



资产证券化产品信用评级方法总论

评级方法

版本号：
PF-ABS-FFL-2022-V.1.1
发布日期：
2022/07/12

联系方式

联系电话：010-67413300
邮箱：criteria@dagongcredit.com

前言

《资产证券化产品信用评级方法总论》（以下简称“本方法论”）是依据《大公国际信用评级方法总论》，借鉴国内外先进的评级理念，同时结合中国资产证券化产品市场信用评级的实践与特点，阐述信用等级确定过程的思路和评级要点。

本方法论所定义的资产证券化产品，主要包括信贷资产支持证券、企业资产支持证券、资产支持票据、债权融资计划、结构化信托计划、资产支持计划等。

相较 2020 年 1 月发布的《资产证券化产品信用评级方法总论》，本次修订主要是在原方法的基础上，新增“评级关键假设和局限性”章节，以保证本方法信息披露的完整性。

本方法论包括了评级过程中所考虑的产品特点和产品共性问题的主要因素，这些因素将对被评级对象信用等级的确定产生重要影响，但并未涵盖需要考虑的所有因素。同时，影响相关信用风险的要素及其重要性将随着宏观、行业、监管政策等呈现出动态变化的特征，本方法论或存在一定滞后性，需要进行不定期更新。此外，本方法论仅仅是对资产证券化产品的信用质量评价，没有考虑市场价格和投资者偏好等其他投资决策因素，信用评级结果只是投资者投资决策的参考，并非是某种决策的结论、建议。

本方法论自发布之日起正式执行。

目录

第一部分 本方法论评级适用范围	3
第二部分 资产证券化产品信用评级的基本原则.....	3
第三部分 本方法论评级思路	4
第四部分 本方法论评级要素分析	5
要素一：基础资产分析	5
要素二：交易结构分析	6
要素三：组合信用质量分析及现金流分析.....	9
要素四：主要风险点分析	10
要素五：主要参与方分析	12
第五部分 评级方法关键假设和局限性	13

第一部分 本方法论评级适用范围

本方法论是基于《大公国际信用评级方法总论》的评级准则，对资产证券化产品进行信用评级的指导性文件。本方法论为大公国际资产证券化产品信用评级的一般性原则和分析框架，大公国际将根据不同类型的资产证券化产品，构建不同的评级方法。根据监管机构及发行场所等的不同，本方法论的评级适用范围主要包括以下几类：信贷资产支持证券、企业资产支持证券、资产支持票据、债权融资计划、结构化信托计划、资产支持计划等。根据基础资产类型的不同，本方法论的评级适用范围主要包括债权类资产证券化产品、收益权类资产证券化产品及不动产类资产证券化产品。

第二部分 资产证券化产品信用评级的基本原则

大公国际在资产证券化产品信用评级工作中坚持的主要原则是：

（一）独立性原则：评级分析人员、评审委员会成员在评级过程中应保持独立性，应根据所收集的数据和资料独立做出评判，不能受评级对象及其他外来因素影响。

（二）客观性原则：评级人员在评级过程中始终坚持独立第三方立场，坚持客观、公正评价，不带任何偏见。

（三）一致性原则：评级机构在评级作业过程中所采用的评级程序、评级方法应与机构公开的程序和方法一致。

（四）审慎性原则：在信用评级资料的分析过程和判断过程中，特别是对定性指标的分析 and 判断，应持谨慎态度。在分析基

础资料时，应准确指出影响评级对象经营的潜在风险，对评级对象某些指标的极端情况要做深入分析。

（五）前瞻性原则：信用评级主要考查评级对象未来能够偿还债务的能力和意愿。因而，评级人员在运用评级方法和模型进行评级时要对评级对象的综合信用素质做出前瞻性的预判。

第三部分 本方法论评级思路

大公国际资产证券化产品信用评级的基本思路主要是从以下五方面进行分析，分别为：基础资产分析、交易结构分析、组合信用质量及现金流分析、主要风险点分析和主要参与方分析。

