

标普信用评级（中国）—结构融资评级方法论

一、适用范围及概述

本方法论概述了标普信用评级（中国）有限公司对结构融资产品（资产证券化产品）的评级方法。在适当的情况下，本方法论可适用于中国境内所有的资产证券化产品类别，且其中所涉及的一些具体分析方法可能适用于一种或多种资产类别。对于一些特定的基础资产或交易结构类型，我们或将有针对性地采用其他补充方法进行分析。

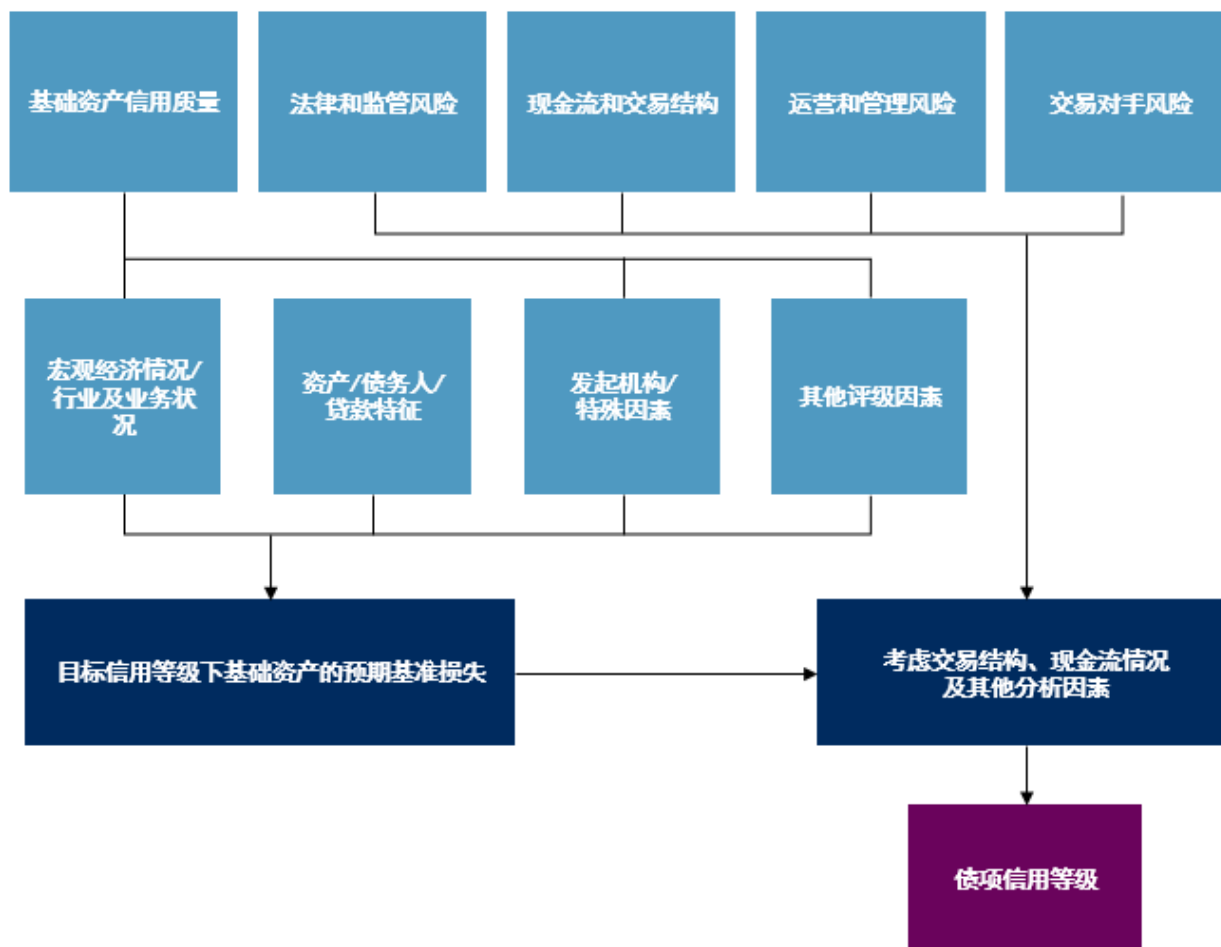
本评级方法阐述了我们对于资产证券化产品信用等级的评定方式，以及我们对于资产证券化产品信用风险、现金流和交易结构所采用的基本分析方法。

