

# 信用评级公告

联合〔2021〕1846号

联合资信评估股份有限公司通过对“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”的信用状况进行综合分析和评估，确定“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”项下优先 A1 级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，优先 A2 级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月十九日



# 唯盈 2021 年第一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	180000.00	40.00	40.82	AAA <sub>sf</sub>
优先 A2 级	213800.00	47.51	48.48	AAA <sub>sf</sub>
次级	47200.00	10.49	10.70	NR
证券合计	441000.00	98.00	100.00	—
初始超额抵押	8999.09	2.00	—	—
资产池合计	449999.09	100.00	—	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 3 月 19 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR 表示未予评级

## 交易概览

信托财产初始起算日：2021 年 1 月 31 日(24:00 时)

委托人/发起机构/贷款服务机构/东风日产汽车金融：东风日产汽车金融有限公司

受托人机构：上海国际信托有限公司

资金保管机构：中信银行股份有限公司上海分行

登记托管机构/代理支付机构：中央国债登记结算有限责任公司

牵头主承销商/簿记管理人：招商证券股份有限公司

联席主承销商：中国农业银行股份有限公司、三井住友银行（中国）有限公司

基础资产：东风日产汽车金融有限公司持有的 449999.09 万元个人汽车抵押贷款以及附属担保权益

法定到期日：2027 年 11 月 26 日

## 评级时间：

2021 年 3 月 19 日

## 分析师

王笛 崔健 范雅欣

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，并结合上述要素对资产支持证券进行了现金流分析和压力测试。

本交易基础资产涉及发起机构东风日产汽车金融发放的 91844 笔个人汽车抵押贷款。由于大比例（占比 61.20%）的 0 利率贷款入池拉低了资产池的整体收益率，但本交易的资产池同样具备了一般汽车金融资产池分散性好、分期还款的优点，而且历史静态池信用数据表现良好（预期累计违约率<sup>1</sup>为 0.93%，回收率为 58.18%），加上入池贷款杠杆水平较低（加权平均贷款初始抵押率为 58.89%），因此，资产池整体质量良好。在此基础上，优先/次级结构设置、初始超额抵押（占未偿本金的 2.00%）、储备账户和触发机制的设置对优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。从量化测算的结果看，优先级资产支持证券（包括优先 A1 级、优先 A2 级资产支持证券）的风险承受能力明显高于 AAA<sub>sf</sub> 等级的最低评级要求（压力测试的安全距离为 9.53%）。

综合上述因素，联合资信评定“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

上述优先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. 资产池整体质量良好。本交易基础资产涉

<sup>1</sup>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。

及 91844 笔个人汽车贷款，单个借款人未偿本金余额占比很小，最大占比 0.01%，基础资产分散性很好；根据历史静态池计算的预期累计违约率为 0.93%，考虑了账龄的预期累计违约率为 0.71%，回收率为 58.18%；同时，加权平均贷款初始抵押率为 58.89%，杠杆水平较低。整体来看，资产池整体质量良好。

2. **初始超额抵押和优先/次级结构的设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。**本交易初始超额抵押占资产池未偿本金余额的 2.00%，考虑了初始超额抵押后，优先级资产支持证券获得 12.49% 的信用支持。
3. **储备账户的设置为优先级资产支持证券提供了更多的保障。**信托（流动性）储备账户的设置有利于缓释优先级资产支持证券利息支付面临的流动性风险，为优先级资产支持证券利息的偿付提供了较好的流动性支持。

#### 关注及风险缓释

1. **本交易存在一定的不得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可能不能对抗善意第三人。  
风险缓释：本交易设置了不合格资产的赎回条款，一旦出现受托人持有的抵押权不能对抗善意第三人的情况，委托人将按照约定赎回相应资产。联合资信也将持续关注委托人、受托人的尽职意愿和履约能力。
2. **本交易可能存在一定的模型风险。**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，测试优先级证券的承受能力，尽可能降低模型风险。

3. **存在一定的宏观经济系统性风险。**随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大，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：联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整，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/受托机构提供，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发起机构/受托机构构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/受托机构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，未因发起机构/受托机构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。



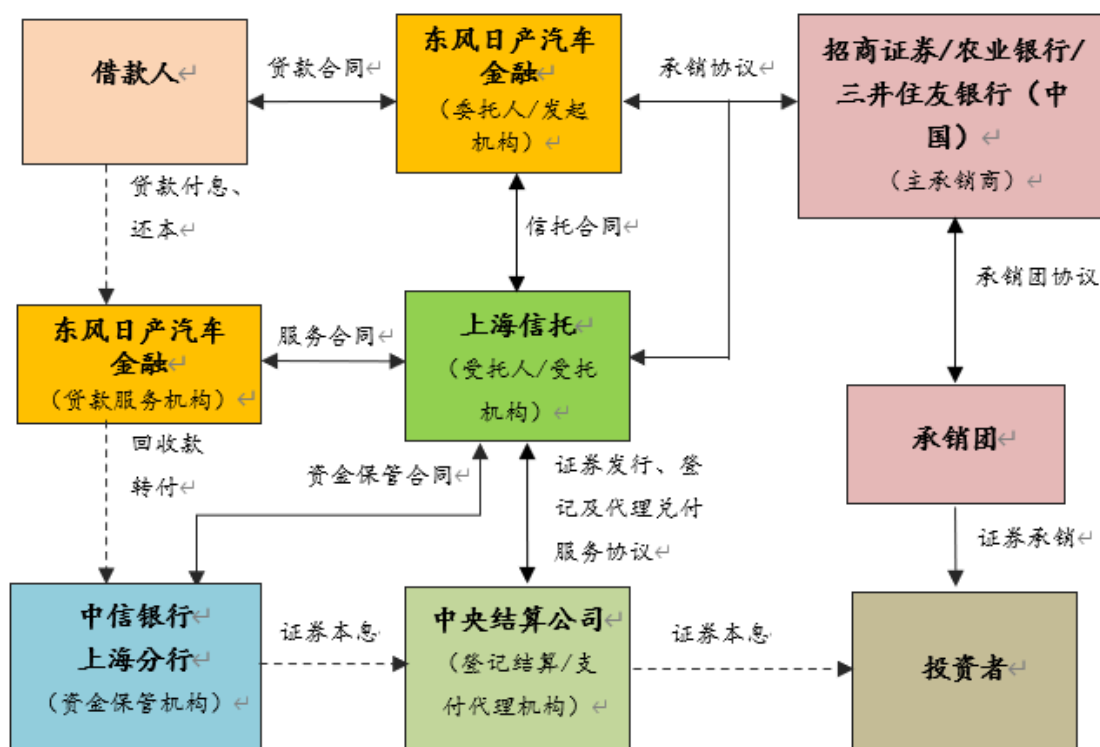
## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的发起机构东风日产汽车金融有限公司（以下简称“东风日产汽车金融”）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 449999.09 万元个人汽车抵押贷款以及附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过上

