

信用评级公告

联合〔2021〕3823 号

联合资信评估股份有限公司通过对“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月三日



臻金 2021 年第一期不良资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	回收占比 (%)	证券占比 (%)	信用等级
优先档	20600.00	63.27	82.73	AAA _{sf}
次级档	4300.00	13.21	17.27	NR
证券合计	24900.00	76.48	100.00	—
预计毛回收	32556.50	100.00	—	—

注：1. NR——未予评级，下同；2. 预计毛回收为联合资信预测的资产池 60 期毛回收金额；3. 各档证券回收占比=该档证券金额/预计毛回收金额

交易概述

初始起算日：2021 年 3 月 22 日零点（00:00）

法定到期日：2026 年 7 月 26 日

载体形式：特殊目的信托

资产：浙商银行股份有限公司持有的未偿本息费余额为 44543.57 万元的小型企业、微型企业不良贷款及/或个体工商户经营性不良贷款、小微企业主经营性不良贷款形成的债权

信用提升机制：优先/次级结构、信托（流动性）储备账户、触发机制

委托人/发起机构/贷款服务机构/浙商银行：浙商银行股份有限公司

受托人/受托机构/发行人：华润深国投信托有限公司

资金保管机构：兴业银行股份有限公司

牵头主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司

联席主承销商：中国国际金融股份有限公司

评级时间

2021 年 6 月 3 日

分析师

张睿君 朱聪 张玥

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）基于发起机构提供的基础资产相关资料及尽职调查所获信息，对本交易资产池回收金额和回收时间进行了预测，并结合交易结构安排、法律要素以及参与机构的服务能力等多方因素对证券进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为小型企业、微型企业不良贷款及/或个体工商户经营性不良贷款、小微企业主经营性不良贷款形成的债权，分散性良好（共入池 170 户借款人，单户借款人未偿本息费余额占比不超过 2.40%，单户借款人预测回收额占比均不超过 1.28%）。基于浙商银行提供的入池资产信息和其他相关资料，以及对未来宏观经济、房地产行业环境及政策变化的预测，联合资信预测本交易入池资产前五年的毛回收率¹为 73.09%（即回收金额为 32556.50 万元）。此外，本交易设置了信托（流动性）储备账户，且截至 2021 年 4 月底，资产池已产生一定金额的现金回收（805.28 万元），这将有助于及时补充流动性储备账户，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。在此基础上，优先/次级结构和触发机制提供了充足的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信评定“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

上述优先档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。

¹毛回收率=未扣除处置费用的资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额。

优势

1. **资产池分散性良好。**本交易入池资产共计 343 笔，涉及 170 户借款人，单户借款人未偿本息费余额占比不超过 2.40%，单户借款人预测回收额占比均不超过 1.28%，分散性良好。
2. **入池贷款均附带抵押担保。**本交易入池贷款均附带以个人住宅或商业用房²为抵押物的担保，是资产池的现金流的主要来源和联合资信进行资产池回收现金流预测的主要依据。
3. **资产池预期回收金额及优先/次级顺序偿付结构为优先档资产支持证券提供了足够的信用支持。**联合资信预测在一般情景下，本交易入池贷款的毛回收率为 73.09%，即毛回收现金 32556.50 万元，本交易优先档资产支持证券发行规模为 20600 万元，优先档资产支持证券将获得资产池回收款的优先偿付。
4. **信托（流动性）储备账户的设置较好地缓释了流动性风险。**本交易设置了信托（流动性）储备账户，且截至 2021 年 4 月底，资产池已实现回收 805.28 万元，占预计回收总金额的 2.47%，这将有助于及时补充信托（流动性）储备账户，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。
5. **贷款服务机构不良贷款处置经验丰富。**贷款服务机构对资产池相关信息比较了解，具有比较丰富的不良贷款处置经验，能够较好规避信息不对称、处理不及时所带来的回收风险。
6. **超额奖励服务费支付机制。**本交易中设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制：在支付完毕次级档资产支持证券固定资金成本后，剩余金额的 80% 的资金用于支付超额奖励服务费。该设置将有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，进而有利于

提高资产池的回收率。

关注及风险缓释

1. **抵押物回收金额受房地产行业波动的影响较大。**本交易入池资产附带抵押物以个人住宅为主（未偿本息费余额占比为 93.99%），抵押物种类较为集中，抵押物回收额受房地产行业波动的影响较大。
风险缓释：联合资信在预测每笔贷款回收额时，考虑了未来房地产行业波动对抵押物变现价格的影响，并将对入池贷款抵押物所在地区的房地产行业进行持续关注。
2. **地区集中风险。**本交易入池贷款未偿本息费余额占比排名前三的抵押物所在城市合计占比达 47.61%，抵押物地区集中度较高，存在一定的地区集中风险。
风险缓释：联合资信在评估回收金额时考虑了地区集中风险，并将对占比较高的地区经济环境和司法环境进行持续关注。
3. **处置过程中的偶然性因素导致预测的回收金额及回收时间不确定性较大。**影响不良贷款处置的因素较多且较复杂，各种事先难以预计的偶然性因素发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在很大的不确定性。
风险缓释：联合资信在对资产池回收金额进行评估和回收时间进行预测时充分考虑了不良资产处置过程中可能出现的各种因素，并在现金流模型压力测试中，对回收金额和回收时间进行了压力测试，评级结果已反映了回收金额及回收时间不确定等风险因素。
4. **抵押权相关风险。**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：信托合同中约定，当发生权利完善事件或委托人和受托人认为办理抵

² 具体包括：商铺、写字楼等。

押权转移登记手续最有利于标的债权资产回收时，委托人和受托人应当在合理期限内办理抵押权转移登记，且受托人取得的抵押权顺位与委托人在初始起算日前已享有的抵押权顺位相同；若无法办理完毕抵押权的转移登记，受托人应按信托合同约定，以最有利于回收标的债权资产为原则处理抵押权相关事宜，上述安排能够有效缓释该风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托机构提供，联合资信评估股份有限公司（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/受托机构构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/受托机构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尽职调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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/受托机构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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

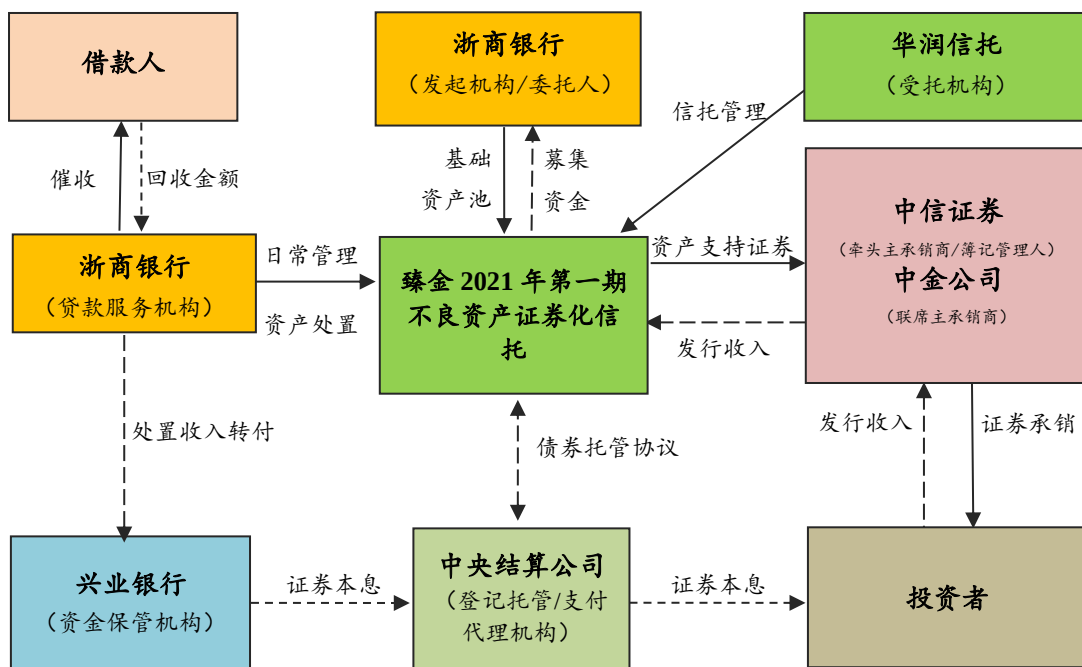
1. 交易结构

本交易的发起机构浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有的截至初始起算日未偿本息费余额为44543.57万元的小型企业、微型企业不良贷款及/或个体工商户经营性不良贷款、小微企业主经营性不良贷款形成的债权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，

