

信用评级公告

联合〔2023〕10674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”的信用状况进行综合分析和评估，确定“常兴业2023年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下优先A级资产支持证券的信用等级为AAA_{sf}，优先B级资产支持证券的信用等级为AA⁺_{sf}，优先C级资产支持证券的信用等级为BBB_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年十一月十日

常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券 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 级	102447.00	76.75	AAA _{sf}
优先 B 级	7053.00	5.28	AA ⁺ _{sf}
优先 C 级	14000.00	10.49	BBB _{sf}
次级	9975.57	7.47	NR
合计	133475.57	100.00	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR——未予评级

交易概览

初始起算日：2023 年 10 月 11 日 24 时

委托人/发起机构/贷款服务机构/常熟农商银行：江苏常熟农村商业银行股份有限公司

受托人/受托机构/发行人：中建投信托股份有限公司

资金保管机构：兴业银行股份有限公司苏州分行

牵头主承销商/簿记管理人：国泰君安证券股份有限公司

联席主承销商：中信建投证券股份有限公司

登记托管机构/支付代理机构：中央国债登记结算有限责任公司

信用提升机制：优先/次级偿付结构、触发机制

信贷资产：由委托人为设立信托而在信托财产交付日信托予受托人的每一笔贷款及其附属担保权益¹，其中贷款指由委托人发放的符合合格标准和资产保证的人民币贷款

法定到期日：2028 年 1 月 26 日

评级时间

2023 年 11 月 10 日

分析师

韩易洋（项目负责人） 高维蔚 宋 宇

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”）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服务能力等因素进行综合分析，并结合上述要素对资产支持证券进行了组合资产信用风险分析、关键借款人违约压力测试和现金流分析及压力测试。

本交易基础资产涉及委托人常熟农商银行向 552 户借款人发放的 781 笔微小企业贷款及其附属担保权益。虽然入池贷款地区单一（借款人均在江苏省），行业集中度高（借款人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 53.90%和 26.88%），但是入池资产借款人分散性良好（单户借款人未偿本金余额占比为 0.37%），剩余期限较短（加权平均剩余期限 8.91 月）。同时，大部分入池资产附带抵质押担保（入池抵质押担保类贷款未偿本金余额占比 80.70%），在提升借款人违约成本的同时也能保证资产违约后的回收水平。以上有利条件在一定程度上可以缓解地区单一和行业集中度高的不利因素。因此，组合资产信用风险分析结果显示，资产池整体质量良好。在此基础上，优先/次级偿付结构和触发机制的设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。

综合上述因素，联合资信评定“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁺_{sf}，优先 C 级资产支持证券的信用等级为 BBB_{sf}。

¹ 附属担保权益：就每笔贷款而言，系指境内主体为担保该贷款的偿还而设立的任何担保或其他权益（如有），包括但不限于抵押、质押、保证等。

优势

1. **本交易入池资产整体质量良好。**本交易基础资产包括 552 户借款人发放的 781 笔微小企业贷款及其附属担保权益。虽然入池贷款地区单一和行业集中度高,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 53.90%和 26.88%),但是入池资产借款人分散性良好(单户借款人未偿本金余额占比为 0.37%),剩余期限较短(加权平均剩余期限 8.91 月)。同时,大部分入池资产附带抵质押担保,入池抵质押类贷款未偿本金余额占比 80.70%,在提升借款人违约成本的同时也能保证贷款违约后的回收水平。
2. **本交易采用优先/次级偿付结构作为主要的内部信用提升机制,为优先级资产支持证券提供充足的信用支持。**具体而言,本交易优先 A 级资产支持证券获得 23.25%的信用支持,优先 B 级资产支持证券获得 17.96%的信用支持,优先 C 级资产支持证券获得 7.47%的信用支持。

关注及风险缓释

1. **资产池地区单一和行业集中度高。**本交易入池贷款借款人均在江苏省,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 53.90%和 26.88%),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。
风险缓释:联合资信在违约模型中通过提高相同地区和相同行业借款人的相关性来模拟整个资产池的违约表现,评级结果已经反映了地区和行业的集中风险。联合资信将持

续关注地区和相关行业的发展情况。

2. **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。

风险缓释:《信托合同》约定,发生个别通知事件后,担保物权人应在规定的时间配合委托人、受托人至相关登记机构办理担保物权的转移、变更登记、交付手续或委托人向受托人交付质押物;如未在规定时间内完成前述安排,常熟农商银行承担因此给信托财产造成的实际损失或将信贷资产作为不合格信贷资产予以赎回。

3. **存在一定的模型风险。**影响贷款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、改变利差水平、模拟集中违约等手段,反复测试优先级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。

4. **外部经济环境不确定性风险。**2023 年上半年,经济运行整体回升向好,但回升动能依然较弱,恢复势头仍需呵护。在此背景下,宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释:联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响,对使用的参数进行了相应的调整,评级结果反映了上述风险。

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，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。

六、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”）为发起机构江苏常熟农村商业银行股份有限公司提供了技术服务。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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

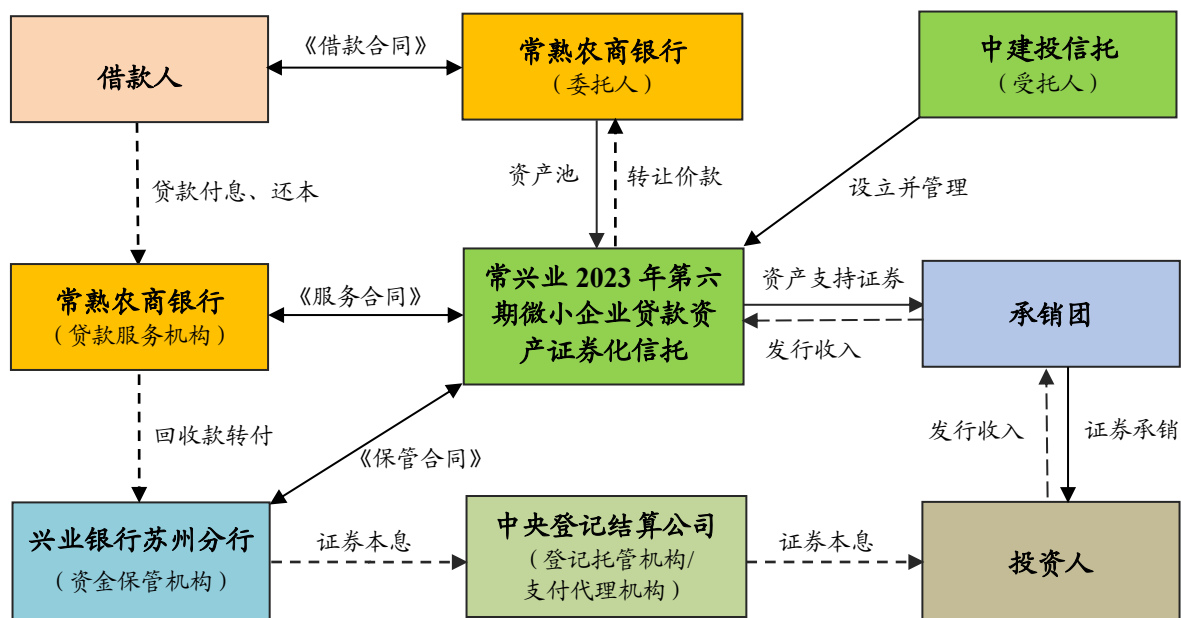
一、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人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”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本项目交易文件约定的合格标准（定义详见下文3.基础资产）和资产保证的133475.57万元微小企业贷款及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中建投信托股份有

限公司（以下简称“中建投信托”）设立“常兴业2023年第六期微小企业贷款资产证券化信托”。中建投信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场发行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（以下简称“次级证券”）。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信托受益权。本交易结构图如下所示：

