

常兴业 2023 年第六期 微小企业贷款资产支持证券 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7256号

联合资信评估股份有限公司通过对“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下“23 常兴业 6 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 B”的信用等级提升至 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级提升至 AA⁻_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为发起机构/贷款服务机构江苏常熟农村商业银行股份有限公司提供了技术服务、为评级协议委托方/受托机构中建投信托股份有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等 方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

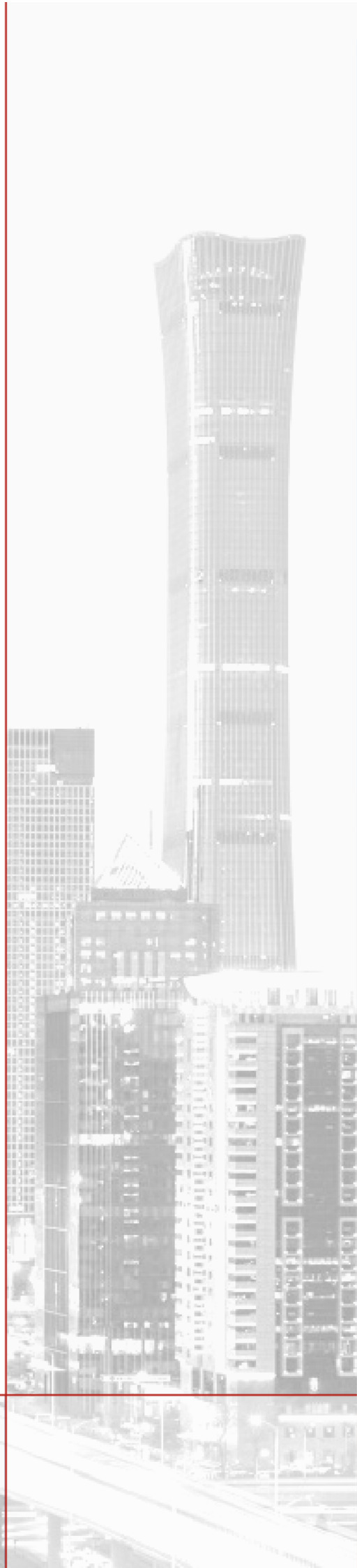
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且 不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式 复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声



常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券

2024 年跟踪评级报告

证券名称	金额（亿元）		占比		信用支持		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次	本次	首次
23 常兴业 6 优先 A	5.40	10.24	63.07%	76.75%	36.93%	23.25%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
23 常兴业 6 优先 B	0.71	0.71	8.24%	5.28%	28.69%	17.96%	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
23 常兴业 6 优先 C	1.40	1.40	16.35%	10.49%	12.34%	7.47%	AA ⁻ _{sf}	BBB _{sf}
23 常兴业 6 次级	1.00	1.00	11.65%	7.47%	--	--	NR	NR
证券合计	8.50	13.35	99.31%	100.00%	--	--	--	--
超额抵押	0.06	--	0.69%	--	--	--	--	--
资产合计	8.56	13.35	100.00%	100.00%	--	--	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”（以下简称“本证券”或“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的资产池运行情况、资产支持证券（以下简称“证券”）兑付情况、量化模型测试、量化模型外的调整因素等进行了综合考量，以评定本交易项下优先级证券的信用等级。

跟踪期间，入池资产未发生拖欠，均为正常贷款，早偿率较高，整体回款情况优良。截至基础资产跟踪基准日，入池贷款地区仍然单一且行业集中度高。但入池资产借款人分散性仍然良好，且资产池加权平均剩余期限有所缩短，资产池现金流未来的不确定性随之降低。同时，仍有大部分入池资产附带抵押担保。基础资产整体质量优良。

交易结构方面，“23 常兴业 6 优先 A”部分兑付和资产池超额利差累计形成的超额抵押，使得剩余优先级证券的信用支持较首次评级时有所提升。

量化测算结果显示，“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}；“23 常兴业 6 优先 C”的量化模型指示信用等级为 AA⁻_{sf}。同时，“23 常兴业 6 优先 A”的风险承受能力高于首次评级（保护距离提升）。

跟踪期间，各参与方履职情况稳定。

综合考虑上述因素，联合资信确定“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下“23 常兴业 6 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 B”的信用等级提升至 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级提升至 AA⁻_{sf}。

