

信用等级公告

联合[2007] 721 号

联合资信评估有限公司通过对中诚信托投资有限责任公司拟发行的“建元 2007-1 个人住房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

建元 2007-1 个人住房抵押贷款资产支持证券

优先 A 档证券的信用等级为 AAA

优先 B 档证券的信用等级为 A

优先 C 档证券的信用等级为 BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年十一月三十日



建元 2007-1 个人住房抵押贷款 资产支持证券信用评级分析报告

评级结果

单位：亿元

证券名称	名义金额	总量占比	票面利率	信用等级
优先 A 档	35.8235	86.10%	浮动利率	AAA
优先 B 档	3.5615	8.56%	浮动利率	A
优先 C 档	0.8238	1.98%	浮动利率	BBB
次级档	1.3980	3.36%	—	—

交易概览

信托财产初始起算日：2007 年 10 月 10 日

证券法定最终到期日：2039 年 1 月 26 日

交易类型：RMBS

载体形式：特殊目的信托

基础资产：中国建设银行个人住房抵押贷款

信用提升机制：优先/次级结构及触发机制

流动性提升机制：条件流动性准备金

发起机构/贷款服务机构：中国建设银行股份有限公司

受托机构/发行人：中诚信托投资有限责任公司

主承销商/簿记管理人：中国国际金融有限公司

报告出具日：2007 年 11 月 30 日

分析师

张 驰

zhangchi@lianheratings.com.cn

李文平

liwenping@lianheratings.com.cn

刘 静

liujing@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

地址：

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

<http://www.lianheratings.com.cn>

评级观点

联合资信综合考量了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及操作风险等多项因素，并在进行信用分析及现金流分析的基础之上评定本期“建元 2007-1 个人住房抵押贷款资产支持证券”的信用等级：优先 A 档证券信用等级为 AAA，优先 B 档证券信用等级为 A，优先 C 档证券信用等级为 BBB。

上述优先档证券的评级结果反映的是优先档证券利息获得及时支付和本金于法定最终到期日或之前足额偿付的可能性。

优势

- 截至 2007 年 6 月底，中国建设银行股份有限公司的个人住房抵押贷款不良率仅为 1.33%，低于银行业平均水平；本期入池贷款选自其下属深圳分行和福建分行，对应的个人住房抵押贷款不良率分别为 0.20% 和 0.25%，上述分行的个人住房抵押贷款业务发展较为成熟。
- 初始起算日 2007 年 10 月 10 日，资产池加权平均抵押率为 64.90%，考虑到近年的房价走势以及该抵押率的计算方式（以初始房价作为计算基础），入池贷款初始起算日的抵押率相对而言低于 64.90%。
- 深圳地区二手房市场流动性较好且地区性的司法实践有利于债权人，这些因素有利于抵押物的处置以及违约贷款的回收。

- 4、中国建设银行股份有限公司是国家控股的大型股份制商业银行,具备 AAA 级的信用等级,其开展个人住房抵押贷款的业务流程、风险控制和信息系统相对完善,作为本期交易的贷款服务机构尽职能力很强、履约风险较小。

须待房地产项目主体结构封顶之后,这大大降低了建设及质量风险;而且对于没有房屋所有权证而造成抵押权变更无法实现的,中国建设银行股份有限公司承诺回购相应的贷款。

关注

- 1、国内个人住房贷款仍未经一个完整的信贷周期。房价已经历了多年的上涨,在当前的宏观经济形势以及国家宏观政策的调控下,房地产市场的发展具有一定的不确定性。

风险缓释:对由此导致的房地产贬值和违约率提高等因素,已经综合体现在我们的评级当中。

- 2、入池贷款在深圳地区的集中度较高,且账龄较短。

风险缓释:对于地域集中度风险和账龄风险,已经体现在我们的评级当中。

- 3、房产抵押权变更登记需在信托成立后 6 个月之内完成,在此期间内变更登记有可能无法完成,或者由此导致资产处置的困难。

风险缓释:中国建设银行股份有限公司承诺回购由于任何原因导致的无法完成抵押权变更登记的入池贷款。

- 4、以期房作抵押的贷款可能面临房产无法交付,或者由于没有房屋所有权证而造成处置困难。

风险缓释:2003 年以来,按照中国人民银行的规定,预售商品房抵押贷款的发放

一、交易概要

本交易之发起机构中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有并且符合信托合同约定的合格标准的个人住房抵押贷款及其相关权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中诚信托投资有限责任公司（以下简称“中诚信托”）设立“建元 2007-1 个人住房抵押贷款证券化信托”，中诚信托以受托的基础资产为支持发行优先 A 档、优先 B 档、优先 C 档和次级档资产支持证券，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。

本期个人住房抵押贷款证券化交易项下的资产支持证券按月支付本息，优先 A 档、优先 B 档、优先 C 档以及次级档证券采用顺序偿付结构，劣后受偿的资产支持证券为优先受偿的

资产支持证券提供信用支持。优先 A 档、优先 B 档和优先 C 档证券均采用浮动利率，且附有利率上限；次级档证券不设票面利率，在既定条件下取得期间收益以及最终的清算收益。优先 A 档、优先 B 档和优先 C 档证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级档证券采用定向方式发行并可协议转让。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托机构：中国建设银行股份有限公司
受托机构/发行人：中诚信托投资有限责任公司
交易安排人：中国建设银行股份有限公司
贷款服务机构：中国建设银行股份有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计/税务顾问：毕马威华振会计师事务所
法律顾问：金杜律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
主承销商/簿记管理人：中国国际金融有限公司

