

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《兴元 2018 年第四期个人住房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

二零一八年十一月三十一日



信用等级公告

联合[2018] 3046 号

联合资信评估有限公司通过对“兴业银行 2018 年第四期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“兴业银行 2018 年第四期住房抵押贷款资产支持证券”项下优先 A-1 档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 A-2 档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月二十一日



兴元 2018 年第四期个人住房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(%)	信用等级
优先 A-1	140000.00	14.19	AAA _{sf}
优先 A-2	699000.00	70.86	AAA _{sf}
次级	147447.31	14.95	NR
合计	986447.31	100.00	—

注：NR—未予评级，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2018 年 9 月 18 日 0 时
证券法定到期日：2040 年 8 月 26 日
交易类型：RMBS
载体形式：特殊目的信托
信贷资产：兴业银行股份有限公司发放的 986447.31 万元个人住房抵押贷款及相应的附属担保权益（如有）
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/委托人：兴业银行股份有限公司
受托机构/发行人：兴业国际信托有限公司
贷款服务机构：兴业银行股份有限公司
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司北京市分行
联席主承销商：招商证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、兴业证券股份有限公司、中国银行股份有限公司

评级时间

2018 年 11 月 21 日

分析师

赵晓丽 李泽 李开颜

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合分析，并对基础资产进行了现金流分析与压力测试。

本交易涉及的基础资产为兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）发放的个人住房抵押贷款，不但具有极强的分散性，而且附带抵质押担保，历史回款记录良好，逾期率较低，基础资产整体质量良好。优先/次级结构设置、触发事件机制设置为提升优先档（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档）资产支持证券信用提供充足的支持。

本交易的委托人/发起机构兴业银行是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行，拥有丰富的贷款发起、审核和服务经验，财务状况优良，资本充足率较高，盈利能力较强。同时，兴业银行开展个人住房抵押贷款业务年限较长，拥有完善的风控体系，以及丰富的贷款服务经验，对入池贷款质量控制和本交易后续管理有很好的保障作用。

综合考虑上述因素，联合资信评定“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”项下优先 A-1 档、优先 A-2 档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. **基础资产具有优良的分散性，有利于分散违约风险。**本交易入池资产涉及 20412 笔贷款，单笔最大未偿本金余额占比 0.10%，资产池分散性很好。
2. **基础资产均附带抵押担保，有利于违约资产后续处置回收。**本交易入池贷款的加权平均贷款价值比为 51.78%，加权平均贷款

价值比越低越能保障违约资产的足额回收，从而为优先档资产支持证券的偿付提供保障。

3. **本交易采用优先/次级结构作为主要的内部信用提升机制，为优先档资产支持证券提供了充足的信用支持。**具体而言，优先档资产支持证券获得次级资产支持证券14.95%的信用支持。
4. **本金账与收益账交叉互补以及触发机制等交易结构的设置，进一步保障优先档资产支持证券本息的顺利偿付。**本金账与收益账交叉互补交易结构的设置能够较好地缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险；“违约事件”、“加速清偿事件”等触发机制为优先档资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。
5. **委托人/发起机构兴业银行持续运营能力强、风控体系完善、贷款服务经验丰富。**兴业银行是首批股份制商业银行，具备极高的主体长期信用等级，拥有较为完善的个人住房抵押贷款业务流程、风险控制体系和信息管理系统，作为本交易的贷款服务机构履约尽职能力很强。

关注及风险缓释

1. **房贷政策的不确定性及其利率市场波动。**本交易的优先档资产支持证券的存续期较长，无论是个人住房抵押贷款政策还是利率市场环境的不确定性都较大，本交易将面临较高的利率风险。
风险缓释：联合资信在现金流模型压力测试中，通过建立多种利率压力情景反复测试利差变化对优先档资产支持证券兑付情况的影响，测试结果表明优先档资产支持证券能够承受一定情境下的利率压力。联合资信也将持续关注有关政策的变化情况，及其对本交易优先档资产支持证券兑付可能产生的影响。
2. **可能存在模型风险。**影响贷款违约及违约

后回收的因素较多，且发起机构提供的数据时间跨度有限，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。
风险缓释：联合资信通过改变提前还款率、改变利差支持、模拟集中违约等手段，反复测试优先档资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

3. **抵押权的办理与变更。**本交易入池贷款中部分贷款的抵押房屋仅办理了抵押权预告登记，发起机构尚未取得该登记项下房屋的抵押权，这将影响到贷款发生违约后的回收；发起机构转让抵押贷款债权的同时，附属担保权益随之转让，但未办理变更登记手续，因而存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：为控制上述风险，交易文件约定，对于仅办理抵押权预告登记的抵押贷款，发起机构将代受托人持有预告登记项下权益，并在抵押权设立登记条件具备的情况下及时配合进行相应的设立登记。当发生任一权利完善事件时、贷款服务机构回收抵押贷款且在主张抵押权或抵押权预告登记权益时或贷款服务机构的权利人地位受到质疑而无法实际行使相关权利时，应在规定期限内办理抵押权变更登记手续，以确保抵押权登记在受托人名下，相关费用由发起人承担。如发起机构未能按照交易文件及法律法规在约定期限内完成抵押权设立登记或变更登记手续的，发起机构将通过承担损失、回购等约定方式进行补救。

4. **外部经济环境的变化。**本交易基础资产为个人住房抵押贷款，房地产市场与个人住房贷款信用质量紧密相关且属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。

风险缓释：联合资信在违约率模型中通过提高违约率和跌价比率等方式考虑了房地产行业风险，并将对房地产市场持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构兴业银行股份有限公司和发行人兴业国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司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，未因兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司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、本次信用评级结果的有效期为“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”项下优先档资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先档资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格标准的986447.31万元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，通过兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”）设立“兴元2018年第四期个人住房抵押贷款证券化信托”。兴业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A-1档、优先A-2档和次级资产支持证券（以下简称“证券”）。投资者通过购买并持有该证券取得该信托项下相应的信托受益权。

表1 交易参与机构

发起机构/委托人：兴业银行股份有限公司
发行人/受托机构：兴业国际信托有限公司
贷款服务机构：兴业银行股份有限公司
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司北京市分行
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问/税务顾问：德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京大成律师事务所
联席主承销商：招商证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、兴业证券股份有限公司、中国银行股份有限公司
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