通过华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）设立“臻金2021年第一期不良资产证券化信托”。华润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资产支持证券（以下简称“证券”）。投资者通过购买并持有相应证券取得本信托项下相应的信托受益权。

本交易结构图如下所示：

图1 交易结构图



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）和次级档资产支持证券（以下简称“次级档证券”）两档证券，其中优先档证券享有优先级信托受益权，次级档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，次级档证券为优先档证券提供信用增级。优先档证券每半年支付利息，次级档证券不获取期间收益；在优先档证券清偿完毕后，次级档证券

按约定获取相应收益。优先档和次级档证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。

优先档和次级档证券均采用簿记建档方式发行。优先档证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定；次级档证券不设票面利率，在次级档证券本金偿付完毕后获得固定资

金成本³，之后剩余金额的80%作为超额奖励服务
费支付给贷款服务机构，其余金额全部作为次级档证券的收益。

表 1 资产支持证券概况

证券名称	金额（万元）	回收占比（%）	证券占比（%）	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先档	20600.00	63.27	82.73	固定利率	2024/01/26	按半年付息，过手还本
次级档	4300.00	13.21	17.27	—	2026/07/26	过手还本，享有固定资金成本和剩余收益
证券合计	24900.00	76.48	100.00	—	—	—
预计毛回收	32556.50	100.00	—	—	—	—

注：支付日系指每年的1月26日和7月26日，如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日，其中第一个支付日为2022年1月26日
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了明确和较为严格的基础资产合格标准。

本交易的基础资产为由委托人浙商银行设立信托而信托予受托人的小型企业、微型企业不良贷款及/或个体工商户经营性不良贷款、小微企业主经营性不良贷款形成的债权。截至初始起算日，资产池的未偿本金余额 41966.58 万元，未偿息费余额为 2576.99 万元，资产池未偿本息费余额合计为 44543.57 万元，共涉及 343 笔标的债权资产。

本交易制定了明确和较为严格的合格标准，根据交易文件约定，每一笔标的债权资产在初始起算日零点（00:00）和信托财产交付日需满足以下标准：(a)标的债权资产均为浙商银行合法所有且权属明确；(b)借款合同和抵押合同（如有）/质押合同（如有）均适用中国法律且依据中国法律合法有效，贷款债权和抵押权/质权（如有）合法有效；(c)借款人签署《借款合同》时为年满 18 周岁的中国籍公民或永久居民，或依照中国法律在中国依法成立并合法存续的企

业法人、非企业法人或其他组织；(d)担保人（如有）均不属于国家机关，且签署担保合同（如有）时均为依照中国法律在中国依法成立并合法存续的法人、其他组织或年满 18 周岁的自然人；(e)标的债权资产均不包含涉及军工或国家机密的贷款；(f)每笔标的债权资产均可进行合法有效的转让；均无限制或禁止浙商银行转让标的债权资产或转让标的债权资产须征得借款人、担保人（如有）或其他义务人同意的约定；(g)同一授信协议项下借款人在浙商银行的全部已发放完毕的标的债权资产均全部转让给受托人；(h)在初始起算日和信托财产交付日，根据浙商银行制定的贷款五级分类标准，资产为次级、可疑或损失类；(i)浙商银行已停止对该借款人的授信，在浙商银行承诺范围内，不再向该借款人发放新的贷款或提供新的融资；如某笔资产的附属担保权益涉及最高额担保的，则截至初始起算日零点（00:00）该最高额担保的主债权已确定；(j)标的债权资产未根据浙商银行的标准程序予以核销；(k)标的债权资产的应付金额均以人民币为单位。

二、交易结构分析

本交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构。此外，本交易安排的信托（流动

³ 固定资金成本：系指按照下列公式计算得出的次级档资产支持证券的固定资金成本，次级档资产支持证券固定资金成本=∑_{i=1}ⁿ第 i 日次级档资产支持证券未偿本金余额×12%÷365-已支付的次级档资产支持证券固定资金成本；i 为不小于 1（含 1）且小于 n（不含 n）的自然数，n 的最大值取信托生效日（含该日）起至信托终止日（不含该日）为止的实际天数。

性) 储备账户将一定程度上有利于优先档证券利息的偿付。

1. 账户设置及资金划付

本交易对信托账户的设置以及回收款在相关账户间的归集划转情况做出了明确安排。

在信托生效日当日或之前, 受托人将在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户, 用以记录信托财产的收支情况, 并在信托账户下设立回收款账户和可分配现金账户两个一级分账户, 分别用于接收处置收入和存放可用于分配的处置收入款项。其中, 可分配现金账户下设四个二级分账户, 即信托分配(费用和开支)账户、信托分配(证券)账户、信托(流动性)储备账户和信托分配(税收)账户, 分别用于支付应由信托财产承担的费用和报酬, 支付资产支持证券的信托利益, 按照交易文件约定的分配顺序补充优先档证券利息及之前之不足金额和支付信托财产可能承担的税费。

受托人应授权并要求贷款服务机构按照《服务合同》的相关约定, 于每个处置收入转付日下午五点(17:00)前将前一个处置收入转付期间的全部处置收入转入信托账户。受托人应于每个支付日前的第2个工作日上午十点(10:00)前, 向资金保管机构发送划款指令, 资金保管机构根据受托人的指令将前述各信托账户中的资金按信托合同规定的分配顺序进行分配。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照违约事件是否发生有所差异。

违约事件系指以下任一事件: (a) 信托财产在支付日后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)不能足额支付当时存在的优先档资产支持证券应付未付利息的;

(b) 信托财产在法定到期日后10个工作日内(或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内)不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档资产支持证券本金的。

(1) 违约事件发生前

根据交易结构安排, 违约事件发生前, 可分配现金账户的资金的总金额按以下顺序进行分配(如不足以支付, 同顺序的各项应受偿金额按比例支付, 且各项所差金额应按以下顺序在下一期支付): 支付税费、登记托管机构/支付代理机构的当期服务费用总额、不超过优先支出上限⁴的费用支出(资金保管机构收取的资金汇划费除外)、信托设立环节相关中介机构提供初始服务所产生的费用和报酬、信托存续期间各参与机构报酬(贷款服务机构报酬除外)及处置费用、优先档证券利息、必备流动性储备金额⁵补足、超过优先支出上限的费用支出, 支付优先档证券本金直至清偿完毕、贷款服务机构基本服务费、次级档证券本金直至清偿完毕、次级档证券固定资金成本、贷款服务机构的超额奖励服务费后, 剩余金额作为次级档证券的收益。违约事件发生前的现金流支付顺序详见附图1。

(2) 违约事件发生后

违约事件发生后, 可分配现金账户的总金额按以下顺序进行分配(如不足以支付, 同顺序的各项应受偿金额按比例支付, 且所差金额应按以下顺序在下一期支付): 支付税费、登记托管机构/支付代理机构的当期服务费用总额、费用支出(资金保管机构收取的资金汇划费除外)、信托设立环节相关中介机构提供初始服务所产生的费用和报酬、信托存续期间各参与机构报酬(贷款服务机构报酬除外)及处置费用, 支付优先档证券利息、优先档证券本金直至清偿完毕、贷款服务机构的累计应付未付基本服务费、次级档证券本金直至清偿完毕、次级档

⁴ 在各个信托分配日可以优先于优先档资产支持证券本息进行支付的费用支出的限额, 即人民币100000元(大写: 人民币壹拾万元整)。

⁵ 在信托生效后, 发生违约事件或信托终止之前, 就每一个信托分配日而言, 为下一个计息期间对应的支付日按照《信托合同》约定优先档证券利息及之前的所有应付金额(其中涉及各方的费用支出以优先支出上限数额为限)之总和的1.5倍。所有优先档资产支持证券的本金得以全部清偿完毕后, 发生违约事件或信托终止后, 必备流动性储备金额为0。

证券固定资金成本、贷款服务机构的超额奖励服务费后，剩余金额作为次级档证券的收益。违约事件发生后的现金流支付顺序详见附图2。

3. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构、信托（流动性）储备账户、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，具体划分为优先档证券和次级档证券。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，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。

（2） 触发机制

本交易设置了违约事件，违约事件发生后，现金流支付机制将重新安排。同时，本交易也安排了以贷款服务机构等级下降为触发条件的回收款高频转划机制。另外，本交易若触发权利完善事件⁶之(a)项或(b)项，则引致还款路径变更，借款人将其应支付的款项支付至信托账户。本交易中，触发机制的设置在一定程度上缓解了事件风险的影响。