图 1 交易安排

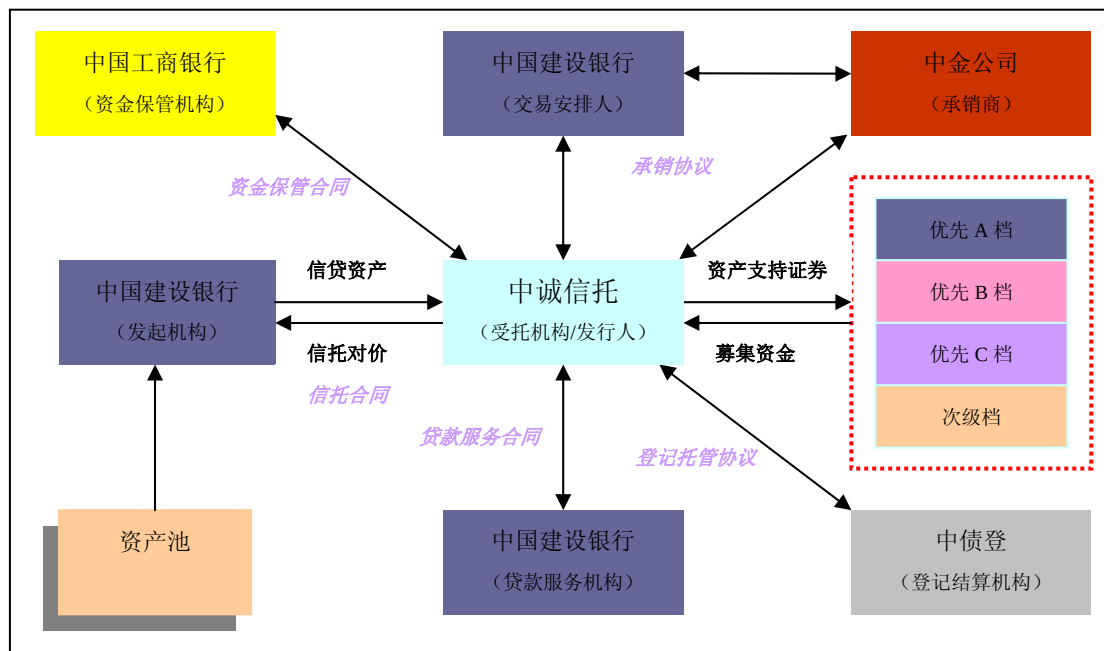


表 2 资产支持证券

资产支持证券	发行金额	所占比重	票面利率	信用支持	信用等级
优先 A 档	35.8235 亿元	86.10%	浮动利率（附上限）	13.90%	AAA
优先 B 档	3.5615 亿元	8.56%	浮动利率（附上限）	5.34%	A
优先 C 档	0.8238 亿元	1.98%	浮动利率（附上限）	3.36%	BBB
次级档	1.3980 亿元	3.36%	—	—	—

二、交易结构

本期资产支持证券基于资产证券化试点阶段特殊目的信托载体机制发行：发起机构建设银行以其自营商业性个人住房抵押贷款构建资产池并交付与受托机构中诚信托设立特殊目的信托（信托财产包括由建设银行信托与中诚信托的对资产池中的抵押贷款、抵押权和附属担保权益所享有的全部权利、权益和收益，以及由此产生的所有权利），受托机构中诚信托同时作为发行人以该信托财产为基础发行资产支持证券，具体包括优先 A 档、优先 B 档、优先 C 档以及次级档证券，投资者以信托财产为限享有有限追索权。

优先 A 档、优先 B 档、优先 C 档以及次级档资产支持证券的兑付模式为顺序偿付结构（优先/次级结构），交易结构同时以建设银行的必备评级等级为条件设置了条件准备金账户，以及加速清偿和违约事件触发机制。

现金流支付机制

信托设立生效后，受托人中诚信托将在资金保管机构设立信托账户，并在信托账户下设立两个一级分账户信托收款账户（包括收入分账户和本金分账户两个二级分账户）和信托付款账户（包括证券分配账户、费用和开支分配账户、税收储备账户、流动性储备账户、服务转移储备账户以及混同和抵销储备账户六个二级分账户）。

收入分账户项下资金由收入回收款（包括资产池利息现金流入、再投资收益等）和既定条件下从本金分账户、流动性储备账户、服务转移储备账户以及混同和抵销储备账户转入的资金组成；本金分账户项下资金由资产池本金回收款和既定条件下从收入分账户、混同和抵销储备账户转入的资金组成。

“违约事件”发生前，信托收款账户区分收入分账户和本金分账户，收入分账户项下资金用于税费、机构报酬及证券利息的偿付，本金

分账户项下资金用于证券本金的偿付，二者之间安排了交叉补充机制。具体而言，“违约事件”发生前，收入分账户项下资金用于顺序支付税收及规费、限额内优先费用和参与机构报酬、贷款服务机构报酬（如贷款服务机构不是发起机构）、优先档证券利息、准备金账户限额补充（当建设银行不再具备必备评级等级时）、本金账户累计移转额及违约额补足、贷款服务机构报酬（如发起机构同时是贷款服务机构）、限额外参与机构费用和报酬、次级档证券期间收益；但如发生“加速清偿事件”，则不再支付次级档证券的期间收益，收入分账户项下资金的余额全部转入本金分账户。

“违约事件”发生前，本金分账户项下资金首先用于补足收入分账户项下资金支付税收、限额内优先费用和参与机构报酬、优先档证券利息以及信托储备账户后的差额部分（即收入分账户 1-7 项支出的差额补足，见附录 1），然后用于顺序支付优先 A 档、优先 B 档、优先 C 档以及次级档证券的本金，最后向次级档证券持有人分配剩余资金，详见附录 1-图 1：“违约事件”发生前的现金流支付机制。

“违约事件”发生后，则不再区分收入分账户和本金分账户，而是将二者的资金归并，且将信托储备账户金额（如有）并入，用于顺序偿付税收及规费、相关中介及参与机构的费用和报酬、贷款服务机构报酬（如“违约事件”不是贷款服务机构直接或间接引致的）、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金、优先 C 档证券利息和本金、贷款服务机构报酬（如“违约事件”是贷款服务机构直接或间接引致的）、次级档证券本金，剩余资金分配给次级档证券持有人，详见附录 1-图 2：“违约事件”发生后的现金流支付机制。

抵押权变更登记及附属担保权益的完善

我国《合同法》规定，债权人转让权利的，受让人取得与主债权有关的从权利（该从权利专属于债权人自身的除外，另金融资产的转让

需得到监管机构的批准); 这从法律角度确认了附属担保权益同债权资产的同时转移, 但未明确是否必须办理变更登记手续。

大陆法系抵押权采取公示原则, 需办理变更登记手续。建设部于 2005 年出台了“建设部关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知”, 通知从“可批量办理变更登记手续”以及“无须抵押人陪同”两方面便利了个人住房抵押贷款证券化交易中抵押权的变更登记。

本期交易证券化信托设立之后, 发起机构和受托机构将根据相关约定在 6 个月内办理完毕入池贷款抵押权的变更登记手续: 抵押权变更登记完成后, 受托机构代表证券投资者成为入池抵押贷款的唯一债权人以及抵押房产的第一顺序抵押权人, 并对主债权的附属担保权益拥有合法的请求权(“权利完善通知”为对抗借款人、保证人以及保险人的要件)。

对于涉及期房抵押的贷款, 国内的预售商品房抵押贷款实践中采用了预售房屋抵押权预登记以及开发商提供阶段性保证担保的手段发放用以确保债权银行的利益。2003 年, 中国人民银行“关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知”中规定商业银行只能对购买主体结构已经封顶的住房的个人发放个人住房抵押贷款。该规定旨在规范商业银行个人住房抵押贷款的审贷环节, 一定程度上缓解了因商品房的建设与质量风险所引致的违约风险。

如果在变更登记期限内未能完成抵押权的变更且该情形在发起机构通知受托机构的 30 天之内仍未能纠正, 则发起机构将对相应的抵押贷款进行回购。建设银行承诺回购任何违反资产保证的抵押贷款, 其中包括由于期房抵押(无房屋所有权证)或其他原因造成的房屋权属无法变更登记的贷款, 这种安排有效缓解了由于操作及其他原因导致的抵押权变更登记的不确定性风险。

