

汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 比较分析：根株相连络，花开各不同

为促进本品牌汽车销售，汽车集团通常会成立相关子机构为消费者提供汽车金融服务，主要包括汽车金融公司、汽车财务公司、融资租赁公司。这类机构早期的主要融资渠道包括股东借款、银行贷款、主体债券，但近年来资产证券化市场的快速发展提供了新的选择，为上述机构拓宽了融资渠道。资产支持证券以其能够突破主体评级、灵活定制结构及匹配资产与融资久期等优势获得了越来越多机构的青睐。

具体来看，根据发起机构类型的不同，以个人汽车融资类资产为支持的证券化产品主要分为两类：

- 由汽车金融公司或汽车财务公司发起，以借款人为购买特定车辆而申请的消费贷款为基础资产，在银行间债券市场公开发行的汽车贷款资产支持证券（汽车贷款 ABS）。
- 由融资租赁公司发起，以承租人为使用特定车辆而申请的融资租赁款为基础资产，在交易所市场发行的汽车融资租赁支持专项计划，或在银行间债券市场发行的汽车融资租赁资产支持票据（汽车租赁 ABN）。

2018 至 2022 年，共 5 家汽车品牌集团在国内兼有汽车贷款 ABS 及汽车租赁 ABN 公开发行，发起机构为各自下设的汽车金融/财务公司和汽车融资租赁公司，共涉及 10 个交易系列、96 单交易（详见附录）。这 5 家汽车品牌集团均是国内汽车市场的重要参与者，2022 年合计销量占据国内近一半市场份额，同时他们旗下的金融服务机构也是证券化市场的活跃发起方。

惠誉博华以上述交易为样本，对同一汽车品牌集团旗下的汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN，从三个层面进行比较分析：

- 资产池特征：**多数样本汽车租赁 ABN 的资产池平均初始贷款价值比与平均合同期限大于汽车贷款 ABS，但差异并不显著。从标的车辆特征来看，样本资产池均仅涉及本集团旗下汽车品牌，且二手车占比极低，但多数汽车租赁 ABN 的标的车辆均价略低于参照的汽车贷款 ABS。
- 资产表现：**2022 年汽车租赁 ABN 资产池逾期率涨幅更大，这可能反映了汽车租赁资产对经济压力时期更为敏感。多数样本汽车租赁 ABN 资产池累计违约率更高，但仍处在较低水平。
- 交易结构：**各品牌集团之间、汽车贷款 ABS 及汽车租赁 ABN 产品之间的交易结构设置呈现了各自特点，其中循环结构及信用触发事件设置差异较明显。

惠誉博华认为汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 在资产池特征方面的差异很大程度上决定了资产表现的差异，并进一步影响了产品的交易结构设计。鉴于样本汽车融资租赁公司为头部机构，同时证券化资产经过特定筛选，中国汽车融资租赁市场的资产平均风险水平应次于样本。

分析师

王欢
+86 (10) 5663 3812
huan.wang@fitchbohua.com

张帆
+86 (10) 5663 3827
frank.zhang@fitchbohua.com

李尽染
+86 (10) 5663 3811
louis.li@fitchbohua.com

媒体联系人

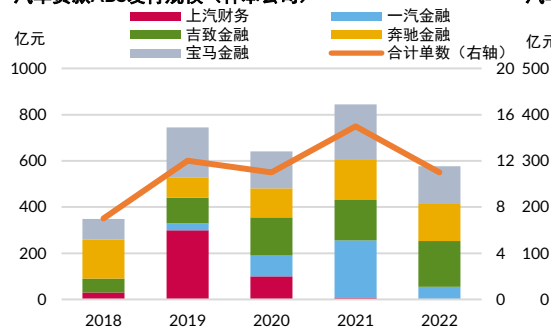
李林
+86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

兼有汽车贷款 ABS 及汽车租赁 ABN 公开发行的汽车品牌集团

汽车品牌集团	上汽	一汽	吉利	奔驰	宝马
汽车金融/财务公司	上汽财务	一汽金融	吉致金融	奔驰金融	宝马金融
交易系列简称	上和 ABS	屹昂/屹腾 ABS	吉时代 ABS	速利银丰 ABS	德宝天元 ABS
汽车融资租赁公司	安吉租赁	一汽租赁	智慧普华	奔驰租赁	先锋租赁
交易系列简称	安吉租赁 ABN	一汽租赁 ABN	智慧普华 ABN	速利银丰 ABN	德宝天元 ABN

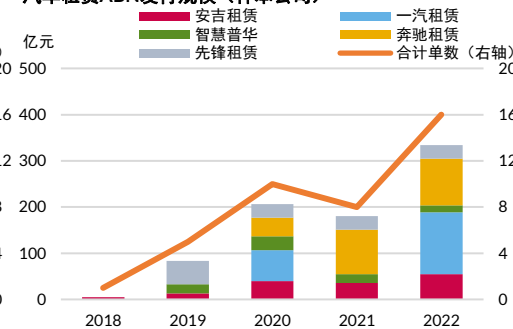
来源：公开资料、惠誉博华

汽车贷款ABS发行规模（样本公司）

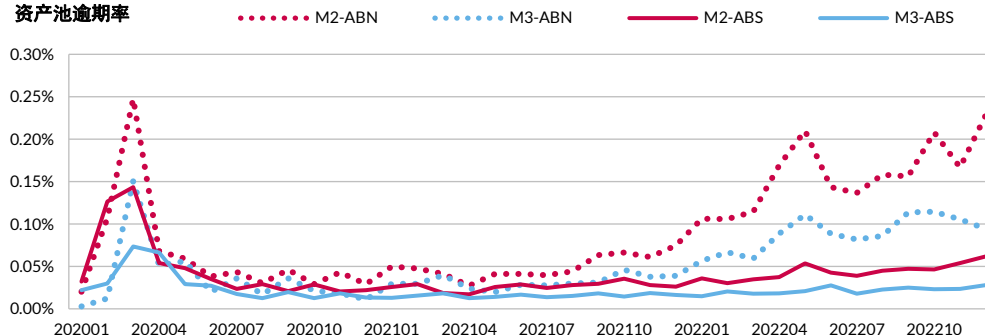


来源：中国货币网、惠誉博华

汽车租赁ABN发行规模（样本公司）



资产池逾期率



来源：受托报告、惠誉博华

汽车金融公司与汽车融资租赁公司概况

汽车品牌集团相继设立汽车金融公司和汽车融资租赁公司的情况较为广泛

据统计，截至 2022 年末，同时设立汽车金融公司和融资租赁公司的汽车厂商共 19 家，涉及 20 家汽车金融公司及 28 家融资租赁公司。一般而言，同一汽车厂商旗下的融资租赁公司设立时间晚于汽车金融公司：15 家汽车金融公司的成立早于 2013 年，16 家融资租赁公司的成立时间在 2015 年之后。

汽车品牌集团设立汽车金融公司和融资租赁公司的主要目的均为促进自有或关联品牌的汽车销量。当前监管规定不允许汽车金融公司开展售后回租业务，而融资租赁的回租业务是对厂商系汽车品牌销售配套金融服务的良好补充。此外，融资租赁公司业务具有信用门槛低、操作流程简单等优势，利于主机厂商覆盖更多长尾人群并服务下沉市场，推动主机厂新车销售和客户忠诚度。

