

信用评级公告

联合〔2021〕10299 号

联合资信评估股份有限公司通过对“农盈利信惠众 2021 年第一期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“农盈利信惠众 2021 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告



古股份有限公司

二〇二一年十一月十二日

农盈利信惠众 2021 年第一期不良资产支持证券 信用评级报告



资产池名称	资产池余额(万元)	回收占比(%)	证券占比(%)	信用等级
优先档	390.00	64.54	76.62	AAA _{sf}
次级档	190.00	19.69	23.38	NR
证券合计	5090.00	84.23	100.00	--
预计毛回收	6042.74	100.00	--	--

注：1. 预计回收为联合资信预测的资产池 22 期回收金额；2. 各档证券回收占比=该档证券金额/预计回收金额；3. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. NR——未予评级

交易概览

初始起算日：2021 年 7 月 10 日二十四时(24:00)

法定到期日：2024 年 7 月 26 日

载体形式：特殊目的信托

基础资产：委托人为设立信托而信托予受托人的每一笔贷款及其相关附属担保权益(如有)、抵债资产(如有)和/或由其转化的其他相关权益或财产(如有)的统称

信用提升机制：优先/次级结构、流动性储备账户

委托人/发起机构/农业银行：中国农业银行股份有限公司

受托人/受托机构/交银国际：交银国际信托有限公司

贷款服务机构：中国农业银行股份有限公司

资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司重庆分行

评级时间

2021 年 11 月 12 日

分析师

徐 阳 范 朔

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)基于发起机构提供的基础资产相关历史回收记录及尽职调查所获信息，对本交易资产池回收金额和回收时间进行了预测，并结合交易结构安排、法律要素以及参与机构的服务能力等因素对证券进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产全部为发起机构中国农业银行股份有限公司(以下简称“农业银行”)持有的小微企业不良贷款。入池资产共涉及 1285 笔不良贷款，单笔不良贷款的未偿本息费总额占比及联合资信预测回收额占比均不超过 0.33%，与同类资产池相比分散性较高。基于农业银行历史小微企业不良贷款的回收数据，以及未来宏观经济、催收环境及政策的变化预测，联合资信通过估计确定了本交易入池贷款的毛回收率¹为 11.91%(即毛回收金额为 6042.74 万元)。在此基础上，优先/次级结构为优先档资产支持证券提供了充足的信用支持。另外，本交易设置了信托流动性储备账户等风险缓释措施，有助于较好地缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。

综合考虑上述因素，联合资信评定“农盈利信惠众 2021 年第一期不良资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评级。上述优先档资产支持证券的评级结果反映了该档证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

¹ 毛回收率=未扣除处置费用的资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额。

优势

1. **入池资产分散性较好。**本交易入池资产共计 1285 笔，涉及 980 户借款人，单笔贷款的未偿本息费总额占比及联合资信预测回收额占比均不超过 0.33%，与对公贷款类的资产池相比分散性较好。
2. **优先/次级结构为优先档资产支持证券提供了充足的信用支持。**本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，联合资信预测在一般情景下，本交易入池贷款的毛回收率为 11.91%，即毛回收现金 6042.74 万元，本交易优先档资产支持证券发行规模为 3900.00 万元，优先档资产支持证券将获得资产池回收款的优先偿付。
3. **信托（流动性）储备账户的设置较好地缓释了流动性风险。**本交易设置了信托流动性储备账户，能够较好缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。
4. **贷款服务机构不良贷款处置经验丰富。**贷款服务机构对资产池相关信息比较了解，且具有丰富的不良贷款处置经验，能够较好地规避信息不对称、处置不及时所带来的回收风险。
5. **本交易设置了超额奖励服务费支付机制。**本交易超额奖励服务费支付机制的设置有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，进而有利于提高资产池的回收率。

兑付可能存在一定的流动性风险。

3. **不良贷款的回收情况具有不确定性。**影响不良贷款处置的因素较多且较复杂，各种事先难以预计的偶然性因素发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在很大的不确定性。

关注

1. **入池资产未附带抵押或质押担保。**本交易入池资产为信用类小微企业不良贷款，未附带抵押或质押担保，相较于附带抵/质押物的不良资产，单笔不良债权的回收不确定性较大。
2. **本交易未设置外部流动性支持机制。**不良资产处置过程中的回收金额和回收时间存在较大的不确定性，本交易优先档资产支持证券按季付息，因而优先档证券的利息

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

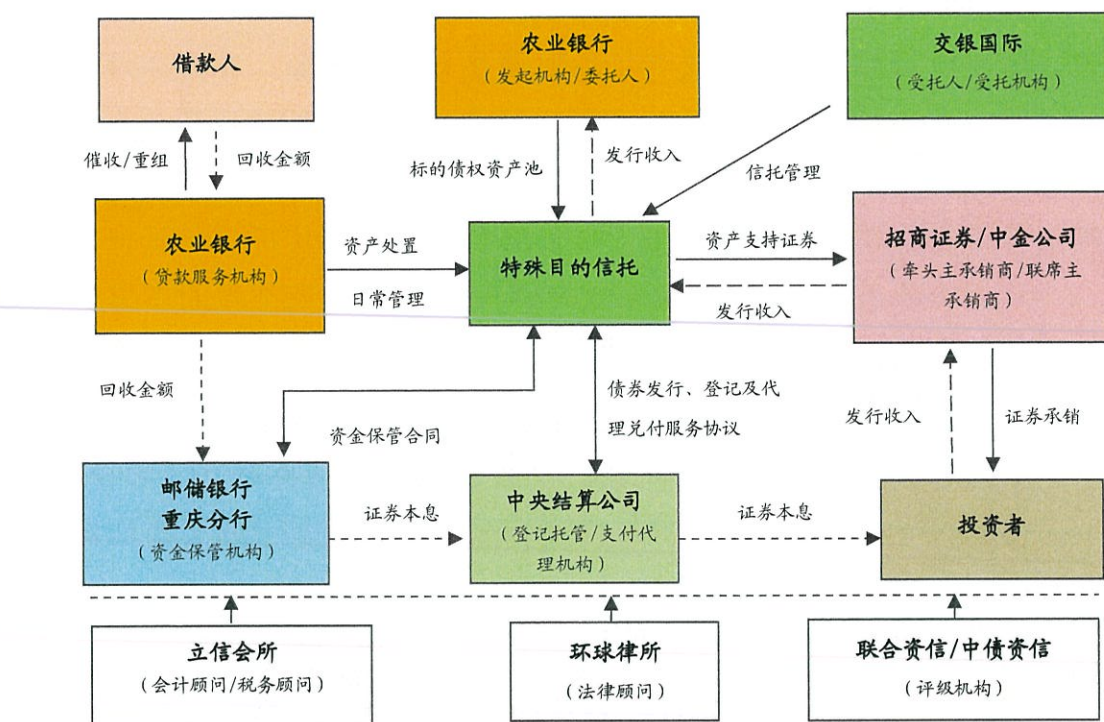
一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有的截至初始起算日未偿本息费余额为50730.34万元的不良类贷款（不良小微企业贷款）及其相关附属担保权益（如有）、抵债资产（如有）和/或由其转化的其他相关权益或财产（如有）作为基础资

产，采用特殊目的信托载体机制，通过交银国际信托有限公司（以下简称“交银国际”）设立“农盈利信惠众2021年第一期不良资产证券化信托”。交银国际以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行资产支持证券（以下简称“证券”，包括优先档证券和次级档证券）。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得该信托项下相应的信托受益权。

图1 交易安排



资料来源：主承销商提供

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先档证券和次级档证券，其中优先档证券享有优先级信托受益权，次级档证券享有次级信托受益权。

本交易采用优先档/次级档的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先级较高的证券

提供信用增级。优先档和次级档证券采用过手方式摊还本金。优先档证券采用固定利率，按季支付利息，票面利率根据簿记建档结果确定；次级档证券未设置期间收益，在优先档证券本息以及次级档证券本金偿付完毕后获得固定资金成本²。在次级档证券固定资金成本支付完毕

² 次级档资产支持证券固定资金成本：系指系指本信托项下根据《信托合同》约定的时间和顺序向次级档资产支持证券持有人分配的一定金额的资金，具体金额确定计算公式如下：次级档资产支持证券固定资金成本=在信托设立时次级档资产支持证券持有人认购次级档资产支持证券的票面金额× $(1+12\%)^{(t_n-t_0)/365}-\sum_{i=1}^n[\alpha_i \times (1+12\%)^{(t_i-t_0)/365}]$ ， α_i 是第*i*期

次级档资产支持证券兑付的本金金额，*i*是每个支付日的序列，*i*=1,2,3...*n*，*t*₀为信托生效日，*t*_{*i*}为第*i*个支付日所对应的日期，*t*_{*n*}为次级档资产支持证券本金偿付完毕之日。

