

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《融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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和准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十二日

信用等级公告

联合[2015]1810 号

联合资信评估有限公司通过对“融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券
优先级资产支持证券的信用等级为 AAA

特此公告。



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

融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	占比 (%)	利率 类型	信用 级别
优先级资产支持证券	270000.00	90.00	浮动利率	AAA
次级资产支持证券	30000.00	10.00	—	NR
合 计	300000.00	100.00	—	—

注：1.金额四舍五入到小数点后两位，下同；

2.NR 为未予评级。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 6 月 30 日
法定最终到期日：2021 年 10 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：上海国际信托有限公司
资金保管机构：中国农业银行上海市分行
牵头主承销商：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中国银行股份有限公司、中信银行股份有限公司

评级报告出具时间：

2015 年 8 月 12 日

分析师

钱辰 姬宝龙

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综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上确定“融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先级资产支持证券的信用等级为 AAA；次级资产支持证券未予评级。

上述优先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。

优势

1. 按照上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称“上汽通用汽车金融”）的不良率统计口径，截至 2014 年底，其全部存量贷款的不良率为 0.43%，不良率低。整体来看，上汽通用汽车金融的风险管理能力很强，有利于资产池的后续表现。
2. 本次入池资产全部属于上汽通用汽车金融的正常类贷款，并且截至初始起算日入池贷款均未发生过违约，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发放的 50830 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，单笔贷款未偿本金余额占比极小，最大占比仅为 0.0079%，借款人分散性高。
4. 资产池的加权平均利率处于较高水平，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支持。

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. 上汽通用汽车金融作为本期交易的贷款服务机构，其服务报酬的支付处于劣后位置，超额利差能对优先级证券提供更好的信用支持。
7. 本期交易的发起机构上汽通用汽车金融作为国内首家专业汽车金融公司，其开展汽车贷款业务的流程、风险控制和信息系统比较完善，且成功在银行间债券市场发起通元 2008 年第一期、通元 2012 年第一期、通元 2014 年第一期和融腾 2015 年第一期个人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，能更好地为本期交易提供服务。

关注及风险缓释

1. 本期交易设置了条件储备账户为交易提供内部流动性，但未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。
风险缓释：除条件储备账户以外，本交易还安排了本金分账户对收益分账户的补偿机制，能较好地缓释流动性风险；联合资信对优先级证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。
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。本交易的发起机构上汽通用汽车金融的主体信用等级高，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、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放缓，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“上汽通用汽车金融”）和发行人上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）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“融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”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。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十二日



