

非标准化融资产品评级方法

本方法适用于保险资管产品、信托产品、银行理财产品等非标准化融资工具的信用评级。

一、非标产品的定义与类型

（一）非标产品的定义

本方法所指的非标产品¹是指信托公司、银行、证券公司、资产管理公司、保险公司等金融机构作为发起人/受托人设立的专项投资计划。专项投资计划从一个或多个委托人/合格投资者募集投资所需的资金，按照计划规定的投资方案（投资规模、投资项目、投资期限、预期收益回报率等）实施投资，在计划存续期内按照计划约定时间和方式将投资收益分配委托人，并在存续期满进行清算分配投资本金和收益。

（二）非标产品的类型

1、按照受托人的类型，非标产品可以区分为：

（1）集合资金信托计划：由信托公司作为受托人发起设立的非标准化投资计划；

（2）专项资产管理计划：由证券公司、资产管理公司作为受托人发起设立的非标准化投资计划；

（3）理财计划：由商业银行作为受托人发起设立的非标准化投资计划；

（4）基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划、股权投资基金：由保险资产管理公司发起设立的保险资管产品。

2、按照委托人类型，非标产品可划分为：

（1）只向机构开放认购的投资计划：保险公司、银行、基金、资管、券商、企业；

（2）向个人开放认购的投资计划：如银行的理财产品、余额宝。

3、按照投资计划所投资的基础资产，非标产品可以划分为：

（1）应收账款等债权类投资计划：以受让应收账款等债权性资产为投资标的的信托计划、理财计划、资管计划；

i) 以政府部门或政府相关实体为债务人的应收账款债权；

¹ 与之相对应的标准化债务工具是指在银行间市场及证券交易所公开流通与交易的债务工具，如国债、中期票据、短期融资券、企业债、公司债等。

ii) 以一般工商企业为债务人的应收账款债权；

(2) 贷款类投资计划：以发放贷款为投资标的的信托计划、理财计划或资管计划；

i) 以基础资产建设项目为资金投向：基础资产信托；

ii) 以房地产项目为资金投向：房地产信托；

(3) 有价证券类投资计划：以持有和买卖股票、债券、国债等有价证券为投资标的的投资计划；

(4) 股权类投资计划：以获取股票所有权或股权受益权为投资标的的投资计划；

(5) 收费权/特许权类投资计划：以获取收费权/特许权所产生的现金流为投资标的的投资计划；

(6) 投资计划受益权类的投资计划 (TOT)：以购买其他投资计划的份额，以获取标的投资计划收益的投资计划；

(7) 以一组资产构成的资产组合或几个资产组合构成的资产池为投资标的的投资计划：信贷资产支持证券。

4、按照投资计划所投资项目的行业分类，非标产品可以划分为：

(1) 基础设施建设类投资计划：以城市基础设施建设、保障房建设、交通、能源、环保、电信等公益性项目为投资方向；

(2) 房地产投资计划：以房地产项目为投资方向（房地产信托）；

(3) 不动产投资计划：政府土地储备、商业、养老、医疗、汽车服务等；

(4) 项目资产支持计划。

5、按照监管要求分类，非标产品分成：

(1) 核准类：如，保险公司的投资计划；

(2) 备案类：如，集合资金信托计划。

二、非标产品的基本交易结构

非标产品典型的交易结构包括如下基本要素：参与方（委托人、受托人、基础资产原始权益人/融资人、债务人、保证人、保管人、监管银行）；投资方案（投资规模、投资标的、投资期限、预期收益率、收益与本金兑付方案、现金支付机制）、基础资产、增信措施等。

（一）投资计划参与方及在交易结构中的角色定位

1、委托人/合格投资者/受益人

委托人/合格投资者/受益人出资购买投资计划份额（让渡计划存续期内的资金使用权）；从投资计划获得收益与本金兑付。

2、受托人

受托人拟定投资计划（投资方案）；出售投资计划份额募集资金；按照投资方案的规定运用资金进行投资；从投资项目获取投资回报和投资本金；获取投资计划管理费；按照投资计划约定向受托人兑付投资回报和投资本金。

