

## 美国汽车抵押贷款资产证券化模式回顾及对我国的借鉴 Review of the Securitization Model of American Automobile Mortgage Loan and Its Reference to China

杨迪川<sup>1\*</sup>  
Di-ChuanYang

### 摘要

为解决汽车金融公司融资成本波动性大、融资渠道有限等问题,汽车贷款资产证券化应用越来越广泛。随着我国汽车产业的蓬勃发展,汽车贷款资产证券化产品的规模快速增长,但汽车金融公司对这一产品的实际应用还有很大的改进空间。本文首先介绍了美国汽车抵押贷款资产证券化的历史和演进过程,之后分析了美国汽车贷款资产证券化的交易特点,包括主要发起机构、信用增级、信用评级等内容,最后梳理目前我国汽车贷款资产证券化的现状和问题,并提出一些建议。

**关键词:** 汽车抵押贷款、资产证券化、信用增级

### 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

资产证券化是指金融机构将一些流动性不好的,但有稳定现金流的资产,打包出售给特殊目的载体(SPV),再由SPV进行信用增级和信用评级最后向投资者发行证券的过程(林华等,2014)。根据证券化的抵押资产的不同,具体细分为几个小类:(1)以银行个人住房按揭贷款作为抵押资产的资产证券化,即个人住房按揭贷款证券化(Mortgage-backed Securitization, MBS);(2)汽车贷款证券化;(3)信用卡贷款证券化;(4)债务抵押债券(Collateralized Debt Obligation, CDO),根据抵押

<sup>1</sup> 厦门大学嘉庚学院国际商学院副教授 yangdc@xujc.com\*通讯作者

\* 基金项目:厦门大学嘉庚学院校级科研孵化项目:经济新常态下资产证券化对中国商业银行的经营管理影响研究(YY2019W02)

资产的不同，CDO又可分为债券抵押债券（Collateralized Bond Obligation，CBO）和贷款抵押债券（Collateralized Loan Obligation，CLO）。CBO是包括以资产支持证券的各种债券为抵押资产的证券化，也称为再证券化，目前我国银行尚没有开展再证券化。

由于抵押资产的不同，这些资产的现金流的风险、期限、导致证券化的模式完全不同，对这些资产的风险分析、交易结构设计和债券定价等方面也完全不同，因此以它们为抵押资产进行的资产证券化的模式也有很大的区别。当前我国的资产证券化还处在试点阶段，随着信贷资产证券化在中国的发展，相信中国必然会借鉴欧美等发达国家的各种信贷资产证券化经验。因此本文主要介绍汽车贷款资产证券化的发起机构、主要模式、交易特点，希望通过回顾美国汽车贷款资产证券化的历史和演进过程，为未来我国汽车贷款的资产证券化提供借鉴作用。

## 2. 国内外研究综述

我国对于汽车贷款证券化的研究时间比较短。总体来看，国内学者认为汽车金融本质上是一项融资业务，不能像银行那样吸收公众存款，以此保证流动性的顺畅流动。为解决汽车金融公司融资成本波动性大、融资渠道有限等问题，汽车贷款资产证券化应用越来越广泛。

随着我国汽车产业的蓬勃发展，汽车贷款资产证券化产品的规模快速增长，但汽车金融公司对这一产品的实际应用还有很大的改进空间（刘文博与罗丹程，2020）。赵国强（2017）分析汽车贷款资产证券化的产品设计，认为目前汽车贷款资产证券化的主要发起人是汽车金融公司，而汽车金融公司以及受托机构在进行相关资产支持证券项目的过程中，相应的改进建议，从而为汽车金融公司通过实施资产支持证券，获得充足的现金流，优化财务结构，以及受托机构在进行资产证券化项目时的流程及财务管理，提供具体参考，具有现实意义。姬潮心（2016）分析上海通用汽车金融有限公司汽车信贷资产证券化原因、过程、绩效及产生的问题等，最终认为我国的汽车贷款资产证券化，还需要选择合适的信用增级手段，以及汽车金融公司发行资产证券化需要有合适的模式。

