

# 联合资信评估有限公司

---

## 承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起机构保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零二零年二月十日



# 信用等级公告

联合〔2020〕226号

联合资信评估有限公司通过对“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估,确定“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”项下优先 A1 级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>, 优先 A2 级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月十日



## 融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券 信用评级报告

### 评级结果

| 证券名称    | 金额(万元)    | 占比(%)  | 信用等级              |
|---------|-----------|--------|-------------------|
| 优先 A1 级 | 150000.00 | 50.00  | AAA <sub>sf</sub> |
| 优先 A2 级 | 108000.00 | 36.00  | AAA <sub>sf</sub> |
| 次级      | 42000.00  | 14.00  | NR                |
| 合计      | 300000.00 | 100.00 | —                 |

注：NR——未予评级，下同

### 交易概览

初始起算日：2019 年 11 月 30 日  
证券法定到期日：2025 年 12 月 26 日  
交易类型：静态现金流型 ABS  
载体形式：特殊目的信托  
资产：上汽通用汽车金融有限责任公司发放并持有的 300000.00 万元个人汽车抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益  
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制  
委托人/发起机构：上汽通用汽车金融有限责任公司  
受托机构/发行人：上海国际信托有限公司  
贷款服务机构：上汽通用汽车金融有限责任公司  
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司上海市分行  
牵头主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司  
联席主承销商：汇丰银行(中国)有限公司、瑞穗银行(中国)有限公司、渣打银行(中国)有限公司、南京银行股份有限公司

### 评级时间

2020 年 2 月 10 日

### 分析师

申中一 董聪 高维蔚

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了综合分析，并结合上述因素对资产支持证券进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为发起机构上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称“上汽通用汽车金融”）发放并持有的个人汽车抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益。本交易入池资产整体分散度很高（共 52992 笔），首付比例合理（29.89%）。上汽通用汽车金融作为国内第一家且目前业务规模最大的汽车金融公司，在汽车抵押贷款业务与证券化方面均具有丰富的经验，静态池历史数据表现优秀（预期全周期累计违约率<sup>1</sup>为 1.30%，平均违约回收率为 69.94%）。因此资产池总体质量优良。在此基础上，优先/次级偿付结构和触发机制等设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持，使得优先级资产支持证券能够承受的风险高于 AAA<sub>sf</sub> 级别的最低要求（压力测试结果显示安全距离最小为 12.41%）。

综合上述因素，联合资信评定“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券（包括优先 A1 级资产支持证券和优先 A2 级资产支持证券，下同）的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

### 优势

1. 本交易入池基础资产质量优良。本交易基础资产涉及上汽通用汽车金融发放的 52992 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，最大单笔贷

<sup>1</sup> 联合资信在汽车金融资产证券化评级项目中定义逾期 30 天以上的贷款为违约贷款，并以此为标准计算违约率数据。

款未偿本金余额占比 0.011%，加权平均首付比例 29.89%。更重要的是，根据历史数据测算的预期累计违约率为 1.30%，平均违约回收率为 69.94%，表现优秀。入池基础资产整体质量优良。

2. **优先/次级结构为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。**具体而言，优先 A 级资产支持证券获得 14.00% 的信用支持。
3. **作为国内首家汽车金融公司，上汽通用汽车金融在汽车抵押贷款业务方面具有丰富的经验，作为本交易的贷款服务机构履约尽职能力很强。**本交易入池贷款为上汽通用汽车金融的个人汽车抵押贷款，其开展汽车贷款业务的流程、风险控制和信息系统均比较完善。作为本交易的贷款服务机构履约尽职能力很强。

#### 关注及缓释

1. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的数学方法和相关数据可能存在一定模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小利差支持等手段，测试优先级证券的承受能力，尽可能降低模型风险。

2. 信托一经生效，委托人对个人汽车抵押贷款的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于个人汽车抵押贷款相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但在抵押担保转移登记至受托人名下之前，受托人持有的抵押担保可能不能对抗善意第三人。

风险缓释：本交易设置了不合格资产的赎回条款，一旦出现受托人持有的抵押权不能对抗善意第三人的情况，委托人将按照约定赎回相应资产。联合资信也将持续关注委托人、受托人的尽职意愿和履约能力。

3. 目前，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减

弱，经济复苏压力加大。宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整，评级结果反映了上述风险。

## 声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构上汽通用汽车金融有限责任公司和发行载体管理机构上海国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司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上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司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实地调查和诚信义务，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。
- 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，未因与上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司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、本期资产支持证券信用评级结果的有效期为“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”项下优先级资产支持证券存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的发起机构上汽通用汽车金融按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的 300000.00 万元个人汽车抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）设立“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款证券化信托”。上海信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 级和次级资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构：上汽通用汽车金融有限责任公司  
受托机构/发行人：上海国际信托有限公司  
贷款服务机构：上汽通用汽车金融有限责任公司  
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司上海市分行  
登记托管机构/支付代理机构：中央国债登记结算有限责任公司  
会计师：德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)  
法律顾问：北京市金杜律师事务所上海分所、上海融孚律师事务所  
牵头主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司  
联席主承销商：汇丰银行(中国)有限公司、瑞穗银行(中国)有限公司、渣打银行(中国)有限公司、南京银行股份有限公司  
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

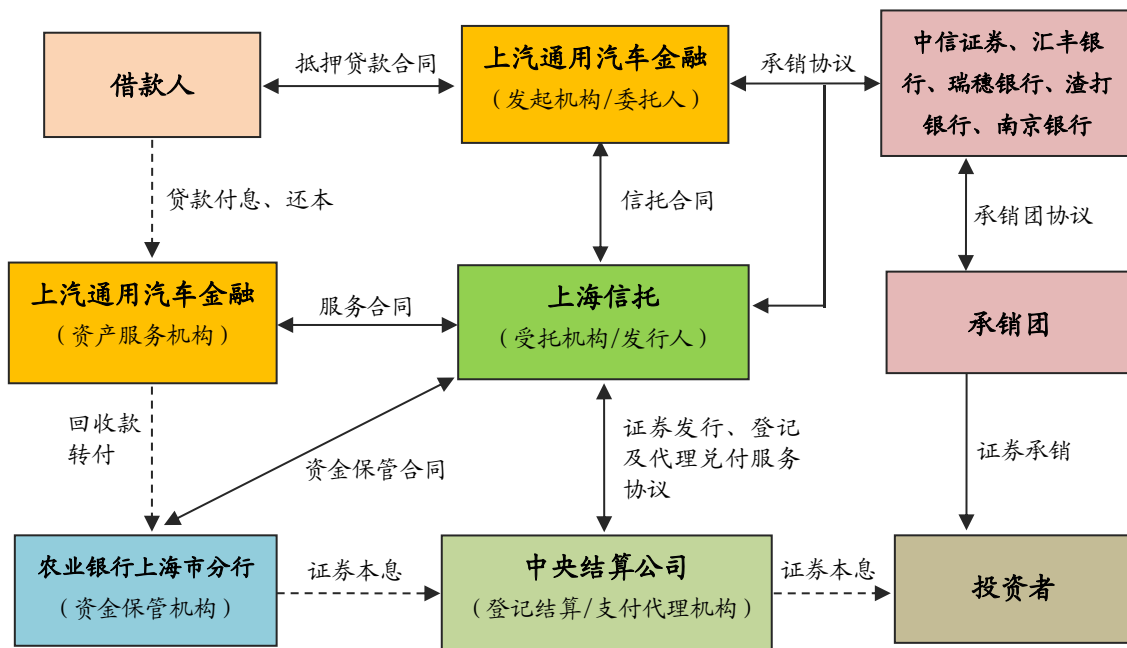


图 1 交易结构图

### 2. 资产支持证券

本交易发行优先级和次级资产支持证券，其中优先A1级、优先A2级证券属于优先级证券，享有信托的优先受益权，次级证券享有信托的次级受益权。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级。优先级证券按月偿付利息。优先A1级证券本金采用计划摊还方式，详见附件1；优先A2级和次级证券均采用过手结构按优

