



# 商业地产抵押贷款 资产支持证券信用评级 方法与模型

版本号：FECR-SYDCDY-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 .....	3
四、	评级方法与模型：产品特征、评级思路、评级要素及模型 .....	3
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《商业地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法与模型》（版本号为：FECR-SYDCDY-V02-202108，以下简称“本方法与模型”）。本方法与模型在 2019 年版的《商业地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法》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。

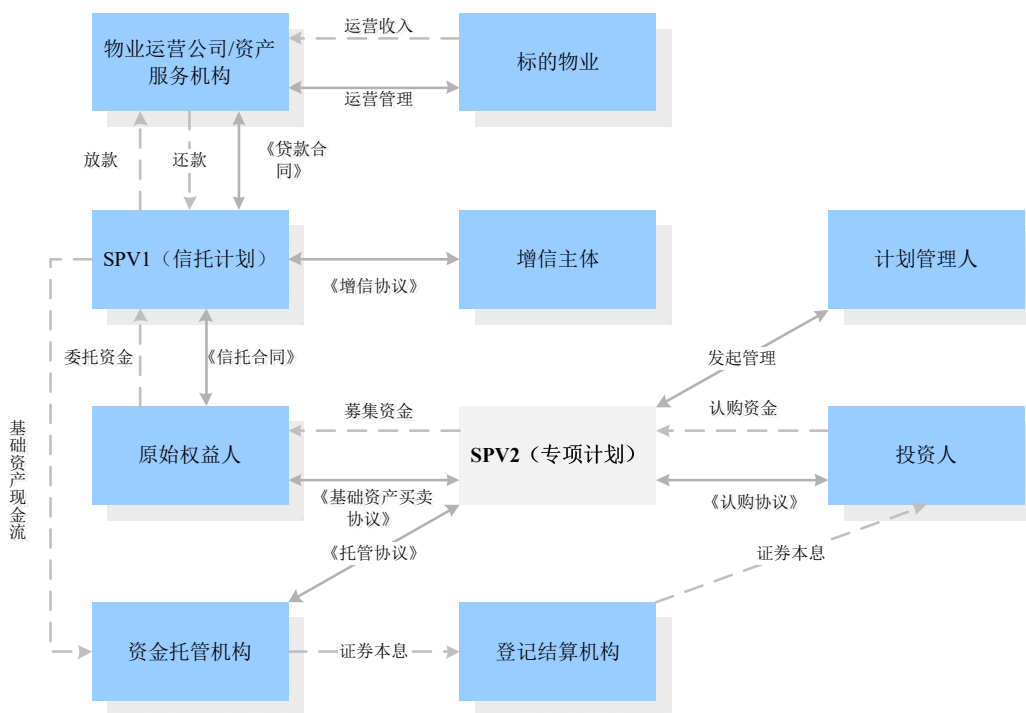
本方法与模型的修定、生效未对尚处于远东资信信用等级有效期的受评对象评级结果产生影响。

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

资产证券化是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增信，在此基础上所发行的资产支持证券。其中基础资产系指符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产，可以是单项财产权利或财产，也可以是多项财产权利或财产构成的资产。

商业地产抵押贷款资产支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS）是指商业地产抵押贷款的债权银行（或其他贷款机构）将符合一定条件的贷款组成“资产池”，以商业地产未来收入（租金、物业费等）为支持，向投资者发行的可自由流通的结构化债券。CMBS 的基础资产是商业地产抵押贷款，物业是证券化过程中的核心资产，物业资产未来的经营收入（含租金、物业费等）是资产支持证券主要的实际还款来源。CMBS 的设立与发行环节一般包括资产重组、破产隔离和信用增级，主要参与的机构包括发起人（原始权益人）、SPV、承销机构、资产服务机构、交易管理机构、资金保管机构和登记机构。目前国内商业地产抵押贷款资产支持证券交易结构一般如下图所示：