之后，剩余金额的80%作为超额奖励服务费支付给贷款服务机构，其余金额全部作为次级档证券的收益。

表1 资产支持证券概况

(单位: 万元、%)

证券名称	发行规模	回收占比	证券占比	利率类型	预期到期日	法定到期日	本息偿付方式
优先档	3900.00	64.54	76.62	固定	2022/4/26	2024/7/26	按季付息，过手还本
次级档	1190.00	19.69	23.38	--	2024/7/26	2024/7/26	过手还本，获得剩余收益
证券合计	5090.00	84.23	100.00	--	--	--	--
预计毛回收	6042.74	100.00	--	--	--	--	--

资料来源：发起机构、联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易的基础资产为委托人农业银行为设立信托而信托予受托人的每一笔不良小微企业贷款及其附属权益（如有）。截至初始起算日，资产池的未偿本息费余额合计为 50730.34 万元，共涉及 1285 笔债权。

根据交易文件约定，本交易入池资产的合格标准是指就每一笔贷款而言，在初始起算日和信托财产交付日³（以下各项对时间另有说明的除外）：

A. 关于借款人的标准：（a）资产项下的自然人借款人在贷款合同签署时为中国公民或永久居民，且年满 18 周岁；资产项下的法人借款人依照中国法律在中国成立并合法存续，且不属于国家机关；

B. 关于资产的标准：（b）每笔贷款均为农业银行发放的小微企业贷款；（c）每笔贷款在发放时均为信用贷款；（d）资产的所有应付金额均以人民币为单位；（e）农业银行是每一笔资产的唯一债权人且拥有合法的请求权；农业银行未向任何第三方转让该等权利或利益，且农业银行未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押或任何其他财产负担；（f）贷款合同适用中国法律并合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人可根

据其条款向借款人主张权利；如果法院已判决解除某笔贷款合同，或贷款在初始起算日后获得足额清偿的，相应贷款合同在被解除或贷款获得足额清偿之前应满足前述条件；（g）每笔资产项下债权均可进行合法有效的转让；且农业银行将全部或部分资产设立信托或转让该等资产的行为不会由于任何原因而被禁止或限制，不需要获得借款人或其他第三方的同意；（h）除非借款人（包括代为清偿的第三方）全部提前偿还了所有的应付款项（包括现时的和将来的），任何借款人均无权选择终止该贷款合同；

（i）同一贷款合同项下借款人的全部小微企业贷款未偿债务（包括但不限于未偿本金、利息、复利（如有）、罚息（如有）、逾期利息（如有）及其它应付利息（如有））全部入池；（j）农业银行已停止对该借款人的授信，自初始起算日起至借款人偿还完其贷款对应债务之时，不再向该借款人发放新的贷款或提供新的融资；

（k）截至初始起算日，根据农业银行制定的贷款五级分类标准，资产为次级、可疑或损失类；

（l）农业银行未曾减免每笔贷款对应的本金和利息；（m）资产未根据农业银行的标准程序予以核销；（n）每笔资产的任何部分均未超过诉讼时效；（o）截至初始起算日，农业银行在相关贷款项下不享有除债权之外的抵债资产。

4. 现金流收付机制

本交易对信托账户的设置以及回收款在相

³ 信托财产交付日：系指委托人将信托财产交付给受托人之日，具体以发行文件所载的日期为准。

关账户间的归集划转情况做出了明确安排。

(1) 现金流归集

在信托生效日当日或之前，受托人应根据《资金保管合同》的约定以交银国际信托有限公司的名称在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户（即信托账户）。信托账户下设立信托收款账户、信托付款账户、信托处置费用账户和信托（流动性）储备账户。信托付款账户下设立信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户子账户。

根据交易安排，贷款服务机构农业银行应于信托设立后 5 个工作日内将不少于发行登记服务费的处置收入先行划付至信托账户，由受托人交银国际指令资金保管机构用于支付发行登记服务费。受托人应授权并要求贷款服务机构按照《服务合同》的相关约定，于每个处置收入转付日下午五点（17:00）前将前一个处置收入转付期间全部处置收入转入信托账户。在贷款服务机构于每个处置收入转付日划付处置收入以前，处置收入在贷款服务机构的账户中不产生任何利息，且贷款服务机构不将该等处置收入进行任何投资。

其中，处置收入转付日系指按照如下规则确定的日期：（a）当中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级且联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻级时，处置收入转付日为每个计算日⁴后的第 7 个工作日（或经受托人认可，可将该日进行适当调整，但不得晚于每个支付日⁵前第 8 个工作日）；特别的，贷款服务机构须在信托设立后 5 个工作日内将不少于发行登记服务费的处置收入先行划付至信托账户，由受托人指令资金保管机构用于支付发行登记服务费；（b）当中债资信给予贷款服务机构的主

体长期信用等级低于 AA 级或联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻级，但贷款服务机构仍具备全部必备评级等级⁶时，处置收入转付日为每个自然月最后一日后的第 7 个工作日（或经受托人认可，可将该日进行适当调整，但不得晚于每个支付日前第 8 个工作日）；（c）当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或发生权利完善事件⁷（a）项时，委托人或受托人将根据《信托合同》的规定通知借款人将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人仍将处置收入支付至贷款服务机构的，处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后的 7 个工作日内的任一工作日；（d）信托终止日后，处置收入转付日为信托终止日后 7 个工作日内的任一工作日；在信托终止日后，贷款服务机构还收到处置收入的，则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后的 7 个工作日内的任一工作日，但所有处置收入的转付应不晚于最后一个支付日的前 1 个工作日。

如果评级机构中任一家给予贷款服务机构的主体长期信用等级，在某一处置收入转付期间内发生变化且因此需要改变处置收入转付日时，自该处置收入转付期间届满之日起，相关处置收入转付日按照前述规则进行相应的改变。处置收入转付日发生上述改变之后，即使贷款服务机构的主体长期信用等级重新提高，处置收入转付日的频率也不再恢复。

(2) 现金流支付机制

本交易现金流支付机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

违约事件系指以下任一事件：（a）信托财产在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付

⁴ 计算日：系指每年 3 月、6 月、9 月、12 月的最后一日。其中，第一个计算日将为 2021 年 12 月 31 日。

⁵ 支付日：系指每年的 1 月 26 日、4 月 26 日、7 月 26 日和 10 月 26 日，如果前述日期不是工作日，则为相应日期后的第一个工作日。其中，第一个支付日为 2022 年 1 月 26 日。信托终止后的支付日为信托账户收到全部信托清算产生的处置收入后次一个月的第 26 日（如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日），该支付日为信托最后一个支付日且为信托终止后的唯一支付日。

⁶ 必备评级等级：就中债资信、联合资信的评级系统而言，系指 A⁺级及更高的主体长期信用等级。

⁷ 权利完善事件：系指（a）发生任何一起贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任；（b）贷款服务机构不具备任一必备评级等级；（c）委托人不具备任一必备评级等级；（d）委托人发生任何一起丧失清偿能力事件。

RA
67

当时存在的优先档资产支持证券应付未付利息的；(b) 信托财产在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档资产支持证券本金和/或利息的。

违约事件发生前的现金流支付顺序

根据交易结构安排，违约事件发生前，受托人指令资金保管机构于每个信托分配日⁸将已存入信托收款账户的账户余额以及于该信托分配日分别按照合同约定从相应账户转入信托收款账户的资金的总金额，按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且各项所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

(a) 将依据相关中国法律应由受托人缴纳的与信托相关的税收记入信托分配（税收）账户；

(b) 同顺序将应支付的(i)发行费用、(ii)支付代理机构的报酬、(iii)受托人的报酬、(iv)资金保管机构的报酬、(v)中债资信提供初始评级及跟踪评级服务、联合资信提供跟踪评级服务的报酬、(vi)审计师的报酬、(vii)后备贷款服务机构（如有）的报酬、(viii)上述相关主体和贷款服务机构各自可报销的不超过优先支出上限的费用支出总额记入信托分配（费用和开支）账户；

(c) 将信托分配日后的第一个支付日应支付的优先档资产支持证券的利息金额记入信托分配（证券）账户；

(d) 将相应金额记入信托（流动性）储备账户，使该账户的余额不少于必备流动性储备金额，但若优先档资产支持证券全部未偿本金余额及利息当期预计可以偿付完毕或已经偿付完毕的，必备流动性储备金额为 0；

(e) 将应付给贷款服务机构的处置费用总额记入信托处置费用账户；

(f) 同顺序将应支付受托人、贷款服务机构、资金保管机构、评级机构（如有）、审计师

（如有）以及后备贷款服务机构（如有）的超过优先支出上限的各自可报销的实际费用支出总额以及其他应当由信托财产承担的费用记入信托分配（费用和开支）账户；

(g) 将当期应支付的贷款服务机构基本服务费记入信托分配（费用和开支）账户；

(h) 记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先档资产支持证券的本金，直至所有优先档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(i) 转入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还次级档资产支持证券的本金，直至所有次级档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(j) 转入信托分配（证券）账户一定金额，直至所有次级档资产支持证券固定资金成本向次级档资产支持证券持有人全部清偿完毕；