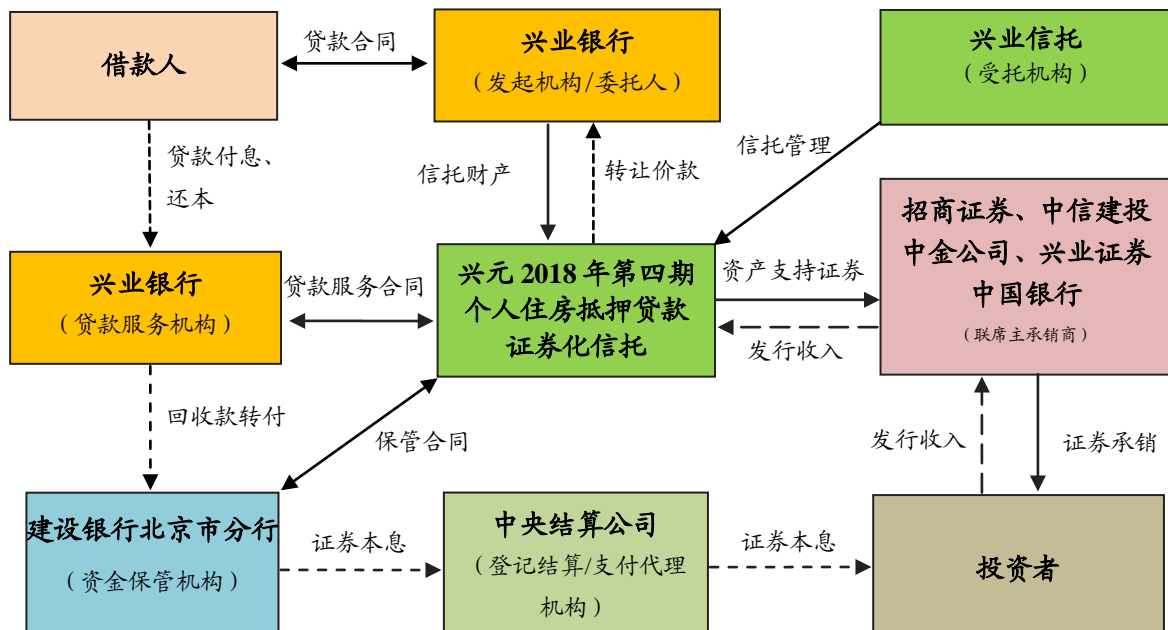


图1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先A-1档、优先A-2档证券和次级证券，其中优先档证券享有优先档信托受益权；次级证券享有次级信托受益权。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣

后受偿的分档证券为优先档较高的分档证券提供信用增级。优先档证券按月支付利息，次级证券不设票面利率，按不超过2%/年取得期间收益，在优先档证券清偿完毕后，次级证券获取最终清算收益。优先A-1档证券采用按计划摊还

方式偿还本金（摊还计划详见附体），优先A-2档证券和次级证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。

优先档证券采用簿记建档方式发行，委托人将根据相关规则持有全部次级档资产支持证券，且自持部分的次级档资产支持证券的持有期限不低于次级档资产支持证券存续期限。

优先档证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，基准利率为中国人民银行公布的五年期以上贷款基准利率，基本利差根据簿记建档结果确定；如果人民银行调整基准利率，则证券基准利率调整日为人民银行调整五年期以上贷款基准利率生效日后次年的1月26日。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	本金偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A-1 档资产支持证券	计划摊还	140000.00	14.19	浮动利率	2021 年 1 月 26 日	2040 年 8 月 26 日
优先 A-2 档资产支持证券	过手	699000.00	70.86	浮动利率	2026 年 2 月 26 日	2040 年 8 月 26 日
次级资产支持证券	过手	147447.31	14.95	—	2038 年 8 月 26 日	2040 年 8 月 26 日

注：以上预期到期日为早偿率 8%/年下的预测值。如果假设基础资产早偿率为 0%/年，则优先 A-1 级证券预期到期日为 2021 年 1 月 26 日，优先 A-2 级证券预期到期日为 2030 年 1 月 26 日，次级证券预期到期日为 2038 年 8 月 26 日。预期到期日并非资产支持证券的实际到期日，资产支持证券可能早于或晚于预期到期日兑付完毕。

3. 基础资产

本交易的入池资产涉及发起机构兴业银行向 20412 户借款人发放的 20412 笔人民币个人住房抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 986447.31 万元。

根据信托交易文件约定，本交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔抵押贷款及其附属担保权益而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：

A.关于借款人的标准：（就每一笔抵押贷款而言）(a)借款人为中国公民或永久居民，且在抵押贷款发放时至少为年满 18 周岁，但不超过 65 周岁的自然人；(b)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不超过 70 年；

B.关于抵押贷款的标准：(a)借款人在发起机构当地分行只有一笔抵押贷款；(b)“抵押贷款已经发放并由兴业银行进行管理；(c)抵押贷款”的所有应付数额均以人民币为单位；(d)抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；(e)抵押人、出质人、保证人（如有）均系中国公民或依据中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织；(f)住房贷款合同和该合同项下的抵押权或预登记权益、质权（如有）、保证（如有）均合法有效（不包含最高额抵押、最高额

质押或最高额保证），并构成相关借款人、抵押人、出质人（如有）或保证人（如有）合法、有效和有约束力的义务，债权人/抵押权人/质权人可根据其条款向相关借款人、抵押人、出质人或保证人（如有）主张权利；(g)截至初始起算日，借款人迟延支付住房贷款合同项下到期应付的金额未超过 30 天；(h)抵押贷款发放时，其本金金额至少为人民币 11 万元；(i)抵押贷款发放时，其本金最高额不超过人民币 1900 万元；(j)抵押贷款的初始起算日本金余额于初始起算日 00:00 时至少为人民币 7 万元但少于人民币 986 万元；(k)抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 80%（初始抵押率=住房贷款合同金额/抵押房产价值×100%。其中，抵押房产为一手房的，抵押房产价值为抵押房产购房合同约定的价格；抵押房产为二手房的，抵押房产价值为抵押房产购房合同约定的价格与抵押房产经认可的评估价格两者较低值）；(l)抵押贷款为有息贷款；(m)抵押贷款的发放日不迟于 2003 年 10 月 31 日且不晚于 2018 年 9 月 11 日，抵押贷款的到期日均不晚于资产支持证券的法定到期日前 24 个月；(n)抵押贷款的初始贷款期限为 4 年（含）至 30 年（含）之间，于初始起算日 00:00 时的剩余期限不超过 20 年但也不少于 1 年；(o)抵押贷款需每月还本付息；(p)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），任何借款人均无权选择终止该抵押贷款合同；(q)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、抵押人、保证人（如有）之间均无尚未解决的争议；相关借款人、抵押人、保证人（如有）并未提出，或据发起机构所知相关借款人、抵押人、保证人（如有）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、保证合同（如有）或抵押权、抵押权预告登记权益为无效、可撤销、不可主张权利、可终止，并且该等司法或仲裁程序仍持续而未解决；(r)抵押贷款均为纯商业类贷款，不属于公积金组合类贷款；(s)截至信托生效日，每笔信贷资产项下抵押贷款的质量应为委托人制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类。

C.关于抵押房产的标准：(a)于初始起算日，该住房贷款合同约定抵押贷款均由房产抵押担保，该抵押担保已在中国相关的房地产登记机关办理完毕第一顺位抵押权设立登记或预登记手续，登记的第一顺位抵押权人为兴业银行；(b)抵押贷款的相关抵押房产不属于自建房屋；(c)抵押房产的不动产所在地均为中国境内。

D.关于发放和筛选抵押贷款的标准：(a)在初始起算日，每份抵押贷款合同均基于兴业银行相应的标准格式版本签署；(b)该抵押贷款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；(c)每笔抵押贷款项下债权均可进行合法有效的转让；每份抵押贷款合同中均无禁止转让或转让须征得借款人、抵押人、保证人（如有）同意的约定。

4. 现金流安排

4.1 信托账户

信托生效后，受托人将设立信托账，用以

记录信托财产收益的收支情况，并在信托账下设立子账，即收益账、本金账和信托（税收）储备账和保证金账。收益账用于核算收入回收款；本金账用于核算本金回收款；信托（税收）储备账用于核算信托账户中将专项用于支付与信托相关的税收的款项提取和支付情况；保证金账用于核算发生约定情形时划转的保证金的子账。

