



农盈利信众兴2023年第三期不良资产证券化信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

农盈利信众兴2023年第三期不良资产证券化信用评级报告

评级结果

证券名称	发行规模 (万元)	规模占比	利率类型	偿还方式	预期到期日	信用等级
优先档	64,000.00	72.32%	固定利率	过手摊还	2026 年 7 月 26 日	AAA _{sf}
次级档	24,500.00	27.68%	-	过手摊还	2028 年 4 月 26 日	未予评级
合计	88,500.00	100.00%	-	-	-	-

注：预期到期日来自于《农盈利信众兴 2023 年第三期不良资产证券化信托信托合同》

交易概览

项目	内容
初始起算日	2023 年 3 月 1 日零点（00:00）
预计信托设立日	2023 年【10】月【20】日
法定到期日	2030 年 4 月 26 日
资产	系指截至初始起算日的标的债权资产及其附属担保权益的统称
入池资产未偿本息余额	1,860,817,005.28 元人民币
委托人/发起机构/贷款服务机构	中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）
发行人/受托人/受托机构	建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）
牵头主承销商/簿记管理人	华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”）
联席主承销商	申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源”）
资金保管机构	北京银行股份有限公司城市副中心分行（以下简称“北京银行城市副中心分行”）
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（以下简称“中央结算公司”）
主要增信措施	优先/次级交易结构

注：本期交易入池资产均为个人住房抵押贷款不良债权。

联系方式

项目负责人：唐春连
唐春连@cspengyuan.com

项目组成员：孟洋
mengy@cspengyuan.com

联系电话：010-66216006

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对农盈利信众兴 2023 年第三期不良资产证券化（以下简称“本期证券”）优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）的评级结果为 AAA_{sf}，该级别反映了优先档证券本息保障程度极高，违约风险极低。
- 优先档证券等级的评定是考虑到优先/次级交易结构设计所提供的信用支持水平较高、流动性储备账户的设置降低了流动性风险、发起机构/贷款服务机构的履职能力很强等因素的结果；中证鹏元也关注到未来宏观经济的发展以及房地产市场的表现存在较大不确定性，同时资产池的回收率和回收时间具有较大的不确定性，入池资产未办理抵押权转移登记，部分抵押物尚未办理正式抵押登记，并且存在一定的模型预测风险等风险因素。

优势

- **优先级/次级的内部信用增级措施为优先档证券提供了良好的信用支持。**正常情景下，本期证券资产池在次级档预期到期日前的基准回收比率为 57.56%，基准回收金额为 107,109.74 万元¹，优先档证券发行规模为 64,000.00 万元，扣除交易结构中涉及的各项费用后，可供分配的资产池回收金额形成的超额覆盖能够为优先档证券本息偿付提供较好的信用支持。此外，本期交易优先档证券的偿付顺序优于次级档，优先档证券可获得由次级档提供的证券发行规模的 27.68% 的信用支持。
- **流动性储备账户的设置有助于降低流动性风险。**本次交易设置了流动性储备账户，发生违约事件或信托终止之前，受托人指令资金保管机构将信托收款账户内不少于必备流动性储备金额的资金记入信托（流动性）储备账户，当信托分配日当期应付利息出现短缺时，弥补相应的短缺资金，该措施能够一定程度上缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。
- **发起机构/贷款服务机构履职能力很强。**发起机构/贷款服务机构农业银行资产质量良好，运营稳健，发生信用风险的可能性极低。同时发起机构/贷款服务机构从业经验丰富，能很好的履行相应职责。此外，本期交易设置贷款服务机构超额奖励服务费机制，在一定程度上增加了贷款服务机构尽责履职的意愿。

关注

- **宏观经济发展和房地产市场的表现存在较大不确定性。**2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大。2023 年国内经济正在逐步修复，经济运行还存在诸多不确定性因素。受宏观经济增速放缓、居民收入预期下降、地产宽松政策效果不及预期等多重因素影响，房价面临一定下跌压力，未来房地产市场的表现存在较大不确定性，不利于资产回收。
- **资产池的回收率和回收时间具有较大的不确定性。**入池资产均为个人住房抵押贷款不良债权，除了系统性风险外，个人住房抵押贷款不良资产的催收处置还受到贷款服务机构的催收能力、当地的司法环境、房地产市场情况等诸多因素的影响。入池资产涉及的抵押物前五大区域合计占比为 52.17%，存在一定的区域集中度，因此资产池回收受所在区域司法环境、房地产市场景气度对抵押物的处置效果影响较大。此外，根据不良个人住房抵押贷款的实际回款表现，除处置抵押物的回收方式外，存在较高比例的借款人自偿情形，继而导致回收周期显著拉长，由此带来回收金额和回收时间的不确定性。
- **入池资产未办理抵押权转移登记，部分抵押物尚未办理正式抵押登记。**发起机构转让本次交易信托财产时，未对入池资产办理抵押权转移登记，存在无法对抗善意第三人的风险。并且入池资产所涉及的部分抵押物尚未办理正式抵押登记，可能对抵押物处置带来不利影响。
- **模型预测风险。**本次评级基于农业银行提供的自 2015 年 1 月至 2022 年 12 月成为不良个人住房抵押贷款的静态池样本数据，以及农业银行提供的其他影响回收估值的资料，并通过数理模型实现对回收数据的合理预测。中证鹏元对静态池样本的质量进行了谨慎性分析，由于静态池样本和本期证券化资产池在借款人特征、未来面临的经济环境、房地产市场未来趋势及区域特征等参数上存在差异，同时对其他相关评级资料的分析、数理模型的参数设置以及阈值设定也存在一定的主观性，资产池真实表现可能和预测假设存在差异，存在一定的模型预测风险。

入池资产特征（单位：笔、户、万元、天、岁）

项目	内容
资产笔数	4,637
借款人户数	4,637

¹ 中证鹏元预计资产池在初始起算日后 61 期内（也即在次级档预期到期日前）的回收比率为 57.56%，回收金额为 107,109.74 万元，全周期回收比率为 65.26%，回收金额为 121,434.44 万元。

资产池未偿本息余额	186,081.70
资产池未偿本金余额	179,467.59
次级档预期到期日前预计回收金额	107,109.74
单笔贷款最高未偿本息余额	507.12
单笔贷款平均未偿本息余额	40.13
单笔贷款平均预计回收金额	23.10
前 5 大借款人未偿本息总额占比	1.23%
前 10 大借款人未偿本息总额占比	2.16%
前 50 大借款人未偿本息总额占比	7.44%
加权平均不良账龄	418.59
借款人加权平均年龄	38.39
加权平均贷款发放日抵押率	144.87%
加权平均初始起算日抵押率	174.07%
加权平均当前抵押率	201.43%
涉及地区（省级行政区）	14
最大地区未偿本息余额占比	14.92%

注：不良账龄=初始起算日-首次成为不良时间；
 年龄系指借款人在初始起算日的年龄，及（初始起算日-出生日期）/365；
 贷款发放日抵押率=初始评估价值/贷款发放金额；
 初始起算日抵押率=截至初始起算日评估价值/未偿本息余额
 当前抵押率=评估机构市场价值/未偿本息余额
 此表加权平均均以未偿本息余额为权重计算得出；部分数据存在舍入误差；
 全文同。

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

评级模型

[评级方法和模型](#)

[不良贷款资产证券化评级方法
\(py_ff 2017V1.0\)](#)

模型结果

优先级：AAA_{sf}

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

售前报告说明

本报告为中证鹏元基于 2023 年 10 月 18 日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，仅限用于上报银行业信贷资产登记流转中心和中国人民银行审核，并非最终评级意见。待相关评级资料最终确定后，中证鹏元将出具确认评级报告，其结论可能与本报告不一致。

剩余资金，支付贷款服务机构超额奖励服务，如仍有剩余资金，全部作为次级档收益分配给次级档证券持有人。

表1 本期证券基本要素（单位：万元）

证券名称	发行规模	规模占比	还本方式	利率类型	付息方式	预计到期日
优先级	64,000.00	72.32%	过手摊还	固定利率	按半年付息	2026年7月26日
次级	24,500.00	27.68%	-	-	-	2028年4月26日
合计	88,500.00	100.00%	-	-	-	-

资料来源：《信托合同》，中证鹏元整理

二、交易结构

（一）账户设置与现金流支付顺序

1. 账户设置

本期交易设置信托账户，并在信托账户下设立信托收款账户、信托付款账户和信托（流动性）储备账户三个一级分账户，分别用于接收处置收入、分配处置收入、补充《信托合同》第11.3.1款至11.3.4款的不足金额。其中信托付款账户下设信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户三个二级分账户，分别用于对应项目的分配。

2. 资金归集及划转

根据交易结构安排，委托人应授权并要求贷款服务机构按照《农盈利信众兴2023年第三期不良资产证券化信托 服务合同》（以下简称“《服务合同》”）的相关约定，于每个处置收入转付日下午17:00点前，将前一个处置收入转付期间的全部处置收入（不包含过渡期资产池相关税费、特别处置费用，如有）转入信托账户，并记入信托收款账户。

处置收入：就资产而言，系指自初始起算日（含该日）起收到的来自任何合法来源的现金回收款，包括但不限于：

- (a) 借款人或第三方代借款人正常归还的资产本金、利息、罚息、复息、费用、违约金及其他款项；
- (b) 保证人履行保证责任而支付的金额；
- (c) 因资产项下抵押权实现所产生的款项；
- (d) 管理、处置抵债资产产生的任何回收款项；
- (e) 在借款人对其抵押贷款的应付款项行使抵销权后，委托人就被抵销的债务所支付的相应款项；
- (f) 委托人根据《信托合同》支付的任何赎回价格的款项；
- (g) 委托人根据《信托合同》支付的清仓回购价格的款项；
- (h) 信托账户中的资金取得的所有利息及投资收益，包括但不限于信托账户中的资金进行合格投资所取得的收益；
- (i) 根据交易文件的约定对非现金信托财产进行处置而取得的其他款项。

本次交易涉及的主要日期及其定义见附录四。

3. 现金流支付顺序

(A) 违约事件发生前的处置收入分配

在违约事件发生前，受托人应于每一个信托分配日向资金保管机构发出分配指令，指示资金保管机构将已存入信托收款账户的账户余额以及于该信托分配日按照《信托合同》的约定从相应账户转入信托收款账户的资金的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项按应受偿金额的比例分配，且各项所差金额应按以下顺序在下一期分配）：

(1) 将依据相关中国法律应由受托人缴纳的与信托相关的税费记入信托分配（税收）账户；

(2) 同顺序将应付未付的(i)发行费用、(ii)信托设立及设立前委托中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对优先档资产支持证券进行初始评级所发生的费用、(iii)登记托管机构/支付代理机构的当期服务费用总额记入信托分配（费用和开支）账户；

