



# 购房尾款资产证券化产品 信用评级方法与模型

版本号：FECR-GFWKZC-V02-202108

远东资信评估有限公司

二〇二一年八月

## 目 录

一、	修定说明 .....	1
二、	适用业务类别 .....	1
三、	评级基本假设 .....	1
四、	评级方法与模型：产品特征、评级思路、评级要素及模型 .....	2
五、	评级方法与模型的局限性 .....	13

## 一、修定说明

为适应评级业务发展的需要和相关监管规定，远东资信修定了《购房尾款资产证券化产品信用评级方法与模型》（版本号为：FECR-GFWKZC-V02-202108，以下简称“本方法与模型”）。本方法与模型在 2019 年版的《购房尾款资产证券化产品信用评级方法》基础上讨论修定，经过公司内部评估审核等相关流程并正式生效。

**和之前版本相比，本方法与模型的主要修定内容如下：**

1.补充了版本号、修定日期（即审议通过日期）、生效日期、修定说明、适用业务类别、评级基本假设、评级方法和评级模型的局限性等内容。

本方法与模型的修定、生效未对尚处于远东资信信用等级有效期的受评对象评级结果产生影响。

本方法与模型经公司评级标准委员会于 2021 年 8 月 6 日审议通过，自 2022 年 5 月 5 日生效。同时，之前版本的评级方法不再适用。

## 二、适用业务类别

购房尾款资产证券化产品是以购房尾款作为基础资产，以其后续可预测的、持续现金流作为本息偿付来源，通过结构化方式进行信用增信，在此基础上所发行的资产支持证券。购房尾款是指房地产项目公司因销售商品房对购房人享有的应收账款债权，从购房尾款 ABS 的入池标准而言，入池的购房尾款限于自购房人与银行或住房公积金中心签订贷款合同（同时与房地产项目公司签订购房合同）后，至银行或住房公积金中心发放贷款至房地产项目公司这一特定期间的应收账款。在实际操作中，房地产开发企业或下属项目公司一般作为原始权益人或发起人，将其对购房人享有的要求其支付购房款所对应的债权和其他权利及其附属担保权益转让给资产支持专项计划（以下简称“专项计划”），以购房尾款所产生的现金流作为偿付支持，向投资者发行资产支持证券。

本评级方法与模型适用于银行按揭贷款类、住房公积金贷款类以及组合贷款类（同时包括银行按揭贷款、住房公积金贷款）购房尾款作为基础资产的资产证券化产品的信用评级。

## 三、评级基本假设

1.远东资信对于资产证券化产品的评级，是建立在对受评产品发展的外部环境相对稳定性假设基础上的，假定宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境、行业竞争环境等外部环境不会发生重大意外变化。

2.远东资信对于资产证券化产品的评级，有赖于从受评产品或监管机构等第三方所搜集的受评对象经营和财务等信用质量相关信息的真实性、完整性、准确性、合法性，不存在受评对象信用质量相关信息的隐瞒、信息延迟披露等任何影响所掌握信息的质量，并进而影响针对受评对象的信用评级结果的情形。

3.远东资信对于资产证券化产品的评级，是对其优先级按时还本付息的评估，该评估是一种信用风险评估，不涉及其他风险评价。

4.远东资信对于资产证券化产品的评级，评级符号反映的是受评对象信用风险水平高低的相对排序，而不是对违约率/损失率的绝对度量。

## 四、评级方法与模型：产品特征、评级思路、评级要素及模型

### （一）基本特征

购房尾款资产证券化产品具有折价发行的特点，且基础资产同质性强，基础资产分散度较好；但受银行贷款审批政策及贷款额度的影响，基础资产的回款时间存在一定的不确定性；为解决期限错配问题，购房尾款资产证券化产品一般会设置循环购买机制。购房尾款资产证券化产品基本特征如下：

#### 1、折价发行

由于购房尾款资产证券化的基础资产本身不产生利息，因此资产池均具有折价发行的特点，即入池基础资产金额要对资产证券化产品发行规模形成超额覆盖。

#### 2、资产池分散程度高

购房尾款同质性较强，基础资产均已支付一定比例的购房款；且购房尾款分散度良好，单个合同的应收账款金额占比很小，债务较为分散。因此以购房尾款作为基础资产的资产组合可较容易的通过筛选、抽样等方式实现地区、付款方式、首付比例等的分散性，可在一定程度上化解组合资产的非系统性风险，降低联合违约发生的可能性。

