

# 汽车租赁 ABN 市场观察

中国的汽车租赁 ABN 市场开启于 2017 年，2025 年其市场发行规模大幅反弹，并呈现出公募交易占比回升、绿色交易持续增长、发起机构构成变动较大等特点。从证券特征来看，汽车租赁 ABN 发行利率呈现波动下行态势，厂商系交易与非厂商系交易的证券分层情况差异较大，公募交易优先级证券占资产池的比例已反超车贷 ABS 市场。相较于车贷 ABS，厂商系公募汽车租赁 ABN 的资产池规模较小、弹性还款资产占比较高、资产利率走势有所差异。但近年来两个市场的入池资产在合同期限、初始抵押率、二手车与第三方品牌资产占比等方面呈现出趋同的态势。资产表现方面，厂商系公募汽车租赁 ABN 的资产池动态逾期率与累计违约率自 2023 年起大幅高于同期的车贷 ABS 市场，应主要是特殊样本以及存续交易减少所致；汽车租赁 ABN 资产池提前还款率季节性波动明显，整体水平略高于车贷 ABS。

## 相关研究

- 《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 指数报告 2025Q3》
- 《惠誉博华资产证券化市场运行报告 2025Q3》
- 《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 超额利差报告 2025Q3》
- 《2026 年银行间信贷资产证券化展望》
- 《汽车贷款 ABS 与汽车租赁 ABN 比较分析》

## 分析师

王 欢

+ 8610 5663 3812

huan.wang@fitchbohua.com

郑 飞

+ 8610 5663 3816

fei.zheng@fitchbohua.com

## 媒体联系人

李 林

+8610 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

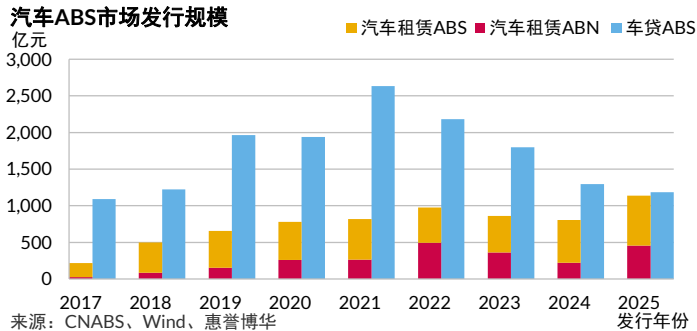
## 发行概况

中国资产证券化市场中以正常类个人汽车金融资产为支持所发行的证券化产品，可按发行场所及基础资产类型的不同划分为三类，即车贷 ABS、汽车租赁 ABS 及汽车租赁 ABN。

产品类型	发行场所	基础资产
车贷 ABS	银行间债券市场	汽车贷款（含信用卡汽车分期）
汽车租赁 ABS	交易所债券市场	汽车融资租赁应收款
汽车租赁 ABN	银行间债券市场	汽车融资租赁应收款

汽车租赁 ABN 市场开启于 2017 年，其规模至 2022 年整体呈现上涨态势，随后两年出现了显著下滑。2025 年汽车租赁 ABN 发行规模大幅反弹，全年共发行 23 单，合计 456.4 亿元，较上年翻倍，但仍为三个汽车 ABS 细分市场中最小的一个。

值得注意的是，2025 年汽车租赁 ABS 发行规模增速同样由负转正，而车贷 ABS 市场则依旧处在下行通道，使得广义汽车租赁 ABS 发行规模历史上首度与车贷 ABS 基本齐平。这反映了相较于汽车金融公司所在的汽车贷款市场，汽车融资租赁市场的景气程度可能更高，同时其资金来源中资产证券化市场的重要程度也相对更高。



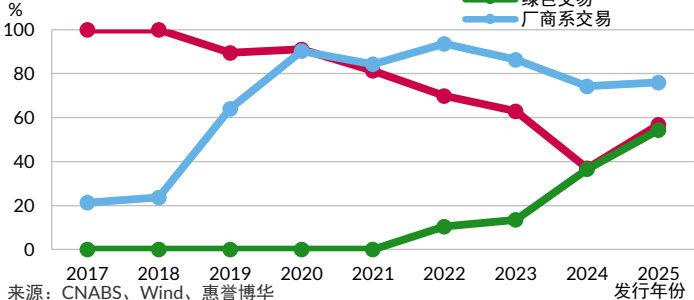
具体来看，汽车租赁 ABN 市场可从不同角度进行切分，各自呈现出不同的趋势与特点：