一、交易概况

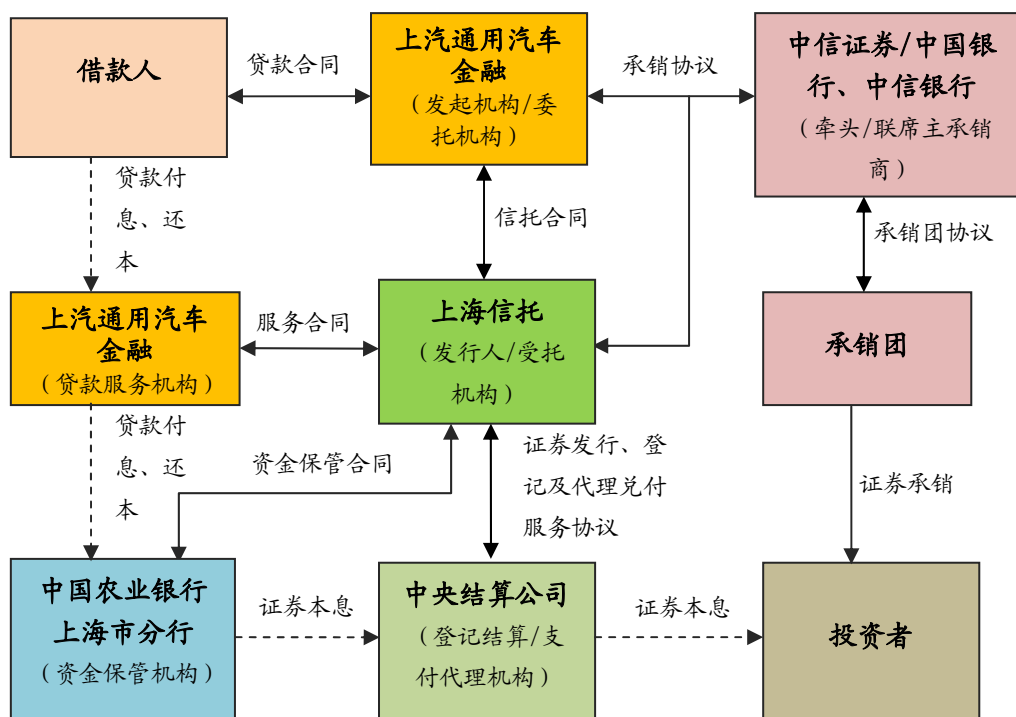
1. 交易结构

本期交易的发起机构上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称“上汽通用汽车金融”）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 300000.00 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，通过上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）设立“融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款证券化信托”。上海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优先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：上海国际信托有限公司
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：中国农业银行股份有限公司上海市分行
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：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
牵头主承销商：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中国银行股份有限公司、中信银行股份有限公司
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

本期交易发行优先级和次级资产支持证券（以下简称“证券”），其中优先级证券享有

优先受益权。

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。优先级证券按月偿付利息，次级证券可按月取得期间收益。优先级、次级证券采用过手式结构按优先/劣后顺序按月偿付本金。

优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级证券向发起机构定向发行。优先级证券采用浮动利率，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

的一年期贷款基准利率，基本利差根据簿记建档结果确定；如遇基准利率调整，证券利率将在人民银行调整一年期贷款基准利率生效日后第3个自然月的对应日(如无对应日则为该月的最后一个工作日)进行调整；次级证券不设票面利率，在既定条件下取得每年不高于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	信用级别	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
优先级证券	AAA	过手摊还	270000.00	90.00	浮动利率	2017年8月26日	2021年10月26日
次级证券	NR	—	30000.00	10.00	—	—	2021年10月26日

注：NR为未予评级。

3. 入池资产

本期交易的入池资产涉及发起机构上汽通用汽车金融发放的 50830 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日(2015 年 6 月 30 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，就本期交易入池的每一笔抵押贷款及其相关抵押权和附属担保权益而言，合格标准系指以下四个方面：

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)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(在初始起算日，借款人延迟支付抵押贷款合同项下到期应付的金额未超过 30 天的除外)或其他主要义务的且尚未补救的行为；(3)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《贷款风险分类指引》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，借款人延迟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 2015 年 2 月 28 日，到期日不早于 2016 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%。初始抵押率=贷款合同本金金额/抵押车辆价值(抵押车辆买卖合同价格)×100%；(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(包括现时的和

将来的,已有的和或有的),无论是因发生了违约事件(不管该等违约如何描述)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(如适用)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》附件十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
合同总金额(万元)	367048.36
贷款笔数(笔)	50830
贷款户数(户)	50829
单笔最大未偿本金余额(万元)	23.79
单笔平均未偿本金余额(万元)	5.90
借款人加权平均年龄(岁)	33.24
加权贷款执行利率(%)	13.55
加权初始抵押率(%)	66.21
加权平均账龄(月)	7.73
最长账龄(月)	29.82
最短账龄(月)	4.01
加权平均剩余期限(月)	28.13
最长剩余期限(月)	50.99
最短剩余期限(月)	12.23

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占比为权重计算。

2. 借款人加权平均年龄计算截至日期为初始起算日。

3. 初始抵押率=(汽车购买价格-首付金额)/汽车购买价格。

4. 贷款账龄=12×(初始起算日-贷款发放日)/365。

5. 贷款剩余期限=12×(贷款到期日-初始起算日)/365。

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汽车金融 50830 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 300000.00 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汽车金融的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

