

信用评级公告

联合〔2022〕7220号

联合资信评估股份有限公司通过对“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”项下“21 华驭 12A”的信用等级为 AAA_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券 2022 年跟踪评级报告

评级结果

证券简称	金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
21华驭12A	25.60	53.26	77.71	88.77	AAA _{sf}	AAA _{sf}
21华驭12C	6.44	6.44	19.55	10.73	NR	NR
证券合计	32.04	59.70	97.26	99.50	--	--
超额抵押	0.90	0.30	2.74	0.50	--	--
资产池合计	32.95	60.00	100.00	100.00	--	--

注：1. 金额或占比加总不等于合计数系四舍五入所致，下同；2. NR——未予评级，下同

跟踪评级相关信息

初始起算日：2021 年 4 月 30 日
信托设立日：2021 年 5 月 27 日
证券法定到期日：2028 年 6 月 26 日
本次跟踪期间：2021 年 5 月 27 日 - 2022 年 5 月 26 日
资产池跟踪基准日：2022 年 4 月 30 日（跟踪期内最后一收款期间截止日）
证券跟踪基准日：2022 年 5 月 26 日

首次评级日期：2021 年 5 月 24 日

本次跟踪评级日期：2022 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
汽车金融类资产支持证券评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

分析师

王 笛 范雅欣

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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”）对“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”进行了持续的跟踪，对法律要素、基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及参与机构履约状况等多方因素进行了持续的关注，并结合上述要素对证券进行了现金流分析及压力测试。

截至本次资产池跟踪基准日，一方面，资产池实际信用表现（30 天以上累计放款逾期率¹约为 0.53%）与首次评级预测的信用表现（静态池测算得到同期限累计违约率为 0.79%）基本一致；另一方面，本交易已于 2021 年 9 月进入摊还期，资产池剩余期限缩短（加权平均剩余期限由初始起算日的 27.22 个月下降至 20.33 个月）既降低了借款人的融资杠杆又提升了其违约成本，资产池现金流的不确定性也相应降低（考虑账龄后的剩余周期预期累计违约率²为 0.70%）。因此，资产池整体质量优于首次评级。

交易结构方面，半数以上的“21 华驭 12A”已顺利兑付，加上资产池超额利差累积形成的超额抵押（由 0.50%提升至 2.74%），使得剩余“21 华驭 12A”获得的信用支持明显提升（由 11.23%提升至 22.29%）。根据量化测算的结果，“21 华驭 12A”维持 AAA_{sf} 等级，并且上述证券的实际风险承受能力已明显优于 AAA_{sf} 等级的最低要求。

综合上述因素，联合资信确定维持“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”项下“21 华驭 12A”的信用等级为 AAA_{sf}。

¹ 30 天以上累计放款逾期率：就某一收款期间而言，该收款期间的 30 天以上累计放款逾期率系指 A/B 所得的百分比，其中，A 为该收款期间以及之前各收款期间内的所有逾期 30 天以上贷款在逾期 30 天时的未偿折后本息余额之和，B 为初始资产初始起算日资产池未偿折后本息余额和持续购买入池资产在持续购买初始起算日的折后本息余额之和。

² 剩余周期的预期累计违约率（CDR2）用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为 CDR2=CDR0-CDR1。其中，CDR0 为基础资产静态池全周期预期累计违约率，CDR1 为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

优势：

1. **资产池整体质量优于首次评级。**资产池实际信用表现（30 天以上累计放款逾期率约为 0.53%）与首次评级预测的信用表现（静态池测算得到同期限累计违约率为 0.79%）基本一致；进入摊还期后，资产池剩余期限缩短，加权平均剩余期限由初始起算日的 27.22 个月下降至 20.33 个月，考虑账龄后的剩余周期预期累计违约率为 0.70%，既降低了借款人的融资杠杆又提升了其违约成本，资产池现金流的不确定性相应降低。因此，资产池整体质量优于首次评级。
2. **剩余 A 级资产支持证券获得的信用支持大幅提升。**本交易采用优先/次级结构作为主要的内部信用提升机制，跟踪期内，“21 华驭 12A”获得的信用支持由 11.23% 提升至 22.29%。

