

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《居融 2015 年第一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内容的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月二十七日



信用等级公告

联合[2015] 1932 号

联合资信评估有限公司通过对“居融 2015 年第一期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

居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券

优先 A-1 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 A-2 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月二十七日

居融 2015 年第一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)	总量占比 (%)	利率类型	信用级 别
优先 A-1 档资产支持证券	5000.00	5.89	固定利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证券	61165.12	72.11	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	8482.71	10.00	浮动利率	AA
次级档资产支持证券	10179.24	12.00	-	NR
合计	84827.07	100.00	-	-

注：NR——未予评级。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 1 月 1 日
证券法定到期日：2034 年 12 月 28 日
交易类型：RMBS
载体形式：特殊目的信托
信托财产：江苏江南农村商业银行股份有限公司发放的
84827.07 万元个人住房抵押贷款
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/贷款服务机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司
受托机构/发行人：苏州信托有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司江苏省分行
主承销商：中信证券股份有限公司

评级时间

2015 年 8 月 27 日

分析师

屈晓灿 汪潇逸

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券（包括优先 A-1 档和优先 A-2 档）的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA；次级档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 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；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本期交易入池贷款均为江苏江南农村商业银行股份有限公司发放的正常类个人住房抵押贷款，基础资产信用状况较好。
2. 本期交易入池贷款涉及 2889 笔贷款，单户借款人集中度很低，贷款分散性很好。
3. 本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级资产支持证券 22.00% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级档资产支持证券 12.00% 的信用支持。
4. 本期交易初始起算日与信托设立日之间预计有较多的利息沉淀，对优先档资产支持证券的偿付提供了信用支持。
5. 本金科目与收益科目交叉互补交易结构的设置为优先档资产支持证券提供了较好的

流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”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。

关注及风险缓释

1. 本期交易基础资产为个人住房抵押贷款，虽然国内个人住房抵押贷款经过多年发展，但仍未经历一个完整的信贷周期，房价已经历了多年的上涨，目前持续高位运行，面临较高的跌价风险，房地产行业目前属于宏观调控行业，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跌价比率等因素考虑了跌价风险，并将对房地产市场持续关注。

2. 本期交易入池贷款的账龄较短，加权平均账龄 2.72 年，贷款账龄均不足 5 年，仍处于违约高发期。

风险缓释：本期交易入池贷款的加权平均首付比率为 38.08%，随着借款人的还本付息，借款人违约的成本较高；同时，联合资信在违约率模型中通过提高账龄较短的贷款的违约率反映该风险。

3. 本期交易入池贷款借款人全部集中在江苏省常州市，地区集中度极高，存在很高的地区集中度风险。

风险缓释：江苏省作为经济大省，经济增长稳定，且常州地区近年来经济整体发展势头良好，人民生活水平持续提高，借款人整体违约意愿较低。但是，近年来常州地区房地产市场持续调整，房价走势还需进一步观察。基于以上因素，联合资信在违约率模型输入时通过对地区集中度加压来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了地区集中风险。

4. 本期交易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政策的不确定性都很强，本期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，基于发起机构预设的发行利率，建立多种利率压力情景反复测试优先档证券的兑付情况，测试结果表明优先档证券能够承受一定情景下的利率压力。同时，联合资信对于利率政策及住房抵押贷款政策将保持高度关注。如果最终发行利率与预计发行利率出现较大偏差，联合资信将在必要时对评级结果进行调整。

5. 本期交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金科目对收入科目的补偿机制，能较好的缓解流动性风险；同时，基础资产的分散性很好，单户借款人的拖欠或违约对现金流的影响不大。联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，测试结果表明流动性支持缺失所导致的流动性风险较小。

6. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，且江苏江南农村商业银行股份有限公司开展个人住房抵押贷款时间较短，提供的历史数据尚不充分，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小利差支持、加大处置回收时间等手段，反复测试优先档证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

7. 本期交易中，交易文件约定委托人在转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵押权随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取得抵押权，但不能对抗善意第三人。

风险缓释：本期交易设置了权利完善事件，当权利完善事件触发时，江南农村商业银行和受托人将在规定期限内办理抵押权变更登记手续。若在规定期限内未能办理抵押权变更登记手续，由于信托生效日前任何原因导致未能办理完毕抵押权变更登记

手续，江南农村商业银行都将该等抵押贷款作为不合格信贷资产予以赎回；由于信托生效后江南农村商业银行的原因导致未能办理完毕抵押权变更登记手续，则江南农村商业银行承担相应损失；由于善意第三人对抵押房产主张担保权利，则江南农村商业银行将该等信贷资产予以赎回。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起人江苏江南农村商业银行股份有限公司和苏州信托有限公司提供，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发起人/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起人/发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发起人/发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款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

本期交易的发起机构江苏江南农村商业银行股份有限公司（以下简称“江南农商行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的 84827.07 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，通过苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）设立“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款证券化信托”。苏州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 档（包括优先 A-1 档和优先 A-2 档）、优先 B 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。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司
发行人/受托人：苏州信托有限公司
贷款服务机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司江苏省分行
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问：江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙）
主承销商：中信证券股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

