

版本号：V4.0.202607

不良资产支持证券评级方法



2026 年 7 月



不良资产支持证券评级方法

一、概念、适用范围及评级局限性

（一）概述

不良资产支持证券评级方法（以下简称“本评级方法”）所指不良资产是根据金融机构资产五级分类标准被确认为次级、可疑、损失的资产。根据债务人类型，不良资产可分为大额对公不良资产、小微不良资产和零售不良资产；根据担保方式，不良资产可分为信用不良资产和抵押不良资产。不良资产支持证券是指以不良资产作为基础资产发行的资产支持证券，是资产支持证券的一种。

（二）适用范围

本评级方法主要用于阐明联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对不良资产支持证券评级分析时所采用的评级逻辑、评级思路、评级要素和模型。本评级方法适用于中国境内大多数实现破产风险隔离的不良资产支持证券的信用评级，以及经联合资信信用评级委员会认定的、适用于本评级方法的其他不良资产支持证券产品。

需要说明的是，由于中国境内不良资产支持证券在基础资产特点、交易结构设置、资产转让与证券发行等方面适用于中国境内的法律环境与司法体系，因此，本评级方法仅适用于中国境内发行的不良资产支持证券的信用评级。

（三）局限性

本评级方法存在一定局限性：（1）本评级方法基于中国境内现行司法环境和法律法规而制订，分析内容不包括法律法规未来的变化及其对受评证券的影响。如果我国有关法律法规未来发生重大变化，联合资信将会及时修订本评级方法，并评估上述变化对存续受评证券的影响；（2）不良资产支持证券评级分析依赖于发起机构/原始权益人和资产服务机构提供的资料和数据，以及其他机构（如律师、会计师、资产评估师等）提供的专业意见，分析结果的准确性也将受到所获数据和资料的真实性、准确性和完整性的影响；（3）本评级方法在评定不良资产支持证券信用等级的过程中所采用

的量化模型均基于一定的假设前提，因此，通过量化模型预测的基础资产和证券本息兑付的表现与其实际表现会存在不同程度的偏差，压力测试也未对资产支持证券的实际违约时点和违约损失程度进行预测；（4）鉴于不可抗力因素（如重大自然灾害、战争等）、故意欺诈行为、不良资产催收手段大幅变化等的不可预测性，本评级方法的分析内容也不包括不可抗力因素、故意欺诈行为、不良资产可用催收手段大幅变化对受评证券的影响；（5）对于一些交易结构或基础资产特征特殊的不良资产支持证券，可能需要依据受评对象的特性采取有针对性的分析，本评级方法所提及的评级要素可能并非完全适用；（6）本评级方法可能并未能列举完全风险因素，在实际评级中将关注更多的风险因素。

二、基础资产特征

（一）基础资产回收不确定性强、现金流波动性大

相较于正常类资产，不良资产的现金流主要通过资产服务机构的催收实现，回收金额和回收时间分布都具有较大的不确定性；同时，宏观经济环境和催收监管环境等外部因素以及资产服务机构贷后管理能力和催收强度均会对入池资产的回收表现产生较大影响，现金流回款金额和回收时间分布较正常类资产的波动更大。

（二）零售类不良资产小额分散、同质性高

零售类不良资产通常为无担保信用资产，单笔金额小，具有相同或相似的授信政策、风控标准及贷后管理模式，违约后的催收方式也类同。零售类不良资产“小额分散、同质性强”的特性使得少数不良资产的回收金额的波动通常不会引起资产池整体回收水平明显变化，因此，联合资信在零售类不良资产支持证券评级过程中更关注于资产池的整体回收表现，主要基于“大数定律”和同类不良资产历史数据预测资产池未来现金流。

