

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《华驭第四期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

二零一六年六月十五日



信用等级公告

联合[2016] 884 号

联合资信评估有限公司通过对“华驭第四期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

华驭第四期汽车抵押贷款支持证券
A 级资产支持证券的信用等级为 AAA
B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十五日



华驭第四期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)	占比 (%)	利率 类型	信用级 别
A 级资产支持证券	263,200.00	87.73	固定利率	AAA
B 级资产支持证券	13,500.00	4.50	固定利率	AA ⁺
次级证券	21,801.69	7.27	—	NR
超额抵押	1,500.00	0.50	—	NR
合计	300,001.69	100.00	—	—

注：1. NR——未予评级，下同；

2. 证券金额以资产池初始起算日折后本息余额为基准，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2016 年 3 月 31 日
证券法定最终到期日：2023 年 2 月 26 日
交易类型：静态现金流型 ABS
载体形式：特殊目的信托
基础资产：大众汽车金融（中国）有限公司发放的 302,693.65 万元（按照折现率 5.3372% 折后本息余额为 300,001.69 万元）的汽车抵押贷款
信用提升机制：优先/次级结构、超额抵押、现金储备账户、月度储备账户、触发机制
发起机构/贷款服务机构：大众汽车金融（中国）有限公司
受托机构/发行人：中信信托有限责任公司
财务顾问：香港上海汇丰银行有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司北京市分行
主承销商：招商证券股份有限公司
联席主承销商：汇丰银行（中国）有限公司
副主承销商：中国工商银行股份有限公司

评级时间

2016 年 6 月 15 日

分析师

梁涛 王欢 张瀚 张煜乾

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”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“华驭第四期汽车抵押贷款支持证券”的评级结果为：A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁺；次级证券未予评级。

上述 A 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；B 级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易入池贷款为大众汽车金融（中国）有限公司（以下简称“大众金融”）发放的零售汽车抵押贷款。大众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。按照大众金融的不良率统计口径，截至 2015 年末，其全部存量贷款的不良率为 0.38%，不良率较低。本交易入池贷款全部属于五级分类中的正常类贷款，资产池资产质量良好。
2. 本交易入池贷款共计 53,269 笔，分布在全国 31 个地区，入池贷款分散性良好，有利于降低贷款集中违约风险。
3. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，此外还设置了相当于初始起算日未偿折后本息余额总额 0.50% 的超额抵押，为优先级资产支持证券提供了进一步的信用支持。在初始起算日，A 级资产支持证券获得 B 级资产支持证券、次级资产支持证券与超额抵押 12.27% 的信用支持，

B 级资产支持证券获得次级资产支持证券与超额抵押 7.77% 的信用支持。

4. 本交易参照 Driver¹ 全球标准, 引入折现概念, 资产支持证券的发行规模以初始起算日资产池未偿折后本息余额为基准, 折现率中包括了优先费用和各档级的利息。此种发行规模确定方式能够较好的保证证券端优先费用和利息的支付。
5. 现金储备账户的设置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, 止赎事件等触发机制为优先级证券本息的偿付提供了进一步的保障。
6. 本交易发起机构大众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。大众金融的母公司德国大众汽车金融服务股份公司在资产证券化领域有超过 20 年的经验, 其能够为大众金融开展资产证券化业务提供有力的支持。

关注及风险缓释

1. 本交易的入池贷款均执行固定利率, 如遇央行基准利率下行, 或影响到借款人的早偿行为, 且各级证券的发行金额均以折后本息余额为基准, 借款人的早偿行为将使贷款的实际利息收入低于预期, 从而为优先级证券带来一定的违约风险。
风险缓释: 大众金融在借款合同中与借款人约定早偿需收取一定的罚金, 且基础资产的账龄较长, 这有利于降低早偿率。联合资信在现金流分析中针对早偿设置了相应的压力, 测试结果表明优先级证券能够承受一定的早偿压力。
2. 本交易的现金流分配机制设计将使得 B 级证券本金、次级证券利息及本金在 A 级证券本金偿付完毕之前获得偿付, 这将在较大程度上降低优先级证券的信用增级水平, 从而增加交易后期优先级证券的信用风险。
风险缓释: 针对优先级证券, 本交易设置

了较高的超额担保比例, 当优先级证券满足该超额担保比例时, 才用于次级证券及发起机构收益的偿付, 且联合资信对优先级证券的各期偿付情况进行了一系列测算, 评级结果已考虑信用增级水平降低带来的风险。

3. 目前, 国内零售汽车抵押贷款证券化试点在抵押车辆的抵押权变更问题上尚无统一的操作规范。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。但是, 如果发起机构及受托机构未办理抵押权变更登记, 则可能会出现借款人的其他债权人以“善意第三人”的名义对该抵押车辆主张权利的情况, 这将使信托财产面临一定的法律风险。

风险缓释: 针对这一情况, 发起机构和受托机构在《信托合同》中约定, 因资产池中某笔抵押贷款未办理抵押变更登记, 出现善意第三人对抵押车辆主张权利, 而受托机构所持抵押权无法对抗善意第三人的, 发起机构应按照《信托合同》的约定向受托机构赎回相应资产。本交易的发起机构大众金融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。

4. 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: 联合资信通过改变早偿率、缩小利差支持、模拟集中损失等手段, 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。

5. 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, 由进出口增速下滑、房地产行业波动以及过剩产能消化等问题所产生的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

¹Driver 是大众汽车金融服务股份公司在全球范围内发行资产支持证券时采

用的一个标准结构。

型中的参数时考虑了因宏观经济及外部环境波动而导致的贷款违约率提高和回收率下降的可能性，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大众汽车金融（中国）有限公司和发行人中信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（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/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/发行人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，未因发起机构/发行人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、本期零售汽车抵押贷款资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人发行的“华取第四期汽车抵押贷款支持证券”优先级资产支持证券的存续期，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。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十五日



一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构大众汽车金融（中国）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期信托合同约定的合格标准的302,693.65万元汽车抵押贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）设立“华驭第四期汽车抵押贷款证券化信托”。中信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 级资产支持证券（以下简称“A 级证券”）、B 级资产支持证券（以下简称“B 级证券”）和次级证券。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。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：大众汽车金融（中国）有限公司
 发行人/受托机构：中信信托有限责任公司
 贷款服务机构：大众汽车金融（中国）有限公司
 资金保管机构：中国银行股份有限公司北京市分行
 登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
 会计顾问：普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：北京市金杜律师事务所
 主承销商：招商证券股份有限公司
 联席主承销商：汇丰银行（中国）有限公司
 副主承销商：中国工商银行股份有限公司
 财务顾问：香港上海汇丰银行有限公司
 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

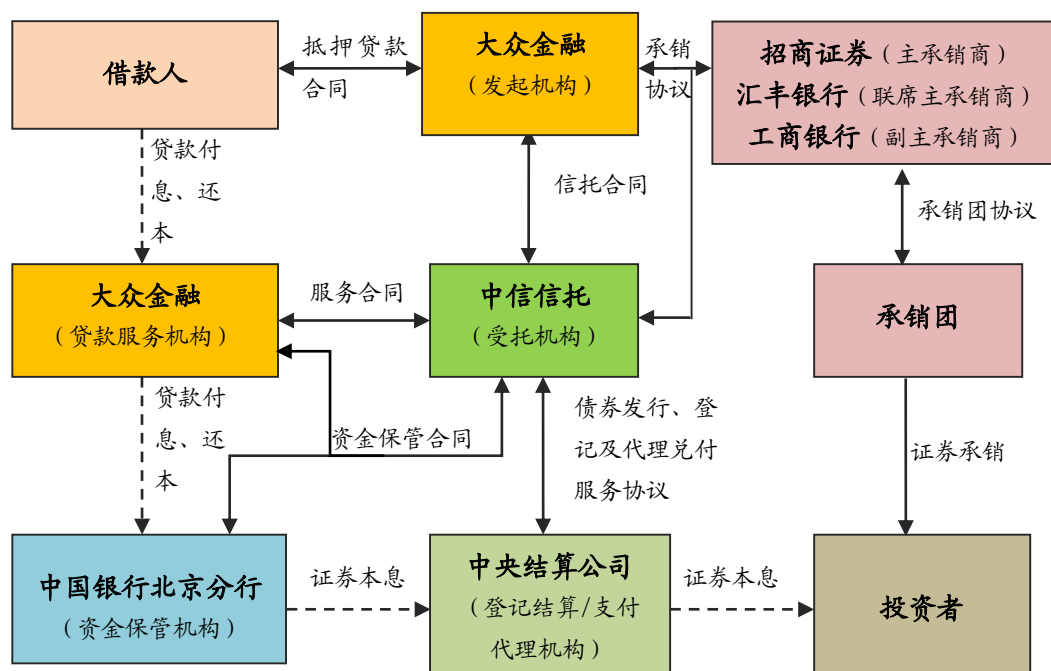


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行A级证券、B级证券和次级证券，其中A级证券和B级证券属于优先级证券，享有优先级信托受益权；次级证券享有次级信