（3） 信托（流动性）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户，在发生违约事件前，每个信托分配日，应将相应金额记入信托（流动性）储备账户，使该账户的余额不少于必备流动性储备金额。在发生违约事件之前的每个信托分配日，可分配现金账户在信托分配日按照交易文件约定的分配顺序不足以支付优先档证券当期应付利息，则将等值于短缺金额的款项转入可分配现金账户。在优先档证券本金得以全部清偿之日、发生违约事件或信托终止后，受托人应指示资金保管机构将届时信托（流动性）储备账户中的全部金额

转入可分配现金账户。此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。该账户的设置能够较好地缓释因资产池现金流入与优先档证券利息支出错配而导致的流动性风险。

4. 交易结构风险分析

（1） 混同风险

本交易设计了较为严格的现金流归集触发机制，一定程度上缓解了资金混同风险。

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息费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，本交易安排了以贷款服务机构等级下降为触发条件的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻级且中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级时，处置收入转付日为每个计算日⁷后的第 5 个工作日；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⁻级但高于或等于 A 级或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 级但高于或等于 AA⁻级时，处置收入转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级（不含 A 级）之日起，或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻级（不含 AA⁻级）之日起，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之日起，委托人或受托人将通知义务人将其应支付的款项支付至信托账户。如义务人仍将处置收入划付至贷款服务机构，则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后

⁶权利完善事件：系指以下任何事件：(a)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；(b)贷款服务机构不具备任一必备评级等级；(c)委托人不具备任一必备评级等级；(d)委托人发生任何一起丧失清偿能力事件；或者(e)仅就相关信用卡债权而言，借款人根据其自身清偿能力向法院提起个人债务集中清理或类似个人破产等程序，并经法院受理后进入相关程序时，以致须以受托人名义参与相关债权申报等相关程序。

⁷计算日：系指每个公历年的 3、6、9、12 月的最后一日，其中第一个计算日以发行文件所载日期为准。

3 个工作日内的任一工作日。

如果任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级在某一处置收入转付期间内发生变化且因此需要改变处置收入转付日时，自该处置收入转付期间届满之日起，相关处置收入转付日按照前述规则进行相应的改变。处置收入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等级重新提高，处置收入转付日的频率也不再恢复。

作为贷款服务机构，浙商银行经营状况良好、财务状况稳健，本交易正常情况下回收款按季度划转，转付频率尚可。同时，本交易设置了相关触发机制，一旦触发将加速归集底层现金流，进一步缓释了混同风险。

(2) 抵销风险

本交易安排将债务人行使抵销权的风险转化为委托人的违约风险。

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费回收出现风险。

本交易文件约定，如果借款人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，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。如果委托人对借款人有多笔债权，且借款人依据中国法律行使抵销权，借款人未声明其具体抵销债权的，则委托人应与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产并向受托人提供相关证明。如无法判断被抵销债权是否属于信托财产，则委托人和受托人同意按照实际抵销债权之日对委托人和受托人（代表信托）的未偿金额（未偿金额包括未偿本金余额、利息、罚息、复利、违约金、收费及应付其他款项）的比例在委托人和受托人（代表信托）之间分配。如果被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应按照交易文件的约定履行义务。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为发起机构浙商银行的违约风

险。

浙商银行经营状况良好、财务状况稳健，风险管理水平很好。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起机构浙商银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

(3) 流动性风险

信托（流动性）储备账户的设置有助于缓释流动性风险。

不良贷款在处置过程中往往受到多种不确定性因素的干扰，导致现金流回收时间具有一定不规则性，有可能引发流动性风险。

本交易设置了信托（流动性）储备账户，且截至 2021 年 4 月底，资产池就已经产生了一定的现金回收（805.28 万元，占预计回收总金额的 2.47%），能够在信托成立后及时补足流动性储备金额。以上两点能够较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

(4) 再投资风险

本交易制定了严格的合格投资标准，能够有效降低再投资风险。

信托存续期内，受托人有权指示资金保管机构将信托账户中待分配的资金运用于合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了下述合格投资标准：合格投资系指受托人将信托账户内的资金在除发起机构和贷款服务机构之外的商业银行，投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国人民银行允许投资的其他金融产品。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于下一个信托分配日上午九点（9:00）前到期。较为严格的合格投资标准能够有效降低再投资风险。

5. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/贷款服务机构

浙商银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量很高、风险控制能力很强，信用等级极高。联合资信认为浙商银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，履职能力极强，将为本交易提供良好的服务。

本期交易的委托人/发起机构/贷款服务机构为浙商银行。作为发起机构，浙商银行的运营管理能力、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、风险管理和内部控制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交易资产池贷款组合的信用表现。

浙商银行总行设在浙江省杭州市，于 2016 年 3 月 30 日在香港联交所上市，并于 2019 年 11 月 26 日在上海证券交易所上市。截至 2019 年底，浙商银行已设立了 260 家分支机构，实现了对长三角、环渤海、珠三角以及部分中西部地区的有效覆盖。截至 2020 年底，浙商银行注册资本 212.69 亿元，香港中央结算(代理人)有限公司和浙江省金融控股有限公司分别持股 21.41 和 12.49%，为浙商银行前两大股东。

截至 2020 年底，浙商银行资产总额 20482.25 亿元，其中发放贷款及垫款总额 11976.98 亿元；负债总额 19156.82 亿元，其中吸收存款余额 133563.6 亿元；股东权益合计 1325.43 亿元；不良贷款率 1.42%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 12.93%，一级资本充足率 9.88%，核心一级资本充足率 8.75%。2020 年，浙商银行实现营业收入 477.03 亿元，净利润 125.59 亿元。

信用风险管理方面，浙商银行根据外部经营环境变化、内部经营状况及风险情况，制定客户授信基本政策，明确全行授信业务客户结构、行业结构、区域结构、重点业务领域等政策导向。浙商银行在持续跟踪宏观、行业经济发展趋势的基础上，定期调整授信政策对小微企业客户实施统一授信管理，将小微企业客户的各类授信业务纳入统一授信管理。浙商银行积极探索专业化经营模式，不断完善管理体制，进一步梳理、规范授信各环节流程和要求，逐步形成富有特色的、标准化的授信作业模式。浙商银行持续加强小微企业业务信用风险管理，

强化风险缓释措施，通过逾期跟踪、现场与非现场监测等手段，严控逾期贷款和不良贷款。

本交易约定，如资产池回收款按照约定的现金流分配顺序，在支付完次级档证券固定资金成本后，剩余金额的 80% 用于支付超额奖励服务费。贷款服务机构超额奖励支付机制的设置有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，进而有利于提高资产池的回收率。

(2) 资金保管机构

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。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

本交易的资金保管机构为兴业银行股份有限公司（以下简称“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 2020 年末，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%，为兴业银行第一大股东。

截至 2020 年末，兴业银行（合并口径）资产总额 78940.00 亿元，其中发放贷款和垫款净额 38673.21 亿元；负债总额 72691.97 亿元；股东权益 6248.03 亿元；不良贷款率 1.25%，拨备覆盖率 218.83%；资本充足率为 13.47%，一级资本充足率为 10.85%，核心一级资本充足率为 9.33%。2020 年，兴业银行实现营业收入 2031.37 亿元，净利润 676.81 亿元。截至 2020 年末，资产托管业务规模 130059.52 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。

兴业银行资产托管业务稳步推进产品转型及业务下沉，市场地位保持前列。截至 2020 年末，兴业银行在线托管产品 26787 只，位列行业第二位；资产托管业务规模 130059.52 亿元，较上年末增加 6219.12 亿元，增长 5.02%，其中信托和券商资管产品托管规模继续保持全行业第二位。

(3) 受托人/受托机构/发行人

华润信托拥有稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度，本交易因华润信托尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易的受托人/受托机构/发行人是华润信托，华润信托原名深圳市信托投资公司，于 1982 年 8 月成立，初始注册资本 0.60 亿元。后经历次增资及股权变更，截至 2020 年底，华润信托注册资本为 110 亿元；控股股东华润金控投资有限公司持股比例为 51%，深圳市投资控股有限公司 49%。

截至 2020 年底，华润信托资产总额 272.56 亿元，所有者权益 255.29 亿元；2020 年全年华润信托实现营业收入 39.76 亿元，净利润 27.51 亿元。截至 2020 年底，华润信托信托资产规模 10237.04 亿元，信托负债合计 260.14 亿元，信托权益合计 9976.90 亿元；2020 年全年华润信托实现信托项目营业收入 1010.25 亿元，信托利润 892.00 亿元。

华润信托主要经营业务为信托业务和固有业务。信托业务主要种类包括：债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财权信托、资产证券化信托、公益信托和事务信托。固有业务是指使用华润信托固有资金进行的投资活动，包括但不限于公司信托产品投资、股权类投资、