（三）抵押类不良资产回收以抵/质押物处置为主，处置周期不确定性大

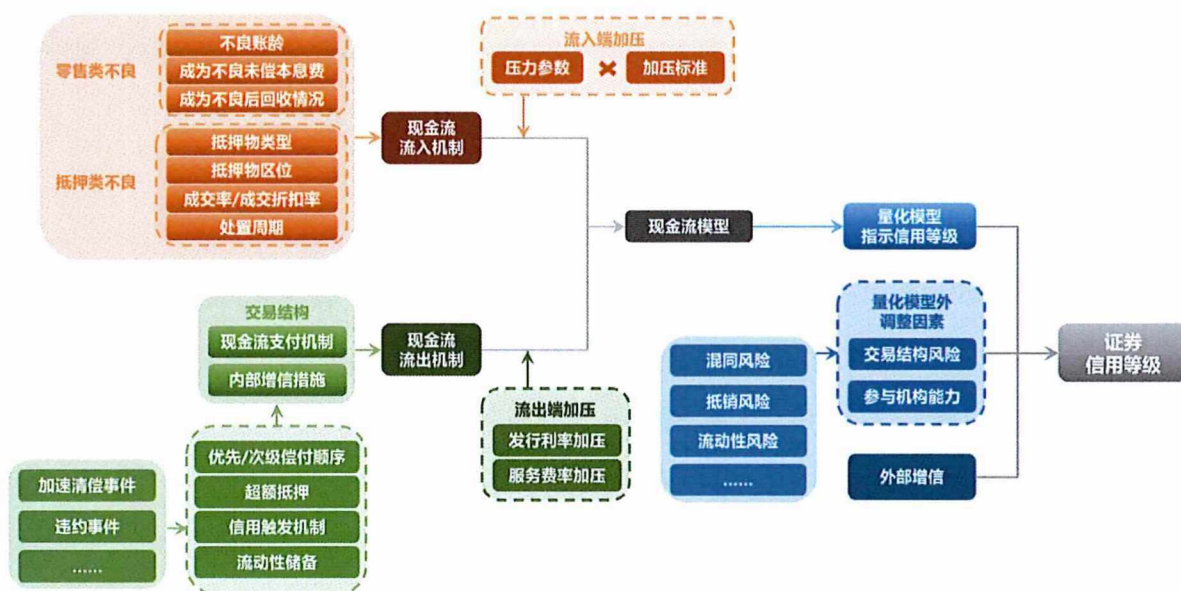
抵押类不良资产一般单笔金额大，抵/质押物种类繁多。抵押类不良资产违约后主要回收来源为处置抵/质押物。通常抵/质押物处置难度较大，处置周期较长，处置过程易受到宏观经济环境变化、行业景气度、抵/质押物所在地司法环境等外部因素影响，处置

周期不确定性大。联合资信在抵押类不良资产支持证券评级过程中主要通过评估处置抵/质押物实现的回款预测资产池未来现金流表现。

三、评级思路

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对受评证券违约风险的综合评价，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，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。受评证券的本息能否获得及时、足额支付，首先主要取决于基础资产所能产生未来现金流的流入时点及金额；其次，证券偿付顺序、信用触发机制等交易结构设计决定了收到的现金流在证券化交易参与各方之间的分配方案；第三，破产隔离、现金流转付机制决定了受评证券的本息偿付受其他主体信用风险的潜在影响程度；第四，外部增信措施能够在现金流不足以支付受评证券本息时提供额外的补充现金流。

图1 不良资产支持证券信用评级思路



联合资信在评定不良资产支持证券违约风险时，是以“真实出售、破产隔离”为基本前提。首先，联合资信基于基础资产特征预测回收金额和回收时间分布。具体而言，对于零售类不良资产，基于“小额分散、同质性高”的特点，利用“大数定律”和同类资产的历史回收表现整体预测资产池的回款金额和回款分布。对于抵押类不良资产，基于“以抵/质押物处置为主要回收来源”的特点，逐笔评估处置抵/质押物实现的回款金

额和回款时间，加总后得到预测的资产池的回款金额和回款分布；其次，联合资信依据交易文件条款的约定，包括证券要素、分配顺序、触发事件、增信措施等，构建现金流支付模型；再次，联合资信将目标信用等级相对应的压力情景参数输入现金流测试模型（现金流流入模型和现金流支付模型），依据目标信用等级对应的压力情景下证券本息是否能获得及时、足额偿付来确定证券是否能获得目标信用等级（即量化模型指示信用等级）。最后，联合资信将结合交易结构风险、参与机构尽职能力和外部增信措施效果等因素对目标信用等级进行调整后，得到证券的最终信用等级。该信用等级需经信用评级委员会评审会议投票表决通过后生效。