3. 入池资产特征分析

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 0.0079%，贷款分散性很好。

入池贷款的加权平均初始抵押率为 66.21%。本期交易入池贷款的初始抵押率分布见表 4：

表 4 初始抵押率 单位：%/笔/万元/%

初始抵押率	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 40]	476	2570.74	0.86
(40, 50]	2585	14446.77	4.82
(50, 60]	7163	42639.53	14.21
(60, 70]	38722	230042.30	76.68
(70, 80]	1884	10300.65	3.43
合 计	50830	300000.00	100.00

注：(,]为左右闭开区间，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

初始抵押率集中分布在 60%至 70%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。利率超过 10%的贷款未偿本金余额占比很高，达到 98.28%。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, 10]	1119	5154.23	1.72
(10, 11]	246	1489.68	0.50
(11, 12]	10862	68098.71	22.70
(12, 13]	11194	68625.70	22.88
(13, 14]	7319	41970.09	13.99
(14, 15]	9370	54528.00	18.18
(15, 16]	5480	31138.44	10.38
(16, 17]	3825	21009.95	7.00
(17, 18]	1415	7985.19	2.66
合 计	50830	300000.00	100.00

注：金额加总不等于合计数为四舍五入所致，下同。

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，上汽通用汽车金融为第一顺序抵押权人。

本期交易入池贷款的加权平均剩余期限 28.13 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]	8289	37015.98	12.34
(18, 24]	2671	17297.16	5.77
(24, 30]	28558	156603.34	52.20
(30, 36]	8432	67183.03	22.39
36 以上	2880	21900.49	7.30
合 计	50830	300000.00	100.00

本期交易加权平均贷款账龄为 7.73 个月，73.36%的贷款账龄超过 6 个月，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
----	----	--------	------

(0, 6]	10063	79911.017	26.64
(6, 12]	37320	198984.29	66.33
(12, 18]	2137	13582.979	4.53
(18, 24]	1257	7223.4027	2.41
(24, 30]	53	298.3116	0.10
合 计	50830	300000.00	100.00

根据上汽通用汽车金融存量贷款历史统计数据，汽车贷款违约主要发生在贷款发放后的 23 个月内。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违约，贷款历史表现优良。

(2) 借款人

上汽通用汽车金融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。本交易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/笔/万元/%

信用评分分组	笔数	未偿本金余额	金额占比
(550, 700]	8337	46960.58	15.65
(700, 800]	32598	190004.81	63.33
(800, 900]	8978	56865.97	18.96
(900, 1000]	894	5995.13	2.00
(1000, 1100]	23	173.51	0.06
合 计	50830	300000.00	100.00

可以看出本期交易绝大部分入池贷款的借款人信用评分大于 700 分，入池贷款借款人的信用水平较高。

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 33.24 岁，借款人年龄主要集中在 20 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/笔/万元/%

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(10, 20]	92	483.72	0.16
(20, 30]	21921	121270.23	40.42

(30, 40]	19957	119243.27	39.75
(40, 50]	8157	54455.00	18.15
(50, 60]	703	4547.78	1.52
合 计	50830	300000.00	100.00

上汽通用汽车金融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，具体分布如表 10 所示：

表 10 借款人职业类别分布 单位：笔/万元/%

职业	笔数	未偿本金余额	金额占比
其他职业	13842	80900.36	26.97
一般服务业	10071	60645.97	20.22
一般制造业	6052	35046.73	11.68
建筑业	2677	16470.21	5.49
贸易	1530	9395.24	3.13
运输	1528	8870.12	2.96
餐饮	1185	6835.05	2.28
政府雇员	963	6548.06	2.18
汽车	1294	6423.29	2.14
医疗	982	6034.10	2.01
教育	1019	5989.93	2.00
占比低于 2% 的职业合计	9687	56840.94	18.95
合 计	50830	300000.00	100.00

注：表中职业统计口径为上汽通用汽车金融职业分类口径。

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。本期交易入池贷款借款人分布在 31 个省、自治区、直辖市，地区分散度很好。按未偿本金余额统计，借款人地区分布如表 11：

表 11 借款人所在地区分布 单位：笔/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
江苏	7138	44148.15	14.72
广东	7189	42068.74	14.02
山东	5914	31956.18	10.65
河南	3621	21866.35	7.29
四川	2595	15798.71	5.27
云南	2079	13107.80	4.37
安徽	2004	12685.54	4.23
江西	1855	10958.33	3.65
福建	1880	10813.04	3.60
广西	1763	9941.47	3.31
贵州	1598	9627.03	3.21