(3) 同顺序将应付给资金保管机构、评级机构提供跟踪评级服务的报酬、审计师（如有）、后备贷款服务机构（如有）、评估机构（如有）的当期服务报酬以及应付未付的受托人服务报酬的总额记入信托分配（费用和开支）账户；

(4) 将下一个支付日应支付的优先档资产支持证券的利息金额记入信托分配（证券）账户；

(5) 将相应金额记入信托（流动性）储备账户，使该账户的余额不少于必备流动性储备金额；

(6) 同顺序将当期应付给贷款服务机构的基本服务费记入信托分配（费用和开支）账户；

(7) 将费用支出（包括以往各期末付金额，但资金保管机构根据《资金保管合同》收取的资金汇划费除外）记入信托分配（费用和开支）账户；

(8) 记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先档资产支持证券的本金，直至所有优先档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(9) 转入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还次级档资产支持证券的本金，直至所有次级档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(10) 转入信托分配（证券）账户一定金额，直至所有次级档资产支持证券固定资金成本向次级档资产支持证券持有人全部清偿完毕；

(11) 如有剩余资金，将届时按《服务合同》确定的超额奖励服务费金额（如有）转入信托分配（费用和开支）账户并支付给贷款服务机构；

(12) 如有剩余资金，则全部作为次级档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。

(B) 违约事件发生后的处置收入分配

在违约事件发生后，受托人应于每一个信托分配日向资金保管机构发出分配指令，指示资金保管机构将已存入信托收款账户中的账户余额以及于该信托分配日按照《信托合同》的约定从相应账户转入信托收款账户的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

(1) 将依据相关中国法律应由受托人缴纳的与信托相关的税费记入信托分配（税收）账户；

(2) 同顺序将应付未付的(i)发行费用、(ii)信托设立及设立前委托中债资信对优先档资产支持证券进行初始评级所发生的费用、(iii)登记托管机构/支付代理机构的当期服务费用总额记入信托分配（费用和开支）账户；

(3) 将费用支出（包括以往各期未付金额，但资金保管机构根据《资金保管合同》收取的资金汇划费除外）记入信托分配（费用和开支）账户；

(4) 同顺序将应付给资金保管机构、评级机构提供跟踪评级服务的报酬、审计师（如有）、后备贷款服务机构（如有）、评估机构（如有）的累计应付未付服务报酬总额与应付未付的受托人服务报酬之和转入信托分配（费用和开支）账户；

(5) 将下一个支付日应支付的优先档资产支持证券利息（包括以往各个计息期间未付的利息）记入信托分配（证券）账户；

(6) 同顺序将当期应付给贷款服务机构的基本服务费记入信托分配（费用和开支）账户；

(7) 记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先档资产支持证券的本金，直至所有优先档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(8) 记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还次级档资产支持证券的本金，直至所有次级档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(9) 记入信托分配（证券）账户一定金额，直至所有次级档资产支持证券固定资金成本向次级档资产支持证券持有人全部清偿完毕；

(10) 如有剩余资金，将届时按《服务合同》确定的超额奖励服务费金额（如有）转入信托分配（费用和开支）账户并支付给贷款服务机构；

(11) 如有剩余资金，则全部作为次级档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。

(C) 信托终止后信托财产的分配

在信托终止日后，受托人应将清算所得的处置收入（如有）以及信托账户内的其他资金的总金额（如有）指令资金保管机构按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：

(1) 将依据相关中国法律应由受托人缴纳的与信托相关的税费记入信托分配（税收）账户；

(2) 将信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的费用记入信托分配（费用和开支）账户；

(3) 同顺序将应付未付的(i)发行费用、(ii)信托设立及设立前委托中债资信对优先档资产支持证券进行初始评级所发生的费用、(iii)登记托管机构/支付代理机构的累计应付未付的服务费用总额记入信托分配（费用和开支）账户；

(4) 同顺序将累计应付未付费用支出记入信托分配（费用和开支）账户；

(5) 同顺序将应付给资金保管机构、评级机构提供跟踪评级服务的报酬、审计师（如有）、后备贷款服务机构（如有）、评估机构（如有）的累计应付未付服务报酬总额与应付未付的受托人服务报酬之和记入信托分配（费用和开支）账户；

(6) 将应支付的优先档资产支持证券利息（包括以往各个计息期间未付的利息）记入信托分配（证券）账户；

(7) 同顺序将应付未付的贷款服务机构的基本服务费记入信托分配（费用和开支）账户；

(8) 转入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先档资产支持证券的本金，直至所有优先档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(9) 记入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还次级档资产支持证券的本金，直至所有次级档资产支持证券的未偿本金余额为零；

(10) 转入信托分配（证券）账户一定金额，直至所有次级档资产支持证券固定资金成本向次级档资产支持证券持有人全部清偿完毕；

(11) 如有剩余资金，将届时按《服务合同》确定的超额奖励服务费金额（如有）转入信托分配（费用和开支）账户并支付给贷款服务机构；

(12) 如有剩余资金，则全部作为次级档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。

如经次级档资产支持证券持有人一致同意，受托人可以以剩余信托财产原状的方式向次级档资产支持证券持有人进行分配，具体的分配方案应当经次级档资产支持证券持有人一致同意方可进行。

4. 信用触发机制

本期证券设置违约事件和权利完善事件。

违约事件：系指以下任一事件：

(a) 信托财产在支付日后5个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付优先档资产支持证券应付未付利息的；

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

权利完善事件：系指以下任一事件：

(a) 发生任一贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任；

(b) 贷款服务机构丧失任一必备评级等级；

(c) 委托人丧失任一必备评级等级；

(d) 委托人发生任何一起丧失清偿能力事件。

(二) 信用增级措施分析

优先/次级交易结构设计

本期交易采用了优先/次级交易结构设计。正常情景下，本期证券资产池在次级档预期到期日前预计基准回收比率为57.56%，基准回收金额为107,109.74万元，优先档证券发行规模为64,000.00万元，扣除交易结构中涉及的各项费用后，可供分配的资产池回收金额形成的超额覆盖能够为优先档证券本息偿付提供较好的信用支持。此外，优先级证券的偿付顺序优于次级档，优先级证券可获得由次级档提供的证券发行规模的27.68%的信用支持。

（三）交易结构风险分析

1. 流动性风险

本期交易存续期间，当期回收款可能不足以支付优先档证券当期应付利息及本期证券应承担的相关税费，从而引发流动性风险。

风险缓释措施：

本期交易设置了信托（流动性）储备账户，在每个信托分配日，支付完毕优先档证券当期应付利息后，需将必备流动性储备金额³记入信托（流动性）储备账户。

在违约事件发生前的每个信托分配日，信托（流动性）储备账户中的金额按以下顺序进行分配：

(1)将超出必备流动性储备金额的超额款项转入信托收款账户；

(2)如信托收款账户内的资金按照《信托合同》第11条约定的分配顺序在信托分配日不足以支付优先档资产支持证券当期应付利息，则将等值于短缺金额的款项转入信托收款账户；

(3)将剩余金额保留在信托（流动性）储备账户。

如在某个信托分配日，受托人计算出信托账户内的资金按照《信托合同》约定的分配顺序在该日紧邻的下一个支付日足以支付完毕所有优先档资产支持证券的本金，则届时信托（流动性）储备账户中的全部金额转入信托收款账户。此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。

在发生违约事件时或之后的信托分配日或在信托终止日后，届时信托（流动性）储备账户中的全部金额转入信托收款账户。此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。

上述流动性储备安排措施能够一定程度上缓释优先档证券在存续期利息兑付面临的流动性风险。

2. 资金混同风险

本期交易基础资产的处置收入由贷款服务机构按季度划转至信托账户，当贷款服务机构发生信用风险，则入池资产回收款可能与贷款服务机构的其他资金混同。

风险缓释措施：

本期交易根据贷款服务机构的信用等级设置了处置收入转付频率（处置收入转付日确定规则见附录四），该种措施一定程度降低了贷款服务机构发生信用等级下调时带来的资金混同风险。

考虑到本期交易贷款服务机构农业银行信用等级良好，并且处置收入转付机制设置较为合理，同时存续期根据贷款服务机构的信用等级调整资金转付频率，因此本期交易发生资金混同风险的可能性较低。

3. 债权债务抵销风险

如基础资产所涉及的借款人和农业银行存在其他债权，则借款人行使抵销权将降低入池资产的实际回款，而农业银行如若未及时将该部分资金支付给信托，则信托可分配现金流将减少。

³ 必备流动性储备金额系指信托（流动性）储备账户中存放的流动性储备金的必备金额。具体而言：(a)在信托生效日后，在尚未发生违约事件、优先档资产支持证券本息尚未偿付完毕（不包括优先档资产支持证券的未偿本金余额当期预计可以偿付完毕的情形）且信托尚未终止时，就每一个信托分配日而言，必备流动性储备金额为：紧邻的下一个支付日按照《信托合同》第 11.3.1 款至第 11.3.4 款所有应付金额（其中无法提前计算的项目（例如下一期的税费）以当期的金额进行计提）之总和的 1.5 倍。(b)在发生违约事件、优先档资产支持证券本息偿付完毕（包括优先档资产支持证券的未偿本金余额当期预计可以偿付完毕的情形）或信托终止后，必备流动性储备金额为 0。

风险缓释措施:

根据本期交易《信托合同》的约定,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,则委托人应及时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。

考虑到本期交易针对债务抵销进行了较为严格的规范,并且农业银行经营情况良好,信用质量很高,支付抵销款项的能力很强,本期交易的抵销风险较小。

4.处置回收风险

本期交易优先级的兑付完全依赖信托财产的管理和处置。不良资产处置除受系统性风险影响外,还易受到偶然因素的影响,当前国内经济增长不确定性较大,房地产市场景气度较弱,居民收入预期悲观,房价下行压力较大,不良个人住房抵押贷款的处置面临较大挑战。同时区域司法环境复杂多变,抵押房产自身特征较强,抵押物未办理权属转移登记,无法对抗善意第三人,部分抵押物未办理正式抵押,对抵押物处置带来较大不确定性,并且唯一住房处置涉及的民生关怀加大处置难度。此外,根据不良个人住房抵押贷款的实际回款表现,存在较高比例的借款人自偿情形,继而导致回收周期显著拉长,由此带来回收金额和回收时间的不确定性。此外本期证券存续期间,若与证券化不良基础资产处置相关的政策发生重大变化,导致本期证券预设的基础资产催收处置方案、清算变现方案部分或全部失效,上述因素都会使得资产回收存在较大不确定性。

风险缓释措施:

在信托设立时,抵押权在主债权转移时一并转移给受托人,未办理相应的抵押权的转移登记不影响受托人取得抵押权。为控制善意第三人和预告登记失效的风险,本次交易做了如下安排:

1、就信托生效日前已经办理抵押权设立登记的抵押贷款而言,当发生以下任一情形应在约定的合理期限内办理抵押权转移登记。(1)发生任一权利完善事件;(2)经受托人和贷款服务机构协商认为办理抵押权的转移登记手续更有利于资产回收。

2、就截至信托生效日仅办理预告登记但尚未办理抵押权设立登记的抵押贷款,农业银行应代受托人持有抵押权预告登记权益,且根据适用的中国法律的规定,在抵押权设立登记条件完备之日起90日内办理完毕相应的抵押权设立登记手续,将抵押权登记在农业银行名下并继续代受托人持有抵押权。

3、就资产已进入司法程序或抵押资产涉及查封、扣押等情形的,委托人和受托人应根据届时司法程序的进程和资产的实际状况,以最有利于回收资产的原则处理抵押权或抵押权预告登记权益相关事宜。

4、就尚未办理或根据《信托合同》的约定属于需要办理转移登记的资产但因登记机关、担保人等原因而无法办理完毕抵押权或抵押权预告登记权益的转移登记,则受托人应以最有利于回收资产的原则处理抵押权或抵押权预告登记权益相关事宜。

鉴于资产服务机构农业银行自身信用良好,过往履职能力突出,出现善意第三人风险极低。此外,中证鹏元在进行回收预测时,充分考虑了宏观经济、房地产市场的不利变动,在对单笔资产回收估值的进程中,充分考虑了抵押物所在地区的司法环境,未办理正式抵押登记以及唯一住房等因素的影响。

针对回收时间的不确定性，中证鹏元压力情景中增加回收金额时间分布后置情景，量化结果显示，在回收金额滞后的情景下，优先级证券实现还本付息所需要的回收率仍低于AAA_{sf}目标等级要求的回收率，量化结果已经体现了回收金额不及预期及回收时间滞后的影响。

三、基础资产分析

（一）入池资产总体概况

1.基础资产的定义及合格标准

就每一笔抵押贷款及其附属担保权益而言，除另有说明外，系指在初始起算日和信托财产交付日（以下对时间另有约定的，以该时间为准）满足以下合格标准，如任一笔抵押贷款于初始起算日之后且在信托财产交付日之前被清偿完毕，则就该笔抵押贷款而言，仅在初始起算日满足如下合格标准：

A.关于借款人的标准：

(a)在贷款合同签署时，借款人为中国公民或永久居民，且年满18周岁；同一笔抵押贷款有多个借款人的，至少其中一位借款人满足上述条件；

B.关于资产的标准：

(b)资产均为中国农业银行合法所有，且中国农业银行未在资产上设定质押或其他权利负担；

(c)贷款合同、抵押合同均适用中国法律并合法有效，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/抵押权人可根据其条款向相关借款人、抵押人主张权利；如果中国农业银行已要求解除或生效裁判文书已确认解除某笔抵押贷款相关的贷款合同、抵押合同的，该贷款合同、抵押合同在被解除之前应满足前述条件；

(d)每笔资产项下债权及相关抵押权/抵押权预告登记权益均可进行合法有效的转让；且中国农业银行将全部或部分资产设立信托或转让该等资产的行为不会由于任何原因而被禁止或限制，不需要获得借款人、担保人或其他主体的同意；

(e)资产的所有应收金额均以人民币为单位；

(f)资产的初始起算日本金余额至少为人民币0.1万元但不超过人民币500万元；

(g)于初始起算日，每笔资产的风险分类应为发起机构信贷资产五级风险分类标准中的次级、可疑或损失类；

(h)中国农业银行已停止对该借款人的授信，在中国农业银行承诺范围内，不再向该借款人发放新的贷款或提供新的融资；且各笔资产如涉及最高额保证（如有）、最高额抵押（以下简称最高额担保）的，则截至初始起算日该最高额担保所担保的主债权已经确定；

(i)同一借款人在中国农业银行的全部已发放完毕的不良个人住房抵押贷款均全部入池，且同一担保合同（含最高额担保合同）项下的全部个人住房抵押贷款均全部入池；

(j)资产的全部或任何部分均未根据中国农业银行的标准程序予以核销；

(k)于初始起算日，中国农业银行在抵押贷款回收中尚未形成抵债资产；

(l)资产均为纯商业类贷款，不属于公积金组合类贷款；

(m)每笔资产的任何部分尚未超过诉讼时效；

(n)抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过80%（初始抵押率=贷款合同金额/抵押房产于抵押贷款发放时的价值×100%。其中，抵押房产为一手房的，抵押房产于抵押贷款发放时的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，抵押房产于抵押贷款发放时的价值为抵押房产在抵押贷款发放时评估价格与购房合同约定价格的孰低值）；

C.关于抵押房产的标准：

(o)抵押贷款对应的抵押房产已在中国相关的房地产登记机关办理完毕以中国农业银行为第一顺位抵押权人的抵押登记或以中国农业银行为抵押权预告登记权利人的预告登记手续，相关抵押权或抵押权预告登记权益合法有效；如果中国农业银行已要求解除或生效裁判文书已确认解除某笔抵押贷款相关的贷款合同、抵押合同的，相关抵押权或抵押权预告登记权益在对应的贷款合同、抵押合同被解除之前应合法有效；但对信托生效日前已结清的抵押贷款可不作前述要求；

(p)资产的相关抵押房产均位于中国境内；

(q)抵押房产为商品住宅，不包含自建房、保障房、经济适用房、房改房和商业用房等类型。

2.不合格资产的赎回机制

本期交易设置了不合格资产的赎回机制。不合格资产系指在初始起算日或信托财产交付日或《信托合同》第6.4款约定的其他时间点不符合资产保证的资产。

如受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求，委托人应于发出该书面通知要求所在的收款期间后的第一个处置收入转付日，将等同于待赎回全部不合格资产的赎回价格⁴的款项一次性划付到信托账户。但如果委托人在首个收款期间结束前赎回不合格资产，则对应的赎回起算日及赎回价格款项支付日由委托人与受托人共同协商确定。

3.入池资产整体统计特征分析

本期证券基础资产均为个人住房抵押不良贷款，共涉及资产4,637笔，涉及借款人4,637户。截至初始起算日，未偿本息余额为186,081.70万元，其中未偿本金余额为179,467.59万元，单笔贷款最高本息余额为507.12万元⁵，单笔贷款平均本息余额为40.13万元，前5大借款人未偿本息总额占比为1.23%，前10大借款人未偿本息总额占比为2.16%，抵押物涉及全国14个省级行政区，单个地域未偿本息合计最高占比为12.54%。截至初始起算日，资产加权平均不良账龄为418.59天，加权平均贷款发放日抵押率为144.87%，加权平均初始起算日抵押率为174.07%，借款人加权平均年龄为38.39岁。

⁴ 赎回价格：系指委托人根据《信托合同》第4条的约定赎回相应不合格资产的价格，即截至赎回起算日二十四时（24:00）该笔不合格资产的未偿本息余额*折扣系数。其中，折扣系数=（全部资产支持证券发行规模*中债资信售前评级报告中对不合格资产对应分行的全部入池资产计算的回收估值/中债资信售前评级报告中计算的资产池的总回收估值）/该分行全部入池资产的初始起算日本息余额。如评级机构对该折扣系数有异议的，按照委托人、评级机构与受托人协商一致的折扣系数计算。

⁵ 单笔贷款最高本金余额 490.98 万元，符合合格入池标准。

表2 入池资产总体概况（单位：笔、户、万元、天、岁、平方米）

项目	内容	项目	内容
资产笔数	4,637	借款人户数	4,637
资产池未偿本息余额	186,081.70	资产池未偿本金余额	179,467.59
次级档预期到期日前预计回收金额	107,109.74	单笔贷款最高未偿本息余额	507.12
全周期预计回收金额	121,434.44	单笔贷款平均未偿本息余额	40.13
加权平均不良账龄	418.59	单笔贷款平均预计回收金额	23.10
抵押物初始评估价值合计	320,950.41	加权平均贷款发放日抵押率	144.87%
抵押物最新评估价值合计	323,913.30	加权平均初始起算日抵押率	174.07%
评估机构预计市场价值合计	374,831.85	加权平均当前抵押率	201.43%
前5大借款人未偿本息总额占比	1.23%	涉及地区（省级行政区）	14
前10大借款人未偿本息总额占比	2.16%	最大地区未偿本息余额占比	12.54%
前50大借款人未偿本息总额占比	7.44%	前三大地区未偿本息余额占	36.22%
抵押物加权平均面积	123.51	前五大地区未偿本息余额占	52.17%
贷款加权平均执行利率	4.80%	借款人加权平均年龄	38.39

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（二）入池资产明细特征

以下明细特征分析，如无特别说明，均为截至初始起算日数据。本次交易入池资产全部为个人住房抵押不良贷款，故入池贷款均为不良资产，底层贷款均存在抵押担保，抵押物均为商品房住宅，均为第一顺位抵押，借款人均不涉及刑事诉讼。

1.入池资产特征

（1）未偿本息余额

本期证券入池资产本息余额主要集中在100万元（含）以下，余额合计占比为72.01%。前5大借款人未偿本息总额占比为1.23%，前10大借款人未偿本息总额占比为2.16%，前50大借款人未偿本息总额占比为7.44%，入池贷款分散度较高。单笔贷款平均本息余额为40.13万元，单笔贷款最高本息余额为507.12万元。

表3 未偿本息余额分布（单位：万元、笔）

余额区间	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(0,10]	4,240.26	2.28%	772	16.65%
(10,20]	15,471.90	8.31%	1,029	22.19%
(20,40]	35,168.76	18.90%	1,218	26.27%
(40,60]	34,002.89	18.27%	690	14.88%
(60,80]	25,042.59	13.46%	363	7.83%
(80,100]	20,077.73	10.79%	227	4.90%
(100,120]	14,029.75	7.54%	128	2.76%
(120,150]	12,008.11	6.45%	90	1.94%
(150,180]	6,660.27	3.58%	41	0.88%
(180,200]	5,132.53	2.76%	27	0.58%
(200,300]	8,981.39	4.83%	38	0.82%
>300	5,265.52	2.83%	14	0.30%

合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%
----	------------	---------	-------	---------

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(2) 贷款五级分类分布

入池贷款包括次级、可疑与损失三类贷款，主要由次级和可疑类贷款构成。

表4 五级分类分布（单位：万元、笔）

贷款五级分类	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
次级	90,698.58	48.74%	2,318	49.99%
可疑	86,053.53	46.25%	2,051	44.23%
损失	9,329.59	5.01%	268	5.78%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(3) 利率类型及当前执行利率

入池贷款均以浮动利率计息。就当前执行利率而言，以4%-6%（含）为主，本息余额占比合计为88.49%，单笔最高执行利率7.39%，最低执行利率2.93%，加权平均执行利率4.80%。