**图 1：一般商业地产抵押贷款资产支持证券产品交易结构设计**

国内 CMBS 的实际交易结构中，通常采用“信托计划+专项计划”的双 SPV 结构。首先，由原始权益人作为委托人，设立单一资金信托并成为唯一受益人，享有信托受益权；由单一资金信托向融资人（通常为物业公司）发放贷款，单一资金信托人享有相应债权；融资人将标的物业抵押至信托计划，并将标的物业收入进行应收账款质押。之后，由计划管理人设立资产支持专项计划向原始权益人受让全部信托受益权，以此为基础发行资产支持证券，计划管理人以募集资金作为购买价款用于向原始权益人支付信托受益权转让对价。标的物业资产的未来收入在单一资金信托存续期间成为偿还信托贷款本息的主要来源，单一资金信托计划受托人基于信托贷款的偿付向单一资金信托受益人定期分配收益；在相应分配日，管理人根据相关文件约定，向专项计划投资人支付资产支持证券本金和预期收益。

由于目前商业物业大多作为银行经营性物业或其他信托贷款的抵押物，存在权利限制，所以一般会安排解除权利限制的措施，使用过桥资金偿还标的物业上的存量债务。项目存续期内，由资产服务机构负责标的物业的管理及现金流的归集，资产服务机构一般为融资人自身，另外也可以引入独立的第三方作为资产服务机构进行协同管理；由计划管理人协同托管银行进行专项计划的分配。现阶段为了加大风险控制管理，更多的融资人采用引入独立第三方资产服务机构进行存续期管理服务。

需要说明的是，对于本评级方法与模型，由于我国 CMBS 在基础资产特点、交易结构、法律环境等方面与国外存在差异，本方法与模型仅适用于中国境内 CMBS 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

##### 1、以“双 SPV”结构为主

在我国，相关法律法规对贷款发放主体资格有严格限制，而通常能够发行资产支持证券的计划管理人则不具有发放贷款的资格。而 CMBS 的基础资产构造需通过向借款人发放贷款而形成债权。目前市场上的 CMBS 主要采用两种形式发放贷款：一是借助信托公司成立信托计划向借款人发放信托贷款，从而形成“信托计划+资产支持专项计划”的双 SPV 结构；一种是借助委贷行向借款人发放委托贷款，发放委贷无需另设 SPV，从而形成只有专项计划的单 SPV 结构，但目前这种情况较为少见。

目前我国沪深交易所发行的 CMBS 产品基本采用了“信托计划+资产支持专项计划”的双 SPV 结构。2018 年 1 月，根据银监会发布的《商业银行委托贷款管理办法》（银监发【2018】2 号），对与非标资产和通道业务有关的委托贷款业务进行了明确且具有针对性的规定，委托贷款通道业务受限，故此以后银行间发行的 CMBS 产品交易结构亦只能采用双 SPV 结构。另外，由于商业物业运营收入存在不稳定情况，嵌套信托计划可以解决现金流稳定性问题，同时还可以解决计划管理人无法办理抵押手续的问题。

##### 2、产品的期限很长

由于国内租售比较低，短期租金无法覆盖相应的融资规模，只能通过拉长融资期限（通常为12~18年）来达到现金流对专项计划的覆盖。同时，租户租约以及投资者资金偏好又是相对短期的，会存在一定的期限错配，所以CMBS产品一般会设计一个每三年开放期的特殊交易安排，在开放期投资者与融资人可以进行回售和赎回的双向选择，根据当期的资金成本，投资人可以选择回售，融资人则可以通过票面利率调整使投资者放弃回售或主动选择赎回。

### 3、风险防范机制相对完善、增信措施较为严格

CMBS的现金流主要来自存续期间底层物业资产所产生的全部经营收益，现金流首先在融资人开设的物业日常收款账户处归集，经过一系列的账户设置，最终进入资产支持专项计划的管理人开立的托管账户中，故项目现金流受到严格的资金监管；同时，目前国内CMBS的评级体系、市场环境等外部条件均未达成熟，因此在交易结构设计时仍一定程度依赖融资人相关主体信用的支持，且增信措施较为严格。