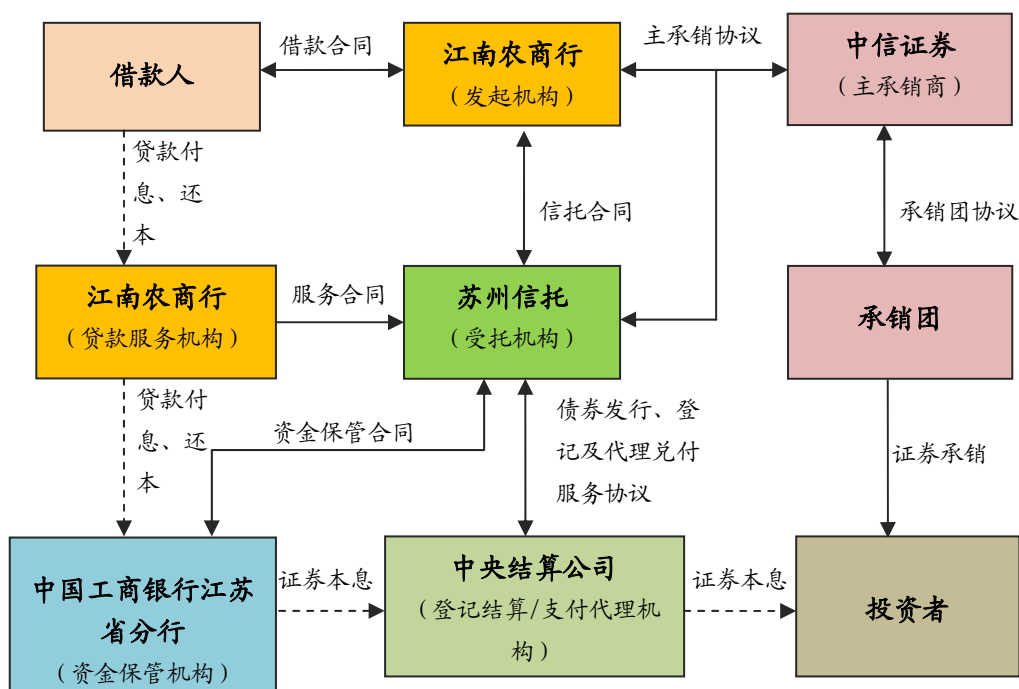


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本期交易发行优先A档（包括优先A-1档、优先A-2档）、优先B档和次级档资产支持证券

（以下简称“证券”），其中优先A-1档、优先A-2档和优先B档证券属于优先档证券，享有优先级受益权；次级档证券享有次级受益权。

本期交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级。优先A-1档、优先A-2档和优先B档证券均按月支付利息。优先A-1档证券采用固定摊还方式，优先A-2档、优先B档和次级档证券均采用过手方式并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

优先A-1档、优先A-2档、优先B档和次级档证券均采用簿记建档方式发行，其中发起机

构持有各档证券发行规模的5%。优先A-1档证券采用固定利率。优先A-2档和优先B档证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率与利差之和，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；如遇基准利率调整，证券利率将于基准利率调整生效日后次年的1月1日进行调整；次级证券不设票面利率，不获取期间收益。

表2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	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	AAA	固定	5000.00	5.89	固定利率	2015年10月26日	2034年12月28日
优先A-2档	AAA	过手	61165.12	72.11	浮动利率	2023年7月26日	2034年12月28日
优先B档	AA	过手	8482.71	10.00	浮动利率	2025年4月26日	2034年12月28日
次级档	—	—	10179.24	12.00	—	2032年12月26日	2034年12月28日

注：次级档证券预期到期日为次级档证券本金预期到期日。

3. 基础资产

本期交易的入池资产涉及发起机构江南农商行向 2886 户借款人发放的 2889 笔人民币个人住房抵押贷款。截至初始起算日（2015 年 1 月 1 日），入池贷款的未偿本金余额为人民币 84827.07 万元。

根据信托交易文件约定，本期交易入池贷款的合格标准如下：

（1）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 60 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 65 年；

（2）关于抵押贷款的标准：（a）同一《抵押贷款合同》项下抵押贷款的未偿款项（包括但不限于本金和利息）全部入池；（b）抵押贷款已经存在并由贷款服务机构服务；（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）《抵押贷款合同》和抵押权合法有效，并构成相关借款人/抵押人合法、有效和有约束力的义务，债权人/抵押人可根据其条款向借

款人/抵押人主张权利；（f）借款人迟延支付抵押贷款合同项下到期应付的金额未超过 60 天；

（g）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；（h）抵押贷款的发放日均不晚于 2015 年 1 月 1 日，且已向相关的房地产登记机关办理完毕相关抵押权的登记；（i）抵押贷款发放时，其本金金额至少为人民币 5 万元；（j）抵押贷款发放时，其本金最高额不超过人民币 500 万元；（k）抵押贷款的初始起算日本金余额于初始起算日 24:00 时为超过人民币 1 万元但少于人民币 500 万元；（l）抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 70%（初始抵押率=《抵押贷款合同》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于抵押贷款发放当时之评估价格）；（m）抵押贷款为有息贷款；（n）抵押贷款的初始贷款期限为 2 年（不含）至 30 年（含）之间，于初始起算日 0:00 时的剩余期限不超过 30 年但也不少于 9 个月；（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之间均无尚未解决的争议;相关借款人并未提出,或据发起机构所知相关借款人并未启动司法或仲裁程序,主张该抵押贷款、相关抵押贷款合同或抵押权为无效、可撤销、不可主张权利、可终止,并且该等司法或仲裁程序仍持续而未解决;(r)在初始起算日,每笔抵押贷款的质量应为江南农村商业银行制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类;

(3)关于抵押房产的标准:(a)于初始起算日,该抵押贷款已经由房产抵押担保,该抵押担保已在中国相关的房地产登记机关办理抵押权登记手续,江南农村商业银行作为第一顺位抵押权人;(b)抵押贷款的相关抵押房产不属于自建房屋;(c)抵押贷款的相关抵押房产应位于中国大陆境内地域范围;

