

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 2020 年度第一期资产支持票据信用评级报告》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。

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月三十日



信用评级公告

联合〔2020〕3612号

联合资信评估股份有限公司通过对“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf} ；优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月三十日



一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据 信用评级报告

评级结果

票据名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先 A 级	283000.00	81.05	AAA _{sf}
优先 B 级	21000.00	6.01	AA ⁺ _{sf}
次级	45176.07	12.94	NR
合 计	349176.07	100.00	--

注：1.占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同；2.NR——未予评级，下同

交易概览

初始起算日：2020 年 8 月 21 日 00:00
法定到期日：【2026】年【8】月【22】日
交易类型：静态现金流型 ABN
载体形式：特殊目的信托
基础资产：一汽租赁有限公司持有的 349176.07 万元融资租赁债权及其附属担保权益
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
委托人/发起机构：一汽租赁有限公司
受托人/发行人：交银国际信托有限公司
资产服务机构：一汽租赁有限公司
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

评级时间：

2020 年 10 月 30 日

分析师

徐 阳 范 朔 刘炳奇

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”）持有的 42045 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仅为 0.02%），同类资产的历史表现尚可（乘用车租赁业务的 48 期预期累计违约率¹为 5.79%，资产池存续期间的预期累计违约率为 3.60%，回收率为 65.02%；商用车租赁业务于存续期间的预期累计违约率为 6.18%，回收率为 54.02%），资产池整体质量较好。在此基础上，本交易优先/次级结构以及触发机制的设置能为优先级资产支持票据提供了充足的信用支持。量化测算的结果显示，优先 A 级资产支持票据能满足 AAA_{sf} 等级的评级要求，优先 B 级资产支持票据能满足 AA⁺_{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 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。上述优先 A 级资产支持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，违约风险极低；优先 B 级资产支持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很强，违约风险很低。

¹ 联合资信在汽车融资租赁资产证券化评级项目中定义逾期 30 天以上的资产为违约资产，并以此为标准计算违约率数据。

优势

1. **资产池整体质量较好。**本交易基础资产涉及 42045 笔融资租赁债权，承租人分布在 29 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 48 期预期累计违约率为 5.79%，资产池存续期间的预期累计违约率为 3.60%，回收率为 65.02%；商用车租赁业务于存续期间的预期累计违约率为 6.18%，回收率为 54.02%，其同类资产的历史表现尚可。
2. **优先/次级结构为优先级资产支持票据提供了充足的信用支持。**其中，优先 A 级资产支持票据获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据 18.95% 的信用支持，优先 B 级资产支持票据获得次级资产支持票据 12.94% 的信用支持。

关注及风险缓释

1. **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，这将使信托面临一定的法律风险。
风险缓释：针对这一情况，本交易设置了资产赎回条款，当发生上述风险时，发起机构将按照约定赎回相应资产。本交易的发起机构一汽租赁的主体信用等级很高，履约能力很强，本交易的法律风险很小。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。
2. **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。

风险缓释：联合资信在现金流模型中，通过对违约率和回收率加压、缩小利差支持等手段，反复测试优先级资产支持票据对承租人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险。

3. **宏观经济下行风险。**全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池资产违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构一汽租赁有限公司和受托人交银国际信托有限公司提供，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一汽租赁有限公司/交银国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与一汽租赁有限公司/交银国际信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因一汽租赁有限公司/交银国际信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信用评级结果的有效期为“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构一汽租赁有限公司（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 349176.07 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 2020 年度第一期资产支持票据信托”。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优先级资产支持票据和次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该

资产支持票据取得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：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
资产服务机构：一汽租赁有限公司
资金保管机构：交通银行股份有限公司吉林省分行
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
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
评级机构：联合资信评估股份有限公司