4.2 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”系指以下任一事件：(a)受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）足额支付当时存在的最高级别的优先档资产支持证券应付未付利息的（但只要当时存在的最高级别的优先档资产支持证券的应付未付利息得到足额支付，即使其他低级别的优先档资产支持证券应付未付利息和次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成违约事件）；(b)受托人未能在法定到期日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的；(c)发生任一受托人解任事件，且未能根据《信托合同》为信托更换受托机构；(d)受托机构违反其在《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（对资产支持证券持有人支付本金或利息的义务除外），且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约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)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，在做出时或经证实在做出时便有重大不实或误导成分，并且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约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。

以上(a)至(c)项所列的任一事件发生时，违约事件视为已在该事件发生之日发生。发生以上(d)项至(e)项所列的任何一起事件时，资产支持证券持有人大会应决定是否宣布发生违约事件，并通知受托机构以书面通知的方式告知各参与机构；在资产支持证券持有人大会做出上述决定之前，受托机构应按照信托合同约定的现金流加速分配机制分配回收款；如资产支持证券持有人大会宣布发生违约事件，则受托机构应按照违约事件发生后的分配顺序进行分配。

“加速清偿事件”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”：(a)委托人发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何贷款服务机构解任事件；(c)贷款服务机构未能依据交易文件的约定按时付款或划转资金；(d)(i)根据《信托合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备贷款服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备贷款服务机构，或(ii)在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据服务合同提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的约定任命继任者；(e)在信托生效日后的相应周年年度（为避免歧义，系指自信托生效日起每满一年的年度）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 2%，第二年及第三年 3.5%，第四年及第五年 5%，第六年起及以后 8%；(f)第一个或第二个收款期间，或三个连续收款期间的

平均严重拖欠¹率超过 2%；(g)发生违约事件中所述的(d)或(e)项，且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”：(h)委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述(c)项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(i)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(j)交易文件（《承销协议》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。

若仅仅由于严重拖欠率达到上述(f)项约定的触发水平而触发加速清偿事件，如在此后的收款期间内严重拖欠率发生好转并低于触发水平的，受托机构应根据月度服务机构报告中的信息，在分配回收款时终止现金流加速分配机制，并恢复加速清偿事件发生前回收款的分配顺序进行分配。发生上述(g)项中约定的“加速清偿事件”后，如资产支持证券持有人大会宣布发生违约事件，受托机构则应按照违约事件发生后约定的分配顺序进行分配。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排，违约事件发生前，信托账资金区分为收益账项下资金、本金账项下资金，本金账和收益账之间安排了交叉互补机制。

收益账项下资金的分配顺序。受托人应将前一个收款期间内收到的收入回收款以及按合同约定转入收益账项下资金，按顺序支付税收和规费、登记托管机构/支付代理机构报酬、各参与机构报酬及限额内费用，同顺序支付优先 A-1 档证券利息及优先 A-2 档证券利息，然后再顺序支付本金账户累计转移额和违约额补足、

¹严重拖欠抵押贷款，指住房贷款合同项下本息的任何部分在支付日后逾期超过 90 日（不含 90 日）但不超过 180 日（含 180 日）的抵押贷款。

各参与机构超出限额的费用。在发生“加速清偿”事件的情况下，剩余资金全部转入本金账；如果未发生“加速清偿事件”，支付次级证券期间收益（优先档证券本金完全清偿完毕前），剩余资金转入本金账。

本金账项下资金的分配顺序。受托人应将前一个收款期间内收到的本金回收款以及按合同约定转入本金账项下资金，首先用于弥补收益账未及时支付的税收和规费、登记托管机构/支付代理机构报酬、各参与机构报酬及限额内费用，以及优先 A-1 档、优先 A-2 档证券利息。如果未发生“加速清偿”事件，首先按计划摊还优先 A-1 档证券本金（包含往期应付未付本金），再支付优先 A-2 档证券本金直至清偿完毕，如果优先 A-2 档证券本金清偿完毕则再次支付优先 A-1 档证券本金直至清偿完毕，余下资金

再用于次级证券本金的偿付，剩余金额作为次级证券的收益。在发生“加速清偿”事件的情况下，同顺序按比例支付优先 A-1 档证券及优先 A-2 档证券本金直至清偿完毕，余下资金再用于次级证券本金的偿付，剩余金额作为次级证券的收益。“违约事件”发生前的回收款分配顺序详见附图 1。

违约事件发生后，信托账户下资金不再区分收益账与本金账，而是将二者合并，并顺序偿付税收和规费、登记托管机构/支付代理机构报酬、各参与机构报酬及费用，同顺序按比例支付优先档证券利息，同顺序按比例支付优先档证券本金，然后顺序支付次级证券本金，剩余资金则作为次级证券的剩余收益，“违约事件”发生后的回收款分配顺序详见附图 2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构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

本交易采用优先/次级结构。资产池回收的资金以及再投资收益按照交易文件约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的证券为优先档证券提供信用损失保护。具体而言，本交易中次级证券为优先档证券提供的信用支持为 14.95%。

(2) 触发机制

本交易设置了两类触发机制：“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。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

2. 交易结构风险分析

(1) 抵销风险

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息回收出现风

险。

本交易约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则委托人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，并同时通知受托人。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构兴业银行的违约风险。

兴业银行经营状况良好，财务状况稳健，拥有极高的信用等级，联合资信认为即使借款人行使抵销权，委托人兴业银行也应及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险极小。

(2) 混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息回收与贷款服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险：当联合资信给予贷款服务机

构的主体长期信用等级低于 AA⁻级或者中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A⁺级之日，将触发权利完善事件，委托人或其授权主体将根据交易文件约定通知借款人、抵押人、出质人或保证人将其应支付的款项支付至信托账户。如发生前述权利完善事件后，仍将回收款划付至贷款服务机构，则回收款转付日变更为贷款服务机构收到每笔回收款后 3 个工作日内的任一工作日。

如果评级机构中某一家给予贷款服务机构的主体长期信用等级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款转付日发生上述改变之后，即使贷款服务机构的主体长期信用评级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

作为贷款服务机构，兴业银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级能较为有效地缓释混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先档证券利息兑付之间的错配。本交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，主要通过本金账对收益账的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约、早偿及利率情景并对现金流进行分析后，联合资信认为，本金账资金对收益账有关支出的差额补足能够比较有效地缓释资产池现金流入同优先档证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）早偿风险

入池贷款的提前偿还有助于优先档证券本金的兑付。同时，本交易入池资产贷款利率水平较低，预计资产池的利息收入与证券利息及其他支出之间或将形成一定的负利差，入池贷款的提前偿还有助于缩小负利差。联合资信在现金流分析时，针对早偿行为设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了早偿

行为对证券兑付产生的影响。

（5）拖欠风险

入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本交易安排了本金账对收益账的补偿机制以缓释这一风险。同时，联合资信在现金流分析时，针对拖欠行为设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了上述风险。

（6）利率风险

本交易入池贷款均执行浮动利率，在人民银行公布的相应人民币贷款基准利率的基础上可能给予一定比例的调整，资产池利率水平受基准利率调整影响大。优先 A-1 档和优先 A-2 档证券也均采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，基准利率可能随利率政策调整。本交易入池贷款利率和优先档证券利率在调整幅度、调整时间方面均有所不同，存在因利率波动或时间错配而导致的利率风险。同时本期证券存续期较长，无论是个人住房抵押贷款政策还是利率政策的不确定性都很大，如遇基准利率和住房抵押贷款利率政策调整且不同步，本交易将面临较高的利率风险。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下利率变化对证券的信用水平的影响，评级结果已反映了该风险。

