

美國汽車抵押貸款資產證券化模式回顧及對我國的借鑒 Review of the Securitization Model of American Automobile Mortgage Loan and Its Reference to China

楊迪川^{1*}
Di-ChuanYang

摘要

為解決汽車金融公司融資成本波動性大、融資渠道有限等問題，汽車貸款資產證券化應用越來越廣泛。隨著我國汽車產業的蓬勃發展，汽車貸款資產證券化產品的規模快速增長，但汽車金融公司對這一產品的實際應用還有很大的改進空間。本文首先介紹了美國汽車抵押貸款資產證券化的歷史和演進過程，之後分析了美國汽車貸款資產證券化的交易特點，包括主要發起機構、信用增級、信用評級等內容，最後梳理目前我國汽車貸款資產證券化的現狀和問題，並提出一些建議。

關鍵詞：汽車抵押貸款、資產證券化、信用增級

Abstract

In order to solve the problems of high volatility of financing costs and limited financing channels of automobile finance companies, the securitization of auto loan assets is more and more widely used. With the vigorous development of China's automobile industry, the scale of auto loan asset securitization products is growing rapidly, but the actual application of auto finance companies to this product still has a lot of room for improvement. This paper first introduces the history and evolution of American automobile mortgage asset securitization followed by analyzing the transaction characteristics of American automobile mortgage asset securitization, including the main sponsors, credit enhancement, credit rating and so on. In the final section, current situation and problems of asset securitization of automobile fleet in China are combed for some suggestions.

Keywords: Auto Mortgage, Asset-backed Securitization, Credit Enhancement

1. 前言

資產證券化是指金融機構將一些流動性不好的，但有穩定現金流的資產，打包出售給特殊目的載體（SPV），再由SPV進行信用增級和信用評級最後向投資者發行證券的過程（林華等，2014）。根據證券化的抵押資產的不同，具體細分為幾個小類：（1）以銀行個人住房按揭貸款作為抵押資產的資產證券化，即個人住房按揭貸款證券化（Mortgage-backed Securitization, MBS）；（2）汽車貸款證券化；（3）信用卡貸款證券化；（4）債務抵押債券（Collateralized Debt Obligation, CDO），根據抵押

¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 yangdc@xujc.com*通訊作者

* 基金項目：廈門大學嘉庚學院校級科研孵化項目：經濟新常態下資產證券化對中國商業銀行的經營管理影響研究（YY2019W02）

資產的不同，CDO又可分為債券抵押債券（Collateralized Bond Obligation，CBO）和貸款抵押債券（Collateralized Loan Obligation，CLO）。CBO是包括以資產支持證券的各種債券為抵押資產的證券化，也稱為再證券化，目前我國銀行尚沒有開展再證券化。

由於抵押資產的不同，這些資產的現金流的風險、期限、導致證券化的模式完全不同，對這些資產的風險分析、交易結構設計和債券定價等方面也完全不同，因此以它們為抵押資產進行的資產證券化的模式也有很大的區別。當前我國的資產證券化還處在試點階段，隨著信貸資產證券化在中國的發展，相信中國必然會借鑒歐美等發達國家的各種信貸資產證券化經驗。因此本文主要介紹汽車貸款資產證券化的發起機構、主要模式、交易特點，希望通過回顧美國汽車貸款資產證券化的歷史和演進過程，為未來我國汽車貸款的資產證券化提供借鑒作用。

2. 國內外研究綜述

我國對於汽車貸款證券化的研究時間比較短。總體來看，國內學者認為汽車金融業本質上是一項融資業務，不能像銀行那樣吸收公眾存款，以此保證流動性的順暢流動。為解決汽車金融公司融資成本波動性大、融資渠道有限等問題，汽車貸款資產證券化應用越來越廣泛。

