

结构融资产品评级准则

版本号：
cspy_ff_2021V1.0

生效日期：
2021年5月14日

联系人

汤军
+86 755 82872870
tangj@cspengyuan.com

李琳
+86 755 82872941
lilin@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

目 录

一、概述.....	2
（一）适用范围.....	2
（二）制定或修订说明.....	2
（三）基本假设.....	2
二、定级思路与评级框架.....	3
（一）定级思路.....	3
（二）评级框架.....	3
三、主要评级要素.....	4
（一）基础资产分析.....	4
（二）现金流分析与压力测试.....	5
（三）交易结构分析.....	6
1. 现金流支付机制.....	6
2. 增信措施.....	6
3. 交易结构风险.....	7
（四）主要参与方分析.....	7
（五）法律风险分析.....	8
四、局限性与更新.....	8
版权及声明.....	9

一、概述

（一）适用范围

结构融资一般具备两个特征：（1）以具有独立、可预期现金流的资产或资产组合为支持发行证券；（2）将发起人的信用风险与资产或资产组合的信用风险分离，这种分离一般是运用特殊目的载体（SPV）实现。只要具备上述特征的金融工具，均可视为结构融资产品。

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”或“我们”）的结构融资产品评级准则（以下简称“本准则”）适用于符合上述特征的结构融资产品的信用评级。本准则为中证鹏元结构融资产品的信用评级提供了总体评级思路和一般性的分析框架，是结构融资产品评级的指导性文件。我们在本准则所列示的评级思路与框架基础之上，根据不同类型的结构融资产品，将构建具体的评级方法。

（二）制定或修订说明

中证鹏元技术政策委员会对 2015 年 4 月 2 日生效的《结构融资产品评级准则》（版本号：py_ff_2015V1.0）进行了审查与修订。本次修订内容主要包括：（1）删除了信用等级符号及定义部分内容，因结构融资产品信用等级符号及定义已在《等级符号及释义》中进行了详细披露；（2）简化了适用范围部分内容，删除了对于市场上结构融资产品的罗列；（3）增加了基本假设。

本准则的修订不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评对象评级结果产生影响。

（三）基本假设

1. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。
2. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。
3. 相关权利义务主体未来履职能力不会发生实质性变化，其出具的相关承诺函真实、可靠。

二、定级思路与评级框架

（一）定级思路

结构融资产品信用等级反映的是受评证券本息按期足额偿付的保障程度。在结构融资产品中，通过运用风险隔离、信用增级等结构化设计，使得发起人可以基于资产的信用进行融资，并创设出不同风险与收益特征的证券。中证鹏元对结构融资产品的定级思路如下：

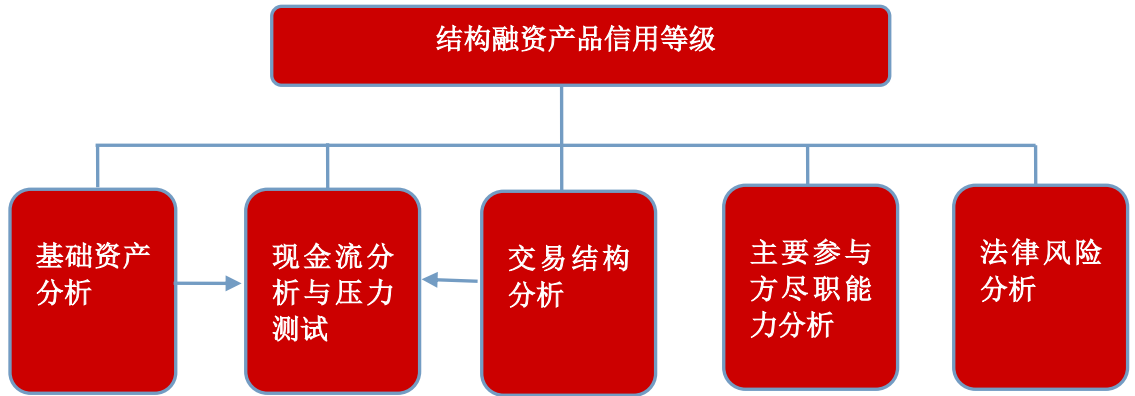
1. 通过基础资产分析、交易结构分析、现金流分析与压力测试测算基础资产现金流对受评证券本息的覆盖程度，获得各档证券的量化结果；
2. 结合证券化产品设计，分析其可能存在的交易结构风险、法律风险、主要参与方尽职风险及其缓释措施，并综合外部增信措施的增信效果（如有），确定证券化产品的最终等级。