(k) 在次级档资产支持证券固定资金成本偿还完毕后，将届时按《服务合同》确定的超额奖励服务费金额（如有）转入信托分配（费用和开支）账户并支付给贷款服务机构；

(l) 如有剩余资金，则全部作为次级档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。违约事件发生前的现金流支付顺序详见附图 1。

违约事件发生后的现金流支付顺序

违约事件发生后，受托人指令资金保管机构于每个信托分配日将信托收款账户中的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

(a) 将依据相关中国法律应由受托人缴纳的与信托相关的税收记入信托分配（税收）账户；

(b) 同顺序将应支付的(i)发行费用、(ii)支付代理机构的报酬、(iii)受托人的报酬、(iv)资金保管机构的报酬、(v)中债资信提供初始评级及跟踪评级服务、联合资信提供跟踪评级服务的报酬、(vi)审计师的报酬、(vii)后备贷款服务机构（如有）的报酬、(viii)上述相

⁸ 信托分配日：系指每个支付日前的第 6 个工作日。

关主体和贷款服务机构各自可报销的实际费用支出（包括以往各期末付金额）以及其他应当由信托财产承担的费用总额记入信托分配（费用和开支）账户；

（c）将信托分配日后的第一个支付日应支付的优先档资产支持证券利息（包括以往各个计息期间未付的利息）记入信托分配（证券）账户；

（d）将应付给贷款服务机构的处置费用总额记入信托处置费用账户；

（e）将应付给贷款服务机构的基本服务费总额（包括以往各期末付金额）记入信托分配（费用和开支）账户；

（f）记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先档资产支持证券的本金，直至所

有优先档资产支持证券的未偿本金余额为零；

（g）记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还次级档资产支持证券的本金，直至所有次级档资产支持证券的未偿本金余额为零；

（h）转入信托分配（证券）账户一定金额，直至所有次级档资产支持证券固定资金成本向次级档资产支持证券持有人全部清偿完毕；

（i）在次级档资产支持证券固定资金成本偿还完毕后，将届时按《服务合同》确定的超额奖励服务费金额（如有）转入信托分配（费用和开支）账户并支付给贷款服务机构；

（j）如有剩余资金，则全部作为次级档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。违约事件发生后的现金流支付顺序详见附图 2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易设置的信托流动性储备账户等机制有助于较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险；优先/次级结构也为优先档证券提供了充足的信用支持。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先档和次级档证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。

（2）信托（流动性）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户，优先档证券的全部未偿本金余额及利息偿付完毕或信托终止之前，必备流动性储备金额为当期应付税收、发行费用与各参与机构报酬（贷款服务机构除外）及限额内费用、优先档证券利息之和的 1.5 倍。如信托收款账户在信托分配日不足以支付上述应付款项，则将信托（流动性）储备账户内等值于短缺金额的款项转入信托收款账户，剩余金额仍保留在信托（流动性）

储备账户；在发生违约事件或信托终止后，或优先档证券全部未偿本金余额及利息当期预计可以偿付完毕或已经偿付完毕的，受托人应指示资金保管机构将届时信托（流动性）储备账户中的全部金额转入信托收款账户。此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。该账户的设置能够较好地缓解因资产池现金流入不足以支付优先档证券利息面临的流动性风险。

2. 交易结构风险分析

（1）混同风险

以必备评级为触发条件的处置收入高频转划机制有助于缓释贷款服务机构的混同风险。

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息费回收与贷款服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件的处置收入高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。当中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA

级且联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻级时，处置收入转付日为每个计算日后的第 7 个工作日；当中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 级或联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻级，但贷款服务机构仍具备全部必备评级等级时，处置收入转付日为每个自然月最后一日后的第 7 个工作日；当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或贷款服务机构被解任时，委托人或受托人将根据《信托合同》的规定通知借款人将其应支付的款项支付至信托账户。

在正常情况下，本交易入池资产按季转付，存在一定混同风险。但是农业银行作为贷款服务机构，具有良好的经营能力和稳健的财务状况。同时，本交易设置的贷款服务机构主体长期信用等级变动引致处置收入归集频率加速的安排能进一步缓释混同风险。

（2）抵销风险

本交易安排将借款人行使抵销权的风险转化为委托人的违约风险。

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息费回收出现风险。

本交易文件约定，如果借款人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应及时将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。如果委托人对借款人有多笔债权，借款人依据中国法律行使抵销权，借款人未声明其具体抵销债权的，则委托人应与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产并向受托人提供相关证明。如果被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应按照上述约定履行义务。如果委托人、受托人无法与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产，则受托人和委托人应按照该借款人行使抵销权之日受托人在信托项下对该借款人享有的债权和委

托人对该借款人享有的债权（但借款人不得对之行使抵销权的债权除外）的余额比例分配，就被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产部分，委托人应按照上述约定履行义务。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为委托人农业银行的违约风险。

农业银行经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高，主体信用等级极高。联合资信认为即使借款人行使抵销权，委托人农业银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（3）流动性风险

入池资产分散性强、交易结构较好的流动性支持安排将有助于缓释证券流动性风险。

本交易入池的不良小微企业贷款在处置过程中往往受到多种不确定性因素的干扰，导致现金流回收时间具有一定不规则性，有可能引发流动性风险。

本交易设置了信托（流动性）储备账户，较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

（4）再投资风险

本交易制定了严格的合格投资标准，能够有效降低再投资风险。

在本证券的各个偿付期内，信托账户中待分配的资金可运用于合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准。受托人指示资金保管机构，将信托账户中待分配的资金运用于合格投资，即用于购买国债或以同业存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的商业银行。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于当期分配所对应的信托分配日的前三个工作日上午九点（9:00）前到期。信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户和信托处置费用账户项下的资金应分别进行投资，且回收的投资本金只能相应转入到支出投资本金的前述账户项下。

3. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/贷款服务机构

农业银行作为本交易的贷款服务机构，具有丰富的不良贷款处置经验，尽职能力强。本交易超额奖励服务费的设置进一步促进了贷款服务机构的履职意愿，有助于提高资产池的回收率。联合资信认为贷款服务机构可以为本交易提供良好的相关服务。

本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构为农业银行。农业银行最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。自 1979 年 2 月恢复成立以来，农业银行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。2009 年 1 月，农业银行整体改制为股份有限公司。2010 年 7 月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。截至 2021 年 6 月底，农业银行普通股总股本 3499.83 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 40.03%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 35.29%。

截至 2020 年底，农业银行资产总额 272050.47 亿元，其中发放贷款和垫款总额 151704.42 亿元；负债总额 249943.01 亿元，其中吸收存款 203729.01 亿元；股东权益合计 22107.46 亿元；不良贷款率 1.57%，资本充足率 16.59%，核心一级资本充足率 11.04%。2020 年全年，农业银行实现营业收入 6579.61 亿元，净利润 2164.00 亿元。

截至 2021 年 6 月底，农业银行资产总额 286523.63 亿元，其中发放贷款和垫款总额 165393.37 亿元；负债总额 263899.96 亿元，其中吸收存款 219265.74 亿元；股东权益合计 22623.67 亿元；不良贷款率 1.50%，资本充足率 16.23%，核心一级资本充足率 10.85%。2021 年 1—6 月，农业银行实现营业收入 3655.37 亿元，净利润 1228.33 亿元。

在持续经营中，农业银行建立了完善的风险管理制度并形成了良好的风险管理文化。农业银行全面实施了全面风险管理体系，该体系

是指按照全面覆盖、全程管理、全员参与原则，将风险偏好、政策制度、组织体系、工具模型、数据系统和风险文化等要素有机结合，及时识别、计量、监测、控制、报告业务经营中的各类风险，确保全行风险管理从决策、执行到监督层面有效运转。

同时，农业银行实行稳健型的风险偏好，严格依法合规经营，坚持资本、风险、收益之间的平衡，兼顾安全性、盈利性和流动性的统一，在风险水平承担上既不冒进也不保守，通过承担适度的风险水平获取适中回报，在风险损失抵补上保持充足的风险拨备和资本充足水平。农业银行持续完善全面风险管理体系，积极推进资本管理高级方法的实施，保持良好的监管评级和外部评级，为其实现战略目标和经营计划提供保障。

农业银行的董事会承担风险管理的最终责任，并通过下设的风险管理/消费者权益保护委员会、审计及合规管理委员会、美国区域机构风险委员会行使风险管理相关职能，审议风险管理重大事项，对全行风险管理体系建设和风险水平进行监督评价。