表5 执行利率分布（单位：%、万元、笔）

执行利率	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(2,3]	1,405.94	0.76%	84	1.81%
(3,4]	18,074.42	9.71%	392	8.45%
(4,5]	102,153.08	54.90%	2,796	60.30%
(5,6]	62,512.17	33.59%	1,320	28.47%
(6,7]	1,907.31	1.02%	43	0.93%
(7,8]	28.78	0.02%	2	0.04%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(5) 不良账龄分布

入池贷款首次成为不良后的账龄主要集中在 360 天以内（含），该区间内未偿本息余额占比为64.15%，单笔最长不良账龄为 5,631 天，加权平均不良账龄为 418.59 天，部分资产不良账龄较长。

表6 不良账龄分布（单位：天、万元、笔）

不良账龄	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
<=180	79,090.49	42.50%	1,700	36.66%
(180,360]	40,272.75	21.64%	856	18.46%
(360,540]	23,096.27	12.41%	548	11.82%
(540,720]	10,168.69	5.46%	277	5.97%
(720,1,080]	15,619.09	8.39%	450	9.70%
(1,080,1,800]	11,805.83	6.34%	454	9.79%
>1,800	6,028.57	3.24%	352	7.59%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(7) 还款类型分布

资产池中，入池贷款以等额本息方式进行还款的金额占比为 93.03%。

表7 还款方式分布（单位：万元、笔）

还款方式	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
等额本息	173,113.02	93.03%	4,284	92.39%
等额本金	12,968.68	6.97%	353	7.61%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(8) 已还本金占比分布

入池贷款已还本金占比集中在20%以内（含），合计余额占比为78.28%，入池贷款整体尚处于还款初期。

表8 已还本金占比分布（单位：万元、笔）

已还本金占比	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
<=10%	107,891.22	57.98%	1,480	31.92%
(10%,20%]	37,770.41	20.30%	826	17.81%
(20%,30%]	18,187.09	9.77%	647	13.95%
(30%,40%]	10,421.44	5.60%	532	11.47%
(40%,50%]	5,334.13	2.87%	335	7.22%
(50%,60%]	3,218.64	1.73%	236	5.09%
(60%,70%]	1,634.46	0.88%	193	4.16%
(70%,80%]	1,085.38	0.58%	179	3.86%
(80%,90%]	433.54	0.23%	116	2.50%
>90%	105.40	0.06%	93	2.01%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

注：已还本金占比=截至初始起算日未偿本金（凭证余额）/贷款发放金额

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(9) 初始起算日后回款情况

初始起算日至2023年6月末，基础资产存在回款记录的余额占比为55.68%。

表9 是否存在回款记录分布（单位：万元、笔）

是否存在回款记录	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
无回款	82,466.72	44.32%	1,724	37.18%
有回款	103,614.98	55.68%	2,913	62.82%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

注：初始起算日至2023年6月末已回收本息大于0的资产认定存在回款记录，部分资产的回款可能只是银行的定期余额划扣，此处未做区分，统一计入存在回款记录

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(10) 债权诉讼阶段

从诉讼进度来看，未起诉的资产未偿本息余额占比为50.67%，进入执行阶段的资产余额占比较少。

表10 诉讼阶段分布（单位：万元、笔）

诉讼阶段	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
未起诉	94,286.06	50.67%	2,803	60.45%
已起诉未立案	30,531.96	16.41%	675	14.56%
已立案未判决	21,776.71	11.70%	401	8.65%
已判决未强制执行	4,071.44	2.19%	95	2.05%
强制执行中	34,488.84	18.53%	653	14.08%
执行终结	163.77	0.09%	2	0.04%
已调解未强制执行	193.64	0.10%	6	0.13%
已申请仲裁	569.29	0.31%	2	0.04%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（11）农业银行认定的处置方式分布

根据农业银行提供的处置方式，借款人自偿+诉讼处置抵押物为主要方式。

表11 处置方式分布（单位：万元、笔）

处置方式	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
借款人自偿+诉讼处置抵押物	184,111.98	98.94%	4,588	98.94%
诉讼处置抵押物	1,969.72	1.06%	49	1.06%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

2. 借款人特征

（1）借款人年龄

借款人年龄分布主要集中于25岁（不含）至45岁（含），未偿本息余额合计占比为76.68%，加权平均年龄为38.39岁。

表12 借款人年龄分布（单位：岁、万元、笔）

借款人年龄	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(20,25]	4,174.80	2.24%	81	1.75%
(25,30]	22,208.07	11.93%	443	9.55%
(30,35]	45,773.15	24.60%	1,062	22.90%
(35,40]	43,637.45	23.45%	1,053	22.71%
(40,45]	31,075.34	16.70%	813	17.53%
(45,50]	19,833.10	10.66%	563	12.14%
(50,55]	12,902.02	6.93%	379	8.17%
(55,60]	4,409.87	2.37%	170	3.67%
(60,65]	1,628.95	0.88%	56	1.21%
>65	438.96	0.24%	17	0.37%

合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%
----	------------	---------	-------	---------

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(2) 借款人职业

借款人主要为商业、服务业从业人员，其未偿本息余额占比为72.68%。

表13 借款人职业分布（单位：万元、笔）

借款人职业	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
商业、服务业人员	135,250.83	72.68%	3,148	67.89%
不便分类的其他从业人员	18,448.47	9.91%	552	11.90%
办事人员和有关人员	14,114.56	7.59%	373	8.04%
专业技术人员	8,878.29	4.77%	209	4.51%
生产、运输设备操作人员及有关人员	4,978.71	2.68%	180	3.88%
农、林、牧、渔、水利业生产人员	3,041.21	1.63%	140	3.02%
国家机关、党群组织、企业、事业单位负责人	1,085.47	0.58%	27	0.58%
军人	269.72	0.14%	6	0.13%
农林牧渔生产辅助人员	14.44	0.01%	2	0.04%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(3) 借款人本人月收入

根据农业银行提供的放款时的统计信息，借款人本人月收入主要集中在1万元以内（含），未偿本息余额合计占比为55.97%，该数据有一定滞后性。

表14 借款人月收入分布（单位：万元、笔）

本人月收入	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(0,1]	104,149.18	55.97%	3,675	79.25%
(1,2]	47,461.99	25.51%	653	14.08%
(2,5]	28,017.73	15.06%	264	5.69%
(5,10]	5,107.52	2.74%	38	0.82%
>10	1,345.29	0.72%	7	0.15%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(4) 借款人债务压力

根据未偿本息余额/借款人本人年收入衡量的债务压力来看，未偿本息余额基本集中在借款人本人年收入8倍以内，部分资产涉及的借款人债务压力较大。

表15 借款人债务收入比分布（单位：万元、笔）

债务收入比	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(0,2]	14,545.76	7.82%	1,039	22.41%
(2,5]	72,140.47	38.77%	2,105	45.40%
(5,8]	72,771.95	39.11%	1,180	25.45%

(8,10]	9,642.42	5.18%	138	2.98%
(10,15]	11,072.74	5.95%	124	2.67%
(15,20]	4,151.06	2.23%	36	0.78%
>20	1,757.29	0.94%	15	0.32%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

注：债务收入比=未偿本息余额/借款人本人年收入，借款人本人年收入=借款人本人月收入*12

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(5) 借款人配合程度

根据农业银行提供的调查信息，借款人不配合的居多，借款人不配合或失联的贷款余额合计占比为58.52%。

表16 借款人配合程度分布（单位：万元、笔）

借款人配合程度	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
可联系但不配合	72,027.81	38.71%	1,714	36.96%
配合	77,182.47	41.48%	2,050	44.21%
失联	36,871.42	19.81%	873	18.83%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

3. 抵押物特征

(1) 抵押物地区分布情况

抵押物分布于14个省级行政区，其中河北省的未偿本息余额占比最高，未偿本息余额占比为14.92%，前三大和前五大地区未偿本息余额合计占比分别为36.22%和52.17%，存在一定的区域集中度。

表17 抵押物地域分布（单位：万元、笔）

所在地域	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
河北省	27,759.21	14.92%	481	10.37%
广东省	23,327.87	12.54%	275	5.93%
山东省	16,317.08	8.77%	414	8.93%
贵州省	15,609.41	8.39%	686	14.79%
天津市	14,066.41	7.56%	191	4.12%
河南省	13,334.16	7.17%	286	6.17%
吉林省	12,224.20	6.57%	318	6.86%
湖南省	11,981.41	6.44%	384	8.28%
四川省	11,465.41	6.16%	452	9.75%
新疆维吾尔自治区	10,547.39	5.67%	331	7.14%
陕西省	10,410.85	5.59%	285	6.15%
黑龙江省	7,360.58	3.96%	208	4.49%
云南省	6,625.93	3.56%	215	4.64%
山西省	5,051.80	2.71%	111	2.39%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

从抵押物所在的城市来看，入池资产抵押物分布于145个地级市，其中前十大城市的余额占比合计为46.81%，前二十大城市的余额占比合计为63.70%。从余额占比和笔数占比差异来看，前二十大城市的单笔价值较高。

表18 抵押物所在前二十大城市分布（单位：万元、笔）

所在城市	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
石家庄市	16,390.13	8.81%	202	4.36%
天津市	14,066.41	7.56%	191	4.12%
广州市	11,702.94	6.29%	111	2.39%
乌鲁木齐市	7,266.62	3.91%	168	3.62%
临沂市	7,171.37	3.85%	142	3.06%
西安市	6,863.82	3.69%	121	2.61%
长春市	6,860.38	3.69%	137	2.95%
郑州市	5,990.58	3.22%	77	1.66%
唐山市	5,861.92	3.15%	121	2.61%
深圳市	4,930.08	2.65%	21	0.45%
哈尔滨市	4,701.33	2.53%	85	1.83%
黔南布依族苗族自治州	3,970.11	2.13%	112	2.42%
吉林市	3,366.10	1.81%	66	1.42%
成都市	3,271.91	1.76%	76	1.64%
太原市	3,064.62	1.65%	50	1.08%
岳阳市	2,944.89	1.58%	76	1.64%
昆明市	2,873.90	1.54%	51	1.10%
怀化市	2,720.33	1.46%	85	1.83%
聊城市	2,278.75	1.22%	49	1.06%
佛山市	2,235.88	1.20%	31	0.67%
合计	118,532.07	63.70%	1,972	42.53%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（2）抵押物类型

抵押物以一手房为主，余额占比为54.28%，其中已封顶期房占比为11.34%，不存在未封顶期房。

表19 抵押物类型分布（单位：万元、笔）

抵押物类型	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
二手房	85,084.72	45.72%	1,395	30.08%
一手房	100,996.98	54.28%	3,242	69.92%
其中：是已封顶期房	21,108.33	11.34%	560	12.08%
合计	186,081.70	100.00%	4,637.00	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（3）抵押物登记状态