隨著我國汽車產業的蓬勃發展，汽車貸款資產證券化產品的規模快速增長，但汽車金融公司對這一產品的實際應用還有很大的改進空間（劉文博與羅丹程，2020）。趙國強（2017）分析汽車貸款資產證券化的產品設計，認為目前汽車貸款資產證券化的主要發起人是汽車金融公司，而汽車金融公司以及受託機構在進行相關資產支持證券項目的過程中，相應的改進建議，從而為汽車金融公司通過實施資產支持證券，獲得充足的現金流，優化財務結構，以及受託機構在進行資產證券化項目時的流程及財務管理，提供具體參考，具有現實意義。姬潮心（2016）分析上海通用汽車金融有限公司汽車信貸資產證券化原因、過程、績效及產生的問題等，最終認為我國的汽車貸款資產證券化，還需要選擇合適的信用增級手段，以及汽車金融公司發行資產證券化需要有合適的模式。

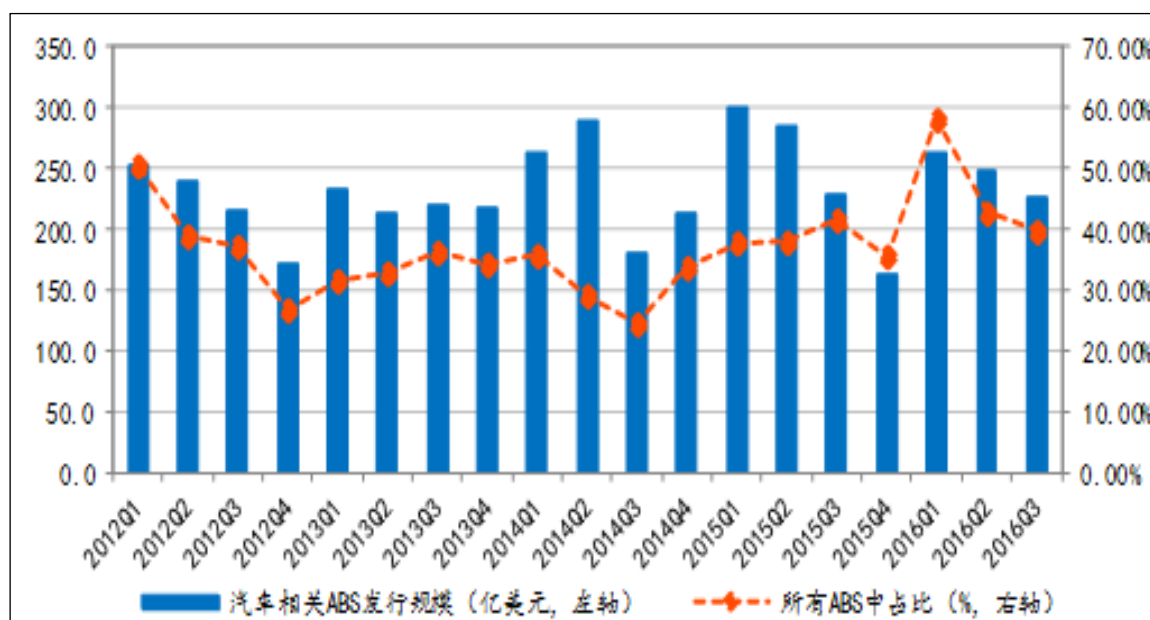
3. 美國汽車貸款證券化歷史

在美國汽車貸款證券化的發起人主要有汽車製造商旗下的金融公司和銀行，汽車金融公司佔據了發行的主導地位。一般而言，汽車金融公司是製造商用來促進銷售的工具，給符合條件的客戶提供優惠的融資，所以擁有優良信用的消費者，一般會選擇製造商旗下的金融公司。在中國，目前大部分汽車貸款證券化都是汽車金融公司作為發起人，但是也有銀行作為資產證券化發起人的案例。鑒於當前中國銀行業有大量的汽車貸款，未來汽車貸款將會成為信貸資產證券化的重要分支，而且目前中國的汽車貸款證券化也主要是參照美國汽車貸款證券化的模式，本節主要介紹美國的汽車貸款證券化模式。

