

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据信用评级报告》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。

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月二十一日

信用评级公告

联合〔2022〕609号

联合资信评估股份有限公司通过对“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月二十一日

一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据 信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先级	302300.00	88.27	90.73	AAA _{sf}
次级	30880.61	9.02	9.27	NR
票据合计	333180.61	97.29	100.00	--
超额抵押	9283.76	2.71	--	--
合计	342464.37	100.00	--	--

注：1.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；2.NR表示未予评级

交易概览

初始起算日：2021 年 6 月 25 日零点 (0:00)

委托人/发起机构/资产服务机构：一汽租赁有限公司

受托人/受托机构：交银国际信托有限公司

资金保管机构：交通银行股份有限公司吉林省分行

牵头主承销商/簿记管理人：交通银行股份有限公司

联席主承销商：招商银行股份有限公司

现金流评估预测机构：天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）

法律顾问：北京大成律师事务所

基础资产：委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的 37037 笔融资租赁债权及其附属担保权益

法定到期日：2029 年 6 月 26 日

评级时间

2022 年 1 月 21 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”）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，并对资产支持商业票据进行了现金流分析和压力测试。

本交易基础资产为发起机构一汽租赁有限公司（以下简称“一汽租赁”）信托予受托人交银国际信托有限公司的 37037 笔融资租赁债权及其附属担保权益。资产池分散性极好（单笔融资租赁债权占全部未偿本金余额的比例最高仅为 0.02%），同类资产的历史表现较好（乘用车租赁业务于存续期间的预期累计违约率¹为 1.23%，回收率为 62.89%；商用车租赁业务于存续期间的预期累计违约率²为 1.43%，回收率为 52.08%），虽然入池的低利率资产拉低了资产池的收益率（入池资产加权平均年利率为 2.64%），资产池整体质量仍然很好。在此基础上，本交易优先/次级结构、超额抵押以及触发机制的设置能为优先级资产支持商业票据提供了充足的信用支持。交易结构方面需要特别说明的是，由于本期优先级资产支持商业票据本金偿付的现金流既可能同时来源于资产池现金流和后续优先级资产支持商业票据的募集资金（续期票据发行成功时），又可能仅来源于资产池现金流（续期票据未成功发行时），因此，联合资信在量化测算时充分考虑了这一特别的兑付安排。量化测算的结果显示，优先级资产支持商业票据能满足 AAA_{sf} 等级的评级要求。

综合考虑上述因素，联合资信评定“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级

¹ 乘用车租赁业务方面，联合资信定义逾期 30 天以上的资产为违约资产，并以此为标准计算入池资产中乘用车部分的违约率数据。

² 商用车租赁业务方面，因存在经销商代偿，联合资信定义逾期 1-30 天的资产为违约资产，并以此为标准计算入池资产中商用车部分的违约率数据。

级为 AAA_{sf}。

优势

1. **资产池整体质量较好。**本交易基础资产涉及 37037 笔融资租赁债权，承租人分布在 30 个省、自治区和直辖市，单笔融资租赁债权占全部未偿本金余额的比例极小，最大占比仅为 0.02%，分散性极好。根据一汽租赁提供的数据测算的乘用车租赁业务 60 期预期累计违约率为 1.86%，考虑账龄后资产池存续期间的预期累计违约率为 1.23%，回收率为 62.89%；测算的商用车租赁业务 36 期预期累计违约率为 1.82%，考虑账龄后资产池存续期间的预期累计违约率为 1.43%，回收率为 52.08%，其同类资产的历史表现较好。
2. **优先级/次级结构以及超额抵押的设置**为优先级资产支持商业票据提供了主要的信用支持。本交易初始超额抵押占资产池未偿本金余额的 2.71%。考虑了初始超额抵押后，优先级资产支持商业票据获得 11.73% 的信用支持。

关注

1. **未办理抵押权转移登记带来的法律风险。**本交易中，发起机构在向受托机构转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但发起机构与受托机构未办理抵押权转移登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险，这将使信托面临一定的法律风险。
2. **发行失败风险。**就每一期发行而言，如果商业票据未能全部发行完毕或主承销商未能在缴款日足额向发行收入缴款账户缴纳认购资金，则优先级商业票据持有人将承受发行失败带来的风险。
3. **模型风险。**影响资产违约及违约后回收的因素较多，加上发起机构一汽租赁开展汽车融资租赁业务的历史不长，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误差。

4. **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。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。

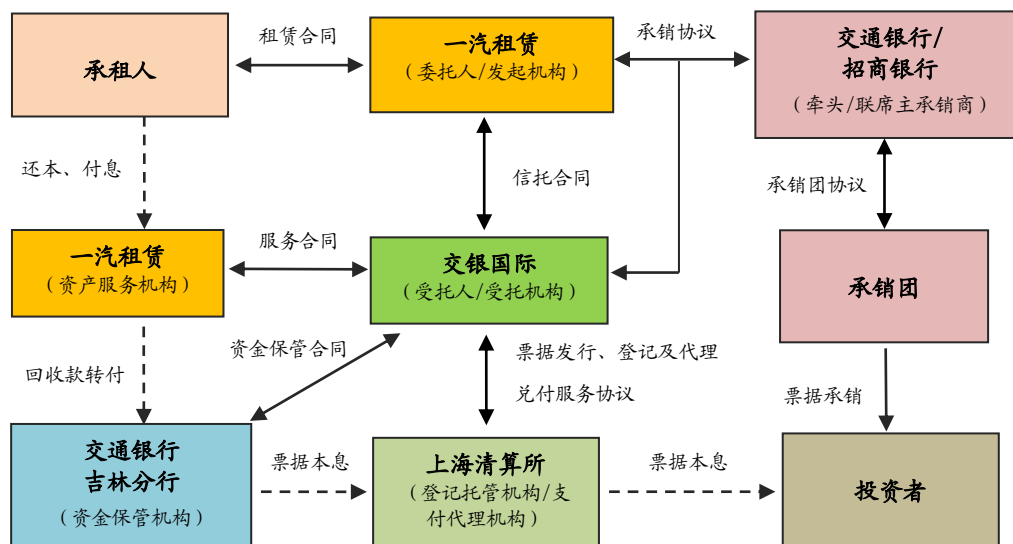
一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构一汽租赁有限公司（以下简称“一汽租赁”）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342464.37万元融资租赁债权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，通过交银国际信托有限公司（以下简称“交银国际”）设立“一汽租赁有限

公司2022年度第一期资产支持商业票据信托”。交银国际以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持商业票据（以下简称“商业票据”，包括优先级商业票据和次级商业票据）。投资者通过购买并持有该资产支持商业票据取得信托项下相应的信托受益权。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. 资产支持商业票据

本交易商业票据可以在信托期限内一期或多期发行，同一期项下的发行统称为第N期商业票据，由发行载体管理机构发行第N+1期商业票据并以募集资金兑付第N期商业票据应付未付预期收益和/或本金。本交易计划发行第1期优先级商业票据和次级商业票据。其中，优先级商业票据享有优先级信托受益权，次级商业票据享有次级信托受益权。

本交易采用优先级/次级顺序支付机制，劣后受偿的分级商业票据为优先级较高的分级商

业票据提供信用支持。优先级商业票据采用固定利率，按季付息，票面利率根据簿记建档结果确定；次级商业票据不设票面利率，按照不超过5.00%/年的收益率获得的期间收益。如果本交易续发成功，优先级商业票据到期一次还本付息；如果续发不成功，优先级商业票据的本金分别于支付日采用过手方式并按照优先/次级的顺序进行偿付。在商业票据本金全部清偿完毕后，次级商业票据持有人取得剩余收益。本次商业票据募集资金用途为偿还存量债务和补充营运资金。