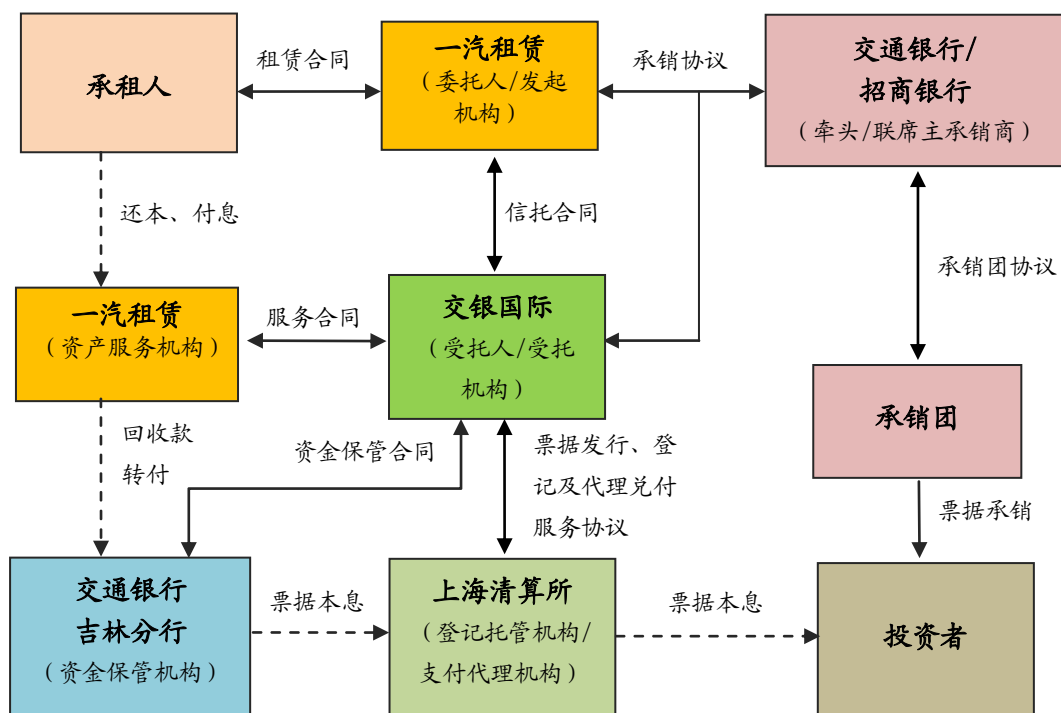


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先A级资产支持票据、优先B级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“优先A级票据”、“优先B级票据”和

“次级票据”），其中优先A级票据和优先B级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。

交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后

受偿的分级票据为优先级较高的分级票据提供信用支持。优先A级、优先B级和次级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。优先A级和优先B级票据采用固定利率，按月支付利息，票面利率根据簿

记建档结果确定；次级票据不设票面利率，按照不超过5.00%/年的收益率获得的期间收益，在票据本金全部清偿完毕后，取得剩余收益。本次票据募集资金全部用于补充营运资金、业务开展资金投放以及偿还存量债务。

表 2 资产支持票据概况

(单位：万元、%)

票据名称	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A 级	283000.00	81.05	固定利率	【2022/4/26】	按月支付利息，过手摊还本金
优先 B 级	21000.00	6.01	固定利率	【2022/7/26】	按月支付利息，过手摊还本金
次级	45176.07	12.94	--	【2023/9/26】	获得期间收益，过手摊还本金
合 计	349176.07	100.00	--	--	--

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。

本交易的入池资产涉及发起机构一汽租赁享有的 42045 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 349176.07 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²：

(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、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【2】万元（含【2】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【400】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

² 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。

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【42】个月；融资租赁债权对应的租赁合同到期日均不晚于【2023】年【8】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+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。

4. 现金流安排

本交易现金流主要来自于基础资产在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 信托账户

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³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；保证金账用于核算保证金。

(2) 现金流收付机制

(a) 现金流归集

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⁴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，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付日⁵前的第 2 个

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 支付日：系指每月的第【26】日。但如果该日不是工作日，则

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。

（b）触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”、“加速清偿事件”和“信托终止日”是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件：（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（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情形除外）；（b）受托人未能在支付日后5个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级资产支持票据应付未付利息的；（c）受托人未能在法定到期日后10个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据偿还本金的；（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，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

“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列示如下：（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A级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先A级资产支持票据的未偿本金余额；（g）在优先B级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先B级资产支持票据的未偿本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

（h）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；（i）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；（j）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；（k）《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（g）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（h）项至（k）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票据持有人。资产支持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。

顺延至该日后的第一个工作日。第一个支付日应为【2020】年【】月【】日。

“信托终止日”系指以下任一事件发生，信托终止之日：(a) 信托之信托目的已经无法实现；(b) 信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；(c) 相关监管部门依法命令终止信托；(d) 资产支持票据持有人会议决议提前终止信托；(e) 法定到期日届至；(f) 信托财产（不含合格投资）全部变现完毕（含清仓回购）；(g) 优先级资产支持票据的本金全部偿付完毕，且全部次级资产支持票据持有人根据《信托合同》的约定书面要求提前终止信托（为避免歧义，如发生本款终止情形的，无需召开资产支持票据持有人会议）。