待落地的监管条例或将改变市场结构

目前，汽车金融公司和融资租赁公司均可在全国范围开展业务，其中汽车金融公司以零售汽车消费贷款为主，而汽车融资租赁公司则以售后回租为主。然而，两则待落地的监管条例或将改变市场结构，央行 2021 年末发布的《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》禁止融资租赁公司跨省开展业务，银保监会 2022 年末发布的《汽车金融公司管理办法（征求意见稿）》允许汽车金融公司开展售后回租业务。综合来看，未来汽车金融公司或将占据更有利的市场地位，并进一步获得更多的市场份额。

汽车金融公司和融资租赁公司的融资渠道主要包括银行借款、ABS 以及集团借款/存款等。由于汽车金融公司为银行业金融机构，其融资渠道更为多样，既可获得股东存款，亦可在银行间市场拆入资金、发行金融债，且通常获得的银行授信额度较高。而融资租赁公司融资渠道较为受限，由于银行授信额度较低，其融资对集团内关联借款的依赖度较高。

汽车金融公司和主机厂系融资租赁公司主体信用质量评估要点

对于汽车金融公司和融资租赁公司的主体信用质量评估，惠誉博华均采用非银行金融机构评级标准。评估具体指标包括经营环境、业务状况、管理和战略、风险状况、四项财务指标（即资产质量、收益和盈利能力、资本和杠杆水平、融资和流动性）以及股东支持。

由于汽车金融公司作为银行业金融机构，多年来受到银保监会更为严格的监管，其经营环境评分优于融资租赁公司，且融资能力亦强于融资租赁公司。此外，整体来看，融资租赁公司业务更为下沉，客户门槛较低，其风险状况略逊于汽车金融公司；公开数据对比显示，同一汽车品牌集团旗下的汽车金融公司的不良率低于融资租赁公司。若前文所述两项监管政策落地，汽车金融公司在业务状况指标上的优势将大幅领先于融资租赁公司，但可能面临客户信用资质下沉的风险。总体来看，汽车金融公司信用资质将优于同一汽车品牌集团旗下的融资租赁公司。此外，由于汽车金融公司与主机厂业务协同更强，且通常与主机厂共享品牌，因而股东对汽车金融公司的支持意愿或将更强。

盘点设立汽车金融公司和汽车融资租赁公司的汽车品牌集团

汽车品牌集团	机构名称	成立时间	汽车品牌集团	机构名称	成立时间
一汽	一汽汽车金融有限公司	2012	长城	长城滨银汽车金融	2014
	一汽租赁有限公司	2016		天津欧拉融资租赁有限公司	2018
	一汽智行国际租赁有限公司	2018		枣启融资租赁有限公司	2016
上汽	上汽通用汽车金融有限责任公司	2004	大众	大众汽车金融（中国）有限公司	2004
	安吉租赁有限公司	2006		德国大众汽车融资租赁（天津）有限公司	2013
	上汽通用融资租赁有限公司	2018	奔驰	梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	2005
东风	东风日产汽车金融有限公司	2007		梅赛德斯-奔驰租赁有限公司	2012
	东风汽车金融有限公司	2006	宝马	宝马汽车金融（中国）有限公司	2010
	东风日产融资租赁有限公司	2013		先锋国际融资租赁有限公司	2016
	东风标致雪铁龙融资租赁有限公司	2018	丰田	丰田汽车金融（中国）有限公司	2005
	创格融资租赁有限公司	2017		丰田融资租赁有限公司	2012
长安	长安汽车金融有限公司	2012	福特	福特汽车金融（中国）有限公司	2005
	中国兵器装备集团融资租赁有限责任公司	2015		福特汽车融资租赁（上海）有限公司	2018
广汽	广汽汇理汽车金融有限公司	2010	沃尔沃	沃尔沃汽车金融（中国）有限公司	2006
	广州广汽租赁有限公司	2004		沃尔沃融资租赁（中国）有限公司	2015
	忠泰（厦门）融资租赁有限公司	2009		思享驾融资租赁（上海）有限公司	2019
北汽	北京现代汽车金融有限公司	2012	江淮	瑞福德汽车金融有限公司	2013
	安鹏融资租赁（天津）有限公司	2015		安徽中安汽车融资租赁股份有限公司	2018
	安鹏国际融资租赁（深圳）有限公司	2014	三一	三一汽车金融有限公司	2010
	北现租赁有限公司	2019		三一融资租赁有限公司	2016
吉利	吉致汽车金融有限公司	2015	重汽	重汽汽车金融有限公司	2015
	浙江智慧普华融资租赁有限公司	2013		山重融资租赁有限公司	2009
比亚迪	比亚迪汽车金融有限公司	2015	裕隆	裕隆汽车金融（中国）有限公司	2016
	深圳比亚迪国际融资租赁有限公司	2014		裕国融资租赁有限公司	2014

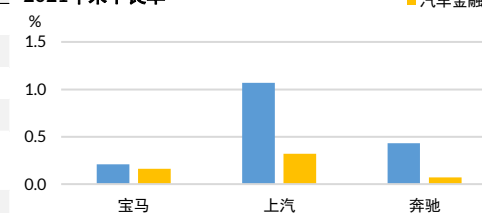
注：1. 先锋租赁于 2016 年被宝马集团收购；2. 安吉租赁 1993 年成立，2006 年获得融资租赁资格；3. 三一集团主营工程机械。

来源：Wind、惠誉博华

非银行金融机构评级驱动因素	考虑因素
经营环境	人均GDP、母公司或集团的影响
业务状况	市场份额、业务多样性、业务稳定性等
管理和战略	公司治理、战略执行等
风险状况	风险控制、业务增速、资产收益率等
财务状况	资产质量、收益和盈利能力、资本和杠杆水平、融资和流动性
股东支持	集团地位、业务协同、品牌共享等

来源：惠誉博华

部分厂商系融资租赁和汽车金融公司：2021年末不良率



来源：公开资料、惠誉博华

资产池特征与资产运行表现：上和 ABS vs 安吉租赁 ABN

资产池特征对比

交易系列简称	上和 ABS	安吉租赁 ABN
入池资产笔数	130,088	15,819
单笔平均合同金额（万）	8.1	8.0
加权平均初始贷款价值比（%）	59.1	74.7
单笔平均购车金额（万）	13.7	10.7
单笔平均未偿本金余额（万）	5.1	6.8
加权平均合同期限（月）	29.9	36.1
加权平均账龄（月）	8.0	4.2
加权平均剩余期限（月）	21.9	31.9
加权平均利率（%）	1.6	5.5
借款人加权平均年龄（岁）	35.8	34.9
二手车占比（%）	0.0	0.0
弹性还款资产占比（%）	0.0	/

注：1. 表中所示数据为 2018 年至 2022 年各期交易资产池的平均值（如有相关数据披露）；2. 对于汽车租赁 ABN，依具体披露口径，首付金额可能含有保证金；3. 单笔平均购车金额=单笔平均合同金额/加权平均首付比率。

来源：发行说明书、募集说明书、评级报告、惠誉博华

贷款特征差异明显，上汽财务目标客群信用资质可能更优

上和 ABS 与安吉租赁 ABN 资产池特征差异显著，安吉租赁 ABN 入池资产平均初始贷款价值比约 75%，明显高于上和 ABS，同时安吉租赁 ABN 入池资产还具有更长的贷款期限、更高的贷款利率以及偏低的标的汽车单价。这些差异可能反映了上汽财务与安吉租赁差异化的经营策略，上汽财务目标客群信用资质可能更优。