3、原始权益人/融资人

基础资产原始权益人/融资人让渡基础资产的所有权/使用权/受益权，并获取所需的资金。一般情况下，原始权益人应与基础资产做破产隔离，以避免原始权益人的经营状况影响基础资产现金流。在目前的操作实践中，为保障投资计划的现金流，原始权益人通常会被要求承担连带偿付义务。

以贷款为投资标的的投资计划中，融资人从投资计划获取现金，并按照贷款合同的要求向投资计划偿付本息。

4、债务人

以应收账款/收费权为基础资产的投资计划中，债务人应按照约定向资产管理人或直接向投资计划偿付债务或缴纳费用。

5、资产管理人

部分基础资产需要持续运营管理才能产生现金流，资产管理人负责运营管理基础资产并将资产所产生的现金流归集至投资计划资金专户。资产管理人通常由原始权益人或受托人兼任。

6、增信方

（1）原始权益人充当承诺人/保证人：溢价回购承诺、连带偿付责任；

（2）第三方保证人：提供连带责任保证；收取担保费。

7、保管人/托管人

保管人管理投资计划设立的资金专户，用来归集投资计划募集的资金，投放资金、收取投资本息、向投资者分派本息；收取保管手续费。

8、独立监督人/监管银行

独立监督人/监管银行通常由保管人担任，监督受托人按照投资计划的约定运用管理资金；监督受托人和保管人履行兑付本息义务等关键义务；收取监管手续费。

（二）基础资产/投资标的

1、应收账款类债权

受托人将投资计划所募集资金按照与原始权益人约定的金额受让应收账款债权，债务人应按照约定方式将偿付金额划转至计划资金专户。投资计划能收取的应收账款金额通常应大于受让金额，两者之间的差异是投资收益的主要来源。

2、贷款

受托人将投资计划所募集资金按照约定的期限、利率发放贷款，贷款人应按照规定支付利息和本金，利息是投资收益的主要来源。

3、股权受益权

受托人将投资计划所募集资金按照与原始权益人约定的金额受让股权的受益权，股权所有权仍归原始权益人所有，但标的股权所衍生的收益归投资计划所有，收益包括现金分红。如标的股权不分红，原始权益人通常需要按照约定的金额溢价回购股权收益权。

股权受益权类投资计划与股权质押融资类似。

4、股权投资

受托人将投资计划所募集资金按照与原始权益人约定的金额获得或受让股票/股权，获得与股权所有权相关的全部权利。通过现金分红和股权处置利得产生现金流是投资收益的主要来源。

5、有价证券

受托人将投资计划所募集资金通过公开市场或场外交易购买、持有和交易国债、公司债、企业债、商业票据等有价证券。证券孳息和交易利得产生的现金流是投资收益的主要来源。

6、收费权/特许权

受托人将投资计划所募集资金按照与原始权益人约定的金额受让某项收费权/经营权的受益权，收费权和特许权由资产管理人经营管理，收费权和特许权所产生的现金流是投资收益的主要来源。

7、信托计划/资管计划/理财计划的受益权

受托人将投资计划所募集资金用于购买其他投资计划（标的投资计划）的受益权，标的投资计划分配的收益和本金是兑付该投资计划收益和本金的基础。

8、资产组合/资产池

受托人将投资计划所募集资金用于受让资产组合或资产池所产生的现金流。资产池可以是同一类型资产的组合，也可以是应收账款、贷款、股权、有价证券、收费权、投资计划受益权等不同类基础资产的组合。

