

中誉至诚 2025 年第八期不良资产支持证券

信用评级报告 | 2025-11-10



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	AAA _{sf}	16,000.0	73.7	5.1	固定	2029-02-26
次级档	NR	5,700.0	26.3	1.8	/	2029-02-26
超额抵押		293,945.8		93.1		
合计		315,645.8	100.0	100.0		

注：1. 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“中誉至诚 2025 年第八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。上述证券以中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）发放的截至初始起算日已经成为不良贷款的个人经营贷款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 8.1%（即毛回收金额 25,694.4 万元）的基准情景回收率假设，AAA_{sf} 级别情景下回收率假设为 6.1%。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，对该风险进行缓释。

宏观经济：2025 上半年，面对外部不确定因素，宏观政策开展积极有为的逆周期调控，在消费领域实施一系列扩内需、促消费政策。伴随宏观政策发力显效，2025 上半年中国 GDP 按不变价格计算，同比增长 5.3%，增速高于 2024 年同期 5.0% 的水平。惠誉博华认为，中国 2025 上半年宏观经济增速高于预期，展现出较强的韧性，为顺利完成全年经济增长目标奠定良好的基础。但另一方面，国内有效需求增长动力不足问题仍存，加之外贸不确定性明显上升，经济持续回升向好基础还需巩固。

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中国银行，惠誉博华对其个人经营贷款业务的贷前、贷中及贷后管理流程进行了考察，包括了解其个人经营贷款债权逾期后催收工作的具体操作。惠誉博华认为中国银行作为发起机构及贷款服务机构，其贷款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	2
行业风险	3
资产分析	3
现金流分析	7
评级敏感性	8
交易结构	9
交易对手风险	9
评级标准应用、模型和数据充足性	11
附录 1：贷款发放与逾期催收	12
附录 2：资产支持证券信用等级设置及其含义	14
附录 3：跟踪评级安排	15

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

梁涛
+8610 5663 3810
tao.liang@fitchbohua.com

孙佳平
+8610 5663 3813
jiaping.sun@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 23.4 万元，前十大借款人未偿本息费余额合计占比为 0.7%，借款人分布于 31 个省级行政区，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资产未偿本息费余额的 5.1%，具备充足的超额抵押。优先档证券能够通过 AAAsf 级别下的压力情景测试，并有一定缓冲。

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当期应付的优先档证券利息及前序税费总额的 1 倍。惠誉博华认为上述交易安排能够充分缓释支付中断风险。

关注

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，发布相关评级行动公告确认最终评级。

参与机构

机构角色	机构名称	机构简称
委托人/发起机构	中国银行股份有限公司	中国银行
贷款服务机构	中国银行股份有限公司	中国银行
受托人	交银国际信托有限公司	交银国信
资金保管机构	招商银行股份有限公司深圳分行	招商银行深圳分行
牵头主承销商	招商证券股份有限公司	招商证券
联席主承销商	中信建投证券股份有限公司 中国国际金融股份有限公司 国泰海通证券股份有限公司	中信建投 中金公司 国泰海通
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	安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）	安永华明
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

同类交易对比

	中誉至诚 2025-8	工元至诚普银 2025-3	工元至诚 2024-3	建欣 2024-10	建欣 2024-8
初始起算日	2025-04-01	2025-02-01	2024-04-01	2024-09-01	2024-05-01
信托生效日	2025-11（预计）	2025-06	2024-11	2024-12	2024-08
支付频率	半年付	半年付	半年付	季付	季付
证券占比 ¹ -优先档（%）	73.7	75.1	75.6	74.9	71.4
贷款本息费余额占比 ² -优先档（%）	5.1	4.7	6.0	6.0	7.5
笔数及金额（万元）					
贷款笔数	13,480	5,213	2,426	6,476	10,942

