



远东资信信用评级方法
Far East Credit Rating
Rating Methodology

收益权类资产证券化产品 信用评级方法

上海远东资信评估有限公司
二〇一五年三月



摘要

收益权类资产证券化产品作为资产证券化产品的重要分支,与债权类资产证券化产品存在明显差异。这种差异体现在:一、收益权类资产无法实现与原始权益人的完全隔离,无法完全规避原始权益人的破产风险;二、基础资产的预期未来现金流的大小及分布不确定,受原始权益人的持续运营能力影响较大;三、收益权类资产支持证券通常分期还本,以减少原始权益人的资金成本。

产品结构的特殊化决定了影响该类产品的信用风险因素及其影响程度与债权类产品有所不同。本评级方法旨在帮助被评对象、投资者以及其他相关机构了解上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在评估收益权类资产证券化产品的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。需要指出的是,本评级方法并未涵盖远东资信在评级时所考虑的所有因素,而是重点突出地反映受评证券普遍面临的关键信用风险因素的分析方法与思路。

远东资信依据收益权类资产证券化产品自身特点,综合考虑内部因素和外部因素影响,并采用定性分析与定量分析相结合的方法,在着重对基础资产信用质量分析及产品交易结构设计考察的基础上,同时考虑原始权益人及其他参与机构等因素,由此判断该受评证券的风险水平,并最终确定其信用等级。

远东资信认为,我国收益权类资产证券化产品目前所面临的风险主要集中在:基础资产信用质量风险、交易结构风险、原始权益人持续运营能力、参与机构履职能力风险及法律风险等。针对这些共性风险,远东资信考察的一级评级要素包括:基础资产的现金流持续性、交易结构设计、原始权益人信用水平、参与机构履职能力及法律相关要素分析等。



一、收益权类资产证券化产品界定

资产证券化是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持,通过结构化等方式进行信用增信,在此基础上所发行的资产支持证券。其中基础资产系指符合法律法规规定,权属明确,可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产,可以是单项财产权利或财产,也可以是多项财产权利或财产构成的资产。从国内已发行的资产证券化产品涉及的基础资产类型来划分,资产证券化产品可分为债权类产品和收益权类产品两种产品类型,其中收益权类资产证券化通常由证券公司或基金公司子公司作为计划管理人,设立资产支持专项计划,并在证券交易所市场发行。

本评级方法适用于公路收费收益权、水电气收费收益权、主题公园入园凭证、商业物业租金收益权及物业收费权等预期能产生独立、可预测现金流的收益权类资产为基础资产的资产证券化产品的信用评级。

二、收益权类资产证券化产品特征

(一) 收益权类资产无法实现与原始权益人的完全隔离,亦无法完全规避原始权益人的破产风险

资产证券化的核心机制—风险隔离机制要求:为实现基础资产出表目的,保持专项计划(Special Purpose Vehicle,简称“SPV”)的独立性,专项计划的基础资产所有权应真实转让给专项计划,以实现风险和收益的完全转移,避免因原始权益人破产而对专项计划产生影响。

债权类基础资产的债权债务关系比较清晰,金额确定,较易实现资产所有权转移。而收益权类资产需要依附于原始权益人的实物资产而获取经济利益,原始权益人的持续运营是保证基础资产预期收入的前提条件,基础资产的风险和收益无法实现完全转移。所有权的无法转移致使专项计划无法隔离原始权益人的破产风险,一旦原始权益人因经营不善进行债务清算,原始权益人的债权人有权对基础资产进行处理,从而给专项计划投资人带来风险。在国内资产证券化实务中,原始权益人往往担任资产服务机构的角色,所有权的无法转移也易导致基础资产现金流与原始权益人的其他资产收益产生混同引发资产混同风险。

(二) 基础资产的预期未来现金流的大小及分布不确定,受原始权益人的持续运营水平影响较大

债权类基础资产的现金流来源于原始权益人的债权合同,而收益权类资产的现金流来源于基础资产未来的经营收入。因此,与债券类基础资产在计划成立时债权金额既已确定不同,收益权类资产的未来现金流仅为预测值,预期收入的大小及分布不确定,受原始权益人的持续运营水平影响较大。原始权益人的持续运营水平一方面取决于外部宏观经济政策环境的影响,另一方面也取决于其自身资产运营能力。由于受内外部因素的影响,基础资产未来现金