根据基础资产的不同，资产证券化产品的基础资产可以分为债权类基础资产、收益权类基础资产及不动产类基础资产。债权类基础资产是指有明确债权债务关系，债权人能够基于债务人的偿债义务而享有在一定期间持续获得现金的权利。债权类资产证券化产品的基础资产类别包括应收账款、融资租赁债权、信贷资产等。收益权类资产证券化产品是以能够产生独立、稳定、真实、可评估预测的现金流作为基础资产的资产证券化产品。收益权类基础资产类型涉及公用事业单位收费、交通收费、具有垄断性和排他性的入园凭证及学费收入等。不动产类基础资产是以不动产所产生的现金流为偿付支持，主要包括商业房地产抵押贷款支持证券、类 REITs 等。

针对债权类资产证券化产品，大公国际对基础资产信用质量、交易结构、参与方尽职履约能力和政策及法律要素的综合分析评价后，根据量化模型测算结果给出目标等级，再参考定性因素对目标等级进行调整，得到各档证券的信用等级。针对收益权类资

产证券化产品，大公国际综合考量经营实体或独立的实物资产可持续经营能力、基础资产质量、交易结构的合理性和现金流的稳定性及可预测性等方面的分析，结合原始权益人/增信主体的信用水平及现金流入对现金流出的覆盖倍数来评定产品级别。针对不动产类资产证券化产品，大公国际通过对不同业态物业的特征及运营情况的分析，评估标的物业产生稳定现金流的能力，依据不同目标信用等级下偿债覆盖倍数及贷款价值比的设置来确定相应目标信用等级所需的信用支持，同时考虑交易结构安排及风险、增信主体（如有）的信用水平、参与方尽职履约能力、法律风险等因素评定产品的信用等级。

第四部分 本方法论评级要素分析

要素一：基础资产分析

基础资产产生的现金流是资产证券化产品本息偿付的直接来源。在评级过程中大公国际重点关注影响基础资产现金流的主要因素，以评估基础资产现金流的分布情况。

对于债权类基础资产，基础资产的信用质量与基础资产对应债务人的信用风险及其关联性以及就该项资产采取的偿债保障措施等高度相关。对于该类资产，大公国际对其信用质量分析的要素包括入池资产合格性、债务人及担保人偿债能力、回收率、资产间相关性（如债务人集中度、行业集中度、区域集中度等）及资产池总体信用特征。

对于收益权类基础资产，大公国际考察基础资产历史现金流的稳定性和主要影响因子的变化趋势，并以此判断第三方机构出具的现金流预测报告的主观性、准确性。对于未来现金流预测，

大公国际充分考虑宏观经济、政策、行业、地区信用风险情况及变化，分析影响未来现金流各类因素。对于基础资产对应付款方集中度较高的项目，大公国际还需要对重要收入来源方的经营、财务等状况进行分析，最终得出对基础资产质量的判断。

对于不动产类基础资产，大公国际将基础资产质量分析的重点放在标的物业的特征、标的物业的运营情况、现金流预测及不动产估值等方面。标的物业的特征主要从宏观和微观两个维度进行考察，宏观方面的特征包括标的物业所在地区的经济、产业结构、居民收入消费水平等方面进行分析，以判断未来房产市场供需状况并为预估租金水平等提供依据；微观方面的特征包括业态、地区、地段、竞争力等方面分析。标的物业运营分析包括物业租金、物业管理收入、租户情况、租金水平、标的物业空置率、物业运营管理能力以及运营支出水平等。

要素二：交易结构分析

交易结构是指各参与方围绕交易支付结构及现金流机制进行的一系列设计安排。产品设立和存续过程中，来自基础资产池或参与方的一些固有风险或突发风险会引发产品出现流动性问题和偿付问题，交易结构中需对此设置相应缓释措施。交易结构要素考察的重点是这些风险事件发生的可能性及相应补偿机制的有效性。

1、现金流归集及分配顺序

现金流归集与分配顺序主要反映资产证券化产品成立后的整体资金流向，对产品交易结构设计的合理性有着极其重要的影响。目前该部分主要涉及交易账户的设置、资金的归集与划付、交易税费的支付、资产收益的分配等，该部分内容均会在相应交易文件中明确列示。大公国际通过考察现金流归集与分配顺序来