河北	1540	9156.13	3.05
占比低于3%的地区合计	11654	67872.53	22.62
合计	50830	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/%

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	27629	117309.05	39.10
(10, 20]	20142	140340.35	46.78
(20, 30]	2602	34311.75	11.44
30 万以上	457	8038.85	2.68
合计	50830	300000.00	100.00

从表 12 可以看出，本交易入池资产的汽车购买价格主要集中在 20 万元以内，占 85.88%。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

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。2014 年，中国汽车行业产销规模已达 2372.29 万辆和 2349.19 万辆，产销量保持世界第一。2014 年，汽车行业整体平稳增长，产销量分别实现同比 7.3% 和 6.9% 的增长，达到 2372.29 万辆和 2349.19 万辆；其中，乘用车产销 1991.98 万辆和 1970.06 万辆，同比分别

增长 10.2% 和 9.9%；商用车产销 380.31 万辆和 379.13 万辆，同比分别下降 5.7% 和 6.5%。乘用车市场作为汽车市场的主要构成，销量增速整体高于商用车，是汽车市场增长的主要动力。

2015 年 1~3 月，中国汽车产销 620.16 万辆和 615.30 万辆，同比增长 5.26% 和 3.90%，增幅比上年同期分别回落 3.9 和 5.3 个百分点；乘用车销量 530.51 万辆，同比增长 8.95%，增幅较上年同期回落 1.14 个百分点。

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

从宏观经济环境来看，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和条件储备账户，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”区分为自动生效的违约事件和需经宣布生效的违约事件，自动生效的违约事件列示如下：（a）受托机构未能在支付日后 10 个工作日内(或在有控制权的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优先级资产支持证券付息的；（b）受托机构未能在法定最终到期日后 10 个工作日内(或在有控制权的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偿还本金的；（c）受托机构失去了继续以信托的名义持有信托财产的权利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；

需经宣布生效的违约事件列示如下：（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(如指第一个和第二个收款期间，则分别指连续一个或两个收款期间)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为收入分账户资金和本金分账户资金,且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)、限额内费用以及优先级证券利息的缺口、储备账户的必备储备金额后,用于优先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证券期间收益,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)、优先级证券利息和本金、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,具体划分为优先级和次级证券。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为优先级证券提供的信用支持为 10.00%。

(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 13.55%,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。当联合资信给予上汽通用汽车金融的主体长期信用等级高于或等于 A 且中债资信评估有限公司（以下简称“中债资信”）给予上汽通用汽车金融的主体长期信用等级高于或等于 A⁺时，上述储备账户的必备储备金额为 0，当联合资信给予上汽通用汽车金融的主体长期信用等级低于 A 且中债资信给予上汽通用汽车金融的主体长期信用等级低于 A⁺时，资金保管机构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，上汽通用汽车金融的负债来源有限，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汽车金融的违约风险。

上汽通用汽车金融业务经营稳健，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，上汽通用汽车金融也能够履行补足义务。并且针对上汽通用汽车金融的

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它资金混同，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贷款服务机构的混同风险。

当联合资信和中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 A 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 7 个工作日；当联合资信或中债资信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 4 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，上汽通用汽车金融良好的经营能力、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能有效地缓解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。另外，本期交易对提前偿还的贷款收取一定的提前还

款手续费，将在一定程度上降低提前偿还对超额利差的影响。

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采用浮动利率，贷款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个月的首日调整。本期交易优先级证券采取浮动利率，基准利率为人民银行公布的一年期贷款基准利率，证券利率将在人民银行调整一年期贷款基准利率生效后第3个自然月的对应日(如无对应日则为该月的最后一个工作日)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

在本期交易的各个偿付期内，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，本期交易制定了合格投资标准。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。合格实体指联合资信和中债资信评估有限公司给予主体长期信用等级均不低于A级的实体。本期交易的资金保管机构为中国农业银行上海市分行，中国农业银行为我国四大国有银行之一，在同业市场中地位显著，信用水平较高，这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汽车金融提供的个人汽车抵押贷款历史数据，在不同压力情景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