流具有不确定性,因此收益权类资产进行证券化时通常会将超额覆盖作为主要的内部增信措施之一。

(三) 收益权类资产支持证券通常分期还本,以减少原始权益人的资金成本

债权类基础资产证券化产品较多采用按期还息、到期还本的方式,但收益权类资产证券化产品一般将超额覆盖作为主要的内部增信手段,使得原始权益人较多资金沉淀。尽管原始权益人通常作为次级档证券的持有人,可在专项计划到期后分配剩余收益,但资金成本较高。因此,在实际操作中,收益权类资产支持证券通常分期还本,且在每一期可将当期剩余收益分配给原始权益人,以减少原始权益人的资金成本。当然,这也要求每一期基础资产产生的现金流可为当期的现金流出形成较好的覆盖。

三、评级思路

收益权类资产证券化因其资产类型、风险性质与债权类资产证券化存在较大差异,对其信用风险考察也有所不同。在对收益类资产证券化产品进行评级时,远东资信依据收益权类资产证券化产品自身特点,综合考虑内部和外部因素影响,并采用定性分析与定量分析相结合的方法,在着重对基础资产质量及产品交易结构考察的基础上,同时考虑原始权益人及专项计划参与机构等因素,由此判断该被评证券的风险水平,并最终确定其信用等级。

远东资信一般从以下几个思路来分析和考量收益权类资产证券化产品的风险:

首先是分析基础资产的信用质量。基础资产预期现金流是证券化产品的还本付息来源,对基础资产的信用分析也即是对基础资产预期现金流的大小及稳定性的考量。远东资信将重点分析影响基础资产现金流的主要因素,分析其未来变化情况及对基础资产的影响。

其次是分析交易结构的风险。对基础资产进行交易结构设计是为基础资产收益提供内外外部增信,增强专项计划稳定性的重要手段。交易结构设计合理,专项计划稳定性则较强,风险也较低;反之则风险较高。远东资信将分别从法律风险、增信措施、现金流收付机制、结构设计风险等方面进行风险分析。

在结合基础资产的信用质量及交易结构的设计的定性分析基础上,需对专项计划进行现金流分析与压力测试,以分析基础资产所产生的现金流对专项计划的保障程度。远东资信将对证券存续期内基础资产现金流入对现金支出的覆盖程度进行模拟定量分析,并假设在不同压力情况下,基础资产预期现金流入对专项计划现金支出的承压能力,以此作为确定资产支持证券的信用等级的基础。

再次是对原始权益人信用风险的分析。原始权益人系基础资产的实际经营方,在实践中基础资产的所有权及收益权很难做到与原始权益人的完全隔离,原始权益人的运营管理水平及偿债能力直接影响基础资产的现金流回收情况。远东资信主要从影响原始权益人破产风险



和履约风险的关键因素着手分析其信用风险。这些影响因素既包含原始权益人所处行业竞争环境等外部因素，也包括原始权益人的资本实力、经营能力、盈利能力和偿债能力等内在因素。

最后是对主要参与主体履约能力的分析。其他参与主体也对专项计划的稳定性产生一定影响，远东资信主要从参与人的资本实力、往年参与计划管理与监管的项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面对参与主体的履约能力进行分析。

此外，远东资信还关注资产证券化过程中涉及到的法律、会计、税收等相关问题，评估其可能产生的影响。

四、评级要素

在对收益权类资产进行信用评级时，远东资信一般从以下方面对资产证券化产品进行风险分析和考量：

（一）基础资产信用质量分析

收益权类资产证券化产品以特定期间内基础资产的预期经营收入为还本付息资金来源，而稳定的现金流取决于基础资产的持续运营能力和盈利能力。因此，对于收费公路收费收益权、水电气公用事业收费收益权、主题公园入园凭证、商业物业租金收益权等类型的基础资产，远东资信重点关注基础资产的预期现金流水平。影响基础资产预期现金流水平的要素主要包括基础资产自身特征、外部经济政策环境，以及原始权益人的经营管理水平等。