本期交易对抵押贷款保险项下的权益未作相应变更。按照我国《担保法》的规定, 抵押

权的效力及于抵押物的代位物, 在抵押物灭失、毁损或者被征用的情况下, 抵押权人可以就该抵押物的保险金、赔偿金或者补偿金优先受偿; 抵押权变更登记完成以后, 抵押权人(指代表证券投资者的受托机构)可以通过司法程序实现抵押物的优先受偿权, 从而取得保险项下的利益(指保险金)。

优先/次级结构

本期交易的信用增级措施主要通过优先/次级结构提供, 即由劣后受偿的资产支持证券对入池贷款的违约损失以及因利率错配所引致的潜在损失按顺序提供抵补。其中, 优先 A 档证券获得由优先 B 档、优先 C 档及次级档证券提供的 13.90% 的信用支持, 优先 B 档证券获得由优先 C 档和次级档证券提供的 5.34% 的信用支持, 优先 C 档证券获得由次级档证券提供的 3.36% 的信用支持。

准备金账户

本期交易设计了三个以发起机构/贷款服务机构(即建设银行)必备评级等级为条件的内部准备金账户: 流动性储备账户、混同和抵销储备账户以及服务转移储备账户。

当建设银行具备 A 或高于 A 的评级等级(就联合资信评估有限公司的评级系统而言)时, 这些账户的限额为零; 当建设银行不再具备上述级别之时, 这些账户的必备限额大于零。

流动性储备账户的资金用于收入分账户中税收、优先费用和报酬以及优先档证券利息支付差额的补足(即收入分账户中 1-6 项支出经本金分账户资金补充仍然不足的差额部分, 见附录 1); 混同和抵销储备账户的资金用于既定情况下混同及抵销金额的预弥补; 服务转移储备账户的资金用于支付后备贷款服务机构的服务转移费用。这三个账户的超限金额或剩余金额将转入收入分账户。

由于建设银行目前的评级是 AAA, 本期交易的评级中未考虑上述准备金账户的信用提升

作用。鉴于本期交易中信托财产本金分帐户项下资金可用来弥补收入分帐户包括优先档证券利息在内的有关支出的不足，因此在本金回收款较为充足的情况下，即使流动性储备帐户为零亦不会影响到优先档证券利息的及时偿付。

触发机制

本期交易设置了两类触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。“加速清偿事件”主要分为定性的和定量的两类，定性的“加速清偿事件”同参与机构的履约能力相关，定量的“加速清偿事件”同资产池的拖欠率和违约率指标相关；“违约事件”同资产支持证券的兑付状况相关。

若发生加速清偿事件将触发收入分账户的资金不再用于支付次级档证券的期间受益转而支付优先档证券的本金（加速清偿机制）；若发生违约事件将触发收入分账户、本金分账户以及信托储备帐户资金的归并，并用于顺序支付税费、参与机构报酬以及优先档证券的利息和本金。

定量的“加速清偿事件”设置如下：前三个连续收款期间的平均“严重拖欠率”¹超过 2%；或某一年度内“累计违约率”²超过与之相对应的预定数值（第 1 年为 2%、第 2 年为 3.3%、第 3 年为 4.5%、第 4 年为 5.8%、第 5 年为 7%、第 6 年及以后为 8%）。另外，若“违约事件”的发生与否须经有控制权的资产支持证券持有人大会决定，那么在未决期间现金流的支付将启动加速清偿机制。

清仓回购

本期交易安排了发起机构建设银行（同时作为贷款服务机构）于既定条件下按照公允的

市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。相关条件如下：回购起算日资产池未偿本金余额降至初始起算日资产池本金余额的 10%或以下，且剩余资产池的市场价值应足以偿付优先档证券的本息以及有关服务报酬和成本支出。

本期交易的清仓回购安排主要出于控制贷款服务成本的考虑，符合巴塞尔新资本协议以及中国银行业监督管理委员会有关清仓回购的操作要求，并未对本期证券的偿付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。

抵销及混同风险

本期交易约定，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建设银行的违约风险。此外，建设银行是本期交易的贷款服务机构，而资产池贷款本息的回收首先是由贷款服务机构代收，在回收的贷款本息划付至信托帐户之前，存在与贷款服务机构的资金混同风险。

本期交易设有以建设银行必备评级等级为条件的混同和抵销储备帐户，用于在建设银行或将丧失履约能力的时候提取准备金，并用于混同和抵销金额的预弥补，此举应能部分降低本期交易的抵销与混同风险。

鉴于同时作为发起机构和贷款服务机构的建设银行的信用评级为 AAA，我们认为本期交易由债务人抵销行为或者资金混同而引致的兑付风险很小。

后备服务机构缺位风险

本期交易虽未指定任何后备服务机构，但根据相关条款约定，证券持有人大会在贷款服务机构评级低于 A 或服务机构解任时，通过受托机构委任后备服务机构或替代服务机构。目前贷款服务机构建设银行的信用评级为

¹ 严重拖欠率=该收款期间结束之日所有严重拖欠抵押贷款的未偿本金余额之和 /（初始起算日资产池余额-初始起算日至该收款期间开始前所有已从资产池内回收的本金回收款之和），严重拖欠抵押贷款系指按照贷款服务机构标准服务程序的规定逾期天数为 91 天到 180 天的抵押贷款。

² 累计违约率=该收款期间及之前各收款期间内的所有违约抵押贷款在成为违约抵押贷款时的未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额。

AAA，在交易存续期内，联合资信将持续跟踪建设银行的信用评级，并对上述风险作出及时的分析。

利率风险

本期交易的利率风险（指资产池利息收益不足以支持优先档证券利息支付的风险）主要源于利率错配，包括资产池抵押贷款利率与优先档证券利率之间出现负利差、入池贷款的提前偿还和违约等所引致的利息收入减少，以及入池贷款与优先档证券定价方式上的差异。上述情形的出现有可能引致资产池利息收入在支付有关税收、优先费用以及参与机构报酬后的剩余金额难于覆盖优先档证券的利息支出。

国内个人住房抵押贷款的利率是根据中国人民银行公布的长期贷款基准利率确定的（建设银行个人住房抵押贷款业务所执行的利率依基准利率最多下浮 15%）；若中国人民银行调整基准利率，则个人住房抵押贷款的利率通常在次年初调整，利率调整引致的还款金额变动依据贷款的合同期限确定。本期交易优先档证券采用浮动利率（附有利率上限），定价方式为基准利率加一定的利差，基准利率采用中国人民银行公布的一年期定期存款利率，证券的调息频率定为半年；为防范本期交易出现负利差的现象，各优先档证券都附有利率上限，利率上限的参照基准为资产池的加权平均利率，并经固定利差调整。本期交易存在三种定价方式上的错配风险：

- ✧ 中国人民银行长期贷款利率和一年期定期存款利率调整并不同步；
- ✧ 中国人民银行长期贷款利率和一年期定期存款利率调整幅度不同；
- ✧ 中国人民银行调整个人住房抵押贷款的利率政策（改变浮动水平或定价方式）。

