

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《速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款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；同时在项目发起人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

二〇二〇年二月二十日



信用等级公告

联合〔2020〕305号

联合资信评估有限公司通过对“速利银丰中国2020年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“速利银丰中国2020年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下A级证券的信用等级为AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月二十日



速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券 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
A 级证券	600000.00	85.86	95.00	AAA _{sf}
次级证券	31578.95	4.52	5.00	NR
证券合计	631578.95	90.38	100.00	—
目标超额担保	62474.41	8.94	—	—
收益补充超额担保	4750.51	0.68	—	—
资产池合计	698803.87	100.00	—	—

注：1. NR 为未予评级，下同；

2. 金额或占比加总可能不等于合计数系四舍五入所致，下同

交易概览

信托财产初始起算日：2019 年 11 月 30 日
 证券法定到期日：2024 年 3 月 26 日
 交易类型：动态现金流型 ABS
 载体形式：特殊目的信托
 基础资产：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司发放的个人汽车抵押贷款
 信用提升机制：优先/次级结构、一般准备金账户、混合准备金账户、超额担保、触发机制
 委托人/发起机构/贷款服务机构：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司
 受托机构/发行人：中国对外经济贸易信托有限公司
 资金保管机构：中国工商银行股份有限公司北京市分行
 主承销商：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、中国银行股份有限公司

报告出具时间：

2020 年 2 月 20 日

分析师

王娟 欧阳睿 王笛

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”）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进行了信用分析，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。

本交易基础资产为委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司（以下简称“奔驰金融”）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。本交易初始入池资产整体分散度很高（共 54793 户），首付比例高（加权平均首付比例 40.10%），加上奔驰金融个人汽车抵押贷款良好的历史数据表现（36 个月的预期累计违约率¹为 1.07%，回收率 67.89%），基础资产总体质量优良。在此基础上，超额担保、一般准备金账户、混合准备金账户、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。

需要说明的是，由于更为保守的分层设计（超额担保与次级提供的支持达 14.14%），使得优先级资产支持证券实际能够承受的风险明显高于 AAA_{sf} 级别的最低要求（压力测试安全距离达 10.77%）。

综合上述因素，联合资信评定“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的信用等级为 AAA_{sf}。

上述 A 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。

优势

1. 本交易入池零售汽车抵押贷款质量好。本交易初始入池基础资产涵盖奔驰金融向 54793 户借款人发放的 54810 笔

¹ 预期累计违约率：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

个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个地区，入池贷款分散性很好。奔驰金融开展汽车贷款业务的流程、风险控制和信息系统比较完善，历史静态池 36 个月的预期累计违约率为 1.07%，回收率 67.89%。本交易入池贷款全部属于五级分类中的正常类贷款，资产池资产质量很好。

2. **优先/次级结构以及超额担保为 A 级证券提供了充足的信用支持。**本交易采用优先/次级结构，具体划分为 A 级证券和次级证券，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用支持。本交易采用了超额担保的信用增级手段。在首个初始起算日，A 级证券获得次级证券与超额担保的信用支持为 14.14%。
3. **储备账户及触发机制的设置为 A 级证券提供了更多的保障。**一般准备金账户、混合准备金账户的设置为 A 级证券的偿付提供了较好的流动性支持，强制执行事件等触发机制为 A 级证券本息的偿付提供了进一步的保障。
4. **奔驰金融作为贷款服务机构经验丰富。**本交易发起机构奔驰金融已成功在银行间债券市场发起多期零售汽车抵押贷款资产证券化项目，具有较丰富的资产证券化交易与贷款服务经验。

关注及缓释

1. **持续购买风险。**本交易采用持续购买结构，在持续购买期内资产池回收款将用于持续购买新增基础资产，因此奔驰金融贷款业务的发展情况、审贷标准以及业务流程会影响到该项业务的资产质量，进而对本交易标的资产的信用质量产生影响。

风险缓释：根据本期交易文件相关规定，当信托存续期内入池资产累计违约率²超

过一定比例时，将终止持续购买。并且奔驰金融汽车贷款业务审贷严格、业务操作规范，且设有严格的入池贷款合格标准，有助于保障基础资产的信用质量。

2. **持续购买不足导致资产收益水平下降风险。**在持续购买期内，如果受托机构无法持续足额购买到合格的基础资产，闲置资金过多或沉淀时间过长，将减少基础资产产生的收益，降低对 A 级证券本息的保障程度。

风险缓释：本交易约定，当持续购买准备金账户闲置资金过多或持续购买金额不足时，将触发提前摊还事件而终止持续购买。上述约定能避免信托资金长期、大量闲置。且奔驰金融汽车贷款业务模式成熟，业务量逐年递增，规模较大，本交易无法持续购买合格基础资产的风险较小。

3. **未办理抵押权变更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变更登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：本交易的基础资产合格标准之一为，各项汽车贷款由在相关融资车辆上设置的抵押作为担保，发起机构奔驰金融为第一优先抵押权人；与该等汽车贷款相关的各车辆的车辆登记证由发起机构持有。因此，发起机构在有权管辖的登记部门继续登记为名义上的抵押权人，且代表受托机构持有载明发起机构作为抵押权人的车辆登记证。本交易的发起机构奔驰金融财务状况良好，履约能力很强，善意第三人能够阻止受托

1. 为以下二者之和：（1）该回收期内成为违约汽车贷款的委托汽车贷款之未偿还贷款本金金额；以及（2）就之前各回收期内成为违约汽车贷款的委托汽车贷款而言，该等委托汽车贷款成为违约汽车贷款时的未偿还贷款本金金额。2. 为委托汽车贷款在首个初始起算日的未偿还贷款本金金额。违约汽车贷款系指：任一委托汽车贷款（1）其债务人的任何一笔（或一部分）分期付款拖欠超过 180 天；或者，（2）根据贷款服务机构的信贷和回收政策该汽车贷款已经被宣布为违约。两个条件以较早者为准。

² 累计违约率：就某一回收期而言，1/2 所得的百分比，其中：

机构行使抵押权的可能性很小。联合资信也将持续关注发起机构、受托机构的尽职意愿和履职能力。

4. **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。

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，测试优先级证券对借款人违约的承受能力，尽可能降低模型风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司、发行人中国对外经济贸易信托有限公司提供，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梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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，未因梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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、本期汽车贷款资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格标准的个人汽车抵押贷款作为基础资产，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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券信托”。外贸信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行 A 级证券和次级证券。投资者通过购买并持有该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/贷款服务机构：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司
发行人/受托机构：中国对外经济贸易信托有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司北京市分行
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
会计顾问：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
税务顾问：安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：贝克·麦坚时国际律师事务所/北京市奋讯律师事务所
主承销商：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、中国银行股份有限公司
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

