

兴瑞 2024 年第三期不良资产支持证券

信用评级报告 | 2024-05-21

评级结果

证券	预期信用评级	金额 (万元)	证券占比 (%)	资产占比 (%)	利率类型	法定到期日
优先档	AAAsf	36,000.0	83.3	3.1	固定	2029-06-26
次级档	NR	3,200.0	16.7	0.6	/	2029-06-26
超额抵押		493,648.1	/	96.3		
合计		512,848.1	100.0	100.0		

注：NR 表示未予评级。

惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）已对“兴瑞 2024 年第三期不良资产证券化信托”项下优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）授予预期评级。上述证券以兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）发放的截至初始起算日已经成为不良贷款的信用卡债权构成的静态资产池为支持。优先档证券的评级反映了该等证券的利息获得及时支付以及本金在法定到期日前获得足额偿付的能力。

关键评级驱动因素

回收金额与回收时间：惠誉博华基于历史数据及资产池特征分析，并综合考量经济环境变化对基础资产回收的潜在影响等因素，确定对本交易应用 6.9%（即毛回收金额 35,156.1 万元）的基准情景回收率假设，AAAsf 级别情景下回收率假设为 5.1%。同时，惠誉博华根据历史回收数据得出资产池在基准情景下的回收时间分布，并在现金流分析中对回收滞后可能带来的不利影响进行了测试。

现金流分析与错配：资产池回收情况及交易结构将决定可用于证券兑付的现金流，惠誉博华通过对现金流分析建模，评估证券的偿付情况。此外，不良资产现金回收具有一定的不确定性，因此存在资产池现金流入与优先档证券利息及优先税费支出错配而导致的流动性风险，本交易通过设置信托（流动性）储备账户及流动性支持机构，对该风险进行缓释。

宏观经济：在着力扩大内需、提振信心的一系列宏观经济政策支持下，2023 年中国经济复苏势头良好，按不变价格计算，全年 GDP 同比增长 5.2%。2024 年一季度，得益于稳增长政策显效、外需回暖，中国经济复苏提速，出口成为 GDP 增速超预期的主要贡献因素。与此同时，名义 GDP 同比增速依旧明显低于实际 GDP 增速，反映内需不足问题仍然突出，宏观数据和微观感受之间温差显著。预计二季度以及下半年，中国出口增长有望提速，对经济增长拉动效果将更为显著。惠誉博华维持 2024 年中国 GDP 增长 4.8% 的预测。考虑到经济复苏继续呈现曲折前行走势，惠誉博华对于中国宏观经济的预测存在修正可能。

贷款服务机构及操作风险：本交易的发起机构和贷款服务机构是兴业银行，惠誉博华对其信用卡业务的管理流程进行了考察，并着重了解信用卡债权逾期后催收工作的具体操作。惠誉博华认为兴业银行作为发起机构及贷款服务机构，其信用卡发放和逾期催收管理制度完善、操作流程规范，具备较为丰富的不良资产清收服务经验。

报告内容	页码
关键评级驱动因素	1
优势	2
关注	2
参与机构	2
同类交易对比	3
行业风险	4
资产分析	4
现金流分析	7
评级敏感性	9
交易结构	9
交易对手风险	10
评级标准应用、模型和数据充足性	12
附录 1：贷款管理与服务	13
附录 2：资产支持证券信用等级设置及其含义	15
附录 3：跟踪评级安排	16

本售前评级报告所示的预期评级并非最终评级，仅反映了截至本报告出具日惠誉博华所获得的信息。惠誉博华将在本交易发行后，根据最终确定的交易信息及文件，发布相关评级公告确认最终评级，最终评级可能与预期评级有所不同。评级结果并不是买入、卖出或持有任何证券的建议。

分析师

孙佳平
+8610 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

郑飞
+8610 5663 3816
fei.zheng@fitchbohua.com

傅绪林
+8610 5663 3817
xulin.fu@fitchbohua.com

优势

高度分散的资产池：截至初始起算日，本交易单笔贷款平均未偿本息费余额为 7.5 万元，前十大借款人未偿本息费余额占比为 0.2%，借款人分布于 44 个城市，基础资产分散程度较高。

充足的超额抵押：本交易优先档证券的信用支持来自基础资产的本息费回收款，优先档证券的发行规模为基础资产未偿本息费余额的 3.1%，优先档证券能够通过 AAA_{sf} 级别压力情景下的现金流测试，并有一定的缓冲，本交易具备充足的超额抵押。

有效的流动性风险缓释机制：本交易设置了信托（流动性）储备账户，并约定在现金流分配中以必备流动性储备金额为限向信托（流动性）储备账户存入储备金，其中必备流动性储备金额为下期应付的优先档证券利息及前序税费的 1.5 倍，能够有效覆盖支付中断风险敞口。

关注

资产池逾期期限较长：本交易资产池加权平均贷款逾期期限为 10.5 个月，逾期期限较长。对于不良信用卡债权，随着其逾期程度加深，回收难度将不断加大。惠誉博华设定基准情景回收率假设时已充分考虑逾期期限对回收的影响。

现金流回收的不确定性：不良资产的回收情况受宏观经济、服务机构履职能力及区域司法环境等多重因素影响，基础资产回收率及回收时间存在一定不确定性。惠誉博华在对本交易进行回收分析及现金流测试时已充分考虑上述风险。

发行利率的不确定性：若本交易优先档证券实际发行利率明显高于模型假设，则压力情景下优先档证券的兑付可能存在一定风险。惠誉博华将在本交易发行后，根据证券实际发行利率等最终确定的交易信息及文件，发布相关评级公告确认最终评级。

参与机构

机构角色	机构名称	机构简称
委托人/发起机构	兴业银行股份有限公司	兴业银行
贷款服务机构	兴业银行股份有限公司	兴业银行
受托人	兴业国际信托有限公司	兴业信托
资金保管机构	北京银行股份有限公司北京分行	北京银行北京分行
牵头主承销商	中信建投证券股份有限公司	中信建投
联席主承销商	招商证券股份有限公司 兴业证券股份有限公司	招商证券 兴业证券
法律顾问	北京大成律师事务所	大成律所
会计顾问/税务顾问	毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）	毕马威
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	中央结算公司

