

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《和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信用评级报告》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。



信用等级公告

联合[2015] 2291 号

联合资信评估有限公司通过对“和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化”的信用状况进行综合分析和评估，确定

和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化
优先 A1 档资产支持证券的信用等级为 AAA
优先 A2 档资产支持证券的信用等级为 AAA
优先 A3 档资产支持证券的信用等级为 AAA
优先 B 档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
二零一五年十一月六日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化 信用评级报告

评级结果

证券名称	名义 金额 (万元)	总量 占比 (%)	利率 类型	信用级 别
优先 A1 档 资产支持证券	20000.00	3.79	固定利率	AAA
优先 A2 档 资产支持证券	120000.00	22.75	固定利率	AAA
优先 A3 档 资产支持证券	318000.00	60.30	固定利率	AAA
优先 B 档 资产支持证券	25300.00	4.80	固定利率	AA
次级档 资产支持证券	44083.36	8.36	—	NR
合计	527383.36	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

交易概览

初始起算日：2015 年 7 月 1 日
 证券法定到期日：2020 年 8 月 26 日
 交易类型：动态现金流型 ABS
 载体形式：特殊目的信托
 基础资产：招商银行股份有限公司发放的 527383.36 万元
 汽车分期贷款
 信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
 发起机构/贷款服务机构：招商银行股份有限公司
 受托机构/发行人：华润深国投信托有限公司
 资金保管机构：北京银行股份有限公司
 主承销商：招商证券股份有限公司

评级时间

2015 年 11 月 6 日

分析师

赖金昌 王欢

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“和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化”的评级结果为：优先 A1 档资产支持证券、优先 A2 档资产支持证券和优先 A3 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA；次级档资产支持证券未予评级。

上述优先 A1 档资产支持证券、优先 A2 档资产支持证券和优先 A3 档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；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息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. 本交易入池资产为招商银行股份有限公司的汽车分期贷款。目前招商银行股份有限公司汽车分期业务整体发展良好、业务模式较成熟，贷款风险管理比较完善。截至 2014 年末，该项业务不良率为 0.28%。本交易入池贷款均为招商银行股份有限公司发放的正常类贷款，资产池整体资产质量优良。
2. 本交易初始入池资产分布在超过 39 个城市，最大地区汽车分期本金余额占比为 8.48%，单个借款人未偿本金余额占比很小，最大占比仅为 0.0163%，入池资产分散性良好，有利于降低贷款违约风险。
3. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用

提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券 13.16% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级档资产支持证券 8.36% 的信用支持。

4. 本交易入池汽车分期贷款手续费费率较高，预计存在较高的超额利差，能够对优先档资产支持证券提供有力的信用支持。
5. 根据招商银行汽车分期合同规定，若因招商银行以外原因导致客户提前还款，则客户仍需支付包括剩余手续费等在内的全部款项。因此，本交易入池贷款的提前偿还对超额利差的影响较小，早偿风险小。
6. 本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先档资产支持证券提供了较好的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先档证券的偿付提供了进一步的保障。
7. 本交易的发起机构招商银行股份有限公司曾成功发起多期信贷资产证券化项目，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，具有丰富的信贷资产证券化交易经验。

关注及缓释

1. 本交易基础资产采取持续购买结构，在持续购买期内信托本金分账户资金将用于持续购买新的标的资产，因此招商银行信用卡汽车分期贷款业务的发展情况、审贷标准以及业务流程会影响到该项业务的资产质量，进而对本交易标的资产的信用质量产生影响。
风险缓释：招商银行汽车分期业务审贷严格、业务操作规范，且本交易设有严格的入池贷款合格标准，有助于保障基础资产的信用质量。
2. 本交易采取持续购买结构，在持续购买期内若招商银行不能提供足够的合格资产供信托购买，将导致信托资金闲置时间过长，进而影响基础资产的收益水平。

风险缓释：招商银行汽车分期业务模式成熟，历史表现稳定，业务规模较大，且交易文件中设定了应对上述风险的“提前摊还事件”，因此本交易因无法持续购买合格基础资产或购买率降低而导致收益率下降的风险不大。

3. 次级档资产支持证券设有期间收益，一定程度上降低了超额利差为优先档资产支持证券提供的信用支持。

风险缓释：联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了由于超额利差的信用支持水平降低而可能引发的优先档证券违约风险。

4. 本交易初始资产池中，69.78% 的汽车分期贷款为信用类贷款，可能在一定程度上影响违约贷款的回收。

风险缓释：招商银行信用卡中心制定了较为完善的汽车分期贷款业务申请审核流程与管理办法，对于汽车分期免抵押资格的审核较为严格，信用类贷款客户信用质量较高，违约风险较小。且联合资信在违约率及现金流测算时考虑了免抵押对入池资产的影响，评级结果已经反映了该风险。

5. 本交易部分汽车分期债权附带抵押类担保，但在信托设立时未办理抵押登记，存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：根据信托合同，对于涉及的抵押汽车分期债权，当发生权利完善事件时，如未能在约定期限内办理完毕变更登记，发起机构应将该等贷款按不合格资产予以赎回，有效缓释了法律风险。

6. 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、模拟违约时间前置等手段，测试优先档证券对借款人违约的承受能力，尽可能降低模型风险。

7. 全球经济疲弱，我国经济增速处于下行区

间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大等宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起人招商银行股份有限公司和发行人华润深国投信托有限公司提供，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人/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起人/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，未因发起人/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、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人发行的“和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化”优先档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。



档和优先B档证券均按月支付利息，在优先档证券全部偿付完毕之前，次级档证券可按月取得期间收益。

各档证券在持续购买期内不偿还本金，持续购买期结束后按照交易文件约定开始偿还本金。优先A1档证券在预期到期日一次性还本，优先A2档证券在分期摊还日还本，具体日期和金额见附件1，优先A3档证券采用过手方式摊还本金。如果发生以下任意情形（1）发生“加速清偿事件”，（2）发生“违约事件”，（3）“优先A3档资产支持证券”本金全部清偿完毕，优先

