

结构融资评级报告：

兴瑞 2024 年第六期不良资产支持证券

2024 年 9 月 3 日

优先档证券

AAA_{spc(sf)}

分析师：

张恩杰：010-6516 6082；enjie.zhang@spgchinaratings.cn
李开颜：010-6516 6093；kaye.li@spgchinaratings.cn
谢宁：010-6516 6031；ning.xie2@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要

一、宏观经济与行业环境	1
二、交易概况	1
三、基础资产信用质量	3
四、现金流和交易结构	9
五、运营和管理风险	11
六、交易对手风险	12
七、法律和监管风险	13
附录 1：资产支持证券信用等级符号及定义	14
附录 2：跟踪评级安排	15
附录 3：入池资产合格标准	16
附录 4：基础资产统计信息	17

本售前评级报告是根据截至 2024 年 9 月 3 日的资料及分析准备。本售前评级报告仅供应相关法律法规要求向监管机构报备使用。本报告里的信用等级为预期信用等级，并非最终信用等级，不可也不应被视为或被不实地表述为最终信用等级。标普信用评级（中国）有限公司授予的最终信用等级可能会因为我们后续获得的信息而与预期信用等级有所差异。本报告不构成购买、持有、或出售证券的建议。

本报告中的预期信用等级结果将在我们做出进一步更新前持续有效。标普信用评级（中国）有限公司的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。我们所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

报告摘要

结构	预期信用等级	金额（万元）	证券端占比（%）	资产端占比（%）	利率类型	还本方式	信用增级 ¹ （%）	增信缓冲（%）
优先档证券	AAA _{spc(sf)}	29,300.00	68.46	24.71	固定利率	过手摊还	75.29	0
次级档证券	未予评级	13,500.00	31.54	11.38	-	-	-	-
证券合计	-	42,800.00	100.00	36.09	-	-	-	-
超额抵押	-	75,793.35	-	63.91	-	-	-	-
资产池未偿本息费余额合计		118,593.35	-	100.00	-	-	-	-

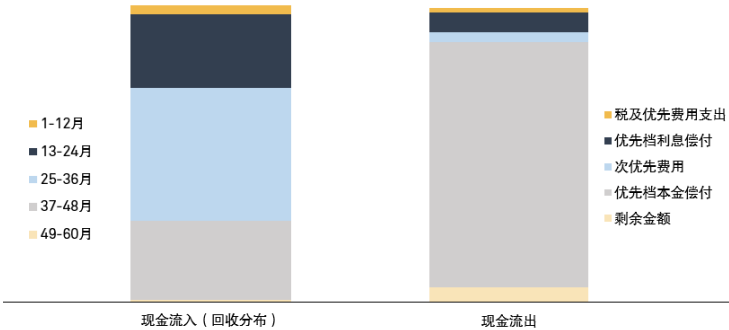
基础资产类型：不良个人住房抵押贷款债权

资产池信用增级核心指标：标普信评综合考虑了发起机构的运营模式和不良贷款管理政策、回收管理能力和历史经验，资产池特征及真实回收情况等因素，并应用前瞻性分析方法加以优化调整。我们认为本期项目在 AAA_{spc(sf)} 评级压力情景下的回收假设为 30.65%。

信用分析假设	
目标评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
房价跌幅假设（%）	45.00
回收假设（%）	30.65

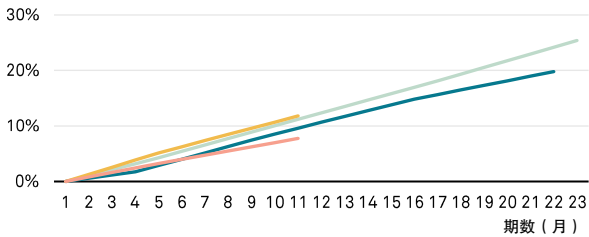
资产池实际回收情况：		
回收期间	回收金额（万元） ²	占优先档证券比例（%）
2024/6/1-2024/6/30	667.02	2.28
2024/7/1-2024/7/20	285.09	0.97
合计	952.11	3.25

现金流分析及压力测试：标普信评对房贷不良资产证券化产品的现金流分析基于当前的证券级别、交易结构、支付顺序、触发机制及费用假设，通过回收金额和回收时间后置两个维度形成不同压力组合来测试受评证券是否能够按时还本付息。同时，我们考虑了真实回收对现金流的影响。下图为标普信评压力情景假设下本期交易生命周期内现金流入和流出的分布情况示例。我们预计兴瑞 2024-6 优先档证券可以在目标评级所对应的压力下按时还本付息。

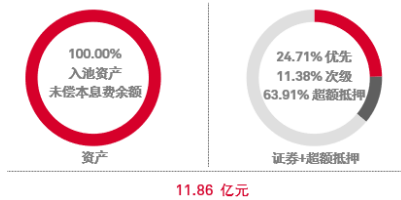


发起机构/贷款服务机构概况：兴业银行是经国务院和中国人民银行批准组建的首批全国性股份制商业银行之一。截至 2024 年 3 月末，兴业银行资产规模为 10.26 万亿元，个人住房抵押贷款余额约 1.05 万亿元，约占其个人贷款总额的 54%，约占 3% 的市场份额。

已发行产品的回收表现：下图表展示了兴业银行已发行的房贷不良资产证券化产品的累计回收率，整体回收表现良好。



交易资本结构：



关键交易信息：

发起机构/贷款服务机构	兴业银行
受托机构/发行人	兴业信托
资金保管机构	邮储银行
初始起算日	2024 年 5 月 31 日 24:00
预计信托设立日	2024 年 9 月 27 日
法定到期日	2031 年 11 月 26 日
流动性支持	资产池回收款现金储备

项目比较：	兴瑞 2024-6	兴瑞 2024-2	农盈利信众兴 2024-3	建欣 2024-7	惠元 2024-2
发起机构	兴业银行	兴业银行	农业银行	建设银行	中信银行
信托设立日	2024/9/27 (预计)	2024/3/29	2024/6/28	2024/6/27	2024/3/28
贷款笔数（笔）	1,556	1,640	6,292	4,090	684
未偿本息费余额 ³ （亿元）	11.86	12.49	26.03	19.02	6.10
单笔贷款平均 OBPIF（万元）	76.22	76.16	41.37	46.49	89.12
加权平均初始抵押率（%）	71.36	N/A	69.76	70.50	71.97
加权平均现时抵押率（%）	78.48	N/A	N/A	64.62	81.20
未起诉阶段贷款占比（%）	32.74	46.44	N/A	N/A	33.24
仅办理抵押权预告登记占比（%）	18.98	23.38	77.80	15.36	13.33
不良分类	次级	78.84	59.03	70.90	50.29
OBPIF 占比	可疑	10.50	35.63	26.59	16.56
（%）	损失	10.66	5.34	2.51	33.15
优先档 OBPIF 占比（%）	24.71	23.62	29.58	28.92	28.71
发行金额 OBPIF 占比（%）	36.09	35.23	39.41	39.44	39.70