来源：交易文件

适用评级标准

《结构融资主评级标准》（2023 年 9 月）

《消费贷款资产支持证券评级标准》（2023 年 9 月）

相关研究

《经济恢复不平衡 微观感受仍显凉》

《2024 年银行间信贷资产证券化展望》

《惠誉博华银行间市场 NPAS 指数报告 2023Q4》

《惠誉博华银行间市场消费贷 ABS 指数报告 2023Q4》

同类交易对比

	兴瑞 2024-3	兴瑞 2024-1	兴瑞 2023-7	兴瑞 2023-6	兴瑞 2023-4
初始起算日	2024-04-09	2024-01-12	2023-10-18	2023-09-26	2023-07-11
信托生效日	2024-06（预计）	2024-03	2023-12	2023-12	2023-09
支付频率	季付	季付	季付	季付	季付
证券占比 ¹ -优先档（%）	83.3	83.8	83.9	82.4	84.2
贷款本息费余额占比 ² -优先档（%）	3.1	3.7	3.6	3.0	3.9
笔数及金额（万元）					
贷款笔数	68,445	62,716	46,174	67,366	49,649
未偿本金余额	417,205.7	332,695.3	172,690.5	388,911.6	351,656.3
未偿息费余额	95,642.4	57,511.0	31,626.5	77,378.9	53,693.8
未偿本息费余额	512,848.1	390,206.3	204,317.1	466,290.5	405,350.1
单笔贷款平均未偿本息费余额	7.5	6.2	4.4	6.9	8.2
单笔贷款最大未偿本息费余额	134.0	104.8	135.2	156.6	102.4
期限					
加权 ³ 平均贷款逾期期限（月）	10.5	7.5	7.9	8.6	6.2
担保方式（%）					
信用	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
五级分类分布（%）					
次级	9.7	19.3	50.6	16.8	13.8
可疑	37.8	46.8	15.7	45.6	48.6
损失	52.5	33.9	33.8	37.7	37.7
借款人					
借款人户数	59,971	55,492	42,474	59,512	42,923
前十大借款人本息费余额占比（%）	0.2	0.2	0.5	0.3	0.1
加权平均授信额度（万元）	6.9	6.5	6.1	6.7	7.1
加权平均年龄（岁）	41.6	41.6	40.9	41.5	40.9
加权平均年收入（万元）	12.9	12.1	11.9	12.9	12.2
借款人所在地区⁴分布前三（%）					
地区 1	广州（8.3）	广州（7.7）	广州（15.0）	广州（12.7）	广州（13.2）
地区 2	郑州（7.1）	郑州（7.2）	郑州（6.4）	郑州（8.1）	南宁（6.0）
地区 3	济南（6.0）	济南（7.1）	南宁（6.0）	南宁（5.1）	郑州（5.8）

注：若占比之和不等于 100 或数值加总不等于合计值是四舍五入导致，下同。

来源：兴业银行、中国债券信息网、惠誉博华

¹ 证券占比 = 该档证券发行金额/证券发行总额。

² 贷款本息费余额占比 = 该档证券发行金额/初始起算日贷款未偿本息费余额。

³ 如无特殊说明，本报告披露的指标加权平均值权重为初始起算日贷款未偿本息费余额。

⁴ 按借款人所在一级分行进行统计，下同。

行业风险

宏观及行业风险

在着力扩大内需、提振信心的一系列宏观经济政策支持下，2023 年中国经济复苏势头良好，按不变价格计算，全年 GDP 同比增长 5.2%。2024 年一季度，得益于稳增长政策显效、外需回暖，中国经济复苏提速，出口成为 GDP 增速超预期的主要贡献因素。但与此同时，名义 GDP 同比增速依旧明显低于实际 GDP 增速，反映内需不足问题仍然突出，宏观数据和微观感受之间温差显著。预计二季度以及下半年，中国出口增长有望提速，对经济增长拉动效果将更为显著。惠誉博华维持 2024 年中国 GDP 增长 4.8% 的预测。考虑到经济复苏继续呈现曲折前行走势，惠誉博华对于中国宏观经济的预测存在修正可能。

随着中国经济复苏，就业形势总体稳定，居民收入稳步提高，但居民可支配收入增速或将低于过往历史水平。惠誉博华认为信用卡 NPAS 基础资产债务人的财务状况正处于温和修复的状态中，预计 2024 年信用卡 NPAS 基础资产表现将继续维持稳定。

资产分析

资产池概要

本交易的入池资产为发起机构兴业银行享有的信用卡债权，截至初始起算日，入池资产根据兴业银行的贷款风险五级分类标准划分为次级、可疑或损失类。

入池贷款合格标准

根据交易文件的约定，本交易基础资产由兴业银行所发放且满足合格标准的信用卡债权及其附属担保权益（如有）构成。基础资产中每笔信用卡债权及其附属担保权益（如有）在初始起算日和信托财产交付日需满足以下合格标准：

- 1 借款人在申请信用卡账户时为中国公民或永久居民，且年满 18 周岁；
- 2 相关信用卡账户项下的所有应付金额均以人民币为单位；
- 3 资产均由借款人在相关信用卡账户项下进行取现、消费等交易所形成，且在初始起算日借款人对该等交易的事实（包括该等交易金额）无争议；
- 4 根据兴业银行的贷款风险分类标准，资产在初始起算日为次级、可疑或损失类；
- 5 兴业银行已办理相关信用卡账户的停卡手续；
- 6 信用卡账户及资产适用中国法律；
- 7 借款人在兴业银行的信用卡账户项下的全部未偿债务均入池；
- 8 兴业银行合法拥有每笔资产，且未在资产上设定质押或其他权利负担；
- 9 自初始起算日起至信托财产交付日，兴业银行未曾主动减免每笔信用卡债权对应的本金；
- 10 兴业银行在相关信用卡账户项下不享有除债权之外的抵债资产；
- 11 信用卡债权未根据兴业银行标准程序予以核销；
- 12 资产可以进行合法有效的转让，无需取得借款人或任何第三方的同意。