**公募交易占比回升：**按照发行方式区分，汽车租赁 ABN 可分为公募交易和私募交易，其中公募交易的信息披露更加充分，与车贷 ABS 交易基本无异，为市场研究提供了重要的资料来源。下文中的资产特征与资产表现章节仅针对公募汽车租赁 ABN，且为便于与车贷 ABS 市场进行比较，样本中剔除了非厂商系以及基础资产为对公租赁的交易。从发行规模来看，2025 年汽车租赁 ABN 市场中公募交易占比止跌回升，但从发行单数来看，过去两年公募交易的样本数量较为有限，相应的统计与分析可能有一定局限性。

**ABCP 发行量下滑：**资产支持商业票据（ABCP）作为 ABN 的子品种于 2020 首次发行，其具有期限灵活、滚动发行的特点。过去三年间，汽车租赁 ABCP 发行量持续下滑，2025 年仅发行 2 单。

**绿色交易持续增长：**首单绿色汽车租赁 ABN 交易发行于 2022 年，虽然晚于汽车租赁 ABS 市场与车贷 ABS 市场，但汽车租赁 ABN 市场中绿色交易发行规模的占比呈现持续上涨，2025 年达 54.3%，已大幅领先汽车租赁 ABS 市场及车贷 ABS 市场。

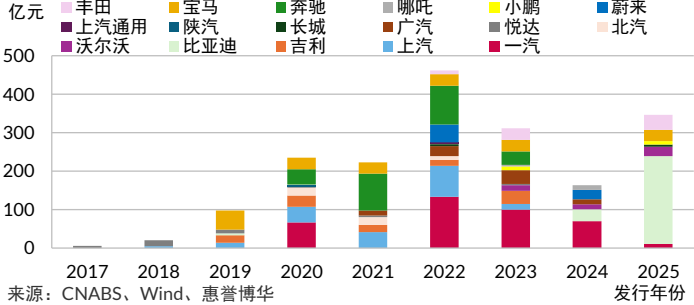
汽车租赁ABN发行情况：发行规模占比



**发起机构构成变动较大：**按照发起机构（或资产服务机构）是否隶属于某个汽车主机厂商或汽车品牌，可将汽车租赁 ABN 划分为厂商系交易和非厂商系交易。非厂商系交易的发起机构又可大致分为具有互联网股东背景、主营线上的融资租赁公司，和传统专业性的融资租赁公司，而在非厂商系交易中具有互联网背景的交易占据多数。此外，部分交易可能选择将融资租赁应收款转为保理应收账款，即由保理公司承担 ABN 交易发起机构的角色。

在汽车租赁 ABN 市场开启初期，厂商系交易的市场占比较低，2019 年起越来越多的厂商加入到发行汽车 ABN 的队列，包括 3 家没有专属汽车金融公司的新势力厂商，其余多数机构所属汽车厂商则都具有较为丰富的车贷 ABS 发行经验。2025 年厂商系交易发行规模占比 75.9%，与上年基本持平；公募交易中厂商系交易占据绝对多数，近 5 年共发行 49 单公募汽车租赁 ABN 交易，其中 45 单为厂商系交易。然而，不同年份之间厂商的具体分布差异很大，一定程度上反映了近年来中国乘用车市场的变迁。

