

信用评级公告

联合〔2021〕7988号

联合资信评估股份有限公司通过对“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券和优先 B 级资产支持证券的信用等级均为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年八月十九日

汇聚通2021年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	证券占比 (%)	信用等级
优先 A1 级	200000.00	47.96	50.00	AAA _{sf}
优先 A2 级	146000.00	35.01	36.50	AAA _{sf}
优先 B 级	32000.00	7.67	8.00	AAA _{sf}
次级	22000.00	5.28	5.50	NR
证券合计	400000.00	95.92	100.00	--
初始超额抵押	17000.00	4.08	--	--
资产池合计	417000.00	100.00	--	--

注: 1.本报告书中,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; 2.NR 表示未予评级

交易概况

初始起算日: 2021 年 6 月 1 日零时 (00:00)

证券法定到期日: 2029 年 4 月 26 日

交易类型: 静态现金流型 ABS

载体形式: 特殊目的信托

基础资产: 广汽汇理汽车金融有限公司持有的 417000.00 万元个人汽车抵押贷款及其附属担保权益

信用提升机制: 优先/次级结构、触发机制、信托(流动性)储备账户

委托人/发起机构/贷款服务机构/广汽汇理: 广汽汇理汽车金融有限公司

受托人/受托机构/外贸信托: 中国对外经济贸易信托有限公司

资金保管机构: 中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行

牵头主承销商/簿记管理人: 国泰君安证券股份有限公司

联席主承销商: 中国工商银行股份有限公司、中国银行股份有限公司和三菱日联银行(中国)有限公司

评级时间

2021 年 8 月 19 日

分析师

张睿君 聂中一 张玥

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”)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信用分析,并结合上述要素对证券进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为委托人广汽汇理汽车金融有限公司(以下简称“广汽汇理”)持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。本交易入池资产具备一般汽车金融资产分散度高(共 58963 笔)、首付比例合理(加权平均首付比例 39.22%)、分期还款等优点。广汽汇理在汽车抵押贷款业务方面具有丰富的管理经验,历史违约数据表现优秀(历史静态池测算考虑账龄后的累计违约率¹为 1.43%,回收率为 36.59%),资产池收益水平较高(加权平均合同利率为 5.21%),基础资产总体质量良好。在此基础上,优先/次级偿付结构、触发机制、初始超额抵押及封包期利息入池(占资产池未偿本金余额的 1.45%)等设置为优先级资产支持证券提供了较充足的信用支持。

综合考虑上述因素,联合资信评定“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券和优先 B 级资产支持证券的信用等级均为 AAA_{sf},次级资产支持证券未予评级。

上述优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持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。

优势

1. 本交易入池基础资产质量良好。本交易基础资产涉及广汽汇理发放的 58963 笔个人汽

¹ 考虑账龄的累计违约率: 联合资信根据历史数据计算得出,基础资产的已有账龄会影响剩余期限的累计违约率。考虑到资产池加权平均账龄,在量化测算中,联合资信先计算出不同账龄的预期累计违约率,再根据资产池加权平均账龄计算得出基准值。

车抵押贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，最大单笔贷款未偿本金余额占比 0.0068%，加权平均首付比例 39.22%。根据历史违约数据测算的预期累计违约率为 1.43%，回收率为 36.59%，历史信用表现优秀，入池基础资产整体质量良好。

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。**优先 A 级资产支持证券（包括优先 A1 级和优先 A2 级资产支持证券）获得优先 B 级资产支持证券、次级资产支持证券和初始超额抵押资产 17.03% 的信用支持；优先 A 级资产支持证券和优先 B 级资产支持证券获得次级资产支持证券和初始超额抵押资产 9.36% 的信用支持。
3. **流动性支持设置能较好缓释证券兑付的流动性风险。**本交易设置了信托（流动性）储备账户，能够较好缓释优先级资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。

关注

1. **存在一定模型风险。**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。
2. **在抵押担保转移登记之前，存在无法对抗善意第三人的风险。**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存在无法对抗善意第三人的风险。
3. **外部经济环境不确定性风险。**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。我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

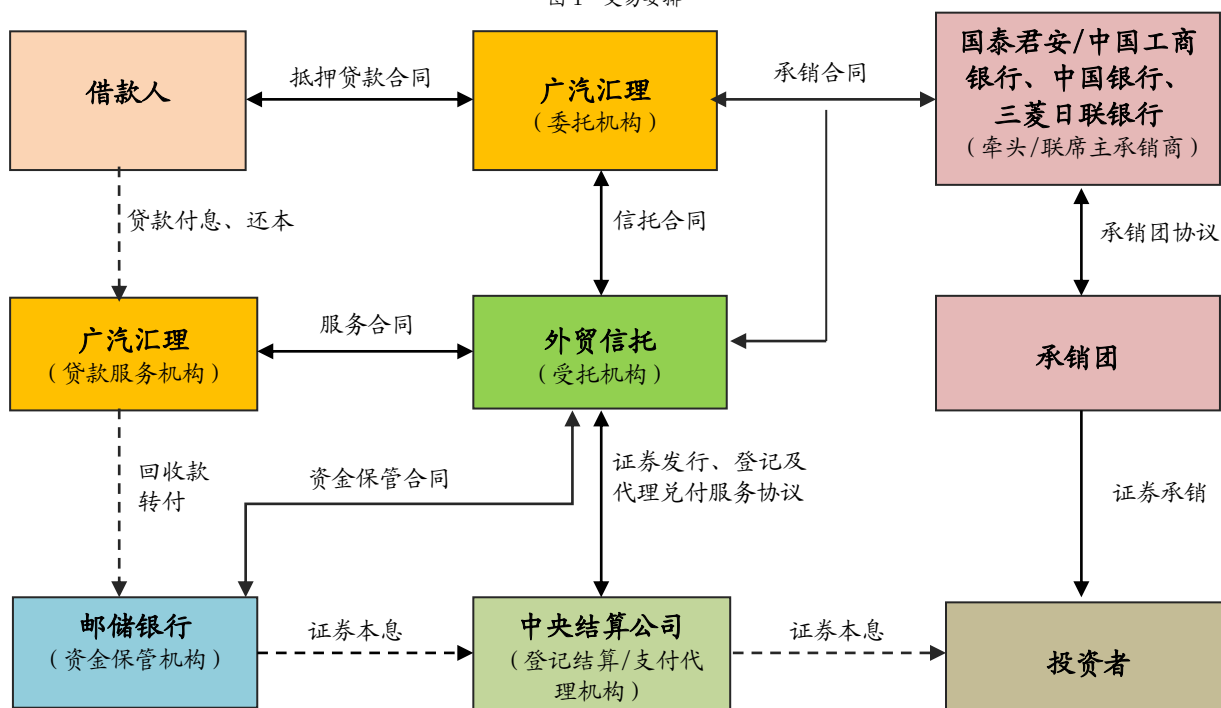
本交易为全国银行间债券市场发行的资产支持证券。

本交易的发起机构广汽汇理汽车金融有限公司（以下简称“广汽汇理”）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417000.00万元个人汽车抵押贷款及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）设立“汇

聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款证券化信托”。外贸信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场或监管部门允许的其他交易场所发行优先 A 级（包括优先 A1 级和优先 A2 级）、优先 B 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。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期证券持有人还本付息。本交易结构图如下所示：

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持证券

本交易发行优先级资产支持证券和次级资产支持证券（以下简称“证券”）。

优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”，包括优先A1级、优先A2级和优先B级资产支持证券）享有信托的优先受益权，次级资产支持证券（以下简称“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。本交易优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级证券全部由委托人广汽汇理持有。

优先级证券采用固定利率按月偿付利息，票面利率通过簿记建档集中配售的方式予以确定，次级证券不设票面利率。优先A1级证券本金偿付采用计划摊还方式，摊还计划详见附件2；优先A2级、优先B级和次级证券均采用过手摊还方式并按优先/次级顺序按月偿付本金。优先级及

次级证券本金全部兑付完毕后，次级证券获得全部剩余收益。

表 1 资产支持证券概况（单位：万元、%）

证券名称	发行规模	资产占比	证券占比	利率类型	预期到期日	本息偿付模式
优先 A1 级	200000.00	47.96	50.00	固定利率	2023/02/26	按月付息，计划还本
优先 A2 级	146000.00	35.01	36.50	固定利率	2023/06/26	按月付息，过手还本
优先 B 级	32000.00	7.67	8.00	固定利率	2023/10/26	按月付息，过手还本
次级	22000.00	5.28	5.50	--	2026/04/26	期间不付息，在次级本金全部兑付完毕后获得剩余收益
证券合计	400000.00	95.92	100.00	--	--	--
初始超额抵押	17000.00	4.08	--	--	--	--
资产池合计	417000.00	100.00	--	--	--	--

资料来源：交易文件，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。

本交易入池资产涉及发起机构广汽汇理向 58949 户借款人发放的 58963 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 417000.00 万元。

根据交易文件约定，本交易入池的每一笔抵押贷款及其附属担保权益在初始起算日和信托财产交付日应符合如下合格标准：

A.关于借款人的标准：（1）借款人为中国公民，且在贷款发放日至少为年满 18 周岁的自然人；（2）抵押贷款发放时，借款人不是与发起机构签订劳动合同的雇员；

B.关于抵押贷款的标准：（3）就发起机构所知，该抵押贷款或其附属担保权益不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的；（4）在初始起算日，根据发起机构个人汽车贷款业务适用的贷款五级分类标准，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，广汽汇理作为抵押权人可根据抵押贷款合同向借款人主张权利；（9）截至初始起算日，借款人迟延支付抵押贷款合同项下任何一期到期应付款项未曾超过 30

天；（10）在初始起算日，抵押贷款的账龄不少于 2 个月，贷款剩余期限不少于 7 个月且不超过 58 个月；（11）在初始起算日，抵押贷款的未偿本金余额不超过人民币 30 万元；（12）抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 80%。初始抵押率=抵押贷款合同项下的贷款金额[为车辆贷款金额和各项附加产品贷款金额（如有）之和]/抵押车辆价值（抵押车辆买卖合同价格）×100%；

（13）抵押贷款的初始贷款期限为 12 个月（含）至 60 个月（含）之间；（14）抵押贷款需有明确的还本付息安排；（15）抵押贷款合同项下的贷款金额均已发放完毕；（16）在初始起算日，借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的手续费用，且发起机构无需向借款人退还；（17）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（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单方面终止该抵押贷款合同；（18）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）；（19）广汽汇理将全部或部分抵押贷款及其附属担保权益设立信托以及转让或出售该等抵押贷款及其附属担保权益的行为不会由于任何原因而被禁止或限制，或该等禁止或限制在信托生效日之前已经根据中国法律或抵押贷款合同的约定被消除；（20）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；(21) 除法定抵销权以外，相关借款人根据相应抵押贷款合同不对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：(22) 借款人同意以抵押车辆为相应抵押贷款提供抵押担保，抵押贷款合同约定在中国相关的登记机关办理抵押车辆的抵押登记且于初始起算日，该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完毕抵押登记手续，登记的第一顺序抵押权人为广汽汇理；(23) 在抵押车辆于中国相关的登记机关办理完抵押登记手续时，相关抵押车辆已经根据行业通用标准投保；

D.关于发放和筛选抵押贷款的标准：(24) 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；(25) 该抵押贷款及其附属担保权益均为遵照中国法律的规定而创设；(26) 中国法律、抵押贷款合同或相关抵押权禁止或限制相关借款人在未经委托人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。

4. 现金流安排

本交易对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及回收款转付

在信托生效日当日或之前，受托机构将在资金保管机构开立独立的人民币信托账户，记录信托财产的收支情况，信托账户下设本金分账户、收入分账户、信托（流动性）储备账户、信托（混同）储备账户和信托（税收）储备账户。全部本金回收款应存入本金分账户，全部收入回收款应存入收入分账户。

在每一个回收款转付日²14:00 点前，贷款服务机构应将当期已收到并扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户，并于每个服务机构报告日³当日或之前根据贷款服务机构的资金汇划说明或通知，将信托账户收到的回收款分别记入信托收付账户项下的收入分账户和本金分账户；信

托（流动性）储备账户、信托（混同）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。

(2) 现金流支付机制

(A) 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。

违约事件系指以下任一事件：(a) 受托人未能在支付日后 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）足额支付当时存在的最高级别的优先级资产支持证券应付未付利息的（但只要当时存在的最高级别的优先级资产支持证券的应付未付利息得到足额支付，即使其他低级别的优先级资产支持证券应付未付利息和次级资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成违约事件）；(b) 受托人未能在法定到期日后 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）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的；(c) 受托机构失去了继续以信托的名义持有信托财产的权利或者无法履行其在交易文件下的义务，且未能根据交易文件为信托指派另一个受托机构；(d) 受托机构违反其在《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约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；(e) 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，在做出时或经证实做出时便有重大不实或误导成分，并且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约定以替换受托