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/初始起算日贷款本息费余额。

适用评级标准

《结构融资主评级标准》（2024 年 10 月）

《消费贷款资产支持证券评级标准》（2024 年 10 月）

相关研究

《惠誉博华银行间市场 NPAS 指数报告 2025Q2》

《2025 年银行间信贷资产证券化展望》

未偿本金余额	303,049.2	327,970.9	121,973.3	301,557.4	495,590.1
未偿本息费余额	315,645.8	337,152.0	125,970.3	301,669.4	503,163.0
单笔平均未偿本息费余额	23.4	64.7	51.9	46.6	46.0
单笔最大未偿本息费余额	215.5	1016.1	465.3	502.2	505.5
期限（月）					
加权 ³ 平均贷款逾期期限	8.9	5.7	6.8	3.6	2.9
五级分类分布（%）					
次级	65.4	21.8	9.4	28.4	58.1
可疑	10.8	61.6	73.8	71.6	40.7
损失	23.9	16.6	16.8	0.0	1.2
借款人					
借款人户数	11,507	2,284	995	4,462	8,502
前十大借款人未偿本息费余额占比（%）	0.7	1.8	3.3	1.6	1.0
加权平均授信额度（万元）	53.0	/	/	/	/
加权平均年龄（岁）	44.1	/	/	/	/
加权平均借款人年收入（万元）	119.0	/	/	/	/
借款人所在地区分布前三（%）					
地区 1	安徽（12.3）	湖北（12.2）	河南（21.4）	广东（11.2）	广东（15.0）
地区 2	江苏（12.0）	安徽（9.5）	湖北（10.7）	江苏（9.5）	广西（10.0）
地区 3	河北（11.9）	湖南（7.9）	重庆（8.8）	云南（5.7）	河北（8.0）

注：如有数值加总不等于合计值，或占比之和不等于 100%，是四舍五入导致，下同。
来源：中国银行、中国债券信息网、惠誉博华

行业风险

宏观及行业风险

2025 上半年，面对外部不确定因素，宏观政策开展积极有为的逆周期调控，在消费领域实施一系列扩内需、促消费政策。伴随宏观政策发力显效，2025 上半年中国 GDP 按不变价格计算，同比增长 5.3%，增速高于 2024 年同期 5.0% 的水平。惠誉博华认为，中国 2025 上半年宏观经济增速高于预期，展现出较强的韧性，为顺利完成全年经济增长目标奠定良好的基础。但另一方面，国内有效需求增长动力不足问题仍存，加之外贸不确定性明显上升，经济持续回升向好基础还需巩固。

部分个人经营贷款借款人的经营状况有望在小微企业扶持政策下随经济徐缓复苏得到一定改善，但考虑到国内需求仍显不足，且出口面临的不确定性因素较多，不良个人经营贷款回收大幅提升的可能性较小。

资产分析

资产池概要

本交易的入池资产为发起机构中国银行发放的个人经营贷款，截至初始起算日，入池资产根据中国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，本交易基础资产为中国银行所发放且满足合格标准的贷款。基础资产中每笔贷款在初始起算日和信托财产交付日（除非另有说明）需满足以下合格标准：

- 1 借款人为中国公民或永久居民，且在贷款发放时年满 18 周岁；

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入池贷款本息费余额。

- 2 相关贷款项下的所有应付金额均以人民币为单位；
- 3 每笔贷款均为中国银行发放的个人经营贷款；
- 4 根据中国银行的贷款风险分类标准，贷款在初始起算日为次级、可疑或损失类；
- 5 《贷款合同》、《保证合同》（如有）适用中国法律，在中国法律项下合法有效，并构成相关借款人、保证人（如有）合法、有效和有约束力的义务，中国银行可根据其条款向借款人、保证人（如有）主张权利；如果法院已判决解除某笔《贷款合同》、《保证合同》（如有）的，该《贷款合同》、《保证合同》（如有）在被解除之前应满足前述条件；
- 6 在每笔入池贷款清偿完毕前，该笔贷款对应的《贷款合同》项下不再发放新的贷款；
- 7 中国银行未曾减免每笔贷款对应的本金；
- 8 除法定抵销权以外，相关借款人对该贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；
- 9 同一借款人在《贷款合同》项下已发放完毕的不良个人经营贷款均全部入池；
- 10 中国银行合法拥有每笔标的债权资产，且未在标的债权资产上设定质押或其他权利负担；
- 11 中国银行在相关标的债权资产项下不享有除债权之外的抵债资产；
- 12 标的债权资产的全部或部分未被中国银行核销；
- 13 除非借款人（包括代为清偿的第三方）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《贷款合同》；
- 14 标的债权资产可以进行合法有效的转让，无需取得借款人、保证人（如有）或任何第三方的同意。