通过对上汽通用汽车金融提供的历史样本

数据进行分析，联合资信估算出上汽通用汽车金融所发放贷款的违约概率，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汽车金融提供的静态贷款组合历史数据，估算出了基础违约概率。

考虑到上述违约率是在汽车市场景气上升期中计算得到的，以及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：根据上汽通用汽车金融存量贷款历史统计数据，汽车贷款违约主要发生在贷款发放后的 23 个月内。若债务人的前期偿付记录良好，例如前 23 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。信用级别为 AAA 的目标评级损失率如表 13 所示：

表 13 目标评级损失率 单位：%

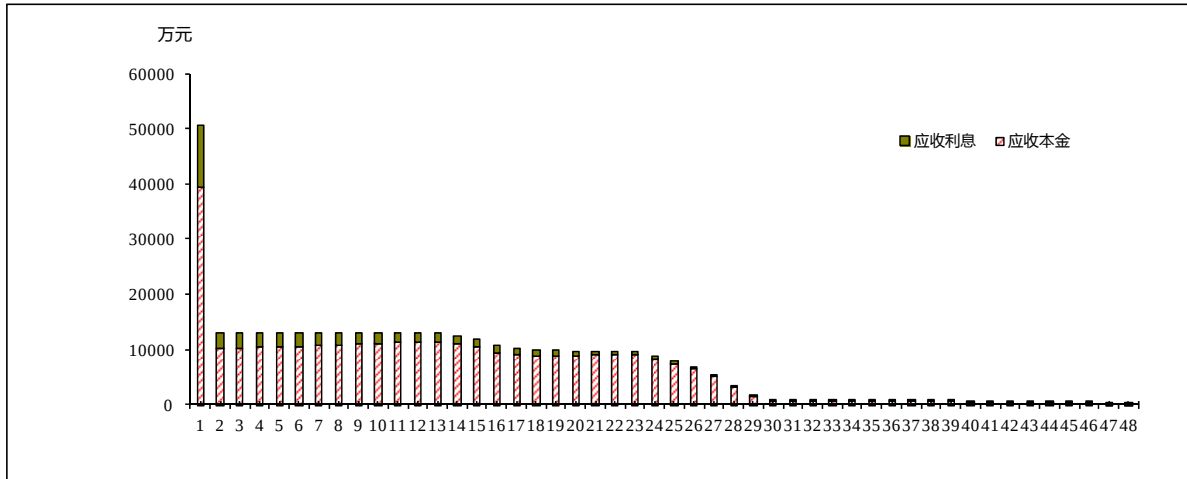
目标级别	目标评级损失率
AAA	13.22

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计算。按照上汽通用汽车金融提供的现金流数据，资产池未来各期的现金流入结果如图 2 所示：

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，在既定的交易结构，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，也就是说优先级证券能够通过相应评级压力情

景的测试。

图2 正常情况下资产池本息流入



五、主要参与方履约能力

1. 原始权益人/贷款服务机构

本期交易的原始权益人/贷款服务机构为上汽通用汽车金融。作为原始权益人，上汽通用汽车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期交易资产池贷款组合的信用表现。

上汽通用汽车金融成立于2004年8月，总部位于中国上海陆家嘴金融贸易区，是经中国银监会批准成立的全国首家专业汽车金融公司。截至目前，上汽通用汽车金融注册资本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GMAC UK PLC（通用汽车金融服务（英国）公众有限公司，以下简称“GMAC UK”）。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，其控股股东为上海汽车集团股份有限公司，持

有其98.60%的股份；GMAC UK PLC在英国拥有超过90年的市场经验，主要为通用旗下品牌、名爵汽车英国有限公司和双龙汽车英国有限公司提供金融服务，包括经销商融资、零售信贷融资。GMAC UK PLC同时为英国当地任意品牌的汽车提供二手车贷款。上汽通用汽车金融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。上汽通用汽车金融股东及其持股情况如表14所示：