注 1：信用增级包含了次级档证券和超额抵押；由于本期交易的基础资产类型是不良个人住房抵押贷款，实际超额抵押需考虑不良个人住房抵押贷款的回收情况。

注 2：此处回收金额以初始起算日未偿本息费余额为限，全文同。未经调整的回收金额为 952.81 万元。

注 3：未偿本息费余额系指未偿本金、利息、费用余额之和，简称“OBPIF”。

信用等级概况

项目名称	报告类型	评级类型	评定日期
兴瑞 2024 年第六期不良资产支持证券	售前报告	预期信用等级	2024 年 9 月 3 日

评级观点

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定“兴瑞 2024 年第六期不良资产证券化信托”项下优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）的预期信用等级为 AAA_{spc(sf)}。

标普信评给予的上述信用等级主要反映了如下因素：

- ⇒ **基础资产信用质量：**标普信评综合考虑了发起机构的运营模式和不良贷款管理政策、回收管理能力和历史经验、资产池特征等因素。我们预计本期交易的资产池在 AAA_{spc(sf)}级别压力情景下的回收假设为 30.65%。
- ⇒ **现金流和交易结构：**通过现金流分析和压力测试，标普信评预计本期交易在当前证券级别、交易结构及相关假设下，优先档证券仍能够按时足额偿付本息。我们对本期交易分析和加压的参数包括回收金额、回收时间、利率环境及各项支出等多种组合，在标普信评最严格的压力情景下，标普信评增信缓冲最终测算结果为 0%。
- ⇒ **运营和管理风险：**本期交易的贷款服务机构兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）具备较丰富的不良个人住房抵押贷款和证券化产品的管理经验，其 IT 基础设施和运营系统能够有效地支持其履行服务机构合同中所规定的职责。虽然本期交易并未指定后备贷款服务机构，但信托（流动性）储备账户的设置能够为交易提供流动性支持。我们认为本期交易参与方经验丰富，具备履行其相应职责的能力。
- ⇒ **交易对手风险：**标普信评在评估交易对手风险时考虑了资金保管机构风险、偿付中断风险、混同风险、抵销风险等因素。我们认为目前的交易安排能够缓释相关交易对手风险。
- ⇒ **法律和监管风险：**我们认为本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求。本期交易可能存在未通知借款人、抵押权预告登记风险、因未办理抵押权变更登记而无法对抗善意第三人的风险、超过诉讼时效及其他法律风险，但现有的交易安排可有效缓释上述风险。

主要优势与风险关注

优势	关注
入池资产的抵押物为个人居住用房。该类抵押物变现能力较强、历史回收情况较好，对贷款的保障程度较高。截至初始起算日，资产池加权平均现时抵押率为78.48%。	不良个人住房抵押贷款的现金流回收金额和回收时间均存在较大的不确定性，其未来现金流回收可能受到借款人自身经济状况、抵押物情况、区域房地产市场、区域经济发展水平、宏观经济环境、贷款服务机构的催收政策、催收机构（如有）的尽职意愿、各地的司法实践等因素的影响。
入池资产集中度风险较低。截至初始起算日，入池资产达1,556笔，前10大借款人未偿本息费余额占比为4.73%，抵押房产分布于全国19个省、自治区、直辖市，覆盖78个城市区域。	本期交易存在资金保管机构风险、偿付中断风险、混同风险、抵销风险、后备贷款服务机构缺位风险等。
具备有效的流动性风险缓释机制。本期交易设置了信托（流动性）储备账户，其金额为当期优先档证券利息及优先档证券利息之前的各项应付金额之和的1.5倍。	本期交易可能存在仅办理抵押权预告登记住房的交付风险，仅办理抵押权预告登记住房的小区 and 开发商集中度风险，以及因未及时办理正式抵押登记而致使受托机构无法行使抵押权的风险。
具备较高的信用增级，为优先档证券兑付提供了较好的支持。优先档证券发行金额占初始起算日未偿本息费余额的24.71%，且截至2024年7月20日，资产池的实际已回收金额约952.11万元。	本期交易可能存在未通知借款人、因未办理抵押权变更登记而无法对抗第三人的风险、超过诉讼时效及其他法律风险。

相关方法论、模型与研究

评级方法：	⇒ 标普信用评级（中国）— 结构融资评级方法论
	⇒ 标普信用评级（中国）个人住房抵押贷款资产支持证券分析方法
相关评论与研究：	⇒ 评论：银行不良资产和不良资产证券化答疑

一、 宏观经济与行业环境

我们预计，政府将以保持每年 5% 的 GDP 增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复。国内商品价格和企业利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。

根据中国人民银行历年公布的《中国金融稳定报告》和国家金融监督管理总局的相关最新数据，近十年来个人住房抵押贷款的不良率均在 0.6% 以内，2022 年末个人住房抵押贷款的不良率为 0.5%，相比 2021 年提高了 0.2 个百分点。虽然 2023 年受到房地产市场需求持续低迷和提前还款增加的影响，个人住房抵押贷款余额出现负增长，但其整体信用表现依然稳健。作为目前中国最为优质的零售类资产之一，我们相信 2024 年个人住房抵押贷款不良率仍将保持在较低水平。

不良个人住房抵押贷款资产证券化产品（以下简称“房贷不良资产证券化产品”）是中国不良资产证券化市场的重要组成部分。近几年来，房贷不良资产证券化产品的发行规模经历了较快的增长，已经成为个人房贷不良资产处置的常态化工具之一。虽然不同发起机构的回收情况存在差异，但优先档证券的整体偿付情况较好。我们认为，2024 年房贷不良资产证券化产品整体回收水平的分化趋势可能更加明显，但回收表现在不良资产证券化产品中仍将处于较好水平，而存续产品的优先档证券信用表现也仍将保持稳定。

二、 交易概况

本期不良资产支持证券系兴业银行在 2024 年发行的第 6 单不良资产证券化产品，也是其自 2017 年起总计发行的第 25 单不良资产证券化产品。兴业银行作为发起机构和委托人，与受托人兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”）签订《信托合同》，委托后者设立名为“兴瑞 2024 年第六期不良资产证券化信托”的特定目的信托（SPT）以发行本期资产支持证券。

下列图表展示了本期项目的基本证券信息、关键日期和支付频率。图表 1 中的“增信缓冲”表示在标普信评最严格的压力情景假设下，若优先档证券能被按时还本付息之后资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流，我们则认为这部分资产能为优先档证券提供额外保护，即为增信缓冲。下表中的“信用增级”包含了次级档证券和超额抵押；由于本期交易的基础资产类型是不良个人住房抵押贷款，实际超额抵押需考虑不良个人住房抵押贷款的回收情况。