1、基础资产自身特征

基础资产的现金流水平首先受基础资产自身特定属性的影响。收费公路、水电气等通常为垄断性资产，运营该类资产一般需要获得特许经营权，运营商面临的外部竞争小，需求较为稳定，价格需求弹性较小，现金流相对稳定。主题公园、商业物业等资产更具有较强的商业属性，面临的外部竞争大，价格需求弹性大，其现金流大小及分布的稳定性相对较弱。

2、外部经济政策环境

外部经济政策环境是影响产品定价和销量，进而影响基础资产收益水平的重要因素。这些外部因素包括经济周期波动、价格政策调整、替代品、行业竞争加剧、不可抗力因素等多种因素。基础资产类型不同，受到各外部因素的影响程度亦有差异。对于公用事业类资产而言，经济周期波动对其收益的影响较小，而价格政策调整、行业垄断经营政策放开等政策变动，以及替代品的出现则会对基础资产的预期收益产生较大影响。主题公园、商业物业等商



业性经营资产的收益对经济因素变动的弹性较大，经济周期波动、行业竞争加剧都会给基础资产收益带来影响。

3、原始权益人的经营管理水平分析

除自身特征、外部经济政策因素外，基础资产的经营者的经营管理水平也是影响基础资产预期现金流的另一重要因素。原始权益人对基础资产的运营管理水平越高，资产未来现金流越稳定。原始权益人自身经营管理水平越高，经营实体运营越稳定，现金流回收越有保障。

（二）交易结构分析

交易结构设计是资产证券化过程中的重要环节，远东资信一般从证券化交易结构的有效性、可靠性和完整性等方面进行综合分析及考查。通过破产隔离或风险远离、优先次级分层、信用触发机制、外部增信等交易结构设计，资产支持证券能够以基础资产信用质量为支撑获得明显的信用提升。远东资信对于交易结构的考察主要包括现金流支付机制和信用增信措施、和交易结构风险等方面因素。

1、 现金流支付机制

收益权类资产证券化项目的现金流支付机制决定了现金流从归集到分配给投资者的路径与规模，进而影响对各档证券本息偿付的保障程度。就现金流支付机制，远东资信主要关注：

（1）资金分配顺序是否更有利于优先级证券的本息偿付保障。如果收益账下不设置次级档证券的期间收益，则收益账归集的资金在扣减各项税、费、储备金和优先级证券利息后的剩余资金将形成超额利差，转入本金账，从而可加强对优先级证券本金的覆盖程度。若收益账下将资产服务机构部分费用的支付顺序置于优先级证券利息偿付之后，亦有利于加强对优先级证券利息偿付的保障。当然，目前市场上，考虑到收益权类资产证券化通常将超额覆盖作为主要的增信措施之一，而次级证券一般由原始权益人购买，为减少原始权益人的资金成本，在保障资产支持证券持续期间仍可对优先级证券本息偿付形成超额覆盖的前提下，通常可允许次级证券持有人分配当期的次级收益。

（2）是否设置信用触发机制（主要为加速清偿事件与违约事件）及是否将更大范围的事件认定为信用触发事件。信用触发机制是指当出现不利于资产支持证券偿付的情形（即触发条件）下，通过改变现金流支付顺序、补充现金流、提高现金流流转效率、加强基础资产的独立性，来保证资产支持证券的本息得到偿付，减少投资者可能面临的损失。信用触发机制设计越有效，对投资者的保护越充分，投资者遭受巨大损失的可能性越低，投资风险较弱。



2、信用增信措施

信用增信措施可以降低受评证券的违约风险，提升优先级证券信用水平，吸引投资者，同时满足发起机构在会计、监管和提高资产流动性等方面的需求。主要增信方式包括内部信用增信和外部信用增信，其中以内部增信为主。

(1) 内部增信措施。这种信用增信主要是由原始权益人提供的，依赖于基础资产所产生的现金流，它可以避免第三方信用增信（外部信用增信）提供者信用等级下降所带来的风险。对于收益权类资产证券化产品而言，内部信用增信主要有以下几种形式：

① 优先和次级分层结构。优先/次级分层结构是指通过调整资产支持证券的内部结构，将其划分为优先级证券和次级证券或更多的级别。在还本付息方面，优先级证券享有优先权，而在遭遇损失时则由次级档证券先行吸收。优先/次级分层结构作为一种内部增信手段，因其增信成本很低，在资产证券化实践中被广泛使用。远东资信重点关注交易的分层结构设置，即各层级证券在资产总额中的占比、各层级证券本息偿付顺序，以及触发机制设计对优先/次级偿付次序的变化及影响等，以充分考量优级/次级分层结构对资产支持证券所起的增信作用。