## （二）评级思路

远东资信结合CMBS特点，对该类产品信用等级的评定是对受评证券违约风险的评价，是对在存续期内受评证券利息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的评价。

首先，基础资产产生的现金流是受评证券本息偿付的主要来源，因此信用分析的核心在于基础资产质量。标的物业产生的现金流是CMBS本息偿付的实际还款来源，远东资信首先关注影响标的物业现金流的因素，包括标的物业的地理位置、建筑物质量、项目市场供需情况、租户结构、出租率、租金水平、租约长度、收租方式等特征。

其次，受评证券能否按时足额偿付也取决于标的物业产生的现金流入与证券偿付现金流出在时间与规模上的匹配程度。因此，除了关注前述标的物业产生的现金流分析之外，我们还会关注CMBS项目的交易结构，尤其是现金流分配顺序及偿付机制，同时考虑各种设定的事件触发机制。前文已述，CMBS产品的期限一般很长，所以在CMBS的交易文件中通常会设置关于资产支持证券开放退出与回购的特殊安排。资产支持证券持有人或优先级资产支持证券持有人在规定的开放期内有全部或部分退出专项计划的权利。因此，开放退出与回购也是现金流匹配重要考虑因素之一。

在参考国际评级公司的CMBS评级方法、国内CMBS项目实际情况并结合远东资信自身评级理念的前提下，我们以偿债覆盖倍数（debt-to-service coverage ratio, DSCR）与贷款价值比（loan-to-value ratio, LTV）等量化指标作为CMBS产品评级的初步标准。在计算这两个指标时，远东资信考量的因素包括：物业类型、是否存在抵押、房龄与质量、区域地产市场景气程度、租

金水平及影响因素、目前出租情况、物业管理、入池资产区域集中度（若涉及多个标的资产）、证券现金流归集及分配机制设计、回购及退出安排等。上述计算是基于基准情况，在评级过程中，远东资信还会考虑压力条件下的情况，以评估在严苛条件下现金流入对现金流出的覆盖及匹配情况。

再次，远东资信将对交易结构进行分析。对基础资产进行交易结构设计是为基础资产收益提供内外部增信，增强专项计划稳定性的重要手段。交易结构设计合理，专项计划稳定性则较强，风险也较低，反之则风险较高。远东资信对 CMBS 交易结构的考察主要关注法律风险、现金流归集与分配、内外部增信措施、交易结构风险等。

最后，CMBS 所涉及的参与方主要包括资产服务机构、计划管理人、资金保管与结算机构等，在此过程中，主要参与方的履职能力关系着专项计划的稳定性。远东资信主要从参与方的资本实力、项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面对参与主体的履约能力进行分析。

### （三）评级要素及模型

#### （A）基础资产分析

##### 1.基础资产基本情况

###### （1）地理位置

地理位置是影响标的物业产生现金流能力及房产价值的首要因素。标的物业所处地段的繁华程度越高，其产生现金流的能力越强，房产价值也越高。此外，还要确定商业地产所处商业区的具体位置（如位于主道还是侧道、标识是否醒目等）及交通便利性。从国内已有的 CMBS 项目来看，物业所处位置一般位于一、二线城市核心地段，因为核心城市的经济水平较高，物业的租金稳定性较好。

###### （2）建筑状况与特征

标的物业的新旧程度（房龄）、建筑质量、外观设计等都会对其价值产生影响。房龄较高或建筑质量不佳的项目往往维护或重新装修的成本较高，而过于时髦或配制过于专门化的项目也面临着不断重新装修或改造的问题。另外，楼层净高（过低的净高则会产生压抑感，不利于经营活动的开展）、面积布局是否合理、内部格局（是否有利于柜台、货架等的布置和购物人流的组织）、装饰装修、无形价值（如知名的酒店管理方或知名品牌厂家入驻等）等也会对物业价值产生影响。