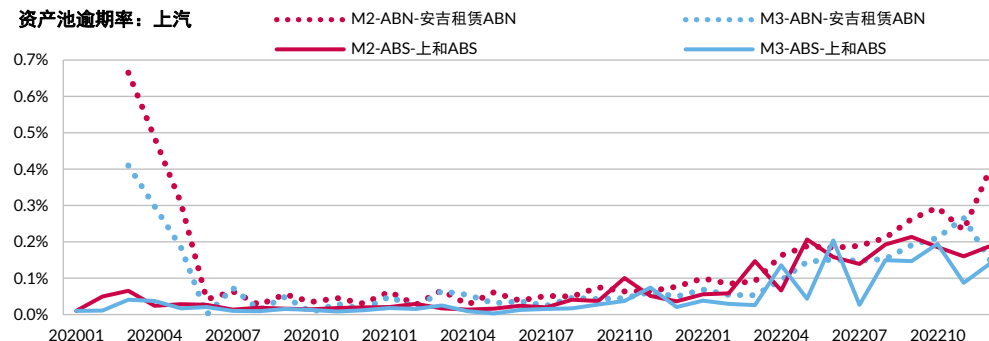
两个系列的资产池特征近年来基本保持稳定，但上汽财务 2021 年发行了其首单绿色 ABS，资产池特征较其发起的非绿色 ABS 有明显偏移，贷款金额更大、期限更长，侧面显示了其对新能源车类型融资产品设计方面的差异。

安吉租赁 ABN 逾期资产修复能力可能偏弱

除 2020 年初疫情期间外，上和 ABS 与安吉租赁 ABN 资产池逾期率都较低，但 2021 年下半年以来有上涨趋势，且安吉租赁 ABN 的涨幅更高。二者提前还款率均围绕 4% 波动，属较低水平。

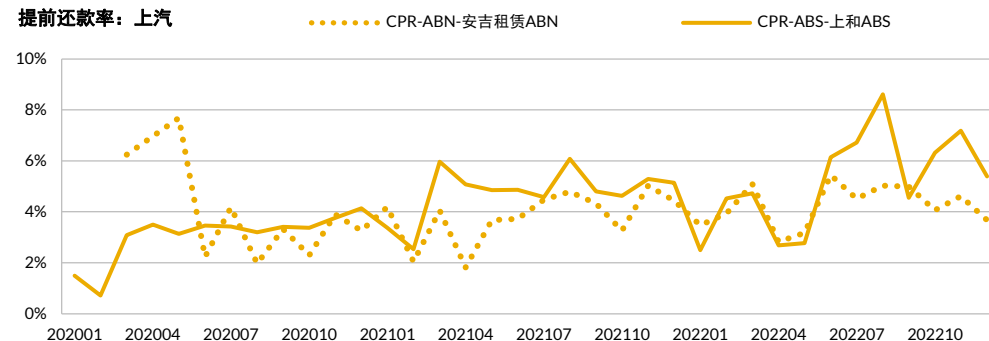
值得注意的是，在违约资产判别口径相同的情况下，安吉租赁 ABN 的资产池累计违约率显著高于上和 ABS，在二者资产池动态逾期率相似的背景下，反映了安吉租赁 ABN 早期逾期资产的修复能力可能偏弱，同时也印证了资产池特征差异对资产表现的影响。

资产池逾期率：上汽



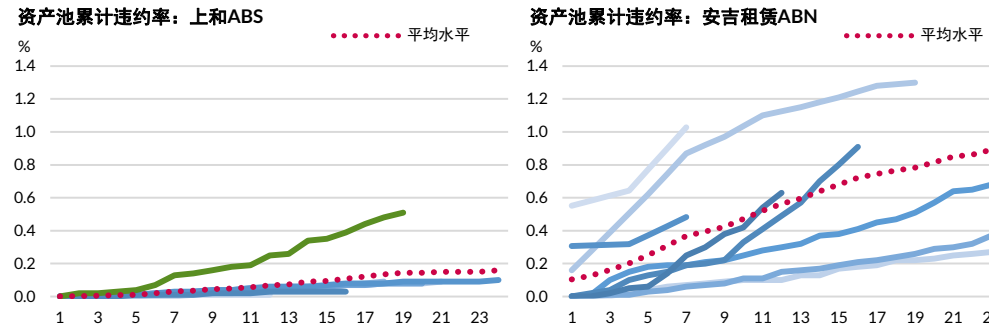
来源：受托报告、惠誉博华

提前还款率：上汽

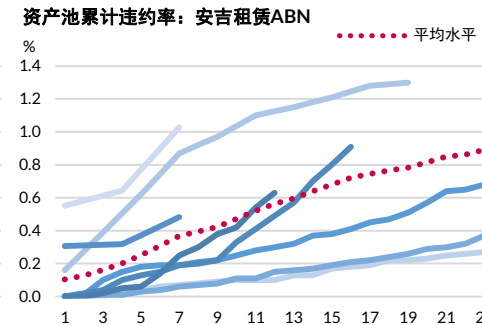


来源：受托报告、惠誉博华

资产池累计违约率：上和ABS



资产池累计违约率：安吉租赁ABN



注：横轴为发行后经历期数（月）；每条实线代表一个交易，颜色越深则发行时间越晚；绿色的线代表绿色ABS。

来源：受托报告、惠誉博华

资产池特征与资产运行表现：屹昂/屹腾 ABS vs 一汽租赁 ABN

资产池特征对比

交易系列简称	屹昂/屹腾 ABS	一汽租赁 ABN
入池资产笔数	65,728	39,268
单笔平均合同金额（万）	10.2	11.9
加权平均初始贷款价值比（%）	59.9	67.6
单笔平均购车金额（万）	17.1	17.5
单笔平均未偿本金余额（万）	7.3	7.7
加权平均合同期限（月）	32.4	31.9
加权平均账龄（月）	7.7	8.7
加权平均剩余期限（月）	24.7	23.2
加权平均利率（%）	3.7	3.3
借款人加权平均年龄（岁）	36.0	37.4
二手车占比（%）	0.3	0.0
弹性还款资产占比（%）	0.2	0.0

注：1. 表中所示数据为 2018 年至 2022 年各期交易资产池的平均值（如有相关数据披露）；2. 对于汽车租赁 ABN，依具体披露口径，首付金额可能含有保证金；3. 单笔平均购车金额=单笔平均合同金额/加权平均首付比率。

来源：发行说明书、募集说明书、评级报告、惠誉博华

一汽租赁单笔资产平均风险敞口可能略高于一汽金融

相较于屹昂/屹腾 ABS，一汽租赁 ABN 的资产池平均初始贷款价值比偏高约 8 个百分点，在标的车辆均价相似的背景下，一汽租赁 ABN 资产池平均合同金额更高。如果剔除一汽金融发行的一单标的车辆均价明显偏高的绿色 ABS 后，资产池平均合同金额差异将扩大至 2 万元以上，若二者证券化资产具有代表性，则显示了一汽租赁单笔资产平均风险敞口更高。