图表 1 证券信息

结构	预期 信用等级	金额 (万元)	证券端 占比 (%)	资产端 占比 (%)	利率类 型 (%)	预期 到期日	信用增 级 (%)	增信缓冲 (%)
优先档证券	AAA _{spc(sf)}	29,300.00	68.46	24.71	固定	2026/11/26	75.29	0
次级档证券	未予评级	13,500.00	31.54	11.38	-	2029/11/26	-	N/A
证券发行规模		42,800.00	100.00	36.09	-	-	-	-
超额抵押		75,793.35	-	63.91	-	-	-	-
资产池未偿本息费余额		118,593.35	-	100.00	-	-	-	-

资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

2024 年房贷不良资产证券化产品整体回收水平的分化趋势可能更加明显，但回收表现仍将处于较好的水平，优先档证券的信用表现仍将继续保持稳定。

本期资产池特征与兴瑞系列房贷不良资产证券化产品基本保持一致，借款人和地区集中度风险较低。本期交易设置了信托（流动性）储备账户。

三、基础资产信用质量

(一) 发起机构/贷款服务机构

1. 发起机构/贷款服务机构概览

兴业银行是经国务院和中国人民银行批准组建的首批全国性股份制商业银行之一，于 1988 年 8 月成立，总部设在福建省福州市。2007 年 2 月，该行在上海证券交易所公开上市。截至 2024 年 3 月末，福建省财政厅与其全额出资设立的福建省金融投资有限责任公司合并持有该行 19.09% 的股份，为合并持股第一大股东。

近年来，兴业银行持续推进零售类业务发展。截至 2024 年 3 月末，兴业银行个人贷款总额约为 1.95 万亿元，较上年末下降 1.52%，主要由个人住房及商用房贷款、信用卡贷款、个人经营贷款及其他贷款构成，其中个人住房抵押贷款占比约为 54%。截至 2024 年 3 月末，兴业银行个人住房抵押贷款余额约 1.05 万亿元，较上年末下降 0.46%，约占全国总量的 3%；不良个人住房抵押贷款余额为 56.27 亿元，不良率为 0.53%。

兴业银行是首批全国性股份制商业银行之一。截至 2024 年 3 月末，兴业银行个人住房抵押贷款余额约为 1.05 万亿元，个人住房抵押贷款不良率为 0.53%。

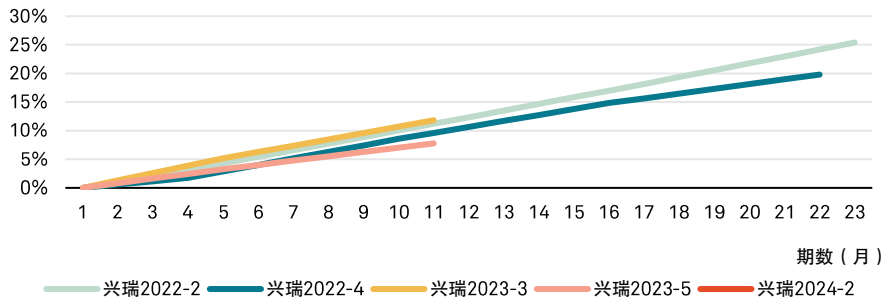
2. 发起机构/贷款服务机构不良资产证券化概况

截至 2024 年 7 月末，兴业银行累计发行 23 单不良资产证券化产品，发行规模合计 64.82 亿元。其中，房贷不良资产证券化产品共 5 单，规模合计约 24.37 亿元。兴业银行已发行的不良资产证券化产品的基础资产类型涵盖了个人住房抵押贷款、信用卡贷款、小微企业贷款等。

根据各期项目的最新一期受托报告（截至 2024 年 7 月末），兴业银行所发行的 5 单房贷不良资产证券化产品的优先档证券均尚未偿付完毕。整体而言，虽然兴业银行已发行的房贷不良资产证券化产品存续期较短，但回收表现良好。

兴业银行的不良资产证券化产品发行经验较丰富，已发行的房贷不良资产证券化产品的回收表现良好。

图表 4 兴业银行已发行房贷不良资产证券化产品的累计回收率（考虑封包期）



资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

3. 发起机构/贷款服务机构个人住房抵押贷款业务贷后及催收管理

兴业银行的贷后管理包括贷后客户服务、贷后检查、逾期贷款催收、不良贷款重组、不良贷款的诉讼执行与资产处置、呆账核销、档案管理等。兴业银行的贷后管理工作由总行和分行配合完成，总行运营管理部是全行零售贷款贷后管理的支持部门，负责对全行的个人逾期贷款进行集中电话催收。分行零售业务部门是分行零售贷款贷后管理的具体职能部门。调查岗定期对个人住房抵押贷款进行检查，检查的主要内容包括：借款人依合同约定归还贷款本息的情况，逾期贷款形成的原因，借款人品行、职业、收入、健康、债务等影响还款能力的因素变化情况，抵押登记的落实情况与抵押物的保管及价值变化情况，保证人的保证资格、能力和保证金的使用及补足情况，是否存在

兴业银行具备较为成熟的贷后管理体系和催收管理制度，采取多元化的方式进行催收。

在以虚假房屋交易套取银行贷款的“假按揭”行为以及其他影响兴业银行债权实现和保障的内容。

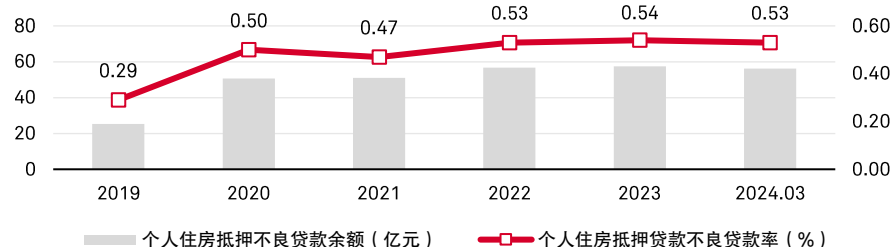
根据与兴业银行的访谈，目前兴业银行个人住房抵押贷款的贷后催收工作仍以自催为主，不涉及委外催收。兴业银行针对零售贷款的催收方式包括但不限于短信提醒、电话催收、向借款人及保证人发催收通知书、上门催收、发律师函催收。对于不按期归还贷款的借款人及其保证人，兴业银行要求分行应在中断借款合同和保证合同的诉讼时效内提起诉讼。根据逾期天数的不同，兴业银行对零售逾期贷款实施不同的催收手段。逾期 30 天以内，由总行负责集中电话催收；逾期 31 到 60 天，由调查岗采取上门或寄送催收通知书的方式进行催收；逾期 61 到 90 天，由贷后管理岗以寄送律师函的方式进行催收；当逾期达到 90 天以上时，由贷后管理岗负责将贷款移交给清收处置部门相关人员，进入法律诉讼过程。

(二) 兴业银行整体资产分析

1. 整体资产信用质量

兴业银行近两年来的个人住房抵押不良贷款余额和不良率保持平稳。截至 2024 年 3 月末，兴业银行整体不良率为 1.07%，个人住房抵押不良贷款余额为 56.27 亿元，个人住房抵押贷款不良率为 0.53%，较上年末下降了 0.01 个百分点。下图为兴业银行过去几年的个人住房抵押不良贷款余额和不良率情况。