汽車貸款證券化是繼房地產抵押貸款資產證券化出現後，最早的資產支持證券。這主要是由於剛開始汽車貸款證券化的交易結構非常簡單，因此對它的風險分析也不會很複雜；之後隨著金融工程的發展，基礎資產池變得越來越複雜，交易結構也日趨完善，這一點與MBS有相同之處。

自1985年美國海豐銀行（Marine Midland Bank）發行第一隻汽車貸款證券化以來，汽車貸款證券化迅速發展，2000~2007年每年的發行量都超過700億美元，2008年的金

融危機使它的發行量暴跌至400億美元以下，但是到2009年汽車貸款證券化市場強力反彈，年發行量超過600億，到2013年汽車貸款資產證券化發行量已經接近900億美元。圖1顯示美國2012年到2016年三季度汽車貸款證券化發行金額和占比情況，在幾個主要的資產證券化品種當中，汽車貸款證券化是受金融危機影響最小，復蘇最穩健的一個。



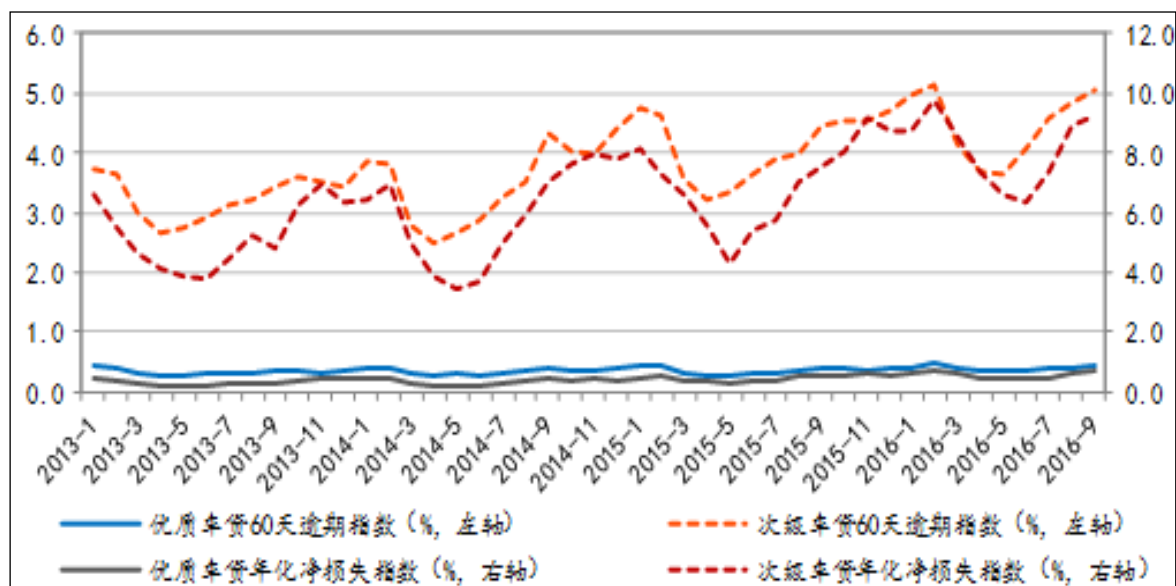
資料來源：SIFMA

圖1. 美國2012~2016年三季度汽車貸款證券化發行金額和占比情況

4. 美國汽車貸款證券化模式簡介

汽車貸款證券化的基礎資產池通常採用封閉式資產池，即基礎資產在交易前確定後，在債券的存續期內不會改變。根據汽車貸款信用質量的不同，普通汽車貸款可劃分為優質汽車貸款證券化、准優質汽車貸款證券化和次級汽車貸款證券化。此處優質和次級主要指借款人信用的優劣，和證券交易結構中的證券級別和現金流分配優先級的不同。影響汽車貸款質量的因素主要是貸款人的信用和抵押品(汽車)的價值，其他影響因素還有貸款期限、貸款利率、首付級抵押率。基礎資產中的貸款人信用分越高、原始期限和剩餘期限越短、長期貸款比例越小、二手車比例越小，意味著基礎資產池的質量越好，反之則越差。