图1 交易结构图²



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级证券和次级证券，其中，优先级证券包括优先A级资产支持证券（以下简称“优先A级证券”）、优先B级资产支持证券（以下简称“优先B级证券”）和优先C级资产支持证券（以下简称“优先C级证券”）。优先级证券和次级证券分别享有优先级信托受益权和次级信托受益权。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分级证券为优先级较高的分级证券提供信用支持。优先级证券均按季付息，采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定；次级证券设置了不超过5%/年的期间收益率和后端收益。同时，优先级证券和次级证券均采用过手结构按优先/次级顺序按季偿付本金。

² 兴业银行股份有限公司苏州分行，简称“兴业银行苏州分行”。

表 1 资产支持证券概况（单位：万元、%）

证券名称	金额	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A 级	102447.00	76.75	固定利率	2024/10/26	按季付息，过手还本
优先 B 级	7053.00	5.28		2024/10/26	
优先 C 级	14000.00	10.49		2024/10/26	
次级	9975.57	7.47	--	2025/01/26	在既定条件下获得期间收益及后端收益，过手还本
合计	133475.57	100.00	--	--	--

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准以及不合格信贷资产赎回机制。

本交易的入池资产涉及委托人常熟农商银行向 552 户借款人发放的 781 笔微小企业贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 133475.57 万元。

基础资产合格标准

本交易合格标准约定如下：就每一笔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³：

（a）信贷资产中包含的各笔贷款全部为常熟农商银行合法所有的微小企业贷款，且均为常熟农商银行已经全部自行放款完毕的人民币贷款；（b）信贷资产对应的全部借款合同、担保合同适用法律为中国、法律，在中国、法律项下合法有效，且其项下的抵押权（如有）、质权（如有）和保证（如有）均合法有效，并构成相关借款人、担保人（如有）合法、有效和有约束力的义务，债权人可根据其条款向相关借款人、担保人（如有）主张权利；（c）每笔信贷资产均可进行合法有效的转让；对应借款合同及其担保合同中均无禁止转让或转让须经得借款人、担保人或任何其他主体同意的约定；（d）信贷资产项下各笔贷款均不包含涉及军工、国家机密的贷款；（e）信贷资产所包含的全部贷款均未涉及违约和未决的诉讼、仲裁、执行或类似的司法程序；（f）各笔贷款均为常熟农商银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；（g）借款人为依照中国、法律在中国依法成立并合法存续的法人或其他组织；（h）担保人为依照中国、法律在中国成立并

合法存续的法人、其他组织或在借款合同签署时为年满十八周岁的中国公民或永久居民；（i）信贷资产项下各笔贷款如涉及最高额抵押、最高额质押或最高额保证，其项下所担保的主债权可依法确定或借款合同/担保合同约定担保人在最高额担保的债权转让后继续承担相应担保责任，且最高额担保所担保的信贷资产项下的贷款债权在最高额担保的额度范围内；（j）同一借款合同项下的各笔贷款已经全部发放完毕，且同一借款合同项下的贷款的未偿款项（包括但不限于未偿本金和利息）全部入池；（k）借款人对信贷资产不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（但法定抵销权除外）；（l）于初始起算日，信贷资产项下每笔贷款的质量应为常熟农商银行制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类资产；（m）于初始起算日，借款人无迟延支付借款合同项下到期应付款项的情形，且借款人历史最长逾期支付天数不超过 30 天；（n）资产池中同一借款人的单户授信总额不超过 500 万元人民币，或同一借款人入池贷款未偿本金余额在资产池全部贷款未偿本金余额中的占比不超 1/1000；（o）信贷资产项下每笔贷款在初始起算日的未偿本金余额不低于 1 万元且不超过 500 万元；（p）信贷资产项下每笔贷款的合同最晚到期日不早于 2023 年 11 月 7 日且不晚于 2024 年 12 月 13 日；（q）贷款为有息贷款；（r）贷款未根据常熟农商银行的标准程序予以核销；（s）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），任何借款人均无权选择终止该借款合同。

³ 信托财产交付日：系指委托人将信托财产交付给受托人之日。在本信托中，信托财产交付日为资产支持证券缴款截止日后第一个工作日。

不合格信贷资产赎回

不合格信贷资产系指在初始起算日或信托财产交付日不符合资产保证的信贷资产。在信托期限内，若委托人、受托人或者贷款服务机构发现不合格信贷资产，则发现该情形的一方应在发现不合格信贷资产后 5 个工作日内通知前述其他方。受托人有权通知委托人对不合格信贷资产予以赎回。

在受托人要求委托人赎回不合格信贷资产的情况下，委托人应于该收款期间后的第一个回收款转付日⁴，将等同于待赎回的全部不合格信贷资产的赎回价格⁵的款项一次性全额划付到信托账户。在委托人对不合格信贷资产进行赎回后，该不合格信贷资产自回购起算日⁶二十四时（24:00）不再属于信托财产。

4. 现金流安排

本交易的现金流主要来源于入池贷款在本交易存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集、转付及分配做出了明确安排。

（1）账户设置及回收款转付

在信托设立日当日或之前，受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户（信托账户），并设立信托账，用以记录信托财产的收支情况。信托账下设立收益账、本金账和税收专用账等三个子账，分别用于核算收入回收款、本金回收款和信托账户中将专项用于支付《信托合同》中规定的与信托相关的税收的款项提取和支付情况。

根据交易文件约定，贷款服务机构应于每个回收款转付日下午两点（14:00）前将扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户。资金保管机构应于每个服务机构报告日⁷当日或之前根据贷款

服务机构的资金汇划附言或相关通知，将信托账户收到的回收款分别记入收益账和本金账。受托人应不晚于每个支付日⁸前的第 2 个工作日下午五点（17:00）前，向资金保管机构发送划款指令。资金保管机构不晚于每个支付日前 1 个工作日下午三点（15:00）前将信托账户中相应数额的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付证券的本息及收益；以及不晚于每个支付日（或相关《收费函》规定的其他日期）将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户，用于支付信托财产应付的税收、费用和报酬。

（2）现金流支付机制

现金流支付机制根据是否发生加速清偿事件或违约事件（各事件定义详见本报告附件一）有所差异。

A. 违约事件发生前

本交易信托账下设立收益账和本金账。根据交易文件约定，违约事件和加速清偿事件发生前，收益账和本金账之间安排了交叉互补机制。

具体而言，在未发生违约事件的情况下，受托人应指令资金保管机构于信托分配日⁹将前一个收款期间收到的收入回收款以及于该信托利益核算日¹⁰分别按照《信托合同》规定从相应信托账转入收益账的资金的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，所差金额应按以下顺序在下一期支付）：（a）税收和规费（如有）；（b）同顺序按比例支付各参与机构报酬（贷款服务机构报酬除外）、发行费用和不超过优先支出上限的费用支出；（c）不超过当期应付贷款服务机构固定服务报酬的 50%；（d）优先 A 级证券利息；（e）优先 B 级证券利息；（f）优先 C 级证券利息；（g）应付剩余贷款服务机构固定服务报酬；（h）如果发生加速清偿事件，将全部余额记入

⁴ 回收款转付日：贷款服务机构将扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户之日。具体转付规则详见评级报告“二、交易结构分析”中“2.交易结构风险分析（1）混同风险”部分。

⁵ 赎回价格：委托人根据《信托合同》的约定赎回不合格信贷资产的价格，即在回购起算日二十四时（24:00），以下三项数额之和：（1）该等不合格信贷资产的未偿本金余额；（2）从初始起算日至相关回购起算日该笔贷款的所有已经被核销的本金；以及（3）该等不合格信贷资产的未偿本金余额从初始起算日至相关回购起算日的全部应付却未偿付的利息以及已经被核销的本金从初始起算日至相关回购起算日的全部应付却未偿付的利息。