A1档证券和优先A2档证券转为过手摊还。优先B档证券本金采用过手方式进行偿付。

除向发起机构定向发行的部分外，优先档证券和次级档证券均采用簿记建档方式发行，发起机构将持有各档证券不低于5%的份额。优先A1档、优先A2档、优先A3档以及优先B档证券均采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定；次级档证券不设票面利率，在既定条件下取得不高于5%/年的期间收益以及最终的清算收益。

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	法定到期日
优先A1档	AAA	固定摊还	按月付息	20000.00	3.79	固定利率	2016年12月26日	2020年8月26日
优先A2档	AAA	固定摊还	按月付息	120000.00	22.75	固定利率	2017年6月26日	2020年8月26日
优先A3档	AAA	过手摊还	按月付息	318000.00	60.30	固定利率	2017年12月26日	2020年8月26日
优先B档	AA	过手摊还	按月付息	25300.00	4.80	固定利率	2018年1月26日	2020年8月26日
次级档	NR	—	—	44083.36	8.36	—	2018年8月26日	2020年8月26日

注：NR——未予评级。

3. 基础资产

本交易基础资产为受托机构在持续购买期内根据《资产持续购买合同》持续购买的发起机构拥有的符合合格标准和资产保证的汽车分期贷款。信托成立后，受托机构将利用信托本金分账户余额购买其他符合合格标准的汽车分期贷款进入资产池，以实现信托财产的持续运用。

根据信托合同和主定义表约定，本交易初始入池及持续购买贷款在初始起算日或是持续购买基准日需要符合四个方面的合格标准：

一是关于借款人的标准，在信托财产交付日或标的资产交割日 1)借款人、担保人为中国公民或永久居民，且在汽车分期合同、保证合同（如有）或抵押合同（如有）签署时年满 18 周岁；2)汽车分期发放时，借款人的年龄与该汽车分期的剩余期限之和小于 65 年；3)在初始

起算日或持续购买基准日，借款人在招商银行只有一笔汽车分期。

二是关于汽车分期的标准，在信托财产交付日或标的资产交割日 4)根据招商银行的贷款五级分类结果，汽车分期全部为正常类贷款；5)招商银行已根据汽车分期合同为借款人垫付分期总金额，且同一汽车分期合同项下借款人的全部未偿债务（包括但不限于未偿本金余额、剩余手续费总额及其他一切相关利息、费用）全部入池；6)就每一份汽车分期合同，借款人已按照约定支付购车首付款；7)在借款人和招商银行之间有委托扣款的授权或在汽车分期合同中有委托扣款条款；8)汽车分期的所有应付金额均以人民币为单位；9)汽车分期未基于任何理由（包括但不限于借款人向经销商退车、汽车分期被认定为损失类贷款）而根据招商银行的标准程序予以核销；10)汽车分期合同、保

证合同（如有）和抵押合同（如有）合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人和抵押权人可根据其条款向借款人主张权利；11)借款人不存在汽车分期合同项下正在进行的逾期；12)汽车分期的到期日均不晚于资产支持证券的法定到期日前 24 个月；13)每笔汽车分期的分期总金额不超过人民币 100 万元；14)借款人需每月等额偿还本金和支付手续费（因四舍五入或去尾而导致的差异除外）；15)汽车分期合同项下的分期总金额均为一次性发放，不存在分次发放的情形；16)针对该汽车分期而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，招商银行和相关的借款人之间均无尚未解决的争议；汽车分期均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；17)除非借款人（包括代为清偿的第三方）全部提前偿还了所有的应付款项（包括现时的和将来的），任何借款人均无权选择终止该汽车分期合同；18)除汽车分期合同以外，招商银行和相关借款人之间关于该汽车分期不存在其他协议（关于该汽车分期的委托扣款协议除外）；19)招商银行将全部或部分汽车分期及其附属担保权益设立信托或转让该等汽车分期及其附属担保权益的行为不会由于任何原因而被禁止或限制，不需要获得借款人、保证人（如有）或抵押人（如有）的同意；20)招商银行未曾放弃其在汽车分期合同、保证合同（如有）或抵押合同（如有）项下的重要权利，但放弃就提前还款收取违约金或对延迟支付收取违约金、利息、罚息、滞纳金的权利除外；21)汽车分期没有因为避免逾期、违约而进行重组、重新确定还款计划或展期；22)招商银行已经履行并遵守了相关的汽车分期合同和相关保证合同（如有）、抵押合同（如有）的条款；23)除法定抵销权以外，相关借款人不对该汽车分期享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；24)每份汽车分期合同的文本在所有重要方面与《信托合同》附件十二所列的合同范本之一相同。

三是关于抵押车辆的标准，在信托财产交

付日或标的资产交割日 25)分期总金额发放时，抵押车辆应为借款人从汽车经销商处购买的尚未申请号牌或由借款人初次申请号牌的车辆；26)于信托生效日或持续购买日，该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完抵押登记手续，登记的第一顺位抵押权人为招商银行；27)在发放分期总金额时，相关抵押车辆已经根据国家或行业通用标准投保交强险或商业保险；28)抵押车辆依据招商银行的标准评估程序和政策进行评价或估值。

四是关于发放汽车分期的标准，在信托财产交付日或标的资产交割日 29)该汽车分期为招商银行在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与汽车分期业务相关的政策、实践和程序所发放；30)该汽车分期和附属担保权益（如适用）均为遵照法律的规定而创设。

根据资产持续购买合同约定，在初始起算日或是持续购买基准日，本交易初始入池及持续购买贷款需要符合(a)单个城市涉及的汽车分期未偿本金余额之和不超过该次入池的全部汽车分期未偿本金余额的 20%；(b) 每次持续购买完成后“资产池”的加权平均“年化手续费率”不低于 7%，对于每笔汽车分期而言，年化手续费率系指 $2 \times 12 \times A/B$ ：A 指该笔汽车分期合同手续费率；B 指 1+该笔汽车分期在该日的剩余期数；(c) 就每次入池的全部汽车分期而言，按照卖方对借款人的内部信用评分标准，第 1 组评分借款人占比不低于 70%的标准。