#### 3、回收时间存在一定的不确定性

购房尾款回收期限大部分集中在1年以内。但由于相关资料收集、房管局登记备案及银行审批耗费的时间均具有不确定性导致回收款期限具有不确定性。

#### 4、循环购买

由于购房尾款回款时间较短，且回款时间具有一定不确定性，而购房尾款资产证券化产品存

续期一般会 longer，为解决期限错配问题，购房尾款资产证券化产品一般会设置循环购买机制，一方面满足产品的期限配置，另一方面提高资金利用效率，保证投资人的利益。资产支持证券存续期间分循环期和摊还期，在循环期通过循环购买与初始入池资产同质的循环资产保持资产支持证券产品规模的稳定性和连续性，循环购买频率通常为季或半年；摊还期则需要在各期摊还本息直至资产支持证券产品到期，摊还期视基础资产回款情况而定，一般为 6~12 个月。

## （二）评级思路

远东资信结合购房尾款资产证券化产品特点，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，在着重对基础资产信用质量、交易结构的信用风险以及结合基础资产信用质量和交易结构设计进行的现金流分析和压力测试考察的基础上，同时考虑原始权益人信用风险及参与机构履约能力等因素，综合判断该被评证券的风险水平，并最终确定其信用等级。同时，远东资信对涉及到的法律、会计、税收等相关问题也会加以关注，评估其可能产生的影响。

具体来看，远东资信一般从以下几个方面来分析和考量购房尾款资产证券化产品的风险：

1、基础资产方面，由于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。

2、交易结构方面，交易结构决定现金流支付机制，继而决定了流入现金在各档证券之间分配的优先顺序；影响优先/次级资产支持证券的分层比例，继而影响优先级资产支持证券受次级资产支持证券的保护程度。另外，交易结构中第三方担保、维好承诺等增信措施的设置也会给相关证券的兑付提供一定保障。上述因素将综合影响受评证券的本息偿付能力，也直接影响到资产支持证券信用级别的高低。因此，远东资信对交易结构的分析包括但不限于现金流支付机制、信用触发机制、增信措施等方面。

3、现金流分析及压力测试方面，远东资信主要是对产品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的定量分析，需考虑到产品本息分配顺序、流动性储备和信用触发机制等因素；并假设在发行利率、历史回款率、回款时长等关键参数的不同压力下，基础资产预期现金流入对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基础。

4、原始权益人信用风险方面，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。

## （三）评级要素及模型

## （A）基础资产信用质量分析

基础资产是资产证券化交易的物质基础和风险本源，基础资产的信用质量构成资产证券化交易的信用基础，因此对基础资产的信用质量进行考察和分析至关重要。对于购房尾款资产证券化产品来说，产品存续期内，基础资产的预期现金流是还本付息资金来源，而影响基础资产预期现金流水平的要素主要包括基础资产入池标准、基础资产自身特征、外部经济政策以及原始权益人的经营管理水平等。

### 1.基础资产入池标准

对于资产证券化产品来说，资产的入池标准是防止潜在高风险债务人入池的关键因素。在购房尾款资产证券化过程中，基础资产为购房人的购房尾款。在进行购房尾款资产证券化时，一般会选性质相似，且合规合法的购房尾款入池。比如项目公司已经履行并遵守基础资产所对应的任一份《商品房买卖合同》项下的到期应尽义务，且购房人未提出因售房人瑕疵履行该等义务而要求退房等主张；《商品房买卖合同》项下的购房人、原始权益人及项目公司均无正在进行的或将要进行的诉讼、仲裁或其他纠纷；资产对应的标的项项目一般位于一二线城市；单个省份或直辖市辖区内的标的项项目所产生的资产占资产池总额一般不超过设定的比例等。