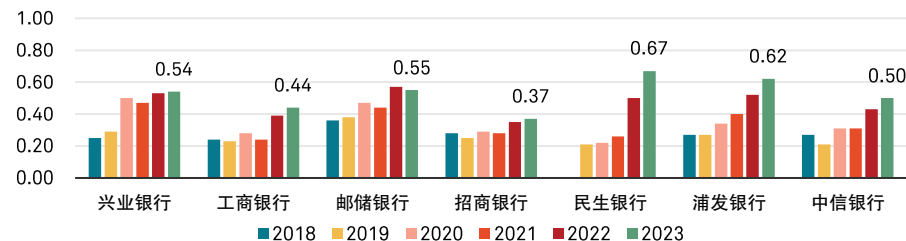
图表 5 兴业银行的个人住房抵押不良贷款余额和不良率



资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

与其他样本银行相比，兴业银行的个人住房抵押贷款不良率处于中间水平，资产整体风险情况可控。下图为过去几年同业的个人住房抵押贷款不良率对比情况。

图表 6 样本银行的个人住房抵押贷款不良率 (%)



注：民生银行 2018 年年报中未披露个人住房抵押贷款不良率数据；

资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

截至 2023 年末，兴业银行个人住房抵押贷款不良率 0.54%；与其他样本银行相比，兴业银行的个人住房抵押贷款不良率处于中间水平。

(三) 证券化资产池分析

1. 资产池概况

资产池中的贷款均依照合格标准随机抽选。截至初始起算日 2024 年 5 月 31 日二十四时（24:00），资产池中主要的特征如下图所示。

图表 7 资产池概况

基础资产主要特征	兴瑞 2024-6
资产池未偿本息费余额（万元）	118,593.35
贷款笔数（笔）	1,556
借款人数量（户）	1,548
单笔贷款平均 OBPIF（万元）	76.22
单个借款人平均 OBPIF（万元）	76.61
加权平均逾期期限（月）	6.49
加权平均不良账龄（月）	7.48
加权平均借款人年龄（岁）	38.48
抵押物所在区域占比最高省份/OBPIF 占比（%）	福建 / 12.91
前 10 大借款人 OBPIF 占比（%）	4.73
未起诉阶段贷款占比（%）	32.74
加权平均初始抵押率（%）	71.36
加权平均现时抵押率（%）	78.48
仅办理抵押权预告登记占比（%）	18.98

资料来源：兴业银行提供资料，经标普信评调整及整理。

2. 资产池统计信息及分布特征

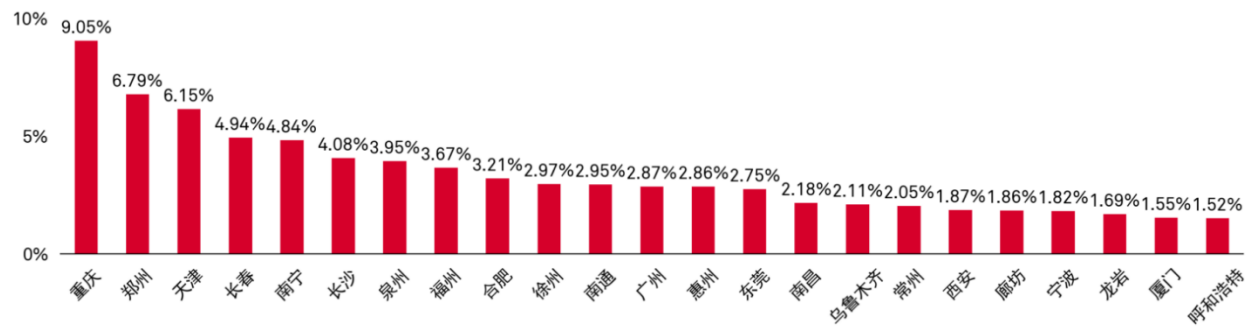
本期资产池整体情况遵循兴瑞系列房贷不良资产证券化产品的发行标准。资产池的单笔贷款平均未偿本息费余额为 76.22 万元，低于兴瑞系列房贷不良资产证券化产品的平均值和中位数；加权平均逾期期限 6.49 个月，短于兴瑞系列房贷不良资产证券化产品的平均水平。