本期交易优先档证券的利率上限安排在很大程度上缓解了上述利率风险造成的影响。联

合资信在计算信用增级水平时已考虑到因上述利率错配所引致的超额利差的波动性，以及由此造成的资产池利息收益不足于支付优先档证券利息的风险。

法律及监管因素

本期交易在国内规制结构融资创新产品的法律及法规下开展，通过特殊目的信托机制实现破产隔离。这些特别制定的法律法规包括《信贷资产证券化试点管理办法》（人民银行和银监会，2005 年）、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》（银监会，2005 年）、《信贷资产证券化会计处理规定》（财政部，2005 年）、《建设部关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》（建设部，2005 年）、《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》（财政部和国家税务总局，2006 年）等，它们初步确立了试点阶段资产证券化业务的法律规范以及财务、税务处理规范，并就债权及其附属权益的转让、有限追索的实现、真实出售及破产隔离等方面提供了实践指引。就本期交易，项目律师对交易所涉及到的有关法律问题出具了律师意见书。

随着国内银行业监管实践的日趋规范，以及规范银行业自律监管的巴塞尔新资本协议的逐步实施，以风险为导向的监管理念将不断完善信贷资产证券化的监管认定准则。虽然资产证券化的法律法规尚处实践之中，试点阶段规制创新金融产品的法律及政策存在不确定性，但出于风险控制及政策连贯性等方面的考虑，相关的法规及政策将会保持一定程度的一致性。

三、基础资产

资产池概况

发起机构建设银行以 2000 年 1 月 1 日至 2006 年 12 月 31 日期间发放的贷款期限为 5~

30 年，未偿本金余额为 416068.37 万元的自营商业性个人住房抵押贷款构建资产池，以 2007 年 10 月 10 日为初始起算日，本期资产池具备以下特征：

- ◇ 全部为可调利率分期摊还贷款；
- ◇ 发起机构拥有第一顺序抵押权；
- ◇ 借款人平均年龄为 35 岁；
- ◇ 入池贷款初始抵押率不超过 80%；
- ◇ 资产池初始起算日加权平均抵押率为 64.90%；
- ◇ 个人再交易住房贷款比重 33.54%；
- ◇ 深圳地区贷款所占比重 73.82%；
- ◇ 账龄 2 年以内的贷款比重 67.28%。

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	416068.37 万元
贷款笔数	12254 笔
入池贷款平均合同金额	39.30 万元
入池贷款平均本金余额	33.95 万元
入池贷款最大本金余额	284.25 万元
起算日加权平均抵押率	64.90%
加权平均初始抵押率	72.85%
加权平均贷款账龄	1.95 年
加权平均合同期限	18.52 年
加权平均剩余期限	16.58 年

注：表中加权平均指标以资产池初始起算日本金余额为权重计算。

入池贷款

本期交易入池贷款的加权平均初始抵押率为 72.85%，资产池初始起算日加权平均抵押率为 64.90%。入池贷款平均本金余额为 33.95 万元，加权平均现行年利率为 5.95%。入池贷款初始起算日抵押率³的分布如下：

表 4 初始起算日抵押率分布

起算日抵押率	比重
(0%, 50%]	11.06%
(50%, 60%]	13.74%
(60%, 70%]	36.41%
(70%, 80%]	38.79%
合计	100%

³单笔贷款的抵押率是以房产的初始购买价格或评估价值为基础计算的，在房价走高的形势下实质上高估了入池贷款的抵押率。

资产池的平均贷款账龄为 1.95 年，加权平均贷款剩余期限为 16.58 年。资产池贷款账龄结构分布如下：

表 5 入池贷款账龄分布

账龄（年）	比重
(0, 1]	11.00%
(1, 2]	56.28%
(2, 3]	21.78%
(3, 8)	10.94%
合计	100%

根据建设银行的资产五级分类结果，入池贷款五级分类统计如下：

表 6 入池贷款五级分类分布

五级分类	比重
正常类	98.74%
关注类	1.26%
合计	100%

借款人

入池贷款借款人的加权平均年龄为 35 岁，处于个人职业发展的稳定阶段，其收入也相对稳定。借款人年龄分布如下表所示：

表 7 借款人年龄分布

年龄（岁）	比重
[18, 30]	29.10%
(30, 40]	49.93%
(40, 50]	18.73%
(50, 65]	2.24%
合计	100%

借款人所在地区的经济发展水平及地区消费水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。入池贷款借款人集中分布于深圳、福州和泉州三地，这些地区的经济发展水平较高，地区生产总值以及居民可支配收入水平位居全国同类城市前列。

抵押房产

区域性房地产市场的价格走势、二级市场的活跃程度以及地区的司法效率会影响到抵押

房产的价值。本期交易入池贷款抵押房产的地区分布如下表所示：

表 8 抵押房产的地区分布

地区	比重
深圳	73.82%
福州	20.89%
泉州	5.29%
合计	100%

本期交易入池贷款的种类包括个人住房贷款（新房）和个人再交易住房贷款（二手房），新房及二手房贷款分布如下表所示：

表 9 抵押物（新房或二手房）分布

抵押房产	比重
新房	66.46%
二手房	33.54%
合计	100%

以预售商品房抵押预登记加上开发商阶段性保证担保方式发放的抵押贷款一定程度上面临着房屋所有权证办理风险、房屋权属登记风险以及开发商的履约风险，本期交易资产池抵押加阶段性保证贷款及抵押贷款比重如下表所示：

表 10 担保方式分布

担保方式	比重
抵押加阶段性保证	21.79%
抵押	78.21%
合计	100%

高价值、大面积的住宅房产可能在处置时面临一定的流动性问题，本期交易抵押房产价值及面积分布如下所示：

表 11 抵押房产价值分布

抵押房产价值（万元）	比重
100 万元以下	76.89%
（100， 200]	16.54%
200 万元以上	6.56%
合计	100%

表 12 抵押房产面积分布

抵押房产面积（平方米）	比重
90 平方米以下	27.97%
（90， 120]	25.38%
（120， 160]	26.82%
160 平方米以上	19.83%
合计	100%

保险

抵押贷款保险主要有个贷综合险、抵押房产财产保险和借款人履约保证保险。个贷综合险的范围涵盖了抵押房产意外及自然事件造成的毁损风险以及借款人意外伤害事故造成的丧失偿还能力的风险；抵押房屋的财产保险主要是为了防范可能遭受意外事故和自然灾害而造成房屋毁损的风险；借款人履约保证保险分散了因借款人偿债能力降低而给债权银行带来的风险。2006 年以来，借款人在办理个人住房贷款的同时不再被强制要求购买抵押贷款保险。