此外，不合格基础资产会导致入池的购房尾款现金流减少或灭失，为降低投资者损失，在实际业务中，交易条款一般会规定原始权益人负有不合格基础资产置换与赎回义务。由于购房尾款资产证券化产品一般设置循环购买机制。因此，项目后期的备选池质量及储备对于循环购买期的现金流回收情况影响重大。

### 2.基础资产自身特征

基础资产自身特征的分析主要包括基础资产的地区分布、业态分布、购房人付款方式分布、首付比例分布、购房人资质情况等。

#### （1）基础资产地区分布和业态分布

房地产项目或楼盘分散度可以一定程度上避免受同一地区经济下行或楼市政策影响，以至基础资产整体后期销售数量及收入的下降。同时经济发达地区的信用状况要好于经济欠发达地区。若基础资产较分散，且大部分基础资产分布在信用状况较好的地区，则购房尾款的回收较有保障。故远东资信考察基础资产的地区分布。

一般来说，住宅类购房尾款的回款速度好于商业类购房尾款的回款速度，若大部分基础资产对应的业态为住宅，则回款速度相对较快。故远东资信考察基础资产对应的业态分布情况。

#### （2）购房人付款方式分布和首付比例分布

不同的贷款方式，对违约的成本和回款周期都会造成一定的影响。例如，银行商业贷款周期因各银行政策、放款时间节点银行资金要求，在审批和放款速度上有一定差异。首付分期的方式则杠杆比例高，违约成本低于其余付款方式，违约可能性也相应高于其他付款方式。故远东资信考察购房人的付款方式分布和首付比例分布。

### **(3) 购房人资质情况及购房用途**

购房人拥有稳定的职业和收入水平相较没有正当职业、收入不稳定的购房人来说，通过银行贷款审批的可能性更大，银行审批的贷款金额比例也会更高。另外，对于首套房购买者来说，购房用途主要为刚需，因此相对来说其违约的可能性较小，相关信贷政策也更为宽松。故远东资信考察购房人的资质情况和购房用途。

## **3.外部经济政策环境**

项目所处的外部经济政策环境影响商品房价格、贷款审核等方面，进而影响基础资产现金流回笼。这些外部经济政策因素包括经济周期波动、房地产市场发展情况、房地产调控政策、信贷政策等多个方面。就房价而言，若房价处于高位，当楼市出现大幅跌价时，出现恶意逾期的可能性较高，从而会对入池资产的覆盖倍数产生一定影响。近年来我国房地产调控政策频频出台，调控力度一再收紧，多地房产局对于超过当地限价标准的房地产项目不予备案，加之银行收紧贷款审批，购房尾款回收周期受到一定影响。

## **4.原始权益人经营管理水平分析**

除资产池特征外，原始权益人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，经营实体运营越稳定，资产未来现金流越稳定，现金流回收越有保障。

### **(B) 交易结构分析**

交易结构设计是购房尾款资产证券化过程中的重要环节，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考察。通过优先次级分层、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循环购买、现金流支付机制和信用增级措施、交易结构风险等方面因素。

#### **1.循环购买**

如前所述，购房尾款资产证券化产品一般会设置循环购买机制以解决期限错配问题。在循环购买阶段，购房尾款资产池产生的现金流用于支付资产支持证券的利息及相关费用，余下的全部或部分资金由原始权益人根据合格标准购买新的入池资产以保证资产池规模。循环购买期结束后

则进入交易末期亦即摊还期。在摊还阶段，购房尾款资产池产生的现金流归集后按照约定向资产支持证券持有者偿付本金和利息。需注意的是，循环期内入池的新的应收账款应符合初始设定的入池标准，以保证资产池信用质量。

远东资信主要关注具体循环购买条款的设定。为了防止循环期内资产池信用质量恶化而影响证券本息支付，一般都相应地规定一旦发生某些可能导致资产池信用质量恶化的事件或条件，且该类事件或条件在一定时期内未得到消除或无法消除其对交易的影响，则交易将立即终止循环期而进入偿还期，资产池所实现所有收入都将被支付给证券化产品投资者，证券化产品将被迅速提前清偿。

## 2. 现金流支付机制

购房尾款资产支持证券项目的现金流支付机制决定了现金流从归集到分配给证券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。就现金流支付机制而言，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