来源：交易文件

兴业银行对本交易入池贷款满足合格标准做出陈述和保证。如果发现不合格信贷资产，发起机构应按照交易文件的规定向受托人赎回相应资产。

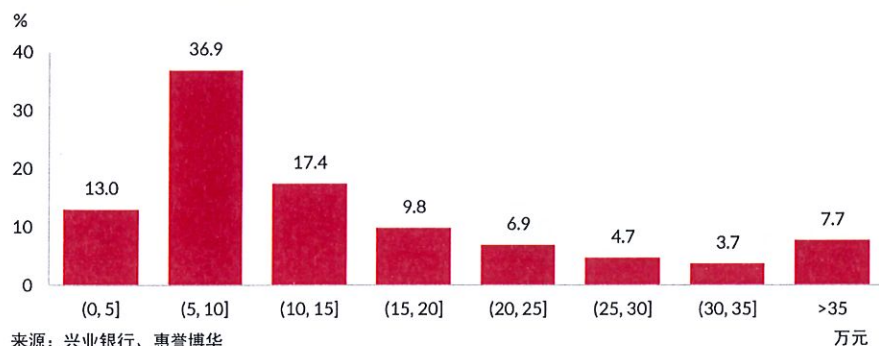
基础资产分布⁵

不良贷款特征分布

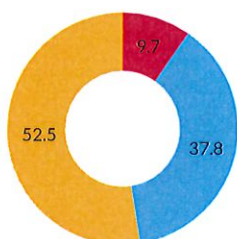
本交易入池资产均为兴业银行发放的、已成为不良贷款的信用卡债权，其中未偿本息余额一半以上的贷款五级分类为损失类。本交易入池资产平均余额较高，截至初始起算日，有超过三分之一的贷款集中分布在本息费余额 5 至 10 万元区间内，且逾期期限较长，有 30.8% 的资产逾期 360 天以上。

⁵ 除特殊说明，分布数据均以初始起算日贷款未偿本息费余额进行统计，环形图中数字为百分比。

未偿本息（费）余额分布



五级分类



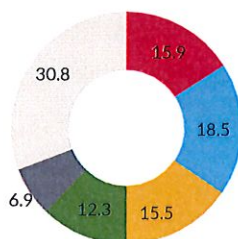
■ 次级 ■ 可疑 ■ 损失

担保方式



■ 信用

贷款逾期期限/天



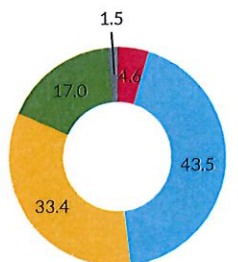
■ (90, 120] ■ (120, 150] ■ (150, 180] ■ (180, 270] ■ (270, 360] ■ >360

来源：兴业银行、惠誉博华

借款人特征分布

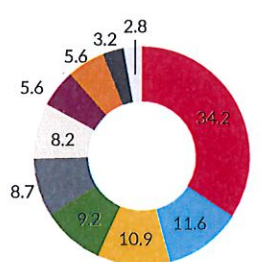
借款人特征方面，兴业银行提供的数据显示，本交易大部分借款人初始起算日年龄在 30 岁至 50 岁之间，约 34.1% 的借款人没有明确的职业分类。借款人年收入主要集中在 15 万元以内，分布于全国多个城市，前三大城市的未偿本息费余额合计占比为 21.5%。

借款人年龄/岁



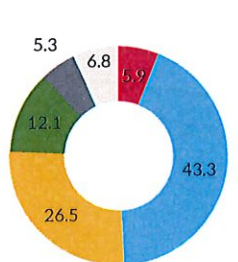
■ (18, 30] ■ (30, 40] ■ (40, 50] ■ (50, 60] ■ >60

借款人职业



■ 未分类 ■ 一线人员 ■ 其他工薪 ■ 金领白领 ■ 制造业工薪 ■ 个体业主 ■ 商贸类工薪 ■ 个体从业 ■ 其他职业 ■ 私营业主

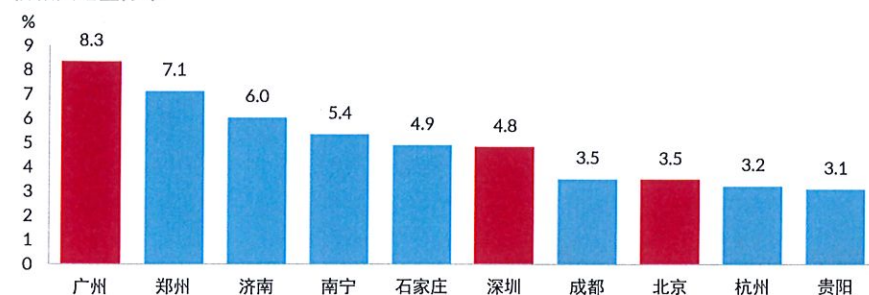
借款人年收入/万元



■ (0, 5] ■ (5, 10] ■ (10, 15] ■ (15, 20] ■ (20, 25] ■ >25

来源：兴业银行、惠誉博华

借款人地区分布



注：红色为一线城市，蓝色为二线城市，灰色为其他城市。

来源：兴业银行、惠誉博华

回收率分析

惠誉博华分析不良资产证券化交易回收水平的方法及过程依赖于基础资产的类型。对于资产池足够分散且同质性高的个人不良贷款，惠誉博华将考察发起机构/贷款服务机构管理的同类型不良贷款的历史回收表现，以评估一定回收期内通过向债务人追偿可能实现的回收效果。

本交易基础资产均为不良信用卡债权，惠誉博华对基础资产回收水平的分析主要依据对发起机构提供的历史静态回收数据及本交易资产池特征的量化分析。

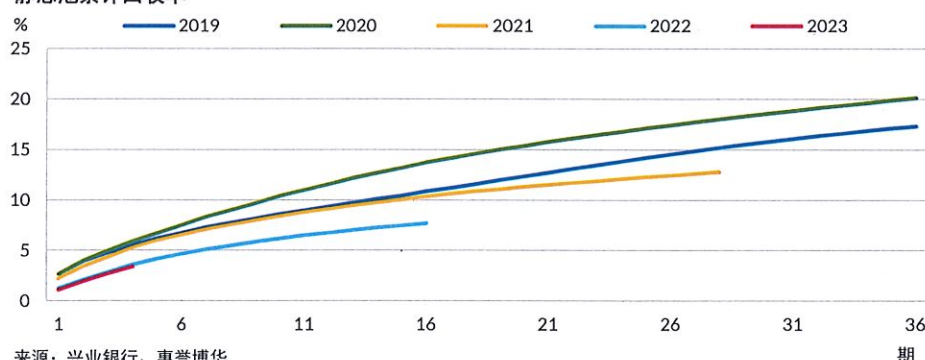
历史数据分析

兴业银行向惠誉博华提供了 2019 年 1 月至 2024 年 4 月期间，成为不良的每笔信用卡债权在此之后 36 期的各期回收数据及 36 期以上的合计回收数据。