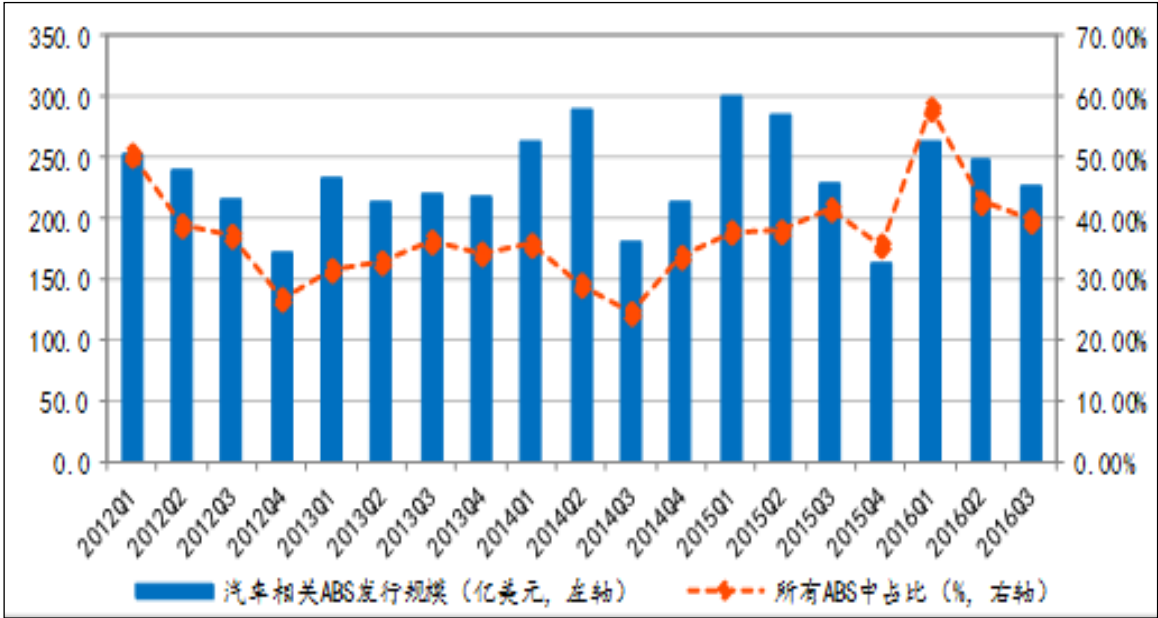
## 3. 美国汽车贷款证券化历史

在美国汽车贷款证券化的发起人主要有汽车制造商旗下的金融公司和银行，汽车金融公司占据了发行的主导地位。一般而言，汽车金融公司是制造商用来促进销售的工具，给符合条件的客户提供优惠的融资，所以拥有优良信用的消费者，一般会选择制造商旗下的金融公司。在中国，目前大部分汽车贷款证券化都是汽车金融公司作为发起人，但是也有银行作为资产证券化发起人的案例。鉴于当前中国银行业有大量的汽车贷款，未来汽车贷款将会成为信贷资产证券化的重要分支，而且目前中国的汽车贷款证券化也主要是参照美国汽车贷款证券化的模式，本节主要介绍美国的汽车贷款证券化模式。

汽车贷款证券化是继房地产抵押贷款资产证券化出现后，最早的资产支持证券。这主要是由于刚开始汽车贷款证券化的交易结构非常简单，因此对它的风险分析也不会很复杂；之后随着金融工程的发展，基础资产池变得越来越复杂，交易结构也日趋完善，这一点与MBS有相同之处。

自1985年美国海丰银行（Marine Midland Bank）发行第一只汽车贷款证券化以来，汽车贷款证券化迅速发展，2000~2007年每年的发行量都超过700亿美元，2008年的金

融危机使它的发行量暴跌至400亿美元以下，但是到2009年汽车贷款证券化市场强力反弹，年发行量超过600亿，到2013年汽车贷款资产证券化发行量已经接近900亿美元。图1显示美国2012年到2016年三季度汽车贷款证券化发行金额和占比情况，在几个主要的资产证券化品种当中，汽车贷款证券化是受金融危机影响最小，复苏最稳健的一个。