四、评级要素

（一）法律基础

资产证券化的发展需要完善的法律制度框架作为基础，资产证券化交易中的破产风险隔离机制、资产转移的方式及其从权利问题等重要核心问题均需得到法律上的支持。目前，我国资产证券化领域尚未建立完善的顶层法律设计，交易过程存在的法律风险有可能影响证券持有人的权益，因此对于交易涉及的法律风险尤其需要特别关注，主要包括破产风险隔离机制、基础资产转移的方式和基础资产的从权利。

1. 破产风险隔离机制

破产风险隔离是整个资产证券化交易结构设计中的核心问题，也是多数资产支持证券评级分析的前提。发起机构/原始权益人通过将资产出售给特殊目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV），使该资产免受其他债权人的追索，实现资产与发起机构/原始权益人破产风险隔离。由于实现了破产风险隔离的证券化交易不易受发起机构/原始权益人破产的影响，联合资信会以资产信用分析为主，对实现破产风险隔离的基础资产进行信用分析。而未实现破产风险隔离的证券化交易，基础资产的信用表现会受到发起机构/原始权益人主体信用风险的实质影响。相应地，联合资信在评级分析过程中也会充分分析发起机构/原始权益人主体信用对基础资产信用质量的影响。

由于特殊目的载体在法律上具有特殊的地位，其财务独立于受托人/计划管理人的自有财产，具备了与受托人/计划管理人破产隔离的属性。并且，特殊目的载体的业务范围受到法律的严格限定，一般不会破产。因此，联合资信在对资产支持证券评级分析过程中一般认为特殊目的载体一般对基础资产信用无不利影响。

2. 基础资产转移的方式

在资产证券化实践中，一般通过把资产出售给特殊目的载体实现破产隔离，特殊目的载体在证券化过程中担任资产受让人的角色，发起机构/原始权益人通过向特殊目的载体出售财产，可以将证券化资产与发起机构/原始权益人的其他财产相区别，切断发起机构/原始权益人的债权人对该证券化资产的追索权。为了达到以上目的，资产转移必须在法律上和会计上都被认定为“真实出售”，而不是以所转移资产为担保的融资行为。总体来看，信用评级过程中判断资产“真实出售”的原则分为三方面：第一，资产转移的形式需要符合当事人的真实意思表示；第二，资产转移不因一些特定的条款而撤销且转移价格合理；第三，证券化资产中的收益与风险完全或绝大部分转移到了特殊目的载体。具体来看，信用评级重点关注资产转移是否存在优惠性及欺诈性方面的法律瑕疵，此外，还需要关注发起机构/原始权益人的追索权、赎回权、剩余索取权及资产控制权方面的条款及效力，综合判断资产转移是否实现了“真实出售”的效果。

3. 基础资产的从权利

基础资产附带的从权利是评估资产信用的重要依据。基础资产中债权附属的抵押、担保、保证金等从权利也属于基础资产的一部分，特殊目的载体在取得基础资产的同时，应取得基础资产上的从权利。虽然未办理相应的权利变更、登记不影响受托人/计划管理人取得相应的从权利，但无法对抗善意第三人。如基础资产的从权利实现存在瑕疵，受托人/计划管理人将无法依法顺利地处置回收，投资者利益势必受到损失。联合资信在评级过程中将会关注法律意见书对基础资产债权转让时从权利的认定，以及交易文件中对暂未办理权利变更、登记的风险缓释措施。

（二）现金流预测及压力测试

1. 基础资产质量分析

基础资产的质量是资产支持证券的信用基础，所以，资产支持证券信用评级首先应分析基础资产质量，这是受评证券信用风险分析的重点。由于基础资产可预期的、稳定的现金流入是偿还资产支持证券本息最主要的来源，因此，联合资信考察基础资产质量实际上是对基础资产未来现金流的分析、预测。根据基础资产的类型和现金流特点不同，联合资信采用的预测思路、预测方法和预测模型也有所不同。

