

结构化产品与信用债的评级差异

结构化产品是以特定资产组合或特定现金流为支持，发行可交易证券的一种融资形式。由定义可见，结构化产品的信用基础是一个由多项资产组成的资产池，而不是发起人的整体信用；通过风险隔离技术，使资产池免受发起人破产风险的影响。而传统的证券发行一般是以企业法人主体为基础，而资产证券化则是以特定的资产池为基础发行证券。基于结构化产品的特征，结构化产品信用评级与信用债信用评级在方法论上有所区别，下面将从评级对象、评级要素和评级思路三方面介绍主要区别。

一、评级对象

信用债的债项信用评级是指对发行人发行的债务融资工具或金融产品的评级，评定的信用是该债务融资工具或金融产品违约可能性及违约损失的严重性。信用债券的偿还主要由两个方面来进行保障：一是发债主体，二是债权保护措施。

对资产支持证券信用等级评定是对证券的违约风险的评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试、重要增信措施综合判定受评证券本金与利息获得及时、足额支付的可能性。与信用债不同的是，对于以“真实销售、破产隔离”为前提的结构化产品，其债项信用等级理论上可以独立于原始权益人等非增信主体，优先级证券的信用评级主要依赖于基础资产的信用状况和内部增信措施。

二、评级要素

信用债

信用债券的偿还主要由两个方面来进行保障：一是发债主体，二是债权保护措施。

发债主体的偿债能力一般从内、外两个视角，宏观与微观两个层面来对受评

对象进行考察。外部主要考察宏观经济或区域环境对受评企业所处宏观经济环境状况、国家相关金融政策和产业政策、以及受评主体所处行业特征和行业风险状况进行分析。内部主要从受评企业的业务经营风险和财务风险进行具体分析。其中，业务经营风险主要考虑企业的基本素质、经营与竞争、战略与管理、营运效率等多方面。财务风险分析则主要对公司产生的现金流能力、资本结构尤其是债务结构、期限，以及未来一段时间现金流对未来相应债务的保障程度进行测算和分析，并通过公司财务政策和财务弹性的考察，进一步分析公司的信用偏好、公司应对流动性风险的保障程度等。通过这两个维度的考察，基本可以判断受评企业的个体信用能力，再结合包括股东支持等在内的外部支持、其他流动性措施等可能影响信用能力的其他因素进行调整，综合判断受评对象的违约可能性。最后通过对受评企业级别的可比性比较，给出最终的主体信用等级。

结构化产品

评级机构一般会从三个大的方面对具体的资产证券化项目进行风险分析与考量，首先是分析基础资产的信用质量，包括违约回收率、集中度、相关性等，分析宏观和个体因素对基础资产产生的现金流的影响；其次是分析交易结构的的风险，包括破产隔离分析、现金流支付机制、信用增级措施、交易结构风险等；最后是结合基础资产的信用质量及交易结构的设计进行现金流分析与压力测试，以确定资产支持证券最终的信用等级。除上述重点关注内容外，评级机构还会对资产证券化涉及的参与机构进行尽职与履约能力分析，考察其服务水平及风险管理能力。此外，评级机构对资产证券化过程中涉及到的法律、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。

三、评级思路

信用债

信用债券的偿还主要由两个方面来进行保障：一是发债主体，二是债权保护措施。

发债主体的偿债能力等同于企业主体评级，主要取决于其在未来时期能够获得足以偿还到期的债务的现金流量，而这种能力和发债主体所处宏观经济环境状况、所处行业、在行业中的地位、竞争实力、经营管理水平、未来发展等许多方

面的情况有关。企业产生偿还债务现金流量的数量可以从企业未来的现金流入和现金支出两个方面来加以分析。企业产生现金流入主要来自企业的经营活动产成的现金净流量，其具体数值可以用企业的净利润加上非付现成本来加以度量，一般采用企业的税后利润加上折旧和摊销等数值来加以测算，同时企业资产变现等投资活动产生的现金流入量及再融资资金流入等也是企业偿还债务的重要来源。企业的现金支出，是另外一个影响信用债券到期偿还的重要因素。评级的假设是考虑企业在持续经营状态下偿还到期债务的能力和 risk。因此，正常的现金支出是企业必须支付的，这种支出主要包括投资支出、红利支出、到期债务的偿还等。企业产生的现金收入与企业现金支出的压力对比，是决定信用债券到期偿还风险的基本因素。

所谓债权保护，主要是指针对本期债券的偿还所采取的专门的保障措施，一般有第三方担保（企业信用担保、政府特别基金担保）、资产抵押与质押、有效监督下建立的专门的偿债基金、限制企业投资与分红的专门规定等。债权保护措施越充分，则债券到期偿还的保障程度越高，风险越小。

结构化产品

通常而言，资产证券化涉及的基础资产类型不同，评级机构重点关注的内容会有较大的不同，同时采取的评级方法也会有较大的差异。

债权类产品评级方法以“真实销售、破产隔离”为前提。首先，根据资产池的特征预测债权类产品的现金流入。比如，对于集中度高的资产池，构建组合资产信用分析模型，通过考虑资产的违约概率、回收率、集中度和资产相关性等因素并运用多阶段¹蒙特卡罗模拟方法模拟违约组合，预测资产池的违约分布和损失分布；对于资产池具有分散性特征的，利用“大数定律”，构建现金流流入模型，通过同类资产的历史表现来预测待评资产池未来的信用表现（未来现金流入分布）等。其次，依据交易文件条款的约定，包括证券规模和期限要素、分配顺序、触发事件、循环购买设置、增信措施等，构建现金流模型，预测债权类产品的现金流出。然后根据不同信用等级的压力标准对资产现金流入和流出现金流进行加压处理，并最终检查目标级别压力情景下的现金流入是否可以覆盖现金流出。除了定量分析以外，联合资信还会结合交易结构设置、重要参与机构的尽职能力、

¹ 多阶段蒙特卡罗模拟是通过在基础资产存续期内，逐期进行模拟而实现的。

以及法律风险等因素中无法量化测算的评级要素对量化模型决定的评级结果定性调整，最终确定受评证券的信用等级。

收费收益权类产品/CMBS/类 REITs 等其他类产品，系在基础资产信用质量分析的基础上，联合资信根据交易结构的设置进行定量分析，主要为现金流分析和压力测试。现金流模型的设计需体现信用增级措施的设定、可分配现金流支付顺序、偿付计划、交易各期相关费用支出、再投资收益、压力测试条件的设定等。压力测试主要用来检验基础资产在各种不利的压力情景下，对证券本息的覆盖程度。压力测试条件的设置需结合基础资产特征、基础资产历史交易情况、发行方所属行业特点和发展趋势、市场情况、资金成本不确定性、宏观经济系统性风险等因素来确定。压力测试条件主要包括提高证券发行利率，基础资产价格水平降低/标的物业评估价值降低，销售量萎缩，经济衰退等系统性风险对收入和交易量的负面影响，产能降低导致收入水平下降，客户违约等。除了定量分析以外，联合资信还会结合交易结构设置、重要增信方的资信水平、重要参与机构的尽职能力、以及法律风险等因素中无法量化测算的评级要素对量化模型决定的评级结果定性调整，最终确定受评证券的信用等级。