车工业协会统计，联合资信整理

在商用车汽车金融领域，由于商用车多用于经营，因此通过金融杠杆方式购车的需求也最为旺盛。细分产品类型看，商用车中产销量占比较高的货车又分为轻卡和中重卡。因具有单价高及车队挂靠机制相对成熟的特点，中重卡 2019 年的金融渗透率高达 85%。但需要注意的是，中重卡销量自 2018 年登到顶峰之后逐年放缓增速，预计在未来几年将会趋于平稳。而轻卡 2019 年的金融渗透率仅为 35%，考虑到轻卡作为城际物流和配送的主要交通工具，发展空间很大，其金融渗透率预计将逐步上升。

商用车金融卖方市场集中度较为明显。2019 年，商用车销量排名前十的企业共销售商用车 321.2 万辆，占商用车销售总量的 74.3%。在这前十家企业中，多家企业大力发展商用车汽车金融并设立汽车财务或金融公司。这些持牌汽车金融公司，如东风汽车财务、上汽财务、一汽财务等，依靠主机厂和经销商背景、行业经验以及市场份额，在汽车金融市场中也占据了主导地位。同时，国内首家获得汽车金融牌照的银行业机构平安银行汽车消费金融中心也大力发展商用车汽车金融业务，成为该类型企业中的商用车汽车金融头部公司。另外，近些年第三方融资租赁公司也大力发展商用车汽车金融，比如狮桥租赁、平安租赁等凭借其完善的风控制度、市场份额等优势成为汽车金融市场中主要的商用车融资租赁公司之一。

图 4：2019 年商用车销量排名前十家企业（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会统计，联合资信整理

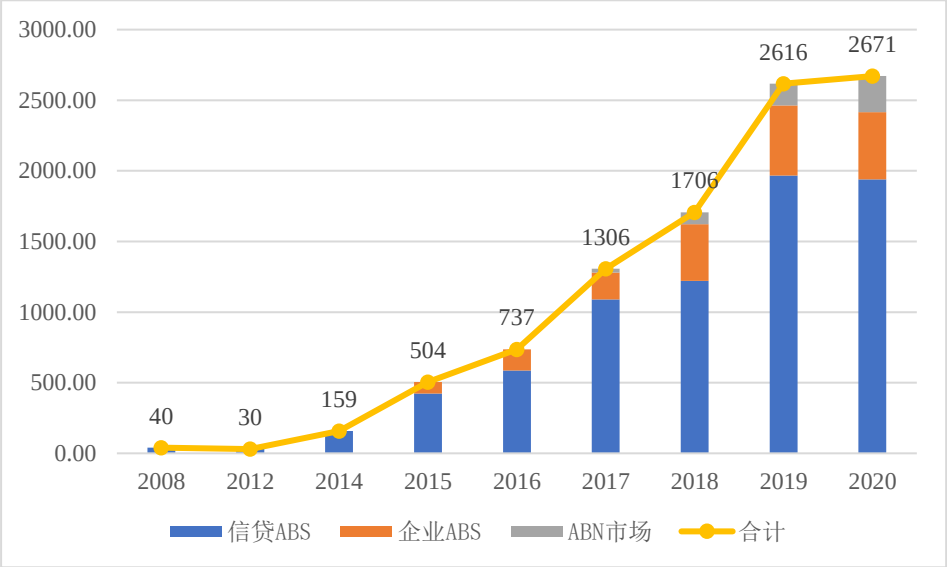
目前，国内开展汽车金融服务的卖方企业主要包括：银行（以四大行及股份制银行为主）、汽车财务公司及汽车金融公司、融资租赁公司（厂商系融资租赁公司、金融租赁公司及第三方融资租赁公司），资金来源包括自有资金、同业拆借、ABS 融资、信托贷款等。其中，ABS 融资逐渐成为汽车金融重要的融资方式之一。

三、商用车 ABS 融资发展特征

1、商用车 ABS 融资现状

国内汽车金融 ABS 已经历 10 余年的发展期。国内第一笔个人汽车抵押贷款支持证券是由上汽通用汽车金融责任有限公司于 2008 年在银行间市场发起的“通元 2008-1 期个人汽车抵押贷款支持证券”，发行规模为 39.87 亿元。2012 年资产证券化业务重新开展后，信贷 ABS 市场分别于 2012 年发行了 2 单以及在 2014 年发行了 8 单个人汽车抵押贷款支持证券，发行规模合计分别为 30 亿元和 159.04 亿元。2015 年，信贷资产证券化的备案制和注册制实行后，汽车资产支持证券业务开始稳步增长。至今，我国已在银行间市场和交易所市场发行成功 414 单个人汽车抵押贷款 ABS/ABN，发行规模共计 9761.24 亿元，占资产证券化业务总单数和总金额的 7.01%和 9.40%。

图 5：汽车抵押贷款资产证券化发行规模（单位：亿元）



资料来源：CNABS，联合资信整理

汽车金融 ABS 仍以乘用车资产为主，商用车资产占比较小。截至 2020 年 12 月 25 日，银行间市场[3]和交易所市场汽车金融 ABS 发行单数共计 57 单和 44 单，发行总规模为 2196.24 亿元和 488.70 亿元；其中涉及商用车资产的发行单数为 11 单和 19 单，发行规模为 283.86 亿元和 217.79 亿元。银行间市场涉及商用车资产的 6 单 ABS 项目入池资产为混包[4]（商用车占比均在 50%左右），发起机构主要包括奇瑞徽银汽车金融、瑞福德汽车金融等；5 单 ABN 项目中有 1 单入池资产全部为商用车，剩余 4 单为混包，发起机构主要包括一汽租赁、德银租赁等；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，发起机构主要包括狮桥租赁、海通恒信、平安租赁等。总体来看，销量排名前十的商用车企业旗下的金融卖方企业基本未涉足商用车 ABS 融资。

