

信用评级公告

联合〔2022〕8033号

联合资信评估股份有限公司通过对“华驭第十四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“华驭第十四期汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年九月二十日

华驭第十四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)	资产占比 (%)	证券占比 (%)	信用等级
A 级证券	713,600.00	89.20	89.65	AAA _{sf}
次级证券	82,400.00	10.30	10.35	NR
证券合计	796,000.00	99.50	100.00	--
初始超额抵押	4,004.66	0.50	--	--
资产池合计	800,004.66	100.00	--	--

注：1.本报告的评级结论为联合资信基于报告出具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.金额为初始起算日折后本息余额；3.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；4.NR—未予评级

交易概览

初始起算日：2022 年 5 月 31 日

证券法定到期日：2029 年 8 月 26 日

交易类型：静态现金流型 ABS

基础资产：大众汽车金融（中国）有限公司发放的汽车抵押贷款

信用提升机制：优先/次级结构、超额抵押、现金储备、月度储备、触发机制

委托人/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

资金保管机构：中国工商银行股份有限公司北京市分行

登记机构/付款代理机构：中央国债登记结算有限责任公司

主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司

联席主承销商：法国巴黎银行（中国）有限公司、花旗银行（中国）有限公司和中国工商银行股份有限公司

评级时间

2022 年 9 月 20 日

分析师

王笛 范雅欣 宋宇 李玲珊

电话：010-85679696

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，并对基础资产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大众汽车金融（中国）有限公司（以下简称“大众金融”）向 98,907 户借款人发放的 100,517 笔汽车抵押贷款，不但具备了一般汽车金融资产池分散性好、首付合理（加权平均首付比例为 35.28%）、分期偿还等优点，而且历史静态池信用表现优良（60 期预期累计违约率为 1.91%¹，考虑账龄的预期累计违约率为 1.28%，回收率为 50.79%），资产池整体质量良好。联合资信也注意到，本交易采用折现机制对入池资产重新定价，折现率为 5.1261%/年（折现率考虑了优先费用和各级证券预期发行利率），我们在量化测算中已经予以考虑。在此基础上，优先/次级结构设置、初始超额抵押（资产占比 0.50%）、触发机制设置为 A 级资产支持证券提供了充足的信用支持。

联合资信评定“华驭第十四期汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 本交易入池零售汽车抵押贷款质量良好。

本交易入池贷款为大众金融向 98,907 户借款人发放的 100,517 笔贷款，分布在全国 31 个地区，入池贷款分散性很好。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，历史静态池 60 期预期累计违约率为 1.91%，考虑账龄的预期累计违约率为 1.28%，回收率为 50.79%，信

¹ 联合资信依据发起机构提供的静态池数据计算所得，详见“四 定量分析”。

用表现良好。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. **优先/次级结构为 A 级资产支持证券提供了充足的信用支持。**本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，在初始资产初始起算日，考虑超额抵押后，A 级资产支持证券获得次级资产支持证券 10.80% 的信用支持。
3. **储备账户及触发机制的设置**为 A 级资产支持证券提供了更多的保障。现金储备账户的设置
- 为 A 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的设置
- 为 A 级资产支持证券本息的偿付提供了进一步的保障。
4. **大众金融作为贷款服务机构经验丰富。**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。

我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

关注

1. **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。
2. **未办理抵押权变更登记带来的法律风险。**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机构之间发生法律效力，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。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。
3. **外部经济环境不确定性风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

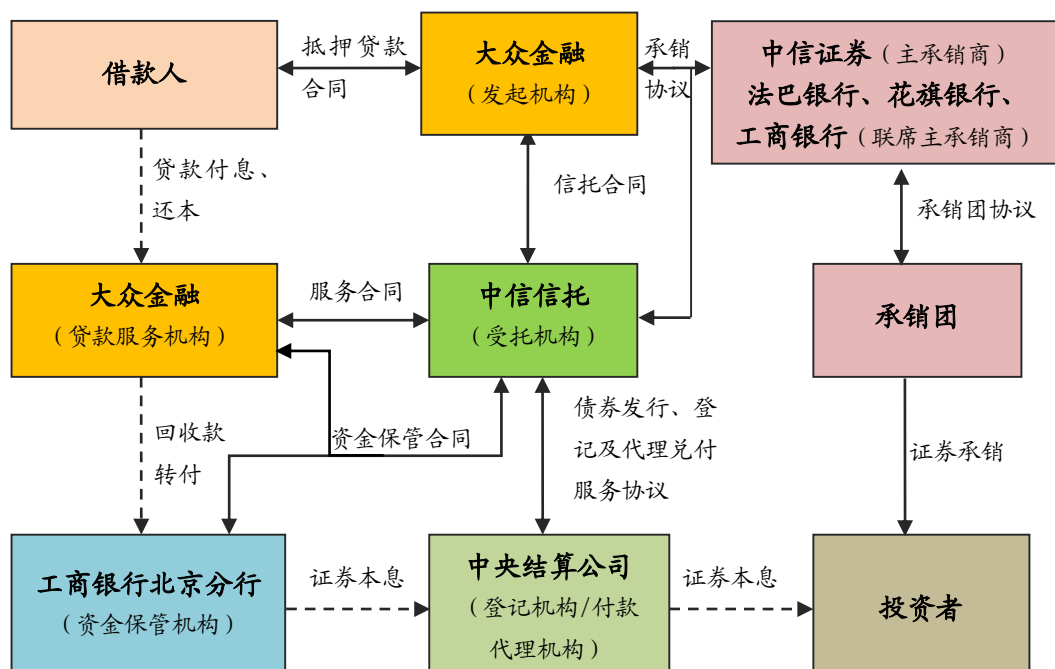
1. 交易结构

本交易的发起机构大众汽车金融（中国）有限公司（以下简称“大众金融”）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“华驭第十四期汽车抵押贷款证券化

信托”（以下简称“本交易”或“本信托”）。

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”或“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“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。

图 1 交易安排



资料来源：发行人提供，联合资信整理

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，享有优先权益；次级证券享有次级权益。

本交易 A 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/次级的顺序偿付本金。具体而言，分配账户资金将首先偿付 A 级证券本金，当 A 级证券本金余额达到其相应目标余额后，用来偿付次级证券利息及本金，直至完毕。A 级证券目标余额：（a）除（b）段所

述情况以外，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 10.00%，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，A 级证券超额担保目标比例乘以折后本息余额总额。A 级证券超额担保目标比例见下文。

A 级证券、次级证券均采用固定利率，A 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

券采用簿记建档方式发行，次级证券全部由发起机构持有。

表 1 资产支持证券概况（单位：万元、%）

证券名称	发行规模	资产占比	证券占比	利率类型	预期到期日	本息支付方式
A 级证券	713,600.00	89.20	89.65	固定利率	2025/08/26	按月付息、过手还本至目标余额
次级证券	82,400.00	10.30	10.35	固定利率	2025/08/26	按月付息、过手还本
证券合计	796,000.00	99.50	100.00	--	--	--
初始超额抵押	4,004.66	0.50	--	--	--	--
资产池合计	800,004.66	100.00	--	--	--	--