本交易所对应的标的资产为动态资产池，为把控项目的整体风险，本交易从招商银行现有的汽车分期业务中选取产生了初始资产池。初始资产池概要统计如表 3：

表 3 初始资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	527383.36
贷款笔数（笔）	63421
借款人户数（户）	63421
平均单笔贷款余额（元）	83155.95
入池贷款合同总金额（万元）	751502.91

单笔贷款最高合同金额（元）	908600
加权平均手续费率（%）	8.51
单笔贷款最高手续费率（%）	17.00
加权平均贷款合同期限（月）	32.80

加权平均贷款剩余期限（月）	23.59
加权平均贷款账龄（月）	8.89
单笔贷款最长剩余期限（月）	36.40
单笔贷款最短剩余期限（月）	5.50

二、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汽车分期业务的模式、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、借款人所属地区、本金集中度等均会对组合信用风险概率分布的形态有重要影响。

1. 初始资产池分析

本交易所对应的标的资产为动态资产池，为把控项目的整体风险，本交易从招商银行现有的汽车分期业务中选取产生了初始资产池。初始资产池基准日为 2015 年 7 月 1 日，未偿本金余额为人民币 527383.36 万元，共涉及 63421 笔贷款。

（1）贷款本金余额

初始资产池单笔最大未偿本金余额为 85.81 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.0163%，单笔贷款平均未偿本金余额为 8.32 万元，资产池分散性良好。详见表 4。

表 4 初始资产池未偿本金分布情况 单位：笔/万元/%

未偿本金余额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10 万]	47362	282811.11	53.63
(10 万, 20 万]	13975	189169.56	35.87
(20 万, 30 万]	1673	39111.93	7.42
(30 万, 40 万]	261	8973.33	1.70
(40 万, 50 万]	104	4599.68	0.87
(50 万, 60 万]	28	1545.46	0.29
(60 万, 70 万]	17	1086.44	0.21
70 万以上	1	85.81	0.02
合 计	63421	527383.36	100.00

注：1. [,] 为左闭右开区间，例如 [20, 30] 表示大于等于 20% 且小于等于 30%；(,] 为左开右闭区间，例如 (30, 40] 表示大于 30% 且小于等于 40%，下同。2. 由于四舍五入原因，未偿本金余额和金额占比合计可能存在微小误差。下同

（2）首付比例

初始资产池入池贷款加权平均首付比例为 36.17%，最小首付比例为 20%，最大首付比例为 83.54%。本交易入池贷款的首付比例分布见表 5：

表 5 初始资产池首付比例分布 单位：%/笔/万元

首付比率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	6056	68054.31	12.90
(30, 40]	36824	312557.70	59.27
(40, 50]	9862	77714.70	14.74
(50, 60]	8226	55685.21	10.56
(60, 70]	2099	11950.25	2.27
大于 70	354	1421.15	0.27
合 计	63421	527383.36	100.00

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车分期的首付比例越高，借款人违约后的损失越小。本交易入池贷款的首付比例集中分布在 30% 至 40% 之间，处于正常水平。

（3）手续费费率

初始资产池内的汽车分期贷款均为固定手续费贷款，费率总体水平较高，其中手续费费率处于 5% 到 15% 之间的贷款未偿本金余额占比最大，达到了 81.47%，极少数贷款手续费率超过 15%。手续费率分布如表 6 所示。

表 6 初始资产池手续费费率分布 单位：%/笔/万元

手续费费率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 5]	11894	97466.83	18.48
(5, 10]	26856	245940.73	46.63
(10, 15]	24666	183750.28	34.84
(15, 20]	5	225.50	0.04
合 计	63421	527383.36	100.00

（4）担保性质

表 7 初始资产池担保性质分布 单位：笔/万元/%

担保性质	笔数	未偿本金余额	金额占比
信用类	47371	368033.71	69.78
抵押类	16050	159349.64	30.22
合 计	63421	527383.36	100.00

可以看出，本交易初始资产池内汽车分期多数为信用类免抵押贷款，若借款人发生违约，可能会在一定程度上影响违约贷款的回收。

招商银行信用卡中心制定了较为完善的汽车分期业务申请审核流程与管理办法，对于汽车分期免抵押资格的审核较为严格，信用类贷款客户信用质量较高，违约风险较小。联合资信在违约率及现金流测算时考虑了免抵押对入池资产的影响，评级结果已经反映了该风险。

（5）剩余期限

本交易初始资产池的加权平均剩余期限为 23.59 个月，最长剩余期限 36.40 个月，最短剩余期限 5.50 个月，初始资产池的剩余期限分布见表 8：

表 8 初始资产池剩余期限分布 单位：笔/万元/%

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	1	1.55	0.00
(6,12]	4791	31079.98	5.89
(12,18]	16988	116927.55	22.17
(18,24]	15955	126641.78	24.01
(24,30]	10542	102095.19	19.36
(30,36]	15134	150430.96	28.52
36 以上	10	206.31	0.04
合 计	63421	527383.36	100.00

（6）账龄

表 9 初始资产池账龄分布 单位：笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	24636	232484.90	44.08
(6,12]	13715	123166.08	23.35
(12,18]	12747	97833.01	18.55
(18,24]	11741	71255.93	13.51
(24,30]	580	2634.92	0.50
(30,36]	2	8.49	0.00
合 计	63421	527383.36	100.00

本交易入池贷款账龄较短，根据招商银行存量汽车分期历史统计数据，汽车分期贷款违约集中发生在其发放后的 7~21 个月内。本交易入池资产账龄很少超过 21 个月，因此尚未度过违约高发期。

（7）借款人信用等级

招商银行信用卡汽车分期客户分为信用卡常态业务存量客户与新开发信用卡客户。对于存量客户，招商银行信用卡中心根据持卡客户历史消费信用表现建立了一套完善的客户评分系统，将持卡客户分为了信用质量不同的 3 个组，并进一步细分为 20 个等级，其中划分为第 1 组的客户信用水平最高。初始入池贷款中，已拥有评分的客户贷款未偿本金余额占比达到 74.84%。无评分客户主要包括新开发客户与白金卡客户，其中新开发客户跟踪时间短，暂未评分；白金卡客户发卡资质要求较高，未纳入目前评分系统，其违约风险也相对较小。依照该评分标准，初始资产池的评分分布如表 10 所示：