关注：

1. **定量分析存在一定的模型风险。**中国汽车金融行业发展时间相对较短，数据基础不充分，定量分析时采用的相关假设或参数估计可能存在模型风险。
2. **存在一定的宏观经济风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、证券兑付、信用支持及参与方履职能力分析

1. 证券兑付及信用支持

跟踪期内，本交易未发生风险事件，持续购买期已结束并进入摊还期，剩余 A 级资产支持证券获得的信用支持大幅提升。

华联第十二期汽车抵押贷款支持证券（以下简称“本期证券”）成立于 2021 年 5 月 27 日。本次跟踪期内，A 级资产支持证券（“21 华联 12A”，以下简称“A 级证券”）利息均已足额支付。截至本次证券跟踪基准日，本交易持续购买期已经结束，处在 A 级证券本金兑付期内，A 级证券本金已经兑付 51.93%；次级资产支持证券“21 华联 12C”本金尚未开始兑付。具体情况如表 1 所示。

表 1 截至本次证券跟踪基准日本期证券本金兑付情况

（单位：万元）

分配时间	21 华联 12A
2021/06/26	0.00
2021/07/26	0.00
2021/08/26	0.00
2021/09/26	33,820.10
2021/10/26	33,713.58
2021/11/26	33,287.50
2021/12/26	32,328.82
2022/01/26	31,636.44
2022/02/26	29,399.52
2022/03/26	27,854.98
2022/04/26	28,440.84
2022/05/26	26,097.40

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

截至本次证券跟踪基准日，本交易未触发风险事件。本期证券的存续情况见表 2。

表 2 截至基础资产跟踪基准日资产支持证券存续规模相关基本要素（单位：亿元、%）

证券简称	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次跟踪	首次评级	本次跟踪	首次评级			
21 华联 12A	25.60	53.26	77.71	88.77	3.20	2023/11/26	正常
21 华联 12C	6.44	6.44	19.55	10.73	--	2023/11/26	正常
证券合计	32.04	59.70	97.26	99.50	--	--	--
超额抵押	0.90	0.30	2.74	0.50	--	--	--
资产池合计	32.95	60.00	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

2. 参与机构表现

跟踪期内，各参与机构未发生替换，履职情况稳定。

（1）发起机构/贷款服务机构

大众金融财务状况优良、资产质量较高、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，作为本交易的发起机构和贷款服务机构，其尽职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

作为发起机构，大众汽车金融（中国）有限公司（以下简称“大众金融”）的运营管理能力、

资本实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。

大众金融是欧洲最大的汽车金融服务机构大众汽车金融服务股份公司的全资子公司，最初于 1998 年以代表处形式成立。2004 年 8 月，大众金融在北京正式注册成立，并获得汽车金融公

司的相关证照,是以促进大众汽车在中国的销售增长为目的提供专属汽车金融服务的非银行金融机构,受银保监会监管。大众金融继承了大众汽车金融服务股份公司的一贯服务理念,联合大众汽车集团在华两位合作伙伴上汽大众汽车有限公司和一汽-大众汽车有限公司,共同致力于为广大汽车消费者提供全方位的专业化金融产品与服务。大众金融成立当年即开展零售贷款业务,2006年开展了经销商贷款业务,初始注册资本为人民币5亿元,截至2021年底,大众金融注册资本和实收资本均为82.00亿元。

目前大众金融在中国开展大众、奥迪、斯柯达等品牌的汽车金融服务,业务板块包括经销商融资和零售贷款。为应对市场竞争及公司政策,大众金融在客户、二手车及经销商融资业务方面推行“敏捷”项目,快速响应厂家/客户/市场变化,增强企业竞争力及可持续发展能力。近年来,年轻人逐渐成为购车的主力群体,汽车销售也逐渐下沉至三、四线城市,综合利用低首付、长贷期、低利率等产品组合方式,降低客户用车门槛,吸引包括年轻车主等更多客户群体。

截至2021年底,公司口径下,大众金融资产总规模达830.20亿元,比上年底下降2.75%;所有者权益为151.46亿元,比上年底增长6.94%;2021年,公司口径下,大众金融实现营业收入29.17亿元,净利润9.81亿元,较上年分别同比增长15.75%和139.36%。