其它金融产品投资等，以及在符合华润信托固有资金运用原则下开展授信类业务，包括但不限于同业拆放、贷款（含过桥贷款）、提供增信、担保等。

华润信托具有完善的法人治理结构，股东会、董事会、监事会与经营层按照法律法规、华润信托章程和其他管理制度的要求各自独立履行职责。

风险管理方面，华润信托建立了全面的风险管理框架：第一道防线由各职能部门和业务条线组成，在业务前端识别、评估、应对、监控与报告风险；第二道防线由风险管理委员会和风险管理部组成，综合协调制定各类风险制度、标准和限额，提出应对建议；第三道防线由审计委员会和内部审计部门组成，针对华润信托已经建立的风险管理流程和各项风险的控制程序和活动进行监督。

6. 法律及其他要素分析

本交易的法律意见书表明：本交易相关参与机构具备相应资质，标的债权资产及抵押权转让予信托合法有效，相关条件达成后资产支持证券将会被合法有效地发行和销售。

北京市中伦（上海）律师事务所出具的法律意见书表明：浙商银行、华润信托及其他各方均合法存续，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件，其签署、交付和履行前述交易文件不违反适用的中国现行法律、行政法规。在前述交易文件各自约定的生效条件全部满足后，前述交易文件构成对该主体合法的、有效的和有约束力的义务，该等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相应权利，除非该等权利的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。

除银登中心已就本项目出具产品信息登记编码以及人民银行对华润信托根据《信托合同》在全国银行间债券市场发行本项目项下资产支

持证券的注册、备案之外，浙商银行、华润信托就签署、交付和履行其作为一方的交易文件，无需取得任何政府机关的批准、许可、授权或同意。在银登中心就本项目出具产品信息登记编码和人民银行依法注册、备案后，在《信托合同》约定的信托生效的前提条件全部满足后，信托设立并生效。

关于标的债权资产转让的合法有效性，根据《民法典》相关规定，浙商银行作为原始债权人可以转让债权；根据《信托合同》的约定，债权的转让自信托生效时起即在委托人和受托人之间发生法律效力。浙商银行转让贷款债权，不必取得借款人或保证人（如有）的同意，但需通知借款人、保证人（如有）。

关于标的债权资产所附带的抵押权，就标的债权资产附一般抵押担保的情形，在信托设立时，抵押权在主债权转移时一并转移给受托人（作为受让方），未办理相应的抵押权的转移登记不影响受托人（作为受让方）取得抵押权；但根据《民法典》相关规定，未办理转移登记的可能无法对抗善意第三人。对于附有最高额抵押担保的标的债权资产，如果最高额抵押担保的主债权确定，则最高额抵押权转让与前述一般抵押权转让的法律效果相同；如果最高额抵押担保的主债权未确定，则根据《民法典》，最高额抵押担保的债权确定前，部分债权转让的，最高额抵押权不得转让，但是当事人另有约定的除外。本项目的债权资产对应的最高额抵押合同约定的主债权已经确定，因此标的债权资产及抵押权转让予信托合法有效。对于标的债权资产附抵押担保的，就未办理抵押权转移至受托人名下可能存在的前述相关风险，本信托约定了相关风险控制措施，如办理抵押权的转移登记手续、最有利于回收标的债权资产的

原则处理抵押权相关事宜等。

浙商银行作为原始债权人将标的债权资产信托予受托人，受托人的权利可能受到借款人、保证人（如有）（以下借款人、保证人合称债务人）对于原债权人的抵销权和抗辩权的影响。根据《民法典》，债务人接到债权转让通知时，债务人对原债权人享有债权，并且该债权先于转让的债权到期或者同时到期或者该债权与转让的债权是基于同一合同产生的，债务人可以向受托人主张抵销权；另一方面，债务人接到债权转让通知后，债务人对原债权人的抗辩，可以向受托人主张。

关于委托人、受托人破产风险对信托财产的影响，信托一经生效，信托财产即与委托人未设立信托的其他财产相区别。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。

在银登中心就本项目出具产品信息登记编码和人民银行依法注册、备案后，如果各方均依据《信托合同》及《主承销协议》发行和销售资产支持证券，资产支持证券将会被合法有效地发行和销售，资产支持证券持有人依据相关认购协议持有资产支持证券，从而获得《信托合同》规定的相应权利、权益和利益。根据《信托合同》的约定，委托人、受托人对资产支持证券的本金和收益不作任何保证或担保。资产支持证券仅代表信托受益权的相应份额。资产支持证券不代表发起机构、受托人的负债，资产支持证券投资机构的追索权仅限于信托财产。发起机构、受托人除了承担交易文件中所承诺的义务和责任外，不对资产支持证券中可能产生的其他损失承担义务和责任。

三、基础资产分析

1. 资产池概况

初始起算日资产池概况如表 2：

表 2 资产池概况

借款人户数（户）	170
贷款笔数（笔）	343

入池贷款合同总金额（万元）	42935.70
资产池未偿本金余额（万元）	41966.58
资产池未偿本息费余额（万元）	2576.99
资产池未偿本息费余额（万元）	44543.57
单笔最高本息费余额（万元）	735.58
单笔平均未偿本息费余额（万元）	129.86
单户借款人最高未偿本息费余额（万元）	1070.14
单户借款人平均未偿本息费余额（万元）	262.02
加权平均不良账龄（月）	4.57
借款人加权平均年龄（岁）	44.32
预计回收总额（万元）	32556.50
平均单笔预计回收金额（万元）	94.92
单户借款人平均预计回收金额（万元）	191.51

单笔最高预计回收金额（万元）	735.58
----------------	--------

注：1.不良账龄为首次进入不良至初始起算日的账龄，不良账龄（月）=（初始起算日-首次进入不良时间）/30，下同；
2.借款人年龄（岁）=（初始起算日-借款人出生日期）/365，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 资产池分布情况

（1）入池资产五级分类分布

截至初始起算日，同一授信协议项下借款人在浙商银行的全部已发放完毕的标的债权资产全部入池，其中次级类贷款未偿本息费余额占 72.99%，可疑类贷款未偿本息费余额占 20.85%，损失类贷款未偿本息费余额占 6.16%。入池不良贷款五级分类分布如表 3 所示：

表 3 五级分类分布（单位：笔、%、万元）

五级分类	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
次级	264	76.97	32514.26	72.99	24050.86	73.87
可疑	69	20.12	9287.21	20.85	6291.69	19.33
损失	10	2.92	2742.10	6.16	2213.95	6.80
合 计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（2）入池资产担保方式分布

和抵押，具体分布如表 4 所示：

本交易入池贷款担保方式包括抵押+保证

表 4 担保方式分布（单位：笔、%、万元）

担保方式	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
抵押+保证	209	60.93	29624.02	66.51	22598.51	69.41
抵押	134	39.07	14919.55	33.49	9957.98	30.59
合 计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（3）未偿本息费余额分布

万元至 300 万元的区间，合计占比为 48.69%。

截至初始起算日，入池贷款未偿本息费余额为 44543.57 万元，单笔平均未偿本息费余额为 129.86 万元。未偿本息费余额主要集中在 100

入池不良贷款的未偿本息费余额分布如表 5 所示：

表 5 未偿本息费余额分布（单位：万元、笔、%）

余额	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0,50]	140	40.82	1845.30	4.14	1217.36	3.74
(50,100]	40	11.66	2695.01	6.05	1811.49	5.56
(100,150]	50	14.58	6150.83	13.81	3970.28	12.20
(150,200]	24	7.00	4192.77	9.41	2949.57	9.06

(200,250]	30	8.75	6767.28	15.19	4550.80	13.98
(250,300]	17	4.96	4578.81	10.28	3195.14	9.81
(300,350]	9	2.62	2931.26	6.58	2102.16	6.46
(350,400]	11	3.21	4043.51	9.08	3227.42	9.91
400 以上	22	6.41	11338.80	25.46	9532.27	29.28
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0, 50]表示大于0但小于等于50，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(4) 入池资产逾期期限分布 占比为 39.20%。入池不良贷款逾期期限分布如表 6 所示：
截至初始起算日，入池贷款的逾期期限主要集中在 3 至 6 个月，该区间未偿本息费余额

表 6 逾期时间分布（单位：月、笔、万元、%）

逾期时间	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
[0,3]	71	20.70	7983.16	17.92	6328.72	19.44
(3,6]	134	39.07	17462.76	39.20	12656.99	38.88
(6,9]	66	19.24	9120.99	20.48	6797.21	20.88
(9,12]	39	11.37	5055.00	11.35	3377.21	10.37
12 以上	33	9.62	4921.66	11.05	3396.37	10.43
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

