

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二十九日



信用等级公告

联合[2019] 674 号

联合资信评估有限公司通过对“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。



速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额(万元)	资产池占比 (%)	证券占比 (%)	信用等级
A 级证券	850000.00	85.53	95.00	AAA _{sf}
次级证券	44736.84	4.50	5.00	NR
证券合计	894736.84	90.03	100.00	—
目标超额担保	82453.12	8.30	—	—
收益补充超额担保	16667.65	1.68	—	—
资产池合计	993857.61	100.00	—	—

注：①NR 为未予评级，下同；

②金额或占比的加总可能不等于合计数系四舍五入原因所致，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2019 年 1 月 31 日
证券法定到期日：2024 年 6 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：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司发放的 993857.61 万元个人汽车抵押贷款
信用提升机制：优先/次级结构、一般准备金账户、混合准备金账户、超额担保、触发机制
委托人/发起机构/贷款服务机构：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司
受托机构/发行人：中国对外经济贸易信托有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司北京市分行
主承销商：招商证券股份有限公司
联席主承销商：法国巴黎银行（中国）有限公司、中国银行股份有限公司

报告出具时间：

2019 年 3 月 29 日

分析师

王放 刘昊 马莉

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司（以下简称“奔驰金融”）持有的个人汽车抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益。本交易入池资产整体分散度很高（共 72269 笔），首付比例高（41.17%），加上奔驰金融个人汽车抵押贷款良好的历史数据表现（60 个月的预期累计违约率¹为 0.68%），基础资产总体质量优良。在此基础上，超额担保、一般准备金账户、混合准备金账户、优先/次级偿付结构和触发机制等设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。

需要说明的是，由于更为保守的分层设计（超额担保与次级提供的支持达 14.47%），使得优先级资产支持证券实际能够承受的风险明显高于 AAA 级别的最低要求（压力测试安全距离达 13.84%）。

综合上述因素，联合资信评定“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 本交易基础资产涵盖奔驰金融向 72242 户借款人发放的 72269 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个地区，单户借款人未偿本金余额占比最大为 0.017%，借款人分散性良好。
2. 本交易采用优先/次级结构，具体划分为 A 级和次级证券，劣后受偿的分档证券为

¹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。

优先受偿的分档证券提供信用支持。具体而言，本交易中次级证券为 A 级证券提供的信用支持为 5.00%。

3. 本交易采用了超额担保的信用增级手段，其中初始起算日的超额担保规模相当于资产池余额的 9.98%，为 A 级证券提供了较好的信用支持。

关注及缓释

1. 本交易中，发起机构在向受托机构转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但发起机构与受托机构未办理抵押权变更登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：本交易的基础资产合格标准之一为，各项汽车贷款由在相关融资车辆上设置的抵押作为担保，发起机构为第一优先抵押权人；与该等汽车贷款相关的各车辆的车辆登记证由发起机构持有。因此，发起机构在有权管辖的登记

部门继续登记为名义上的抵押权人，且代表受托机构持有载明发起机构作为抵押权人的车辆登记正本。本交易的发起机构梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司的主体信用等级极高，履约能力很强，善意第三人能够阻止受托机构行使抵押权的可能性很小。联合资信也将持续关注发起机构、受托机构的尽职意愿和履职能力。

2. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国汽车贷款及委托人从事汽车贷款业务的历史都不长，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，通过高违约率、降低回收率、缩小利差支持等手段，反复测试 A 级证券对借款人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险的可能性。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司、发行人中国对外经济贸易信托有限公司提供，联合资信评估有限公司对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期汽车贷款资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券” A 级证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格标准的 993857.61 万元个人汽车抵押贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）设立“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券信托”。外贸信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行 A 级证券和次级证券。投资者通过购买并持有该证券取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司
发行人/受托机构：中国对外经济贸易信托有限公司
贷款服务机构：梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司北京市分行
登记托管机构/支付代理机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
税务顾问：安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：霍金路伟国际律师事务所/福建联合信实（上海）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：法国巴黎银行（中国）有限公司、中国银行股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

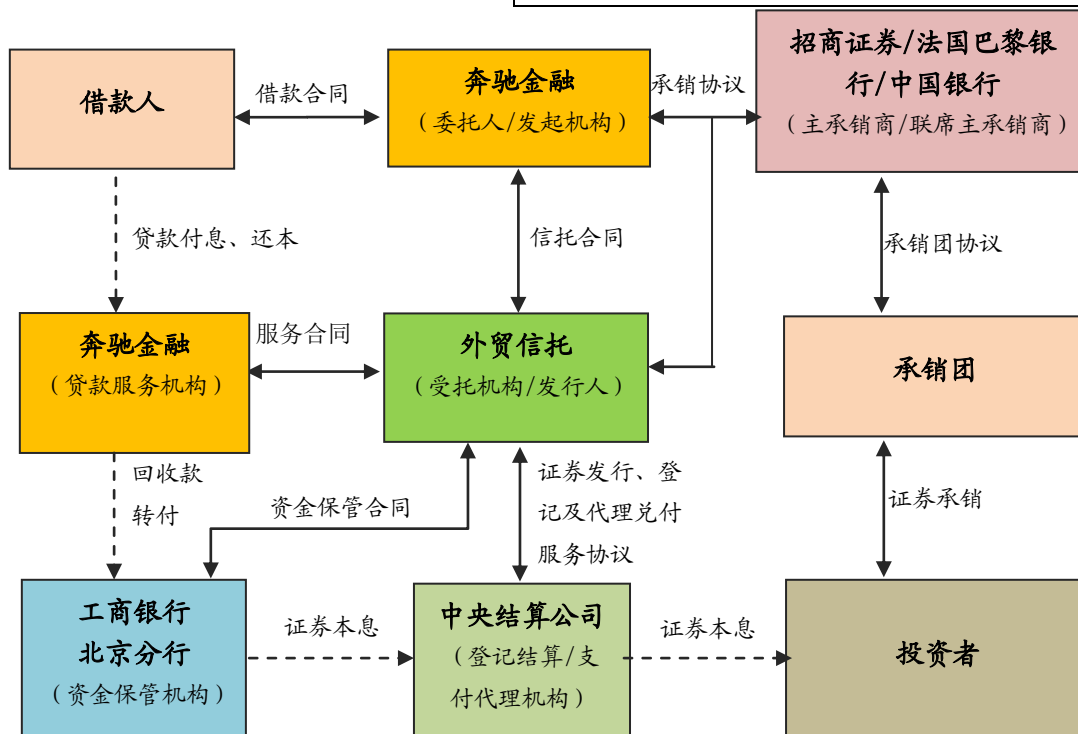


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易发行 A 级证券和次级证券，其中 A 级

证券属于优先级证券。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣

后受偿的分档证券为优先级证券提供信用增级。A级证券采用簿记建档方式发行，采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，按