（7）尾端风险

随着入池贷款的逐步清偿，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。

本交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，发起机构可以选择清仓回购：（a）信贷资产的未偿本金余额总和在回购起算日二十四时（24:00）降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下；并且（b）截至回购起算日二十四时（24:00）剩余信贷资产的市场价值不少于 A+B 之和。A 指截至委托人发出《清仓回购通知书》的当个收款期间届满后第一个支付日前

一日全部优先档资产支持证券的未偿本金余额以及已产生但未支付的优先档资产支持证券的利息加上信托应付的服务报酬和实际支出之和。B 为下列（1）和（2）两者之间数值较高者，其中（1）的数值为 0；（2）的数值为截至回购起算日二十四时（24:00）次级资产支持证券的未偿本金余额减去累计净损失的差值。

清仓回购安排是发起机构兴业银行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。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

（8）再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级极高的资金保管机构。合格投资是指受托人将信托账户内的资金用于同业存款、投资于低风险、流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债。其中，受托人将信托账户内的资金以同业存款方式存放于商业银行的，则该等商业银行不得为发起机构或贷款服务机构，且应选择中债资信给予主体长期信用等级高于或等于 AA⁻级且联合资信给予主体长期信用等级高于或等于 AA 级的商业银行；合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托账户中的资金根据《信托合同》的约定在下一个信托分配日前一个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

（9）受托人无法行使抵押权的风险

当抵押贷款出现拖欠而受托机构需要对相关抵押房产行使抵押权时，由于基础资产项下的抵押房产分布于多个城市，而当前国内各省市对房产权属变更登记的程序要求不尽一致，因此具体办理抵押权或抵押预告登记权益变更登记事宜可能存在障碍及困难，致使受托机构

无法及时、顺利行使抵押权。此外，基础资产项下的部分抵押房产存在于初始起算日仅办理了抵押权预告登记、尚未办理抵押权设立登记的情形。如果委托人未于登记机关要求的时间内完成抵押权的设立登记手续，受托人将丧失抵押权预告登记权益进而无法取得抵押权。以上因素致使受托机构无法及时顺利行使抵押权，可能影响债权的回收进度和回收金额，使信托财产遭受损失。

根据物权法律规定，未办理相关抵押权变更登记的行为不影响受托机构从发起机构处受让基础资产债权的同时，同步获取相关抵押权或抵押权预告登记权益，但未办理变更登记的行为存在可能无法对抗善意第三人的风险。根据交易文件约定，如果由于信托生效日前已存在的任何原因导致在前述限定期限内未能办理完毕相关抵押贷款项下的抵押权或抵押权预告登记权益的变更登记手续，则兴业银行应根据约定将该等抵押贷款予以赎回。如果由于信托生效日后兴业银行的故意或重大过失导致在前述限定期限内未能办理完毕相关抵押贷款项下的抵押权或抵押权预告登记权益的变更登记手续，则兴业银行应当但有权选择如下任一措施对其未能及时办理抵押变更登记手续的行为予以补救：(a)承担因此给受托人或信托财产造成的实际损失；(b)参照约定的赎回条款赎回相关信贷资产并支付赎回价格及履行赎回条款项下的相关手续；(c)双方届时商定的其他方式。

3. 主要参与方履约能力

（1）发起机构/贷款服务机构

本期交易的发起机构/贷款服务机构为兴业银行。兴业银行成立于 1988 年 8 月，是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行。2007 年，兴业银行在上海证券交易所成功上市。

截至 2018 年 6 月 30 日，兴业银行股本总额为 207.74 亿元；其中，福建省财政厅持股达 18.78%，资产总额 65632.21 亿元，负债总额

61221.74 亿元，归属于母公司普通股股东权益 4351.93 亿元；核心一级资本充足率为 8.94%；2018 年上半年实现营业收入 733.85 亿元，归属于母公司股东的净利润 336.57 亿元。

近年来，兴业银行持续加强治理制度建设，明晰董事会、监事会建设的目标和方向，确立可持续发展的治理理念，形成股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职、有效运作的现代公司治理运行机制。

风险管理方面，兴业银行制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，建立了由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成的风险管理“三道防线”，致力于风险管理目标的实现。

总体而言，兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强。联合资信认为兴业银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，履职能力很强，将为本交易提供良好的服务。

（2）资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）北京市分行。建设银行成立于 1954 年 10 月，是四大国有控股银行之一。建设银行于 2005 年 10 月在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2018 年 9 月 30 日，建设银行股本总额 2500.11 亿元，其最大股东为中央汇金公司，持股比例为 57.11%。

截至 2018 年 9 月 30 日，建设银行资产总额 233540.78 亿元，其中贷款和垫款净额 137657.82 亿；负债总额 214152.29 亿元，其中客户存款余额 172281.92 亿元；股东权益合计 19388.49 亿元；不良贷款率 1.47%；拨备覆盖

率 195.16%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，集团高级法下，资本充足率 16.23%，一级资本充足率 13.92%，核心一级资本充足率 13.34%。

信用风险管理方面，建设银行多年来坚持专项风险排查制度，加强风险防范化解能力，持续创新不良贷款处置方式，在新常态和供给侧结构性改革的挑战下，整体信贷资产质量稳定可控。

总体来看，建设银行自身财务状况稳健，资本充足，盈利能力强，行业地位显著，信用等级极高。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

（3）受托机构/发行人

本交易的受托人是兴业信托。兴业信托成立于 2003 年 3 月，现有注册资本为人民币 50 亿元。2011 年 1 月，经国务院同意以及中国银行保险监督管理委员会批准，兴业信托由兴业银行股份有限公司控股，成为经国务院特批的我国第三家银行系信托公司，同时也是我国第一批引进境外战略投资者的信托公司。截至 2017 年末，兴业信托注册资本金 50 亿元，控股股东为兴业银行股份有限公司，持股比例为 73%。

截至 2017 年末，兴业信托总资产 356.82 亿元；2017 年实现净利润 14.65 亿元；管理的信托资产为 9321.65 亿元。

在风险管理组织建设方面，兴业信托严格按照前、中、后台划分。前台负责对业务进行立项、论证、审批前的尽职调查、业务方案设计和提交，完成项目审批后投资交易和运作管理、客户服务等工作；中台贯穿业务的决策程序和管理环节，负责业务项目的合法合规性审核、风险评估、议事决策、业务综合管理和过程控制，对各类风险提出指导意见和改进措施，对个别性风险发出预警信号，与前台部门共同完成事前防范和事中控制；后台负责对信托业务和自营业务财务管理和会计核算、科技支持、客户维护、风险检查和审计监督，对前中台提

供支持服务和监督评价。前、中、后台有效配合且相互制衡，从而确保业务项目顺利开展与风险管理的全面实施。

总体来看，兴业信托拥有稳健的财务实力、较为雄厚的股东背景、完善的风险管理组织建设，本交易因受托机构尽职能力或意愿影响而引发风险的可能性较小。

4. 法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由发起人处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：拟签署交易文件的各方均合法存续，具有完全的民事权利能力和民事行为能力合法资格签署、交付和履行其作为一方的该等交易文件；拟签署交易文件的各方签署、交付和履行其作为一方的交易文件不违反适用其它各方的中国现行法律、行政法规和部门规章，在交易文件各自约定的生效条件全部满足后，交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的其他相关各方按照交易文件的条款针对各方主张权利，除非该等权利主张受到关于或影响债权人权利的破产清算、重整、和解或其他类似法律的限制；除相关监管部门外，兴业银行、兴业信托就签署、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；在中国银行保险监督管理委员会和人民银行分别依法备案、注册后，在《信托合同》约定的信托生效条件全部满足后，信托生效；信托一经生效，委托人对抵押贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于该等抵押贷款债权的保证担保（如有）