抵押物登记状态以正式抵押为主，余额占比为77.77%。

表20 登记状态分布（单位：万元、笔）

登记状态	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
正式抵押	144,721.55	77.77%	3,464	74.70%
预告抵押	41,360.15	22.23%	1,173	25.30%
合计	186,081.70	100.00%	4,637.00	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（4）抵押物面积

抵押物面积主要集中在90-150平方米（含）以内，余额占比为59.54%。最大面积为507.16平方米，最小面积为25.13平方米，加权平均面积为123.51平方米。

表21 抵押物面积分布（单位：平方米、万元、笔）

抵押物面积	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(25,60]	6,794.02	3.65%	223	4.81%
(60,90]	35,530.02	19.09%	1,030	22.21%
(90,150]	110,793.02	59.54%	2,990	64.48%
(150,200]	21,220.33	11.40%	297	6.41%
(200,300]	9,146.89	4.92%	82	1.77%
(300,400]	2,078.15	1.12%	12	0.26%
>400	519.28	0.28%	3	0.06%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（5）抵押物使用状态

抵押物当前主要用于自用，余额占比为63.76%，各个状态中部分为已封顶期房。

表22 抵押物使用状态分布（单位：万元、笔）

使用状态	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
自用	118,653.60	63.76%	3,306	71.30%
其中：已封顶期房	11,557.32	6.21%	354	7.63%
未知	36,048.78	19.37%	766	16.52%
其中：已封顶期房	3,057.51	1.64%	73	1.57%
空置	29,020.18	15.60%	524	11.30%
其中：已封顶期房	6,413.02	3.45%	131	2.83%
他用	2,359.14	1.27%	41	0.88%
其中：已封顶期房	80.49	0.04%	2	0.04%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（6）抵押物查封状态

未查封的抵押物余额占比最高，为79.58%，农业银行首封余额占比为12.02%。

表23 抵押物查封状态情况（单位：万元、笔）

查封状态	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
未被任何机构申请查封	148,076.15	79.58%	3,974	85.70%
已被其它机构申请查封	15,174.63	8.15%	231	4.98%
农业银行首封	22,362.00	12.02%	425	9.17%
已预查封	229.09	0.12%	1	0.02%
未知	239.84	0.13%	6	0.13%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（7）抵押物抵押率

根据农业银行提供的贷款发放日的评估价值来看，抵押物初始评估价值合计320,950.41 万元。以贷款发放日的评估价值/贷款发放金额计算得到的发放日抵押率来看，发放日抵押率集中在150%（含以内），贷款加权平均发放日抵押率为144.87%。

表24 抵押物发放日抵押率分布（单位：万元、笔）

抵押率	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(100%,150%]	156,631.51	84.17%	3,619	78.05%
(150%,200%]	24,539.33	13.19%	793	17.10%
(200%,250%]	3,880.55	2.09%	169	3.64%
(250%,300%]	682.44	0.37%	39	0.84%
(300%,350%]	268.28	0.14%	8	0.17%
(350%,400%]	24.66	0.01%	2	0.04%
>400%	54.93	0.03%	7	0.15%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

根据农业银行提供的截至初始起算日最新评估价值来看，抵押物最新评估价值合计323,913.30 万元。以截至初始起算日最新评估价值/本息费余额计算得到的起算日抵押率来看，起算日抵押率集中在100%（不含）-200%（含）以内，贷款加权平均初始起算日抵押率为174.07%，相较初始抵押率有所提升。

表25 抵押物起算日抵押率分布（单位：万元、笔）

抵押率	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(50%,100%]	414.59	0.22%	5	0.11%
(100%,150%]	89,583.90	48.14%	1,278	27.56%
(150%,200%]	66,583.25	35.78%	1,488	32.09%
(200%,250%]	16,334.24	8.78%	683	14.73%
(250%,300%]	5,271.40	2.83%	295	6.36%
(300%,350%]	2,779.29	1.49%	185	3.99%
(350%,400%]	1,849.86	0.99%	137	2.95%
>400%	3,265.19	1.75%	566	12.21%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

根据农业银行提供的评估机构预计的市场价值来看，评估机构预计的抵押物市场价值合计为374,831.85万元。以评估机构预计的市场价值/本息费余额计算得到的当前抵押率来看，贷款加权平均当前抵押率为201.43%，相比起算日抵押率有所上升。

表26 抵押物当前抵押率分布（单位：万元、笔）

抵押率	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
(50%,100%]	6,120.74	3.29%	77	1.66%
(100%,150%]	77,776.55	41.80%	1,073	23.14%
(150%,200%]	51,891.30	27.89%	1,022	22.04%
(200%,250%]	18,237.05	9.80%	545	11.75%
(250%,300%]	9,873.00	5.31%	387	8.35%
(300%,350%]	7,319.00	3.93%	316	6.81%
(350%,400%]	4,640.11	2.49%	196	4.23%
>400%	10,223.95	5.49%	1,021	22.02%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（8）是否唯一住房

根据农业银行提供的唯一住房情况，主要为唯一住房。

表27 唯一住房情况（单位：万元、笔）

是否唯一住房	未偿本息余额	余额占比	贷款笔数	笔数占比
是唯一住房	80,517.72	43.27%	2,312	49.86%
非唯一住房	45,290.22	24.34%	1,039	22.41%
未知	60,273.77	32.39%	1,286	27.73%
合计	186,081.70	100.00%	4,637	100.00%

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

四、量化分析

（一）评级方法概述

本期证券采用中证鹏元《不良贷款资产证券化评级方法》进行量化分析。量化分析的结果反映的是优先档证券在法定到期日前本息获得及时、足额偿付的可能性。

根据入池资产的特征以及不良个人住房抵押贷款历史回收数据的基本情况，中证鹏元采用数理分析方法对入池贷款进行估值分析。通过对农业银行提供的历史数据进行数据分析和处理，筛选影响回收率大小的因子。参考行业经验以及历史数据的结果，通过拟合历史数据，建立打分卡估值模型，对入池资产回收率进行估值。通过对影响回收时间的因素进行分析，结合借款人自身的偿还意愿和能力判断，并针对入池资产的特质性进行调整，综合确定回收时间。

在此基础上，中证鹏元假设不良个人住房抵押贷款的回收比率服从贝塔分布。以上述估值作为回收均值，结合历史数据得到的波动性作为标准差，确定不良个人住房抵押贷款的回收比率服从的分布。

结合中证鹏元的定级标准，确定本期证券各信用等级所必须的目标回收比率TRR；并根据交易结构设计符合本期证券的现金流分析和压力测试模型，结合现金流和压力测试得到各场景下的临界回收比率BRR；通过比较目标回收比率TRR以及临界回收比率BRR，我们得到组合信用分析给出的量化级别。在确定参数的过程中，中证鹏元参考了行业公开数据，历史回收数据的时间特征，历史同类项目实际回收表现，并对相关评级参数进行了一定调整。

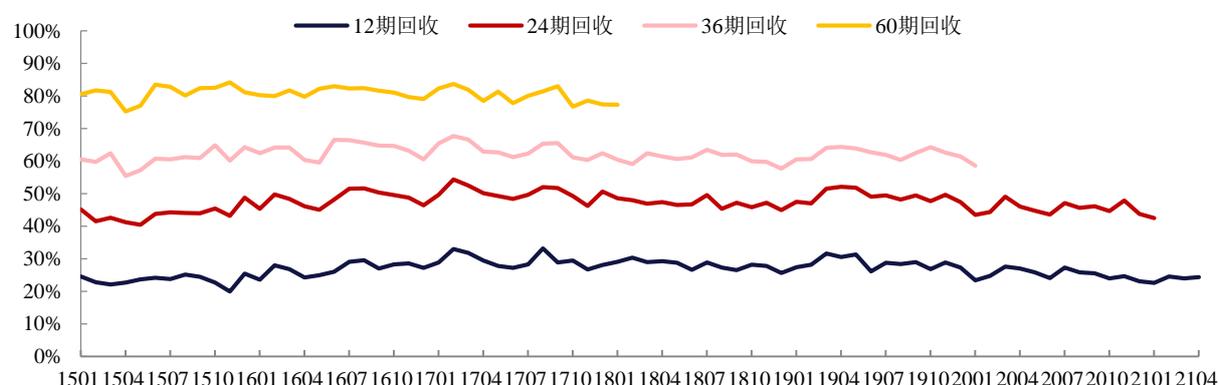
（二）组合信用风险分析

1.历史数据表现分析

（1）农业银行不良个人住房抵押贷款历史回收比率表现

农业银行提供了自2015年1月至2022年12月成为不良个人住房抵押贷款的历史回款数据，历史回款数据最长回款表现共计85期，中证鹏元对历史数据进行整理和分析。从时序角度观察，历史数据各期限的回收比率整体比较平稳，波动性较低。

图 2 历史数据回收比率时序分布图⁶



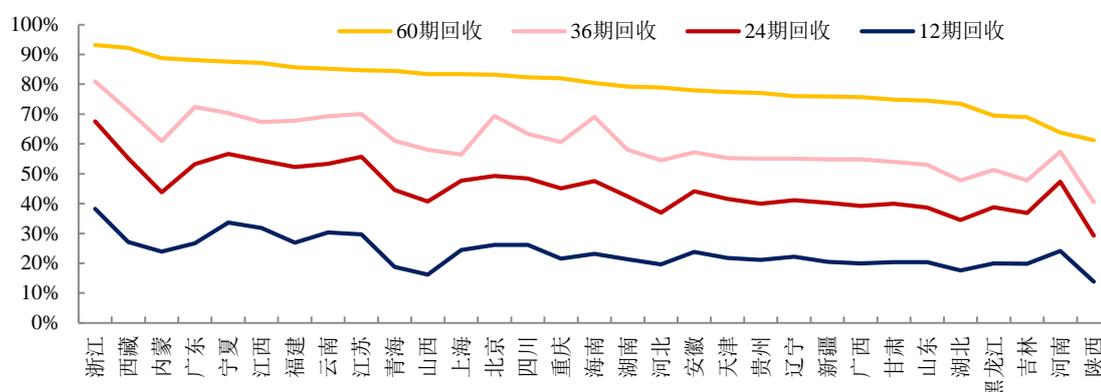
注：横轴表示首次成为不良的时间，1501表示2015年1月，其他时间同，2021年5月至2022年12月数据未列示
 资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（2）历史回收率分省表现