表14 上汽通用汽车金融股东及持股比例

单位：%

股东名称	持股比例
上海汽车集团财务有限责任公司	45.00
GMAC UK PLC.	35.00
上汽通用汽车有限公司（原上海通用汽车有限公司）	20.00

作为国内首家专业汽车金融公司，上汽通用汽车金融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、对有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。上汽通用汽车金融自成立以来，连续十年实现了盈利。凭借着国际先进的汽车金融管理经验与技术，上汽通用汽车金融已为全国 300 多个城市 200 万以上的汽车消费者提供了较为专业的汽车金融服务，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 80% 左右。

截至 2014 年末，上汽通用汽车金融资产总额达到 523.30 亿元，其中贷款和垫款余额 502.17 亿元；负债总额 432.99 亿元；股东权益 90.32 亿元。2014 年全年，上汽通用汽车金融实现营业收入 37.36 亿元，净利润 17.33 亿元。2012 年至 2014 年，上汽通用汽车金融的主要财务指标如表 15 所示：

表 15 上汽通用汽车金融主要财务指标 单位：亿元

财务指标	2014 年	2013 年	2012 年
总资产	523.30	458.79	400.13
所有者权益	90.32	73.13	56.92
营业收入	37.36	34.94	30.32
净利润	17.33	16.33	14.16

信贷管理方面，上汽通用汽车金融制定了较为完整的贷款管理流程，对贷前贷后的操作步骤和方法进行了较为明确的规定。上汽通用汽车金融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，上汽通用汽车金融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。

从业务种类来看，零售业务的风险点为信贷标准的执行，上汽通用汽车金融零售信贷部门联合外方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，对于由于低评分而需要追加担保的客户，其审批需由高级主管确定。

截至 2014 年末，上汽通用汽车金融的不良贷款，即逾期超过 60 天的贷款占全部存量贷款的比率为 0.43%，不良率较低。上汽通用汽车金融信贷风险控制水平良好。

在资产证券化方面，上汽通用汽车金融作为发起机构成功在银行间市场发行了通元 2008 年第一期、通元 2012 年第一期、通元 2014 年第一期以及融腾 2015 年第一期个人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，其中通元 2008 年第一期及通元 2012 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化项目分别于 2010 年 6 月和 2015 年 4 月顺利结束，通元 2014 年第一期和融腾 2015 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化项目仍在存续管理期。上汽通用汽车金融具备较为丰富的证券化交易与贷款服务经验。

总体来看，上汽通用汽车金融公司治理规范、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较为丰富的经验。联合资信给予上汽通用汽车金融主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。上汽通用汽车金融作为本期交易的原始权益人和贷款服务机构，尽职能力很强，能够为本期交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）上海市分行。农业银行系由国务院于 1979 年批准成立的国有独资商业银行，2009 年 1 月改制为股份有限公司。2010 年 7 月和 8 月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。截至 2014 年末，农业银行股本总额 3247.94 亿元，前五大股东持股情况见表 16。

表 16 农业银行前五大股东持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
中央汇金投资有限责任公司	40.28

财政部	39.21
香港中央结算代理人有限公司	9.04
全国社会保障基金理事会	3.02
中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1.48
合 计	92.81

截至 2014 年末，农业银行资产总额 159741.52 亿元，其中贷款及垫款净额 77399.96 亿元；负债总额 149415.33 亿元，其中客户存款余额 125333.97 亿元；所有者权益 10326.19 亿元；不良贷款率 1.54%，拨备覆盖率 286.53%；根据中国银监会《商业银行资本管理办法（试行）》计算的资本充足率为 12.82%，一级资本充足率为 9.46%，核心一级资本充足率为 9.09%。2014 年，农业银行实现营业收入 5208.58 亿元，净利润 1795.10 亿元。

近年来，农业银行持续加强全面风险管理，将表内与表外、境内与境外、母子公司各类风险管理全部纳入风险管理范畴，进一步完善全面风险管理框架；持续优化风险管理政策制度体系，修订了风险考核评价办法和风险管理委员会工作规则；持续优化调整二级分行和支行风险管理组织架构，对支行各类风险实现集中管控，董事会、高级管理层、总行职能部门和业务经营部门组成的风险管理组织架构日趋完善。