来源：交易文件

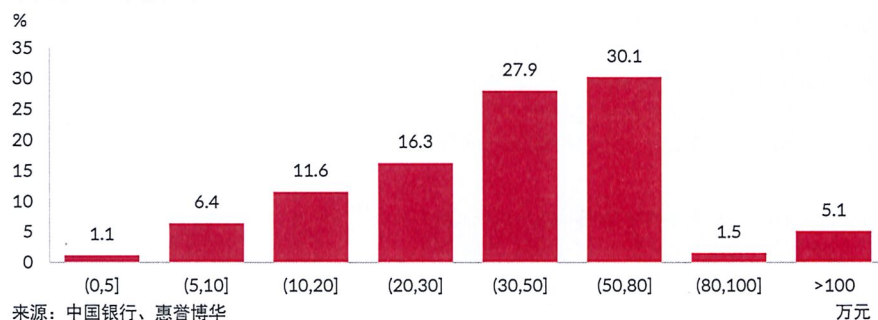
中国银行对本交易入池贷款满足合格标准做出陈述和保证。如果发现不合格资产，发起机构应按照交易文件的规定向受托人赎回相应资产。

基础资产分布⁴

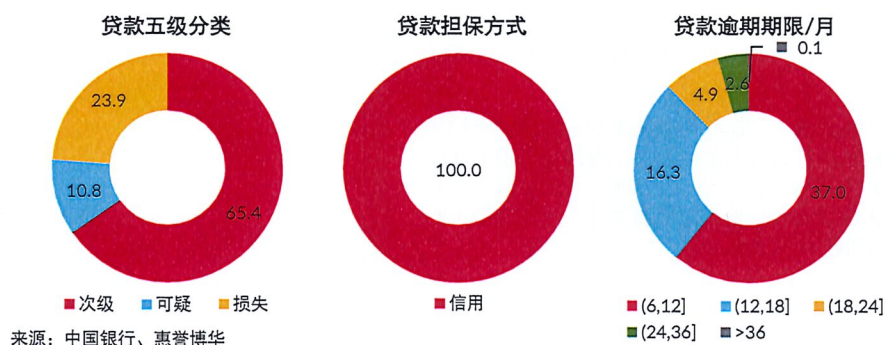
不良贷款特征分布

本交易入池资产均为中国银行发放的、已成为不良贷款的个人经营贷款，全部贷款均为信用类贷款。入池贷款五级分类占比最高的为次级类。截至初始起算日，本交易单笔贷款平均未偿本息费余额为 23.4 万元，加权平均贷款逾期期限为 8.9 个月，资产池逾期期限集中在 6 至 12 个月。