(c) 回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，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(f)、(g)、(i)项除外）：(a) 与信托相关的税收（如有）；(b) 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) 优先 A 级票据的利息；(e) 优先 B 级票据的利息；(f) 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；(g) 本金账累计转移额和违约额补足；(h) 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支出；(i) 按不超过【5】%/年的收益率分配次级票据的期间收益；(j) 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收、各参与机构费用和报酬、优先 A 级票据的利息和优先 B 级票据的利息；(b) 优先 A 级票据的本金，直至本金清偿完毕；(c) 优先 B 级票据的

本金，直至本金清偿完毕；(d) 次级票据的本金，直至本金清偿完毕；(e) 剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。详见附图 1 “违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后，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) 与信托相关的税收（如有）；(b) 受托人以固有财产垫付的费用（包括以往各期未付金额，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) 优先 A 级票据累计应付未付的利息；(e) 优先 A 级票据本金，直至全部本金清偿完毕；(f) 优先 B 级票据的累计应付未付的利息；(g) 优先 B 级票据的本金，直至全部本金清偿完毕；(h) 次级票据的本金，直至本金清偿完毕；(i) 剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

“信托终止日”发生后，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，而是将信托收款账户的所有款项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) 与信托相关的税收（如有）；(b) 清算费用；(c) 受托人以固有财产垫付的费用（包括以往各期未付金额，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) 优先 A 级票据累计应付未付的利息；(f) 优先 A 级票据本金，直至全部本金清偿完毕；(g) 优先 B 级票据累计应付未付的利息；(h) 优先 B 级票据本金，直至全部本金清偿完毕；(i) 剩余信托财产全部按信托财产的原状分配给次级资产支持票据持有人。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/次级结构

本交易采用优先/次级结构，划分为优先级票据和次级票据。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，劣后受偿的分级票据为优先级票据提供信用损失保护。具体而言，优先 A 级资产支持票据获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据 18.95% 的信用支持，优先 B 级资产支持票据获得次级资产支持票据 12.94% 的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了三类事件触发机制：“加速清偿事件”、“违约事件”和回收款高频转划机制。“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，回收款高频转划机制一旦触发将引致回收款的加速划转。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. 交易结构风险分析

(1) 混同风险

本交易存在一定混同风险。

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它资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本交易安排了回收款高频转划机制来缓释资产服务机构的混同风险。当当评级机构给予优先 A 级票据的债项评级高于或等于【AAA】级且给予优先 B 级票据的债项评级高于或等于【AA⁺】级时，回收款转付日

为每个计算日⁶后的第 5 个工作日；当评级机构给予优先 A 级票据的债项评级低于【AAA】级、或给予优先 B 级票据的债项评级低于【AA⁺】级或资产服务机构被解任时；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 个工作日内任一工作日。

上述回收款的高频划转机制与优先级票据的债项级别相关，联合资信将对优先级票据的信用质量及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

⁶ 计算日：系指每月最后一个自然日，其中，第一个计算日为 2020 年【】月【】日。

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财务实力较强，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。

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级票据本息兑付之间的错配。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资产池现金流入同优先级票据本金和利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易的分层结构设计已经考虑到入池资产的提前偿还和拖欠风险。

本交易优先 A 级票据和优先 B 级票据采用过手顺序偿付结构，入池资产的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但在一定程度上会影响到超额利差的大小。入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本交易安排了本金账对收益账的补偿机制以缓释这一风险。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。

（5）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。

3. 主要参与方履约能力

（1）发起机构/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 2019 年底，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 2019 年底，一汽租赁资产总额 323.16 亿元，其中应收融资租赁款净额 312.94 亿元；负债总额 263.81 亿元，股东权益合计 59.34 亿元；生息资产不良率为 0.77%，拨备覆盖率为 206.00%。2019 年一汽租赁实现营业收入 26.40 亿元，净利润 7.43 亿元。

截至 2020 年 6 月底，一汽租赁资产总额 377.22 亿元，其中应收融资租赁款净额 368.55 亿元；负债总额 319.11 亿元，股东权益合计 58.11 亿元；生息资产不良率为 0.94%，拨备覆盖率为 179.00%。2020 年 1—6 月，一汽租赁实现营业收入 13.04 亿元，净利润 4.69 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；但另一方面，一汽租赁债务全部为借款，债务结构有待优化。流动性方面，由于一汽租赁融资租赁款集中在长期应收款项下，因此流动比率保持较低水平；从偿债能力来看，全部债务/EBITDA 近年来保持在较高水平。截至 2019 年底，一汽租赁流动比率为 19.63%，全部债务/EBITDA 为 24.21 倍，整体看一汽租赁杠杆水平和有息负债比重高，偿债能力面临一定考验。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具有信仰，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，信用等级极高。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 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2019 年底，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 17.75%。