海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）设立“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。上海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优先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。

图 1 交易安排



资料来源：受托机构提供，联合资信整理

### 2. 资产支持证券

本交易计划发行优先级和次级资产支持证券（以下简称“优先级证券”和“次级证券”），其中优先A1级和优先A2级证券（以下合并简称“优先A级证券”）属于优先级证券，享有信托的优先级受益权，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。优先A1级证券按月付息，按计划还本（还本计划见附表），优先A2级证券按月付息，按月过手摊还本金，在既定条件下，次级证券可按月取得一定期间收益。

优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定。次级证券不设票面利率，取得一定期间收

益以及最终的清算收益。

表 1 资产支持证券概况 (单位: 万元、%)

证券名称	金额	资产占比	证券占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A1 级	180000.00	40.00	40.82	固定利率	2022/3/26	按月付息, 按计划还本
优先 A2 级	213800.00	47.51	48.48	固定利率	2022/11/26	按月付息, 按月过手摊还本金
次级	47200.00	10.49	10.70	—	2025/11/26 (持有至到期)	在既定条件下获得期间收益以及最终的清算收益
<b>证券合计</b>	<b>441000.00</b>	<b>98.00</b>	<b>100.00</b>	—	—	—
初始超额抵押	8999.09	2.00	—	—	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>	—	—	—	—

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

### 3. 入池贷款

**本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。**

本交易的入池贷款涉及发起机构东风日产汽车金融发放的 91844 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日, 入池贷款的未偿本金余额为人民币 449999.09 万元。

根据交易文件约定, 本交易入池贷款的合格标准包括以下四个方面:

一是关于借款人的标准: (a)借款人为中国公民, 且在贷款发放时至少为年满 18 周岁的自然人; (b)截至初始起算日, 贷款发放时, 借款人不是与委托机构签订劳动合同的雇员。

二是关于贷款的标准: (a)《抵押贷款合同》规定借款人以东风日产汽车金融为抵押权人, 在抵押车辆上设立第一优先顺位的抵押权, 并且借款人有义务在中国相关的登记机关完善办理抵押车辆的抵押权登记事宜; (b)根据相关监管机构认可的, 适用于委托机构的贷款五级分类标准, 贷款全部为正常类贷款; (c)贷款已经全部发放完毕; (d)贷款的所有应付数额均以人民币为单位; (e)《抵押贷款合同》约定了明确的还款计划; (f)《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, 债权人和抵押权人有权根据《抵押贷款合同》向借款人主张权利; (g)截至初始起算日, 借款人延迟支付《抵押贷款合同》项下任何一期到期应付款项未曾超过 5 天; (h)

贷款的到期日不晚于 2025 年 10 月 31 日, 到期日不早于 2021 年 10 月 31 日; (i)在初始起算日, 贷款的账龄为 3 个月及以上, 贷款的初始合同期限均不超过 60 个月; (j)在初始起算日, 贷款的未偿本金余额至少为人民币 2 万元; (k)贷款发放时的初始抵押率(即贷款额/汽车价格)不超过 80%, 其中贷款额系指贷款的初始融资本金金额; 汽车价格系指以下两者中较低者: (1)《抵押贷款合同》中所列明的融资车辆购买价格; (2)制造商对融资车辆的建议零售价格; (l)《抵押贷款合同》项下的贷款金额均为一次性发放, 不存在分次发放的情形; (m)借款人已经支付了其应付的与贷款相关的所有成本和费用, 且委托机构无需向借款人退还; (n)除《抵押贷款合同》以外, 委托机构和相关借款人之间关于该贷款不存在其他协议(关于该贷款的委托扣款协议除外); (o)《抵押贷款合同》中不存在对债权转让的限制性条款, 委托机构将全部或部分贷款、抵押权及附属担保权益设立信托以及转让或出售该等贷款、抵押权及附属担保权益的行为不会由于任何原因而被禁止或限制, 且不需要获得借款人、抵押人、保证人或任何其他主体的同意; (p)委托机构未曾放弃其在《抵押贷款合同》、抵押权或附属担保权益项下的任何重要权利; (q)委托机构已经履行并遵守了相关的《抵押贷款合同》和相关抵押权的条款(如有委托机构需承担的其它义务); (r)针对该贷款而言, 委托机构和相关的借

款人之间均无尚未解决的争议；贷款均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；(s)除法定抵销权外，借款人对贷款不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利。

三是关于抵押车辆的标准：

(a)抵押车辆应为日产、英菲尼迪、郑州日产或启辰品牌的任一车型；(b)《抵押贷款合同》要求借款人对相关抵押车辆进行投保。

四是关于发放和筛选贷款的标准：

(a)该贷款为委托机构在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与贷款业务相关的政策、实践和程序所发放；(b)《抵押贷款合同》、保证合同(如有)适用中国法律；(c)中国法律、《抵押贷款合同》或相关抵押权均禁止或限制相关借款人在未经委托机构同意时转让其在该《抵押贷款合同》中的义务或相关抵押车辆；(d)《抵押贷款合同》均禁止或限制相关借款人或抵押人在抵押车辆上为任何第三方(除委托机构外)之利益设置抵押权或其他任何形式的权利负担，或借款人或抵押人已作出类似的陈述、保证或承诺。

#### 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和储备金账户资金释放，相关交易文件对账户设置、现金流归集及分配做出了明确安排。**

##### (1) 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托机构应在资金保管机构开立一个独立的人民币信托账户，信托账户下设七个一级分账户，分别为信托收款账户、信托付款账户、信托(流动性)储备账户、信托(服务转移和通知)储备账户、信托(混同)储备账户、信托(抵销)储备账户和信托(税收)储备账户。其中，信托收款账户下设两个子账户，分别为收入分账户和本金分账户；信托付款账户下设两个子账户，分别为信托分配(证券)账户和信托分配(费用和开支)账户。

信托收款账户用于接收回收款；收入分账

户用于接收收入回收款；本金分账户用于接收本金回收款；信托付款账户用于分配回收款的应付款项；信托分配(证券)账户中的余额将用于支付资产支持证券的到期本息金额；信托分配(费用和开支)账户中的余额将用于支付各方的服务报酬和可报销费用支出，以及其他与交易文件和管理信托相关的所有费用；信托(流动性)储备账户中的余额将用于填补支付特定款项的不足金额；信托(服务转移和通知)储备账户该账户中的余额将用于支付因更换贷款服务机构及发送权利完善通知而发生的特定费用；信托(混同)储备账户该账户中的余额将用于弥补贷款服务机构的混同风险；信托(抵销)储备账户该账户中的余额将用于弥补抵销风险；信托(税收)储备账户该账户中的余额将用于支付信托财产应承担的税收。

