

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《通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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

二零一四年九月四日



信用等级公告

联合[2014] 1737 号

联合资信评估有限公司通过对“通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托”资产支持证券的信用状况进行综合分析和评估，确定

通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托

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。



通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级结果

单位：万元/%

证券名称	金额	占比	利率类型	信用等级
A 级资产支持证券	263900.00	87.97	浮动利率	AAA
B 级资产支持证券	21099.00	7.03	浮动利率	AA ⁺
次级资产支持证券	15001.00	5.00	—	NR
合 计	300000.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级

评级报告出具时间：

2014 年 9 月 4 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 7 月 31 日
证券法定到期日：2020 年 9 月 26 日
交易类型：静态现金流型 ABS
载体形式：特殊目的信托
信托财产：上汽通用汽车金融有限责任公司 300000.00 万元个人汽车抵押贷款
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：上汽通用汽车金融有限责任公司
受托机构/发行人：中粮信托有限责任公司
资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司
联席主承销商：中信证券股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、招商银行股份有限公司

分析师

刘静 范杨宇

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”）对本期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考量，并在现金流分析的基础上确定“通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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⁺；次级资产支持证券未予评级。

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、按照上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称“上汽通用”）的不良率统计口径，截至 2013 年底，其全部存量贷款的不良率为 0.36%，不良率较低。整体来看，上汽通用的风险控制能力很强。
- 2、本次入池资产全部属于上汽通用的正常类贷款，并且在初始起算日时没有出现逾期，资产池信用质量良好。
- 3、本期交易基础资产涉及上汽通用汽车金融有限责任公司向 58460 户借款人发放的 58460 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个省份，单个借款人未偿本金余额占比极小，最大占比仅为 0.0124%。借款人分散性很好。
- 4、在初始起算日，资产池的加权平均利率为 13.89%，处于较高水平，预计将存在较高的超额利差，超额利差将为优先级资产支持证券提供较好的信用增级效果。

- 5、 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级资产支持证券提供了较好的流动性支持及信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。
- 6、 本期交易贷款服务机构的服务报酬处于劣后位置，超额利差能对优先级证券提供更好的信用支持。
- 7、 本期交易的原始权益人上汽通用汽车金融有限责任公司作为国内首家专业汽车金融企业，其开展汽车贷款业务的流程、风险控制 and 信息系统比较完善，且曾成功在银行间市场发起通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化项目以及通元 2012 年第一期个人汽车抵押贷款证券化项目，具有较丰富的资产证券化交易与贷款服务经验，能更好地为本期交易提供服务。

关注及缓释

- 1、 本期交易只设置了条件内部流动性支持，未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。
风险缓释：本期交易基础资产分散性良好，且贷款服务机构上汽通用的贷款服务经验较丰富，主体信用质量极高，并且本期交易设置了以信用等级触发的内部流动性储备账户。联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，结果显示本期交易的流动性风险较小。
- 2、 次级证券设有较高的期间收益，可能会在一定程度上减弱超额利差为优先级资产支持证券提供的信用支持。
风险缓释：本期交易基础资产的收益水平很高，联合资信对优先级资产支持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水平降低而可能引发的优先级资产支持证券违约风险。
- 3、 目前，国内个人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。本期交易中，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抵押权的情况，这将使信托面临一定的法律风险。

风险缓释：针对这一情况，本期交易设置了资产赎回条款，发起机构将按照约定赎回相应资产，本期交易的发起机构上汽通用的主体信用等级高，履约能力很强，本期交易的法律风险很小。联合资信也将持续关注发起机构、贷款服务机构、发行人的尽职意愿和履约能力。

- 4、 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国开展汽车贷款的历史不长，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，通过提高违约率、降低回收率、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持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。

- 5、 国内个人汽车市场经历了几年的高速增长后，逐渐进入以结构调整为主的平稳增长期，竞争激烈，由此可能导致汽车跌价比率提高。

风险缓释：联合资信在违约率模型中已经考虑了因行业风险而导致的汽车跌价比率提高的情况。

- 6、 全球经济疲弱和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：联合资信在设定违约率模型参数时已经考虑了因宏观经济系统性风险而

导致的借款人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机构上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称“上汽通用”）和发行人中粮信托有限责任公司（以下简称“中粮信托”）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通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托优先级资产支持证券存续期，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