优势

- 资产池整体质量维持优良水平。**跟踪期间，入池资产未发生拖欠，均为正常贷款，早偿率较高，整体回款情况优良。截至基础资产跟踪基准日，入池贷款地区仍然单一且行业集中度高。但入池资产借款人分散性仍然良好（单户借款人平均未偿本金余额占比为 0.25%），且资产池加权平均剩余期限有所缩短（由 8.91 个月缩短至 3.75 个月），资产池现金流未来的不确定性随之降低。同时，仍有大部分入池资产附带抵押担保（抵押类贷款未偿本金余额占比 75.70%）。基础资产整体质量优良。
- 剩余优先级证券获得的信用支持较首次评级时有所提升。**跟踪期内，“23 常兴业 6 优先 A”的部分兑付和资产池超额利差累计形成的超额抵押，使得剩余优先级证券的信用支持较首次评级时有所提升。具体而言，“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和

跟踪评级相关信息

信托设立日	2023/12/13
法定到期日	2028/01/26
跟踪期间	2023/12/13 – 2024/04/26
初始起算日	2023/10/11 (24:00)
基础资产跟踪基准日	2024/03/31
证券跟踪基准日	2024/04/26

基础资产跟踪基准日资产统计特征

未偿本金余额（万元）	85605.39
合同总金额（万元）	90771.39
贷款笔数（笔）	545
借款人户数（户）	402
单户最大未偿本金余额（万元）	500.00
单笔最大未偿本金余额（万元）	500.00
加权平均现行贷款利率（%）	4.09
加权平均账龄（月）	8.47
加权平均剩余期限（月）	3.75

“23 常兴业 6 优先 C” 分别获得 36.93%、28.69%和 12.34%的信用支持，分别较首次评级时提升了 13.68 个百分点、10.73 个百分点和 4.86 个百分点。

关注

- **入池资产地区单一和行业集中度高。**入池资产地区单一和行业集中度高。截至基础资产跟踪基准日，入池资产借款人均在江苏省，且行业主要集中在制造业及批发和零售业（未偿本金余额占比分别为 49.15%和 30.52%），地区单一和行业集中度高，对基础资产池整体信用表现具有一定影响。
- **担保物权风险。**委托人转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的担保物权或质权随贷款债权的转让而同时转让，但未办理转移登记的可能无法对抗善意第三人。以上因素可能致使受托人无法及时顺利取得相关担保物权或质物转移，从而影响贷款发生违约后的回收。
- **可能存在模型风险。**影响基础资产违约及违约后回收的因素较多，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。

债券过往评级情况

评级时间	23 常兴业 6 优先 A	23 常兴业 6 优先 B	23 常兴业 6 优先 C	评级报告
2023/11/10	AAA _{SF}	AA ⁺ _{SF SF}	BBB _{SF}	阅读全文

注：“23 常兴业 6 优先 A”、“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”起息日均为 2023 年 12 月 13 日

评级时间

2024 年 7 月 29 日

评级项目组

项目负责人：韩易洋 hanyy@lhratings.com

项目组成员：高维蔚 gaoww@lhratings.com | 台绍弘 taish@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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）



一、证券兑付概况

截至证券跟踪基准日，资产支持证券兑付正常。

“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”（以下简称“本证券”或“本交易”）于 2023 年 12 月 13 日正式成立，分为优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（证券简称“23 常兴业 6 次级”）。其中，优先级证券分为“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”三档。截至证券跟踪基准日（2024 年 4 月 26 日），本交易累计分配资金 49788.94 万元，其中，累计分配本金 48447.19 万元，累计分配利息 1341.76 万元。具体情况如下图表所示。

图表 1 • 截至证券跟踪基准日本证券兑付情况（单位：万元）

分配时间	23 常兴业 6 优先 A		23 常兴业 6 优先 B		23 常兴业 6 优先 C		23 常兴业 6 次级	
	本金	利息	本金	本金	本金	利息	本金	利息
2024/01/26	22538.34	344.56	0.00	24.66	0.00	59.07	0.00	60.13
2024/04/26	25908.85	555.84	0.00	50.99	0.00	122.16	0.00	124.35
合计	48447.19	900.39	0.00	75.65	0.00	181.23	0.00	184.48

资料来源：联合资信根据《常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产证券化信托受托机构报告》（第 1 期至第 2 期）整理