对于信托(流动性)储备账户，资金保管机构将从信托收款账户中提取资金补充到信托(流动性)储备账户，直至账户余额不少于必备(流动性)储备金额。信托(流动性)储备账户的资金具体运用如下：在违约事件及信托终止日发生前的每个信托分配日，信托(流动性)储备账户中的金额按以下顺序进行支付：(i)将超出必备(流动性)储备金额的超额款项转入信托收款账户中的收入分账户；(ii)将等值于根据本合同应付的款项的短缺金额的款项转入信托收款账户中的收入分账户；(iii)最后，将剩余金额保留在信托(流动性)储备账户。在违约事件或信托终止日发生后的每个信托分配日，信托(流动性)储备账户中的全部金额转入信托收款账户中的收入分账户。

对于信托(服务转移和通知)储备账户，资金保管机构将从信托收款账户中提取资金补充到信托(服务转移和通知)储备账户，直至账户余额不少于必备(服务转移和通知)储备金额。信托(服务转移和通知)储备账户的资金具体运用如下：贷款服务机构向后备贷款服务机构或继任贷款服务机构转移服务之时，受托机构应将相当于预计转移费用的金额从

信托(服务转移和通知)储备账户转入后备贷款服务机构或继任贷款服务机构(如适用)的账户;在每个信托分配日,如信托(服务转移和通知)储备账户中的金额超过必备(服务转移和通知)储备金额,受托机构应指示资金保管机构将超额款项转入收入分账户;在个别通知事件<sup>2</sup>发生后的任何一日,如果委托机构或受托机构须发送权利完善通知,受托机构应于下一个信托分配日,以信托(服务转移和通知)储备账户中的金额为限,将相当于预计通知费用的金额从信托(服务转移和通知)储备账户转入委托机构或受托机构的账户;在信托终止日之后,受托机构应于下一个信托分配日将信托(服务转移和通知)储备账户中的全部剩余金额(如有)转入信托收款账户中的收入分账户。

对于信托(混同)储备账户,当联合资信给予贷款服务机构的长期主体信用评级低于 A,或中债资信给予贷款服务机构的长期主体信用评级低于 BBB 时,贷款服务机构于上述事件发生后三日内,向受托机构的信托账户支付相当于混同储备金额的款项,受托机构应在下一个分配计算日指示资金保管机构于该分配计算日相应的信托分配日将上述款项记入信托(混同)储备账户;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从信托(混同)储备账户相应记入信托账户中的收入分账户和/或本金分账户;在信托终止日后,受托机构应将届时信托(混同)储备账户项下全部资金(如有)划付至贷款服务机构指定账户。

对于信托(抵销)储备账户,当联合资信给予委托机构的长期主体信用评级低于 A,或中

债资信给予委托机构的长期主体信用评级低于 BBB 时,委托机构应于上述事件发生后三日内,向受托机构的信托账户支付相当于抵销储备金额的款项,受托机构应在下一个分配计算日分配计算日相应的信托分配日将上述款项记入信托(抵销)储备账户;如针对资产池中的贷款发生抵销且委托机构未能将相当于被抵销的金额转入信托账户,受托机构应于下一个信托分配日,以信托(抵销)储备账户中的金额为限,将等于委托机构未能转入信托账户的被抵销金额的资金从信托(抵销)储备账户相应记入信托收款账户中的收入分账户和/或本金分账户;在信托终止日后,受托机构将届时信托(抵销)储备账户项下全部资金划付至委托机构指定账户。

## (2) 现金流收付机制

### 现金流归集

在每一个回收款转付日<sup>3</sup>14:00 点前,贷款服务机构应将其在上一收款期间所收到的任何回收款根据合同的规定扣除执行费用和与回收款相关的税收后转入信托收款账户。资产支持证券持有人于支付日<sup>4</sup>取得资产支持证券在当期的本金和利息。

### 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)受托机构未能在支付日后三个工作日内(或在有控制权的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偿付但尚未清偿的利息的(但只要当时存在的最高级别的优先级资产支持证券的应偿付但尚未清偿的利息得到足额支

<sup>2</sup> 个别通知事件:系指以下任何事件:(a)发生任何一起贷款服务机构终止事件,导致贷款服务机构被解任;(b)联合资信给予贷款服务机构的长期主体信用等级低于 A 级;(c)中债资信给予贷款服务机构的长期主体信用评级低于 BBB 级;(d)委托机构丧失任何一项必备评级等级;或者(e)委托机构发生任何一起丧失清偿能力事件。

<sup>3</sup> 回收款转付日系指(a)当贷款服务机构同时满足以下两项评级要求时,回收款转付日为每个计算日后的第六个工作日:(i)联合资信给予贷款服务机构的长期主体信用等级高于或等于 A;以及(ii)中债资信给予贷款服务机构的长期主体信用评级高于或等于 BBB。(b)当贷款服务机构无法同时满足上述两项评级要求时,回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第三个工作日。其中“计算日”指每个公历月的最后一天,第一个计算日将为 2021 年 4 月 30 日,最后一个计算日为最后支付”前一个公历月的最后一天。

<sup>4</sup> 支付日:从 2021 年 5 月 26 日(含该日)开始,每月第 26 日;但如果该日不是工作日,则顺延至下一个工作日。



付,由于信托没有足够资金而未能足额支付其他低级别的优先级资产支持证券的应偿付但尚未清偿的利息或次级资产支持证券收益不构成违约事件);(b)受托机构未能在法定到期日后三个工作日内(或在有控制权的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优先级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力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)受托机构违反其在资产支持证券、《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),且有控制权的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,但在有控制权的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三十天内未能得到补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的规定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后九十天内替换受托机构;(e)有控制权的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,并且有控制权的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,但在有控制权的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三十天内未能补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的规定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后九十天内替换受托机构。

“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列示如下:(a)委托机构发生任何丧失清偿能力事件;(b)发生任何贷款服务机构终止事件;(c)委托机构和/或贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期