###### （3）业态

我国 CMBS 项目涉及的物业业态多为写字楼、公寓、购物中心、物流园、酒店和工业地产等。工业地产在国内市场目前有一定的受限性，因此实际项目主要还是以写字楼、商业综合体、酒店和公寓为主。一般地，从现金流角度而言，写字楼及公寓现金流最稳定，酒店是相对而言稍微弱一些的，而购物中心和物流园居中。但这也不绝对，需要具体情况具体分析。

#### (4) 区域环境

标的物业市场运营与所处区域商业环境、消费水平、人流量等诸多因素相关联，若外部环境不佳或者消费人气下降，则物业的租金水平存在下滑风险。远东资信在考察商业地产外部环境时，倾向于以一个较长的时间跨度数据作为评估基础。

#### (5) 物业管理

一般而言，行业领先的物业运营公司有利于物业运营和管理，提升物业价值，保障租金的稳定性。远东资信会对标物业的物业管理方进行考察，包括管理公司的运营历史、专业水准、经营理念和战略等。

#### (6) 入池资产的分散度

我国的 CMBS 和美国 CMBS 的差异较大，美国 CMBS 分散度较高（贷款笔数通常在 15-300 笔之间），而我国现在发行的 CMBS 资产基本上都是单一资产。基于多资产的抵押贷款能够有效抵御非系统性风险，因此对于此类情况，远东资信在确定目标级别对应的 DSCR 及 LTV 临界点时可以进行微调。

### 2.基础资产运营情况

#### (1) 收入来源

商业地产的收入主要包括租金收入及配套设施收入（如物业费、车位停车费等）组成，如果标的资产配套设施收入较高，且较为稳定，则会成为商业地产现金流流入的重要补充，但对于不能持续或经常性发生的不稳定收入，远东资信会考虑剔除。

#### (2) 租户情况

远东资信主要关注租户的行业分布、集中度及信用状况等，对于租户不够分散的物业，远东资信会就租赁规模较大的租户进行单独分析。一般而言，租户实力越强，信用资质越好，物业收入水平越稳定；而租户集中度越高，则由于重要租户退租导致的现金流波动越大。

#### (3) 租金和出租率

远东资信对标的物业的历史和目前租金水平、出租率、转租率趋势等进行分析，同时考察租



赁合同期限、租金支付模式等因素。对于有可比数据的物业，远东资信会考察同区域中相似业态物业的租金和出租率数据，以对标的物业做更合理的评价。

#### **(4) 标的产权及资产抵质押情况**

目标物业需产权清晰，同时由于目前商业物业大多作为银行经营性物业或其他信托贷款的抵押物，存在权利限制，所以在入池之前一般会安排解除权利限制的措施，否则底层资产将存在法律瑕疵。

### **(B) 交易结构分析**

交易结构的设计是资产证券化过程中的重要环节，一般从交易结构的有效性、可靠性和完整性等方面进行综合分析和考察。通过破产隔离或风险隔离、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 CMBS 交易结构的考察主要包括：现金流支付机制、信用增信措施和交易结构风险等。

#### **1. 现金流归集与分配**

现金流支付机制决定了现金流从归集到分配给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。

CMBS 的现金流主要是物业的未来收益（租金、物业费、商业管理费等），现金流在借款人的收款账户处归集，经过一系列的账户，最后进入计划管理人开立的专项计划账户。CMBS 的交易文件对现金流分配流程的各个时点都有明确的规定，以保证专项计划能在兑付日及时、充分地向资产支持持有者分配收益。与一般资产证券化产品相比，CMBS 的现金流分配流程更为复杂。CMBS 的交易文件对现金流的分配顺序也会作出明确的规定，且对发生特定情形的特殊分配顺序也作了明确规定，以最大限度保护优先级资产支持证券收益及本金安全。