表 1 资产支持商业票据概要

(单位: 万元、%)

票据名称	金额	资产占比 (%)	票据占比 (%)	利率类型	预期到期日	还本付息方式
优先级	302300.00	88.27	90.73	固定利率	2022/4/26	续发成功, 到期一次性还本付息; 续发不成功, 按季支付利息, 过手摊还本金
次级	30880.61	9.02	9.27	--	2026/6/26	--
票据合计	333180.61	97.29	100.00	--	--	--
超额抵押	9283.76	2.71	--	--	--	--
合 计	342464.37	100.00	--	--	--	--

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

3. 基础资产合格标准

本交易制定了明确、严格的基础资产合格标准。

本交易的入池资产涉及发起机构一汽租赁享有的37037笔融资租赁债权及其附属担保权。截至初始起算日, 入池资产的未偿本金余额为人民币342464.37万元。

根据交易文件约定, 本交易入池资产的合格标准系指在初始起算日和信托财产交付日³:

(a) 资产对应的租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同(如有)、质押合同(如有)适用法律为中国法律, 且在中国法律项下均合法有效, 并构成相关承租人、担保人(如有)合法、有效和有约束力的义务, 委托人可根据其条款向承租人、担保人(如有)主张权利; (b) 委托人已根据其内部流程及制度、程序和租赁合同的约定履行并遵守了其在租赁合同项下义务, 融资租赁款项(若有)已根据委托人标准融资租赁程序及其他与融资租赁款业务相关的政策投放, 租赁物件均已根据租赁合同的约定交付承租人, 租赁合同项下租金的支付条件均已满足; (c) 承租人为依照中国法律具有完全民事行为能力的、年满18周岁(含18周岁)的自然人; (d) 承租人或担保人(如有)不是与一汽租赁签订劳动合同的雇员; (e) 承租人或担保人(如有)未被列入最高人民法院公布的失信被执行人名单; (f) 承租人不存在违反其在租赁合同或其他相关文件下的偿付义务(以下第(p)项标准规定的迟延支付除外)或其他主要义务且尚未补救的行为; (g) 除以保证金(如有)及预估的购置税、保险费中高于实际购置

税、保险费金额的部分冲抵租赁合同项下应付款项外, 承租人在租赁合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利(法定抵销权除外); (h) 不存在承租人依法向第三人转让其在租赁合同项下的权利或义务的情形; (i) 租赁物件已经全部起租, 且同一租赁合同项下融资租赁债权的未偿款项(包括但不限于租金、违约金及其他款项)全部入池; (j) 资产的所有应付数额均以人民币为单位; (k) 资产未根据一汽租赁的内部流程及制度予以核销; (l) 资产未发生过重组、重新确定还款计划或展期等情形; (m) 资产项下每一笔应由一汽租赁发放的融资租赁款应不低于人民币1万元(含1万元)且不超过人民币100万元(含100万元); 截至初始起算日, 同一承租人的租赁合同项下的转让债权总额不得超过人民币600万元; (n) 资产项下任一份租赁合同所约定的融资租赁期限不超过5年(含5年); (o) 截至初始起算日, 租赁合同项下租金的已还期数不小于1期; (p) 在初始起算日, 承租人单次迟延支付租赁合同项下到期应付的金额最长不超过3天, 累计迟延支付租赁合同项下到期应付的金额未超过30天, 且在初始起算日, 租赁合同项下不存在承租人到期应付而未付的金额; (q) 截至初始起算日, 租赁合同项下租金的剩余期限不超过60个月; 融资租赁债权对应的租赁合同到期日均不晚于2026年5月26日; (r) 租赁合同起租时, 租赁合同项下的首付比例不低于20%(首付比例=(首付金额+保证金)/租赁本金×100%; 其中, 租赁本金=初始本金额+首付金额); (s) 租赁物件需为新车, 委托人或承租人取得相关租赁物件的所有权之前, 租赁物件未进行过以消费使用为直接目的的交易或所有权变更登

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。在本信托中, 信托财产交付日为缴款日后的次一个工作日。

记；(t) 除非相关承租人提前偿还完毕相关租赁合同项下全部应付款项（包括现时的和将来的，已有的和或有的），承租人均无权单方终止租赁合同；(u) 租赁合同、保证合同（如有）、抵押合同（如有）、质押合同（如有）中对融资租赁债权及其附属担保权益的转让不存在任何限制性规定；(v) 资产、租赁物件均不涉及任何争议、纠纷、行政案件、诉讼、仲裁、破产或执行程序；且均不涉及国防、军工或者其他国家机密；(w) 租赁物件登记证登记在一汽租赁名下，或承租人已与一汽租赁签订抵押合同，签订抵押合同的，租赁物件在初始起算日已在中国相关的登记机关办理完毕抵押登记手续，且唯一登记的抵押权人为一汽租赁，或者，如租赁物件在初始起算日未办理完毕抵押登记手续，则最迟将于信托财产交付日办理完毕抵押登记手续且唯一登记的抵押权人为一汽租赁；除此之外，租赁物件均未设定其他合法的抵押权、质权等担保负担或其他权利限制的情况；(x) 在信托财产交付日，相关租赁物件已经根据行业通用标准投保，且保险的受益人或保险赔偿金领受人为一汽租赁，但保险合同未进行明确约定的除外；(y) 资产均为符合一汽租赁内部五级分类对应为正常类的资产；(z) 租赁合同均禁止或限制相关承租人在未经一汽租赁同意时以任何方式处分租赁物件；(aa) 一汽租赁合法拥有资产及对应租赁物件的所有权，且一汽租赁已向承租人（如有）或者承租人指定方（如有）支付了租赁物件购买价款（如有）；(ab) 与租赁合同项下租赁物件相关的解抵押费、使用期间产生的税费和行政规费、因车辆造成人身损害或财产损失引起的索赔、委托人代为投/续保费用、保险理赔费用等根据租赁合同的约定由承租人自行承担，承租人无权以任何理由以上述成本和费用抵扣或减免其在租赁合同项下租金及其他应付款项；(ac) 就任一出卖人而言，其所涉资产初始起算日本金余额之和占初始起算日资产池余额的比例不超过5%；(ad) 就所涉资产初始起算日本金余

额之和前十大的出卖人而言，其所涉资产初始起算日本金余额之和占初始起算日资产池余额的比例不超过20%。

4. 现金流收付机制

本交易现金流来自于基础资产在信托存续期内的回收款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 现金流归集

本交易设置了收款账户和信托账户。收款账户为一汽租赁开立的用于归集融资租赁业务相关日常经营收入的银行账户。信托账户为受托人在信托生效日⁴当日或之前根据《资金保管合同》的约定在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户。在信托生效后，受托人将设立信托账，用以记录信托利益的收支情况。信托账下设收益账、本金账和保证金账三个子账，其中收益账用于核算收入回收款；本金账用于核算本金回收款；保证金账用于核算出卖人为保证自己名下承租人的还款情况而缴纳的金

额。受托人应授权并要求资产服务机构按照《服务合同》的相关约定管理收款账户以及在其下开立相关科目，并于每个回收款转付日⁵下午四点（16:00）前将扣除执行费用的前一个回收款转付期间的全部回收款（为免歧义，回收款中租赁利息指含税租赁利息金额（但不包括自初始起算日起至第一个计算日止期间的租赁利息中属于增值税和附加税的部分），且不包括该等回收款在资产服务机构账户内产生的利息）划转至信托账户。受托人应不晚于每个支