² 回收款转付日：系指贷款服务机构将收到的回收款划付至信托账户之日。
具体转付情况请见评级报告“交易结构分析”中“混同风险”部分。

³ 服务机构报告日：系指每个收款期间最后一日后的第 6 个工作日。

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。

加速清偿事件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包括如下任一事件：(a) 委托人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) (i) 根据《服务合同》的约定，必须任命后备贷款服务机构，但在 90 个自然日内，仍无法找到合格的后备贷款服务机构，或 (ii) 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 (iii) 后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的约定任命继任者；(d) 某一收款期间结束时的累计违约率超过 6%；(e) 在任何一档优先级资产支持证券预期到期日紧邻的前一个信托分配日，受托人按照《信托合同》约定的分配顺序计算认为无法足额分配该档优先级资产支持证券的未偿本金余额；(f) 发生违约事件中所列的 (d) 项或 (e) 项，且资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件；

需经宣布生效的加速清偿事件包括如下任一事件：(g) 委托人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，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；(h) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(i) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者资产池有重大不利影响的事件；(j) 《主定义表》《信托合同》《服务合同》《资金保管合同》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 (f) 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 (g) 项至 (j) 项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应通知所有的资产支持证券持有人。资产支持证券持有人大会决议宣布发生

加速清偿事件的，受托人应向贷款服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生。发生上述 (f) 项中约定的加速清偿事件后，如资产支持证券持有人大会宣布发生违约事件，受托机构则应按照信托合同约定的分配顺序进行分配。

(B) 回收款分配

根据交易结构安排，违约事件发生前，信托账户资金区分收入分账户项下资金和本金分账户项下资金。收入分账户与本金分账户之间设置了交叉互补机制。

具体而言，在未发生加速清偿事件情况下，收入分账户项下资金按照以下顺序进行分配（如同一顺序的多笔款项不足以同时足额支付，则按各笔款项应受偿金额的比例支付）：税收和规费、除贷款服务机构外各参与机构的服务报酬及优先支出上限内费用、贷款服务机构报酬、优先 A1 级和优先 A2 级证券利息、优先 B 级证券利息、信托（流动性）储备账户的必备储备金额⁴、本金账户累计转移额和违约额补足、超出优先支出上限的费用支出、次级证券年化收益率不超过 0%/年的期间收益，剩余资金全部转入本金分账户。如发生加速清偿事件，则在支付完信托（流动性）储备账户的必备储备金额之后将剩余资金直接转入本金分账户。

在违约事件发生前，本金分账户项下资金的分配顺序如下：转入收入分账户项下一定数额资金，以确保收入分账户项下资金可以足额支付税费和规费、参与机构服务报酬、优先支出上限内的费用支出、优先级证券收益和信托（流动性）储备账户的必备金额；然后按如下顺序进行支付：(a) 如未发生加速清偿事件，则以本金摊还计划表中金额为上限支付优先 A1 级证券本金，然后支付优先 A2 级本金直至清偿完毕（若优先 A2 级证券本金已清偿完毕，则继续支付优先 A1 级证券本金直至清偿完毕）；如发生加速清偿事件，则同顺序按比例支付优先 A1 级证券和优先

⁴ 必备（流动性）储备金额：就每个信托分配日而言，为以下两者中孰高者：
(a) 该信托分配日前一个收款期间期末资产池内所有抵押贷款的未偿本金余额之和的 1.0%；(b) 初始起算日资产池余额的 0.5%。

A2级证券的未偿本金余额直至全部优先A级证券的本金清偿完毕；(b) 优先B级证券本金；(c) 次级证券本金；(d) 剩余资金作为次级证券的收益。违约事件发生前的现金流详见附图1。

违约事件发生后，信托账户资金不再区分收入分账户项下资金与本金分账户项下资金，而是将相应资金的总金额合并，并顺序偿付税收和规费、除贷款服务机构外各参与机构的服务报酬和全部费用、贷款服务机构报酬（若该违约事件不

是由贷款服务机构直接或间接引致）、优先A1级和优先A2级证券累计应付未付利息、优先A1级和优先A2级证券本金直至全部优先A级证券本金清偿完毕、优先B级证券累计应付未付利息、优先B级证券本金直至清偿完毕、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）、次级证券本金直至清偿完毕，剩余资金作为次级证券收益。违约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

本交易利用优先/次级结构、触发机制、信托（流动性）储备账户以及信托（混同）储备账户等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级证券和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照《信托合同》约定的现金流偿付顺序支付，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用损失保护。具体而言，本交易优先B级证券、次级证券与初始超额抵押资产共同为优先A级证券提供的信用支持为17.03%；本交易次级证券与初始超额抵押资产共同为优先A级和优先B级证券提供的信用支持为9.36%。

（2）触发机制

本交易设置了两类事件触发机制：加速清偿事件和违约事件。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。具体而言，加速清偿事件一旦触发，信托将不再支付限额外费用及本金账户累计转移额和违约额补足，优先级本金支付顺序发生改变，证券将加速兑付；违约事件发生后，现金流划付顺序改变，为优先级证券的偿付提供了一定的保障。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓释了风险事件对优先级证券兑付产生的不利影响。

（3）信托（流动性）储备账户及信托（混同）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户和信托（混同）储备账户。

信托（流动性）储备账户是信托账户下设的一级分账户，用于流动性储备资金的接收、核算。违约事件发生前，在每个支付日，应按照回收款分配顺序从收入分账户中将等值于必备（流动性）储备金额的款项转入信托（流动性）储备账户。

信托（混同）储备账户是信托账户下设的一级分账户，该账户中的储备金额将用于弥补混同风险。当贷款服务机构不具备任一评级机构给予的必备评级等级⁵时，在信托（混同）储备账户中储备用于弥补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的回收款金额，但不少于贷款服务机构丧失任一评级机构给予的必备评级等级时下一个收款期间的应回收款金额。

如信托财产与贷款服务机构的自有财产发生混同，受托机构应指示资金保管机构于下一个信托分配日，以信托（混同）储备账户中的金额为限，将相当于发生混同的资金金额（但以资产池实际产生的回收款金额为限）从信托（混同）储备账户相应转入信托收付账户中的收入分账户和/或本金分账户（如果无法区分应分别存入收入分账户及本金分账户的款项，则将全部金额

⁵ 必备评级等级：就联合资信而言，指联合资信给予AA~级的主体长期信用等级；就中债资信而言，指中债资信给予A级的主体长期信用等级。

存入本金分账户)。若后续贷款服务机构将发生混同的信托财产与其自有财产又区分开的,则贷款服务机构有权获得信托财产中的相应款项,直至数额达到已从信托(混同)储备账户相应转入信托收付账户的总金额。