图表 2 • 截至证券跟踪基准日本证券存续规模情况

证券简称	金额（万元）		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	首次	本次	首次			
23 常兴业 6 优先 A	53999.81	102447.00	63.07%	76.75%	2.79%	2024/10/26	正常
23 常兴业 6 优先 B	7053.00	7053.00	8.24%	5.28%	2.90%	2024/10/26	正常
23 常兴业 6 优先 C	14000.00	14000.00	16.35%	10.49%	3.50%	2024/10/26	正常
23 常兴业 6 次级	9975.57	9975.57	11.65%	7.47%	--	2025/01/26	--
证券合计	85028.38	133475.57	99.31%	100.00%	--	--	--
超额抵押	587.21	--	0.69%	--	--	--	--
资产合计	85615.60	133475.57	100.00%	100.00%	--	--	--

资料来源：联合资信根据《常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产证券化信托受托机构报告》（第 1 期至第 2 期）及《常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券簿记建档发行结果公告》整理

二、基础资产分析

1 资产运行情况

入池资产未发生拖欠，均为正常贷款，早偿率¹较高，资产池整体回款情况优良。

（1）资产早偿分析

受托机构报告显示，跟踪期间累计提前还款本金共计 37208.17 万元，占资产池初始基准日未偿本金余额的 27.88%。

（2）入池资产逾期分布

截至基础资产跟踪基准日，入池资产未发生拖欠，均为正常贷款。

（3）资产历史表现分析

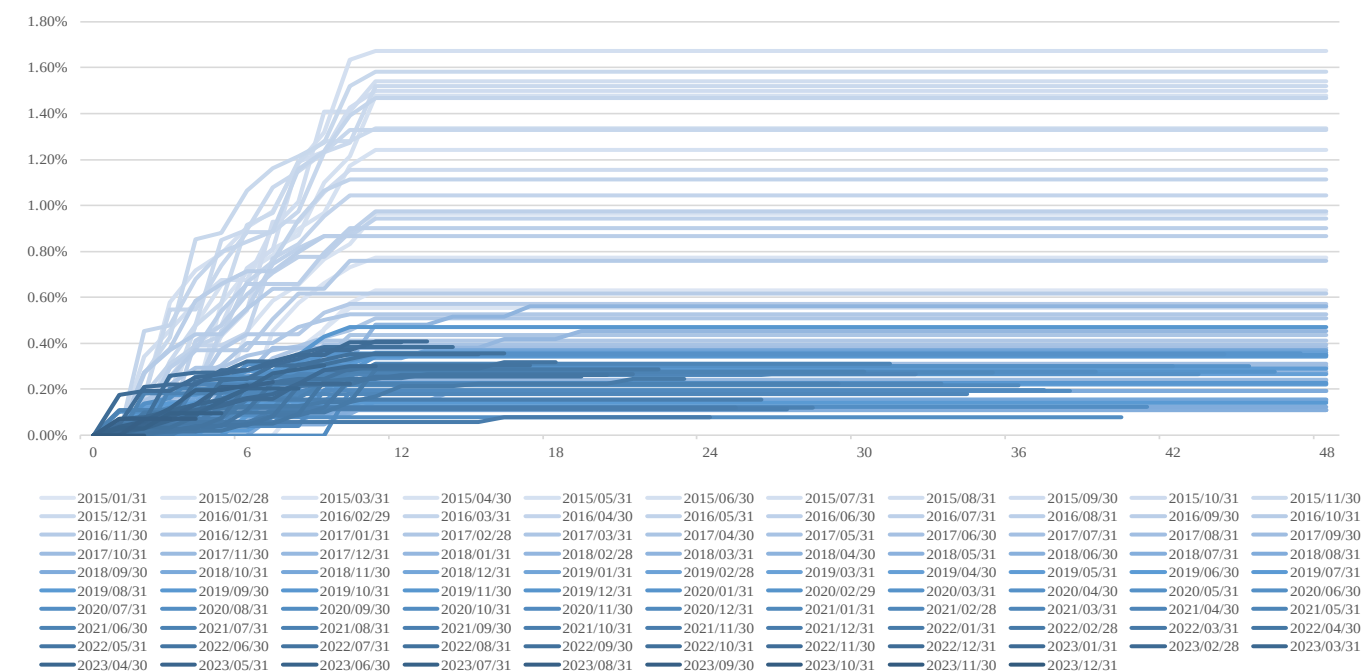
本交易的基础资产为江苏常熟农村商业银行股份有限公司（以下简称“常熟农商银行”）发放的微小企业贷款及其附属担保权益。常熟农商银行提供了 2015 年 1 月至 2023 年 12 月共 108 个静态池和动态池数据，联合资信整理并计算了逾期 30 天以上累计违约率，用于整体评估资产池 12 个月的预期信用水平。