未偿本息费余额分布

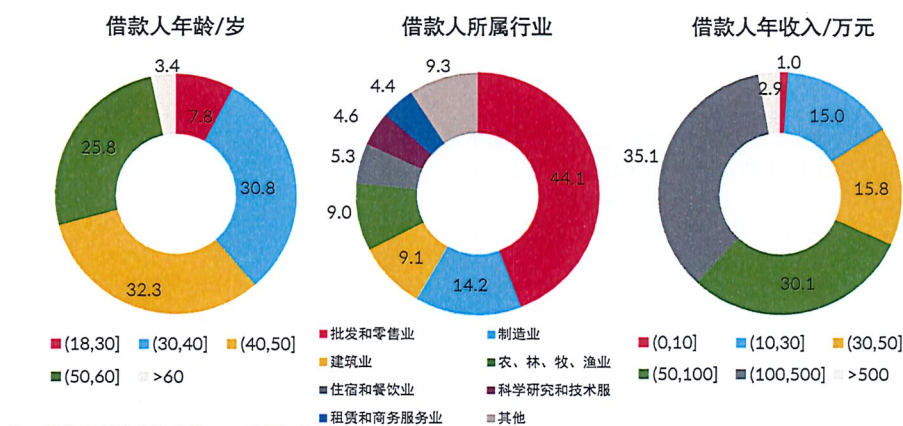


⁴ 除特殊说明，分布数据均以初始起算日贷款未偿本息费余额进行统计，环形图中数字为百分比。

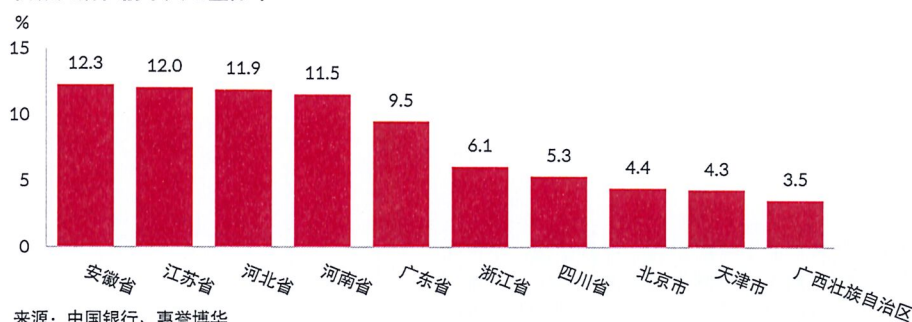


借款人特征分布

借款人特征方面，中国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。借款人所属行业占比最高的为批发和零售业。大部分借款人年收入超过 50 万元。借款人所在地区分布于全国 31 个省级行政区，前三大地区未偿本息费余额合计占比为 36.2%。



借款人所在前十大地区分布



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。

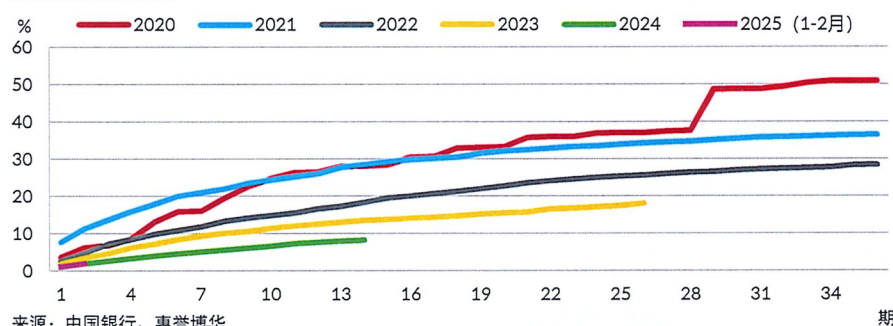
本交易基础资产均为已成为不良贷款的信用类个人经营贷款，惠誉博华对基础资产回收水平的分析主要依据对发起机构提供的历史静态回收数据及本交易资产池特征的量化分析。

历史数据分析

中国银行向惠誉博华提供了 2020 年 7 月至 2025 年 3 月期间，违约的每笔信用类个人经营贷款自成为不良后至 2025 年 3 月的各期回收数据。

由发起机构所提供的静态池数据构建的累计回收率⁵曲线中，2020 年成为不良的贷款由于样本量较少，当年累计回收率曲线较不平滑，其余年份的累计回收率曲线显示，受经济环境变化的影响，自 2021 年起，中国银行不良个人经营贷款回收水平呈波动下行态势。从历史静态池累计回收率曲线的斜率可以观察到，信用类不良个人经营贷款随着逾期程度加深，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。