随抵押贷款债权的转让而同时转让，保证人在住房贷款合同约定的范围内承担保证责任；委托人根据《信托合同》转让抵押贷款债权的同时，附属于该等抵押贷款债权的抵押权（如有）随抵押贷款债权的转让而同时转让；未办理相应的抵押权变更登记不影响受托人（作为受让方）取得抵押权，但未办理变更登记的不得对抗善意第三人；为控制上述风险，委托人和受托人约定，于任一权利完善事件发生后约定期限内办理完毕变更登记手续，以确保抵押权登记在受托人名下，否则将采取承担损失、赎回等补救措施；信托一经生效，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别；委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有的信托受益权（包含以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产；信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别，受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产；资产支持证券既不是委托人的负债，也不是受托人的负债，受托人按照约定以信托财产为限向资产支持证券持有人承担支付信托利益的义务，对信托利益不作任何保证或担保。

会计意见书表明：兴业银行需在合并财务报表中对特殊目的信托予以合并，兴业银行连同其合并的特殊目的信托将依据其对信贷个人住房抵押贷款继续涉入的程度，继续确认相关资产和负债。

税务意见书表明：增值税方面，兴业银行作为发起机构转让信贷资产设立信托的行为，尚未明确是否对该转让方征收增值税；转入信托项目的贷款利息收入，应全额征收增值税；资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人，资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为暂适用简易计税方法，按照 3% 的征收率缴

纳增值税；投资者就其买卖信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳增值税；相关服务机构取得的服务报酬应按现行增值税的政策规定缴纳增值税。企业所得税方面，兴业银行转让信贷资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，转让信贷资产所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；兴业银行赎回或置换已转让的信贷资产，应按现行企业所得税有关转让、受让资产的政策规定处理；如果信托项目收益将在取得当年向机构投资者分配，该分配部分需要缴纳企业所得税；如果信托项目收益不在当年向投资者分配，应就未

分配的收益部分并入其应纳税所得额计算所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，按现行相关政策规定处理；投资者从信托清算分配中取得的收入，应缴纳企业所得税，清算发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；机构投资者买卖信贷资产支持证券获得的差价收入应缴纳企业所得税，买卖信贷资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；为证券化交易提供服务的各机构取得的服务费收入均应缴纳企业所得税。印花税方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

三、基础资产分析

联合资信对基础资产信用风险的评估着眼于资产池的整体表现，即信用损失分布的整体形态。联合资信对入池贷款特征（包括贷款质量、利率类型、利率水平、账龄、剩余期限、地区、贷款价值比等）以及借款人情况（包括借款人年龄、收入水平等）两方面进行分析，并结合当前宏观经济形势等因素，设定违约模型中的相关参数。

1. 资产池分析

本交易的入池资产涉及发起机构兴业银行向 20412 户借款人发放的 20412 笔人民币个人住房抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 986447.31 万元。根据兴业银行贷款五级分类结果，本交易入池个人住房抵押贷款全部为兴业银行认定的正常类贷款，整体资产质量良好。

截至初始起算日资产池概要统计如表 3：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	986447.31 万元
资产池合同金额	1257631.67 万元
贷款笔数	20412 笔
借款人户数	20412 户
借款人加权平均年龄	41.40 岁
单笔贷款最大未偿本金余额	985.68 万元

单笔贷款最大合同金额	1900.00 万元
入池贷款平均合同金额	61.61 万元
入池贷款平均未偿本金余额	48.33 万元
单笔贷款最高现行贷款利率	6.86%
单笔贷款最低现行贷款利率	4.17%
加权平均现行贷款利率	4.90%
加权平均贷款合同期限	16.30 年
入池贷款加权平均贷款账龄	3.45 年
入池贷款加权平均剩余期限	12.85 年
单笔贷款最短剩余期限	1.00 年
单笔贷款最长剩余期限	19.81 年
加权平均初始抵押率	63.63%
加权平均贷款价值比	51.78%

注：1. 借款人年龄为借款人在 2018 年 1 月 1 日的年龄，即借款人年龄等于借款人出生年份至 2018 年初以年为单位的时间跨度，计算结果非取整，下同；

2. 合同期限指贷款发放日至贷款到期日的时间区间，合同期限采用由兴业银行提供数据，下同；

3. 贷款账龄是指自贷款发放日至资产池初始起算日的时间区间，贷款账龄数据由兴业银行提供，下同；

4. 剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款到期日的时间区间，剩余期限采用由兴业银行提供数据，下同；

5. 初始抵押率=贷款合同金额/发放时抵押物评估价值，下同；

6. 贷款价值比=未偿本金余额/发放时抵押物评估价值，下同。

(1) 入池贷款利率水平

本交易入池贷款均为浮动利率，截至初始起算日，资产池加权平均现行贷款利率为 4.90%，入池贷款现行利率分布见表 4：

表 4 入池贷款利率水平 单位: %/笔/万元

利率区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(4.0, 4.5]	3868	202538.35	20.53
(4.5, 5.0]	11266	512693.27	51.97
(5.0, 5.5]	3892	203416.38	20.62
(5.5, 6.0]	1326	64595.88	6.55
(6.0, 6.5]	56	2450.09	0.25
(6.5, 7.0]	4	753.34	0.08
合计	20412	986447.31	100.00

注: (,]为左开右闭区间, 例如(4.5, 5.0]表示大于4.5但小于等于5.0, 下同。

(2) 入池贷款还款方式

本交易入池贷款还款方式包括等额本息和等额本金两种方式, 具体情况见表 5:

表 5 入池贷款还款方式 单位: 笔/万元/%

还款方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
等额本息	14335	646996.32	65.59
等额本金	6077	339450.99	34.41
合计	20412	986447.31	100.00

(3) 入池贷款未偿本金余额分布

本交易入池贷款平均单笔未偿本金余额 48.33 万元, 入池贷款未偿本金余额分见表 6:

表 6 入池贷款未偿本金余额分布 单位: 万元/笔/%

金额区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 50]	15414	425992.38	43.18
(50, 100]	3366	227165.44	23.03
(100, 150]	795	96818.26	9.81
(150, 200]	353	60903.55	6.17
(200, 250]	160	35470.92	3.60
(250, 300]	84	23013.01	2.33
(300, 350]	67	21877.63	2.22
350 万以上	173	95206.10	9.65
合计	20412	986447.31	100.00

注: 金额或金额占比加总或不等于合计数为四舍五入所致, 下同。

可以看出, 本交易入池贷款的未偿本金余额主要分布在 50 万元以内, 该区间的贷款未偿本金余额合计占 43.18%。

(4) 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款最短账龄 0.02 年, 最长账龄 14.88 年, 加权平均账龄为 3.45 年。具体账龄分布见表 7:

表 7 入池贷款账龄分布 单位: 年/笔/万元/%

账龄区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 2]	2874	151655.73	15.37
(2, 4]	11812	598776.82	60.70
(4, 6]	3186	145812.69	14.78
6 年以上	2540	90202.06	9.14
合计	20412	986447.31	100.00