分析现金流支付机制设计对于各档证券本息偿付的影响。

2、信用触发机制

信用触发机制是指当出现不利于资产证券化产品偿付的情形时，管理人/受托人可以通过改变现金流归集频率、现金流支付顺序等措施，来保证资产证券化产品的本息得到偿付，以减少投资者可能遭受的损失。

信用触发机制的设计一般会根据特定的资产证券化交易风险性质来确定。目前主要分为四大类：（1）根据原始权益人经营状况设计的触发机制；（2）根据基础资产运营数据设计的触发机制；（3）根据优先级证券是否偿付设计的触发机制；（4）根据资产服务机构等重要参与方提供的相关服务情况设计的触发机制。

3、增信措施

为缓释资产证券化产品的违约风险，保障优先级资产支持证券各期预期收益及未偿本金余额的及时兑付，通常会在交易结构中设置多种增信措施。资产证券化产品的增信措施分为内部增信和外部增信，内部增信是通过结构化的分层及基础资产自身为产品进行信用增级，常见的内部增信方式包括优先/次级结构、超额覆盖、超额抵押、超额利差及流动性储备账户等。

（1）优先/次级结构

优先/次级分层结构是资产证券化最常用的内部增信方式，该方式是指在证券端构建优先/次级结构，使资产支持证券在实现本息兑付或损失分配安排上具有优先与劣后的顺位区分，实现风险的再分配，通过次级资产支持证券为优先级资产支持证券提供信用支持。通常，基础资产所产生的现金流按照优先级/次级的顺序自上而下进行分配，在资产池发生违约损失时，则按照次级/优先级的顺序自下而上由各级证券持有人依次承担相应损失。

考虑到收益权类资产证券化产品的基础资产无法完全独立于原始权益人或基础资产运营主体，主体破产风险无法得到有效隔离，因此通过优先/次级分层等结构化设计实现其内部增信的空间较为有限。

（2）超额覆盖

超额覆盖反映基础资产产生的现金流总额对资产支持证券本金和利息的覆盖水平，一般用超额覆盖倍数来描述增信的能力。通过降低资产证券化产品的发行规模，提高相应证券获得的信用支持程度，进一步保障优先级证券本息及时兑付。

（3）超额抵押

超额抵押是指资产池本金余额超过资产支持证券本金额的差额，该差额用于弥补资产证券化存续期间可能产生的损失，从而对证券具有一定的增信效果。

（4）超额利差

超额利差指基础资产池产生的利息减去支付给资产支持证券投资者的利息，以及发行证券所需的各类费用后的净收入。超额利差可提供一定的风险损失保护，超额利差越高，风险保护效果越强。

（5）流动性储备账户

流动性储备账户的安排一般为发起机构/原始权益人在设立日时向流动性储备账户中存入一定金额的流动性储备金，或在产品存续期内将基础资产产生的部分金额扣留至流动性储备账户作为流动性储备金。在专项计划的存续期间，流动性储备金可用于支付优先级资产支持证券的利息、税费和其他费用等，对于专项计划短期现金流的波动具有一定的保障。

（6）外部增信

外部增信是提升资产证券化产品信用等级的另一种重要方

式，泛指任何由自然人、法人或其他组织，包括发起机构/原始权益人等证券化交易相关方为能够按时、足额兑付资产支持证券各期预期收益及未偿本金余额之目的所提供的各类保障措施，主要包括差额支付承诺、第三方担保、流动性支持等。大公国际根据这些保障措施对证券兑付能力的实际影响来判断其增信效果。

要素三：组合信用质量分析及现金流分析

1、组合信用质量分析

在基础资产信用质量分析的基础上，大公国际要对资产池的组合信用风险进一步量化分析。

对于债权类资产证券化产品，若债务人及其资产质量可以用影子评级确定其违约概率及违约损失率的，大公国际一般以单笔资产的违约概率、回收率以及资产间相关系数为起点，采用蒙特卡洛模拟方法，最终得到资产池的违约损失分布；若债务人数量众多、金额分散且发行人拥有充足历史数据的，大公国际一般采用发行人提供的与基础资产特征相似的历史资产的信用表现，推测基础资产在未来的违约及损失分布情况。