⁶ 回购起算日：（a）就《信托合同》约定的不合格信贷资产的赎回而言，回购起算日是指受托人提出赎回相应不合格信贷资产要求的那个收款期间的最后一日；（b）就《信托合同》约定的清仓回购而言，回购起算日是指委托人向受托人发出《清仓回购通知书》所在的收款期间之前一个收款期间的最后一日。

⁷ 服务机构报告日：每个计算日后的第 5 个工作日。其中，计算日是指每个支付日所在月的上个月最后一日，其中，第一个计算日将为 2023 年 12 月 31 日。

⁸ 支付日：系指计息日或（若计息日为非工作日）计息日后的第一个工作日。

计息日：系指每年的 1 月 26 日、4 月 26 日、7 月 26 日、10 月 26 日。第一个计息日为 2024 年 1 月 26 日。

⁹ 信托分配日：系指资金保管机构按照受托人发送的分配指令对信托账户内资金进行分配之日，即每个支付日前的第 6 个工作日。

¹⁰ 信托利益核算日/分配指令发送日：系指每个支付日前的第 6 个工作日。

本金账，如果尚未发生加速清偿事件，则继续进行以下分配：(i) 补足累计违约额和本金账累计净转移额¹¹；(j) 超出优先支出上限的费用支出；

(k) 不超过 5%/年的次级证券期间收益；(l) 剩余资金转入本金账。

本金账项下资金按以下顺序进行分配记账：

(a) 转入收益账项下一定数额资金，以确保收益账项下资金可以足额支付前述分配顺序下当期应付剩余贷款服务机构固定服务报酬及以前的应付款项；(b) 优先 A 级证券本金；(c) 优先 B 级证券本金；(d) 优先 C 级证券本金；(e) 次级证券本金；(f) 次级证券按最高可获取的综合收益率为 7%/年获得后端收益¹²；(g) 剩余财产（如有）全部作为浮动服务报酬分配给贷款服务机构。

违约事件发生前的回收款分配顺序详见附图 1-1。

B. 违约事件发生后

违约事件发生后，不再区分收益账项下资金和本金账项下资金，受托人应指令资金保管机构于信托分配日将前一个收款期间内收到的回收款以及从税收专用账转入收益账的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，所差金额应按以下顺序在下一期支付）：(a) 税收和规费（如有）；(b) 同顺序按比例支付各参与机构报酬、发行费用和各参与机构各自可报销的实际费用支出；(c) 优先 A 级证券利息；(d) 优先 A 级证券本金；(e) 优先 B 级证券利息；(f) 优先 B 级证券本金；(g) 优先 C 级证券利息；(h) 优先 C 级证券本金；(i) 次级证券预期期间收益；(j) 次级证券本金；(k) 次级证券后端收益；(l) 剩余财产（如有）全部作为浮动服务报酬分配给贷款服务机构。

违约事件发生后的回收款分配顺序详见附图 1-2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易通过优先/次级偿付结构、触发机制等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级偿付结构

本交易通过设定优先/次级受偿顺序的交易结构来实现内部信用提升。

根据本交易安排，基础资产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，劣后受偿的证券为优先受偿的证券提供充足的信用支持。具体而言，本交易优先 A 级证券获得 23.25% 的信用支持，优先 B 级证券获得 17.96% 的信用支持，优先 C 级证券获得 7.47% 的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了以下触发机制：个别通知事件、

加速清偿事件和违约事件。个别通知事件之(a)或(b)项一旦触发将引致现金流归集的重新安排。加速清偿事件和违约事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。

具体而言，触发个别通知事件之(a)或(b)项后，委托人或受托人将根据《信托合同》的规定通知借款人或担保人(如有)将其应支付的款项支付至信托账户，借款人还款路径发生变化。触发加速清偿事件后，收益账项下资金将不再用于支付补足累计违约额和本金账累计净转移额、超出优先支出上限的费用支出及次级期间收益。触发违约事件后，本交易不再区分收益账和本金账项下资金，全部资金按优先 A 级证券利息及本金，优先 B 级证券利息及本金，优先 C 级证券利息及本金的顺序支付，待优先级证券全部偿

¹¹ 相当于以下 a+b+c-d 的金额：(a) 在前一个收款期间内成为违约贷款的信贷资产在成为违约贷款时的未偿本金余额，(b) 在以往收款期间内成为违约贷款的信贷资产在成为违约贷款时的未偿本金余额，(c) 在以往的全部信托利益核算日按照《信托合同》约定已从本金账转入收益账的金额，(d) 在以往的全部信托利益核算日按照《信托合同》约定由收益账转入本金账的金额。

¹² 后端收益计算方式：每面值次级证券期末最高可获取的综合收益率为 7%/年。单张次级证券最高可获取的后端收益 = $\sum$ [单张次级证券在每一计息期间期初的未偿本金余额 $\times$ 7% $\times$ 该计息期间的实际天数 $\div$ 365 天 (闰年计算方法相同)] - 单张次级证券累计已获得的期间收益；尾数计算到分，分以下四舍五入；单利计息。

付完毕后，支付次级证券预期期间收益、本金及后端收益。

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

本交易主要面临混同风险、抵销风险、流动性风险、提前偿还和拖欠风险、担保物权风险和再投资风险。各风险或在本交易中有相应缓释措施，或在现金流分析过程中已有考虑，各风险均处于可控状态。

（1）混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，资产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。

受托人应授权并要求贷款服务机构按照交易文件约定，于每个回收款转付日下午两点（14:00）前将扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户。正常情况下，即当评级机构¹³给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于AA⁻级且尚未发生个别通知事件之（a）项时，转付频率为按季；当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低于AA⁻级且尚未发生个别通知事件之（a）项时，转付频率为按月，回收款转付频率加快。当发生个别通知事件之（a）或（b）项时，还款路径将发生变化，委托人或受托人将根据《信托合同》的规定通知借款人或担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户。

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收款期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该收款期间届满之日起，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评级等级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

上述设置较好地缓释混同风险。此外，本交

易的贷款服务机构常熟农商银行具有完善的风险体系，其发生信用危机乃至破产并导致发生混同风险的可能性较低。

（2）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，从而使资产组合本息回收出现风险。

根据合格标准约定，借款人对信贷资产不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（但法定抵销权除外）；同时本交易约定，如果借款人依据法律法规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，并应同时通知受托人。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为发起机构常熟农商银行的违约风险。

常熟农商银行自身财务状况良好，风控体系完善，联合资信认为即使借款人行使抵销权，常熟农商银行也能及时足额交付相应的抵销金额，本交易抵销风险较小。

（3）流动性风险

本交易资产池还款方式以按季结息到期一次性还本为主，占比为94.56%。正常情况下回收款按季划转，若当期收入回收款不足以支付优先级证券预期收益及相关各项报酬和税费时，将引发流动性风险。本交易设置了信托本金账对信托收益账的补偿机制来缓释流动性风险。

联合资信通过构建不同的违约及利率情景，针对流动性风险进行现金流分析，测算了在不同的压力情景下优先级证券信用水平的变化，评级结果已反映该风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易采用过手式顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还还有助于优先级证券本金的兑付，但会削弱对优先级证券收益的保障力度。

入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。如果借款人拖欠还款，常熟农商银行将对借款人加收一定的逾期利息可用于弥补逾

¹³ 评级机构：系指中债资信评估有限责任公司、联合资信。

期造成的损失；同时，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。

联合资信在现金流分析时，针对提前偿还和拖欠行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测算结果已经反映上述风险。

（5）担保物权风险

委托人根据《信托合同》转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的质权、抵押权随贷款债权的转让而同时转让。但委托人和受托人未办理相应的抵押权或质权的转移登记，存在无法对抗善意第三人的风险，这将使本交易面临一定的法律风险。

