



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

保险资管产品 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

保险资管产品是指由保险资产管理公司作为受托人,通过向投资人发售标准化产品份额募集资金,同时选聘商业银行等专业机构作为托管人,为投资人利益进行投资管理的金融工具。保险资管产品主要包括债权投资计划(基础设施债权投资计划和不动产债权投资计划)、资产支持计划、股权投资计划等类型。虽然不同类型的资管产品在投资标的、结构设计等方面存在一定区别,但评级思路及评级考虑因素类似,故均适用于该评级方法。

本评级方法旨在帮助被评对象、投资者以及其他相关机构理解上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在评估保险资管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受评资管产品普遍面临的关键信用风险因素的分析方法与考虑思路。

远东资信依据保险资管产品自身特点,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资产质量、债务人/原始权益人/被持股方的信用质量、交易结构设计考察的基础上,同时考虑受托人、托管人、独立监督人等主要参与方的履约能力等,由此判断该被评资管产品的风险水平,并最终确定其信用等级。

远东资信认为,我国保险资管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/原始权益人/被持股方信用风险;4、参与机构履职能力风险等。针对这些风险,远东资信考察的一级评级要素包括投资标的信用质量分析、交易结构分析、债务人/原始权益人/被持股方信用质量分析及主要参与方履约能力分析。



一、保险资管产品界定

本评级方法主要适用于保险资管产品的信用评级，其中，保险资管产品是指由保险资产管理公司作为受托人，通过向投资人发售标准化产品份额募集资金，同时选聘商业银行等专业机构作为托管人，为投资人利益进行投资管理的金融工具。

二、保险资管产品类型

保险资管产品主要包括债权投资计划(基础设施债权投资计划和不动产债权投资计划)、资产支持计划和股权投资计划等类型。

(一) 债权投资计划

债权投资计划指保险资产管理公司作为受托人，面向委托人发行受益凭证募集资金，以债权方式投资基础设施项目或不动产，并按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。债权投资计划主要包括基础设施债权投资计划和不动产债权投资计划两类。

从投资领域来看，基础设施债权投资计划主要投向交通（公路、铁路、桥梁、港口等）、能源（电网、火电、水电、核电、煤炭、石油等）、市政环保（自来水、污水处理等）、水利、通讯等国家重点支持的基础设施领域。不动产债权投资计划主要投向商业不动产、棚户区改造、保障房、土地储备等领域。

(二) 资产支持计划

资产支持计划指保险资产管理公司作为受托人设立专项计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行的受益凭证。

根据保监发（2015）85号，基础资产是指符合法律法规规定，能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合。

(三) 股权投资计划

股权投资计划指保险资产管理公司作为受托人，向委托人发行受益凭证募集资金，以股权方式进行投资，并按照合同约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。

三、评级思路

结合保险资管产品特点，远东资信对保险资管产品信用等级的评定是对受评资管产品违约风险的评价，即受评资管产品预期收益在存续期内未能及时且足额获得支付以及本金于法定到期日不能足额获付的可能性。



远东资信主要通过定性与定量相结合的方法对保险资管产品进行综合评价。远东资信认为现金流是评价资管产品违约风险的核心，其中债权投资计划的现金流主要依赖投资项目以及债务人（项目方）的偿债能力及偿债意愿等；资产支持计划的现金流受原始权益人及基础资产质量的影响；股权投资计划的现金流主要来自现金分红以及处置股权投资所产生的现金流，而这又受到被持股方盈利能力及分红政策，股权的可变现性等的影响。故在资管产品评级中，远东资信需考察资管产品投资项目、基础资产、股权等投资标的的信用质量，以及债务人/原始权益人/被持股方的信用质量。

此外，交易结构的设计亦会影响现金流归集和支付的方式与顺序，故在资管产品评级中，远东资信亦会考察资管产品的信用增级措施、交易结构风险等。除关注上述因素外，远东资信还会对资管产品涉及的参与机构进行尽职与履约能力分析，如受托人、托管人、独立监督人等，考察其服务水平及风险意识及风控能力。

四、评级要素

（一）投资标的信用质量分析

投资标的所产生的现金流是资管产品的首要现金流来源，亦是支付预期收益和本金的基础，故在评级过程中，远东资信一般对投资标的的现金流产生能力和可持续性进行分析，从而判断资管产品现金流对预期收益及本金的覆盖程度。

1、债权投资计划

债权投资计划的投资项目的信用质量决定了用于偿付预期收益和本金的现金流入，远东资信主要考察投资项目现金流产生的方式、时间、规模等，并结合国家及地方政策、项目所在地经济发展状况等外部因素进行综合分析，从而确定在正常情况下及压力情况下现金流对预期收益和本金的覆盖程度。