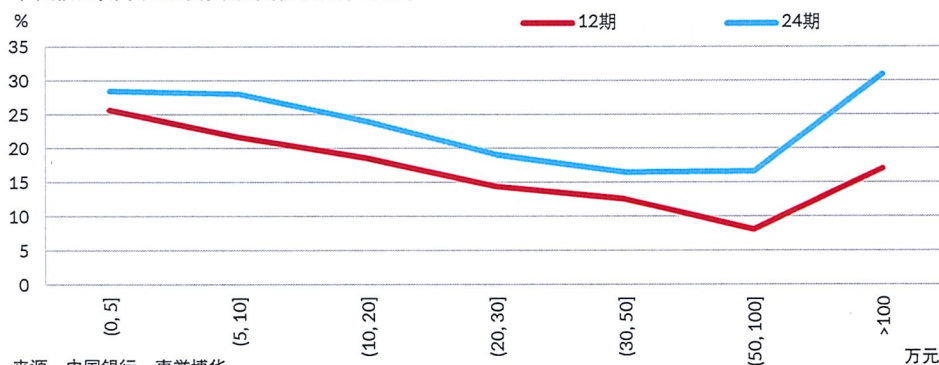
静态池累计回收率



来源：中国银行、惠誉博华

从不同金额分组的累计回收率来看，中国银行不良信用类个人经营贷款的历史回收水平与不良发生时的个人经营贷款余额存在一定相关性，一般情况下债权余额越大意味着债务人偿债压力越大、催收难度越高，因此对于余额小于 100 万元的贷款而言，回收率与余额大致呈现负相关性。然而，当余额超过 100 万元时，回收水平或因发起机构的催收意愿及催收力度更强而出现明显升高。

不良信用类个人经营贷款余额与累计回收率



来源：中国银行、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：贷款金额、不良账龄及入池前的回收情况。因此，惠誉博华按上述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，同时结合静态池近期回收表现以及惠誉博华对宏观经济的预期，最终确定本交易基准情景下回收率假设为 8.1%。

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

⁵ 累计回收金额占贷款进入不良时未偿本息费的比例，下同。

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 (%)
AAAsf	6.1
基准情景	8.1

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，交易按半年支付优先档证券本息。交易通过信托账户下的信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户和处置费用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转付处置收入至信托账户。

在每个信托分配日，将从信托收款账户中提取相当于处置收入 5%的处置费用转入处置费用账户，剩余资金连同按照交易文件约定从信托（流动性）储备账户等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，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且各项所差金额应按以下顺序在下一期支付）。

违约事件发生前的现金流分配顺序

1	税费
2	除贷款服务机构外的参与机构报酬、参与机构不超过优先支出上限的可报销费用支出及受托人垫付的代为发送权利完善通知所发生的费用
3	优先档证券利息
4	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
5	由信托财产承担的超过优先支出上限的可报销费用支出
6	优先档证券本金，直至清偿完毕
7	贷款服务机构基本服务费
8	次级档证券本金，直至清偿完毕
9	次级档证券固定资金成本
10	贷款服务机构的超额奖励服务费
11	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	税费
2	除贷款服务机构外的参与机构报酬、参与机构的可报销费用支出及受托人垫付的代为发送权利完善通知所发生的费用
3	优先档证券利息
4	优先档证券本金，直至清偿完毕
5	贷款服务机构基本服务费
6	次级档证券本金，直至清偿完毕
7	次级档证券固定资金成本
8	贷款服务机构的超额奖励服务费
9	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 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的；
- 2 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 5.1%，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，交易约定违约事件发生前的必备流动性储备金额为当期优先档证券利息及偿付顺序在此之前的应付金额之总和的 1 倍。在每个信托分配日，若信托收款账户内的资金不足以支付至优先档证券利息，则将信托（流动性）储备账户中等值于短缺金额的款项转入信托收款账户参与现金流分配。