② 超额覆盖。即基础资产的总值超过资产支持证券的发行额度，超出部分可视为原始权益人的参与，作为整个资产支持证券的权益部分，没有利息收入，对投资者是一种保障。尤其对于收益权类资产证券化而言，鉴于基础资产未来现金流存在不确定性，超额覆盖是内部信用增信措施的重要手段之一。

③ 触发机制。包括违约事件和加速清偿事件，一旦触发将引发管理人对现金流的重新安排，有利于缓解风险事件的影响，并提供一定程度的信用支持。信用触发机制设计一般要根据特定的证券化交易风险性质来定，从大的分类角度主要有三类，一类是根据原始权益人自身经营状况设计的触发机制，另一类是根据基础资产的运营数据设计的触发机制，还有一类是根据优先级证券是否偿付设计的触发机制。具体如与原始权益人有关的权利完善事件、个别通知事件、账户划款周期等，与基础资产运营数据有关的违约率触发设计等，与优先级证券及时偿付有关的触发机制等。

④ 现金储备账户。现金储备账户以现金作为抵押，若出现违约或信用风险，则可以从现金抵押账户中的资产来弥补损失，从而对投资者形成流动性保护。

为了有效实现破产隔离或风险远离，提高资产证券化的效用，在国内现行的法律框架下，证券化实务操作往往是通过设置各种与原始权益人自身信用状况有关的触发机制来规避破产风险并提升证券化的效率。当原始权益人主体长期信用等级很高的情况下（一般为 AA）暂时不需要办理所有权转让或通知债务人等实现破产隔离的法律手续，而一旦原始权益人主体长期信用等级下降，就将通过触发机制来实现破产隔离。



(2) 外部增信措施。尽管内部信用增信可较好的提升优先级证券的信用水平，但信用增信程度与基础资产关联较大，若基础资产质量发生较大变化，将对内部信用增信作用产生较大影响。为更好的保障优先级证券的安全性，在资产证券化过程中还通常会引入外部信用增信措施。目前，市场上较常用的外部信用增信措施主要是第三方担保和差额支付承诺两种模式。

①第三方担保模式。第三方担保是指由第三方提供的对违约损失补偿的保证。该种形式的担保一般只保证偿付约定的最大损失额，在必要的时候也垫付本金和利息，并购回违约资产。

②差额支付承诺。一般是指原始权益人或其他方承诺对基础资产收益与投资者预期收益差额承担不可撤销及无条件补足义务。

③回购承诺。回购承诺通常系由原始权益人针对 SPV 提供的一种外部增信。在采用回购机制的情况下，如果基础资产（部分或全部，下同）情况发生较大变化，导致基础资产产生的现金流或将与预期现金流存在较大偏差，从而不利于投资者本息的收回，则回购方有义务替换同质量的、符合入池标准的基础资产或是直接回购该基础资产。

在资产证券化交易采用了外部增信的情况下，远东资信将关注外部增信机构的资信状况，因为一旦其信用评级出现不利变化将影响其对证券化交易提供的增信作用，从而影响资产支持证券的最终评级。资产支持证券的评级对外部增信的依赖越大、基础资产与外部增信机构之间的关联度越大，则基础资产受外部增信机构信用评级变化的影响也越大。因此，远东资信会详尽分析外部增信机构的资信状况。除此之外，还会重点关注外部增信措施是否附条件以及该等条件的性质如何；是否可为外部增信机构单方面撤销或更改；若可有条件地撤销或更改则该等条件实现的可能性如何等。

目前，国内的资产证券化实务操作中，外部增信机构往往由主体长期信用等级较高的原始权益人或与原始权益人关联度很强的控股股东及实际控制人来提供不可撤销的连带责任的差额支付承诺或保证担保。由于差额支付承诺人或担保人的资信水平相对较高，因此，资产支持证券的最终评级也体现了基础资产信用支撑与外部增信机构信用支持的双重影响。