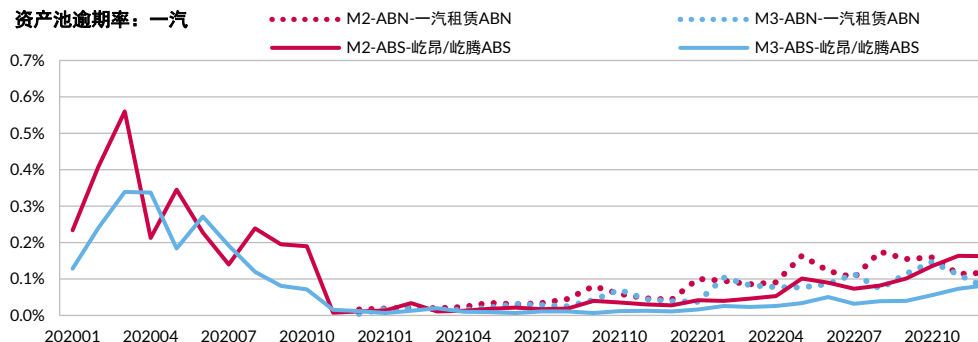
一汽金融 2021 年曾发起过两单交易，资产池分别包含少量的二手车贷款和含有尾款的贷款，但 2022 年已无此类资产入池。整体来看，屹昂/屹腾 ABS 和一汽租赁 ABN 的资产池特征都较为稳定。

资产表现高度相似

屹昂/屹腾 ABS 与一汽租赁 ABN 的资产池逾期率表现相似，均自 2021 年下半年起缓步上行，但仍维持在较低水平。截至 2022 年末，两个系列交易的资产池 M2 逾期率均未超过 0.2%。二者资产池累计违约率平均水平亦基本一致，24 期累计违约率不及 0.25%。

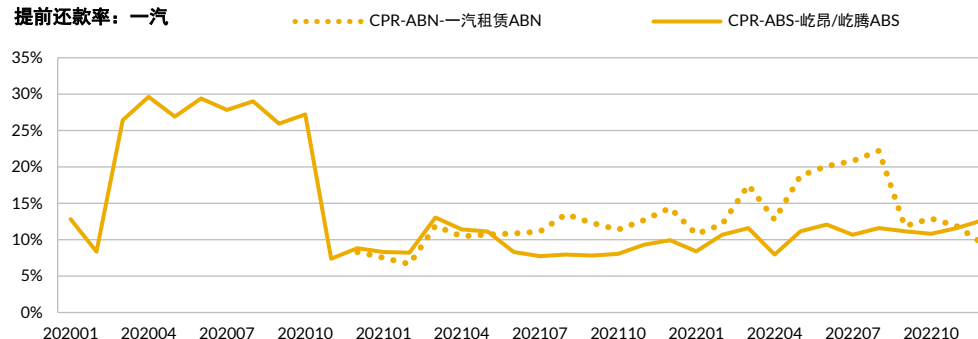
部分时间段内资产池提前还款率陡然上升系样本量减少，且样本处于交易中后期所致。在汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 中，资产池提前还款率随交易表现期增加而升高的现象普遍存在。

资产池逾期率：一汽



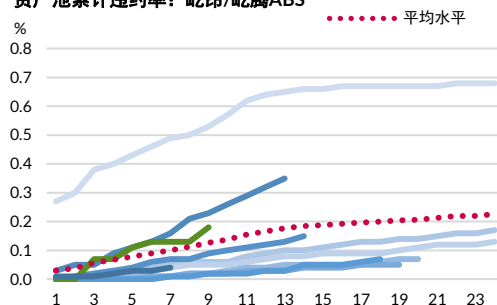
来源：受托报告、惠誉博华

提前还款率：一汽

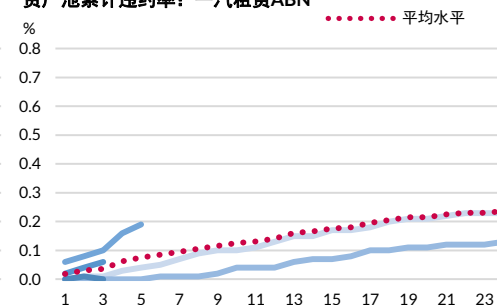


来源：受托报告、惠誉博华

资产池累计违约率：屹昂/屹腾ABS



资产池累计违约率：一汽租赁ABN



注：横轴为发行后经历期数（月）；每条实线代表一个交易，颜色越深则发行时间越晚；绿色的线代表绿色ABS。

来源：受托报告、惠誉博华

资产池特征与资产运行表现：吉时代 ABS vs 智慧普华 ABN

资产池特征对比

交易系列简称	吉时代 ABS	智慧普华 ABN
入池资产笔数	81,406	26,711
单笔平均合同金额（万）	6.7	5.5
加权平均初始贷款价值比（%）	61.3	60.6
单笔平均购车金额（万）	10.9	9.0
单笔平均未偿本金余额（万）	5.1	5.2
加权平均合同期限（月）	30.9	29.7
加权平均账龄（月）	5.4	2.4
加权平均剩余期限（月）	25.5	27.3
加权平均利率（%）	2.9	1.5
借款人加权平均年龄（岁）	33.7	32.5
二手车占比（%）	0.0	0.0
弹性还款资产占比（%）	0.0	0.0

注：1. 表中所示数据为 2018 年至 2022 年各期交易资产池的平均值（如有相关数据披露）；2. 对于汽车租赁 ABN，依具体披露口径，首付金额可能含有保证金；3. 单笔平均购车金额=单笔平均合同金额/加权平均首付比率。

来源：发行说明书、募集说明书、评级报告、惠誉博华

智慧普华的风险偏好可能较为谨慎

吉时代 ABS 与智慧普华 ABN 的资产池特征高度近似，除吉致金融发行的一单绿色 ABS 外，标的的车辆主要集中于中低端车型，贷款/租赁的合同期限均为一年半左右。二者资产利率水平都较低，反映了主机厂商的贴息范围和强度较高。

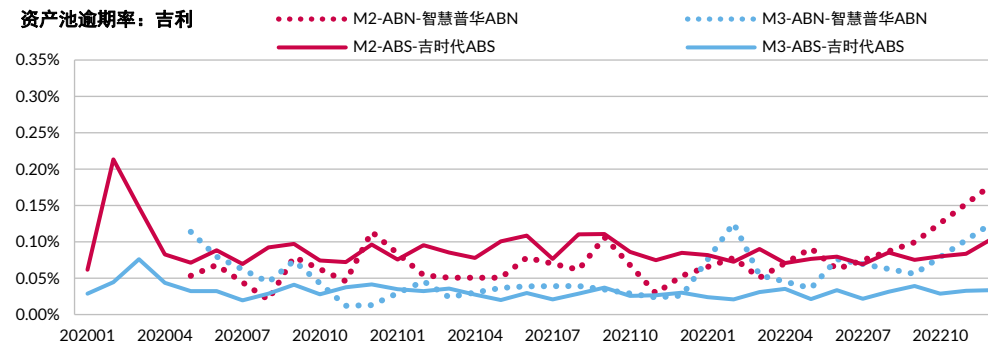
值得注意的是，由于融资租赁没有如汽车贷款的最低首付比例限制，因此同一汽车品牌集团旗下的汽车租赁公司资产池的初始贷款价值比往往高于汽车金融公司，然而，智慧普华 ABN 资产池的加权平均初始贷款价值比均值仅 60.6%，略低于吉时代 ABS，也明显低于其他租赁 ABN 样本。此外，智慧租赁以逾期 30 天以上作为划分不良类资产的标准，也反映了其较为谨慎的风险偏好。