月支付利息。次级证券全部由奔驰金融自持，不设期间收益。A级证券和次级证券均采用过手结构按优先/劣后顺序按月偿付本金。

表2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	发行规模	资产池占比	证券占比	利率类型	预期到期日	法定到期日	本息支付方式
A级证券	850000.00	85.53	95.00	固定利率	2020/11/26	2024/6/26	按月付息，过手还本
次级证券	44736.84	4.50	5.00	—	2020/11/26	2024/6/26	过手还本
证券合计	894736.84	90.03	100.00	—	—	—	—
目标超额担保	82453.12	8.30	—	—	—	—	—
收益补充超额担保	16667.65	1.68	—	—	—	—	—
资产池合计	993857.61	100.00	—	—	—	—	—

3. 入池资产

本交易的入池资产涉及委托人奔驰金融向72242户借款人发放的72269笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日2019年1月31日，入池贷款的未偿本金余额为人民币993857.61万元。

根据交易文件约定，本交易入池贷款在初始起算日及交割日的合格标准为：(a)该等汽车贷款已经由发起机构根据适用中国法律的贷款合同发放；(b)由发起机构根据信贷和回收政策、按照正常业务流程为销售融资车辆在中国发放该等汽车贷款；(c)与该等汽车贷款相关的各债务人是居民；(d)各项汽车贷款由在相关融资车辆上设置的抵押作为担保，奔驰金融为第一优先抵押权人；与该等汽车贷款相关的各车辆的车辆登记证由发起机构持有；(e)该等汽车贷款可以就所有权随时进行分割和确认，并可以随时被确认为一笔汽车贷款；(f)该等汽车贷款可以且在发行日之前根据相关贷款合同通过出售和转让的方式已被有效转让给发行人，该等转让不受任何法律限制，可向发行人有效转让；(g)该等汽车贷款不受第三方权利的限制，包括抵销权、相关债务人的抗辩、留置或撤销权；(h)该等汽车贷款构成债务人合法、有效且有约束力的义务，可根据其条款对债务人进行强制执行；(i)该等汽车贷款以人民币计价；(j)奔驰金融将融资车辆分为梅赛德斯-奔驰和smart的乘用车或轻型商务车；(k)该等汽车贷款每月分期偿付；(l)适用于每笔汽车贷款的利

率是固定的；(m)每笔汽车贷款拥有大于一（1）个月的贷款账龄，且在五十九（59）个月之内到期；(n)依照奔驰金融的记录，债务人没有丧失清偿能力；(o)每笔汽车贷款根据银保监会五级分类被归为“正常”一类；(p)贷款发起时，相关债务人不是奔驰金融的员工；(q)每笔汽车贷款在发起时都拥有等于或低于中国监管许可的届时通用的最高水平的贷款价值比；(r)每笔汽车贷款都要求债务人为融资车辆进行保险；(s)截至初始起算日汽车贷款均未逾期，且从未出现拖欠款项连续超过30天的情况；(t)贷款合同约定了明确的还款计划安排。

4. 现金流安排

4.1 信托账户

在交割日当日或之前，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，信托账户下设经营账户、混合准备金账户和一般准备金账户。经营账户用来接收贷款服务机构每月划转的回收款；混合准备金账户初始金额为零，在发生混合准备金触发事件²后，由贷款服务机构存入一笔相当于混合准备金必备金额³的资金用以缓释混同风险；一般准备金账户用来记录调整后的资产

²混合准备金触发事件指在任一计算日且发起机构仍然作为贷款服务机构的情况下：(i)中债资信对于奔驰金融的长期无抵押、优先和无担保的债务义务的评级低于 BBB（或其替代等级），或(ii)联合资信对于奔驰金融的长期无抵押、优先和无担保的债务义务的评级低于 BBB（或其替代等级）。在上述情况外，若所有债务人已根据交易文件直接将其付款汇入经营账户或任何其他资金保管账户，则混合准备金触发事件终止。

³混合准备金必备金额指在混合准备金触发事件发生及持续后的任一支付日必备的一笔金额，该笔金额相当于贷款服务机构在下一个回收期应收的汽车贷款的回收款，除此之外金额为零。

池余额⁴1%的资金,用以在相关事件发生后缓释流动性风险。在信托分配日,资金保管机构依照分配指令对信托账户中的可分配额进行分配。

4.2 现金流支付机制

(1) 触发事件定义

现金流支付机制按照“强制执行事件”是否发生有所差异。

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

“丧失清偿能力事件”,就发起机构、贷款

服务机构、受托机构、发行人或资金保管机构而言,根据具体情况,指任意下列事件:(a)为其全部债权人或大部分债权人利益进行资产的让与、转让、和解或分配;(b)申请、寻求、同意或默许为其或其大部分财产而指定资产接管人、托管人、信托人、清算人或其他类似机构;(c)根据任何适用的清算、丧失清偿能力、和解、破产、接管、解散、重组、清盘、债务人救助或其他类似法律,在任何法院或政府机构中启动或同意任何案件、行动或程序,且该等程序并未受到可能结束或免除该等程序的善意抗辩;(d)由于对其不利之诉讼而针对其所有或主要部分承诺或资产实施或执行的扣押、执行或其他程序(视具体情况而定)在六十(60)天内未被解除或以其他方式停止适用;(e)有关清盘的指令已经颁布,或其有效决议已经通过;以及(f)在其成立或设立地进行清算、丧失清偿能力、和解、重组、或其他类似的在法律上被视为丧失清偿债务能力的事件(前提是,为免疑义,受托机构为证券持有人在信托合同下的利益而进行的让与、担保、质押或留置不应构成受托机构的丧失清偿能力事件)。

(2) 信托利益分配

根据交易结构安排,“强制执行事件”发生前,受托人应在各支付日将信托账户项下资金按照下述顺序分配:(a)发行人应付的到期税款;(b)信托合同项下应向受托机构支付的到期款项;(c)应付的到期管理费和贷款服务机构服务费(按比例且按相同受偿顺位);(d)A级证券应付利息(按比例且按相同受偿顺序);(e)向一般准备金账户划入必要的一般准备金额,最高额为一般准备金必备金额⁵;(f)A级证券本金(按比例且按相同受偿顺位),支付金额等于该支付日的本金可分配额,如有。其中,本金可分配额指,就任一支付日而言,取二者中较低的金额:(i)该支付日优先级证券的未偿还证券