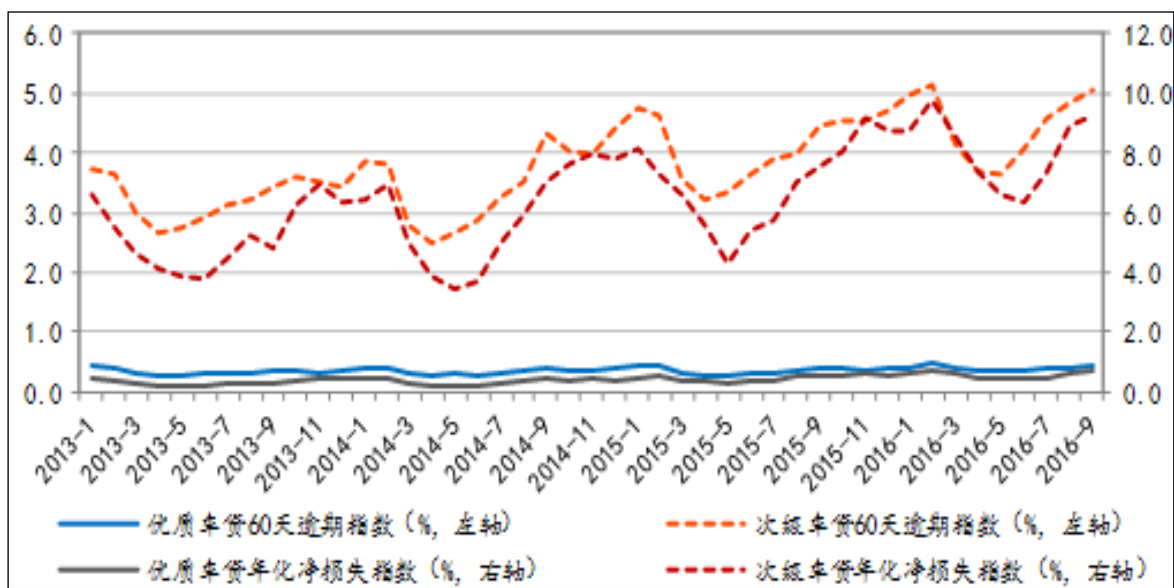
资料来源：SIFMA

图1. 美国2012~2016年三季度汽车贷款证券化发行金额和占比情况

#### 4. 美国汽车贷款证券化模式简介

汽车贷款证券化的基础资产池通常采用封闭式资产池，即基础资产在交易前确定后，在债券的存续期内不会改变。根据汽车贷款信用质量的不同，普通汽车贷款可划分为优质汽车贷款证券化、准优质汽车贷款证券化和次级汽车贷款证券化。此处优质和次级主要指借款人信用的优劣，和证券交易结构中的证券级别和现金流分配优先级的不同。影响汽车贷款质量的因素主要是贷款人的信用和抵押品(汽车)的价值，其他影响因素还有贷款期限、贷款利率、首付级抵押率。基础资产中的贷款人信用分越高、原始期限和剩余期限越短、长期贷款比例越小、二手车比例越小，意味着基础资产池的质量越好，反之则越差。

图2是美国2013年以来，优质、次级车贷的违约情况。在美国，汽车贷款证券化主要通过授予人信托或所有人信托的结构来完成。这主要是牵涉到一些税收和法律问题。授予人信托属于虚设实体，这种模式可以避免实体层面的税收问题，但是授予人信托要求按比例同时给各档证券偿付本金，这样就不可能对基础资产进行信用或者期限上的结构化设计。而所有者信托可以对基础资产进行信用或者期限上的机构化设计，出于税收的考虑，一般会被构造成合伙制（partnership）的结构。在这种情况下，优先级证券会被视为信托负债，次级证券会被视为信托权益，因此所有人信托模式的运用要远多于授予人信托。



资料来源：惠誉

图2. 美国2013~2016年9月优质、次级车贷违约情况

与MBS的信用增级方式不同，代理MBS的信用增级主要是政府支持的MBS发行机构（房地美和房利美）的自身信用担保。优质汽车贷款证券化的信用增级方式主要是优次级分档，但汽车贷款证券化的分档与CMO不同，由于房贷通常时间较长，提前偿还风险是CMO的主要风险，所以CMO主要是根据贷款的提前偿还期限数据进行分档，而汽车贷款时间较短，信用风险才是汽车贷款的主要风险，因此汽车贷款证券化主要是根据贷款的信用风险进行分档，然后在每档中设计不同到期日的证券。

一般优质汽车贷款证券化都只分为两档，优先级证券一般在市场上公开出售，次级证券由发起机构自己持有；次级汽车贷款证券化的分档相对比较复杂，除了优先档，还可能有几档的中间档和权益档。此外汽车贷款资产证券化的信用增级还有超额抵押（Over-Collateralization）、超额利差（Excess Spread）、储备账户（Reserve Account）、加速清偿机制等都是比较常用的增级方式。在汽车金融公司发起的汽车贷款证券化中，通常还会有另一种增级方式—收益补充账户（Yield Supplement Account），这主要是因为汽车金融公司是汽车制造商为促进汽车销售设立的，所以汽车金融公司的贷款利率通常要低于市场利率，这会导致利息现金流的错配和不足问题，因此汽车制造商会从汽车销售的利润中拿出一部分作为证券利息补充；而银行发起的汽车贷款证券化则没有这个问题。在基础资产池完成信用增级和评级之后，资产支持证券就可以上市交易。

## 5. 中国汽车贷款证券化的发展现状

自2012年信贷资产证券化重启以来，我国的汽车贷款资产证券化呈现快速发展的趋势，表1是截止2020年我国汽车贷资产证券化的发行规模。

2020年我国一共发行了41笔汽车贷款资产证券化，总规模为1,940亿元，发行规模呈现逐年增长。从2014年以来发行的195笔汽车贷款资产证券化中，178笔是由各个汽车金融公司完成的，只有17笔是由各银行发行的。可看出我国汽车贷款证券化的发起机构也主要是汽车金融公司，这一点与美国比较相似。由于汽车贷款的资产池属于零售型资产池，因此每一笔资产证券化的基础资产都包含了成千上万笔汽车贷款，其