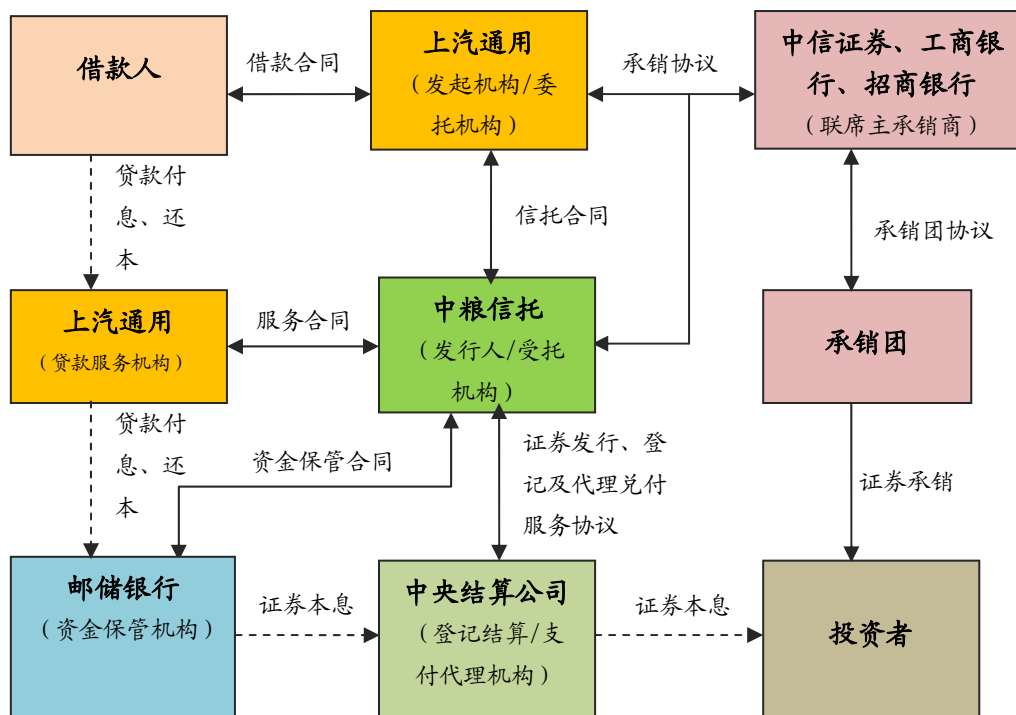
1、交易结构

本期交易的发起机构上汽通用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300000万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，通过中粮信托设立“通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。中粮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、B级和次级资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托机构：上汽通用汽车金融有限责任公司
 发行人/受托机构：中粮信托有限责任公司
 贷款服务机构：上汽通用汽车金融有限责任公司
 资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司
 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：德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：北京市金杜律师事务所、北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙）
 联席主承销商：中信证券股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、招商银行股份有限公司
 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

本期交易发行A级、B级和次级资产支持证券（以下简称“证券”），其中A级、B级证券属于优先级证券。

交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级。A级、B级证券均按月偿付利息，次级证券可按月取得期间收益。A级、B级、次级

证券采用过手式结构按优先/劣后顺序按月偿付本金。

其中A级、B级、次级证券采用招标方式发行，A级和B级证券均采用浮动利率，票面利率等于基准利率加上基本利差之和，基准利率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率，基

本利差根据公开招标结果确定；如遇基准利率调整，证券利率将在基准利率调整生效日后的第3个自然月的对应日进行调整；次级证券不设票面利率，在既定条件下取得不高于10%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	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
A级证券	AAA	过手摊还	263900.00	87.97	浮动利率	2016年7月26日	2020年9月26日
B级证券	AA ⁺	过手摊还	21099.00	7.03	浮动利率	2016年11月26日	2020年9月26日
次级证券	NR	—	15001.00	5.00	—	2018年9月26日	2020年9月26日

注：NR——未予评级

3、入池资产

本期交易的入池资产涉及发起机构上汽通用向 58460 户借款人发放的 58460 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日（2014 年 7 月 31 日），入池贷款的未偿本金余额为人民币 300000.00 万元。

根据交易文件约定，本期交易入池贷款的合格标准分为四个方面：

一是关于借款人的标准，包括（1）借款人为中国公民或永久居民，且在贷款发放日时至少为年满 18 周岁的自然人；（2）抵押贷款发放时，借款人不是与发起机构及其关联方签订劳动合同的雇员；（3）借款人不存在违反其在抵押贷款合同或其他相关文件下的偿付义务；（4）抵押贷款发放时，借款人的年龄与该抵押贷款的剩余期限之和小于 55。

二是关于抵押贷款的标准，包括（1）根据银监会贷款五级分类结果，抵押贷款全部为正常类贷款；（2）抵押贷款已经存在并由发起机构服务，且在借款人和发起机构之间有委托扣款的授权或在抵押贷款合同中有委托扣款条款；（3）抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；（4）抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；（5）抵押贷款合同和抵押权合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人和抵押权人可根据其条款向借款人主张权利；（6）在初始起算日，借款

人迟延支付抵押贷款合同项下到期应付的金额未超过 30 天；（7）抵押贷款的到期日均不晚于资产支持证券的法定最终到期日前 24 个月；

（8）抵押贷款的发放日不晚于 2013 年 12 月 31 日，到期日不早于 2014 年 6 月 30 日，且已向相关的登记机关办理了相关抵押权的登记手续；（9）抵押贷款发放时，其本金金额至少为人民币 2 万元；（10）抵押贷款发放时，其本金金额不超过人民币 50 万元；（11）抵押贷款发放时，如果本金金额不超过 25 万元，其初始抵押率不超过 80%；如果本金金额超过 25 万元，其初始抵押率不超过 60%；（12）抵押贷款为有息贷款；（13）抵押贷款的初始贷款期限为 1 年（不含）至 5 年（含）之间，于初始起算日 24:00 时的剩余期限不超过 5 年；（14）抵押贷款需每月还本付息；（15）抵押贷款合同项下的贷款金额均为一次性发放，不存在分次发放的情形；

（16）借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的所有成本和费用，且发起机构无需向借款人退还；（17）除非相关借款人或其代表全部提前偿还了所有的应付款项，无论是因发生了违约事件还是其他原因，任何借款人均无权选择终止该抵押贷款合同；（18）针对该抵押贷款而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，发起机构和相关的借款人之间均无尚未解决的争议；相关借款人并未提出，或据发起机构所知相关借款人并未启动司

法或仲裁程序，主张该抵押贷款、相关抵押贷款合同或抵押权为无效、可撤销、不可主张权利、可终止；(19)就发起机构所知，对于该抵押贷款或任何其他信托财产的回收或执行，不存在任何司法或仲裁程序中的判决或裁决，可能使该等回收或执行因发起机构的原因被阻止、被延缓、被认定为非法、无效、可撤销、被驳回、或被以其他方式进行不当干预；(20)除抵押贷款合同以外，发起机构和相关借款人之间关于该抵押贷款不存在其他协议（关于该抵押贷款的委托扣款协议除外）；(21)抵押贷款合同中就有关债权转让，不存在任何限制性规定条款；(22)就资产而言，除有关交易文件另有规定外，发起机构已经完成交易文件项下交易应适用的法律所要求其履行的所有程序和规定；(23)发起机构未曾放弃其在抵押贷款合同或抵押权项下的任何重要权利，但放弃就提前还款收取违约金的权利除外；(24)发起机构已经履行并遵守了相关的抵押贷款合同和相关抵押权的条款；(25)就发起机构所知，该抵押贷款不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的；(26)除法定抵销权以外，相关借款人不对该抵押贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利。