（1）零售类不良

常见的零售类不良资产包括信用卡不良贷款、无抵押消费不良贷款、无抵押小微不良贷款等，这类资产小额分散，入池笔数一般在数千笔到数十万笔之间，且资产同质性强，其历史催收回款表现具有较为稳定的统计特性。我们多年来对各类机构的零售类不良资产催收静态池数据的研究结果表明，不同特征的零售类不良贷款回收金额和回收分布差异明显，而影响这种差异的不良资产特征主要有三个：不良账龄（从形成不良到入池所经历的时间）长短、形成不良时本息费金额的大小和债务人还款行为特征（债务人违约至今有无还款）。因此，联合资信分别将静态池和资产池以上述三个特征为依据分成不同的静态池组和资产池组，逐一以各静态池组的历史回收统计数据初步分析对应特征的资产池组的回收情况，并结合静态池和资产池回收表现的一致性分析、入池资产已实现回收情况、重大外部因素影响以及对未来回收趋势的预期等，预测入池资产在未来特定期限内的回收金额及回收分布（毛回收）。需要说明的是，在具体项目中，分组维度的选取可能因样本量的充足性、业务模式的特殊性和静态池历史表现差异的显著性而略有不同。

在此基础上，根据交易结构设定的前端处置费用收取方案，可计算出资产池在未来特定期限内的扣除当期优先级证券本金兑付前应付的前端处置费用后的回收金额及回收分布（净回收）。

（2）抵押类不良

常见的抵押类不良资产包括抵押小微不良贷款、抵押消费不良贷款、住房按揭不良贷款等，虽然抵押类不良资产通常也具备一定分散度，但由于抵押贷款额度高，相较于前述零售类不良资产单笔资产占比较大、同质性较低、集中度更高，资产笔数一般从数百笔至数千笔不等，单笔资产回款对资产池未来现金流仍会有较为明显的影响。回款一般分为债务人自行筹款（包含自行处置抵/质押物）还款及司法拍卖处置抵/质押物回收现金两种方式，其中大多数不良贷款由司法拍卖方式回款。据此，联合资信采用资产池（入池贷款信息）逐笔分析的方式，针对预计债务人自行还款的入池贷款，基于发起机构提供及逐笔尽职调查获取的信息对入池资产回收金额与回收分布（毛回收）进行预测；针对预计通过司法拍卖处置抵/质押物回收现金的入池贷款，首先通过资产的诉讼状态（未起诉、已起诉未立案、已立案未开庭、已开庭、已判决、执行中、执行终结等）、查封状态（是否查封、是否首封及是否异地查封等）、贷款特征（抵/质押顺位等）、债

务人情况（失联与否、涉刑情况等）、各拍卖阶段成交率和流拍率、抵押物腾退难度等因素，预测入池资产可能产生回收的时间节点。其次，基于抵押物最新评估价值，通过对抵押物特征（抵押物类型、所属区位、占用情况、可处置情况、历史各拍卖阶段成交折扣率等）、贷款特征（前序应付款项等）等因素的分析，对入池资产对应回收时间节点可能产生的回收金额进行初步判断。最后结合已实现回收、资产其他影响因素、房地产市场环境以及宏观经济形势等，对入池资产回收金额与回收分布（毛回收）进行最终预测。

在此基础上，根据交易结构设定的前端处置费用收取方案，可计算出资产池在未来特定期间内的扣除当期优先级证券本金兑付前应付的前端处置费用后的回收金额及回收分布（净回收）。

2. 交易结构

交易结构是基础资产流入现金在各参与机构和各资产支持证券持有人之间分配的依据，是决定资产支持证券风险承受能力的重要因素。本评级方法对于交易结构的分析以量化分析为主，具体做法是依据交易文件中的现金流支付机制、流动性支持、信用触发机制等条款，构建现金流支付模型、确定模型参数、模拟现金流在各方之间的分配。

（1）现金流支付机制

现金流支付机制是由交易文件条款明确约定的基础资产池回收现金流的分配顺序和分配金额。联合资信会依据交易文件中约定的现金流支付机制构建现金流支付模型，一般包括税费、参与机构服务费、证券利息、证券本金等的现金流分配顺序和分配金额。

（2）内部增信

内部增信措施主要是通过设置各档证券不同的本息受偿顺序，将资产池风险在各档证券间进行重新分配，以满足各档证券投资人对不同风险偏好的投资需求。内部增信措施是现金流支付模型的重要内容，包括优先/次级偿付顺序、超额利差与超额抵押、信用触发机制、流动性储备等。