表3 大众金融主要财务指标(公司口径)

(单位:亿元)

财务指标	2019年	2020年	2021年
资产总额	771.97	853.65	830.20
所有者权益	137.52	141.62	151.46
营业收入	27.28	25.20	29.17
利润总额	14.37	10.75	15.53
净利润	8.62	4.10	9.81
经营性净现金流	-55.68	-69.21	-49.71

注:2020年数据采用2021年年报年初数

资料来源:贷款服务机构提供,联合资信整理

大众金融在总部风险管理框架体系下,确保满足本地监管要求,近年来大众金融加强了二手车业务渠道管理,贷前引入了第三方数据识别,接入了百行征信体系,通过积极调整风控政策有效降低风险损失。

截至2021年底,大众金融的不良贷款率为0.47%,不良率较低。大众金融信贷风险控制水平良好。

在资产证券化方面,大众金融作为发起机构成功在银行间市场发起了多单汽车抵押贷款资产证券化项目,并担任交易的贷款服务机构。大众金融具备较丰富的证券化交易与贷款服务经验。

(2) 其他机构

跟踪期内,本交易的受托机构、资金保管机构履约和尽职能力稳定。

二、基础资产分析

截至资产池跟踪基准日,持续购买期已结束,资产池整体逾期率较低,剩余期限缩短,资产池整体质量优于首次评级。

1. 资产池概述

根据贷款服务机构提供的资产池信息及受托机构提供的受托报告,截至本次资产池跟踪基准日,资产池未偿折后本息余额为329,452.34万元,剩余贷款笔数为76,901笔。相比初始起算日,基础资产的加权平均贷款账龄由初始起算日

的7.11个月增加至17.64个月,基础资产加权平均剩余期限由初始起算日的27.22个月减少至20.33个月。详细指标见下表。

表4 跟踪基准日资产池概况

项目	本次跟踪基准日	初始起算日
资产池未偿折后本息余额(万元)	329,452.34	600,005.84
资产池未偿本金余额(万元)	327,444.63	602,242.50
贷款笔数(笔)	76,901	83,286
单笔贷款最高折后本息余额(万元)	148.68	236.56
单笔贷款平均折后本息余额(万元)	4.28	7.20
加权平均现行贷款利率(%)	4.81	4.00

加权平均贷款账龄（月）	17.64	7.11
加权平均贷款剩余期限（月）	20.33	27.22

注：1. 加权平均指标以资产池贷款未偿折后本金余额为权重计算，下同；
2. 贷款账龄系使用贷款服务机构提供的贷款期数与截至本次资产池跟踪基准日贷款剩余期数之间差额计算，贷款账龄=贷款期数-截至本次资产池跟踪基准日贷款剩余期数，下同
资料来源：贷款服务机构提供，受托机构报告，联合资信整理

2. 逾期分布

自初始起算日起至本次资产池跟踪基准日，各收款期间逾期30天以上累计逾期率为0.79%。截至本次资产池跟踪基准日，资产池中正常贷款76,232笔，未偿折后本息余额325,127.24万元，占资产池全部未偿折后本息余额的98.69%；逾期资产未偿折后本息余额4,224.68万元，占比为1.28%，资产池整体逾期率较低，资产回款情况良好。联合资信将在后续压力测试中考虑逾期情况对资产池信用的影响。资产池贷款状态分布详见表5。

表5 贷款状态分布（笔、万元、%）

逾期天数	本次跟踪		
	笔数	未偿折后本息余额	折后未偿占比
正常	76,232	325,127.24	98.69
逾期 1~30 天	555	3,654.80	1.11
逾期 31~60 天	77	411.65	0.12
逾期 61~90 天	23	152.53	0.05
逾期 90 天以上	1	5.70	0.00
合 计	76,888	329,351.92	99.97

注：上表中未包含非诉讼类处置13笔，金额100.42万元，金额占比0.03%
资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

3. 早偿情况分析

跟踪期内，早偿率呈现波动状态，但整体保持稳定。大众金融提供的资产服务机构报告显示，报告期间，累计回收的提前还款中的相应本金合计26,217.05万元，占初始入池未偿折后本息余额和持续购买资产未偿折后本息总额的3.78%。