三是关于抵押车辆的标准，包括(1)于初始起算日，该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完第一顺序抵押登记手续，登记的第一顺序抵押权人为上汽通用汽车金融有限责任公司；(2)在发放该抵押贷款时，相关抵押车辆已经根据行业通用标准投保，所投保险包括但不限于以借款人名义取得的但标明发起机构名

称及其权益的财产险。

四是关于发放和筛选抵押贷款的标准，包括(1)该抵押贷款为发起机构在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与抵押贷款业务相关的政策、实践和程序所发放；(2)该抵押贷款及其相关抵押车辆和附属担保权益均为遵照法律的规定而创设；(3)在初始起算日，每份抵押贷款合同的文本在所有重要方面与《信托合同》中所列的抵押贷款协议标准格式之一相同；(4)中国法律、抵押贷款合同或相关抵押权均禁止或限制相关借款人在未经发起机构同意时转让其在该抵押贷款合同中的义务或相关抵押车辆；(5)发起机构和/或借款人为签署、交付或履行相关抵押贷款合同所需的政府机构的重要同意、许可、批准、授权或登记，均已经依法办理并完成。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表 3 资产池概况

未偿本金余额（万元）	300000.00
贷款笔数（笔）	58460
单户最大未偿本金余额（万元）	37.29
借款人加权平均年龄（岁）	35.22
加权贷款执行利率（%）	13.89
加权首付比率（%）	32.83
加权平均账龄（月）	19.57
最长账龄（月）	43.47
最短账龄（月）	11.20
加权平均剩余期限（月）	27.85
最长剩余期限（月）	49.67
最短剩余期限（月）	17.40

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=首付金额/汽车购买价格。

3、贷款账龄 = （初始起算日 - 贷款发放日）/30。

4、贷款剩余期限 = （贷款到期日 - 初始起算日）/30。

二、入池资产分析

1、资产池概况

本期交易的入池资产涉及上汽通用 58460 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 300000 万

元。

2、入池贷款质量分布

依照银监会贷款五级分类标准，本期交易入池贷款全部为上汽通用的正常类贷款，入池

贷款的资产质量较好。

3、入池资产质量分析

一般情况下，入池贷款的违约率和回收率与贷款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

(1) 入池贷款

截至资产池初始起算日，本期交易入池的单笔最大贷款占比为 0.0124%，户均未偿本金余额为 51317.14 元，借款人分散性很好。

入池贷款加权平均首付比例为 32.83%。本期交易入池贷款的首付比例分布见表 4：

表 4 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
(0, 30]	12934	65623.49	21.87
(30, 40]	37358	192919.13	64.31
(40, 50]	6190	32779.47	10.93
(50, 60]	1584	7220.58	2.41
60 以上	394	1457.33	0.49
合 计	58460	300000.00	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(40, 50]表示大于 40%但小于等于 50%，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。本期交易根据汽车贷款本金余额对入池贷款初始首付比例下限进行了限制，一定程度上降低了借款人的违约风险，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。

本期交易入池贷款的利率均为浮动利率，利率总体水平较高。其中利率处于 12%到 18%之间的贷款未偿本金余额占比很高，达到了 85.54%。入池贷款的利率分布如表 5 所示。

表 5 入池贷款利率分布 单位：%/笔/万元/%

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
(9, 12]	7615	43373.47	14.46
(12, 15]	30475	164908.57	54.97
(15, 18]	20370	91717.96	30.57
合 计	58460	300000.00	100.00

本期交易入池贷款全部为抵押类贷款，该抵押车辆已在登记机关办理抵押登记手续，上汽通用作为第一顺序抵押权人，在借款人出现违约时，有利于违约贷款的回收。

本期交易入池贷款的加权平均剩余期限 27.85 个月。入池贷款的剩余期限分布见表 6。

表 6 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
(12, 18]	11412	45579.16	15.19
(18, 24]	16893	84710.25	28.24
(24, 30]	13882	69756.06	23.25
(30, 36]	4527	23755.356	7.92
36 以上	11746	76199.18	25.40
合 计	58460	300000.00	100.00

本期交易加权平均贷款账龄为 19.57 个月，58.36%的贷款账龄超过 18 个月，账龄较长，这有利于降低基础资产的违约率。入池贷款的账龄结构见表 7：

表 7 入池贷款账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(6, 12]	5902	32967.39	10.99
(12, 18]	15587	91937.88	30.65
(18, 24]	24287	116199.57	38.73
(24, 30]	4454	22964.32	7.65
(30, 36]	5440	23138.38	7.71
36 以上	2790	12792.48	4.26
合 计	58460	300000.00	100.00

根据上汽通用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 6-30 个月内。本期交易账龄在 30 个月以内的入池贷款占 88.02%，针对此类基础资产，联合资信在测算信用增级量时考虑了账龄因素，对此类贷款的违约概率做了适当上调。

截至初始起算日，本期交易全部入池贷款均未发生过拖欠，贷款历史表现优良。

(2) 借款人

上汽通用对汽车贷款借款人建立了一套完善的客户评分系统，主要考虑了借款人的收入水平、职业类型、家庭状况等因素，其中评分越高的借款人信用质量越好。本期入池资产借

款人的评分分布如表 8 所示：

表 8 借款人信用评分分布 单位：分/户/万元/%

信用评分分组	户数	未偿本金余额	金额占比
(0, 550]	44	143.48	0.05
(550, 650]	964	3756.18	1.25
(650, 750]	28247	135330.84	45.11
750 以上	29205	160769.50	53.59
合 计	58460	300000.00	100.00