我们在信用分析当中比较关注保险因素的影响。本期交易资产池贷款保险覆盖及种类分布如下：

表 13 抵押贷款保险种类分布

保险	比重
个贷综合险	16.30%
财产保险	7.51%
履约保险	0.85%
其他保险	0.02%
未保险	75.32%
合计	100%

四、信用分析

本期交易是建设银行发起的同时也是国内的第二单个人住房抵押贷款结构融资交易。

本期交易的信用评级主要基于惠誉（北京）信用评级有限公司（以下简称“惠誉评级”）结构融资评级的方法与技术，联合资信结合国内的实际情况并参照惠誉评级亚太区可比新兴市场的评级实践确定了测算必要信用支持水平的相关参数、指标及假设。

联合资信依据建设银行提供的历史数据，并经适当调整确立了本期交易适用的评级基准违约率参数；同时，结合国内实际情况并参照惠誉评级亚太区可比新兴市场的评级实践确定了评级基准抵押房产跌价比率参数。联合资信根据本期交易的特征对上述两个主要的基准参数作出调整以确定最终适用的评级参数，从而计算本期交易预定评级所需的信用增级水平。

违约概率

违约概率主要是通过贷款的抵押率以及抵押贷款的其他特性确定的，其他特性涉及贷款特征和借款人特征等因素，如五级分类、拖欠、借款人年龄、职业以及购房目的等。

虽然借款人的收入和每月债务支出的比例是建设银行审核个人住房抵押贷款的主要参数之一，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，我们在本期交易中没有按照借款人债务收入比参数而是采用抵押率参数（LTV）作为参考变量以确定评级基准违约概率。

违约定义

建设银行个人住房抵押贷款按照五级分类管理，本期交易中定义逾期超过 180 天的贷款，或按照《贷款服务手册》规定的标准服务程序认定为损失的贷款，以及重组和展期的贷款（出于避免被认定为拖欠或违约的目的）为违约抵押贷款。

基准违约概率

我们根据建设银行提供的 2004 年 7 月至 2007 年 7 月的静态贷款组合数据，按照不同的抵押率分类，计算出实际的违约率。

考虑到上述违约率是在房地产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⁴，我们对上述违约率作向上调整以获得建设银行个人住房抵押贷款的评级基

准违约概率。

经上述调整后，AAA 级证券需要承受的违约率列示如下：

表 14 AAA 级评级基准违约概率

抵押率（LTV）	AAA
（ 0%， 50%]	6.12%
（50%， 60%]	8.36%
（60%， 70%]	11.33%
（70%， 80%]	15.87%

其他违约概率调整因素

借款人偿债能力及购房目的：由于缺乏借款人收入/总债务支出的稳定数据，并考虑到难于准确辨别借款人购买房产的目的（自住或投资），联合资信在计算信用增级水平时对整个资产池的借款人的违约概率进行了相应上调。

贷款账龄：根据统计经验，个人住房抵押贷款的违约主要发生在前 5 年，且若债务人贷款的偿付记录良好，那么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下调。

贷款拖欠：本期交易资产池中包括已经发生过拖欠的贷款，这些贷款的违约可能性明显高于其他正常类贷款，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作出了相应调整：根据连续拖欠天数的不同分别对相应借款人的违约概率进行上调；同时，对于累计拖欠超过 10 期（1 期为 30 天）的贷款，联合资信对借款人的违约概率作了较大幅度的上调。

贷款五级分类：虽然建设银行主要根据连续拖欠天数对个人住房抵押贷款进行五级分类，但仍有纳入本期交易资产池的关注类贷款是由于其他原因所导致的，对此联合资信在计算信用增级水平时上调了所有关注类贷款的违约概率。

借款人职业与年龄：如果借款人没有固定的职业，或者其年龄小于 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作出了向上调整。

⁴ 五级分类管理下，违约贷款的借款人如果后期偿还了逾期部分的本金和利息，则该笔违约贷款就可以回迁为正常贷款。

区域集中度：入池贷款多集中于深圳市，考虑到区域性经济景气周期的影响，联合资信在计算信用增级水平时对深圳地区入池贷款的违约概率作了较大程度的上调。

违约贷款损失率

违约贷款损失的计量主要着眼于处置抵押房产可能产生的损失，它考虑了贷款的本金余额、债权顺序、房产价值、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。

房地产市场和房产跌价比率参数

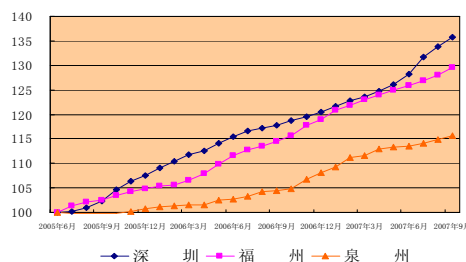
中国房地产价格在过去的几年中基本保持持续上升的态势，考虑到宏观经济形势以及国家的宏观调控政策导致的房地产市场未来发展的不确定性，本期交易中我们结合国内的实际情况并参考了惠誉评级在其他国家（特别是亚太地区新兴市场经济体）的房地产跌价比率参数确定了适用于本期交易的抵押房产跌价参数。

2002 年以来，国内的房地产市场价格基本上呈逐步上升态势，这是由国内需求、国际国内的流动性以及经济体制等多种因素造成的。消费结构升级、城市化进程、全球化推动的经济增长，以及住房商品化改革积累的存量需求、城镇居民收入水平的提高，加之市场中充裕的资金（源自国际国内的流动性）导致房价不断上涨。过去几年中，大城市住宅房地产价格的涨幅已超过了其经济产出的增幅，主要城市的房价收入比高出国际平均水平。

为了控制房地产价格，国家有关部门实施了一系列的宏观调控措施，包括土地、税收、信贷政策，以及规范外商投资、调控住房结构等举措，这在一定程度上抑制了房地产价格的涨幅，同时也给房地产市场带来了监管取向的价格波动。国内的房地产市场尤其是住宅市场仍未经历过完整的经济周期，且区域性特征明显：部分城市房价的涨幅快于其他城市，且各地政府可以制定地方性法规规范当地的房地产市场。

下图显示了深圳、福州、泉州三个城市 2005 年 6 月份至 2007 年 9 月份的房地产价格指数数据（以 2005 年 6 月份数据为基期）；从图上可以看出，在过去的两年中，深圳和福州的房地产价格指数上升了 30% 左右，而泉州的房价走势明显不同，上升了大约 15%。

图 2 深圳、福州及泉州三地的房价指数



数据来源：国家统计局全国 70 个大中城市房屋销售价格指数（2005 年 6 月份—2007 年 9 月份，以 2005 年 6 月份为基期 100）

通过比较抵押房产所在地区的经济发展水平、居民收入水平以及生活支出水平同区域住宅房地产价格水平的差异，我们可以给出房价涨幅的相对性考察。下表提供了三个地区经济发展水平以及居民收入和支出水平的相关指标，可以看出，深圳和福州两地居民收入增长水平同房价的增长水平存在差异，而泉州地区居民可支配收入的增长率超过了房价的增长率。

表 15 2006 年三地居民收支指标同比增长率

	深圳	福州	泉州
地区生产总值增长率	15.0%	12.2%	15.0%
居民消费价格增长率	2.2%	1.1%	0.7%
住宅房地产价格增长率	12.0%	13.3%	7.3%
居民可支配收入增长率	5.0%	11.0%	12.4%