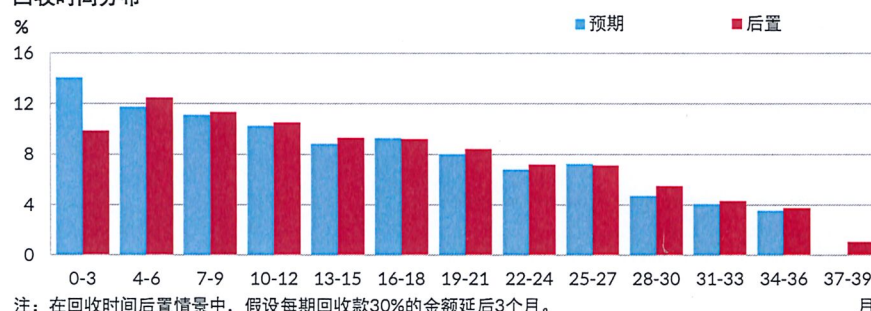
现金流压力测试

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 AAA_{sf} 评级的压力测试，并且有一定的信用缓冲。

情景假设	AAA _{sf} 压力情景
回收率	6.1%
回收时间	预期/后置，详见下图
优先档证券利率	2.5%

来源：惠誉博华

回收时间分布



注：在回收时间后置情景中，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%	【AA】sf
预期回收率下降 15%	【A】sf

交易结构

资产信托和真实出售

根据交易文件的规定，中国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个人经营贷款作为信托财产委托给受托人交银国信，并设立特定目的信托“中誉至诚 2025 年第八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有效性、资产转让的合法有效性、发起机构与受托人破产风险对信托财产的影响以及发行、销售及持有资产支持证券的合法有效性，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，并且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，如因贷款服务机构的原因导致受托人未能按时支付某一期应付的优先档资产支持证券的利息，受托人应依法尽快委任经有控制权的资产支持证券持有人认可的后备贷款服务机构；贷款服务机构应在 90 日内制定资产服务转移计划，并提供给受托人和评级机构。若贷款服务机构被解任，且已经委任后备贷款服务机构的，后备贷款服务机构将接替被解任的贷款服务机构自动提供贷款服务机构的各项服务，但若解任时尚未委任或不存在后备贷款服务机构，资产支持证券持有人大会将有权指示受托人委任替代贷款服务机构。贷款服务机构被解任后，在替代贷款服务机构/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。

潜在的后备贷款服务机构主要为从事个人经营贷款业务的其他商业银行等金融机构，以及从事不良资产处置业务的资产管理公司和资产投资公司。交易文件约定本交易回收款在按序支付完次级档证券固定资金成本后，剩余资金中的一部分将作为贷款服务机构超额奖励服务费，该奖励机制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 3 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个人经营贷款业务；
- 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，而经受托人同意贷款服务机构提供期间贷款服务机构报告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 仅在中国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 在将审计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；
- 10 受托人合理认为贷款服务机构存在违反《服务合同》约定的其他行为，导致对资产池的回收产生不利影响等损害资产支持证券持有人利益的情形。

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、信托（流动性）储备账户和处置费用账户。

经惠誉博华分析，认为本交易的资金保管机构招商银行深圳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，若资产支持证券持有人大会决议解任资金保管机构，应任命替代资金保管机构。一经任命，替代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，合格投资系指受托人将信托账户内的资金在闲置期间以同业存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的符合特定条件的商业银行。这些商业银行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中国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当期应付的优先档证券利息及前序税费的 1 倍，足以覆盖支付中断风险敞口。惠誉博华认为本交易的支付中断风险得到了充分缓释。