2、资产支持计划

资产支持计划的现金流入主要依赖于基础资产自身的资产质量，远东资信主要考察入池资产的信用质量、现金流产生机制、历史现金流记录、风险集中度等。

3、股权投资计划

与债权投资相比，股权投资可获得与股权所有权相关的所有权利，现金流入主要来自现金分红以及处置股权投资所产生的现金流。在考察股权的信用质量时，远东资信主要关注：
（1）被持股方的盈利能力和现金分红政策，因为盈利能力决定了分红能力，而现金分红政策决定了现金分红的安排。远东资信一般通过被持股方的信用等级来综合判断其盈利能力，现金分红能力及意愿。（2）股权的可变现性。处置股权所能获得的现金流取决于股权价值



及股权交易的活跃性，远东资信一般考察被持股方的每股净资产、是否为上市股权、近期股权交易价格等，从而综合判断股权的公允价值。

（二）交易结构分析

保险资管产品的交易结构设计直接影响预期收益和本金的按期足额兑付。通过抵押、担保、质押等交易结构设计，资管产品将获得明显的信用提升。对于交易结构的考察，远东资信主要关注信用增级措施和交易结构风险等因素。

1、信用增级措施

在保险资管产品不能满足兑付需求时，信用增级措施的存在可为资管产品带来现金流入或改变其兑付顺序，从而一定程度上可降低受评资管产品的违约风险，提升其信用水平，并吸引投资者。保险资管产品信用增级措施主要包括连带责任保证担保、抵押担保、质押担保、优先/次级分层结构、差额支付承诺、超额抵押、回购安排等。

➤ 连带责任保证担保

连带责任保证担保是指由银行、其他公司或企业等提供的对违约损失补偿的保证，其增信效力取决于保证人的代偿能力和代偿意愿，即代偿所能产生的现金流入情况。

在保险资管产品交易结构中采用了连带责任保证担保的情况下，远东资信将关注保证人的资信状况，因为一旦其信用评级出现不利变化将影响其对资管产品提供的增信作用，从而影响资管产品的最终评级。远东资信一般从保证人的经营情况、财务状况、资本实力等方面进行考察，具体考察内容参见本章节第三部分“债务人/原始权益人/被持股方信用风险分析”。此外，远东资信还会重点关注连带责任保证担保是否附条件以及该等条件的性质如何；是否可为保证人单方面撤销或更改；若可有条件的撤销或更改则该等条件实现的可能性如何等。

➤ 抵押担保

抵押担保指由实物资产提供的担保，其增信效力由抵押物的公允价值对预期收益和本金的覆盖程度决定，覆盖倍数越高，说明增信效力越好。

远东资信一般在参考具有较高专业评估资格的第三方资产评估机构的评估结果的基础上，结合抵押物的增值潜力、变现能力等，综合判断抵押物的公允价值和增信效果。

➤ 质押担保

质押担保是指由动产或权利凭证等提供的担保，在实务中，债权投资计划可由上市公司无限售流通股份或依法可转让的收费权提供质押担保。质押担保的增信效力取决于质押物的公允价值对预期收益和本金的覆盖程度，覆盖倍数越高，增信效力越好。



与抵押担保类似，远东资信一般在参考具有较高专业评估资格的第三方资产评估机构的评估结果的基础上，结合质押物的增值潜力、变现能力等，综合判断质押物的公允价值。

➤ 优先/次级分层结构

优先/次级分层结构是资产支持计划内部信用增级措施的主要方式。资产支持计划通常划分为优先级受益凭证和次级受益凭证，优先级受益凭证比次级受益凭证在预期收益和本金偿付上享有优先权，因此具有较高的信用级别；次级受益凭证先于优先级受益凭证承担损失，以此为优先级受益凭证提供信用支持。

远东资信主要关注交易的分层结构设置，如次级比例、各层级受益凭证本息偿付顺序，以及发生违约时优先/次级受益凭证偿付顺序的变化及影响等，从而综合评估优先/次级分层结构对资管产品优先级受益凭证所起的增信作用。

➤ 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》，在资产支持计划存续期间内不可撤销及无条件对资产支持计划不足以支付优先级受益凭证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。在实务操作中，差额支付承诺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较强的控股股东及实际控制人来提供。远东资信主要考察差额支付承诺人自身的实力状况等，从而判断其增信效果。

➤ 超额抵押

超额抵押是指入池基础资产的金额超过了资产支持计划预期收益和本金，差额用于弥补资产支持计划存续期间可能发生的损失。当基础资产质量恶化时，超额的基础资产所产生的现金流可为资产支持计划提供信用担保，从而具有一定的信用增级效果。通常超额抵押越多，意味着对资产支持计划的保护程度越高，信用水平亦越高。

➤ 回购安排

对于资产支持计划或股权投资计划来说，在实践中，交易结构亦会设置由银行或大型企业等对产品预期收益和本金进行全额回购的安排，该模式在法律实质上接近于担保效力，即受《合同法》保护，但不受《担保法》保护。远东资信主要关注回购方的自身实力及回购意愿等。