数据来源：国家统计局、各地区统计局以及地方政府工作报告

2007 年中期以来，伴随着全球经济失衡的调整、金融市场风险的重新定价以及商业领域资本成本的上升，资产价值的重估过程在全球范围内展开，新兴市场国家股票及房地产市场有可能面临调整，国内房地产市场价格走势存在着一定程度的不确定性。

综合考虑上述因素,我们对 AAA 级证券的房产跌价比率参数设定为:

表 16 AAA 级评级基准跌价比率

地区	AAA 级跌价比率 (MVD)
深圳	59.1%
福州	57.5%
泉州	42.7%

其他房产跌价影响因素

再交易房产: 考虑到二手住房的特性, 其在经济景气周期内或处置时的跌价幅度可能会超过新房, 我们在计算信用增级水平时对再交易住房的跌价比率进行了上调。

高价值、大面积房产: 高价值、大面积的房产可能在处置时面临流动性问题, 我们在计算信用增级水平时对此类贷款的跌价比率作出了相应的上调。

抵押贷款保险: 我们在评级跌价比率参数的制定过程中已经考虑到保险因素。

处置成本和处置期间的利息成本

司法程序的效率以及区域房地产二级市场的流动性将影响到抵押房产的处置时间和成本; 同时, 国内抵押贷款市场仍未经一个完整的信贷周期, 地区的司法实践有待信贷周期的检验。

国内目前仍没有个人破产机制, 规制个人住房抵押贷款以及抵押物处置的法律法规散见于《合同法》、《担保法》、《商业银行法》、《中国人民银行贷款通则》等法律法规以及最高人民法院的有关司法解释。

国内抵押权的实现有协议和诉讼两种方式; 如果难于达成协议, 则只有提起诉讼。当《物权法》实施之后⁵, 抵押权人可以在协商不成的情况下直接向人民法院申请拍卖或变卖抵押财产。新的规定使得债权银行可以避免成本较高的诉讼程序, 便利了抵押权的实现。然而, 国内仍然缺乏对于处置抵押物以及安置借款人

的法律程序的一般性规定, 且各地区在司法实践以及司法程序的效率上存在着很大的差异。

在抵押房产的处置方面, 最高人民法院规定⁶不得查封、扣押和冻结借款人的生活必需品, 但在保障借款人及其家属最低生活标准所必需的居住房屋和生活必需品后, 抵押房产可予以执行。该规定在一定程度上增加了抵押房产处置的不确定性; 生活必需品的认定以及最低生活标准的保障有赖于地区性的司法实践, 各地司法程序在效率上的差异将导致抵押权实现成本的不同。

根据建设银行提供的 2004-2007 年违约贷款损失调查数据 (福建分行及深圳分行), 违约贷款的平均处置时间为 15 个月⁷。考虑到违约贷款处置时市场环境可能不利, 我们采用 24 个月 (2 年) 作为抵押房产处置的标准时间, 处置费用设为贷款余额的 12%。

抵押房产处置期内, 资产池仍需要支付相应资产支持证券的利息; 在本期交易信用增级水平的计算当中, 我们采用 8% 作为处置期内的财务费率。

必要信用增级水平的确定及现金流分析

本期交易预定评级必要信用增级水平主要用于预定评级违约损失抵补以及利率错配风险缓释抵补。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, 该现金流模型基于具体的贷款拖欠、提前偿付以及违约损失等情景假设。现金流分析用于返回检验和压力测试, 目的在于评估压力景况下优先档证券的兑付状况, 并检验既定压力景况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; 从本期交易现金流分析的结果来看, 优先 A 档证券、优先 B 档证券及优先 C 档证券能够通过相应评级压力情景的测试。

⁶ 见最高人民法院“关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定”。

⁷ 此处平均贷款处置时间的计算考虑区域性司法实践的差异: 首先分别计算福建分行和深圳分行的违约贷款平均处置时间 (剔除调解还款情况), 然后再将二者平均后得到平均的贷款处置时间。

⁵ 《中华人民共和国物权法》于 2007 年 10 月 1 日起正式实施。

五、参与机构

发起机构/贷款服务机构

发起机构建设银行同时作为本期交易的贷款服务机构。建设银行是中国四大国有商业银行之一，其于 2004 年率先完成财务重组及股份制改造，并分别于 2005 年 10 月和 2007 年 9 月在香港联交所和上海证交所成功上市。

公开募股、不良资产的政策性和商业性处置以及战略投资的引入有效改善了建设银行的资产质量、资本充足水平和财务状况；建设银行在国内的大型建设项目信贷融资中占据领先地位，受益于中国经济的高速增长，其盈利能力维持了迅猛增长的态势。截至 2007 年 6 月底，建设银行总资产达到 61177.91 亿元，总负债达到 57920.53 亿元，分别较上年末增长 12.28% 和 13.16%。受利息及非利息收入增加的影响，建设银行上半年净利润较上年同期增长 47%，其收益的较大部分来自向国内企业发放的贷款，上半年贷款的净利息收入增长 37%，6 月底净利息收益率达到 3.11%，高于去年同期的 2.70%。2007 年上半年，建设银行资产质量持续向好，不良贷款余额和不良贷款率实现了双降，不良贷款率降至 2.95%，低于去年年底的 3.29%，不良贷款拨备覆盖率达到 90.67%。由于表内资产和表外业务的增长，2007 年 6 月底，建设银行的加权风险资产有所增加，这使得其资本及核心资本充足率较 2006 年年底略有减少，分别为 11.34% 和 9.43%。2007 年 9 月份，通过发售 90 亿股 A 股股票，建设银行在国内资本市场的 IPO 中筹集到人民币 580.5 亿元，所募集的资金有效地充实了建设银行的财务实力，并强化了业务开展的资本基础。

建设银行在个人房贷业务领域经验丰富，是目前国内市场份额最大的个人贷款和住房抵押贷款银行。在自营性个人住房贷款业务方面，建设银行在全行范围内实现了个人贷款操作流程标准化，在业内率先实现了个人住房贷款等核心业务产品全程电子化，并推行以个人贷款

中心为代表的专业化和集约化的运营模式。建设银行业已建立了较为成熟的房贷业务流程，并在受理、审核、审批、发放、回收的各个环节制订了详细的操作规程和有效的风险防范措施；与此同时，建设银行已初步建立了集个人贷款业务数据处理与财务数据处理于一身的个人信贷系统，能够实现信贷管理与会计核算两大功能，且已经实现每日数据备份并对主要业务系统配备了备用硬件设备和供电系统。截至 2007 年 6 月 30 日，建设银行自营性个人住房贷款余额为 5578 亿元，在全部金融机构占比 21.7%；贷款新增 741 亿元，在全部金融机构中占比 23%。从资产质量情况来看，近几年个人住房贷款资产质量明显好转，截止 2007 年 6 月末，建设银行个人住房贷款不良额为 74 亿元，不良率仅为 1.33%。