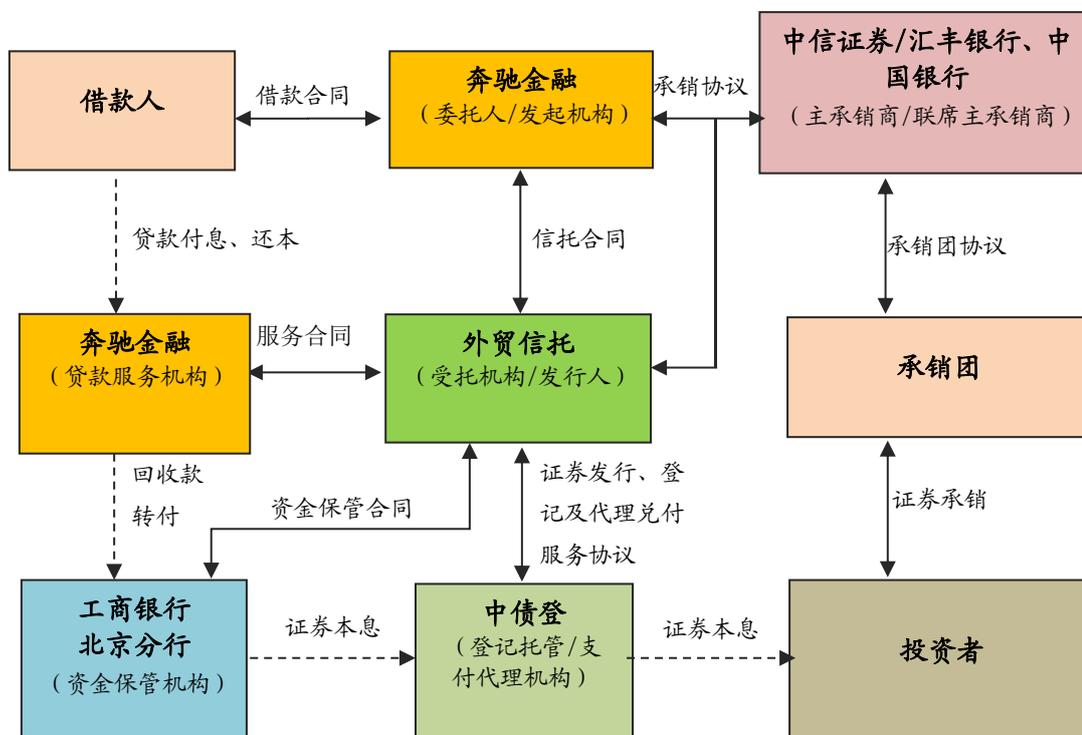


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行A级证券和次级证券，其中A级证券属于优先级证券。

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证券提供信用增级。A级证券采用簿记建档方式发行，采用固

定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，按月支付利息；次级证券全部由奔驰金融自持，次级证券利率为0%。A级证券和次级证券在持续购买期内不偿付本金，在摊还期内均采用过手方式按优先/劣后顺序按月偿付本金。

表2 资产支持证券概况 (单位: 万元、%)

证券名称	发行规模	资产池占比	证券占比	利率类型	预期到期日	法定到期日	本息支付方式
A 级证券	600000.00	85.86	95.00	固定利率	2021/12/26	2024/3/26	持续购买期内按月付息，摊还期内按月付息、按月过手还本
次级证券	31578.95	4.52	5.00	—	2021/12/26	2024/3/26	持续购买期内按月付息，摊还期内按月付息、按月过手还本
证券合计	631578.95	90.38	100.00	—	—	—	—
目标超额担保	62474.41	8.94	—	—	—	—	—
收益补充超额担保	4750.51	0.68	—	—	—	—	—
资产池合计	698803.87	100.00	—	—	—	—	—

3. 入池资产

本交易的基础资产为委托人奔驰金融发放的个人汽车抵押贷款，包括初始入池的贷款以及后续持续购买入池的贷款。初始入池资产涉及奔驰金融向54793户借款人发放的54810笔人民币个人汽车抵押贷款，截至首个初始起算日的未偿本金余额为人民币698803.87万元。

根据交易文件约定，本交易在首个初始起算日及各持续购买初始起算日入池的任一汽车抵押贷款需满足如下合格标准：(a)该等汽车贷款已经由发起机构根据适用中国法律的贷款合同发放；(b)由发起机构根据信贷和回收款政策、按照正常业务流程为销售融资车辆在中国发放该等汽车贷款；(c)与该等汽车贷款相关的各债务人是居民；(d)各项汽车贷款由在相关融资车辆上设置的抵押作为担保，奔驰金融为第一优先抵押权人；与该等汽车贷款相关的各车辆的车辆登记证由发起机构持有；(e)该等汽车贷款可以就所有权随时进行分割和确认，并可以随时被确认为一笔汽车贷款；(f)该等汽车贷款可以且在发行日或任一持续购买日（视情况而定）根据相关贷款合同将被有效信托或转让给发行人，无任何法律限制阻止该等有效信托或转让；(g)该等汽车贷款不受第三方权利的限制，

包括抵销权、相关债务人的抗辩、留置或撤销权；(h)该等汽车贷款构成债务人合法、有效且有约束力的义务，可根据其条款对债务人进行强制执行；(i)该等汽车贷款以人民币计价；(j)奔驰金融将融资车辆分为梅赛德斯-奔驰和smart的乘用车或轻型商务车；(k)该等汽车贷款项下的融资车辆不是二手车辆；(l)该等汽车贷款按月分期偿付；(m)适用于每笔汽车贷款的利率是固定的；(n)每笔汽车贷款拥有大于一（1）个月的贷款账龄，且在三十六（36）个月内到期；(o)依照奔驰金融的记录，债务人没有丧失清偿能力；(p)每笔汽车贷款根据银保监会五级分类被归为“正常”一类；(q)贷款发起时，相关债务人不是奔驰金融的员工；(r)每笔汽车贷款在发起时都拥有等于或低于中国监管许可的届时通用的最高水平的贷款价值比；(s)每笔汽车贷款都要求债务人为融资车辆进行保险；(t)在相关初始起算日，汽车贷款均未逾期，且从未出现拖欠款项连续超过30天的情况；以及(u)贷款合同约定了明确的还款计划安排。

4. 现金流安排

(1) 信托账户

在交割日或之前，受托机构将在资金保管

机构开立经营账户、混合准备金账户、一般准备金账户和持续购买准备金账户。经营账户用来接收贷款服务机构每月划转的回收款；混合准备金账户初始金额为零，在发生混合准备金触发事件³后，由贷款服务机构存入一笔相当于混合准备金必备金额⁴的资金用以缓释混同风险；证券发行后，受托机构将等同于一般准备金必备金额⁵的资金从募集资金里转存至一般准备金账户，用以缓释流动性风险；持续购买准备金账户用于储存可用于持续购买的资金金额以及向发起机构支付持续购买资产的对价，持续购买期结束后，受托机构关闭该账户并将账户余额划转至经营账户。在信托分配日，资金保管机构依照分配指令对上述信托账户中的可分配额进行分配。

(2) 信托期限

信托期限指信托生效日（含该日）起至信托终止日（含该日）止的期间。本交易的信托期限分为持续购买期和摊还期。持续购买期为委托人向受托机构（代表信托）转让基础资产的期间，该期间内，受托机构将向委托人持续购买符合合格标准的基础资产。持续购买期指从信托生效日（含该日）起至下述较早的日期（含该日）止：**(a)**于 2020 年 6 月的支付日；**(b)**发生提前摊还事件⁶之日。摊还期为持续购买期届满之日起至信托终止日的期间，该期间内，

³ 混合准备金触发事件：指在任一计算日且发起机构仍然作为贷款服务机构的情况下：**(a)**中债资信对于奔驰金融的长期无抵押、优先和无担保债务义务的评级低于 BBB（或其替代等级），或**(b)**联合资信对于奔驰金融的长期无抵押、优先和无担保债务的评级低于 BBB（或其替代等级），则触发该事件。尽管有上述规定，若所有债务人已经根据交易文件直接将其付款汇入经营帐户或任何其他资金保管帐户，则混合准备金触发事件终止

⁴ 混合准备金必备金额：指在混合准备金触发事件发生并持续时的任一支付日必备的一笔金额，该笔金额相当于贷款服务机构在下一个回收期应收的委托汽车贷款的回收款，在其他情况下该金额应为 0