先/劣后顺序按月偿付本金。优先级证券均采用固定利率，票面利率根据簿记建档集中配售的方式确定；次级证券向发起机构定向发行，不

设票面利率，在既定条件下取得最终的清算收益。

表 2 资产支持证券概况（单位：万元、%）

| 证券名称    | 发行规模      | 占比     | 本金偿付模式 | 利息偿付模式 | 利率类型 | 预期到期日      |
|---------|-----------|--------|--------|--------|------|------------|
| 优先 A1 级 | 150000.00 | 50.00  | 计划     | 按月     | 固定   | 2021/2/26  |
| 优先 A2 级 | 108000.00 | 36.00  | 过手     | 按月     | 固定   | 2021/11/26 |
| 次级      | 42000.00  | 14.00  | 过手     | —      | —    | 2023/12/26 |
| 合 计     | 300000.00 | 100.00 | —      | —      | —    | —          |

### 3. 基础资产

本交易入池资产涉及发起机构上汽通用汽车金融向 52992 户借款人发放的 52992 笔个人汽车抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 300000.00 万元。

根据交易文件约定，本交易每一笔抵押贷款及其相关抵押权、附属担保权益需要符合以下合格标准：

(a)关于借款人的标准：（就每一笔抵押贷款而言）

(1)借款人为中国公民或永久居民，且在贷款发放日时至少为年满 18 周岁的自然人；在初始起算日，借款人非发起机构雇员；(2)借款人不存在违反其在抵押贷款合同或其他相关文件下的偿付义务(以下第 9 项标准规定的迟延履行除外)或其他主要义务的且尚未补救的行为；(3)抵押贷款发放时，任一借款人的年龄与该抵押贷款的剩余期限(年)之和小于等于 60；

(b)关于抵押贷款的标准：

(4)根据银保监会《贷款风险分类指引》贷款五级分类结果，抵押贷款全部为正常类贷款；(5)抵押贷款已经存在并由发起机构服务，且在借款人和发起机构之间有委托扣款的授权或在抵押贷款合同中有委托扣款条款；(6)抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；(7)抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；(8)抵押贷款合同和抵押权合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人和抵押权人可根据其条款向借款人主张权利；(9)

在初始起算日，借款人未存在迟延履行抵押贷款合同项下到期应付金额的情况，且过往未存在迟延履行抵押贷款合同项下到期应付金额超过 30 天的情况；(10)抵押贷款的到期日均不晚于资产支持证券的法定最终到期日前 24 个月；(11)抵押贷款的到期日不早于 2020 年 4 月 1 日，且已向相关的登记机关办理了相关抵押权的登记手续；(12)抵押贷款发放时，其本金金额至少为人民币 2 万元；(13)抵押贷款发放时，其本金金额不超过人民币 50 万元；(14)抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 80%。初始抵押率=抵押贷款合同本金金额(不含针对购车附加费用发放的贷款金额(如有))/抵押车辆价值(抵押车辆买卖合同价格)×100%；(15)抵押贷款为有息贷款或零息贷款；(16)抵押贷款的初始贷款期限为 1 年(不含)至 5 年(含)之间，于初始起算日 24:00 时的剩余期限不超过 5 年；(17)就有息的抵押贷款而言，需每月还本付息；就零息的抵押贷款而言，需按要求按期偿还本金；(18)抵押贷款合同项下的贷款金额均为一次性发放，不存在分次发放的情形；(19)借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的所有成本和费用，且发起机构无需向借款人退还；(20)除非相关借款人(或其代表)全部提前偿还了所有的应付款项(包括现时的和将来的，已有的和或有的)，无论是因发生了违约事件(不管该等违约如何描述)还是其他原因，任何借款人均无权选择终止该抵押贷款合同；(21)针对该抵押贷款而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其

他方面，发起机构和相关的借款人之间均无尚未解决的争议；相关借款人并未提出，或据发起机构所知相关借款人并未启动司法或仲裁程序，主张该抵押贷款、相关抵押贷款合同或抵押权为无效、可撤销、不可主张权利、可终止；(22)就发起机构所知，对于该抵押贷款或任何其他信托财产的回收或执行，不存在任何司法或仲裁程序中的判决或裁决，可能使该等回收或执行因发起机构的原因被阻止、被延缓、被认定为非法、无效、可撤销、被驳回、或被以其他方式进行不当干预；(23)除抵押贷款合同以外，发起机构和相关借款人之间关于该抵押贷款不存在其他协议(关于该抵押贷款的委托扣款协议除外)；(24)抵押贷款合同中就有关债权转让，不存在任何限制性规定条款；(25)就资产而言，除有关交易文件另有规定外，发起机构已经完成交易文件项下交易应适用的法律所要求其履行的所有程序和规定；(26)发起机构未曾放弃其在抵押贷款合同或抵押权项下的任何重要权利，但放弃就提前还款收取违约金的权利除外；(27)发起机构已经履行并遵守了相关的抵押贷款合同和相关抵押权的条款；(28)就发起机构所知，该抵押贷款不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的；(29)除法定抵销权以外，相关借款人不对该抵押贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；

(c) 关于抵押车辆的标准：

(30)于初始起算日，该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完第一顺序抵押登记手续，登记的第一顺序抵押权人为上汽通用汽车金融有限责任公司；(31)在发放该抵押贷款时，相关抵押车辆已经根据行业通用标准投保，所投保保险包括但不限于以借款人名义取得的但标明发起机构名称及其权益的财产险；

(d)关于发放和筛选抵押贷款的标准：

(32)该抵押贷款为发起机构在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与抵押贷款业务相关的政策、实践和程序所发放；(33)该抵押贷款(及其相关抵押权和(如适用)附属担保权益)

均为遵照法律的规定而创设；(34)在初始起算日，每份抵押贷款合同的文本在所有重要方面与约定的抵押贷款协议标准格式之一相同；(35)中国法律、抵押贷款合同或相关抵押权均禁止或限制相关借款人在未经发起机构同意时转让其在该抵押贷款合同中的义务或相关抵押车辆；(36)发起机构和/或借款人为签署、交付或履行相关抵押贷款合同所需的政府机构的重要同意、许可、批准、授权或登记，均已经依法办理并完成。

#### 4. 现金流安排

##### 4.1 账户设置及回收款转付

在信托财产交割日当日或之前，受托机构将在资金保管机构开立独立的人民币信托账户，下设信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户、信托（混同和抵销）储备账户和信托（税收）储备账户。其中，信托付款账户包括信托分配（证券）账户以及信托分配（费用和开支）账户。信托收款账户用来接收回收款，各分账户及储备账户资金均来源于信托财产。

贷款服务机构应按月在每一个回收款转付日下午2点前，按约定将扣除执行费用的上一收款期间的所有回收款转入信托收款账户。信托付款账户、信托(流动性)储备账户、信托(服务转移和通知)储备账户、信托(混同和抵销)储备账户和信托(税收)储备账户根据交易文件约定从信托收款账户中取得资金进行分配。

##### 4.2 现金流支付机制

###### (1) 触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”区分为自动生效的违约事件和需经宣布生效的违约事件，自动生效的违约事件列示如下：(a)受托机构未能在支付日后10个工作日内(或在有控制权的资产支持证券持有人大会允许的宽限期内)对当时应偿付但尚

未清偿的优先级资产支持证券付息的；(b)受托机构未能在法定最终到期日后 10 个工作日内(或在有控制权的资产支持证券持有人大会允许的宽限期内)对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的。

需经宣布生效的违约事件列示如下：(c)受托机构违反其在资产支持证券条款和条件、《信托合同》或其为一方的其他交易文件项下的任何重要义务、条件或条款(对资产支持证券支付本金或利息的义务除外)，且有控制权的资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约(i)无法补救，或(ii)虽然可以补救，但在有控制权的资产支持证券持有人大会向受托机构发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救，或(iii)虽然可以根据交易文件的规定以替换受托机构的方式进行补救，但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构；(d)有控制权的资产支持证券持有人大会合理地认为受托机构在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证，在做出时或经证实在做出时便有重大不实或误导成分，并且“有控制权的资产支持证券持有人大会”合理地认为该等违约(i)无法补救，或(ii)虽然可以补救，但在“有控制权的资产支持证券持有人大会”向“受托机构”发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能补救，或(iii)虽然可以根据“交易文件”的规定以替换受托机构的方式进行补救，但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构。

