



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

保险资管产品-债权投资计划 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

为推进保险资金集中化、专业化投资于国家重点基础设施建设，更好地提高保险资金的使用效率，2005年12月，国务院正式批准保险资金可以间接投资基础设施项目。随后保监会对保险资金基础设施投资的运作和管理进行详细规定，又陆续出台了一系列的指引办法，推动债权计划投资试点的顺利实施。由于债权投资计划募集资金主要投向基础设施项目，安全性相对较高，其债权投资的偿债主体以大型企业为主，偿债能力较好，且大多数都有大型企业或银行担保，增信措施较为充分，投资风险基本可控，受到市场高度认可。因此，近年来，债权投资计划发展较快。

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”) 在评估债权投资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债权投资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。

远东资信依据债权投资计划自身特点，采用定性分析与定量分析相结合的方法，在着重对投资标的的资产质量、债务人的信用质量、交易结构设计考察的基础上，同时考虑受托人、托管人、独立监督人等主要参与方的履约能力等，由此判断该被评债权投资计划的风险水平，并最终确定其信用等级。

远东资信认为，我国债权投资计划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；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、债务人信用质量分析及主要参与方履约能力分析等。



一、债权投资计划界定

根据保监会 2012 年《基础设施债权投资计划管理暂行规定》以及 2013 年《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》的发布，债权投资计划的设立得到进一步规范，主要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，同时选聘商业银行等专业机构作为托管人，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。

二、债权投资计划类型

债权投资计划根据投资领域不同，主要分为基础设施债权投资计划和不动产债权投资计划两类。

1、基础设施债权投资计划

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。

2、不动产债权投资计划

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。

三、评级思路

结合债权投资计划特点，远东资信对债权投资计划信用等级的评定是对受评债权投资计划违约风险的评价，即受评债权投资计划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债权投资计划进行综合评价。远东资信认为现金流是评价债权投资计划违约风险的核心，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。故在债权投资计划评级中，远东资信需考察债权投资计划投资项目以及债务人的信用质量。

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，因此在债权投资计划评级中，远东资信亦会考察债权投资计划的信用增级措施、交易结构风险等。除关注上述因素外，远东资信还会对债权投资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、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）投资项目的信用质量分析

投资项目所产生的现金流是债权投资计划的首要现金流来源，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对投资项目的现金流产生能力和可持续性进行综合分析，从而判断债权投资计划现金流对预期收益及本金的覆盖程度。

（二）交易结构分析

债权投资计划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。通过保证担保、抵押担保、质押担保等交易结构设计，可使债权投资计划的信用水平获得一定程度的提升。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

当融资项目或融资主体自身现金流不足以满足兑付需求时，信用增级措施的存在可为债权投资计划增加其他还款资金来源，从而一定程度上可降低受评债权投资计划的违约风险，提升其信用水平，并吸引投资者。债权投资计划信用增级措施主要包括连带责任保证担保、抵押担保、质押担保等。

（1）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。

在债权投资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债权投资计划提供的增信作用，从而影响债权投资计划的最终评级。远东资信一般从保证人的战略管理、业务运营、财务分析等方面进行考察，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；保证人单方面是否可撤销或更改；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。

（2）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。

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。

（3）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。

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。

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及规模大小，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

资金混同风险是指投资项目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债权投资计划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/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。

➤ 后备服务机构缺位风险

债权投资计划涉及的服务机构包括受托人、托管人、独立监督人等，在债权投资计划存续过程中，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，将无法保证债权投资计划的顺利进行。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

法律风险是指债权投资计划的设计、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）债务人信用风险分析

在债权投资计划存续期间，若债务人信用状况发生不利变化，将影响债权投资计划预期收益和本金的及时足额兑付。远东资信针对债务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，管理层变动对债务人的影响程度，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，债务人对自身的优势、劣势的认识以及定位的合理性，债务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

远东资信主要考察债务人经营的核心竞争力；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债务人可获得的外部支持程度。

(四) 主要参与方履约能力分析

债权投资计划的主要参与方包括受托人、托管人、独立监督人等。



1、受托人

债权投资计划受托人一般由保险资产管理公司担任，主要负责发起设立债权投资计划，发行受益凭证，向受益人募集资金进行投资，在债权投资计划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债权投资计划的运行，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、内控制度和风险控制制度等方面，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、可持续经营能力、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。