本期资产池特征遵循兴瑞房贷不良资产证券化产品系列的发行标准；资产池的借款人和地区集中度风险较低。

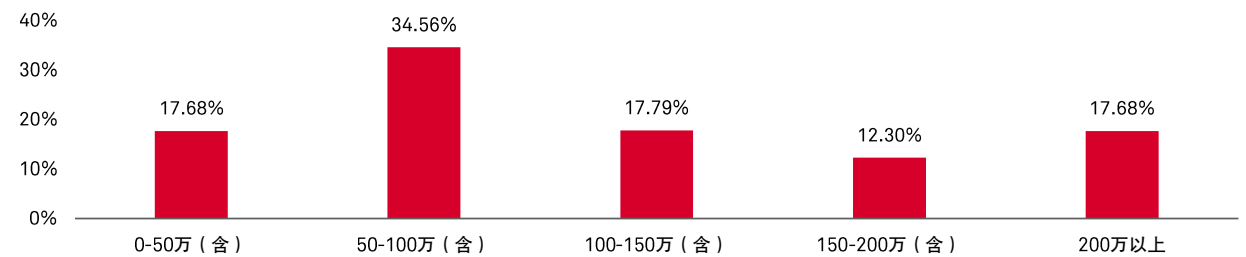
图表 8 抵押物区域分布（按省份；入池未偿本息费占比>3%）



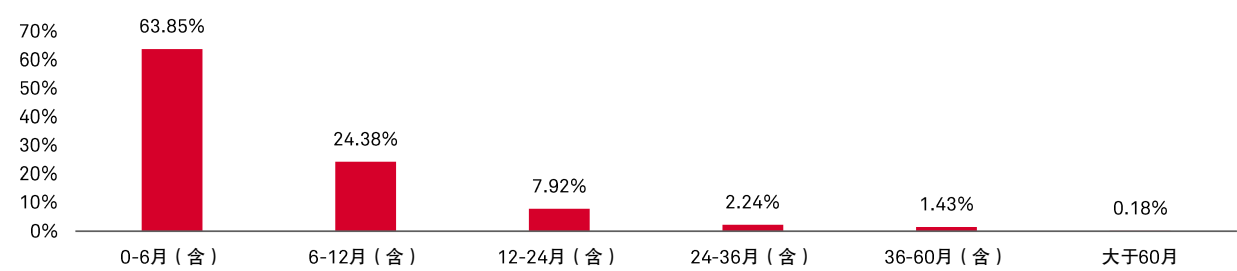
图表 9 抵押物主要地区分布（按城市；入池未偿本息费占比大于 1.5%）



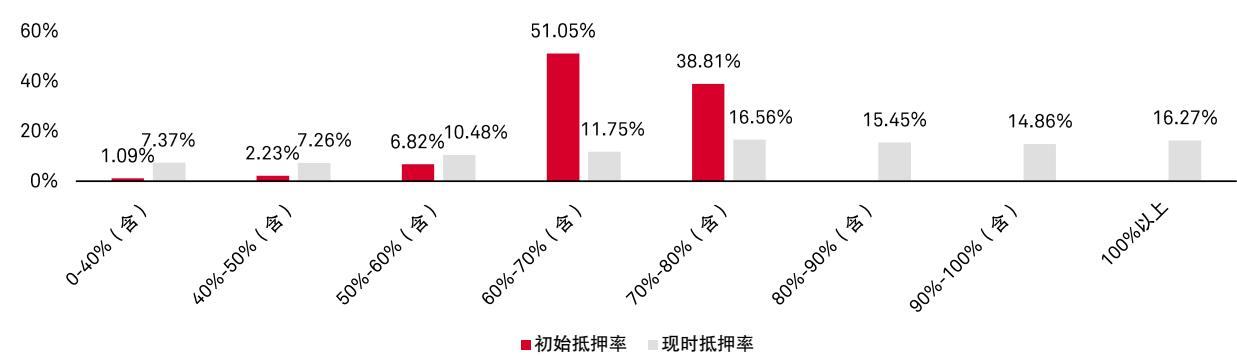
图表 10 未偿本息费余额分布



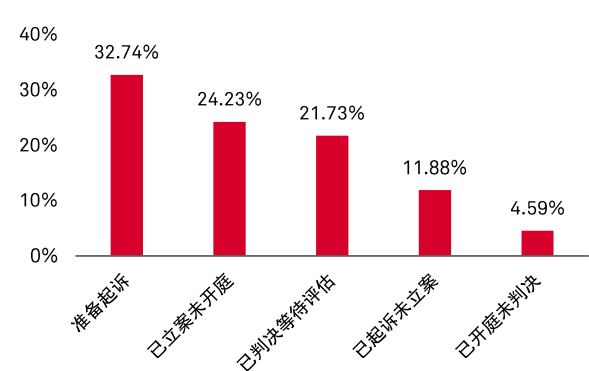
图表 11 贷款逾期期限分布（入池未偿本息费占比）



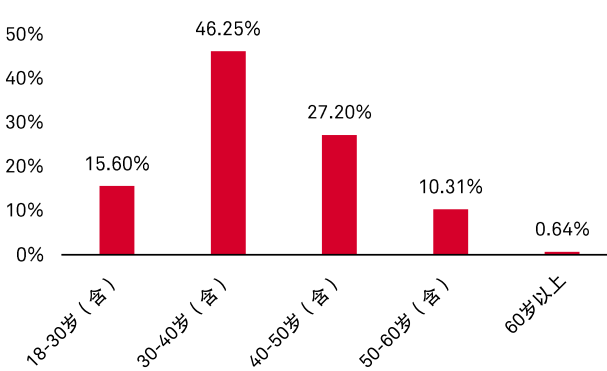
图表 12 抵押率分布（入池未偿本息费占比）



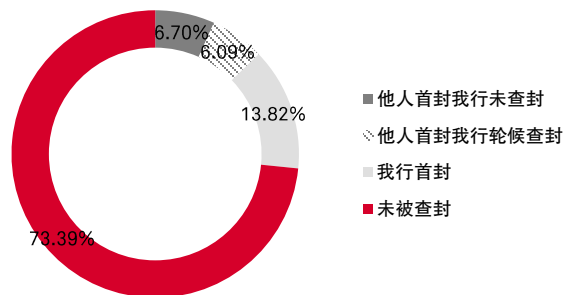
图表 13 诉讼阶段分布（入池未偿本息费占比大于 3%）



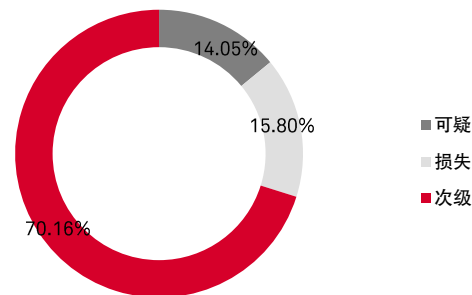
图表 14 借款人年龄分布（入池未偿本息费占比）



图表 15 抵押物查封状态分布（入池未偿本息费占比）



图表 16 贷款五级分类分布（入池未偿本息费占比）



3. 同类项目比较

图表 17 同类项目对比

项目名称	兴瑞 2024-6	兴瑞 2024-2	农盈利信众兴 2024-3	建欣 2024-7	惠元 2024-2
发起机构	兴业银行	兴业银行	农业银行	建设银行	中信银行
初始起算日	2024/5/31	2024/1/31	2023/12/1*	2024/5/16*	2023/11/3*
信托设立日	2024/9/27 (预计)	2024/3/29	2024/6/28	2024/6/27	2024/3/28
资产特征					
贷款笔数	1,556	1,640	6,292	4,090	684
借款人户数	1,548	1,640	6,292	4,090	684
未偿本息费余额 OBPIF (万元)	118,593.35	124,897.64	260,313.20	190,157.87	60,956.87
未偿本金余额 (万元)	113,637.52	121,143.06	251,874.55	179,844.92	58,082.35
单笔贷款平均 OBPIF (万元)	76.22	76.16	41.37	46.49	89.12
单个借款人平均 OBPIF (万元)	76.61	76.16	41.37	46.49	89.12
不良分类 OBPIF 占比 (%)	次级	70.16	78.84	59.03	70.90
	可疑	14.05	10.50	35.63	26.59
	损失	15.80	10.66	5.34	2.51
未起诉阶段贷款占比 (%)	32.74	46.44	N/A	N/A	33.24
加权平均初始抵押率 (%)	71.36	N/A	69.76	70.50	71.97
加权平均现时抵押率 (%)	78.48	N/A	N/A	64.62	81.20
初始抵押物价值 (亿元)	18.11	19.32	44.97	32.14	8.90
仅办理抵押权预告登记占比 (%)	18.98	23.38	77.80	15.36	13.33
占比最高地区/OBPIF 占比 (%)	福建 / 12.91	河南 / 23.84	广东 / 18.50	广东 / 15.92	江苏 / 41.24
证券特征					
发行金额 (亿元)	4.28	4.40	10.26	7.50	2.42
流动性储备账户 (Y/N)	Y	Y	Y	Y	Y
分层概况	优先档占比 (%)	68.46	67.05	73.33	72.31
	次级档占比 (%)	31.54	32.95	26.67	27.69
	优先档 OBPIF 占比 (%)	24.71	23.62	29.58	28.92
	发行金额 OBPIF 占比 (%)	36.09	35.23	39.41	39.44
			39.41	39.44	39.70