联合资信整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到静态池 12 个月的预期累计违约率（逾期 30 天以上）。综合常熟农商银行提供的入池资产历史

¹ 早偿率=跟踪期内提前偿还本金/初始起算日未偿本金余额

数据表现、入池资产借款人信息、入池资产担保方式及抵押率水平等因素，联合资信对入池资产不同借款人采用的基准影子级别为 BB⁻ 至 BBB_s。联合资信使用该影子级别对本交易的现金流进行整体评估。静态池在后续月份的累计违约率表现如图表 3 所示。

图表 3 • 静态池在后续月份的累计违约率表现（逾期 30 天以上）



2 基础资产信用表现分析

截至基础资产跟踪基准日，入池贷款地区仍然单一且行业集中度高。但入池资产借款人分散性仍然良好（单户借款人平均未偿本金余额占比为 0.25%），且资产池加权平均剩余期限有所缩短（由 8.91 个月缩短至 3.75 个月），资产池现金流未来的不确定性随之降低。同时，大部分入池资产附带抵押担保（抵押类贷款未偿本金余额占比 75.70%）。基础资产整体质量仍然优良。

截至基础资产跟踪基准日（2024 年 3 月 31 日），资产池概况如下表所示。

图表 4 • 资产池概况

项目	本次	首次
未偿本金余额（万元）	85605.39	133475.57
合同总金额（万元）	90771.39	136277.57
贷款笔数（笔）	545	781
借款人户数（户）	402	552
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	500.00	500.00
单笔贷款平均未偿本金余额（万元）	157.07	170.90
单户借款人最大未偿本金余额（万元）	500.00	500.00
单户借款人平均未偿本金余额（万元）	212.95	241.80
加权平均现行贷款利率（%）	4.09	4.09
加权平均账龄（月）	8.47	3.19
加权平均剩余期限（月）	3.75	8.91
单笔贷款最短剩余期限（月）	0.07	0.90
单笔贷款最长剩余期限（月）	8.57	14.30

注：1.表中加权平均指标以初始起算日的资产池贷款未偿本金余额为权重计算；
2.合同期限（月）=（贷款到期日-贷款发放日）/30，其中贷款发放日和贷款到期日由发起机构提供，下同；
3.账龄（月）=（初始起算日-贷款发放日）/30，下同；
4.剩余期限（月）=（贷款到期日-初始起算日）/30，下同

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

截至基础资产跟踪基准日，资产池统计特征如下表所示。

图表 5 • 资产池担保方式分布

担保方式	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
抵 押	299	44098.25	51.51%	453	74988.43	56.18%
抵押+保证	100	19959.31	23.32%	144	31096.30	23.30%
保 证	99	14508.70	16.95%	126	18513.70	13.87%
信 用	45	6289.13	7.35%	53	7247.13	5.43%
质 押	2	750.00	0.88%	4	1280.00	0.96%
质押+保证	--	--	--	1	350.00	0.26%
合 计	545	85605.39	100.00%	781	133475.56	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 6 • 资产池借款人地区分布

地区	本次			地区	首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	金额占比		笔数（笔）	余额（万元）	金额占比
苏州市	386	62357.27	72.84%	苏州市	579	100878.45	75.58%
无锡市	56	7506.00	8.77%	盐城市	76	11150.22	8.35%
盐城市	57	7480.22	8.74%	无锡市	62	8791	6.59%
南通市	24	3933.00	4.59%	南通市	35	6421	4.81%
连云港市	15	2536.90	2.96%	连云港市	19	3083.9	2.31%
扬州市	4	1174.00	1.37%	淮安市	5	1477	1.11%
淮安市	3	618.00	0.72%	扬州市	4	1174	0.88%
--	--	--	--	宿迁市	1	500	0.37%
合 计	545	85605.39	100.00%	合 计	781	133475.57	100.00%