注：1.[,]为闭区间，例如[0, 3]表示大于等于0但小于等于3，下同；
2.逾期时间（月）=（初始起算日-贷款进入逾期日期）/30，其中贷款进入逾期日期由发起机构提供，下同；
3.逾期时间为0指截至初始起算日贷款尚未逾期，但由发起机构认定为不良的情况
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(5) 借款人授信额度分布 在 400 万元以下，未偿本息费余额占比合计 68.16%，具体分布如表 7 所示：
本交易入池贷款借款人授信额度主要集中在

表 7 授信额度分布（单位：万元、笔、%）

授信额度	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0,100]	184	53.64	5092.49	11.43	3418.88	10.50
(100,200]	67	19.53	10201.87	22.90	6803.64	20.90
(200,300]	41	11.95	9492.60	21.31	6565.14	20.17
(300,400]	17	4.96	5575.18	12.52	4111.36	12.63
400 以上	34	9.91	14181.43	31.84	11657.48	35.81
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(6) 借款人年龄分布 本息费余额占比最高，为 39.58%。借款人年龄分布如表 8 所示：
从借款人的年龄分布来看，借款人所属年龄区间在 40（不含）至 50（含）岁的贷款未偿

表 8 借款人年龄分布（单位：岁、笔、%、万元）

借款人年龄	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
[18,30]	9	2.62	1129.14	2.53	841.43	2.58
(30,40]	106	30.90	14292.78	32.09	10429.86	32.04
(40,50]	158	46.06	17628.48	39.58	12576.55	38.63
(50,60]	45	13.12	9940.88	22.32	7598.36	23.34
60 以上	25	7.29	1552.29	3.48	1110.29	3.41
合 计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(7) 借款人年收入分布 的借款人未偿本息费余额占比较高，占 95.74%。
从借款人年收入看，年收入低于 100 万元 借款人年收入分布如表 9 所示：

表 9 借款人年收入分布（单位：万元、笔、%）

年收入	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
[0,100]	335	97.67	42647.44	95.74	31114.69	95.57
(100,200]	7	2.04	1661.88	3.73	1272.31	3.91
200 以上	1	0.29	234.25	0.53	169.50	0.52
合 计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(8) 借款人行业分布 其未偿本息费余额占比 58.06%。入池资产借款
入池贷款借款人主要集中于批发和零售业， 人行业分布如表 10 所示：

表 10 借款人行业分布（单位：笔、%、万元）

行业	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
批发和零售业	191	55.69	25863.42	58.06	18801.22	57.75
信息传输、软件和信息技术服务业	19	5.54	4159.85	9.34	3468.46	10.65
建筑业	24	7.00	3909.12	8.78	2905.78	8.93
租赁和商务服务业	34	9.91	3075.88	6.91	2623.50	8.06
制造业	15	4.37	1651.57	3.71	1141.48	3.51
教育	16	4.66	1237.59	2.78	649.91	2.00
水利、环境和公共设施管理业	3	0.87	1119.84	2.51	790.53	2.43
住宿和餐饮业	15	4.37	974.43	2.19	699.93	2.15
其他	26	7.58	2551.86	5.73	1475.68	4.53
合 计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

注：仅列出了本交易入池贷款未偿本息费余额占比超过 2% 的行业，剩余的归于其他类

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(9) 借款人所在地区分布 23.09%和 20.72%。借款人所在地区分布如表 11
从借款人所在地区分布来看，浙江设和广 所示：
东省占比较高，未偿本息费余额占比分别为

表 11 借款人所在地区分布（单位：笔、%、万元）

地区	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
浙江	95	27.70	10286.50	23.09	7887.91	24.23
广东	47	13.70	9227.36	20.72	7544.42	23.17
天津	53	15.45	5698.39	12.79	3292.92	10.11
上海	36	10.50	5584.49	12.54	5220.49	16.04
重庆	40	11.66	4112.02	9.23	2136.20	6.56
甘肃	39	11.37	3734.87	8.38	2350.59	7.22
江苏	17	4.96	2337.40	5.25	1545.69	4.75
辽宁	12	3.50	1830.58	4.11	1052.12	3.23
北京	4	1.17	1731.97	3.89	1526.15	4.69
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（10）抵押物类型分布 偿本息费余额占比为 93.99%。抵押物类型分布
本次入池资产抵押物以普通住宅为主，未 如表 12 所示：

表 12 抵押物类型分布（单位：笔、%、万元）

抵押物类型	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
普通住宅	333	97.08	41864.33	93.99	30839.04	94.72
商铺/商场	4	1.17	957.39	2.15	700.09	2.15
写字楼	3	0.87	842.85	1.89	402.90	1.24
公寓	2	0.58	626.46	1.40	506.56	1.56
车库	1	0.29	252.53	0.57	107.90	0.33
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（11）初始抵押率分布 150%的区间，未偿本息费余额占比 63.97%。入
入池贷款初始抵押率主要集中在 100%至 池贷款初始抵押率分布如表 13 所示：

表 13 初始抵押率分布（单位：笔、%、万元）

初始抵押率	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
(0,50]	3	0.87	145.71	0.33	142.38	0.44
(50,100]	7	2.04	460.93	1.03	248.55	0.76
(100,150]	239	69.68	28494.48	63.97	19736.85	60.62
(150,200]	72	20.99	11366.95	25.52	8969.99	27.55
200 以上	22	6.41	4075.51	9.15	3458.73	10.62
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

注：参照《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，初始抵押率=抵（质）押物初始评估价值/贷款发放日合同金额，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（12）抵押登记状态分布 本交易入池贷款已全部办理正式抵押登记。

（13）抵押物地区分布 本交易入池贷款抵押物所处城市分布较广，其中杭州、深圳、上海和天津的未偿本息费余

额占比均超过 10%，合计占比 59.57%，地区集中度较高。入池贷款抵押住房所处城市分布如

表 14 所示：

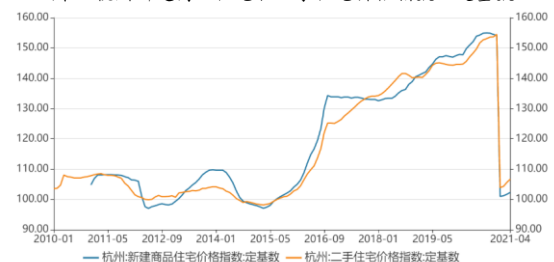
表 14 抵押物所处城市分布（单位：笔、%、万元）

抵押物所处城市	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收	
	笔数	占比	余额	占比	金额	占比
杭州	91	26.53	9649.59	21.66	7526.51	23.12
深圳	25	7.29	5971.55	13.41	5256.37	16.15
上海	36	10.50	5584.49	12.54	5220.49	16.04
天津	52	15.16	5327.78	11.96	2980.96	9.16
重庆	40	11.66	4112.02	9.23	2136.20	6.56
兰州	27	7.87	2877.30	6.46	1717.00	5.27
广州	16	4.66	2420.83	5.43	1774.77	5.45
北京	5	1.46	2102.57	4.72	1838.11	5.65
沈阳	12	3.50	1830.58	4.11	1052.12	3.23
南京	12	3.50	1575.67	3.54	1109.76	3.41
其他	27	7.87	3091.20	6.94	1944.21	5.97
合计	343	100.00	44543.57	100.00	32556.50	100.00

注：上表仅列出了本交易入池贷款未偿本息费余额占比超过 2% 的城市，剩余的归于其他类
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

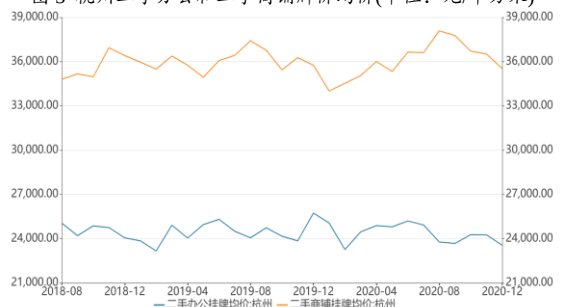
本交易入池贷款未偿本息费余额占比最高的城市为杭州市，未偿本息费余额占比 21.66%。2020 年，杭州实现地区生产总值 16106 亿元，比上年增长 3.9%。2020 年，杭州市房地产业增加值 1226 亿元，比上年增长 3.9%；房地产开发投资增长 5.3%，其中住宅投资增长 0.8%，办公楼投资增长 11.5%，商业营业用房投资增长 3.5%。截至 2020 年末，杭州市房屋施工面积 13310 万平方米，比上年增长 11.0%；新开工面积 3543 万平方米，比上年增长 45.5%；竣工面积 1799 万平方米，比上年增长 4.1%。商品房销售面积 1699 万平方米，比上年增长 12.3%；商品房销售额 4595 亿元，比上年增长 17.1%。杭州市新建住宅和二手住宅价格指数如图 2 所示，杭州市二手办公和二手商铺牌价均价如图 3 所示。