(5) 入池贷款剩余期限分布

本交易入池贷款加权平均剩余期限为 12.85 年, 最短剩余期限为 1.00 年, 最长剩余期限为 19.81 年。入池贷款剩余期限具体分布见表 8:

表 8 入池贷款剩余期限分布 单位: 年/笔/万元/%

剩余期限区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	324	10622.66	1.08
(5, 8]	2941	124354.84	12.61
(8, 12]	4203	165837.30	16.81
(12, 15]	7802	397558.61	40.30
(15, 20]	5142	288073.89	29.20
合计	20412	986447.31	100.00

(6) 入池贷款借款人地区分布

本交易入池贷款抵押住房所处的具体城市来看, 未偿本金占比前三高的城市为杭州、东莞和惠州, 合计未偿本金余额占比为 33.82%。入池贷款抵押住房所处城市分布见表 9:

表 9 抵押住房所处城市分布 单位: 笔/万元/%

城市	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
杭州	1798	130405.27	13.22
东莞	1201	114798.47	11.64
惠州	2286	88417.71	8.96
潍坊	2831	71890.03	7.29

南京	902	70909.86	7.19
郑州	1255	56879.23	5.77
成都	1534	56043.36	5.68
合肥	913	40502.82	4.11
济南	705	36305.75	3.68
嘉兴	999	33508.76	3.40
深圳	415	30959.68	3.14
中山	750	26662.16	2.70
金华	305	26219.45	2.66
临沂	605	23914.08	2.42
温州	221	19722.14	2.00
南通	446	19367.96	1.96
南宁	361	17423.95	1.77
苏州	254	13408.21	1.36
广州	154	13089.54	1.33
佛山	110	11532.02	1.17
合计	18045	901960.44	91.44

注：上表仅列出了本交易入池贷款未偿本金余额占比超过1%的城市。

本交易入池贷款未偿本金余额占比最高的城市为杭州，占13.22%。2017年，杭州地区生产总值完成12556亿元，比上年同期增长8.0%。2017年，杭州市房屋施工面积11523万平方米，下降0.3%；新开工面积2177万平方米，增长1.9%；竣工面积2086万平方米，增长8.5%。2017年，杭州市全年商品房销售面积2054.11万平方米，下降11.76%，其中住宅销售面积1520.17万平方米，下降19.49%。2017年，杭州市房地产开发投资增长较快。房地产开发投资2734亿元，增长4.9%，其中住宅投资1713亿元，增长9.8%。杭州市住宅价格指数如图2所示。

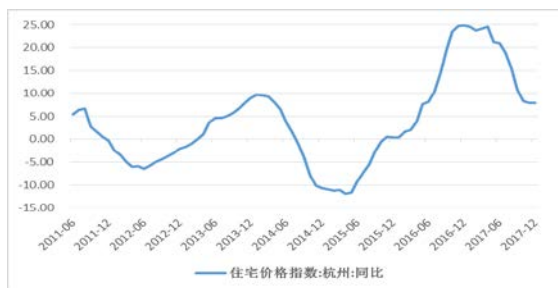


图2 杭州住宅价格指数：同比

数据来源：Wind 资讯

杭州市住宅价格自2015年中开始持续上涨，但受到市场等影响，2017年下半年住宅价格增速有回落趋势。

本交易入池贷款未偿本金余额占比次高的城市为东莞，占11.64%。2017年，东莞地区生产总值完成7582.12亿元，比上年同期增长8.1%。全年完成房地产开发投资702.15亿元，比上年增长9.2%。商品房房屋施工面积4553.68万平方米，增长3.3%；竣工面积471.02万平方米，增长102.4%。新建商品房网上签约销售面积811.54万平方米，下降23.6%，其中商品住宅销售面积556.62万平方米，下降37.3%。全年新建商品房网上签约销售额1281.94亿元，下降12.2%，其中商品住宅销售额921.19亿元，下降24.6%。东莞市住宅价格指数如图3所示。

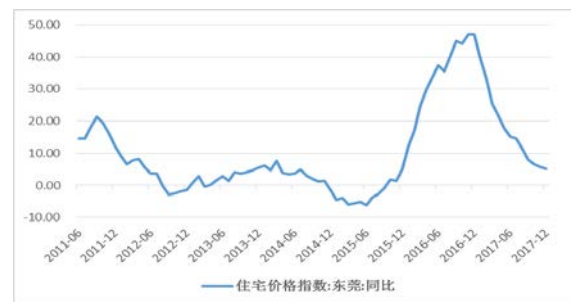


图3 东莞住宅价格指数：同比

数据来源：Wind 资讯

与杭州市住宅价格变化相似，东莞住宅价格自2015年中开始持续上涨，2017年下半年增长速度开始下降。

本交易入池贷款未偿本金余额占比第三高的城市为惠州，占8.96%。惠州市2017年实现地区生产总值3830.58亿元，增长7.6%。全年房地产开发投资884.19亿元，增长18.3%。商品房施工面积7604.45万平方米，增长11.2%；商品房竣工面积1039.86万平方米，增长87.2%；商品房销售面积1645.65万平方米，下降7.1%；商品房销售金额1628.81亿元，增长15.1%。惠州市新建住宅和二手住宅价格指数如图4所示。



图4 惠州新建住宅和二手住宅价格指数:定基数(2015年=100)
数据来源: Wind 资讯

惠州新建住宅和二手住宅价格在 2016 年经历了较大幅度上涨, 2017 年起, 受房地产调控政策影响, 新建住宅价格指数停止上涨并保持基本稳定, 2018 年开始有上涨趋势。

总体来看, 本交易入池贷款抵押物所在地区较为分散, 但近期房地产政策频繁出台、各地限购力度逐步加大, 将影响全国各地房地产市场景气程度。联合资信将持续关注最新调控政策对各地房地产市场价格变化及其对本次入池资产信用状况的影响。

(7) 入池贷款抵押物种类

本交易入池贷款的抵押房产种类包括新房和二手房, 其分布如表 10 所示:

表 10 抵押物种类分布 单位: 笔/万元/%

抵押房产种类	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
新房	14624	725636.48	73.56
二手房	5788	260810.82	26.44
合计	20412	986447.31	100.00

(8) 入池贷款初始抵押率分布

本交易入池贷款的加权平均初始抵押率为 63.63%, 入池贷款初始抵押率具体分布如表 11 所示:

表 11 初始抵押率分布 单位: %/笔/万元

初始抵押率区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	4	96.87	0.01

(10, 20]	56	1609.55	0.16
(20, 30]	339	11610.37	1.18
(30, 40]	1472	53235.70	5.40
(40, 50]	1995	78429.29	7.95
(50, 60]	3362	157507.61	15.97
(60, 70]	11253	594017.54	60.22
(70,80]	1931	89940.37	9.12
合计	20412	986447.31	100.00

(9) 入池贷款贷款价值比分布

本交易入池贷款的贷款价值比大部分集中在 40%至 70%, 其分布如表 15 所示。资产池加权平均贷款价值比为 51.78%, 处于较低水平, 有利于降低借款人的违约意愿, 提高违约后的回收水平。

表 12 贷款价值比分布 单位: %/笔/万元

贷款价值比	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	38	1074.42	0.11
(10, 20]	484	12153.24	1.23
(20, 30]	1554	48012.18	4.87
(30, 40]	2957	111737.57	11.33
(40, 50]	3887	172227.40	17.46
(50, 60]	6777	374030.16	37.92
(60, 70]	4281	245432.92	24.88
(70,80]	434	21779.41	2.21
合计	20412	986447.31	100.00