汽车租赁ABN发行情况：厂商系交易发行规模

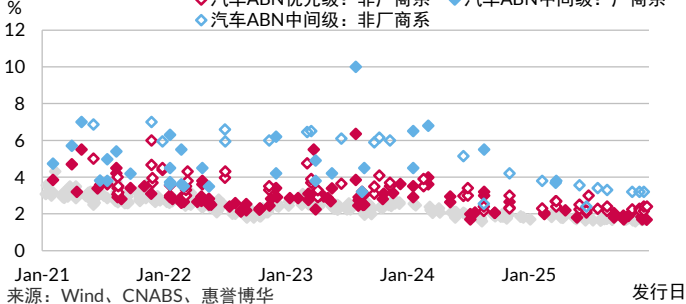


## 证券特征

### 发行利率

过去五年间，汽车租赁 ABN 证券发行利率整体走势与市场利率一致，除 2022 年四季度经历较明显上涨外，基本呈现波动下行态势。对比车贷 ABS，同一时间段内汽车租赁 ABN 优先级证券的发行利率普遍更高，但二者间差值有所收窄，2025 年平均差值约 42bps。进一步拆分来看，汽车租赁 ABN 中非厂商系交易的发行利率普遍高于厂商系交易，差值亦呈收窄态势，2025 年非厂商系交易优先级证券平均发行利率为 2.33%，厂商系为 1.94%。汽车租赁 ABN 中间级证券的发行利率一般高于优先级证券 100-200bps。值得注意的是，2023 年两单厂商系汽车租赁 ABN 交易的发行利率大幅高于同期其他交易，此后这两家厂商的销量持续低迷，其中一家最终破产重整。证券的畸高利率一定程度上起到了风险揭示的作用。

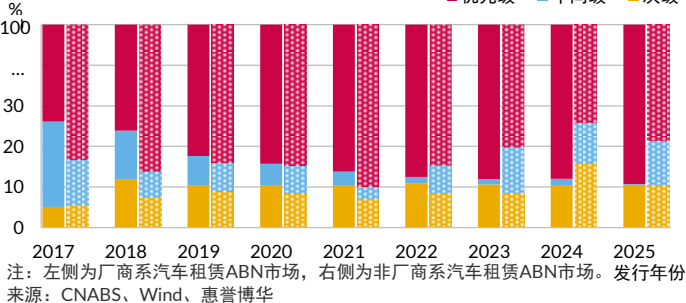
证券发行利率



### 证券分层

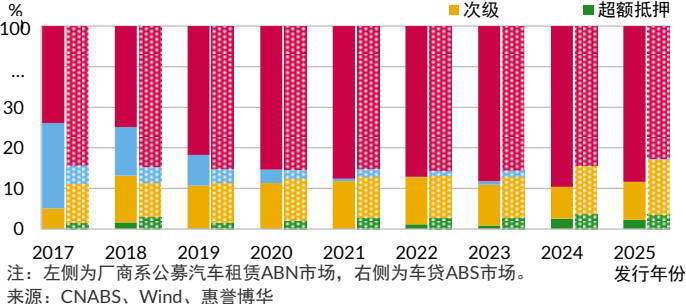
从汽车租赁 ABN 市场的证券分层情况来看，厂商系交易与非厂商系交易差异明显。2017-2021 年汽车租赁 ABN 交易的优先级证券占比逐年递增，厂商系交易的增幅明显高于非厂商系交易；但 2022 年以后厂商系交易优先级证券占比基本稳定，而非厂商系交易优先级占比明显下降。2025 年厂商系交易优先级证券占比约 88.3%，与非厂商系交易的中间级证券占比基本一致，这可能反映了非厂商系交易底层资产的资产表现弱于厂商系交易。然而，由于非厂商系交易大部分为私募发行，因此各层级证券实际获得的来自资产池的信用支持水平无从确认，如果厂商系交易与非厂商系交易的超额利差及超额抵押水平差异较大，则相关结论或受影响。

汽车租赁ABN：证券分层



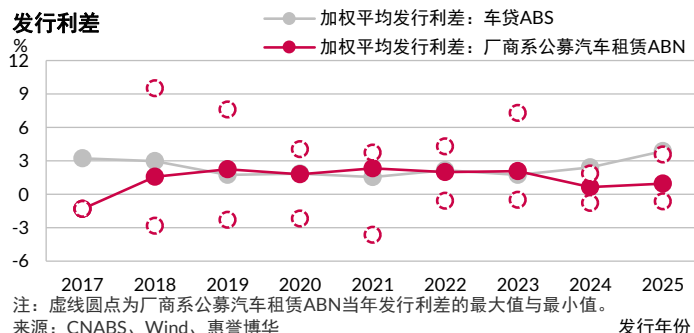
从厂商系公募交易的情况来看，超额抵押的平均占比一直处于较低水平。如果以车贷 ABS 市场作为参照系，公募汽车租赁 ABN 市场优先级证券发行规模占初始起算日资产池的比例，从显著偏低逐渐演变为追平，进而反超。2025 年公募汽车租赁 ABN 市场优先级证券占资产池的平均比例为 88.3%，高于车贷 ABS 市场 5.8 个百分点。值得注意的是，自 2021 年两个市场的中间级证券占比均保持低位，交易普遍采用两层结构，近两年已鲜有中间级证券发行。