近年来，随着监管不断加强对催收行为规范的管理，叠加经济环境变化及 COVID-19 疫情的影响，兴业银行不良信用卡债权回收水平呈波动下行态势。尤其是 2022 年之后成为不良的贷款的早期回收率较此前有显著下降，但进入 2023 年回收表现并未进一步恶化。综合惠誉博华对于 2024 年中国宏观经济的最新判断，预计未来兴业银行的不良信用卡债权回收水平将基本保持平稳。

另外，从历史静态池累计回收率⁶曲线的斜率可以观察到，兴业银行不良信用卡债权各期回收水平呈比较稳定的逐期下降规律，不良信用卡债权随着逾期程度加深，回收难度不断加大，因此入池贷款进入不良后账龄越长，其预期回收水平越低。

静态池累计回收率

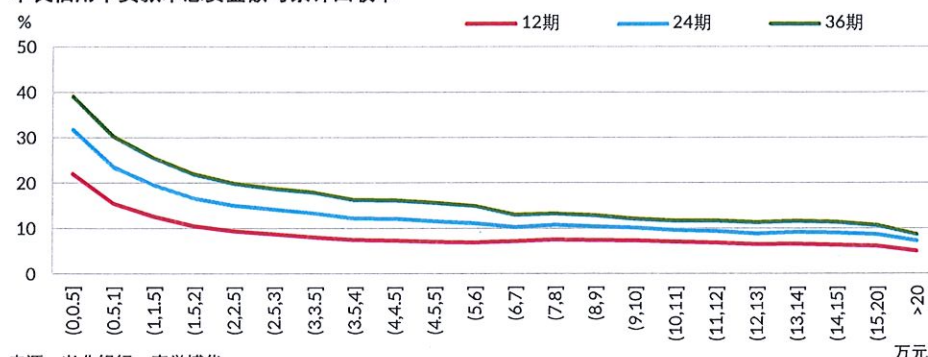


来源：兴业银行、惠誉博华

对于不良信用卡债权，一般而言债权余额越大意味着债务人偿债压力越大、催收难度越高，因此回收率通常随着信用卡债权余额的升高而降低。历史数据显示，从不同金额分组的累计回收率来看，兴业银行不良信用卡债权的历史回收水平与不良发生时的信用卡债权余额大致成负相关关系。

⁶ 累计回收金额占贷款进入不良时未偿本息费的比例，下同。

不良信用卡贷款本息费金额与累计回收率



来源：兴业银行、惠誉博华

基准情景下的回收率

经惠誉博华分析，确定影响本交易基础资产入池后回收表现的主要因素有：信用卡债权金额、违约后的账龄及入池前的回收情况。因此，惠誉博华按以上三个维度对本交易基础资产进行分组，并根据历史数据中同类型资产的回收表现对各分组的 36 期回收率进行估计，同时结合对宏观经济的预期，最终确定本交易基准情景下回收率假设为 6.9%。

压力情景假设

在确定基准情景下的回收率假设后，惠誉博华将对不同评级情景应用不同的压力以反映基础资产实际回收表现可能比基准情景下预期表现更差的风险。压力情景下的回收率假设是现金流模型的重要输入项，将为解释经济恶化对交易现金流的影响提供分析基础。本交易资产池在基准情景及压力情景下的回收率假设如下表所示。

评级假设	回收率 (%)
AAA _{sf}	5.1
基准情景	6.9

来源：惠誉博华

现金流分析

现金流分配顺序

本交易优先档证券为过手摊还型证券，交易按季支付，交易通过信托账户下的信托收款账户、信托付款账户和信托（流动性）储备账户进行资金归集和现金流分配。一般情况下，贷款服务机构需按季将回收款转付至信托账户，在每个信托分配日，信托收款账户中的余额连同流动性支持款项（如有）以及按照交易文件约定从其他账户转入信托收款账户的资金总额，将按照下表所示顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项按应受偿金额的比例支付，且各项所差金额应按以下顺序在下一期支付，下同）。

违约事件发生前的现金流分配顺序

1	与信托相关的税费及规费
2	登记托管机构/支付代理机构报酬，及受托人垫付的该项费用
3	除贷款服务机构外的参与机构报酬、优先支出上限内的费用支出、发行费用及受托人垫付的费用
4	优先档证券利息
5	计提流动性储备金，直至信托（流动性）储备账户的余额不少于必备流动性储备金额
6	执行费用及执行费用利息，以累计回收款金额的 10% 减去之前累计受偿部分的余额为限
7	贷款服务机构的基本资产管理服务费
8	超过优先支出上限的费用支出
9	优先档证券本金，直至清偿完毕

10	贷款服务机构垫付且未受偿的剩余全部执行费用及对应的执行费用利息
11	次级档证券本金，直至清偿完毕
12	次级档证券固定资金成本
13	贷款服务机构的超额奖励服务费
14	剩余资金全部作为次级档证券的收益

来源：交易文件

违约事件发生后的现金流分配顺序

1	与信托相关的税费及规费
2	登记托管机构/支付代理机构报酬，及受托人垫付的该项费用
3	除贷款服务机构外的参与机构报酬、由信托财产承担的费用支出（不含执行费用）
4	优先档证券利息
5	执行费用及执行费用利息，以累计回收款金额的 10% 减去之前累计受偿部分的余额为限
6	贷款服务机构的基本资产管理服务费，如该违约事件不是贷款服务机构引致
7	优先档证券本金，直至清偿完毕
8	贷款服务机构的基本资产管理服务费，如该违约事件是贷款服务机构引致
9	贷款服务机构垫付且未受偿的剩余全部执行费用及对应的执行费用利息
10	次级档证券本金，直至清偿完毕
11	次级档证券固定资金成本
12	贷款服务机构的超额奖励服务费
13	剩余资金全部作为次级档证券的收益

来源：交易文件

违约事件

- 1 受托人不能合法有效享有并获得信托财产收益或未能对抗第三人对相关信托财产收益提出的权利主张；
- 2 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（但只要优先档资产支持证券的利息得到足额支付，即使次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成违约事件）的；
- 3 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 日内未能得到纠正或改善；
- 4 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。

来源：交易文件

信用支持

本交易优先档证券的信用支持来自基础资产的本息回收款，优先档证券的发行规模为基础资产未偿本息费余额的 3.1%，具备充足的超额抵押。本交易次级档证券不设票面利率，其本金及收益在优先档证券本金偿付完毕前不会得到偿付。