本期交易的入池贷款选自建设银行深圳分行、福州分行和泉州分行，深圳分行和福建分行是建设银行个人住房抵押贷款业务发展较为成熟的分行，它们在贷款的营销、审核、发放及贷后管理方面有着丰富的经验。2002 年至 2006 年深圳分行和福建分行个人住房贷款业务稳健增长，深圳分行的不良率由 2002 年的 3.95% 下降到 2007 年 6 月底的 0.20%，福建分行的不良率由 2002 年的 1.02% 下降到 2007 年 6 月底的 0.25%。就贷款审核与发放而言，两家分行审核的重点都是申请人的还贷能力，同时参照中国人民银行的个人征信系统和地区性的征信系统中申请人的信用记录，它们都具有较为完善的信用指标评价体系；对于抵押房产价值的评估，为防范二手房价值的高估，深圳分行、福建分行均聘请符合国家规定资质要求的评估公司对交易房屋价格进行评估；福建分行以评估价格与购买价格孰低原则确定抵押物的价值，深圳分行参考世联房地产评估有限公司 EVS 系统的交易均价确定抵押物的价值。就贷后服务与不良贷款处置而言，抵押贷款的逾期状态以及借款人的合作程度决定了催收手段或处置程序的采用，两家分行均建立了系统的催

收以及处置程序；深圳分行的贷后催收程序及其地区性司法实践对债权银行更为有利，其催收安排更为实时和系统，且通过司法程序完成抵押物的处置所花费的时间更短。

鉴于建设银行庞大的资本基础和稳健的经营业绩，以及相对完善的个贷业务流程、风险控制和信息化系统，其作为本期交易贷款服务机构的尽职能力很强、操作风险较小。

受托机构/发行人

中诚信托投资有限责任公司（原名中煤信托投资有限责任公司）成立于 1995 年 11 月，2004 年 2 月完成增资扩股，注册资本金增加到 12 亿元人民币，是中国银行业监督管理委员会直接监管的信托公司。

中诚信托已形成以自营、信托和创新为主的三大业务平台，主要信托业务包括贷款信托、股权信托、融资租赁信托、权益投资信托、信贷资产受让信托、员工持股信托、应收账款信托、企业年金、资产证券化等。截至 2006 年 12 月 31 日，中诚信托自营资产总计 238784 万元，受托资产总计 3054217 万元。中诚信托是国内首批获得企业年金基金管理资格的 5 家“法人受托机构”之一；2005 年 12 月，经银监会审批，成为国内首批获得特定目的信托受托机构资格的信托公司之一。

自资产证券化业务开展以来，中诚信托承揽了多个项目，其中包括国家开发银行信贷资产证券化项目、信达资产管理公司以及东方资产管理公司的不良资产证券化项目。截止 2006 年末，在全国银行间债券市场累计发行的 158 亿元资产支持证券中，中诚信托受托管理的资产规模位于业内领先地位。

通过多个项目的运作，中诚信托建立健全了资产证券化受托业务的制度和操作流程，同时建立了管理信息系统，形成了成熟的业务管理模式，其在资产证券化业务方面丰富的经验有助于本期交易的受托管理。

资金保管机构

工商银行是本期交易的资金保管机构。工商银行是国内资产规模最大的国有商业银行，其上海和香港两地上市，目前市值已跻身于全球市值最高的上市银行之列。

工商银行是一家经验丰富的托管银行，其重点开展证券投资基金托管、企业年金基金托管、全球托管等业务，主要托管产品持续保持市场领先地位。截至 2007 年 6 月末，工商银行托管资产总额 8070 亿元，比上年末增长 74.2%。2007 年上半年，工商银行荣获美国《环球金融》杂志“中国最佳托管银行”，蝉联香港《财资》杂志“中国最佳托管银行”。

工商银行 2007 年上半年实现税后利润 411.98 亿元，同比升幅达 62.0%。同时，其资产质量不断改善，不良贷款比 2006 年末下降 90.84 亿元，不良贷款率降至 3.29%，拨备覆盖率提到 81.25%。截至 2007 年 6 月末，工商银行资本净额为 5522.41 亿元，核心资本净额为 4777.90 亿元，资本充足率和核心资本充足率保持在 13.67%和 11.83%。

工商银行稳健的财务实力、丰富的托管经验，使本期交易因资金保管机构尽职能力或意愿出现问题而引致的风险很小。

六、评级结论

本期交易是建设银行继 2005 年第一单个人住房抵押贷款证券化交易之后发起的第二单个人住房抵押贷款证券化交易，联合资信给予该交易项下资产支持证券的信用评级主要基于如下方面的考虑：

- ◇ 宏观经济状况、房地产市场及基础资产的信用质量；
- ◇ 信用提升机制、准备金安排、触发机制等交易结构分析；
- ◇ 参与机构的尽职能力及履约风险考量；

- ◇ 资产证券化试点阶段政策、法律及监管层面要素分析。

综合考量上述多方因素，联合资信评定本期“建元 2007-1 个人住房抵押贷款资产支持证券”的信用级别：优先 A 档证券信用等级为 AAA，优先 B 档证券信用等级为 A，优先 C 档证券信用等级为 BBB。上述优先档证券的评级结果反映的是优先档证券利息获得及时支付和本金于法定最终到期日或之前足额偿付的可能性。