⁴调整后的资产池余额指任何一日的未偿还贷款本金总额与收益补充超额担保金额的差额。

⁵一般准备金必备金额指:(a)就发行日而言,为初始起算日的调整后的资产池余额的1.00%;(b)就任何支付日而言,证券未偿本金总额大于零时,为初始起算日的调整后的资产池余额的1.00%;(c)如果证券已经偿付完毕,则为零。但前提是,一般准备金必备金额不会超过证券未偿本金余额。

本金金额（在该支付日支付给证券持有人任何本金之前）和(ii)未偿还证券本金金额（在该支付日支付给证券持有人任何本金之前）超过 X 的部分，其中 X 为 B 超过 C 的部分，如有。在本定义中，B 等于该相关回收期最后一天的调整后的资产池余额；C 等于目标超额担保金额。(g)向次级证券持有人支付期间利息；(h)在 A 级证券本金全额偿付后，向次级证券持有人支付本金，直至次级证券未偿还证券本金总额被全额偿付，减至为零；(i)依据交易文件向任何交易方支付的赔偿款项；(j)剩余金额以最终成功费的方式支付给发起机构。详见附图 1 “强制执行事件”发生前的现金流。

“强制执行事件”发生后，受托机构应在各支付日按照下述优先顺序使用可分配额：(a) 发行人应付的到期税款；(b) 信托合同项下应向受托机构支付的到期款项；(c) 应付的到期管理费和贷款服务费（按比例且按相同受偿顺位）；(d) A 级证券应付利息（按比例且按相同受偿顺序）；(e) A 级证券本金（按比例且按相同受偿顺位），直至 A 级证券本金被全额偿付；(f) 次级证券应付期间利息；(g) 向次级证券持有人支付本金，直至次级证券本金被全额偿付；(h) 依据交易文件向任何交易方支付的赔偿款项；(i) 剩余金额以最终成功费的方式支付给发起机构。详见附图 2 “强制执行事件”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、超额担保、一般准备金账户、混合准备金账户以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 超额担保

本交易采用了超额担保的信用增级手段，超额担保分为目标超额担保和收益补充超额担保。其中，目标超额担保金额指，就任一支付日而言，大约为初始起算日的调整后的资产池余额的 8.44%。由于本交易的资产池加权平均贷款利率较低，存在一定资产池利息收入不足以偿付证券利息的风险，因此本交易设计了收益补充超额担保。具体而言，收益补充超额担保金额指，在任一支付日和相关回收期（或者该等回收期内的任一日），在每一委托汽车贷款在该回收期期末日的未偿还本金金额超出每一委托汽车贷款的每月计划付款额（包括任何大额尾款）的现值总和，并假设该委托汽车贷款的贴现率为 6.65% 或者相关合同利率之间的较高者，以及该月度付款在各回收期期末日支付且每一回收期为 30 天。收益补充超额担保金额将在初始起算日前计算完毕，包括所有未来支付日的数额，并且不会因为延迟，违约或提前

偿付再重新计算。初始起算日的收益补充超额担保金额相当于当时的汽车贷款未偿本金总余额的 1.68%。超额担保结构可以为优先级证券提供较好的信用支持。

(2) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为 A 级和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用支持。具体而言，本交易中次级证券为 A 级证券提供的信用支持为 5.00%。

(3) 一般准备金账户

本交易设置了一般准备金账户，对于任何一个支付日而言，如果该支付日的可分配额不足以按照信托利益分配顺序支付前四项时，则从一般准备金账户中提取相应金额（最多不超过一般准备金账户余额）用以补充偿付。一般准备金账户的设立为 A 级证券的偿付提供了一定的流动性和信用支持。

(4) 混合准备金账户

本交易设置了混合准备金账户，账户中的初始金额为零，一旦发生了混合准备金触发事件，发起机构将向该账户中存入一笔相当于混

合准备金必备金额的款项，用以缓释混同风险。

(5) 触发机制

本交易设置了强制执行事件的触发机制。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

2. 交易结构风险分析

(1) 抵销风险

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息回收出现风险。

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

(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，导致信托财产收入不确定而引发的风险。

作为贷款服务机构，奔驰金融良好的经营管理、稳健的财务状况以及很高的信用等级一定程度上缓释了混同风险。

此外，针对混同风险本交易安排了混合准备金账户来缓释这一风险。在发生混合准备金触发事件时，奔驰金融有义务在下一个支付日前向混合准备金账户中存入一笔相当于混合准备金必备金额的款项，作为对下一期回收款的担保。

(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，本交易通过合并本金现金流和利息现金流以及设置一般准备金账户来缓释。

一般准备金账户中的金额为初始起算日的调整后的资产池余额的 1.00%，在各支付日，

一般准备金计提金额⁶将与其他可分配额一并用于对证券的本息偿付。在各支付日，发出强制执行通知之前，根据强制执行前付款优先顺序，发行人在支付前四项后将向一般准备金账户划转一笔金额，以使一般准备金账户中的金额等于一般准备金必备金额。同时，混合准备金账户的存在也在一定程度上缓释了流动性风险。

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，本交易设计较为有效地缓释了资产池现金流入同优先级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

(4) 提前偿还和拖欠风险

本交易采用优先/次级顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到利差水平；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。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，测试结果已反映了上述风险。

(5) 尾端风险

随着入池贷款的清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性相对增加，尾端存在异常违约的可能性。

本交易设计了清仓回购安排，清仓回购条款规定，在任何支付日（在该支付日支付后），证券未偿本金总额低于初始起算日的证券未偿本金总额的 10%时，发起机构有权在支付回购价格款项后收购全部未偿委托汽车贷款（以及任何相关的贷款抵押物），但需遵守下列要求：(a)回购价格和记入一般准备金账户和经营账户的资金至少应等于下述款项之和：(i)所有证券的未偿本金总额；(ii)前述未偿本金总额产生的利息；(iii)根据适用的付款优先顺序优先于证券持有人权利主张的所有权利主张；(b)发起机构应在清仓回购拟定结算日前至少三十日通知发行人其有意行使清仓回购权；(c)发起机构行使

⁶一般准备金计提金额指，就任一支付日而言，以下二者中较少者为准：(a)该支付日的可分配额（一般准备金计提金额除外）不足以依照支付顺序支付前四项金额的部分；(b)该支付日的一般准备金金额。