⁴ 信托生效日：在本信托中，信托财产交付日、信托生效日为同一日。

⁵ 回收款转付日：系指资产服务机构将回收款转付到信托账户之日。信托生效后，回收款转付日按照如下规则确定：（a）当评级机构给予优先级资产支持商业票据的债项评级高于或等于 AAA₊ 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 5 个工作日；（b）当评级机构给予优先级资产支持商业票据的债项评级低于 AAA₊ 级或发生权利完善事件之（a）项时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人（如有）仍将其应支付的款项支付至资产服务机构，则回收款转付日为资产服务机构收到该笔回收款后 3 个工作日内的任一工作日。如果评级机构给予优先级资产支持商业票据的债项评级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款转付日发生上述改变之后，即使评级机构给予优先级资产支持商业票据的债项评级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

付日⁶前的第2个工作日下午三点（15:00）前，指令资金保管机构将信托账户中与划款指令相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持商业票据的本息及收益；受托人应不晚于每个支付日下午三点（15:00）前，指令资金保管机构于当日（或中国法律规定、交易文件约定的其他日期）将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户，用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬。

（2）现金流支付机制

现金流支付机制按照滚动发行终止事件（约定详情详见附件1）、违约事件（约定详情详见附件1）和加速清偿事件（约定详情详见附件1）是否发生有所差异。

滚动发行终止事件及违约事件发生前的回收款分配

根据交易结构安排，信托账户项下的本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收益账项下资金将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，但（e）、（f）、（h）项除外）：（a）支付与信托相关的税收（如有）；（b）支付受托人以固有财产垫付的费用（如有）；（c）同顺序支付各参与机构费用和报酬，和以优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出（如有）；（d）支付优先级商业票据的利息；（e）如果发生加速清偿事件，将全部余额记入本金账；如果尚未发生加速清偿事件，则继续进行以下分配；（f）将补足累计违约额和本金账累计转移额的差额转入本金账；（g）支付超出优先支出上限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用；（h）按不超过5%/年的收益率分配次级商业票据的期间收益；（i）剩余资金记入本金账。

本金账项下资金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）转入收益账项下一定数额资金，以确保收益账项下资金可以足额支付相关税费、各参与机构费用和报酬和优先级商业票据的利息；（b）支付优先级商业票据的本金，直至本金清偿完毕；（c）支付次级商业票据的本金，直至本金清偿完毕；（d）剩余资金作为次级商业票据的收益支付给次级商业票据持有人。详见附图1“滚动发行终止事件及违约事件发生前”发生前的现金流。

滚动发行终止事件或违约事件发生后的回收款分配

信托账项下资金不再区分为收益账项下资金和本金账项下资金，而是将信托账户的资金（特别的，如于该信托利益核算日⁷对应的支付日前收到委托人支付的相当于回购价格的资金的，则该等资金纳入当期应予以分配的总金额）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）支付与信托相关的税收（如有）；（b）支付受托人以固有财产垫付的费用（包括以往各期末付金额，如有）；（c）同顺序支付各参与机构费用和报酬，以及受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期累计应付未付金额，如有）；（d）支付优先级商业票据累计应付未付的利息；（e）支付优先级商业票据本金，直至全部本金清偿完毕；（f）支付次级商业票据的本金，直至本金清偿完毕；（g）剩余资金作为次级商业票据的收益支付给次级商业票据持有人。详见附图2“滚动发行终止事件及违约事件”发生后的现金流。

信托终止后信托财产的分配

受托人应将清算所得的信托财产以及收益账和本金账的资金的总和在分配指令中指示资金保管机构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）：（a）

⁶ 支付日：系指每年第1、4、7、10月的第26日。但如果该日不是工作日，则顺延至该日后的第一个工作日。第一个支付日应为2022/4/26日。

⁷ 信托利益核算日：系指每个支付日前的第6个工作日。

支付与信托相关的税收（如有）；（b）支付清算费用；（c）支付受托人以固有财产垫付的费用（包括以往各期末付金额，如有）；（d）同顺序支付各参与机构费用和报酬，以及受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期累计应付未付金额，

如有）；（e）支付优先级商业票据累计应付未付的利息；（f）支付优先级商业票据本金，直至全部本金清偿完毕；（g）剩余信托财产全部按信托财产的原状分配给次级商业票据持有人。详见附图 3“信托终止日”发生后的现金流。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构和触发机制交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先级/次级结构

本交易采用优先级/次级结构，划分为优先级商业票据和次级商业票据。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，劣后受偿的商业票据为优先级商业票据提供信用损失保护。本交易初始超额抵押占资产池未偿本金余额的 2.71%，考虑了初始超额抵押后，优先级商业票据获得 11.73% 的信用支持。初始超额抵押的设置提升了优先级商业票据的保障程度。

（2）触发机制

本交易设置了三类事件触发机制：“滚动发行终止事件”、“加速清偿事件”、“违约事件”。“滚动发行终止事件”、“加速清偿事件”和“违约事件”事件一旦触发将导致滚动发行提前终止并重新安排现金流兑付机制。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。

2. 回购安排

本交易的回购安排是委托人的一项选择权，对资产池整体质量的提升作用不明显。

在滚动发行终止事件发生后，委托人有权要求进行回购。委托人决定进行回购的，应于滚动发行终止事件发生之日 14:00 前，根据合同约定向受托人发送《回购通知书》并抄送评级机构；如发生滚动发行终止事件第（a）项的，

则委托人向受托人发出《回购通知书》之日应不晚于当日所在收款期间的前一个收款期间对应的回收款转付日（为免疑义，滚动发行终止事件之（a）项的发生之日以委托人向受托人发出《回购通知书》之日为准）。受托人如果未在《回购通知书》发出之日 15:00 前邮件回复委托人并说明原因，则视为无异议，并同意将自回购起算日⁸二十四时（24:00）起信托项下全部剩余资产出售给委托人，委托人应在《回购通知书》发出之日（如发生滚动发行终止事件第（a）项的，则应不晚于当日所在收款期间的前一个收款期间对应的支付日前的第 10 个工作日）16:00 前将相当于回购价格的资金一次性支付至信托账户，否则视为本次回购无法完成。受托人应将信托账户收到的相当于回购价格的款项分别作为收入回收款和本金回收款转入收益账和本金账。其中，回购价格为委托人根据《信托合同》的约定回购资产池的价格，即在滚动发行终止事件发生后第一个支付日前一日全部优先级商业票据的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级资产支持商业票据的预期收益总额加上信托应承担的税收、费用支出和服务报酬之和，以及其他发生的必要相关费用。

⁸ 回购起算日：（a）就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日是指受托人提出赎回相应不合格资产要求的那个收款期间的最后一日；（b）就《信托合同》约定的清仓回购而言，回购起算日是指委托人向受托人发出《清仓回购通知书》之日所在收款期间的前一个收款期间的最后一日；（c）就《信托合同》约定的回购而言，回购起算日是指滚动发行终止事件发生之日（为免疑义，滚动发行终止事件之（a）项的发生之日以委托人向受托人发出《回购通知书》之日为准）所在收款期间的前一个收款期间的最后一日。特别的，如前述委托人向受托人发出《清仓回购通知书》之日所在收款期间、滚动发行终止事件发生之日所在收款期间为第一个收款期间，则回购起算日与初始起算日为同一日。

本交易的回购安排是委托人的一项选择权，对资产池整体质量的提升作用不明显，优先级商业票据的信用水平主要依靠资产池的实际表现来确定。

3. 风险分析

(1) 混同风险

本交易的混同风险较高。

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的本息回收与资产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。

本交易资产池回收款按季由收款账户向信托账户划转，转付频率较低，并且未设置与主体信用等级相关的回收款高频划转机制，因此存在较高的混同风险，联合资信将对资产服务机构的履约能力保持持续关注。