可以看出本期交易过半的入池贷款借款人信用评分大于 750 分，入池贷款借款人的信用评分总体水平较高。

截至初始起算日，本期交易入池贷款借款人的加权平均年龄为 35.22 岁，借款人年龄主要集中在 30 岁到 40 岁之间，基本处于个人职业发展的上升阶段，预期收入将稳定上升。借款人年龄分布如表 9 所示：

表 9 初始起算日借款人年龄分布

单位：岁/户/万元/%

年龄	户数	未偿本金余额	金额占比
(10, 20]	9	40.65	0.01
(20, 30]	18423	87017.22	29.01
(30, 40]	25610	132572.34	44.19
(40, 50]	12499	69785.67	23.26
(50, 60]	1919	10584.12	3.53
合 计	58460	300000.00	100.00

根据上汽通用职业划分方法，本期交易入池资产中，职业分类未知的借款人贷款本金余额占 13.18%，上汽通用针对该类借款人的收入来源、家庭状况等因素进行了谨慎的评估，以确保其具有充足的还款能力。本期交易入池贷款借款人职业类别较为分散，其分布如表 10 所示：

表 10 借款人职业类别分布 单位：户/万元/%

职业	户数	未偿本金余额	金额占比
雇员	17108	76756.06	25.59
中级管理人员	12920	65428.03	21.81
高级管理人员	8979	52400.94	17.47
未知类别	8007	39531.05	13.18
公司老板	6087	38682.27	12.89
教师	1959	8863.08	2.95

个体经商	1449	7178.28	2.39
占比低于 2% 的职业合计	1951	11160.29	3.72
合 计	58460	300000.00	100

注：表中职业统计口径为上汽通用职业分类口径。

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。本期交易入池贷款分布在 31 个省份，分布较为分散。按未偿本金余额统计，借款人所在地区分布如表 11：

表 11 借款人所在地区分布

单位：户/万元/%

地区	户数	未偿本金余额	金额占比
山东	8574	39634.41	13.21
江苏	7059	38415.15	12.81
广东	4459	22229.57	7.41
云南	4346	22099.02	7.37
河南	3404	18463.25	6.15
辽宁	3452	16844.74	5.61
四川	3349	16094.98	5.36
河北	2774	14358.65	4.79
安徽	2504	13705.14	4.57
广西	2383	11726.20	3.91
贵州	2111	11059.52	3.69
占比低于 3% 的地区合计	14045	75369.37	25.12
合 计	58460	300000.00	100.00

(3) 抵押物

本期交易入池贷款所购车辆均为新车，汽车的购买价格分布见表 12。

表 12 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]	52885	244356.44	81.45
(20, 40]	5392	52587.51	17.53
(40, 60]	163	2651.92	0.88
(60, 80]	11	180.23	0.06
(80, 100]	7	172.58	0.06
100 万以上	2	51.33	0.02
合 计	58460	300000.00	100.00

从表 12 可以看出，20 万元以内的汽车占到 81.45%，考虑到该类型车辆以自用为主，借款人的违约意愿较低。

4、宏观经济和汽车行业

从国内汽车行业来看，2000 年以来，在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素的驱动下，中国汽车行业步入持续增长阶段。2009 年，受益于国家降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，乘用车销量呈爆发式增长，中国汽车产销量超过美国成为世界第一。2011 年以后，随着扶持政策退出或门槛提高，行业增速大幅回落，汽车市场增速持续放缓。2013 年，在经历两年的低速增长后，市场新增购车和换购需求释放，汽车行业迎来恢复性增长。

2014 年一季度，汽车产销规模增幅较上年同期略有减缓。

从宏观经济环境来看，当前全球经济疲弱，外需低迷，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。宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力，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，本期交易安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1、信托账户

在交割日当日或之前，受托机构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，信托账户下设信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户、信托（混同和抵销）储备账户和信托（税收）储备账户。其中，信托收款账户包括收入分账户和本金分账户，信托付款账户包括信托分配（证券）账户以及信托分配（费用和开支）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，各分账户及储备账户资金均来源于信托财产；信托（税收）储备账户用于支付信托财产应承担的税收，信托分配（费用和开支）账户用于支付信托财产承担的各项费用和开支，信托分配（证券）账户用于支付证券的到期应付本息。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回收款进行分

配。

2、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”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：（a）受托机构未能在支付日后 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）对当时应偿付但尚未清偿的最优先级别的优先级资产支持证券付息，但只要存在尚未清偿的级别最高的优先级资产支持证券，由于信托没有足够资金而未能支付其他低级别优先级资产支持证券利息和次级资产支持证券收益不应构成违约事件；（b）受托机构未能在法定到期日后 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）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券还本的；（c）受托机构失去了继续以信托的名义持有信托财产的权力或者无法履行其在交易文件下的义务，且未能根据交易文件为信托指派另一个受托机构；（d）受托机构违反其在资产支持证券条款和条件、《信托合同》或其为一方的其他交易文件项下的任何重要义务、条件或条款（对资产支持证券支付本金或利息的义

务除外),且有控制权的资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约(i)无法补救,或(ii)虽然可以补救,但在有控制权的资产支持证券持有人大会向受托机构发出要求其补救的书面通知后30天内未能得到补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的规定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后90天内替换受托机构;(e)有控制权的资产支持证券持有人大会合理地认为受托机构在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证,在做出时或经证实做出时便有重大不实或误导成分,并且有控制权的资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约(i)无法补救,或(ii)虽然可以补救,但在有控制权的资产支持证券持有人大会向受托机构发出要求其补救的书面通知后30天内未能补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的规定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后90天内替换受托机构;