清仓回购权的结算日最早为该支付日后的下一个支付日。

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

(6) 再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了较为严格的合格投资标准：投资必须以人民币进行结算和支付；发行人不得购买本证券；该等投资应当不晚于最近一个资金保管机构转付日到期；且投资仅限于(a)在合格实体的存款，其中合格实体的评级不低于由中债资信评定的 BBB 级和联合资信评定的 AA 级或相关评级机构不时同意的维持 A 级证券当时等级的其他资金保管机构的评级；(b)国债，或(c)银行间政策性金融债，其评级至少为评级机构评定的 AAA 级。严格的合格投资标准将在很大程度上降低再投资风险。联合资信认为本交易的再投资风险很小。

3. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/贷款服务机构

本交易的委托人/贷款服务机构为奔驰金融。奔驰金融的资本实力、运营管理和财务状况会影响到委托人对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力；同时，其公司治理、信用文化、风险管理水平和内部控制能力会影响其贷款发起模式和审贷标准，并进而影响到证券化交易贷款组合的信用质量。作为贷款服务机构，其贷款服务能力将直接影响到本交易资产池贷款组合的信用表现。

奔驰金融正式成立于 2005 年 9 月，隶属于戴姆勒金融服务集团。该集团在全球超过 40 个国家开展金融服务业务，是全球最大的汽车金融服务集团之一。其通过中国境内的授权经销

网络专门为梅赛德斯-奔驰与 smart 客车及戴姆勒品牌商用车（包括小型货车）的经销商及客户提供金融贷款支持与保险解决方案。奔驰金融的目标客户为零售客户、小型企业、公司及经销商。奔驰金融为一家根据中国法律成立的非银行金融机构，向零售客户提供三类贷款产品：金融贷款标准产品、金融贷款限时专案产品及二手车/展品车金融贷款产品。

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

截至 2018 年 12 月末，奔驰金融资本充足率 18.20%，核心资本充足率为 17.06%，资产总额为 896.2 亿元，股东权益为 136.3 亿元，当年累计实现净收入 13.41 亿元⁷。奔驰金融 2015 年至 2018 年的主要财务指标如表 3 所示。

表 3 奔驰金融主要财务指标 单位：亿元

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

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

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

(2) 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）北京市分

⁷ 未经审计

行。工商银行成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改制为股份制有限公司。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 2018 年 6 月末，工商银行股本总额 3564.07 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 34.60%。

截至 2018 年 6 月末，工商银行资产总额 273030.80 亿元，其中发放贷款和垫款净额 149341.37 亿元；负债总额 251108.79 亿元，其中客户存款余额 208180.42 亿元；股东权益合计 21785.99 亿元；2018 年 6 月末工商银行不良贷款率 1.54%，资本充足率 14.73%，核心一级资本充足率 12.33%。截至 2017 年末，工商银行实现营业收入 7265.02 亿元，净利润 2874.51 亿元。2018 年 1~6 月，工商银行实现营业收入 3874.51 亿元，净利润 1606.57 亿元。

工商银行逐步完善全面风险管理体系，积极落实系统重要性银行等国内外监管要求，加强全面风险管理制度建设，持续完善风险偏好和风险限额管理体系。推进资本管理高级方法实施，完善信用、市场、操作风险计量制度体系、系统建设和管理应用工作，使行内全面风险管理水平进一步提升。

在托管业务方面，工商银行托管资产规模居业内领先地位，截至 2017 年末，工商银行托管资产总净值 15.5 亿元，较 2016 年末增长 9.9%。工商银行北京市分行于 2003 年获得工商银行总行业务转授权，能够为商业银行理财产品、信托公司、证券公司、基金公司、保险公司、资产管理公司等各类金融机构提供托管服务。同时，工商银行北京市分行是全国首批托管资产证券化项目的托管银行，北京市分行托管过多个资产证券化项目。

考虑到工商银行稳健的经营状况、完善的资金托管流程，丰富的项目托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中资金保管机构的尽职能力很强、操作和履约风险很低。

（3）受托机构/发行人

本交易的受托人及发行人是外贸信托，其前身是中国对外经济贸易信托投资有限公司，于 1987 年 9 月在北京成立，截至 2017 年底，注册资本金 22 亿元人民币，股东为中国中化股份有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例为 96.22%和 3.78%。

截至 2018 年 6 月末，外贸信托资产总额 128.34 亿元，所有者权益 96.65 亿元；2017 年全年实现营业收入 25.84 亿元，净利润 16.21 亿元。2018 年 1~6 月，外贸信托实现营业收入 12.70 亿元，净利润 7.57 亿元。

近年来，外贸信托以合规经营、严控风险为导向，在提升业务开拓能力、实现公司经营战略目标的同时，不断提高公司的业务风险管控能力。结合风险管理和内部控制体系建设，外贸信托已建立一套以战略管理、业务管理、财务管理、信息系统、风险管理和稽核为核心的较为完善的内部控制制度和操作流程，基本形成职责明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部机制。

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

资产证券化业务方面，外贸信托作为受托人和发行人已成功发行了多单资产证券化项目，具有丰富的证券化发行经验。

总体来看，外贸信托股东实力强、财务实力稳健、证券化业务安排较为完整，尽职能力较强。

4. 法律要素分析

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各方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方按照相应的条款针对其他各方主张相应权利；奔驰金融为本次发行之目的所信托的、并在《信托合同》项下记载的基础资产均系其合法所有且符合《信托合同》规定的基础资产的合格标准，且符合《信托法》可作为信托资产的法定条件；奔驰金融根据《信托合同》将基础资产信托给外贸信托后，信托财产不属于外贸信托的破产财产，资产支持证券持有人将不受外贸信托破产的影响而继续享有信托财产项下的信托收益，信托财产也不属于贷款服务机构、资金保管机构、证券登记托管机构及其他服务机构的清算财产；奔驰金融将基础资产信托给外贸信托后，基础资产的所有人变更为外贸信托，同时应根据要求告知相关权利人，如奔驰金融在信托设立后未将基础资产已经信