农业银行财务状况优良，尽职能力强，具有丰富的不良贷款处置经验。本交易还设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，贷款服务机构可获得在按照《信托合同》和《服务合同》约定的现金流分配顺序支付完毕次级档资产支持证券固定资金成本之后剩余金额的 80% 的资金。超额奖励服务费的设置进一步促进贷款服务机构的履职意愿，有助于提高资产池的回收率。总体来看，农业银行可以为本交易提供良好的相关服务。

(2) 资金保管机构

中国邮政储蓄银行股份有限公司发展稳健，规范化程度高，联合资信认为本交易因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

本期交易的资金保管机构为中国邮政储蓄银行股份有限公司重庆分行。中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）前身

中国邮政储蓄银行有限责任公司成立于 2007 年 3 月。2012 年 1 月，中国邮政储蓄银行有限责任公司完成了股份制改革，变更为中国邮政储蓄银行股份有限公司。截至 2021 年 6 月底，邮储银行注册资本为 923.84 亿元，中国邮政集团公司持股 67.37%，为邮储银行控股股东。

截至 2020 年底，邮储银行资产总额 113532.63 亿元，其中客户贷款净额 55123.61 亿元，负债总额 106803.33 亿元，吸收存款余额 103580.29 亿元，股东权益合计 6729.30 亿元。不良贷款率 0.88%，资本充足率 13.88%，一级资本充足率 11.86%，核心一级资本充足率 9.60%。2020 年全年，邮储银行共实现营业收入 2862.02 亿元，利润总额 681.36 亿元。

截至 2021 年 6 月底，邮储银行资产总额 122170.51 亿元，其中客户贷款净额 59779.69 亿元，负债总额 114666.66 亿元，吸收存款余额 109135.67 亿元，股东权益合计 7503.85 亿元。不良贷款率 0.83%，资本充足率 14.32%，一级资本充足率 12.35%，核心一级资本充足率 9.74%。2021 年 1—6 月，邮储银行共实现营业收入 1576.53 亿元，利润总额 412.44 亿元。

邮储银行按照《公司法》《商业银行法》等相关法律法规部署，借鉴国际领先银行公司治理的成功实践，搭建和完善公司治理机制，设立了董事会、监事会，聘任了高级管理层。该行董事会下设五个专门委员会，分别在战略规划、风险管理、关联交易控制、提名与薪酬、审计方面协助董事会履行决策和监控职能；监事会下设监事会履职尽职监督委员会和财务、内控与风险监督委员会。

邮储银行奉行“适度风险、适度回报”的风险管理战略，统筹协调银行风险承担和收益回报，确保风险调整后的收益和资本充足状况达到良好的水平，加快推进全面风险管理体系建设。在风险管理架构方面，该行持续完善其风险管理组织架构，构建了由董事会及其下设的风险管理委员会、高级管理层及其下设的风险管理委员会、风险管理相关部门、审计部门和

分支机构等协调统一的立体化风险管理组织体系。

总体来看，邮储银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量很高、风险控制能力很强。跟踪期内，邮储银行作为本交易的贷款服务机构，履约和尽职能力稳定。

（3）受托人/受托机构

交银国信拥有稳健的财务实力、较为雄厚的股东背景、完善的风险管理组织建设，本交易因受托机构尽职能力或意愿影响而引发风险的可能性较小。

本交易的受托人/受托机构是交银国信。交银国信原名为湖北省国际信托投资公司，成立于 1981 年 6 月，2007 年 5 月，经中国银监会批准，公司引进交通银行股份有限公司实施战略重组。重组完成后，公司更名为交银国际信托有限公司。截至 2020 年底，交银国信注册资本金 57.65 亿元，控股股东为交通银行股份有限公司，持股比例为 85.00%。

截至 2020 年底，交银国信合并资产总额 183.02 亿元，负债合计 49.98 亿元，股东权益 133.04 亿元，信托资产总额 6306.24 亿元；2020 年全年，实现合并营业收入 22.66 亿元，净利润 12.18 亿元。

在风险管理组织建设方面，交银国信形成了“事前防范、事中控制、事后评价”的风险管理机制。秉承合规、全面、有效的基本原则，建立合理、有效的规章制度体系，严格按照法律法规和公司各项规章制度的要求开展经营管理活动，深入把握各项业务的盈利模式和流程的基础上，公司对业务风险点进行动态监控、分析、预警，并采取行之有效的风控机制，建立战略性和日常性的分层次、多渠道的风险管理架构，确保各项风险管理政策与措施的有效实施。交银国信按照“纵到底、横到边、全覆盖”的要求，构建符合其业务发展、需求的全面风险管理架构。交银国信在经营管理层下设立了信托业务审查委员会、固有业务审查委员会、私人股权投资信托计划项目投资审查委员会，分别

负责对信托项目、固有项目、私人股权投资信托计划投资项目进行审查；同时，公司设立全面风险管理委员会、风险管理委员会，分别负责确定和落实公司的风险控制目标，以及风险策略、政策、程序和措施。

4. 法律及其他要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：本项目交易结构符合《信贷资产证券化试点管理办法》等相关法律、行政法规及部门规章、规范性文件的规定。农业银行系依据中国法律有效存续的股份有限公司，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行《信托合同》及其他其作为一方的交易文件；农业银行签署、交付和履行《信托合同》及其他其作为一方的交易文件不违反适用于农业银行的现行法律、行政法规和部门规章。在《信托合同》及其他其作为一方的交易文件约定的生效条件全部满足后，《信托合同》及其他其作为一方的交易文件构成农业银行合法的、有效的和有约束力的义务。《信托合同》及其他其作为一方的交易文件的相关各方按照《信托合同》及其他其作为一方的交易文件的条款针对农业银行主张相应权利，除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。交银国际系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有完全民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行《信托合同》及其他其作为一方的交易文件。交银国际签署、交付和履行《信托合同》以及其他其作为一方的交易文件不违反适用于交银国际的现行法律、行政法规和部门规章。在《信托合同》以及其他其作为一方的交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成交银国际合法的、有效的和有约束力的义务。该等交易文件的其他相关各方按照交易文件的条款针对交银国际主张相应权利，除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。拟签署《服务合

同》、《资金保管合同》、《主承销协议》的其他各方均依法成立并合法存续，具有完全的民事权利能力、民事行为能力和合法资格签署、交付和履行其作为一方的该等交易文件。拟签署该等交易文件的其它各方签署、交付和履行其作为一方的该等交易文件不违反适用其它各方的中国现行法律、行政法规和部门规章。在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务。该等交易文件的其他相关各方按照该等交易文件的条款针对各方主张相应权利，除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。除法律意见书之假设所述的有关事项及以下事项外，农业银行、交银国际就签署、交付和履行其作为一方的交易文件，无需取得任何政府机构的批准、许可、授权或同意：（a）中国人民银行（以下称“人民银行”）对本期资产支持证券发行的核准和备案；（b）在银行业信贷资产登记流转中心有限公司（以下称“银登中心”）完成本期资产证券化产品的初始登记。

资产的转让和债务人的抵销权：根据《民法典》第 546 条的规定，农业银行作为原始债权人转让资产，资产的转让自信托生效时起即在原债权人和受让人之间发生法律效力。但是，农业银行转让资产，未经通知债务人的，资产的转让对债务人不发生法律效力，债务人仍向原债权人履行债务，受让人无权要求债务人履行债务。如果发生权利完善事件或《信托合同》约定的其他事由，在委托人或受托人根据《信托合同》以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知借款人后，该等债权的转让即对该等借款人发生法律效力。农业银行转让资产，受让人的权利可能受到债务人对于原债权人的抵销权和抗辩权的影响。根据《民法典》第 549 条的规定，有下列情形之一的，债务人可以向受让人主张抵销：（a）债务人接到债权转让通知时，债务人对让与人享有债权，且债务人的债权先于转让的债权到期或者同时到期；（b）

债务人的债权与转让的债权是基于同一合同产生。此外,根据《民法典》第 548 条的规定,债务人接到债权转让通知后,债务人对让与人的抗辩,可以向受让人主张。

在《信托合同》约定的信托设立的前提条件全部满足且委托人将信托财产交付给受托人后,信托设立并生效。信托设立后,委托人信托给受托人的资产即与委托人未设立信托的其他财产相区别。在信托生效后,委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时,委托人是唯一受益人的,信托终止,信托财产作为清算财产;委托人不是唯一受益人的,信托存续,信托财产不作为其清算财产,但是委托人持有的信托受益权(包含以“资产支持证券”表示的“信托受益权”)作为其清算财产。信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别。受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止,信托财产不属于其清算财产。在人民银行对本项目依法核准和备案,银登中心对本项目进行初始登记后,如果各方均依据《信托合同》、《主承销协议》发行和销售资产支持证券,资产支持证券将会被合法有效地发行和销售,且资产支持证券持有人有权获得《信托合同》规定的权利、权益和利益。受托人根据《信托合同》发行的资产支持证券仅代表信托受益权的相应份额。该等资产支持证券不是委托人的负债,委托人对资产支持证券的收益做出任何保证或担保,除了《信托合同》明确规定的职责外,委托人不承担任何默示的承诺或者义务,并不做出任何进一步的陈述与保证。资产支持证券也不是受托人的负债,除因受托人故意、欺诈或重大过失致使信托财产遭受损失外,受托人按照《信托合同》规定以信托财产为限向资产支持证券持有人承担支付信托利益的义务,对信托利益不作任何保证或担保。农业银行作为一方的交易文件明确约定了各方当事人的权利、义务,符合《信托法》等法律法规及业务规则的规定,具有可执行性;该等交易文件明确约定了适用中国法律以及相应争议解决措施,合法有效;该等交易

