



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

保险资管产品-资产支持计划 信用评级方法

上海远东资信评估有限公司

二〇一六年六月



摘要

资产支持计划指保险资产管理公司等专业管理机构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。

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”) 在评估资产支持计划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产支持计划普遍面临的关键信用风险因素的分析方法与考虑思路。

远东资信依据资产支持计划自身特点，采用定性分析与定量分析相结合的方法，在着重对基础资产的信用质量、原始权益人的信用质量、交易结构设计考察的基础上，同时考虑受托人、托管人、资产服务机构等主要参与方的履约能力等，由此判断该被评资产支持计划的风险水平，并最终确定其信用等级。

远东资信认为，资产支持计划目前所面临的风险主要集中在：1、基础资产信用质量风险；2、交易结构设计风险；3、原始权益人信用风险；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基础资产信用质量分析、交易结构分析、原始权益人信用质量分析及主要参与方履约能力分析。



一、资产支持计划界定

本评级方法主要适用于资产支持计划的信用评级。根据中国保监会关于印发《资产支持计划业务管理暂行办法》的通知（保监发[2015]85号），资产支持计划是指保险资产管理公司等专业管理机构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。

二、评级思路

远东资信对资产支持计划信用等级的评定是对受评资产支持计划违约风险的评价，即资产支持计划预期收益在存续期内未能及时且足额获得支付以及投资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资产支持计划进行综合评价。远东资信认为现金流是评价资产支持计划违约风险的核心，由于资产支持计划的现金流受原始权益人及基础资产信用质量的影响，故远东资信需考察资产支持计划基础资产的信用质量以及原始权益人的信用质量。

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，故在评级中，远东资信亦会考察资产支持计划的信用增级措施、交易结构风险等。除关注上述因素外，远东资信还会对资产支持计划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、资产服务机构等，考察其服务水平、风险意识以及风控能力等。

三、评级要素

（一）基础资产信用质量分析

根据保监发（2015）85号文，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。基础资产应当满足以下要求：

- （1）可特定化，权属清晰、明确；
- （2）交易基础真实，交易对价公允，符合法律法规及国家政策规定；
- （3）没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制，或者能够通过相关安排解除基础资产的相关担保责任和其他权利限制；
- （4）中国保监会规定的其他条件。

资产支持计划存续期间，基础资产预期产生的现金流，应当覆盖资产支持计划的预期投资收



益和投资本金。基础资产所产生的现金流是资产支持计划首要现金流来源，亦是支付预期收益和投资本金的基础，在评级过程中远东资信一般对基础资产现金流产生能力和可持续性进行分析，从而判断现金流对预期收益及投资本金的覆盖程度。

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。另外，远东资信还关注基础资产的规模、存续期限与资产支持计划的规模、存续期限的匹配程度。

此外，在基础资产信用质量分析过程中，还需构建现金流模型，并根据资产支持计划的交易特征，设定一些压力指标进行压力测试，以测试在不同的压力指标下，基础资产现金流在各个支付时点对资产支持计划本息的偿付情况。

（二）交易结构分析

资产支持计划交易结构设计直接影响预期收益和投资本金的按期足额兑付。通过交易结构设计，资产支持计划将获得明显的信用提升。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

在资产支持计划不能满足兑付需求时，信用增级措施的存在可为资产支持计划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产支持计划的违约风险，提升其信用水平，并吸引投资者。根据信用增级服务来源，可将信用增级方式划分为内部增级和外部增级两种，其中以内部增级为主。

（1）内部增级

内部增级指通过内部结构调整，将现金流重新分配，使资产支持计划达到所需的信用等级。内部增级主要采取优先/次级分层结构、超额抵押等方式。

➤ 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投资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/次级分层结构对资产支持计划优先级受益凭证所起的增信作用。



➤ 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投资本金，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。

(2) 外部增级

外部增级一般由独立的第三方提供，保证当基础资产的现金流发生恶化时资产支持计划能首先获得及时偿付。外部增级对于第三方的信用依赖度较高，一旦第三方的信用评级被降低，则资产支持计划的评级可能受到拖累。外部增级措施主要包括差额支付承诺、第三方担保、回购安排等。