托给外贸信托的事实通知给借款人，则将可能出现债权转让不对借款人相应主张产生效力的情形；奔驰金融在向外贸信托转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给外贸信托，但如奔驰金融及外贸信托未依法办理抵押变更登记，则可能出现借款人的其他债权人以“善意第三人”的名义对其抵押车辆主张相关权利的情况；本交易贷款抵押车辆的抵押权转让时，被保车辆保单并不同时转让，因此，除非届时投保人重新指定外贸信托为第一受益人，否则前述保单中的第一受益人仍为奔驰金融；本次发行完成后，资产支持证券仅代表信托受益权的相应份额，不代表奔驰金融或外贸信托对资产支持证券持有人的负债，奔驰金融作为发起机构和贷款服务机构，除承担其作为交易文件中一方当事人所承诺的义务和责任外，不对资产支持证券持有人可能产生的损失承担义务和责任。

三、基础资产分析

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

1. 入池贷款特征

本交易入池贷款全部为奔驰金融依据银保监会五级分类标准划分的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

初始起算日资产池概要统计如表 4：

表 4 初始起算日资产池概况

未偿本金余额（万元）	993857.61
贷款笔数（笔）	72269
贷款户数（户）	72242
笔均未偿本金余额（万元）	13.75
户均未偿本金余额（万元）	13.76
单户最大未偿本金余额（万元）	164.84
借款人加权平均年龄（岁）	38.60
加权平均贷款执行利率（%）	4.75
加权平均首付比率（%）	41.17

加权平均账龄（月）	11.08
加权平均剩余期限（月）	22.52
最长剩余期限（月）	41.00
最短剩余期限（月）	4.00
原始加权期限（月）	33.60

注：1.表中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。

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

截至资产池初始起算日，本交易资产池的单个借款人最大贷款占比为 0.017%，户均未偿本金余额为 13.76 万元，借款人分散性很好。本交易初始起算日的资产池贷款合同金额分布和未偿本金余额分布见表 5 和表 6：

表 5 资产池贷款合同金额分布

单位：万元/笔/万元/%

合同金额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	5096	25770.42	2.59
(10, 20]	29681	283112.67	28.49

(20, 30]	23679	342783.76	34.49
(30, 40]	8015	158031.42	15.90
大于 40	5798	184159.34	18.53
合计	72269	993857.61	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(20, 30]表示大于 20 万元但小于等于 30 万元，下同。

表 6 资产池未偿本金余额分布

单位：万元/笔/万元/%

未偿本金余额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	27524	175027.30	17.61
(10, 20]	32757	469796.98	47.27
(20, 30]	8667	206945.74	20.82
(30, 40]	1744	59748.95	6.01
大于 40	1577	82338.64	8.28
合计	72269	993857.61	100.00

入池贷款加权平均首付比例为 41.17%，首付比例不高于 30%的贷款的未偿本金余额占比为 41.61%。本交易入池贷款的首付比例分布见表 7：

表 7 入池贷款首付比例分布

单位：%/笔/万元/%

首付比例	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	23891	413558.68	41.61
(30, 40]	3893	56131.95	5.65
(40, 50]	39490	479327.20	48.23
(50, 60]	2576	28324.22	2.85
(60, 70]	1571	12232.15	1.23
大于 70	848	4283.42	0.43
合计	72269	993857.61	100.00

注：[,]为闭区间，例如[20, 30]表示大于等于 20%但小于等于 30%，下同。

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

针对本交易，奔驰金融从历史贷款中选取了适当的样本，按照不同的客户信用质量将样本贷款依次划分为了 A、B、C、D 四个信用档次，其中 A 档贷款的坏账水平最低，D 档贷款坏账水平最高。通过对各档次中贷款的客户评分分析，奔驰金融建立了各信用档次与客户评

分区间的映射。结合本交易入池贷款的客户评分，奔驰金融将入池贷款划入了相应的信用档次中。本交易入池贷款的信用档次分布见表 8：

表 8 信用档次分布

单位：笔/万元/%

信用档次	笔数	未偿本金余额	金额占比
A	33880	383612.26	38.60
B	31742	493442.38	49.65
C	6584	115123.21	11.58
D	63	1679.76	0.17
合计	72269	993857.61	100.00

本交易入池贷款均为等额本息类贷款。资产池贷款合同期限为 24 至 36 个月的贷款笔数为 56839 笔，占总贷款额的 79.95%。贷款合同期限分布见表 9：

表 9 贷款合同期限分布

单位：月/笔/万元/%

合同期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	524	4005.11	0.40
(12, 24]	14746	192897.33	19.41
(24, 36]	56839	794637.33	79.95
(36, 48]	155	2164.45	0.22
(48, 60]	5	153.39	0.02
合计	72269	993857.61	100.00

本交易资产池加权平均贷款账龄为 11.08 个月，入池贷款的账龄集中在 12 个月以内，入池贷款的账龄结构见表 10：

表 10 入池贷款账龄结构

单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	36573	629382.04	63.33
(12, 24]	27040	318293.85	32.03
(24, 36]	8630	45964.85	4.62
(36, 48]	26	216.87	0.02
合计	72269	993857.61	100.00

本交易入池贷款的加权平均剩余期限为 22.52 个月。入池资产的剩余期限分布见表 11。

表 11 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]	16080	113504.63	11.42
(12, 24]	34772	472403.66	47.53
(24, 36]	21403	407678.42	41.02
(36, 48]	14	270.91	0.03
合计	72269	993857.61	100.00

初始起算日资产池内的汽车抵押贷款均为固定利率，加权平均贷款执行利率为 4.75%，其中利率处于 3%到 6%之间的贷款未偿本金余额占比最大，达到了 60.32%。初始起算日的资产池利率分布如表 12 所示。

表 12 资产池利率分布

单位：%/笔/万元/%

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	3168	15036.17	1.51
(0, 3]	21918	211525.78	21.28
(3, 6]	40253	599515.38	60.32
(6, 9]	6785	163283.68	16.43
(9, 12]	145	4496.60	0.45
合计	72269	993857.61	100.00

2. 借款人特征

本交易入池贷款初始起算日借款人的加权平均年龄为 38.60 岁。借款人年龄主要集中在 30 岁到 50 岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如下表 13 所示：

表 13 初始起算日借款人年龄分布

单位：岁/笔/万元/%

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	12	224.46	0.02
(20, 30]	15279	189762.52	19.09
(30, 40]	30858	406894.48	40.94
(40, 50]	17483	266870.37	26.85
(50, 60]	7421	113888.81	11.46
(60, 70]	1192	15877.47	1.60
大于 70	24	339.49	0.03
合计	72269	993857.61	100.00

注：. 借款人年龄=（初始起算日-借款人出生日期）/365

根据奔驰金融对借款人所在行业划分方法，本交易入池贷款中，占比最高的前三大行业分别为国内贸易、咨询服务和建筑业，未偿本金余额合计占比为 59.01%。本交易入池贷款借款人所在行业分布如表 14：