考虑到农业银行良好的公司治理架构，较为完善的内控体系和较强的全面风险管理水平和强大的业务经营能力和极高的信用等级，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/发行人是上海国际信托有限公司。上海信托原名“上海市投资信托公司”，1981 年由上海市财政局出资成立。2001 年公司经中国人民银行核准首批获得重新登记，注册资本金人民币 25 亿元，股东增至 13 家。2007 年 7 月，经中国银监会批准更名为“上海国际信托有限公司”，并换发了新的金融许可证。截至 2014 年末，最大的股东为上海国际集团有限公司，持股 66.33%。

截至 2014 年末，按照合并报表口径，上海信托资产总额 102.15 亿元，所有者权益 92.45 亿元。2014 年，上海信托实现营业收入 34.46 亿元，利润总额 22.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润 17.15 亿元。

截至 2014 年末，上海信托信托业务资产 3863.69 亿元。2014 年全年，信托业务实现营业收入 212.80 亿元，信托净利润 193.05 亿元。

上海国际信托曾担任“福元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”以及“浦发银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托”等十多个项目的受托机构和发行人，截至目前项目运行情况正常。同时，上海国际信托参与了多家银行及非银行金融机构资产证券化项目的前期准备工作。

总体来看，上海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，上汽通用汽车金融和上海信托签署、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；《信托合同》经合法有效地签署和交付，且在《信托合同》约定的信托生效前提条件全部满足、上汽通用汽车金融将资产池交付给上海信托后，信托有效成立；信托一经生效，信托财产与上汽通用汽车金融和受托机构的其他财产相区别，上汽通用汽车金融和受托机构依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止时，如果上汽通用汽车金融不是信托的唯一受益人，信托存续，信托财产不作为其清算财产，如果上汽通用汽车金融作为信托的唯一受益人，信托终止，信托财产作为其清算财产；信托一经生效，上汽通用汽车金融对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在上汽通用汽车金融和受托机构之间发生法律效力。如果发生个别通知事件，在上汽通用汽车金融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。上汽通用汽车金融转让本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权时，同时转让与该债券有关的车辆抵押权，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：上汽通用汽车金融控制特殊目的信托，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，上汽通用汽车金融保留了信托资产所有权上几乎所有的风险和报酬，不应当终止确认信托财产。

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处于初步发展阶段，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