资金分配顺序是否更有利于优先级证券的本息偿付保障。例如：现金流支付机制多设有利息回收款在支付完毕参与机构服务费、优先级证券利息等剩余资金优先用来弥补违约额和本金的机制，从而对优先级证券本金偿付提供保障。

### （2）是否设置信用触发机制

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下（即触发条件），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，减少投资者可能的损失。一般而言，在交易条款中若设置了信用触发机制，则在信用触发事件发生后，收益账户与本金账户下的资金分配顺序将改变，即基础资产产生的资金在支付完各项税费、主要参与机构服务费及中介机构中介费后，将优先用于清偿优先级证券的本息，直至优先级资产支持证券的本金支付完毕，剩余资金分配给次级资产支持证券持有人，以降低优先级资产支持证券预期收益和本金无法按时足额获得偿付的流动性风险。

## 3. 不合格基础资产赎回机制

购房者因房地产企业违约或银行按揭审批未通过等问题要求解除商品房买卖合同，从而导致基础资产现金流减少或者灭失的这类资产属于不合格基础资产。另外，开发贷或预售资金的监管可能会导致基础资产产生的现金流被截流。若基础资产对应的项目公司前期与银行签订了房地产开发贷款协议，开发贷银行要求房地产项目的预售资金全部要进入项目公司在该银行处开立的专门的监管账户，且该等安排对相关的基础合同项下的购房应收款纳入产品造成截流，则该部分基



础资产亦属于不合格资产范畴。

为防范这一风险，保证产品本息偿付现金流的稳定性，购房尾款资产证券化产品通常都设置了不合格基础资产置换与赎回机制。

#### 4.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，亦是远东资信评级时关注的要素。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

由于购房尾款资产支持证券产品通常是由原始权益人担任资产服务机构，相当于自我监督，存在一定道德风险，若原始权益人信用状况恶化甚至破产时，可能发生其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，资产服务机构是否在监管银行开立监管账户，包括资金向监管账户的划转频率的安排（判定混同时间长短）、是否设置相应的回收款转付机制，如账户余额高于一定额度时才可向其他账户转出、向专项计划托管账户划转前冻结资金等，接受监管银行对混同账户资金变动进行监管，并向管理人报告。另外，采用双资产服务机构模式，通过引入独立第三方专业服务机构与原始权益人协同进行包括基础资产监控、催收、信息披露、循环购买资产的筛选及查验等工作，可以从基础资产最底层把控风险，提高投资人资金安全的保障程度。若资产服务机构设立监管账户或该产品引入独立第三方专业服务机构作为资产服务机构，一定程度上利于缓释该风险。

##### (2) 循环交易风险

由于购房尾款资产支持证券产品一般都设置循环购买，若原始权益人后续无法提供足额的符合入池标准的基础资产，将会导致资金闲置，资产池的整体收益率下降，进而导致专项计划现金流入不足以兑付优先级资产支持证券本息的风险。对此，远东资信关注交易设计中，计划管理人是否制定了相应的循环期新增资产的入池标准以及一旦出现可供循环购买的新增基础资产不足时，专项计划是否设置特定的触发机制来控制这一风险，例如闲置资金在达到证券未尝本金余额某个比例时触发加速清偿事件等。

##### (3) 资金截流风险

资金截流风险是指在专项计划存续期内，若项目公司因其涉及任何形式的账户监管条例或借款条例（包括但不限于银行项目开发贷款）而造成的现金流出受限，将导致基础资产回款收款不足以支付优先级资产支持证券本息的风险。远东资信结合入池基础资产中涉及房地产开发贷或开发贷协议的基础资产比例，以及对该部分基础资产银行监管政策的松紧程度来判断该风险大小。

若在交易设计中进行了以下安排，则远东资信认为有利于缓释该风险：原始权益人或关联方向管理人出具差额支付承诺函，当出现资金截流情况不足以支付优先级资产支持证券的本息差额部分，承担补足义务；专项计划的基础资产回收款对优先级资产支持证券的本息兑付是否存在一定规模的超额覆盖；专项计划设定不合格基础资产赎回机制等。