文件不存在违反法律规定的不利于农业银行的限制性条件及保留条款。本项目不涉及执行外国司法审判或仲裁裁决,不涉及外汇管制、税务、环境保护、国家主权豁免、制裁事项等方面的法律风险。

联合资信收到的会计意见书表明:农业银行作为发起机构以及贷款服务机构,虽然拟自持优先档资产支持证券发行规模的 5%和次级档资产支持证券发行规模的 5%可取得相应的收益,并对其提供的贷款服务有权获得基本服务费和超额奖励服务费,享有来源于特殊目的信托的可变回报,但所面临特定目的信托可变回报的敞口对特定目的信托整体可变回报的比重和可变动性均不重大,且其对基础资产回收处置的权力被受托人和次级档资产支持证券持有人的权力削弱,故农业银行对特定目的信托不具有控制权。立信会计师事务所(特殊普通合伙)对于农业银行无需在合并财务报表中合并特殊目的信托,农业银行已将所转移金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬转移,因此应当终止确认所转移金融资产的会计处理原则没有异议。

联合资信收到的税务意见书表明:增值税方面,农业银行在其信贷资产上设立信托的行为,可能被视为信贷资产的转让行为。截至意见出具时尚未在现行增值税法规及规范性文件中查见明确要求在上述情形下对该转让方征收增值税的规定;转入信托项目的不良贷款资产利息收入,应全额征收增值税;根据相关政策,资管产品管理人运营资管产品提供的贷款服务以 2018 年 1 月 1 日起产生的利息及利息性质的收入为销售额全额征收增值税;在信托证券化的过程中,贷款服务机构取得的服务报酬、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他为不良资产证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等,应按现行增值税的政策规定缴纳增值税;金融机构(包括银行和非银行金融机构)投资者和非金融机构投资者持有资产支持证券期间(含到期)的收入可能会被视为

利息收入征收增值税；金融机构（包括银行和非银行金融机构）投资者和非金融机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的以卖出价减去买入价差价收入应缴纳增值税。个人买卖信贷资产支持证券取得的差价收入免征增值税。企业所得税方面，农业银行作为发起机构转让不良贷款资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，转让不良贷款资产所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；对信托项目收益在取得当年向机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，对机构

投资者按照现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理；机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入，应当按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，买卖资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入，应按企业所得税的政策规定缴纳企业所得税，清算发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；在信托证券化的过程中，贷款服务机构取得的服务报酬、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等，均应并入其应纳税所得额按其适用税率计算缴纳企业所得税。印花税法方面，本交易全部环节暂免征收印花税法。

三、基础资产池分析

1. 资产池概况

截至初始起算日，本交易基础资产池概要统计如表 2 所示。

表 2 基础资产池概况

借款人户数（户）	980
贷款笔数（笔）	1285
资产池未偿本金余额（万元）	47806.95
资产池未偿本息费余额（万元）	2923.39
资产池未偿本息费余额（万元）	50730.34

2. 入池资产五级分类分布

截至初始起算日，入池资产全部为不良类贷款，其中次级类贷款未偿本息费余额占

单笔最高本息费余额（万元）	130.63
单笔平均未偿本息费余额（万元）	39.48
单户借款人平均未偿本息费余额（万元）	51.77
加权平均不良账龄（月）	3.97
预计回收总额（万元）	6042.74
平均单笔预计回收金额（万元）	4.70
单户借款人平均预计回收金额（万元）	6.17
单笔最高预计回收金额（万元）	19.65

注：逾期期数=（封包日-逾期时间）/30，其中逾期时间由发起机构提供
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

49.83%，可疑类贷款未偿本息费余额占 47.75%，损失类贷款未偿本息费余额占 2.41%。入池资产五级分类分布如表 3 所示。

表 3 五级分类分布

（单位：笔、%、万元）

五级分类	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
次级	637	49.57	25280.71	49.83	3523.76	58.31
可疑	597	46.46	24226.24	47.75	2459.97	40.71
损失	51	3.97	1223.39	2.41	59.01	0.98
合 计	1285	100.00	50730.34	100.00	6042.74	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 入池资产担保方式
本交易入池资产全部为信用类债权，没有附带保证或抵质押担保。

4. 未偿本息费余额分布
本交易入池资产单笔平均未偿本息费余额为 39.48 万元。从未偿本息费余额分布来看，未

偿本息费余额在 0~20 万元和 20~40 万元的入池资产笔数较多，分别占资产池总笔数的 38.75% 和 20.62%，未偿本息费余额占比分别为 7.37% 和 15.10%；贷款未偿本息费余额在 40 万以上的入池资产笔数占资产池总笔数的 40.62%，但未偿本息费余额占比则高达 77.53%。本交易入池资产的未偿本息费余额分布如表 4 所示。

表 4 未偿本息费余额分布

(单位: 笔、万元、%)

未偿本息费余额	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0, 20]	498	38.75	3736.61	7.37	593.32	9.82
(20, 40]	265	20.62	7661.39	15.10	885.40	14.65
(40, 60]	187	14.55	9141.65	18.02	1061.78	17.57
(60, 80]	114	8.87	8035.76	15.84	1013.15	16.77
(80, 100]	85	6.61	7667.88	15.11	978.51	16.19
100 以上	136	10.58	14487.05	28.56	1510.58	25.00
合计	1285	100.00	50730.34	100.00	6042.74	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

5. 借款人授信额度分布
本交易入池资产借款人授信额度主要集中在 80~100 万元的区间内, 该区间内未偿本息费

余额占资产池总额的 51.21%。授信额度分布如表 5 所示。

表 5 借款人授信额度分布

(单位: 万元、笔、%)

授信额度	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0, 20]	227	17.67	2361.04	4.65	323.26	5.35
(20, 40]	295	22.96	6252.43	12.32	762.79	12.62
(40, 60]	196	15.25	7797.07	15.37	961.47	15.91
(60, 80]	164	12.76	7248.96	14.29	848.33	14.04
(80, 100]	391	30.43	25980.78	51.21	3006.89	49.76
100 以上	12	0.93	1090.06	2.15	140.00	2.32
合计	1285	100.00	50730.34	100.00	6042.74	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

6. 入池资产逾期期数分布
入池资产逾期期数主要集中在 6 个月及以

下, 该区间内入池资产的未偿本息费余额合计占比为 78.66%, 具体分布如表 6 所示。

表 6 入池资产逾期期数分布

(单位: 月、笔、%、万元)

逾期期数	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0, 3]	532	41.40	21440.87	42.26	3162.64	52.34

(3, 6]	447	34.79	18461.56	36.39	2099.41	34.74
(6, 9]	175	13.62	6593.16	13.00	589.11	9.75
(9, 12]	82	6.38	3209.23	6.33	158.75	2.63
12 以上	49	3.81	1025.52	2.02	32.84	0.54
合 计	1285	100.00	50730.34	100.00	6042.74	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

7. 借款人行业分布

从借款人的行业分布来看，借款人所在行业属于批发和零售业的未偿本息费余额占比较

高，占资产池未偿本息费余额的 35.20%；其次为制造业，其未偿本息费余额占比为 20.85%。入池资产的借款人行业分布如表 7 所示。

表 7 借款人行业分布

(单位：笔、%、万元)

行业	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
批发和零售业	435	33.85	17856.02	35.20	2118.33	35.06
制造业	220	17.12	10579.39	20.85	1133.72	18.76
建筑业	212	16.50	8715.16	17.18	1136.65	18.81
租赁和商务服务业	103	8.02	3448.38	6.80	426.99	7.07
交通运输、仓储和邮政业	103	8.02	2536.58	5.00	298.84	4.95
信息传输、软件和信息技术服务业	63	4.90	2178.00	4.29	271.91	4.50
居民服务、修理和其他服务业	39	3.04	1504.80	2.97	194.99	3.23
水利、环境和公共设施管理业	17	1.32	820.34	1.62	83.26	1.38
科学研究和技术服务业	24	1.87	816.55	1.61	98.19	1.62
住宿和餐饮业	18	1.40	649.78	1.28	78.80	1.30
农、林、牧、渔业	21	1.63	645.08	1.27	56.70	0.94
文化、体育和娱乐业	16	1.25	469.15	0.92	58.51	0.97
房地产业	9	0.70	215.97	0.43	34.99	0.58
采矿业	3	0.23	200.48	0.40	32.95	0.55
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2	0.16	94.64	0.19	17.90	0.30
合 计	1285	100.00	50730.34	100.00	6042.74	100.00