托受益权。

本交易 A 级证券、B 级证券和次级证券均按月支付利息，采用过手方式按照优先/劣后的顺序偿付本金。具体而言，首先偿付 A 级证券

本金，当 A 级证券本金余额达到其相应目标余额²后，分配账户资金将用来偿付 B 级证券本金，当 B 级证券本金余额达到其相应的目标余额³后，次级证券利息及本金将获得偿付，直至完毕。A 级证券、B 级证券以及次级证券均采用

固定利率，A 级证券和 B 级证券票面利率根据簿记建档结果确定，次级证券的利率由发起机构于发行日前确定。A 级证券和 B 级证券采用簿记建档方式发行，次级证券全部由发起机构持有。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用评级	本金偿付模式	利息偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定最终到期日
A 级证券	AAA	过手	按月付息	263,200.00	87.73	固定利率	2018 年 2 月 26 日	2023 年 2 月 26 日
B 级证券	AA-	过手	按月付息	13,500.00	4.50	固定利率	2018 年 2 月 26 日	2023 年 2 月 26 日
次级证券	NR	过手	按月付息	21,801.69	7.27	固定利率	2018 年 2 月 26 日	2023 年 2 月 26 日

3. 基础资产

本交易的基础资产为初始入池的汽车抵押贷款。根据信托合同约定，大众金融就本交易于初始起算日的已转让贷款做出如下陈述及保证：

(1)在相关贷款期限的第一年，所有融资标的已投保并将发起机构作为该保险的第一受益人；(2)贷款合同构成合法有效、具约束力且可强制执行的合同；(3)已转让贷款可以转让；除规定弹性尾款的贷款合同外，贷款合同规定每月还款，且主要为贷款合同期限内每月等额还款；(4)其有权处置汽车贷款，不受第三方权利的限制；(5)就贷款合同约定的期限和不受第三方权利限制而言，对已转让贷款不存在任何抗辩（无论是优先权或其他性质），尤其是借款人对此无权主张抵销或在其项下无权主张抵销，且已转让贷款的状况和可执行性不受抵销权的影响；(6)已转让贷款均未逾期；(7)已转让贷款的状况和可执行性均不会因借款人对保修的权利主张或任何其他权利受到影响；(8)借款人均不是 Volkswagen AG 的关联公司，也不是发起

机构的雇员；(9)根据发起机构的记录，没有贷款合同已被终止；(10)贷款合同受中国法律管辖，并均在 2008 年 1 月或之后签订；(11)仅与以下借款人签订贷款合同：如果借款人是公司，则其在中国境内有注册地址；如果借款人是个人，其在中国境内有居住地；(12)在初始起算日，每笔已转让贷款已支付至少两期合同分期款（包括利息款项），且每笔已转让贷款实质上要求在每份贷款合同起始日后 60 个月内每月等额付款，也可规定最后一期弹性尾款；(13)每笔已转让贷款将在初始起算日之后不早于 6 个月到期，也不晚于 58 个月到期；(14)就任何单个借款人而言，信托合同项下信托的、根据与同一借款人的贷款合同的已转让贷款未偿额总额不超过人民币 400 万元；(15)对于受中国消费金融法规管辖的贷款合同，其在所有重要方面符合该等法规的规定；(16)根据发起机构的记录，直至初始起算日，在相关贷款合同的期限内没有对任何借款人开始丧失清偿能力程序；(17)每笔已转让贷款相关的贷款合同规定在相关融资标的上设定抵押；(18)根据银监会的贷款五级分类体系，

²A 级证券目标余额：(a)除(b)段所述情况以外，上一月度期间截止时的折后本息余额总额超出 A 级证券超额担保目标金额的金額，或(b)如果上一月度期间截止时的折后本息余额总额少于初始起算日折后本息余额总额的 10%，或发生了贷款服务机构替换事件，则为零。其中，A 级证券超额担保目标金额指，在各支付日，以下二者中较大金额：(a)A 级证券超额担保比例乘以上一月度期间截止时的折后本息余额总额，及(b)在(i)人民币 6,900.00 万元（即初始起算日折后本息余额总额的 2.3%）和(ii)在该支付日 A 级证券累计未偿本金金额二者中金额较小之者。A 级证券超额担保比例见下文。

³B 级证券目标余额：(a)除(b)段所述情况以外，上一月度期间截止时的折后本息余额总额超出 A 级证券累计未偿本金金额（扣除该日所有付款和分配后之金额）与 B 级证券超额担保目标金额的金額，或(b)如果上一月度期间截止时的折后本息余额总额少于初始起算日折后本息余额总额的 10%，或发生了贷款服务机构替换事件，则为零。其中，B 级证券超额担保目标金额指，在各支付日，以下二者中较大金额：(a)B 级证券超额担保比例乘以上一月度期间的折后本息余额总额，及(b)在(i)人民币 3,600.00 万元（即初始起算日折后本息余额总额的 1.2%）和(ii)在该支付日 B 级证券累计未偿本金金额二者中金额较小之者。B 级证券超额担保比例见下文。

已转让贷款属于正常贷款；(19)已转让贷款以人民币计；以及(20)在每份贷款合同签订时，该等贷款合同项下的汽车贷款是发起机构按照其正常业务流程批准的。截至初始起算日，资产池概要统计如表 3：

表 3 初始起算日资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	302,693.65
资产池未偿折后本息余额（万元）	300,001.69
折现率（%）	5.3372
入池贷款合同总金额（万元）	503,283.57
贷款笔数（笔）	53,269
借款人户数（户）	52,659
单笔贷款平均未偿本金余额（元）	56,823.60

借款人平均未偿本金余额（元）	57,481.84
单笔贷款最高合同金额（元）	5,486,383.00
单笔贷款最高未偿本金余额（元）	1,805,204.63
加权平均贷款利率（%）	4.06
最高贷款利率（%）	15.85
借款人加权平均年龄（岁）	36.00
加权平均贷款合同期限（月）	31.04
加权平均贷款剩余期限（月）	20.80
加权平均贷款账龄（月）	10.24
单笔贷款最长剩余期限（月）	58.00
单笔贷款最短剩余期限（月）	6.00
加权平均初始抵押率（%）	57.57

注：表中加权平均指标均以初始起算日折后本息余额为权重计算。若未做说明，后续统计数据均以初始起算日折后本息余额来计算金额及占比。

二、基础资产信用质量分析

联合资信对本交易入池贷款信用风险的评估主要基于委托人汽车抵押贷款业务的发起模式、发展现状及历史数据表现，再结合初始入池贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池贷款账龄、历史还款记录、借款人地区分布、本金集中度等均会对贷款组合的违约概率分布的形态有重要影响。