优先/次级偿付顺序安排

优先/次级偿付顺序设置是资产证券化交易中最常用的一种增信方式。对证券化产品进行结构性安排，按照顺序将基础资产组合所产生的利息和本金现金流分配给不同优先级别的证券，优先偿付高等级证券的利息和本金。这种情况下，劣后受偿的证券先行承担风险，为优先级证券提供信用增级，降低了优先级证券的信用风险。

超额利差与超额抵押

不良资产支持证券的超额利差是指基础资产端预计产生的现金总流入（不良资产池预计毛回收金额）与证券端应支付的现金总流出（税、服务费、本金、利息）的差额。超额利差是资产支持证券抵御风险的第一道防线，是资产证券化交易中一种重要的内部增信机制。超额利差越高，其对证券的增信效果越好。在证券存续期，超额利差将随资产池现金回流逐步兑现，并随基础资产实际回收的变化而波动。

超额抵押是超额利差的特殊形式，是不良资产池预计毛回收金额超过资产支持证券票面金额的差额。超额抵押作为一种内部增信措施，可用于弥补基础资产未来现金流波动可能给证券带来的损失，从而对各档证券均有信用增级效果。一方面，超额抵押可通过折价向 SPV 出售基础资产形成；另一方面，在证券存续期，随资产池现金回流而逐步兑现的超额利差也将以超额抵押的形式累积。

信用触发机制

常见的信用触发机制包括加速清偿事件、违约事件和权利完善事件等。当基础资产发生一定程度负面变化或者发生了其他危及现金流表现的事件时，激活信用触发机制能够提高归集兑付频率和/或改变回收现金流的支付顺序，以尽可能地保证更高等级的证券及时足额受偿。因此，信用触发机制能对风险因素快速做出反应，给予高等级证券投资者比一般情况下更高的保护力度。根据面临风险的严重程度不同，触发事件后的机制安排也不同，可能采取提高归集频率、提高兑付频率、改变分配顺序或其他处置措施，以保障更高等级证券的本息获得优先偿付。针对与基础资产表现相关的信用触发机制条款，联合资信一般会将约定内容直接体现在量化模型中；而与参与机构服务能力变化相关的触发机制条款，联合资信则会在分析参与机构服务能力的基础上对资产支持证券的量化评级结果进行适当的定性调整。

流动性储备

资产端现金流入与证券端各项支出在时点上存在错配时，将导致流动性风险。不良资产的回收现金流较正常资产的不确定性明显更大，流动性风险较高，因此，交易结构通常会设置内部流动性储备账户以缓释交易中存在的流动性风险。内部流动性支持的资金来源于资产池现金流，具体指按照约定的偿付顺序，在资产端现金流中截流部分资金作为流动性准备金，转入流动性准备金账户，以使该准备金账户内资金达到约定储备金

额，并用于补足后续期间基础资产现金流不足以支付的优先费用和优先档证券利息支出的差额部分。

3. 压力测试

现金流压力测试模型可以清晰地预测、模拟资产池和证券的未来表现。联合资信以得到的基础资产在未来特定期间内产生的现金流为测算基础，基于基准参数，测试在不同信用等级必备的压力情景下受评证券的受偿情况，最终确定受评证券的量化模型指示信用等级。测试的目标信用等级越高，该信用等级必备压力情景下的加压强度就越高。对于不良资产支持证券，联合资信严格按照交易结构的设定，测试压力情景下资产池现金流入在各支付时点对证券本息支出的覆盖程度，并根据受偿结果确定量化模型指示信用等级。

(1) 现金流流入端加压

回收率加压

相较于正常类资产，不良资产的回收金额和回收时间分布都具有较大的不确定性和波动性，且相对容易受到外部因素的冲击或影响，为缓释上述现金流波动对优先级证券兑付带来的不利影响，联合资信从回收金额和回收时间分布两个层面对流入端现金流进行加压。