流动性储备

本交易设置了信托（流动性）储备账户用于存放流动性储备金，交易约定违约事发生前的必备流动性储备金额为下期优先档证券利息及偿付顺序在此之前的应付金额合计的 1.5 倍。本交易初始的流动性储备金来自基础资产在初始起算日至信托生效日期期间的处置收入。在每个信托分配日，信托（流动性）储备账户中超出当期必备流动性储备金额的款项将被转入信托收款账户参与现金流分配；信托（流动性）储备账户中的不足部分则会在现金流分配中得到补足，使其余额达到必备流动性储备金额。

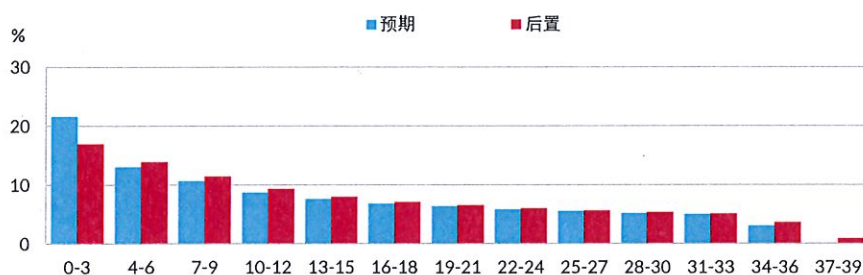
现金流压力测试

惠誉博华使用现金流模型模拟本交易的现金流机制以及关键参数假设，进而分析受评证券所获信用支持是否能够满足各压力情景下证券利息的及时支付以及证券本金在法定到期日前的足额偿付。根据惠誉博华的测试及分析结果，本交易优先档证券能够通过 AAAsf 评级的压力测试，并且有一定的信用缓冲。

情景假设	AAAsf 压力情景
回收率	5.1%
回收时间	基准情景/后置情景，详见下图
优先档证券利率	3.3%
服务费率	1.0%

来源：惠誉博华

回收时间分布



注：在回收时间后置情境中，假设每期回收款30%的金额延后3个月。

来源：惠誉博华

评级敏感性

评级敏感性分析考量了在假设其他条件不变的情况下，模型隐含评级对某个假设变动的敏感性，并借此反映特定环境下的资产表现可能对模型隐含评级造成的影响。结构融资交易暴露于多个动态风险因素之下，而敏感性分析只描述了其中某些输入变量对模型隐含评级的影响。该分析旨在提供关于评级对模型假设的敏感性信息，不能作为未来基础资产表现的预测。

模型隐含评级	优先档证券
原始假设	AAAsf
预期回收率下降 10%	AAAsf
预期回收率下降 15%	AAAsf

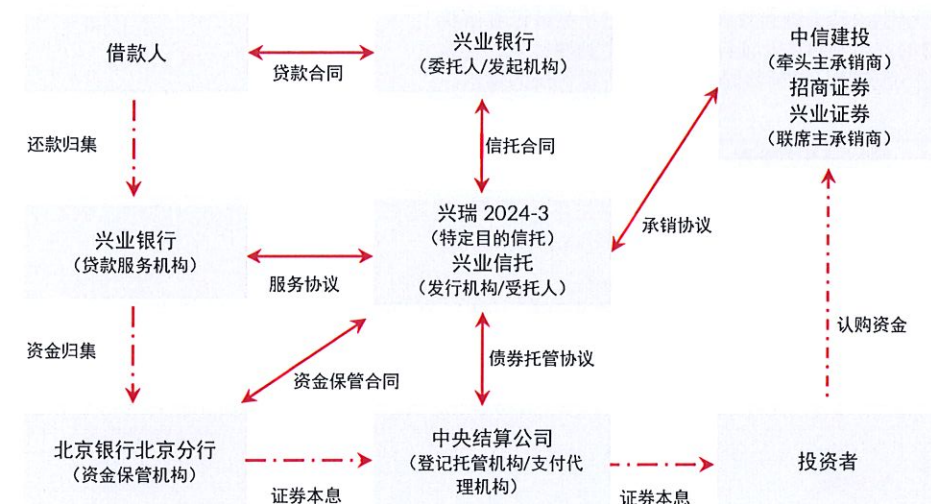
交易结构

资产信托和真实出售

根据交易文件的规定，兴业银行作为发起机构以其发放并持有的部分处于不良状态的信用卡债权作为信托财产委托给受托人兴业信托，并设立特定目的信托“兴瑞 2024 年第三期不良资产证券化信托”。受托人将代表特定目的信托根据交易文件履行职责，并将按面值发行优先档证券，次级档证券发行价格根据簿记建档结果确定。

惠誉博华评估了法律顾问为本交易出具的法律意见，内容涵盖了交易文件及信托设立的合法性、资产转让的合法性、发起机构破产风险对信托财产的影响、受托人有限的支付义务，以及发行、销售及持有资产支持证券的合法性。该等意见表明本交易遵循中国银行间债券市场信贷资产证券化的相关规定，基础资产能够实现真实出售以及与发起机构及受托人的破产隔离。法律顾问所出具的法律意见能够支持惠誉博华的分析假设。

交易结构图



来源：交易文件

交易对手风险

结构融资交易均涉及对交易对手的依赖性，这种依赖性可能体现为操作与运营依赖、信用风险暴露或二者的结合。因此，除了与基础资产表现相关的核心信用风险外，惠誉博华还将依据《结构融资主评级标准》分析结构融资交易中与交易对手相关的风险。

后备贷款服务

本交易在信托成立时并未指定后备贷款服务机构，根据交易文件的约定，当惠誉博华确认兴业银行的主体信用质量低于 A 级，或主体信用质量无法支持惠誉博华对相关债项的评级时，则受托人应尽快并最迟须在此后 90 日内召集资产支持证券持有人大会，并由其选任后备贷款服务机构。若贷款服务机构被解任，但尚未委任后备贷款服务机构，或不存在后备贷款服务机构，资产支持证券持有人大会可以指示受托人委任替代贷款服务机构。自贷款服务机构被解任后，至替代贷款服务机构/后备贷款服务机构行使贷款服务机构职权前，被解任的贷款服务机构仍应继续提供服务。继任的后备贷款服务机构/替代贷款服务机构必须经惠誉博华确认其主体长期信用等级高于或等于 A 级，或主体信用质量能够支持惠誉博华对相关债项的评级。

潜在的后备贷款服务机构主要为从事信用卡业务的其他商业银行。本交易的交易文件约定回收款在支付完次级档证券固定资金成本后，剩余资金将按照不低于 80% 的比例支付贷款服务机构的超额浮动报酬。惠誉博华认为这有利于吸引后备贷款服务机构。