注：初始起算日默认为当日 24:00，标*为当日 0:00；
资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

(四) 信用分析

根据标普信评结构融资评级方法论，对于不良资产支持证券的信用风险分析，通常需要根据其基础资产的产品类型，结合该类资产在未进入不良时的信用分析方法，并综合考虑其进入不良之后的表现来分析其预期回收情况。我们对不良证券化资产池的信用质量分析会重点考虑影响拟证券化资产池未来回收的金额、时间和可行性的相关因素，并进一步考虑发起机构的历史回收情况及其稳定性。

在本期交易中，我们分析了发起机构提供的拟证券化资产池逐笔资产的相关信息，应用了标普信评个人住房抵押贷款资产支持证券分析方法中 AAA_{spc(sfr)}评级压力情景下 45.00%的房价跌幅假设，考虑不同区域的集中度及快速变现风险，并结合抵押物及借款人的特定情况，例如抵押权预告登记状况、是否有房屋保险、房屋的面积、新房/二手房、是否为唯一住房等，综合分析对抵押物价值的影响；然后，我们进一步对发起机构的运营模式和不良贷款管理政策、清收处置能力、催收标准变化、回收管理能力和历史经验、相关历史回收的表现等因素进行定量和定性分析，同时应用前瞻性分析方法加以优化调整。我们预计本期项目在 AAA_{spc(sfr)}评级压力情景下回收假设为 30.65%。本期项目的信用分析假设如下表所示。

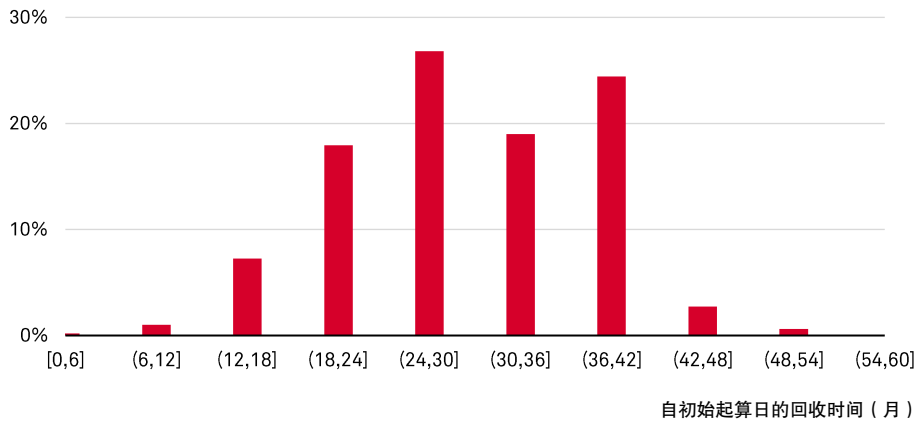
图表 18 信用分析假设及指标

信用分析假设	
目标评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
房价跌幅假设（%）	45.00
回收假设（%）	30.65

资料来源：标普信评。

根据压力情景下的回收假设，标普信评以拟证券化资产池中抵押物所处的诉讼阶段作为评估回收时间的起点，并结合抵押物的查封情况、租赁情况、未完工情况、唯一住房情况、借款人特殊情况等因素逐笔评估资产的预计回收时间。本期项目在 AAA_{spc(sf)} 评级压力情景下的回收时间分布假设如下：

图表 19 回收时间分布假设



资料来源：标普信评。

四、 现金流和交易结构

本期信托将按照面值发行优先档和次级档证券。本期证券的偿付来源包括借款人归还的款项、保证人履行保证责任而支付的的款项、处置入池资产项下抵押物的回收款项、管理及处置抵债资产产生的回收款项（如有）、合格投资收益以及委托人支付的赎回价格款项、清仓回购价格款项和抵销债务支付款项等。

如果尚未发生违约事件，资产池处置收入扣除前一个收款期间贷款服务机构所垫付的处置费用（即处置收入的 5%）后，首先用于支付税费、优先费用（含中介机构服务报酬）；其次，处置收入会用于支付优先档证券利息，补足信托（流动性）储备账户，支付贷款服务机构基本服务费的 50%和费用支出，并依次支付优先档证券本金直至零、剩余累计应付未付的贷款服务机构基本服务费、次级档证券本金、次级档证券固定资金成本、贷款服务机构垫付的且未受偿的大于累计处置收入金额 5%的处置费用及处置费用利息、贷款服务机构超额奖励服务费；最后，所有剩余款项作为次级档证券收益。主要现金流支付机制总结见下图：

本期项目在对应评级压力 AAA_{spc(sf)}级别下，标普信评预计资产池的回收假设为 30.65%。

图表 20 现金流支付机制



注*：贷款服务机构所垫付的处置费用的支付方式见上述说明。

资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

本期交易根据交易结构设置了违约事件、权利完善事件、回收款转付机制和贷款服务机构解任事件、资金保管机构解任事件等。本期交易也设置了发起机构清仓回购机制，发起机构在满足一定条件后可以选择进行清仓回购，但我们在现金流分析中不会考虑此机制。

本期交易的证券利率类型为固定利率。由于入池资产均为不良贷款，虽然逾期贷款会继续产生利息、手续费等，但其回收存在较大的不确定性，我们并不会在现金流分析中区分回收款中的本金、利息和费用。因此本期项目除了对优先档证券发行利率进行一定程度的加压外，并不考虑额外相关的利率风险压力。

下表展示了现金流分析与压力测试的假设条件：

图表 21 现金流分析假设

现金流分析假设项	
评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
压力情景回收假设（%）	30.65
额外资产特征压力	N/A
额外发起机构/贷款服务机构压力	N/A
偿付顺序假设	过手摊还
回收分布	回收金额后置和回收时间后置的不同压力组合
利率假设	优先档证券：3.25%
其他定性或定量调整	真实回收折扣调整

资料来源：标普信评。

标普信评典型的现金流分析包括了通过违约、损失、早偿及利率波动等因素的不同组合形成多种压力情景来测试受评证券是否能够承受与其信用等级所对应的压力，但这种常规现金流分析并不完全适用于房贷不良资产证券化产品。根据房贷不良资产类别的特性和目前为止市场上所有房贷不良资产证券化产品的实际回收情况，我们认为回收金额和回收时间是决定优先档证券是否能按时还本付息的重要条件。

因此，通过回收金额后置和回收时间后置两个维度形成不同压力组合，可以更有效地测试受评证券是否能够按时还本付息。同时，我们也考虑了真实回收（自初始起算日 2024 年 5 月 31 日至 2024 年 7 月 20 日已回收金额约为 952.11 万元，占优先档证券金额的比例为 3.25%）对现金流的影响，并根据其对优先档证券偿付和后期回收分布可能造成的影响进行了相应调整。

综合定量和定性分析，我们预期兴瑞 2024-6 优先档证券可以在给定评级所对应的压力下按时还本付息；在标普信评最严格的压力情景下，其增信缓冲为 0%。标普信评对于增信缓冲的定义是指按时偿付优先档证券利息及最终偿付其本金之后资产池剩余资产所能产生的现金流。