（三）增信措施

在基础资产不足以产生预期的现金流时，由增信措施提供兑付所需的现金流。

1、保证担保

基础资产发生损失时履行连带责任代偿义务，补足约定金额的现金流入。

2、抵押/质押

基础资产发生损失时处置抵押或质押物所产生的现金流优先用于弥补基础资产损失。

3、受益权分层

受益权分成优先级和劣后级。在基础资产所产生现金流不足以按照约定兑付全部收益时，优先保证优先受益权的兑付；劣后级受益权承担优先级的部分损失。

4、现金差额补足

补足义务人对实际产生的现金流金额与计划规定金额不足部分予以补足，即流动性支持。

5、保险

资产管理人在基础资产发生损失时通过理赔形成现金流。

（四）投资方案及现金支付机制

1、投资规模：通常与募集资金规模一致；

2、投资期限：投资时间、回收投资本金的时间；

3、收益分配方案：预期收益率，收益分配时间与金额，收益分配程序；

4、本金回收方案：回收时间、方式、程序。

三、非标产品的信用风险特征与评级思路

对非标产品进行信用评级的主要任务是评定投资计划的信用风险程度，即投

资计划所产生的现金流入无法如期足额兑付投资本金及预期投资收益的可能性及损失程度，即违约概率和违约损失率。

（一）信用风险特征

非标产品信用风险主要来源于两个方面：（1）投资计划所投资的基础资产及相应的增信措施不能产生足够的现金流入以满足预期投资收益及投资本金兑付需求的风险；（2）受托人与监管银行发生的道德风险与操作风险导致未能如期足额履行兑付义务的风险。

（二）评级思路

东方金诚对非标产品信用评级思路是对投资计划在各种情形下的现金流入进行预测和分析，判断现金流入额对投资本金和预期收益兑付需求金额的满足程度，在此基础上结合参与方主体信用质量判断不能兑付的可能性及损失程度。

非标产品的信用等级评定是对基础资产信用质量与现金流、增信措施和参与方信用质量综合判断的结果。

1、基础资产的信用质量与现金流

基础资产所产生的现金流是投资计划的第一现金流来源，基础资产在正常情况下及压力测试情况下所产生的现金流是兑付投资收益和本金的基础。对基础资产的现金流测算及压力测试是投资计划评级的核心工作。

基础资产的信用质量决定了基础资产所产生现金流的金额及可靠性。

2、增信措施

增信措施能为投资计划带来现金流入或导致投资计划改变兑付顺序，但只在基础资产所产生的现金流不满足兑付需求时才能触发。在触发增信条件后，基础资产和增信措施联合产生的现金流入或对兑付顺序的改变程度是判断投资计划是否能满足全部或优先兑付需求的基础。

（1）连带责任保证/连带偿付责任

如保证人进行代偿，投资计划将获得代偿所产生现金流入，用于兑付投资计划收益与本金。

保证人或连带偿付责任方的信用质量（信用等级）决定了其是否有能力和意愿履行代偿责任，补足兑付所需的现金流，从而是否能实质性的增加投资计划现金流入满足兑付需求的可靠性。