3、交易结构风险

交易结构设计中存在的一些风险因素虽难以量化衡量，但在实际中可能会影响到偿付现金流的安全性与规模大小，亦是远东资信关注的主要内容。同时，远东资信也关注相关文件中对应风险缓释条款的设置。主要的交易结构风险包括：

(1) 资金混同风险。在资产服务机构、受托机构（或计划管理人）、资金托管机构的信用状况恶化甚至破产时，可能发生该机构财产与基础资产回收款的混同行为。对此，远东资信关注交易设计中，资金从资产服务机构的账户划转至资金托管机构的账户是否及时，是



否约定其划转时间根据其信用等级的变动而调整,资产服务机构/受托机构(或计划管理人)/资金托管机构的信用等级以及内部控制机制。若划转及时、主要参与方信用级别较高且内部控制机制较完善,则有利于缓释该风险。

(2) 再投资风险。再投资风险是指托管账户收到回收款的时间与税费及证券本息支付的时间存在时滞,在未支付税费及证券本息前,受托机构(或计划管理人)将回收款用于再投资而遭遇损失的风险。对于收益权类资产证券化产品而言,基础资产产生的现金流通常按月甚至是按天流入,但现金流支出则是按季度或按年支付,期间闲余资金的使用效率将对资产支持证券的保障程度产生一定影响。远东资信关注交易中回收资金再投资范围与品种的约定、受托机构(或计划管理人)的投资管理能力、资金在资产服务机构的账户上停留的时间等因素,若约定的投资范围与品种较稳健,受托机构(或计划管理人)投资管理能力较强,则有利于缓释该风险。

(3) 后备服务机构的缺位风险。即当资产服务机构发生信用状况恶化等约定的解任事件时,存在后备服务机构缺位而使基础资产的款项无法按时足额回收的风险。远东资信在关注资产服务机构的信用等级的同时,分析专项计划自身是否设置了服务转移与通知储备金账户,是否将后备服务机构的缺位约定为加速清偿事件(该事件发生将改变回收款的分配顺序,加快对优先级证券的清偿)等缓释措施,若上述事项均满足,则有利于缓释该风险。

(三) 基础资产现金流分析及压力测试

收益权类资产证券化产品信用分析归根结底是对基础资产的未来现金流对证券存续期内还本付息的保障程度的分析。在证券还本付息安排既定的基础上,重点对基础资产未来现金流的大小及其分布的预测。远东资信对基础资产现金流分析包含以下两个过程:

1、覆盖比率测算

远东资信的覆盖比率测算是基于对基础资产特性、外部经济政策环境和原始权益人经营管理能力等因素分析的基础上,运用统计学方法得出影响某类基础资产预期收入的重要因素,以及这些因素对预期收入的影响程度。在此基础上,进一步预测证券存续期内基础资产各期现金流入金额、应付本息和相关税费等。最后,计算计划存续期内各期现金净流入对证券本息的覆盖比率。

2、压力测试

压力测试是假设影响基础资产预期收入的重要外部因素发生变动,预期收入遭受损失的情境下,基础资产预期收入对现金支出的覆盖比率分布。远东资信将基于对影响基础资产收益的因素分析的基础上,调整关键因素的取值范围,运用经济计量模型的数据模拟,得出现金流覆盖比率的概率分布图以及平均覆盖比率,进而确定资产支持证券的信用水平。



（四）原始权益人信用风险分析

原始权益人系基础资产的实际经营方，在实践中基础资产的所有权及收益权很难做到与原始权益人的完全隔离，原始权益人的运营管理水平及偿债能力直接影响基础资产的现金流回收情况。这种影响一方面体现在易因原始权益人的破产风险而给专项计划的现金流造成影响，另一方面体现在对基础资产的未来现金流大小和分布的影响。基于原始权益人对专项计划的重要性，远东资信将重点考察原始权益人信用风险。一般来说，原始权益人的信用风险可细分为破产风险和履约风险。

远东资信在考察原始权益人的信用风险时，将重点关注影响其破产风险和履约风险的关键因素。这些影响因素既包含原始权益人所处行业环境等外部因素，也包括原始权益人的资本实力等内在因素。