图 2 杭州新建商品住宅和二手住宅价格指数：定基数



注：定基数标准为：2015 年=100（2021 年以前）；2020 年=100（2021 年及以后），下同
数据来源：Wind 资讯

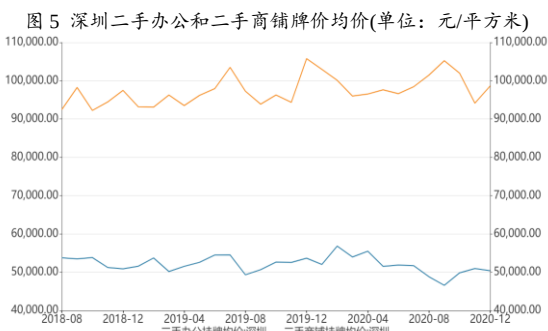
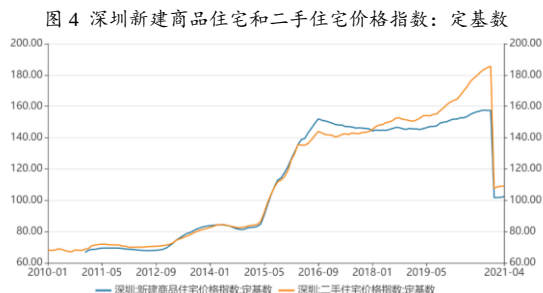
图 3 杭州二手办公和二手商铺牌价均价(单位：元/平方米)



数据来源：Wind 资讯

本交易入池贷款未偿本息费余额占比次高的城市为深圳市，占 13.41%。2020 年，深圳市实现地区生产总值 27670.24 亿元，比上年增长

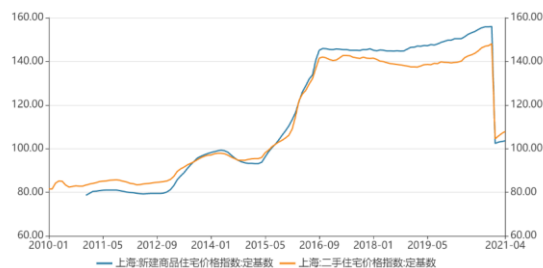
3.1%。2020 年，深圳市固定资产投资比上年增长 8.2%，其中房地产开发投资比上年增长 16.4%。深圳市新建住宅和二手住宅价格指数如图 4 所示。深圳市二手办公和二手商铺牌价均价如图 5 所示。



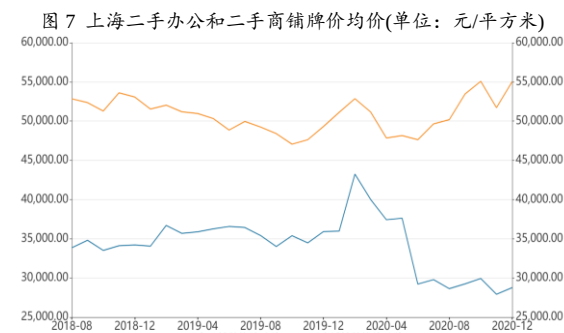
本交易入池贷款未偿本息费余额占比第三的城市为上海市，占 12.54%。2020 年，上海市实现地区生产总值 38700.58 亿元，比上年增长 1.7%。2020 年，上海市房地产开发投资额比上年增长 11.0%，其中住宅投资增长 4.3%。2020 年，上海市商品房施工面积 15740.34 万平方米，

比上年增长 6.3%；商品房竣工面积 2877.78 万平方米，比上年增长 7.8%；商品房销售面积 1789.16 万平方米，比上年增长 5.5%；商品房销售额 6046.97 亿元，比上年增长 16.2%，其中住宅销售额 5268.85 亿元，比上年增长 18.2%。2020 年全年，上海市二手存量房买卖登记面积 2546.17 万平方米，比上年增长 21.3%。上海市新建住宅和二手住宅价格指数如图 6 所示。上海市二手办公和二手商铺牌价均价如图 7 所示。

图 6 上海新建商品住宅和二手住宅价格指数：定基数



数据来源：Wind 资讯



数据来源：Wind 资讯

四、定量分析

1. 资产池回收估值过程及估值结果

对资产池回收估值主要包括标的债权的处置策略、预计回收金额、预计回收时间等。对于入池标的债权，浙商银行主要采取的策略包括诉讼处置抵押物、借款人自偿+诉讼处置抵押物、债务重组及诉讼等其他方式相结合的混合方式等。本交易入池抵押物主要包含普通住宅、公

寓、商铺和写字楼等，通过处置抵押物实现回收为其主要清收方式。

联合资信对资产池回收金额进行估值主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息和小微不良债权历史表现统计；评估机构对资产池所涉及抵押物的评估价值；律师事务所对资产池出具的法律意见等。在上述信息的基础

上，联合资信结合尽职调查了解到的抽样资产相关信息、发起机构提供的入池资产相关信息、发起机构催收过程和催收管理方式、各地区的经济和法律环境、各地区押品流通环境、同类资产处置历史资料及数据等，对资产池回收金额及回收时间进行估计。

联合资信关于资产池回收的估值过程如下：首先，结合历史数据、入池资产池特征以及基础资产业务模式对发起机构进行尽调访谈和资料收集，对入池资产进行抽样尽调；然后，分析资产特征、历史数据回收特点及发起机构催收管理方式，并结合资产池全量资产信息和抽样资产的分析结果，确定影响回收估值及回收时间分布的重要因素，对资产池回收金额及现金流分布进行估计。

(1) 尽职调查分析

联合资信针对本交易的尽职调查包括对入池资产抽样尽调，以及对发起机构进行访谈和资料收集两个层面。

本交易资产池涉及借款人较多，地域分布比较广泛。为了能更加深入了解本交易入池贷款基本情况及浙商银行对小微不良贷款的处置催收情况，联合资信对北京分行、杭州分行、南京分行、上海分行、沈阳分行、天津分行和重庆分行共计 7 个分行的入池贷款进行了抽样调查，抽样资产未偿本息费余额共计 31581.34 万元，占入池资产未偿本息余额的 70.90%。

(2) 资产池证券期限内回收估计

标的债权回收估值包括入池资产证券期限内回收金额及回收时间分布预测。

回收金额预测

根据入池资产抵押物特征及浙商银行小微不良债权的催收管理办法，联合资信认为本交易入池资产主要通过抵押物的清收实现回收。联合资信对于贷款回收价值的评估基于本交易评估机构天健兴业资产评估有限公司（以下简称“天健兴业”）提供的抵押物市场价值，同时考虑押品快速变现能力、处置环境、市场价值波动及资产特殊因素等要素后的贷款可回收价

值。

表 15 回收金额预测指标

估值关键指标	具体影响因素
抵押物快速变现能力	抵质押物类型、房屋面积等
处置环境	押品所在城市经济环境、司法环境、同类押品市场流通情况、分行清收能力等
资产特殊因素	贷款优先受偿顺位及前序贷款金额、唯一住房补贴（如果是唯一住房）、租金及租期（如有租约）、涉刑金额（如果借款人涉刑且入池抵押物需用于偿还涉刑金额）、押品处置相关税收政策等

(a) 抵押物快速变现能力

影响抵押物快速变现能力的因素包括抵押物类型、抵押物面积、抵押物用途等。一般而言，商铺、商场、写字楼等商业用房在快速变现过程中较个人普通住宅存在更大的处置压力；针对于同一类抵押物而言，具有较大的房屋面积、较为专业用途或受众相对较窄都会影响押品快速处置难度。联合资信在估值过程中，对于不同类型的资产赋予不同的估值折扣系数，并根据上述其他因素进行修正。

表 16 快速变现前提下各抵押物类型基准回收折扣系数

抵质押物类型	基准回收折扣系数
居住用房地产	70%
商用房地产	60%
居住用、商用建设用地使用权	60%
房产类在建工程	50%

(b) 抵押物处置环境

抵押物处置环境的优劣将直接影响押品清收价值，具体包括押品所在地区的经济环境、司法环境和同类押品市场流通情况，除此之外发起机构的清收能力也是重要影响因素之一。

浙商银行提供了 2012 年 1 月至 2020 年 12 月各入池分行存续的小微资产不良贷款规模、贷款笔数及每半年时点回收率。据此，联合资信对浙商银行各分行催收能力、回收水平及回收稳定性进行了分析，并结合尽调情况进行了验证和补充。根据分析，浙商银行各分行以住宅和商铺为抵押物的小微不良贷款回收表现因