表 10 借款人信用评分分组 单位：户/万元/%

信用评分分组	户数	未偿本金余额	金额占比
第 1 组	41557	346489.08	65.70
第 2 组	5574	44671.86	8.47
第 3 组	456	3547.55	0.67
无评分	15834	132674.86	25.16
合 计	63421	527383.36	100.00

可以看出本交易初始资产池借款人主要集中在第 1 组，入池贷款借款人的信用评分总体较高。

（8）借款人年龄分布

截至初始起算日，本交易初始资产池借款人的平均年龄为 35.17 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。借款人年龄分布如下表 11 所示：

表 11 初始资产池借款人年龄分布 单位：岁/户/万元/%

年龄	户数	未偿本金余额	金额占比
----	----	--------	------

(10, 20]	21	168.07	0.03
(20, 30]	24109	174077.04	33.01
(30, 40]	27052	228735.86	43.37
(40, 50]	9455	96230.43	18.25
(50, 60]	2749	27808.63	5.27
大于 60	35	363.33	0.07
合 计	63421	527383.36	100

(9) 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。初始资产池贷款分布在超过 39 个城市，分布较为分散。按未偿本金余额统计，借款人未偿本金余额占比最大的十个城市如表 12：

表 12 借款人未偿本金占比最大的十个城市

单位：户/万元/%

城市	户数	未偿本金余额	金额占比
上海	5409	44712.13	8.48
广州	4080	31382.26	5.95
成都	3441	30556.95	5.79
北京	2708	29030.71	5.50
深圳	3211	25640.85	4.86
杭州	2625	22407.77	4.25
武汉	2709	19312.61	3.66
南京	2220	19301.51	3.66
宁波	2198	18241.95	3.46
郑州	1987	18022.40	3.42
合 计	30588	258609.20	49.04

从表 12 可以看出，初始资产池借款人大部分处于经济较发达的省会城市，地区经济发展水平高，借款人经济实力相对较强，有助于贷款的偿还。

(10) 借款人职业分布

根据招商银行信用卡系统导出信息，初始资产池中，入池贷款借款人职业分布较为分散，没有明确职业划分的借款人贷款余额仅占 0.09%，个体经营者占 8.59%。其分布如表 13 所示：

表 13 初始起算日初始资产池借款人职业分布

单位：户/万元/%

职业	户数	未偿本金余额	金额占比
建筑、制造业	25306	203971.90	38.68
贸易、商业、事务所	14264	116612.38	22.11
国家党政机关、事业单位	7337	62320.79	11.82
个体经营	4700	45306.05	8.59
教育机构	3684	29901.23	5.67
金融业	3241	28554.72	5.41
酒店、餐饮、娱乐	2995	25234.04	4.78
医疗机构	1858	15033.30	2.85
其他	36	448.90	0.09
合 计	63421	527383.36	100.00

注：表中职业为按招商银行职业划分口径。

2. 宏观经济及外部环境

全球经济疲弱，我国经济增速处于下行区间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大等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。

三、交易结构分析

本交易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，本交易还安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托人将设立信托专用账户，记录信托财产的收支情况。信托账户下设立信托收款账户和信托付款账户。其中信托收款账户下设收入分账户与本金分账户两个子账户，收入分账户用来接收收入回收

款，本金分账户用来接收本金回收款，各子账户资金均来源于信托财产。信托付款账户下设信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户子账户。税收账户用于支付信托财产应承担的税收，费用和开支账户用于支付信托的费用和开支，证券账户用于支付证券的到期本息额。在信托分配日，资金保管机构依照分配指令将信托收款账户中的回收款划入信托付款账户。

2. 信托期限

本交易分为持续购买期和摊还期两部分。持续购买期系指自信托生效日起（含该日）至以下较早日期（不含该日）的期间：（a）2016年11月30日；（b）加速清偿事件发生之日；（c）违约事件发生之日；（d）贷款服务机构解任事件发生之日；（e）提前摊还事件发生之日。持续购买期结束后即进入摊还期。

3. 持续购买流程

卖方（招商银行，下同）于每个回收款转付日前向买方（指信托）提供截止持续购买基准日的可供持续购买的汽车分期备选资产清单，供买方选择资产。卖方向买方提供的备选资产池本金规模应不少于买方当期拟购买的资产总规模的2倍。

买方有权根据每一个信托分配日分配完成后可使用的本金回收款金额、卖方提供的备选资产清单、卖方汽车分期资产整体质量等情况综合确定当期是否进行持续购买以及持续购买的具体规模。如买方决定进行持续购买的，将于信托分配日向卖方确认当期拟持续购买的资产规模并向卖方发送基于卖方提供的备选资产清单选定的持续购买资产清单，并向卖方确认持续购买日的具体日期。买方有权依据《资产持续购买合同》约定的标准及其商业判断选择资产，且买方对资产的选择不构成对卖方在《资产持续购买合同》内的义务及责任的豁免。

各档证券持有人在持续购买期内不享有本

金偿付，仅按月获得利息收入或期间收益。若在持续购买期发生“加速清偿事件”、“违约事件”或“提前摊还事件”，则提前进入摊还期，本金回收款将不再进行持续购买，本金回收款和收入回收款依据交易文件现金流分配顺序进行各类费用、证券利息和本金的偿付。

持续购买期结束后，本交易进入摊还期，在摊还期内，资产池本金回收款不再用于购买新资产，而是依据交易文件约定的现金流分配顺序进行各类费用、证券利息和本金的偿付。

4. 现金流支付机制

（1）触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”、“加速清偿事件”和“提前摊还事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：（a）回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；（b）信托财产在支付日后5个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时存在的最高级别的优先档资产支持证券应付未付利息的（但只要当时存在的最高级别的优先档资产支持证券的应付未付利息得到足额支付，即使其他低级别的优先档资产支持证券应付未付利息和次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成违约事件）；（c）信托财产在法定到期日后10个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券本金的；（d）交易文件的相关方（发起机构、受托人、贷款服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后30个自然日内未能得到补正或改善，资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。