(4)关于发放和筛选抵押贷款的标准:(a)在初始起算日,每份抵押贷款合同的文本在所有重要方面与抵押贷款协议标准格式之一相

同;(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同意的约定。

初始起算日资产池概要统计如表 3:

表 3 资产池概况

合同金额	109497.02 万元
资产池未偿本金余额	84827.07 万元
借款人户数	2886 户
贷款笔数	2889 笔
单笔贷款最大未偿本金余额	430.83 万元
单笔贷款最大合同金额	470.00 万元
入池贷款平均合同金额	37.90 万元
入池贷款平均未偿本金余额	29.36 万元
单笔贷款最高现行年利率	7.13%
加权平均贷款现行年利率	5.78%
加权平均贷款合同期限	14.06 年
入池贷款加权平均贷款账龄	2.72 年
入池贷款加权平均剩余期限	11.34 年
单笔贷款最短剩余期限	0.74 年
单笔贷款最长剩余期限	17.99 年
加权平均初始抵押率	61.92%
加权平均借款人年龄	36.46 年

二、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。根据对入池贷款特征(包括贷款质量、担保方式、利率类型、利率水平、合同金额、账龄、剩余期限、地区、初始抵押率等)以及对借款人的特征(包括借款人年龄、收入水平等)进行分析,并结合当前宏观经济形势等因素,联合资信将在违约模型中对参数进行适度调整。

1. 入池贷款资产质量

按照江南农商行贷款质量风险分类方法,本期交易入池贷款全部为江南农商行发放的正常类贷款,入池贷款的资产质量较好。

2. 入池贷款类型

本期交易入池贷款类型包括新建商品房贷款和再交易贷款,其中绝大多数为新建商品房贷款,占 98.18%。详见表 4:

表 4 入池贷款类型 单位:笔/万元/%

贷款类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
新建商品房贷款	2845	83284.11	98.18
再交易贷款	44	1542.96	1.82
合 计	2889	84827.07	100.00

3. 入池贷款担保方式

本期交易入池贷款的担保方式如表 5 所示:

表5 入池贷款担保方式 单位：笔/万元/%

担保性质	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
抵押	2889	84827.07	100.00
合 计	2889	84827.07	100.00

本期交易所有入池贷款均以所购房产作为抵押担保，有效的担保措施有利于提高违约后的回收水平。

4. 入池贷款利率特征

本期交易入池贷款利率类型全部为浮动利率，利率调整方式全部为每年年初调整，贷款基准利率按照贷款期限分为一年至三年期、三年至五年期和五年期以上，其中五年期以上利率贷款占 96.09%。详见表 6：

表6 入池贷款基准利率类型 单位：笔/万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
一年至三年期	11	276.30	0.33
三年至五年期	194	3038.43	3.58
五年期以上	2684	81512.34	96.09
合 计	2889	84827.07	100.00

5. 入池贷款利率水平

截至初始起算日，本期交易入池贷款加权平均现行利率为 5.78%，最低利率为 5.10%，最高利率为 7.13%，利率水平分布如表 7 所示：

表7 入池贷款利率水平 单位：%/笔/万元

利率水平	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(5,6]	1487	45416.60	53.54
(6,7]	1376	38911.28	45.87
(7,8]	26	499.20	0.59
合 计	2889	84827.07	100.00

注：①(,]为左开右闭区间，例如(1, 2]表示大于1年但小于等于2年，下同。

可以看出，本期交易的绝大部分贷款利率水平在 5%至 7%范围内，利率水平分布正常。

6. 入池贷款还款方式

本期交易入池贷款还款方式包括等额本息和等额本金，其中等额本息占比最高，占 86.75%，还款方式如表 8 所示：

表8 入池贷款利还款方式 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	2526	73589.13	86.75
等额本金	363	11237.94	13.25
合 计	2889	84827.07	100.00

7. 入池贷款未偿本金余额

本期交易入池贷款平均未偿本金余额 29.36 万元，最低未偿本金余额 2.17 万元，最高未偿本金余额 430.83 万元。入池贷款未偿本金余额分布情况如表 9 所示：

表9 入池贷款未偿本金金额 单位：万元/笔/%

未偿本金余额区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 20]	909	12015.07	14.16
(20, 40]	1459	42224.03	49.78
(40, 60]	389	18285.96	21.56
(60, 80]	75	5088.52	6.00
(80, 100]	20	1773.14	2.09
(100, 120]	18	1946.53	2.29
(120, 140]	8	1034.53	1.22
140 以上	11	2459.29	2.90
合 计	2889	84827.07	100.00

可以看出，本期交易入池贷款的未偿本金余额主要分布于 60 万元以内，约占 85%。

8. 入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 2.72 年，最短账龄 0.05 年，最长账龄 4.73 年。具体分布如表 10 所示：

表10 入池贷款账龄分布 单位：年/万元/%

账龄	未偿本金余额	金额占比
(0,1]	4094.32	4.83

(1,2]	22390.25	26.40
(2,3]	17703.70	20.87
(3,4]	38217.97	45.05
(4,5]	2420.83	2.85
合计	84827.07	100.00

可以看出，全部入池贷款的账龄均在五年以内，账龄较短，仍处于违约高发期。联合资信设计了相应的违约分布情景并反复进行压力测试，以反映入池贷款的账龄特征。

9. 入池贷款剩余期限分布

本期交易入池贷款加权平均剩余期限为 11.34 年，最短剩余期限为 0.74 年，最长剩余期限为 17.99 年。入池贷款剩余期限具体分布如表 11 所示：

表 11 入池贷款剩余期限分布 单位：年/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0,5]	4600.82	5.42
(5,10]	29305.88	34.55
(10,15]	28328.88	33.40
(15,20]	22591.49	26.63
合 计	84827.07	100.00