“加速清偿事件”区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下:(a)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)贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期内,未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金;(d)(i)在已经委任后备贷款服务机构的情况下,该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务,或后备贷款服务机构被免职时,未能根据交易文件的规定任命继任者,或(ii)在必须任命后备贷款服务机构的情况下,受托机构未能在《服务合同》规定的时间内任命后备贷款服务机构;(e)在交割日后的相应周年年度内,某一收款期间结束时的累计违约率超过与之相对应的数值:第一年:1.76%,第二年及以后:3.52%;(f)前三个连续收款期间的平均严重拖欠率超过1.76%;(g)发生违约事件中所列的(d)或(e)项,且有控制权的资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事

件;

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下:

(h)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),并且受托机构合理地认为该等行为无法补救或在受托机构发出要求其补救的书面通知后30天内未能得到补救;(i)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)在提供时有重大不实或误导成分;(j)发生对贷款服务机构、发起机构、受托机构或者抵押贷款、抵押权、附属担保权益有重大不利影响的事件;(k)交易文件(《承销协议》和《承销团协议》除外)全部或部分被终止,成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利,并由此产生重大不利影响。

(2) 信托利益分配

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,信托收款账户项下资金区分收入分账户资金、本金分账户资金,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,在未发生加速清偿事件时,收入分账户项下资金按顺序偿付税收规费、除贷款服务机构外的所有参与机构服务报酬和限额内费用、贷款服务机构报酬(如果发起机构不是贷款服务机构)、优先级证券利息、各储备账户的必备储备金额、用于弥补累计未补足违约的本金、贷款服务机构报酬(如果发起机构为贷款服务机构)、超限额的费用、不超过10%的次级证券期间收益,余额转入本金分账户;本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费、所有参与机构服务报酬(发起机构为贷款服务机构时应支付的服务报酬除外)、储备账户的必备储备金额、限额内费用以及优先级证券利息的缺口,然后用于A级、B级以及次级证券本金的顺序偿付,最后剩余部分用于支付次级证券的超额收益;在发生加速清偿事件的情况下,收入分账户项下资金不再支付次级期间收益,而是将余额转入本金分账户并用于本金分账户项下的支付。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，并用于顺序偿付税费、除贷款服务机构之外的所有参与机构服务报酬和全部费用、贷款服务机构的服务报酬（若该违约事件不是由贷款服务机构直接或间接造成）、A 级证券利息和本金、B 级证券利息和本金、贷款服务机构服务报酬（若该违约事件是由贷款服务机构直接或间接造成）、次级证券本金，次级证券于最后取得清算收益，详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

3、结构化安排

本期交易利用优先/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

本期交易采用优先/次级结构，具体划分为 A 级、B 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档证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中次级证券和 B 级证券为 A 级证券提供的信用支持为 12.03%，次级证券为 B 级证券提供的信用支持为 5.00%。

（2）触发机制

本期交易设置了两类事件触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本期交易当中，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。

（3）超额利差

本期交易资产池贷款组合的加权平均利率为 13.89%，利率水平较高，预计资产池收益与相关参与机构服务费支出以及优先级证券利息支出之间存在一定的利差。

加速清偿事件发生前，超额利差通过对违约本金的弥补以及在支付完次级证券期间收益

后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清偿完税费、参与机构服务报酬及所有费用、按照交易文件约定的必备储备金以及优先级证券利息后全部划入本金分账户）。“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、机构费用和服务报酬后，直接用于优先级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。

（4）条件储备账户

本期交易设置了条件储备账户，包括信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户、信托（混同和抵销）储备账户。当上汽通用具备全部必备评级等级时，全部储备账户资金均为零，当上汽通用不具备任何必备评级等级之一时，将从信托收款账户中提取资金补充相应的储备账户直到约定金额。

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。

作为汽车金融公司，上汽通用的负债来源极为有限，对借款人产生负债的可能性较小。且针对抵销风险，本期交易合同约定，如任何借款人就发起机构对其所欠的款项（抵销金额），与发起机构根据本合同信托予受托机构的任何财产、权利、所有权、利益或收益行使抵销权，发起机构应立即将相当于该等抵销金额的款项支付入信托收款账户的相关子账户。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为上汽通用的违约风险。

上汽通用业务经营稳健，盈利能力很强，具有极高的信用等级。我们认为即使借款人行使抵销权，上汽通用也能够履行补足义务。并且针对上汽通用的信用状况，本期交易设置了

以必备评级等级作为触发条件的信托（混同和抵销）储备账户，进一步缓释了抵销风险。本期交易的抵销风险很低。

（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，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本期交易安排了以必备评级为触发的回收款高频转划机制来缓释资产服务机构的混同风险。

当任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 A 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 6 个工作日；当任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级时，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第 3 个工作日。

此外，本期交易设置了以必备评级等级作为触发条件的信托（混同和抵销）储备账户。

作为贷款服务机构，上汽通用良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级有力地缓释了混同风险。

（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。本期交易未设置外部流动性支持机制，但设立了内部流动性储备账户以及本金分账户对收入分账户的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金分账户资金对收入分账户有关支出的差额补足较为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

本期交易采用顺序偿付结构，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超额利差的大小；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本期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，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）利率风险

本期交易入池贷款均为浮动利率贷款，其中浮动利率贷款的利率以央行贷款基准利率为基准向上浮动，浮动幅度不尽相同，若央行基准利率发生调整，则所有贷款均在中国人民银行基准利率变动生效之月后第 2 个月调整；本期交易 A 级和 B 级证券利率均为浮动利率，基准利率为央行一年期定期存款利率，证券利率将在基准利率调整生效日后的第 3 个自然月的对应日进行调整。可以看到，本期交易入池贷款利率和优先级证券利率在利率调整时间等方面有所不同，存在因利率波动而导致利率风险的可能。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，评级结果已经考虑利率风险。

（6）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。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。