智慧普华 ABN 资产表现波动率较大

相较于吉时代 ABS，智慧租赁 ABN 基础资产动态逾期率、提前还款率、累计违约率均呈现出更大波动。一方面与智慧租赁 ABN 样本量较少，同时回收款按季转付进一步缩减了有效样本个数有关；另一方面可能与未披露的资产池特征或存差异有关，例如车型。

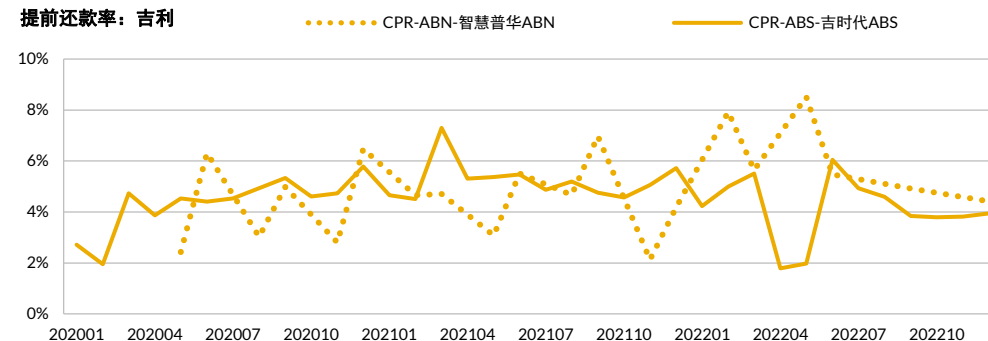
此外，2022 年四季度智慧租赁 ABN 资产池逾期率更高的涨幅反映了其对经济环境变化更为敏感。但整体而言，吉时代 ABS 和智慧租赁 ABN 基础资产表现的波动中枢并无明显偏离。

资产池逾期率：吉利



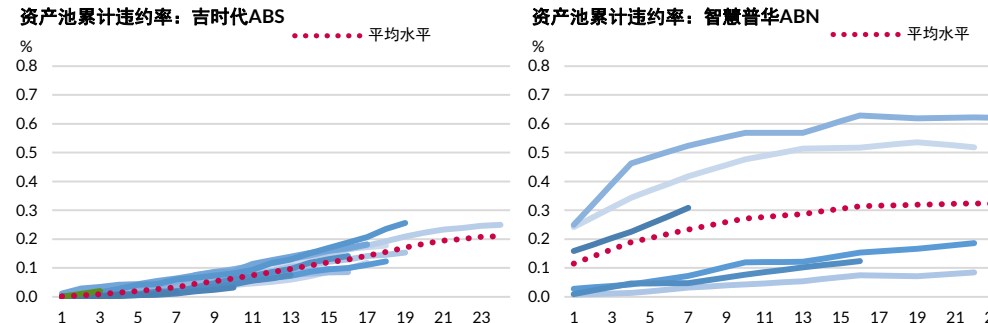
来源：受托报告、惠誉博华

提前还款率：吉利



来源：受托报告、惠誉博华

资产池累计违约率：吉时代ABS



注：横轴为发行后经历期数（月）；每条实线代表一个交易，颜色越深则发行时间越晚；绿色的线代表绿色ABS。

来源：受托报告、惠誉博华

资产池特征与资产运行表现：速利银丰 ABS vs 速利银丰 ABN

资产池特征对比

交易系列简称	速利银丰 ABS	速利银丰 ABN
入池资产笔数	62,354	23,630
单笔平均合同金额（万）	21.8	23.1
加权平均初始贷款价值比（%）	59.3	66.9
单笔平均购车金额（万）	36.8	34.6
单笔平均未偿本金余额（万）	14.2	20.2
加权平均合同期限（月）	33.6	38.7
加权平均账龄（月）	9.5	18.2
加权平均剩余期限（月）	24.0	20.5
加权平均利率（%）	4.7	6.6
借款人加权平均年龄（岁）	38.2	37.6
二手车占比（%）	0.0	0.0
弹性还款资产占比（%）	0.0	88.4

注：1. 表中所示数据为 2018 年至 2022 年各期交易资产池的平均值（如有相关数据披露）；2. 对于汽车租赁 ABN，依具体披露口径，首付金额可能含有保证金；3. 单笔平均购车金额=单笔平均合同金额/加权平均首付比率。

来源：发行说明书、募集说明书、评级报告、惠誉博华

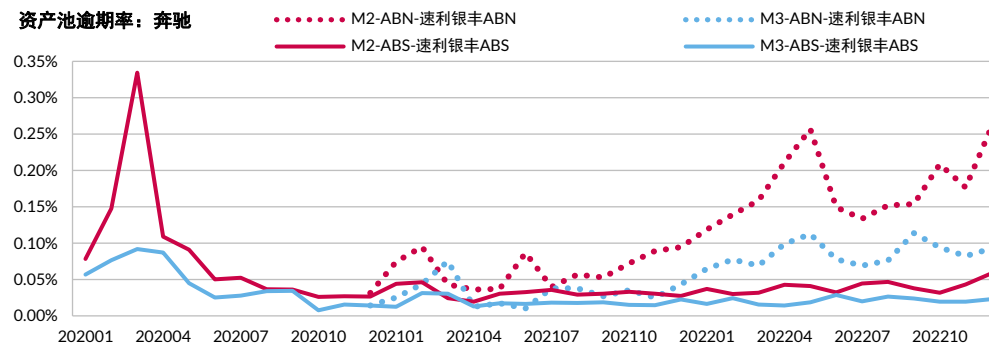
差异化的资产池特征展现了租赁产品的多样性

奔驰金融与奔驰租赁均仅面向集团内品牌的车型提供融资服务，但主流融资产品差异很大。奔驰金融以按月还款、无尾款的常规贷款产品为主，而奔驰租赁则以附有尾款的融资产品为主。从二者发起证券化交易的资产池特征来看，速利银丰 ABN 入池资产中的弹性还款资产占比很高，这也使得虽然其资产池平均账龄超过合同期限的一半，但资产池未偿本金余额并没有明显下降。此外，速利银丰 ABN 资产池加权平均初始贷款价值比明显高于速利银丰 ABS，且初始贷款价值比超过 80% 的资产占比近期有逐步提高的趋势。这些资产池特征差异侧面展现了融资租赁产品设计的灵活性与多样性。