1、 外部因素

影响原始权益人信用风险的外部因素主要包括宏观经济政策环境、行业政策和行业竞争程度。

（1）宏观经济环境

一般来说，宏观经济的周期性波动均会对经济体内的各行业运行产生一定的影响，但影响程度取决于该行业对外部环境的依赖程度。收费公路、水电气属明显刚性需求的公用事业，以此类资产收益权为经营主业的原始权益人受外部环境影响的程度较小，而以经营主题公园、商业物业为主的原始权益人，其经营收入受外部环境影响的程度较大。宏观经济、行业运行景气度越高，下游需求旺盛，原始权益人的经营效益越高，破产风险也越小；反之，则原始权益人的经营风险越高。远东资信在考察宏观经济因素时，将依据基础资产的特定属性，关注反映宏观经济波动的指标（如 GDP、工业增加值变动、CPI、社会消费结构变化等），反映相关行业的运行情况的指标，以及与原始权益人所处行业关联度较高的行业运行指标。

（2）行业政策

经营收费公路、水电气等公用事业多为特许经营的垄断性行业，行业产品定价一般都由国家给予指导价格，国家对行业竞争的放开、价格政策的调整等一系列政策变动，会给原始权益人的经营带来较大影响。远东资信在考察原始权益人信用风险时，重点关注原始权益人所处行业有关特许经营权的政策变动、行业产品的价格政策变动等因素。

（3）行业竞争程度

原始权益人所处行业竞争程度也是影响其经营效益，进而影响其主体信用风险的重要因素。行业竞争越充分，原始权益人面临的外部竞争压力越大，经营收益易因竞争加剧而下降；反之，则经营收益越高。远东资信将重点关注：原始权益人所处行业当前的竞争程度、潜在



进入者、替代品等多方面因素。

2、 内在因素

影响原始权益人主体信用风险的内在因素包含公司治理、业务运营与管理、资本结构、盈利能力和偿债能力等。远东资信采用定性与定量相结合的方法，以财务分析为重点，以现金流分析为主线，对原始权益人的经营效益和履约能力进行分析，进一步考察原始权益人的信用风险。

（1） 公司治理

公司治理既包含资本水平、股东背景等方面的内容，也包括管理素质、战略规划合理性等方面的考量。管理素质是决定被评对象信用状况的重要因素之一，因为公司的管理承担了既定的宏观和行业环境中有效地运用内外部资源，以实现最好的经营和财务业绩的任务。股东对企业的支持对企业自身的发展具有重要作用，尤其是自身实力较强的股东能给予企业在资金、业务拓展、管理运营、融资担保等诸多方面支持。远东资信在考察公司治理时，主要关注股东背景、公司治理结构、内控制度、人力资源状况、公司战略规划的可行性与合理性等方面。

（2） 业务运营与管理

业务运营情况决定了公司是否能够通过其核心经营活动产生稳定的现金流入，远东资信认为在分析公司业务运营时应首先关注业务因素，包括行业的周期性模式，例如，行业的波动性、稳定性；行业的进入壁垒；行业竞争，包括全球竞争、区域竞争等；行业未来成长性；在该行业成功的关键驱动因素，例如，技术、价格、专利、成本结构等；行业对资金的需求和投资的灵活性，例如沉没成本、维持营运的资本支出等因素。

其次，还应关注公司的绝对竞争力和相对竞争力，例如，是否拥有区域垄断地位、较高的市场准入门槛、是否具备差异化竞争力、比较优势等；特别注意公司的垄断优势是否符合国家现行法律法规相关规定；产品或服务的定价和成本结构以及其灵活性；市场新兴和现存竞争者的挑战；现有产品或服务的替代物；产品或服务、生产和市场定位、客户的多样化经营或集中经营；市场力量，例如：公司是价格的接受者或决定者等多方面的因素。

最后，在分析公司具体业务时，应先关注其收入结构，其主要行业归属，注意其主营业务收入主要来源于哪些主要行业或领域。公司所处的行业决定了其获得现金流的质量，从而影响其偿债能力。

（3） 资本结构

财务杠杆水平对企业财务风险影响较大。财务杠杆水平一般情况下与风险程度呈正相关，财务杠杆水平越高的企业，利息支付压力越大，进一步融资的空间越小，信用风险也相对越



大。远东资信在考察原始权益人资本结构时主要关注：①历史财务杠杆水平及变动趋势，可以由资产负债率、总债务/总资本等指标反映；②债务期限结构，如长期负债和短期负债的比例；③资本结构与资产结构的匹配程度；④未来资本性支出预测，及相应的融资安排，对企业财务杠杆水平的影响。