（二）评级框架

基于上述定级思路，中证鹏元将结构融资产品评级框架分为以下五大部分：

1. 基础资产分析。基础资产产生的现金流入是受评证券本息偿付的来源，中证鹏元关注基础资产的现金流生成机制及影响因素，进而分析基础资产的现金流流入情况。
2. 现金流分析与压力测试。通过基础资产分析，同时结合证券与交易结构设计（主要是现金流支付机制与内部增信）获得的现金流流出分布，分析现金流入对各档证券本息的覆盖程度，并通过压力测试检验覆盖程度的稳健性。
3. 交易结构分析。分析交易结构中可能影响现金流偿付路径、规模与安全性的相关要素，判断是否存在风险以及是否具备相应的风险缓释措施，以保障受评证券持有人的利益；同时，分析各项增信措施，以评价其增信效果。
4. 基础资产服务机构、管理人（受托人）与资金托管机构等参与方的尽职能力对基础资产现金流的产生、归集、使用与分配形成影响，进而影响各档证券的本息偿付。
5. 法律风险分析。实现基础资产及其产生的现金流的破产隔离，是保障受评证券偿付现金流独立于发起人信用风险的前提，因此破产隔离风险是结构融资产品首要面临的法律风险。此外，结构融资产品各环节以及各项安排是否合法合规，也将影响受评证券投资人的利益。

图1 中证鹏元结构融资产品评级框架



资料来源：中证鹏元整理

三、主要评级要素

（一）基础资产分析

基础资产产生的现金流是结构融资产品本息偿付的直接来源。在评级过程中，中证鹏元重点关注影响基础资产现金流的主要因素，以考察基础资产现金流分布。

根据基础资产的不同，结构融资产品可分为抵押贷款支持证券（Mortgage-Backed Security, MBS）、资产支持证券（Asset-Backed Security, ABS）、担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation, CDO）等。其中，抵押贷款支持证券可进一步分为住房抵押贷款支持证券（Residential Mortgage-Backed Security, RMBS）以及商业地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage-Backed Security, CMBS）；资产支持证券的基础资产类型则涵盖了信用卡贷款、汽车贷款、设备贷款、学生贷款等信贷资产，企业应收债权及收益权等；担保债务凭证则是将银行贷款、债券以及结构金融产品进行证券化的产品，根据基础资产又可进一步分为贷款担保凭证（Collateralized Loan Obligation, CLO）和债券担保凭证（Collateralized Bond Obligation, CBO）。

不同类型基础资产的现金流驱动因素各不相同，因此中证鹏元在对基础资产质量进行分析时，将各有侧重，并采用不同的量化分析方法。

对于债权类基础资产（如信贷资产、企业应收账款等），其现金流的主要驱动因素为基础资产的信用质量，具体包括基础资产对应债务人的信用风险及其关联性、就该项资产

采取的偿债保障措施等。对于该类资产，中证鹏元对其考察的关键在于获得基础资产的预期违约与损失分布。

对于收益权类基础资产（如水电气收益权、路桥收费和公共基础设施收益权等），基础资产的现金流状况主要取决于该资产在结构融资产品合约有效期内的运营环境与运营情况。对于该类资产，中证鹏元对其考察的关键在于获得基础资产的预期收益分布。

不同的基础资产分析内容存在一定差异，分析时应立足于影响基础资产现金流的主要驱动因素与所产生现金流的特点，重点分析：影响现金流的主要驱动因素及其变动方向、程度与相互关系；主要影响因素与基础资产现金流的数量关系；现金流的预测依据、假定前提与压力场景等。