对于收益权类和不动产类资产证券化产品，其资产的风险量化分析主要以未来收益现金流的大小及分布的风险为主。一般情况下，基础资产现金流预测报告由第三方机构出具。大公国际根据基础资产的历史现金流情况，结合现金流预测报告，采用现金流覆盖倍数法进行基础资产信用质量分析。

2、现金流分析

现金流分析通过结合现金流入与流出情况考察基础资产现金流对各档证券本息的覆盖程度。影响现金流入模型的主要因素是基础资产现金流入的金额和时间。对于债权类基础资产，基础资产一般有明确的偿还计划，现金流入侧重于对回收率、违约率、早偿率及收益率等因素的分析。对于收益权类基础资产，现金流入预测主要依靠历史数据表现及对未来增长率的假设，未来现金

流的稳定性受基础资产运营主体生产经营情况的影响，波动性较大，大公国际通过分析基础资产运营主体的历史经营数据，考虑到未来基础资产运营主体可预期变化，并结合第三方机构的假设条件、评估方法、相关指标等因素综合测算基础资产未来现金流状况。对于不动产类基础资产，现金流分析需根据不同业态商业物业的特征、运营情况及历史现金流情况，参考我国宏观经济、地区经济、房地产行业发展趋势及周边同类型物业的情况，并结合现金流预测报告来综合分析。

现金流出模型主要是描述资产端现金流入模型计算出来的现金流入按照交易文件中约定的现金流分配顺序支付给各参与机构及投资者的情况。主要参数包括优先级/次级金额、各级证券发行利率、涉及的税费及各项费用、储备金账户金额（如有）等。

3、现金流压力测试

大公国际现金流压力测试分别对基准情景下及压力情景下的现金流覆盖倍数进行分析。基准情景下，大公国际测算正常情况下基础资产现金流入对证券化产品应付本息的覆盖程度。压力情景下，大公国际结合基础资产质量情况，分析压力条件并确定压力因子，测算各压力情景下基础资产现金流对证券化产品应付本息的覆盖情况。

要素四：主要风险点分析

除基础资产信用风险外，资产证券化产品的主要风险包括但不限于资金混同风险、流动性风险、抵销风险、循环购买风险、提前还款风险及法律风险等。

1、资金混同风险

资金混同风险指资产池回收的现金与交易参与机构的其他资金混同在一起，当参与机构发生信用危机时，入池资产的现金流将被其挪用，或者难以准确区分，造成财产损失。混同风险一

般与资产服务机构最为相关。特别是资产服务机构信用等级不高或较大幅度被下调时，更容易触发该风险。一般来看，产品会安排以资产服务机构信用等级为触发条件的回收款划转机制，在资产服务机构资信状况恶化时通过加快现金流划转频率或通知债务人直接还款至专项计划账户，以降低资金混同风险。

2、流动性风险

流动性风险是指当期利息收入可能不足以支付优先级证券的利息，以及在优先级证券支付以前的各项税费。造成流动性风险的因素包括借款人未按规定时间还款，资产端与证券端不同的付息周期、频率和利率调整方法，以及服务机构操作不当等。交易结构中通常设置流动性准备金账户或本金利息账户的交叉互补机制来缓释流动性风险。

3、抵销风险

如果债务人依据中国法律对发起机构/原始权益人行使抵销权且被抵销债权属于发起机构/原始权益人已交付设立专项计划的专项计划财产，如发起机构/原始权益人不能及时将相当于被抵销款项的资金转付至专项计划，专项计划财产存在抵销风险。此外，还款金额还会受到产品质量等其他因素影响，从而产生非信用因素折损，最终使得专项计划可回收的现金流减少。大公国际将关注交易结构中是否设置特定机制来有效规避抵销风险。