不同地域各期回收率如下图，基本符合经济发达地区回收率相对较高的特征，区域存在一定的分化。

⁶ 历史数据回收比率：逐笔测算回收率，按首次成为不良月份取当月资产回收率的加权平均值。

图 3 历史数据各期回收比率分省表现

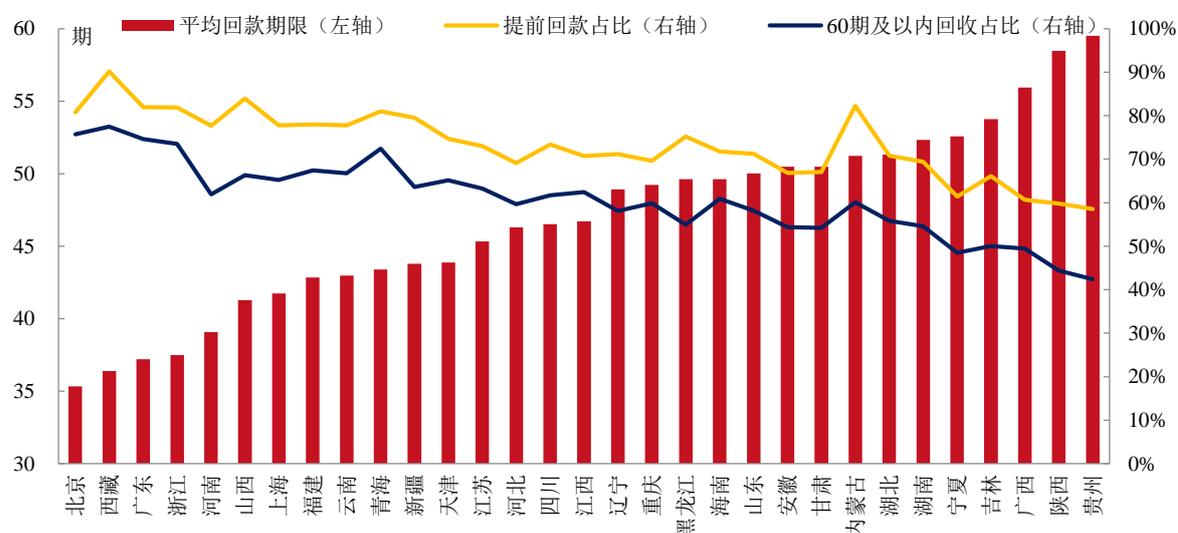


资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(3) 分省历史回收时间表现

鉴于农业银行静态池最长表现期仅为85期，因此以2015年1月成为不良的资产作为观察数据，统计不同省份的平均回收时间以及在85期前回收⁷的笔数占比情况见下图。从图中可以看出，大部分的资产回收时间较长，并且不同区域的差异非常明显，经济发达体的回收时间明显短于不发达地区。

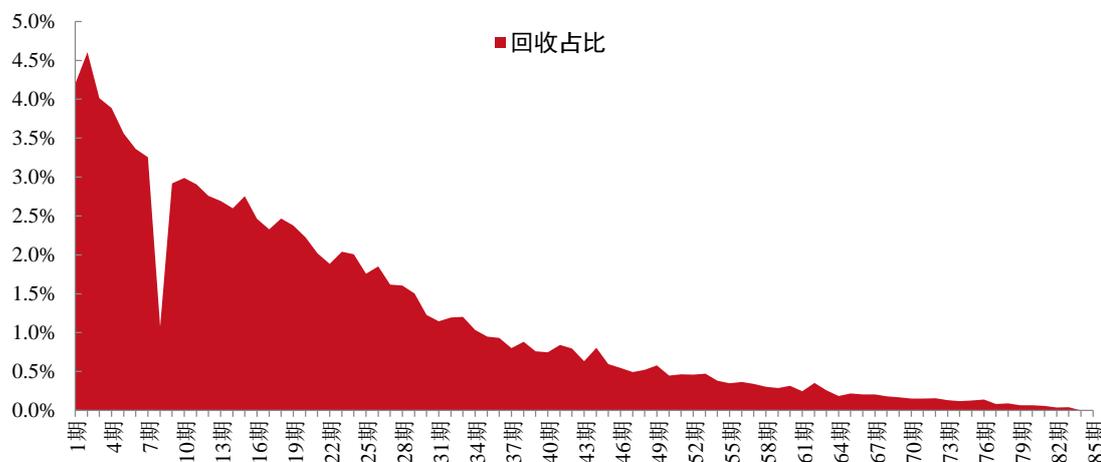
图 4 分省历史回收时间表现



资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

从资产池整体回收时间表现来看，回收整体集中在五年以内，但五年以内回收较均匀，均持续存在一定比例还款，可以合理预计借款人自偿的比例较高，使得回收时间曲线分布较为平滑。

⁷ 在 85 期前回收的判断标准为最后回款记录在 85 期以前，不考虑剩余期限的影响。

图5 历史回收时间分布


资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

(4) 影响回收率因子分析

鉴于农业银行静态池数据部分不良贷款要素缺失，中证鹏元基于分析要求，选择了地域、初始评估价值、账龄（首次进入不良时间计）、抵押物面积、抵押状态五个要素均齐备的资产进行分析，并剔除了异常值，经筛选后共计9,638个样本，进行数据分析。数据显示：抵押率（初始评估价值/未偿本息余额）对回收率的影响很大；正式抵押资产回收率高于预告抵押资产；区域经济环境表现对回收率有正向促进作用。

此外，农业银行提供了唯一住房处置成功案例统计表。数据显示，唯一住房处置成功案例数占全量住房抵押不良贷款的数量比重较低，因此唯一住房的处置存在一定处置难度。

2.入池资产回收率及回收时间估计方法

(1) 回收率

中证鹏元认为历史数据是预测回收的重要工具。通过对上述历史数据的分析，中证鹏元构建打分卡模型来拟合预测回收。中证鹏元的打分卡模型以自上而下的方式进行，分为共同因子（含经济和环境、资产服务机构）、抵押物及贷款特定因子，具体要素见表28。

表28 回收率影响要素及其分析

要素	内容	分析
经济和环境	宏观经济走势	宏观经济环境影响所有参与方的经济行为
	房地产市场未来景气度	房地产市场景气度影响房屋估值的可靠性以及交易对手方的参与意愿
	区域经济及区域司法环境	由于不动产的特殊性，潜在交易对手方主要集中在腹地经济体内，并且当期司法环境影响回收的力度和处置成本，根据区域经济发展情况以及农行静态池表现划分不同的区域
	所在城市房地产流动性	同一区域经济范围内，抵押物所在城市和所在区域的房地产流动性对比，对区域内表现优秀城市给予一定的调整
资产服务机构	资产服务机构履职能力和履职意愿	履职能力和履职意愿大小，履职能力和意愿越强，处置效率和力度越高
抵押物	抵押物价值	抵押物价值对未偿本息的覆盖情况，覆盖程度越高，对未偿本息的保障越

	抵押物类型	一般而言，商业用房较住宅快速变现能力要弱，同时高档居住用房流动性不足普通住宅
	登记类型	正式抵押房屋处置难度低于预告抵押
	物业使用状态	被占用的房屋存在一定的腾房难度，影响处置成本以及交易对手方的预期
	物业面积	同一类型抵押物，面积过大或过低均会降低流动性
	唯一住房	基于社会稳定和人文关怀，唯一住房处置难度较大，并且影响交易对手方的意愿，降低流动性
贷款	账龄	账龄过长，借款人自身偿还意愿较弱，同时房屋的折损率较大，评估价值的不确定性加大
	偿付顺序	优先受偿债权的存在加大处置难度
	涉刑涉诉情况	涉刑涉诉影响处置难度以及交易对手方预期，降低流动性

资料来源：中证鹏元整理

通过调整打分卡对应的系数来最大程度的复现静态池的结果，在系数确定过程中，中证鹏元还结合本次交易抽样资产的表现进行了校正，最终反复试算调整获得相关要素的系数。

具体执行层面，本次交易农业银行聘请了深圳市世联土地房地产评估有限公司（以下简称“世联地产”）对基础资产涉及的抵押物价值进行了评估，中证鹏元认为世联地产作为房屋价值评估的专业机构，其提供的抵押物市场价值的信息具有很高的参考价值，因此对于抵押物的价值主要基于评估机构提供的抵押物市场价值，并在此基础上进行一定的调整。

在获得市场价值的基础上，参考表28中影响快速变现的因素，从抵押物价值波动、权属、流动性、处置难度、清收能力、是否已经处置等方面综合确定抵押物的清收价值。

（2）回收时间

回收时间是基于当前司法诉讼阶段基础上，结合借款人以及贷款自身的特点，综合调整得到。

表29 回收时间影响要素及分析

要素	分析
司法诉讼阶段	根据通常的司法流程确定基准回收时间，参考一般司法诉讼所需的时间
区域司法环境	区域司法环境影响整个司法流程进度，对特殊区域进行时间调整
抵押物查封状态	不同查封状态影响处置时间（首封、他行查封、未查封）
抵押物使用状态	抵押物不同使用状态所需的腾退时间不一（出租、自用、空置）
借款人配合程度	借款人配合度影响司法进展（配合、未失联但不配合，失联）
借款人涉刑涉诉情况	涉刑涉诉情况影响司法进展以及处置难度
唯一住房	唯一住房影响清收力度和司法进展

资料来源：中证鹏元整理

同时，农业银行认定的处置方式是相关人员实施调查所做的综合判断，中证鹏元认为其具有一定的可参考性。并且经访谈相关人员，在处置过程中，强制执行前进行调解的比重较大，因此实际处置过程中，依靠借款人自偿进行回款的比重将较大。基于以上情形，中证鹏元通过考察借款人的特点，综合判断借款人自偿的可能性。

表30 影响借款人自偿的要素及分析

要素	计算指标/考察内容
----	-----------

回款记录	初始起算日后是否存在回款记录；存在较大金额回款，说明借款人还款意愿强烈
债务压力	未偿本息/借款人年收入；债务压力越大，自偿能力越弱，并且经济下行下，压力更大
拖欠情况	未偿利息占未偿本息的比重；占比越高，说明拖欠越严重，借款人过往自偿表现越差
机会成本	未偿还本金/合同本金；未偿还比例越高，机会成本越低，借款人自偿意愿越弱
违约客观意愿	当前评估价值/贷款发放时评估价值；房价下跌幅度越大，借款人自偿意愿越弱
客观因素决定的持续还款能力	借款人年龄；一般来说借款人年龄超过 45 岁，经济下行下，偿还能力将显著下降