注：借款人的行业为国标一级行业分类

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

8. 借款人所在地区分布

借款人分布于全国多个地区，地区分布分

散性较好，借款人前五大所在地区分布如表 8 所示。

表 8 借款人前五大所在地区分布

(单位：笔、%、万元)

地区	贷款笔数		未偿本息费		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
河北	331	25.76	11993.57	23.64	1362.46	22.55
山西	204	15.88	8453.69	16.66	885.09	14.65
山东	72	5.60	3216.16	6.34	314.49	5.20
河南	60	4.67	2988.43	5.89	316.27	5.23
天津	72	5.60	2975.47	5.87	358.44	5.93
合 计	739	57.51	29627.32	58.40	3236.76	53.56

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

1. 资产池回收估值过程及估值结果

对资产池回收估值过程主要包括对不良小微企业贷款回收金额的估计、回收时间的估计等。对于入池不良小微企业贷款，农业银行综合采取差异化的催收策略，以最大限度保全银行资产。在催收过程中，农业银行采取自主催收的方式。农业银行对于经过多次催收仍无法促使其还款的客户，及时采取上门、法务等催收措施，法务催收以民事诉讼和公安协助为主要方式。形成不良的贷款的借款人需要通过自主向相应账户内缴存资金，以达到偿还欠款的目的。

联合资信对资产池回收金额进行估值主要基于以下信息：发起机构提供的入池贷款信息和小微企业贷款不良资产的历史回收记录。在上述信息的基础上，联合资信结合尽职调查了解的具体催收过程和催收管理方式，通过对小微企业贷款不良资产历史回收数据进行分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估计。

农业银行普惠金融事业部提供了 2019 年 5 月至 2021 年 7 月形成不良的小微企业贷款账户的截至 2021 年 10 月的历史回收数据，具体到每个账户被认定为不良之后每个月度的回收数据，合计 29 个月度观测期。具有一定数量的历史数据，可以采用精算统计方法对历史回收率和回收时间分布进行分析。

由于不良形成时间不同，小微企业贷款不良债权经历回收时所处的经济环境也有所不同，这将在一定程度上影响整体回收水平。受限于历史数据覆盖的时间，且小微企业贷款不良债权的回收往往集中于前 12 期，故选取 2019 年 05 月至 2020 年 10 月成为不良的小微企业贷款债权 12 期回收水平来描述回收水平的伴随时间的波动趋势。将不良形成时间以月为单位进

行区分，不同不良形成时间的静态池 12 期（即 1 年）累计本息费回收情况如图 2 所示。

图 2 不同不良发生时间的静态池 12 期累计本息费回收率



注：1. 为方便展示农业银行小微企业贷款不良资产回收水平的宏观表现，图中数据为静态池各发放期资产从形成不良当月起至形成不良后 12 个月的累计回收率；2. 本图中静态池 12 期累计本息费回收率=12 期累计本息费回收金额/形成不良时的未偿本息费；本交易 12 期预测回收率=未扣除处置费用的资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额；3. 当月成为不良资产的笔数较少也是造成 2020 年 3 月及以前的数据波动较大的原因之一。资料来源：联合资信整理

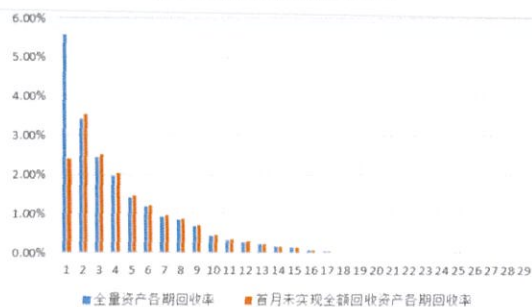
除此之外，联合资信通过对历史数据各属性的分析，认为影响回收效果的主要因素有三个：从形成不良到入池所经历的时间（不良账龄）长短、从形成不良到入池是否有回收和形成不良时本息费余额的大小。具体分析各因素对回收率的影响。

（1）不良账龄对回收的影响

农业银行提供的历史回收数据显示，小微企业贷款不良月度回收率随着其经历催收时间的增长而逐步下降。此外，由于入池贷款并没有在其已经历的回收期间内实现全额回收，因此，联合资信在对每笔入池贷款未来的回收情况进行预测时，从全量静态池数据中剔除了该笔贷款对应的不良账龄期间内实现全额回收的资产，并以剩余资产的未回收水平为预测基准，尽可能保证所用静态池资产与入池贷款的同质性。

以首月未实现全额回收的资产的回收情况为例，其与全量资产的回收情况相比，首月回收率明显偏低，次月回收率符合预期水平，具体差异可见图 3。

图3 静态池各期本息费回收率

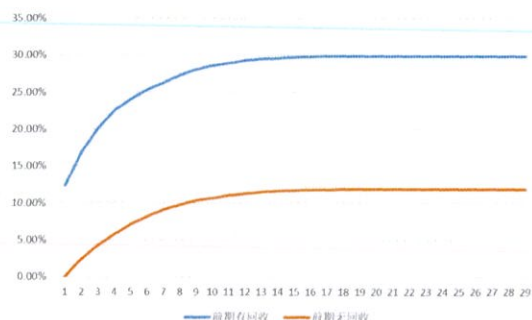


资料来源：联合资信整理

(2) 从形成不良到入池是否有回收的影响
农业银行提供的历史回收数据显示，截至初始起算日，资产在形成不良后任一回收期的回收情况与该笔资产在此回收期之前是否有回收有一定关联。依据从形成不良到入池是否有回收，可将历史数据分为有回收和无回收两类。

以静态池不良账龄为1期的资产回收情况为例，截至初始起算日，已实现过回收的贷款各期累计回收率高于未实现过回款的贷款。具体差异可见图4所示。

图4 静态池截至初始起算日不良账龄为1期的资产各期本息费累计回收率



资料来源：联合资信整理

(3) 不良贷款未偿本息费对回收的影响
农业银行提供的历史回收数据显示，一般情况下，发生不良时的未偿本息费余额越大，则回收率越低。依据发生不良时本息费余额的大小，可对历史数据进行分组，分组区间及不同分组的回收率情况如表9及图5所示。

表9 不良贷款未偿本息费余额分组

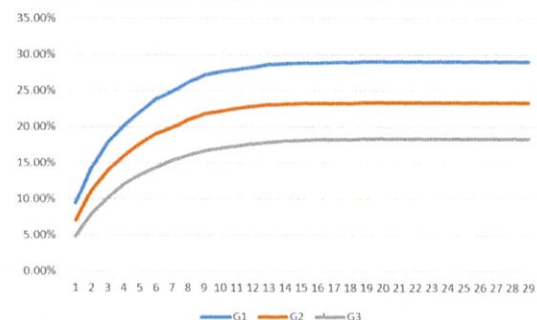
不良本息费余额分组	分组区间
G1	15 万元及以下

⁹ 考虑到各期数据的充足性和有效性，适合用于预测的数据合计22期。

G2	(15 万元, 45 万元]
G3	45 万元以上

资料来源：联合资信整理

图5 不同未偿本息费余额分组的各期累计本息费回收率



资料来源：联合资信整理

综合考虑上述影响回收率的三个因素，联合资信在进行资产池的回收估值时，依据不良账龄、从形成不良到入池是否有回收以及形成不良时本息费余额这三个维度，将入池贷款进行分组。在预测每个分组回收水平时，在相同不良本息费余额的历史数据中剔除相应不良账龄期间内实现全额回收的资产，用剩余资产构建出历史累计回收率曲线，并以此为准拟合入池贷款对应分组的未来累计回收率曲线。在得到各组入池贷款未来累计回收率曲线后，根据本交易资产池的实际已回收情况以及外部经济因素进行调整，进而计算出各笔入池贷款自初始起算日起22期⁹的本息费回收金额和回收时间分布。

联合资信基于农业银行提供的历史数据、资产池数据以及新冠疫情对不良资产回收的影响，得到资产池的毛回收率为11.91%，资产池预计回收总金额6042.74万元，资产池预计回收金额及预计回收时间分布（见表10）。

表10 资产池预计回收金额及预计回收时间分布

(单位：万元、%)

预计回收时间	预计回收金额	占比
2021/7/10—2021/9/30	3145.62	52.06
2021/10/1—2021/12/31	927.92	15.36
2022/1/1—2022/3/31	558.50	9.24