公募证券：发行规模占入池资产的比例



## 发行利差<sup>1</sup>

通常情况下，结构融资交易的超额利差可用于补足违约资产或参与本金回收款的分配，是信用增级的一种重要形式。从发行利差的平均水平来看，2018-2023 年公募汽车租赁 ABN 市场与车贷 ABS 市场均保持在 2% 左右，二者间差异很小，系资产池利率水平、证券发行利率、证券占资产池比例三方面因素综合作用的结果。2024 年车贷 ABS 市场资产池利率水平明显上涨，从而拉开了两个市场发行利差的水平，并延续至 2025 年。



## 外部增信

车贷 ABS 市场未曾发行过有主体增信的交易，而在汽车租赁 ABN 市场，这类交易时有发生。发起机构或其所属的汽车厂商集团可能会为除次级外的证券本息偿付提供差额支付或担保，即额外的信用支持。从公募汽车租赁 ABN 交易披露的信息来看，有差额支付或担保的交易集中于特定的几家厂商，同时也存在厂商仅对其首单 ABN 交易提供增信，之后不再提供的情况。此外，个别交易底层资产包含一定比例的可退车型融资产品，发起机构承诺对退车部分承担回购责任，使得证券信用与发起机构主体信用产生实质性关联。

## 资产特征

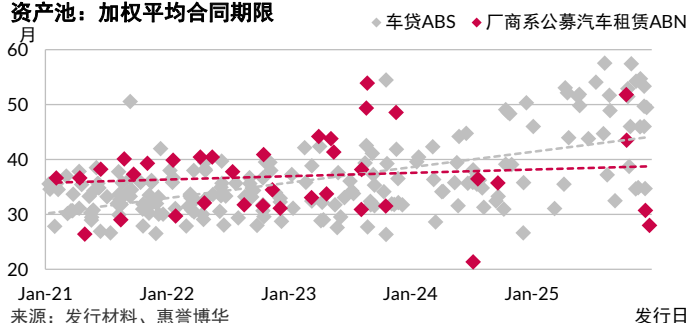
### 资产池规模

整体而言，厂商系公募汽车租赁 ABN 单笔交易的资产池规模明显小于车贷 ABS，过去五年内前者入池资产平均规模约 28.3 亿元，单个资产池平均入池资产笔数约 3.5 万个，大致分别相当于后者的 50%-60%。从绝对水平来看，绝大多数公募汽车租赁 ABN 的入池资产笔数均超过 1 万笔，资产池分散度良好。

### 合同期限

近年来，伴随国内汽车销售市场的竞争白热化，厂商系汽车金融公司和融资租赁公司为助力主机厂销售，所提供融资产品的期限普遍越来越长。这一现象已反映在证券化资产池特征中，过去五年间发行的大多数车贷 ABS 和公募汽车租赁 ABN 的资产池初始起算日加权平均合同期限均呈现上涨态势。2025 年发行的厂商系公募汽车租赁 ABN 和车贷 ABS 的加权平均合同期限均值分别为 38.5 个月和 46.6 个月，较 2021 年分别上涨约 3 个月和 13 个月。汽车租赁 ABN 涨幅较低主要系单一发起机构权重较高所致。汽车融资租赁的合同期限虽不同于汽车贷款有明确的上限规定（不超过 5 年），但从证券化入池资产的实际情况来看，绝大多数资产的租赁期限也都不超过 5 年。