加速清偿事件区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：(a)发起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解任事件；(c)贷款服务机构未能按照交易文件的规定按时、足额付款或划转资金；(d) (i) 根据《信托合同》、《服务合同》的约定，需要更换受托人、贷款服务机构或必须任命后备贷款服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人、替代贷款服务机构或后备贷款服务机构，或 (ii) 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 (iii) 后备贷款服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；(e) 自信托生效日起一年内（含一年），某一收款期间结束时的累计违约率超过 1.5%；或自信托生效日起满一年后（不含一年），某一收款期间结束时的累计违约率超过 3.0%；(f) 在优先 A1 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 A1 档资产支持证券的未偿本金余额；(g) 在优先 A2 档资产支持证券分期摊还日前第一个信托分配日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 A2 档资产支持证券当期应偿还的本金；(h) 在优先 A3 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 A3 档资产支持证券的未偿本金余额；(i) 在优先 B 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 B 档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：(j) 发起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），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(k) 发起机构在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；(l) 发生对贷款服务机构、发起机构、

受托人或者资产池有重大不利影响的事件；(m) 《信托合同》、《主定义表》、《资产持续购买合同》、《服务合同》或《资金保管合同》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

“提前摊还事件”是指如果(a)自最近一次持续购买对应的持续购买日起连续 3 个月未购买任何资产，或者(b)某一持续购买日（但第一个持续购买日除外）日终，信托账户已收到但尚未用于持续购买或者分配的本金回收款总额超过前一收款期间期末资产池未偿本金余额的 10%，触发提前摊还事件，持续购买期结束，进入摊还期。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托收款账项下资金区分为收入分账户项下资金、本金分账户项下资金，本金分账户资金和收入分账户资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收入分账户项下资金按顺序分配税费、应付未付发行费用、其他参与机构（支付代理机构、受托人和资金保管机构等）的后续服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构报酬、优先 A 档各档证券利息、优先 B 档证券利息、余额全部转入本金分账户（如果发生加速清偿事件）、弥补累计未补足违约的本金、参与机构超出优先支付上限的费用、次级档证券期间收益后，余额留存收入分账户（持续购买期内）、余额转入本金分账户（摊还期内）。

在持续购买期内，本金分账户内资金原则上首先用于补足税费、应付未付发行费用、其他参与机构（支付代理机构、受托人和资金保管机构等）的后续服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构报酬、优先 A 档各档证券利息、优先 B 档证券利息，其余资金用于持续购买；摊还期内，本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费、应付未付发行费用、其他参与机构（支付代理机构、受托

人和资金保管机构等)的后续服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构报酬、优先 A 档各档证券利息、优先 B 档证券利息,然后按照信托合同约定偿还优先 A 档各档证券、优先 B 档以及次级档证券本金,最后剩余部分为次级档证券的超额收益;如果发生加速清偿事件,过手顺序摊还优先 A 档各档证券、优先 B 档证券和次级档证券本金,详见附图 1“违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后,信托收款账项下资金不再区分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,并用于顺序分配税费、应付未付发行费用、其他参与机构(支付代理机构、受托人和资金保管机构等)的后续服务报酬和费用、贷款服务机构报酬(如果违约事件不是由贷款服务机构引致)、优先 A 档各档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金,剩余部分用于支付次级档证券的本金和超额收益。详见附图 2“违约事件”发生后的现金流。

5. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构、超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本资产支持证券通过设定优先/次级顺序受偿的交易结构来实现内部信用提升。

根据交易安排,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,劣后级别的证券为较高级别的证券提供信用损失保护。具体说来,本交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 13.16%,次级档证券为优先 A 档和优先 B 档证券提供的信用支持为 8.36%。

(2) 超额利差

本交易中要求每次持续购买完成后“资产池”的加权平均“年化手续费率”不低于 7%,资产池加权平均年化手续费率与相关参与机构

服务费率以及优先档证券预期票面利率之间可能存在一定的利差,从而形成对证券本金偿付的信用支持。

加速清偿事件发生前,信托收益账户项下的资金在支付相关费用、优先档证券利息和次级档证券的期间收益后如有剩余,受托机构有权指示资金保管机构将剩余部分转入信托本金分账户,从而对证券本金的偿付提供信用支持;加速清偿事件发生后,超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持(收入分账户项下资金在完成税费、应付未付发行费用、除贷款服务机构外其他参与机构服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构报酬、优先档证券利息的分配后全部转入本金分账户)。违约事件发生后,信托收款账户不再区分收入分账户和本金分账户,二者将合并,在顺序偿付税费、应付未付发行费用、参与机构费用和贷款服务机构报酬后,直接用于证券利息和本金的偿付,实现超额利差对优先级证券的信用支持。

本交易设有持续购买机制,若在持续购买期内招商银行不能提供足够的合格资产供信托购买,导致信托资金闲置时间过长,将会造成基础资产的收益水平下降,进而降低超额利差水平。联合资信测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持水平,评级结果已经考虑了因超额利差下降引起的流动性风险。

联合资信认为,招商银行汽车分期资产规模较大,本交易因无法持续购买标的资产导致超额利差下降的风险不大。

(3) 触发机制

本交易设置了三类触发机制:“加速清偿事件”、“违约事件”和“加速摊还事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中,触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响,并提供了一定程度的信用支持。

(4) 清仓回购安排

本交易安排了清仓回购条款。在满足以下

两个条件时，委托人可以选择清仓回购：(1)资产池未偿本金余额在回购起算日零时降至初始起算日资产池余额的10%或以下；并且(2)截至回购起算日零时剩余资产的公允价值不少于以下A与B之和：A指在委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日前一日全部优先档资产支持证券的未偿本金余额，及其已产生但未支付的优先档资产支持证券的利息总额加上信托应承担的税收、费用支出和服务报酬之和。B为下列(i)和(ii)两者之间数值较高者，其中(i)的数值为0；(ii)的数值为截至委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日前一日次级档资产支持证券的未偿本金余额减去截至回购起算日零时累计净损失的差值。