截至 2019 年底，交通银行资产总额 99056.00 亿元，其中客户贷款 53042.75 亿；负债总额 91046.88 亿元，其中客户存款余额 60050.70 亿元；股东权益合计 7932.47 亿元；不良贷款率 1.47%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 14.83%，一级资本充足率 12.85%，核心一级资本充足率 11.22%。2019 年交通银行共实现营业收入

2324.72 亿元，净利润 772.81 亿元。2019 年交通银行托管资产规模达人民币 93942.45 亿元，较上年末增长 5.40%。

2019 年，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。2019 年度，交通银行主要资产质量指标继续保持平稳。不良贷款率较年初下降 2 个基点，逾期贷款结构有所改善。

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。

(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 2019 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 2019 年底，交银国信合并资产总额 128.99 亿元，负债合计 7.54 亿元，股东权益 121.45 亿元，信托资产总额 8705.22 亿元；2019 年全年，实现合并营业收入 18.77 亿元，净利润 11.38 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。

4. 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《公司法》《合同法》《物权法》《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》发行和销售资产支持票据，资产支持票据将会被合法有效地发行和销售，且资产支持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

本交易入池资产全部为一汽租赁的正常类资产，资产池分散性极好，资产收益一般，总体质量较好。

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、历史还款记录等均会对预测资产池现金流产生重要影响。

1. 资产池分析

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

入池资产未偿本金余额（万元）	349176.07
入池资产合同金额（万元）	554641.87
入池资产户数（户）	40868
入池资产笔数（笔）	42045
单笔最大合同金额（万元）	97.20
单笔平均合同金额（万元）	13.19
单笔最大未偿本金余额（万元）	72.96
单笔平均未偿本金余额（万元）	8.30
加权平均年利率（%）	5.00
加权平均合同期限（月）	33.78
加权平均账龄（月）	11.42
加权平均剩余期限（月）	22.33
最短剩余期限（月）	3.35
最长剩余期限（月）	36.03
加权平均首付比例（%）	30.16

承租人加权平均年龄（岁）	36.50
--------------	-------

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，下同；3.承租人年龄=（初始起算日-出生日期）/365

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 87.74%。具体分布如表 4 所示。

表 4 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	38958	306357.01	87.74
商用车	3087	42819.06	12.26
合 计	42045	349176.07	100.00

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 8.30 万元，单笔最大未偿本金余额为 72.96 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 5 所示。

表 5 入池资产未偿本金余额分布

（单位：万元、笔、万元、%）

未偿本金余额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	11737	43711.32	12.52
(5, 10]	19819	139863.50	40.06
(10, 15]	6299	76045.83	21.78
(15, 20]	2199	37826.73	10.83
(20, 25]	1179	26043.96	7.46
25 以上	812	25684.72	7.36
合 计	42045	349176.07	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 30.16%，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 87.81%。本交易入池资产的首付比例分布如表 6 所示。

表 6 入池资产首付比例分布

（单位：%、笔、万元、%）

比例区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	25516	214288.56	61.37
(30, 40]	10885	92309.28	26.44
(40, 50]	3890	30024.42	8.60
(50, 60]	1355	10078.80	2.89
(60, 70]	314	2025.36	0.58
(70, 80]	76	419.56	0.12
(80, 90]	9	30.08	0.01
合 计	42045	349176.07	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 5.00%，最高年利率为 14.04%，最低年利率为 1.80%，入池资产年利率分布如表 7 所示。

表 7 入池资产年利率分布

（单位：%、笔、万元、%）

利率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 2]	41	464.87	0.13
(2, 4]	12401	95077.04	27.23
(4, 6]	22307	184624.82	52.87
(6, 8]	5831	58842.10	16.85
(8, 10]	1214	7943.28	2.27
(10, 12]	227	2125.91	0.61
12 以上	24	98.04	0.03
合 计	42045	349176.07	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 11.42 月，入池资产的账龄分布如表 8 所示。

表 8 入池资产账龄分布
(单位: 月、笔、万元、%)

账龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	7423	93668.31	26.83
(6, 12]	8003	84049.56	24.07
(12, 18]	15335	115771.60	33.16
(18, 24]	9948	52235.08	14.96
(24, 30]	1175	3253.55	0.93
(30, 36]	161	197.97	0.06
合 计	42045	349176.07	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 22.33 个月, 最长剩余期限为 36.03 个月, 最短剩余期限为 3.35 个月, 入池资产的剩余期限分布如表 9 所示。