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

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。

本交易的基础资产（或“已转让贷款”）为发起机构根据信托合同信托并转让予发行人的汽车贷款。根据信托合同约定，大众金融就本交易于初始起算日已转让贷款做出如下陈述及保证：

（a）贷款合同构成合法有效、具约束力且可强制执行的合同；（b）已转让贷款可以转让；贷款合同规定每月还款；（c）其有权处置汽车贷款，不受第三方权利的限制；（d）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；（e）已转让贷款均未逾期；（f）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；（g）借款人均不是 Volkswagen AG 的关联公司，也不是发起机构的雇员；（h）根据发起机构的记录，没有贷款合同已被终止；（i）贷款合同受中国法律管辖，并均在 2008 年 1 月或之后签订；（j）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；（k）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

后六十（60）个月内每月付款，也可规定最后一期弹性尾款；（l）每笔已转让贷款的剩余还款期限不少于六（6）期，也不多于五十八（58）期；

（m）就任何单个借款人而言，本合同项下信托的、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 4,000,000 元；（n）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；（o）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；（p）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；（q）根据银保监会的贷款五级分类体系，已转让贷款属于正常贷款；（r）已转让贷款以人民币计；（s）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；以及（t）每笔已转让贷款的历史最长逾期天数不超过 60 天。

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

在信托财产交割日或之前，受托机构应在资金保管机构开立独立的托管账户，记录信托财产的收支情况，托管账户下现金储备账户和分配账户。

现金储备账户初始金额（即初始现金储备金额）为人民币 9,600.00 万元，相当于初始资产初始起算日折后本息余额总额的 1.20%（资金来源于证券发行收入），用以缓释流动性风险。

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²或以上时，贷款服务机构应于每月的支付日（每个月第 26 日）前的第 6 个工作日将月度回收款划转至分配账户；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且贷款服务机构未能按交易文件服务合同中约定提供月度储备时，贷款服务机构应于收到相关回收款后的第 3 个工作日将该等回收款转入分配账户。

（2）现金流支付机制

触发事件定义

现金流支付机制按照“止赎事件”是否发生有所差异。

“止赎事件”指任何下列事件：（a）发行人发生丧失清偿能力事件；（b）发行人在届时未偿的有控制权的证券之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支付任何证券的本金。前提是在相关有控制权的持有人大会全体同意认定用另一家符合受托机构资格标准的受托机构替换发行人不可行之前，该等事

件不应作为“止赎事件”。

回收款分配

根据交易结构安排，“止赎事件”发生前，分配账户项下资金按照如下顺序进行分配：（a）税收（若有）；（b）贷款服务机构报酬；（c）参与机构报酬及费用；（d）A 级证券利息；（e）补足现金储备账户以维持其特定现金储备账户余额³；（f）A 级证券本金至目标余额；（g）次级证券利息；（h）若发起机构未进行清仓回购时，分配次级证券本金至次级证券本金余额不少于届时证券未偿本金金额的 5.00%；若发起机构进行清仓回购，则偿还次级证券本金直至清偿完毕；（i）剩余金额作为最终成功报酬支付给发起机构。“止赎事件”发生前分配顺序详见附图一。

如果“止赎事件”被触发，则分配账户和现金储备账户项下资金将顺次支付（a）税收（若有）；（b）贷款服务机构报酬；（c）参与机构报酬及费用；（d）A 级证券利息；（e）A 级证券本金直至清偿完毕；（f）次级证券利息；（g）若发起机构未进行清仓回购时，分配次级证券本金至次级证券本金余额不少于届时证券未偿本金金额的 5.00%；若发起机构进行清仓回购，则偿还次级证券本金直至清偿完毕；（h）剩余金额作为最终成功报酬支付给发起机构。“止赎事件”发生后分配顺序详见附图二。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易设置了优先/次级结构、超额抵押、超额担保以及触发机制等交易结构安排实现信用提升。同时，现金储备、月度储备等交易结构的安排可以缓释相应风险。

本交易参照 Driver⁴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级证券的利息。

² 贷款服务机构必备评级：（a）就联合资信的评级系统而言，A 以及更高信用评级；（b）就中债资信的评级系统而言，A-以及更高信用评级。

³ 特定现金储备账户余额：指初始金额人民币 9,600.00 万元以及，在每个支付日，以下二者中较高者：（a）月度期间结束时的资产池折后本息余额总额的 1.20%，和（b）以下两项中的较低者，（i）人民币 8,000.00 万

元，及（ii）A 级证券的在月度期间结束时的累计未偿本金金额。

⁴ Driver 是大众汽车金融服务股份有限公司在全球范围内发行汽车贷款资产支持证券时采用的一个标准结构。

（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，次级证券为 A 级证券提供信用损失保护。在初始起算日，次级证券为 A 级证券提供 10.30% 的信用支持。

（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折后本息余额的 0.50%。按照 5.1261% 的折现率计算，A 级证券、次级证券总额占初始起算日折后本息余额的 99.50%，超额抵押为 A 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⁵，在不同信用增级条件下优先级证券的超额担保目标比例有所不同，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 级证券超额担保目标比例为：

（a）信用增级条件未被触发前，为 23.00%；以及（b）在信用增级条件被触发后，为 100.00%。

当未触发信用增级条件时，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。

（4）月度储备

本交易设置了月度储备安排。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，无需进行月度储备；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分配账户，转入金额约为半个月的资产池预计回收款，作为对月度回收款的预付。在每个支付日

前的第 6 个工作日，贷款服务机构将相关月度回收款支付至分配账户的义务可与已转入分配账户的月度储备资金进行净额抵销，相关差额由贷款服务机构进行补足，多余金额返还给贷款服务机构。月度储备安排对混同风险起到了一定的缓释作用。

（5）现金储备

本交易设置了现金储备账户，用以缓释流动性风险。发行人于发行日将人民币 9,600.00 万元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于各支付日维持在特定现金储备账户余额的水平。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补足（a）-（d）项之不足，在法定到期日或一旦汽车贷款被偿清，亦可用于参与分配止赎事件发生前的支付顺序（f）-（i）项的支付；当发生止赎事件后，现金储备账户中的资金将和分配账户项下资金一起参与分配。在止赎事件发生前且信用增级条件未被触发时，发行人在各支付日将超出特定现金储备账户余额的资金分配给次级持有人或支付给发起机构。

（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（若有）、贷款服务机构报酬、参与机构报酬及费用后将全部用于 A 级证券本息的偿付，直至完毕，再用于兑付次级证券的本息。触发机制的安排在一定程度上缓释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。