对于现金流归集，远东资信主要关注归集渠道是否顺畅、现金流归集频率、划付频率、主要参与方的资信情况及服务能力、是否存在资金沉淀及资金混同风险，核心在于判断管理人是否建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，切实防范资金混同以及被侵占、挪用的风险。对于现金流分配，远东资信关注分配顺序（尤其是劣后级证券）、特定信用触发机制（将改变现金流分配顺序，一般而言基础资产产生的资金在支付相关税费后将优先用于清偿优先级证券的本息）、分配频率等，核心在于考察现金流归集与分配机制能否加强对优先级证券利息偿付的保障。

#### **2. 增信措施**

CMBS 的信用增级措施一般包括优先/次级的结构化分层、标的物业资产超额抵押、现金流超额覆盖、差额支付承诺或担保承诺、保证金、租金收入质押、独立第三方资产服务机构、评级下

调机制等。

### **(1) 优先/次级的结构化分层**

根据交易安排，在专项计划存续期内的每一个兑付日，当期优先级资产支持证券的预期收益和本金分配都享有优先受偿权，待其预期收益和本金全部兑付完毕之后，剩余专项计划资产再分配给次级，从而降低了优先级的信用风险。远东资信关注各档分层比例，再结合现金流分配方式等交易机制安排，考察结构化分层的增信效果。

### **(2) 超额抵押**

CMBS 项目中实际融资人将标的物业资产抵押给信托计划，为信托贷款的还本付息提供担保。当借款人、增信机构无法按期偿还信托贷款时，抵押权人有权依法处理标的物业，拍卖、变卖抵押物所得款项用于清偿信托贷款项下的全部债务。如果标的物业估值超过信托贷款金额，就可以形成超额抵押，进而形成了对受评证券本息偿付的超额覆盖。

### **(3) 现金流超额覆盖**

现金流超额覆盖是指通过标的物业产生的净现金流或 EBITDA 扣除费用后对资产支持证券应付本息的倍数超过 1 倍，且此倍数越大则表明对资产支持证券增信效果越强。超额覆盖可优先吸收资产池损失，从而对资产支持证券的偿付形成保护。

### **(4) 差额支付承诺或担保承诺**

差额补足方出具《差额支付承诺函》或者担保人出具《担保承诺函》，不可撤销及无条件地为资产支持证券提供差额补足承诺或担保承诺。此时，外部增信方自身的信用状况是远东资信关注的重点。同时，要考察差额补足或者担保的范围，如果是对资产支持证券偿付的差额补足或者担保，那么增信效果最好。如果仅对贷款偿付进行差额补足或者担保，那么增信效果略弱。

### **(5) 保证金或留存储备金**

保证金一般在 CMBS 项目开始时就会支付，留存储备金一般在每期期末留存，其优先于次级证券期间收益按一定标准预提，如果资产端产生资金不足以偿付优先档证券利息时可以用来补足。

### **(6) 租金收入质押**

融资人将标的资产在债权存续期间内的未来租金收入质押给信托受托人或委贷机构，并在中国人民银行征信中心应收账款质押登记公示系统上办理质押登记，为信托贷款或委托贷款项下全部债权提供担保，使信托受托人或者委贷机构成为标的资产特定期间租金收入应收账款的唯一质权人，用以对抗第三方善意人，从而为专项计划提供有效增信。

### **(7) 独立第三方资产服务机构**

在资产证券化过程中，服务商是指负责基础资产的管理、运作和处分，收取资产在未来形成的现金流收入并支付给证券持有人的市场参与者。引入独立第三方资产服务机构旨在规避融资人作为资产服务机构所带来潜在的利益冲突问题。同时，相比由发起机构担任服务商能够降低证券化过程中的信息不对称程度，并能够提供更加专业的基础资产管理服务。与此同时，选择专业服务商是可以充分发挥资产证券化的破产隔离作用，使资产支持证券的本息偿付与发起机构的经营状况相区分。

### **(8) 评级下调机制**

在存在评级下调机制的情况下，如发生评级下调事件，原始权益人则需要有相应的措施来应对（如提供额外的资金保护、加速清偿、提供证券退出的流动性支持等），以降低优先级证券的违约风险。