表 9 入池资产剩余期限分布
(单位: 月、笔、万元、%)

剩余期限区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	898	2641.08	0.76
(6, 12]	3708	23398.34	6.70
(12, 18]	10596	62716.71	17.96
(18, 24]	15337	130578.64	37.40
(24, 30]	6082	67795.32	19.42
30 以上	5424	62045.97	17.77
合 计	42045	349176.07	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 36.50 岁, 未偿本金占比最大的年龄段集中在 20 岁到 40 岁之间。承租人年龄分布如表 10 所示。

表 10 承租人年龄分布
(单位: 岁、笔、万元、%)

年龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	61	509.98	0.15%
(20, 30]	11639	87555.80	25.07%
(30, 40]	17692	148399.94	42.50%
(40, 50]	9310	83094.49	23.80%
(50, 60]	3325	29483.52	8.44%
(60, 70]	18	132.33	0.04%
合 计	42045	349176.07	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. 承租人职业分布

本交易入池资产未偿本金余额占比前十大的承租人职业分布情况如表 11 所示。

表 11 承租人职业分布
(单位: 笔、万元、%)

职业	笔数	未偿本金余额	金额占比
批发和零售业	7552	66959.95	19.18
未知	5272	58006.98	16.61
制造业	5491	43205.90	12.37
居民服务和其他服务业	4335	32161.14	9.21
建筑业	3684	30029.61	8.60
交通运输、仓储和邮政业	3478	24066.37	6.89
住宿和餐饮业	1885	14073.45	4.03
租赁和商务服务业	1882	13992.35	4.01
教育	1546	11488.28	3.29
公共管理和社会组织	930	7880.20	2.26
合 计	36055	301864.23	86.45

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

12. 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 29 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 12 所示。

表 12 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
广东省	5162	42965.48	12.30

河南省	3552	29531.82	8.46
山东省	3356	26874.48	7.70
山西省	1930	24289.06	6.96
贵州省	3115	21902.66	6.27
四川省	2893	21329.90	6.11
江西省	2025	18566.39	5.32
江苏省	1984	17019.70	4.87
河北省	1524	15722.13	4.50
福建省	1861	14328.11	4.10
合 计	27402	232529.74	66.59

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

13. 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 13 所示。

表 13 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
大众	17037	114222.43	32.71
奥迪	7756	108347.73	31.03
解放	4149	48980.38	14.03
奔腾	5194	25243.82	7.23
红旗	2769	24288.96	6.96
马自达	3177	19749.59	5.66

一汽吉林	1307	4111.90	1.18
丰田	211	2003.19	0.57
捷达	338	1861.85	0.53
夏利	107	366.21	0.10
合 计	42045	349176.07	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

14. 车辆购买价格分布

入池资产涉及车辆的初始购买价格在 20 万及以下的未偿本金余额占比为 53.49%，少数车辆购买价格高于 40 万元。车辆的购买价格分布见表 14。

表 14 车辆购买价格分布

(单位：万元、笔、万元、%)

车辆购买价格区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	6919	28315.59	8.11%
(10, 20]	23748	158471.94	45.38%
(20, 30]	5189	55463.11	15.88%
(30, 40]	4810	75544.56	21.64%
(40, 50]	1050	21755.92	6.23%
(50, 60]	152	3805.05	1.09%
60 以上	177	5819.90	1.67%
合 计	42045	349176.07	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

本交易的基础资产为发起机构一汽租赁持有的 349176.07 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 2020 年 6 月乘用车租赁业务的 41 个静态池数据（考虑到一汽租赁风控标准的变化以及部分静态池样本观测周期较短或者新增业务数量较少，联合资信选取了 2019 年 1 月至 2019 年 9 月的 9 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。静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

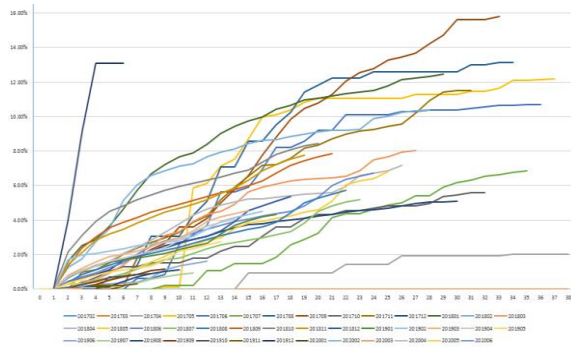


图2 静态池在后续月份的累计违约率表现

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48个月（入池资产的最长合同期限为48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48个月的预期累计违约率为5.79%，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⁷为3.60%。