2. 交易结构风险分析

（1）混同风险

本交易混同风险较小。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

⁵ 信用增级条件：如果发生以下情况，信用增级条件应当被视为发生：
（a）在 2023 年 8 月之前或在此期间内的任一支付日，累计损失率超过 1.20%；或者（b）自 2023 年 9 月开始，但在 2024 年 4 月之前或在此期间

内的任一支付日，累计损失率超过 1.60%；或者（c）在任一支付日，累计损失率超过 2.00%。

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，并按月将回收款转付至分配账户，划转频率较高。此外，本交易安排了月度储备来缓释混同风险，当贷款服务机构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分配账户，转入金额约为半个月的资产池预计回收款，作为对月度回收款的预付。否则，贷款服务机构应于收到回收款后的第3个工作日将回收款转入分配账户。

必备评级和月度储备的设置可以缓释混同风险，因此联合资信认为本交易的混同风险较小。

（2）抵销风险

本交易不存在抵销风险。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。

（3）流动性风险

本交易流动性风险较小。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时间错配和金额错配。本交易底层资产的还款频率与证券支付频率均为按月，联合资信认为，本交易因为时间错配导致流动性风险的可能性较小，本交易因金额错配导致流动性风险的可能性已通过压力测试进行测算，评级结果已考虑因金额错配导致流动性风险的可能性。

（4）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。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。

依据大众金融汽车贷款业务合同规定，借款人可以向大众金融提交还款计划变更申请，是否准许由大众金融决定，对于提前还款或提前部分还款，大众金融将加收提前还款金额3%的费用；如借款人适用优惠年利率，则还款计划不得变更。上述规定在一定程度上约束了借款人的早偿行为，能够在一定程度上缓释提前偿还风险。同时，联合资信在现金流分析时，已考虑提前偿还和拖欠对回收款流入的影响，测算结果已经反映了上述风险。

（5）未办理抵押权变更登记带来的法律风险

本交易存在一定的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。但是，发起机构及受托机构未办理抵押权变更登记，所以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。

3. 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。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发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

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，受银保监会监管。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汽大众汽车有限公司和一汽-大众汽车有限公司，共同致力于为广大汽车消费者提供全方位的专业化金融产品与服务。大众金融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 5 亿元，截至 2018 年 12 月末增资至 82.00 亿元，截至 2021 年底，大众金融注册资本和实收资本均为 82.00 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，业务板块包括经销商融资和零售贷款。为应对市场竞争及公司政策，大众金融在客户，二手车及经销商融资业务方面推行“敏捷”项目，快速响应厂家/客户/市场变化，增强企业竞争力及可持续发展能力。近年来，年轻人逐渐成为购车的主力群体，汽车销售也逐渐下沉至三、四线城市等，综合利用低首付、长贷期、低利率等产品组合方式，降低客户用车门槛，吸引包括年轻车主等更多客户群体。

截至 2021 年底，公司口径下，大众金融资产总规模达 830.20 亿元，比上年末下降 2.75%；所有者权益为 151.46 亿元，比上年末增长 6.94%；2021 年营业收入 29.17 亿元，净利润 9.81 亿元，由于经销商服务费会计处理变化（变为摊销），净利润相比往年有较大增长。

表 2 大众金融主要财务指标（公司口径）
(单位：亿元)

财务指标	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	771.97	853.65	830.20
所有者权益	137.53	141.62	151.46
营业收入	27.28	25.20	29.17

利润总额	14.37	10.75	15.53
净利润	8.62	4.10	9.81

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

大众金融在总部风险管理框架体系下，确保满足本地监管要求，近年来大众金融加强了二手车业务渠道管理，贷前引入了第三方数据识别，接入了百行征信体系，通过积极调整风控政策有效降低风险损失。

截至 2021 年底，大众金融的零售贷款不良率为 0.39%，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多单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。

(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北京市分行。中国工商银行股份有限公司自身财务状况稳健，行业地位显著，风控能力很强，信用等级极高，联合资信认为其作为资金保管机构，履职能力很强，将为本交易提供良好的服务。

中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改制为股份有限公司。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 2022 年 3 月底，工商银行股本总额 3,564.07 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 31.14%。

截至 2021 年底，工商银行资产总额 351,713.83 亿元，其中客户贷款及垫款总额 201,092.00 亿元；负债总额 318,961.25 亿元，其中客户存款 264,417.74 亿元；股东权益合计 32,752.58 亿元。截至 2021 年底，工商银行不良贷款率 1.42%，资本充足率 18.02%，核心一级资本充足率 13.31%。2021 年，工商银行实现营

业收入 9,427.62 亿元，净利润 3,502.16 亿元。

托管业务方面，工商银行积极拓展热点领域和新兴市场，稳步推进智慧托管银行建设及投产智慧营运平台主体功能。截至 2021 年底，工商银行托管业务总规模达 22.1 万亿元。2021 年，工商银行实现托管业务收入 87.38 亿元。

截至 2022 年 3 月底，工商银行资产总额 372,964.65 亿元，负债总额 339,415.51 亿元，股东权益合计 33,549.14 亿元；2022 年 1—3 月，工商银行实现营业总收入 2,494.67 亿元，净利润 911.29 亿元。

信用风险管理方面，工商银行实行独立、集中、垂直的信用风险管理模式，并不断的完善信贷业务流程，形成了信贷业务前、中、后台相分离的管理组织架构。近年来，工商银行根据宏观经济环境和金融监管要求的变化，积极支持实体经济的合理信贷需求，保持信贷总量增长与自身资本规模相适应。工商银行继续推动信贷制度建设，优化信贷操作流程；及时调整和完善各项信贷政策，加大信贷结构的调整力度，严格控制重点领域信用风险，加强潜在风险贷款管理和不良贷款清收处置工作；持续推进内部评级结果应用，加快构建信用风险监控分析中心，提升信贷业务全流程风险监控与监督水平，全面强化信用风险管理。

（3）受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人为中信信托。中信信托股东实力强、财务实力稳健、证券化业务安排较为完整，尽职能力较强。

本交易的受托机构/发行人为中信信托。中信信托成立于 1988 年 3 月。截至 2021 年底，中信信托注册资本 112.76 亿元；第一大股东为中国中信有限公司，持股比例为 82.26%，第二大股东为中信兴业投资集团有限公司，持股比例为 17.74%，中国中信集团有限公司为中信信托最终实际控制人。

截至 2021 年底，中信信托合并资产总额 493.24 亿元，负债合计 134.64 亿元，股东权益 358.60 亿元。2021 年，中信信托实现营业收入

85.85 亿元，净利润 35.02 亿元。

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。

风险管理方面，中信信托制定了《完善全面风险管理体系的行动方案》，通过组织、政策、流程、技术、文化五个维度，优化升级全面风险管理体系。同时，中信信托明确整体风险偏好，建立了年度风险偏好和限额体系，做到保持充足的净资本，保持充裕的流动性，满足监管各项合规管理要求，确保各类风险可承受。