（4）盈利能力

盈利性显示出企业经营资产的财务业绩，也是管理战略实施效果的证明，盈利稳定的企业具有较强的持续经营能力，亦可对债务的偿还形成保障。远东资信在考察该因素时主要关注：主要利润来源及稳定性（有必要对非经常性损益的项目进行调整）、细分产品的收入及毛利率变动情况、收入结构与成本结构分析、期间费用占比变化情况及原因等因素。

（5）偿债能力

偿债能力是反映企业未来现金流对债务水平的覆盖程度。未来经营性现金净流入的稳定性和可预测性，是评价企业信用等级的核心。一定的业务规模、良好的业务质量、业务多元化等各方面因素有助于企业在不同时期获得均衡的现金净流入。远东资信在考察偿债能力时主要考察以下内容：①目前企业经营性现金流入的主要来源以及未来可能的变动；②经营性现金净流入在不同时期的均衡性以及债务期限结构的对称性；③经营性现金净流入对利息支出的保障程度，指标如“EBITDA/利息支出”等；股利支付政策；④关联方资金往来情况及对经营性现金净流入稳定性的影响。

（五）主要参与主体分析

收益权类资产证券化项目交易结构中所涉及的参与主体包括原始权益人、资产服务机构、计划管理人、资金保管机构等，其中原始权益人与资产服务机构往往为同一机构。

1、计划管理人

计划管理人作为资产支持证券投资者的代理人，其履职能力关系投资者的切身利益。管理人出现严重违反法律、法规和合同约定等行为可能会损害投资者的经济利益。计划管理人的管理能力一般体现在：是否能及时识别影响现金流入的风险并采取相应措施、对资产服务机构（一般为原始权益人）的监督是否有效、能否协调交易各方利益、触发信用机制时能否积极追偿债务保护投资者利益等。

因此，远东资信在对计划管理人的履职能力进行考察时，重点关注资本实力、往年参与计划管理的项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。



2、资金保管机构

资金保管机构主要负责资金的托管与税费及证券本息的按时支付，远东资信重点考察资金保管机构是否为资产支持证券单独立帐，在现金管理方面是否会存在混用、拖延等现象，是否建立了严格的现金收付管理制度。

在资产支持证券存续期内，资金保管机构对专项计划账户进行监督管理，并根据合同约定负责将专项计划账户中的资金向专项计划账户内划拨。资金保管机构的履职意愿和履职能力直接关系到投资者利益。若资金保管机构出现违反法律、法规和合同约定的情形，可能会影响资产支持证券持有人按时、足额获得本金和预期收益。

资金保管机构的监管能力体现在能否对资产服务机构的资金划付做到实时监控、是否能安全保管专项计划资金、能否在其发生延迟支付时采取监管手段并及时通知计划管理人等。因此，远东资信主要考察资金保管机构的资本实力、历年项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。

3、资产服务机构

资产服务机构主要负责基础资产现金流的回收及日常管理，一般由原始权益人担任，因为原始权益人对入池资产较为了解，一定程度上可降低管理成本。资产服务机构的履约能力将直接影响到资产支持证券的整体信用表现和资产池现金流水平。远东资信主要关注资产服务机构的经营情况和财务状况、治理结构、内部控制及管理能力等，综合判断其服务能力。

（六）法律及其他要素分析

法律、会计、税收等问题是资产证券化评级过程中的重要环节，主要是分析法律方面的问题对投资者利益保护构成危害的可能性，以及因会计与税收等要素不确定带来问题的可能性。具体包括关注出具有关资产证券化的法律、会计等文字说明的相关机构的资质与经验；在具体的法律和监管框架下，基础资产的转让是否合法、有效；关注交易结构中可能存在的其他法律风险，如《资金托管合同》中关于现金流的归集与支付的约定是否明确，合同约定的权利义务的确性和可操作性如何，信用增信措施是否合法、有效（如是否出具了相应的法律文件、是否完成了相关的登记或备案手续、担保主体及其程序是否合法有效）；关注资产证券化过程中税收中性原则是否得以体现，税收对资产池现金流产生的影响等。