以上(a)至(b)项所列的任一事件发生时，“违约事件”视为已在该事件发生之日发生。发生以上(c)项至(d)项所列的任何一起事件时，有控制权的资产支持证券持有人大会应决定是否宣布发生“违约事件”，并通知受托机构以书面通知的方式告知相关机构；在有控制权的资产支持证券持有人大会做出上述决定之前，受托机构应按照约定的现金流加速分配机制分配回收款；如有控制权的资产支持证券持有人大会宣布发生“违约事件”，则受托机构应按照约定的分配顺序进行分配。

“加速清偿事件”亦区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：(a)发起机构发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何贷款服务机构解任事件；(c)贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期内，未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d)(i)在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的规定任命继任者，或(ii)在必须任命后备贷款服务机构的情况下，受托机构未能在《服务合同》规定的时间内任命后备贷款服务机构；(e)在交割日后的相应周年年度内，某一收款期间结束时的累计违约率超过与之相对应的数值：第一年：1.76%，第二年及以后：3.52%；(f)前三个连续收款期间(如指第一个和第二个收款期间，则分别指连续一个或两个收款期间)的平均严重拖欠率<sup>2</sup>超过 1.76%；(g)发生违约事件中所列的(c)或(d)项，且有控制权的资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件；(h)在任一优先级资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，按照约定的分配顺序无法足额分配相应的预期到期日应付的优先级资产支持证券的未偿本金余额，或在任一优先 A1 级资产支持证券预期到期日前任一个信托分配日，按照约定的分配顺序分配后无法使优先 A1 级资产支持证券达到约定的该信托分配日后第一个支付日对应的目标余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：(i)发起机构或贷款服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务(上述(c)项规定的义务除外)，并且受托机构合理地认为该等行为无法补救或在受托机构发出要求其补救的

<sup>2</sup> 严重拖欠抵押贷款：系指根据贷款服务机构的《贷款服务手册》中所规定的标准服务程序，抵押贷款合同项下本息的任何部分在支付日后逾期超过 60 天(不含 60 天)但不超过 90 天的抵押贷款。严重拖欠率：系指就某一收款期间而言，系指  $A/(B-C)$ 。其中，A 为该收款期间之最后一日日终时所有严重拖欠抵押贷款的未偿本金余额之和；B 为初始起算日资产池余额；C 为从初始起算日(不含该日)至该收款期间开始前所有已从资产池内回收的回收款中本金之和。

书面通知后 30 天内未能得到补救；(j)发起机构在交易文件中提供的任何陈述、保证(资产保证除外)在提供时有重大不实或误导成分；(k)发生对贷款服务机构、发起机构、受托机构或者抵押贷款、抵押权、附属担保权益有重大不利影响的事件；(l)交易文件(《承销协议》和《承销团协议》除外)全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上(a)项至(h)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时，“加速清偿事件”应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(i)项至(l)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托机构应通知所有的资产支持证券持有人，并经有控制权的资产支持证券持有人大会有效决议表决后，受托机构以书面通知的方式向相关机构宣布“加速清偿事件”已经发生。

若仅仅由于严重拖欠率达到上述(f)项规定的触发水平而触发“加速清偿事件”，如在此后的收款期间内严重拖欠率发生好转并低于触发水平的，受托机构应根据月度服务机构报告中的信息，在分配回收款时终止现金流加速分配机制，并恢复“加速清偿事件”发生前回收款的分配顺序进行分配。

发生上述(g)项中规定的“加速清偿事件”后，如有控制权的资产支持证券持有人大会宣布发生“违约事件”，受托机构则应按照约定的分配顺序进行分配。

## (2) 回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”/“信托清算事件”发生前，信托账户的全部金额按以下顺序进行支付（如同一顺序的多笔款项不足

以同时完全支付的，按各项应受偿金额的比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：税收（如有）、同顺序按比例支付参与机构服务报酬（贷款服务机构除外）和限额内费用支出、贷款服务机构报酬、同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级证券利息、各储备账户的必备储备金额、次级证券不超过年收益率 0% 的期间收益，若发生“加速清偿事件”，则同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级证券本金，若未发生“加速清偿事件”，支付优先 A1 级证券的本金直至优先 A1 级证券的未偿本金余额达到信托合同约定该支付日对应的目标余额（在优先 A2 级证券本金偿付完毕前）、优先 A2 级证券本金（如优先 A2 级证券的本金已经偿付完毕，则支付优先 A1 级证券的本金，直至优先 A1 级证券未偿本金余额为零，而不受该支付日对应的优先 A1 级证券目标余额的限制）、同顺序按比例支付各机构超出优先支出上限的费用支出、次级证券本金，余额作为次级证券的收益。“违约事件”/“信托清算事件”发生前的现金流详见附图 1。

“违约事件”/“信托清算事件”发生后，信托收款账户项下资金用于顺序偿付税收（如有），若发生“信托清算事件”，支付清算所需要的费用，同顺序按比例支付参与机构服务报酬（贷款服务机构除外）和实际费用支出、贷款服务机构的服务报酬（若该“违约事件”不是贷款服务机构直接或间接引致）、优先 A1 级和优先 A2 级证券利息、同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级证券本金、贷款服务机构服务报酬（若该“违约事件”是贷款服务机构直接或间接引致）、次级证券本金，余额作为次级证券收益。“违约事件”/“信托清算事件”发生后的现金流详见附图 2。

## 二、交易结构分析

### 1. 结构化安排

本交易设置了优先/次级结构以及触发机

制等交易结构安排实现信用提升。同时，设置了条件储备账户等交易结构安排以提供流动性

支持作用。

#### (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 A 级和次级证券。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，劣后受偿的分档证券为优先级受偿证券提供信用损失保护。具体而言，优先 A 级证券获得 14.00% 的信用支持。

#### (2) 触发机制

本交易设置了三类事件触发机制：“加速清偿事件”、“违约事件”和“信托清算事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

#### (3) 条件储备账户

本交易设置了条件储备账户，包括信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户、信托（混同和抵销）储备账户。

当上汽通用汽车金融具备全部必备评级等级<sup>3</sup>时，上述信托（服务转移和通知）储备账户和信托（混同和抵销）储备账户的必备储备金额为零，当上汽通用汽车金融不具备任何必备评级等级之一时，资金保管机构将从信托收款账户中提取资金补充相应的储备账户直到约定金额。

信托（流动性）储备账户内的必备金额为：  
(a) 在信托设立日和第一个信托分配日，为等额于初始起算日资产池余额的 1% 的金额（即人民币 3000 万元）；  
(b) 在每一个信托分配日（除第一个信托分配日外），为等额于在该信托分配日当期按照《信托合同》约定所有应付金额（其中涉及各方的费用支出以优先支出上限数额为限）之总和的两倍的金额，但该等金额不得超过人民币 3000 万元。

具体而言，信托（流动性）储备账户的必

备金额为当期应付税收（如有）、参与机构服务报酬（贷款服务机构除外）和限额内费用支出、贷款服务机构报酬、优先 A1 级和优先 A2 级证券利息之总和的两倍；信托（服务转移和通知）储备账户的必备金额为预计转移费用与预计通知费用之和；信托（混同和抵销）储备账户的必备金额为混同储备金额<sup>4</sup>与抵销储备金额<sup>5</sup>之和。条件储备账户的设置能有效地缓释流动性风险。

## 2. 交易结构风险分析

### (1) 抵销风险

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

本交易合同约定，如任何借款人行使抵销权，且被抵消的金额属于发起机构根据信托合同信托予受托机构的任何财产、权利、所有权、利益或收益，则发起机构应立即将相当于该等抵销金额的款项支付入信托收款账户的相关子账户。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为上汽通用汽车金融的违约风险。

上汽通用汽车金融业务经营稳健，盈利能力很强，具备极高的信用等级。联合资信认为即使借款人行使抵销权，上汽通用汽车金融也能够履行补足义务。并且针对上汽通用汽车金融的信用状况，本交易设置了以必备评级等级作为触发条件的信托（混同和抵销）储备账户，进一步缓释了抵销风险，本交易的抵销风险极低。

