

汽车消费贷款资产证券化评级方法

一、概述

汽车贷款证券化是类别广泛的消费信贷应收款证券化中的一种，其发起人通常为开展汽车消费信贷的金融机构，如商业银行、汽车附属金融公司以及独立金融公司等。在欧美等成熟市场以及亚太区新兴市场，汽车贷款证券化产品发行量的增长尤其迅猛，其业已成为汽车金融公司释放资本、规模扩张、融资来源以及管理资产负债表的有效方法；而在中国大陆，受制于汽车金融业务规模较小、资本市场的深度不足以及监管机构的严格规制，汽车贷款证券化业务发展缓慢。2013年12月，在上海证券交易所挂牌上市的“2013年汇元一期专项资产管理计划”受益凭证成功设立，成为国内第一单也是至今唯一一只上市交易的汽车抵押贷款资产证券化产品。

汽车贷款资产证券化（AUTO ABS）评级关注的主要内容包括资产池中单笔贷款的信用质量、资产池的组合信用情况、资产池未来现金流表现、交易结构及增信安排、贷款服务机构服务水平、各相关方尽职能力等。具体而言，汽车贷款证券化评级分析要点及流程包括：

1. 对交易结构进行分析，包括产品概况、现金流支付机制等；
2. 对信用支持、风险及缓释措施进行分析。前者包括交易中的结构化安排、超额抵押等，后者是指流动性风险及缓释、权利完善事件等；
3. 对资产池中单笔贷款资产进行信用分析；
4. 对资产池进行组合信用分析，确定必要的信用增级量；
5. 构建现金流模型进行现金流分析及压力测试；
6. 对各主要参与机构尽职能力进行分析，参与机构包括贷款服务机构，受托机构，资金保管机构等；
7. 对该 ABS 项目所涉及到的法律、会计、税收等要素进行分析。

总的来说，对汽车贷款资产证券化进行评级分析的目的是确定特定交易的流动性提升和信用提升安排是否足以保障预定评级的需要，下文将会对上述评级要点逐一进行论述。

二、交易结构分析

对交易结构的分析主要以信息披露为原则，需要披露的内容包括产品概况、交易相关方及相应职责、基础资产概况（包括入池标准等）。

三、信用支持

汽车贷款证券化交易除采用第三方外部信用提升机制之外，其更多地采用了诸如超额抵押、优先/次级结构和准备金帐户等内部信用提升机制来抵补信用损失和缓释流动性风险。另外，加速清偿安排和超额利差摊还本金结构也被用来加速信用支持水平的建立。

1. 流动性准备金

大部分收益权类资产证券化交易都设有流动性准备金账户，具体的准备方式因资金来源存在不同。准备金来源主要分为两种，一种是由原始权益人或第三方机构以其日常经营收入资金提供，另一种是由基础资产提供，即是将基础资产产生的现金流（往往在偿付完当期本息后）提前转入特定账户，作为下次偿本付息的准备金。上述第一种方法多发生在资产证券化市场发展的初期，事实上，由基础资产之外的资金提供准备金的做法实际上影响了证券化融资的最初目的，故这样的交易安排较少出现；第二种方法多发生在基础资产现金流大于预计的本息支出时。流动性准备金账户的设置有利于下期证券息费的正常支付和提高流动性，特别是在出现拖欠事件、发生损失或后期资产表现不佳的情况下，流动性准备金作用尤为重要。

2. 优先、次级机构/超额抵押

次级结构是证券化产品中常用的信用增级措施。劣后受偿的证券为优先受偿的证券提供信用支持，当基础资产所产生现金流无法正常支付证券本息时，次级证券持有人先行承受损失。

汽车贷款证券化中的超额抵押是指入池资产池的未偿本金超过资产支持证券发行规模时，资产池未偿本金对资产支持证券本金的超额抵押。该两种增信方式下，在证券本息清偿完毕后，资产池剩余收益一般由发起人持有。然而，这两种方式所提供增级水平都依赖于资产信用表现和租金收取情况，增级水平劣于现金形式的流动性准备金。