所在地区经济、法律环境的不同而有所差异。

联合资信根据尽调获取的信息及资产抽样调查结果，结合外部经济数据及相关政策资料，对各区域押品市场流通表现进行折扣调整；并根据历史回收数据，分析得出发起机构各分行清收能力系数；最后基于上述折扣及入池资产修正后的回收率基准，得到入池资产押品清收价值。

表 17 本交易抵押物市场流通情况城市分类

抵押物类型	抵押物市场流通等级	城市
普通住宅	一类城市	北京、上海、广州、深圳、杭州
	二类城市	其他城市
商业用房	一类城市	北京、上海、广州、深圳、杭州
	二类城市	其他城市

(c) 资产特殊因素

入池资产贷款可回收价值除了会受到押品清收价值的直接影响，还可能受到前序顺位贷款余额（若入池贷款不具有第一顺位受偿权）、唯一住房补贴（如果抵押物是唯一住房）、租金及租期（如抵押物涉及租约）、涉刑金额（如借款人涉刑且入池抵押物需用于偿还涉刑金额）、押品处置相关税收等特殊支出项的影响。其中唯一住房和税收受区域性政策影响较大，其余因素则为每笔资产特定支出因子。联合资信在抽样调查阶段重点关注了具有特殊因素属性的资产，并逐笔估计入池资产特殊支出项金额，结合押品清收价值，得出入池资产最终贷款可回收价值。根据分析测算，资产池证券期限内（5 年）预期毛回收金额为 32556.50 万元，毛回收率为 73.09%。

回收时间分布预测

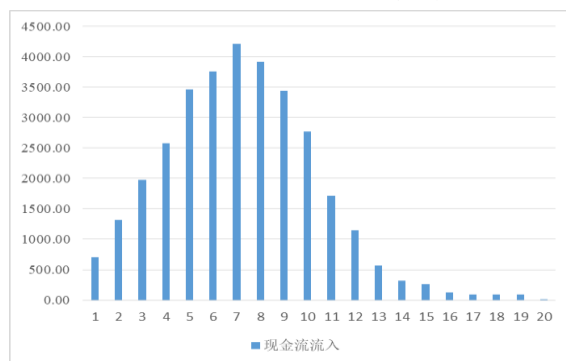
预测贷款回收时间分布时，联合资信综合考虑逐笔入池资产处置策略（债务重组/抵押物清收）、诉讼状态（未起诉、已起诉未开庭、已开庭、已判决、执行中、执行终结、已调解、执行中止等）、查封状态（是否首封及是否异地查封等）、处置进度、抵押物腾退难度（是否存在

他人占用等）、前序民事/刑事案件影响（如有）等因素，并结合影响抵押物处置进度的其他因素（借款人失联、前序刑事案件未判决等），得到资产池回收金额及回收时间分布，详见下图。

表 18 回收分布延迟的影响因素（单位：月）

影响因素	具体情形	延迟期数
借款人是否失联	失联	9
借款人是否配合	不配合	6
房屋状态	他人占用	6
刑事案件	涉刑且未判决	9
处置方式	回收方式为债务重组等	12

图 8 资产池预期回收金额及时间分布（单位：万元）



(3) 资产池估值风险因素

(a) 抵押物价值波动风险

本交易资产池所有贷款均为以普通住宅、公寓、商铺和写字楼、别墅、车库等为抵押物的不良贷款，抵押物价值的波动将对基础资产的后续回收产生较大影响。本交易聘请了专业的评估机构对每笔基础资产的抵押物价值进行了评估，联合资信在测算回收率的过程中，参考了评估机构给出的抵押物初始起算日的市场价值，并考虑了未来抵押物价值波动的可能，评级结果已经反映了上述风险。

(b) 催收政策变化的风险

在测算回收率时，联合资信假设浙商银行未来的催收政策、催收流程及其与律师团队的合作关系将保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来回收水平产生影响。考虑到浙商银行具有较丰富不良资产管理及清收经验，且今年来处置联合资信

认为该风险较小。

(c) 地区集中风险

本交易抵押物地区分布较为广泛，但未偿本息费余额占比前三的城市达47.61%，其中杭州占比最高（为21.66%），地区集中风险很高。同时，普通住宅、公寓、商铺和写字楼等抵押物处置回收受地区因素影响很大；抵押物所在地经济环境、二手房价格走势、社会环境、司法环境等共性因素都会对不良贷款的回收产生重要影响。地方司法环境也会直接影响到资产的回收变现水平。因此，联合资信将地区集中风险作为影响不良贷款回收价值的重要风险因素，根据经济发展程度、地方政府及司法执行的历史惯例，将地区集中风险对资产池回收水平的影响纳入考虑范围。

2. 现金流分析及压力测试

本交易入池抵押物主要包含普通住宅、公寓、商铺和写字楼等，通过处置抵押物实现回收为其主要清收方式。根据联合资信对房产类抵押物回收所设定的基准跌价比率参数，并结合入池资产类型对其进行修正，通过压力测试及返回检验，以确定资产支持证券的相应级别。

具体而言，联合资信基于预设的证券发行规模、分层比例及证券预期发行利率，根据信托账户约定的现金流支付顺序、信托（流动性）储备账户、触发事件等交易结构安排，编制了本交易适用的现金流模型以返回检验优先档证券拟发行规模能否通过目标评级的压力测试。进行压力测试是为了反映出资产池在某些不利情景下产生的现金流对证券本息偿付的覆盖情况。若在优先档证券目标评级等级对应的压力情境下，安全距离大于0，则说明优先档证券通

过了该级别的压力测试。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对回收率量化指标按照优先档证券目标评级 AAA_{sf} 的评级标准进行考量。回收率下降意味着资产池现金流入低于预期标准，从而加大了优先档证券利息偿付的压力。具体而言，本交易目标级别回收率折损系数基于联合资信对房产类抵押物回收所设定的基准跌价比率，并结合入池资产类型进行修正得出。资产现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 19 压力测试的回收率加压结果

参数名称	回收率
目标级别	AAA _{sf}
基准参数（%）	73.09
目标评级下回收率折损系数（%）	27.63
加压后参数（%）	52.89

现金流流出端压力因子设置

联合资信主要的压力测试手段包括优先档证券发行利率上浮及回收时间分布改变等。优先档证券发行利率越高，为覆盖优先档证券利息所需的现金流越多，从而压力越大；回收时间分布发生改变会影响每期处置费和证券应付利息金额，从而影响对优先档证券的保护距离。压力测试的相关参数及结果详见表 20、表 21。

表 20 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件	压力条件
回收率	73.09%	52.89%
回收分布	详见图 8	后置 20%
优先档证券预期收益率	4.50%	5.00%

注：本交易所涉及的登记托管费、支付代理机构费、信托管理费、资金保管机构费、贷款服务机构费以及其他各参与机构固定费用等已在模型中体现

表 21 AAA_{sf} 压力情景下证券压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
预计毛回收金额	24053.50	前端处置费	976.69	976.69
		税费	136.93	136.93
		优先档利息	2188.19	2188.19
		优先档本金	20600.00	20600.00

		次级本金	24900.00	151.68
流入合计	24053.50	流出合计	28202.21	24053.50

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先档证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 166.74 万元⁸可用于兑付优先档本金之后费用及次级证券的本息，对优先档证券本金形成 0.81% 的安全距离⁹；因此，优先档证

券可以通过 AAA_{sf} 级别压力测试。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”项下优先档证券的信用等级能够达到 AAA_{sf}。