信托(流动性)储备账户和信托(混同)储备账户的设置可以较好的缓释本交易的流动性风险和混同风险。

2. 交易结构风险分析

(1) 混同风险

本交易高频率的划转机制可有效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。

此外,针对混同风险,本交易安排了以必备评级等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⁻级且中债资信评估有限责任公司(以下简称“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 A 级,回收款转付日按照如下规则确定:回收款转付日按照如下规则确定:一般就每个公历月的每一日收到的回收款而言,其对应的回收款转付日为该日所在的自然周结束后的第 5 个工作日;但就该公历月所在的最后一个自然周(不包括该自然周包含的下一个公历月的每一日)收到的回收款而言,其对应的回收款转付日为该公历月最后一日后的第 6 个工作日;如果任一评级机构给予贷款服务机构的信用等级发生变化且因此需要改变回收款转付日时,回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的 3 个工作日内的任一工作日。

一方面,本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款转划机制,一般情况下回收款划转频率较高;另一方面,作为贷款服务机构,广汽汇理良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级能较为有效地缓释混同风险。同时,本

交易设置了信托(混同)储备账户,进一步缓释了混同风险。

(2) 物权风险

抵押担保转移登记之前,存在无法对抗善意第三人的风险。

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存在无法对抗善意第三人的风险。

针对物权风险,委托人和受托人均同意于信托生效日并不办理抵押权转让变更登记手续,而由委托人在中国有管辖权的政府机构登记部门继续登记为名义上的抵押权人,其为发起机构作为贷款服务机构应履行的职责之一,但该约定并不影响受托人合法地受让抵押权。同时委托人作出保证,即使按照上述条款没有办理抵押权的变更登记,除非善意第三人就抵押车辆主张权利,受托机构将成为信托财产中各抵押贷款的唯一债权人、各抵押车辆的抵押权人以及对附属担保权益拥有合法的请求权;抵押权将依法完善以具有对抗善意第三人的效力;并且,受托机构将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据,拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权;发起机构作为一方的交易文件项下的任何交易(包括但不限于信托财产的转移)均不构成欺诈性的让与。该等条款的设置可以较好的缓释物权风险。

(3) 抵销风险

本交易将债务人行使抵销权的风险转化为广汽汇理的违约风险。

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回收出现风险。

针对抵销风险,本交易合同约定,如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产,则广汽汇理应在该等抵销发生后无时滞地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通知受托人;如果广汽汇理对某一借款人有多笔债权,且借款

人行使抵销权，则广汽汇理、外贸信托应共同与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产。如果被抵销债权属于信托财产，则广汽汇理应在该等抵销发生后无时滞地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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为广汽汇理的违约风险。

广汽汇理业务经营稳健，盈利能力较强。联合资信认为即使借款人行使抵销权，广汽汇理也能够履行补足义务。因此，本交易的抵销风险很低。

（4）流动性风险

压力测试结果已反映流动性风险。

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，本交易入池资产加权平均利率低于证券预期发行利率，存在一定流动性风险。

本交易未设置外部流动性支持机制，但设立了内部信托（流动性）储备账户以及本金分账户和收入分账户的交叉互补机制缓释流动性风险。联合资信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，认为信托（流动性）储备账户、本金分账户和收入分账户的交叉互补机制的设置能有效缓释资产池现金流入同优先级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（5）提前偿还和拖欠风险

压力测试结果已反映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，但是在一定程度上会改变利差水平。入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。

联合资信在进行现金流分析时，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。

（6）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。

在本交易的各个偿付期内，信托账户中待分配的资金可用于再投资，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。合格投资系指以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构存款。合格实体系指联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA⁺ 且中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构。该设置一定程度上降低了再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

（1）发起机构/贷款服务机构

广汽汇理内控及风险管理体系较为健全；主营业务呈较快发展态势，主要品牌的业务渗透率 and 市场占有率持续提升；信贷资产质量向好，拨备充足。同时广汽汇理公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强。广汽汇理作为本交易的委托机构和贷款服务机构，履职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

本交易的委托机构/贷款服务机构为广汽汇理。作为委托机构，广汽汇理的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到委托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、信用文化、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。

广汽汇理是由广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”）和东方汇理个人金融股份有限公司（以下简称“东方汇理”）共同出资在广州市成立的中外合资企业，成立于 2010 年 5 月。广汽汇理初始注册资本人民币 5 亿元，广汽集团和东方汇理分别持有 50% 股权。2012 年和 2013 年，公司分别增资 5.00 亿元和 6.00 亿元，注册资本增至 16.00 亿元。广汽汇理于 2018 年第四季度分两轮共增资 14.00 亿元，由现有股东各出资 7.00 亿元，注册资本增至 30.00 亿元。股东及持股情况如表 2 所示：

表 2 广汽汇理股东及持股比例

股东名称	持股比例
广州汽车集团股份有限公司	50.00%
东方汇理个人金融股份有限公司	50.00%

截至 2020 年底，广汽汇理的汽车抵押贷款业务已覆盖全国 302 个城市。

截至 2020 年底，广汽汇理资产总额 488.98 亿元，比年初增长 18.33 亿元；负债总额 424.65 亿元，比年初增长 14.08 亿元；不良贷款率 0.27%；资本充足率 15.69%，一级资本充足率 14.56%。2020 年，广汽汇理实现营业收入 21.38 亿元，净利润 8.25 亿元。

在风险管理方面，广汽汇理按照监管要求和相关信用风险管理制度建立了贷款管理体系和业务流程，制定了贷款分类政策、贷款准备金政策、贷款审批指引、贷后管理指引和贷款催收指引等制度，对贷前调查、贷款审批以及贷后管理等环节实行全流程规范化管理。广汽汇理制定了零售业务审批操作指南和库存融资业务审批管理细则，明确了客户信贷准入、退出的标准，针对发放贷款引发的信用风险，实现敞口限额管理制度。广汽汇理建立了较完善的信用风险管理体系和贷款审批、发放和贷后管理流程，信贷资产质量持续优化。

(2) 资金保管机构

中国邮政储蓄银行股份有限公司内部治理规范、财务状况优良、托管经验丰富、风险控制能力很强，本交易因资金保管机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易的资金保管机构为中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行。中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）是由中国邮政集团公司全资拥有的股份制商业银行，其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 2020 年底，邮储银行总股本为 923.84 亿股，其中中国邮政集团有限公司持股 65.34%，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 57162.58 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，邮储银行实现营业收入 2862.02 亿元，净利润 643.18 亿元。截至 2020 年底，邮储银行托管资产规模 42741.17 亿元，较上年底增加 2970.41 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。