(2) 抵销风险

本交易抵销风险很低。

抵销风险是指入池资产的承租人行使可抵销债务权利，从而使资产组合本息回收出现风险。

针对抵销风险，本交易合同约定，如果承租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，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。如果委托人对承租人有多笔债权，且承租人依据中国法律行使抵销权，则委托人、受托人应共同与承租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委托人已交付设立信托的信托财产，或者无法确定被抵销债权是属于委托人已交付设立信托的信托财产还是委托人对承租人的租赁债权，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给资产服务机构。上述安排将承租人行使抵销权的风险转化为一汽租赁的违约风险。

联合资信认为委托人一汽租赁的偿债能力很强，在一定程度上可以缓释承租人行使抵销权而带来的抵销风险，抵销风险很低。

(3) 流动性风险

本金账与收益账的交叉互补机制的设置将有助于缓释流动性风险。

一方面，本交易资产池加权平均年利率为2.64%，低于优先级资产支持商业票据的预期发行利率（3.50%），另一方面，存在资产拖欠导致资产池收入回收款不足以覆盖每期资产支持商业票据的息费支出而产生的流动性风险。本交易未设置外部流动性支持机制，但设立了本金账与收益账的交叉互补机制来缓释流动性风险。

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，本交易本金账与收益账的交叉互补机制能有效地缓释流动性风险。

(4) 物权风险

本交易存在因未办理抵押权转移登记带来的物权风险。

本交易中，发起机构在向受托机构转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但发起机构与受托机构未办理抵押权转移登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险，这将使信托面临一定的法律风险。

针对上述风险，交易文件约定：在抵押物的抵押权、质押物的质权转移登记至受托人名下前，出现善意第三人对抵押物、质押物主张担保权利，而受托人所享有的抵押权、质权无法对抗善意第三人的被视为不合格资产，由发起机构进行赎回。本交易的发起机构一汽租赁的履约能力很强，上述约定能够缓释可能因未办理抵押权转移登记带来的法律风险。

(5) 拖欠风险

本交易的分层结构设计已经考虑到入池资产的拖欠风险。

入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。联合资信在现金流分析时，针对拖

欠行为设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了上述风险。

（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，本交易制定了严格的合格投资标准。系指受托人将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款的方式存放于主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托利益核算日前第三个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。较严格的合格标准有助于降低再投资风险。

（7）发行失败风险

本交易存在商业票据发行失败风险。

就每一期发行而言，如果商业票据未能全部发行完毕或主承销商未能在缴款日⁹足额向发行收入缴款账户缴纳认购资金，则优先级商业票据持有人将承受发行失败带来的风险。联合资信将对后续的商业票据滚动发行情况持续关注。

4. 主要参与方履约能力

（1）发起机构/委托人/资产服务机构

一汽租赁作为本交易的发起机构和资产服务机构，其资产质量较好，偿债能力很强，能为本交易提供良好的相关服务。

一汽租赁成立于 2016 年 2 月，初始注册资本为人民币 2.00 亿元，为中国第一汽车集团有限公司（以下简称“一汽集团”）下设全资子公司。一汽租赁以服务一汽集团产业链为核心，

通过发挥租赁业务专属功能和差异化优势支撑一汽集团车辆销售，为广大个人消费者及机构客户提供多种出行解决方案。2016 年 7 月 14 日，一汽租赁正式获批内资融资租赁试点企业资质，实现经营租赁和融资租赁业务资格全覆盖，并于当月正式对外营业。近年来，一汽租赁严格遵照监管要求完成 4 次增资，截至 2020 年 6 月底，一汽租赁实缴注册资本 49.00 亿元人民币。一汽租赁由一汽资本控股有限公司全资控股，实际控制人为一汽集团。

截至 2020 年底，一汽租赁资产总额 327.14 亿元，负债总额 264.66 亿元，所有者权益合计 62.48 亿元。2020 年全年，一汽租赁实现营业收入 27.21 亿元，净利润 9.06 亿元。

截至 2021 年 6 月底，一汽租赁资产总额 594.79 亿元，负债总额 526.88 亿元，所有者权益合计 67.91 亿元。2021 年 1—6 月，一汽租赁实现营业收入 13.18 亿元，净利润 5.64 亿元。

近年来，为满足融资租赁业务快速发展的资金需求，一汽租赁通过银行信用贷款方式加大融资，其债务基本均为借款，债务结构有待优化。但另一方面，一汽租赁大量信用借款侧面体现了金融机构对于一汽租赁偿债能力认可，同时考虑到母公司一汽集团的支持，一汽租赁的债务滚动能力很强，整体看偿债能力很强。

（2）资金保管机构

交通银行股份有限公司自身财务状况稳健，资本充足，盈利能力强，行业地位显著，托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

本交易的资金保管机构是交通银行股份有限公司吉林省分行。交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）始建于 1908 年，是中国历史最悠久的银行之一，也是近代中国的发钞行之一。1987 年 4 月 1 日，重新组建后的交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，总行设在上海。2005 年 6 月交通银行在香港联合交易所挂牌上市，2007

⁹ 缴款日：系指主承销商指定的各承销团成员将各自所获配售额度对应的募集款项全额划至主承销商指定的银行账户之日。第一期资产支持商业票据的缴款日以第一期《募集说明书》所载日期为准；后续第 N 期资产支持商业票据的缴款日均不得晚于第 N-1 期资产支持商业票据预期到期日前的第 2 个工作日（N 为自然数，N=2,3...），具体日期以发行文件所载日期为准。

年5月在上海证券交易所挂牌上市。截至2021年6月底，交通银行注册资本为742.63亿元，其最大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为23.88%。

截至2020年底，交通银行资产总额106976.16亿元，其中客户贷款58484.24亿元；负债总额98189.88亿元，其中客户存款余额65392.54亿元；股东权益合计8666.07亿元；不良贷款率1.67%，拨备覆盖率143.87%；资本充足率15.25%，一级资本充足率12.88%，核心一级资本充足率10.87%。2020年交通银行共实现营业收入2462.00亿元，净利润782.74亿元。2020年交通银行托管资产规模达人民币10.33万亿元，较上年末增长9.97%。

截至2021年6月底，交通银行资产总额114139.60亿元，其中客户贷款63467.03亿元；负债总额104780.45亿元，其中客户存款余额70166.52亿元；股东权益合计9236.08亿元；不良贷款率1.60%，拨备覆盖率149.29%；资本充足率15.29%，一级资本充足率13.11%，核心一级资本充足率10.59%。2021年1—6月，交通银行共实现营业收入1338.95亿元，净利润420.19亿元。

交通银行已建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层、业务部门、风险管理部门和内审部门在风险管理中的职责分工，多层次、相互衔接、有效制衡的风险治理机制稳健运行。交通银行持续完善“全覆盖、差异化、专业化、智慧化、责任制”为特征的风险管理体系，进一步深化风险授信管理改革，强化重点领域风险管控，创新风险管理技术工具，加强案防管理力度，金融风险防控取得了扎实成效。

（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。

5. 法律要素及其他要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构已经取得申请注册发行资产支持商业票据现阶段所需取得的各项批准和授权，发起机构、发行载体及各中介机构具备本法律意见书所述

的法定必备主体资格和条件；拟设立信托的资产真实、合法、有效、权属明确，符合适用法律所规定的条件，且满足《主定义表》约定的合格标准；资产交付安排合法有效，在满足交易文件约定的设立前提后，信托可依法、有效设立；注册文件及主要交易文件未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在交易文件约定的生效条件得到满足后，交易文件将对相关的当事人产生合法、有效的法律约束力；本次注册申请符合《民法典》《公司法》《信托法》《管理办法》等相关法律、行政法规、规范性