附录 1：现金流支付机制

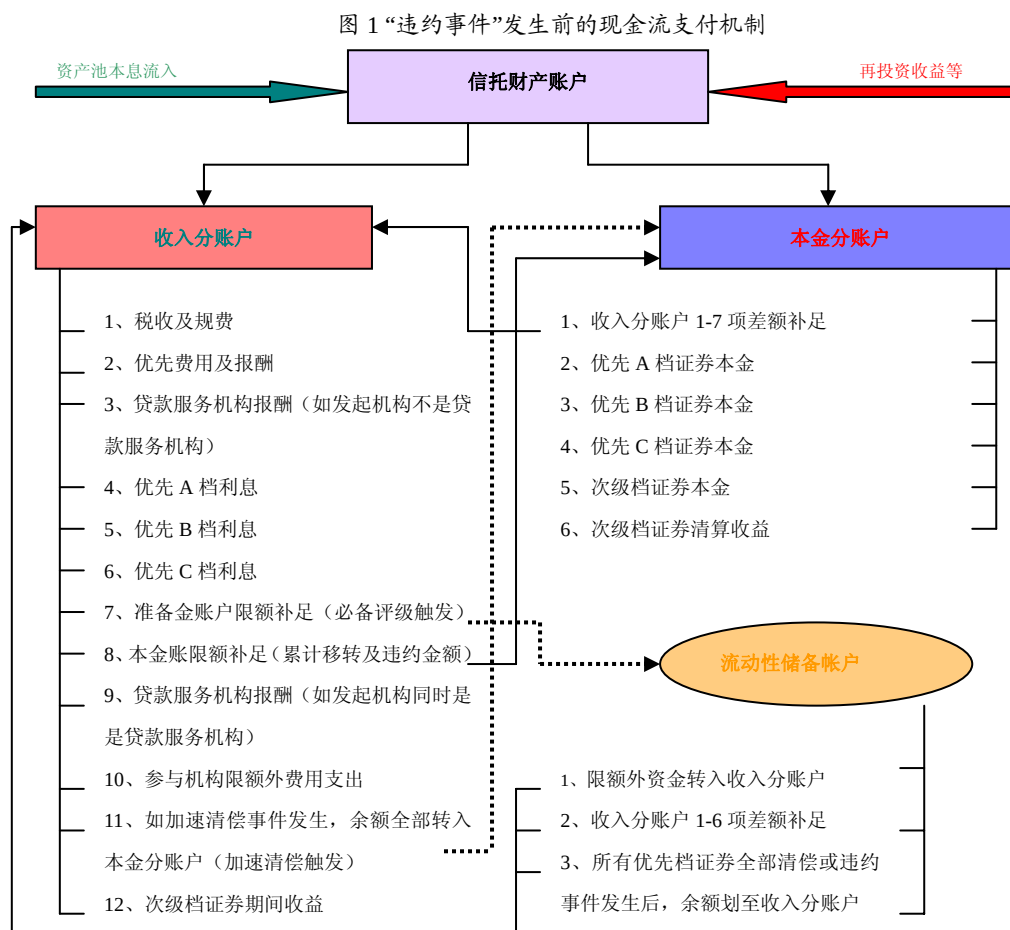
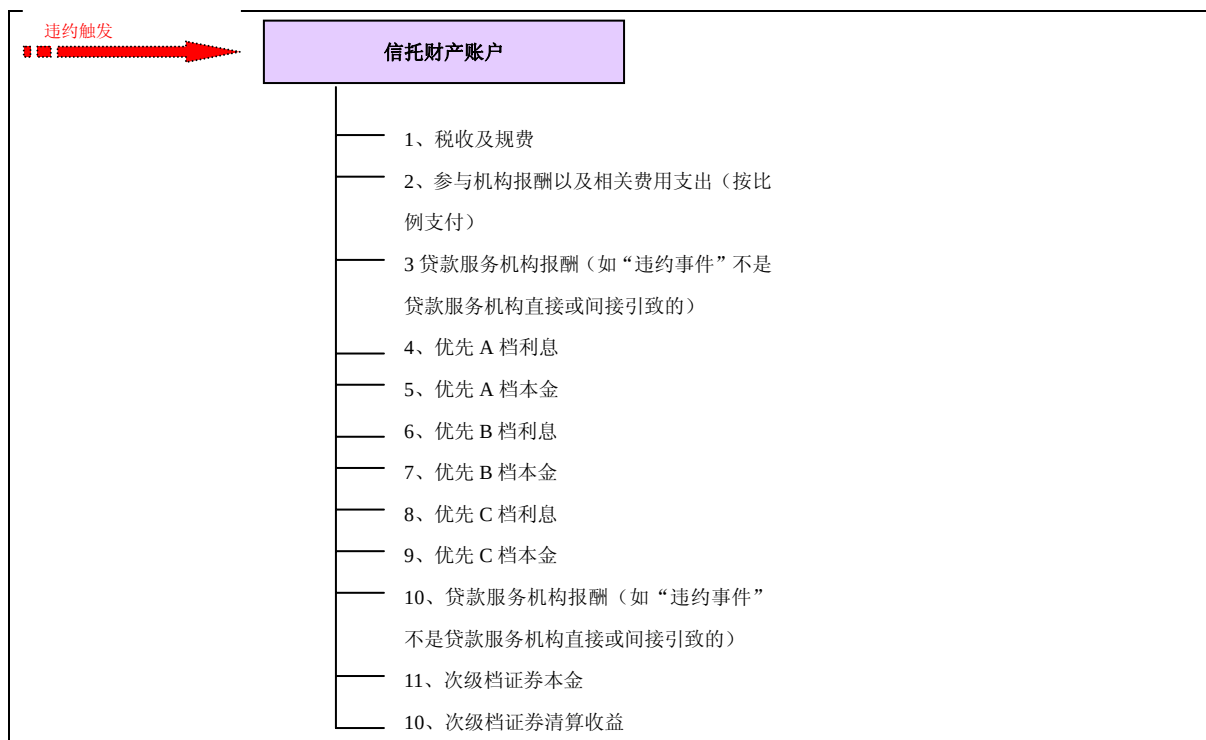


图 2 “违约事件”发生后的现金流支付机制



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信对信贷资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级，包括四个等级，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级；二等为投机级，包括四个等级，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级；三等为倒闭级，即 C 级。具体等级含义如下表：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	AAA 级证券为最高级证券，其还本付息能力最强。
	AA 级	AA 级证券属高级证券，其还本付息能力很强，基本无风险。
	A 级	A 级证券还本付息能力较强。尽管其还本付息能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低。
	BBB 级	BBB 级证券还本付息能力一般。内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB 级	BB、B、CCC 和 CC 级证券属于投机级证券。BB 级证券的投机性最低，CC 级证券的投机性最高。投机级证券的还本付息能力在变化的内外部环境和经济条件下，具有很大的不确定性，风险很大。
	B 级	
	CCC 级	
	CC 级	
倒闭级	C 级	C 级证券不能偿还债务。

注：AA ~ CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

附件2 特别提示

本报告中所引用之贷款组合的基础信息主要来源于中国建设银行股份有限公司，我公司对这些信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。除因承做本项目与各参与方构成合作关系外，我公司及其评级人员与本项目参与各方均不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，本报告的评级结论系我公司对本项目独立、客观的分析判断，未受任何第三方的授意、影响。本报告中的观点、结论仅供参考，并不构成对投资者的买卖或持有的建议，投资者据此做出的任何投资决策与我公司无关。

联合资信评估有限公司

建元 2007-1 个人住房抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与中诚信托投资有限责任公司（以下简称“发行人”）签署的协议，本次信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“建元 2007-1 个人住房抵押贷款资产支持证券”（以下简称“本期证券”）的存续期。

联合资信承诺，在评级有效期内，联合资信根据发行人提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。根据中国人民银行制定的《资产支持证券信息披露规则》规定，联合资信将保证在本期证券存续期间，于每年 7 月 31 日前，在收到跟踪评级资料后 20 个工作日内向发行人提供跟踪评级结果及跟踪评级报告。

发行人如发生重大变化，或发生可能对发行人或信托财产信用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，联合资信将在发行人提供相关资料后 10 个工作日内向发行人提供跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合资信将根据实际情况，对发行人及信托财产进行不定期跟踪评级，并随时据实对本期证券进行信用等级调整并予以公布。如发行人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本期证券的信用等级并予以公布；必要时，可公布本期证券的信用等级暂时失效，直至发行人向联合资信提供有关跟踪评级资料。