通过上述现金流分析并得出受评证券的级别后，我们也对回收假设进行了单独的敏感性分析。该分析模拟了在回收假设分别下降 10%和 20%时，受评证券对应级别的敏感度，旨在展示该级别回收假设受到额外压力时可能产生的潜在级别变动。敏感性分析不影响我们对现金流和交易结构的分析结果以及对受评证券预期信用等级的评定。

图表 22 敏感性测试

测试情景	本期项目	回收假设下降 10%	回收假设下降 20%
回收假设（%）	30.65	27.58	24.52
优先档预期信用等级*	AAA _{spc(sf)}	AA _{spc(sf)}	A _{spc(sf)}

注*：敏感性分析测算结果中的预期信用等级不代表我们对受评证券预期信用等级的评定。

资料来源：标普信评。

五、运营和管理风险

本期交易为兴业银行自 2017 年起发起的第 25 单不良资产证券化产品，且兴业银行一直以来在交易中担任贷款服务机构。作为贷款服务机构，兴业银行负责已转让个人住房抵押不良贷款回收款的收取和划付、资产的处置以及其他管理事宜。兴业银行在历史交易中都如约履行了贷款服务机构的职能。我们认为兴业银行证券化产品的管理经验较为丰富，其 IT 基础设施和运营系统能够有效地支持其履行服务机构合同中所规定的职责。

本期交易未指定后备贷款服务机构；但本期交易设置了信托（流动性）储备账户，必备流动性储备金额一般为下一期按照《信托合同》第 11.3.1 款至第 11.3.4 款所有应付金额（即优先档证券利息及优先档证券利息之前的各项应付金额）之和的 1.5 倍，能够为交易提供流动性支持。此外，本期交易设置了贷款服务机构的超额回收奖励机制，在偿付完毕次级档证券的固定资金成本之后剩余金额的相应比例作为超额奖励服务费，增加了贷款服务机构的尽职意愿。

中国邮政储蓄银行股份有限公司重庆分行作为本期交易的资金保管机构，负责信托账户和资金的管理。兴业信托作为本期交易的受托机构和发行人，代表信托严格按照相关合同和法律规定进行信托财产的管理和信托事务的处理工作。兴业信托预计将按照监管要求的方式披露受托机构报告，公布信托财产的管理、运用、处分及收益情况。其他交易参与方，如支付代理机构中央结算公司等均为经验丰富的资产证券化服务提供商。综上所述，我们认为上述交易参与方具备履行其相应职责的能力，不会对本期

兴瑞 2024-6 优先档证券能够通过我们的压力情景测试。根据现有结构及分析结果，本期项目优先档证券的标普信评增信缓冲为 0%。

本期交易未指定后备贷款服务机构，但我们认为本期交易参与方具备履行其相应职责的能力，不会对本期交易的信用评级分析产生负面影响。

交易的信用评级分析产生负面影响。

六、 交易对手风险

(一) 资金保管机构风险与缓释

通常来说，我们认为结构融资产品中的各档证券应具备与其信用质量相匹配的交易对手方，该对手方的相关信用质量应满足标普信评的相关要求（若未达到这一要求，交易对手方通常需要承诺提供额外的风险缓释措施）。一旦资金保管机构的信用质量不再能够支持标普信评授予所评证券的信用等级，根据《资金保管合同》解任资金保管机构后，资产支持证券持有人大会应任命替代资金保管机构。受托人应于实际可行时尽快但迟于任命替代资金保管机构后的 5 个工作日内，在替代资金保管机构为信托开立新的信托专用账户并将信托账户内的资金及其存款转入该信托专用账户。此外，合格投资的范围仅限于以存款的方式存放于符合评级等级要求的金融机构和符合监管规定的、低风险、高流动性的国债、政策性金融债、货币市场基金。我们认为目前的交易安排能够缓释本期证券的相关交易对手风险。

我们认为目前的交易安排能够缓释本期证券的相关交易对手风险。

(二) 偿付中断风险与缓释

针对偿付中断的风险，本期交易文件约定委托人应于贷款服务机构丧失任一必备评级等级或发生贷款服务机构解任后的 5 个工作日内向每笔资产的借款人、抵押人、保证人（如有）发送权利完善通知，并于合理期限内办理抵押权转移/变更登记手续和抵债资产（如有）的交付。本期交易文件还约定当得知贷款服务机构解任事件发生时，兴业银行应立即（最迟应在 5 个工作日内）向受托人和评级机构发出通知。如果兴业银行丧失任一必备评级等级，受托人应尽快并最迟须在 90 日内召集资产支持证券持有人大会以选任后备贷款服务机构。在被解任后 60 日内，兴业银行应向后备贷款服务机构及时交付或提供相关资料和财产。我们认为本期交易的偿付中断风险较小，目前的交易安排能够缓释相应风险。

(三) 混同风险与缓释

由于回收款在被转付至信托账户之前最长可能会在贷款服务机构滞留一个季度，本期交易存在基础资产回收款与兴业银行其他资金混同的风险。本期交易文件约定了以贷款服务机构评级等级为触发条件的回收款转付机制。当贷款服务机构丧失任一必备评级等级，或发生任何一起贷款服务机构解任事件导致贷款服务机构被解任时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人、抵押人、保证人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人、抵押人、保证人（如有）仍将回收款支付至贷款服务机构的，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的 3 个工作日内任一工作日。本期交易并未设置混同储备账户，但鉴于兴业银行的主体信用质量以及回收款转付的触发机制，本期交易的混同风险较低。

(四) 抵销风险与缓释

如果借款人在兴业银行有存款，借款人可能行使抵销权，本期交易面临抵销风险，且被抵销款项的具体金额无法确定。根据交易文件约定，当兴业银行丧失任一必备评级等级或发生任何一起丧失清偿能力事件时，兴业银行应对借款人在兴业银行处的存款（包括但不限于活期存款、定期存款等）数额进行持续统计和记录，并应于每个处置收入转付日之前提供给受托人和评级机构。同时，本期交易文件规定，若任何借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产的，兴业银行应无时滞地将相当于被抵销款项

的资金全额支付给贷款服务机构（如贷款服务机构被解任的，应交付给受托人），作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。

七、法律和监管风险

我们认为本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求，但本期交易存在未通知借款人、因未办理抵押权变更登记而无法对抗第三人的风险以及超过诉讼时效等法律风险。

贷款的债权转让依据《中华人民共和国民法典》的规定在发起机构和信托之间发生法律效力。《民法典》规定债权转让未通知债务人的，该转让对债务人不发生效力，从而会产生相应的法律风险；但我们认为本期交易文件所约定的权利完善机制能够缓释因债权转让未通知借款人而导致的风险。