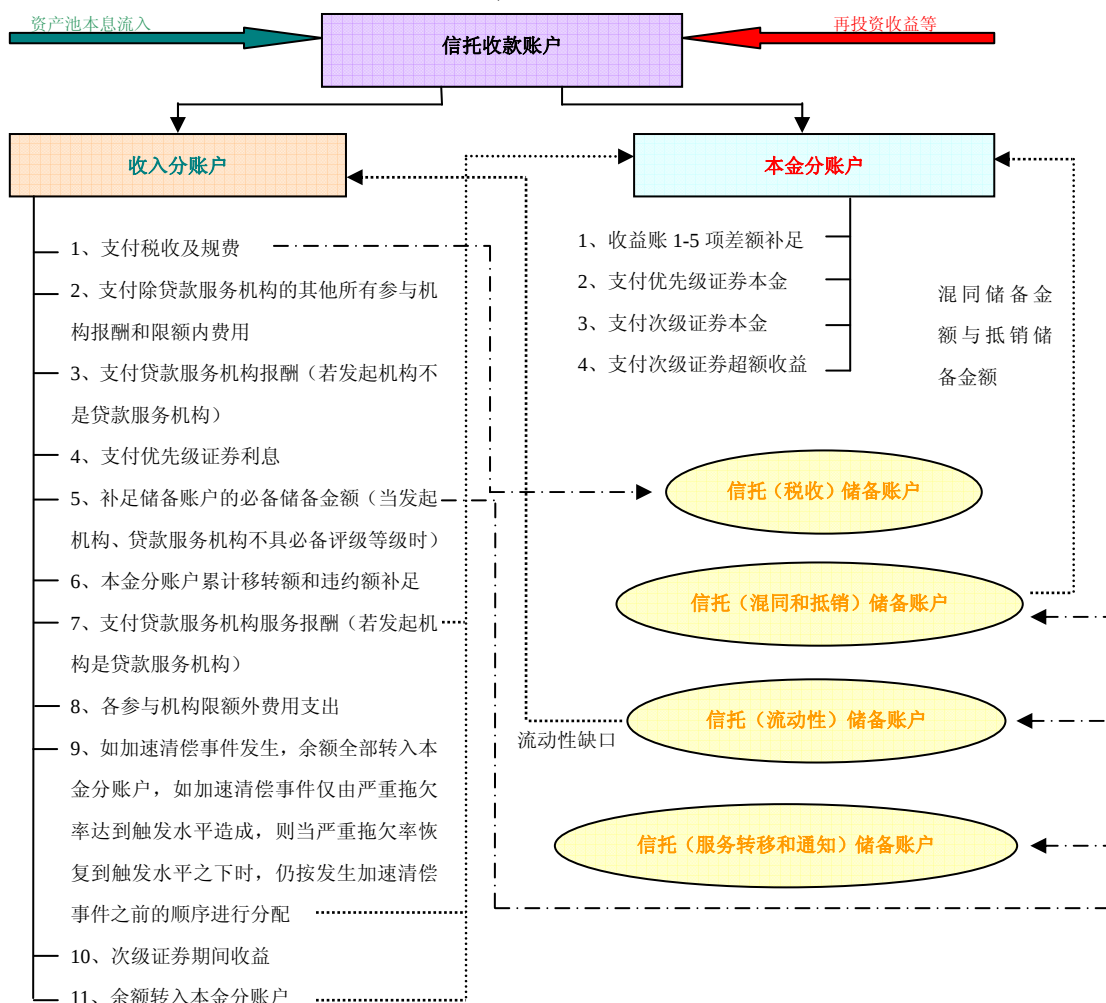
联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了考量，并在现金流分析的基础上确定“融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先级证券的信用等级为 AAA，次级证券未予评级。

上述优先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

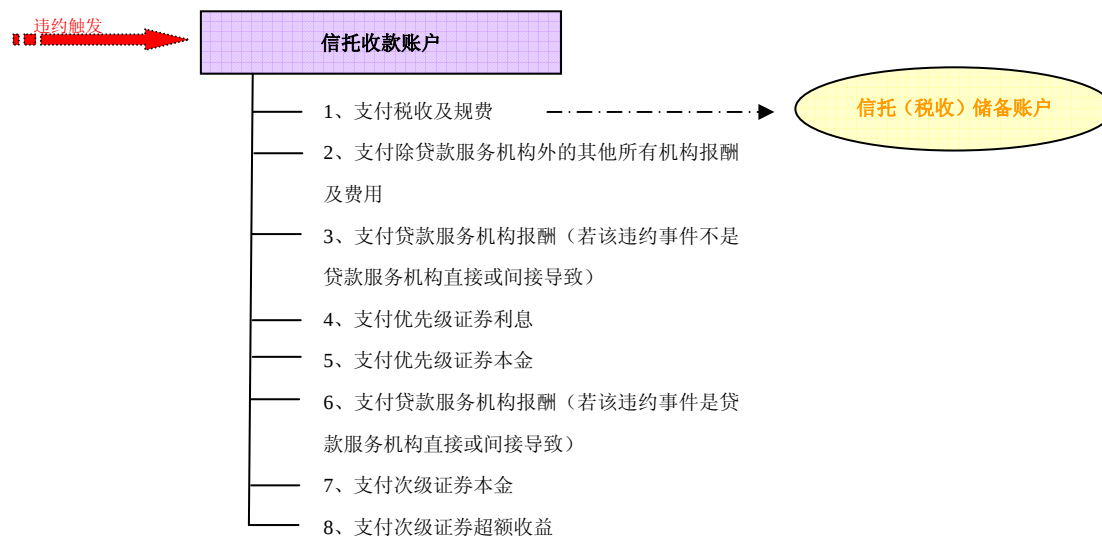
或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

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 AA 优先级、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 融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券优先级资产支持证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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，或发生可能对融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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，或发生可能对融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款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。