(10) 借款人年龄分布

本交易入池贷款借款人年龄主要分布在 30 至 50 岁之间, 占比为 62.84%, 30-50 岁是个人职业发展由上升逐渐走向稳定的时期, 收入相对稳定。本交易入池贷款借款人年龄分布如表 13 所示:

表 13 借款人年龄分布 单位: 岁/笔/万元/%

借款人年龄	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(18, 30]	3312	139614.29	14.15
(30, 40]	7545	315934.38	32.03
(40, 50]	5949	303947.85	30.81

(50, 60]	3395	217303.15	22.03
(60, 70]	211	9647.65	0.98
合计	20412	986447.31	100.00

(11) 借款人年收入分布

贷款发放时，本交易入池贷款借款人年收入分布如表 14 所示：

表 14 借款人年收入分布 单位：万元/笔/%

年收入区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 10]	10792	330829.07	33.54
(10, 20]	5731	242863.93	24.62
(20, 50]	2707	198925.52	20.17
(50, 100]	782	106032.14	10.75
(100, 200]	278	59413.95	6.02
200 以上	122	48382.70	4.90
合计	20412	986447.31	100.00

注：1. 借款人年收入为客户申请兴业银行贷款时提供数据；
2. [,]为左闭右闭区间，例如[0, 10]表示大于等于0但小于等于10，下同。

2. 行业风险

本交易的基础资产均为个人住房抵押贷款，房地产行业的运行情况将一定程度地影响本交易入池资产借款人的违约意愿和违约后的回收水平。2016 年上半年，在房地产和货币宽松政策的有效刺激下，房地产市场持续升温，同时投资性购房需求旺盛。自 2016 年 10 月起，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度出现调整，各地房地产市场呈现分化状态。2017

年以来，调控政策进一步升级，不同城市房价变动分化加剧，整体来看，在多项调控政策的影响下，房地产市场处于平稳降温阶段。

开发投资方面，2017 年全国房地产开发投资完成额实现平稳增长。2017 年全国房地产开发投资完成额 10.98 万亿元，同比增长 7.00%，增速与 2016 年基本持平。销售方面，2017 年商品房销售规模持续增长，但在房地产严控政策的影响下，销售面积及金额同比增速均出现回落。具体来看，2017 年全年商品房销售面积和销售额分别同比增长 7.70% 和 13.70%，增速较上年分别下降 14.80 个百分点和 21.20 个百分点。截至 2017 年底，全国商品房待售面积 58923.00 万平方米，同比下降 15.30%，房地产市场去库存取得显著成效。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2017 年百城住宅平均价格累计上涨 7.15%，较 2016 年增速下降 11.57 个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017 年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈总体增长、增速放缓的态势。

综合长短期政策来看，对房地产市场的宏观调控仍是以保持房地产市场平稳和健康发展的目的，总体而言，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势，中长期将继续维持稳定，但未来全国房地产市场可能继续呈分化趋势。

四、定量分析

联合资信对本交易的定量分析包括资产池信用分析和现金流分析两部分，其中资产池信用分析通过对基础资产的特征（包括跌价比率、初始抵押率等）分析为资产池组合的信用风险建模，以确定优先档证券达到目标评级所必要的信用增级量，而结构现金流分析主要包括压力测试和返回检验，用以确定相应评级档次资

产支持证券压力情景下的兑付状况。

联合资信依据兴业银行提供的历史数据，并经适当调整确定了本交易适用的评级基准违约概率参数；同时，结合国内实际情况及行业数据确定了本交易适用的评级基准抵押房产跌价比率参数。联合资信根据本交易的资产池特征对上述两个主要的基准参数做出调整以确定

最终适用的评级参数，进而计算本交易预定评级所需的信用增级水平。

1. 违约概率

联合资信根据兴业银行提供的个人住房抵押贷款历史数据，测算出兴业银行个人住房抵押贷款的历史违约概率，并根据实际的经济形势、国内房地产市场的发展现状及个人住房抵押贷款的整体表现对测算结果进行调整来确定适用于本交易的评级基准违约概率。

联合资信根据入池贷款特征，对评级基准违约概率进行调整，得到每笔入池贷款的违约概率。这些特征涉及贷款特征和借款人特征等因素，如贷款的账龄、贷款历史拖欠情况、贷款价值比、借款人年龄及婚姻状况等。

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放款后前5年。根据贷款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对不同账龄借款人的违约概率分别进行了不同程度的调整。

贷款历史拖欠情况：本交易资产池中包括已经发生过拖欠的贷款，这些贷款的后期违约可能性明显高于其他历史表现良好的贷款，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进行了相应调整。

借款人特征：联合资信在计算信用增级水平时，充分考虑入池贷款借款人年龄、婚姻状况等特征，对其违约概率做出相应调整。

虽然借款人的收入与每月债务支出的比例是影响个人住房贷款信用风险的重要影响因素之一，但鉴于相关数据的时效性及准确性，联合资信在本交易中未使用借款人债务收入比参数作为参考变量。

2. 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后贷款可能面临的损失，它考虑了贷款的本金余额、债权顺序、房产处置价值、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。

伴随国内对房地产行业的持续调控，国内房地产市场价格的走势存在着一定的不确定性。在计算房产处置价值过程中，联合资信结合国内的实际情况及行业数据确定了适用于本交易的抵押房产跌价比率参数。基于以上考虑，联合资信设定的 AAA_{sf} 级证券的房产跌价比率参如表 15：

表 15 AAA_{sf} 级评级基准跌价比率

地区	基准跌价比率
一线城市	59.10%
二线城市	57.50%
三线城市	42.70%

此外，还有如下因素会影响房产处置价值：高价值房产、大面积房产和二手房产可能在处置时面临流动性问题；尚未办理抵押权登记的房产可能在处置过程中面临法律障碍。联合资信在计算信用增级水平时对上述类型抵押物的跌价比率做了相应的上调。

3. 必要信用增级水平的确定

综合各目标评级的基准违约概率、违约概率调整参数、跌价比率以及宏观经济状况等，联合资信确定本交易资产支持证券各目标评级的信用增级水平如表 16 所示：

表 16 信用增级量

目标评级	信用增级量
AAA _{sf}	9.09%
AA ⁺ _{sf}	6.32%
AA _{sf}	5.66%
AA _{sf} ⁻	5.33%
A ⁺ _{sf}	2.30%
A _{sf}	2.05%

4. 现金流分析及压力测试

基于静态池数据，并且结合资产池特征，联合资信计算出匹配资产池的违约时间分布，详见表 17。

表 17 违约时间分布

时间（年）	违约时间分布
1	6.76%
2	7.41%
3	7.56%
4	7.62%
5	7.75%
6	7.93%
7	7.96%
8	7.44%
9	6.38%
10	6.10%
11	6.08%
12	6.02%
13	4.93%
14	3.39%
15	2.74%

16	2.04%
17	1.20%
18	0.65%
19	0.02%
20	0.01%
合计	100.00%

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，并在经济运行情况分析以及资产池信用特征分析的基础上，对现金流进行多种情景下的压力测试。联合资信主要的压力测试手段包括模拟集中违约、改变利差水平、调整提前还款比例等。从压力测试的结果来看，优先档证券在既定交易结构下能够通过相应评级压力情景的测试，详见表 18。