内,未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金;(d)(i)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,或后备贷款服务机构被免职时,未能根据交易文件的规定任命继任者,或(ii)在必须任命后备贷款服务机构的情况下,受托机构未能在《服务合同》规定的时间内任命后备贷款服务机构;(e)在信托生效日后的相应周年年度内,某一收款期间结束时的累计违约率超过与之相对应的数值:第一年:1.5%、第二年及以后:3.5%;(f)前三个连续收款期间(如指第一个和第二个收款期间,则分别指连续一个或两个收款期间)的平均严重拖欠率超过1.5%;(g)发生违约事件中所列的(c)、(d)或(e)项,且有控制权的资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件;(h)在任一优先级资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日,按照合同款规定的分配顺序无法足额分配相应的预期到期日应付的优先级资产支持证券的未偿本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下:(i)委托机构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(上述(c)项规定的义务除外),并且受托机构合理地认为该等行为无法补救或在受托机构发出要求其补救的书面通知后三十天内未能得到补救;(j)委托机构在交易文件中提供的任何陈述、保证(有关贷款符合合格标准的保证除外)在提供时有重大不实或误导成分;(k)发生对贷款服务机构、委托机构、受托机构或者贷款、抵押权、附属担保权益有重大不利影响的事件;(l)交易文件(《承销合同》和《承销团协议》除外)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。

### 违约事件发生前回收款分配

在违约事件发生前的每个信托分配日<sup>5</sup>，资金保管机构根据受托机构划款指令将已存入收入分账户和本金分账户的回收款以及于该信托分配日分别按照合同从其他相应的信托账户转入上述分账户的全部金额按以下顺序进行支付。

对于收入分账户，资金保管机构根据受托机构划款指令将已存入收入分账户中的收入回收款以及在该信托分配日分别按照合同约定从信托(流动性)储备账户、信托(服务转移和通知)储备账户、信托(混同)储备账户、信托(抵销)储备账户、信托(税收)储备账户和本金分账户转入收入分账户的所有款项之和按以下顺序进行支付：税费、除贷款服务机构外参与机构报酬及不超过优先支付上限的费用（费用包含贷款服务机构）、贷款服务机构报酬（如委托机构不是贷款服务机构）、优先 A 级证券利息、同顺序按比例存入必备(流动性)储备金额<sup>6</sup>和必备(服务转移和通知)储备金额<sup>7</sup>、本金分账户累计转移额和违约额补足、贷款服务机构报酬（如委托机构是贷款服务机构）、参与机构超过优先支付上限的费用，如发生加速清偿将所有余额转入到本金分账户，否则当期所有余额为次级资产支持证券的收益。

对于本金分账户，资金保管机构根据受托机构划款指令将已存入本金分账户中的本金回收款以及在该信托分配日分别按照合同从信托(混同)储备账户、信托(抵销)储备账户和收入分账户转入本金分账户的所有款项之和按下列顺序进行分配：转入收入分账户弥补不足、优先 A1 级证券本金使之达到目标余额（优先 A2 级证券本金偿付完毕前）、优先 A2 级证券本金直至偿付完毕、优先 A1 级证券本金直至偿付完毕、次级证券本金直至偿付完毕，如有剩余为次级证券收益。

### 违约事件发生后回收款分配

在违约事件发生时或之后的每个信托分配日，资金保管机构根据受托机构划款指令将已存入收入分账户和本金分账户的回收款以及于该信托分配日分别按照合同从其他相应的信托账户转入上述分账户的全部金额按以下顺序进行支付：税费、除贷款服务机构外参与机构报酬及费用（费用包含贷款服务机构）、贷款服务机构报酬（该违约事件不是贷款服务机构直接或间接引致的）、优先 A 级证券利息、同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级证券未偿本金、贷款服务机构报酬（该违约事件是贷款服务机构直接或间接引致的）、次级证券本金、如有剩余为次级证券收益。

## 二、交易结构分析

### 1. 结构化安排

本交易利用初始超额抵押、优先/次级结构、触发机制以及储备账户等交易结构安排实现信用及流动性提升。

#### (1) 优先/次级结构和初始超额抵押

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 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，劣后受偿的分级证券为优先 A 级证券提供信用损失保护。本交易初始超额抵押占资产池未偿本金余额的 2.00%，考虑了初始超额抵押后，优先 A 级证券获得 12.49% 的信用支持。初始超额抵押的设置提升了优先 A 级证券的保障程度。

#### (2) 触发机制

本交易设置了两类事件触发机制：“加速清

<sup>5</sup> 分配日系指每个收款期间最后一日后的第十个工作日。

<sup>6</sup> 必备(流动性)储备金额指(a)在信托生效日，为等额于初始资产池余额的 1% 的金额(即人民币 44999909.12 元)；(b)在每一个信托分配日，为等额于相关收款期间期末时的资产池余额的 1% 的金额。

<sup>7</sup> 必备(服务转移和通知)储备金额指(a)当贷款服务机构具备全部必备评级等级时，为零；(b)当贷款服务机构不具备任何必备评级等级之一时，为预计转移费用与预计通知费用之和；(c)在支付转移费用后，预计转移费用应为零，在支付通知费用后，预计通知费用应为零。

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。本交易当中，当累计违约率超过交易文件所约定的阈值，触发加速清偿事件，收入分账户项下资金不再分配次级证券期间收益，而是在支付完超出优先支出上限费用后直接将余额转入本金分账户并用于本金分账户项下的支付；当发生违约事件时，不再区分为收入分账户项下资金和本金分账户项下资金，而是将二者归并，按照信托合同约定顺序偿付。触发机制通过改变现金流的支付顺序，在触发事件后优先支付优先 A 级证券本息，该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。

### (3) 条件储备账户

本交易设置了条件储备账户，包括信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户、信托（混同）储备账户和信托（抵销）储备账户。

信托（流动性）储备账户有利于缓释优先级资产支持证券利息支付面临的流动性风险。信托（服务转移和通知）储备账户为替代贷款服务机构预留了转移费用，东风日产汽车金融作为本交易的贷款服务机构，项目经验丰富，能够为本交易提供良好的相关服务。当评级机构给予贷款服务机构的评级下调，信托（混同）储备账户的设置对信托财产与贷款服务机构的自有财产发生混同的风险有一定的缓释作用。当评级机构给予委托机构的评级下调，如资产池中的贷款发生抵销且委托机构未能将相当于被抵销的金额转入信托账户，信托（抵销）储备账户的设置一定程度上缓释了上述风险。

## 2. 交易结构风险分析

### (1) 混同风险

#### **本交易存在一定的混同风险。**

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。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发的回收款高频划转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均高于或等于 A 且中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 BBB 时，贷款服务机构按月划转回收款；当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 BBB，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第三个工作日。

上述回收款的高频划转机制能有效缓释服务机构的混同风险，此外，作为贷款服务机构，东风日产汽车金融良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级较好地缓释了混同风险。

### (2) 抵销风险

#### **本交易存在一定的抵销风险。**

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，本交易合同约定，如果借款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贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为东风日产汽车金融的违约风险。