4. 贷款利率分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的加权平均贷款利率由初始起算日的4.00%上升为4.81%，贷款利率占比分布详见表6。

表6 借款人贷款利率占比分布

贷款利率（%）	本次跟踪（%）	首次评级（%）
0	20.04	29.63
(0, 5]	22.62	24.40
(5, 6]	18.99	17.13
(6, 7]	18.18	14.02
(7, 8]	12.48	9.17
(8, 9]	5.22	3.32
(9, 10]	1.98	1.59
(10, 11]	0.01	0.01
(11, 12]	0.24	0.37
大于 12	0.24	0.36
合 计	100.00	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0,5]表示大于0但小于等于5，下同
资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

5. 账龄分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的加权平均贷款账龄由初始起算日的7.11个月增加至17.64个月。基础资产账龄的分布如表7所示。

表7 借款人账龄占比分布（月、%）

账龄	本次跟踪	首次评级
(0, 12]	2.54	85.50
(12, 24]	90.18	12.85
(24, 36]	7.14	1.64
36 以上	0.14	0.02
合 计	100.00	100.00

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

6. 剩余期限分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产加权平均贷款合同剩余期限由初始起算日的27.22个月减少至20.33个月。剩余期限的缩短有利于缩短风险暴露时间。联合资信在后续定量分析中将考虑基础资产的剩余期限分布对资产表现的影响。详见表8。

表8 借款人贷款剩余期限占比分布（月、%）

剩余期限	本次跟踪	首次评级
12 及以下	32.70	7.06
(12, 24]	43.80	43.79
(24, 36]	5.96	34.7
(36, 48]	17.29	3.78
(48, 60]	0.25	10.67
合 计	100.00	100.00

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

7. 借款人地区分布

按资产池未偿本金余额统计，截至本次资产池跟踪基准日，借款人地区分布与初始起算日相比变化不大。按借款人未偿本金余额统计的前十大区域分布情况如下表所示。

表 9 资产池跟踪基准日占比前十的借款人地区分布

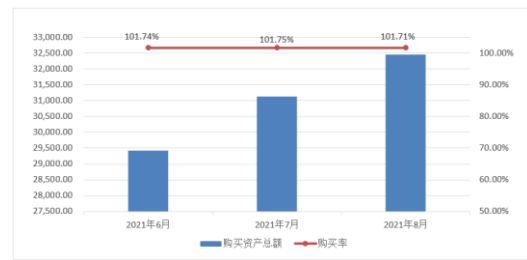
本次跟踪		首次评级	
地区	占比 (%)	地区	占比 (%)
山东	10.30	山东	10.05
河南	7.27	浙江	7.48
浙江	6.37	河南	7.41
广东	5.49	广东	5.59
云南	5.20	江苏	5.55
四川	4.97	河北	5.36
河北	4.78	四川	4.83
江苏	4.70	云南	4.52
陕西	4.54	陕西	4.11
湖南	3.88	湖南	3.81
合计	57.49	合计	58.71

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

8. 持续购买机制有效性分析

本交易设有持续购买结构。根据交易文件约定，持续购买期内，基础资产的回收款扣除当期信托预期分配金额后，主要用于持续购买基础资产。本交易已于 2021 年 8 月结束持续购买期，跟踪期间，受托机构及贷款服务机构严格按照交易文件约定的流程进行资产持续购买。

图 1 持续购买情况（单位：万元、%）



资料来源：受托机构报告，联合资信整理

截至持续购买结束日，本交易累计持续购买资产折后本息余额达到 9.30 亿元。由上图可见，自本信托成立至持续购买结束，平均购买率³达到 101.73%，资金利用效率极高，持续购买机制有效。