混同风险

惠誉博华确认本交易的贷款服务机构中国银行是合格交易对手。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，或主体信用质量无法支持惠誉博华对相关债项的评级时，基础资产债务人将收到通知指示其将其应支付的款项直接支付至信托账户，在此情境下相关混同风险对交易不构成实质性影响。如债务人仍将回收款支付至贷款服务机构，则贷款服务机构将于收到每笔回收款后的第 5 个工作日将回收款转付至信托账户，且转付频率提高之后，亦不会因贷款服务机构评级等级或主体信用质量提高而恢复。惠誉博华认为本交易的混同风险得到了充分缓释。

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》（2024 年 10 月）
- 《消费贷款资产支持证券评级标准》（2024 年 10 月）

模型

本交易适用的模型为：

- 惠誉博华 NPAS 现金流模型 v3.2.0

数据充足性

中国银行向惠誉博华提供的数据如下：

- 2020 年 7 月至 2025 年 3 月，其信用类个人经营贷款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：

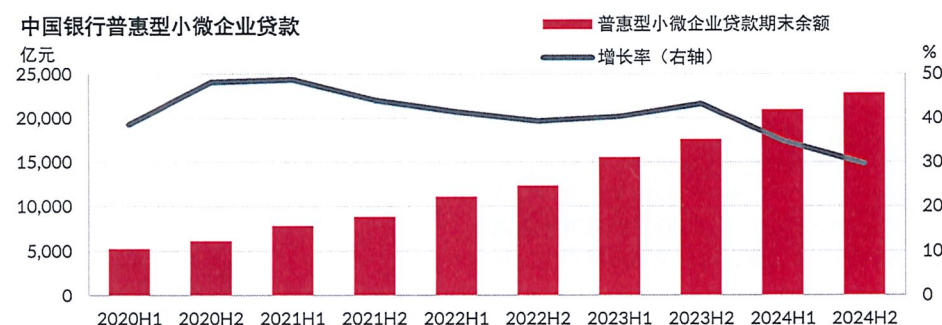
- 中国其他不良信用类个人经营贷款证券化交易的公开数据；
- 其他相关行业研究。

附录 1：贷款发放与逾期催收

发起机构概述

中国银行于 1912 年 2 月正式成立，先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。1949 年以后，长期作为国家外汇外贸专业银行，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务。1994 年改组为国有独资商业银行，全面提供各类金融服务，发展成为本外币兼营、业务品种齐全、实力雄厚的大型商业银行。2006 年率先成功在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市，成为国内首家“A+H”上市银行。

近年来，中国银行积极贯彻落实小微企业发展支持政策，其普惠型小微企业贷款业务持续高速增长。截至 2024 年末，中国银行普惠型小微企业贷款期末余额为 2.3 万亿元，增速较上一年有明显放缓，但仍显著高于其他贷款业务。



来源：中国银行、惠誉博华

个人经营贷款发放

贷款受理

借款人通过手机银行等中国银行电子渠道或线下提交书面申请的方式发起个人经营用途的贷款申请，并提供必要的证明材料（如身份证明、经营资格证明、经营及收入情况证明、贷款用途证明等），客户经理受理借款人申请材料后，对借款人的申请条件及准入资格进行初审。

贷款审批

中国银行个人经营贷款审批流程依次包含贷前调查、核准审核、尽责审查及贷款审批环节。贷前调查由客户经理通过现场与非现场调查结合的方式开展，并与借款人面谈，核查借款人及经营实体基本信息、经营、信用和财务情况、借款用途及还款能力等。调查完成后，客户经理在个人信贷管理系统录入信息并扫描资料提交核准，由核准人员审查材料并出具意见。随后，尽责审查人员对贷前调查内容开展独立审查，重点关注调查人的尽职情况及借款人偿还能力、信用状况、担保情况、抵（质）押比率、风险程度等，并出具意见供审批人决策参考。最后，有权审批人结合授信材料和尽责审查意见，进行授信审批决策，全面审查合规性与可行性，并出具审批意见。线上业务审批中，经办机构以现场与非现场结合方式开展调查，由业务主管或专业核准人负责对客户经理所提交材料进行复核。业务复核提交同意后，模型和规则根据行内外信息及贷款调查信息进行自动审批，对于审批结果为触发转人工复审规则的，转由审批人进行人工复审。