回收金额方面，联合资信采用对基准情景下的回收金额施加折损率的方法来进行压力测试：目标信用等级越高，施加的折损率越大。换言之，要达到较高的目标信用等级，受评证券需在资产池回收率较低的情况下仍然不发生违约。回收金额下降意味着资产池现金流流入低于预期标准，从而加大了优先级证券利息和本金偿付的压力。针对零售类不良资产支持证券，折损率为联合资信综合考虑资产历史表现与宏观经济等因素后确定；针对抵押类不良资产支持证券，折损率为联合资信综合考虑由于经济环境恶化从而导致抵押物价值下跌、成交率降低、成交折扣率降低等因素后确定。

回收时间分布方面，联合资信通过改变基准情景下的现金流时间分布，测算压力调整后的现金流对证券优先级本息的覆盖程度。

基于上述基础压力，联合资信结合外部处置环境变化、数据充足性及波动性等因素确定现金流流入端各目标信用等级下的最终压力。

(2) 现金流流出端加压

在现金流压力测试中，联合资信依据交易设置搭建现金流支付模型。关键要素包括

证券要素、分配顺序、触发事件、内部增信措施等。针对交易文件中已明确约定的参数，如各类税率、一般中介机构服务报酬等，联合资信不再进行加压处理；针对证券的发行利率和资产服务机构的服务费率等，联合资信将设置不同压力情景进行测试。

一般在资产支持证券售前评级报告中，证券的发行利率尚未确定，出于审慎性，本评级方法会对预期的证券发行利率进行加压。证券的预期发行利率一般由簿记建档或销售方询价等方式确定。联合资信在压力测试时会对证券的预期发行利率进行加压，以防止实际发行利率高于预期发行利率导致证券的风险承受能力下降。同时，联合资信也会独立判断销售方提供的证券预期发行利率的合理性，以确保合理的加压力度。

资产服务机构解任风险是资产证券化的常见风险。不良资产的贷后管理及处置清收对资产服务机构的要求较高，若资产服务机构解任并启用后备资产服务机构可能会增加额外的服务费支出。因此，联合资信在压力测试中考虑将服务费率加压到合理的市场水平，以满足后备资产服务机构接任，进而保障在原有资产服务机构解任的情况下资产证券化项目可以持续运转。

4. 确定量化模型指示信用等级

根据压力测试结果，若受评证券在特定信用等级必备的压力情景下仍能满足本息及时、足额偿付的要求，则该必备压力情景所对应的信用等级就是受评证券的量化模型指示信用等级。

（三）量化模型外的调整因素

除了可以量化测算的评级要素，资产证券化交易中还有部分定性评级要素会影响资产支持证券的现金流。由于这些评级要素对现金流的影响程度无法完全使用量化模型测算，因此，联合资信设置了量化模型外的调整因素，主要包括交易结构风险和参与机构的服务能力。

1. 交易结构风险

联合资信一般会通过定性分析，判断交易结构中相关条款的合理性与有效性来调整受评证券的量化模型指示信用等级。在不良类资产支持证券项目的交易结构中，常见的风险有混同风险、抵销风险、后备资产服务机构缺位风险、再投资风险和物权风险等。

混同风险

混同风险是指资产池回收的现金与证券化参与机构的其他资金混同在一起，当参与

机构发生信用危机或破产清算时，难以准确界定或区分其资金的来源及所有者，有可能导致特殊目的载体的财产遭受损失而引发的风险。在国内大部分资产证券化交易实践中，债务人的还款直接划入资产服务机构的账户，在回收款转付日资产服务机构将款项划至特殊目的载体的账户。因此，在转付至特殊目的载体的账户前，资产池回收款或与资产服务机构其他资金混同。混同风险可通过加快资金从资产服务机构账户划转至特殊目的载体的账户的频率来加以缓释。通常情况下，交易结构会设置权利完善事件等触发机制，事件触发后受托人/计划管理人将向债务人发送权利完善通知，随即债务人应当将偿还贷款的款项直接划入特殊目的载体的专项账户。此外，混同风险暴露可经由外部准备金账户的储备金进行抵补。