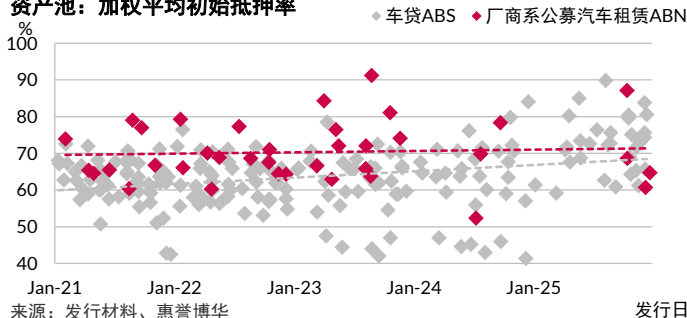
### 资产池：加权平均合同期限



### 初始抵押率

过去五年内，厂商系公募汽车租赁 ABN 资产池初始起算日加权平均初始抵押率（LTV）平均水平为 70.3%，高于车贷 ABS 约 6.5 个百分点，前者的波动中枢基本持平而后者则持续爬升，两个市场间的差异逐渐收窄。2024 年 4 月，监管新规取消了此前关于汽车贷款最低首付比例的相关限制，自此汽车贷款与汽车融资租赁均可实现零首付。2024 年四季度起，车贷 ABS 市场中资产池加权平均 LTV 较高的交易占比显著提升，2025 年下半年 LTV 平均水平已涨至 72.9%；同期公募汽车租赁 ABN 发行量较少，但同样处在相对较高的水平。

### 资产池：加权平均初始抵押率



### 二手车资产占比

过去五年内，厂商系公募汽车租赁 ABN 交易的入池资产全部为新汽车租赁款，车贷 ABS 市场中含二手车贷款的交易单数占比仅 8.6%，且二手车资产平均占比仅 2%，最高不超过 7%。整体来看，两个市场均由新车资产主导。由于新车资产违约表现通常优于二手车资产，限制二手车资产的入池比例有助于控制资产池的违约率。

### 弹性还款资产占比

厂商系公募汽车租赁 ABN 交易的入池资产还款方式以等额本息为主，但部分交易的资产池也含有一定比例的弹性还款资产，整体而言，这类资产的占比明显高于车贷 ABS 市场。具体来看，入池资产含弹性还款资产的公募汽车租赁 ABN 交易共涉及 4 家发起机构，不同机构之间该类资产比例差异较大，尾款占比可低至 1% 左右、高至 85% 以上，反映了不同机构业务偏好之间的区别。汽车租赁 ABN 资产池中的弹性还款资产以气球贷为主，其中一家发起机构的入池资产还包括客户可选择退车的大额尾款产品，但其占比近年来显著下降。

<sup>1</sup> 定义详见《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 超额利差报告》附录 1。



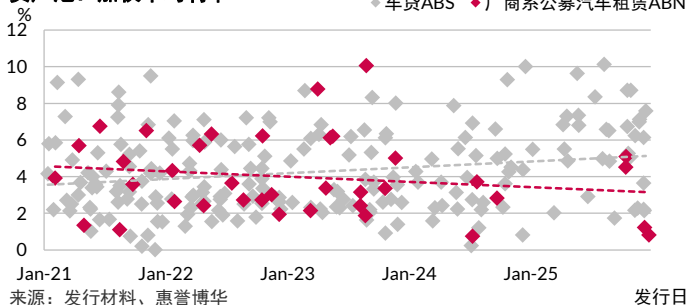
### 第三方品牌资产占比

2021 至 2025 年发行的 37 单厂商系公募汽车租赁 ABN 交易中，仅 2 单交易的入池资产涉及非本集团的第三方汽车品牌租赁资产，且占比极低（小于 1%），侧面体现了厂商系融资租赁公司主要服务于所属汽车厂商的业务定位。但考虑到证券化入池资产需经一系列标准的筛选，不能排除部分厂商系融资租赁公司可能也经营了一定比例的第三方品牌资产。

### 利率水平

厂商系公募汽车租赁 ABN 和车贷 ABS 的资产池利率水平对市场利率走势并不如证券端敏感，其主要受厂商贴息贷款占比以及贴息幅度的影响。整体来看，车贷 ABS 与公募汽车租赁 ABN 资产池加权平均利率波动中枢保持在 4% 上下，其中车贷 ABS 略有上涨。不同交易间资产池利率水平的差异较大，同一发起机构一段时期内则倾向于一致，且同一厂商下的汽车金融公司与融资租赁公司之间的差异并不大。