中贷款数量最多的是“融腾2016第二期汽车贷款证券化”，原始资产池有来自30个省的109,648笔贷款；贷款数量最少的“速利银丰，2016年第一期汽车贷款证券化”资产池也有14,768笔贷款。在全部的195笔汽车贷款证券化中，次级证券平均占比为9.6%，占比相对较低。这主要是因为汽车贷款都有汽车作为抵押品，并且汽车贷款是零售型资产池，资产池比较分散，即使出现一些违约事件，优先级证券投资人也不会受到损失。

表1. 我国汽车贷款证券化历年发行规模

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
发行单数	8	12	20	31	29	41	41
发行额	159	424	587	1,090	1,221	1,966	1,940

资料来源：Wind资讯

我国汽车抵押贷款证券化信用增级方式也与美国比较相似，主要是采用内部信用增级，但是除了普通的信用增级方式之外，由于我国汽车抵押贷款证券化的发起机构主要是汽车金融公司，这些汽车金融公司主要是汽车制造商设立的，其目的是为了促进汽车的销售，因此在贷款时通常会有一些优惠政策，从而导致资产池的现金流很可能无法覆盖证券的本息。因此在信用增级的安排上，通常会设置流动性储备账户等，以备资产池的资金不足时，流动性储备账户可以支付证券本息。设置流动性储备账户与美国汽车贷款资产证券化中，设置收益补充账户的信用增级方式也非常类似。

从资产池的表现来看，我国的汽车贷款证券化资产池的违约率与美国优质车贷证券化的表现差不多，有时甚至优于美国优质车贷证券化的违约率，总体来看违约率相对降低。

目前中国的汽车金融公司，主要是外资或者中外合资的汽车金融公司，而且截止2020年底，中国的汽车资产证券化主要是由外资或中外合资汽车金融公司作为发起人，这也就是中国汽车资产证券化与美国比较相似的原因。也正因为这种相似，汽车贷款证券化成为我国最早吸引国际投资者的资产证券化，例如福特汽车金融公司作为发起人的福元，2014年第一期个人汽车贷款资产证券化就有国际投资者参与，这也为我国资产证券化市场的国际化提供了宝贵的经验。

## 6. 对我国汽车资产证券化发展的建议

首先，目前我国正在积极推动人民币的国际化，人民币国际化的重要的一环就是资本账户的开放；而在资本账户的开放当中，我国债券市场向国际投资者开放又是其中的重点。2016年2月底央行发布“3号文”，向境外机构投资者开放我国的银行间债券市场；但是从目前的情况来看，国际投资者对我国债券市场的投资虽然有所提高，但主要投资的都是国债和政策性银行发行的金融债，其他债券的投资规模很小，几乎可以忽略不计。究其原因，是由于国外投资者对我国债券市场的交易结构、信用风险并不了解，对我国评级机构的评级公信力也持怀疑态度，因此只敢投资没有信用风险的国债和政策性金融债。

我国的汽车贷款资产证券化已经有一定的规模，在交易结构上我国汽车贷款的资产证券化是最接近国外资产证券化的品种，在这样的情况下，国际投资者对我国汽车贷款资产证券化的交易结构和信用风险的了解远胜于其他债券，我国可以积极将

之推向国际投资者，这对推动我国债券市场的国际化将会起到很好的带头作用。

其次，2020年我国一共发行了41笔汽车贷款资产证券化，其中大部分是由各个汽车金融公司完成的。由于是零售型资产池，因此汽车贷款资产证券化后资产池的表现普遍较好，违约率相对降低；其原因是因为汽车金融公司都是全国性的，因此资产池的地域集中度较低。

最后，积极引入国际评级机构。从“福元2014年第一期个人汽车贷款资产证券化”可以发现，虽然我国的汽车抵押贷款证券化的交易结构与美国非常相似，在资产池的表现上中国的汽车贷款资产池甚至更好，但是国际投资者对我国的信用评级的准确性和公正性还有很大的怀疑，因此福元2014年第一期个人汽车贷款资产证券化在接受了国内的评级机构的评级之后，还需要国际公认的惠誉再进行评级才愿意投资。快速解决这个问题只能是引入国外评级机构，才能加快汽车贷款证券化的国际化落地。

### 参考文献

1. 林华、郁冰峰、邓海清(2014)。金融新格局：资产证券化的突破与创新。北京：中信出版社。
2. 刘文博、罗丹程(2020)。资产证券化在汽车金融业的应用分析。大众投资指南，5，1+3。
3. 赵国强(2017)。汽车贷款资产证券化产品设计研究。现代商业，6，71-72。
4. 姬潮心(2016)。上海通用汽车金融有限公司信贷资产证券化研究。湖北汽车工业学院学报，30(4)，57-60。

收稿日期：2021-04-06

责任编辑、校对：吴少婷、曾晶莹