为控制上述风险，《信托合同》约定，发生个别通知事件后，委托人应发出权利完善通知告知所有担保物权人¹⁴，担保物权人应在收到权利完善通知之日起2个月内，配合委托人、受托人至相关登记机构办理担保物权的转移、变更登记、交付手续或委托人向受托人交付质押物。如未在限定期限内完成前述安排，则常熟农商银行承担因此给信托财产造成的实际损失或将信贷资产作为不合格信贷资产予以赎回。以上补救措施能够在一定程度上缓释担保物权风险。

（6）再投资风险

根据交易文件约定，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投资于合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准，合格投资系指受托人将信托账户内的资金以同业存款方式存放于除发起机构和贷款服务机构之外的商业银行，且评级机构给予该商业银行的主体长期信用等级均高于或等于AA⁻级，如评级机构给予资金保管机构的主体长期信用等级高于或等于AA⁻级，则合格投资仅在资金保管机构进行。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三个工作日上午九点（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有利于缓释再投资

风险。

3. 主要参与方履约能力

本交易发起机构和资金保管机构均可较好地履行其相应职责，同时联合资信将对受托机构履职能力保持关注。

（1）委托人/发起机构/贷款服务机构

本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构为常熟农商银行。常熟农商银行是于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2023年6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%。

截至2022年底，常熟农商银行资产总额为2878.81亿元，股东权益为241.16亿元；不良贷款率为0.81%，资本充足率和核心一级资本充足率分别为13.87%和10.21%。2022年实现营业收入88.09亿元，营业利润33.64亿元，净利润29.27亿元。

截至2023年6月底，常熟农商银行资产总额为3178.14亿元，股东权益为251.92亿元；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13.56%和10.06%。2023年1—6月实现营业收入49.14亿元，营业利润18.35亿元，净利润15.79亿元。

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

¹⁴ 权利完善通知：系指为完善受托人对信贷资产的所有权益而向借款人和担保人（如有）递交的通知。

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，本交易因委托人/发起机构/贷款服务机构尽能力或意愿影响而引发风险的可能性较小。

（2）受托人/受托机构/发行人

本交易的受托人/受托机构/发行人为中建投信托。截至 2022 年底，中建投信托注册资本为 50 亿元。前两大股东分别为中国建银投资有限责任公司和建投控股有限责任公司，持股比例分别为 90.05%和 9.95%。

截至 2022 年底，合并口径下，中建投信托资产总额 96.08 亿元，负债总额 12.91 亿元，所有者权益合计 83.17 亿元；信托资产总计 1111.25 亿元，信托负债合计 27.62 亿元。2022 年全年，中建投信托实现营业总收入-3.22 亿元，净利润-7.22 亿元。

在风险管理方面，中建投信托坚持“规范经营、稳健发展”的风险合规理念，持续加强全面风险管理，建立组织架构健全、权责边界清晰的风险治理体系，构建“三层式”风险管理组织架构，并在此基础上建立风险管理三道防线，涵盖对主要类别风险的识别评估、监测报告、应对处置。

在内控方面，中建投信托治理结构完善，建立了各项决策、执行、监督和激励约束机制，形成了股东大会、董事会、监事会、经营层各负其责、有效制衡、协调运作的公司治理体系。为防范各类风险，内部机构设置健全，前、中、后台各部门权责明晰，已建立风险、合规、运营、财务、审计等多部门联动的内部控制格局和风险隔离机制。

中建投信托拥有比较健全的风险内控制度，但其财务数据表现值得关注，联合资信将对受托

机构履职能力保持关注。

（3）资金保管机构

本交易的资金保管机构为兴业银行股份有限公司苏州分行。兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）成立于 1988 年 8 月，是经国务院、中国人民银行批准成立的首批股份制商业银行之一，于 2007 年 2 月 5 日在上海证券交易所正式挂牌上市，股票代码为“601166.SH”。截至 2023 年 6 月底，兴业银行股本总额为 207.74 亿元，前两大股东分别为福建省金融投资有限责任公司和中国烟草总公司，持股比例分别为 16.91%和 5.34%。

截至 2022 年底，合并口径下，兴业银行资产总额 92666.71 亿元，负债总额 85093.73 亿元，归属于母公司股东权益 7461.87 亿元，股东权益合计 7572.98 亿元；不良贷款率 1.09%，拨备覆盖率 236.44%；资本充足率为 14.44%，一级资本充足率为 11.08%，核心一级资本充足率为 9.81%。2022 年全年，兴业银行实现营业收入 2223.74 亿元，净利润 924.14 亿元。

截至 2023 年 6 月底，合并口径下，兴业银行资产总额 98904.54 亿元，负债总额 91161.97 亿元，股东权益合计 7742.57 亿元。2023 年 1—6 月，兴业银行实现营业收入 1110.47 亿元，净利润 430.91 亿元。

托管业务方面，兴业银行资产托管业务结构持续优化，综合服务能力和创新能力不断提高，助力公司巩固同业和金融市场优势。截至 2022 年底，兴业银行在线托管产品 36806 只；资产托管业务规模 15.26 万亿元，较上年末增长 8.13%。实现托管中间业务收入 35.51 亿元。

在风险管理方面，兴业银行制定业务运营与风险管理并重的发展战略，建立以风险资产管理为核心的事前、事中、事后风险控制系统，健全各项业务的风险管理制度和操作规程，完善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，进一步明确董事会、监事会、高级管理层、操作执行层在风险管理上的具体职责，形成明确、清晰、有效

的全面风险管理体系。

兴业银行自身财务状况稳健，盈利能力强，风控制度完善，具有丰富的不良贷款处置经验。兴业银行作为本交易的资金保管机构，履职能力较强。

4. 法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：本交易的设立符合各项法律法规规定，交易文件合法有效；资产转让合法有效；会计意见书和税务意见书分别对相应的会计处理和税务处理提供了专业意见。

联合资信收到的上海正策律师事务所出具的法律意见书表明：本交易各参与方均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；本交易各参与方签署、交付和履行其作为一方的交易文件，不违反适用于各参与方的中国现行法律法规和部门规章；交易文件各自约定的生效条件全部满足后，即构成各方合法的、有效的和有约束力的义务，其他相关各方可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、重整、和解或其他类似法律的限制；在发起机构和受托机构依法完成信息初始登记，人民银行依法对本交易完成许可和备案且《信托合同》约定的信托生效条件全部满足后，信托生效；委托人信托给受托人的信贷资产而言，信托一经生效，委托人对贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，委托人收取相关贷款债权现金流的合同权利已经转移给受托人；如果发生个别通知事件或《信托合同》约定的其他事由，在委托人或受托人根据《信托合同》以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知款人保证人后，该等债权的转让即对该等借款人保证人发生法律效力；委托人根据《信托合同》转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的质权、抵押权随贷款债权的转让而同时转让；针对善意第三人的风险，委托人和受托人已在《信托合同》中约定了相关补救措施；最高额担保转让符合法律法规规定；信托财产与委托人未设立信

托的其他财产相区别；本信托中的信托财产与常熟农商银行未设立信托的其他财产相区别，当常熟农商银行依法解散、被依法撤销或宣告破产，而常熟农商银行不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产；本交易没有违反中国现行法律法规的规定，交易结构合法有效；

联合资信收到的立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的会计意见书表明：常熟农商银行无需在合并财务报表中对本信托进行合并，常熟农商银行转移该入池资产所有权上几乎所有的风险和报酬，因此应当终止确认相关金融资产。