（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，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级极高的资金保管机构。合格投资系指以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构同业存款。且上述投资须在分配计算通知日之前到期或清偿，且不必就提前提取支付任何罚款。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。合格实体指中债资信评估有限公司给予主体长期信用等级不低于 A-且联合资信给

予主体长期信用等级不低于 AA 的实体。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

联合资信基于上汽通用提供的个人汽车抵押贷款历史数据，在不同压力下确定了本期交易适用的评级基准违约概率参数；同时，参照国内汽车市场的实际情况并参照亚太区可比新兴市场的评级实践确定基准汽车跌价比率参数。结合本期交易结构特点，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

通过对上汽通用提供的历史样本数据进行分析，联合资信认为上汽通用所发放的贷款违约概率与借款人评分具有较高的相关度，因此选择了借款人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、拖欠情况、五级分类结果、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，但由于此参数未考虑到借款人其它债务支出的负担，而且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

联合资信根据上汽通用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，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：根据上汽通用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 6-30 个月内。若债务人的前期偿付记录良好，例如前 30 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。

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最大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。

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，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。

（1）处置成本和处置期间的利息成本

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。联合资信根据历史实践经验，确定了本期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，本期交易入池资产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。

3、必要信用增级水平的确定及现金流分析

对于各分档证券来说，要获得某个信用等级，必需满足该信用等级要求的信用增级量，即必要信用增级水平，而且信用等级越高，其相应的必要信用增级水平也越高。对于个人汽

车抵押贷款资产支持证券，必要信用增级水平取决于目标评级损失率，目标评级损失率越大说明必要信用增级水平越高。按照交易结构安排，若某分档证券在设定的各种压力情景下都能获得与某个目标评级相应的必要信用增级水平，那么该分档证券就能达到该目标评级。

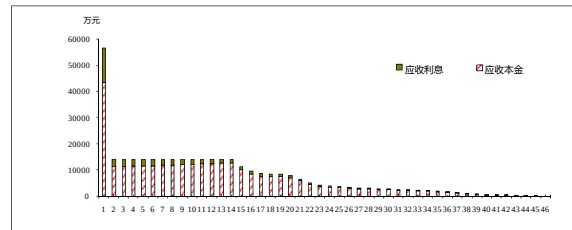
基于贷款违约概率与损失率分析，联合资信测算出了本期交易目标评级的必要增级水平。不同目标评级的目标评级损失率如表 13 所示。

表 13 目标评级损失率 单位：%

目标级别	目标评级损失率
AAA	13.62
AA ⁺	10.66

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，联合资信对资产池的现金流入进行了验证。按照上汽通用提供的现金流数据，资产池未来各期的现金流入结果如图 2 所示。

图 2 正常情况下资产池本息流入



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期交易信用评级的现金流模型以模拟交易过程。该现金流模型基于基础资产的早偿、违约时间分布和证券发行成本等情景假设，评估了不同压力情景下优先级证券的兑付状况，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目标评级的需要。从现金流分析的结果来看，本期交易安排下，优先级证券在各压力情境下所获得信用增级水平均大于对应的必要信用增级水平，也就是说 A 级证券和 B 级证券能够通过相应评级压力情景的测试。

五、主要参与方履约能力

1、原始权益人/资产服务机构

本期交易的原始权益人/资产服务机构为上汽通用。作为原始权益人，上汽通用的运营管理能力、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。作为资产服务机构，其贷款服务能力将直接影响到本期交易资产池贷款组合的信用表现。

上汽通用成立于 2004 年 8 月，总部位于中国上海陆家嘴金融区，是经中国银监会批准成立的全国首家专业汽车金融公司。截至 2013 年末，上汽通用注册资本 15 亿元，前两大股东分别为上海汽车集团财务有限责任公司（以下简

称“上汽财务”）与联合金融公司（Ally Financial Inc.，以下简称“联合金融”）。其中上汽财务是 1995 年经中国人民银行批准成立的非银行金融机构，在监管许可范围内从事金融服务；联合金融前身为通用汽车金融服务公司（General Motors Acceptance Corporation），成立于 1919 年，是历史上第一家专业经营汽车金融业务的公司，2008 年后逐渐发展为一家国际化的跨银行、汽车金融及其他金融服务领域的银行控股公司，2009 年完成更名。上汽通用股东背景实力较为雄厚，在汽车金融及其他金融服务领域具有丰富的经验。2013 年末上汽通用的股东情况如表 14 所示。

表 14 2013 年末上汽通用股东及持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
上海汽车集团财务有限责任公司	40.00

Ally Financial Inc.	40.00
上海通用汽车有限公司	20.00

作为国内首家专业汽车金融企业，上汽通用目前市场覆盖范围相对较广，针对不同类型、地域的汽车消费者设计了品种丰富的信贷产品，除了对普通客户群提供的标准化产品以外，还按照特殊消费群体的不同需求，开发了更多优质金融信贷产品，例如针对年轻消费群体的计划产品、面向资质较弱客户群体的条件复议产品、对良好良好社保记录客户群体的社保计划产品、二手车业务系列产品等，做到了因需制宜，同时实现了客源的多元化。上汽通用自成立以来，连续九年实现了盈利。凭借着国际先进的汽车金融管理经验与技术，上汽通用已为全国 300 多个城市 100 万以上的汽车消费者提供了较为专业的汽车金融服务，与 6000 家汽车经销商建立了零售信贷合作关系，零售信贷业务逐渐成为了公司的主要收入来源，收入约占公司整体收入的 70% 左右。

截至 2013 年末，上汽通用资产总额达到 458.79 亿元，其中贷款和垫款余额 409.76 亿元；负债总额 385.66 亿元；股东权益 73.13 亿元；资本充足率及核心资本充足率均为 18.35%。2013 年全年，上汽通用实现营业收入 34.94 亿元，净利润 16.33 亿元。2011 年至 2013 年，上汽通用的主要财务指标如表 15 所示。