⁵ 一般准备金必备金额：**(a)**就发行日而言，为首个初始起算日的调整后的资产池余额的 1.00%；**(b)**就任何支付日，未偿还证券本金总额大于 0 时，为首个初始起算日调整后的资产池余额的 1.00%；或**(c)**如果证券已经完全支付，为 0，但前提是，在有时候一般准备金必备金额不会超过未偿还证券本金总额。调整后的资产池余额指于任何一日未偿还贷款本金总额与收益补充超额担保金额的差额

⁶ 提前摊还事件系指任何如下事件：**(a)**发生贷款服务机构终止事件；**(b)**累积违约率超过首个初始起算日的未偿还贷款本金总额的 2.4%；**(c)**持续购买准备金余额（在相关支付日进行的分配完成后）连续三个支付日总额超过首个初始起算日的未偿还贷款本金总额的 15%；**(d)**持续购买准备金金额（在该支付日按照信托合同附件十所列的强制执行前支付顺序支付 1 至 5 项到期应付金额后）低于必备持续购买准备金金额（“不足差额”）；且此不足差额超过其对回收期的必备持续购买准备金金额的 20%；或**(e)**发起机构不再是戴姆勒股份公司或其继任人的关联方

受托机构不再向委托人持续购买基础资产

(3) 持续购买流程

本交易设有持续购买结构。在持续购买期内，发起机构应于各持续购买通知日（持续购买期内各支付日前的第 5 个工作日）16:00 点前提供可供持续购买的资产包信息，受托机构应按照交易文件的相关约定决定是否接受该持续购买资产包。受托机构在相应的持续购买日（持续购买期内的各支付日）将持续购买准备金金额（仅不超过必备持续购买准备金金额⁷的部分）支付给发起机构作为持续购买资产的转让对价。持续购买转让对价=持续购买资产于持续购买初始起算日的未偿本金余额-相应的超额担保金额（包括收益补充超额担保金额）。

在持续购买期内的任一持续购买日，若可持续购买准备金金额超过必备持续购买准备金金额，则仅不超过必备持续购买准备金金额的部分用于持续购买，超出部分金额按信托合同约定的分配顺序分配给发起机构。若可持续购买资产包的转让对价低于必备持续购买准备金金额，则持续购买后剩余的持续购买准备金金额（必备持续购买准备金金额与持续购买资产包转让对价的差额部分）留存持续购买准备金帐户中用于下次持续购买。在持续购买期结束后，持续购买准备金帐户应于下一个支付日关闭且持续购买准备金帐户内存储的任何持续购买准备金余额应划转至经营帐户，用于信托利益分配。

(4) 现金流支付机制

触发事件定义

现金流支付机制按照“强制执行事件”是否发生有所差异。

“强制执行事件”是指“发行人违约事件”已经发生且证券持有人已经向发行人发出强制执行通知。“发行人违约事件”指下列任何事件：

⁷ 必备持续购买准备金金额：在任一持续购买日并在进行持续购买之前，相应持续购买初始起算日的调整后的资产池余额与首个初始起算日的调整后的资产池余额之间的差额

(a)发行人发生了丧失清偿能力事件；(b)受限于可分配额并根据强制执行前支付顺序，在任何支付日支付有控制权的证券利息方面发生了违约（且该等违约发生后五（5）个工作日内未得到纠正，或者有控制权的证券持有人会议批准的更长期限内未得到纠正）或者在法定到期日，对于有控制权的证券（次级证券除外），支付证券本金的方面发生了违约（且该等违约未在发生后五（5）个工作日内得到纠正，或者有控制权的证券持有人会议批准的更长期限内未得到纠正）；(c)发行人未能履行或遵守其在发行条款或交易文件（次级证券除外）项下的任何其他重大义务，而且，此种情形在证券持有人向发行人送达要求纠正的通知后持续达到三十（30）天（或有控制权的证券持有人大会批准的更长期限），但是，如果有控制权的证券持有人在有控制权的证券持有人大会上一致决议此种情形无法纠正，则无需送达任何通知；或(d)发行人履行或遵守其在 A 级证券或任何交易文件（次级证券除外）项下的或者与之有关的任何义务构成或将构成违法。但是在有控制权的证券持有人大会上全体有控制权的证券持有人一致同意认定不可用另一家符合受托机构资格标准的受托机构替换该发行人之前，该等事件不应作为发行人违约事件。

信托利益分配

根据交易结构安排，“强制执行事件”发生前，受托机构应在各支付日将信托账户项下可供分配资金按照下述顺序分配：(a)发行人应付的任何到期税款；(b)信托合同项下应向受托机构支付的任何到期款项；(c)应付的任何到期管理费用和贷款服务费用（按比例且按相同受偿顺位）；(d)就 A 级证券应付的任何到期 A 级证券利息金额（按比例且按相同受偿顺位）；(e)

向一般准备金账户划入必要的一般准备金金额，最高额为一般准备金必备金额；(f)在持续购买期结束后，向 A 级证券持有人支付本金（按比例且按相同受偿顺位），支付金额等于该支付日的本金可分配额，如有（在持续购买期内，持续购买准备金金额（不高于必备持续购买准备金金额）应当划转入持续购买准备金账户，用于在相应持续购买日购买持续购买汽车贷款，剩余金额应按以下第(j)项支付给发起机构）；(g)向次级证券持有人支付任何到期应付次级证券利息金额；(h)在 A 级证券未偿还证券本金总额被全额偿付减至为零后，向次级证券持有人支付本金，直至次级证券未偿还证券本金总额被全额偿付，减至为零；(i)依据交易文件向任何交易方支付的赔偿款项；以及(j)任何剩余金额以最终成功费的方式支付给发起机构。详见附图 1 “强制执行事件”发生前的现金流。

“强制执行事件”发生后，受托机构应在各支付日按照下述优先顺序使用可分配额：(a)发行人应付的任何到期税款；(b)信托合同项下应向受托机构支付的任何到期款项；(c)应付的任何到期管理费用和贷款服务费用（按比例且按相同受偿顺位）；(d)就 A 级证券应付的任何到期 A 级利息金额（按比例且按相同受偿顺位）；(e)向 A 级证券持有人支付本金（按比例且按相同受偿顺位），直至 A 级证券未偿还证券本金总额被全额偿付，减至为零；(f)向次级证券持有人支付任何到期应付次级证券利息金额；(g)向次级证券持有人支付本金，直至次级证券未偿还证券本金总额被全额偿付，减至为零；(h)依据交易文件向任何交易方支付的赔偿款项；以及(i)任何剩余金额以最终成功费的方式支付给发起机构。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额担保、一般准备金账户、混合准备金账户以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 超额担保

本交易采用了超额担保的信用增级手段，超额担保分为目标超额担保和收益补充超额担保。其中，目标超额担保金额指，就任一支付日而言，大约为初始起算日的调整后的资产池余额的 8.94%。另外本交易设计了收益补充超额担保。具体而言，收益补充超额担保金额指，指在任一支付日和相关回收期（或者该等回收期内的任一日）而言，每一委托汽车贷款在该回收期期末当日的未偿还贷款本金金额超出每一委托汽车贷款的每月计划付款额的现值额的总和，并假设该委托汽车贷款的贴现率为必要利率(6.00%)或者相关合同利率之间的较高者，以及该月度付款在各回收期期末当日支付且每一回收期为 30 天。收益补充超额担保金额：(a) 在交割日将基于首个初始起算日委托汽车贷款的未偿还贷款本金余额计算；(b) 在各支付日在考量相应回收期的延迟、违约或提前偿付情形后将基于相应持续购买初始起算日委托汽车贷款的未偿还贷款本金余额重新进行计算，并会在相应的月度受托机构报告中披露。首个初始起算日的收益补充超额担保金额相当于当时的汽车贷款未偿本金总余额的 0.68%。超额担保结构可以为优先级证券提供较好的信用支持。