(3) 受托机构/受托人

外贸信托股东实力强、财务实力稳健、证券化业务安排较为完整，本期交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易的受托机构/受托人是外贸信托。外贸信托前身是中国对外经济贸易信托投资有限公司，于 1987 年 9 月在北京成立。截至 2020 年底，外贸信托注册资本 80.00 亿元人民币，股东为中化资本有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例分别为 97.26% 和 2.74%。

截至 2020 年底，外贸信托资产总额 194.04 亿元，所有者权益 189.83 亿元；2020 年全年实

现营业收入 30.89 亿元，净利润 14.21 亿元。

外贸信托内部控制的主要政策导向为合规经营、严控风险，在提升业务开拓能力、实现经营战略目标的同时，不断提高业务风险管控能力。结合全面风险管理、内部控制体系建设工作，外贸信托已建立一套以战略管理、业务管理、财务管理、信息系统、风险管理与内部审计为核心的较为完善的包括规章制度和操作规范在内的内部控制体系，形成职责明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部牵制机制。

外贸信托持续深化全面风险管理，建立合规统筹管理机制，大风控管理体系初步建立。外贸信托遵循全覆盖、相匹配与动态调整、审慎性等风险管理基本原则，建立了比较健全的风险管理治理架构，形成了较为明晰的风险管理三道风险，设立事前审批、事中执行和事后监督三道程序，为风险管理提供三道防火墙。

资产证券化业务方面，外贸信托作为受托人和受托人已成功发行了多单资产证券化项目，具有丰富的证券化发行经验。

4. 法律及其他要素分析

根据各机构相关意见，联合资信认为本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产真实有效、权属明确，基础资产转让行为合法、有效。并按照各机构意见进行会计及税务处理。

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由委托机构处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：广汽汇理、外贸信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有民事权利能力和完全的民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的《主定义表》

《信托合同》《服务合同》和《承销协议》；广汽汇理、外贸信托签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于广汽汇理、外贸信托的中国现行法律、行政法规，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成广汽汇理、外贸信托合法的、有效的和有约束力的义务，该等交易文件的相关各方可以按照交易文件的条款针对广汽汇理、外贸信托主张相应权利，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。除银保监会备案、人民银行注册以外，广汽汇理、外贸信托就签署、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。在《信托合同》经本项目各方合法有效地签署和交付，《信托合同》约定的信托生效前提条件全部满足且广汽汇理将信托财产交付给外贸信托后，信托有效设立。信托一经生效且信托财产被实际交付或转移给受托人，信托财产与广汽汇理未设立信托的其他财产相区别。广汽汇理依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，如果广汽汇理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，只是广汽汇理持有的次级资产支持证券和特别信托受益权将作为其清算财产；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，广汽汇理作为次级资产支持证券持有人和特别信托受益人是信托的唯一受益人的，则信托终止，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。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，对信托利益不作任何保证或担保，资产支持证券持有人的追索权仅限于信托财产。信托一经生效，广汽汇理对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在广汽汇理和受托机构之间发生法律效力。本交易约定因资产池中某笔抵押贷款未办理抵押变更登记，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资产将被认定为不合格资产，发起机构应按照约定赎回

该等不合格资产。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》约定的权利、权益和利益。

联合资信收到的会计意见书表明：广汽汇理将在其合并财务报表中对此信托进行合并；广汽汇理连同其合并的特定目的信托将按照其继续涉入信托财产的程度确认有关金融资产，并相应确认相关负债。

联合资信收到的税务意见书表明：企业所得税方面，广汽汇理将抵押贷款作为基础资产信托予特殊目的信托，并收取资产支持证券认购款项的行为，应将取得的认购收益一次性并入当年应纳税所得额计算缴纳企业所得税，同时，相应的信托财产历史计税基础可在计算应纳税所得额

时予以扣除；若特殊目的信托在收到广汽汇理转付的利息后，于当年向投资者分配的，则无需缴纳企业所得税。增值税方面，转让个人汽车抵押贷款应比照营业税下处理，不缴纳增值税；受托机构发行资产支持证券不属于增值税应税范围，故应无需缴纳增值税，受托机构对于特殊目的信托通过广汽汇理取得的贷款利息，应按 3% 的征收率计算缴纳增值税；优先级资产支持证券持有人取得的收益属于保本收益，应就取得的收益按 6% 缴纳增值税，次级资产支持证券持有人取得的收益属于保本收益需要缴纳增值税的可能性较小。印花税方面，广汽汇理和外贸信托签署的信托合同应无需缴纳印花税。

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. 资产池概况

本交易入池资产的借款人全部为中国公民或永久居民，且在初始起算日时至少为年满 18 周岁的自然人。本交易涉及 58963 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 417000.00 万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表 3 所示：

表 3 资产池概况

贷款户数（户）	58949
贷款笔数（笔）	58963
合同金额（万元）	506334.48
未偿本金余额（万元）	417000.00
单笔最大合同金额（万元）	35.66
单笔平均合同金额（万元）	8.59
单笔最大未偿本金余额（万元）	28.48

单笔平均未偿本金余额（万元）	7.07
加权平均贷款执行利率（%）	5.21
加权平均合同期限（月）	36.55
加权平均账龄（月）	6.44
加权平均剩余期限（月）	30.11
最短剩余期限（月）	8.00
最长剩余期限（月）	58.00
加权平均首付比例（%）	39.22
借款人加权平均年龄（岁）	35.73

注：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；资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 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 7.07 万元，单笔最大未偿本金余额为 28.48 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.0068%，资产池分散度较高，资产池的未偿本金余额分布如表 4 所示。

表 4 入池贷款未偿本金余额分布（单位：万元、笔、%）

金额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	13642	59178.10	14.19
(5, 10]	36275	245920.90	58.97
(10, 15]	8073	95002.62	22.78
(15, 20]	874	14766.82	3.54
20 以上	99	2131.56	0.51
合计	58963	417000.00	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：发起机构提供，联合资信整理

3.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广汽汇理。

4.入池贷款首付比例分布

截至初始起算日，本交易入池贷款加权平均首付比例为39.22%，首付比例主要集中在30%至50%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表5。