贷款发放

贷款发放前，发放审核人员应确保贷款已落实所有前提条件。发放审核通过且贷款合同生效后，中国银行将按合同约定及时发放贷款。对于线上贷款，贷款审批通过后，借款人可通过线上或线下方式签订贷款合同。在产品额度有效期内，借款人可通过个人手机银行等渠道发起贷款用款。

内部评级制度

中国银行建立了以申请评分卡、行为评分卡为核心的内部评级系统，并应用于零售业务流程。

- **申请评分卡：**在客户提出授信申请时，根据授信申请资料及其与信用状况有关的特征项进行评分，用以评估其未来的还款表现，并预测违约可能性。授信申请相关数据完整、准确

录入后，由系统直接对客户申请进行评分，并提供评分决策建议等评分结果，以作为审批决策之用。系统根据客户申请评分以及系统内设评分合格点进行比较，产生直接同意、人工审批、直接拒绝等评分意见。

- **行为评分卡：**根据存量账户的历史交易信息评估其信用程度，预测账户在未来一定时期内的账户表现的计量模型。行为评分卡用于对存量账户的各种管理决策，包括对已批准的授信账户进行风险分类、风险预警和授信额度管理等。根据预设的计算规则，系统调取预处理变量和所在细分组别对应参数，计算信用评级得分，根据得分所在区间，对应不同评价等级，并根据不同个人授信产品类别和客户风险等级执行该项评分卡的具体应用流程及决策标准。

个人经营贷款贷后管理

监控预警及贷后检查

贷款发放后，中国银行会根据实际情况，采取向借款人收集用款凭证或采用其他有效方式对贷款资金使用、借款人的信用情况、经营情况、贷款担保及押品价值变化等情况进行跟踪检查和监控分析，确保贷款资金安全，并按照《中国银行股份有限公司个人经营类贷款贷后管理办法》规定执行贷款检查。

清收处置

根据贷款实际风险状况，中国银行将采取以下多种清收措施：常规催收，包括电话催收、信函（含催收通知书、律师函、公证送达等）催收、电子邮件催收、短信等即时通讯工具催收、上门催收、协商还款、协商处置担保品还款等方式。外包催收，包括委托外部催收服务公司、律师事务所等开展的各类催收。法务清收，包括民事诉讼、民事仲裁、申请支付令、执行赋予强制执行效力的公证债权文书、直接向法院申请实现担保物权、以物抵债等。

分行可根据贷款产品、贷款金额、担保人、担保物等差异，选择采取自主清收、外包集中催收等模式，对现有法律法规允许的各种清收方法、手段进行有效运用。

中国银行规定，经办机构开展自主清收时，应根据借款人及其他债务人的还款意愿、还款能力以及授信业务的风险缓释能力的变动情况，及时调整清收处置措施。对风险状况恶化的贷款，应采取更高级别的清收措施，以保障中国银行信贷资产的安全。根据逾期天数，渐次采取短信催收、电话催收、信函、电子邮件催收、即时通讯工具催收、上门催收，并在上门同时递交催收通知单或律师函等催收手段。对于逾期较长的贷款，应按照应诉尽诉原则，尽早启动诉讼追索程序。

中国银行对不良资产证券化交易的服务经验

中国银行是银行间信贷资产证券化市场的重要参与机构，已累计发起 30 余笔不良资产证券化交易。作为服务机构，中国银行以不低于自有资产处置过程中的通常处置标准并按照成本效益原则提供服务。中国银行所服务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。中国银行的服务能力良好，且在过往交易中展现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

中誉至诚 2025 年第八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“中誉至诚 2025 年第八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其持续进行跟踪评级，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“中誉至诚 2025 年第八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。