(2) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为 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受偿的分档证券提供信用支持。具体而言，本交易中次级证券为 A 级证券提供的信用支持为 4.52%。

(3) 一般准备金账户

本交易设置了一般准备金账户，一般准备金账户初始金额来自于证券发行募集所得资金，对于任何一个支付日而言，如果该支付日的可分配额不足以按照信托利益分配顺序支付前四项时，则从一般准备金账户中提取相应金额（最多不超过一般准备金账户余额）用以补充偿付。在发生强制执行事件之前，可分配现金流支付完分配顺序前四项后，可用于补足一般准备金账户内余额与一般准备金必备金额的差额。一般准备金账户的设立为 A 级证券的偿付提供了一定的流动性和信用支持。

(4) 混合准备金账户

本交易设置了混合准备金账户，账户中的初始金额为零，一旦发生了混合准备金触发事件，发起机构将向该账户中存入一笔相当于混合准备金必备金额的款项，用以缓释混同风险。

(5) 触发机制

本交易设置了强制执行事件的触发机制。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易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. 交易结构风险分析

(1) 持续购买风险

本交易设置了持续购买结构，在持续购买期内资产池回收款将用于持续购买新增基础资产，因此奔驰金融贷款业务的发展情况、审贷标准以及业务流程会影响到该项业务的资产质量，进而对本交易标的资产的信用质量产生影响。在持续购买期内，如果受托机构无法持续足额购买到合格的基础资产，闲置资金过多或沉淀时间过长，将减少基础资产产生的收益，降低对 A 级证券本息的保障程度。

针对持续购买风险，交易文件中约定，在持续购买期内，若基础资产累积违约率超过初

始起算日的未偿还贷款本金总额的 2.4%，或持续购买准备金余额（在相关支付日进行的分配完成后）连续 3 个支付日总额超过首个初始起算日的未偿还贷款本金总额的 15%，或持续购买准备金金额（在该支付日按照信托合同附件十所列的强制执行前支付顺序支付 1 至 5 项到期应付金额后）低于必备持续购买准备金金额（“不足差额”）且此不足金额超过其对应回收期的必备持续购买准备金金额的 20%时，将触发提前摊还事件而终止持续购买。并且奔驰金融汽车贷款业务审贷严格、业务操作规范，且设有严格的入池贷款合格标准，有助于保障基础资产的信用质量。

本交易对持续购买设定了较为严格的购买流程，同时对无法购买到足额的合格资产进行了约定，相关安排对缓释持续购买风险具有积极作用。

（2）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权利，从而使贷款组合本息回收出现风险。

针对抵销风险，发起机构对入池的汽车贷款已做出规定，即汽车贷款不受限于第三方权利的限制，包括抵销权、相关债务人的抗辩、留置或撤销权。因此，本次交易中不存在抵销风险。

（3）未办理抵押权变更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变更登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险。

本交易的基础资产合格标准之一为，各项汽车贷款由在相关融资车辆上设置的抵押作为担保，发起机构奔驰金融为第一优先抵押权人；与该等汽车贷款相关的各车辆的车辆登记证由发起机构持有。因此，发起机构在有权管辖的登记部门继续登记为名义上的抵押权人，且代表受托机构持有载明发起机构作为抵押权人的

车辆登记证。本交易的发起机构奔驰金融财务状况良好，履约能力很强，善意第三人能够阻止受托机构行使抵押权的可能性很小。联合资信也将持续关注发起机构、受托机构的尽职意愿和履职能力。

（4）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，导致信托财产收入不确定而引发的风险。

本交易按月转付回收款，划转频率较高。同时，作为贷款服务机构，奔驰金融良好的经营管理、稳健的财务状况一定程度上缓释了混同风险。此外，针对混同风险本交易安排了混合准备金账户来缓释这一风险。在发生混合准备金触发事件时，奔驰金融有义务在下一个支付日前向混合准备金账户中存入一笔相当于混合准备金必备金额的款项，作为对下一期回收款的担保。

（5）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。针对流动性风险，本交易通过合并本金现金流和利息现金流以及设置一般准备金账户来缓释。

一般准备金账户中的金额为初始起算日的调整后的资产池余额的 1.00%，在各支付日，一般准备金计提额⁸将与其他可分配额一并用于对证券的利息偿付。一般准备金账户的存在在一定程度上缓释了流动性风险。此外，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，本交易设计较为有效地缓释了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。

（6）提前偿还和拖欠风险

借款人的提前偿还，虽然会对优先级证券的本金偿付提供保障，但会削弱对优先级证券

⁸ 一般准备金计提额指，就任一支付日而言，下列二者中较少的为准：(a) 根据支付顺序用于该支付日支付第(1)至(4)项的金额与该支付日的可分配额（一般准备金计提额除外）的差额，如有；以及(b)该支付日的一般准备金金额；但是前提是在 A 级证券的未偿还证券本金总额降至 0 的支付日，一般准备金计提额等于一般准备金金额。

的收益保障力度。本交易设置持续购买结构，在持续购买期内，受托机构可以按月持续购买基础资产，此安排一定程度上缓解了借款人提前偿还的不利影响。同时，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。

(7) 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。

本交易设计了清仓回购安排，清仓回购条款规定，在持续购买期结束后的任何支付日并在该支付日进行支付后的未偿还证券本金总额低于发行日的未偿还证券本金总额的 10%，发起机构有权在支付回购价格款项后收购全部未偿委托汽车贷款（以及任何相关的贷款担保），但需遵守下列要求：(a) 回购价款和一般准备金账户和经营账户中的资金之和至少应等于下述款项之和：(i) 所有证券的未偿还证券本金总额，加(ii) 前述未偿还证券本金总额产生的利息，加上(iii) 根据适用的支付顺序优先于证券持有人权利主张的所有权利主张；(b) 发起机构应在拟议的清仓回购的结算日前至少三十（30）日通知发行人其有意行使清仓回购；以及(c) 发起机构行使清仓回购的结算日最早为该任何支付日后的下一个支付日。

本交易所安排的清仓回购并未对本期优先级证券的偿付提供任何结构性信用提升，仅是发起机构于既定条件下的一项选择权。若届时发起机构决定进行清仓回购，则或将有利于减弱尾端风险。

(8) 再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，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，本交易制定了下述合格投资标准：(a) 该等投资必须以人民币进行结算和支付；(b) 该等投资只能投资于：(i) 在合格实体的存款，其中合格实体的信用评级等于或高于

中债资信评定的 BBB 级和由联合资信评定的 AA 级；或由相关评级机构不时同意的维持 A 级证券当时评级的其他资金保管机构的评级；或(ii) 国债；或(iii) 银行间政策性金融债，其评级至少为评级机构 AAA 级；(c) 该等投资到期日应当不晚于最近一个资金保管机构转付日；(d) 发行人不得购买该证券。较为严格的合格投资标准将在很大程度上降低再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/贷款服务机构

本交易的委托人/贷款服务机构为奔驰金融。奔驰金融的资本实力、运营管理能力和财务状况会影响到委托人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。

奔驰金融正式成立于 2005 年 9 月，隶属于戴姆勒金融服务集团。该集团在全球超过 40 个国家开展金融服务业务，是全球最大的汽车金融服务集团之一。其通过中国境内的授权经销网络专门为梅赛德斯-奔驰与 smart 客车及戴姆勒品牌商用车（包括小型货车）的经销商及客户提供金融贷款支持与保险解决方案。奔驰金融的目标客户为零售客户、小型企业、公司及经销商。奔驰金融为一家根据中国法律成立的非银行金融机构，向零售客户提供三类贷款产品：金融贷款标准产品、金融贷款限时专案产品及二手车/展品车金融贷款产品。