贷款服务机构解任事件

根据交易文件约定，以下各事件均构成贷款服务机构解任事件：

- 1 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，而经受托人同意回收款转付日顺延），且在回收款转付日或顺延后的 5 个工作日内仍未付款；
- 2 贷款服务机构停止或明确表示将停止其信用卡业务；
- 3 发生与贷款服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- 4 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；
- 5 贷款服务机构未能按时提供相关的期间贷款服务机构报告或相关会计年度的年度贷款服务机构报告（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，而经受托人同意期间贷款服务机构报告日或年度贷款服务机构报告的日期顺延），且在其应当提供报告的最晚日期或顺延后的 3 个工作日内仍未提交；

- 6 贷款服务机构严重违反：(i) 除付款义务和提供报告义务以外的其他义务；(ii) 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 30 个工作日，以致对资产池的回收产生重大不利影响；
- 7 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；
- 8 仅在兴业银行为贷款服务机构时，贷款服务机构在信托生效后 90 日内，未能按照受托人的要求，对《服务合同》指明的所有账户记录原件以及与上述账户记录相关的所有文件按《服务合同》的约定进行保管；
- 9 在将对贷款服务机构报告执行商定程序的报告的审阅结果书面通知贷款服务机构后的 90 日内，受托人合理地认为：(i) 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) 审阅结果无法令人满意时，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 5 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，则受托人将上述相关事项提交资产支持证券持有人大会决议，且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。

来源：交易文件

资金保管机构

受托人将在资金保管机构为本交易开立独立人民币账户。该账户项下分别设立信托收款账户、信托付款账户及信托（流动性）储备账户。

经惠誉博华分析，认为本交易的资金保管机构北京银行北京分行是合格交易对手。同时交易设有相关缓释措施，当惠誉博华确认资金保管机构（包括当前的资金保管机构及其继任机构）的主体长期信用等级低于 A 级，或主体信用质量无法支持惠誉博华对相关债项的评级时，将触发资金保管机构解任事件。

发生资金保管机构解任事件之后，资产支持证券持有人大会将针对是否解任资金保管机构作出决议。资产支持证券持有人大会解任资金保管机构的，应任命继任资金保管机构。一经任命，继任资金保管机构即成为资金保管机构在资金保管合同项下所有信托账户托管职能的承继者，并应承担资金保管机构在资金保管合同项下的一切权利和义务。

合格投资

根据交易文件约定，受托人可以指示资金保管机构将信托账户中的资金进行合格投资，合格投资范围仅限于与合格实体进行的以人民币计价和结算的金融机构存款或货币市场基金，相关金融机构需经惠誉博华确认主体长期信用等级不低于 A 级，或主体信用质量能够支持惠誉博华对相关债项的评级。

惠誉博华认可交易文件对合格投资的约定，但考虑到合格投资收益具有不确定性，并未将其计入每个支付日的待分配资金。

支付中断风险

惠誉博华确认本交易的贷款服务机构兴业银行是合格交易对手，能够支持惠誉博华对优先档证券的评级。本交易设置了内部流动性储备，其必备流动性储备金额为下期应付的优先档证券利息及前序税费的 1.5 倍，能够有效覆盖支付中断风险敞口。此外，当惠誉博华确认贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级或主体信用质量不能够支持惠誉博华对相关债项的评级时，将触发贷款服务机构后备安排。惠誉博华分析认为上述交易安排能够充分缓释支付中断风险。

混同风险

经惠誉博华分析，认为本交易的贷款服务机构兴业银行是合格交易对手。本交易设置了相关的结构性缓释机制。当惠誉博华确认贷款服务机构的主体信用质量低于 A 级，或主体信用质量无法支持惠誉博华对相关债项的评级时，贷款服务机构将于收到每笔处置收入后的第一个工作日内将处置收入转付至信托账户。惠誉博华认为回收款转付频率的提高能够降低混同风险敞口，而贷款服务机构的替换安排能够进一步充分缓释本交易的混同风险。

抵销风险

根据交易文件约定，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。此外，在中国目前商业银行被接管的

案例中，从中国人民银行和存款保险基金管理有限责任公司对个人储蓄存款的保障实践来看，中国存款保险制度也能够较好地缓释抵销风险。惠誉博华认为本交易的抵销风险很小，且相关交易安排能够进一步缓释抵销风险。

评级标准应用、模型和数据充足性

评级标准应用

本交易适用的评级标准为：

- 《结构融资主评级标准》（2023 年 9 月）
- 《消费贷款资产支持证券评级标准》（2023 年 9 月）

模型

本交易适用的模型为：

- 惠誉博华 NPAS 现金流模型

数据充足性

兴业银行向惠誉博华提供的数据如下：

- 2019 年 1 月至 2024 年 4 月，其信用卡债权首次成为不良贷款后的历史回收数据（逐笔）；
- 截至初始起算日的本交易资产池信息表。

惠誉博华还审查了其他信息来源，以验证这些数据是否具有市场代表性。资料包括：

- 中国其他正常类及不良类信用卡债权证券化交易的公开数据；
- 其他相关行业研究。

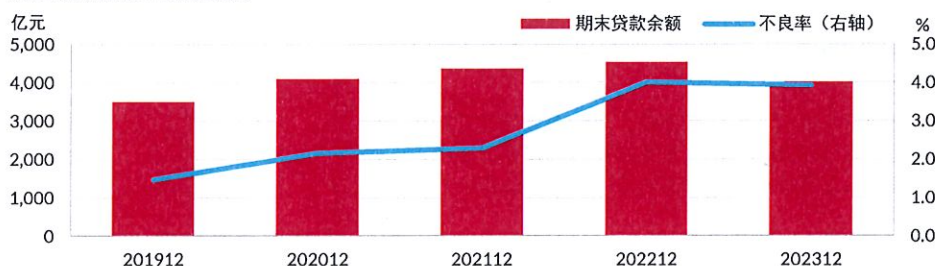
附录 1：贷款管理与服务

发起机构概述

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成立的中国首批股份制商业银行之一，总部位于福建省福州市。2007 年，兴业银行于上海证券交易所挂牌上市；2023 年，兴业银行在国内系统重要性银行名单中位列第三组，是国内金融系统的重要机构。

兴业银行信用卡中心总部设在上海，于 2008 年 3 月获得《金融许可证》。截至 2023 年 12 月末，兴业银行累计发行信用卡 7,139.55 万张，较上年末增长 7.68%，2023 年新增发卡 509.40 万张，同比下降 22.87%；兴业银行信用卡贷款余额 4,016.33 亿元，不良贷款率 3.93%。