3. 超额利差

超额利差是指资产支持证券的预计收益率低于汽车贷款的利息率，基础资产未来现金流对资产支持证券的利息偿付有超额保障。超额利差安排作为一种辅助信用增级措施，

对提升资产支持证券的信用水平有积极影响，但是考虑到超额利差的实现仍依赖于整个存续期内的资产信用表现和租金收取情况，增级水平劣于现金形式的流动性准备金以及立足本金偿付的次级和超额抵押安排。

4. 触发机制/权利完善事件

在汽车贷款证券化交易中，入池基础资产对应的抵押物（即汽车本身）所有权一般仍属于汽车金融公司（售后回租等的情况下所有权归属于承租人），为不影响证券化交易中对抵押物的处置，在交易结构中需要设置权利完善事件以对所有权的转移做出相关约定。

此外，现金流归集过程中，触发机制的设置有助于缓释交易过程中的流动性风险以及资金混同风险。

四、资产池分析

（一）单笔资产的信用分析

对单笔资产的信用考量主要关注贷款人的信用评分、贷款账龄、贷款执行利率、贷款历史逾期情况、还款状态以及发起人的管理能力等，一般我们需要发起人提供拟入池资产的以上信息（入池标准中也对以上指标做了相应规定）。单笔资产的信息是进行资产池组合信用分析和确定必备信用增级水平的基础。

在实际业务操作过程中，由于国内汽车金融公司发展时间较短，经营规模有限，很可能无法按照上诉字段要求提供全部数据，这时需根据历史经验以及发起人的实际调研情况，寻找其他相关因素作为替代。比如，当发起人无法提供贷款人内部信用评分数据时，我们需要对信用分析模型进行调整，或根据我们内部的信用评分办法在搜集到的与信用评分相关的基础数据上，得出信用评分结果作为替代。一般而言，信用评分所需要考虑的因素包括贷款人年龄、收入、职业、婚姻状况、个人征信记录等。

（二）资产组合的信用分析

对于资产组合的信用分析主要关注各项关键指标的集中度情况，主要包括初始抵押率、账龄、贷款本金、剩余期限、车型（品牌、一手车二手车等）利率、地区分布等。较高的抵押率、较短的账龄、较大的贷款本金、较长的剩余期限、较集中的地区分布往往都会提升贷款的违约率，而汽车品牌、一手（二手车）、贷款本金、地区的分布情况会影响贷款的回收率。

五、必备信用增级水平

1、基本原理

联合评级采用精算统计方法确定汽车贷款证券化的评级必要信用增级水平：精算统计方法基于历史数据分析，要求拟证券化的标的资产池的特征同历史静态样本贷款组合的特征较为接近。这一方法关注贷款组合的违约和损失率指标，主要通过分析历史静态池的有关信用表现确立标的资产池的预期损失和损失的波动率。

2、违约率

为保护投资者权益，一般逾期 120-180 天则视为违约。我们一般根据静态资产池累计违约率和累计净损失率等历史信用表现来预测资产未来信用表现。一般情况下，根据已经清偿完毕的证券获取静态资产池历史数据，联合评级认为标的资产涉及的债务人违约率与标的资产初始抵押率的相关度较高。

我们一般以标的资产初始抵押率作为确定评级基准违约概率的基础参考变量，基于对本期交易入池标的资产的实际情况和资产池分析结果再对基准违约概率进行调整。

需要指出的是，虽然债务人的收入和每月债务支出的比例是汽车金融公司审核个人汽车贷款的主要参数之一，但由于此参数未考虑到债务人其它债务支出的负担，而且鉴于相关数据的可获得性与准确性，联合评级没有把债务人债务收入比作为调整评级基准违约概率的参考变量。

3、违约损失率

评级机构一般分析一年内静态资产池累计回收表现，但考虑到资产发生违约和现金回收时间上有延迟，分析 5 年内静态资产池回收率数据更为科学。在分析过程中，需考察资产历史回收水平以及回收时间、回收方式等。基于这些分析，重新调整各信用等级下资产回收率等基础数据。