联合资信收到的立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的税务意见书表明：印花税方面，本交易各环节暂不缴纳印花税；增值税方面，转入本信托的贷款利息收入，应全额征收增值税；资管产品管理人运营资管产品提供的贷款服务以 2018 年 1 月 1 日起产生的利息及利息性质的收入为销售额全额征收增值税；各处参与方服务费收入应按现行增值税的政策规定缴纳增值税；金融机构(包括银行和非银行金融机构)投资者和非金融机构投资者持有资产支持证券期间(含到期)的收入可能会被视为利息收入征收增值税；金融机构(包括银行和非银行金融机构)投资者和非金融机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的以卖出价减去买入价差价收入应缴纳增值税；个人买卖信贷资产支持证券取得的差价收入免征增值税；企业所得税方面，常熟农商银行作为发起机构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；对于信托项目收益在取得当年向机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；在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按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税；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，对机构投资者按照现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理；机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入和从信托项目清算分配中取得的收入，应当按照企业所得税的政策规定计算缴

纳企业所得税，买卖资产支持证券所发生的损失和清算发生的损失可按企业所得税的政策规定

扣除；各参与方服务费收入应缴纳企业所得税。

三、基础资产分析

联合资信对本交易入池资产信用风险的评估主要基于对微小企业贷款业务的模式和发展现状，同时结合入池贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池贷款的账龄、历史还款记录、借款人所属地区等均会对组合信用风险概率分布的形态有一定影响。

本交易入池资产全部为常熟农商银行发放的正常类微小企业贷款。虽然入池贷款地区单一和行业集中度高，但是入池资产借款人分散性良好，剩余期限较短。同时，大部分入池资产附带抵质押担保，整体来看，资产池质量良好。

1. 资产池概况

截至初始起算日，资产池概况统计如表 2 所示：

表 2 资产池概况

入池贷款未偿本金余额（万元）	133475.57
入池贷款合同总金额（万元）	136277.57
贷款笔数（笔）	781
借款人户数（户）	552
单笔贷款最高合同金额（万元）	500.00
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	500.00
单笔贷款平均未偿本金余额（万元）	170.90
单户借款人最大未偿本金余额（万元）	500.00
单户借款人平均未偿本金余额（万元）	241.80
加权平均现行贷款利率（%）	4.09
入池贷款加权平均合同期限（月）	12.10
入池贷款加权平均账龄（月）	3.19
入池贷款加权平均剩余期限（月）	8.91
单笔贷款最短剩余期限（月）	0.90
单笔贷款最长剩余期限（月）	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：发起机构提供，联合资信整理

2. 入池贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池贷款单笔平均未偿本金余额为 170.90 万元，单笔最大未偿本金余额为 500.00 万元，占资产池未偿本金余额的 0.37%，入池资产分散性良好。入池贷款未偿本金余额分布如表 3 所示：

表 3 入池贷款未偿本金余额分布（单位：万元、笔、%）

未偿本金余额	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 100]	375	22139.14	16.59
(100, 200]	181	29986.43	22.47
(200, 300]	101	27773.00	20.81
(300, 400]	60	22313.00	16.72
(400, 500]	64	31264.00	23.42
合计	781	133475.57	100.00

注：本报告的表格中用以描述统计区间两端的“（”以及“）”代表统计区间不包含该端点值，同时“[”以及“]”代表统计区间包含该端点值，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 入池贷款担保方式分布

本交易大部分入池贷款附带抵质押担保，入池抵质押类贷款未偿本金余额占比 80.70%，有利于提高违约资产的回收水平，担保方式分布详见表 4：

表 4 入池贷款担保方式分布（单位：笔、万元、%）

担保方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
抵 押	453	74988.43	56.18
抵押+保证	144	31096.30	23.30
保 证	126	18513.70	13.87
信 用	53	7247.13	5.43
质 押	4	1280.00	0.96
质押+保证	1	350.00	0.26
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 入池贷款本息偿付方式

本交易入池贷款的本息偿付方式主要为按季结息-到期一次性归还本金，如表 5 所示：

表 5 入池贷款本息偿付方式分布（单位：笔、万元、%）

偿付方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
按季结息-到期一次性归还本金	729	126217.65	94.56
按月结息-到期一次性归还本金	51	6757.91	5.06
按月还息-自定义本金	1	500.00	0.37
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 入池贷款利率类型分布

本交易入池贷款利率类型均为固定利率。

6. 入池贷款利率水平分布

本交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 4.09%，入池贷款利率主要集中在 4.00%至 5.00% 之间，具体分布如表 6 所示：

表 6 入池贷款利率水平分布（单位：%、笔、万元）

利率	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(3.00, 4.00]	223	44505.29	33.34
(4.00, 5.00]	558	88970.28	66.66
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

7. 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款加权平均账龄为 3.19 个月，账龄分布详见表 7：

表 7 入池贷款账龄分布（单位：月、笔、万元、%）

账龄	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	712	119411.57	89.46
(6, 12]	68	13564.00	10.16
(12, 24]	1	500.00	0.37
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

8. 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较短，为 8.91 个月，最短剩余期限为 0.90 个月，最长剩余期限为 14.30 个月。入池贷款剩余期限分布详见表 8：

表 8 入池贷款剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

剩余期限	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	80	14989.00	11.23
(6, 12]	682	115578.65	86.59

(12, 18]	19	2907.92	2.18
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

9. 借款人行业分布

本交易入池贷款借款人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 53.90%和 26.88%，行业集中度高。具体分布如表 9 所示：

表 9 借款人行业分布（单位：笔、万元、%）

行业	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
制造业	336	71941.44	53.90
批发和零售业	247	35877.82	26.88
建筑业	113	15472.40	11.59
交通运输、仓储和邮政业	28	2167.00	1.62
信息传输、软件和信息技术服务业	15	1517.00	1.14
水利、环境和公共设施管理业	4	1427.00	1.07
租赁和商务服务业	8	1360.00	1.02
农、林、牧、渔业	11	1082.00	0.81
科学研究和技术服务业	7	999.91	0.75
文化、体育和娱乐业	2	700.00	0.52
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5	560.00	0.42
住宿和餐饮业	2	205.00	0.15
居民服务、修理和其他服务业	3	166.00	0.12
合 计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

入池资产中未偿本金余额占比最高的行业为制造业，占比为 53.90%。根据国家统计局数据，2023 年上半年，制造业工业增加值同比增长 4.2%，规模以上制造业工业企业利润为 23874.70 亿元同比下降 20%。

入池资产中未偿本金余额占比第二高的行业为批发和零售业，占比为 26.88%。批发业属于第三产业服务业，随着我国产业结构的优化，服务业是支撑经济稳定增长的主动力。根据国家统计局数据，2023 年上半年，我国批发和零售业增加值同比增长 6.6%。

10. 借款人地区分布

本交易入池贷款地区单一，借款人均位于江苏省，其中主要分布在苏州市，未偿本金余额占

比 75.58%。借款人地区分布如表 10 所示：

表 10 借款人地区分布（单位：笔、万元、%）

地区	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
苏州市	579	100878.45	75.58
盐城市	76	11150.22	8.35
无锡市	62	8791.00	6.59
南通市	35	6421.00	4.81
连云港市	19	3083.90	2.31
淮安市	5	1477.00	1.11
扬州市	4	1174.00	0.88
宿迁市	1	500.00	0.37
总计	781	133475.57	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2023 年上半年苏州市全年实现地区生产总

值 11458.40 亿元，按可比价格计算同比增长 4.7%，其中第一产业增加值 67.10 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 5069.00 亿元，增长 4.1%；第三产业增加值 6322.3 亿元，增长 5.2%。2023 年上半年苏州市实现一般公共预算收入 1465.62 亿元，其中税收收入 1221.64 亿元，占一般公共预算收入的比重达 83.4%。一般公共预算支出 1274.34 亿元。苏州市经济发展水平较高，增速保持良好水平。