### **(9) 其他**

资产证券化项目可能存在一些特殊交易结构安排，难以量化评估，但可能会影响资产支持证券偿付，如 CMBS 项目可能存在票面利率调整与开放退出、物业的出售与置换安排等。对此，远东资信也会关注相应的条款设置及风险缓释措施。

## **3.交易结构风险**

CMBS 交易结构风险主要包括资金混同风险、后备机构缺位风险和流动性风险等。

### **(1) 资金混同风险**

资金混同风险是指在基础资产所产生的现金流归集划转过程中，因相关服务机构发生信用危机，基础资产所产生的现金流与各服务机构的其他资金混同，导致资产支持证券预期收益不确定而引发的风险。在资产服务机构、计划管理人、资金保管机构的信用状况恶化甚至破产时，可能发生该机构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，资金从资产服务机构的账户划转至资金托管机构的账户是否及时，是否约定其划转时间根据其信用等级的变动而调整，资产服务机构/计划管理人/资金托管机构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。

### **(2) 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。

### （3）流动性风险

流动性风险是指因基础资产现金流入与资产支持证券各项支出在时点上的错配，使得某一收款期间的基础资产现金流入不足以支付当期的各项税费与各档证券本息的风险。在交易设计中若进行了以下安排，如设置流动性储备金账户；在分配顺序中，规定每个支付日本金账下资金先行补足收益账下各项税费及优先级证券利息支付的差额；约定本金账下资金不足以补足当期最高级别优先级证券利息将触发违约事件，以加速优先级证券本息的清偿等，则远东资信认为有利于缓释流动性风险。

### （C）现金流分析及压力测试

#### 1. 现金流及覆盖倍数分析

在对基础资产定性分析完毕之后，远东资信继续考察标的物业的现金流情况，即定量分析。由于资产支持证券的第一还款来源为物业的租金收入，租金的稳定性及未来的增长空间会极大地影响到资产支持证券本息的偿付。在现金流分析中，远东资信采用债务覆盖倍数（DSCR）来衡量标的物业净现金流对资产支持证券本息的覆盖程度。标的物业净现金流（NCF）为净运营收入（NOI）扣除各项费用及资本项目支出（比如租赁佣金、租户装修补贴、设备更换准备金）的余额，即：

净现金流入（Net Cash Flow）=净运营收入(Net Operation Income)-各项费用-资本项目支出

债务覆盖倍数（DSCR）=当期可用于偿付债务的净现金流入/当期资产支持证券本息偿付额

DSCR 一般在 1~2 之间，若该指标小于 1，则资产支持证券有较高的违约概率；若该指标大于 1.4，则违约概率较低。

经济景气程度、区域房地产景气程度、区域租金价格水平、物业历史经营情况、预估的出租率/空置率/转租率、未来改造支出等都是影响标的物业现金流的重要因素，对此远东资信会仔细考察，并结合到现金流分析中。

需要说明的是，对于一些比较特殊的产品，比如某些夹层债项的偿付完全依托于增信方主体信用，单由物业产生的净现金流或 EBITDA 无法覆盖应付本息，这种情况下交易结构一般会设置保证金账户或权利维持金机制，来保证总现金流对资产支持证券本息的足额覆盖，对此则需要对增信方信用及保证金账户的设置或权利维持金机制进行分析。

#### 2. 贷款价值比分析

商业地产抵押贷款是无追索权的贷款，即当来自于标的物业的现金流不足以覆盖本息偿付时，贷款人只能依靠抵押物来弥补贷款损失。因此，在 CMBS 项目中，标的物业一般会抵押至信托计划作为发行资产支持证券的担保，远东资信会考虑贷款价值比（LTV）这一指标。