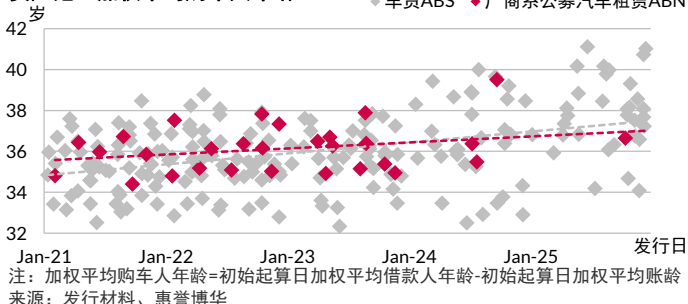
资产池：加权平均利率



### 购车人年龄

汽车贷款或融资租赁应收款的发放日可视为借款人的购车日，当日借款人的年龄即购车人年龄，可用于描绘购车客群画像。过去五年间，车贷 ABS 和厂商系公募汽车租赁 ABN 资产池隐含的购车人年龄平均水平均呈现缓慢上升趋势，大致由不到 36 岁上涨至 37 岁左右，个别厂商涨幅突出。从现有数据来看，同一厂商下选择汽车贷款与选择融资租赁的客群平均年龄差异并不大；整体上车贷 ABS 资产池购车人年龄分布更为分散，应主要是其涵盖的厂商数量更多所致。

资产池：加权平均购车人年龄

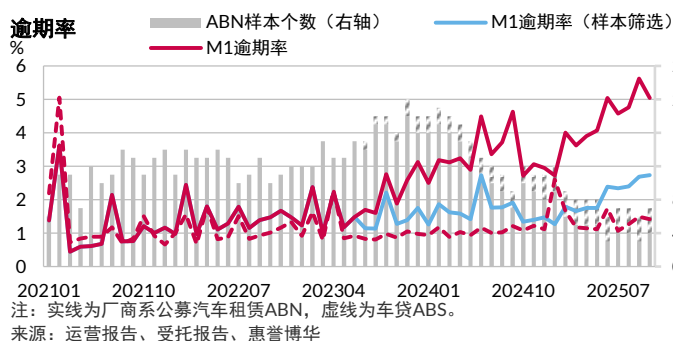


总体来看，厂商系公募汽车租赁 ABN 与车贷 ABS 大部分资产池特征间的差异并不显著，并且近年来呈现出趋同的态势。

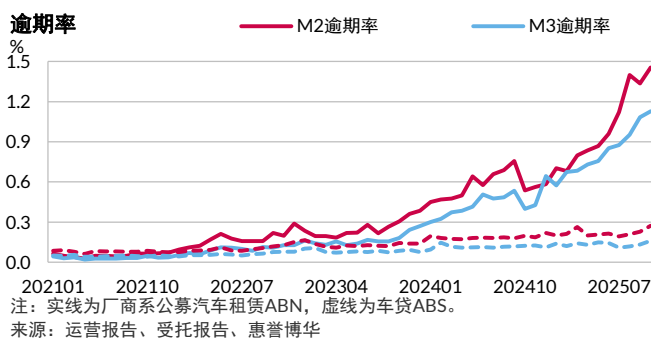
### 资产表现<sup>2</sup>

#### 动态逾期率

从资产池 M1（1-30 天）逾期率指数来看，厂商系公募汽车租赁 ABN 与车贷 ABS 在 2023 上半年及之前基本保持一致，除 2021 年初受单一机构影响 M1 均出现跳升外，二者持续低位波动运行，汽车租赁 ABN 仅略高于车贷 ABS。自 2023 下半年起，厂商系公募汽车租赁 ABN 样本中相继进入 3 单资产逾期表现明显高于其他样本的交易，从而大幅拉升了逾期率指数。这 3 单交易的资产池 LTV 均较高，且其中 2 单的资产池利率较高。如果从样本剔除此 3 单交易，可以观察到汽车租赁 ABN 的 M1 大幅下降，但相较此前呈现出缓慢上升的趋势，且与车贷 ABS 间的差异有所扩大。



相似的数据表现也反映在 M2（31-60 天）和 M3（61-90 天）逾期率指数中。全量厂商系公募汽车租赁 ABN 样本的 M2/M3 逾期率在 2023 上半年及之前小幅波动上行，涨幅略高于同期的车贷 ABS，但整体差异不大；但此后汽车租赁 ABN 逾期率大幅上涨，而车贷 ABS 仍基本保持低速上涨，仅 2025 下半年稍有加快之势。整体来看，两个市场间的差异持续扩大。