2022/4/1—2022/6/30	470.68	7.79
2022/7/1—2022/9/30	428.54	7.09
2022/10/1—2022/12/31	360.42	5.96
2023/1/1—2023/3/31	146.64	2.43
2023/4/1—2023/6/30	4.43	0.07
总计	6042.74	100.00

注：资产池自初始起算日至2021年10月20日实际回收金额为3376.63万元，占封包时未偿本息费金额的6.66%。上表数据已考虑实际回收情况。
资料来源：联合资信整理

2. 资产池估值风险因素

(1) 利用历史数据估计资产池未来回收率的风险

本交易估值过程中主要利用农业银行小微企业贷款不良资产的历史回收数据计算回收率，进而估计资产池的未来回收情况。由于历史数据和资产池在某些属性上有所差异，如所处的经济环境有所不同、小微企业贷款发放时的准入标准有所不同、借款人的各项属性有所不同等，因此存在回收估值出现偏差的风险。在估值时，联合资信尽量选取属性和资产池比较相近的历史数据作为估值的基础数据。此外，参考本交易过渡期间资产池的实际回收结果，联合资信利用实际数据对之前的估计值作进一步地修正，以尽量降低估值风险。

(2) 催收政策和催收环境变化的风险

在对资产池进行估值时，联合资信假设农业银行未来的催收政策保持稳定，且与催收相关的法律法规环境保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来现金流的估值产生影响。在估值时，考虑到农业银行很强的催收管理能力和过去几年稳定的催收政策，我们认为该风险的影响较小。

(3) 未来经济环境变化的影响

目前国内经济增长趋缓，未来收入增长预期下降。宏观因素的变化可能会对小微企业贷款不良债权的回收产生不利影响。在估值过程中，联合资信假定未来经济环境继续承压，在对未来现金流进行预测时施加了一定的压力，力求减小未来经济环境变化带来的不利影响。

3. 现金流分析及压力测试

在完成对资产池中每笔资产的未调整回收估值后，联合资信还需要估计出资产池总回收率的波动情况以判断资产池回收面临的风险。考虑到静态池中历史回收数据的样本数量有限，同时为了尽可能匹配资产池的不良账龄及不良账龄内回收情况等因素，联合资信选用了有效样本进行分析回归。由于样本数据显示回收率存在较明显的时间趋势。因此在估计历史回收波动情况之前，联合资信利用回归方法剔除了样本中时间因素对回收率的影响，K-S统计检验显示残差序列近似服从于正态分布，此分布反映了回收率的波动情况。

在回归模型中，联合资信选取了上述样本回收率作为回归模型的被解释变量，以时间作为解释变量，进行线性回归。

在剔除样本中时间因素对回收率的影响后，我们将残差标准化处理，并采用K-S统计检验，结果显示残差序列近似服从于正态分布。经过进一步拟合，该正态分布参数如表11所示。

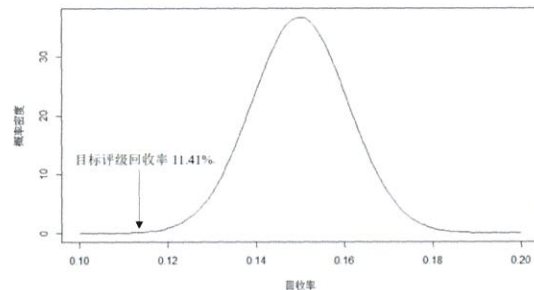
表11 正态分布参数

期望	标准差
0	0.0109

资料来源：联合资信整理

将上述估计出的回收率波动情况应用于本交易资产池总回收率分布的估计，根据联合资信对于AAA_{sf}级证券的置信度要求，可估计出资产池的回收率概率分布并推算出本交易资产池AAA_{sf}级信用等级下的目标评级回收率，具体如图6和表15所示。

图6 回收率概率分布图



资料来源：联合资信整理

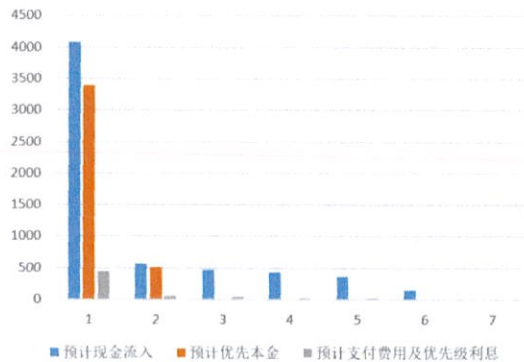
表 12 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	11.41%

资料来源：联合资信整理

联合资信基于预设的信托计划发行规模、分层比例及信托计划预期发行利率，根据信托合同约定的现金流支付顺序以及信托流动性储备账户设置、违约事件触发机制等交易结构安排，编制了特定的现金流模型以返回检验优先档证券拟发行规模能否通过目标评级的压力测试。进行压力测试是为了反映出资产池在某些不利情景下产生的现金流对优先档证券本息偿付的覆盖情况，压力测试的输出结果为优先档证券必要回收率，即在优先档证券存续期间的处置费用、各项税费、发行费用、各参与机构费用及报酬（贷款服务机构除外）、必备流动性储备金额、优先档证券利息与优先档证券本金之和与资产池期初未偿本息费余额的比值，若优先档证券必要回收率小于相应级别的目标评级回收率，则说明优先档证券通过了该级别的压力测试。正常情况下各转付日及支付日信托收支情况见图 7。

图 7 预计现金流流入及流出情况



资料来源：联合资信整理

联合资信主要的压力测试手段包括优先档证券发行利率上浮、回收率下降、回收时间分布改变等。优先档证券发行利率越高，为覆盖优先档证券利息所需的现金流越多，从而压力越大；回收率下降意味着资产池现金流流入低于预期标准，从而加大了优先档证券利息偿付的压力；回收时间分布发生改变会影响每期处置费和证券应付息费金额，从而影响对优先档证券的保护距离。除了以上三种单因素压力测试外，联合资信还设置了三种因素同时加压的组合压力情景。

压力测试结果显示，各种压力情景下的优先档证券必要回收率均小于 AAA_{sf} 级目标评级回收率 11.41%，因此优先档证券可以达到 AAA_{sf} 级的信用等级。压力测试的相关参数及结果详见表 13、14。

表 13 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	11.91%
回收周期	22 个月
优先档资产支持证券预期收益率	3.00%
税率	3.26%
预计信托设立日	2021/11/26

注：本交易所涉及的信托管理费、资金保管机构费、贷款服务机构费以及其他各参与机构固定费用等已在模型中体现
资料来源：联合资信整理

表 14 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准		加压情况		优先档证券必要回收率
发行利率情景 1	优先档证券预期发行利率 3.00%		预期发行利率上浮 25BP		9.16%
发行利率情景 2			预期发行利率上浮 50BP		9.17%
回收时间情景 1	回收期 1	67.41%	回收期 1	60.67%	9.14%
	回收期 2	9.24%	回收期 2	15.06%	
	回收期 3	7.79%	回收期 3	7.93%	

	回收期 4	7.09%	回收期 4	7.16%	
	回收期 5	5.96%	回收期 5	6.08%	
	回收期 6	2.43%	回收期 6	2.78%	
	回收期 7	0.07%	回收期 7	0.32%	
回收时间情景 2	回收期 1	67.41%	回收期 1	53.93%	9.13%
	回收期 2	9.24%	回收期 2	20.88%	
	回收期 3	7.79%	回收期 3	8.08%	
	回收期 4	7.09%	回收期 4	7.23%	
	回收期 5	5.96%	回收期 5	6.19%	
	回收期 6	2.43%	回收期 6	3.13%	
	回收期 7	0.07%	回收期 7	0.56%	
回收率情景 1	11.91%		回收率下降至 11.31%		9.12%
回收率情景 2			回收率下降至 10.72%		9.17%
组合压力情景 1	--		预计发行利率	上浮 25BP	9.21%
			回收率	下降至 11.31%	
			回收时间	回收期 1	
				回收期 2	
				回收期 3	
				回收期 4	
				回收期 5	
				回收期 6	
				回收期 7	
组合压力情景 2	--		预计发行利率	上浮 50BP	9.18%
			回收率	下降至 10.72%	
			回收时间	回收期 1	
				回收期 2	
				回收期 3	
				回收期 4	
				回收期 5	
				回收期 6	
				回收期 7	