6. 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。

本交易约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则发起机构应立即将相等于该等抵销金额的款项支付给受托机构，作为借款人偿还的相应数额的还款。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构招商银行的违约风险。

联合资信认为招商银行资产证券化项目经验丰富，财务状况稳健，即使借款人行使抵销权，委托人招商银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

(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，导致信托财产资金不确定而引发的风险。

本交易以回收款的划转机制来缓释贷款服务机构的混同风险。根据信托合同约定，当贷款服务机构满足必备评级等级时（联合资信给

予A级或更高，且中债资信给予A级或更高），回收款转付日为每个计算日后的第5个工作日；如果贷款服务机构丧失任一必备评级等级，借款人、保证人或抵押人将支付款项支付至信托账户。

作为贷款服务机构，招商银行拥有良好的经营能力、稳健的财务状况以及AAA的信用等级。我们认为本交易的混同风险很低。

(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。

本交易收入回收款主要为汽车分期手续费。招商银行汽车分期贷款每期手续费等于合同手续费总额除以合同总期数，因此各期应还手续费为固定金额，由此造成在交易初期，手续费收入相较于证券未偿本金余额而言偏低，收入回收款可能不能覆盖证券利息，具有一定的流动性风险。

本交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，而只设计了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有效地缓解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

按照招商银行汽车分期业务合约规定，若因招商银行以外原因导致客户提前还款，则招商银行有权不退还客户已支付的手续费，且客户仍需支付全部剩余款项，包含分期总金额中尚未支付部分、手续费总额中尚未支付部分及其他一切相关利息、费用。因此，本交易入池贷款的提前偿还对超额利差不构成负面影响。

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缓解这一风险。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，拖欠

风险对本交易优先档证券的信用影响较小。

(5) 利率风险

本交易入池贷款均采用固定手续费率，持续购买合同中对持续购买期间资产池的加权平均“年化手续费率”进行了约定，且本交易优先 A 档和优先 B 档证券均采用固定利率，本交易入池贷款利率和优先档证券利率均比较确定，存在的利率风险较小。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本交易利率风险对优先档证券的信用影响较小。

(6) 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。

本交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构招商银行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。

(7) 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，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资仅限于受托人与合格实体进行的以人民币计价和结算的金融机构存款和银行保本理财、符合监管规定的低风险、高流动性、且在投资前已通知评级机构的国债、政策性金融债、货币市场基金。本交易合格实体是指联合资信或中债资信给予的主体长期信用等级均高于或等于 AA 的金融机构。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信基于招商银行提供的汽车分期历史数据，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

通过对招商银行提供的历史样本数据进行分析，联合资信认为招商银行所发放的贷款违约概率与借款人常态业务评分具有较高的相关性，因此选择了常态业务客户信用评分作为确定评级基准违约概率的基础参考变量，并在此基础上根据贷款的账龄、借款人年龄、首付比例、地区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

联合资信根据招商银行提供的各评分组下的静态贷款组合历史数据，估算出了每组的基础违约概率。

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，以及五级分类管理下违约贷款的回迁因素，且招商银行独立核算此项业务的时间尚短，联合资信对上述违约率做了向上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：根据招商银行提供的静态贷款组合历史数据，个人汽车分期贷款的违约主要

发生在贷款发放后的第 7 至第 21 个月；若债务人的前期偿付记录良好，例如前 21 个月表现良好，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。

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高。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。

地区：不同的地区由于经济环境、司法环境及消费行为有所差异，造成各地区的违约表现有所差异，因此我们对处于某些不良率较高地区借款人的违约概率作了一定幅度的上调。

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

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。联合资信根据招商银行提供的各评分组下近四年的贷款逾期数据，估算出了每组的基准回收率。

3. 必要信用增级水平及现金流分析

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 14 所示。

表 14 目标评级必要增级水平 单位：%

级别	目标评级损失率
AAA	11.89%
AA ⁺	10.76%
AA	9.21%
AA ⁻	8.87%
A ⁺	7.93%
A	7.08%
A ⁻	6.13%

基于静态池数据，并且结合资产池特征，

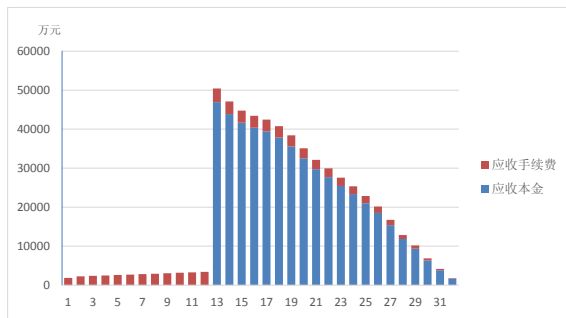
联合资信计算出匹配资产池的违约时间分布，详见表 15。

表 15 违约时间分布

时间（月）	违约时间分布
1	0.00%
2	0.39%
3	1.26%
4	2.43%
5	2.46%
6	3.32%
7	3.10%
8	4.21%
9	5.61%
10	4.65%
11	6.56%
12	7.01%
13	6.05%
14	7.33%
15	5.68%
16	5.97%
17	4.52%
18	5.29%
19	4.25%
20	4.04%
21	2.74%
22	2.62%
23	2.29%
24	2.14%
25	1.54%
26	1.16%
27	0.65%
28	0.66%
29	0.46%
30	0.56%
31	0.31%
32	0.23%
33	0.18%
34	0.16%
35	0.10%
36	0.07%
总计	100.00%

在假定借款人完全按照汽车分期合同偿付本金和手续费、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据招商银行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 2 所示。

图 2 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优先档证券的兑付状况，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，优先 A 档证券和优先 B 档证券能够通过相应评级压力情景的测试，详见表 16。