#### **(4) 持续经营风险**

基础资产预期的现金流产生主要受原始权益人持续经营能力的影响较大。在基础资产转让至专项计划的情况下，原始权益人能否在专项计划存续期内持续经营，决定着基础资产预期现金流能否正常产生，进而影响优先级资产支持证券能否按期足额偿付。远东资信关注原始权益人的主体信用等级。若原始权益人主体信用等级较高，持续经营能力较强，则有利于缓释该风险。

#### **(5) 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，受托机构将回收款用于再投资而遭遇损失的风险。远东资信关注交易中回收资金再投资范围与品种的约定、受托机构的投资管理能力、资金在原始权益人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，受托机构投资管理能力较强，则有利于缓释该风险。

#### **(6) 后备服务机构的缺位风险**

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。远东资信关注资产服务机构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，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。

#### **(7) 尾端风险**

随着贷款的清偿，基础资产的多样化效应减弱，借款人同质性相对增加，存在尾端违约的风险。远东资信关注贷款剩余期限的分布、存续期后期贷款的集中度及其对应的借款人信用等级、贷款担保情况等因素，若存续期后期贷款的集中度较小，对应的借款人主体级别较高或担保较强，则有利于缓释该风险。

### **5.信用增信措施**

信用增信措施可以降低受评证券的违约损失，提升优先级证券信用水平。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) 内部信用增信

这种信用增信主要是由原始权益人提供，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。一般而言，购房尾款资产证券化产品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，通过优先次级本息偿付次序，来实现内部信用升级。在还本付息方面，优先级证券享有优先权，而在遭遇损失时，次级证券先行吸收资产池损失。这种偿付结构安排使得次级证券投资者为优先级证券投资者提供了一定程度的保障，在资产证券化实践中被广泛使用。

远东资信结合前面的风险量化分析确定的必要信用增级量，重点关注交易的分层结构设置，即各劣后受偿的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，以充分考量优先级/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

超额覆盖是指入池购房尾款的金额超过了资产支持证券本息，差额用于弥补资产证券化过程中可能产生的损失。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证券提供信用保证，从而对证券形成信用一定的增级效果。通常超额覆盖越多，意味着对证券保护程度越高，信用水平亦越高。

### ③ 不合格基础资产置换/赎回机制

如前所述，购房尾款资产证券化产品通常设置了不合格基础资产的置换/赎回机制。在产品存续期间，若发现不合格基础资产，原始权益人应将其自有的、符合资产保证且应收账款余额不低于该笔不合格基础资产的应收账款余额的应收账款资产（单笔资产或资产组合），对该笔不合格基础资产进行置换；原始权益人决定不予置换或未有足够的基础资产用于置换时，则应以现金形式对相关不合格基础资产予以赎回。

## (2) 外部信用增信

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有时还会引入外部信用增信措施。具体来说，它包括如下内容：

### ① 维好承诺

维好承诺是由维好承诺人出具《维好承诺函》，对原始权益人在承诺期间的财务状况、经营状况、财务指标等方面维持一定标准的承诺。如维好承诺人承诺在知晓原始权益人于承诺期间内任何时候确定其流动资产将不足以如期履行其在任何专项计划文件项下的支付义务后，以一切适当方式为原始权益人提供足够资金使原始权益人可以如期履行有关支付义务。但是，在任何情况下，《维好承诺函》不应被要求代原始权益人直接履行其在专项计划文件项下的任何支付义务。维好承诺人一般是直接或间接持有原始权益人大部分股权，并对原始权益人拥有管理控制权。由于维好协议是母公司愿意支持子公司的一个重要标志，因此其信用水平可能会高于母公司未提供维好协议情况下的信用水平。

### ②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》，在专项计划存续期间内不可撤销及无条件对专项计划不足以支付优先级资产支持证券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。管理人若发现专项计划账户内可供分配资金不足以支付优先级资产支持证券到期本息时，会向差额支付承诺人发出启动差额支付指令，差额支付承诺人在收到上述指令后，一般会在规定的期限内划款。差额支付承诺人一般为原始权益人的控股股东、实际控制人或其他关联方，其自身实力越强，对优先级资产支持证券持有人的保障程度越高，远东资信主要考察差额支付承诺人自身实力。