总体来看，需对本交易借款人所分布地区和行业的经济运行和风险情况进行关注。联合资信在资产池违约模型中调整了地区和行业相关参数，以体现区域经济波动和行业经济波动对贷款组合信用风险的影响。

四、定量分析

1. 组合资产信用风险分析

本交易入池资产为常熟农商银行向 552 户借款人发放的 781 笔微小企业贷款及其附属担保权益。联合资信采用组合资产信用风险测试、关键债务人违约压力测试和现金流压力测试进行量化分析。综合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_s^- 至 BBB_s 。

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）。该方法以信用等级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。

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 69.53%。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表：

表 11 目标级别违约比率和目标级别损失比率

信用等级	目标级别违约概率 (TRDP)	目标级别违约比率 (TRDR)	目标级别损失比率 (TRLR)
AAA_{sf}	0.02%	32.04%	7.40%
AA^+_{sf}	0.05%	24.97%	6.04%
AA_{sf}	0.07%	23.20%	5.72%
AA^-_{sf}	0.10%	21.60%	5.40%
A^+_{sf}	0.15%	19.85%	5.05%
A_{sf}	0.20%	18.69%	4.80%
A^-_{sf}	0.30%	16.76%	4.45%
BBB^+_{sf}	0.60%	14.15%	3.80%
BBB_{sf}	0.81%	13.03%	3.54%
BBB^-_{sf}	1.00%	12.27%	3.36%

资料来源：联合资信整理

模型输出的违约时间分布如下表所示：

表 12 基础资产违约时间分布

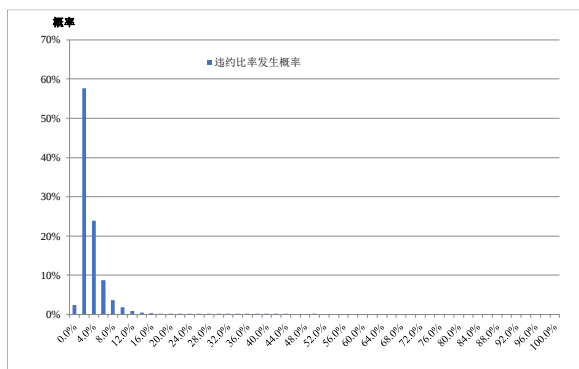
阶段	违约比例
第 1 季度	29.46%

第 2 季度	28.41%
第 3 季度	26.16%
第 4 季度	15.74%
第 5 季度	0.22%

资料来源：联合资信整理

基础资产违约比率发生概率分布情况如图 2 所示：

图 2 基础资产违约比率发生概率分布



资料来源：联合资信整理

根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，优先 A 级证券获得 23.25% 的信用支持，优先 B 级证券获得 17.96% 的信用支持，优先 C 级证券获得 7.47% 的信用支持，均大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（7.40%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的优先 A 级证券的最高级别上限、优先 B 级证券的最高级别上限和优先 C 级证券的最高级别上限均能达到 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，结果如下表所示：

表 13 资产池关键债务人违约压力测试结果

级别	最低分层支持要求
AAA _{sf}	2.14%
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	1.42%
A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A ⁻ _{sf}	1.07%
BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf} /BBB ⁻ _{sf}	0.71%

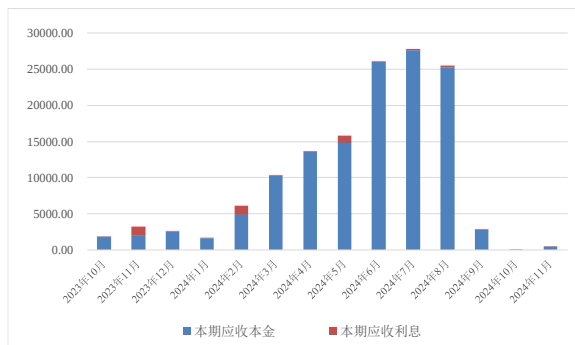
资料来源：联合资信整理

根据资产池关键债务人压力测试结果，并结合分层方案，优先 A 级证券可获得的信用支持为 23.25%，优先 B 级证券可获得的信用支持为 17.96%，优先 C 级证券可获得的信用支持为 7.47%，均大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（2.14%）。因此，由资产池关键债务人压力测试决定的优先 A 级证券、优先 B 级证券和优先 C 级证券的最高级别上限均能达到 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 3 正常情况下资产池现金流入（单位：万元）



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计算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，通常在此基础上，设置如下主要压力条件：提前还款率提高、违约时间分布前置、利差缩小、违约贷款回收率下降等。

2023 年上半年，经济运行整体回升向好，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了优先 A 级证券、优先 B 级证券和优先 C 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。压力测试基准条件和测试结果如下表所示：

表 14 压力测试的基准条件

参数名称	基准条件
回收率	69.53%
回收周期	6 个月
违约时间分布	详见表 12
优先 A 级证券预期发行利率	2.60%
优先 B 级证券预期发行利率	2.70%
优先 C 级证券预期发行利率	3.50%
次级证券期间收益率	不超过 5.00%
提前还款率	4.00%/年
费率	0.672%
税率	3.26%
预计信托设立日	2023/11/29

注：本交易中涉及的费率包括受托机构费用、资金保管费用、贷款服务机构费用及代理兑付机构费用，设定总体费率为 0.672%/年；另外，发行固定费用及首个支付日需支付给各中介机构的固定费用已在模型中予以考虑
资料来源：联合资信整理

表 15 优先 A 级证券 AAA_{sf} 情景下的压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	69.55%	32.04%	37.51%
回收率为 48.67% ¹⁵ ，其他为基准条件	41.48%	32.04%	9.44%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	56.42%	32.04%	24.38%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	47.73%	32.04%	15.69%
提前还款加 2 倍，其他为基准条件	69.53%	32.04%	37.49%
提前还款加 4 倍，其他为基准条件	69.50%	32.04%	37.46%
违约前置 10%，其他为基准条件	68.72%	32.04%	36.68%
违约前置 20%，其他为基准条件	69.38%	32.04%	37.34%
预期发行利率提高 25 个 BP，其他为基准条件	68.68%	32.04%	36.64%
预期发行利率提高 50 个 BP，其他为基准条件	67.97%	32.04%	35.93%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款加 2 倍，违约时间分布前置 10%，预期发行利率提高 25 个 BP	55.69%	32.04%	23.65%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款加 4 倍，违约时间分布前置 20%，预期发行利率提高 50 个 BP	47.66%	32.04%	15.62%

资料来源：联合资信整理

由压力测试结果可以看出，当目标信用等级为 AAA_{sf} 时，即使在最大压力情景下，优先 A 级证券仍能获得一定的保护距离（9.44%），因此，

由现金流压力测试决定的优先 A 级证券的信用等级上限为 AAA_{sf}。

¹⁵ 抵押、质押等强保证措施为基础金融资产提供的回收率*0.7，下同

表 16 优先 B 级证券 AAA_{sf}情景下的压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	52.20%	32.04%	20.16%
回收率为 48.67%，其他为基准条件	31.69%	32.04%	-0.35%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	42.93%	32.04%	10.89%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	36.47%	32.04%	4.43%
提前还款加 2 倍，其他为基准条件	52.26%	32.04%	20.22%
提前还款加 4 倍，其他为基准条件	52.56%	32.04%	20.52%
违约前置 10%，其他为基准条件	52.22%	32.04%	20.18%
违约前置 20%，其他为基准条件	53.20%	32.04%	21.16%
预期发行利率提高 25 个 BP，其他为基准条件	51.55%	32.04%	19.51%
预期发行利率提高 50 个 BP，其他为基准条件	50.91%	32.04%	18.87%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款加 2 倍，违约时间分布前置 10%，预期发行利率提高 25 个 BP	42.46%	32.04%	10.42%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款加 4 倍，违约时间分布前置 20%，预期发行利率提高 50 个 BP	36.41%	32.04%	4.37%