4. 法律及其他要素分析

北京市金杜律师事务所为本交易出具相关法律意见。根据法律意见，联合资信认为：大众金融依法有效存续，信托财产与大众金融未设立信托的其他财产相区别。本次拟证券化资产相关的车辆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。基础资产池可以依法设立信托。

联合资信收到的法律意见书表明：大众金融依法有效存续，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，并取得了全部必要的内部授权；本项目交易文件不违反适用于大众金融的中国法律和大众金融的公司章程及相关组织性文件；交易文件一经本项目各方合法有效地签署和交付，将对各方构成合法有效并具有约束力的文件，并可以根据交易文件的条款针对本交易各方主张权利；除相关监管部门外，大众金融就签署、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；本项目交易文件一经各方合法有效地签署和交付，且大众金融根据《信托合同》将本次拟证券化的汽车抵押贷款债权转让给受托机构后，信托有效成立；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；经审查的抽样抵押贷款符合《信托合同》规定的大众金融对基础资产池进行陈述与保证的标准，相关的《贷款合同》《抵押合同》和其他资产池相关法律文件的条款内容合法合规；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《信托法》《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》的规定，该基础资产池可以依法设立信托。

会计意见书表明：大众金融将在其合并财务报表中对本信托进行合并；大众金融将不终止确认委托给中信信托的汽车抵押贷款债权资产。

税务意见书表明：（1）增值税方面：从信托

项目中取得的汽车抵押贷款资产利息收入，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、登记机构取得的登记/托管费、以及其他为汽车抵押贷款证券化交易提供增值税应税服务的机构取得的服务费收入等，应按增值税的相关政策规定缴纳增值税；金融机构（包括银行和非银行金融机构）投资者和非金融机构投资者持有汽车抵押贷款资产支持证券期间（含到期）的收入如果为保本收益，则视为贷款服务，相应的利息收入应当缴纳增值税；金融机构（包括银行和非银行金融机构）投资者和非金融机构投资者买卖汽车抵押贷款资产支持证券取得的以卖出价减去买入价计算的差价收入应缴纳增值税。（2）企业所得税方面：发起机构转让汽车抵押贷款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；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，信托项目收益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；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；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、证券登记托管服务的机构作为登记托管机构取得的报酬、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等，均应并入其应纳税所得额按其适用税率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。

三、基础资产分析

本交易初始入池资产全部属于贷款五级分类标准中的正常类贷款，资产池整体质量良好。

联合资信对本交易入池资产信用风险的评

估主要基于委托人汽车抵押贷款业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池贷款的整体信用状况进行综合分析。

1. 资产池分析

截至本交易资产池初始起算日，资产池概要统计如下表。

表3 资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	792,350.94
资产池未偿折后本息余额（万元）	800,004.66
资产池初始贷款本金余额（万元）	1,112,578.12
折现率（%）	5.1261
贷款笔数（笔）	100,517
借款人户数（户）	98,907
单笔贷款平均折后本息余额（万元）	7.96
借款人平均折后本息余额（万元）	8.09
单笔贷款最高初始贷款本金余额（万元）	368.99
单笔贷款最高折后本息余额（万元）	343.54
加权平均贷款利率（%）	5.07
最高贷款利率（%）	15.39
借款人加权平均年龄（岁）	36.40
加权平均贷款合同期限（月）	38.77
加权平均贷款剩余期限（月）	30.65
加权平均贷款账龄（月）	8.12
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（%）	64.72
新车占比（%）	95.40

注：1.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；

2.截至初始起算日，入池资产的借款人年龄、合同期限、剩余期限、账龄均由发起机构大众金融提供；

3.初始抵押率系依据大众金融提供的首付比例计算得出，初始抵押率=1-首付比例

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

2. 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343.54万元，占资产池全部未偿折后本息余额的0.04%，单笔平均未偿折后本息余额为7.96万元，资产池分散性很好。入池贷款未偿折后本息余额分布详见下表。

表4 入池贷款未偿折后本息余额分布

（单位：万元、笔、%）

金额	笔数	折后本息余额	金额占比
(0, 5]	41,393	131,010.61	16.38
(5, 10]	36,428	262,460.61	32.81
(10, 15]	11,998	145,864.76	18.23
(15, 20]	5,212	89,981.27	11.25
(20, 25]	2,369	52,787.14	6.60
(25, 30]	1,293	35,161.19	4.40

(30, 35]	566	18,166.50	2.27
(35, 40]	408	15,248.94	1.91
大于 40	850	49,323.63	6.17
合 计	100,517	800,004.66	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：大众金融提供，联合资信整理

3. 入池贷款首付比例分布

入池贷款加权平均首付比例为35.28%，首付比例在20%（不含）至50%（含）的未偿折后本息余额合计占比为77.22%，首付比例合理。本交易入池贷款首付比例分布见下表。

表5 入池贷款首付比例分布

（单位：%、笔、万元）

首付比例	笔数	折后本息余额	金额占比
(10, 20]	7,462	89,350.46	11.17
(20, 30]	18,032	205,281.15	25.66
(30, 40]	28,448	226,572.96	28.32
(40, 50]	30,497	185,905.02	23.24
(50, 60]	12,421	73,488.76	9.19
(60, 70]	2,699	14,924.97	1.87
(70, 80]	952	4,446.62	0.56
(80, 90]	6	34.72	0.00
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

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

4. 入池贷款初始抵押率分布

入池贷款初始抵押率在50%（不含）以上的未偿折后本息余额合计占比为85.04%，加权平均初始抵押率为64.72%，初始抵押率合理。本交易入池初始抵押率分布见下表。

表6 入池贷款初始抵押率分布

（单位：%、笔、万元）

初始抵押率	笔数	折后本息余额	金额占比
(10, 20]	36	166.60	0.02
(20, 30]	950	4,435.26	0.55
(30, 40]	3,203	19,495.33	2.44
(40, 50]	15,255	95,557.49	11.94
(50, 60]	30,236	174,911.74	21.86

(60, 70]	28,882	245,723.02	30.72
大于 70	21,955	259,715.23	32.46
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

5. 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 5.07%。入池贷款的利率分布如下表所示。

表 7 入池贷款利率分布
(单位：%、笔、万元)

利率	笔数	折后本息余额	金额占比
0	36,767	147,148.45	18.39
(0, 4]	14,832	94,595.82	11.82
(4, 5]	9,504	90,431.52	11.30
(5, 6]	12,965	124,988.67	15.62
(6, 7]	13,829	163,055.72	20.38
(7, 8]	7,023	102,058.36	12.76
(8, 9]	2,921	40,735.85	5.09
大于 9	2,676	36,990.27	4.62
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