### (2) 混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息回收与贷款服务机构的其

<sup>3</sup> 必备评级等级：就中债资信评估有限公司（以下简称“中债资信”）的评级系统而言，系指 A- 级及更高的主体长期信用等级评级。就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评级。

<sup>4</sup> 混同储备金额：系指当贷款服务机构不具备任何必备评级等级之一时，在信托（混同和抵销）储备账户中储备的用于弥补服务转移过程中混同风险的储备金额，相当于贷款服务机构向后备贷款服务机构或替代贷款服务机构转移服务预计所需的收款期间内的回收款金额。

<sup>5</sup> 抵销储备金额：系指当上汽通用汽车金融不具备任何必备评级等级之一时，在信托（混同和抵销）储备账户中储备的用于弥补抵销风险的储备金额，相当于每个收款期间期末时资产池内全部抵押贷款的未偿本金余额之和与上汽通用汽车金融对所有借款人的全部债务金额二者中的较低者。

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，本交易安排了以贷款服务机构的主体长期信用等级评级为触发的回收款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评级高于或等于 A<sup>+</sup> 级且联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级评级高于或等于 A 时，回收款转付日为每个计算日后的第 7 个工作日；否则，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第 4 个工作日。此外，本交易设置了以必备评级等级为触发条件的信托（混同和抵销）储备账户。

作为贷款服务机构，上汽通用汽车金融良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级较好地缓释了混同风险。

#### （3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配。本交易未设置外部流动性支持机制，但通过合并本金回收款和利息回收款及设立条件内部流动性储备账户来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本交易本金回收款和利息回收款的合并支付安排能较有效地缓释资产池现金流入同优先级证券利息兑付之间的现金流错配风险。

#### （4）提前偿还和拖欠风险

依据交易偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于证券本金的兑付。入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。

本交易中，按照上汽通用汽车金融汽车贷款业务合同规定，若借款人提前还款，必须一次还清贷款本金余额及截至清偿日的利息，以及应由借款人向贷款人支付的其他款项，同时贷款人有权对借款人收取提前还款手续费。若借款人出现合同约定的违约情形，贷款人有权要求借款人立即清偿贷款合同项下所有未付款项及约定的违约金。从合同角度看，借款人的

提前还款和违约风险受到一定的约束和限制。

此外，联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测试结果已反映该风险。

#### （5）利率风险

本交易入池贷款中的合同利率包括固定利率和浮动利率，优先级证券均采用固定利率。可以看到，本交易入池贷款利率和优先级证券在利率类型、调整幅度、利率调整时间等方面有所不同，存在一定的利率风险。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下优先 A 级证券获得的信用支持，评级结果已经考虑利率风险。

#### （6）尾端风险

随着入池贷款的清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性相对增加，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设定了尾端违约模式进行压力测试，评级结果已反映该风险。

本交易设计了清仓回购安排。在满足以下两个条件时，发起机构可以选择清仓回购：(a) 资产池中资产的未偿本金余额总合在清仓回购起算日降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下；并且(b) 剩余资产池在清仓回购起算日二十四时(24:00)全部抵押贷款的未偿本金余额以及在清仓回购起算日所在的当个收款期间已经产生但尚未分配的现金形式的回收款总额之和不少于全部优先级资产支持证券的未偿本金余额及其已产生但未支付的利息和在截止支付完全全部优先级资产支持证券未偿本金余额的支付日（不含该日）为止将要产生的利息总额加上信托应付的服务报酬和实际支出之和。

清仓回购安排是发起机构上汽通用汽车金融于既定条件下按照公允的市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，但若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

### (7) 再投资风险

在本交易的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了较严格的合格投资标准。合格投资系指委托人将信托账户内闲置资金用于以人民币计价和结算的在合格实体进行的金融机构同业存款。且上述投资须在信托分配日当日或之前到期或清偿，且不必就提前提取支付任何罚款。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。合格实体是指联合资信和中债资信给予主体长期信用等级均不低于 AA 级的实体。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

### 3. 主要参与方履约能力

#### (1) 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为上汽通用汽车金融。作为发起机构，上汽通用汽车金融的资本实力、运营管理能力和财务状况会影响到发起机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力；同时，其公司治理、风险管理水平和内部控制能力会影响其贷款发起模式和审贷标准，并进而影响到证券化交易贷款组合的信用质量。作为贷款服务机构，其贷款服务能力将直接影响到本交易资产池贷款组合的信用表现。

上汽通用汽车金融成立于 2004 年 8 月，总部位于中国上海自由贸易试验区，是经中国银保监会批准成立的全国首家专业汽车金融公司，也是国内目前业务规模最大的汽车金融公司。截至目前，上汽通用汽车金融注册资本 65 亿元，前两大股东分别为上海汽车集团财务有限责任公司（以下简称“上汽财务”）与 General Motors Financial Company, Inc.。其中上汽财务是 1995 年经中国人民银行批准成立的非银行金融机构，在监管许可范围内从事金融服务，其控股股东为上海汽车集团股份有限公司，持

有其 98.60% 的股份；General Motors Financial Company, Inc. 是美国通用汽车控股有限责任公司 100% 拥有的全资子公司（通用汽车控股有限责任公司是美国通用汽车公司 100% 拥有的全资子公司），并且是一家以提供多种金融服务，包括通过汽车零售商为其顾客提供的零售融资和租赁服务及向汽车经销商提供的库存车辆融资服务的金融机构。上汽通用汽车金融股东背景实力较为雄厚，在汽车金融及其他金融服务领域具有丰富的经验。上汽通用汽车金融股东及其持股情况如表 3 所示。

表 3 上汽通用汽车金融股东及持股比例

| 股东名称                                   | 持股比例   |
|----------------------------------------|--------|
| 上海汽车集团财务有限责任公司                         | 45.00% |
| General Motors Financial Company, Inc. | 35.00% |
| 上汽通用汽车有限公司（原上海通用汽车有限公司）                | 20.00% |

作为国内首家专业汽车金融公司，上汽通用汽车金融目前市场覆盖范围相对较广，针对不同类型、地域的汽车消费者设计了品种丰富的信贷产品，除了对普通客户群提供的标准化产品以外，还按照特殊消费群体的不同需求，开发了众多金融信贷产品，例如针对年轻消费群体的计划产品、面向资质较弱客户群体的条件复议产品、对良好有良好社保记录客户群体的社保计划产品、二手车业务系列产品等，做到了因需制宜，同时实现了客源的多元化。上汽通用汽车金融自成立以来，连续十一年实现盈利，凭借着国际先进的汽车金融管理经验与技术，上汽通用汽车金融已为全国 300 多个城市 500 万以上的汽车消费者提供了专业的汽车金融服务，零售信贷业务逐渐成为了公司的主要收入来源，收入约占公司整体收入的 80% 左右。

根据上汽通用汽车金融 2018 年 12 月审计报告，截至 2018 年末，上汽通用汽车金融资产总额为 1214.65 亿元，其中发放贷款和垫款余额 999.57 亿元；负债总额 1054.70 亿元；所有者权益 159.94 亿元。2018 年全年，上汽通用汽车金融实现营业收入 63.72 亿元，净利润 29.24

亿元。

根据上汽通用汽车金融未经审计的财务报告显示，截至 2019 年 6 月末，上汽通用汽车金融资产总额为 1072.59 亿元，其中发放贷款和垫款余额 998.90 亿元；负债总额 893.69 亿元；所有者权益 178.89 亿元。2019 年上半年，上汽通用汽车金融实现营业收入 34.88 亿元，净利润 19.60 亿元。

信贷管理方面，上汽通用汽车金融制定了较为完整的贷款管理流程，对贷前贷后的操作步骤和方法进行了较为明确的规定。上汽通用汽车金融在组织框架层面设立了专职审批人员，分区把关，进而提高信贷审批的独立性和风险识别的有效性。为减少经销商对审批结果的干扰，上汽通用汽车金融将全国各地经销商提交的信贷申请进行随机平均分配，交由信贷人员对客户进行综合评估，对于数额较大或难以评估的贷款申请，需提交各区域信贷主管进一步审批。