图表 7 • 资产池借款人行业分布

行业	本次			行业	首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比		笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
制造业	215	42076.66	49.15%	制造业	336	71941.44	53.90%
批发和零售业	180	26126.82	30.52%	批发和零售业	247	35877.82	26.88%
建筑业	88	9876.00	11.54%	建筑业	113	15472.40	11.59%
交通运输、仓储和邮政业	17	1668.00	1.95%	交通运输、仓储和邮政业	28	2167.00	1.62%
租赁和商务服务业	7	1539.00	1.80%	信息传输、软件和信息技术服务业	15	1517.00	1.14%
农、林、牧、渔业	12	1272.00	1.49%	水利、环境和公共设施管理业	4	1427.00	1.07%
文化、体育和娱乐业	2	700.00	0.82%	租赁和商务服务业	8	1360.00	1.02%
科学研究和技术服务业	5	699.91	0.82%	农、林、牧、渔业	11	1082.00	0.81%
信息传输、软件和信息技术服务业	10	633.00	0.74%	科学研究和技术服务业	7	999.91	0.75%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5	560.00	0.65%	文化、体育和娱乐业	2	700.00	0.52%

住宿和餐饮业	1	200.00	0.23%	电力、热力、燃气及水生产和供应业	5	560.00	0.42%
水利、环境和公共设施管理业	1	198.00	0.23%	住宿和餐饮业	2	205.00	0.15%
居民服务、修理和其他服务业	2	56.00	0.07%	居民服务、修理和其他服务业	3	166.00	0.12%
合计	545	85605.39	100.00%	合计	781	133475.57	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 8 • 资产池账龄分布

账龄（月）	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
(0.00, 6.00]	19	2062.92	2.41%	712	119411.57	89.46%
(6.00, 12.00]	523	82997.48	96.95%	68	13564.00	10.16%
(12.00, 25.00)	3	545.00	0.64%	1	500.00	0.37%
合计	545	85605.39	100.00%	781	133475.57	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 9 • 资产池剩余期限分布

剩余期限（月）	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
(0.00, 6.00]	526	83167.48	97.15%	80	14989.00	11.23%
(6.00, 12.00]	19	2437.92	2.85%	682	115578.65	86.59%
(12.00, 18.00]	--	--	--	19	2907.92	2.18%
合计	545	85605.39	100.00%	781	133475.57	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。

2 内部增信

顺序偿付机制是本交易的核心内部信用提升机制，同时超额利差为本交易带来了有利的影响。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

跟踪期间，“23 常兴业 6 优先 A”的部分兑付和资产池超额利差累计形成的超额抵押，使得剩余优先级证券的信用支持较首次评级时有所提升。截至基础资产跟踪基准日，资产池未偿本金余额为 85605.39 万元，账户现金余额 10.20 万元，合计对剩余证券形成了 0.69% 的超额抵押；“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”获得的信用支持分别较首次评级提升了 13.68 个百分点、10.73 个百分点和 4.86 个百分点。

跟踪期间，本交易未触发违约事件、加速清偿事件以及个别通知事件等对信托财产产生重大不利影响的事项。

四、量化模型测算

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据入池资产特征和交易文件条款约定，进行了组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试及现金流压力测试，来确定受评证券的量化模型指示信用等级。

1 组合资产信用风险分析

联合资信采用蒙特卡洛模拟方法对资产池组合的信用风险建模，以确定优先级证券达到预设评级目标所需要的目标级别违约比率或目标级别损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用级别与违约率的对应关系为基础，充分考虑资产组合加权平均剩余期限、借款人集中度、借款人影子级别、借款人所处行业和地区等相关性因素对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了贷款服务机构的服务能力等因素。联合资信综合考虑常熟农商银行提供的入池资产历史数据表现、入池资产借款人信息、入池资产担保方式及抵押率水平等因素，联合资信对入池资产不同借款人采用的基准影子级别为 BBB^- 至 BBB_s 。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信模拟了资产池在本交易存续期内的违约及损失表现。通过模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下优先级证券最少需要承受的资产池目标级别违约比率和目标级别损失比率。本期模拟基础资产加权平均回收率为 63.45%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标违约比率和目标损失比率详见下图表。

图表 10 • 组合资产信用风险模型结果

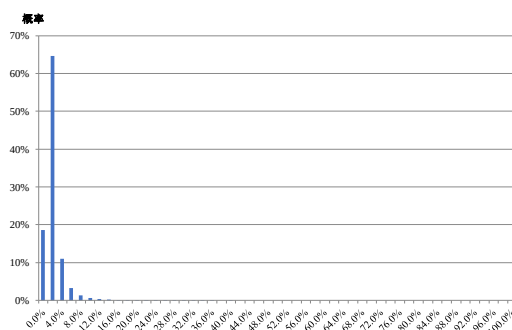
信用等级	目标等级违约概率（TRDP）	目标等级违约比率（TRDR）	目标等级损失比率（TRLR）
AAA_{sf}	0.02%	25.33%	7.91%
AA^+_{sf}	0.05%	19.31%	6.09%
AA_{sf}	0.07%	17.93%	5.70%
AA^-_{sf}	0.10%	16.77%	5.23%
A^+_{sf}	0.15%	15.21%	4.78%
A_{sf}	0.20%	14.08%	4.52%
A^-_{sf}	0.30%	12.70%	4.07%
BBB^+_{sf}	0.60%	10.31%	3.38%
BBB_{sf}	0.81%	9.33%	3.08%
BBB^-_{sf}	1.00%	8.67%	2.91%