资产表现差异可能反映了弹性还款资产更高的风险

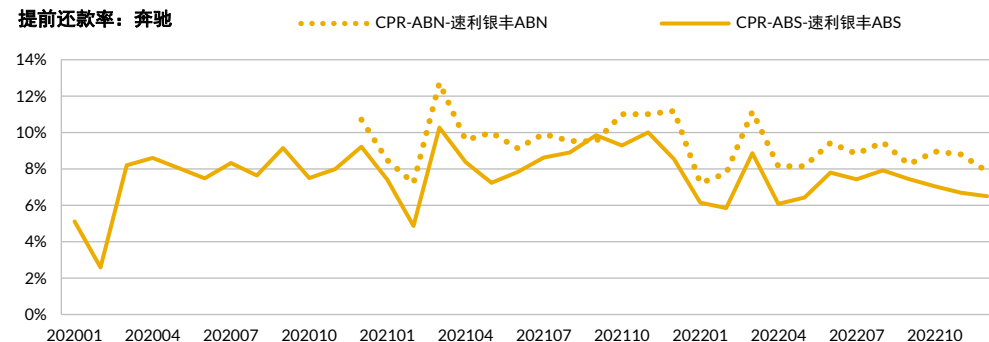
自 2021 年下半年起，速利银丰 ABN 资产池逾期率呈上升态势，大幅高于同期速利银丰 ABS，且差距走阔。从受托报告披露的数据来看，速利银丰 ABN 累计违约率平均水平大约为速利银丰 ABS 的三倍，但由于速利银丰 ABS 对违约资产的定义为逾期 180 天以上，而速利银丰 ABN 定义为逾期 90 天以上，因此二者同口径下的差异可能缩小。以奔驰金融披露的其汽车贷款 M3 向 M4 历史平均转移率（约 75%）为参考，速利银丰 ABS 在 90+ 口径下的累计违约率平均水平不超过 0.28%，仍低于速利银丰 ABN。资产表现差异可能主要源于速利银丰 ABN 入池资产中大量的弹性还款资产，这类资产在经济压力时期的风险抵御能力更为脆弱。

资产池逾期率：奔驰



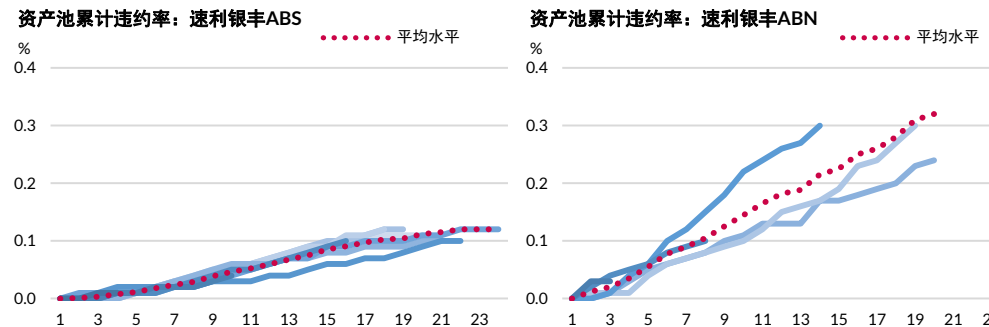
来源：受托报告、惠誉博华

提前还款率：奔驰



来源：受托报告、惠誉博华

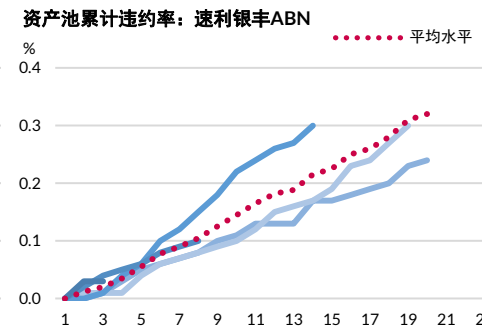
资产池累计违约率：速利银丰ABS



注：横轴为发行后经历期数（月）；每条实线代表一个交易，颜色越深则发行时间越晚。

来源：受托报告、惠誉博华

资产池累计违约率：速利银丰ABN



资产池特征与资产运行表现：德宝天元 ABS vs 德宝天元 ABN

资产池特征对比

交易系列简称	德宝天元 ABS	德宝天元 ABN
入池资产笔数	42,350	17,053
单笔平均合同金额（万）	22.5	22.2
加权平均初始贷款价值比（%）	63.7	66.4
单笔平均购车金额（万）	35.3	33.4
单笔平均未偿本金余额（万）	17.4	16.5
加权平均合同期限（月）	34.8	35.9
加权平均账龄（月）	7.7	8.4
加权平均剩余期限（月）	27.2	27.4
加权平均利率（%）	5.7	5.8
借款人加权平均年龄（岁）	37.1	36.7
二手车占比（%）	0.9	0.0
弹性还款资产占比（%）	20.7	15.9

注：1. 表中所示数据为 2018 年至 2022 年各期交易资产池的平均值（如有相关数据披露）；2. 对于汽车租赁 ABN，依具体披露口径，首付金额可能含有保证金；3. 单笔平均购车金额=单笔平均合同金额/加权平均首付比率。

来源：发行说明书、募集说明书、评级报告、惠誉博华

资产池特征整体相似，但近期贷款价值比差异增大

整体而言，宝马金融和先锋租赁所发起交易的资产池特征较为相近，贷款期限、贷款金额、借款人年龄等特征的历史平均水平差异都较小，标的车辆平均单价在 30 至 35 万元左右，德宝天元 ABN 略低于德宝天元 ABS，但均属中高端车型。二者间差异主要体现在德宝天元 ABS 的入池资产包含少量二手车，且弹性还款资产占比偏高。

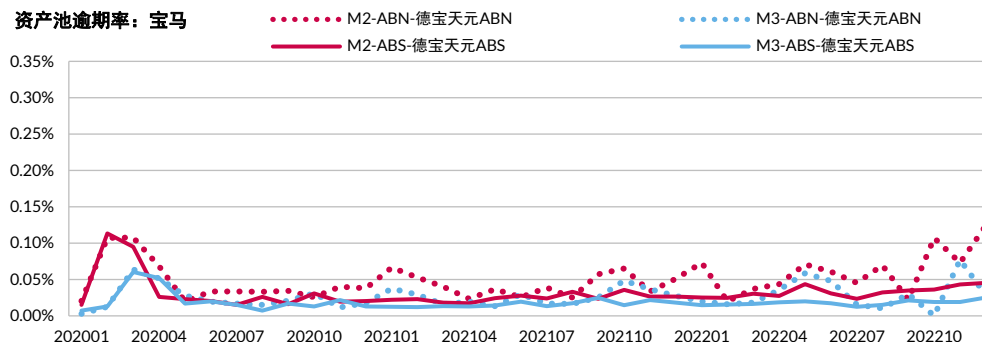
近两年，两个系列产品资产池均表现出了弹性贷款资产占比下降、标的车辆单价下降、贷款合同期限变长的趋势，但贷款价值比的变动方向则截然相反，德宝天元 ABS 下降而德宝天元 ABN 上涨，这可能反映了授信政策的差异化调整。

资产表现高度相似

德宝天元 ABS 与德宝天元 ABN 资产池逾期率与累计违约率均在较低水平运行。2022 年下半年德宝天元 ABN 逾期率波动范围有所放大，同时提前还款率大幅上涨，这应与样本量显著减少有关。

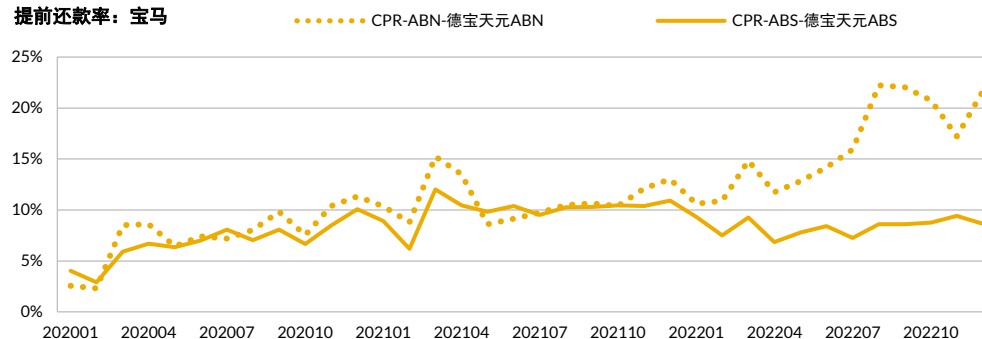
值得注意的是，两个系列交易资产池逾期率在 2020 年初受疫情影响的幅度基本一致。整体来看，两个系列交易资产表现高度相似。

