



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

信托产品 信用评级方法

上海远东资信评估有限公司
二〇一五年六月



摘要

信托是将零散的资金汇集起来，由专业投资机构运用各种金融工具或实业投资，谋取资产的增值。现阶段，我国的信托产品以贷款类信托产品为主，信托资金主要投向政府主导的基础产业、房地产以及工商企业。

由于各类信托产品涉及的投资标的类型不同，所以差异化的产品特征决定了影响该类产品信用风险的因素及评级关注的重点内容也会有所不同。本评级方法旨在帮助被评级对象，投资者以及其他相关机构理解远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）在评估信托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，由于确定最终级别的因素可能会因产品的具体情况不同而有所区别，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信托产品受评普遍面临的关键信用风险因素的分析方法与考虑思路。

远东资信依据信托产品自身特点，统筹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，在着重对投资标的的质量及产品交易结构设计考察的基础上，同时考虑债务人及参与机构等因素，由此判断该被评产品的风险水平，并最终确定其信用等级。

远东资信认为，我国信托产品目前所面临的风险主要集中在：1、投资标的信用质量风险；2、交易结构设计风险；3、债务人信用风险；3、参与机构履职能力风险等。针对这些共性风险，远东资信考察的一级评级要素包括投资标的的分析、交易结构分析、债务人信用风险分析及主要参与方履约能力分析。



一、信托产品定义

本评级方法适用于信托产品的信用评级，其中，信托产品是指信托公司作为受托人成立专项投资计划，委托人¹基于对信托公司的信任，将自己合法拥有的资金委托给信托公司，信托公司按照计划设定的投资方案（投资期限、投资回报率等）进行投资，并在计划存续期内按照约定将投资收益分配给委托人，计划结束后，信托公司返还委托人投资本金、结清投资收益。

二、信托产品类型

信托产品根据资金运用方式可以分为贷款类信托、权益投资类信托、证券投资类信托、股权投资类信托、组合运用类信托等。

1、贷款类信托是指信托公司将信托资金采用贷款的方式进行投资，主要包括项目贷款类信托、委托贷款类信托、股权质押类贷款信托等。

2、权益投资类信托是指信托机构将信托资金投资于能够带来稳定持续的现金收益的财产权或者权益的资金信托品种，这些权益包括基础设施收费权、公共交通营运权、旅游项目收费权、教育项目收费权等。

3、证券投资类信托是指信托公司将信托资金投资于股票、优先股、限售股、债券、可转债等合法的证券业务。

4、股权投资类信托包括附有回购条款的股权投资和“阳光化”的PE产品。前者是指通过一定合法的方式获得资金需求公司的股权，同时资金需求公司承诺支付一定溢价回购股权。“阳光化”的PE产品是指信托方式的私募基金用于企业投资。

5、组合运用类信托是将信托资金以股权投资、权益投资、贷款等方式组合运用于多个市场，从而分散投资风险。

三、信托产品评级思路

结合信托产品特点，远东资信对信托产品信用等级的评定是对信托产品违约风险的评价，即受评信托产品预期收益和本金不能及时兑付的可能性及损失程度。远东资信主要采用定性分析与定量分析相结合的方法对信托产品进行综合评价，得出最终信用等级。

远东资信认为现金流是评价信托产品信用状况的核心，信托产品现金流主要来源于投资标的，通过分析投资标的信用质量可衡量投资标的的盈利能力及投资标的的未来产生的现金流

¹ 可以是一个也可以是多个。



对投资本金和预期收益的覆盖程度。与此同时，交易结构的设计亦会影响现金流的归集和支付方式与顺序，故在信托产品评级中，远东资信亦会考察信托产品的信用增级措施、交易结构风险等。除此之外，远东资信还会对信托产品涉及的参与机构进行尽职与履约能力分析，如受托人、债务人、信托资金保管人等，考察其服务水平及风险意识与风控能力。另外，评级机构对信托计划过程中涉及到的法律、会计、税收等相关问题也会加以关注，评估其对最终拟发行的信托产品可能产生的影响。

四、信托产品评级要素

基于上述评级思路，远东资信将信托产品信用评级的基本要素分为投资标的信用质量分析、交易结构分析、参与主体信用风险分析、主要参与方履约能力分析四个方面。

（一）投资标的信用质量分析

投资标的是信托计划能否按时兑付委托人投资收益及本金的基础和风险来源，投资标的的信用质量构成信托产品交易的信用基础，因此对投资标的的信用质量进行考察和分析尤为重要，是分析信托计划信用风险的首要环节。在评级过程中，远东资信主要对投资标的的背景及所处行业、运营情况、盈利能力和现金流进行分析。