注：剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款合同到期日的时间区间。

截至初始起算日，本期交易绝大部分入池贷款的剩余期限处于 5 年至 20 年之间，剩余期限较长。考虑到既定期限内集中违约的影响，联合资信设计了相应的违约分布情景并进行了压力测试，以反映入池贷款剩余期限特征。

10. 入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人全部集中在江苏省常州市，地区集中度极高。

2014 年，常州市地区生产总值为 4901.9 亿元，同比增长 10.1%，其中第一产业增加值 138.5 亿元，同比增长 3%，第二产业增加值 2458.2 亿元，增长 9.5%，第三产业增加值 2305.2 亿元，增长 11.4%；全市按常住人口计算的人均生产

总值达 104423 元。2014 年常州市居民收入稳步提高，全市居民人均可支配收入 32662 元，比上年增长 9.2%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 39483 元，增长 8.8%；农村居民人均可支配收入 20133 元，增长 10.8%。

2014 年，常州市房地产业去库存化特征明显，供应大幅下跌，成交同比下降。常州市 2014 年完成房地产业投资额 681.5 亿元，同比减少 2.48%；全年房屋施工面积 4460 万平方米，同比减少 5.8%；商品房新开工面积 917 万平方米，同比减少 27.4%；商品房竣工面积 847 万平方米，同比减少 26.7%。2014 年常州商品房供应 669.46 万平方米，同比下降 26.44%，入市量下降明显；成交 596.44 万平方米，成交量同比减少 5.85%，成交均价 7168 元/平米，同比下降 7.18%，整体市场量价齐跌，存在一定市场风险。

总体来看，本期交易入池资产借款人地区集中度极高，近年来常州地区房地产市场持续调整，未来房价走势还需进一步观察。但是常州地区经济整体发展势头良好，一定程度上缓解区域的集中风险。联合资信在违约率模型的设计时，考虑了以上因素，通过对地区集中度加压来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了地区集中风险。

11. 入池贷款抵押物面积

本期交易入池贷款抵押物面积如表 12 所示：

表 12 抵押物面积分布 单位：平方米/笔/万元/%

房屋面积	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 100]	1247	28596.38	33.71
(100, 200]	1587	50640.61	59.70
(200, 300]	42	3462.95	4.08
(300, 400]	10	1163.68	1.37
(400, 500]	1	250.39	0.30
(500, 600]	1	430.83	0.51
600 以上	1	282.24	0.33
合 计	2889	84827.07	100.00

可以看出，本期交易入池贷款抵押物面积主要集中于 200 平方米以内，该区间的贷款未偿本金余额合计占比 93.41%，即以经济自住房为主，借款人主观上的违约意愿较低，且该类房产较易处置，发生违约后变现较容易。

12. 入池贷款购房合同价格分布

本期交易入池资产的购房合同价格分布如表 13 所示：

表 13 购房合同价格分布 单位：万元/笔/%

购房合同价格	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,50]	910	16776.93	19.78
(50,100]	1730	51492.04	60.70
(100,150]	183	9219.19	10.87
(150,200]	27	2279.74	2.69
(200,250]	19	2012.35	2.37
(250,300]	4	535.05	0.63
300 以上	16	2511.77	2.96
合 计	2889	84827.07	100.00

可以看出，购房合同价格主要在 100 万元以内，该区间的贷款未偿本金余额合计占比为 80.48%。总价较低的房产处置难度相对较小，有利于缩短贷款违约后的处置周期。

13. 入池贷款初始抵押率分布

本期交易入池贷款加权平均初始抵押率为 61.94%，具体分布如表 14 所示：

表 14 初始抵押率分布 单位：笔/万元/%

初始抵押率	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	2	36.20	0.04
(10, 20]	33	230.87	0.27
(20, 30]	108	1287.47	1.52
(30, 40]	336	6429.87	7.58
(40, 50]	331	7601.03	8.96
(50, 60]	437	11400.57	13.44
(60, 70]	1642	57841.07	68.19

合 计	2889	84827.07	100.00
-----	------	----------	--------

注：初始抵押率=抵押贷款合同金额/抵押房产价值×100%，其中抵押房产价值为购房合同价格和贷款发放时房屋评估价格的较小值。

可以看出，本期交易入池资产的初始抵押率集中于 60%至 70%，初始抵押率处于较高水平。

14. 借款人年龄分布

本期交易入池资产借款人年龄分布如表 15 所示：

表 15 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
(10, 20]	7	198.76	0.23
(20, 30]	797	25229.48	29.74
(30, 40]	949	27183.47	32.05
(40, 50]	939	27150.81	32.01
(50, 60]	197	5064.56	5.97
合 计	2889	84827.07	100.00

截至初始起算日，本期交易入池贷款借款人年龄主要分布于 20 岁至 50 岁之间，位于该年龄区间借款人的收入水平呈上升或稳定趋势，有利于贷款的偿付。

15. 借款人年收入水平分布

各笔抵押贷款发放时借款人的年收入水平分布如表 16 所示：

表 16 借款人年收入水平分布 单位：万元/笔/%

年收入水平	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	689	15598.79	18.39
(5, 10]	1371	35181.81	41.47
(10, 20]	626	22102.65	26.06
(20, 50]	159	8540.10	10.07
50 以上	44	3403.73	4.01
合 计	2889	84827.07	100.00