资产池逾期率：宝马



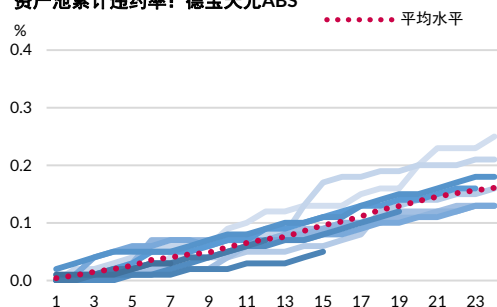
来源：受托报告、惠誉博华

提前还款率：宝马

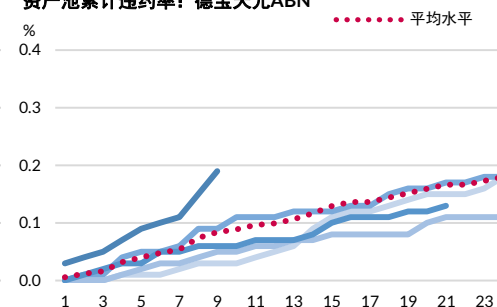


来源：受托报告、惠誉博华

资产池累计违约率：德宝天元ABS



资产池累计违约率：德宝天元ABN



注：横轴为发行后经历期数（月）；每条实线代表一个交易，颜色越深则发行时间越晚。
来源：受托报告、惠誉博华

交易结构对比

汽车品牌集团		上汽		一汽		吉利		奔驰		宝马	
交易系列简称		上和ABS	安吉租赁ABN	屹昂/屹腾ABS	一汽租赁ABN	吉时代ABS	智慧普华ABN	速利银丰ABS	速利银丰ABN	德宝天元ABS	德宝天元ABN
占资产池的比例	优先A级	87.38%	88.79%	85.97%	85.53%	83.44%	91.04%	85.96%	86.08%	83.45%	83.39%
	优先B级	3.39%	1.74%	3.37%	1.85%	1.17%	0.00%	0.00%	0.00%	2.67%	4.78%
	次级	6.68%	9.45%	8.28%	10.80%	13.86%	8.94%	4.52%	13.92%	13.88%	11.81%
	超额抵押	2.55%	0.02%	2.38%	1.82%	1.53%	0.02%	9.51%	0.00%	0.00%	0.02%
回收款转付频率（正常情景）		月付	月付/两月付/季付/年付	月付	月付/季付	月付	季付	月付	月付	月付	月付
循环结构	是否循环	×	√/×	×	×	×	×	√/×	×	√/×	×
	平均循环期/月	—	8.0/—	—	—	—	—	9.5/—	—	9.5/—	—
现金流相关 信用触发机制	违约事件	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	加速清偿事件	√	√/×	√	√	√/×	×	×	×	×	×
	提前到期事件	×	√/×	×	×	×	×	×	×	×	×
	提前摊还事件	—	—	—	—	—	—	√/—	—	√/—	—
触发指标： 累计违约率	第一年内	1.5%	3.0%/5.0%/—	2.0%	8.0%	1.5%/—	—	—	—	—	—
	加速清偿事件										
	第二年内	3.0%	3.0%/5.0%/—	3.5%	8.0%	3.5%/—	—	—	—	—	—
	两年以上	3.0%	3.0%/5.0%/—	3.5%/4.5%	8.0%	3.5%/—	—	—	—	—	—
	提前到期事件	—	5.0%/—	—	—	—	—	—	—	—	—
触发指标： 前三个连续收款 期间严重拖欠率	提前摊还事件	—	—	—	—	—	—	2.4%/—	—	0.8%/1.6%/—	—
	加速清偿事件	1.5%	—	—	—	1.5%/—	—	—	—	—	—
储备账户	流动性储备	√	×	√/×	×	√	×	√	√	√	√
	混同储备	√	×	×	×	√	×	√	√	√	√
外部增信		×	√/×	×	×	×	√	×	×	×	×

注：占资产池的比例为2018年至2022年各期交易的平均值；表格中“违约事件”包含交易文件中的“违约事件”及“强制执行事件”；若同系列不同交易间的结构特征不同，则以“/”区分。

来源：募集说明书、发行说明书、惠誉博华

交易结构对比

同一汽车品牌集团下的汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 分层结构相差不大

各汽车品牌集团 ABS/ABN 系列交易的优先 A 级占资产池比例的均值在 83%-92%之间，除智慧普华 ABN 显著高于吉时代 ABS，同一品牌集团下的 ABS 和 ABN 系列产品之间相差不大。除速利银丰 ABS/ABN 及智慧普华 ABN 外，其他样本交易均设置了优先 B 级证券，其中优先 B 级证券占资产池比例的均值在 1%-5%之间。各系列交易次级占资产池比例的均值大多处于 8%-14%之间。同时，可观察到上和 ABS 及速利银丰 ABS 次级占比较低，分别为 6.68%和 4.52%，但其占资产池比例较高的超额抵押为优先级证券提供了额外的信用支持。

超额抵押占比普遍较低

各汽车品牌集团 ABS/ABN 系列交易的超额抵押占比平均值普遍较低，安吉租赁 ABN、智慧普华 ABN、速利银丰 ABN、德宝天元 ABS/ABN 系列没有或几乎没有设置超额抵押。次级分层占比平均值明显较低的上和 ABS 及速利银丰 ABS 的超额抵押占比较高，为优先级证券提供了必要的信用支持。其中次级证券占比平均水平最低的速利银丰 ABS 系列，超额抵押占比平均值为 9.51%，显著高于其他系列交易。

循环结构在汽车租赁 ABN 中并不常见

各汽车品牌集团的 ABN 系列交易均未设置循环结构，但上汽的安吉租赁 ABCP（与安吉租赁 ABN 合并统计）设置了循环期内续发机制，在循环期内 ABCP 可进行循环购买并滚动发行。相较于其他安吉租赁 ABN 交易，安吉租赁 ABCP 以其更短的期限收获了更低的平均融资成本。样本内两单安吉租赁 ABCP 初始发行期限均为 90 天，循环期最长不超过 8 期，并且都设有“续发终止事件”。优先级证券到期一次性还本付息，如发生“续发终止事件”或循环期届满后，将调整为季度付息。

ABS 交易中，奔驰的速利银丰 ABS 和宝马的德宝天元 ABS 系列的部分交易设置了循环结构，循环期为 1-14 期不等，平均循环期约 9.5 期。

信用触发机制各异，ABN 触发阈值更高或缺失

全部交易均设有“违约事件”或“强制执行事件”，触发后将改变现金流的偿付顺序，以保护优先级证券的偿付。此外，上和 ABS、屹昂/屹腾 ABS 系列以及部分吉时代 ABS 交易设置了“加速清偿事件”，通过累计违约率或者前三个连续收款期间严重拖欠率等触发指标进行判断，从而在资产池表现恶化达到一定程度时加速优先级证券的偿付。