$LTV = \text{未还贷款余额} / \text{标的物业价值}$

显然，LTV 越低，债务保障程度越高。国内 LTV 一般在 40%~60%之间，不同项目间，可能存在较大的差异。在定量分析时，要先确定优先档证券本息及次级档证券本息的具体还款来源，再结合定量分析进行测算。另外，在有差额支付或担保保证等外部信用支持的情况下，远东资信也会结合相应的触发机制条款、适用范围及增信效果等方面进行分析。

### 3.压力测试

上述定量分析是基于基准情形，为保证各档证券所获得某一级别的稳健性，远东资信会考察在压力条件下，基础资产各期现金净流入对证券本息覆盖情况。一般地，远东资信选择的压力因子包括租金水平、出租率、优先级资产支持证券预期收益率等，并分别在上述单一和组合的压力条件下测算对应的现金净流入情况，然后判定该压力条件下各种模拟场景对应的现金净流入能否覆盖受评证券本息。

#### (D) 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。CMBS 参与机构主要包括原始权益人、资产服务机构、计划管理人、资金保管机构等。

##### 1.原始权益人

在国内双 SPV 结构下，原始权益人目前常由融资方的母公司或其关联方担任，根据项目实际情况，也有商业银行或私募基金管理公司担任的案例。原始权益人的主要作用是提供过桥资金给信托计划用以向融资人发放信托贷款，由此既构成核心的底层债权，又获得作为资产支持专项计划基础资产的信托受益权。最终，融资人向信托偿还信托贷款，信托向专项计划分配信托利益，专项计划以获得的信托利益兑付资产支持证券。

远东资信对原始权益人考察其治理结构、信用状况、财务稳健性、过往经营历史等。

##### 2.资产服务机构

资产服务机构可以由融资方或其关联主体（包括原始权益人）担任，这类主要承担的责任是基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。如前文所述，资产服务机构亦可由独立的第三方资产服务机构担任，这种安排更为接近国际标准。独立的资产服务机构更多参与到资产证券化的

全流程中，承担包括前端资产的组建、尽调、筛选以及辅助产品结构设计，存续期内参与项目风险监管和控制等工作（如现金流的监管、底层物业资产经营状况的监管、定期实地检查/信息搜集等）。

远东资信对资产服务机构考察其公司治理是否规范、人力资源状况、相应服务的经验、内部控制机制、业务操作流程、风险控制情况；财务与信用状况方面，远东资信考察资产服务机构的主要财务指标表现及信用状况。

### 3.计划管理人

计划管理人作为资产支持证券投资者的代理人，其履职能力关系投资者的切身利益。管理人出现严重违反法律、法规和合同约定等行为可能会损害投资者的经济利益。

远东资信计划管理人履职能力的考察主要包括：是否能及时识别影响现金流入的风险并采取相应措施、对资产服务机构的监督是否有效、能否协调交易各方利益、触发信用机制时能否积极追偿债务保护投资者利益等。远东资信重点关注资本实力、往年项目经验、风险控制能力、与商业地产抵押贷款资产支持证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。

### 4.资金保管机构

资金保管机构主要负责资金的托管与税费及证券本息的按时支付，因而需重点考察资金保管机构是否为资产支持证券单独立帐，在现金管理方面是否会存在混用、拖延等现象，是否建立了严格的现金收付管理制度。

远东资信对资金保管机构的考察主要包括资本实力、历年项目经验、风险控制能力、与商业地产抵押贷款资产支持证券化有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。

### （E）法律风险分析

法律、会计、税收等问题是资产证券化评级过程中的重要环节，主要是分析法律方面的问题对投资者利益保护构成危害的可能性，以及因会计与税收等要素不确定带来问题的可能性。具体包括应该分析出有关企业资产证券化的法律、会计等文字说明的相关机构的资质与经验；分析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；分析在具体的法律和监管框架下，基础资产的转让是否合法、有效；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如何，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）；分析与商业地产抵押贷款资产支持证券化过程中税收中性原则是否得以体现，税收对资产池现金流产生的影响等。

## 五、评级方法与模型的局限性

远东资信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。