表 15 上汽通用主要财务指标 单位：亿元

财务指标	2013 年	2012 年	2011 年
总资产	458.79	400.13	348.21
所有者权益	73.13	56.92	42.84
营业收入	34.94	30.32	23.27
净利润	16.33	14.16	12.13

信贷管理方面，上汽通用在组织框架层面设立了专职审批人员，分区把关，进而提高信贷审批的独立性和风险识别的有效性。为减少经销商对审批结果的干扰，上汽通用将全国各地经销商提交的信贷申请进行随机平均分配，交由信贷人员对客户进行综合评估，对于数额

较大或难以评估的贷款申请，需提交各区域信贷主管进一步审批。上汽通用制定了较为明确的贷款管理流程，对贷前贷后的操作步骤和方法进行了较为明确的规定。

从业务种类来看，零售业务的风险点为信贷标准的执行，上汽通用零售部联合外放股东开发了评分系统，并不定期进行系统更新，信贷员基于评分并综合自身判断对贷款进行审核，对于低评分追加担保客户，其审批需由高级主管确定。

截至 2013 年末，上汽通用的不良贷款，即逾期超过 60 天的贷款占全部存量贷款的比率为 0.36%，不良率较低。上汽通用信贷风险控制水平良好。

在资产证券化方面，上汽通用作为发起机构成功在银行间市场发起了通元 2008 年第一期信贷资产证券化项目以及通元 2012 年第一期信贷资产证券化项目，并担任交易的资产服务机构，其中通元 2008 年第一期信贷资产证券化项目于 2010 年 6 月顺利结束，通元 2012 年第一期信贷资产证券化项目在存续中。上汽通用具备较为丰富的证券化交易与贷款服务经验。

总体来看，上汽通用公司治理规范、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较为丰富的经验。联合资信给予上汽通用主体长期信用等级为 AAA。上汽通用作为本期交易的原始权益人和资产服务机构，尽职能力很强，能够为本期交易提供良好的相关服务。这将有助于提高基础资产的信用表现。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构为中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）。邮储银行成立于 2007 年 3 月，2012 年 1 月经国务院和中国人民银行批准完成更名。

截至 2013 年末，邮储银行资产总额为 55744.51 亿元，所有者权益 1410.47 亿元；不

不良贷款率为 0.51%，拨备覆盖率为 382.96%；资本充足率为 8.84%，核心资本充足率为 7.72%。2013 年全年，邮储银行实现净利润 296.68 亿元。

截至 2013 年末，邮储银行形成了涵盖证券投资基金、基金公司客户资产管理、证券公司客户资产管理、银行理财、信托计划、股权投资基金、保险资金等多类型资产的托管产品体系，与多家基金公司、商业银行、信托公司、证券公司及保险公司开展了紧密合作。截至 2013 年末，邮储银行资产托管规模达到 5169.20 亿元，同比增幅 166.17%，资产托管中间业务收入达到 2.31 亿元，同比增长 124.90%。此外，邮储银行已作为资金保管机构参与了多个资产证券化项目。

考虑到邮储银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，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

本期交易的受托机构以及发行人为中粮信托。中粮信托系经中国银行业监督管理委员会批准于 2009 年 7 月成立的非银金融机构。截至 2013 年末，中粮信托注册资本金 23 亿元，其

中粮集团有限公司持股 72.01%，蒙特利尔银行持股 19.99%。

截至 2013 年末，中粮信托资产总额 33.17 亿元，所有者权益 32.18 亿元。2013 年全年，中粮信托实现营业收入 4.19 亿元，利润总额 2.79 亿元，净利润 2.05 亿元。

中粮信托拥有一整套较为完备的综合信托业务管理系统，主要包括业务前端处理系统、财务管理系统、信托业务运营平台、客户服务系统和风险控制系统等。对于开展信贷资产证券化业务中所涉及到的业务处理、会计核算、资产管理、客户服务、信息管理以及风险控制等各个环节，可以通过该综合信托业务管理系统完成。

资产证券化实践方面，2011 年以来，中粮信托成功实施了多个个人汽车抵押贷款类证券化项目；2012 年，中粮信托作为受托机构成功发行了通元 2012 年第一期信贷资产证券化信托。中粮信托资产证券化经验较为丰富。

总体来看，中粮信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度，本期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：作为本期交易的重要机构，上汽通用签署、交付和履行本项目之交易文件具备相应的资质资格，交

易文件在约定的生效条件全部满足后，交易文件构成交易文件各方合法的、有效的和有约束力的义务；除相关监管部门外，委托人和受托机构就签署、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；交易文件一经各方合法有效地签署和交付，且上汽通用将本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权转让给受托机构后，信托有效成立；信托一经生效，信托财产与上汽通用和受托机构的的其他财产相区别，上汽通用和受托机构依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止时，信托财产不作为其清算财产；如果发

生个别通知事件，在上汽通用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。上汽通用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，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：上汽通用将在其合并财务报表中对本期交易设立的特定目的信托进行合并，并按照其对被转移资产继续涉入的程度，继续确认相应的资产和负债。税务意见书表明：本次交易信托财产取得的贷款利息收入、机构