### ③保证担保

保证担保一般是指担保人出具有效的《担保函》，在专项计划存续期间内对专项计划不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分，在差额支付承诺人未及时、全额支付该差额部分时，担保人对该部分差额承担支付义务。

在购房尾款资产支持证券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弱化其对证券化交易提供的增信作用，从而影响购房尾款资产证券化产品的最终评级。购房尾款资产证券化产品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。这种情况下，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。

## (C) 现金流与压力测试

### 1. 现金流分析

现金流分析是远东资信对购房尾款资产证券化产品评级的重要组成部分，远东资信按既定的

交易结构，量化测算资产池于每一既定时点产生的现金流对相关证券于该时点应当偿付本息金额的覆盖水平，且当交易结构中涉及分层结构的，远东资信将对各层次证券的本息覆盖情况进行具体分析，以评价相关增信水平是否能够支持该层证券达到相应目标级别。

远东资信会根据项目的交易账户设置、现金流支付机制、信用触发事件，并结合基础资产特点和增信措施构建现金流模型。资产池的现金流入为应收购房尾款产生的回款，现金流出包括各项税费、参与机构服务费用、各档证券的本金和期间利息等。通过现金流模型对资产池现金流进行分析，得到正常情况下证券的现金流的时间分布，从而确定资产池产生的现金流对各期优先档证券的保障程度。

## 2.压力测试

由于在现金流分析中，基准条件是基于对未来市场情况的主观判断及相关假设，但存续期内受评证券所面临的经济政策及金融环境依然存在较大不确定性。为全方面考虑受评证券交易结构的稳健性和安全性，远东资信将对受评证券进行压力测试，用以考察在压力情况下现金流对受评证券本息的覆盖程度，进一步检验受评证券所获得的信用增级水平是否满足目标级别水平。

远东资信在进行压力测试时，主要通过通过对发行利率、历史回款率、回款时长等参数进行加压，考察在压力场景下基础资产的现金流入在各个既定时点对资产支持证券本息的覆盖情况。若压力条件下基础资产的现金流入在各个既定时点能对资产支持证券本息完全覆盖，则判断其是能够通过压力测试；若不能完全覆盖，则需要根据现金流分析模型反映的具体情况，通过调整受评证券的发行规模或通过调整交易结构增加触发机制等方式，以保障相关证券本息在既定时点都能得到按时、足额偿付。

### (D) 原始权益人及主要项目公司信用风险分析

由于购房尾款资产证券化产品涉及循环购买的交易结构，原始权益人是否可产生足够的、质量较好的应收购房尾款可供循环购买，将直接影响证券化产品的现金流。原始权益人的购房尾款系从各个项目公司归集而来，因此需重点关注原始权益人及主要项目公司的持续经营能力。若原始权益人及主要项目公司经营过程中发生可能导致企业经营不善、无力偿债的特殊事件，将使得受评证券的偿付产生不确定性。远东资信针对原始权益人及主要项目公司的信用风险的分析主要考察以下方面：

宏观及行业环境、企业运营、管理与战略、财务状况等。宏观及行业环境方面，主要考察：1.宏观经济环境。包括对宏观经济形势、经济周期和宏观经济政策的分析以及项目所处不同地区的经济发展状况等。2.行业政策。包括已有政策对原始权益人的影响，并结合各自区域不同政策，具体分析企业所受的不同影响以及政策面的整体趋势变化等。3.行业竞争。主要关注原始权益人及项目公司所在行业或区域竞争情况。

企业运营方面，主要考察：1.规模。因地产行业具有周期性，具有较大规模、较强竞争地位的地产开发企业在经济下行周期抗风险能力较强，而规模较小的企业更可能成为较强企业的并购对象。故规模越大，抗风险能力越强。2.市场地位。包括市场占有率和品牌优势，市场占有率高的企业收入规模较大，资金链断裂的可能性相对较小，整体抗风险能力较强。品牌认知和企业形象对于房地产企业销售的重要性亦较明显，品牌知名度越高市场竞争力越强。