三、交易结构分析

本期交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本期交易还安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托人将设立信托账户，用以记录信托财产的收支情况，该信托账户下设立收益科目和本金科目，收益科目管理收入回收款，本金科目管理本金回收款，该账户资金全部来源于信托财产。

2. 现金流支付机制

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”是指：(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）不能足额支付当时应偿付的最优先级别的优先档资产支持证券利息的（但只要存在尚未清偿的级别最高的优先档资产支持证券，由于信托没有足够资金而未能支付其他低级别优先档资产支持证券利息和次级档资产支持证券收益不应构成违约事件）；(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的资产支持证券本金的；(c) 受托人失去了继续以信托的名义持有信托财产的权力或者无法履行其在交易文件下的义务，且未能根据交易文件为信托指派另一个受托人；(d) 受托人违反其在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件项下的任何重要义务，且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能得到补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能在违约发生

后 90 日内替换受托人；(e) 受托人在《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，在做出时便有重大不实或误导成分，并且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能在违约发生后 90 日内替换受托人。

“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列示如下：(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) 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，或(ii) 在需要更换受托人或必须任命后备贷款服务机构的情况下，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；(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 1.5%，第二年 2%，第三年 3%，第四年 4%，第五年及以后 5%；(f) 发生“违约事件”中所列的(c)、(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列示如下：

(j) 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)项约定的义务除外），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 日内未能得到补救；(k) 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;(1)发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者抵押贷款或其附属担保权益有重大不利影响的事件;(m)交易文件(《承销协议》和《承销团协议》除外)全部或部分被终止,成为或将成为无效、被撤销、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。

(1) “违约事件”发生前

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,信托账项下资金分为收益科目项下资金和本金科目项下资金,收益科目资金和本金科目资金之间安排了交叉互补机制。

具体而言,在未发生加速清偿事件情况下,收益科目项下资金在顺序支付税收和规费、参与机构报酬和限额内费用支出、贷款服务机构不超过 10%的服务报酬、优先 A-1 档、优先 A-2 档和优先 B 档证券利息、贷款服务机构超过 10%的服务报酬,然后支付本金科目累计转移额和违约额、限额外相关机构费用支出后,剩余资金全部记入本金科目;本金科目项下资金首先用于弥补收益科目税收及规费、各机构服务报酬、优先档证券利息后,在第一个支付日,首先支付优先 A-1 档证券本金,直至优先 A-1 档证券本金清偿完毕,然后支付优先 A-2 档证券本金,直至优先 A-2 档证券本金支付完毕;在第二个及其后的支付日,同顺序按比例支付优先 A-1 档和优先 A-2 档证券本金;然后用于优先 B 档以及次级档证券本金的顺序偿付,最后用于支付次级档证券的收益。

在发生加速清偿事件的情况下,收益科目项下资金不再用于本金科目累计移转额和违约额补足、相关机构限额外费用,而是将余额转入本金科目并用于本金科目项下的支付;本金科目下资金则在对收益科目进行差额补足后,同顺序按比例支付优先 A-1 档和优先 A-2 档证券本金,然后再支付优先 B 档证券本金、次级证券本金和次级证券收益。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

(2) “违约事件”发生后

“违约事件”发生后,信托账项下资金顺序偿付税收及规费、参与机构报酬和费用、优先 A-1 档和优先 A-2 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金以及次级档证券本金,次级档证券于最后取得清算收益,“违约事件”发生后的现金流详见附图 2。

3. 结构化安排

本期交易通过优先/次级结构、超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本期交易采用优先/次级结构,具体划分为优先 A-1 档、优先 A-2 档、优先 B 档和次级档证券。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,劣后级的证券为优先档证券提供信用损失保护。具体而言,本期交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 22%,次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 12%。

(2) 超额利差

本期交易资产池贷款组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先档证券票面利率之间预计可能存在一定的利差,且初始起算日与信托设立日之间时间间隔较长,会产生较多的利息沉淀。

“加速清偿事件”发生前,超额利差通过对违约本金的弥补、超限额费用的偿付对证券本金的偿付提供信用支持;“加速清偿事件”发生后,超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持;“违约事件”发生后,信托账户不再区分收益科目和本金科目,二者将合并,在顺序偿付税费、机构费用和服务报酬后,直接用于证券利息和本金的偿付,实现超额利差对优先档证券的信用支持。

(3) 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”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本期交易中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（4） 清仓回购安排

本期交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）资产池的未偿本金余额总和在回购起算日 24:00 降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，且（b）剩余资产池的公允价值不小于信托税收、费用、服务报酬以及优先档资产支持证券的本金及利息与次级资产支持证券的未偿金额减去累计净损失差值（当差值小于 0 时取 0）之和时。

4. 交易结构风险分析

（1） 抵销风险

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

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，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江南农商行的违约风险。

江南农商行经营状况良好，财务状况稳健，联合资信认为即使借款人行使抵销权，委托人江南农商行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（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，本期交易安排了以必备评级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 A 级且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 A-时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日；当发生约定的权利完善事件时，回收款应直接支付至信托账户，若借款人、抵押人或保证人仍将回收款划付至贷款服务机构，则回收款转付日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。

作为贷款服务机构，江南农商行良好的经营能力、稳健的财务状况可有效缓释混同风险。

（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。本期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，而只设计了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及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金账资金对收益账有关支出的差额补足有效地缓解了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） 提前偿还和拖欠风险

本期交易采用优先/次级顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先档证券本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的大小；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本期交易安排了本金账对收益账的补偿机制以缓解这一风险。同时，联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试。