1、背景及行业

投资标的发展基础在较大程度上与其所处行业环境及其背景相关。投资标的的行业分析主要包括对国家的行业政策、管制与准入、行业周期、行业及所投项目的成长性、稳定性、发展趋势等的分析，尤其是对于基础设施项目，管制与准入对项目需求量、现金流入及未来偿债能力影响较大。对投资标的背景进行分析，着重了解所投项目实施人的资格、项目是否符合产业规划、项目对应产品/服务的市场前景及行业供需状况、项目技术、建设条件及规模定位等。对于工业、房地产等行业来说，不仅需对行业本身竞争力影响因素作评价，更要关注其相关行业的联动性。例如行业内替代产品的出现及行业内产品的升级对其目前市场份额的影响等。

2、运营情况

投资标的的运营情况决定了投资标的如何能够通过其核心经营活动产生稳定的现金流入。投资标的的运营情况分析主要包括投资标的的定位、市场认可度以及投资标的的规划落实情况及进度保障措施。

3、盈利能力

项目潜在盈利能力及其稳定性是其是否能获得足够现金流量以支付未来到期债务的关键因素。投资标的的盈利能力分析主要包括投资标的的利润来源、构成、稳定性、潜在盈利能



力以及投资标的所处行业的成本核算特点、收入确认原则等方面。

4、现金流

投资标的的现金流是收益回报的主要来源，是实现投资收益和资金安全收回的重要保证。因此，现金流分析是信托产品评级过程中较重要的部分。由于信托资金投资的领域广泛，不同投资标的的现金流来源不同，因此对不同投资标的的现金流考察方向亦不同。

➤ 贷款类信托产品

目前我国贷款类信托产品的投资标的以项目居多。对于基础设施项目来说，项目本身产生的现金流仅是其偿债资金的来源之一，大多还依赖于政府补贴收入。对于此类信托产品，远东资信重点关注政府的财政实力和对项目的支持力度。对于纯经营性项目来说，其偿付资金基本上来源于项目本身产生的现金流。因此首先要从项目营运流程判断其现金流的类型、流量分布与其债务长短期限的配比关系，分析预计现金流总量与项目总体债务规模比例关系，了解项目现金流是优先偿付信托资金还是其他债务，信托资金是否具有优先受益权，预测信托期限内财务变动趋势对偿付信托资金的影响，判断其现金流是否充足、是否需要再融资来解决可能即将到期的债务支付问题等。

➤ 权益投资类信托产品

对于权益投资类信托产品来说，其收益主要取决于收费权或特许权所能产生的现金流入规模。因此，对于此类信托产品，远东资信重点考察收费权的收费方式、收费价格、车/人流量；特许权的特许年限、收益性等方面。

➤ 证券投资类信托产品

对于投资证券类的信托产品来说，其现金流入主要来源于所获得的证券分红和利息以及证券交易产生的收益。因此，在分析该类信托产品时，远东资信主要从所获的证券的可变现性、市价等。

➤ 股权投资类信托产品

对于投资股权类的信托产品来说，其现金流主要来源于现金分红和处置股权投资。对于此类信托产品，远东资信主要从被持股方的盈利能力、现金分红政策、被持股方的信用水平、股权价值、股权交易的活跃性等方面进行现金流预测及分析。

➤ 组合运用类信托产品

对于组合运用类信托产品来说，其涵盖贷款类、股票投资类等多种投资标的。因此，远东资信在分析该类信托产品的现金流入时，会关注所有涉及的投资标的所产生的现金流入水平、各自占比情况以及信用风险情况等。



（二）交易结构分析

交易结构设计是信托产品的重要环节，交易结构设计不合理可能对投资收益与本金的兑付产生障碍。远东资信对于交易结构的考察主要包括信用增级措施和交易结构风险两个方面。

1、信用增级措施

➤ 连带责任保证担保

连带责任的保证担保的增信效应主要由担保人的代偿能力和代偿意愿决定。远东资信在考察担保主体自身信用水平状况及代偿意愿的同时，还考察担保主体的信用水平及债务人的相关性。如果担保方与债务人业务类型趋同，相关性过高则会削弱其担保增级的效应。

➤ 抵押/质押担保

抵押/质押担保的增信效应主要由抵/质押物的公允价值对兑付所需资金的覆盖程度决定。远东资信在考察抵/质押资产类型、所有权、增值潜力等基本情况的同时，还考量抵/质押资产处置变现风险等因素。

➤ 优先和次级分层结构

优先/次级分层机构是信托计划内部信用增级措施的主要方式。信托计划优先/次级分层结构是指通过调整信托产品的内部结构，将信托计划划分为优先级和次级。在这一分层结构中，信托计划的优先级比信托计划的次级在本息支付上享有优先权，因此具有较高的信用级别；信托计划的次级先于信托计划的优先级承担损失，以此为信托计划的优先级提供信用保护。远东资信通过分析交易的分层结构设置以及触发机制设计对优先/次级偿付次序的变化及影响等，来综合考量优先级/次级分层结构对信托产品所起的增级作用。

➤ 回购承诺

信托投资公司在将信托资金进行投资之前，与资金需求方签署回购协议，在规定期间内（通常是在信托计划终止时），由信托资金的使用方或者其关联公司及其指定的其他第三方，承诺按照一定的溢价比例，全额将信托公司以信托资金投资持有的份额全部回购，进而确保委托人信托财产的归还和信托收益的实现。