表 16 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	优先 A 档证券临界违约率	优先 B 档证券临界违约率
模拟集中违约	见表 15 违约时间分布	第 1 年集中 100%违约场景	15.30%	11.19%
		第 2 年集中 100%违约场景	15.15%	11.04%
		第 3 年集中 100%违约场景	21.10%	11.98%
利差	优先 A 档证券预期发行利率 4.0%	预期发行利率全部上升 100 个 BP	14.06%	9.99%
	优先 B 档证券预期发行利率 5.0%			
提前还款比例	5%/年	0%	14.91%	10.79%
		10%	15.73%	11.60%
		15%	16.10%	12.00%
组合压力情景 1	——	优先 A 档和优先 B 档证券发行利率分别为 5%和 6%，违约时间分布集中在第 1 年，提前还款比例为 0%/年	13.53%	9.47%
组合压力情景 2	——	优先 A 档和优先 B 档证券发行利率分别为 5%和 6%，违约时间分布集中在第 2 年，提前还款比例为 0%/年	13.56%	9.49%

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/贷款服务机构为招商银行。作为发起机构，招商银行的运营管理能力、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、风险管理和内部控制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。

招商银行是经中国人民银行批准，于 1987 年 3 月组建成立的全国性股份制商业银行。2002 年，招商银行 A 股在上海证券交易所上市；2006 年，招商银行 H 股在香港联交所上市。经过历次的增资扩股，截至 2014 年 12 月 31 日，招商银行股本总额 252.20 亿股，其中第一大股东为招商局轮船股份有限公司。

截至 2014 年末，招商银行资产总额 47318.29 亿元，其中贷款和垫款净额 24487.54 亿元；负债总额 44167.69 亿元，其中客户存款

余额 33044.38 亿元；股东权益 3150.60 亿元；不良贷款率 1.11%；拨备覆盖率 233.42%；资本充足率 11.74%，一级资本充足率 9.60%。2014 年全年，招商银行实现营业收入 1658.63 亿元，净利润 560.49 亿元。

信用风险管理方面，招商银行从业务发起、尽职调查、授信审批、放款执行、贷后管理五大环节，构建流程化的信用风险管理体系，综合运用信贷政策制定、准入核准、分级审批、信贷检查、风险预警、集团客户管理、不良资产清收与问责、分类拨备、内部评级等多种管理措施，并开发引进先进的风险量化模型工具及风险管理系统，确保对信用风险进行有效管理。

对于汽车分期贷款业务，招商银行采取了较为严格的风险管理措施。在经销商选择方面，招商银行仅与 4S 店进行合作，并通过业务员现场办理、确认购车发票与保险中购车信息等手段防止骗贷情况的发生；在汽车分期业务申请阶段，招商银行制定了详细的审核、放款流程与尽职调查办法，对客户需提交的材料与办理抵押、保险等事项做了明确说明，对于提出免抵押申请的客户指定了更为严格的审核要求；在资产保全方面，除了一般的短信、电邮、信函、电话等催收方式，对于严重逾期贷款，招商银行主要依赖民事诉讼来追偿贷款，对于拖欠超过 60 天的汽车分期贷款，招商银行一般要求贷款一次偿清，并暂停相应客户的常态业务消费。目前招商银行汽车分期存量客户信用表现良好，由发起机构提供的资料显示，截至 2014 年末，信用卡汽车分期独立账户可统计的贷款不良率仅为 0.28%。

资产证券化方面，招商银行曾作为发起机构发起多个资产证券化项目，并担任贷款服务机构，积累了丰富的项目经验。前期积累的经验将对此次招商银行顺利开展资产证券化项目提供良好的保障。

总体来看，招商银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，

同时在信用卡汽车分期贷款业务与证券化方面均具有较为丰富的经验。联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。招商银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，将有效保障入池贷款组合的信用表现并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北京银行股份有限公司。北京银行成立于 1996 年，2007 年 9 月在上海证券交易所上市，成为国内首批上市的城市商业银行之一。

截至 2014 年末，北京银行资产总额 15244.37 亿元，股东权益合计 959.03 亿元；不良贷款率 0.86%，拨备覆盖率 324.22%，资本充足率 11.40%，核心一级资本充足率 9.16%；2014 年，北京银行实现营业收入 368.78 亿元，净利润 156.46 亿元。

截至 2014 年末，北京银行托管资产规模达 4622 亿元，同比增长 95%；2014 年北京银行实现托管类中间业务收入 3.2 亿元，同比增长 82%。目前，北京银行已与多家信托公司、基金公司、证券公司、保险公司、商业银行建立托管合作关系。

考虑到北京银行稳健的经营状况、丰富的资产证券化托管经验，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/发行人是华润深国投信托有限公司（华润信托）。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。截至 2014 年末，华润信托注册资本金 26.30 亿元，其中华润股份有限公司持有公司 51% 的股权，深圳市国有资产监督管理委员会持有 49% 的股权。

截至 2014 年末，按照合并报表口径，华润信托资产总额 152.15 亿元，所有者权益 138.28

亿元，信托业务资产 4719.79 亿元。2014 年，华润信托实现营业收入 39.87 亿元，净利润 23.29 亿元。

针对资产证券化业务，华润信托的风险控制具体采用事前预防、事中监控、事后稽核三种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，华润信托通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制

和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

华润信托作为受托人，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，华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为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、将信贷资产由发起人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：本交易文件不违反中国现行法律、行政法规和部门规章，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向其他各方主张权利；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；信托一经生效，委托人对汽车分期债权的转让即发生法律效力，且附属于该等汽车分期债权的抵押权（如有）随汽车分期债权的转让而同时转让，抵押权自抵押合同生效之日起设立，未经登记，不得对抗善意第三人，因此在抵押权变更登记

至受托人名下之前，受托人持有的抵押权可能不能对抗善意第三人；信托财产与委托人和受托人未设立信托的其他财产相区别，委托人或受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产均不作为其清算财产；资产支持证券既不是委托人的负债，也不是受托人的负债，受托人以信托财产为限向资产支持证券持有人承担义务。

会计意见书表明：招商银行不应将特殊目的信托纳入合并范围，并于不合并基础上进行资产终止确认分析，决定终止确认有关金融资产。

税务意见书表明：1）营业税方面，本次交易信托财产取得的全部利息收入、相关服务机构取得的服务报酬、机构投资者在二级市场上买卖资产支持证券取得的差价收入全额征收营业税；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；对信托财产收益在取得当年向机构投资者分配的部分，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申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信