违约损失的计量主要着眼于处置抵押汽车可能产生的损失，它考虑了标的资产的本金余额、债权顺序、汽车价值（跌价情况）、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。其中，比较关键的因素为汽车跌价比率和处置费用。

联合评级在确定汽车跌价比率时，需考虑宏观经济形势以及汽车市场未来发展预期、不同地区汽车市场发展水平不以及汽车品牌、车价和车型等因素。处置成本方面，当承租人发生违约后，由于影响各个承租人回收能力和意愿的因素不同以及其他多种不确定因素，不同标的资产的违约处置时间和成本差异较大。联合评级一般根据发起人的实践经验和历史统计数据，确定基准处置时间和成本。

六、现金流分析和压力测试

现金流分析是汽车贷款 ABS 评级过程中的重要部分，需要测算资产池于每个既定时间点产生的现金流能否满足证券按约定还本付息的要求，对于有分档设计的交易结构，每一档证券都要进行现金流分析，以评价信用增级的水平是否能够支持该档证券的信用等级。

1、现金流模型

进行汽车贷款 ABS 的现金流分析时，需要根据特定的交易结构来构建现金流模型，需考虑的因素包括本息偿付的优先顺序、计划、再投资收益、提前还款、超额利差、准备金设置、加速清偿事件、违约事件、有关税收和服务费用等

针对不同的汽车贷款证券化交易，由于其交易结构以及资产池要素均有不同，需要根据实际情况调整相应的假设条件。

2、压力测试

压力测试用来测试在某些不利的经济情景下资产池产生的现金流对证券本息偿付的覆盖情况。这些压力情景的苛刻程度取决于预定信用等级和特定交易结构（比如支付顺序），每个压力情景产生一个临界违约率，分析的结果是产生一系列的临界违约率。如果资产池在特定的压力情景下，仍能产生足够的现金流按约定支付各档证券的本息，这时的违约率就是临界违约率。

对汽车贷款资产支持证券进行现金流分析的核心是压力因素的选择，压力测试考虑的主要因素有、违约时间分布、提前还款率、回收率及回收时间、利率等。此外，还应结合资产池本身所包含的特征因素以及外部的司法环境等，在某些情况下，需要调整现金流的压力测试条件以适应特定的资产和特殊的法律环境。

七、参与机构分析

1、贷款服务机构（发起机构）

对贷款服务机构进行信用分析，主要是分析其内部的信贷管理机制，包括贷款发放前的信用风险偏好、贷款发放后的跟踪管理、贷款违约后的催收手段等，这些都直接关系到资产池贷款资产当前以及后续的信用质量。分析汽车金融公司的信贷管理机制应该按照贷款调查、贷款评审、贷款管理、贷款催收等具体的贷款操作环节进行分析。这些分析也是分析资产池质量、相关违约参数、回收参数、回收时间等的重要依据，是评价

贷款服务机构服务能力的重要依据。

2、其他参与机构

资产证券化过程中涉及的中介服务机构主要包括信托机构/证券公司、资金保管机构等，对这些参与机构主要是分析其操作风险与信用风险。信托机构和证券公司因具体项目不同，在交易中担任的角色不尽相同。在作为 SPV 时，需要考察其是否具有相关资质，分析其具体的信托/专项计划管理流程、信托帐户/专项计划管理制度、风险隔离措施及防火墙制度等，分析两方负责资产证券化方面的员工组合的专业能力与操作经验。资金保管机构应该重点考察其是否为资产支持证券单独立帐，在现金管理方面是否存在混用、拖延等现象，是否建立了严格的现金收付管理制度。此外，如果交易结构中引入了对冲机构、流动性支持或信用增级机构，还应重点分析这些机构的信用风险。

八、法律及其他要素分析

法律、会计、税收等问题是资产证券化评级过程中的重要环节，主要是分析法律方面的问题对投资者利益保护构成危害的可能性，以及因会计与税收等要素不确定带来问题的可能性。具体包括应该分析出具有关资产证券化的法律、会计等文字说明的相关机构的资质与经验，分析资产池是否实现破产风险隔离，破产风险隔离是否受到法律保护；分析资产证券化过程中税收中性原则是否得以体现，税收对资产池现金流产生的影响。