与其他系列交易不同的是，从 2019 年起，安吉租赁 ABN 的每个交易均设有“提前到期事件”，该事件通过判断资产池累计违约率水平、委托入长期清偿能力等条件触发。在安吉租赁 ABN 已发行的交易中，一旦资产池累计违约率到达 5%及以上，票据持有人可通过会议决议提前终止信托。

在设有循环结构的速利银丰 ABS 和德宝天元 ABS 系列交易中，为了缓释持续购买资产信用表现不确定性带来的负面影响，交易结构中均设置了“提前摊还事件”，一旦在持续购买期间资产池累

计违约率水平上升到特定数值，将导致该事件被触发，交易将终止持续购买并提前进入摊还期。采用循环期内续发结构的安吉租赁 ABCP 设置了“续发终止事件”，不受累计违约率水平的影响，而是通过是否证券续发成功、是否发生“不予发行事件”等进行判别。

整体来看，样本系列交易均设有对现金流偿付产生影响的信用触发机制，汽车贷款 ABS 均设置了与资产池运行表现相关联的触发阈值，而同一汽车品牌集团下的汽车租赁 ABN 阈值设置更高或缺失。信用触发机制对汽车贷款 ABS 的保护效果更强。

除影响现金流的信用触发机制设置外，所有交易都设置了“权利完善事件”或“个别通知事件”。当原始权益人的信用质量或清偿能力显著恶化时，将触发此类事件并向债务人发送权利完善通知，使得债权转让对债务人生效。

同一汽车品牌集团下的汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 储备账户设置可能不同

在各汽车品牌集团 ABS 系列交易中，除一汽的屹昂/屹腾 ABS 交易以外，其他 ABS 系列交易均设置了混同储备账户以缓释混同风险；除早期发行的一单屹昂 ABS 外，其他样本交易均设置了流动性储备账户。其中，大部分样本交易在信托设立之初即存储了流动性储备，规模为初始起算日资产池余额的 0.5%或 1.0%，而大部分屹昂/屹腾 ABS 系列交易上和 ABS 系列交易的流动性储备，仅在发起机构不具备必备评级等级时生效，规模为优先级利息及前序税费之和的两倍。

对于 ABN 交易，速利银丰 ABN 及德宝天元 ABN 设置了流动性储备账户及混同储备账户，而安吉租赁 ABN、一汽租赁 ABN、智慧普华 ABN 均未设置。速利银丰 ABN 系列交易的必备流动性储备规模为 0.5%，低于速利银丰 ABS 系列交易的 1.0%，德宝天元 ABN 的必备流动性储备规模则与对应 ABS 系列交易水平相当。

除此之外，部分交易设置了抵销储备账户、服务转移和通知储备账户或税收储备账户，以缓释相应风险。

外部增信在汽车租赁 ABN 中不容忽视

在各汽车品牌集团 ABS/ABN 系列交易中，安吉租赁首单 ABN 和首单 ABCP 引入了发起机构作为差额补足义务人，而智慧普华 ABN 全部交易均由集团母公司提供差额补足。其他样本交易均未设置外部增信措施。

值得注意的是，由于速利银丰 ABN 系列交易入池资产中的弹性还款资产占比很高，平均水平达 88.4%，借款人若在租期结束时选择退还车辆将引致较高的残值风险。为缓释尾部风险，速利银丰 ABN 系列交易设置了相应的回购安排，即在租期结束时发生车辆返还事件后，奔驰租赁有义务回购受到影响的基础资产，惠誉博华认为此项安排的实质为奔驰租赁提供的外部增信。从速利银丰 ABN 系列交易历史表现来看，发起机构平均每期回购资产规模约占当期期末资产池的 1.24%，截至 2022 年末已清算的一单交易累计回购资产总规模相当于初始起算日资产池的 24.78%，资产端现金流流入对发起机构提供的信用支持依赖度较高。

附录：样本列表

序号	汽车品牌集团	发起机构	交易简称	序号	汽车品牌集团	发起机构	交易简称	序号	汽车品牌集团	发起机构	交易简称
1	上汽	上汽财务	上和2018-1	33	一汽	一汽金融	屹腾2022-1	65	吉利	智慧普华	智慧普华2022-1
2			上和2019-1	34			屹腾2022-2	66	奔驰	奔驰金融	速利银丰2018-1
3			上和2019-2	35		一汽租赁	一汽2020-1	67			速利银丰2018-2
4			上和2019-3	36			一汽2020-2	68			速利银丰2019-1
5			上和2019-4	37			一汽2022-1	69			速利银丰2020-1
6			上和2020-1	38			一汽2022-2	70			速利银丰2020-2
7			上和2021-1	39			一汽2022-3	71			速利银丰2021-1
8		安吉租赁	安吉2018-1	40	吉利	吉致金融	一汽2022-4	72			速利银丰2021-2
9			安吉2019-1	41			一汽2022-5	73			速利银丰2022-1
10			安吉2020-1	42			吉时代2018-1	74		奔驰租赁	速利银丰2022-2
11			安吉ABCP2020-1	43			吉时代2018-2	75			速利银丰2020-1
12			安吉2020-2	44			吉时代2019-1	76			速利银丰2021-1
13			安吉ABCP2020-2*	45			吉时代2019-2	77			速利银丰2021-2
14			安吉2021-1	46			吉时代2019-3	78			速利银丰2022-1
15			安吉1号2021-1	47			吉时代2020-1	79			速利银丰2022-2
16			长三角2021-1	48			吉时代2020-2	80	宝马	宝马金融	德宝天元2018-1
17			安吉1号2021-2*	49			吉时代2020-3	81			德宝天元2018-2
18			安吉2022-1	50			吉时代2020-4	82			德宝天元2019-1
19			安吉1号2022-1*	51			吉时代2021-1	83			德宝天元2019-2
20			安吉1号2022-2*	52			吉时代2021-2	84			德宝天元之信2019-1
21			安吉2号2022-1	53			吉时代2021-3	85			德宝天元之信2020-1
22			安吉1号2022-3*	54			吉时代2021-4	86			德宝天元之信2020-2
23			安吉2号2022-2*	55			吉时代2022-1	87			德宝天元之信2021-1
24			安吉1号2022-4*	56			吉时代2022-2	88			德宝天元之信2021-2
25	一汽	一汽金融	屹昂2019-1	57			吉时代2022-3	89			德宝天元之信2021-3
26			屹腾2020-1	58			吉时代2022-4	90			德宝天元之信2022-1
27			屹腾2020-2	59			吉时代2022-5	91			德宝天元之信2022-2
28			屹腾2021-1	60	智慧普华	智慧普华	智慧普华2019-1	92	先锋租赁		德宝天元2019-1
29			屹腾2021-2	61			智慧普华2019-2	93			德宝天元2019-2
30			屹腾2021-3	62			智慧普华2020-1	94			德宝天元2020-1
31			屹腾2021-4	63			智慧普华2020-2	95			德宝天元2021-1
32			屹腾2021-5	64			智慧普华2021-1	96			德宝天元2022-1

注：续发型ABCP计入发行量统计，但不计入资产池特征与资产表现统计，以*标识。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。