（5） 利率风险

本期交易入池贷款利率类型均为浮动利率，贷款基准利率包括一年至三年期、三年至五年期和五年期以上利率，调整方式全部为每年年初调整；本期交易优先 A-1 档采用固定利率，优先 A-2 档和优先 B 档证券采用浮动利率，基准利率为五年期以上贷款利率，调整日为次年的一月一日。可以看到，本期交易入池贷款

利率和优先档证券利率在利率类型、调整幅度方面有所不同，存在因利率波动而导致利率风险的可能性。同时本期证券存续期很长，联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本期交易利率风险对优先档证券的信用水平影响较大。

（6） 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。

本期交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构江南农商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，它是发起机构于既定条件下的一项选择权。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。

（7） 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，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级很高的资金保管机构。按照交易文件约定，合格投资指受托人将信托账户内的资金在闲置期间以同业存款方式存放于除受托人及贷款服务机构之外的，

并且联合资信和中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 的商业银行。并且合格投资中相当于当期分配所需的部分应于当期分配前到期，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。

（8） 行业风险

本期交易的基础资产均为个人住房抵押贷款，房地产业为我国宏观调控行业，近年来国家出台了包括《关于国务院常务会议研究部署加强房地产市场调控的通知》、《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》等一系列政策法规对该行业的过快发展进行调控。当前全球经济增长缓慢，国际金融市场持续波动，国内经济增速处于下行区间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大，房地产、地方政府债务和银行信贷等风险日益凸显。考虑到本期交易优先级证券存续期较长，在较长证券存续期内该行业受宏观政策和经济状况影响随之增大，进而影响优先级证券的兑付。

经过十几年的发展，我国房地产市场日渐成熟，国家通过宏观调控、加大行业调整力度、完善司法环境、改善市场机制等措施逐步建立了房地产市场健康稳定发展的长效机制，有效控制了行业风险。同时，联合资信还充分考虑了近 5 年来抵质押贷款所在区域房地产市场情况、房屋价格水平及变化情况、抵押物处置情况等，评级结果已经考虑了该风险。

四、定量分析

联合资信对信贷资产证券化产品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基础资产的特征（包括跌价比率、初始抵押率等）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情况。

联合资信依据江南农商行提供的历史数据，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。

1. 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、历史拖欠情况、借款人年龄、收入水平以及购房目的等。

虽然借款人的收入和每月债务支出的比例是江南农商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初始抵押率参数（LTV）作为参考变量以确定评级基准违约概率。

2. 基准违约概率

联合资信根据江南农商行提供的 2011 年 9 月至 2015 年 2 月的静态贷款组合数据，按照不同的初始抵押率分类，计算出实际的违约率。

考虑到上述违约率受宏观因素影响，联合资信对上述违约率作出相应调整以获得江南农商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 17 AAA 级评级基准违约概率

初始抵押率	基准违约概率
(0, 50%]	13.13%
(50%, 60%]	21.00%
(60%, 70%]	26.25%
(70%, 80%]	31.50%

3. 影响违约概率的其他因素

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，且若债务人在前 5 年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调整。

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：根据最高连续拖欠期数的不同分别对相应借款人的违约概率进行上调；同时，对于累计拖欠次数超过 2 次的贷款，联合资信对借款人的违约概率作了较大幅度的上调。

借款人的年龄：如果借款人年龄小于 30 岁，联合资信认为其经济来源不稳定，在计算信用增级水平时对其违约概率作出了向上调整。

借款人的婚姻状况：如果借款人是单身，联合资信认为其经济状况不稳定，在计算信用增级水平时对其违约概率作出了向上调整。

借款人的职业：如果借款人职业为待业、无业、自由职业者或家庭主妇，在计算信用增级水平时对其违约概率作出了向上调整。

利率：如果贷款利率高于基准利率，则在计算信用增级水平时对其违约概率作出了向上调整。

4. 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。

5. 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。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 18 AAA 级评级基准跌价比率

地区	基准跌价比率
三线城市	42.70%

6. 影响房产跌价比率的其他因素

房屋类型：若房屋为二手房，则在计算信用增级水平时对其跌价比率作出了相应的上调。

购买价格：若房屋购买价格大于 200 万，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。

7. 必要信用增级水平的确定

综合各目标评级的基准违约率、违约率调整参数、跌价比率以及宏观经济状况，联合资

信确定本次交易资产支持证券各目标评级的信用增级水平。信用增级量如表 19 所示：

表 19 信用增级量

目标评级	信用增级量
AAA	12.71%
AA	7.42%

8. 现金流分析及压力测试

联合资信根据本期交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本期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违约时间前置、模拟集中违约、缩小利差支持、增加提前还款比例等。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。

五、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/贷款服务机构为江南农村商业银行。作为发起机构，江南农村商业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，江南农村商业银行的贷款服务能力将直接影响到本期交易资产池贷款组合的信用表现。

江南农村商业银行成立于 2009 年 12 月，是全国首家地市级农村商业银行、常州市唯一的一级法人银行。截至 2014 年末，江南农商行资产总额 1949.74 亿元，其中贷款及垫款净额 882.77 亿元；负债总额 1824.17 亿元，其中客户存款余额 1372.03 亿元；所有者权益 125.58 亿元；不良贷款率 1.77%，拨备覆盖率 302.37%；

资本充足率 12.24%，一级资本充足率 10.30%，核心一级资本充足率 10.30%。2014 年，江南农商行实现营业收入 60.15 亿元，净利润 15.92 亿元。