从业务种类来看，零售业务的风险点为信贷标准的执行，上汽通用汽车金融零售信贷部门联合外方股东开发了评分系统，并不定期进行系统更新，信贷员基于评分并综合自身判断对贷款进行审核，对于由于低评分而需要追加担保的客户，其审批需由高级主管确定。

截至 2018 年末，上汽通用汽车金融的不良贷款率为 0.09%，不良率很低，公司的信贷风险控制水平良好。

在资产证券化方面，上汽通用汽车金融作为发起机构成功在银行间市场发起了多单资产证券化项目，并担任交易的贷款服务机构。上汽通用汽车金融具备丰富的证券化交易与贷款服务经验。

总体来看，上汽通用汽车金融公司治理规范、财务状况优良、风险控制能力较强，同时，在汽车抵押贷款业务与证券化方面均具有丰富的经验。联合资信给予上汽通用汽车金融主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。上汽通用汽车金融作为本交易的发起机构和贷款服

务机构，履职能力极强，能够为本交易提供良好的相关服务。

## （2）资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）上海市分行。农业银行的前身是 1951 年成立的农村合作银行，2009 年 1 月完成股份制改造。2010 年 7 月，农业银行分别在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市。

截至 2018 年末，农业银行资产总额 226094.71 亿元，股东权益 16747.87 亿元，实现营业收入 5985.88 亿元，净利润 2026.31 亿元，不良贷款率 1.59%，拨备覆盖率 252.18%，资本充足率 15.12%，核心一级资本充足率 11.55%。截至 2018 年末，农业银行托管资产规模 92200.94 亿元。

截至 2019 年 6 月末，农业银行资产总额 239751.53 亿元，股东权益 17381.35 亿元；2019 年上半年，实现营业收入 3231.79 亿元，净利润 1223.72 亿元；不良贷款率 1.43%，拨备覆盖率 278.38%，资本充足率 15.48%，核心一级资本充足率 11.13%。截至 2019 年 6 月末，农业银行托管资产规模 98557.48 亿元。

农业银行持续优化信贷结构加强重点领域风险防控和行业风险限额管理，及时化解各类风险隐患。拓宽不良贷款清收处置渠道，保持资产质量稳定。农业银行坚持疏堵结合、标本兼治、分类施策，确保案件可控、风险可控。一方面，加大重点领域风险管理。针对信贷风险、流动性风险、市场风险、互联网金融风险、外部冲击风险等重点领域，细化落实防控和化解措施，明确责任要求。另一方面，加强内部控制建设和案件防控。扎实推进案件风险隐患大起底、大排查，不断夯实信贷、运营、信息科技、安全生产、员工行为等管理基础。推广“三线一网格”管理模式，提升案防科技水平，强化问题整改和持续改进，推动问题根源性、系统性治理。

总体来看，农业银行是我国大型的国有控股商业银行，公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。联合资信认为本期产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

### （3）受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人是上海信托。上海信托成立于1981年，由上海市财政局出资成立。2000年股东变更为上海国际集团有限公司。2001年公司经中国人民银行核准首批获得重新登记，更名为上海信托投资有限公司。截至2019年6月末，上海信托注册资本金50亿元，目前大股东为上海浦东发展银行股份有限公司，持股97.33%。

截至2018年末，按照母公司报表口径，上海信托资产总额165.18亿元，所有者权益136.04亿元，信托业务资产7686.85亿元。2018年，上海信托实现营业收入24.04亿元，净利润13.35亿元。

截至2019年6月末，按照母公司报表口径，上海信托资产总额177.18亿元，所有者权益144.21亿元。2019年上半年，上海信托实现营业总收入13.67亿元，净利润7.74亿元。

上海信托按照《公司法》《信托法》《信托公司管理办法》等法律法规的框架建立信托业务的法人治理结构和运行模式，形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的机制，风险管理坚持合规优先、全程监控、细化流程三个原则，内部控制环境良好；建立了权责分明、分工明确的内部控制体系，实现了对公司决策层、管理层和操作层的全面监督和控制；在合规优先、全程监控、细化流程三个原则下，完善了事前评估、事中控制、事后检查的风险控制流程，应对公司经营活动中可能遇到的：信用风险、市场风险、操作风险、其他风险。

上海信托作为受托人，在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品，业务经验丰

富。

总体来看，上海信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及丰富的信托业务经验，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性很较小。

### 4. 法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：上汽通用汽车金融系依据中国法律有效存续的有限责任公司，其依据中国法律具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件；为签署、交付和履行本项目之交易文件，上汽通用汽车金融已依据其公司章程和其他相关组织性文件，取得了全部必要的内部授权；上汽通用汽车金融签署、交付和履行本项目之交易文件，不违反相关法律、行政法规和部门规章，不违反上汽通用汽车金融的公司章程及相关组织性文件；本项目交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，将构成对本项目各方合法有效并具有约束力的文件，并可以根据交易文件的条款对本交易各方主张权利；除约定的事项以外，上汽通用汽车金融就签署、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、授权和同意；本项目之交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，且上汽通用汽车金融根据《信托合同》将本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权转让给受托机构后，信托有效成立。信托财产与上汽通用汽车金融未设立信托的其他财产相区别，上汽通用汽车金融依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，如果上汽通用汽车金融不是信托的唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，只是上汽通用汽车金融持有的以次级资产支持证券表示的信托受益权作为其清算财产；如果届时优先级资产支持证券的应付款项已全部足额清偿，上汽通用汽车金融作为次级资产支持证券持有人是信托的唯一受益人的，信托终止，信托财产作为其清算财产。信托财产亦与属于受托机构

所有的财产相区别，受托机构依法解散、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；本项目之交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，上汽通用汽车金融对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在上汽通用汽车金融和受托机构之间发生法律效力。如果发生个别通知事件，在上汽通用汽车金融根据《信托合同》以权利完善通知的形式将债权转让的事实通知给借款人后，该债权的转让即对借款人发生法律效力；上汽通用汽车金融根据《信托合同》转让本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权时，同时转让与该债权有关的车辆抵押权。本项目《信托合同》约定，因资产池中某笔抵押贷款未办理将抵押权改为受托机构名下的变更登记，出现善意第三人对抵押车辆主张抵押权，而受托机构所持抵押权无法对抗善意第三人的，发起机构应按照《信托合同》的规定向受托机构赎回相应资产；上汽通用汽车金融在《信托合同》中承诺，

信托设立后，上汽通用汽车金融作为发起机构，不得因资产支持证券持有人对上汽通用汽车金融或其他资产支持证券持有人有重大侵权行为而解除信托、变更资产支持证券持有人或者处分资产支持证券持有人的信托受益权；拟签署交易文件的各方在其作为一方的交易文件中承诺，且受托机构代表资产支持证券持有人承诺，在信托的存续期间(自交割日起至信托终止日)，任何一方不得为终止信托的目的而提起任何诉讼或仲裁程序；上述有关诉讼禁止的承诺，在中国法律项下构成作出该项承诺的各方的合法的、有效的并有约束力的义务；经审查的抽样抵押贷款符合《信托合同》规定的合格标准，相关的《汽车抵押贷款合同》和其他资产池相关法律文件的条款内容合法合规。上汽通用汽车金融以其合法持有的个人汽车抵押贷款债权、附属抵押权及其他附属担保权益作为信贷资产证券化的基础资产符合相关法律法规的规定，该基础资产池可以依法设立信托。

### 三、基础资产分析

联合资信对本交易入池资产信用风险的评估主要基于委托人个人汽车抵押贷款业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池的个人汽车抵押贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池汽车贷款的违约率和回收率与贷款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款资产质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

#### 1. 资产池分析

本交易入池资产的借款人全部为中国公民或永久居民，且在贷款发放日时至少为年满 18 周岁的自然人。本交易涉及 52992 笔个人汽车抵押贷款，截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 300000.00 万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表 4：