文件的规定，符合《票据指引》《注册规则》《募集说明书指引》《信息披露规则》等自律性规则的规定，不存在潜在法律风险；在交易商协会对本项目注册完成且发起机构就信托项下资产支持商业票据发行完成交易商协会备案后，如果各方均依据《信托合同》《承销协议》《承销协议补充协议》发行和销售资产支持商业票据，资产支持商业票据将会被合法有效地发行和销售，且资产支持商业票据持有人有权获得《信托合同》规定的权利、权益和利益。发起机构应根据《管理办法》及《信息披露规则》的规定履行信息披露义务。

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发起机构一汽租赁汽车融资租赁业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池资产的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池资产的账龄、剩余期限等要素均会对预测资产池现金流产生重要影响。

1. 资产池概况

截至初始起算日，资产池概要统计如表 2 所示。

表 2 资产池概况

入池资产未偿本金余额（万元）	342464.37
入池资产合同金额（万元）	486320.96
入池资产户数（户）	36648
入池资产笔数（笔）	37037
单笔最大合同金额（万元）	83.00
单笔平均合同金额（万元）	13.13
单笔最大未偿本金余额（万元）	78.15
单笔平均未偿本金余额（万元）	9.25
加权平均年利率（%）	2.64
加权平均合同期限（月）	29.70
加权平均账龄（月）	6.91
加权平均剩余期限（月）	22.79
最短剩余期限（月）	0.23
最长剩余期限（月）	58.95

加权平均首付比例（%）	33.93
承租人加权平均年龄（岁）	38.10

注：1.表中加权平均指标以初始起算日入池资产未偿本金余额占比为权重计算；2.首付比例=（首付金额+保证金）/租赁本金，租赁本金=初始本金+首付金额，下同；3.承租人年龄=（初始起算日-出生日期）/365；4.入池资产账龄=（初始起算日-放款日）/365*12；5.入池资产剩余期限=（到期日-初始起算日）/365*12

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 入池资产类别分布

本交易入池资产分为和乘用车租赁业务和商用车租赁业务两类，其中乘用车租赁业务占比较高，为 55.26%。具体分布如表 3 所示。

表 3 资产类别分布

（单位：笔、万元、%）

资产类别	笔数	未偿本金余额	金额占比
乘用车	30203	189242.95	55.26
商用车	6834	153221.42	44.74
合计	37037	342464.37	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 入池资产未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产单笔平均未偿本金余额为 9.25 万元，单笔最大未偿本金余额为 78.15 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.02%，资产池分散性极好，资产池的未偿本金余额分布如表 4 所示。

表 4 入池资产未偿本金余额分布

(单位: 万元、笔、万元、%)

金额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	12947	32992.81	9.63
(5, 10]	13905	99763.19	29.13
(10, 20]	5540	79982.61	23.36
(20, 30]	3125	74875.87	21.86
(30, 40]	1266	43710.46	12.76
40 以上	254	11139.44	3.25
合 计	37037	342464.37	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

4. 入池资产首付比例分布

入池资产加权平均首付比例为 33.93%, 首付比例介于 20%至 40%的未偿本金余额占资产池全部未偿本金余额的 79.23%。本交易入池资产的首付比例分布如表 5 所示。

表 5 入池资产首付比例分布

(单位: %, 笔、万元、%)

首付比例	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	8989	128353.53	37.48
(30, 40]	15029	142967.48	41.75
(40, 50]	8734	49641.14	14.50
(50, 60]	3296	17522.20	5.12
(60, 70]	817	3497.66	1.02
(70, 80]	134	411.00	0.12
80 以上	38	71.36	0.02
合 计	37037	342464.37	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
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, 汽车融资租赁的首付比例越高, 承租人违约的可能性越小。

5. 入池资产年利率分布

本交易入池资产利率类型均为固定利率。入池资产加权平均年利率为 2.64%, 最高年利率为 13.08%, 最低年利率为 0.00%, 入池资产年利率分布如表 6 所示。

表 6 入池资产年利率分布

(单位: %, 笔、万元、%)

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 2]	18806	151300.62	44.18
(2, 4]	10564	83396.19	24.35
(4, 6]	4587	75121.11	21.94
(6, 8]	923	15605.28	4.56
(8, 10]	1923	14604.89	4.26
(10, 12]	201	2077.00	0.61
12 以上	33	359.29	0.10
合 计	37037	342464.37	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

6. 入池资产担保方式分布

本交易的入池资产的担保方式均为抵押担保, 有助于提升资产违约之后的回收。

7. 入池资产账龄分布

截至初始起算日, 本交易入池资产加权平均账龄为 6.91 个月, 入池资产的账龄分布如表 7 所示。

表 7 入池资产账龄分布

(单位: 月、笔、万元、%)

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	10997	177424.88	51.81
(6, 12]	13731	129114.38	37.70
(12, 18]	3685	18892.53	5.52
(18, 24]	3249	8109.97	2.37
(24, 30]	3201	6928.19	2.02
(30, 36]	2174	1994.42	0.58
合 计	37037	342464.37	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

8. 入池资产剩余期限分布

截至初始起算日, 本交易入池资产的加权平均剩余期限为 22.79 个月, 最长剩余期限为 58.95 个月, 最短剩余期限为 0.23 个月, 入池资产的剩余期限分布如表 8 所示。

表 8 入池资产剩余期限分布

(单位: 月、笔、万元、%)

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	3558	3989.07	1.16
(6, 12]	5131	17818.37	5.20

(12, 18]	8123	62705.15	18.31
(18, 24]	8459	122657.77	35.82
(24, 30]	7712	84093.42	24.56
30 以上	4054	51200.59	14.95
合 计	37037	342464.37	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

9. 入池资产还款方式

本交易入池资产的还款方式均为按月等额本息。

10. 承租人年龄分布

截至初始起算日，本交易入池资产承租人的平均年龄为 38.10 岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在 30 岁到 40 岁之间。承租人年龄分布如表 9 所示。

表 9 承租人年龄分布
(单位：岁、笔、万元、%)

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	191	1374.76	0.40
(20, 30]	9797	68805.39	20.09
(30, 40]	13981	136223.50	39.78
(40, 50]	8822	97417.04	28.45
50 以上	4246	38643.67	11.28
合 计	37037	342464.37	100.00

注：承租人年龄为承租人截至初始起算日的年龄

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

11. 承租人地区分布

承租人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响承租人偿债能力的重要因素。本交易入池资产分布在全国 30 个省市，地区分布较为分散。截至初始起算日，入池资产中未偿本金余额占比最大的十个地区如表 10 所示。

表 10 入池资产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
山西	1927	42596.15	12.44
河北	2687	31904.80	9.32
河南	2974	26207.27	7.65
广东	3132	25444.41	7.43
山东	2992	22986.62	6.71
安徽	1189	16117.88	4.71

江西	1725	15400.91	4.50
四川	2496	14514.02	4.24
浙江	1835	14391.36	4.20
江苏	1588	14347.64	4.19
合 计	22545	223911.06	65.38

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

12. 车辆品牌分布

本交易入池资产涉及车辆均为新车，截至初始起算日，入池资产车辆品牌分布如表 11 所示。

表 11 入池资产车辆品牌分布
(单位：笔、万元、%)

车辆品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
解放	6834	153221.42	44.74
红旗	14640	108691.74	31.74
大众	8320	30951.20	9.04
奥迪	2061	28031.31	8.19
奔腾	5028	20482.20	5.98
丰田	46	584.56	0.17
马自达	69	314.97	0.09
捷达	39	186.98	0.05
合 计	37037	342464.37	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