江南农商行建立了由股东大会、董事会、监事会、高级管理层的“三会一层”法人治理架构，形成“股东会授权、董事会决策、监事会监管、高管层经营”的各司其职、各负其责、相互支持、相互制衡的运行机制。

信用风险管理方面，在信用风险控制委员会统筹下，形成了以信贷政策、信息技术支持平台，覆盖授信调查、用信审查、贷后管理、资产清收与保全的全流程，以及表内表外业务全口径的信用风险管理机制。江南农商行根据自身发展战略，及时组织制定《江南农村商业银行 2014 年信贷政策指引》，调整了信用风险授信管理与授权审批制度；将全部行业细分为优先支持类、适度支持类、审慎关注类、限制

类和淘汰类等五大类，准确传导风险偏好，明确年度信贷准入和管理要求，提升了用信过程中的风险防控能力。

流动性风险管理方面，江南农商行按照流动性风险管理操作规程，严格加强对流动性风险风险的监测、控制和预警；加强对资金业务收复平衡的控制管理，提高头寸匡算时效性、准确性；加强对货币政策和资金市场走势的研判，确保合理的流动性水平。江南农商行定期开展流动性压力测试，并根据压力测试结果优化资产负债期限配置；江南农商行通过优化资产负债结构、提高存款稳定性、降低期限错配风险，对流动性风险进行了有效的管理，流动性比例、流动性缺口率、存贷款比例等结构性流动指标均优于监管部门的监管要求，流动性管理水平持续提升。

操作风险管理方面，江南农商行持续完善操作风险管理体系，通过明确全行各道防线的阻止架构，建立健全操作风险报告机制，修订和完善操作风险监测指标，从体制上保障操作风险管理的合规性、科学性，以“合规有序、风险可控”的原则，对各类管理办法和业务操作流程进行持续修订完善，强化了内控制度的合规性。

作为此次个人住房抵押贷款资产证券化的贷款服务机构，江南农商行为规范资产证券化业务运作，防范业务风险，制定了《江南农村商业银行信贷资产证券化业务管理办法（暂行）》、《江南农村商业银行对公信贷资产证券化业务操作细则（暂行）》等一系列制度、办法，从行内分工、业务流程、风险管理、会计核算、贷款服务等方面对证券化业务作了具体规定，保障了资产证券化业务的健康发展。同时，江南农商行于 2014 年 10 月成功发行“2014 年江南第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，积累了一定的资产证券化项目经验。

总体来看，江南农商行公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较

强。联合资信评定江南农商行的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。联合资信认为江南农商行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，将有效保障入池贷款组合的信用表现并为本期交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国工商银行股份有限公司。中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改为股份制有限公司。2006 年 10 月，工商银行在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2014 年末，工商银行股本总额 3534.95 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 35.12%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 34.88%。

截至 2014 年末，工商银行资产总额 206099.53 亿元，其中发放贷款和垫款净额 107687.50 亿元；负债总额 190726.49 亿元，其中客户存款余额 155566.01 亿元；股东权益合计 15373.04 亿元；2014 年工商银行不良贷款率 1.13%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 14.53%，一级资本充足率 12.19%，核心一级资本充足率 11.92%。2014 全年，工商银行实现营业收入 6588.92 亿元，净利润 2762.86 亿元。

2014 年，工商银行进一步完善全面风险管理体系，积极落实系统重要性银行等国内外监管要求，加强全面风险管理制度建设，持续完善风险偏好和风险限额管理体系。推进资本管理高级方法实施，完善信用、市场、操作风险计量制度体系、系统建设和管理应用工作，使行内全面风险管理水平进一步提升。

截至 2014 年末，工商银行托管资产规模约 5.8 万亿元，居业内领先地位。考虑到工商银行发展稳健，规范化程度高，工商银行在金融体系中地位显著，联合资信认为本期信贷资产证

券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3. 受托机构/发行人

本期交易的受托机构/发行人是苏州信托有限公司。苏州信托原名苏州信托投资有限公司，于1991年3月经中国人民银行批准设立，2007年7月更名为现名。截至2014年末，苏州信托注册资本12亿元，股东包括苏州国际发展集团有限公司、苏格兰皇家银行公众有限公司、联想控股有限公司。

根据苏州信托提供的未经审计财务报表，截至2014年末，苏州信托资产总额38.39亿元，所有者权益32.99亿元。2014年全年，苏州信托实现营业收入9.74亿元，营业利润6.53亿元。

苏州信托建立了较为完善的风险管理体系。

董事会下设风险管理委员会，负责审核风险管理政策和内部控制制度，同时也对公司整体风险状况进行定期的评估。风险管理部门独立按照风险管理政策和制度主导工作，并根据市场环境，产品和服务的变化对风险管理政策进行修订。

2014年，苏州信托作为受托人，在银行间市场成功发行了2014年江南第一期信贷资产证券化、广农元2014年第一期信贷资产证券化、锡元2014年第一期信贷资产证券化等项目，积累了丰富的项目经验。

总体来看，苏州信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度，本期交易因受信托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由发起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：本期项目的发起机构、受托机构、贷款服务机构、资金保管机构等相关当事方具备从事信贷资产证券化活动的主体资格；本期项目的交易结构符合《试点管理办法》等相关法律、法规及规范性文件的规定；拟证券化的资产池内的信贷资产全部为江南农村商业银行合法所有的债权资产，可以作为本项目信托财产，且信贷资产的发放均符合中国法律的各项要求；交易文件在约定的生效条件全部满足后，交易文件构成交易文件各方合法的、有效的和有约束力的义务；