回收率方面，一汽租赁提供了2017年2月至2020年6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，去除几个时间太短还未体现回收能力的静态池样本，通过计算各个静态池的回收率算数平均值，得出各静态池如下表所示。

表15 各静态池资产回收率

（单位：%）

静态池	回收率	静态池	回收率
2019年1月	69.58	2019年4月	63.62
2019年2月	58.40	2019年5月	72.42
2019年3月	61.07	平均值	65.02

资料来源：一汽租赁提供，联合资信整理

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65.02%。

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早偿率为4.16%。

表16 现金流模型基准参数

参数名称	基准参数（%）
累计违约率	3.60
回收率	65.02
早偿率	4.16

资料来源：一汽租赁提供，联合资信整理

（2）商用车租赁

一汽租赁提供了2016年8月至2020年6月商用车租赁业务的47个静态池数据。本交易商用车租赁业务采用经销商担保模式，一旦承租人的还款出现逾期，由经销商进行代偿，因此从无法通过历史数据计算出商用车租赁业务的真实违约表现。本交易底层资产涉及的商用车品牌大多数为解放版中型、重型卡车，联合资信根据商用车租赁业务的行业特征，确定资产池存续期间的预期累计违约率为6.18%；根据中型、重型卡车的二手车市场行情，联合资信确定资产池的基准回收率为54.02%；根据可用静态池数据，联合资信计算出剩余周期的早偿率为6.44%。

⁷ 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。

2. 压力测试

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级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 A 级和优先 B 级票据目标评级 AAA_{sf}、AA⁺_{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，目标评级 AA⁺_{sf} 的过渡时间要求设置为 6 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、财务状况良好、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；考虑商用车租赁业务的数据特征，联合资信将商用车租赁业务的压力调整系数调整为 1.20。

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 17 乘用车压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率		回收率		早偿率	
目标级别	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
基准结果 (%)	3.60	3.60	65.02	65.02	4.16	4.16
目标评级下乘数/折损系数	5.50	4.30	0.45	0.33	--	--
过渡时间 (月)	4	6	0	0	--	--
压力调整系数	1.00	1.00	1.00	1.00	--	--
加压后参数值 (%)	19.80	15.48	35.76	43.56	4.16	4.16

表 18 商用车压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率		回收率		早偿率	
目标级别	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
基准结果 (%)	6.18	6.18	54.02	54.02	6.44	6.44
目标评级下乘数/折损系数	5.50	4.30	0.45	0.33	--	--

数/折损系数						
过渡时间 (月)	4	6	0	0	--	--
压力调整系数	1.20	1.20	1.20	1.20	--	--
加压后参数值 (%)	40.79	31.89	24.85	32.63	6.44	6.44

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 A 级和优先 B 级票据发行利率：根据近期发行的利率，优先 A 级和优先 B 级票据的预期发行利率分别为 4.00% 和 5.00%，加压后得到压力情形下优先 A 级和优先 B 级票据加压发行利率分别为 4.50% 和 5.50%。

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 19。

表 19 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	2020/8/21
预计信托设立日	2020/10/23
增值税税率	3.26%
优先 A 级票据预期收益率	4.50% (4.00%+50bps)
优先 B 级票据预期收益率	5.50% (5.00%+50bps)
基准综合费率	0.30%

总体看，联合资信根据优先 A 级和优先 B 级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 A 级和优先 B 级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

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 A 级票据和优先 B 级票据目标评级 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 情境下的压力测试结果，具体如下表所示。

表 20 AAA_{sf} 压力情景优先级票据压力测试结果

(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	13609.25	税费	1406.29	1406.29
		优先 A 级票据利息	9296.18	9296.18
		优先 B 级票据利息	3837.47	3370.57
		次级票据利息	11696.27	--
回收款本金	286976.31	优先 A 级票据本金	283000.00	283000.00
		优先 B 级票据本金	21000.00	3512.52
		次级票据本金	45176.07	--
流入合计	300585.56	流出合计	375412.28	300585.56

表 21 AA⁺_{sf} 压力情景优先级票据压力测试结果

(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	14517.01	税费	1483.63	1483.63
		优先 A 级票据利息	8756.41	8756.41
		优先 B 级票据利息	2158.34	2158.34
		次级票据利息	10817.42	--
回收款本金	308397.65	优先 A 级票据本金	283000.00	283000.00
		优先 B 级票据本金	21000.00	21000.00
		次级票据本金	45176.07	6367.41
流入合计	322914.66	流出合计	372391.85	322765.79