13. 车辆购买价格分布

入池资产涉及车辆的加权平均初始购买价格为 19.32 万元，初始购买价格介于 10 至 20 万之间的最多，未偿本金余额占比为 37.51%。车辆的购买价格分布见表 12。

表 12 车辆购买价格分布
(单位：万元、笔、万元、%)

车价	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	4222	11962.30	3.49
(10, 20]	22310	128461.11	37.51
(20, 30]	4197	52838.72	15.43
(30, 40]	4411	88327.11	25.79
(40, 50]	1524	47184.67	13.78
(50, 60]	266	9517.09	2.78
60 以上	107	4173.36	1.22
合 计	37037	342464.37	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

在信托期限内及滚动发行终止事件发生前，本交易的发行载体管理机构根据交易文件和发行文件约定发行后一期资产支持商业票据，并以募集资金兑付前一期资产支持商业票据应付未付预期收益和/或本金。就每一期发行而言，如果截至各期资产支持商业票据缴款日14:00，各类别资产支持商业票据未能全部得到足额认购，或资产支持商业票据的认购资金未能全额缴款至发行收入缴款账户，则视为资产支持商业票据发行不成功，届时委托人可选择按照合同约定的回购价格对优先级资产支持商业票据进行回购。但由于回购安排是委托人的一项权利，对资产池整体质量的提升作用不明显，优先级商业票据的信用水平主要依靠资产池自身的实际表现来确定。

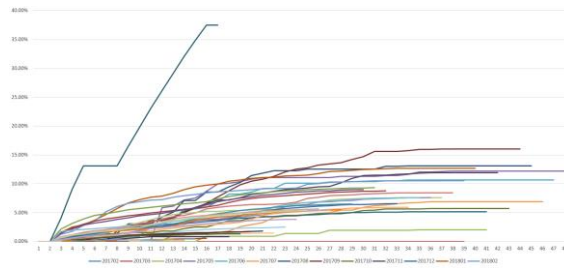
本交易的基础资产为发起机构一汽租赁信托予受托人交银国际的342464.37万元融资租赁债权及其附属担保权益，入池资产涉及乘用车租赁业务和商用车租赁业务两类。联合资信考虑到两类入池资产的运营模式不同，分别分析了商用车租赁和乘用车租赁的历史表现，并结合其现金流的实际特点，分别计算出累计违约率、回收率和提前还款率三个量化指标，用于分析本交易未来现金流情况。

1. 基准参数的确定

(1) 乘用车租赁

一汽租赁乘用车租赁业务的历史表现方面，联合资信整理了一汽租赁2017年2月至2021年4月乘用车租赁业务的51个静态池数据（考虑到一汽租赁风控标准的变化以及部分数据表现周期较短，联合资信选取了2019年1月至2020年6月并剔除其中新增业务数量较少的静态池样本之后的16个静态池数据作为可用静态池），分别计算了逾期30天以上累计违约率来进行观察。乘用车租赁业务静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

图2 乘用车租赁业务静态池在后续月份的累计违约率表现



注：1. 每条线代表每个月新增资产的逾期表现；纵轴为30天以上逾期率；横轴为逾期率对应的月份间隔。2. “201702”指在2017年2月1日至2017年2月28日期间新发放的租赁资产，以此类推。下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

累计违约率是判断基础资产表现的指标，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，外推至60个月（入池资产的最长合同期限为60个月），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60个月的预期累计违约率为1.86%，考虑了资产池账龄因素调整后的剩余周期的预期累计违约率¹⁰为1.23%。

回收率方面，一汽租赁提供了2017年2月至2021年4月投放相关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2019年1月起开始计算各个月资产回收率，剔除新增业务量较少以及表现周期较短的不能体现真实回收能力的静态池样本，通过计算各个静态池的回收率算数平均值，得出各静态池如下表所示。

¹⁰ 剩余周期的预期累计违约率（ 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 为基础资产静态池全周期预期累计违约率， CDR_1 为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

表 13 各静态池资产回收率 (%)

静态池	回收率	静态池	回收率
2019/1	69.99	2019/9	67.93
2019/2	62.81	2019/10	66.21
2019/3	62.53	2020/1	73.79
2019/4	63.35	2020/3	43.18
2019/5	69.82	2020/4	33.40
2019/6	75.02	2020/5	27.57
2019/7	82.42	2020/6	88.66
2019/8	75.43	2020/7	44.07
平均值		62.89	

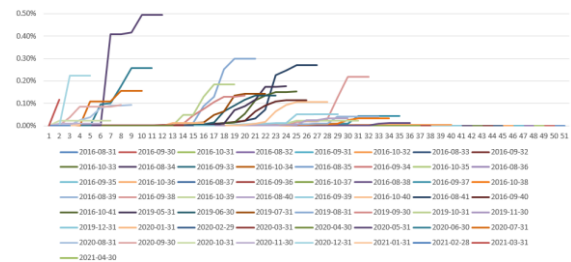
通过计算各静态池的回收率的算数平均数，联合资信确定资产池基准回收率为 62.89%。

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优先级商业票据本金的兑付，但是会减少入池资产产生的收益，一定程度上影响到超额利差的保障程度。根据可用静态池计算出剩余周期的累计早偿率为 4.07%。

(2) 商用车租赁

一汽租赁商用车租赁业务的历史表现方面，联合资信整理了一汽租赁 2016 年 8 月至 2021 年 4 月商用车租赁业务的 57 个静态池数据（考虑到部分静态池数据的新增业务量较少，联合资信选取了每月新增业务量在 4000 笔以上的 29 个静态池样本作为可用静态池数据）。本交易入池资产中的商用车租赁业务采用经销商担保模式，承租人的还款出现逾期情况后，经销商将根据逾期情况进行代偿。考虑到商用车租赁业务的静态池数据为经销商代偿之后的表现，联合资信采用逾期 1—30 天的数据进行资产违约率的预测，并分别计算了逾期 1—30 天的累计违约率来进行观察。商用车租赁业务静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

图 3 商用车租赁业务静态池在后续月份的累计违约率表现



注：每条线代表每个月新增资产的逾期表现；纵轴为 1—30 天逾期率；横轴为逾期率对应的月份间隔

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

累计违约率方面，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最大违约率增量，外推至 36 个月（入池资产的最长合同期限为 36 个月），并根据各期的最大违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到 36 个月的预期累计违约率为 1.82%，考虑了资产池账龄因素调整后的剩余周期的预期累计违约率为 1.43%。

回收率方面，联合资信根据抵押物变现价值，确定商用车租赁业务的基准回收率为 52.08%。

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优先级商业票据本金的兑付，但是会减少入池资产产生的收益，一定程度上影响到超额利差的保障程度。联合资信根据可用静态池数据，计算出商用车租赁业务的剩余周期早偿率为 8.07%。

表 14 基准参数表

参数名称	基准参数 (%)	
	乘用车	商用车
累计违约率	1.23	1.43
回收率	62.89	52.08
早偿率	4.07	8.07

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，但要使优先级商业票据的信用等级能达到投资级以上，优先级商业票据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，优先级商业票据及时、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商业票据是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于预期累计违约率、回收率两个量化指标按照优先级商业票据目标评级 AAA_{sf} 的压力倍数进行加压考量。其中，预期累计违约率存在过渡时间，即从信托成立指定月份后达到最大压力结果，回收率不设过渡时间，直接达到最大压力结果。目标评级 AAA_{sf} 的过渡时间要求设置为4个月。联合资信考虑到本交易超额利差较小，因此在现金流流入端并未对早偿率进行加压。考虑到一汽租赁治理规范，风险体系健全，联合资信调整乘用车租赁业务的压力调整系数为 1.00；考虑到在经销商担保模式下存在较高的集中违约风险，联合资信调整商用车租赁业务的压力调整系数为 1.50。