1. 资产池分析

截至初始起算日，入池贷款的未偿折后本息余额为人民币 300,001.69 万元，共涉及 52,659 户借款人的 53,269 笔汽车抵押贷款。贷款全部属于贷款五级分类标准中的正常类贷款，贷款质量良好。

（1）入池贷款未偿折后本息余额分布

入池贷款单笔最大未偿折后本息余额为 182.01 万元，占资产池全部未偿折后本息余额的 0.06%，单笔平均未偿折后本息余额为 5.63 万元，资产池分散性良好。入池贷款未偿折后本息余额分布详见表 4。

表 4 入池贷款未偿折后本息余额分布

单位：万元/笔/%

未偿折后本息余额区间	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,5]	30,971	85,874.30	28.62
(5,10]	16,242	113,371.87	37.80
(10,15]	4,007	47,909.45	15.97
(15,20]	1,001	17,140.19	5.71
(20,25]	442	9,728.53	3.24
(25,30]	133	3,629.05	1.21
(30,35]	127	4,115.08	1.37
(35,40]	79	2,971.73	0.99
大于 40	267	15,261.50	5.09
合计	53,269	300,001.69	100.00

注：1.[,]为左开右闭区间，例如(3,6]表示大于 3 但小于等于 6，下同；2.由于四舍五入原因，金额占比加总可能不等于合计数，下同。

（2）入池贷款首付比例分布

入池贷款加权平均首付比例为 42.43%，首付比例小于等于 30% 的未偿折后本息余额占比为 39.50%，本交易入池贷款首付比例分布见表 5：

表 5 入池贷款首付比例分布 单位：%/笔/万元/%

比例	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,20]	3	25.61	0.01
(20,30]	15,204	118,475.43	39.49
(30,40]	6,955	46,041.27	15.35
(40,50]	9,380	52,700.13	17.57
(50,60]	14,759	64,175.82	21.39
(60,70]	6,151	16,782.63	5.59
(70,80]	783	1,735.90	0.58
(80,90]	33	64.08	0.02
(90,100]	1	0.81	0.00
合 计	53,269	300,001.69	100.00

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。

(3) 入池贷款利率分布

本交易资产池入池贷款均执行固定利率，加权平均贷款利率为4.06%。其中，利率超过5%的贷款未偿折后本息余额占比 35.70%。入池贷款的利率分布如表 6 所示：

表 6 入池贷款利率分布 单位：%/笔/万元

利率	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
0	28,053	108,902.72	36.29
(0,5]	7,138	84,031.41	28.01
(5, 6]	1,750	9,113.70	3.04
(6, 7]	1,553	8,914.19	2.97
(7, 8]	9,420	52,047.24	17.35
(8, 9]	688	5,057.89	1.69
(9, 10]	447	3,749.01	1.25
(10,11]	1,129	7,373.19	2.46
(11,12]	2,903	19,619.31	6.54
大于 12	188	1,193.04	0.40
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(4) 入池贷款担保情况

本交易入池贷款全部为抵押类贷款，抵押车辆均已在登记机关办理抵押登记手续，大众金融为第一顺序抵押权人。大众金融转让本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权时，同时转

让与该债券有关的车辆抵押权至受托机构，有利于提高违约后的回收率。

(5) 入池贷款合同期限分布

本交易入池贷款合同期限主要集中在 12 至 36 个月，加权平均贷款合同期限为 31.04 个月。入池贷款合同期限分布详见表 7：

表 7 入池贷款合同期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	贷款笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,12]	1,785	7,948.03	2.65
(12,24]	26,234	112,602.46	37.53
(24,36]	24,746	175,797.78	58.60
(36,48]	114	817.27	0.27
(48,60]	390	2,836.15	0.95
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(6) 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款账龄主要集中在 24 个月内，其未偿折后本息余额占比为 95.38%，加权平均账龄为 10.24 个月。入池贷款账龄分布见表 8：

表 8 入池贷款账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,12]	27,835	196,097.71	65.37
(12,24]	21,011	90,020.76	30.01
(24,36]	4,287	13,330.97	4.44
(36,48]	107	480.06	0.16
(48,60]	29	72.19	0.02
合 计	53,269	300,001.69	100.00

大众金融存量贷款历史数据分析显示，汽车抵押贷款违约主要发生在贷款发放后的 6 个月至 24 个月内。本交易初始起算日资产池的加权平均账龄较短，为 10.24 个月，账龄小于等于 24 个月的贷款未偿折后本息余额占比 95.38%。联合资信在测算信用增级量时考虑了资产池的账龄因素，对部分资产的违约概率进行了适当上调。

(7) 入池贷款剩余期限分布

本交易入池贷款的加权平均剩余期限为 20.80 个月，最长剩余期限 58 个月，最短剩余期限 6 个月，入池贷款的剩余期限分布见表 9：

表 9 入池贷款剩余期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,12]	18,380	52,262.04	17.42
(12,24]	25,524	152,256.68	50.76
(24,36]	9,225	93,967.15	31.32
(36,48]	115	1,239.90	0.41
(48,60]	25	275.92	0.09
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(8) 入池贷款类型分布

本交易的入池贷款类型分为两种，一种是标准信贷，即等额本息类贷款，占入池贷款未偿折后本息余额的 99.15%；另一类是弹性信贷⁴，占入池贷款未偿折后本息余额的 0.85%。入池贷款的贷款类型分布见表 10：

表 10 入池贷款的贷款类型分布 单位：月/笔/万元/%

贷款类型	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
标准信贷	53,078	297,465.95	99.15
弹性信贷	191	2,535.74	0.85
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(9) 入池贷款个人借款人年收入分布

大众金融提供的数据显示，截至贷款发放时，本交易入池贷款的个人借款人年收入分布如表 11 所示，联合资信对此部分数据将保守使用。

表 11 入池贷款个人借款人年收入分布

单位：万元/笔/%

年收入	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,1]	122	732.77	0.25
(1,20]	40,323	178,069.10	61.80
(20,30]	6,422	49,318.75	17.11
(30,40]	1,042	9,579.52	3.32

⁴弹性信贷：最后一期还款支付较大比例贷款金额的一种贷款类型。

(40,50]	1,594	16,448.15	5.71
大于 50	2,395	34,031.94	11.81
合 计	51,898	288,180.23	100.00

(10) 入池贷款借款人信用评分分布

大众金融通过考量借款人的类别、收入水平、职业类型、家庭状况等因素，对汽车贷款借款人建立了商业评分与个人评分模型。本交易入池贷款借款人的评分分布如表 12 所示：

表 12 入池贷款借款人信用评分分布

单位：分/笔/万元/%

模型	内部信用分数区间	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
商业评分模型	[4,5]	17	237.16	0.08
	[6,8]	682	5,882.32	1.96
	[9,11]	656	5,616.55	1.87
	[12,13]	15	75.41	0.03
个人模型 2.0	[7,8]	449	1,977.26	0.66
	[9,11]	2,954	9,399.36	3.13
	[12,14]	1,151	2,875.67	0.96
	[15,16]	35	64.16	0.02
个人模型 3.0	[-9,-4]	2,356	7,573.91	2.51
	[-3,2]	24,857	116,715.27	38.90
	[3,8]	20,061	148,115.42	49.36
	[9,13]	35	1,459.19	0.49
未知	--	1	10.02	0.00
合 计	--	53,269	300,001.69	100.00

注：商业评分模型是针对公司客户的评分模型，在此评分模型下，越高的分数反映了越高的内部评级。个人模型 2.0 和个人模型 3.0 是针对个人客户的评分模型，在个人模型 2.0 下，越高的分数反映了越高的内部评级，在个人模型 3.0 下，越低的分数反映了越高的内部评级。

(11) 入池贷款个人借款人年龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款个人借款人平均年龄为 36 岁，基本处于个人职业发展的上升阶段，预期收入将稳定上升。入池贷款个人借款人年龄分布如下表 13 所示：