表5 入池贷款首付比例分布（单位：%、笔、万元）

首付比例	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,30]	11774	91110.16	21.85
(30,40]	18534	145791.58	34.96
(40,50]	16470	110114.65	26.41
(50,60]	6850	42984.93	10.31
(60,70]	4332	22576.60	5.41
(70,80]	958	4286.82	1.03
(80,90]	45	135.26	0.03
合计	58963	417000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

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。

5.入池贷款利率类型

本交易入池贷款中的合同利率全部为固定利率。

6.入池贷款利率分布

本交易入池贷款加权平均利率为5.21%，最高利率为16.39%，最低利率为0%⁶，利率为0%的入池贷款有27129笔，未偿本金余额占35.16%，利率分布如表6所示。

表6 入池贷款利率分布（单位：%、笔、万元）

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	27129	146602.30	35.16
(0,5]	4928	33966.38	8.15
(5,10]	23269	206885.11	49.61

⁶ 此处存在入池贷款利率为0%主要系主机厂经销商部分所承担的利息不入池所致。

(10,15]	3377	27989.98	6.71
(15,20]	260	1556.23	0.37
合计	58963	417000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

7.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6.44个月，入池贷款的账龄分布见表7。

表7 入池贷款账龄分布（单位：月、笔、万元、%）

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	53294	382657.34	91.76
(12,24]	5105	30845.97	7.40
(24,36]	456	2961.14	0.71
(36,48]	106	531.04	0.13
48 以上	2	4.51	0.00
合计	58963	417000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

8.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30.11个月，最长剩余期限为58.00个月，最短剩余期限为8.00个月，入池贷款的剩余期限分布如表8所示。

表8 入池贷款剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	30	84.06	0.02
(12,24]	21317	120904.72	28.99
(24,36]	32442	243211.58	58.32
(36,48]	2171	20409.02	4.89
(48,60]	3003	32390.61	7.77
合计	58963	417000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

9.入池贷款还款方式

本交易入池贷款的还款方式全部为等额本息。

10.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加权平均年龄为35.73岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在20岁到50岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如表9所示。

表9 借款人年龄分布（单位：岁、笔、万元、%）

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18,20]	656	4406.24	1.06
(20,30]	18606	130502.28	31.30
(30,40]	22874	164129.44	39.36
(40,50]	12225	85644.45	20.54
(50,60]	4229	29792.77	7.14
(60,70]	373	2524.81	0.61
合计	58963	417000.00	100.00

注：[,]为左闭右开区间，例如[18, 20]表示大于等于18但小于等于20，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

11. 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10所示。

表10 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	9691	66617.91	15.98
河南	4304	30675.50	7.36
山东	4088	28398.88	6.81
湖南	3259	23221.59	5.57
四川	2865	20406.77	4.89
江苏	2681	18393.15	4.41
广西	2505	18270.32	4.38
湖北	2408	17106.69	4.10

四、定量分析

1. 现金流分析

本交易的基础资产为发起机构广汽汇理持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据广汽汇理的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出累计违约率⁷、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。

广汽汇理提供了2012年1月至2021年5月间发放的个人汽车抵押贷款回款数据，共计113个静态池。联合资信以各月发放的贷款总量为样本，通过对广汽汇理提供的历史数据的累计

⁷ 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

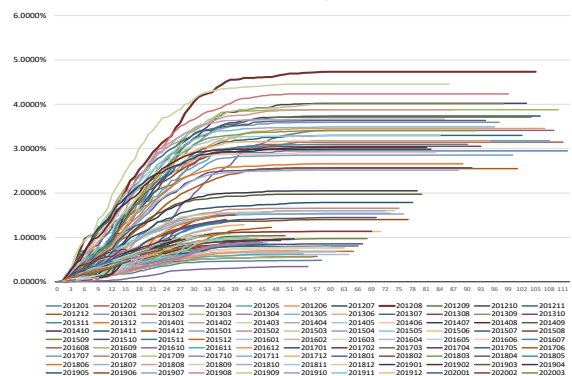
河北	2737	16526.71	3.96
新疆	2019	16230.51	3.89
合计	36557	255848.03	61.35

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

其中广东地区的借款人未偿本金余额占比最大，达到15.98%。广东省经济发展良好，2020年广东实现地区生产总值（初步核算数）110760.94亿元，比上年增长2.3%。其中，第一产业增加值4769.99亿元，增长3.8%，对地区生产总值增长的贡献率为6.4%；第二产业增加值43450.17亿元，增长1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为33.7%；第三产业增加值62540.78亿元，增长2.5%，对地区生产总值增长的贡献率为59.9%。三次产业结构比重为4.3:39.2:56.5，第三产业所占比重比上年提高0.7个百分点。新经济增加值27862.23亿元，增长3.0%，占地区生产总值的25.2%。2020年全年，广东省全部工业增加值比上年增长1.3%，规模以上工业增加值增长1.5%；规模以上服务业企业实现营业收入34023.46亿元，比上年增长1.5%。2020年，广东省地方一般公共预算收入12921.97亿元，比上年增长2.1%；广东省居民人均可支配收入41029元，比上年增长5.2%。总体来看，广东省经济运行总体平稳，主要经济及财政指标稳中向好，整体经济发展稳健。

违约率进行分析，得出各月发放的贷款的累计违约表现如下图所示：

图2 静态池累计违约率（逾期30天以上）



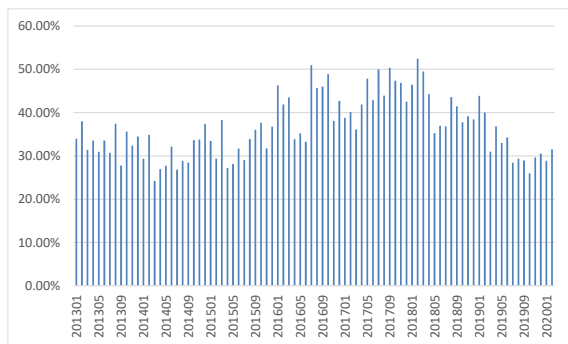
注：“201201”指在2012年1月1日至2012年1月31日期间发放的贷款，以此类推

资料来源：发起机构提供

累计违约率是判断基础资产表现的指标,通过对静态池数据分析计算得出,用于模拟在本交易成立后因违约而导致的资产池本金的减少。联合资信根据历史数据整理出各有效静态池各月的违约率增量矩阵,计算所有有效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 1.63%,考虑账龄后剩余周期的预期累计违约率为 1.43%⁸。