从 AAA_{sf} 压力情景下的压力测试结果可以看到, 优先 A 级票据可偿还完所有本息, 同时信托账户中尚余 4465.50 万元⁸可用于兑付优先 B 级票据和次级票据本息, 对优先 A 级票据本金形成 1.58% 的安全距离⁹。优先 B 级票据本息未能得到全部偿还。因此, 优先 A 级票据可以通过 AAA_{sf} 级别压力测试, 优先 B 级票据未能通过 AAA_{sf} 级别压力测试。

从 AA⁺_{sf} 压力情景下的压力测试结果可以看到, 优先 B 级票据可偿还完所有本息, 同时信托账户中尚余 6367.41 万元可用于兑付次级票据本息, 对优先 B 级票据本金形成 2.09% 的

安全距离¹⁰。因此, 优先 B 级票据能通过 AA⁺_{sf} 级别压力测试。

联合资信最终确定“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级票据的信用等级为 AAA_{sf}; 优先 B 级票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

⁸ 包含优先 A 级票据本息偿还完后偿付的优先 B 级票据利息 952.98 万元、优先 B 级票据本金 3512.52 万元。

⁹ 优先 A 级票据的安全距离=优先 A 级票据本息支付完后剩余的现金/优先 A 级票据发行规模。

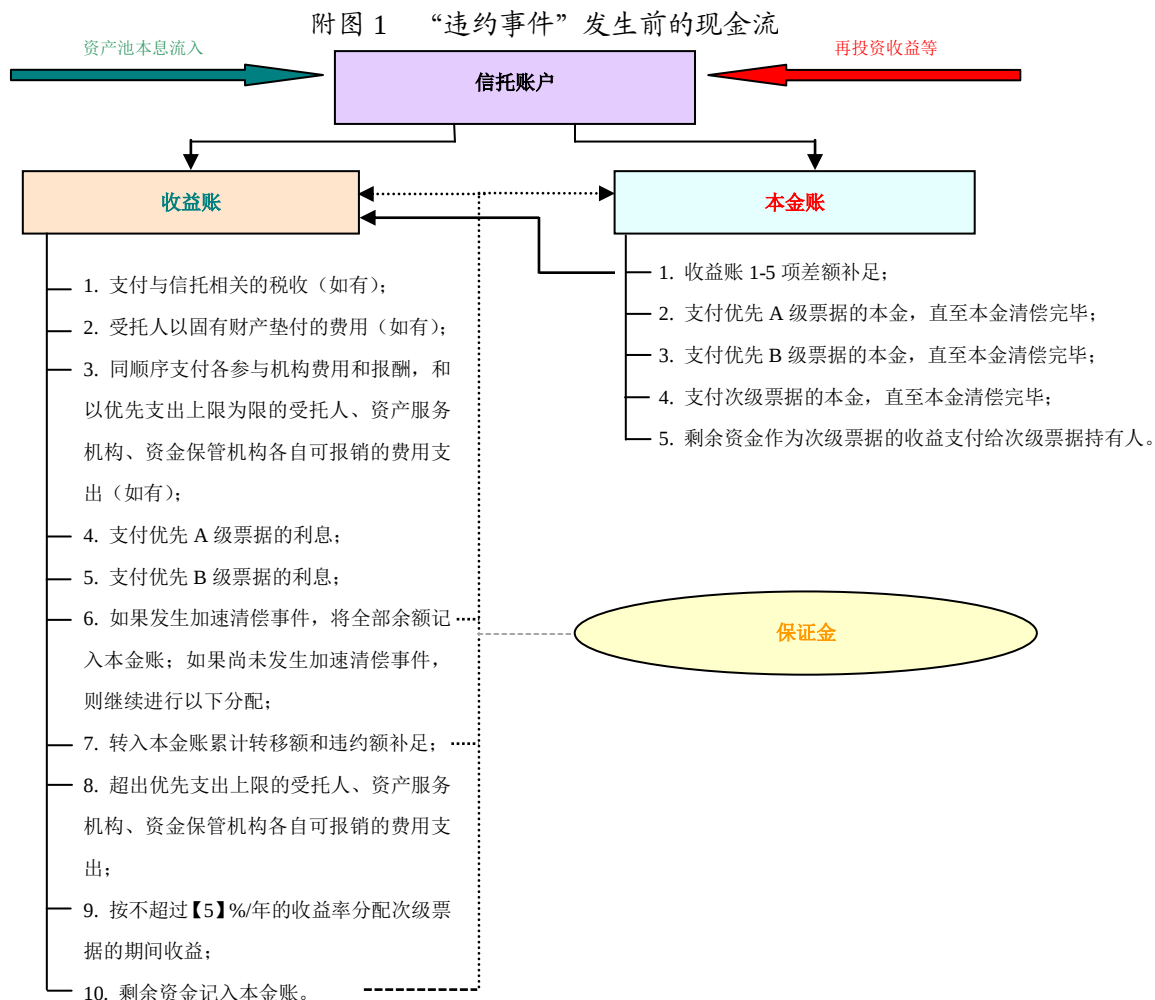
¹⁰ 优先 B 级票据的安全距离=优先 B 级票据本息支付完后剩余的现金/(优先 A 级票据发行规模+优先 B 级票据发行规模)。