表 13 入池贷款个人借款人年龄分布

单位：岁/笔/万元/%

年龄	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,18]	9	46.99	0.02
(18,20]	264	1,311.52	0.46
(20,30]	18,945	95,304.18	33.07
(30,40]	18,808	104,039.45	36.09
(40,50]	10,598	66,189.69	22.97
大于 50	3,274	21,288.39	7.39
合 计	51,898	288,180.23	100.00

(12) 入池贷款个人借款人家庭状况分布

本交易入池贷款中已婚的个人借款人未偿折后本息余额占比最高，家庭稳定性高，有利于借款人正常还款。入池贷款借款人家庭状况具体分布如表 14 所示：

表 14 入池贷款个人借款人家庭状况分布

单位：笔/万元/%

家庭状况	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
已婚	41,957	236,395.73	82.03
未婚	8,916	45,192.19	15.68
其他	1,025	6,592.31	2.29
合 计	51,898	288,180.23	100.00

(13) 资产池借款人地区分布

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。资产池借款人所在地区贷款分布在 31 个省市，分布较为分散。其中山东地区的借款人未偿折后本息余额占比最大，达到 8.44%。山东省经济较为发达，2015 年实现地区生产总值 63,002.3 亿元，同比增长 8.0%。人均收入方面，2015 年山东省居民人均可支配收入 22,703 元，扣除价格因素实际增长 7.5%，增速较快。入池贷款借款人未偿折后本息余额占比最大的十个地区如表 15 所示：

表 15 借款人未偿本金占比最大的十个地区

单位：笔/万元/%

城市	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
山东省	5,001	25,314.53	8.44

广东省	3,459	20,714.47	6.90
河南省	3,365	20,615.51	6.87
江苏省	2,799	19,901.83	6.63
河北省	4,250	19,415.74	6.47
四川省	3,261	19,318.24	6.44
福建省	3,110	15,558.81	5.19
北京市	1,917	14,185.84	4.73
浙江省	2,315	13,136.35	4.38
湖北省	2,046	12,609.60	4.20
合 计	31,523	180,770.92	60.26

(14) 入池贷款借款人职业分布

大众金融系统提供的信息显示，入池贷款借款人职业分布较为分散。具体分布如表 16 示：

表 16 入池贷款借款人职业分布

单位：笔/万元/%

职业	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
经理	19,796	125,092.56	41.69
教授（医生、老师）	1,593	8,152.53	2.72
职业注册师	42	271.18	0.09
自由职业者	438	2,097.16	0.70
自雇	4,674	23,476.70	7.83
公务员	4,276	23,281.07	7.76
雇员	11,917	49,296.05	16.43
工人	2,681	11,275.31	3.76
法定代表人	3,880	31,916.55	10.64
其他	3,972	25,142.59	8.38
合 计	53,269	300,001.69	100.00

注：表中职业为大众金融职业划分口径。

(15) 抵押车辆品牌分布

本交易入池贷款所购车辆品牌包括大众、奥迪、进口大众等。其中大众占比最高，未偿折后本息余额占比 57.73%。抵押车辆品牌分布见表 17：

表 17 抵押车辆品牌分布 单位：笔/万元/%

车辆品牌	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
大众	40,825	173,189.95	57.73

奥迪	7,901	81,061.40	27.02
进口大众	1,475	17,960.77	5.99
保时捷	351	16,725.31	5.58
斯柯达	2,632	9,952.52	3.32
其他	85	1,111.74	0.37
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(16) 汽车购买价格分布

汽车初始购买价格在 25 万及以下的入池贷款的未偿折后本息余额占比为 63.47%，少数贷款汽车购买价格高于 45 万元，最高为 783.77 万元。汽车的购买价格分布见表 18：

表 18 汽车购买价格分布 单位：万元/笔/%

汽车购买价格	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
(0,15]	31,475	107,869.33	35.96
(15,25]	12,853	82,515.90	27.51
(25,35]	4,978	43,144.90	14.38
(35,45]	2,652	29,826.55	9.94
45 以上	1,311	36,645.01	12.21
合 计	53,269	300,001.69	100.00

(17) 抵押物状态分布

抵押物为新车的未偿折后本息余额占比为 99.22%，抵押物为二手车的未偿折后本息余额占比为 0.78%，具体的抵押物状态分布见表 19：

表 19 抵押物状态分布 单位：万元/笔/%

抵押物状态	笔数	未偿折后本息余额	金额占比
新车	53,031	297,673.44	99.22
二手车	238	2,328.25	0.78
合 计	53,269	300,001.69	100.00

2. 宏观经济和汽车行业

2015 年我国汽车产销总体平稳增长，全年汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，连续 7 年居全球第一，比上年分别增长 3.3% 和 4.7%，产销增速比上年分别下降 4 个和 2.2 个百分点。2015 年乘用车产销分别完成 2,107.94 万辆和 2,114.63 万辆，比上年分别增长 5.8% 和 7.3%，增速高于汽车产业总体增速分别达 2.5 和 2.6 个百分点，比 2014 年分别下降 4.4 和 2.6 个百分点。目前，乘用车是我国汽车产品的主体，已达到汽车总量的 86%。

总体来看，我国近几年汽车市场增速放缓，行业集中度进一步提升，节能减排政策使汽车市场的产品结构发生调整，钢材和燃油价格的波动对企业的市场需求和成本水平影响较大，新定价机制的运行情况有待进一步关注。未来一段时间，在我国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级等因素的拉动下，我国汽车行业仍将具有较大的市场空间和产品结构调整空间。

从宏观经济环境来看，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，由进出口增速下滑、房地产行业波动以及过剩产能消化等问题所产生的宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

联合资信在确定模型参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降，以及与汽车市场相关的汽车跌价、借款人还款意愿等因素。

三、交易结构分析

本期资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本交易还设置了超额抵押、现金储备账户、月度储备账户、触发机制等安排，一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1. 信托账户

在信托财产交割日当日或之前，受托机构将在资金保管机构开立独立的人民币信托账户，记录信托财产的收支情况，信托账户下设现金储备账户、月度储备账户以及分配账户。

现金储备账户初始金额相当于初始起算日折后本息余额的 1.2%，由发起机构提供，用以缓释流动性风险。

月度储备账户用以缓释混同风险，当贷款服务机构的信用评级为贷款服务机构必备评级⁵或以上时，月度储备账户资金为零。

分配账户项下资金来源于信托财产的回收款。当贷款服务机构的信用评级为贷款服务机构必备评级或以上时，贷款服务机构每月将月度回收款一次性划转至分配账户；当贷款服务机构的信用评级未能达到贷款服务机构必备评级时，贷款服务机构根据相应安排每半月将回收款划转至分配账户。在信托分配日，资金保管机构将依照分配指令对分配账户中的回收款进行分配。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照止赎事件是否发生有所差异。

(1) 止赎事件

止赎事件是指 (a) 发行人发生丧失清偿能力事件；(b) 发行人在有控制权的证券⁶的利息到期且应支付时未能支付该等利息，且该等违约持续了 10 个工作日（或有控制权的持有人大会批准的更长期限）；(c) 发行人未能在法定到期日偿付完所有证券的本金。但是在有控制权的持有人大会全体不同意用另一家符合受托机构资格标准的受托机构替换发行人之前，上述事件不作为止赎事件。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排，止赎事件发生前，分配账户项下资金顺次支付税收规费、参与机构报酬及费用、贷款服务机构报酬、A 级证券利息、B 级证券利息、A 级证券本金直至达到 A 级证券目标余额、B 级证券本金直至到达 B 级

证券目标余额、次级证券利息、次级证券本金、发起机构最终报酬。止赎事件发生前现金流支付顺序详见附图一。

如果止赎事件被触发，则信托账项下分配账户项下资金将顺次支付税收规费、参与机构报酬及费用、贷款服务机构报酬、A 级证券利息、A 级证券本金直至清偿完毕、B 级证券利息、B 级证券本金直至清偿完毕、次级证券利息、次级证券本金直至清偿完毕、发起机构最终报酬。止赎事件发生后现金流支付顺序详见附图二。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额抵押、现金储备账户、触发机制等安排实现信用提升。