通常情况下，我们认为资产证券化产品信用等级的分析框架包括以下五大方面：

- 基础资产信用质量；
- 法律和监管风险；
- 现金流和交易结构；
- 运营和管理风险；
- 交易对手风险。

然而对于一些特殊的基础资产或交易结构类型，我们可能会只考虑其中的部分因素或是采用其他的补充方法进行分析。

结构融资评级方法框架



二、主要资产证券化产品类型

个人住房抵押贷款资产支持证券（Residential Mortgage Backed Securities, RMBS）

RMBS 是指由银行、住房公积金中心或其他贷款方作为发起机构，以其发放的个人住房抵押贷款作为基础资产，并以基础资产所产生的现金流作为偿付资金来源所发行的证券。该类证券通常设置了分层结构，不同层级的证券具有不同的偿付顺序和信用损失风险。

RMBS 的分析过程会涉及不同的分析方法；比如我们可以比较拟证券化资产池与相关基准资产池的特征差异，或使用基于资产历史表现的倍数来估算违约率及其他损失程度指标等。

资产支持证券（Asset Backed Securities , ABS）

ABS 是指以企业应收款或个人消费资产（如信用卡应收账款、汽车贷款、个人贷款、租赁和贸易应收账款等）作为基础资产的证券。

在分析由分期摊还应收款构成的资产池（如汽车贷款）时，我们通常会设定一个基准违约率和回收率，然后采用与各个信用等级对应的压力倍数来确定目标信用等级的净损失率。对于采用循环购买的交易结构，我们在分析过程中还会考虑与交易相关的触发机制。

商业地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS）

CMBS 是由商业不动产或商业不动产抵押贷款作为基础资产的证券。

CMBS 的分析通常基于假设贷款违约后的回收率分析，以反映单一借款人或大额贷款的集中度风险。如果基础资产由多笔分散的商业不动产贷款组合而成，我们会对不同的贷款采用不同的违约概率假设。在分析中，一般会决定每类物业在各个信用等级上的贷款价值比（LTV）阈值或对不同类型物业价格的下降做出假设，并且评估这些因素对现金流和物业价值产生的影响。

信用关联/替代债券（Credit Dependent/Substitution Transactions）

信用关联/替代债券是指与其他实体（标的企业）或标的债券的信用风险相关联的债券。

我们对信用关联/替代债券的分析通常涉及审阅与信用关联/替代相关的交易文件、标的企业或标的债券发行人的信用质量以及其他与信用关联/替代相关的证券发行条款。

信贷资产支持证券（Collateralized Loan Obligations, CLO）/债务担保凭证（Collateralized Debt Obligation, CDO）

对于 CLO 和 CDO 类型交易的信用风险分析，我们通常侧重于分析基础资产组合的信用质量、资产的相关性以及预期回收情况。

资产担保债券（Covered Bonds）

资产担保债券一般是由银行等金融机构发起的以不动产抵押贷款或其他资产类型做担保的资产支持债券。

在分析资产担保债券的信用风险时，我们通常考虑资产池的信用质量以及基础资产对发行债券的信用支持程度，并会关注交易结构及债券的增信方。根据资产担保债券的性质，或可参照标普信用评级（中国）—金融机构评级方法论进行信用风险分析。

其他产品类型

本文未特别提到的资产证券化产品类型在适当情况下也可以使用本评级方法或其他合适的方法进行分析。

三、方法论：评级要素

（一）基础资产信用质量

在大多数资产证券化交易中，我们首先会分析基础资产的信用质量，并评估其达到相应目标信用等级所需的增信水平。在此过程中，我们会分析该资产类别的历史表现，参照可比的资产类别，或使用其他分析方法。