➤ 差额支付承诺

差额支付承诺一般是指差额支付承诺人出具有效的《差额支付承诺函》，在信托计划存续期间内不可撤销及无条件对信托计划不足以支付信托优先级的各期预期收益和全部未偿本金余额的差额部分承担补足义务。远东资信对于差额承诺人，主要考察其信用水平。

2、交易结构风险



➤ 资金混同风险

资金混同风险是指投资标的回收款与参与方自有资金混用的行为。对此，远东资信关注交易结构设计中，资金从债务人的账户划转至信托资金保管人的账户是否及时，是否约定其划转时间根据其信用等级的变动而调整，债务人/受托人/信托资金保管人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。

➤ 后备服务机构的缺位风险

后备服务机构的缺位风险即当债务人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。远东资信关注债务人的信用等级是否较高，是否设置了服务转移与通知储备金账户等缓释措施，若上述事项均满足，则有利于缓释该风险。

➤ 法律风险

法律风险是指信托产品交易环节设计违背相关法律法规，进而侵害投资者利益的风险。

（三）债务人信用风险分析

债务人经营过程中可能发生各种导致企业经营不善、无力偿债的特殊事件，是构成信用风险发生的一大原因。远东资信针对于债务人信用风险的分析主要体现在外部环境、行业分析、运营管理、财务状况、外部支持五个方面。

1、外部环境

外部环境方面，远东资信考察：（1）宏观经济环境；（2）制度环境；（3）地区产业格局。需要注意的是，经济的高速发展虽可为债务人提供更大的发展空间，但从风险度量的角度而言，远东资信也将非常关注经济环境的稳定性。尤其是经济发展的周期波动将被纳入考察的范围并作为对未来预测的重要依据。此外，政治环境的安定也作为考察的因素。

2、行业分析

行业分析方面，远东资信考察：（1）行业的周期性及行业发展阶段；（2）行业监管环境及政策法规的变化情况以及这些变化对行业及行业内不同企业的影响程度；（3）行业景气度、行业供需状况；（4）行业竞争状况等。

3、运营管理

运营管理方面包括战略及管理 and 业务运营两个方面。远东资信主要从公司的治理结构、人力资源状况和公司战略三个方面考察公司的战略及管理。业务运营决定了公司如何能够通过其核心经营活动产生稳定的现金流入，远东资信对此做出了深入的分析，包括：公司经营



绝对及相对的竞争力、市场定位、产品或服务的替代物等多个方面。

4、财务状况

财务状况方面，远东资信考察：（1）会计质量；（2）财务政策；（3）资产质量及流动性；（4）盈利性；（5）现金流分析；（6）财务弹性；（7）或有事项。

5、外部支持

外部支持方面，远东资信主要从股东支持和政府支持两个方面来考察发行人可获得的外部支持程度。

（四）主要参与方履约能力分析

对主要参与方的分析，远东资信关注的是其履约能力的高低。远东资信认为，一个合格的参与方，应具备相应的履约能力，能够依据相关交易文件履行其职责。在信托产品交易结构中，主要参与方包括委托人、受托人、债务人和信托资金保管人等。

1、受托人

信托产品不同于债券的一个特点是受托人的地位及其作用，受托人一般是信托公司，信托公司比债券承销人负有相对更大的权利和义务。因此需要对信托公司信用能力进行评价。远东资信主要从公司管理素质、风险管理能力、财务与信用状况以及过往的尽职情况等方面考察受托人的信用风险水平。

管理素质方面，远东资信考察：（1）受托人股东背景情况、对公司的管控和支持的力度；（2）受托人公司治理是否规范；（3）受托人经营的年限、资产规模；（4）受托人客户稳定性；（6）受托人团队素质及业务经验。

风险管理能力方面，远东资信考察：（1）受托人的业务操作流程；（2）受托人对于信托业务各环节风险控制情况；（3）是否建立科学的决策程序和内部控制机制，保证其内部各个部门、人员及业务按规定的工作流程和经营目标运作，以减少和控制潜在的操作风险和道德风险产生；（4）受托人投资领域的集中度；（5）受托人对问题资产的风险处置能力。

财务与信用状况方面，远东资信考察：（1）受托人的主要财务指标表现；（2）受托人的信用状况。

过往尽职情况方面，远东资信主要是考察其过往作为受托人的尽职情况，例如是否出现违约情形，是否存在尽职不到位的情形。

2、信托资金保管人

信托资金保管人主要办理信托产品的托管业务，包括安全保管信托计划相关资产，监督管理信托计划的运作，出具资产托管报告等。信托资金保管人一般由银行担任，其托管能力



直接影响专项计划运行。远东资信主要关注信托资金保管人的经营情况和财务状况、治理结构、历史托管业务情况、内控制度和风险制度等方面，综合判断其托管能力。

此外，远东资信还将关注相关合同条款对主要参与方行为和责任的约定以判断其是否有利于保障其履行职责。