(1) 优先/次级结构

本期证券采用优先/次级结构，具体划分为 A 级证券、B 级证券和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后档次的证券为优先级较高档次的证券提供信用损失保护。

(2) 超额抵押

本交易采用了超额抵押的信用增级手段，超额抵押水平相当于初始起算日未偿折后本息余额的 0.5%。按照 5.3372% 的折现率计算，A 级证券、B 级证券、次级证券总额占资产池初始起算日折后本息余额的 99.5%，超额抵押结构可以为优先级证券提供一定的信用支持。

(3) 超额担保

本交易根据资产池的不同表现设置了相应的信用增级条件⁷，在不同信用增级条件下优先级证券的超额担保比例有所不同，在优先级证券的超额担保水平未达到该数值之前，回收款将不能用于次级证券及发起机构报酬的偿付。具体而言，(a) 在一级增信条件和二级增信条

⁵贷款服务机构必备评级指(a)就联合资信的评级系统而言，A；(b)就中债资信的评级系统而言，A-。

⁶有控制权的证券：(a)在 A 级证券的本金未被完全支付和清偿之前，指 A 级证券；(b)在 A 级证券的本金已被完全支付和清偿之后，在 B 级证券的本金未被完全支付和清偿之前，指 B 级证券；且(c)在 A 级证券和 B 级证券的本金已被完全支付和清偿之后，指次级证券。

⁷信用增信条件分为一级增信条件和二级增信条件。一级增信条件指当(a)(针对 2017 年 2 月之前或该月内的支付日)累计损失率超过 1.2%；或(b)(针对 2017 年 3 月之后至 2017 年 10 月或该月内的支付日)累计损失率超过 1.6%，则视为该等增信条件已获得满足。二级增信条件指当累计损失率在任何支付日超过 2%，则视为该等增信条件已获得满足。

件均未被触发前，A 级证券的超额担保比例为 23%，B 级证券的超额担保比例为 12%；(b) 在一级增信条件被触发后，A 级证券的超额担保比例为 30%，B 级证券的超额担保比例为 16%；

(c) 在二级增信条件被触发后，A 级证券和 B 级证券的超额担保均为 100%。

当未触发二级增信条件时，在优先级较高的证券的本金被偿付完毕前，优先级较低的证券的本金可能会得到部分偿付，极端情况下，次级证券相较于优先级证券会得到更高比例的偿付，从而次级证券给优先级证券提供的信用支持可能会降低。大众金融提供的历史数据显示，各静态池的平均早偿率较低且较为稳定，因此，联合资信认为在优先级证券被清偿完毕前，次级证券得到大量偿付的可能性极低。此外，由于 A 级证券的超额担保比例不低于 B 级证券的超额担保比例，所以在证券存续期内，A 级证券得到的来自 B 级证券的信用支持并不会降低。

(4) 月度储备账户

本交易设置了月度储备账户。当贷款服务机构的信用评级为贷款服务机构必备评级或以上时，月度储备账户资金为零；当贷款服务机构的信用评级未能达到贷款服务机构必备评级时，贷款服务机构将每半月利用自有资金转入月度储备账户，作为对月度回收款的担保。月度储备账户对混同风险起到了一定的缓释作用。

(5) 现金储备账户

本交易设置了现金储备账户，用以缓释流动性风险。发起机构于发行日将相当于初始起算日折后本息余额总额 1.2% 的资金存入现金储备账户作为初始现金储备金额，之后现金储备账户资金将逐步减少并于各支付日维持在特定现金储备账户余额⁸的水平。当未发生止赎事件时，现金储备账户中的资金将根据止赎事件发生前的支付顺序用于补充偿付前五项内容。在未触发信用增级条件前，发行人在各支付日

将超出特定现金储备账户余额的资金返还给发起机构。

(6) 触发机制

本交易设置了止赎事件的触发机制，止赎事件一旦触发将引发现金流支付顺序的重新安排，回收款支付税收规费、参与机构报酬及费用、贷款服务机构报酬后将全部用于 A 级证券的偿付，直至完毕，再用于 B 级证券的偿付至完毕。触发机制的安排在一定程度上缓解了止赎事件风险的影响，可为优先级证券提供一定的信用支持。

4. 交易结构风险分析

(1) 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，发起机构对已转让贷款已做出规定，即借款人无权主张抵销权，且已转让贷款的状况和可执行性不受抵销权的影响。因此，本次交易中不存在抵销风险。

(2) 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，进而导致信托财产收入不确定的风险。

本交易约定当贷款服务机构的信用评级不低于贷款服务机构必备信用评级时，贷款服务机构有权混合资产池本息回收款与其自有资金，并约定在每个支付日前六个工作日将回收款转付至信托账户。当贷款服务机构的信用评级未能达到贷款服务机构必备评级时，本交易安排了月度储备账户来缓释混同风险，贷款服务机构需每半月将相当于预计回收款金额的自有资金转入月度储备账户，作为对月度回收款的担保。

本交易的贷款服务机构信用等级很高，且

⁸特定现金储备账户余额：在各支付日，以下二者中较高者：(a) 月度期间结束时的折后本息余额的 1.2%，和 (b) 以下两项中的较低者，(i) 人民币

30,000,000.00，及(ii) A 级证券及 B 级证券的在月度期间结束时的累计未偿本金金额。

本交易设置了月度储备账户，联合资信认为本交易的混同风险较小。

（3）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，本交易通过利息收入和本金收入混同以及设置现金储备账户来缓释。

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，本交易设计较有效地缓解了资产池利息流入同优先级证券利息兑付之间的错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易采用过手偿付结构，资产支持证券的发行规模是由固定的折现率确定，该折现率包含了各档证券发行利率及发行前期费用等成本。若发行利率较低，相应的折现率较低，以折现率计算的资产池初始起算日折后本息余额较高，以至于对应的证券本金余额大于资产池未偿本金余额。若在这种情况下，早偿率较高，则证券本金有可能无法兑付。此外，根据本次交易特定的现金流分配机制，较高的早偿率会导致回收款分配至次级证券以及发起机构，从而对后期优先级证券的兑付产生不利影响。另外，入池贷款债务人的拖欠行为有可能引发流动性风险。

联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测

试，测试结果表明提前偿还和拖欠对本期优先级证券的信用影响较小。

（5）尾端风险

随着贷款的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性进一步增加，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设定了尾端违约模式进行压力测试，用以反映和处理这一问题。

本交易赋予发起机构大众金融于既定条件下按照市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。当资产池中资产的折后本息余额降至初始起算日资产池折后本息余额的 10%或以下时，发起机构即可行使该项选择权。清仓回购安排是发起机构于既定条件下按照公允的市场价值回购资产的选择权。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，它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，则或会有利于减弱尾端风险。

（6）再投资风险

在本交易的各个偿付期内，当贷款服务机构的信用评级不低于贷款服务机构必备信用评级时，贷款服务机构有权在约定期限内持有、使用、投资资产池的本息回收款，且该等回收款不需要与其他资金隔离，投资风险由贷款服务机构承担。联合资信认为本交易不涉及回收款的再投资风险。

四、定量分析

联合资信基于大众金融的个人汽车抵押贷款历史数据，根据资产池特征和联合资信的研究成果，确定了本交易适用的评级基准违约概率参数以及基准回收率参数。结合本交易结构特点，联合资信对本次评级各档证券所需的信用增级水平进行估计。