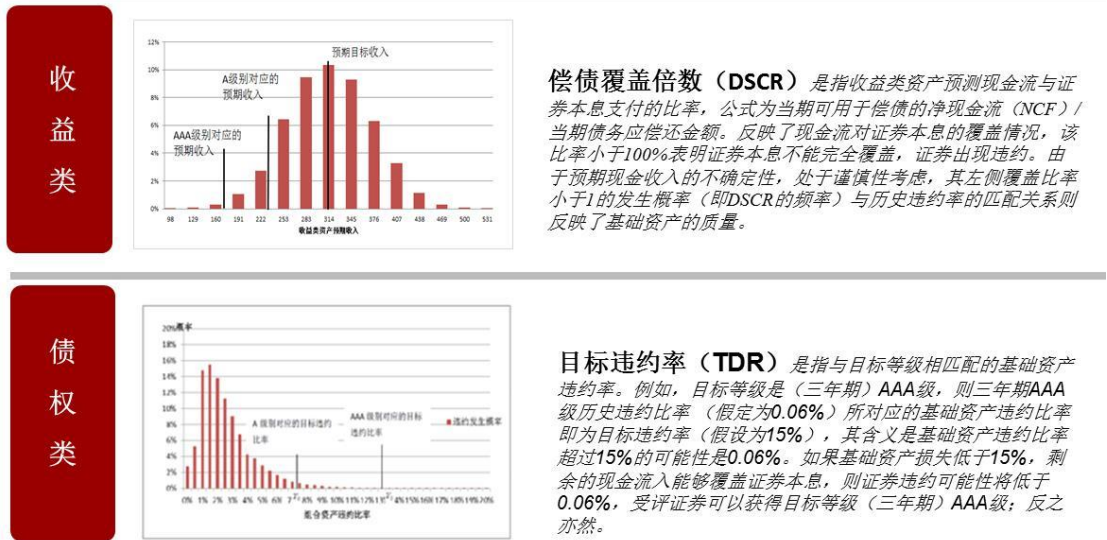
（二）现金流分析与压力测试

现金流分析通过结合结构融资产品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。中证鹏元将分档计算受评证券本息覆盖比率³。现金流出按各档证券本息偿付的先后顺序取累计额计算，并考虑了相关税费、本息偿付条件与偿付支持等内容。中证鹏元根据基础资产分析与交易结构特点，分别获得现金流流入与流出的分布。

如前所述，不同类型的基础资产的现金流驱动因素不尽相同，因此在现金流分析的具体测算指标上也将有所不同。例如，对于债权类资产而言，其现金流来源于基础资产回收款，基础资产是否违约是风险驱动因素；对于收益权类资产而言，其驱动因素为基础资产可能实现的未来收入。因此，在具体考察覆盖比率时，债权类主要采用目标违约率（Target Default Rate, TDR）衡量；而收益权类则主要采用偿债覆盖比率（Debt Service Coverage Ratio, DSCR）衡量。

³ 覆盖比率等于当期现金流入除以当期现金流出。覆盖比率小于 1 表示现金流入不能完全覆盖现金流出，证券将出现违约。

图2 收益权类与债权类结构融资产品的主要测算指标



资料来源：中证鹏元整理

基于谨慎性原则，中证鹏元将通过改变参数条件或调整参数值（朝不利方向调整）重复现金流分析来实现压力测试，从而对受评证券本息覆盖程度的稳健性做出判断。只有在压力条件下仍能覆盖受评证券本息时，受评证券方可获得目标信用等级。中证鹏元对压力情景的设置包括改变基础资产相关性、模拟大额集中违约、模拟整体信用下沉、降低回收率、缩小超额利差、违约前置、模拟销量下滑等。

（三）交易结构分析

交易结构的各项安排影响着现金流归集路径、规模与安全性，进而作用于各档证券的本息偿付保障程度。在交易结构分析时，中证鹏元重点关注现金流支付机制、增信措施以及交易结构风险。

1. 现金流支付机制

中证鹏元通过考察交易结构中的账户设置、现金流偿付顺序以及各类触发机制，来分析现金流支付机制的设计对各档证券本息偿付保障程度的影响。

2. 增信措施

结构融资产品的信用增级包括内部增信与外部增信。内部增信是利用基础资产自身产生的部分现金流来实现自我担保，因此其增信效果一般通过纳入现金流分析与压力测试进而影响受评证券信用等级。常见的内部增信措施包括：

(1) 优先/次级结构。优先/次级结构是指将证券划分为优先级证券与次级证券或更多层级证券的安排。优先级证券则在还本付息方面享有优先权，而在损失分配时，则由次级证券先吸收损失。在优先/次级结构下，次级证券所占比重越高，其为优先级证券提供的信用支持水平越高。