4、循环购买风险

专项计划如设置循环购买机制，后续基础资产的循环购买将受到发起机构/原始权益人新增基础资产供应能力的影响，可能出现循环购买新增资产供应不足，从而导致基础资产池规模无法通过循环购买机制来维持；同时，后续循环购买的基础资产受到债务人信用质量、信用账期等影响，其质量存在一定的不确定性，均可能对优先级证券本息的兑付产生不利影响。大公国际将关注发起机构/原始权益人的持续经营能力及其提供的后续循环购买

的基础资产质量，以及与循环购买相关的条款设置，以缓释循环购买风险。

5、提前还款风险

提前还款会导致资产池的利息损失，造成现金流不匹配。即便提前偿还资金可用于再投资，但再投资存在收益下降甚至损失的可能，资产端现金流入与证券端现金流出不匹配的风险仍然存在。通常在交易结构中设置相应机制，如过手型结构或设置循环购买机制等，以缓释提前还款风险。

6、法律风险

资产证券化产品交易文件的合法性、有效性和完备性直接决定了资产证券化产品能否正常运行，因此大公国际在现行法律框架下，关注资产证券化产品的法律风险，包括基础资产与发行人的风险隔离机制，资产证券化产品在各项环节与安排的合法性及合理性，及交易文件的完整性及有效性，以保障受评证券持有人的利益。

要素五：主要参与方分析

参与机构履约能力的高低，对资产证券化产品的偿付产生重大影响。原因在于：一是尽职履约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；二是减少不能胜任及辞任风险。在证券存续期内若出现参与机构不能胜任或自动辞任等事件，且交易结构中未能事先规定后备机构，或者无法在规定时间内找到合格的后备机构时，容易发生后备机构缺位的问题。

1、原始权益人/资产服务机构尽职履约能力评价

原始权益人/资产服务机构的作用体现在对基础资产进行主动管理和运作的方面，其对资产风险的识别和良好的管控能力有助于中介机构在产品的设计、发行等各阶段更准确、充分地揭示和计量基础资产的风险。原始权益人/资产服务机构规范及专业的运营能力能够有效保证基础资产现金流的产生和回收。

2、外部增信主体信用能力评价

外部增信主体是为资产支持证券各期预期收益及未偿本金余额能够按时足额兑付提供各类保障措施的第三方，常见的包括担保人和差额支付承诺人。对外部增信主体的信用评价遵循大公国际相应的发债企业主体信用评级方法。

3、其他主要参与方履约能力评价

其他主要参与方包括管理人/受托人、资金托管机构等。考察重点为这些机构履约能力的高低。对资金托管机构侧重于考察其经营稳健性、财务状况，以及是否具有稳定的资金清算系统和丰富的资金保管经验。

第五部分 评级关键假设和局限性

一、评级关键假设

大公国际资产证券化产品信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法和评级模型适用性显著下降，评级模型生成结果将不具参考价值，最终评级结果将直接由评审委员会投票得到。主要假设包括：

大公国际资产证券化产品的信用评级是建立在我国宏观经济环境、金融市场状况、相关法律框架以及监管政策等在可预测时间段内保持相对稳定状态的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治环境、法律环境、制度环境和评级对象发展产生重大影响的不可抗力因素或事件（如自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

大公国际资产证券化产品定量模型及定性分析中需要使用评级对象及其他监管认定的专业机构提供的信息，假设上述信息合法、真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

二、评级方法和模型局限性

大公国际资产证券化产品的评级方法主要论述了资产证券化产品关键评级要素和主要分析指标，对存在特殊基础资产、交易结构或其他创新设计的产品可能无法涵盖所有信用风险影响因素。

大公国际资产证券化产品的评级方法所采用的定量测算模型主要基于评级对象提供的历史数据和一定的模型假设，真实情况和模型结果之间可能存在差异。同时，随着经济形势的变化、资产证券化相关行业的发展、交易结构的多样性发展，测算模型、指标选取或参数设定需要基于项目实践经验不断改进或完善。

大公国际资产证券化产品的信用评级最终结果建立在模型分析基础上，由评审委员会上会评议决定，评审委员凭借其丰富的经验对符合评级对象特性的要素进行补充，因此可能存在模型分析得出的评级结果与最终评级结果不一致的情况。