兴业银行信用卡债权概况



来源：兴业银行、惠誉博华

信用卡贷款发放

兴业银行个人信用卡业务是兴业银行信用卡中心为符合条件的持卡人提供的在信用额度内先消费后还款的金融消费服务。兴业银行个人信用卡的申请审批业务流程，包括个人信用卡审批和对个人信用卡业务的审批。

个人信用卡申请与审批

兴业银行个人信用卡申请渠道包括兴业银行各分支行营业网点、兴业银行客服热线、兴业银行网站、兴业银行信用卡微信公众号等。

客户提交信用卡申请后，系统会自动完成第三方信息查询，包括公安身份信息查询、个人征信报告查询、企业工商信息查询、其他外部信用数据库信息查询等。兴业银行审核人员根据客户提交的申请材料、第三方查询内容，结合信用卡推广人员对申请人的核实情况等综合信息，完成对客户身份、工作和提供材料的综合认定，最终根据业务策略给出审批结论，对于审批通过的将按照授信政策核定信用卡额度。

信用卡业务申请与审批

从业务特征来看，兴业银行信用卡的业务种类分为非分期类业务和分期类业务。非分期类业务，指在信用卡核发卡后，持卡人在信用额度内的一般用卡活动，如一般刷卡消费、预借现金等，非分期类业务无需再次进行业务申请。分期类业务，包括消费分期、账单分期、自动分期、现金分期、商店分期及汽车分期（本交易不涉及汽车分期）等，分期类业务的审批流程基本一致，对于持卡人，只要其持卡种类、申请业务种类及申请时间符合分期业务的准入政策，且符合客群准入政策，均可申请分期业务，审批过程由兴业银行信用卡中心系统自动完成或者人工审核完成。

信用卡业务额度管理

信用卡核发后，兴业银行信用卡中心会定期追踪管理及调整客户授信。非分期类业务的额度管理遵循信用卡额度管理，即在可用授信额度范围内可自由进行各类交易。分期类业务的可申请金额也受客户统一授信额度体系管理，在受理审批时会综合考虑相关账户信用记录、固定额度、历史还款情况等。

内部评分

兴业银行信用卡的内部信用风险评价模型以评分作为输出结果，客户评分越低表示客户未来逾期的可能性越高，反之则表示逾期的可能性越低。兴业银行信用卡中心每月依据最新信息对客户的风险等级进行一次更新，并持续监控评分模型的稳定性和准确性。

贷款管理

五级分类

兴业银行依照其《信用卡信贷资产风险分类实施标准》，将信用卡债权分为正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类。五级分类中的次级类、可疑类、损失类资产合称不良资产，逾期四期以上（91天及以上）的信用卡信贷资产，分类至少为次级类。

违约信用卡债权处置程序及方法

根据信用卡账户逾期时间的不同，兴业银行将采取短信催收、电话催收、电子邮件催收、信函催收、外包催收、上门催收、司法催收等不同的催收方式。

对于不良信用卡账户的资产清收，兴业银行主要依靠外包催收和法务催收。外包催收是通过与专业催收机构合作，利用催收机构的地域、渠道优势开展催收工作，外包催收机构主要通过电话、上门及寄送信函的方式进行催收。法务催收是兴业银行通过专业司法代理机构合作，利用民事诉讼、刑事报案等司法手段开展催收工作。

兴业银行信用卡中心会根据区域业务的实际情况，对备选催收外包机构以及诉讼外包律所开展尽职调查。信用卡中心对外包机构实施制度化管理，制定准入与退出机制，持续对处置机构开展培训，并定期进行现场或非现场检查和管理。

兴业银行的贷款服务内容及服务经验

主要服务内容

依据兴业银行不良资产证券化贷款服务的管理原则，兴业银行以自有的贷款管理制度为基础，对证券化基础资产的管理服务应不低于兴业银行自营信贷资产管理水平。兴业银行信用卡不良资产证券化的贷款服务按照统一管理、分工协作的原则开展。贷款服务工作由总行计划财务部、运营管理部、信用卡中心等部门分工协作，信用卡中心实施具体贷款服务。

信用卡中心是贷款服务的牵头部门，负责的主要工作包括：基础资产的数据管理、风险管理及本息回收款的汇总，督促总行运营管理部根据服务合同划付回收款，对外提供信用卡不良资产证券化贷款服务机构报告等。总行运营管理部主要负责证券化基础资产资金的行内划转和对外汇划，以及贷款服务机构费用的收取和划付。

服务经验

兴业银行是银行间债券市场信贷资产证券化的重要参与机构。2017年，兴业银行发起设立了其首单不良资产证券化交易，至今兴业银行已累计发起了15单个人信用卡不良资产证券化交易。截至当前，作为贷款服务机构，兴业银行所参与的不良资产证券化交易均未因其发生过违约事件、贷款服务机构解任事件、权利完善事件、丧失清偿能力事件和重大不利影响事件。兴业银行的贷款服务能力良好，在历史服务中保持了良好的服务连贯性和稳定性，其未来丧失服务能力的可能性极小。

附录 2：资产支持证券信用等级设置及其含义

惠誉博华结构化产品评级符号适用于结构化产品的评级，反映了惠誉博华对结构化产品违约相对可能性的观点，通常授予某个单独证券或某档次证券，而不会授予发行主体。具体等级划分为四等十级，符号表示分别为 AAAsf、AAsf、Asf、BBBsf、BBsf、Bsf、CCCsf、CCsf、Csf、Dsf，除 AAAsf 等级与 CCCsf 以下等级外，惠誉博华将对其余等级应用调整符号“+”或“-”，表示对应级别组内不同级别的相对水平，即略高或略低于对应等级。各等级含义如下：

等级设置	含义
AAAsf	信用质量极高，违约风险预期最低，反映了债务得到偿付的能力极强，且该偿债能力受可预见事项的负面影响极小。
AAsf	信用质量很高，违约风险预期很低，反映了债务得到偿付的能力很强，且该偿债能力受可预见事项的负面影响很小。
Asf	信用质量较高，违约风险预期较低，反映了债务得到偿付的能力较强，该偿债能力较更高级别可能更易受不利经济环境的负面影响。
BBBsf	信用质量良好，违约风险预期目前较低，债务得到偿付的能力充足，但受不利经济环境的负面影响较大。
BBsf	投机，有一定违约风险，特别是当经济环境发生不利变化。
Bsf	高度投机，违约风险较高，债务得到偿付的能力受不利经济环境的负面影响很高，但仍保持着有限的安全边际，债务目前能够得到偿付。
CCCsf	违约风险很高。
CCsf	违约风险非常高。
Csf	违约风险极高，违约即将发生或不可避免。
Dsf	违约，即本金或利息按照交易文件的约定未得到及时足额偿付。