东风日产汽车金融业务经营稳健，盈利能力较强，具有很高的信用等级。我们认为即使借款人行使抵销权，东风日产汽车金融也能够履行补足义务。本交易的抵销风险很低。

### (3) 不得对抗善意第三人的风险

#### **本交易存在一定的不得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可能不能对抗善意第三人。

本交易设置了不合格资产的赎回条款，一旦出现受托人持有的抵押权不能对抗善意第三人的情况，委托人将按照约定赎回相应资产。联合资信也将持续关注委托人、受托人的尽职意愿和履约能力。

#### (4) 流动性风险

##### **本交易存在一定的流动性风险。**

流动性风险产生于资产池现金流入与优先 A 级证券利息兑付之间的错配。本交易未设置外部流动性支持机制，但设立了内部流动性储备账户以及本金分账户对收入分账户的补偿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，本金分账户资金对收入分账户有关支出的差额补足能有效地缓释资产池现金流入同优先 A 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

##### **本交易存在一定的提前偿还和拖欠风险。**

本交易优先 A2 级证券采用过手顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先 A2 级证券本金的兑付。

入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本交易安排了本金分账户对收入分账户的补偿机制以及必备（流动性）储备金额以缓释这一风险。

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，测试结果已反映该风险。同时，联合资信在测试时考虑了提前偿还的影响，将对其保持持续关注。

#### (6) 再投资风险

##### **本交易存在一定的再投资风险。**

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。合格投资系指以人民币计价和结算的、流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国人民银行允许投资的其他金融产品，包括与合格实体<sup>8</sup>进行的金融机构同业存款。上述投资须在分配计算日之前到期或清偿。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/贷款服务机构

**东风日产汽车金融公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，同时在汽车抵押贷款业务与证券化方面均具有丰富的经验。东风日产汽车金融作为本交易的发起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。**

本交易的发起机构/贷款服务机构为东风日产汽车金融。作为发起机构，东风日产汽车金融的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到发起机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力；同时，其公司治理、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。

东风日产汽车金融成立于 2007 年 10 月，是由东风汽车集团股份有限公司（以下简称“东风汽车”），日产（中国）投资有限公司（以下简称“日产中国”），日产自动车株式会社（以下简称“日产”）组建的专业化汽车金融公司，截至 2020 年末注册资本 70.29 亿元。成立以来，东风日产汽车金融搭建了适合公司发展阶段的治理架构，依靠外方股东支持不断完善内控体系，并

<sup>8</sup> 合格实体系指具备以下全部评级等级的金融机构：(a)联合资信的评级系统而言，其长期主体信用评级高于或等于 AA-；(b)就中债资信的评级系统而言，其长期主体信用评级高于或等于 A-。



依据业务发展情况制定了较为详细的管理制度。东风日产汽车金融股东及其持股情况如表 2 所示：

表 2 东风日产汽车金融股东及持股比例（单位：%）

股东名称	持股比例
东风汽车集团股份有限公司	49.50
日产（中国）投资有限公司	34.27
日产自动车株式会社	16.23

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

零售业务为东风日产汽车金融主营业务，分为个人消费者零售贷款业务、机构贷款业务。个人消费者零售贷款业务所有发放贷款均以借款人所购买车辆提供抵押；按照还款方式的不同，个人消费者零售贷款业务产品分为等额本金、等额本息和百禄贷款（分期付款中，含有大额尾付金额的贷款）三类贷款产品。2020 年上半年，东风日产新增零售汽车抵押贷款合同 21.34 万笔；截至 2020 年 6 月底，东风日产汽车金融零售汽车抵押贷款合同数达到 117.80 万笔。

截至 2020 年 6 月底，东风日产汽车金融零售贷款业务覆盖全国 835 家东风日产经销商，115 家英菲尼迪经销商，226 家启辰经销商，185 家郑州日产经销商以及 162 家雷诺经销商；汽车贷款业务覆盖全国 391 个城市。

截至 2020 年 6 月底，东风日产汽车金融资产总额 585.36 亿元，贷款余额为 521.84 亿元，所有者权益为 142.65 亿元，2020 年 1—6 月实现营业净收入 18.04 亿元，净利润 8.40 亿元。截至 2020 年 6 月底，资本充足率 31.15%，核心一级资本充足率 30.03%。

在资产证券化方面，东风日产汽车金融作为发起机构成功在银行间市场发起了多单资产证券化项目，并担任交易的贷款服务机构。东风日产汽车金融具备一定的证券化交易与贷款服务经验。

## （2）资金保管机构

本交易的资金保管银行为中信银行股份有限公司上海分行。中信银行治理规范、财务状况

优良、风控能力很强，托管经验丰富。本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）成立于 1987 年，2007 年 4 月，中信银行在上海、香港同步上市。目前在国内设有超过 1000 家分支机构，在香港、澳门、美国、新加坡设有 30 多家分支机构。截至 2019 年末，中信银行股本为 489.35 亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为 65.37%。

截至 2019 年末，中信银行资产总额 67504.33 亿元，所有者权益 5325.24 亿元；不良贷款率 1.65%；拨备覆盖率 175.25%；资本充足率 12.44%，核心一级资本充足率 8.69%。2019 年，中信银行实现营业收入 1875.84 亿元，净利润 489.94 亿元。

截至 2020 年 9 月末，中信银行资产总额 73233.59 亿元；客户存款总额 44920.71 亿元；不良贷款率 1.98%；拨备覆盖率 170.08%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 13.10%，一级资本充足率 10.09%，核心一级资本充足率 8.63%。2020 年 1—9 月，中信银行实现营业收入 1491.74 亿元，净利润 373.63 亿元。

中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防范线的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

总体来看，中信银行公司治理较规范、财务状况较好、资产质量较高、风险控制能力较强。中信银行作为本期交易的保管银行履职能力极强。

## （3）受托人/受托机构

上海信托拥有稳健的财务实力、比较健全

的风险内控制度以及丰富的信托业务经验，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很较小。

本交易的受托人/受托机构是上海信托。上海国际信托成立于1981年，由上海市财政局出资成立。2000年股东变更为上海国际集团有限公司。2001年公司经中国人民银行核准首批获得重新登记，更名为上海国际信托投资有限公司。截至2016年3月，上海国际信托注册资本金50亿元，目前大股东为上海浦东发展银行股份有限公司，持股97.33%。

截至2019年末，按照合并报表口径，上海信托资产总额238.87亿元，所有者权益178.50亿元，信托业务资产6926.52亿元。2019年，上海信托实现营业总收入45.87亿元，净利润20.00亿元。

上海国际信托按照《公司法》《信托法》《信托公司管理办法》等法律法规的框架建立信托业务的法人治理结构和运行模式，形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的机制，风险管理坚持合规优先、全程监控、细化流程三个原则，内部控制环境良好；建立了权责分明、分工明确的内部控制体系，实现了对公司决策层、管理层和操作层的全面监督和控制；在合规优先、全程监控、细化流程三个原则下，完善了事前评估、事中控制、事后检查的风险控制流程，应对公司经营过程中可能遇到的：信用风险、市场风险、操作风险、其他风险。