回收率方面,联合资信根据所提供的实际回收数据计算出每个静态池资产逾期 30 天及以上的回收率。广汽汇理提供了 2012 年 1 月至 2021 年 5 月发放贷款的静态池历史数据,通过去除少数因贷款存续时间太短或贷款发放数量过少而未能体现回收能力的静态池样本,联合资信计算出自 2013 年 1 月至 2020 年 2 月各静态池回收率的平均值作为各月发放贷款的资产回收率,得出平均回收率为 36.59%,各静态池回收率如下图所示。

图 3 静态池资产回收率



资料来源：发起机构提供

早偿率是衡量资产早偿情况的量化指标,通过对静态池数据分析计算得出,用于模拟在本交易成立后因借款人提前还款而导致的资产池现金流的变动。根据有效静态池计算出早偿率为 5.93%。

表 11 基准参数表

参数名称	参数基准值
累计违约率	1.43%
回收率	36.59%
早偿率	5.93%

2. 现金流压力测试

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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响,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。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性影响。

(1) 压力测试标准

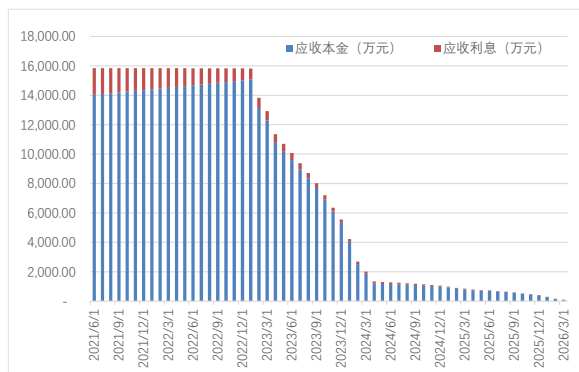
对于现金流模型,联合资信分别针对现金流入端与流出端加压考虑,以判断在目标评级的情况下优先级证券是否能足额兑付。

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、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。

⁸ 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: $CDR_2 = CDR_0 - CDR_1$ 。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。

在假定借款人完全按照贷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下图所示。

图 4 正常情况下资产池现金流入



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 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级证券的目标评级均为 AAA_{sf} 的压力倍数进行加压考量。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，但同时较高的早偿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。因此，联合资信在现金流流入端并未对早偿率加压。

广汽汇理已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据广汽汇理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，联合资信确定贷款服务机构风险系数取值为 1.00。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 12 压力测试的违约率/回收率加压结果(单位：%)

参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
目标级别	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}
基准参数值	1.43	36.59	5.93
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	1.00	—
加压后参数值	7.84	20.12	5.93

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、优先 A2 级和优先 B 级证券的预期利率分别为 3.30%、3.60%和 4.20%，加压 50 个 bps 后，得到压力情形下优先 A1 级证券预期利率为 3.80%，优先 A2 级证券预期利率为 4.10%，优先 B 级证券预期利率为 4.70%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 13 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先 A1 级证券预期利率	3.80% (3.30%+50bps)
优先 A2 级证券预期利率	4.10% (3.60%+50bps)
优先 B 级证券预期利率	4.70% (4.20%+50bps)
税率	3.26%
参与机构报酬合计	0.43%/年
预计信托设立日	2021/09/14

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

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到优先级证券在目标评级 AAA_{sf} 情境下的本息偿付情况，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	28613.77	税费	8478.16	8478.16
		优先 A1 级利息	4752.26	4752.26
		优先 A2 级利息	6480.84	6480.84
		优先 B 级利息	3300.36	3300.36
回收款本金	387571.10	优先 A1 级本金	200000.00	200000.00

		优先 A2 级本金	146000.00	146000.00
		优先 B 级本金	32000.00	32000.00
		次级本金	22000.00	15173.25
流入合计	416184.87	流出合计	423011.62	416184.87

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出, 优先 A 级证券可偿还完所有本息, 同时交易账户中尚余 47543.90ⁱ 万元可用于兑付优先 B 级证券本息和次级证券本金, 对优先 A 级证券形成 13.74% 的安全距离ⁱⁱ。优先 B 级证券可偿还完所有本息, 同时信托账户中尚余 15173.25 万元可用于兑付次级证券本金, 对优先 A 级和优先 B 级证券形成 4.01% 的安全距离ⁱⁱⁱ。因此, 优先级各档证券均可以通过 AAA_{sf} 级别压力测试。

综合考虑上述因素, 联合资信最终确定“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级（包括优先 A1 级和优先 A2 级）证券和优先 B 级证券的信用等级均能够达到 AAA_{sf}。

ⁱ 包含优先 A 级证券本息偿还完后偿付的优先 B 级证券利息 370.65 万元、优先 B 级证券本金 32000.00 万元和次级证券本金 15173.25 万元。
ⁱⁱ 优先 A 级证券的安全距离=优先 A 级证券本息支付完后剩余的现金/优先 A 级证券发行规模
ⁱⁱⁱ 优先 B 级证券的安全距离=优先 B 级证券本息支付完后剩余的现金/优先 B 级证券发行规模。