1. 违约概率分析

通过对大众金融提供的历史样本数据进行

分析，联合资信估算出大众金融个人汽车抵押贷款的违约概率，并在此基础上根据入池贷款的账龄、历史拖欠情况、首付比例等因素对违约概率进行调整。

需要指出的是，虽然借款人的收入和每月债务支出的比例是影响个人汽车贷款信用风险的主要参数之一，但鉴于相关数据的可获得性与准确性，我们没有把借款人债务收入比作为调整评级基准违约概率的参考变量。

(1) 基准违约概率

大众金融提供了 2010 年 8 月至 2016 年 3

月的静态池数据，各期静态池的累计拖欠率（拖欠 61 至 90 天）如图 2 所示。

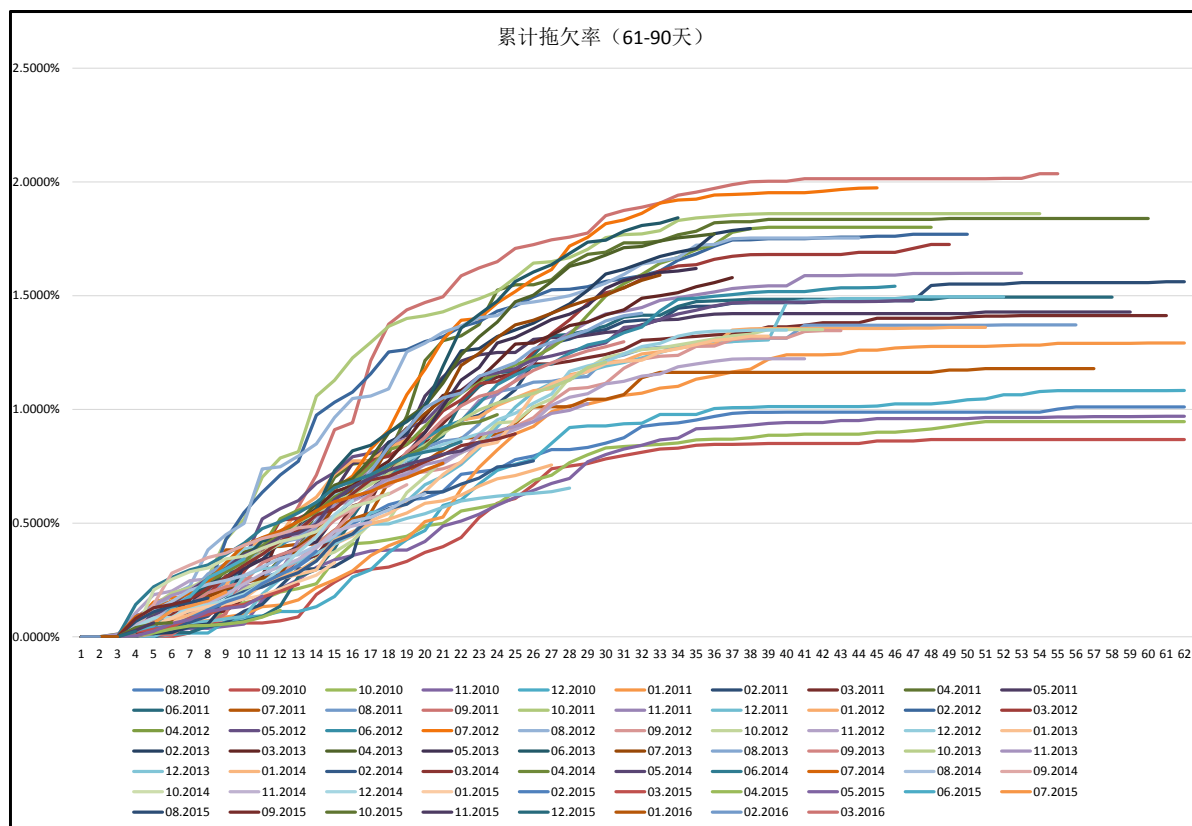


图 2 静态池累计拖欠率（61-90 天）

联合资信根据大众金融提供的静态贷款组合历史数据，估算出了基础违约概率。考虑到上述违约率是在汽车市场景气上升期中计算得到的，以及存在五级分类管理下违约贷款的回迁情况，联合资信对上述违约率进行了适当调整以确定评级基准违约概率。

(2) 基准违约概率调整因素

贷款账龄：根据大众金融存量贷款历史统计数据，汽车贷款违约主要发生在贷款发放后的 6 个月至 24 个月内。若债务人的前期偿付记录良好，则其在后续偿付期内发生违约的可能性将会减少。根据贷款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对该类借款人的违约概率分别进行了不同程度的调整。

贷款拖欠：一般情况下，发生过拖欠的贷款的违约可能性会高于其他正常类贷款。联合资信根据累计拖欠期数以及平均拖欠天数的不

同对各笔贷款的违约概率进行了调整。

首付比例：一般情况下，首付比例越低，借款人的违约成本越低，发生违约的可能性越大。联合资信对首付比例低于一定标准的贷款调增了违约概率。

贷款类型：本交易入池贷款中包含有贷款类型为弹性信贷的贷款，这部分贷款所需的末期偿还额度较大，对借款人在末期的偿还压力较大，我们对贷款类型为弹性信贷的贷款的违约概率作了一定的上调。

借款人年龄：如果借款人年龄小于 30 岁，联合资信认为其经济来源不甚稳定，在计算信用增级水平时对其违约概率做出了向上调整。

2. 违约贷款损失率及违约时间分布

违约贷款损失的计量主要着眼于违约贷款可能产生的损失，它考虑了贷款的本金余额、

债权顺序、抵押车辆价值、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。基于以上考虑，我们采用的汽车跌价比率参数，即不同评级不同车龄的抵押车辆在处置时相较于车辆购置原价的预期跌价比率，如表 20 所示。

表 20 基准跌价比率

时间 \ 等级	AAA	AA	A	BBB
一年	55.00%	47.50%	40.00%	35.00%
二年	68.50%	63.25%	58.00%	54.50%
三年	77.95%	74.28%	70.60%	68.15%
四年	84.57%	81.99%	79.42%	77.71%

(1) 处置成本

当贷款发生违约后，由于各笔贷款回收能力和意愿的不同以及其他多种不确定因素，不同贷款的违约处置时间和成本差异较大。联合资信根据历史经验，确定了本交易的基准处置时间和成本。

(2) 抵押物

抵押作为一种有效的担保方式，能够很好的缓释信用风险，本交易入池贷款全部办理了抵押登记手续，联合资信在计算损失率时考虑了抵押车辆的回收因素。

基于静态池数据，并结合资产池特征，联合资信计算出匹配资产池的违约时间分布，详见表 21。

表 21 违约时间分布

时间（月）	违约时间分布
1	4.47%
2	3.75%
3	4.37%
4	5.50%
5	6.20%
6	4.89%
7	5.10%
8	4.95%
9	4.57%
10	5.01%
11	4.93%
12	4.73%
13	4.11%
14	3.91%

15	3.58%
16	3.55%
17	3.20%
18	2.93%
19	2.71%
20	2.57%
21	2.14%
22	1.93%
23	1.71%
24	1.54%
25	1.33%
26	1.17%
27	0.77%
28	0.48%
29	0.54%
30	0.54%
31	0.29%
32	0.14%
33	0.13%
34	0.18%
35	0.15%
36	0.18%
37-51	1.75%

3. 必要信用增级水平

目标评级必要信用增级水平主要用于目标评级违约损失抵补。基于贷款违约概率与损失率分析，联合资信测算出了本交易目标评级的必要增级水平。不同目标评级的目标评级损失率如表 22 所示。

表 22 目标评级必要增级水平 单位：%

级别	目标评级损失率
AAA	10.40%
AA ⁺	7.08%
AA	6.72%
AA ⁻	6.01%
A ⁺	3.78%
A	3.31%
A ⁻	2.95%

4. 现金流分析

在假定借款人完全按照个人汽车抵押贷款合同偿付本金和手续费、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据大众金融提供的现金流入进行了计算，资产池各期的现金流入结果如图 3 所示。