五、评级结论

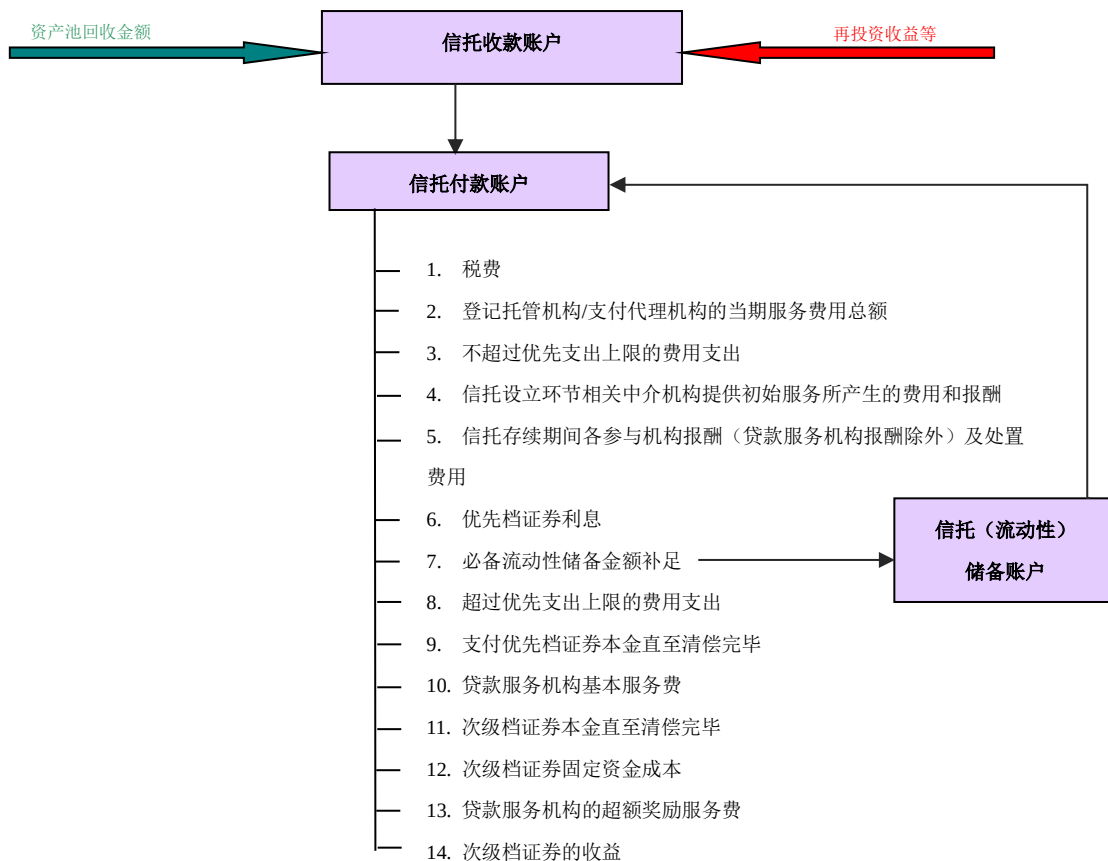
联合资信基于发起机构提供的基础资产相关资料及尽职调查所获信息，在对本次交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、现金流分析及压力测试、相关参与机构及法律要素等方面进行综合分析的基础上，确定“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评级。上述优先档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

⁸其中 15.06 万元用于支付劣后贷款服务机构费用，151.68 万元用于支付次级本金。

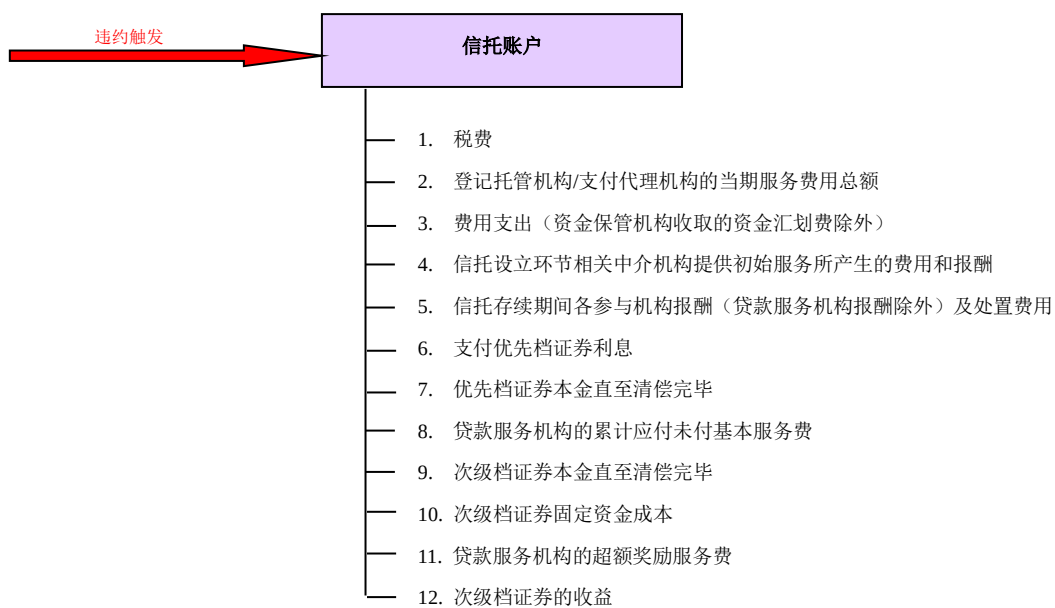
⁹ 优先档证券的安全距离=优先档证券本息支付完毕后剩余的现金/优先档证券发行规模。

附图 现金流支付机制

附图 1 违约事件发生前的现金流支付机制



附图 2 违约事件发生后的现金流支付机制



附件 1 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信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：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	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
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
C _{sf}	不能偿还债务

附件 2 入池贷款本息费余额占比前二十大借款人回收情况表

(单位: 万元、%)

序号	未偿本息费余额	金额占比	贷款五级分类	预计回收金额	预计回收占比
借款人 1	1070.14	2.40	可疑	1012.49	3.11
借款人 2	1028.85	2.31	次级	1028.85	3.16
借款人 3	1013.03	2.27	次级	1013.03	3.11
借款人 4	790.88	1.78	次级	790.88	2.43
借款人 5	724.37	1.63	次级	676.05	2.08
借款人 6	682.79	1.53	次级	682.79	2.10
借款人 7	647.91	1.45	损失	465.63	1.43
借款人 8	613.17	1.38	次级	412.61	1.27
借款人 9	581.55	1.31	次级	372.68	1.14
借款人 10	561.22	1.26	次级	561.22	1.72
借款人 11	540.34	1.21	可疑	264.00	0.81
借款人 12	538.24	1.21	可疑	417.30	1.28
借款人 13	533.84	1.20	次级	533.84	1.64
借款人 14	512.65	1.15	次级	247.24	0.76
借款人 15	507.97	1.14	次级	415.89	1.28
借款人 16	507.39	1.14	次级	393.65	1.21
借款人 17	483.91	1.09	次级	259.73	0.80
借款人 18	476.67	1.07	次级	380.34	1.17
借款人 19	472.21	1.06	次级	450.12	1.38
借款人 20	471.94	1.06	次级	324.90	1.00
合计	12759.05	28.64	—	10703.25	32.88

资料来源: 联合资信整理

附件 3 回收金额占比前二十大资产的特征情况表

(单位: 万元、%)

序号	未偿本息 费余额	金额占比	借款人职业	借款人 地区	担保方式	预计回收 金额	预计回收 金额占比
入池贷款 1	507.97	1.14	批发和零售业	北京	抵押+保证	415.89	1.28
入池贷款 2	533.84	1.20	建筑业	北京	抵押	533.84	1.64
入池贷款 3	182.77	0.41	批发和零售业	北京	抵押+保证	182.77	0.56
入池贷款 4	507.39	1.14	批发和零售业	北京	抵押+保证	393.65	1.21
入池贷款 5	261.97	0.59	建筑业	天津	抵押+保证	165.70	0.51
入池贷款 6	324.23	0.73	批发和零售业	天津	抵押+保证	197.82	0.61
入池贷款 7	5.40	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	2.68	0.01
入池贷款 8	24.12	0.05	批发和零售业	天津	抵押+保证	11.98	0.04
入池贷款 9	10.80	0.02	批发和零售业	天津	抵押+保证	5.36	0.02
入池贷款 10	2.19	0.00	批发和零售业	天津	抵押+保证	1.61	0.00
入池贷款 11	3.82	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	2.82	0.01
入池贷款 12	1.09	0.00	批发和零售业	天津	抵押+保证	0.80	0.00
入池贷款 13	5.39	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	2.68	0.01
入池贷款 14	16.49	0.04	批发和零售业	天津	抵押+保证	10.06	0.03
入池贷款 15	5.38	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	2.67	0.01
入池贷款 16	5.38	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	2.67	0.01
入池贷款 17	0.33	0.00	批发和零售业	天津	抵押+保证	0.24	0.00
入池贷款 18	139.99	0.31	交通运输、仓储和邮政业	天津	抵押+保证	72.73	0.22
入池贷款 19	2.40	0.01	批发和零售业	天津	抵押+保证	1.77	0.01
入池贷款 20	0.73	0.00	批发和零售业	天津	抵押+保证	0.54	0.00
合计	2541.68	5.71	—	—	—	2008.30	6.17

资料来源: 联合资信整理

联合资信评估股份有限公司关于 臻金 2021 年第一期不良资产支持证券 的跟踪评级安排

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“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”项下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。

浙商银行股份有限公司/华润深国投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“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”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“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，浙商银行股份有限公司/华润深国投信托有限公司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“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”相关信息，如发现“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙商银行股份有限公司/华润深国投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“臻金 2021 年第一期不良资产支持证券”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浙商银行股份有限公司/华润深国投信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。