表 4 资产池概况

|                |           |
|----------------|-----------|
| 贷款户数（户）        | 52992     |
| 贷款笔数（笔）        | 52992     |
| 合同金额（万元）       | 439029.76 |
| 未偿本金余额（万元）     | 300000.00 |
| 单笔最大合同金额（万元）   | 37.59     |
| 单笔平均合同金额（万元）   | 8.28      |
| 单笔最大未偿本金余额（万元） | 32.27     |
| 单笔平均未偿本金余额（万元） | 5.66      |
| 加权贷款执行利率（%）    | 5.07      |
| 加权平均合同期限（月）    | 35.24     |
| 加权平均账龄（月）      | 9.30      |
| 加权平均剩余期限（月）    | 25.94     |
| 最短剩余期限（月）      | 5.00      |
| 最长剩余期限（月）      | 48.00     |
| 加权平均首付比例（%）    | 29.89     |
| 借款人加权平均年龄（岁）   | 34.10     |

注：1. 加权平均指标以资产池初始起算日贷款未偿本金余额为权重计算，下同；

2. 单笔贷款合同期限、账龄及剩余期限为整数，下同；

3. 首付比例=首付金额/汽车购买价格，下同；

4. 借款人年龄为截至初始起算日借款人的实际年龄，下同

#### (1) 入池贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产单笔汽车贷款平均未偿本金余额为 5.66 万元，单笔最大未偿本金余额为 32.27 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.011%，资产池分散度高，资产池的未偿本金余额分布如表 5 所示。

表 5 入池贷款未偿本金余额分布  
(单位：万元、笔、%)

| 未偿本金余额区间 | 笔数    | 未偿本金余额    | 金额占比   |
|----------|-------|-----------|--------|
| (0, 5]   | 29201 | 92596.40  | 30.87  |
| (5, 10]  | 17312 | 119012.97 | 39.67  |
| (10, 15] | 4791  | 57619.07  | 19.21  |
| (15, 20] | 1300  | 22021.80  | 7.34   |
| 20 以上    | 388   | 8749.76   | 2.92   |
| 合计       | 52992 | 300000.00 | 100.00 |

注：1. (, ] 为左开右闭区间，例如(0, 5]表示大于 0 但小于等于 5，下同；

2. 金额或占比加总不等于合计数系四舍五入所致，下同

#### (2) 入池贷款抵押物类型

本交易入池贷款所购车辆全部为新车，并且于初始起算日抵押车辆均已在中国相关的登记机关办理完第一顺序抵押登记手续，登记的第一顺序抵押权人为上汽通用汽车金融。

#### (3) 入池贷款首付比例

截至初始起算日，本交易入池贷款加权平均首付比例为 29.89%，首付比例主要集中在 10%至 40%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表 6。

表 6 入池贷款首付比例分布  
(单位：%、笔、万元)

| 首付比例区间   | 笔数    | 未偿本金余额    | 金额占比   |
|----------|-------|-----------|--------|
| [20, 30] | 27889 | 177931.06 | 59.31  |
| (30, 40] | 14865 | 75495.84  | 25.17  |
| (40, 50] | 6048  | 29257.72  | 9.75   |
| (50, 60] | 3620  | 15297.42  | 5.10   |
| (60, 70] | 524   | 1888.65   | 0.63   |
| 70 以上    | 46    | 129.31    | 0.04   |
| 合计       | 52992 | 300000.00 | 100.00 |

注：[, ] 为左闭右闭区间，例如[20, 30]表示大于等于 20 但小于等于 30，下同

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车贷款的首付比例越高，借款人违约的意愿越低。

#### (4) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款中的合同利率包括固定利率和浮动利率，利率类型的具体分布如表 7 所示。

表 7 入池贷款利率类型  
(单位：笔、万元、%)

| 利率类型 | 笔数    | 未偿本金余额    | 金额占比   |
|------|-------|-----------|--------|
| 固定   | 44727 | 271847.81 | 90.62  |
| 浮动   | 8265  | 28152.19  | 9.38   |
| 合计   | 52992 | 300000.00 | 100.00 |

#### (5) 入池贷款利率分布

本交易入池贷款加权平均利率为 5.07%，最高利率为 15.90%，最低利率为 0%<sup>6</sup>，利率分布如表 8 所示。

表 8 入池贷款利率分布  
(单位：%、笔、万元)

| 利率区间    | 笔数    | 未偿本金余额    | 金额占比   |
|---------|-------|-----------|--------|
| [0, 3]  | 11018 | 44505.66  | 14.84  |
| (3, 6]  | 26112 | 180048.19 | 60.02  |
| (6, 9]  | 6581  | 44395.53  | 14.80  |
| (9, 12] | 8686  | 29337.60  | 9.78   |
| 12 以上   | 595   | 1712.20   | 0.57   |
| 合计      | 52992 | 300000.00 | 100.00 |

#### (6) 入池贷款账龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款加权平均账龄为 9.30 个月，入池贷款的账龄分布见表 9。

表 9 入池贷款账龄分布  
(单位：月、笔、万元、%)

| 账龄区间     | 笔数    | 未偿本金余额    | 金额占比  |
|----------|-------|-----------|-------|
| (0, 12]  | 34643 | 227678.23 | 75.89 |
| (12, 24] | 15894 | 67144.32  | 22.38 |

<sup>6</sup> 此处存在入池贷款利率为 0%主要系经销商部分所承担的利息不入池所致。

|            |              |                  |               |
|------------|--------------|------------------|---------------|
| 24 以上      | 2455         | 5177.45          | 1.73          |
| <b>合 计</b> | <b>52992</b> | <b>300000.00</b> | <b>100.00</b> |

#### (7) 入池贷款剩余期限分布

截至初始起算日，本交易入池贷款的加权平均剩余期限为 25.94 个月，最长剩余期限为 48.00 个月，最短剩余期限为 5.00 个月，入池贷款的剩余期限分布如表 10 所示。

表 10 入池贷款剩余期限分布

(单位：月、笔、万元、%)

| 剩余期限区间     | 笔数           | 未偿本金余额           | 金额占比          |
|------------|--------------|------------------|---------------|
| (0, 12]    | 8785         | 21152.96         | 7.05          |
| (12, 24]   | 21755        | 99327.34         | 33.11         |
| (24, 36]   | 20193        | 155467.97        | 51.82         |
| (36, 48]   | 2259         | 24051.73         | 8.02          |
| <b>合 计</b> | <b>52992</b> | <b>300000.00</b> | <b>100.00</b> |

#### (8) 入池贷款还款方式

本交易入池贷款的还款方式主要为按月等额本息。还款方式的具体分布如表 11 所示。

表 11 入池贷款还款方式

(单位：笔、万元、%)

| 利率类型       | 笔数           | 未偿本金余额           | 金额占比          |
|------------|--------------|------------------|---------------|
| 等额本息       | 52978        | 299951.52        | 99.98         |
| 等额本金       | 14           | 48.48            | 0.02          |
| <b>合 计</b> | <b>52992</b> | <b>300000.00</b> | <b>100.00</b> |

#### (9) 借款人年龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款借款人的平均年龄为 34.10 岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在 30 岁到 40 岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如下表 12 所示。

表 12 借款人年龄分布

(单位：岁、笔、万元、%)

| 年龄区间       | 笔数           | 未偿本金余额           | 金额占比          |
|------------|--------------|------------------|---------------|
| [18, 20]   | 193          | 1153.88          | 0.38          |
| (20, 30]   | 18714        | 104124.32        | 34.71         |
| (30, 40]   | 22703        | 129681.69        | 43.23         |
| (40, 50]   | 8592         | 49463.20         | 16.49         |
| (50, 60]   | 2790         | 15576.92         | 5.19          |
| <b>合 计</b> | <b>52992</b> | <b>300000.00</b> | <b>100.00</b> |

#### (10) 借款人地区分布

借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。本交易入池贷款分布在全国众多的城市，地区分布较为分散。截至初始起算日，入池贷款中占比前十大地区分布如表 13 所示。