对于一些资产类别，我们可能会测算压力情景下逐笔资产的违约概率和损失程度，然后得出整体资产池的预期损失。

对于个人消费类贷款（如以个人汽车贷款或信用卡账户贷款为基础资产的资产支持证券）和企业应收款（如以贸易应收账款为基础资产的资产支持证券）等这类型的资产类别，我们会采用压力倍数法，以基准预期损失的倍数推算出各种压力情景下的预期损失，具体倍数因资产类别而异。

对于如 RMBS 这一类的资产证券化产品，我们会构建一个基准资产池，并将其用作比较基准来得出拟证券化资产池在不同信用等级下的预期损失。

对于如 CMBS 这一类的资产证券化产品，我们会对资产进行详细分析，并且对不同信用等级下的贷款/资产违约概率和预期回收作出相关假设。

此外，在分析介于“AAA”至“B”之间的信用等级对应的增信水平时，针对不同的资产类别我们可能会使用不同的方法。比如我们可能会使用插值法，或是根据不同等级设定具体的基准，例如覆盖倍数或模拟的违约率等，或是应用其他合适的方法。

（二）法律和监管风险

在分析法律和监管风险时，我们主要会关注交易结构下基础资产的真实出售情况、特殊目的载体的破产隔离效果、资产证券化产品的担保物权以及投资者对基础资产的直接法定所有权。

除了理解相关法律、法规和监管机构的指引以外，我们通常会审阅并分析交易的法律文件及其所对应的证券发行条款；包括对现金流支付机制、关键交易条款和特征、信用触发机制、以及违约事件或加速清偿事件的设置等交易要素的分析。

（三）现金流和交易结构

在进行资产证券化评级分析时，我们通常会分析交易文件中的支付结构和现金流机制；我们会采用现金流分析以确定交易是否有足够的增信水平和流动性可以用来按时足额偿付各档证券的本

金和利息。

这部分分析可能包括审阅交易文件中担保物权相关条款，考虑交易的增信水平和各项开支，以及评估现金流是否能偿付相关证券的本金及利息等。

损失（如逾期、违约、税收或清算等）和提前还款的金额和时间分布可能对于到期支付能力产生正面或负面的影响。在确定目标信用等级对应的损失时间分布时，我们通常会考虑资产池特征（如账龄和偿付状态等）。针对一些特定的交易要素（如通过交易结构设置无法缓释的法律、运营和交易对手方的相关风险等），我们会采用相应的现金流压力测试进行分析。

（四）运营和管理风险

对于运营和管理风险的分析，我们通常关注资产/贷款服务机构或受托机构/计划管理人的履职能力，包括其及时收取回收款、对拖欠资金的催收、对抵质押品的回收和处置、对现金的收支管理，以及按时提供准确的贷款服务报告和受托机构报告等各项能力。

在分析资产/贷款服务机构的相关风险时，我们会考虑服务机构在证券存续期间无法履行职责的可能性，包括聘请后备服务机构的可能性，以及指定后备服务机构的具体安排。这部分分析一般要考虑服务费是否足够聘请后备服务机构。

对于发起机构的运营管理，我们一般结合定量（资产的历史表现）和定性因素对其进行分析。

（五）交易对手风险

在分析交易对手风险时，我们通常会关注对手方的信用状况对资产证券化产品可能产生的影响。一般来说，我们会分析交易对手信用质量及其相关文件，并且评估这些因素可能会如何影响证券信用评级。

四、跟踪评级

资产池信用质量可能会因基础资产的表现、最新市场情况及其它因素而变化，因此我们的评级观点也可能会随着这些情况的变化和时间的推移而改变。在持续的跟踪评级过程中，我们通常会定期根据基础资产已有的表现和其他相关因素来分析资产池的信用质量。

五、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。