(2) 超额利差。超额利差是指在支付完净利息、服务费及其他税费后的额外收益。超额利差可先行吸收资产池发生的损失，为结构融资产品提供了信用支持的第一道防线。超额利差越大，则为结构融资产品提供的信用支持力度越大。

(3) 超额抵押担保。超额抵押担保是指基础资产的价值高于所发行证券的面值，其差额部分则可以用于抵押，用以保证有充足的现金流向证券投资者支付本息。

(4) 现金储备账户。现金储备账户是指发行人通过设置一个特别的账户，当基础资产现金流出现不足时，用以弥补证券持有人的损失。

除内部增信措施外，结构融资产品往往也会同时采用外部增信措施来拓宽证券偿付的资金来源，以进一步提高证券本息偿付的保障程度。外部增信措施是指来自基础资产本身的现金流之外，由第三方提供的额外的信用与流动性支持，主要有：第三方担保、第三方信用证、保险、补足及补足担保等。

对有外部增信措施的结构融资产品，中证鹏元重点考察信用增级提供人的自身信用状况、合同条款的保障效力以及触发机制，以判断该效果能否进一步实质性提升结构融资产品的信用质量。但对于外部增信而言，其主要缺点是易受信用增级提供者自身信用质量的影响，因此，中证鹏元还将考察其自身信用风险以及其与结构融资产品本身信用风险的关联性来综合评价外部增信效果。

3. 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，但实际中还是可能会影响到现金流对证券本息偿付的保障程度，因此是交易结构分析中需要关注的内容。常见的交易结构风险包括：资金混同风险、后备服务机构缺位风险、流动性风险、提前还款风险、再投资风险、尾端风险等，这些风险将通过具体的交易结构安排汇集、放大或缓释。在具体分析中，中证鹏元关注交易结构中各参与方签署的合同与协议的主要条款，分析其对证券投资人利益可能形成的影响，并结合具体产品特点对所暴露的交易结构风险进行分析。

(四) 主要参与方分析

结构融资产品的交易结构中可能存在多个参与方，他们直接参与到现金流产生、归集与分

配过程中，其尽职能力关系着基础资产现金流的规模与安全性，进而影响结构融资产品本息偿付的保障程度。在结构融资产品中，主要参与方包括基础资产服务机构（通常为发起人/原始权益人）、管理人（受托人）以及资金托管机构。

基础资产服务机构承担着直接管理或运营入池资产的职责，是结构融资产品最重要的参与方。中证鹏元主要通过治理与管理状况、基础资产运营能力、内部控制机制与风险管理水平、财务与信用状况，以及过往项目的尽职情况等方面，考察基础资产服务机构的尽职能力。

管理人（受托人）是结构融资产品的发行人与运营机构，负责结构融资产品的日常管理、资金再投资管理、资金归集与核算等工作；资金托管机构则负责资金托管与税费及证券本息的资金划拨。对于这两类机构，中证鹏元关注他们在相关业务上的操作经验与专业能力、内部控制机制与风险管理水平以及信用状况。

此外，中证鹏元还关注相关合同条款对主要参与方行为与责任的约定以判断其是否有利于保障参与方履行其职责。

（五）法律风险分析

风险隔离是结构融资产品的基本特征，在此前提下，结构融资产品可以突破发起人的信用风险的限制，从而实现以资产本身信用进行融资的目的，其有两层含义：一是，资产的卖方对已出售的资产没有追索权，即使卖方破产，卖方及其债权人也不能对证券化的资产进行追索；二是，当资产池出现损失时，资产支持证券的持有人的追索权也仅限于资产本身。实现风险隔离最典型的方式即为将基础资产“真实出售”给 SPV。

中证鹏元将在现行法律框架下，关注基础资产与发起人资产的风险隔离机制，以及结构融资产品在各项环节与安排的合法性，能否保障受评证券持有人的利益。

四、局限性与更新

本准则的目标是为结构融资产品的信用评级提供一般性的评级思路与分析框架，但由于国内结构融资产品市场尚处于发展初期，目前结构融资产品的特征与法律、政策环境具有较大的易变性，相关因素的产生与变化可能削弱本准则的适用性，中证鹏元将及时跟进本准则在评级思路、分析框架及分析要点上的适用性并更新与完善。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。