表 13 入池贷款未偿本金余额占比前十大地区分布

(单位：笔、万元、%)

| 地区         | 笔数           | 未偿本金余额           | 金额占比         |
|------------|--------------|------------------|--------------|
| 广东         | 5478         | 30988.49         | 10.33        |
| 江苏         | 5050         | 28618.09         | 9.54         |
| 山东         | 4386         | 23936.54         | 7.98         |
| 河南         | 3969         | 22257.21         | 7.42         |
| 湖南         | 3057         | 18247.63         | 6.08         |
| 四川         | 2491         | 14151.45         | 4.72         |
| 浙江         | 2263         | 13675.60         | 4.56         |
| 湖北         | 2342         | 13328.66         | 4.44         |
| 贵州         | 2335         | 12619.27         | 4.21         |
| 江西         | 2356         | 12590.17         | 4.20         |
| <b>合 计</b> | <b>33727</b> | <b>190413.13</b> | <b>63.47</b> |

## 2. 宏观经济及外部环境

目前，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整。

## 四、定量分析

### 1. 基准参数的确定

本交易的基础资产为发起机构上汽通用汽车金融持有的个人汽车抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据上汽通用汽车金融的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出累计违约率和回收率以及提前还款率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

上汽通用汽车金融提供了 2014 年 1 月~2019 年 9 月新增的所有资产的静态池历史数据，共计 69 个静态池。联合资信整理分别计算了累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

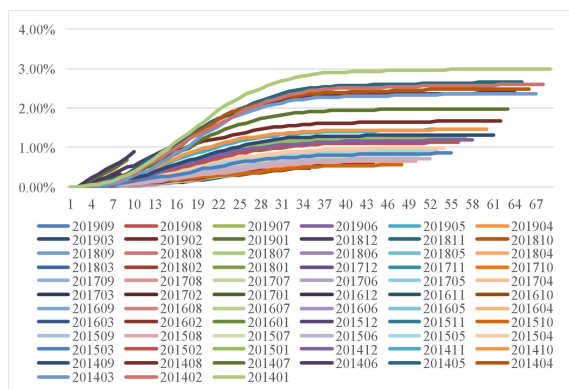


图 2 静态池累计违约率（逾期 30 天以上）

注：“201401”指在 2014 年 1 月 1 日至 2014 年 1 月 31 日期间发放的贷款，以此类推

累计违约率，是判断基础资产损失情况的指标，根据静态池中违约分布计算，用于模拟本交易成立后因损失导致的资产池本金减少。联合资信根据历史数据整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到静态池 60 个月的预期累计违约率为

1.30%，考虑账龄后的预期累计违约率<sup>7</sup>为 1.60%。

回收率，上汽通用汽车金融提供了 2014 年 1 月~2019 年 9 月投放产品的静态池历史数据。联合资信根据“资产回收率=（静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额-静态池最终被认定为核销资产的未偿本金余额）/静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额”公式计算出每个静态池逾期资产的回收率。联合资信自 2014 年 1 月起开始计算各个月发放贷款在 36 期<sup>8</sup>的回收率，通过观测各个静态池的回收率得到，回收率整体保持较平稳，联合资信最终采用的基准回收率为平均值 69.94%。静态池各期回收数据如下表所示：

表 14 静态池资产回收率

| 静态池    | 回收率（%） | 静态池    | 回收率（%） |
|--------|--------|--------|--------|
| 201401 | 71.65  | 201506 | 75.64  |
| 201402 | 73.04  | 201507 | 71.04  |
| 201403 | 70.95  | 201508 | 71.91  |
| 201404 | 68.48  | 201509 | 69.87  |
| 201405 | 68.05  | 201510 | 68.03  |
| 201406 | 65.21  | 201511 | 72.17  |
| 201407 | 64.13  | 201512 | 68.37  |
| 201408 | 66.52  | 201601 | 72.26  |
| 201409 | 70.74  | 201602 | 70.60  |
| 201410 | 68.20  | 201603 | 66.18  |
| 201411 | 70.73  | 201604 | 70.72  |
| 201412 | 67.96  | 201605 | 70.21  |
| 201501 | 71.78  | 201606 | 67.70  |
| 201502 | 70.75  | 201607 | 67.13  |
| 201503 | 64.53  | 201608 | 72.66  |
| 201504 | 69.44  | 201609 | 77.42  |
| 201505 | 73.99  | —      | —      |

<sup>7</sup> 考虑账龄的预期累计违约率（ $CDR_2$ ）用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为： $CDR_2 = (CDR_0 - CDR_1) \times (A_0/A_1)$ 。其中， $CDR_0$ 为基础资产全周期预期累计违约率， $CDR_1$ 为基础资产已有账期预期累计违约率， $A_0$ 为资产池合同金额， $A_1$ 为资产池未偿本金余额。

<sup>8</sup> 入池个人汽车贷款产品最长期限为 60 期，但大部分贷款期限在 36 期内（含 36 期）。

|       |       |
|-------|-------|
| 平均回收率 | 69.94 |
|-------|-------|

提前还款率，优先 A1 级证券分配方式为按月付息、按计划摊还本金，优先 A2 级证券分配方式为按月付息、过手摊还本金，虽然提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但是在一定程度上减少了入池资产产生的利息。根据可用静态池计算出提前还款率为 6.55%。

表 15 基准参数表

| 参数名称  | 基准值    |
|-------|--------|
| 累计违约率 | 1.60%  |
| 回收率   | 69.94% |
| 提前还款率 | 6.55%  |

## 2. 现金流压力测试

### (1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级证券是否能足额兑付。

本交易现金流主要来自于基础资产未来产生的现金流，即借款人按期偿还的贷款本金和利息。根据本期资产池的本金和利息支付等现金流入特征以及优先级证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和收入回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、次级证券期间收益、优先级证券本金、次级证券本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级证券本息偿付所带来的影响。

在假定借款人完全按照借款合同偿付本金和利息、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据本期项目的现金流入进行了计算，资产池各期的现金流入结果如图 3 所示。

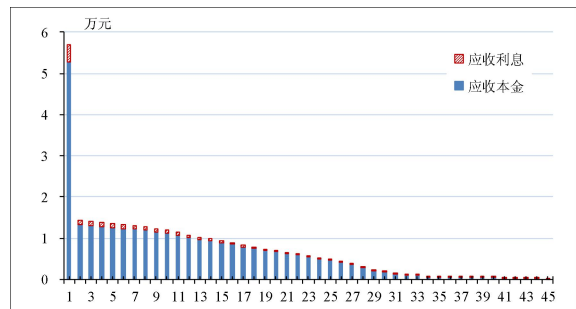


图 3 正常情況下资产池現金流入

### 现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对累计违约率和回收率两个量化指标按照优先级证券目标评级 AAA<sub>sf</sub> 的评级标准进行考量。

本交易中，按照上汽通用汽车金融汽车贷款业务合同规定，若借款人提前还款，必须一次还清贷款本金余额及截至清偿日的利息，以及应由借款人向贷款人支付的其他款项，同时贷款人有权对借款人收取提前还款手续费。联合资信通过量化测算发现，虽然提前还款会损失少量的超额利差，但同时较高的提前还款率也加速了本金的偿还，抵销了压力情景下的违约金额，降低了资产池的实际违约率，提高提前还款率有利于量化测算的结果，未能对现金流流入构成压力。因此，联合资信在现金流流入端并未对累计提前还款率加压。

上汽通用汽车金融作为国内第一家且目前业务规模最大的汽车金融公司，已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据上汽通用汽车金融提供的历史数据进行分析，各期个人汽车贷款业务的发放规模存在一定的波动；逾期、回收情况随着业务不断的成熟逐步改善。因此，联合资信确定压力调整系数取值为 1.00。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 16 压力测试的加压结果

| 目标级别         | AAA <sub>sf</sub> |       |       |
|--------------|-------------------|-------|-------|
|              | 参数名称              | 累计违约率 | 回收率   |
| 基准参数 (%)     |                   | 1.60  | 69.94 |
| 目标评级下乘数/折损系数 |                   | 5.50  | 0.45  |

|          |      |       |      |
|----------|------|-------|------|
| 过渡时间（月）  | 4    | 0     | —    |
| 压力调整系数   | 1.00 |       |      |
| 加压后参数（%） | 8.79 | 38.47 | 6.55 |

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 优先 A2 级证券预期利率 | 3.70%（3.20%+50bps） |
| 税率            | 3.27%              |
| 参与机构报酬合计      | 0.11%/年            |
| 预计信托设立日       | 2020/3/10          |