资料来源：联合资信整理

表 17 优先 B 级证券 AA⁺_{sf}情景下的压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	AA ⁺ _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	52.20%	24.97%	27.23%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	42.93%	24.97%	17.96%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	36.47%	24.97%	11.50%
提前还款加 2 倍，其他为基准条件	52.26%	24.97%	27.29%
提前还款加 4 倍，其他为基准条件	52.56%	24.97%	27.59%
违约前置 10%，其他为基准条件	52.22%	24.97%	27.25%
违约前置 20%，其他为基准条件	53.20%	24.97%	28.23%
预期发行利率提高 25 个 BP，其他为基准条件	51.55%	24.97%	26.58%
预期发行利率提高 50 个 BP，其他为基准条件	50.91%	24.97%	25.94%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款加 2 倍，违约时间分布前置 10%，预期发行利率提高 25 个 BP	42.46%	24.97%	17.49%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款加 4 倍，违约时间分布前置 20%，预期发行利率提高 50 个 BP	36.41%	24.97%	11.44%

资料来源：联合资信整理

由压力测试结果可以看出，优先 B 级证券无法满足 AAA_{sf}的压力测试要求。当目标信用等级为 AA⁺_{sf}时，即使在最大压力情景下，优先 B

级证券仍能获得一定的保护距离（11.44%），因此，由现金流压力测试决定的优先 B 级证券的信用等级上限为 AA⁺_{sf}。

表 18 优先 C 级证券 BBB⁺_{sf}情景下的压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	BBB ⁺ _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	20.13%	14.15%	5.98%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	16.58%	14.15%	2.43%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	14.09%	14.15%	-0.06%
提前还款加 2 倍，其他为基准条件	20.16%	14.15%	6.01%
提前还款加 4 倍，其他为基准条件	20.19%	14.15%	6.04%
违约前置 10%，其他为基准条件	20.16%	14.15%	6.01%
违约前置 20%，其他为基准条件	21.00%	14.15%	6.85%
预期发行利率提高 25 个 BP，其他为基准条件	19.60%	14.15%	5.45%

预期发行利率提高 50 个 BP，其他为基准条件	19.08%	14.15%	4.93%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款加 2 倍，违约时间分布前置 10%，预期发行利率提高 25 个 BP	16.37%	14.15%	2.22%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款加 4 倍，违约时间分布前置 20%，预期发行利率提高 50 个 BP	14.02%	14.15%	-0.13%

资料来源：联合资信整理

表 19 优先 C 级证券 BBB_{sf} 情景下的压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	BBB _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	20.13%	13.03%	7.10%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	16.58%	13.03%	3.55%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	14.09%	13.03%	1.06%
提前还款加 2 倍，其他为基准条件	20.16%	13.03%	7.13%
提前还款加 4 倍，其他为基准条件	20.19%	13.03%	7.16%
违约前置 10%，其他为基准条件	20.16%	13.03%	7.13%
违约前置 20%，其他为基准条件	21.00%	13.03%	7.97%
预期发行利率提高 25 个 BP，其他为基准条件	19.60%	13.03%	6.57%
预期发行利率提高 50 个 BP，其他为基准条件	19.08%	13.03%	6.05%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款加 2 倍，违约时间分布前置 10%，预期发行利率提高 25 个 BP	16.37%	13.03%	3.34%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款加 4 倍，违约时间分布前置 20%，预期发行利率提高 50 个 BP	14.02%	13.03%	0.99%

资料来源：联合资信整理

由压力测试结果可以看出，优先 C 级证券无法满足 BBB⁺_{sf} 的压力测试要求。当目标信用等级为 BBB_{sf} 时，即使在最大压力情景下，优先 B 级证券仍能获得一定的保护距离（0.99%），因此，由现金流压力测试决定的优先 C 级证券的信用等级上限为 BBB_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型、关键债务人违约压力测试模型和现金流压力测试模型的测试结果，量化测算结果表明：优先 A 级证券的信用等级可达到 AAA_{sf}，优先 B 级证券的信用等级可达到 AA⁺_{sf}，优先 C 级证券的信用等级可达到 BBB_{sf}。

五、评级结论

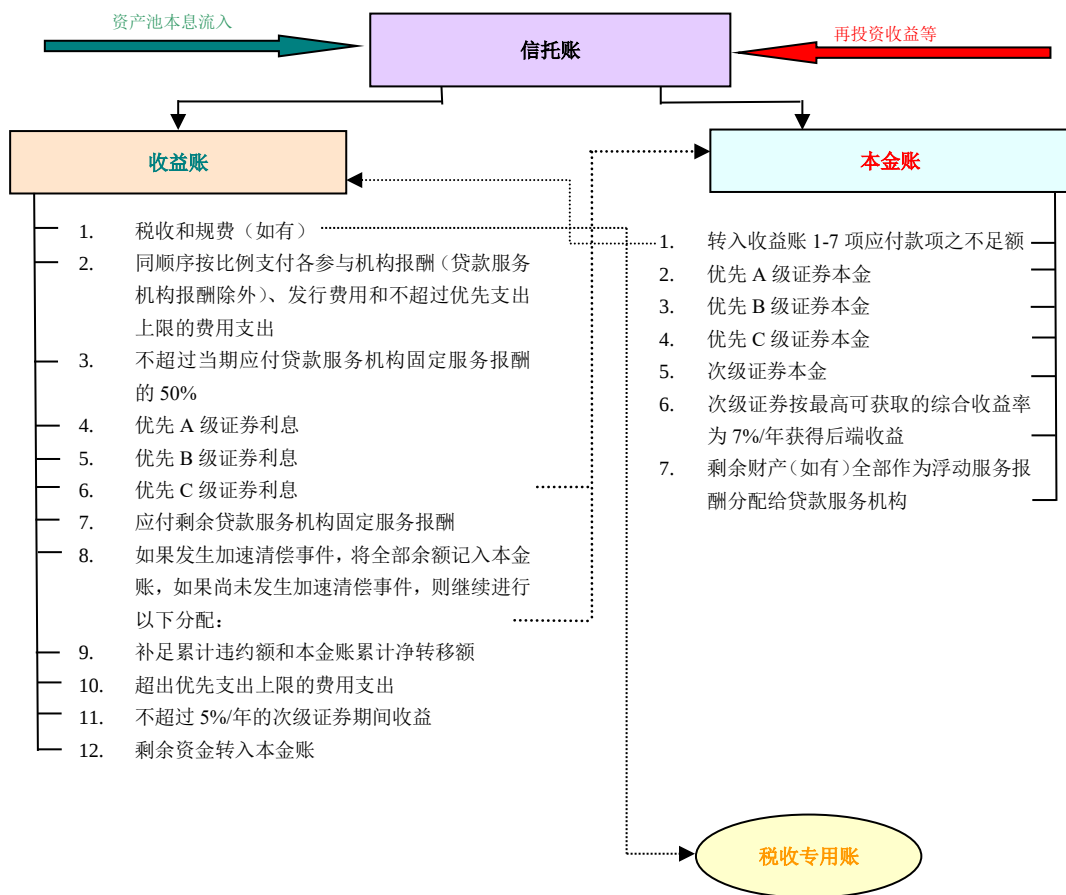
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁺_{sf}，优先 C 级资产支持证券的信用等级为 BBB_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

上述优先 A 级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，违约概率极低；优先 B 级资产支持证券的评级结果反映