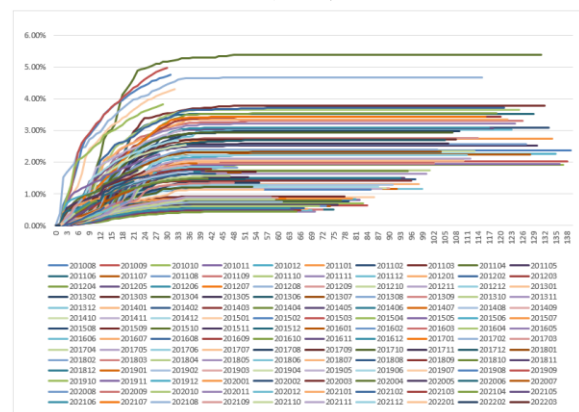
三、定量分析

1. 现金流分析

本交易的基础资产为为初始入池以及在持续购买期内持续购买入池的汽车抵押贷款。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据大众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、回收率和早偿率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

大众金融的零售汽车抵押贷款的历史表现方面，联合资信整理了 2010 年 8 月—2022 年 3 月的 140 个静态池的数据（2021 年 9 月—2022 年 3 月数据观测周期短，未作参考），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下图：

图 2 静态池累计违约率（逾期 30 天以上）



注：“Aug-10”指在 2010 年 8 月 1 日至 2010 年 8 月 31 日期间发放的贷款，以此类推。

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

累计违约率，是判断基础资产违约情况的指标，根据静态池中违约分布计算，用于模拟本交易成立后因违约导致的资产池本金减少。联合资

³ 平均购买率系指持续购买期内各期购买率的算数平均值，其中各期购买率

Σ 收款期间每个持续购买日实际持续购买的金额
 Σ 收款期内买个持续购买日可用于持续购买的金额

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 1.91%, 考虑账龄后的剩余周期预期累计违约率为 0.70%。

回收率, 联合资信整理了大众金融提供的 2010 年 8 月—2022 年 3 月投放产品的静态池历史数据 (2021 年 9 月—2022 年 3 月数据观测周期短, 未作参考)。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坏账时的未偿本金余额⁴) / 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 2010 年 8 月起开始计算各个月资产回收率, 去除几个时间太短还未体现回收能力的静态池样本, 通过计算各静态池的回收率的算数平均数, 联合资信确定资产池基准回收率为 49.70%。

表 10 各静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
201008	75.83	201403	32.86	201710	45.77
201009	80.12	201404	44.00	201711	52.65
201010	74.95	201405	46.09	201712	57.37
201011	72.23	201406	38.48	201801	47.76
201012	79.03	201407	25.94	201802	47.37
201101	70.40	201408	47.24	201803	48.16
201102	69.99	201409	44.80	201804	52.79
201103	74.97	201410	37.79	201805	52.17
201104	82.18	201411	45.28	201806	49.93
201105	69.41	201412	51.42	201807	55.47
201106	76.61	201501	49.07	201808	53.59
201107	68.97	201502	50.30	201809	56.03
201108	65.04	201503	38.44	201810	54.59
201109	67.17	201504	54.12	201811	55.36
201110	74.09	201505	52.09	201812	61.42
201111	69.91	201506	33.50	201901	64.58
201112	69.32	201507	38.47	201902	60.31
201201	74.06	201508	28.25	201903	59.38
201202	71.23	201509	34.78	201904	53.66
201203	62.50	201510	44.16	201905	50.38
201204	68.10	201511	33.35	201906	52.05
201205	67.66	201512	32.92	201907	43.16
201206	70.65	201601	38.90	201908	38.02
201207	57.76	201602	49.68	201909	36.13
201208	71.44	201603	37.63	201910	37.61
201209	63.70	201604	30.71	201911	40.06
201210	63.35	201605	24.23	201912	50.31
201211	62.95	201606	34.90	202001	52.21
201212	60.29	201607	41.94	202002	57.68
201301	60.24	201608	25.55	202003	30.44

⁴ 静态池最终被认定为坏账时的未偿本金余额=逾期 180 天以上贷款未偿本金余额+核销贷款未偿本金余额。

201302	62.85	201609	39.90	202004	33.10
201303	53.29	201610	40.60	202005	33.17
201304	55.69	201611	41.95	202006	36.77
201305	46.68	201612	45.17	202007	41.94
201306	52.25	201701	47.08	202008	44.37
201307	38.48	201702	42.97	202009	39.94
201308	56.10	201703	39.01	202010	37.42
201309	48.95	201704	40.74	202011	29.96
201310	37.66	201705	37.56	202012	35.87
201311	42.28	201706	43.48	202101	44.20
201312	49.93	201707	34.18	202102	35.92
201401	49.29	201708	41.71	202103	15.53
201402	48.52	201709	46.89	202104	3.05
平均值			49.70		