表 14 借款人所在行业分布

单位：笔/万元/%

行业	笔数	未偿本金余额	金额占比
国内贸易	29789	440775.92	44.35
咨询服务	5461	74489.88	7.50
建筑业	4534	71169.20	7.16
制造业	4907	68731.76	6.92
社会福利与公共事务	5544	62171.78	6.26
金融业	3458	39553.31	3.98
旅游、酒店、餐饮	2740	39000.80	3.92
教育	3336	36712.66	3.69
医疗	2588	31204.24	3.14
电子	2462	30943.39	3.11
房地产	1839	25202.24	2.54
物流/运输	1559	20917.92	2.10
文体/娱乐	978	12789.83	1.29
媒体/公关/出版业	902	11255.95	1.13
能源	828	10015.50	1.01
农渔林矿业	602	9741.40	0.98
进出口贸易	603	7518.82	0.76
通信	121	1491.96	0.15
邮政	18	171.06	0.02
合计	72269	993857.61	100.00

本交易入池贷款借款人中高收入人群占比较大，年收入在 50 万元以上的借款人占比约 39.88%，具体借款人年收入分布情况见表 15：

表 15 借款人年收入情况分布

单位：万元/笔/万元/%

年收入	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	9641	109351.76	11.00
(10, 20]	14829	152341.32	15.33
(20, 30]	13170	158693.37	15.97
(30, 40]	8134	108746.70	10.94
(40, 50]	4748	68396.35	6.88

(50, 100]	11491	187612.86	18.88
大于 100	10256	208715.25	21.00
合计	72269	993857.61	100.00

本交易入池贷款借款人家庭状况分布如表 16:

表 16 借款人家庭状况分布
单位: 笔/万元/%

家庭状况	笔数	未偿本金余额	金额占比
已婚已育	50800	729432.21	73.39
单身	12670	149207.23	15.01
离异	5618	77726.04	7.82
已婚无子	2926	33858.65	3.41
丧偶	255	3633.49	0.37
合计	72269	993857.61	100.00

入池资产中已婚已育的借款人未偿本金余额占比为 73.39%，家庭稳定性高，有利于还款。

借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。本交易入池贷款分布在 31 个地区，分布较为分散，其中广东省的借款人未偿本金余额占比最大，达到 16.47%。广东省经济较为发达，2017 年广东省实现地区生产总值 9.73 万亿元，同比增长 6.8%，居民人均可支配收入 35809.9 元，同比增长 8.5%，增速较快。按未偿本金余额统计，占比前十的借款人所在地区及城市见表 17 和表 18:

表 17 未偿本金余额占比前十的借款人所在地区
单位: 笔/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东省	10179	163677.84	16.47
浙江省	7628	93822.78	9.44
江苏省	7524	88999.64	8.95
北京市	4579	60697.62	6.11
四川省	4317	58713.05	5.91
山东省	3630	50992.81	5.13
上海市	3383	42927.02	4.32
福建省	2898	39880.39	4.01
湖北省	2546	35632.06	3.59

河北省	2495	35549.98	3.58
合计	49179	670893.21	67.50

表 18 未偿本金余额占比前十的借款人所在城市
单位: 笔/万元/%

城市	笔数	未偿本金余额	金额占比
北京市	4579	60697.62	6.11
深圳市	3367	56341.31	5.67
上海市	3383	42927.02	4.32
成都市	2863	38503.30	3.87
广州市	2083	34658.53	3.49
重庆市	1902	27344.91	2.75
杭州市	2045	25382.18	2.55
武汉市	1442	19691.39	1.98
天津市	1504	18738.94	1.89
东莞市	1172	18118.34	1.82
合计	24340	342403.54	34.45

3. 抵押物特征

本交易入池贷款所购车辆均为新车，车辆品牌包括梅赛德斯-奔驰和 smart 两种。抵押物品牌分布见表 19:

表 19 汽车品牌分布
单位: 笔/万元/%

汽车品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
梅赛德斯-奔驰系列	69086	978948.90	98.50
Smart	3183	14908.71	1.50
合计	72269	993857.61	100

其中，汽车初始购买价格在 20 万到 60 万元之间的贷款的未偿本金余额占 75.96%，汽车初始购买价格高于 100 万元的贷款占 7.08%，最高为 380.28 万元。汽车的购买价格分布见表 20:

表 20 汽车购买价格分布
单位: 万元/笔/万元/%

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 20]	3700	18715.20	1.88
(20,40]	36846	385561.25	38.79

(40,60]	23882	369432.87	37.17
(60, 80]	3527	79534.60	8.00
(80, 100]	2597	70263.98	7.07
100 以上	1717	70349.72	7.08
合 计	72269	993857.61	100.00

4. 宏观经济和汽车行业

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，是拉动国民经济增长的重要产业。

随着居民生活水平的逐渐提高和家庭汽车消费的不断增长，2013 年到 2015 年，汽车制造业成为 41 个工业大类行业中创造利润最多的行业，三年共实现利润总额 17170 亿元，年均利润增速达 14.4%。2016 年汽车制造业全年累计主营业务收入 80185.8 亿元，同比增长 14.1%；利润总额 6677.4 亿元，同比增长 10.8%。根据中国汽车工业协会发布的数据，2016 年汽车销量为 2802.8 万辆，同比增长 13.7%，其中新能源汽车销售超过 50 万辆，同比增长 53%。2017 年受购置税优惠幅度减小、新能源汽车政

策调整等因素的影响，我国汽车行业面临一定得压力；汽车产销量分别分 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，同比增长 3.19%和 3.04%。其中，乘用车产销分别完成 2480.67 辆和 2471.83 万辆，比上年同期分别增长 1.58%和 1.40%。

2018 年以来，我国汽车销售的颓势进一步加剧，这一方面是由于我国之前年度车市持续快速增长带来的高基数所导致的增长压力；另一方面，汽车消费与经济周期关联密切，宏观经济下行，居民消费欲望降低无疑都会对汽车销量产生不小的负面影响。2018 年 9 月狭义乘用车销量 190.45 万辆，同比下降 13.2%，整个三季度的汽车销量均为负增长；2018 年 10 月，狭义乘用车销量 195.3 万辆，同比下降 13.1%，未来低增长率恐成为发展常态。

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。联合资信对入池资产信用风险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。

四、定量分析

1. 现金流分析

本交易的基础资产为发起机构梅赛德斯-奔驰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，联合资信根据梅赛德斯-奔驰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提前还款率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