除法律意见书假设和指明的有关事项外，江南农商行和苏州信托就签署、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、核准或同意；在《信托合同》约定的信托设立的前提条件全部满足且委托人将信贷资产交付给受托人后，信托设立并生效；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附属担保权随抵押贷款债权的转让而同时转让；委托人转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵押权随贷款债权的转让而同时转让，未办理相应的抵押权转移登记不影响受托人取得抵押权，但不能对抗善意第三人；本期项目能够实现证券化抵押贷款资产与发起机构江南农商行、受托机构苏州信托的破产隔离。

会计意见书表明：江南农商行将不对受托机构设立的特定目的信托进行合并，且将终止确认相应的信贷资产。

税务意见书表明：1) 营业税方面，江南农

商行在转让信贷资产时，对其不征收营业税；受托机构发售资产支持证券无需缴纳增值税；对受托机构从其受托管理的信贷资产信托项目中取得的贷款利息收入需全额缴纳营业税；机构投资者在从受托机构获得分配收益后，从税收中性原则和避免双重征税的角度出发，投资者应可据此向税务机关争取不再缴纳营业税金及附加；买卖信贷资产支持证券取得的差价收入需缴纳营业税；服务机构提供服务取得的各项服务费收入，应缴纳营业税金及附加；2）企业所得税方面，发起机构转让信贷资产取得的收益应缴纳企业所得税；在发行和认购环节，受托机构、特殊目的信托、证券投资者方面均不产生企业所得税纳税义务；在资产证券化后，贷款服务机构并无企业所得税方面的影响；对信托项目收益在取得当年向机构投资者分配的部分，暂不征收企业所得税；对取得当年未向

机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构申报缴纳企业所得税；而机构投资者从信托项目分配获得的收益，应当在机构投资者环节按照权责发生制确认应税收入，并按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税；为证券化交易提供服务的各机构取得服务费收入均应缴纳企业所得税；机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳企业所得税；机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入应缴纳企业所得税；3）印花税方面，本期交易全部环节暂免征收印花税。

本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

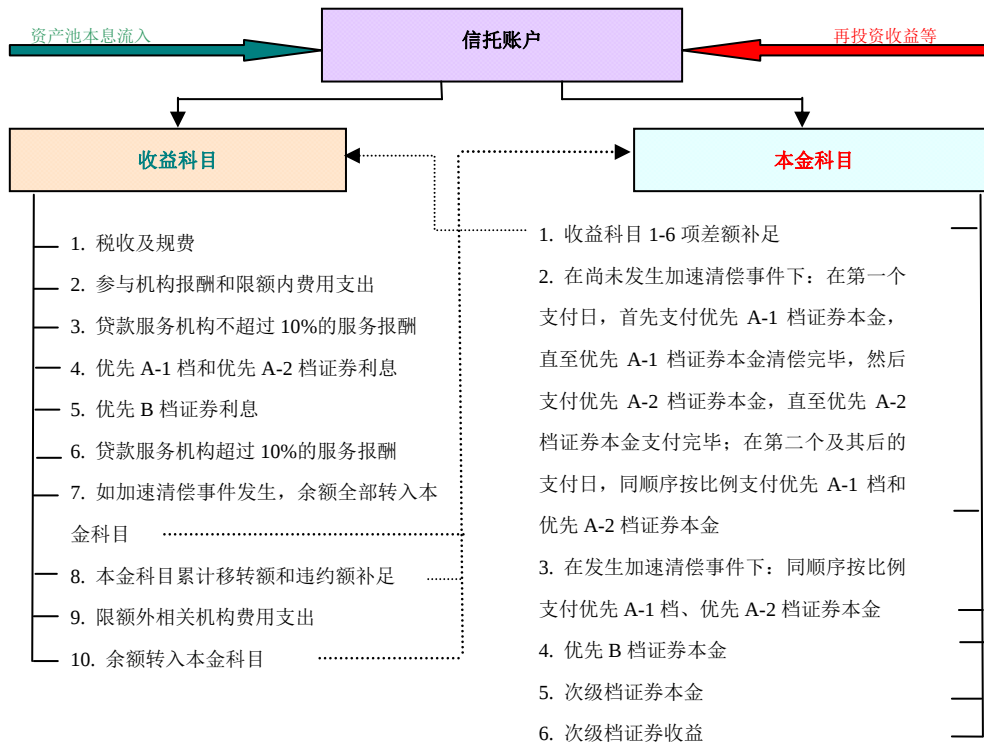
七、评级结论

联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券（包括优先 A-1 档和优先 A-2 档）的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA；次级档资产支持证券未予评级。

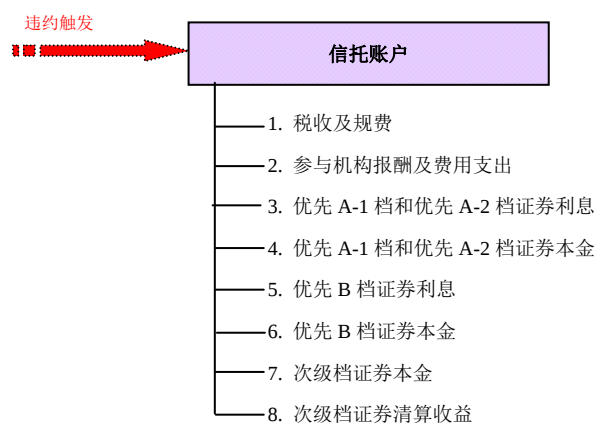
上述优先 A 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券优先档证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或居融 2015 年第一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内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对居融 2015 年第一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，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。



联合资信评估有限公司
二零一五年八月二十七日