6. 入池贷款担保情况

本交易入池贷款全部为抵押类贷款，有助于提升贷款违约之后的回收。

7. 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 24、36 及 60 个月，加权平均贷款合同期限为 38.77 个月。入池贷款合同期限分布详见下表。

表 8 入池贷款合同期限分布
(单位：月、笔、万元、%)

合同期限	笔数	折后本息余额	金额占比
12	601	4,922.06	0.62
18	308	1,371.52	0.17
24	45832	214,625.83	26.83
36	38103	357,400.77	44.67
48	3099	32,480.19	4.06
60	12574	189,204.29	23.65
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

8. 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款账龄主要集中在 12 个月及以内，其未偿折后本息余额占比为 80.30%，加权平均账龄为 8.12 个月。入池贷款账龄分布见下表。

表 9 入池贷款账龄分布
(单位：月、笔、万元、%)

账龄	笔数	折后本息余额	金额占比
[2, 12]	70,356	642,393.79	80.30
(12, 24]	27,456	148,368.91	18.55
(24, 36]	2,669	9,080.23	1.14
36 以上	36	161.73	0.02
合 计	100,517	800,004.66	100.00

注：[,]为左闭右开区间，例如[2, 12]表示大于等于 2 但小于等于 12，下同
资料来源：大众金融提供，联合资信整理

9. 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 30.65 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下表。

表 10 入池贷款剩余期限分布
(单位：月、笔、万元、%)

剩余期限	笔数	折后本息余额	金额占比
[6, 12]	19,144	57,496.10	7.19
(12, 24]	41,328	255,491.70	31.94
(24, 36]	25,700	276,249.15	34.53
(36, 48]	5,025	59,488.68	7.44
(48, 60]	9,320	151,279.03	18.91
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

10. 入池贷款类型分布

本交易的入池贷款类型分为四种，分别是非弹性新车贷款、非弹性二手车贷款、尊享平衡贷、玲珑轻松贷，其中非弹性新车贷款占比最大，为入池贷款未偿折后本息余额的 94.61%。入池贷款的贷款类型分布见下表。

表 11 入池贷款的贷款类型分布
(单位：笔、万元、%)

贷款类型	笔数	折后本息余额	金额占比
非弹性新车贷款	96,351	756,901.47	94.61
非弹性二手车贷款	3,841	36,813.46	4.60

尊享平衡贷	317	6,065.74	0.76
玲珑轻松贷	8	223.99	0.03
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

11. 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，年收入在 30 万元以下的借款人合计占个人借款人的比例约为 78.07%，具体借款人年收入分布情况见下表。

表 12 入池贷款个人借款人（不含企业借款）年收入分布
(单位：万元、笔、%)

年收入	笔数	折后本息余额	金额占比
[0, 10]	27,744	144,911.52	19.91
(10, 20]	44,381	302,023.33	41.50
(20, 30]	12,749	121,227.08	16.66
(30, 40]	4,482	57,095.12	7.85
(40, 50]	1,655	25,341.59	3.48
50 以上	3,865	77,135.57	10.60
合 计	94,876	727,734.21	100.00

注：1. 本交易入池资产中共涉及 94,876 笔个人客户贷款，折后本息余额 727,734.21 万元；涉及 5,641 笔公司客户贷款，折后本息余额 72,270.44 万元
2. 个人借款人相关特征分布占比基于个人客户贷款规模计算，下同
资料来源：大众金融提供，联合资信整理

12. 入池贷款个人借款人年龄分布

截至初始资产初始起算日，本交易入池贷款个人借款人加权平均年龄为 36.40 岁，基本处于个人职业发展的上升阶段，预期收入将保持稳定或上升。入池贷款个人借款人年龄分布如下表所示。

表 13 入池贷款个人借款人（不含企业借款）年龄分布
(单位：岁、笔、万元、%)

年龄	笔数	折后本息余额	金额占比
[18, 20]	979	7,067.70	0.97
(20, 30]	28,173	208,652.14	28.67
(30, 40]	37,533	293,848.31	40.38
(40, 50]	19,127	148,190.42	20.36
大于 50	9,064	69,975.64	9.62
合 计	94,876	727,734.21	100.00

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

13. 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。具体分布如下表所示。

表 14 入池贷款借款人（不含企业借款）职业分布
(单位：笔、万元、%)

职业	笔数	折后本息余额	金额占比
雇员	32,233	206,156.10	28.33
经理	18,987	187,846.54	25.81
自雇	13,422	102,701.21	14.11
工人	15,107	91,159.52	12.53
法定代表人	3,656	53,436.98	7.34
专业人员（医生、老师）	4,615	32,908.70	4.52
公务员	3,961	31,872.28	4.38
自由职业者	1,374	10,198.01	1.40
职业注册师	240	1,930.46	0.27
其他	1,281	9,524.40	1.31
合 计	94,876	727,734.21	100.00

注：表中职业为大众金融职业划分口径。
资料来源：大众金融提供，联合资信整理

14. 入池贷款地区分布

入池贷款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。资产池入池贷款所在地区分布在 31 个省市，分布较为分散。其中山东省的未偿折后本息余额占比最大，达到 10.36%。入池贷款未偿折后本息余额占比前十大地区如下表所示。

表 15 入池贷款未偿本金占比前十大地区
(单位：笔、万元、%)

地区	笔数	折后本息余额	金额占比
山东	10,653	82,885.12	10.36
河南	7,137	51,176.88	6.40
浙江	6,677	46,971.19	5.87
广东	5,332	46,025.28	5.75
河北	7,586	44,911.38	5.61
四川	5,544	41,031.69	5.13
北京	4,120	38,213.81	4.78
湖北	4,194	36,580.96	4.57
江苏	5,032	35,655.15	4.46
陕西	3,609	33,402.06	4.18
合 计	59,884	456,853.53	57.11

资料来源：大众金融提供，联合资信整理

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、斯柯达等。其中大众品牌车辆占比最高，未偿折后本息余额占比 56.68%。抵押车辆品牌分布如下表所示。

表 16 抵押车辆品牌分布
(单位: 笔、万元、%)

车辆品牌	笔数	折后本息余额	金额占比
大众	69,928	453,461.16	56.68
奥迪	14,577	229,673.23	28.71
捷达	10,083	46,145.94	5.77
保时捷	563	25,436.97	3.18
进口大众	672	13,534.70	1.69
斯柯达	2,985	13,381.99	1.67
宾利	20	3,240.69	0.41
兰博基尼	3	535.41	0.07
其他	1,686	14,594.58	1.82
合 计	100,517	800,004.66	100.00

注: 上表中“大众”品牌包括“一汽大众”和“上汽大众”
资料来源: 大众金融提供, 联合资信整理

16. 汽车购买价格分布

汽车初始购买价格在 20 万及以下的入池贷款的未偿折后本息余额合计占比为 52.11%，少数贷款汽车购买价格高于 40 万元，最高为

960 万元。汽车的购买价格分布如下表所示。

表 17 汽车购买价格分布
(单位: 万元、笔、%)