圖2是美國2013年以來，優質、次級車貸的違約情況。在美國，汽車貸款證券化主要通過授予人信託或所有人信託的結構來完成。這主要是牽涉到一些稅收和法律問題。授予人信託屬虛設實體，這種模式可以避免實體層面的稅收問題，但是授予人信託要求按比例同時給各檔證券償付本金，這樣就不可能對基礎資產進行信用或者期限上的結構化設計。而所有者信託可以對基礎資產進行信用或者期限上的機構化設計，出於稅收的考慮，一般會被構造成合夥制(partnership)的結構。在這種情況下，優先級證券會被視為信託負債，次級證券會被視為信託權益，因此所有人信託模式的運用要遠多於授予人信託。



資料來源：惠譽

圖2. 美國2013~2016年9月優質、次級車貸違約情況

與MBS的信用增級方式不同，代理MBS的信用增級主要是政府支持的MBS發行機構（房地美和房利美）的自身信用擔保。優質汽車貸款證券化的信用增級方式主要是優次級分檔，但汽車貸款證券化的分檔與CMO不同，由於房貸通常時間較長，提前償還風險是CMO的主要風險，所以CMO主要是根據貸款的提前償還期限數據進行分檔，而汽車貸款時間較短，信用風險才是汽車貸款的主要風險，因此汽車貸款證券化主要是根據貸款的信用風險進行分檔，然後在每檔中設計不同到期日的證券。

一般優質汽車貸款證券化都只分為兩檔，優先級證券一般在市場上公開出售，次級證券由發起機構自己持有；次級汽車貸款證券化的分檔相對比較複雜，除了優先檔，還可能有幾檔的中間檔和權益檔。此外汽車貸款資產證券化的信用增級還有超額抵押(Over-Collateralization)、超額利差(Excess Spread)、儲備賬戶(Reserve Account)、加速清償機制等都是比較常用的增級方式。在汽車金融公司發起的汽車貸款證券化中，通常還會有另一種增級方式-收益補充賬戶(Yield Supplement Account)，這主要是因為汽車金融公司是汽車製造商為促進汽車銷售設立的，所以汽車金融公司的貸款利率通常要低於市場利率，這會導致利息現金流的錯配和不足問題，因此汽車製造商會從汽車銷售的利潤中拿出一部分作為證券利息補充；而銀行發起的汽車貸款證券化則沒有這個問題。在基礎資產池完成信用增級和評級之後，資產支持證券就可以上市交易。

5. 中國汽車貸款證券化的發展現狀

自2012年信貸資產證券化重啟以來，我國的汽車貸款資產證券化呈現快速發展的趨勢，表1是截止2020年我國汽車貸資產證券化的發行規模。

2020年我國一共發行了41筆汽車貸款資產證券化，總規模為1,940億元，發行規模呈現逐年增長。從2014年以來發行的195筆汽車貸款資產證券化中，178筆是由各個汽車金融公司完成的，只有17筆是由各銀行發行的。可看出我國汽車貸款證券化的發起機構也主要是汽車金融公司，這一點與美國比較相似。由於汽車貸款的資產池屬於零售型資產池，因此每一筆資產證券化的基礎資產都包含了成千上萬筆汽車貸款，其

中貸款數量最多的是“融騰2016第二期汽車貸款證券化”，原始資產池有來自30個省的109,648筆貸款；貸款數量最少的“速利銀豐，2016年第一期汽車貸款證券化”資產池也有14,768筆貸款。在全部的195筆汽車貸款證券化中，次級證券平均占比為9.6%，占比相對較低。這主要是因為汽車貸款都有汽車作為抵押品，並且汽車貸款是零售型資產池，資產池比較分散，即使出現一些違約事件，優先級證券投資人也不會受到損失。

表1. 我國汽車貸款證券化歷年發行規模

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
發行單數	8	12	20	31	29	41	41
發行額	159	424	587	1,090	1,221	1,966	1,940