托项目收益，再分配给机构投资者时，按现行相关政策规定处理；在对信托财产收益暂不征收企业所得税期间，境内机构投资者分得的信托财产收益应按照权责发生制确认应税收入，按现行政策规定缴纳企业所得税；机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳企业所得税；为证券化交易提供服务的各机构取得服务费收入均应缴纳企业所得税；3）印花税法方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

目前，国内的信贷资产证券化仍处试点阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

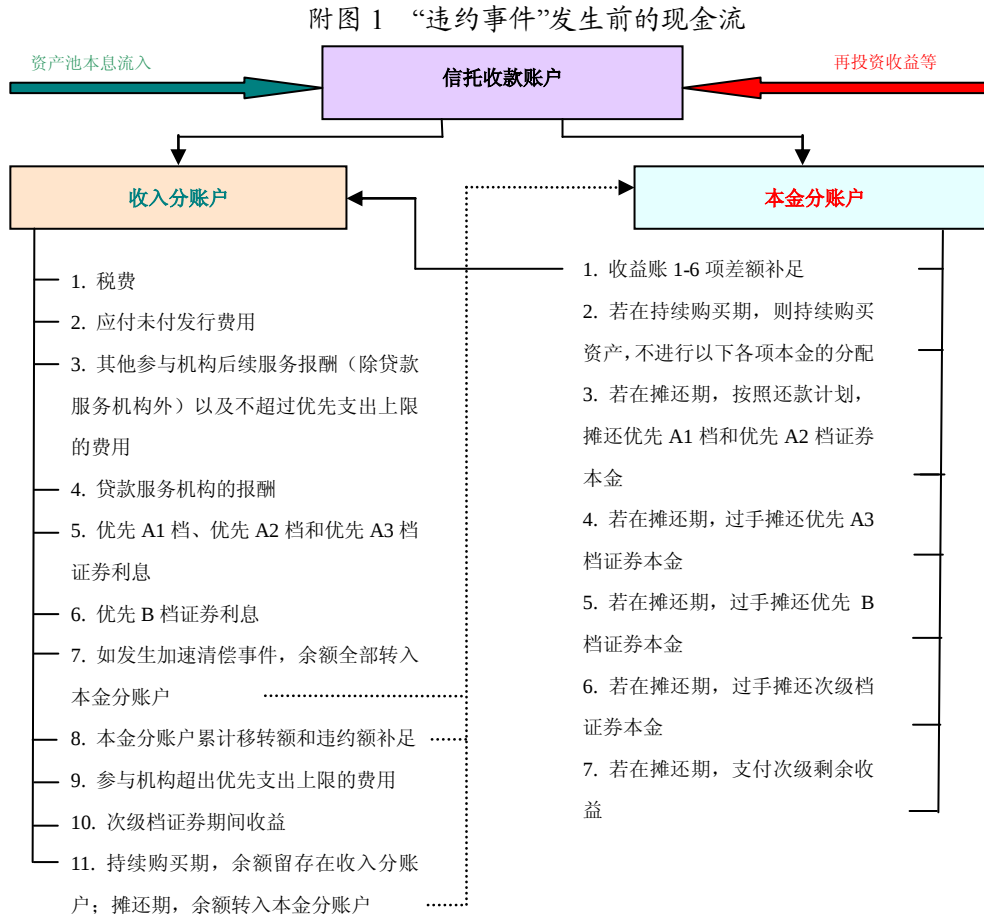
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的标的资产、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“和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化”的评级结果为：优先 A1 档、优先 A2 档和优先 A3 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA；次级档

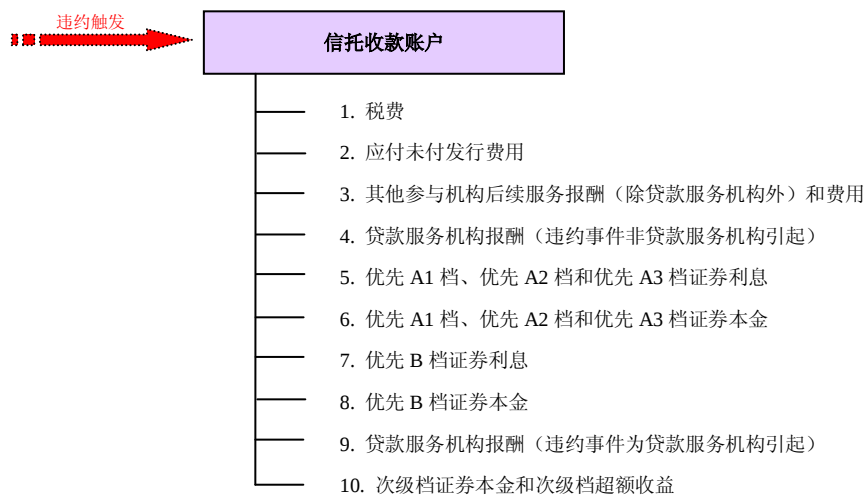
资产支持证券未予评级。

上述优先 A1 档、优先 A2 档和优先 A3 档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；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 优先 A2 档资产支持证券计划还款方式

在优先 A2 档资产支持证券的分期摊还日按照下述方式支付优先 A2 档资产支持证券的本金（如果下表中列示的日期不是工作日，则为相关摊还日后的第一个工作日）。

“优先 A2 档资产支持证券”本金摊还计划表		
第 1 个摊还日	2017 年 1 月 26 日	200000000.00 元
第 2 个摊还日	2017 年 2 月 26 日	200000000.00 元
第 3 个摊还日	2017 年 3 月 26 日	200000000.00 元
第 4 个摊还日	2017 年 4 月 26 日	200000000.00 元
第 5 个摊还日	2017 年 5 月 26 日	200000000.00 元
第 6 个摊还日	2017 年 6 月 26 日	200000000.00 元

附件 2 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 和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化的存续期。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和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化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，或发生可能对和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化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，或发生可能对和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化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 and 信 2015 年第二期汽车分期资产证券化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和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化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。