表 18 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况	优先档证券临界损失率	
模拟集中损失	见表 17 违约时间分布	违约时间分布为前五年各 20%	13.84%	
		违约时间分布为前四年各 25%	13.49%	
利差	优先 A-1 档利率 4.0% 优先 A-2 档利率 4.8%	各优先档证券预期发行利率上升 80BP	15.99%	
提前还款比例	9%/年	0%/年	15.14%	
		5%/年	18.16%	
		15%/年	22.62%	
组合压力情景 1	—	违约时间分布	10.25%	
		提前还款率		违约时间分布为前四年各 25%
		各优先档证券预期发行利率		5%/年
组合压力情景 2	—	违约时间分布	9.74%	
		提前还款率		上升 60BP
		各优先档证券预期发行利率		违约时间分布为前五年各 20%

五、评级结论

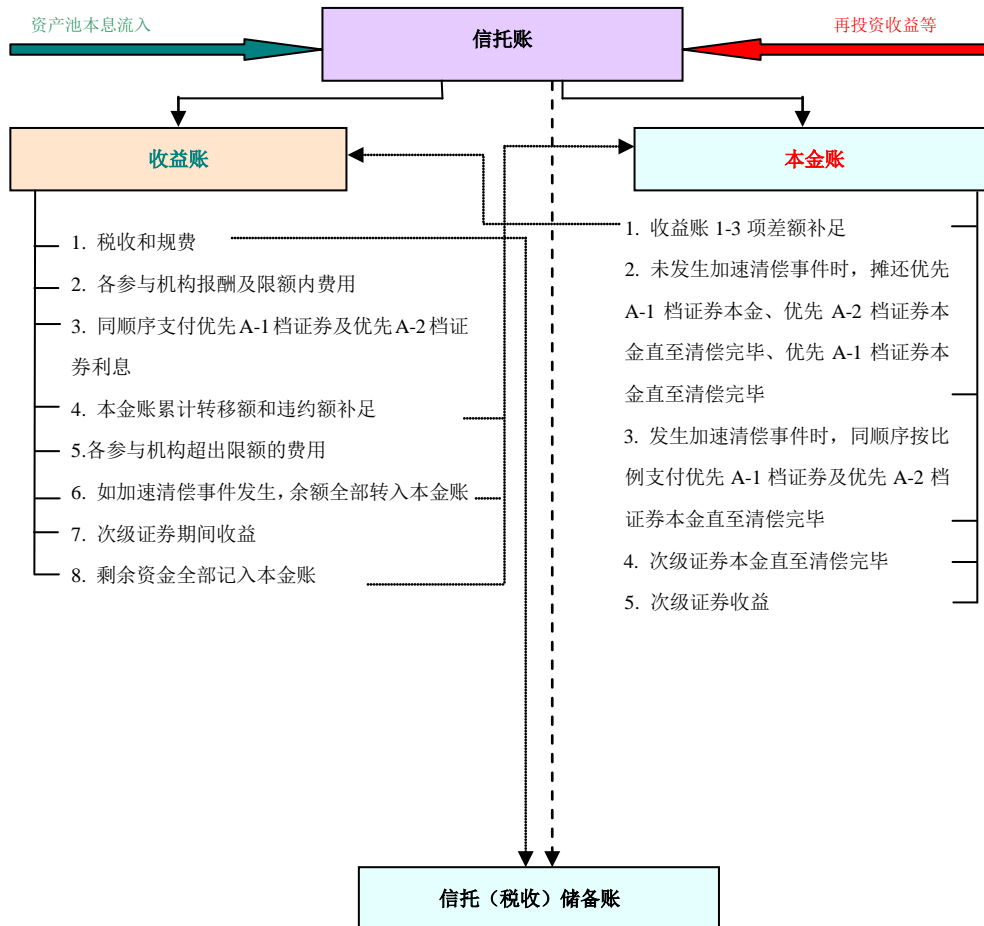
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”项下优先档（包括优先 A-1 档和优先 A-2 档）资产

支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

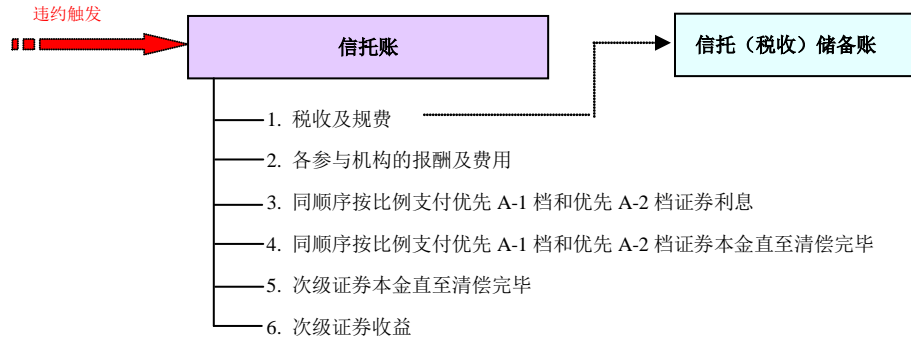
上述优先档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的回收款分配顺序



附图 2 “违约事件”发生后的回收款分配顺序



附表 优先 A-1 档资产支持证券本金摊还计划

第 1 个摊还日	2019 年 1 月 26 日	20000.00 万元
第 2 个摊还日	2019 年 2 月 26 日	5000.00 万元
第 3 个摊还日	2019 年 3 月 26 日	5000.00 万元
第 4 个摊还日	2019 年 4 月 26 日	5000.00 万元
第 5 个摊还日	2019 年 5 月 26 日	5000.00 万元
第 6 个摊还日	2019 年 6 月 26 日	5000.00 万元
第 7 个摊还日	2019 年 7 月 26 日	5000.00 万元
第 8 个摊还日	2019 年 8 月 26 日	5000.00 万元
第 9 个摊还日	2019 年 9 月 26 日	5000.00 万元
第 10 个摊还日	2019 年 10 月 26 日	5000.00 万元
第 11 个摊还日	2019 年 11 月 26 日	5000.00 万元
第 12 个摊还日	2019 年 12 月 26 日	5000.00 万元
第 13 个摊还日	2020 年 1 月 26 日	5000.00 万元
第 14 个摊还日	2020 年 2 月 26 日	5000.00 万元
第 15 个摊还日	2020 年 3 月 26 日	5000.00 万元
第 16 个摊还日	2020 年 4 月 26 日	5000.00 万元
第 17 个摊还日	2020 年 5 月 26 日	5000.00 万元
第 18 个摊还日	2020 年 6 月 26 日	5000.00 万元
第 19 个摊还日	2020 年 7 月 26 日	5000.00 万元
第 20 个摊还日	2020 年 8 月 26 日	5000.00 万元
第 21 个摊还日	2020 年 9 月 26 日	5000.00 万元
第 22 个摊还日	2020 年 10 月 26 日	5000.00 万元
第 23 个摊还日	2020 年 11 月 26 日	5000.00 万元
第 24 个摊还日	2020 年 12 月 26 日	5000.00 万元
第 25 个摊还日	2021 年 1 月 26 日	5000.00 万元

附件 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。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_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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 _{sf}	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”优先档证券的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，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“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“兴元 2018 年第四期个人住房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，发行人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“兴元 2018 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与兴业银行股份有限公司/兴业国际信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。