五、评级结论

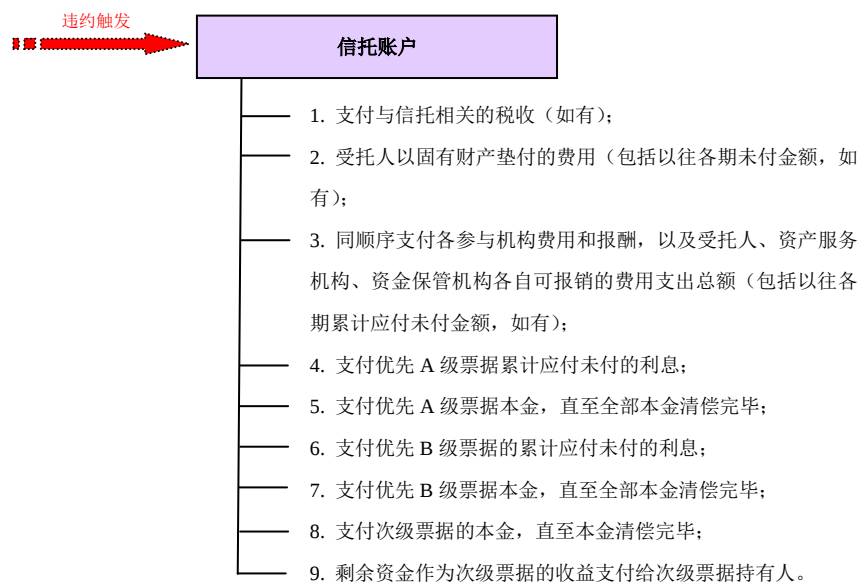
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素的综合考量，确定“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级票据的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级票据的信用等级为 AA⁺_{sf}；次级票据未予评级。

上述优先 A 级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，违约风险极低；优先 B 级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很强，违约风险很低。

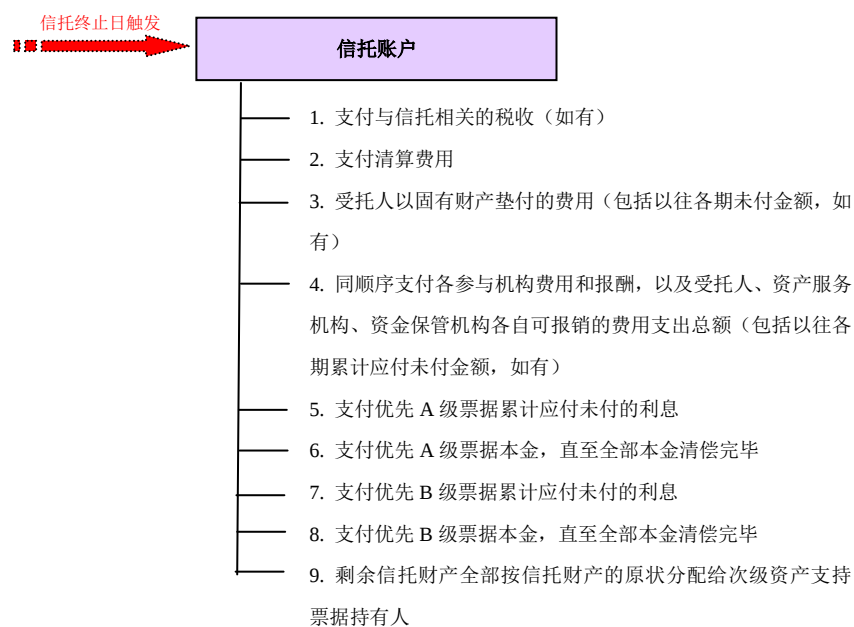
附图 现金流支付机制



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 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据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：

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

联合资信评估股份有限公司关于 一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据 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 2020 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持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 2020 年度第一期资产支持票据”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 2020 年度第一期资产支持票据”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“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”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 2020 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“一汽租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”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 2020 年度第一期资产支持票据”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 2020 年度第一期资产支持票据”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。