管理及战略方面，主要考察：1.管理素质。包括股东背景及实力，给予原始权益人及项目公司的支持力度大小；原始权益人及项目公司治理结构的规范性，股东、董事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制等；原始权益人及项目公司组织架构是否与其运营模式、发展战略相适应；原始权益人及项目公司的人力资源状况；原始权益人及项目公司的信用记录等。2.发展战略。包括原始权益人及项目公司是否制定了较为明确且合理的发展战略，具体实施情况等。

财务状况方面，主要考察：1.原始权益人及项目公司的会计信息质量；2.资本结构、资产质量、盈利能力、现金流等财务指标状况；3.或有事项等。

### **(E) 参与机构履职能力分析**

对主要参与方的分析，远东资信关注的是其履职能力的高低。履职能力强的参与机构能够对产品设计及运行起到较强保障作用，因而参与机构履职能力的高低，对证券化产品的偿付有重大影响。在购房尾款资产证券化产品交易结构中，主要参与方包括资产服务机构、计划管理人、托管人等，其中资产服务机构和原始权益人往往为同一机构。

#### **1.资产服务机构/原始权益人**

资产服务机构主要负责应收账款的回收、催收及日常管理，一般由原始权益人担任，因为原始权益人对入池应收账款及债务人相对比较了解，一定程度上可降低管理成本。资产服务机构的尽职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、以往担任资产服务机构的经验、内部控制及管理能力等，综合判断其服务能力。

#### **2.计划管理人**

计划管理人主要负责发起设立并管理专项计划，聘请为专项计划提供服务的相关机构，办理资产支持证券发行相关事宜，按约定向资产支持证券投资者分配收益，履行信息披露义务，负责专项计划的终止清算等。远东资信主要关注计划管理人的经营情况、以往担任管理人的经验、内部管理和风控制度等，综合判断其管理能力。

#### **3.托管人**

托管人主要办理专项计划的托管业务，包括安全保管专项计划相关资产，监督管理人专项计划的运作，出具资产托管报告等。托管人一般由银行担任，其托管能力直接影响专项计划运行。远东资信主要关注托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。

#### 4.其他参与机构

如果交易结构中引入增信机构，远东资信还会重点分析这些机构的信用风险。

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。

#### (F) 法律及其他要素分析

远东资信在实际的评级过程中，会对受评证券涉及的法律、会计、税收等因素给予必要的分析，重点分析由于法律因素对投资者利益造成危害的可能性，以及因会计、税收等要素造成对投资者利益影响的不确定性等。具体包括对购房尾款资产证券化产品涉及法律、会计等文字说明的相关机构业务资格、相关资质进行核实，在实际的法律和监管框架下，对资产池是否实现破产风险隔离，破产风险隔离是否受到法律保护，基础资产的转让是否合法、有效进行分析，同时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，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）；购房尾款资产证券化产品涉及相关的税费的，量化分析税费对资产池现金流产生实际影响等。

## 五、评级方法与模型的局限性

远东信用的评级方法与模型主要基于历史信息，通过受评对象的过往表现、现状与目前政策导向，对其未来表现进行合理预测。但影响受评企业信用风险变化的因素是动态变化的，对未来的预测难以避免的存在不准确的风险，本评级方法与模型不能保证完全符合客观情况与进行适时调整。

远东资信对于本评级方法与模型是基于一定理论假设的，真实情况与理论假设可能存在差异，从而存在一定程度的模型风险。

为了避免评级方法与模型过于复杂，本方法与模型中仅涵盖关键评级因素与指标，未能涵盖所有影响受评对象信用风险的因素。对于众多难以预测的突发因素，本方法与模型也未能全部涵盖。

远东资信将定期或不定期对本评级方法与评级模型进行审查，适时对关键评级因素与指标进

行优化调整。

此外，本评级方法与模型所使用的数据主要由受评主体与专业机构所提供，评级结果受数据采集难度、数据可靠性与完整性影响。



## 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-57277666

### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-65100651

## 【免责声明】

本评级方法与模型由远东资信提供。其中引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供保证。

远东资信对本评级方法与模型内容持客观中立态度。其中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。其中内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本评级方法与模型版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行包括但不限于展示、修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，须注明出处，且不得篡改或歪曲。

远东资信对于本声明条款具有最终解释权。