抵销风险

抵销风险是指资产池的债务人以其在发起机构/原始权益人的债权向发起机构/原始权益人依法行使抵销权，但被抵销的债务为发起机构/原始权益人已经真实出售给特殊目的载体的资产，当发起机构/原始权益人发生信用危机（如破产）时，抵销权的行使有可能导致特殊目的载体财产遭受损失而引发的风险。如果基础资产合格标准或底层借款合同中已明确债务人已放弃行使抵销权，则联合资信将基于法律意见书，考察抵销弃权条款的有效性及可执行性；如果债务人没有放弃行使抵销权，则联合资信将主要关注交易结构中是否设置特定机制来有效规避抵销风险；如果交易约定，在债务人对其债务本金行使抵销权后，发起机构/原始权益人承诺将无时滞地把相当于被抵销款项的金额支付至特殊目的载体账户，将抵销风险转化为发起机构/原始权益人的违约风险，这样的安排下联合资信将通过评估发起机构/原始权益人的违约风险来判断交易的抵销风险。此外，设置抵销风险准备金也可一定程度上缓释抵销风险。

后备资产服务机构缺位风险

如资产服务机构出现不能胜任或自动辞任等事件，且交易结构中未能事先制定后备的服务机构或无法在短时间内寻找到合格的资产服务机构，会因资产服务机构缺位而使基础资产现金流回收工作停滞，引发后备资产服务机构缺位风险。联合资信判断后备资产服务机构缺位风险主要考虑资产服务机构解任的可能性、现有资产服务机构的可替代性。在此基础上，还要考察启动资产服务机构更替程序的条件、更替程序的完备性、过渡期缺位准备金设置等，最终得出资产服务机构缺位风险的结论。

再投资风险

在证券的各个偿付期内，特殊目的载体账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使特殊目的载体财产面临一定的再投资风险。针对这一风险，资产证券化交易一般会制定严格的合格投资标准，并任用高信用等级资金保管机构。合格投资范围一般包括同业存款、国债、政策性金融债、货币基金等，低风险、流动性好、变现能力强的金融产品。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

物权风险

基础资产在转让时，其附属权益也一并转让。特别的，对于抵/质押权，应要求及时办理抵/质押权变更登记。但通常情况下，在证券化产品成立时发起机构/原始权益人还将继续持有抵/质押物的所有权和抵/质押权。在证券化产品存续期间，如果发起机构/原始权益人进入破产程序，抵/质押物在司法上可能被列入破产财产，此时，由于证券持有人受偿顺序上没有优势，将会导致基础资产的回收收到不利影响。

对此风险，一般会设置权利完善事件。即当发起机构/原始权益人的信用水平降到某一信用等级以下、出现违约、破产等情况时，则触发权利完善事件，要求发起机构/原始权益人在限期内办理完毕抵押权转移登记，将抵/质押物的抵/质押权转让给受托机构/计划管理人。

一般而言，在交易开始时不转移（抵/质押物的）所有权、抵/质押权对优先档资产支持证券的信用质量影响不大。但需要对发起机构/原始权益人经营财务情况保持关注，一旦出现财务状况恶化或类似情形，则需要对权利完善事件的执行情况保持关注。同时，为防止重复融资导致权利瑕疵，须重点关注律师事务所对入池基础资产是否处于抵/质押状态进行核查的法律意见。

2. 参与机构服务能力

在资产证券化项目成立后，会有不同的参与机构为资产证券化项目提供服务。由于这些参与机构的服务质量对交易的现金流有较大的影响，因此，对于聘用不合格的服务机构的资产证券化交易，联合资信会根据实际情况调整加压力度、调低受评证券的量化模型指示信用等级，或者为受评证券设置信用等级上限。

（1）发起机构/原始权益人

在不良资产支持证券项目中，发起机构/原始权益人的不同可能会影响基础资产质量。对于不良资产支持证券项目的发起机构/原始权益人，本评级方法从两方面进行分析：

风控能力和经营状况，这些是量化模型测试相关压力参数值设置的依据。

风控能力

发起人/原始权益人的风控能力可能会影响基础资产质量。出于对风险的把控，需要考察发起人/原始权益人自身的风控逻辑与风险应对机制。比如授信标准和流程、对债务人还款能力情况的判断等，发起机构/原始权益人采用的数据核实方式，是否有相应的筛查标准，能否将风险降低至合理水平，都是需要判断的内容。