最终，联合资信得到现金流流入端压力参数结果如下表所示。

表 15 AAA_{sf} 压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率		回收率		早偿率	
	乘用车	商用车	乘用车	商用车	乘用车	商用车
基准参数 (%)	1.23	1.43	62.89	52.08	4.07	8.07
目标评级下乘数/折损系数	5.50	5.50	0.45	0.45	--	--
过渡时间 (月)	4	4	0	0	--	--
压力调整系数	1.00	1.50	1.00	1.50	--	--
加压后参数值 (%)	6.77	11.84	34.59	16.93	4.07	8.07

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。

优先级商业票据发行利率：根据近期发行的利率，优先级商业票据的预期发行利率为 3.50%，加压后得到压力情形下优先级商业票据加压发行利率分别为 4.00%。

本交易税率、费率：本交易采用 3.26% 作为相关税率；同时，综合考虑本交易的登记托管费用、支付代理机构服务费、资产服务机构报酬等。具体参数设置见表 16。

表 16 现金流流出压力参数设置

参数名称	压力参数设置
初始起算日	2021/6/25
预计信托设立日	2022/1/28
增值税税率	3.26%
优先级商业票据预期收益率	4.00% (3.50%+50bps)
基准综合费率	0.31%

注：首期一次性费用已经在模型中考虑
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

总体看，联合资信根据优先级商业票据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不同的压力因子，通过判断优先级商业票据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

优先级商业票据分期发行成功

当本交易优先级商业票据成功分期发行时，基于上述最大压力情景设置，联合资信根据本交易设置构建现金流模型。

在目标级别 AAA_{sf} 的压力情景下，预计优先级商业票据可兑付 151535.51 亿元，分期发行规模为 150764.49，而未来可回收的正常类资产（分期发行时剩余资产减去经过压力测试的逾期资产的差值）金额总和为 172708.51 万元，高于分期发行的优先级商业票据本金金额，同时剩余的 21944.03 万元可用来兑付商业票据的利息和费用。详情见表 17：

表 17 分期发行成功现金流情况
(单位: 万元)

压力级别	正常类资产 总和	优先级商业 票据本金	剩余资金
AAA _{sf}	172708.51	150764.49	21944.03

总体来看, 因此在目标评级AAA_{sf}情景下, 本交易正常类资产现金总和可以覆盖优先级商业票据本金, 可以满足优先级商业票据的续期发行。

表 18 AAA_{sf}压力情景下优先级商业票据压力测试结果

(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	8450.49	税费	879.64	879.64
		优先级商业票据利息	6694.88	6694.88
		次级商业票据利息	5500.40	--
回收款本金	314616.09	优先级商业票据本金	302300.00	302300.00
		次级商业票据本金	30880.61	13119.06
流入合计	323066.57	流出合计	346255.52	323066.57

从 AAA_{sf} 压力情景下的压力测试结果可以看到, 优先级商业票据可偿还完所有本息, 同时信托账户中尚余 13119.06 万元可用于兑付次级商业票据本金, 对优先级商业票据本金形成 4.34% 的安全距离ⁱ。因此, 优先级商业票据能通过 AAA_{sf} 级别压力测试。

优先级商业票据分期发行不成功

当本交易优先级商业票据分期发行不成功时, 需要按照《信托合同》约定的分配顺序进行分配。在此种情况下, 联合资信参考上述压力情景设置, 通过现金流模型, 得到优先级商业票据目标评级 AAA_{sf} 情境下的压力测试结果, 具体如下表所示。

联合资信确定“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。

ⁱ 优先级商业票据的安全距离=优先级商业票据本息支付完后剩余的现金/优先级商业票据发行规模。

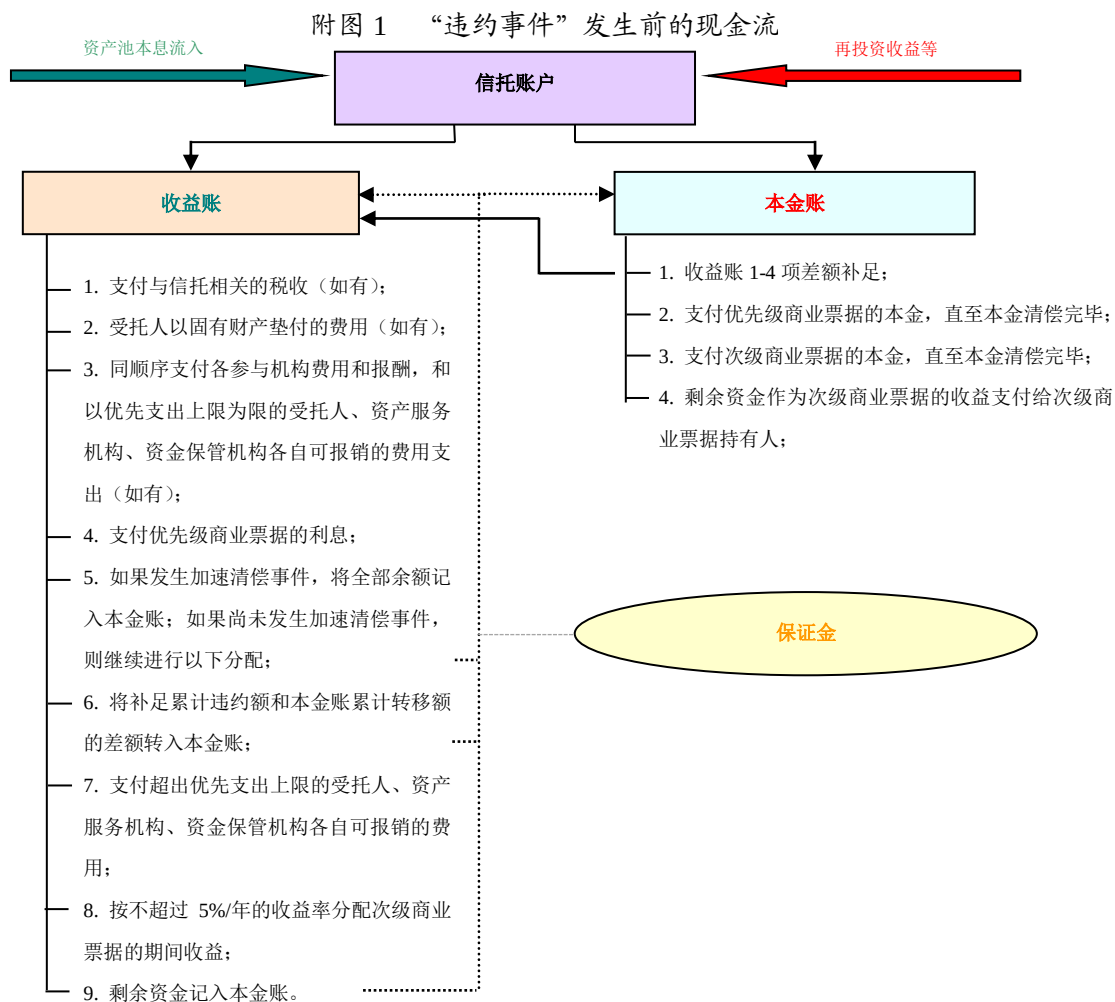
五、评级结论

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能力及操作风险等因素的综合考量, 最终确定“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级商业票据的信用等级