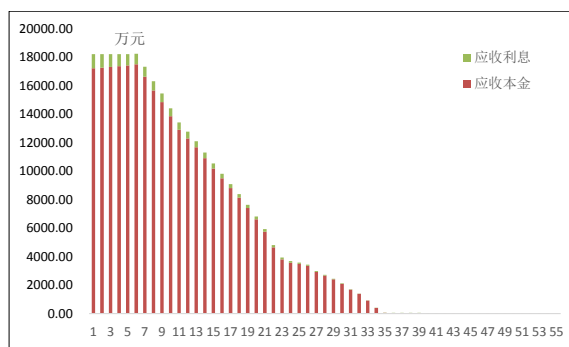


图3 正常情况下资产池现金流

根据具体的交易结构及证券偿付安排，联合资信构建了用于本交易信用评级的现金流模型。该现金流模型基于贷款违约时间分布和证券发行成本等情景假设，评估了各种压力情景下A级证券和B级证券的兑付状况，并检验了既定压力情景下交易结构所提供的信用增级水平能否满足预定评级的需要。从本交易现金流分析的结果来看，A级证券和B级证券均能够通过相应评级压力情景的测试，详见表23。

表23 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况	A级证券临界损失率	B级证券临界损失率
模拟集中违约	见表21	违约时间分布集中在前12个月	11.61%	7.60%
		违约时间分布集中在前18个月	11.69%	7.65%
		违约时间分布集中在13-24个月	12.07%	7.87%
利差	A级证券预期发行利率4.0% B级证券预期发行利率5.1%	预期发行利率全部上升100个BP	11.13%	6.97%
提前还款率	5%	0%	11.95%	7.73%
		2.5%	11.97%	7.75%
		7.5%	12.01%	7.79%
		10%	12.03%	7.81%
		20%	12.12%	7.89%
组合压力情景1	——	A级证券和B级证券发行利率分别为4.5%和5.6%，违约时间分布集中在前18个月，提前还款率为2.5%/年	11.16%	7.17%
组合压力情景2	——	A级证券和B级证券发行利率分别为5.0%和6.1%，违约时间分布集中在前12个月，提前还款率为0%/年	10.61%	6.69%

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为大众金融。作为发起机构，大众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。

大众金融是欧洲最大的汽车金融服务机构——大众汽车金融服务股份公司的全资子公司，最初于1998年以代表处形式成立。2004年8月，大众金融在北京正式注册成立，并获得汽车金融公司的相关证照，是以促进大众汽车在中国的销售增长为目的提供专属汽车金融服务的非银行金融机构，受银监会监管。大众金融继承了大众汽车金融服务股份公司的一贯服务

理念，联合大众汽车集团在华两位合资伙伴——上海大众和一汽大众，共同致力于为大众汽车集团旗下的特许经销商和广大汽车消费者提供全方位的专业化金融产品与服务。公司成立当年即开展零售贷款业务，2006 年开展了经销商贷款业务。初始注册资本为人民币 5 亿元，截至 2014 年 3 月增资至人民币 40 亿元。

目前大众金融在中国开展大众、奥迪、斯柯达等品牌的汽车金融服务，截至 2016 年 3 月，零售业务网络覆盖全国三十多个省、直辖市、自治区的 307 个大中城市，合作汽车经销商达到 2,565 家；经销商融资业务方面，已与 224 个城市的 582 家经销商开展了长期稳定的合作。大众金融总资产规模已达到 372.66 亿元人民币，其中发放贷款 346.27 亿元。

大众金融的资产组合在过去几年中快速增长，从 2011 年至 2016 年 3 月，尚未履行完毕的合同数（即资产组合）增长超过 4 倍，而员工人数亦增加 84%。大众金融的零售业务增长尤为强劲。从 2008 年至 2015 年底，产生的新合同数增长了约 11 倍。渗透率（即大众汽车经销商销售的且以大众金融发放汽车贷款作为买车融资手段汽车销售量占大众汽车经销商销售的汽车总量之比例）也增加了约 3 倍。截至 2015 年 12 月，大众金融当年发放了 32.2 万份新零售贷款合同，就大众汽车经销商销售的汽车总数而言渗透率达到 9.2%。

截至 2015 年年末，大众金融资产总额达到 375.29 亿元，负债总额 317.80 亿元，股东权益 57.49 亿元。2015 年全年，大众金融实现营业收入 21.32 亿元，净利润 7.16 亿元。2013 年至 2015 年，大众金融的主要财务指标如表 24 所示：

表 24 大众金融主要财务指标 单位：亿元

财务指标	2015 年	2014 年	2013 年
总资产	375.29	367.71	261.86
所有者权益	57.49	50.33	35.32
营业收入	21.32	16.58	12.26
净利润	4.32	5.01	7.16

大众金融制定了较为完整的贷款管理流程，对贷前贷后的操作步骤和方法进行了较为明确的规定。大众金融设有一支由 55 名员工组成的信贷团队，专门负责做出信贷决定，提高了信贷审批的独立性和风险识别的有效性。通过大众金融的内部信用评分系统，零售贷款申请中有较大一部分（约 40%）被自动批准或拒绝，剩余的申请（约 60%）的信贷决定则通过人工方式作出，被自动拒绝的申请可以由信贷专员通过人工方式予以批准，即将案例上报给具有最高一级审批权限的审批人员或被授权的特定的具有二级审批权限的审批人员。

截至 2015 年末，大众金融的不良贷款占全部存量贷款的比率为 0.38%，不良率较低。大众金融信贷风险控制水平良好。

在资产证券化方面，大众金融作为发起机构成功在银行间市场发起了华驭第一期、华驭第二期、华驭第三期汽车抵押贷款资产证券化项目，并担任交易的贷款服务机构。大众金融具备较丰富的证券化交易与贷款服务经验。

总体来看，大众金融公司治理规范、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。大众金融作为本交易的原始权益人和贷款服务机构，尽职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国银行股份有限公司北京市分行。中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）成立于 1912 年 2 月，截至 2015 年末，中国银行资产总额 168,155.97 亿元，其中发放贷款和垫款净额 83,951.95 亿元；负债总额 154,579.92 亿元，其中客户存款余额 117,291.71 亿元；所有者权益合计 13,576.05 亿元；不良贷款率 1.43%，拨备覆盖率 153.30%；根据中国银监会《商业银行资本管理办法（试行）》计算的资本充足率 14.06%，一级资本充足率 12.07%，核心一级资本充足率 11.10%。2015

年，中国银行实现营业收入 4,743.21 亿元，净利润 1,794.17 亿元。

中国银行开展信贷资产证券化托管业务的经验丰富。自 2005 年开展此项托管业务以来，至今已有 10 年经验。作为信贷资产证券化的资金保管机构，中国银行与等多家金融机构客户建立了密切的合作关系，目前部分项目已到期终止，积累了全流程的资金保管服务经验。

中国银行财务状况稳健，经营业绩良好，托管经验丰富，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的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中信信托有限责任公司。中信信托成立于 1988 年 3 月，并于 2002 年 9 月经中国人民银行批准重新登记。目前中信信托注册资本金 100 亿元人民币，其中中国中信有限公司持股 80%，中信兴业投资

集团有限公司持股 20%。

截至 2015 年末，中信信托资产总额 237.99 亿元，所有者权益 179.97 亿元。2015 年，中信信托实现营业收入 102.63 亿元，净利润 31.54 亿元。

中信信托自 2002 年重新登记以来，遵照中国银行业监督管理委员会的监管要求，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，增强风险控制能力，在规范经营方面取得了一定的发展。中信信托已经基本建立了一套完整的公司治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架，能够较为有效地防范各种风险。

中信信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验，近年来中信信托先后发行了多单资产支持证券。

总体来看，中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

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

联合资信收到的法律意见书表明：本次发行主要交易主体均是在中国境内依法设立、有效存续并具备相应主体资格的金融机构；交易文件样本均载明了中国法律要求应当载明的必要事项，其内容均不违反中国法律的强制性规定；交易文件在约定的生效条件满足后将对各