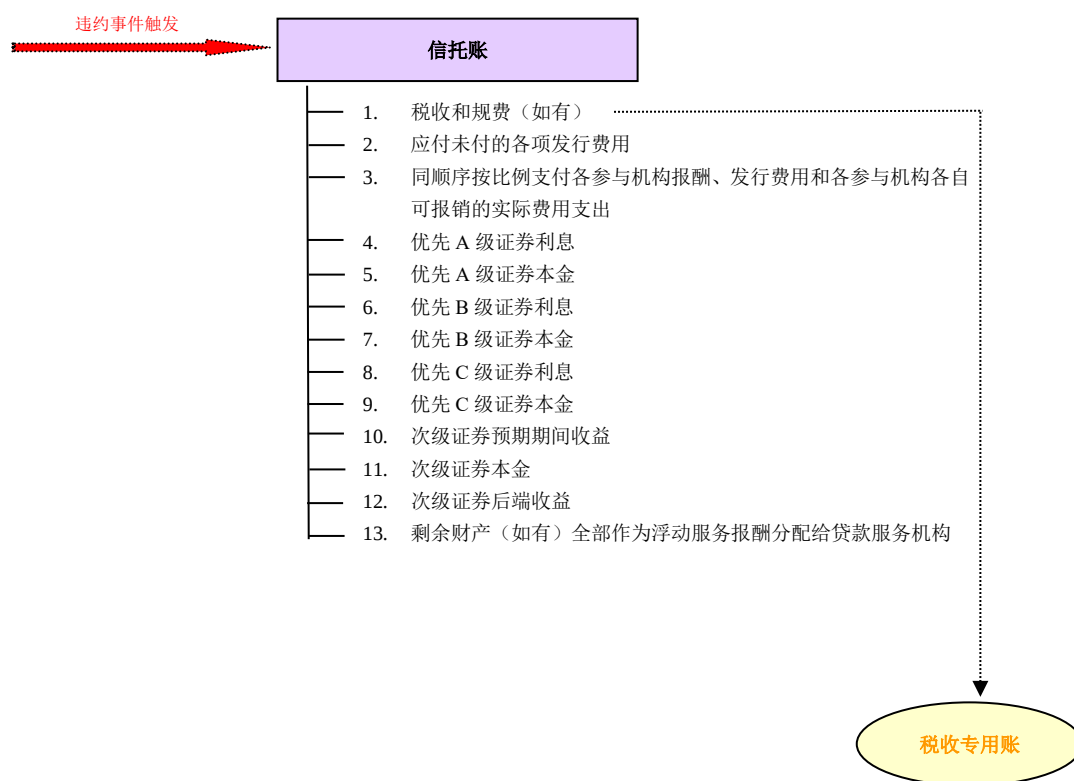
了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约概率很低；上述优先 C 级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力一般，违约概率一般。

附图 现金流支付机制

附图 1-1 违约事件发生前的回收款分配



附图 1-2 违约事件发生后的回收款分配



附件一 本交易相关定义

一、加速清偿事件

加速清偿事件系指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中的任一事件。

其中，自动生效的加速清偿事件包括如下任一事件：

(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) 贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期内，未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；

(d) (1) 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 个自然日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备贷款服务机构，或 (2) 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 (3) 后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的规定任命继任者；

(e) 某一收款期间结束时的累计违约率超过 5%；

(f) 在优先 A 级资产支持证券预期到期日紧邻的前一个信托利益核算日，受托人按照《信托合同》规定的分配顺序计算认为无法足额分配优先 A 级资产支持证券的未偿本金余额；

(g) 在优先 B 级资产支持证券预期到期日紧邻的前一个信托利益核算日，受托人按照《信托合同》规定的分配顺序计算认为无法足额分配优先 B 级资产支持证券的未偿本金余额；

(h) 在优先 C 级资产支持证券预期到期日紧邻的前一个信托利益核算日，受托人按照《信托合同》规定的分配顺序计算认为无法足额分配优先 C 级资产支持证券的未偿本金余额；

需经宣布生效的加速清偿事件包括如下任一事件：

(i) 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 个自然日内未能得到补救；

(j) 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；

(k) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者贷款有重大不利影响的事件；

(l) 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。

发生以上（a）项至（h）项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上（i）项至（l）项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应通知所有的资产支持证券持有人。资产支持证券持有人大会决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向贷款服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生。

二、违约事件

违约事件系指以下任一事件：

- (a) 回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；
- (b) 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级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级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级资产支持证券应付未付利息和次级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）；
- (c) 受托人未能在法定到期日后 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）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的；
- (d) 交易文件的相关方（包括但不限于委托人、受托人、贷款服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 个自然日内未能得到补正或改善，资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。
- 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贷款服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构；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》约定的加速清偿事件发生后的现金流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《信托合同》规定的分配顺序进行分配。

三、个别通知事件

个别通知事件系指以下任一事件：

- (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) 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低于 A 级；
- (c) 评级机构中某一家给予委托人的主体长期信用等级低于 A 级；
- (d) 委托人发生任何一起丧失清偿能力事件；
- (e) (1) 借款人未履行其在借款合同项下的任何义务，以致须以受托人的名义针对其提起法律诉讼或仲裁，或 (2) 担保人未履行其在担保合同项下的担保责任，以致须以受托人的名义针对其提起法律诉讼或仲裁（如有）。

四、贷款服务机构解任事件

贷款服务机构解任事件系指以下任一事件：

- (a) 贷款服务机构未能于回收款转付日根据《服务合同》按时付款（除非由于贷款服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而使该付款到期日顺延），且在回收款转付日后 3 个工作日内仍未付款；
- (b) 贷款服务机构停止经营或计划停止经营其全部或主要的贷款业务；
- (c) 发生与贷款服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- (d) 贷款服务机构未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需的资格、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；
- (e) 贷款服务机构未能于服务机构报告日当日或之前交付相关收款期间的贷款服务机构报告（除非由于贷款服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使贷款服务机构提供贷款服务机构报告的日期延后），且在服务机构报告日（如发生前述顺延情形，

则指顺延后的服务机构报告日)后3个工作日内仍未提交;

(f) 贷款服务机构严重违反:(1)除付款义务和提供报告义务以外的其他义务;(2)贷款服务机构在交易文件中所做的任何陈述和保证,且在贷款服务机构实际得知(不管是否收到受托人的通知)该等违约行为后,该行为仍持续超过15个工作日,以致对信托财产的回收产生重大不利影响;

(g) 资产支持证券持有人大会合理认为已经发生与贷款服务机构有关的重大不利变化;

(h) 仅在常熟农商银行为贷款服务机构时,贷款服务机构未能落实《服务合同》的规定,在信托设立日后90个自然日内,未能按照《服务合同》的约定对所有账户记录原件以及与上述账户记录相关的所有文件进行保管;

(i) 在将对贷款服务机构报告执行商定程序的报告的结果书面通知贷款服务机构后的90个自然日内,受托人合理地认为:(i)对贷款服务机构报告执行商定程序的报告表明贷款服务机构已经实质性违反其在任何交易文件中所做的陈述或保证,或(ii)上述审阅结果不令人满意。发生上述(i)或(ii)中的任一种情形的,受托人应立即通知贷款服务机构,贷款服务机构在接到该通知后10个工作日内应向受托人书面出具回复意见。如果受托人对贷款服务机构的书面回复意见仍不满意,则受托人应将此提交资产支持证券持有人大会审议。资产支持证券持有人大会合理认为已经发生重大不利影响的,则构成贷款服务机构解任事件。

附件二 入池资产借款人影子评级方法与企业主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产借款人及保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合资信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产借款人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产借款人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定借款人及保证人（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的借款人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产借款人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对借款人及保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产借款人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 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。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

信用等级	含义
AAA _s	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _s	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _s	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _s	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _s	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _s	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _s	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _s	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C _s	不能偿还债务

附件三 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

联合资信评估股份有限公司关于 常兴业 2023 年第六期微小企业贷款资产支持证券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托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本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。