模型输出的模拟结果显示基础资产违约大部分集中在第 1 季度。基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示。

图表 11 • 基础资产违约时间分布

时间	违约比例
第 1 季度	56.62%
第 2 季度	41.73%
第 3 季度	1.65%

图表 12 • 基础资产违约比率发生概率分布



根据组合资产信用风险模型结果，并结合分层方案，“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”“23 常兴业 6 优先 C”可获得的信用支持分别为 36.93%、28.69%及 12.34%，均高于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求 7.91%。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级上限为 AAA_{sf} 。

2 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合资产信用风险分析模型中已经考虑了本交易资产池的集中度对资产池整体表现的影响（即根据借款人集中度、行业集中度、地区集中度放大借款人违约率），但联合资信同时认为，如果资产池的入池资产数量较少，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对本交易资产池进行了压力测试，结果如下图表所示。

图表 13 • 关键债务人违约压力测试结果

目标等级	最低分层支持要求
AAA _{sf}	3.33%
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	2.22%
A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A ⁻ _{sf}	1.67%
BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf} /BBB ⁻ _{sf}	1.11%

根据关键债务人压力测试结果，并结合分层方案，“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”“23 常兴业 6 优先 C”可获得的信用支持分别为 36.93%、28.69%及 12.34%，均高于 AAA_{sf}级目标信用等级最低分层支持要求（3.33%）。因此，由关键债务人压力测试决定的“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”可获得的信用支持上限为 AAA_{sf}。

3 现金流压力测试

根据本交易资产池的本息支付等现金流入特征以及优先级证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和利息回收款，现金流出主要包括相关税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、优先级证券本金、次级证券的本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级证券本息偿付所带来的影响。

图表 14 • 现金流模型基准参数

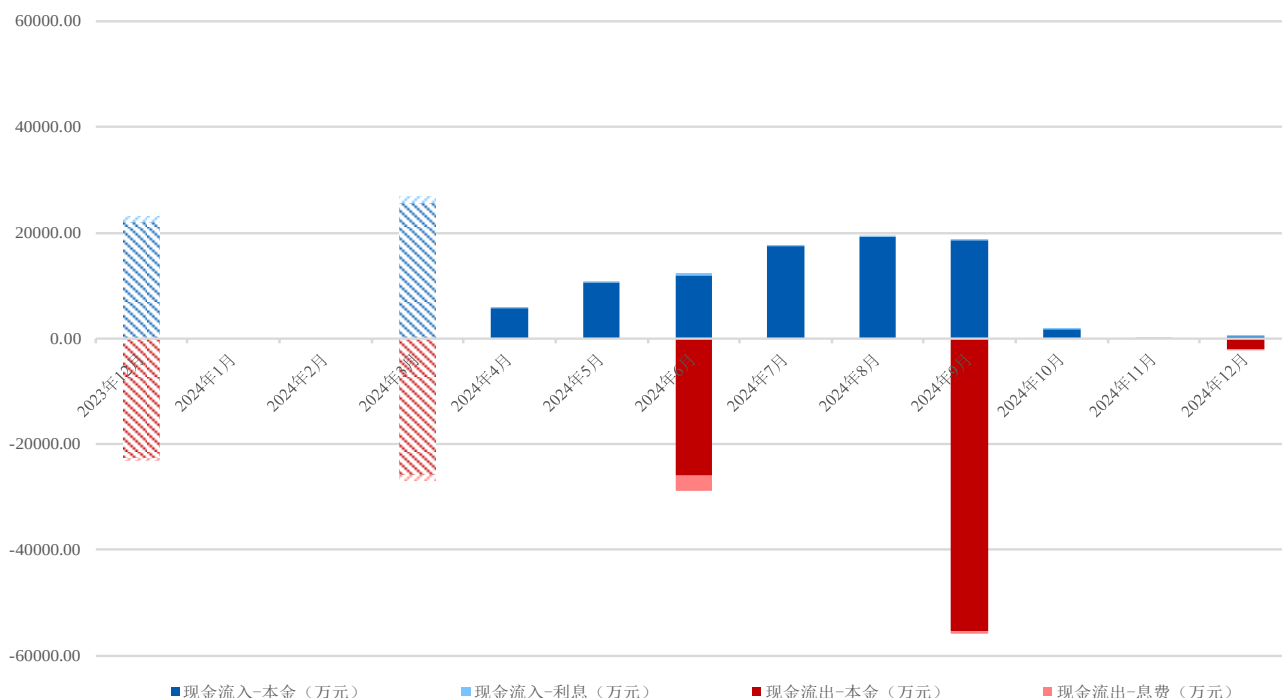
流入模型相关参数			支付模型相关参数		
参数名称	本次跟踪	首次评级	参数名称	本次跟踪	首次评级
回收率	63.45%	69.53%	证券/资产占比	63.07%: 8.24%: 16.35%: 11.65%: 0.69% ²	76.75%: 5.28%: 10.49%: 7.47%
回收周期	6 个月	6 个月	税率	3.26%	3.26%
提前还款率	4.00%/年	4.00%/年	费率合计	0.67%	0.67%
违约时间分布	56.62%: 41.73%: 1.65%	29.46%: 28.41%: 26.16%: 15.74%: 0.22%	优先级收益率	2.79%/2.90%/3.50%	2.60%/2.70%/3.50% ³
			优先级偿付频率	优先级证券按季付息，过手还本	
			基础资产跟踪基准日	2024/03/31	--
			证券跟踪基准日	2024/04/26	--
			法定到期日	2028/01/26	