➤ 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投资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。

➤ 第三方担保

第三方担保是指由第三方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。第三方担保一般为连带责任保证担保。

在资产支持计划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产支持计划提供的增信作用，从而影响资产支持计划的最终评级。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“原始权益人信用风险分析”。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。

➤ 回购安排

对于资产支持计划，在实践中交易结构亦会设置由第三方等对资产支持计划预期收益和投资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，其中回购方的自身实力主要从其股东背景、业务运营、管理及战略、财务等方面进行综合考察；回购意愿需关注回购方近年来在资本市场有无违约情况发生等。

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、资产服务机构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。

远东资信主要关注交易结构设计中，资产支持计划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/资产服务机构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

资产支持计划涉及的服务机构主要为受托人、托管人、资产服务机构等，在资产支持计划存续期间，服务机构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，资产支持计划将无法顺利进行。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

法律风险是指资产支持计划的设计、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）原始权益人信用风险分析

在资产支持计划存续期间，若资产支持计划的原始权益人信用状况发生不利变化，将影响资产支持计划预期收益和投资本金的及时足额兑付。远东资信针对原始权益人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

（1）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。

(2) 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，管理层变动对原始权益人的影响程度，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，原始权益人对自身的优势、劣势的认识以及定位的合理性，原始权益人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

远东资信主要考察原始权益人近年主营业务及变化情况；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，原始权益人是价格的接受者或决定者等。

4、财务分析

远东资信主要考察原始权益人的会计质量、财务政策、资产质量、盈利能力、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原始权益人可获得的外部支持程度。

(四) 主要参与方履约能力分析

资产支持计划的主要参与方包括受托人、托管人、资产服务机构等。

1、受托人

受托人为受益凭证持有人的利益，设立资产支持计划并进行管理。资产支持计划受托人一般由保险资产管理公司担任，主要负责发起设立、发行、管理资产支持计划；按照资产支持计划约



定，向受益凭证持有人分配收益；协助受益凭证持有人办理受益凭证转让、协议回购等事宜；持续披露资产支持计划信息等。

远东资信主要从以下方面对受托人的能力进行考察：（1）基础设施投资计划或者不动产投资计划运作管理经验；（2）是否建立了相关投资决策机制、风险控制机制、内部管理制度和业务操作流程；（3）是否合理设置了相关部门或岗位，并配备专职人员；（4）信用风险管理能力是否达到监管标准；（5）最近一年是否因重大违法违规行为受到行政处罚；（6）以往担任受托人的经验；（7）持续经营能力等。

2、托管人

托管人为受益凭证持有人的利益，保管资产支持计划资产。托管人应当具有保险资金托管资格，托管人与受托人不得为同一人，且不得具有关联关系。托管人一般由商业银行担任，主要负责安全保管资产支持计划资产；按照资产支持计划约定方式，向受益凭证持有人分配投资收益；监督受托人管理资产支持计划运作行为，发现受托人违规操作的，应当立即以书面形式通知受托人纠正，并及时报告中国保监会；出具托管报告等。

托管人的托管能力直接影响资产支持计划的运行，远东资信主要关注托管人的经营状况、财务状况、治理结构、托管业务管理制度、业务流程、风险控制措施、历史托管业务情况等，综合判断其托管能力。

3、资产服务机构

受托人可以聘请资产服务机构在资产支持计划存续期间对基础资产进行管理，资产服务机构一般为资产支持计划的原始权益人。受托人需与资产服务机构签订服务合同，明确资产服务机构的职责、管理方法和标准、操作流程、风控措施等。

若受托人聘请了资产服务机构，远东资信主要从以下方面对资产服务机构进行考察：（1）提供管理服务的相关业务资质以及法律法规依据；（2）相关内部管理制度、业务流程、风险控制措施；（3）相关部门或岗位设置情况及专职人员的配备情况；（4）基础资产与资产服务机构自有资产相独立的保障措施；（5）以往担任资产服务机构的经验；（6）持续经营能力等。