資料來源：Wind資訊

我國汽車抵押貸款證券化信用增級方式也與美國比較相似，主要是採用內部信用增級，但是除了普通的信用增級方式之外，由於我國汽車抵押貸款證券化的發起機構主要是汽車金融公司，這些汽車金融公司主要是汽車製造商設立的，其目的是為了促進汽車的銷售，因此在貸款時通常會有一些優惠政策，從而導致資產池的現金流很可能無法覆蓋證券的本息。因此在信用增級的安排上，通常會設置流動性儲備賬戶等，以備資產池的資金不足時，流動性儲備賬戶可以支付證券本息。設置流動性儲備賬戶與美國汽車貸款資產證券化中，設置收益補充賬戶的信用增級方式也非常類似。

從資產池的表現來看，我國的汽車貸款證券化資產池的違約率與美國優質車貸證券化的表現差不多，有時甚至優於美國優質車貸證券化的違約率，總體來看違約率相對降低。

目前中國的汽車金融公司，主要是外資或者中外合資的汽車金融公司，而且截止2020年底，中國的汽車資產證券化主要是由外資或中外合資汽車金融公司作為發起人，這也就是中國汽車資產證券化與美國比較相似的原因。也正因為這種相似，汽車貸款證券化成為我國最早吸引國際投資者的資產證券化，例如福特汽車金融公司作為發起人的福元，2014年第一期個人汽車貸款資產證券化就有國際投資者參與，這也為我國資產證券化市場的國際化提供了寶貴的經驗。

6. 對我國汽車資產證券化發展的建議

首先，目前我國正在積極推動人民幣的國際化，人民幣國際化的重要的一環就是資本賬戶的開放；而在資本賬戶的開放當中，我國債券市場向國際投資者開放又是其中的重點。2016年2月底央行發佈“3號文”，向境外機構投資者開放我國的銀行間債券市場；但是從目前的情況來看，國際投資者對我國債券市場的投資雖然有所提高，但主要投資的都是國債和政策性銀行發行的金融債，其他債券的投資規模很小，幾乎可以忽略不計。究其原因，是由於國外投資者對我國債券市場的交易結構、信用風險並不瞭解，對我國評級機構的評級公信度也持懷疑態度，因此只敢投資沒有信用風險的國債和政策性金融債。

我國的汽車貸款資產證券化已經有一定的規模，在交易結構上我國汽車貸款的資產證券化是最接近國外資產證券化的品種，在這樣的情況下，國際投資者對我國汽車貸款資產證券化的交易結構和信用風險的瞭解遠勝於其他債券，我國可以積極將

之推向國際投資者，這對推動我國債券市場的國際化將會起到很好的帶頭作用。

其次，2020年我國一共發行了41筆汽車貸款資產證券化，其中大部分是由各個汽車金融公司完成的。由於是零售型資產池，因此汽車貸款資產證券化後資產池的表現普遍較好，違約率相對降低；其原因是因為汽車金融公司都是全國性的，因此資產池的地域集中度較低。

最後，積極引入國際評級機構。從“福元2014年第一期個人汽車貸款資產證券化”可以發現，雖然我國的汽車抵押貸款證券化的交易結構與美國非常相似，在資產池的表現上中國的汽車貸款資產池甚至更好，但是國際投資者對我國的信用評級的準確性和公正性還有很大的懷疑，因此福元2014年第一期個人汽車貸款資產證券化在接受了國內的評級機構的評級之後，還需要國際公認的惠譽再進行評級才願意投資。快速解決這個問題的方法只能是引入國外評級機構，才能加快汽車貸款證券化的國際化落地。

參考文獻

1. 林華、郁冰峰、鄧海清（2014）。金融新格局：資產證券化的突破與創新。北京：中信出版社。
2. 劉文博、羅丹程（2020）。資產證券化在汽車金融業的應用分析。大眾投資指南，5，1+3。
3. 趙國強（2017）。汽車貸款資產證券化產品設計研究。現代商業，6，71-72。
4. 姬潮心（2016）。上海通用汽車金融有限公司信貸資產證券化研究。湖北汽車工業學院學報，30(4)，57-60。

收稿日期：2021-04-06
責任編輯、校對：吳少婷、曾晶瑩