经营状况

对于发起机构/原始权益人的经营状况，主要结合经营时间、经营规模、经营效率等方面判断。如果发起机构/原始权益人的经营能力具有较好的稳定能力，有利于保证根据历史数据预测未来情况的准确性。相反，如果发起机构/原始权益人经营时间较短，无法保障资产表现的稳定性。

(2) 资产服务机构

目前，国内不良资产支持证券的资产服务机构均由发起机构/原始权益人兼任，资产服务机构的不良资产处置能力对于资产池资产的整体回收水平至关重要。资产服务机构的主要作用分为三个方面：对基础资产的回款现金流进行及时归集和转付、按约定定期提供资产服务机构报告，以及对不良资产的贷后管理。因此，联合资信主要分析资产服务机构的经营状况、服务能力和不良贷款清收处置能力，这些是量化模型测试相关压力参数值设置的依据。

经营状况

对资产服务机构的经营状况分析包括运营环境、经营时间、从业经验、财务表现、经营战略、公司治理和业务发展与管理等方面。如果资产服务机构经营能力具有较好的稳定能力，有利于保证根据历史数据表现预测未来表现的准确性。相反，如果经营时间较短，无法保障资产表现的稳定性。

服务能力

资产服务机构的服务能力则主要体现在其后续贷款管理能力上。贷后管理主要表现在业务管理流程和内部流程的严谨性、业务管理系统、风控系统等信息科技系统的完备性等方面。零售类不良资产支持证券入池资产笔数通常高达数千、数万甚至数十万笔，对于入池资产的标记、贷款状态的监控、回收款的统计和转付等都需要依靠信息系统来完成，因此信息系统需要能保证证券化产品存续期的管理工作。

不良贷款催收能力

不良资产的回收很大程度依赖于资产服务机构的贷后管理水平、催收政策以及对外包催收团队的考核与激励。对资产服务机构不良贷款催收能力的分析包括管理意愿、不良资产催收程序的完善性、催收经验是否丰富、与外包催收机构的合作稳定性等。联合资信认为，较好的催收能力有利于保障资产池现金流的充足性和稳定性。

(3) 受托机构/管理人

受托人/计划管理人是代表证券持有人管理 SPV 的专业机构，对整个资产证券化交易的设立、存续管理、利益分配等方面起到重要影响。专业度强、具有丰富经验的计划管理人有利于保障资产证券化交易设立后的平稳运行，也将在基础资产表现恶化、参与机构服务能力下降时做出更专业、更及时、更有利于持有人的处置。在设置了循环购买结构的资产证券化交易中，对计划管理人的要求更高。因为涉及循环购买，需要受托人/计划管理人在每次循环购买之前进行审核入池资产是否符合合格标准。联合资信将对受托人/计划管理人的经营情况、财务风险及受托管理经验进行综合评判。

(4) 资金保管机构

资金保管机构负责安全保管特殊目的载体财产资金，依照资金保管合同约定方式，向资产支持证券持有人支付投资收益，管理特殊目的载体账户资金，定期向受托机构提供资金保管报告，报告资金管理情况和资产支持证券收益支付情况。联合资信对资金保管机构的资金保管业务经验与能力、操作流程的合规性、内部管理水平、经营稳健性、财务风险等因素进行综合分析。

(四) 外部增信

部分资产证券化交易会通过设置外部增信措施的方式提升受评证券的信用等级。外部增信措施一般由第三方机构提供，通常可以采取保险、担保、差额补足、现金质押账户、外部流动性支持等形式来实现。外部增信措施的增信效果需考虑一下几方面：第一需要考察增信合同是否执行了法定的程序、是否有效；第二，需要确认执行增信措施的前置条件；第三，需要确认增信机构的主体信用水平；第四，如对资产证券化交易提供限额增信的，还需要结合压力测试所需要的外部增信金额，判断限额增信能否满足增信要求，使证券获得相应信用等级。

（五）确定受评证券最终信用等级

联合资信一般会在量化分析确定量化模型指示信用等级的基础上，结合量化模型外调整因素确定的调整结果和外部增信措施的增信效果，确定受评证券的最终信用等级。该信用等级需经信用评审委员会评审会议投票表决通过后生效。