车价	笔数	折后本息余额	金额占比
(0, 10]	21,149	76,463.66	9.56
(10, 20]	54,690	340,414.72	42.55
(20, 30]	13,750	145,877.13	18.23
(30, 40]	7,378	124,316.69	15.54
40 以上	3,550	112,932.46	14.12
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源: 大众金融提供, 联合资信整理

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 95.40%，抵押物为二手车的未偿折后本息余额占比为 4.60%，具体的抵押物状态分布如下表所示。

表 18 抵押物状态分布
(单位: 笔、万元、%)

抵押物状态	笔数	折后本息余额	金额占比
新车	96,676	763,191.20	95.40
二手车	3,841	36,813.46	4.60
合 计	100,517	800,004.66	100.00

资料来源: 大众金融提供, 联合资信整理

四、定量分析

1. 现金流分析

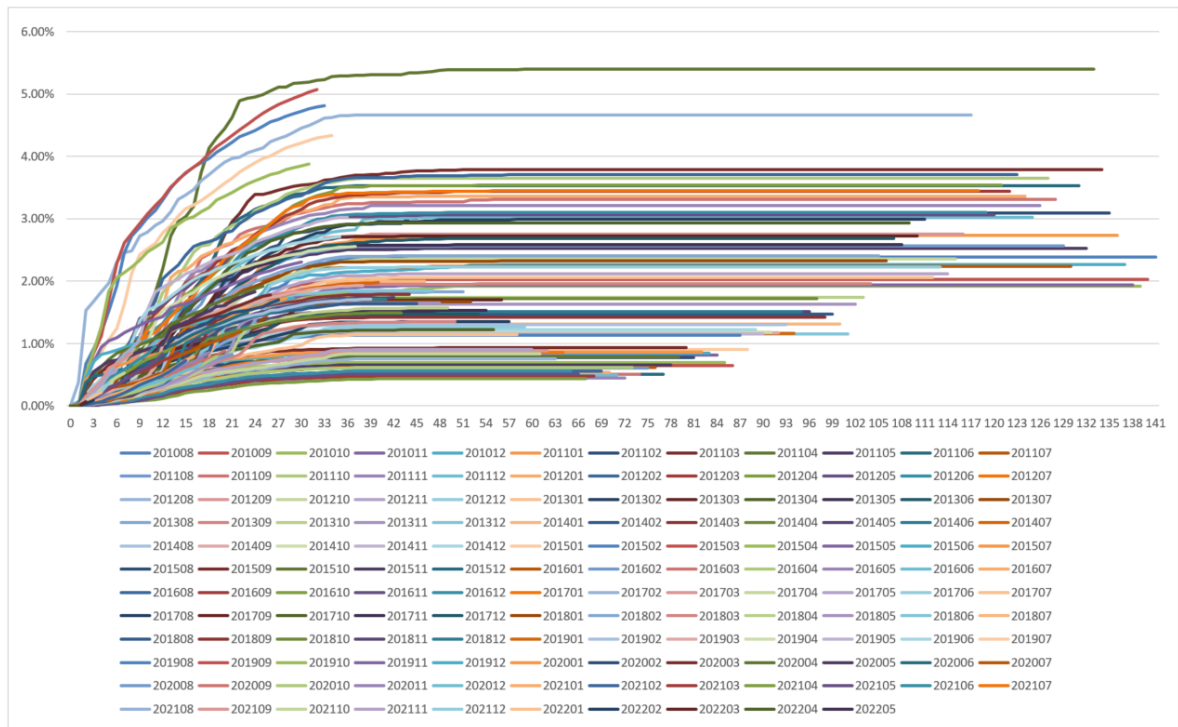
本交易基础资产为大众金融发放的 100,517 笔零售汽车抵押贷款。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据大众金融提供的标的业务历史数据，计算出累计违约率⁶、回收率和早偿率三个量化指标，用于分析本交易未来现金流情况。

大众金融的零售汽车抵押贷款的历史表现方面，联合资信整理了 2010 年 8 月—2022 年 5 月的 142 个静态池的数据(2021 年 11 月—2022 年 5 月数据观测周期短，未作参考)，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：

⁶ 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。

图 2 静态池在后续月份的累计违约率（30 天以上累计逾期率）表现



注：“201008”指在 2010 年 8 月 1 日至 2010 年 8 月 31 日期间发放的贷款，以此类推
资料来源：大众金融提供，联合资信整理。

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，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，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 60 个月⁷的预期累计违约率为 1.91%，考虑了资产池账龄因素调整后的预期累计违约率⁸为 1.28%。

回收率方面，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坏账时的未偿本金余额⁹）/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 2010 年 8 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，联合资信确定资产池基准回收率为 50.79%。联合资信计算得出的各静态池回收率如下表所示：

表 19 各静态池资产回收率

静态池	回收率（%）	静态池	回收率（%）	静态池	回收率（%）
2010 年 08 月	75.83	2014 年 03 月	32.86	2017 年 09 月	46.89
2010 年 09 月	80.12	2014 年 04 月	44.00	2017 年 10 月	45.77
2010 年 10 月	74.95	2014 年 05 月	46.09	2017 年 11 月	52.70
2010 年 11 月	72.23	2014 年 06 月	38.48	2017 年 12 月	57.38

⁷ 入池资产最长合同期限为 60 个月。

⁸ 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 为基础资产全周期预期累计违约率， CDR_1 为基础资产已有账期预期累计违约率。