梅赛德斯-奔驰汽车金融提供了 2014 年 1 月~2018 年 12 月新增的所有资产的静态池历史数据，共计 60 个静态池。联合资信整理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：

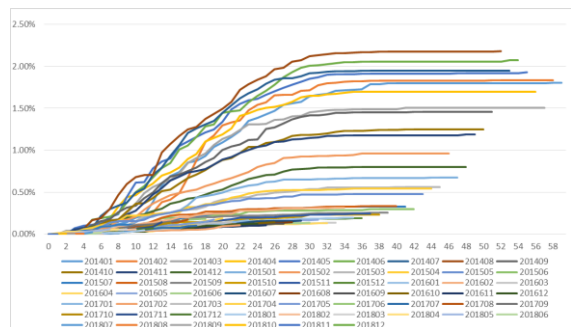


图2 静态池累计违约率（逾期30天以上）

注：“201401”指在2014年1月1日至2014年1月31日期间发放的贷款，以此类推。

累计违约率，是判断基础资产损失情况的指标，根据静态池中违约分布计算情况，用于模拟本交易成立后因损失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 36 个月的预期累计违约率为 0.66%，考虑账龄后的预期累计违约率⁸为 1.15%。

回收率，梅赛德斯-奔驰汽车金融提供了 2014 年 1 月~2018 年 12 月投放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-核销金额-静态池累计逾期 180 天以上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 2014 年 1 月起开始计算各个月发放贷款在 36 期⁹的回收率，通过观测各个静态池的回收率得到，回收率整体相对平稳，联合资信最终采用的基准回收率为平均值 41.20%。静态池资产回收数据如下表所示：

表 21 静态池资产回收率

静态池	回收率（%）	静态池	回收率（%）
201401	28.97	201501	50.53
201402	43.11	201502	42.37
201403	25.49	201503	41.70
201404	32.76	201504	45.60
201405	16.86	201505	41.43
201406	32.76	201506	48.13
201407	25.39	201507	46.93
201408	17.83	201508	46.51
201409	49.36	201509	50.86
201410	38.24	201510	64.82
201411	34.81	201511	57.54
201412	49.75	201512	57.06

提前还款率，优先 A 级资产支持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，因此，联合资信将提前还款率作为压力条件。根据可用静态池计算出提前还款率为 5.38%。

表 22 基准违约率、回收率、提前还款率

参数名称	参数基准值
基准累计违约率	1.15%
基准回收率	41.20%
提前还款率	5.38%

2. 现金流压力测试

（1）压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端进行加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级证券是否能足额兑付。

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和收入回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、优先级证券本金、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级证券本息偿付所带来的影响。

联合资信将基准违约率乘以不同目标级别对应的压力乘数，来确定该目标级别下受评优先级证券所需承受的最终违约率、回收率以及提前还款率。

在假定借款人完全按照贷款合同偿付本金和利息、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据本期项目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。

⁸ 考虑账龄的预期累计违约率=剩余周期内的累计违约金额/已有账龄正常及逾期 30 天以内状态的本金余额。联合资信根据历史数据计算得出，基础资产的已有账龄会影响剩余期限的累计违约率。考虑到资产池加权平均账龄，在量化测算中，联合资信先计算出不同账龄的预期累计违约率，再根据资产池内账龄分布情况加权平均得出基准值。

⁹ 入池个人汽车贷款产品最长合同期限为 60 期，但入池资产大部分贷款合同期限和剩余期限均在 36 期内（含 36 期）。

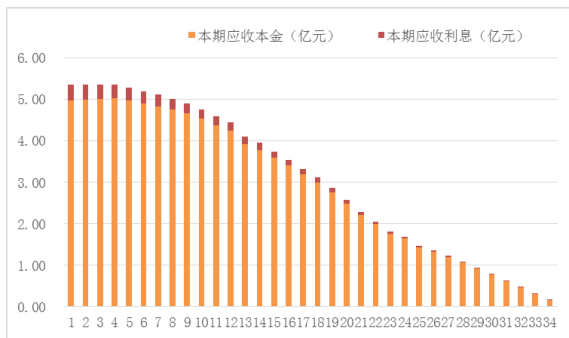


图3 正常情况下资产池现金流入

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_{sf}的评级标准进行考量。梅赛德斯-奔驰汽车金融作为全球规模最大的汽车金融公司之一，已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据梅赛德斯-奔驰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，联合资信确定贷款服务机构风险系数取值为1.00。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表23 压力测试的违约率/回收率加压结果

目标级别	AAA _{sf}		
	参数名称	累计违约率	回收率
基准参数（%）		1.15	41.20
目标评级下乘数/折损系数		5.50	0.45
过渡时间（月）		4	0

表25 AAA_{sf}压力情景下证券压力测试结果

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	44445.37	税费	5468.02	5468.02
		优先A级利息	22443.92	22443.92
回收款本金	951069.78	优先A级本金	850000.00	850000.00
		次级本金	44736.84	44736.84
		最终成功费	0.00	72866.37
流入合计	995515.15	流出合计	922648.78	995515.15

从AAA_{sf}压力情景下的测试结果得出，优先A级证券可偿还完所有本息，同时交易账户

资产服务机构风险系数	1.00		
加压后参数（%）	6.33	22.66	26.90

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。优先级证券预期利率为4.00%，加压50个BP后，得到压力情形下优先A级证券预期利率为4.50%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表24 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先A1级证券预期利率	4.50%（4.00%+50bps）
税率	3.26%
参与机构报酬合计	0.545%/年
预计信托设立日	2019/4/29

总体看，联合资信根据优先级证券所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了各种压力因子，通过判断优先级证券的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

（2）压力测试结果

AAA_{sf}压力情景下证券测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到优先级证券在目标评级AAA_{sf}压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

单位：万元

中尚余117603.21万元可用于兑付次级证券的本金，对优先A级证券本金形成13.84%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“速