投资者买卖取得的差价收入需全额征收营业税，相关服务机构取得的服务报酬需征收营业税或增值税；企业所得税仍按现行企业所得税政策规定征收；印花税在全部环节暂免征收。

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。

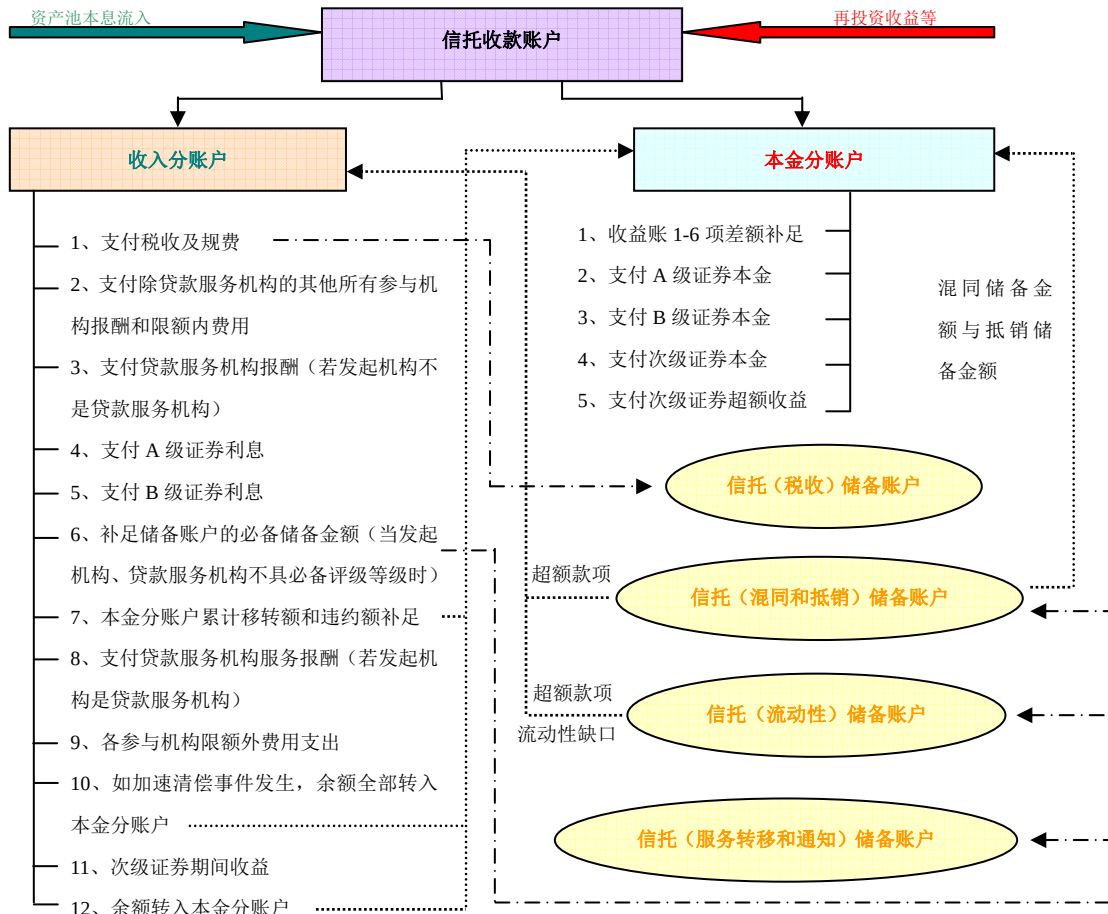
七、评级结论

联合资信对本期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考量，并在现金流分析的基础上确定“通元 2014 第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：A 级证券的信用等级为 AAA；B 级证券信用等级为 AA⁺；次级证券未予评级。

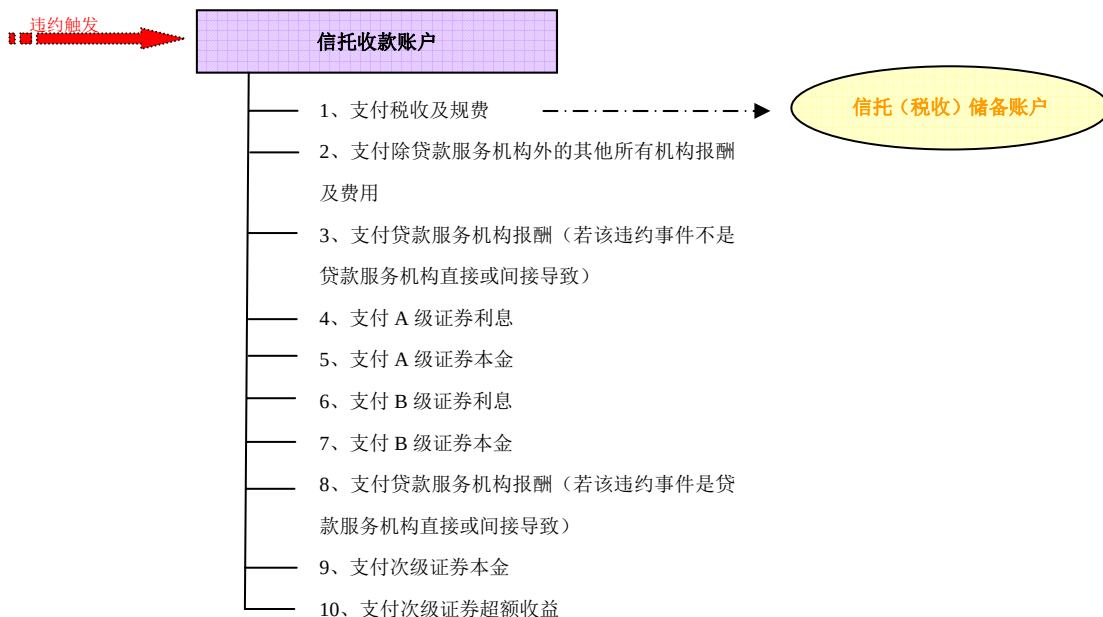
上述 A 级证券的评级结果反映了该证券利息和本金获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；B 级证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”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
	AA
	A
	BBB
投机级	BB
	B
	CCC
	CC
倒闭级	C

联合资信评估有限公司关于 通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托 资产支持证券跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托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通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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，或发生可能对通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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，或发生可能对通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产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。