资料来源：联合资信整理

早偿率是衡量资产早偿情况的量化指标，虽然提前偿还有助于 A 级证券本金的兑付，但是会减少入池资产产生的收益。联合资信根据可用静态池计算出 60 期预期累计早偿率为 4.80%，考虑了资产池账龄因素调整后的预期累计早偿率为 1.75%。

表 11 基准参数

参数名称	本次跟踪参数基准值
累计违约率	0.70%
回收率	49.70%
早偿率	1.75%

资料来源：联合资信整理

2. 压力测试

上述基准参数主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现，但要使证券的信用等级能达到投资级以上，证券就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，证券及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的壓力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信针对现金流流入端加压考虑，以判断在目标评级的情况下 A 级证券是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

联合资信通过量化测算发现，虽然提前还款会损失少量的资产池利差现金流，但同时较高的提前还款率也加速了本金的偿还，抵销了压力情景下累计违约率的加压效果，反而改善了量化测算的结果。因此，联合资信在现金流流入端并未对早偿率加压。故在现金流流入端，联合资信对于预期累计违约率和回收率两个量化指标按照目标评级 AAA_{sf} 的压力标准进行加压考量。考虑到跟踪期内大众金融运营稳定，资产质量较好，联合资信决定维持风险调整系数 1.00 不变。最终现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 12 基准参数加压结果

目标级别	AAA _{sf}		
参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
基准参数 (%)	0.70	49.70	1.75
目标评级下乘数/折损系数	5.50	0.45	--
过渡时间 (月)	4	0	--
风险调整系数	1.00	1.00	--
加压后参数 (%)	3.85	27.34	1.75

资料来源：联合资信整理

现金流流出端参数设置

在现金流流出端，参数主要涉及税、费用、发行利率等，跟踪期间上述参数不会变化，因此，联合资信在量化测算中不会对其加压。联合资信参照本期证券成立时确定的相关信息设置跟踪评级时的现金流流出参数，具体如下表所示：

表 13 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
“21 华驭 12A”发行利率	3.20%
税率	9.98%
合计费率	1.02%

资料来源：联合资信整理

总体看，联合资信根据 A 级证券所需达到的目标信用等级，在现金流流入端设定了不同的压力因子，通过判断 A 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

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到“21 华驭 12A”在目标评级 AAA_{sf} 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示：

表 14 AAA_{sf} 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	13,747.30	税、费	6,338.55	4,624.48
		“21 华驭 12A”利息	5,186.99	5,186.99
		“21 华驭 12C”利息	34,519.45	10,463.22
回收款本金	311,215.14	“21 华驭 12A”本金	256,020.82	256,020.82
		“21 华驭 12C”本金	64,400.00	48,666.92
		最终成功报酬	--	--
流入合计	324,962.44	流出合计	366,465.82	324,962.44

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，“21 华驭 12A”可在本期证券内偿还完所有本金，同时信托账户中尚余 42,282.98 万元⁵可用于“21 华驭 12C”的利息和本金的偿付，对“21 华驭 12A”本金形成 16.52%的安全距离（“21 华驭 12A”安全距离=“21 华驭 12A”本息支付完毕后剩余的

现金/“21 华驭 12A”的截至本次证券跟踪基准日存续规模）。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”项下“21 华驭 12A”的信用等级维持 AAA_{sf}。

四、评级结论

联合资信对“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”交易项下基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履约状况等进行了持续的跟踪和监测。跟踪期内，A 级证券本金和利息兑付正常，资产池信用状况稳定，违约率较低，参与机构履职情况良好，履职能力

稳定。经过跟踪评级测算和分析，联合资信确定维持“华驭第十二期汽车抵押贷款支持证券”项下“21 华驭 12A”的信用等级为 AAA_{sf}。

上述评级结果反映了“21 华驭 12A”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，违约概率极低。

⁵ 包括“21 华驭 12C”的利息 6,698.92 万元，本金 35,584.06 万元。

附件 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

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，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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