上海国际信托作为受托人，在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品，业务经验丰富。

总体来看，上海国际信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及丰富的信托业务经验，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性很较小。

#### 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：（1）东风

日产汽车金融产具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件；（2）为签署、交付和履行本项目之交易文件，东风日产汽车金融已取得了全部必要的内部授权；（3）东风日产汽车金融签署、交付和履行本项目之交易文件，不违反适用于东风日产的中国现行法律、行政法规和部门规章；不违反东风日产汽车金融的公司章程及相关组织性文件；（4）本项目之交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，将构成对本项目各方合法有效并具有约束力的文件；（5）除本法律意见书之假设所述的有关事项及以下事项以外，东风日产汽车金融就签署、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；（6）本项目之交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，且东风日产汽车金融根据《信托合同》将本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权转让给受托机构后，信托有效成立。（7）本项目之交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付且在信托已合法有效设立的前提下，东风日产汽车金融对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在东风日产汽车金融和受托机构之间发生法律效力；

（8）东风日产汽车金融根据《信托合同》转让本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权时，同时转让与该债权有关的车辆抵押权；（9）基于尽职调查工作，经审查的抽样贷款符合合格标准，相关的《汽车消费抵押贷款合同》和其他资产池相关法律文件的条款内容合法合规。

会计意见书表明：（1）根据企业会计准则相关规定，东风日产金融判断需对特殊目的信托进行合并。（2）证券化资产所产生的现金流无法明确辨认，终止确认的原则适用于信托资产的整体，而不是部分。（3）取得贷款现金流的权利仍保留在东风日产金融的控制之下，未转让取得贷款现金流量的权利。（4）由于东风日产金融对特殊目的信托进行了合并，最终收款方即为资产支持证券持有人。（5）必备流动性储备账目的设置将导致东风日产金融所收取的现金流量

时间最长将可能超过 3 个月，不符合将收取的现金流量及时支付给最终收款方的条件。(6) 东风日产金融保留了金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬。此外，东风日产金融无需对企业是否对该项资产保留了控制的事项进行进一步的分析和讨论。基于上述分析，东风日产金融继续确认该项资产，并确认相关负债的结论。

税务意见书表明：(一) 对于增值税而言，

(1) 截至税务意见书出具，尚未在现行增值税法规及其规范性文件中查见明确要求在上述情形下对该转让方征收增值税的规定；(2) 自 2018 年 1 月 1 日起，暂适用简易计税方法，按 3% 的征收率缴纳增值税，未分别核算的，不得适用 3% 征收率，应按 6% 税率缴纳增值税；(3) 各机构服务费收入等，应按现行增值税的政策规定缴纳增值税；(4) 投资者应就其买卖信贷资产支持证券取得的差价收入缴纳增值税；(5) 截至税务意见书出具尚未在现行增值税法规及其规范性文件中查见明确要求在上述情形下对该转让方征收增值税的规定。(二) 对于企业所得税而言，(1) 东风日产汽车金融作为发起机构转让信贷资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；(2) 东风日产汽车金融作为发起机构与受托机构在信贷资产转让、赎回或置换过程中应当按照独立企业之间的业务往来支付价款和费用；(3) 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，按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；(4) 机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入、从信托项目清算分配中取得的收入，应当按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；(5) 各机构报酬均应并入其应纳税所得额按其适用税率计算缴纳企业所得税；(6) 受托机构，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。(三) 对于印花税而言，(1) 东风日产汽车金融作为委托人与受托机构签订的有关《信托合同》暂不缴纳印花税；(2) 受托机构委托贷款服务机构东风日产汽车金融管理受托的信贷资产，双方签订的委托管理合同暂不缴纳印花税；(3) 委托人东风日产、受托机构在信托证券化过程中，与资金保管机构、证券登记托管机构中央国债登记结算有限责任公司以及其他为证券化交易提供服务的机构签订的其他应税合同，委托人东风日产、受托机构暂不缴纳印花税；(4) 受托机构发售资产支持证券以及投资人买卖资产支持证券暂不缴纳印花税；(5) 发起机构东风日产、受托机构因信贷资产证券化而专门设立的资金账簿暂免征收印花税。

### 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. 资产池分析

本交易基础资产涉及 91844 笔个人汽车贷款，单个借款人未偿本金余额占比很小，最大占比 0.01%，基础资产分散性很好；借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，资产池整体分散度高；加权平均贷款初始抵押率为 58.89%，杠杆水平较低。整体来看，资产池整体质量良好。

本交易入池资产的借款人全部为中国公民或永久居民，本交易涉及 91844 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 449999.09 万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表 3:

表 3 资产池概况

贷款笔数 (笔)	91844
合同金额 (万元)	688494.46
未偿本金余额 (万元)	449999.09
单笔最大合同金额 (万元)	90.00
单笔平均合同金额 (万元)	7.50
单笔最大未偿本金余额 (万元)	45.35
单笔平均未偿本金余额 (万元)	4.90
加权贷款执行利率 (%)	2.99
加权平均合同期限 (月)	31.12
加权平均账龄 (月)	9.60
加权平均剩余期限 (月)	21.52
最短剩余期限 (月)	9
最长剩余期限 (月)	57
加权平均贷款初始抵押率 (%)	58.89
借款人加权平均年龄 (岁)	34.86

注: 1. 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;

2. 单笔贷款合同期限、账龄及剩余期限为整数, 下同;

3. 首付比例=首付金额/汽车购买价格, 下同;

4. 借款人年龄为截至初始起算日借款人的实际年龄, 下同

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

### (1) 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 4.90 万元, 单笔最大未偿本金余额为 45.35 万元, 占初始资产池全部未偿本金余额的 0.0101%, 资产池分散度高, 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]	59100	216471.60	48.10
(5, 10]	29760	195842.67	43.52
(10, 15]	2528	29509.26	6.56
(15, 20]	395	6730.10	1.50
20 以上	61	1445.46	0.32
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

注: 1. (, ]为左开右闭区间, 例如(0, 5]表示大于 0 但小于等于 5, 下同;

2. 金额或占比加总不等于合计数系四舍五入所致, 下同

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

### (2) 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东风日产汽车金融。

### (3) 入池贷款抵押率

截至初始起算日, 本交易入池贷款加权平均初始抵押率比例为 58.89%。本交易入池贷款的抵押率比例分布见表 5。

表 5 入池贷款抵押率分布

(单位: %、笔、万元)

抵押率	笔数	未偿本金余额	金额占比
(10, 30]	725	2519.20	0.56
(30, 40]	13871	52637.23	11.70
(40, 50]	19197	71905.07	15.98
(50, 60]	25562	124988.63	27.78
(60, 70]	14867	84431.89	18.76
70 以上	17622	113517.07	25.23
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