发起机构转让抵押贷款时，未办理抵押权变更登记手续，因而存在无法对抗第三人的风险。本期信托合同规定，当发生权利完善事件时，兴业银行应在相对应的规定期限内将相关抵押权或抵押权预告登记权益登记至受托人名下，相关费用由兴业银行承担。对于资产已进入司法程序或抵押资产涉及查封、扣押等情形的，应以最有利于回收资产的原则处理抵押权或抵押权预告登记权益相关事宜。上述安排能够一定程度上缓释因未办理抵押权转移/变更登记而无法对抗第三人的风险。

发起机构转让抵押贷款时，入池资产可能已超过诉讼时效，因而存在因超过诉讼时效而无法主张债权或相关担保权利的风险。根据相关法律条款，自债权履行期限届满之日起算，个人住房抵押贷款债权的诉讼时效期间为三年。根据合格标准约定，截至初始起算日和信托财产交付日，每笔信贷资产的任何部分均未超过诉讼时效。同时，律师在尽职调查过程中了解的情况显示，抽样审查的资产均未超过诉讼时效。此外，交易文件还约定兴业银行作为贷款服务机构应履行催收资产，维护资产诉讼时效和法定期间的职责。我们认为上述安排能够一定程度上缓释超过诉讼时效的法律风险。

本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求。我们认为现有交易安排可有效缓释项目中未通知借款人、因未办理抵押权变更登记而无法对抗第三人的风险及超过诉讼时效等法律风险。

附录 1：资产支持证券信用等级符号及定义

信用等级符号	含义
AAA _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc(sf)}	在破产或重组时可获得保护较小，结构化融资产品基本不能保证偿还。
C _{spc(sf)}	结构化融资产品不能得到偿还。

* 除 AAA_{spc(sf)}级，CCC_{spc(sf)}级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”标识，如 AA_{spc(sf)}。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。

附录 2：跟踪评级安排

标普信评关于兴瑞 2024 年第六期不良资产支持证券 的跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评证券和我们认为在本次交易中跟受评证券信用质量相关的机构（如贷款服务机构和资金保管机构）的信用状况进行持续监测。标普信评将关注资产池的信用质量变化和证券支付情况，参考上述相关机构出具的相关报告及其他相关信息，结合适用的评级准则，综合评估受评证券的信用质量是否受到影响。

附录 3：入池资产合格标准

就每一笔信贷资产而言，系指在初始起算日和信托财产交付日（以下各项对时间另有说明的除外），满足以下合格标准，如任一笔抵押贷款于初始起算日之后且在信托财产交付日之前被清偿完毕，则就该笔抵押贷款而言，仅在初始起算日（以下各项对时间另有说明的除外）满足如下合格标准：

A.关于借款人和担保人的标准：

- (a) 借款人在贷款发放时为中国公民或永久居民，且为年满 18 周岁不超过 60 周岁的自然人；
- (b) 担保人为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或在担保合同签署时年满 18 周岁的自然人；担保人为自然人的，应为中国公民或永久居民，担保人为法人的，不属于国家机关。

B.关于贷款的标准

- (c) 贷款的应收金额均以人民币为单位；
- (d) 每笔贷款均为兴业银行发放并进行管理的个人住房抵押贷款业务；
- (e) 信贷资产均为兴业银行合法所有且权属明确，兴业银行未在信贷资产上设定质押或其他权利负担；
- (f) 贷款合同、担保合同适用中国法律，在中国法律项下合法有效，并构成相关借款人、担保人合法、有效和有约束力的义务，债权人/抵押权人可根据其条款向相关借款人、担保人主张权利；如果兴业银行已要求解除或生效裁判文书已确认解除某笔抵押贷款相关的贷款合同、担保合同的，该贷款合同、担保合同在被解除之前应满足前述条件；
- (g) 每笔资产项下债权及相关抵押权/抵押权预告登记权益均可进行合法有效的转让；
- (h) 同一借款人在兴业银行的全部已发放完毕的不良个人住房抵押贷款均全部入池；
- (i) 每笔信贷资产的任何部分均未超过诉讼时效；
- (j) 在初始起算日，根据兴业银行的贷款风险分类标准，贷款为次级、可疑或损失类；
- (k) 兴业银行已停止对该借款人的授信，在兴业银行承诺范围内，不再向该借款人发放新的贷款或提供新的融资；如某笔附属担保权益涉及最高额担保的，则截至初始起算日二十四点（24:00）该最高额担保的主债权已确定；
- (l) 于初始起算日（含该日），兴业银行在贷款回收中尚未形成抵债资产；
- (m) 兴业银行未曾减免每笔贷款对应的本金和利息；
- (n) 除法定抵销权以外，相关借款人不对该贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；
- (o) 贷款的全部或任何部分均未被兴业银行核销；
- (p) 信贷资产可以进行合法有效的转让，无需取得借款人或任何第三方的同意。

C.关于抵押资产的标准：

- (q) 截至初始起算日，每笔贷款项下的抵押担保已在中国相关的房地产登记机关办理完毕以兴业银行为第一顺位抵押权人的抵押登记或以兴业银行为抵押权预告登记权利人的预告登记手续，相关抵押权或抵押权预告登记权益合法有效；但对信托生效日前已结清的抵押贷款可不作前述要求；
- (r) 抵押资产的不动产所在地均为中国境内。

D. 关于发放和筛选贷款的标准：

- (s) 截至初始起算日，每份贷款合同及担保合同均基于兴业银行相应的标准格式版本签署；
- (t) 每笔贷款均由发起机构按照合格标准从各分行的贷款组合中选取，然后进一步选入资产池中，整个筛选过程，没有不合理使用对信托不利的任何筛选程序。

附录 4：基础资产统计信息

基础资产统计信息	
贷款笔数（笔）	1,556
借款人数量（户）	1,548
资产池未偿本息费余额（万元）	118,593.35
资产池本金总额（万元）	113,637.52
资产池息费总额（万元）	4,955.82
单笔贷款最高未偿本息费余额（万元）	903.15
单笔贷款平均未偿本息费余额（万元）	76.22
单个借款人最高未偿本息费余额（万元）	903.15
单个借款人平均未偿本息费余额（万元）	76.61
加权平均贷款逾期期限（月）	6.49
加权平均贷款不良账龄（月）	7.48
借款人加权平均年龄（岁）	38.48
前十大借款人未偿本息费余额占比（%）	4.73
未起诉阶段贷款占比（%）	32.74
加权平均初始抵押率 ¹ （%）	71.36
加权平均现时抵押率 ² （%）	78.48
初始抵押物价值（亿元）	18.11
仅办理抵押权预告登记占比（%）	18.98
抵押物占比最高省份/未偿本息费余额占比（%）	福建 / 12.91

注 1：初始抵押率=贷款合同金额/初始抵押物评估价值；
注 2：现时抵押率=未偿本息费余额/最新抵押物评估价值；
注 3：占比统计数据均为占初始起算日资产池未偿本息费余额的比例；且统计信息可能由于四舍五入导致尾数偏差，全文同。

©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。