附录 3：跟踪评级安排

惠誉博华信用评级有限公司关于

兴瑞 2024 年第三期不良资产支持证券的跟踪评级安排

根据中国相关监管机构要求及惠誉博华内部规定，惠誉博华将在“兴瑞 2024 年第三期不良资产支持证券”信用评级报告出具后并在优先档证券的存续期内对优先档资产支持证券持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

惠誉博华将密切关注“兴瑞 2024 年第三期不良资产支持证券”的相关信息，对证券兑付情况、资产池信用表现和相关交易参与机构的尽职履责情况进行持续监测，在优先档证券存续期内，自首次评级报告出具之日次年起，于每年 7 月 31 日之前出具定期跟踪评级报告；如发现本交易出现重大变化，或存在可能对优先档证券信用评级产生重大影响事项时，惠誉博华将就该事项进行必要调查并采取必要的评级行动。

惠誉博华的跟踪评级工作依托于主动收集的信息及向本交易相关职能方收集的资料，若惠誉博华认定无法获得有效评级信息，可能会采取撤销信用评级等评级行动。



惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）的信用评级均受限于特定限制和免责声明，请通过以下链接阅读相关限制和免责声明：

<https://www.fitchbohua.cn/%E8%AF%84%E7%BA%A7%E5%AE%9A%E4%B9%89>

（一）此外，评级的定义和使用条款、已发布的评级、标准和方法也可通过上述网站获得，惠誉博华的行为准则、保密制度、利益冲突防范制度、防火墙制度、合规及其他相关政策和程序可从该网站的行为准则部分获得。惠誉博华的公开评级和分析可在其网站上 www.fitchbohua.cn 公布，也可以通过包括但不限于惠誉博华出版物和第三方转销商的其他方式公布。

（二）本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；在有效期内，该信用评级结果有可能根据惠誉博华跟踪评级的结论发生变化。惠誉博华可自行决定提高、降低评级或将发行人置于评级观察或撤销评级。

（三）除因本次评级事项惠誉博华与发行人构成委托关系外，惠誉博华、评级人员与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。

（四）惠誉博华依赖其从发行人、承销商及其认为可信的其他来源获得的事实信息出具评级报告。惠誉博华与评级人员已履行了实地调查和诚信的义务，根据其评级方法对相关信息进行了合理调查，并通过其他能够获取的独立信息来源对相关信息进行了合理验证，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。惠誉博华的调查方式和第三方验证范围取决于受评证券及其发行人、受评证券的发行要求与惯例、相关公开信息能否获得及其性质、能否接触发行人及其顾问的管理层、能否获取审计报告、商定程序文件、评估报告、精算报告、工程报告、法律意见和第三方提供的其他报告等既有第三方验证、能否获取独立适格的第三方来源及其他各类因素。无论调查还是验证，都不能完全确保相关信息真实、准确、完整，最终由发行人及其顾问对其向惠誉博华所和市场提供的信息的真实、准确、完整性负责。

（五）信用评级报告中对财务和其他信息的评级和预测具有内在的前瞻性，并包含对未来事件的假设和预测，而该等假设和预测本质上无法作为事实加以验证。因此，尽管对当前事实进行了验证，评级和预测仍可能受到在评级或预测发布或确认时未能预料到的未来事件或条件的影响。

（六）信用评级报告中的信息均按其“原本的形式”呈现，不含任何形式的直接或间接的声明或保证，惠誉博华不对报告或其任何内容能够满足报告接收方的任何要求作任何声明或保证。

（七）信用评级报告的评级结论是惠誉博华依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（八）惠誉博华评级是对一种证券的信用评价。惠誉博华的这一意见和报告是根据我们不断评估和更新的既定标准和方法编写的。评级结果和报告是惠誉博华的集体工作成果，没有任何个人或团体单独对评级结果或报告负责；信用评级报告中的分析师姓名仅用于联络，分析师个人不对报告中融入的分析师个人观点负责。

（九）惠誉博华出具评级报告时，必须依赖专家工作，包括独立审计师对财务报表的意见，以及律师对法律和税务事项的意见。

（十）除非信用评级报告特别提及，本评级不涉及除信用风险之外可能导致损失的其他风险。

（十一）惠誉博华不参与任何证券的发行或出售。信用评级报告不是招股说明书也不是发行人及其代理人收集、核实并提交给投资者的与证券销售有关的信息的替代品。信用评级报告仅为对发行人信用状况的评价和认定，仅用于相关决策参考；评级并非某种决策的结论、建议等，并非推荐或建议购买、持有或出售任何证券的建议，惠誉博华不提供任何形式的投资建议。惠誉博华建议，报告接收方如有投资需求，可先自行进行独立财务、法律、会计及税务咨询。评级不对市场价格的合理性、任何证券对特定投资者的适用性或任何证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。报告接收方使用信用评级报告时，自行承担所有风险。惠誉博华不对任何依赖或不依赖于信用评级报告的承销、信贷、贷款、购买、战略或投资决策承担责任。

（十二）惠誉博华可从发行人、承保人、担保人、其他债务人和承销商处就评级收取评级费用；惠誉博华可能向受评实体或其相关第三方提供了其他获准提供的服务。

（十三）所有惠誉博华出具的信用评级报告均为合著作品；信用评级报告的版权由惠誉博华所有，未经惠誉博华书面许可，任何人不得复制、发布或转载报告的全部或任何部分。版权所有，侵权必究。

（十四）惠誉博华不属于获得美国“全国认可的统计评级机构”（NRSRO）资质的评级机构，信用评级报告的评级系根据惠誉博华在中国专用的信用等级体系授予，系惠誉博华对发行人相对于中国境内其他发行人的整体信用或对特定债务的偿债能力及偿债意愿的意见，并提供在中国境内信用风险的排序，而非根据惠誉评级公司（Fitch Ratings, Inc.）全球评级等级所授予的评级，不可也不应被视为或不实表述为“惠誉评级等级体系下授予的评级”，或者作为“全球评级等级体系下授予的评级”而加以依赖。惠誉博华及其任何关联方不对违反上述声明使用惠誉博华的评级所产生的任何损失负责。