资料来源：联合资信整理

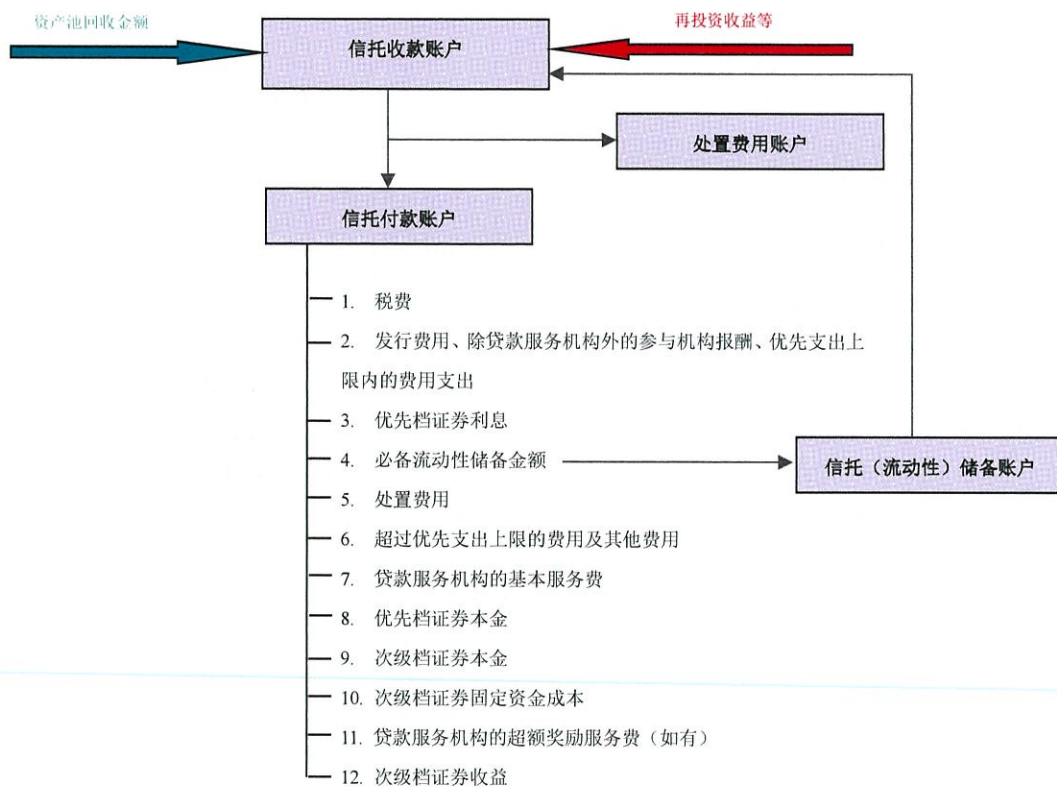
五、评级结论

联合资信基于发起机构提供的基础资产相关历史回收记录及尽职调查所获信息，在对本交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、现金流分析及压力测试、相关参与机构及法律要素等方面进行综合分析的基础上，确定“农盈利信惠众 2021 年第一期

不良资产支持证券”项下优先档证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档证券未予评级。上述优先档资证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

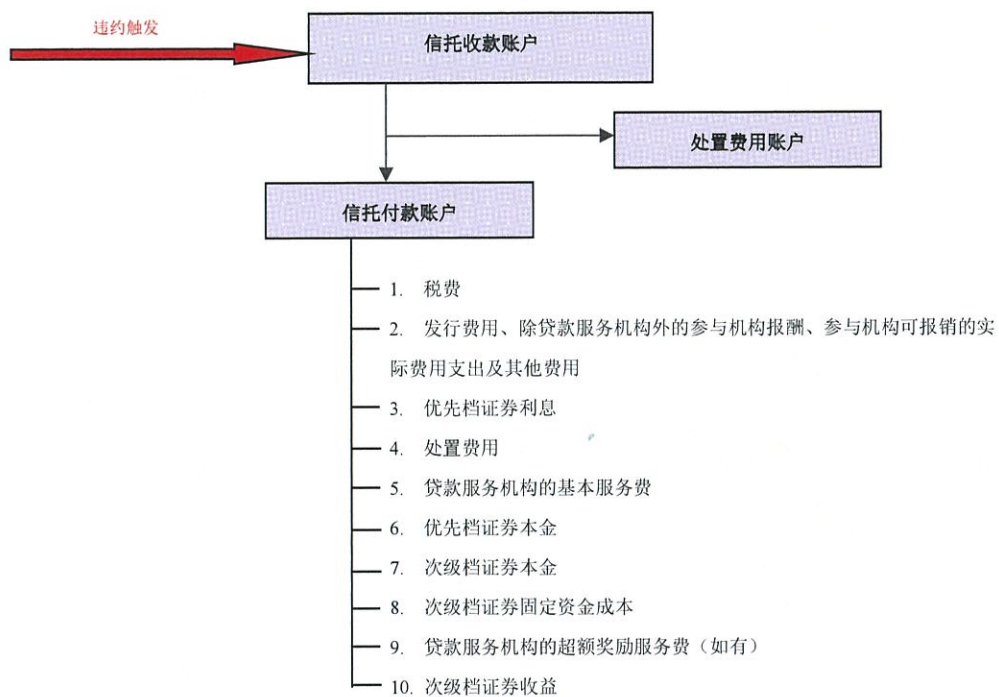
附图 现金流支付机制

附图 1 违约事件发生前的现金流支付顺序



101
 联合资信
 CR

附图 2 违约事件发生后的现金流支付顺序



附件 1 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

附件 2 入池贷款本息费余额占比前二十大借款人回收情况表

(单位: 万元、%)

序 号	未偿本息费余额	金额占比	贷款五级分类	预计回收金额	预计回收占比
借款人 1	234.18	0.46	次级	23.21	0.38
借款人 2	150.44	0.30	可疑	19.99	0.33
借款人 3	110.87	0.22	损失	1.99	0.03
借款人 4	110.44	0.22	可疑	17.90	0.30
借款人 5	110.42	0.22	可疑	2.11	0.03
借款人 6	110.19	0.22	可疑	5.43	0.09
借款人 7	110.15	0.22	次级	10.92	0.18
借款人 8	110.09	0.22	次级	10.91	0.18
借款人 9	110.08	0.22	次级	17.89	0.30
借款人 10	109.90	0.22	可疑	8.22	0.14
借款人 11	109.82	0.22	可疑	5.28	0.09
借款人 12	109.75	0.22	可疑	5.76	0.10
借款人 13	109.70	0.22	可疑	3.19	0.05
借款人 14	109.58	0.22	可疑	6.92	0.11
借款人 15	109.54	0.22	次级	17.99	0.30
借款人 16	109.49	0.22	可疑	7.68	0.13
借款人 17	109.36	0.22	次级	10.84	0.18
借款人 18	109.32	0.22	次级	2.59	0.04
借款人 19	109.30	0.22	次级	2.59	0.04
借款人 20	109.30	0.22	次级	17.95	0.30
合计	2361.89	4.66	--	199.36	3.30

注: 若存在一个借款人多笔资产入池的情形, 则披露贷款五级分类靠后的资产的分类状态

附件 3 回收金额占比前二十大资产的特征情况表

(单位: 万元、%)

序 号	未偿本息费余额	借款人职业	借款人地区	担保方式	预计回收金额	预计回收金额占比
入池贷款 1	106.96	批发和零售业	河南	信用	19.65	0.33
入池贷款 2	106.00	批发和零售业	天津	信用	19.47	0.32
入池贷款 3	105.13	住宿和餐饮业	福建	信用	19.31	0.32
入池贷款 4	108.85	租赁和商务服务业	广西	信用	19.30	0.32
入池贷款 5	104.95	建筑业	福建	信用	19.28	0.32
入池贷款 6	104.89	建筑业	河北	信用	19.27	0.32
入池贷款 7	104.51	批发和零售业	河南	信用	19.20	0.32
入池贷款 8	104.49	批发和零售业	河南	信用	19.20	0.32
入池贷款 9	104.38	信息传输、软件和信息技术服务业	天津	信用	19.18	0.32
入池贷款 10	103.32	信息传输、软件和信息技术服务业	山西	信用	18.98	0.31
入池贷款 11	105.85	批发和零售业	天津	信用	18.77	0.31
入池贷款 12	105.63	批发和零售业	福建	信用	18.73	0.31
入池贷款 13	105.60	批发和零售业	广西	信用	18.73	0.31
入池贷款 14	105.41	制造业	河北	信用	18.69	0.31
入池贷款 15	104.86	建筑业	海南	信用	18.60	0.31
入池贷款 16	104.69	建筑业	河北	信用	18.57	0.31
入池贷款 17	104.04	批发和零售业	内蒙	信用	18.45	0.31
入池贷款 18	100.36	批发和零售业	辽宁	信用	18.44	0.31
入池贷款 19	100.30	批发和零售业	河北	信用	18.43	0.30
入池贷款 20	99.76	制造业	河南	信用	18.33	0.30
合 计	2089.98	--	--	--	378.57	6.26

权利与免责声明

- 1.本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
- 2.联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
- 3.联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
- 4.联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。