2、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。主要的交易结构风险包括：

➤ 资金混同风险



资金混同风险是指在原始权益人、受托人、托管人等信用状况恶化甚至破产时，可能发生的该机构财产与基础资产回收款的混同行为。资金混同风险主要是资产支持计划面临的风险。

远东资信主要关注交易结构设计中，资管产品现金流入从原始权益人账户转至托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，原始权益人/受托人/托管人的信用等级以及内部控制机制等。若划转及时、主要参与方信用等级较高且内部控制机制较完善，则有利于缓释该风险。

➤ 后备服务机构缺位风险

保险资管产品涉及的服务机构包括托管人、独立监督人等，在资管产品存续过程中，上述服务机构均承担相应的义务和责任，一旦发生解任、辞任等变更，而后续服务机构无法及时跟进的情况下，将无法保证资管产品的顺利进行。远东资信一般考察保险机构是否在交易条款中设置了后备服务机构，以及更换的时间安排等。

➤ 法律风险

法律风险是指保险资管产品的设计、交易等环节与现有法律法规或监管要求相抵触或存在瑕疵，从而导致受益人利益受到侵害的可能性。

(三) 债务人/原始权益人/被持股方信用风险分析

在资管产品存续期间，若债权投资计划的债务人、资产支持计划的原始权益人、股权投资计划的被持股方信用状况发生不利变化，将影响资管产品预期收益和本金的及时足额兑付。远东资信针对债务人/原始权益人/被持股方信用风险的分析主要考察以下方面：外部环境（宏观经济环境/区域经济特性、行业发展趋势和变化）、战略及管理、业务运营、财务分析、外部支持等。

1、外部环境

➤ 宏观经济环境/区域经济特性

远东资信主要关注 1) 宏观经济环境：包括对宏观经济形势和经济周期的分析和判断，一般考察 GDP 增长率、固定资产投资增长率、社会消费零售总额等主要指标，重点关注宏观经济形势对所涉及的行业及关联行业的影响；2) 制度环境：包括财政政策、货币政策、产业政策、法律制度等；3) 地区的产业格局，判断地区经济所处发展阶段等。

➤ 行业发展趋势和变化

远东资信主要关注行业的周期性、行业监管、行业发展状况、行业竞争状况、该行业成功的关键驱动因素、行业对资金的需求和投资的灵活性等。



2、战略及管理

远东资信主要关注：（1）治理结构，重点考察股东、董事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制；（2）人力资源状况，包括管理层的背景、素质和稳定性，同业评价及历史业绩，管理层变动对债务人/原始权益人/被持股方的影响程度，专业团队的形成机制等；（3）发展战略，考察决策层对行业的认识，债务人/原始权益人/被持股方对自身的优势、劣势的认识以及定位的合理性，债务人/原始权益人/被持股方是否制定了较为明确的长期发展目标、有无具备可操作性的实施方案等。

3、业务运营

远东资信主要考察债务人/原始权益人/被持股方经营的绝对竞争力和相对竞争力；定价和成本结构以及其灵活性；与生产成本对冲手段的运用，如长期租赁、商品的期货交易等；新兴和现存竞争者的挑战；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，债务人/原始权益人/被持股方是价格的接受者或决定者。

4、财务分析

远东资信主要考察债务人/原始权益人/被持股方的会计质量、财务政策、资产质量及流动性、盈利性、现金流、财务弹性、或有事项等方面。

5、外部支持

远东资信主要从股东支持和政府支持两个方面来考察债务人/原始权益人/被持股方可获得的外部支持程度。

（四）主要参与方履约能力分析

保险资管产品的主要参与方包括受托人、托管人、独立监督人等。

1、受托人

保险资管产品受托人一般由保险资产管理公司担任，主要负责发起设立资管产品，发行受益凭证，向受益人募集资金进行投资，在资管产品存续期内进行收益分配及到期归还本金等。

远东资信主要从以下方面对受托人进行综合考察：（1）资产管理能力和尽职水平，包括尽职调查能力、产品交易结构设计能力、谈判能力、定价能力、管理能力、结构化设计能力、风险识别及管理能力、投后管理能力等；（2）经营情况、财务状况、资本实力、治理结构、风险控制制度、管理制度、内部控制制度等；（3）以往担任受托人的经验等。

2、托管人



托管人一般由商业银行担任，主要履行保管产品资产、监督产品投资行为、复核产品净值、披露托管信息、参与产品资产清算等职责。托管人的托管能力直接影响资管产品的运行，远东资信主要关注托管人的经营状况和财务状况、治理结构、历史托管业务情况、内控制度和风控制度等方面，综合判断其托管能力。

3、独立监督人

独立监督人主要负责监督受托人管理投资计划以及债务人（项目方）具体运营情况，包括但不限于投资计划资金投向、项目期限、质量、成本、运营、履行合同情况等。独立监督人与受托人、项目方不得为同一人，不得具有关联关系。独立监督人可由投资计划受益人、符合条件的金融机构等担任，在实践中，一般由商业银行担任。

远东资信主要关注独立监督人的公司治理、管理能力、内控制度、监督机制、以往担任独立监督人的经验等方面，综合判断其监督能力。