### 现金流流出端压力因子设置

在现金流流出端，联合资信主要针对各项支出进行加压，得到最大压力情景。优先级证券预期利率：优先 A1 级和优先 A2 级证券的预期利率分别为 3.00%和 3.20%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 A1 级证券预期利率为 3.50%，优先 A2 级证券预期利率为 3.70%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 17 现金流流出参数设置

| 参数名称          | 参数值                |
|---------------|--------------------|
| 优先 A1 级证券预期利率 | 3.50%（3.00%+50bps） |

总体看，联合资信根据优先级证券所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了各种压力因子，通过判断优先级证券的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

### （2）压力测试结果

#### AAA<sub>sf</sub> 压力情景下证券测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到优先级证券在目标评级 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

表 18 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下证券压力测试结果（单位：万元）

| 现金流入  | 金额        | 现金流出      | 应付金额      | 实付金额      |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 回收款利息 | 16265.96  | 税费        | 4714.62   | 4714.62   |
|       |           | 优先 A1 级利息 | 2212.48   | 2212.48   |
|       |           | 优先 A2 级利息 | 4513.45   | 4513.45   |
| 回收款本金 | 285187.68 | 优先 A1 级本金 | 150000.00 | 150000.00 |
|       |           | 优先 A2 级本金 | 108000.00 | 108000.00 |
|       |           | 次级本金      | 42000.00  | 32013.08  |
| 流入合计  | 301453.63 | 流出合计      | 311440.55 | 301453.63 |

从 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下的测试结果得出，优先 A1 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 112287.86 万元（其中 1163.50 万元用于兑付优先 A2 级利息，111124.36 万元用于兑付优先 A2 级和次级证券本金）可用于兑付优先 A2 级和次级证券的本息，对优先 A1 级证券本金形成 74.86%的安全距离（优先 A1 级证券的安全距离=优先 A1 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A1 级证券发行规模）；优先 A2 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚

余 32013.08 万元用于兑付次级证券本金，对优先 A2 级证券本金形成 12.41%的安全距离（优先 A2 级证券的安全距离=优先 A2 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A1 级和优先 A2 级证券发行规模）。

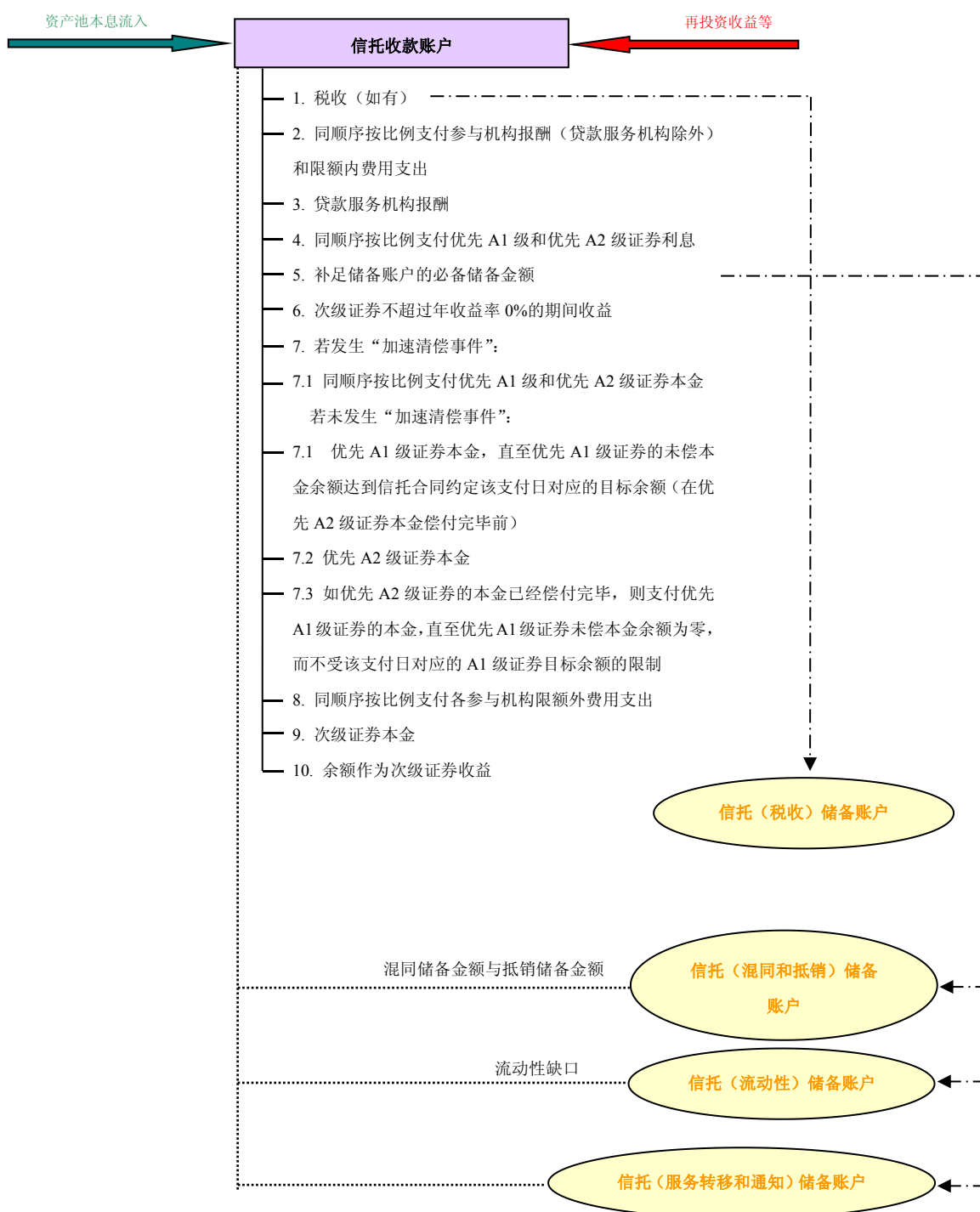
综合考虑上述因素，联合资信最终确定“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”项下优先 A1 级和优先 A2 级证券的信用等级能够达到 AAA<sub>sf</sub>。

## 五、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”项下优先 A1 级和优先 A2 级资产支持证券的信用等级均为 AAA<sub>sf</sub>，次级资产支持证券未予评级。

## 附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件” / “信托清算事件” 发生前的现金流



附图 2 “违约事件” / “信托清算事件” 发生后的现金流



## 附件 1 优先 A1 级资产支持证券本金摊还计划

在未发生任何“违约事件”且优先 A2 级资产支持证券本金未全部偿付完毕时，在信托合同约定的支付日按照下述方式支付优先 A1 级资产支持证券的本金，直至优先 A1 级资产支持证券的未偿本金余额达到该支付日的目标余额。

| 支付日              | 目标余额（万元）  |
|------------------|-----------|
| 2020 年 4 月 26 日  | 102000.00 |
| 2020 年 5 月 26 日  | 90000.00  |
| 2020 年 6 月 26 日  | 78000.00  |
| 2020 年 7 月 26 日  | 66000.00  |
| 2020 年 8 月 26 日  | 54000.00  |
| 2020 年 9 月 26 日  | 45000.00  |
| 2020 年 10 月 26 日 | 36000.00  |
| 2020 年 11 月 26 日 | 27000.00  |
| 2020 年 12 月 26 日 | 18000.00  |
| 2021 年 1 月 26 日  | 9000.00   |
| 2021 年 2 月 26 日  | 0.00      |

## 附件 2 资产支持证券信用等级设置及含义

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](http://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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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 <sub>sf</sub> | 还本付息能力极强，违约风险极低               |
| AA <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很强，违约风险很低               |
| A <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 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 <sub>sf</sub>  | 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 <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高      |
| CC <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务             |
| C <sub>sf</sub>   | 不能偿还债务                        |

## 联合资信评估有限公司关于 融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”优先级证券的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”相关信息，如发现“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“融腾 2020 年第一期个人汽车贷款资产支持证券”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上汽通用汽车金融有限责任公司/上海国际信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。