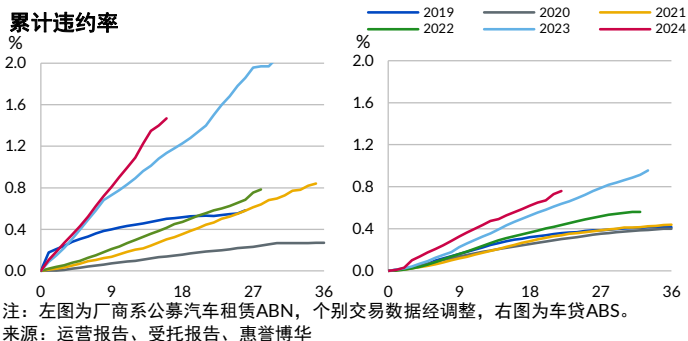


如剔除前文所述的特殊样本，2023 下半年起的厂商系公募汽车租赁 ABN 的 M2/M3 逾期率指数能够大致下降一半左右，截至 2025 年 10 月末分别约为 0.8% 和 0.5%，但仍旧显著高于车贷 ABS，并且差异亦成扩大之势。这应主要是由于自 2024 年起，厂商系公募汽车租赁 ABN 存续交易单数持续下降，而资产池摊还进入尾部时，其逾期率有自然上升的趋势。预计随着 2025 年四季度新发行的三单交易逐步纳入样本，以及前述特殊表现样本的退出，厂商系公募汽车租赁 ABN 逾期率指数或将出现回落，并与车贷 ABS 资产池的表现趋近。

<sup>2</sup> 本章节相关指标的定义详见《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 指数报告》附录 1；数据统计截至 2025 年 10 月末。

# 累计违约率

不同年份发行的厂商系公募汽车租赁 ABN 交易的资产池累计违约率差异显著，其中 2019-2020 年发行的交易累计违约率相对较低，与同期车贷 ABS 的表现相近。2021-2022 年发行的交易累计违约率有所上涨，或由高 LTV 交易占比升高有关。2023 年和 2024 年的累计违约率曲线大幅升高，系前述特殊样本所致，此 3 单交易自发行后 1 年期的累计违约率可达 3% 以上，然而其他样本交易的均值仅约 0.4%。剔除这部分样本后，2023 年和 2024 年的累计违约率曲线将下降至略高于相同年份车贷 ABS 市场的水平。

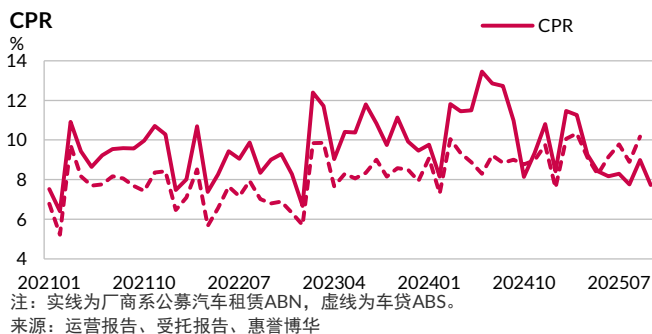


总体来看，绝大多数厂商系公募汽车租赁 ABN 的基础资产违约率的绝对水平较低，通常略高于同期车贷 ABS，但过去几年间违约率整体呈现上升趋势，且幅度大于车贷 ABS 市场。此外，还应注

意个别汽车租赁 ABN 交易资产池的逾期或违约表现可能严重偏离市场平均水平，这类资产池或具有高 LTV 与高利率的特征。

# 提前还款率

过去五年内，厂商系公募汽车租赁 ABN 与车贷 ABS 的资产池 CPR（年化条件提前还款率）指数呈现出相似的季节性波动，二者相关性系数为 0.63，显示具有较强的相关性。多数时间段内，厂商系公募汽车租赁 ABN 的 CPR 高于车贷 ABS 两个百分点左右，但过去一年差异明显收窄，波动中枢约 9.2%。值得注意的是，前文所述对逾期率/累计违约率影响较大的 3 个样本，并未对 CPR 整体表现产生类似的影响。这反映了资产的提前还款表现与逾期表现之间的相关性较低，提前还款率更多的取决于自然周期和放款机构的提前还款政策。



## 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或实地调研资料编制，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。