⁹ 静态池最终被认定为坏账时的未偿本金余额=逾期 180 天以上贷款未偿本金余额+核销贷款未偿本金余额。

2010 年 12 月	79.03	2014 年 07 月	25.94	2018 年 01 月	47.78
2011 年 01 月	70.40	2014 年 08 月	47.24	2018 年 02 月	47.32
2011 年 02 月	69.99	2014 年 09 月	44.80	2018 年 03 月	48.32
2011 年 03 月	74.97	2014 年 10 月	37.79	2018 年 04 月	52.80
2011 年 04 月	82.18	2014 年 11 月	45.28	2018 年 05 月	52.19
2011 年 05 月	69.41	2014 年 12 月	51.42	2018 年 06 月	49.93
2011 年 06 月	76.61	2015 年 01 月	49.07	2018 年 07 月	55.51
2011 年 07 月	68.97	2015 年 02 月	50.30	2018 年 08 月	53.56
2011 年 08 月	65.04	2015 年 03 月	38.44	2018 年 09 月	56.04
2011 年 09 月	67.17	2015 年 04 月	54.12	2018 年 10 月	54.86
2011 年 10 月	74.09	2015 年 05 月	52.09	2018 年 11 月	55.74
2011 年 11 月	69.91	2015 年 06 月	33.50	2018 年 12 月	61.85
2011 年 12 月	69.32	2015 年 07 月	38.47	2019 年 01 月	64.93
2012 年 01 月	74.06	2015 年 08 月	28.25	2019 年 02 月	60.63
2012 年 02 月	71.23	2015 年 09 月	34.78	2019 年 03 月	59.68
2012 年 03 月	62.50	2015 年 10 月	44.16	2019 年 04 月	54.17
2012 年 04 月	68.10	2015 年 11 月	33.35	2019 年 05 月	50.90
2012 年 05 月	67.66	2015 年 12 月	32.92	2019 年 06 月	52.43
2012 年 06 月	70.65	2016 年 01 月	38.90	2019 年 07 月	43.61
2012 年 07 月	57.76	2016 年 02 月	49.68	2019 年 08 月	38.66
2012 年 08 月	71.44	2016 年 03 月	37.63	2019 年 09 月	37.25
2012 年 09 月	63.70	2016 年 04 月	30.71	2019 年 10 月	38.49
2012 年 10 月	63.35	2016 年 05 月	24.23	2019 年 11 月	40.95
2012 年 11 月	62.95	2016 年 06 月	34.90	2019 年 12 月	51.60
2012 年 12 月	60.29	2016 年 07 月	41.94	2020 年 01 月	54.36
2013 年 01 月	60.24	2016 年 08 月	25.55	2020 年 02 月	59.58
2013 年 02 月	62.85	2016 年 09 月	39.90	2020 年 03 月	34.35
2013 年 03 月	53.29	2016 年 10 月	40.60	2020 年 04 月	35.77
2013 年 04 月	55.69	2016 年 11 月	41.95	2020 年 05 月	36.70
2013 年 05 月	46.68	2016 年 12 月	45.18	2020 年 06 月	38.95
2013 年 06 月	52.25	2017 年 01 月	47.08	2020 年 07 月	46.56
2013 年 07 月	38.48	2017 年 02 月	42.97	2020 年 08 月	45.62
2013 年 08 月	56.10	2017 年 03 月	39.01	2020 年 09 月	40.78
2013 年 09 月	48.95	2017 年 04 月	40.74	2020 年 10 月	44.56
2013 年 10 月	37.66	2017 年 05 月	37.56	2020 年 11 月	36.20
2013 年 11 月	42.28	2017 年 06 月	43.48	2020 年 12 月	39.19
2013 年 12 月	49.93	2017 年 07 月	34.18	2021 年 01 月	46.05
2014 年 01 月	49.29	2017 年 08 月	41.74	2021 年 02 月	42.24
2014 年 02 月	48.52	平均值		50.79	

资料来源：联合资信整理

早偿率方面，本交易约定，证券存续期内按月支付 A 级证券利息，过手摊还 A 级证券本金至达到相应目标余额后，分配账户当期剩余资金将用于偿付次级证券利息及本金。基础资产的早偿在一定程度上减少了入池资产产生的利息，若早偿率较高则会导致回收款在优先级偿付完毕前分配至次级证券及发起机构，在一定程度上将对后期 A 级证券的兑付产生不利影响。联合资信根据可用静态池计算出 60 期预期累计早偿率为 4.80%，考虑了资产池账龄因素调整后的预期累计早偿率为 3.23%。

表 20 现金流模型基准参数

参数名称	基准参数 (%)
累计违约率	1.28
回收率	50.79
早偿率	3.23

资料来源：联合资信整理

2. 压力测试

上述基准参数主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现。但要使资产支持证券的信用等级能达到投资级以上，就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，A 级证券及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的壓力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级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，联合资信对于累计违约率和回收率两个量化指标按照 A 级证券目标评

级 AAA_{sf} 情境下的压力标准进行加压考量。其中，联合资信针对累计违约率设置过渡时间，即从信托成立到指定月份逐步达到最终压力参数，回收率不设置过渡时间，直接达到最终压力参数。目标评级 AAA_{sf} 的过渡时间要求设置为 4 个月。

对于早偿率，大众金融对提前还款加收费用的规定在一定程度上约束了借款人的早偿行为，其所提供的历史数据显示，已发放的各期产品在其表现期内早偿率普遍较低，因此本交易资产池在存续期出现大面积早偿的可能性不大。在此基础上，联合资信通过量化测算发现，虽然提前还款会损失少量的资产池利息，但同时较高的早偿率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。

在压力调整系数方面，大众金融自 2010 年起开始规模化运营，至今运营稳定，信贷风险控制水平良好。大众金融在总部风险管理框架体系下，确保满足本地监管要求，在此基础上加强二手车业务渠道管理，贷前引入第三方数据识别，接入百行征信体系，通过积极调整风控政策有效降低风险损失。根据大众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。

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 21 AAA_{sf} 情境下压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
基准结果 (%)	1.28	50.79	3.23
目标评级下乘数 (倍) / 折损系数	5.5	0.45	--
过渡时间 (月)	4	0	--
压力调整系数 (倍)	1.00		
加压后参数值 (%)	7.03	27.93	3.23

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。

A 级证券发行利率：根据近期发行的利率，A 级证券的预期发行利率为 3.16%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下 A 级证券加压发行利率为 3.66%。

本交易税率、费率：本交易税率为 9.98%；同时，综合考虑本交易的承销费用、登记托管费用、付款代理机构服务费，以及受托机构服务费、评级机构报酬、资产服务机构报酬、资金保管费等。

表 22 现金流流出压力参数设置

参数名称	压力参数设置
初始资产初始起算日	2022/05/31

表 23 AAA_{sf} 压力情景下优先级证券压力测试结果（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	55,352.43	税费	23,203.63	23,203.63
		A 级证券利息	29,199.15	29,199.15
		次级证券利息	23,530.32	21,714.12
回收款本金	742,207.45	A 级证券本金	713,600.00	713,600.00
		次级证券本金	82,400.00	11,442.51
现金储备账户	1,599.53	最终成功报酬	--	--
流入合计	799,159.41	流出合计	871,933.10	799,159.41

注：1. 现金流模型的模拟过程是基于未折现的汽车抵押贷款金额测试的；
2. 现金流模型测算中未设置封包期，以匹配信托成立后实际交付的信托财产对应的封包期；
3. 表格中所列示的现金储备账户金额为压力情景下现金储备账户中实际参与证券偿付的金额

从 AAA_{sf} 压力情景下的压力测试结果可以看到，A 级证券可偿还完所有本息，同时信托账户中尚余 31,557.10¹⁰万元可用于兑付次级证券利息和本金，对 A 级证券形成 4.42%¹¹的安全距离。A 级证券可以通过 AAA_{sf} 级别压力测

预计信托设立日	2022/10/26
增值税税率	9.98%
基准综合费率	1.335%
A 级证券预期收益率	3.66% (3.16%+50bps)