截至 2018 年 12 月末，奔驰金融注册资本 69.83 亿元，其中戴姆勒大中华区投资有限公司持股 47.8%，戴姆勒股份公司持股 52.2%。

截至 2018 年 12 月末，奔驰金融资本充足率 18.20%，核心资本充足率为 17.06%，资产总额为 896.2 亿元，股东权益为 136.3 亿元，当年的

累计实现净收入 13.41 亿元⁹。奔驰金融 2015 年至 2018 年的主要财务指标如表 3 所示。

表 3 奔驰金融主要财务指标 单位：亿元

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	896.22	815.33	632.87	502.93
股东权益	136.34	107.94	91.09	81.52
净收入	13.41	16.85	9.57	4.48

在风险管理和政策方面，奔驰金融完全依照戴姆勒公司的全球标准，建立了严谨的信贷审批政策、完善的风险跟进流程和高效的催收及诉讼机制。按照奔驰金融统计口径，截至 2018 年末，奔驰金融零售不良贷款率为 0.13%，不良率较低。奔驰金融信贷风险控制成效良好。

总体来看，奔驰金融公司治理规范、财务状况良好、资产质量优良、风险控制能力很强，在汽车抵押贷款业务方面具有较为丰富的经验。奔驰金融作为本交易的委托人和贷款服务机构，尽职能力良好，能够为本交易提供较好的服务。

(2) 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）北京市分行。工商银行成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改为股份有限公司。2006 年 10 月，工商银行在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2019 年 10 月，工商银行股本总额 3578.63 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 34.71%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 34.60%。

截至 2018 年末，工商银行资产总额 276995.40 亿元，其中发放贷款和垫款净额 150461.32 亿元；负债总额 253546.57 亿元，其中客户存款余额 214089.34 亿元；归属于母公司的股东权益合计 23300.01 亿元；2018 年末工商银行不良贷款率 1.52%，资本充足率 15.39%，核心一级资本充足率 12.98%。2018 年全年，工

商银行实现营业收入 7737.89 亿元，净利润 2987.23 亿元。

截至 2019 年 9 月末，工商银行资产总额 304263.81 亿元，其中发放贷款和垫款净额 162345.35 亿元；负债总额 277557.53 亿元，其中客户存款余额 233681.59 亿元；归属于母公司的股东权益合计 26548.96 亿元；2019 年 9 月末工商银行不良贷款率 1.44%，资本充足率 16.65%，核心一级资本充足率 12.93%。2019 年 1—9 月，工商银行实现营业收入 6469.42 亿元，净利润 2526.88 亿元。

2018 年，工商银行持续推进全面风险管理体系建设，完善风险管理技术和手段，提高风险预判和动态调控能力，进一步提升全面风险管理的前瞻性和有效性。推进落实最新监管要求，完善全面风险管理制度体系，建立风险偏好分层级管理体系，强化风险限额管理，全面提升有效风险数据加总和风险报告能力；投产集团投融资风险监控平台，提升交叉性风险管理能力；加强集团并表风险管理，提升非银子公司风险管理能力，强化境外机构区域风险管理；持续推进风险计量体系建设及成果应用，积极推动大数据等金融科技手段应用，优化内部评级与反欺诈模型，提高风险计量的准确性与稳定性。推进内部评级在信用风险管理中的应用；提高集团市场风险管理水平和前瞻性分析能力，加强交易行为监控；强化银行账簿利率风险管理体系和管理机制建设，进一步完善利率风险管理策略、管理政策和管理流程；继续坚持稳健审慎的流动性管理策略，夯实流动性风险管理制度及系统基础；加强操作风险管理工具应用和数据质量管理，持续开展重点领域和关键环节风险治理；积极落实资管新规要求，深化理财业务风险管理。截至 2018 年末，工商银行托管资产规模约 16.30 万亿元，居业内领先地位。

考虑到工商银行稳健的经营状况、完善的资金托管流程，丰富的项目托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中资金保

⁹ 未经审计

管机构的尽职能力很强、操作和履约风险很低。

(3) 受托机构/发行人

本交易的受托机构及发行人是外贸信托，其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2018年底，注册资本27.41亿元人民币，股东为中国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96.97%和3.03%。

截至2018年末，外贸信托资产总额150.03亿元，所有者权益125.89亿元；信托资产总额4490.60亿元，信托权益4398.64亿元。2018年，外贸信托实现营业收入29.98亿元，净利润19.46亿元；实现信托项目营业收入-15.39亿元，信托项目净利润-80.69亿元。

近年来，外贸信托以合规经营、严控风险为导向，在提升业务开拓能力、实现公司经营战略目标的同时，不断提高公司的业务风险管控能力。结合风险管理和内部控制体系建设，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、风险管理和稽核为核心的较为完善的内部控制制度和操作流程，基本形成职责明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部机制。

外贸信托自2009年起推行全面风险管理，每年定期进行重新评估。全面风险管理由审计稽核部牵头，公司各部门参加全面风险管理沟通会，查找识别公司在日常经营中面临的重大风险，经对各类业务风险进行事前预测，做到风险可知，通过分析、评估并制定风险管理策略和措施加以防范和控制，将风险降至各自可承受范围之内。

资产证券化业务方面，外贸信托作为受托机构和发行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。

总体来看，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，尽职能力较强。

4. 法律及其他要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：奔驰金融、外贸信托、工商银行北京分行、中信证券、汇丰银行和中国银行均为根据中国法律正式成立并有效存续的主体，拟签署交易文件的各方签署其为一方的交易文件及履行其在该等交易文件项下的义务不违反中国法律法规的规定；交易文件约定的生效条件（如有）全部满足后，该等交易文件对其具有法律约束力，该等交易文件的相关各方可以按照交易文件的约定要求其履行合同义务。拟发行的资产支持证券不违反法律法规的强制性规定，待完成银保监会的产品备案登记和中国人民银行的备案后，该等资产支持证券可依法在银行间债券市场发行，资产支持证券持有人将根据相关法律法规及《信托合同》等相关交易文件享有约定的权利和利益，本次发行的资产支持证券可以在银行间债券市场交易。与本次发行相关的交易文件在形式上符合法律法规的要求，且内容上亦不违反法律法规的强制性规定。

联合资信收到的会计意见书表明：奔驰金融将在其合并财务报表中对信托计划进行合并；奔驰金融将不会把已转让贷款于资产负债表中终止确认。

联合资信收到的税务意见书表明：(1) 增值税方面：奔驰金融“转让”贷款资产交易应被视为其向外贸信托设立的信托计划融入资金的行为；根据税法相关原则，资金融入行为不涉及增值税；对受托机构运营其受托管理的信贷资产信托项目取得的利息及利息性质的收入，按照56号文件的规定，应就利息收入缴纳增值税；在信贷资产证券化的过程中，贷款服务机构取得的服务费收入、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等，应按现行增值税的政策规定缴纳增值税；资产支持证券投资者持有资产支持证券期间（含到期）取得的收益，如不属于140号文件规定的利息和利息

性质的收入，不应缴纳增值税；资产支持证券投资者转让信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳增值税（个人投资者除外）；转让信贷资产支持证券出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为增值税销售额缴纳增值税；若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度；根据城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加相关规定，凡缴纳增值税的单位和个人，以实际缴纳的增值税税额为计税依据，依适用税率计算缴纳城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加。(2)企业所得税方面：奔驰金融“转让”贷款资产交易应被视为其向外贸信托设立的信托计划融入资金的行为；根据税法相关原则，资金融入行为不涉及企业所得税；对信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，对机构投资者按现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处