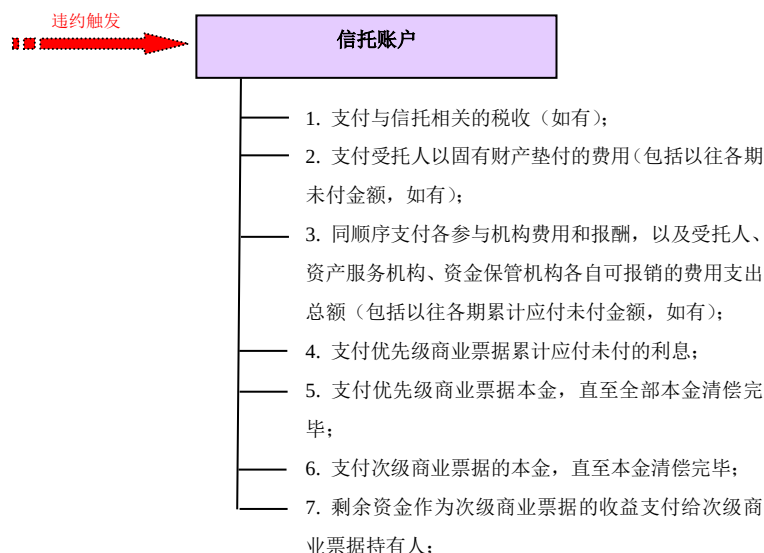
为 AAA_{sf}; 次级商业票据未予评级。

上述优先级商业票据的评级结果反映了该票据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。

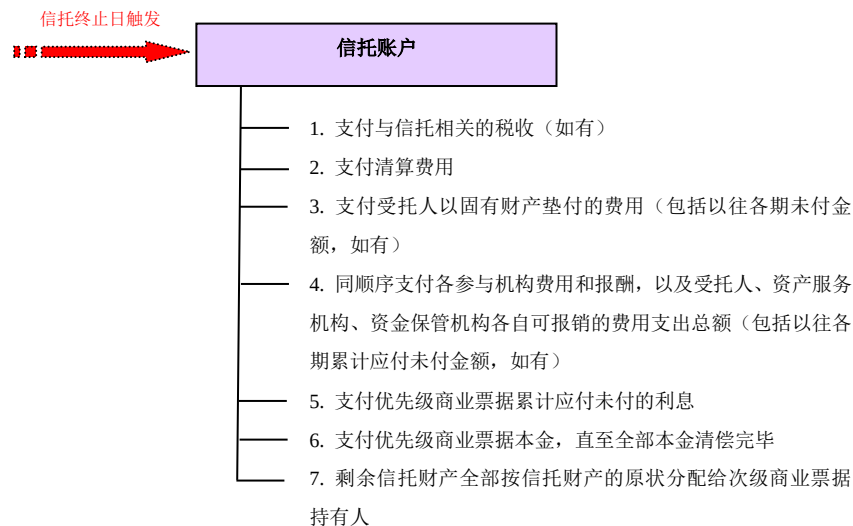
附图 现金流支付机制



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附图 3 “信托终止日”发生后的现金流



附件 1 现金流支付机制

一、加速清偿事件：

自动生效的加速清偿事件：

- (a) 委托人发生任何丧失清偿能力事件；
- (b) 发生任何资产服务机构解任事件；
- (c) 资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；
- (d) (i) 根据《信托合同》、《服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构，或 (ii) 在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或 (iii) 后备资产服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；
- (e) 在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 8%；
- (f) 在优先级资产支持商业票据预期到期日前的第 2 个工作日，信托账户内的资金无法按照《信托合同》第 11.5.2 款规定的分配顺序足额分配优先级资产支持商业票据的未偿本金余额；

需经宣布生效的加速清偿事件：

- (g) 委托人或资产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 天内未能得到补救；
- (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）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；
- (i) 发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）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商业票据持有人。资产支持商业票据持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向资产服务机构、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。

二、违约事件：

- (a) 回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张（但不合格资产第（c）项情形除外）；
- (b) 在支付日前的第 2 个工作日（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内），信托账户内的资金不能足额支付优先级资产支持商业票据应付未付预期收益的；
- (c) 在预期到期日前的第 2 个工作日（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内），信托账户内的资金不能对当时应偿付但尚未清偿的优先级资产支持商业票据偿还本金的；
- (d) 交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持商业票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持商业票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；
- (e) 发生任一滚动发行终止事件，且委托人未根据《信托合同》的约定进行回购的（但因已

发生违约事件导致触发滚动发行终止事件的除外)。

三、滚动发行终止事件：

- (a) 除第一期资产支持商业票据以外，委托人选择不再滚动发行任何一期资产支持商业票据；
- (b) 除第一期资产支持商业票据以外，任意一期资产支持商业票据未发行成功¹¹的，且信托财产预期可供分配的信托资金不足以根据《信托合同》的约定支付届时存续的优先级资产支持商业票据在预期到期日应付未付的资产支持商业票据的预期收益和未偿本金余额的；
- (c) 已发生任一加速清偿事件、权利完善事件或违约事件。

四、权利完善事件：

- (a) 发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；
- (b) 当评级机构给予优先级资产支持商业票据的信用等级较初始信用评级级别下调一个子级别及以上；
- (c) 发生与委托人有关的丧失清偿能力事件；
- (d) 资产服务机构或委托人最近一次经审计的不良率高于 5%。

五、资产服务机构解任事件：

- (a) 资产服务机构未能于回收款转付日根据《服务合同》按时付款（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而使该回收款转付日顺延），且在回收款转付日（如发生前述顺延情形，则指顺延后的回收款转付日）后的 3 个工作日内仍未付款，但资产服务机构根据交易文件的约定因委托人回购而免于转付当期回收款的除外；
- (b) 资产服务机构停止或明确表示将停止其全部或实质部分的融资租赁业务；
- (c) 发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- (d) 资产服务机构未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需的资格（特别是从事与资产有关的融资租赁业务的资格）、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；
- (e) 资产服务机构未能于服务机构报告日当日或之前交付相关报告期间的资产服务机构报告（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使资产服务机构提供资产服务机构报告的日期延后），且经受托人书面通知要求提交后超过 5 个工作日内仍未提交；
- (f) 资产服务机构严重违反：(i) 除付款义务和提供报告义务以外的其他义务；(ii) 资产服务机构在交易文件中所做的任何陈述和保证，且在资产服务机构实际得知（不管是否收到受托人的通知）该等违约行为后，该行为仍持续超过 15 个工作日，以致对资产池的回收产生重大不利影响；
- (g) 资产支持商业票据持有人会议合理认为已经发生与资产服务机构有关的重大不利变化；
- (h) 仅在委托人为资产服务机构时，资产服务机构未能落实《服务合同》的规定，在信托生效日后 90 日内，未能按照受托人的要求，对《服务合同》指明的所有资产文件原件以及与上述资产文件相关的所有文件按《服务合同》的约定进行保管。

¹¹ 就每一期发行而言，系指截至各期资产支持商业票据缴款日（就各期资产支持商业票据的发行而言，系指发行文件所载日期）14:00，各类别资产支持商业票据全部发行完毕且相应认购资金已全额缴款至发行收入缴款账户（委托人自持的资产支持商业票据除外）。反之，视为发行不成功。

附件 2 资产支持商业票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持商业票据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。

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

联合资信评估股份有限公司关于 一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据 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“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据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。

一汽租赁有限公司/交银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，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前出具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“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构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“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”相关信息，如发现“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据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。

如一汽租赁有限公司/交银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“一汽租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据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一汽租赁有限公司/交银国际信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露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。