五、评级结论

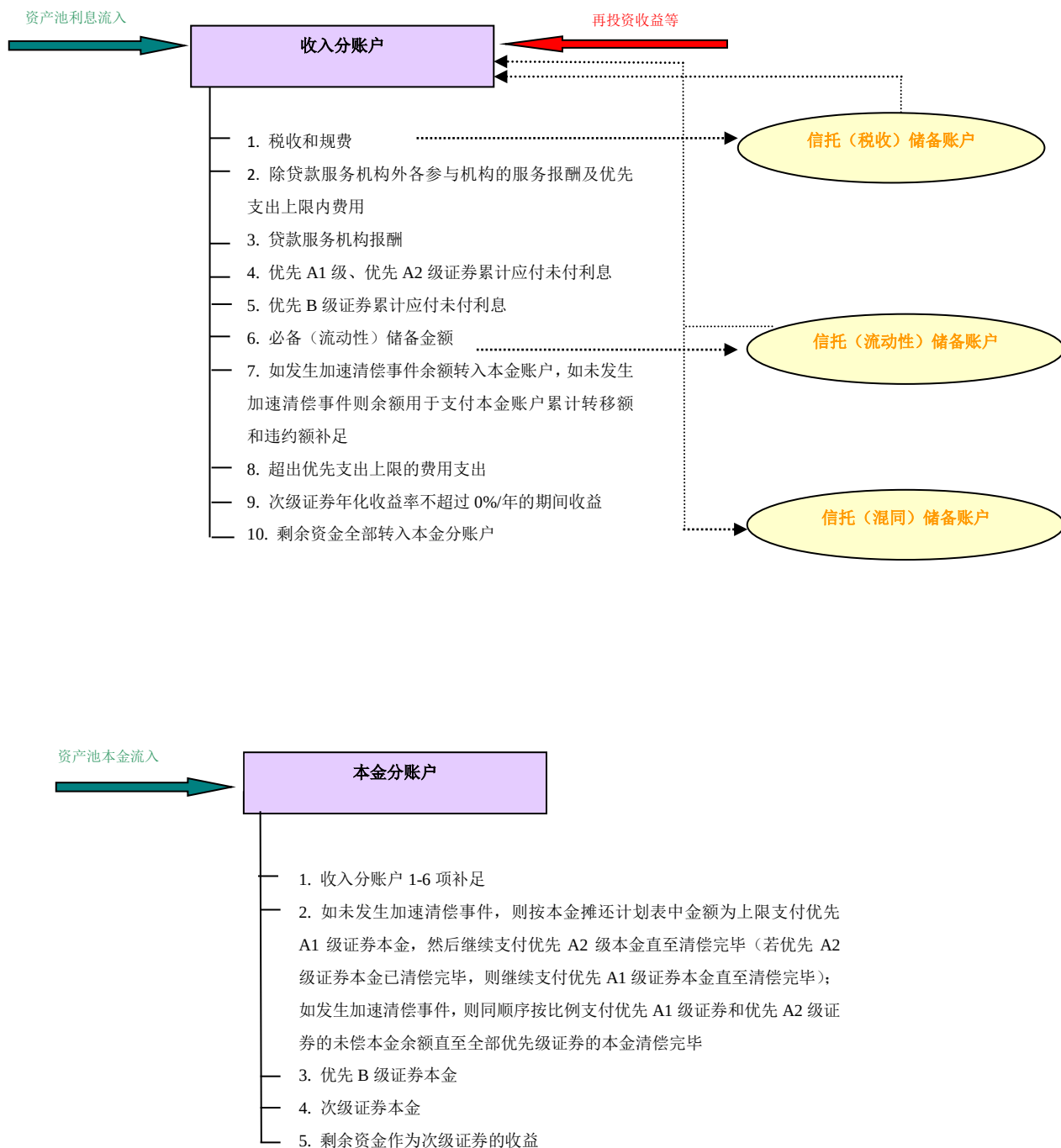
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量, 确定“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券

和优先 B 级资产支持证券的信用等级均为 AAA_{sf}, 次级资产支持证券未予评级。

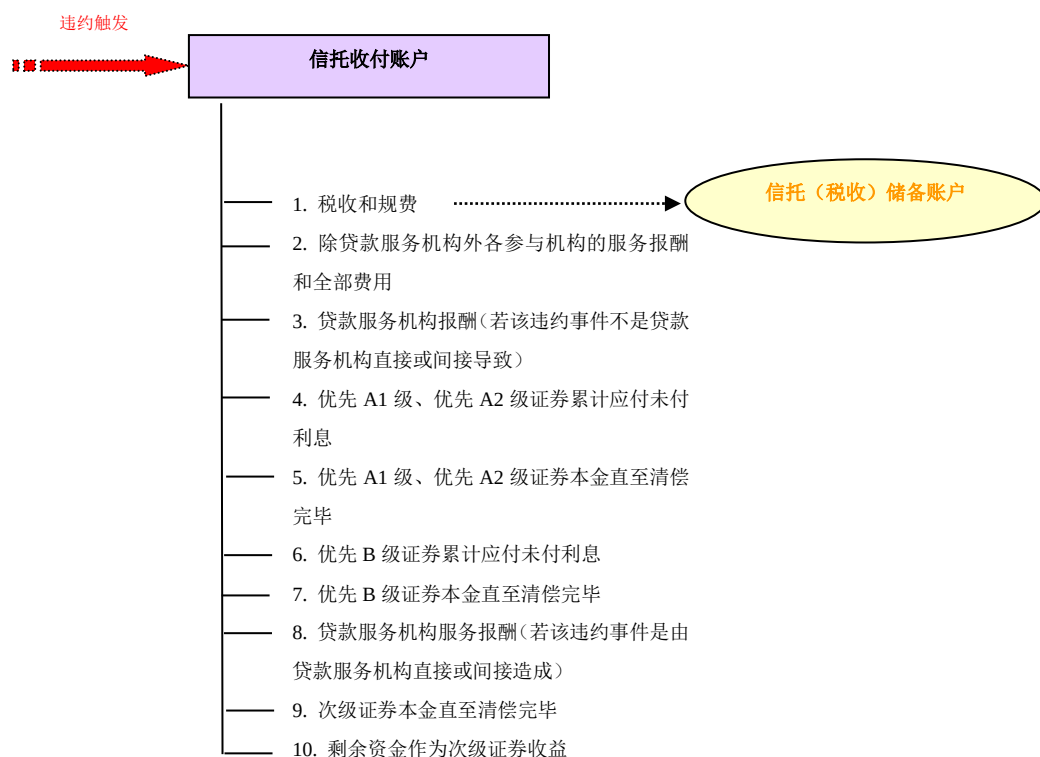
上述优先级证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强, 违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 违约事件发生前的回收款分配



附图 2 违约事件发生后的回收款分配



附件 1 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）。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 优先 A1 级资产支持证券计划还款方式

在信托期限内，在优先 A2 级资产支持证券的本金偿付完毕之前且在发生违约事件之前，优先 A1 级资产支持证券在相应的支付日按下表摊还本金，优先 A1 级资产支持证券的本金摊还计划表如下所示：

支付日 ⁹	当期应摊还本金金额（万元）
2021 年 10 月 26 日	45000.00
2021 年 11 月 26 日	11000.00
2021 年 12 月 26 日	11000.00
2022 年 1 月 26 日	11000.00
2022 年 2 月 26 日	11000.00
2022 年 3 月 26 日	11000.00
2022 年 4 月 26 日	11000.00
2022 年 5 月 26 日	11000.00
2022 年 6 月 26 日	11000.00
2022 年 7 月 26 日	11000.00
2022 年 8 月 26 日	11000.00
2022 年 9 月 26 日	10000.00
2022 年 10 月 26 日	10000.00
2022 年 11 月 26 日	10000.00
2022 年 12 月 26 日	5000.00
2023 年 1 月 26 日	5000.00
2023 年 2 月 26 日	5000.00

⁹ 支付日：系指每个公历月的第 26 日（第一个支付日应为 2021 年 10 月 26 日），但如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日

联合资信评估有限公司关于 汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 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“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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。

广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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。

如广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。

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。