资料来源：中证鹏元整理

3.回收率和回收时间分布预测结果

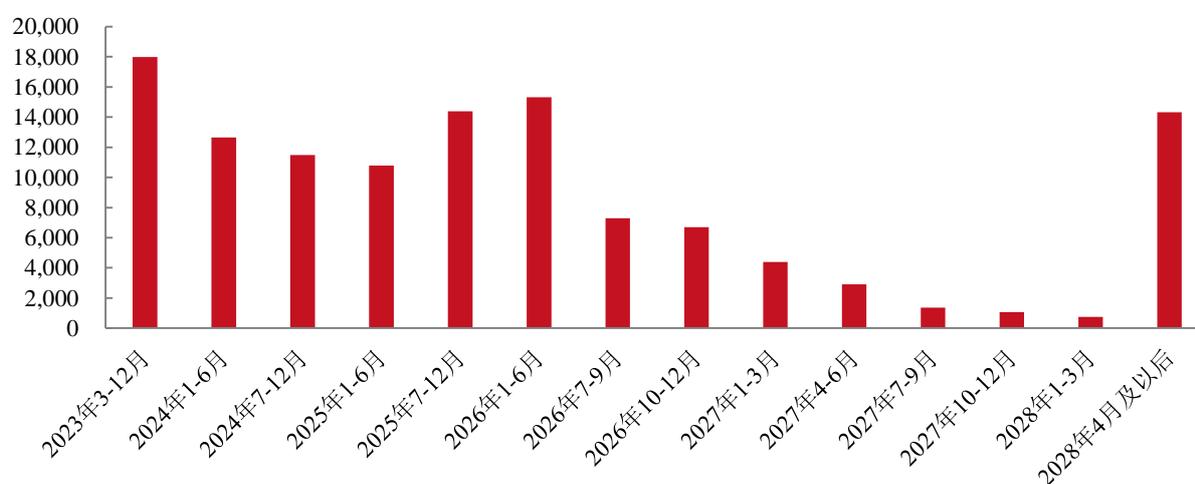
(1) 回收率

根据上述方法，采取逐笔分析的方法，如果借款人自偿则结合历史回款表现的时间分布估计入池资产各期回款流入；如果采取处置回收，则假定在预计回收时间一次性回收。最后结合封包期内实际回收金额等因素进行了一定调整，推算得到资产池在初始起算日后61期内的回收比率为57.56%，回收金额为107,109.74万元，全周期回收比率为65.26%，回收金额为121,434.44万元。

(2) 回收率的时间分布

入池资产的回收时间分布如下图：

图 6 入池资产全周期回收金额（单位：万元）



资料来源：中证鹏元整理

(3) 目标回收比例

中证鹏元结合历史数据的波动性、行业数据以及入池资产和历史数据的差异，采用统计推断的方式获得反映资产池回收比率所服从的贝塔分布的主要参数，根据中证鹏元的定级标准得到各等级所对应的目标回收比率TRR如下表。

表31 各目标等级对应的目标回收比率 TRR

目标等级	目标回收率
------	-------

AAA _{sf}	43.01%
AA+ _{sf}	43.89%
AA _{sf}	44.74%

资料来源：中证鹏元整理

（三）正常情况下的现金流分布

结合市场同期限同级别不良信用卡贷款产品的发行利率，以及本期交易入池资产特征、交易结构以及税费设定，设定下述基准条件考察正常情景下本期交易的现金流流入流出情况。

表32 正常情景下的评级参数假设

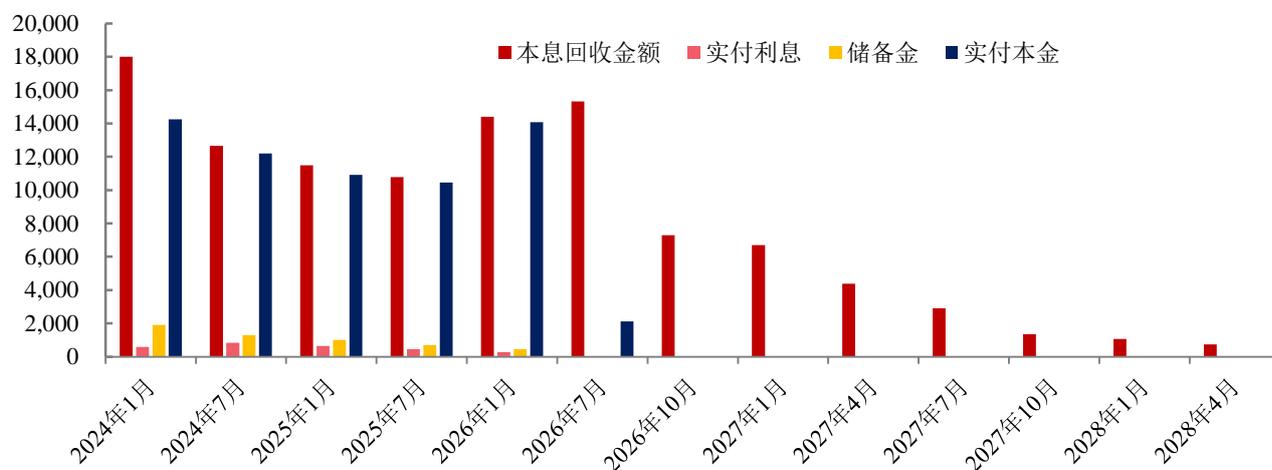
参数	取值
初始起算日	2023年3月1日 00:00
优先级预计发行利率	3.40%
税增值税及附加	3.26%
基准回收比率	57.56%
回收时间分布	采用 3.（2）中的 61 期回收时间分布
预计信托设立日	2023年10月20日
第一个计算日	2023年12月31日
第一个支付日	2024年1月26日
法定到期日	2030年4月26日

注：相关中介机构报酬按照约定的金额和费率计算。

资料来源：中证鹏元整理

中证鹏元根据正常情景参数设定，结合证券分层比率、交易结构安排、支付顺序、相关税费支付水平和方式等测算基准情形下回收款现金流入和优先级证券本金偿付情况，在对应的资金归集日和回收款转付日的资金匹配情况见下图。

图 7 基准情形现金流匹配情况（单位：万元）



注：因首个计算日为 2023 年 12 月 31 日，兑付日为 2024 年 1 月 26 日，前 10 期合并计算列示。

资料来源：农业银行提供，中证鹏元整理

（四）压力测试

中证鹏元根据本期交易的交易背景、账户设置、现金流支付机制、信用触发事件等交易结构特点，构建了适用于本期交易的现金流分析及压力测试模型。压力测试的目的是为了评估入池资产在压力条件下所产生的现金流对受评证券本息的覆盖程度，从而检验交易结构的稳健性，最终判断受评证券能否获得目标信用评级。

结合入池资产特征以及同时期不良信用卡贷款产品的市场相关数据，我们设定如下压力测试因素。

（1）回收时间后置

给定资产池整体回收比率，根据受评证券交易结构安排，现金流回款时间越滞后，本金得到偿付的时间也越晚，所需支付的证券费用和利息支出就越大。因此，中证鹏元施加回收时间分布后置压力，根据住房抵押不良贷款债权的特殊性，将各期回收金额中占比30%的部分后置6个月。

（2）利差缩减

由于市场利率具有不确定性，为保证优先档级别的稳健性，中证鹏元施加发行端利率上浮压力来实现利差缩减的效果。在目标等级为AAA_{sf}时，压力情形下发行端利率整体上浮50BP。

表33 优先档在 AAA_{sf} 情景下的压力测试结果

项目	是否通过 AAA _{sf} 压力测试
回收时间分布后置，发行利率上升 50BP	通过

资料来源：中证鹏元整理

根据压力测试的原理，当临界回收比率小于或者等于某一信用等级水平下的目标回收比率，受评证券能获得该目标信用等级。利用构建的现金流分析及压力测试模型，根据上述压力条件和判定准则，经模型求解得到的结果显示，优先档在AAA_{sf}的目标信用等级对应的压力条件下能通过现金流分析和压力测试。

因此，由组合信用风险以及现金流压力测试模型共同决定的优先档信用等级上限为AAA_{sf}。

五、主要参与方分析

（一）发起机构分析

本期交易的委托人/发起机构/贷款服务机构为农业银行。农业银行最早可追溯至1951年成立的农业合作银行。自1979年2月恢复成立以来，农业银行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。2009年1月，农业银行整体改制为股份有限公司。2010年7月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。截至2022年底，农业银行普通股总股本3,499.83亿股。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40.03%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为35.29%。

截至2022年底，农业银行资产总额339,275.33亿元，其中发放贷款和垫款总额197,657.45亿元；吸收存款251,210.40亿元；股东权益合计26,744.51亿元；不良贷款率1.37%，资本充足率17.20%，核心一级资本充足率11.15%。2022年全年，农业银行实现营业收入7,248.68亿元，净利润2,586.88亿元。

在持续经营中，农业银行建立了完善的风险管理制度并形成了良好的风险管理文化。农业银行全面实施了全面风险管理体系，该体系是指按照全面覆盖、全程管理、全员参与原则，将风险偏好、政策制度、组织体系、工具模型、数据系统和风险文化等要素有机结合，及时识别、计量、监测、控制、报告业务经营中的各类风险，确保全行风险管理从决策、执行到监督层面有效运转。

同时，农业银行实行稳健型的风险偏好，严格依法合规经营，坚持资本、风险、收益之间的平衡，兼顾安全性、盈利性和流动性的统一，在风险水平承担上既不冒进也不保守，通过承担适度的风险水平获取适中回报，在风险损失抵补上保持充足的风险拨备和资本充足水平。农业银行持续完善全面风险管理体系，积极推进资本管理高级方法的实施，保持良好的监管评级和外部评级，为其实现战略目标和经营计划提供保障。

农业银行的董事会承担风险管理的最终责任，并通过下设的风险管理/消费者权益保护委员会、审计及合规管理委员会、美国区域机构风险委员会行使风险管理相关职能，审议风险管理重大事项，对全行风险管理体系建设和风险水平进行监督评价。农业银行财务状况优良，履职能力很强，具有丰富的不良贷款处置经验。

本期交易还设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，贷款服务机构可获得在按照《信托合同》约定的现金流分配顺序支付完毕次级档证券固定资金成本之后剩余一定比例的资金作为超额奖励服务费⁸。超额奖励服务费的设置进一步促进贷款服务机构的履职意愿，有助于提高资产池的回收率。

总体来看，农业银行经营稳健、资本实力雄厚，风险管理制度和管理工具较为完备，自身信用状况良好，具有丰富的不良贷款处置经验，履职能力很强。此外，本期交易超额奖励服务费的设置进一步促进了贷款服务机构的履职意愿，有助于提高资产池的回收率。

（二）受托机构

本期交易的受托机构为建信信托。建信信托是经中国银监会批准，由中国建设银行股份有限公司投资控股的非银行金融机构。截至2022年末，建信信托注册资本105亿元，中国建设银行股份有限公司持股比例为67%，合肥兴泰金融控股（集团）有限公司持股比例为33%。

建信信托经营业务主要包括信托业务和固有业务。信托业务是建信信托的主营业务，2022年末，建信信托信托资产规模1.46万亿元，其中资产证券化业务累计发行规模、存量规模保持行业第一，证券化业务延伸至上下游，落地了多单信贷ABS次级投资；债券承销（分销）规模超700亿元，占行业承销总规模的50%。固有业务指运用自有资产开展的业务。主要包括股权投资和金融产品投资，2022年末，建信信托的固有业务资产规模为302.23亿元。