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。

### (4) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款中的合同利率包括固定利率和浮动利率, 利率类型的具体分布如表 6 所示。

表 6 入池贷款利率类型

(单位: 笔、万元、%)

利率类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动	7695	39905.27	8.87
固定	84149	410093.82	91.13
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

### (5) 入池贷款利率分布

由于大比例 (占比 61.20%) 的 0 利率贷款入池拉低了资产池的整体收益率, 本交易入池贷款加权平均利率为 2.99%, 最高利率为 14.14%,



最低利率为0.00%<sup>9</sup>，利率分布如表7所示。

表7 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	66058	275414.86	61.20
(0, 8]	17011	112785.98	25.06
(8, 10]	8527	60411.09	13.42
(10, 12]	240	1329.14	0.30
12 以上	8	58.01	0.01
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

注：[,]为左闭右开区间，例如[0, 3]表示大于等于0但小于等于3，下同  
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

### (6) 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9.60个月，入池贷款的账龄分布见表8。

表8 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]	58683	311657.06	69.26
(12, 24]	29338	123642.76	27.48
24 以上	3823	14699.27	3.27
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

### (7) 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21.52个月，最长剩余期限为57.00个月，最短剩余期限为9.00个月，入池贷款的剩余期限分布如表9所示。

表9 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]	18767	64195.49	14.27
(12, 24]	57916	267341.64	59.41
(24, 36]	12898	96435.37	21.43
36 以上	2263	22026.59	4.89
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

### (8) 入池贷款还款方式

本交易入池贷款的还款方式主要为按月等额本金。还款方式的具体分布如表10所示。

表10 入池贷款还款方式  
(单位：笔、万元、%)

利率类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
等额本金	66058	275414.86	61.20
等额本息	25786	174584.23	38.80
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

### (9) 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平均年龄为34.86岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在30岁到60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11所示。

表11 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]	971	4760.65	1.06
(20, 30]	33836	163358.25	36.30
(30, 60]	56520	279357.18	62.08
60 以上	517	2523.01	0.56
<b>合计</b>	<b>91844</b>	<b>449999.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

### (10) 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12所示。

表12 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	15276	73414.10	16.31
江苏	7480	36918.65	8.20
山东	5435	25679.28	5.71
湖南	5174	25306.40	5.62

<sup>9</sup> 此处存在入池贷款利率为0%主要系东风日产推出的优惠产品所致。

浙江	4668	23190.36	5.15
湖北	4608	22125.51	4.92
四川	4246	20644.85	4.59
河南	3798	19245.26	4.28

广西	3863	18116.35	4.03
河北	3705	17032.27	3.78
合计	58253	281673.04	62.59

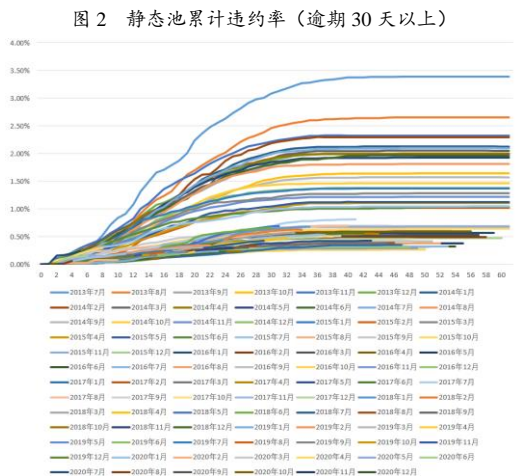
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

## 四、定量分析

### 1. 基准参数的确定

本交易的基础资产为发起机构东风日产汽车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。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据东风日产汽车金融的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出累计违约率和回收率以及早偿率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

联合资信截取了东风日产汽车金融 2013 年 7 月—2020 年 12 月新增的所有资产的静态池历史数据，共计 90 个静态池，整理后分别计算了累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的累计违约率表现如下：



注：“2013 年 7 月”指在 2013 年 7 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日期间发放的贷款，以此类推  
资料来源：联合资信整理

表 13 静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
201307	64.47	201509	60.19	201711	54.79
201308	65.55	201510	65.62	201712	54.23
201309	68.70	201511	60.45	201801	59.37

<sup>10</sup> 剩余周期的预期累计违约率 (CDR<sub>2</sub>) 用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为 CDR<sub>2</sub>=CDR<sub>0</sub>-CDR<sub>1</sub>。其中，CDR<sub>0</sub>为基础资产静态池全

周期预期累计违约率，CDR<sub>1</sub>为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

201310	66.73	201512	59.17	201802	47.94
201311	67.89	201601	55.41	201803	54.71
201312	68.21	201602	54.04	201804	45.80
201401	70.30	201603	61.93	201805	64.83
201402	69.58	201604	49.77	201806	63.03
201403	65.96	201605	53.34	201807	53.26
201404	63.61	201606	50.56	201808	57.82
201405	60.61	201607	52.77	201809	68.42
201406	60.53	201608	54.32	201810	51.37
201407	66.47	201609	53.27	201811	52.07
201408	65.70	201610	55.53	201812	59.35
201409	71.75	201611	55.54	201901	56.52
201410	68.50	201612	51.99	201902	64.69
201411	59.84	201701	43.01	201903	62.77
201412	65.09	201702	50.02	201904	44.15
201501	64.78	201703	49.76	201905	44.33
201502	58.56	201704	65.48	201906	57.53
201503	64.16	201705	47.89	201907	51.08
201504	67.05	201706	58.11	201908	46.93
201505	60.37	201707	57.33	201909	49.70
201506	57.73	201708	56.51	201910	59.15
201507	56.88	201709	49.35	201911	60.25
201508	55.31	201710	56.76	201912	51.53

资料来源：联合资信整理

早偿率是衡量资产早偿情况的量化指标，本交易优先 A2 级证券分配方式为按月付息、过手摊还本金，虽然提前偿还有助于优先 A 级证券本金的兑付，但是在一定程度上减少了入池资产产生的利息。联合资信根据可用静态池计算出早偿率为 3.09%。

表 14 基准参数表

参数名称	基准值
累计违约率	0.71%
回收率	58.18%
早偿率	3.09%

资料来源：联合资信整理

## 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入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先 A 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 A 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、收入回收款和储备金账户资金释放，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先 A 级证券利息、次级证券期间收益、优先 A 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 A 级证券本息偿付所带来的影响。