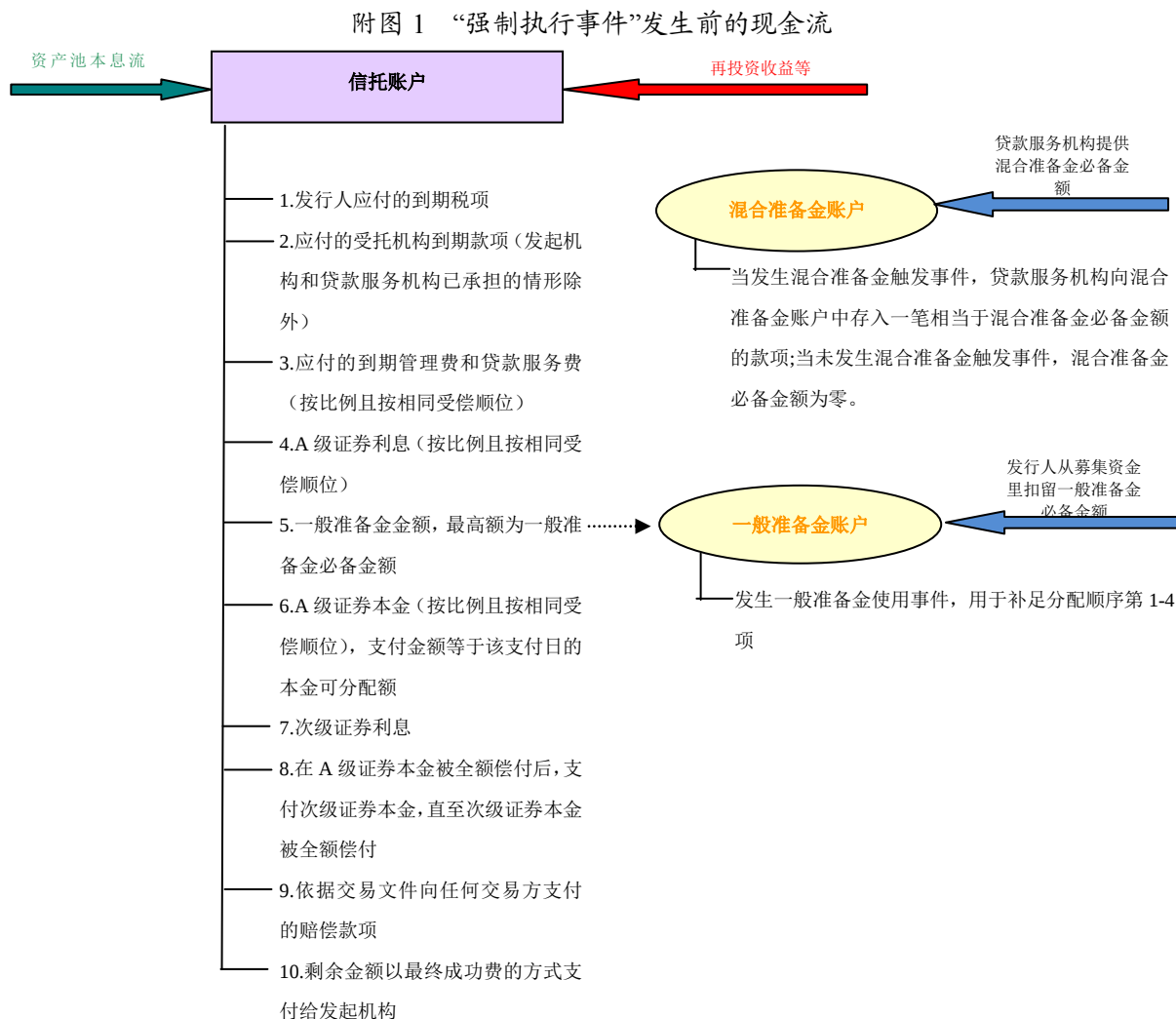
利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下优先 A 级证券的信用等级能够达到 AAA_{sf}。

五、评级结论

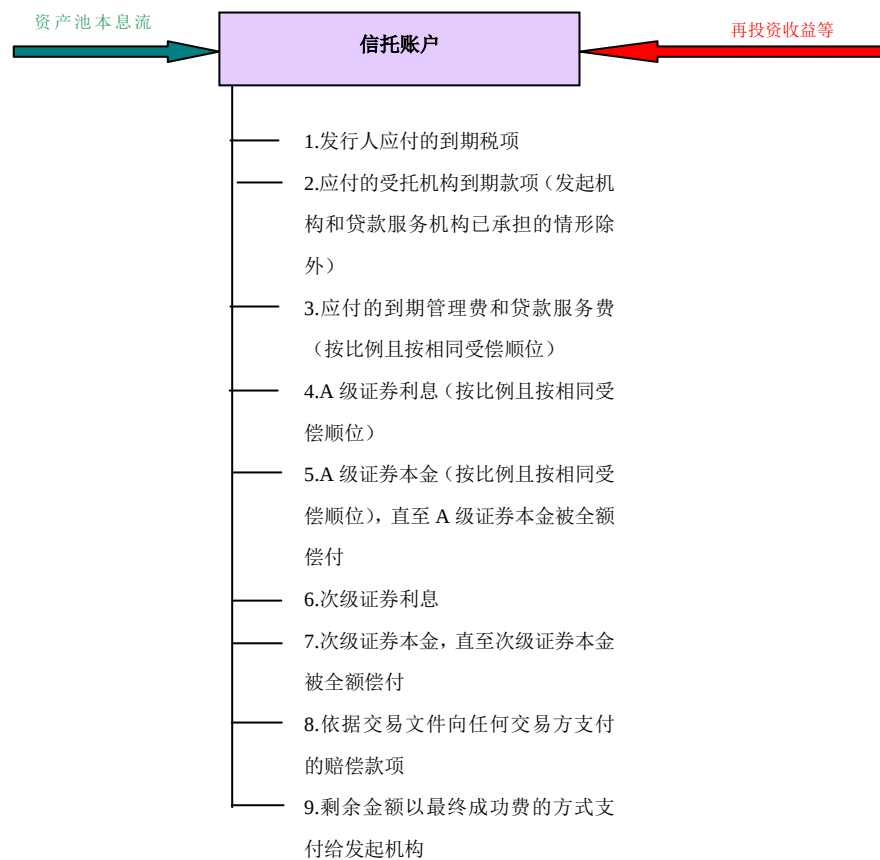
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行考量，确定“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”项下 A 级证券的信用等级为 AAA_{sf}；次级证券未予评级。

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

附图 现金流支付机制



附图 2 “强制执行事件”发生后的现金流



附件 1 信贷资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{Sf}、AA_{Sf}、A_{Sf}、BBB_{Sf}、BB_{Sf}、B_{Sf}、CCC_{Sf}、CC_{Sf}、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：

等级		含义
投资级	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	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。
违约级	C _{Sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券” A 级证券的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”相关信息，如发现“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“速利银丰中国 2019 年第一期个人汽车抵押贷款支持证券”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。