理；在对信托项目收益暂不征收企业所得税期间，机构投资者从信托项目分配获得的收益，应当在机构投资者环节按照权责发生制的原则确认应税收入，按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；在信贷资产证券化的过程中，贷款服务机构取得的服务收入、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等，均应按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入，应当按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，买卖资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入，应按企业所得税的政策规定缴纳企业所得税，清算发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；受托机构和证券登记托管机构应向其信托项目主管税务机关和机构投资者所在地税务机关提供有关信托项目的全部财务信息以及向机构投资者分配收益的详细信息。(3)印花税方面：本交易所有环节暂免征收印花税。

三、基础资产分析

一般情况下，入池贷款的违约概率和回收率与入池贷款特征、借款人特征、抵押物特征等诸多因素密切相关。

1. 入池贷款特征

本交易合格标准约定，首个初始起算日及各持续购买初始起算日入池的汽车贷款全部为奔驰金融依据银保监会五级分类标准划分的正常类贷款，入池贷款的资产质量良好。

首个初始起算日资产池概要统计如下表：

指标	数值
未偿本金余额（万元）	698803.87
初始合同金额（万元）	1212391.25
贷款笔数（笔）	54810

贷款户数（户）	54793
笔均未偿本金余额（万元）	12.75
笔均合同金额（万元）	22.12
单笔最大未偿本金余额（万元）	210.46
单笔最大合同金额（万元）	226.45
借款人加权平均年龄（岁）	38.15
加权平均贷款执行利率（%）	5.43
加权平均首付比率（%）	40.10
加权平均合同期限（月）	33.47
加权平均账龄（月）	11.30
加权平均剩余期限（月）	22.17
最长剩余期限（月）	34.00
最短剩余期限（月）	4.00

注：1.表中加权平均指标以资产池首个初始起算日贷款未偿本金余额为权重计算；

2.借款人年龄为截至首个初始起算日的年龄，下同；

3.首付比率=1-初始贷款比，其中初始贷款比=贷款发放时的合同金额/抵押物初始评估价值，下同；

4.合同期限、账龄、剩余期限为奔驰金融提供，下同

截至首个初始起算日，本交易资产池的单个借款人最大贷款占比为 0.03%，户均未偿本金余额为 12.75 万元，借款人分散性很好。本交易首个初始起算日的资产池未偿本金余额分布见下表：

表 5 初始资产池未偿本金余额分布
(单位：万元、笔、万元、%)

未偿本金余额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	8527	29253.08	4.19
(5, 10]	14919	112458.41	16.09
(10, 15]	14215	176024.44	25.19
(15, 20]	9166	157183.71	22.49
(20, 25]	4297	95924.29	13.73
(25, 30]	1692	45825.50	6.56
30 以上	1994	82134.44	11.75
合计	54810	698803.87	100.00

初始入池贷款加权平均首付比例为 40.10%，初始入池贷款首付比例主要集中在 20%至 50%之间，未偿本金余额占比 91.24%。本交易入池贷款的首付比例分布见下表：

表 6 初始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, 20]	955	18600.93	2.66
(20, 30]	18396	300658.98	43.02
(30, 40]	3794	53148.86	7.61
(40, 50]	26634	283817.69	40.61
(50, 60]	2583	27218.54	3.90
(60, 70]	1578	11198.87	1.60
大于 70	870	4160.01	0.60
合计	54810	698803.87	100.00

注：[,]为左开右闭区间，例如(20, 30]表示大于 20%但小于等于 30%，下同。

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车抵押贷款的首付比例越高，借款人违约的可能性越小。

针对本交易，奔驰金融从历史贷款中选取了适当的样本，按照不同的客户信用质量将本贷款依次划分为了 A、B、C、D 四个信用档

次，其中 A 档贷款的坏账水平最低，D 档贷款坏账水平最高。通过对各档次中贷款的客户评分分析，奔驰金融建立了各信用档次与客户评分区间的映射。结合本交易入池贷款的客户评分，奔驰金融将入池贷款划入了相应的信用档次中。本交易初始入池贷款的信用档次分布见下表：

表 7 初始入池贷款信用档次分布
(单位：笔、万元、%)

信用档次	笔数	未偿本金余额	金额占比
A	24612	254343.49	36.40
B	24686	354240.46	50.69
C	5407	87886.88	12.58
D	105	2333.04	0.33
合计	54810	698803.87	100.00

本交易初始入池贷款均为等额本息类贷款。资产池贷款合同期限为 24（不含）至 36（含）个月的贷款笔数为 41122 笔，未偿本金余额占比 79.02%。贷款合同期限分布见下表：

表 8 初始入池贷款合同期限分布
(单位：月、笔、万元、%)

合同期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
[12, 24]	13617	145871.35	20.87
(24, 36]	41122	552160.98	79.02
(36, 48]	71	771.55	0.11
合计	54810	698803.87	100.00

注：[,]为左闭右闭区间，例如[12, 24]表示大于等于 12 但小于等于 24，下同。

本交易初始资产池加权平均贷款账龄为 11.30 个月，初始入池贷款的账龄集中在 12 个月以内，初始入池贷款的账龄结构见下表：

表 9 初始入池贷款账龄结构
(单位：月、笔、万元、%)

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	27097	452767.52	64.79
(12, 24]	18982	199073.30	28.49
(24, 36]	8715	46893.20	6.71
(36, 48]	16	69.85	0.01
合计	54810	698803.87	100.00

本交易初始入池贷款的加权平均剩余期限为 22.17 个月。初始入池资产的剩余期限分布见下表。

表 10 初始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]	15500	94079.94	13.46
(12, 24]	22208	287299.95	41.11
(24, 36]	17102	317423.98	45.42
合计	54810	698803.87	100.00

首个初始起算日资产池内的汽车抵押贷款均为固定利率，加权平均贷款执行利率为 5.43%，其中利率处于 3%（不含）到 6%（含）之间的贷款未偿本金余额占比最大，达到了 67.43%。首个初始起算日的资产池利率分布如下表所示。

表 11 初始入池资产池利率分布
(单位: %、笔、万元、%)

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	1842	7511.79	1.07
(0, 3]	9075	61947.52	8.86
(3, 6]	36214	471183.13	67.43
(6, 9]	7590	154740.13	22.14
(9, 12]	89	3421.29	0.49
合计	54810	698803.87	100.00

2. 借款人特征

本交易入池贷款首个初始起算日借款人的加权平均年龄为 38.15 岁。借款人年龄主要集中在 30 岁到 50 岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如下表所示：

表 12 首个初始起算日借款人年龄分布
(单位: 岁、笔、万元、%)

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	12	177.63	0.03
(20, 30]	11332	133325.87	19.08
(30, 40]	24406	302749.16	43.32
(40, 50]	13072	181664.78	26.00

(50, 60]	5289	72313.67	10.35
大于 60	699	8572.78	1.23
合计	54810	698803.87	100.00

根据奔驰金融对借款人所在行业划分方法，本交易初始入池贷款中，占比最高的前三大行业分别为批发和零售业、制造业以及租赁和商务服务业，未偿本金余额合计占比为 53.20%。本交易初始入池贷款借款人所在行业分布如下表：

表 13 初始入池借款人所在行业分布
(单位: 笔、万元、%)

行业	笔数	未偿本金余额	金额占比
批发和零售业	16986	229976.09	32.91
制造业	5763	78744.53	11.27
租赁和商务服务业	4862	63008.02	9.02
建筑业	3327	48300.55	6.91
科学研究和技术服务业	2515	31319.45	4.48
公共管理、社会保障和社会组织	2890	28914.36	4.14
教育	2704	27826.88	3.98
居民服务、修理和其他服务业	2247	27826.79	3.98
金融业	2523	26859.31	3.84
信息传输、软件和信息技术服务业	2012	23991.36	3.43
房地产业	1917	23818.42	3.41
住宿和餐饮业	1552	21508.79	3.08
交通运输、仓储和邮政业	1409	18111.90	2.59
卫生和社会工作	1683	17664.65	2.53
文化、体育和娱乐业	1188	14456.73	2.07
农、林、牧、渔业	529	7965.36	1.14
电力、热力、燃气及水生产和供应业	398	4370.03	0.63
水利、环境和公共设施管理业	170	2352.33	0.34
采矿业	130	1741.51	0.25
国际组织	5	46.81	0.01
合计	54810	698803.87	100.00