截至2022年末，按照合并报表口径，建信信托资产总额476.19亿元，所有者权益268.74亿元。2022

⁸ 超额奖励服务费按照如下比例支付，受托人第一次向贷款服务机构支付超额奖励服务费的，超额奖励服务费为届时信托收款账户剩余金额的80%；受托人第二次起向贷款服务机构支付超额奖励服务费的，受托人每一次应当支付的超额奖励服务费占届时信托收款账户剩余金额的比例为：上一次超额奖励服务费的支付比例/2+50%，金额四舍五入到分。

年，建信信托实现营业收入108.38亿元，净利润24.73亿元。

内部控制方面，建信信托建立了权责明确、制衡合理的治理结构和前中后台分离、报告路径清晰的组织架构。各部门的职责和权限界定明确，固有业务部门和信托业务部门分别设立、分别管理、分别建帐核算，高级管理人员分工实现了制衡。建信信托按照全面性、重要性、制衡性、适应性和成本效益原则，完善内部控制机制，覆盖业务全流程，所有岗位，做到事前、事中、事后控制相统一。

风险管理方面，建信信托依托“三会一层”和内设部门，形成了“四个层级、三道防线”的风险管理结构。“四个层级”：第一层为董事会及其专门委员会，负责制定风险管理政策与风险偏好，以及重大经营项目审批。第二层为高级管理层及其项目审批委员会，负责依据董事会确定的风险管理策略，在授权范围内进行业务决策和项目审批。第三层为风险管理部门，负责组织落实董事会和高级管理层的风险控制要求。第四层为各业务部门，负责具体项目风险控制措施的落实和风险管理工作。“三道防线”即以业务部门事前防范、风险管理部门事中控制、审计部门事后监督为主的风险控制“三道防线”。

总体来看，建信信托股东背景强大，资产证券化业务经验丰富，内部控制、风险管理体系较为完整，本期交易因受托机构丧失履约能力而使本期证券发生违约的风险较小。

六、法律风险分析

根据北京大成律师事务所出具的《关于农盈利信众兴2023年第三期不良资产证券化信托项目之法律意见书》（以下简称“《法律意见书》”），主要的法律意见如下：

1、主要当事方资格：农业银行系依据中国法律有效存续的股份有限公司，建信信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，农业银行和建信信托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。在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，交易文件构成农业银行、建信信托合法的、有效的和有约束力的义务。

2、交易文件合法合规：拟签署《资金保管合同》、《主承销协议》的其他各方均合法存续，具有完全的民事权利能力、民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件；在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务。

3、标的债权及担保权利的转让合法、有效：农业银行作为原始债权人可以转让债权；根据《信托合同》的约定，债权的转让自信托生效时起即在原债权人和受让人之间发生法律效力。如果发生权利完善事件或《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借款人或保证人（如有）后，该等债权的转让即对该等借款人或保证人（如有）发生法律效力。

4、破产隔离：信托一经设立且委托人将信托财产交付或转移给受托人后，已实际交付的信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别，但过渡期内资产池产生的所有处置收入在根据《信托合同》的约定实际转付至信托账户后才能与委托人未设立信托的其他财产相区别而成为信托财产。在信托生效后，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算

财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，已实际交付的信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有的信托受益权（包含以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产。信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别。受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产。

5、交易结构有效性：《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》和《主承销协议》没有违反中国现行法律、行政法规和部门规章，项目交易结构合法有效。

七、评级结论

本期交易考虑到优先/次级交易结构设计所提供的信用支持水平较高、流动性储备账户的设置降低了流动性风险、发起机构/贷款服务机构的履职能力很强；中证鹏元也关注到未来宏观经济的发展以及房地产市场的表现存在较大不确定性，同时入池资产的回收率和回收时间具有较大的不确定性，入池资产未办理抵押权转移登记，部分抵押物尚未办理正式抵押登记，存在一定的模型预测风险等风险因素。

经综合评定，中证鹏元对农盈利信众兴2023年第三期不良资产证券化优先档的评级结果为AAA_{sf}。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期证券存续期间开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每年7月31日前披露。届时，发起人或受托机构须向本评级机构提供评级期间相应的年度审计报告、年度资产管理报告、托管报告及与本期证券相关的其他资料，本评级机构将依据本期证券信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发起人或受托机构应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与本期证券有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整本期证券信用评级。

如发起人或受托机构不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据本期证券公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

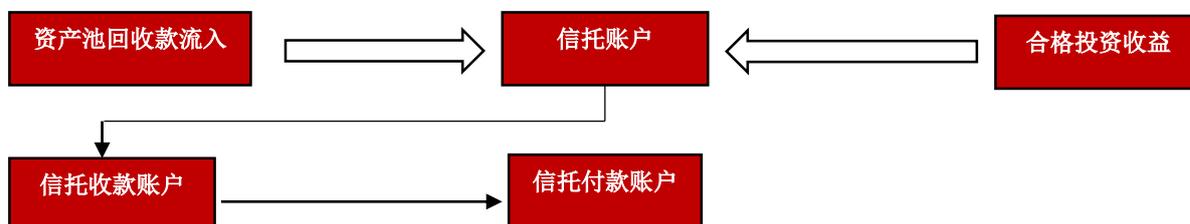
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 违约事件发生前的现金流支付顺序



资料来源：《信托合同》，中证鹏元整理

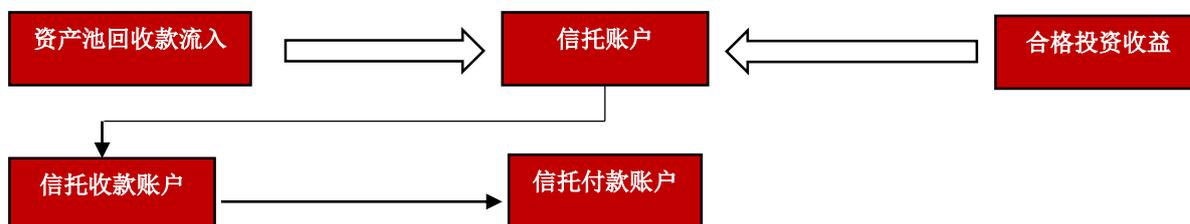
附录二 违约事件发生后的现金流支付顺序



- 1、税收；
- 2、同顺序应付未付的发行费用、中债资信初始评级费用、支付代理机构的当期服务费用；
- 3、费用支出（包括以往各期末付金额）；
- 4、资金保管机构、评级机构提供跟踪评级服务的报酬、审计师（如有）、后备贷款服务机构（如有）、评估机构（如有）的累计应付未付服务报酬总额以及应付未付的受托人服务报酬；
- 5、优先级证券利息；
- 6、贷款服务机构的基本服务费；
- 7、优先级证券本金，至偿还完毕；
- 8、次级档证券本金，至偿还完毕；
- 9、次级档证券固定资金成本，至偿还完毕；
- 10、贷款服务机构超额奖励服务费（若有）；
- 11、剩余资金作为次级档证券的收益。

资料来源：《信托合同》，中证鹏元整理

附录三 信托终止后的现金流支付顺序



- 1、税收；
- 2、清算费用；
- 3、同顺序应付未付的发行费用、中债资信初始评级费用、支付代理机构的报酬；
- 4、累计应付未付费用；
- 5、资金保管机构、评级机构提供跟踪评级服务的报酬、审计师（如有）、后备贷款服务机构（如有）、评估机构（如有）的累计应付未付服务保持总额以及应付未付的受托人服务报酬；
- 6、优先级证券利息；
- 7、应付未付的贷款服务机构的基本服务费；
- 8、优先级证券本金，至偿还完毕；
- 9、次级档证券本金，至偿还完毕；
- 10、次级档证券固定资金成本，至偿还完毕；
- 11、贷款服务机构超额奖励服务费（若有）；
- 12、剩余资金作为次级档证券的收益。

资料来源：《信托合同》，中证鹏元整理

附录四 本期交易涉及的主要日期及其定义

日期	定义
初始起算日	系指资产池的封池日，即2023年3月1日零时（00:00）。
计算日	系指每年3月、6月、9月、12月的最后一个自然日，特别地，第一个计算日为2023年12月31日。
处置收入转付日	<p>(a)当评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于AA-级时，处置收入转付日为每个计算日后的第7个工作日，其中，第一个处置收入转付日为第一个计算日后的第7个工作日；</p> <p>(b)自任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于AA-级但仍具备全部必备评级等级⁹之日起，处置收入转付日为每个自然月结束后的第7个工作日；</p> <p>(c)自(i)任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于必备评级等级之日，或(ii)发生任何一起贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任之日起，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知义务人将其应支付的款项支付至信托账户；如义务人仍将处置收入划付至贷款服务机构，则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入（不包括特别处置费用，如有）后7个工作日内的任一工作日；</p> <p>(d)信托终止日后，处置收入转付日为信托终止日后7个工作日内的任一工作日；在信托终止日后，贷款服务机构还收到处置收入的，应根据评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级和是否发生贷款服务机构解任事件的实际情况，参考以上(a)项至(c)项的约定确定处置收入转付日，但所有处置收入（不包</p>
信托分配日	系指每个支付日前的第5个工作日。
计息日	在优先档资产支持证券的本金清偿完毕之前，系指每年的1月26日和7月26日，在优先档资产支持证券的本金清偿完毕之后，系指每年的1月、4月、7月和10月的第26日。其中第一个计息日为2024年1月26日，但就任一资产支持证券而言最后一个计息日为该资产支持证券本金偿付完毕之日或最后一个支付日。
支付日	在优先档资产支持证券的本金清偿完毕之前，系指每年的1月26日和7月26日，在优先档资产支持证券的本金清偿完毕之后，系指每年的1月、4月、7月和10月的第26日，如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日。特别地，第一个支付日为2024年1月26日，最后一个支付日为信托终止且清算完毕后10个工作日内的任一工作日。
预期到期日	对优先档资产支持证券而言，系指2026年7月26日；对次级档资产支持证券而言，系指2028年4月26日。
法定到期日	系指资产支持证券的法定最终到期日，即2030年4月26日。

资料来源：《主定义表》，中证鹏元整理

⁹ 就中证鹏元的评级系统而言，系指A级及更高的主体信用等级；就中债资信的评级系统而言，系指A+ori级及更高的主体信用等级。

附录五 信用等级符号及定义

一、结构融资产品信用等级符号及定义

符号	定义
AAA_{sf}	结构融资产品本息保障程度极高，违约风险极低。
AA_{sf}	结构融资产品本息保障程度很高，违约风险很低。
A_{sf}	结构融资产品本息保障程度较高，违约风险较低。
BBB_{sf}	结构融资产品本息保障程度一般，违约风险一般。
BB_{sf}	结构融资产品本息保障程度较低，违约风险较高。
B_{sf}	结构融资产品本息保障程度很低，违约风险很高。
CCC_{sf}	结构融资产品本息保障程度极低，违约风险极高。
CC_{sf}	结构融资产品本息偿付难以得到保障。
C_{sf}	结构融资产品出现违约，且本息部分或全部损失。

注：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。