方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方可按照相应的条款针对其他各方主张相应权利；大众金融以其合法持有的汽车抵押贷款债权、附属抵押权及其他附属担保权益作为信贷资产证券化的基础资产符合相关规定，该基础资产池可以依法设立信托；除相关监管部门外，委托人和受托人就签署、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、授权或同意；信托财产与大众金融未设立信托的其他财产相区别，大众金融依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，如果大众金融不是信托的唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，只是大众金融持有的以次级资产支持证券表示的信托受益权作为其清算财产；如果届时优先级资产支持证券的

应付款项已全部足额清偿，大众金融作为次级资产支持证券持有人是信托的唯一受益人的，信托终止，信托财产作为其清算财产；信托财产亦与属于受托机构所有的财产相区别，受托机构依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产；如果发生《信托合同》项下需要发送权利完善通知的事件，在大众金融根据《信托合同》以权利完善通知的形式将债权转让的事实通知给借款人后，该债权的转让即对借款人发生法律效力；大众金融根据《信托合同》转让本次拟证券化的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，抵押权随主债权转移至受托机构，即使没有办理抵押权变更登记，受托机构对抵押车辆仍享有抵押权，但不能对抗善意第三人。

会计意见书表明：大众金融对其设立的特定目的信托拥有控制的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。据此，在编制财务报表时，大众金融应对特定目的信托进行合并。大众金融连同其合并的特定目的信托将依据其对信托资产继续涉入的程度，继续确认相关信托资产和负债。

税务意见书表明：（1）增值税方面：大众金融转让其信贷资产的行为不征收增值税；对信

贷资产信托项目取得的贷款利息收入，应全额征收增值税；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，应按现行增值税的政策规定缴纳增值税；机构投资者就其买卖信贷资产支持证券取得的差价收入需要缴纳增值税。（2）企业所得税方面：发起机构转让信贷资产取得的收益应缴纳企业所得税，发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；对信托项目收益在取得当年向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；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，均应按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；机构投资者买卖信贷资产支持证券获得的差价收入及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。（3）印花税方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

七、评级结论

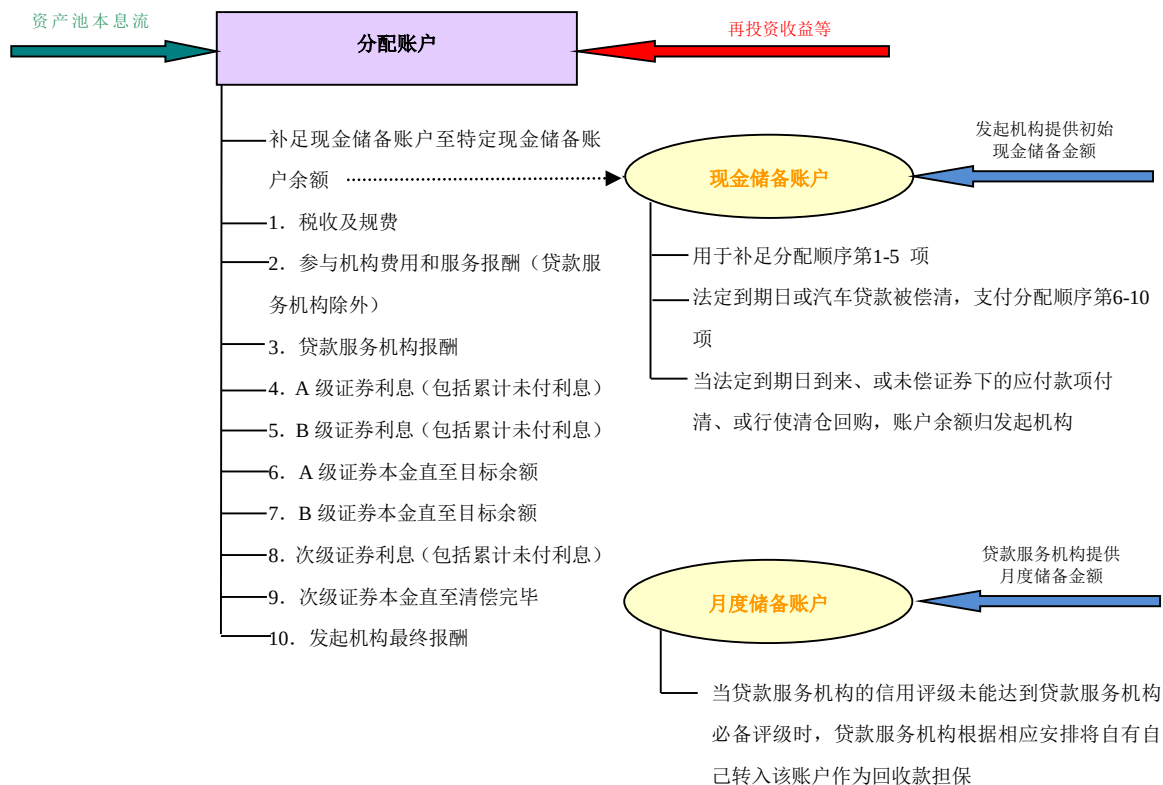
联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“华驭第四期汽车抵押贷款支持证券”的评级结果为：A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁻；次级证券未予评级。

上述 A 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

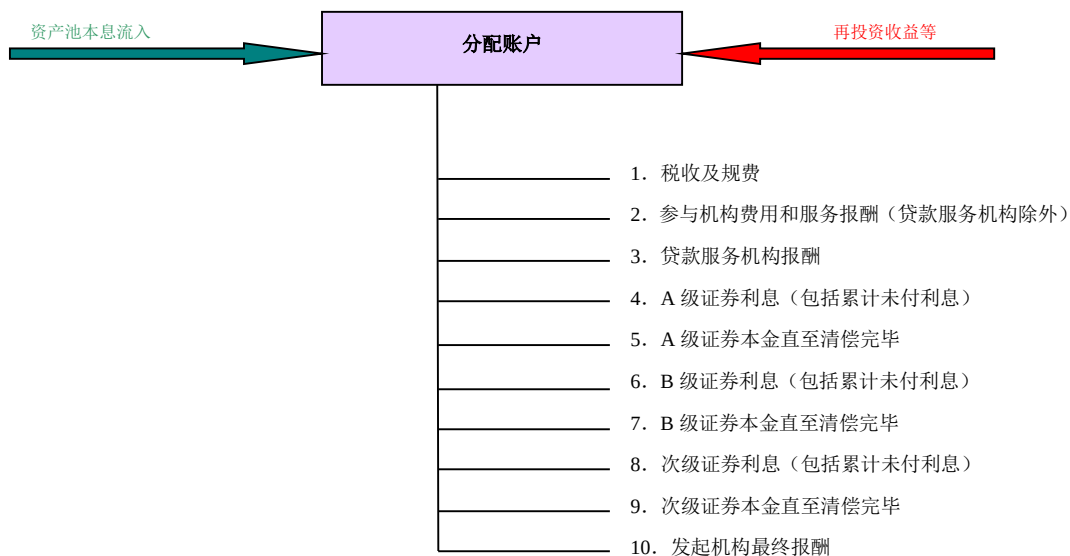
日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；B 级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图现金流支付机制

附图 1 “止赎事件”发生前的现金流



附图 2 “止赎事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 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：

等级		含义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	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	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	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	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	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 华驭第四期汽车抵押贷款支持证券跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为“华驭第四期汽车抵押贷款支持证券”优先级资产支持证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供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华驭第四期汽车抵押贷款支持证券信用状况的重大变动事项等内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对华驭第四期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，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对华驭第四期汽车抵押贷款支持证券状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整华驭第四期汽车抵押贷款支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华驭第四期汽车抵押贷款支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十五日