本交易初始入池贷款借款人中高收入人群占比较大，年收入在 40 万元以上的借款人占比约 47.22%，具体借款人年收入分布情况见下表：

表 14 初始入池借款人年收入情况分布
(单位：万元、笔、万元、%)

年收入	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 20]	16932	168630.45	24.13
(20, 40]	17377	200180.63	28.65
(40, 60]	8862	123059.02	17.61
(60, 80]	2112	33567.49	4.80
(80, 100]	2169	34880.69	4.99
100 以上	7358	138485.59	19.82
合计	54810	698803.87	100.00

本交易初始入池贷款借款人家庭状况分布如下表：

表 15 初始入池借款人家庭状况分布
(单位：笔、万元、%)

家庭状况	笔数	未偿本金余额	金额占比
已婚已育	38127	504761.64	72.23
单身	10114	112761.28	16.14
离异	4497	58827.36	8.42
已婚未育	1891	20409.90	2.92
丧偶	181	2043.69	0.29
合计	54810	698803.87	100.00

初始入池资产中已婚已育的借款人未偿本金余额占比为 72.23%，家庭稳定性高，有利于还款。

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。本交易初始入池贷款分布在 31 个地区，分布较为分散，其中广东省的借款人未偿本金余额占比最大，达到 18.32%。广东省经济较为发达，2018 年广东省实现地区生产总值 9.73 万亿元，同比增长 6.8%，居民人均可支配收入 35809.9 元，同比增长 8.5%，增速较快。按未偿本金余额统计，占比前十的借款人所在地区及城市见表 16 和表 17：

表 16 未偿本金余额占比前十的借款人所在地区
(单位：笔、万元、%)

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东省	8517	128055.30	18.32
浙江省	5750	65827.81	9.42
江苏省	5255	54791.75	7.84
四川省	3858	49755.27	7.12
山东省	2584	31319.00	4.48
湖北省	2213	30110.48	4.31
北京市	2592	30022.78	4.30
福建省	2272	29915.86	4.28
湖南省	2092	28216.37	4.04
河北省	1876	24396.13	3.49
合计	37009	472410.77	67.60

表 17 未偿本金余额占比前十的借款人所在城市
(单位：笔、万元、%)

城市	笔数	未偿本金余额	金额占比
深圳市	2888	44588.66	6.38
成都市	2491	31629.77	4.53
北京市	2592	30022.78	4.30
广州市	1669	25323.47	3.62
重庆市	1638	23051.11	3.30
上海市	1904	20402.97	2.92
杭州市	1563	18266.65	2.61
武汉市	1208	15728.23	2.25
佛山市	998	15051.88	2.15
长沙市	1085	14344.10	2.05
合计	18036	238409.62	34.12

3. 抵押物特征

按照合格标准约定，本交易入池贷款所购车辆均为新车，车辆品牌包括梅赛德斯-奔驰和 smart 两种。初始入池资产所涉抵押物品牌分布见下表：

表 18 初始入池抵押汽车品牌分布
(单位：笔、万元、%)

汽车品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
梅赛德斯-奔驰系列	53141	692731.31	99.13
Smart	1669	6072.57	0.87
合计	54810	698803.87	100.00

其中，汽车初始购买价格在 20 万到 60 万元之间的贷款的未偿本金余额占 80.84%，汽车初始购买价格高于 100 万元的贷款占 4.90%，最高为 323.50 万元。汽车的购买价格分布见下表：

表 19 初始入池抵押汽车购买价格分布
(单位：万元、笔、万元、%)

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 20]	2285	10626.59	1.52
(20, 40]	30570	322562.38	46.16
(40, 60]	17319	242324.63	34.68
(60, 80]	2222	49533.94	7.09
(80, 100]	1491	39544.81	5.66
100 以上	923	34211.52	4.90
合计	54810	698803.87	100.00

四、定量分析

1. 现金流分析

本交易的基础资产为发起机构奔驰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。本交易还设有持续购买机制，预计持续购买期内每个支付日持续购买符合合格标准的标的信贷资产。结合本交易按月持续购买结构设置以及现金流的实际特点，联合资信根据奔驰金融的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出收益率、累计违约率、回收率、月还款率和购买率五个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

奔驰金融提供了 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。联合资信经整理分别计算了逾期 30 天以上累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的逾期 30 天以上累计违约率表现如下：

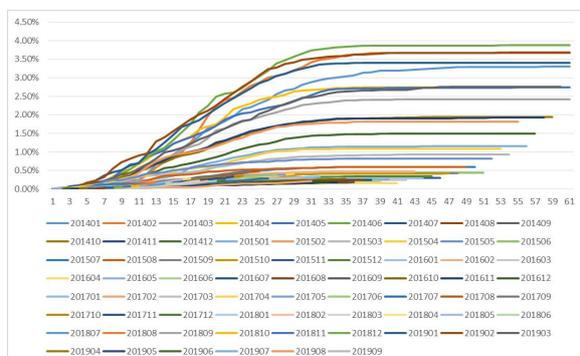


图 2 静态池累计违约率（逾期 30 天以上）

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

收益率，是分析资产盈利能力的指标。发起机构通过收益补充超额担保金额对初始转让对价和持续购买转让对价进行调控，以保证基础资产收益水平。联合资信根据本交易关于收益补充超额担保金额的设置，得出基准年化收益率为 6.00%。

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情况，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 30 天以上违约率增量矩阵，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 36 个月的预期违约率为 1.07%。

回收率，奔驰金融提供了 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“ $\text{资产回收率} = (\text{静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额} - \text{核销金额} - \text{静态池累计逾期 180 天以上资产的未偿本金余额}) / \text{静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额}$ ”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 月起开始计算每个月发放贷款的回收率，通过观测各个静态池的回收率得到，回收率整体相对平稳，联合资信最终采用的基准回收率为平均值 67.89%。

月还款率，是度量基础资产还款进度的指标，根据静态池中每月本金还款的比率平均得出。在本交易中，根据历史静态数据计算，分别得到基准月还款率为 11.51%。

购买率，在持续购买项目中，用于衡量持续购买效率，根据动态池中每月新增符合入池标准的标的资产与上月到账本息的比率计算。由于奔驰金融业务发展稳定，业务规模大。因此，对购买率指标，根据该资产的历史动态数据表现，设定基准购买率为 100.00%。

表 20 基准参数表

参数名称	基准参数
累计违约率	1.07%
回收率	67.89%
收益率	6.00%
月还款率	11.51%
购买率	100.00%

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进行加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级证券是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于收益率、累计违约率、回收率和购买率四个量化指标按照目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力标准进行加压考量。联合资信针对收益率、违约率设置了 4 个月过渡时间，即从信托成立到指定月份逐步达到最终压力参数，回收率与购买率不设置过渡时间，直接达到最终压力参数。根据奔驰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 21 目标评级压力情景下现金流流入端压力参数设置（单位：%）

参数名称	收益率	累计违约率	回收率	购买率
目标评级	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}
基准参数	6.00	1.07	67.89	100.00
加压过渡时间（月）	4	4	0	0
目标级别折损率/乘数加压标准	45.00	5.5	45.00	45.00
压力调整系数	1.00			
最终压力参数	3.30	5.89	37.34	55.00