注：相关首期费用及年度费用等已在模型中考虑
资料来源：大众金融提供，联合资信整理

总体看，联合资信根据 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不同的压力因子，通过判断 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

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到目标评级 AAA_{sf} 情境下优先级证券的压力测试结果，具体如表 23 所示。

试。

联合资信最终确定“华驭第十四期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}。

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及操作风险等因素的综合考量，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“华驭第十四期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

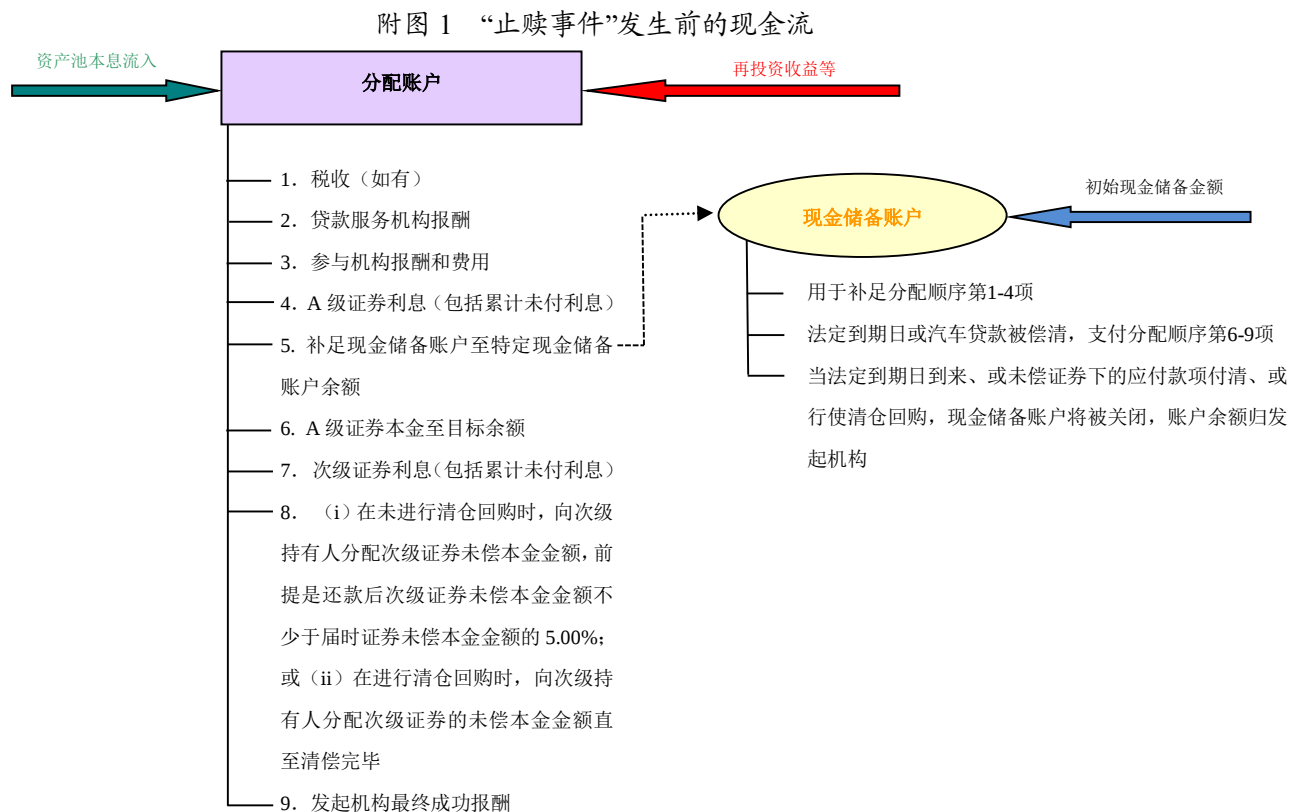
¹⁰ 其中，20,370.90 万元用于兑付次级证券利息，11,186.19 万元用于兑付次级证券本金

¹¹ A 级证券的安全距离=A 级证券本息支付完后剩余的现金/A 级证券发行规模

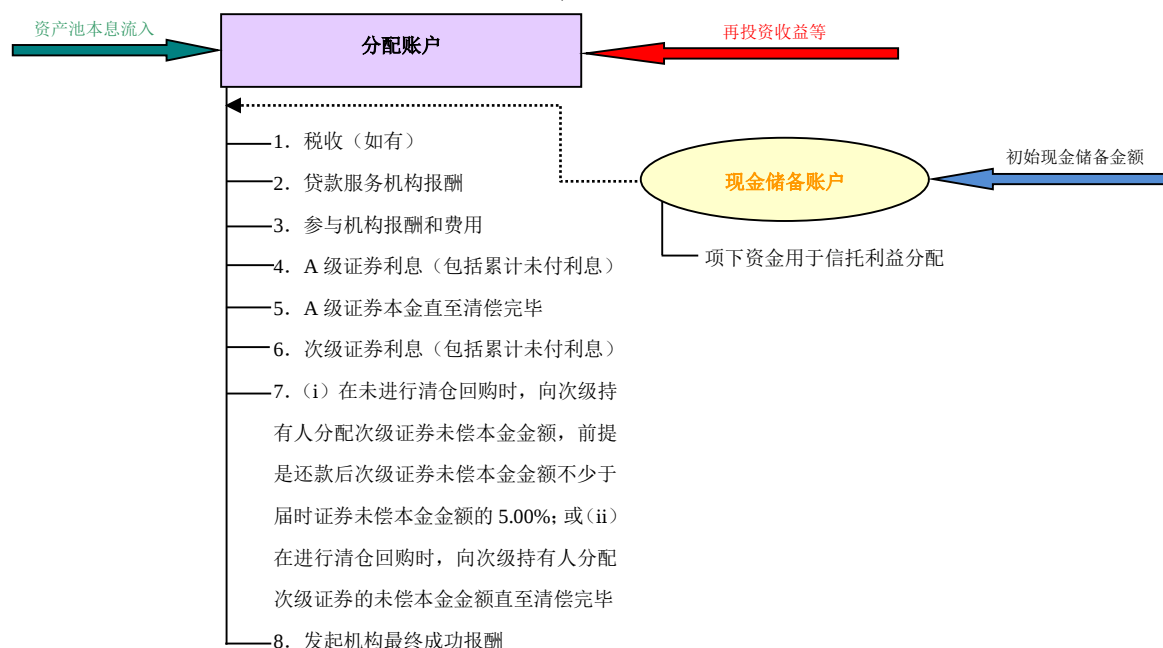
未予评级。

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，违约概率极低。

附图现金流支付机制



附图 2 “止赎事件”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（含资产支持票据）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 华驭第十四期汽车抵押贷款支持证券的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托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本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。