资料来源：联合资信整理

² 首次评级时，联合资信对收益率进行加压测试，加压后的优先级收益率大于或等于实际发行的优先级收益率。

³ 截至证券跟踪基准日，资产池累积的超额利差已形成 0.69%的超额抵押。

图表 15 • 正常情形下现金流情况



注：上图中虚线部分为自初始基准日起已发生本息流入流出，实线部分为预计本息流入流出
资料来源：联合资信整理

联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，在此基础上，设置了如下主要压力条件：提前还款率增加、违约时间分布前置、违约贷款回收率下降等。由于本交易已成立，所以未对收益率进行加压。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了优先级证券的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下，优先级证券能承受的最高违约比率，临界违约率越高表示在保证优先级证券可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率（TRDR）之间的差额为保护距离，反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”的压力测试结果如下：

图表 16 • “23 常兴业 6 优先 A”在 AAA_{sf}情景下压力测试结果

主要压力条件	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	83.58%	25.33%	58.25%
回收率为 44.41% ⁴ ，其他为基准条件	58.18%	25.33%	32.85%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	75.63%	25.33%	50.30%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	65.42%	25.33%	40.09%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	82.27%	25.33%	56.94%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	80.85%	25.33%	55.52%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	85.08%	25.33%	59.75%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	86.53%	25.33%	61.20%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	74.78%	25.33%	49.45%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	65.46%	25.33%	40.13%

综合以上结果显示，在最大压力条件下，“23 常兴业 6 优先 A”最高能满足信用等级为 AAA_{sf} 的要求，并能获得较高的保护距离（32.85%），较首次评级时提升 23.41 个百分点。因此，由现金流压力测试决定的“23 常兴业 6 优先 A”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

⁴ AAA_{sf} 级别下的回收率加压，仅考虑由抵押、质押等强保证措施为基础资产提供的回收率，并在此基础上乘以 0.7，下同。

图表 17 • “23 常兴业 6 优先 B”在 AAA_{sf}情景下压力测试结果

主要压力条件	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	65.79%	25.33%	40.46%
回收率为 44.41%，其他为基准条件	44.01%	25.33%	18.68%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	56.43%	25.33%	31.10%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	49.45%	25.33%	24.12%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	65.81%	25.33%	40.48%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	65.82%	25.33%	40.49%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	65.80%	25.33%	40.47%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	65.82%	25.33%	40.49%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	56.46%	25.33%	31.13%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	49.49%	25.33%	24.16%

综合以上结果显示，在最大压力条件下，“23 常兴业 6 优先 B”最高能满足信用等级为 AAA_{sf} 的要求，并能获得一定的保护距离（18.68%）。因此，由现金流压力测试决定的“23 常兴业 6 优先 B”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