2、商用车 ABS 评级风险分析

一般来说，ABS 产品风险分析分两大部分，基础资产质量和交易结构，缺一不可。ABS 产品风险不简单等同于基础资产的风险。有结构化设计的产品的优势之一便是通过结构化分层技术，不但可以降低证券的风险，还可以灵活设计出满足不同投资偏好的产品，包括不同的期限、风险特征等。

a) 商用车基础资产质量

与乘用车资产池相比违约率相对较高，违约回收率相对较低

从商用车 ABS 静态池样本资料[5]分析，商用车违约率[6]（逾期 30 天以上）多数高于 5%，而乘用车的违约率集中于低于 5%的区间，主要原因仍为底层客户信用的差异。从终端客户对比看，乘用车客户群体中，职业稳定的客户比例较大，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，90%的客户为农民，购买力及征信信息均不足，且客户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

[3] 银行间市场包括公募信贷 ABS 和 ABN。

[4] 包括商用车和乘用车。

[5] 系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。

[6] 联合资信会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）。

较高。

根据样本资料分析，商用车 ABS 违约回收率主要集中于 40%-50%（不考虑经销商代偿），相较乘用车的违约回收率（通常为 60%-90%）偏低，主要系：（1）催收还款差异。乘用车底层客户资质水平相对较高，逾期后还款能力较强，靠催收实现回款水平较高，而商用车底层客户收入相对较低且单一，靠催收实现回款水平相对较弱；（2）车辆处置回收的差异。国内乘用车二手流通市场较为成熟，客户逾期后通过车辆处置较为容易。国内商用车二手车的流通性较差，二手车的估值定价及交易仍是短板环节，客户逾期后通过处置车辆实现回收较为困难（目前仅狮桥租赁有专门的二手车估值及交易平台）。

虽然，商用车贷款资产池整体质量不如乘用车贷款资产池优质，但是高分散、有抵押、有首付、分期付款的特征也使得商用车贷款资产池现金流表现较为稳定，同样适合进行资产证券化。

实际违约率略优于预测违约率

通过比对样本量中的商用车 ABS 静态池表现和发行后资产实际表现，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，实际违约率优于预测违约率 1 个百分点以内。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。

b) 商用车 ABS 交易结构

基础资产的信用表现是商用车 ABS 信用评级的分析基础，在此基础上，还需对现金流支付机制、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）等交易结构进行分析。其中信用增级措施可以降低受评证券的违约风险，从而提升优先级证券。

优先/劣后的受偿顺序实现了对证券化产品的结构性安排，优先偿付优先级证券该兑付的本息，劣后受偿证券为优先证券提供信用增级，从而降低优先级证券的信用风险。超额利差/抵押提供的信用增级量先于劣后档证券吸收资产池发生的损失，可为优先级证券提供风险缓冲。第三方机构提供的外部增信可保证证券的及时足额偿付。通过 ABS 结构化安排，在相同的违约概率假设和相同的加压标准的情况下，商用车 ABS 优先级证券获得相同信用等级证券的违约风险也将与其他 ABS 的基本相同。

综合来看，商用车贷款是比较适合资产证券化的资产类型，违约风险相对可控，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二手车交易量的持续提升，商用车 ABS 底层资产信用质量将持续提升。同时结合 ABS 交易结构设置的信用增进和风险缓释措施，商用车 ABS 违约风险或会持续降低。

四、展望结论

1、**商用车行业快速发展带动商用车金融需求的不断扩大。**十四五期间，公路运输业快速发展的同时，以冷链运输及快递运输为代表的物流行业将快速发展，将带动运输货车需求的增长；随着新老基建投资持续加大，相关工程类卡车市场需求将持续加大；同时商用车本身行业的更新换代需求；综合看，商用车行业仍有较大的增量市场。当前商用车金融综合渗透率仅为 50%，远低于国际成熟市场（90%）水平，提升空间较大。随着排放标准升级的发展，未来轻卡货车将会迎来发展，而当前轻卡货车金融渗透率低，预计轻卡货车金融将会成为未来重要的增长点。

2、**部分商用车金融卖方市场具有明显优势，未来对商用车金融的贡献度较大。**在商用车金融卖方市场中，金融租赁及第三方融资租赁对商用车金融的参与度将持续增长。对于金融租赁来说，利用其融资成本低及融资便利的优势，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，目前民生金租、河北金租、交银金租、国银金租均有开展商用车金融业务；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（国内商用车融资租赁的渗透率极低，而成熟国家超过 50%），随着自身风控能力的不断提升，第三方融资租赁或将成为商用车金融板块重要的参与者。

3、**商用二手车流通性的增强，将带动商用车金融的进一步发展。**受限于国内二手车的估值定价及交易的难度，商用二手车的流通性较差，商用车金融以新车为主，较少涉及二手车，目前仅狮桥租赁有专门的二手车估值及交易平台，会涉足二手车金融服务。如果未来二手车流通市大幅打开，将会带动商用车金融的进一步发展。

4、**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，直接还款来源是入池资产回款现金流。与乘用车相比，目前的商用车底层客户信用风险较难把控，这也是现今多数企业涉足商用车 ABS 融资较少的原因，但未来随着商用车金融企业风控能力的不断提升（比如多维度判断底层客户信用风险，根据已有客户实际违约数据表现去验证并调整风控模型从而更加精准判断客户风险等），商用车 ABS 资产违约风险会更加可控。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 将会有较大的增长空间。