现金流出端压力因子设置

在现金流出端，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：根据近期发行产品的利率以及与受托人沟通的预期收益率，优先级证券的预期收益率为 3.60%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 A 级证券预期利率为 4.10%。

本交易税率、费率：联合资信根据当前同类产品的纳税情况采用 3.26% 作为相关税率；综合计算本信托计划的信托费、保管费、服务费等，设定基准综合费率为 0.54%；其他固定费用已在模型中体现。本交易现金流流出参数设置如下表所示：

表 22 现金流流出参数设置

参数名称	压力参数设置
A 级证券预期利率	4.10% (3.60%+50bps)
税率	3.26%
基准综合费率	0.54%/年

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_{sf} 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表所示。
AAA_{sf}压力情景下的本息偿付情况，具体如下

表 23 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
回收款本金	772467.66	税费	11734.91	11734.91
		优先 A 级证券利息	29175.48	29175.48
		持续购买支出	—	125909.70
回收款利息	41237.83	优先 A 级证券本金	600000.00	600000.00
		次级证券本金	31578.95	31578.95
		多余金额	—	33041.80
流入合计	813705.49	流出合计	672489.34	672489.34

从 AAA_{sf}压力情景下的测试结果得出，A 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 64620.75 万元可用于兑付次级证券的本金，对 A 级证券本金形成 10.77%的安全距离¹⁰，A 级证券能通过 AAA_{sf}压力下测试。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的信用等级能够达到 AAA_{sf}。

¹⁰ 优先 A 级证券的安全距离=优先 A 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A 级证券发行规模

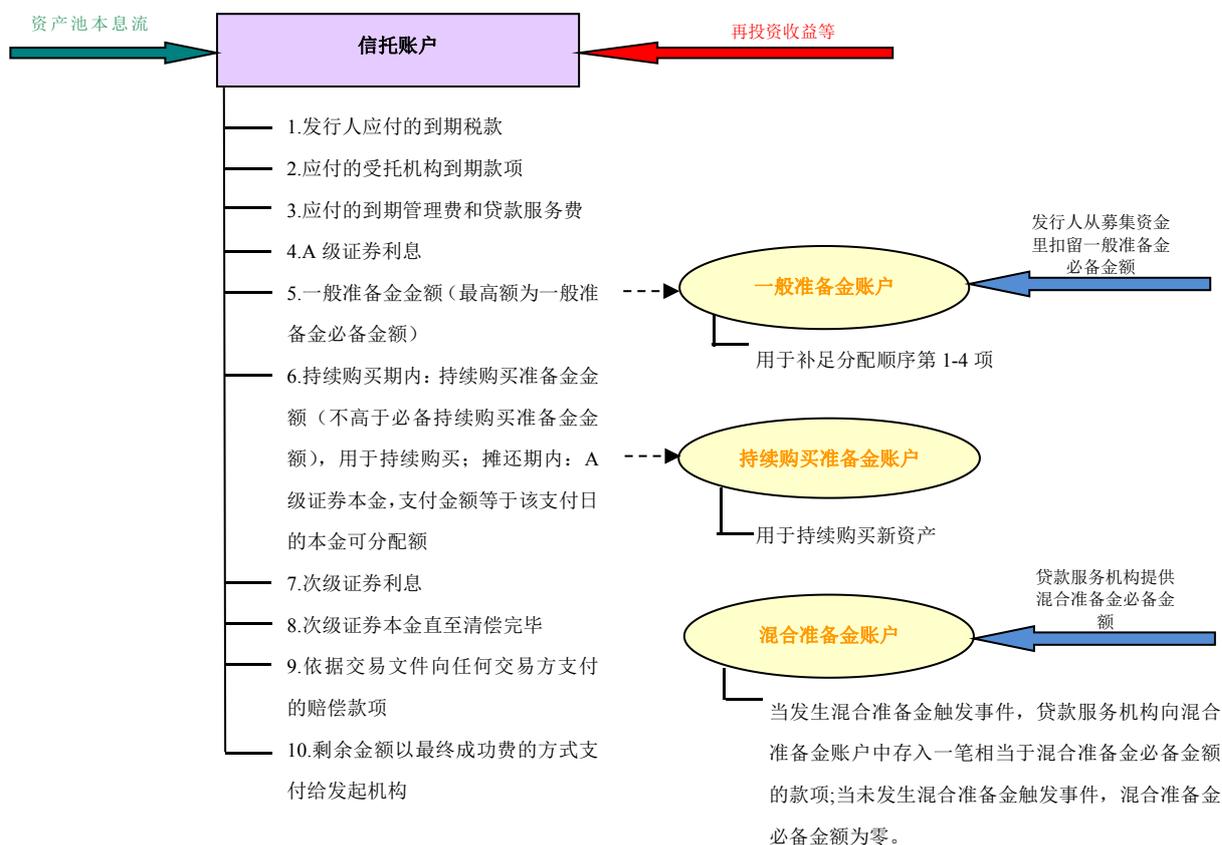
五、评级结论

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能力及操作风险等因素进行考量，确定“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的信用等级为 AAA_{sf}；次级证券未予评级。

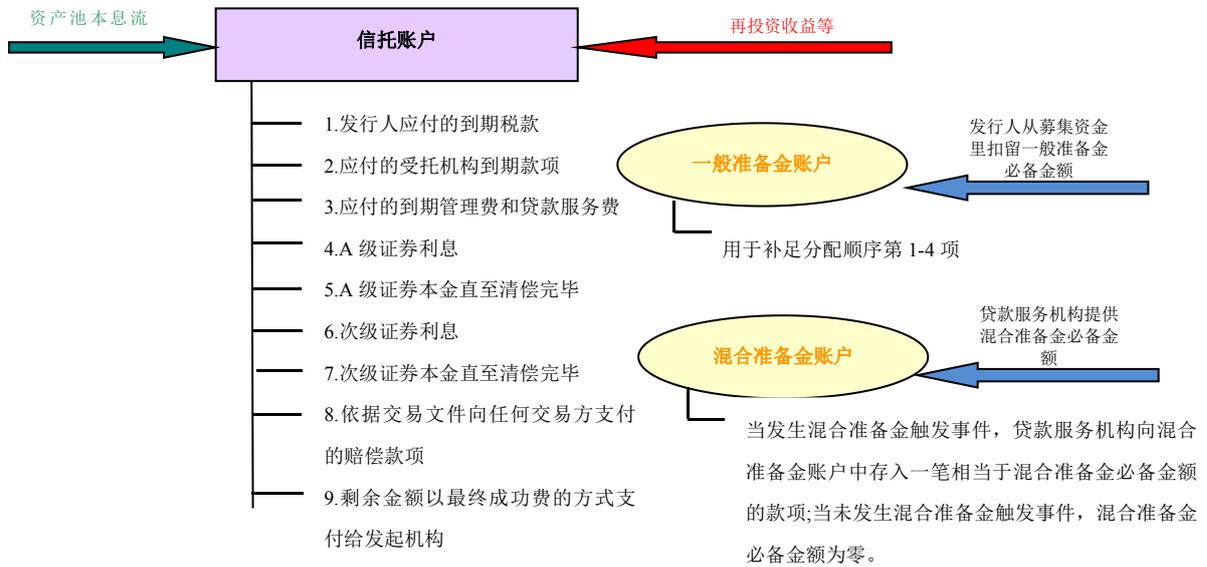
上述 A 级证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “强制执行事件”发生前的现金流



附图2 “强制执行事件”发生后的现金流



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

联合资信评估有限公司关于 速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券 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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券” A 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。

梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”相关信息，如发现“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/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“速利银丰中国 2020 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”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梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/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。