 图表 18 • “23 常兴业 6 优先 C”在 AA_{sf}情景下压力测试结果

主要压力条件	临界违约率	AA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	23.65%	17.93%	5.72%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	20.33%	17.93%	2.40%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	17.85%	17.93%	-0.08%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	23.65%	17.93%	5.72%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	23.68%	17.93%	5.75%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	23.82%	17.93%	5.89%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	23.85%	17.93%	5.92%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	20.47%	17.93%	2.54%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	17.96%	17.93%	0.03%

 图表 19 • “23 常兴业 6 优先 C”在 AA⁻_{sf}情景下压力测试结果

主要压力条件	临界违约率	AA ⁻ _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	23.65%	16.77%	6.88%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	20.33%	16.77%	3.56%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	17.85%	16.77%	1.08%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	23.65%	16.77%	6.88%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	23.68%	16.77%	6.91%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	23.82%	16.77%	7.05%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	23.85%	16.77%	7.08%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	20.47%	16.77%	3.70%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	17.96%	16.77%	1.19%

综合以上结果显示，在最大压力条件下，“23 常兴业 6 优先 C”最高能满足信用等级为 AA⁻_{sf} 的要求，并能获得一定的保护距离（1.08%）。因此，由现金流压力测试决定的“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级上限为 AA⁻_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型测算结果、关键债务人违约压力测试结果、现金流压力测试结果，本交易项下“23 常兴业 6 优先 A”和“23 常兴业 6 优先 B”的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 C”的量化模型指示信用等级为 AA⁻_{sf}。

五、参与机构履职能力分析

1 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为常熟农商银行。

常熟农商银行于 2001 年 11 月 28 日，由原常熟市农村信用合作联社改制而来，是全国首批组建的股份制农村金融机构。经过多次配股、送红股、资本公积转增股本、引入交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）作为战略投资者以及在上海证券交易所正式挂牌上市（代码：601128）、发行可转债，截至 2024 年 3 月底，常熟农商银行第一大股东为交通银行，持股比例为 9.01%。

经审计的财务报表显示，合并口径下，截至 2023 年底，常熟农商银行资产总额为 3344.56 亿元，股东权益为 271.31 亿元；不良贷款率为 0.75%，资本充足率和核心一级资本充足率分别为 13.86%和 10.42%。2023 年，常熟农商银行实现营业收入 98.70 亿元，净利润 35.07 亿元。

未经审计的财务报表显示，合并口径下，截至 2024 年 3 月底，常熟农商银行资产总额为 3646.76 亿元，股东权益为 282.36 亿元；不良贷款率为 0.76%，资本充足率和核心一级资本充足率分别为 13.51%和 10.15%。2024 年 1—3 月，常熟农商银行实现营业收入 27.00 亿元，净利润 10.27 亿元。

风控架构方面，常熟农商银行推行垂直的、自上而下的风险管理模式。该行董事会负责全行风险管理并承担最终责任；董事会通过其下设的风险管理与关联交易控制委员会、审计与消费者权益保护委员会，对该行风险管理及内部控制系统进行监督，并评估总体风险。高级管理层作为董事会风险管理整体战略、政策的执行者，直接向董事会负责。高级管理层的风险管理工作由行长室负责，行长室直接向董事会及其专业委员会汇报。行长室下设的资产负债管理委员会、贷款审查委员会、投资决策委员会、科技管理委员会、内控管理委员会和金融创新委员会，负责协助行长室的风险管理工作。该行对各支行采取扁平化的风险管理模式，流动性风险、市场风险由总行统一管理和实施。各支行设内部主管岗位，负责临柜业务操作风险的管理。

总体来看，常熟农商银行财务状况良好，风控体系完善。跟踪期内，常熟农商银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，履职情况稳定。

2 其他参与机构

跟踪期内，本交易的受托机构及资金保管机构均未发生替换，履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需调整“23 常兴业 6 优先 A”“23 常兴业 6 优先 B”和“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的资产池运行情况、证券兑付情况、量化模型测试、量化模型外的调整因素等进行了综合考量，确定“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下“23 常兴业 6 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 B”的信用等级提升至 AAA_{sf}，“23 常兴业 6 优先 C”的信用等级提升至 AA⁻_{sf}，“23 常兴业 6 次级”未予评级。

上述“23 常兴业 6 优先 A”和“23 常兴业 6 优先 B”的评级结果反映了该类资产支持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，违约概率极低。“23 常兴业 6 优先 C”的评级结果反映了该类资产支持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很强，违约概率很低。

附件 1 资产支持证券信用等级设置及含义

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}和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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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