### 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 A 级证券目标评级 AAA<sub>sf</sub> 的评级标准进行考量。

本交易中，按照东风日产汽车金融汽车贷款业务合同规定，若借款人提前还款，必须一次还清贷款本金余额及截至清偿日的利息，以及应由借款人向贷款人支付的其他款项，同时贷款人有权对借款人收取提前还款手续费。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，但同时早偿率在一定程度上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。

东风日产汽车金融已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据东风日产汽车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 15 压力测试的加压结果

参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
目标级别	AAA <sub>sf</sub>		
基准参数 (%)	0.71	58.18	3.09
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 (%)	3.91	32.00	3.09

资料来源：联合资信整理

## 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 级证券预期利率：优先 A1 级和优先 A2 级证券的预期利率分别为 3.20% 和 3.80%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 A1 级证券预期利率为 3.70%，优先 A2 级证券预期利率为 4.30%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 16 现金流流出参数设置

参数名称	参数值
优先 A1 级证券预期利率	3.70% (3.20%+50bps)
优先 A2 级证券预期利率	4.30% (3.80%+50bps)
税率	3.26%
参与机构报酬合计	0.353%/年
预计信托设立日	2021/4/9

资料来源：受托机构提供，联合资信整理

总体看，联合资信根据优先 A 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 A 级证券的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

## (2) 压力测试结果

### AAA<sub>sf</sub> 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 A 级证券在目标评级 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

表 17 AAA<sub>sf</sub> 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	16065.54	税费	12947.85	12968.27
		优先 A1 级利息	3314.31	3314.31
		优先 A2 级利息	6592.18	6592.18
回收款本金	433629.55	优先 A1 级本金	180000.00	180000.00
		优先 A2 级本金	213800.00	213800.00
		次级本金	47200.00	37520.33
流入合计	449695.10	流出合计	463854.34	454195.09

资料来源：联合资信整理

从 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下的测试结果得出，优先 A1 级和优先 A2 级证券可偿还完所有本息，

同时交易账户中尚余 37520.33 万元，对优先 A 级证券本金形成 9.53% 的安全距离 (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)。

综合考虑上述因素,联合资信最终确定“唯

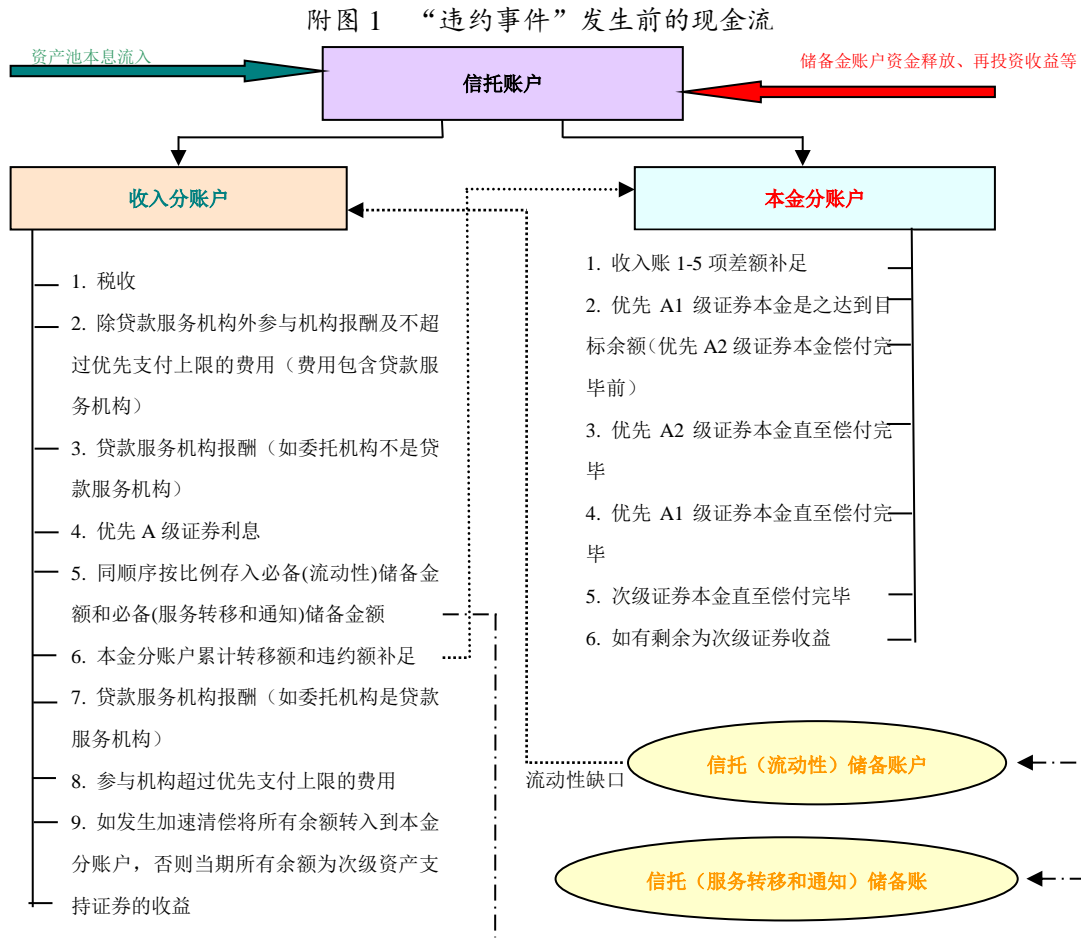
盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级和优先 A2 级证券的信用等级均能够达到 AAA<sub>sf</sub>。

## 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“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>,次级资产支持证券未予评级。

上述优先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。

## 附图 现金流支付机制



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附表 优先 A1 级证券本金的目标余额

单位：万元

支付日	优先 A1 级证券本金偿付金额	优先 A1 级证券本金的目标余额
2021/5/26	36000.00	144000.00
2021/6/26	14400.00	129600.00
2021/7/26	14400.00	115200.00
2021/8/26	14400.00	100800.00
2021/9/26	14400.00	86400.00
2021/10/26	14400.00	72000.00
2021/11/26	14400.00	57600.00
2021/12/26	14400.00	43200.00
2022/1/26	14400.00	28800.00
2022/2/26	14400.00	14400.00
2022/3/26	14400.00	0.00

注：自 2022 年 3 月 26 日（含）后优先 A1 级资产支持证券的目标余额持续为零



## 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](http://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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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 <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C <sub>sf</sub>	不能偿还债务

## 联合资信评估股份有限公司关于 唯盈 2021 年第一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“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先级资产支持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。

东风日产汽车金融有限公司/上海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“唯盈 2021 年第一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“唯盈 2021 年第一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“唯盈 2021 年第一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，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“唯盈 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“唯盈 2021 年第一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“唯盈 2021 年第一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。

如东风日产汽车金融有限公司/上海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“唯盈 2021 年第一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东风日产汽车金融有限公司/上海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。