（2）抵押与质押

受托人处置抵押/质押物获得的现金流入，并优先用于兑付投资收益与本金。

抵押物、质押物的信用质量（可变现方式及公允价值）决定了抵押物、质押物所能产生的现金流是否能实质性的增加投资计划现金流在时间和金额两方面满足兑付需求的可靠性。

（3）受益权分层

受益权分层通过改变现金流的兑付顺序，优先满足优先受益权兑付需求，从而使优先受益权被兑付的可能性及未能兑付风险低于劣后级受益权。

资产的风险集中度及分层结构设计的合理性决定了优先受益权未能兑付的风险及损失是否显著低于劣后级受益权。

3、参与方信用质量

受托人信用质量反映了其是否有能力管理、并履行约定义务，即所设计的现金流支付机制是否有效并得到充分执行。

保管人、监督人的信用质量反映了其是否能有效履行保管或监督义务。

四、非标产品评级要素

基于上述评级思路，东方金诚将非标产品信用评级的基本要素分成基础资产、增信措施、参与方信用质量、交易结构四个方面。

（一）基础资产的信用质量与现金流分析

根据基础资产的性质，对各类基础资产的信用质量及现金流的分析方法：

1、应收账款债权

债务人的信用质量决定了其用于偿付应收账款基础资产的现金流的规模和可靠性，东方金诚用债务人信用等级度量应收账款基础资产的信用质量。

对债务人的信用等级评定遵循公司金融机构评级方法、地方政府评级方法、平台公司评级方法及工商企业评级方法等主体评级方法。

2、贷款

贷款人的信用质量决定了其现金流获取能力以及偿付贷款本息的意愿。东方金诚用贷款人信用等级度量贷款基础资产的信用质量。

对贷款人信用等级评定遵循公司金融机构评级方法、地方政府评级方法、平台公司评级方法及工商企业评级方法等主体评级方法。

3、股权受益权

股权受益权通过现金分红和溢价回购承诺产生现金流。因此股权受益权的信用质量取决于：

(1) 被持股方的盈利能力和现金分红政策。被持股方盈利能力决定了其是否具有现金分红的能力，现金分红政策则决定了是否具有现金分红安排。被持股方的信用等级可综合反映其盈利能力及履约现金分红安排的意愿。

(2) 溢价回购承诺人的信用质量

溢价回购承诺人实施溢价回购是目前实际操作中股权受益权投资计划获取现金流的主要方式，溢价回购承诺人的信用质量反映了其履行溢价回购承诺的能力和意愿，东方金诚用溢价回购人的信用等级度量其信用质量。

4、股权投资

与股权受益权相比，股权投资获得与股权所有权相关的所有权利，可以通过现金分红以及处置股权投资产生现金流。股权的信用质量取决于：

(1) 被持股方的盈利能力和现金分红政策。被持股方盈利能力决定了其是否具有现金分红的能力，现金分红政策则决定了是否具有现金分红安排。被持股方的信用等级可综合反映其盈利能力及履约现金分红安排的意愿。

(2) 股权的可变现性，处置股权所能获得的现金流取决于股权价值及股权交易的活跃性，通过评估被持股方的每股净资产、是否上市股权、最近股权交易价格等因素综合判断股权的公允价值。

5、有价证券

有价证券通过获取证券孳息（分红、利息）以及证券交易产生现金流，主要是通过证券交易产生现金流。因此有价证券的信用质量主要取决于其可变现性，遵照有价证券评估方法进行公允价值估计。

6、收费权/特许权

收费权/特许权的现金流来源于收费。收费权/特许权应测算所能产生的现金流入规模确定基础资产的信用质量，影响收费权/特许权现金流的因素主要包括：

(1) 路桥收费权：路桥质量及车流量、收费价格；

(2) 收费权/特许权的管制：政策期限、收费方式。

7、信托计划、理财计划与资产管理计划的受益权

基础资产为投资计划受益权的，其现金流来源于标的投资计划的现金流入以及投资受益的分配规则，基础资产的信用质量取决于：

(1) 标的投资计划的信用等级，需遵循本方法评定；

(2) 标的投资计划基础资产及增信措施联合产生的现金流入及兑付安排与受评投资计划兑付需求的匹配程度，包括时间和金额的匹配程度。

8、资产组合/资产池

基础资产是来自于多个原始权益人所持有的资产组合/资产池的，应测算资产组合的现金流及损失分布以确定基础资产的信用质量，主要取决于：

(1) 入池资产的信用质量；

(2) 入池资产的现金流产生机制；

(3) 入池资产的风险集中度。

(二) 增信措施的增信效力

1、连带责任保证担保

连带责任保证担保的增信效力由代偿所能产生现金流入决定，即由保证人的代偿能力及代偿意愿决定。东方金诚用保证人信用等级度量保证人代偿能力及代偿意愿。

保证人的信用等级评定遵循公司金融机构评级方法、地方政府评级方法、平台公司评级方法及工商企业评级方法等主体评级方法

2、抵押/质押担保

抵押/质押的增信效力由抵/质押物的公允价值对兑付需求的覆盖倍数，依据覆盖倍数大小判断增信效力。

东方金诚参考独立第三方的专业资产评估机构评估结果，独立判断抵押物质押物的价值和可变现性。

3、受益权分层

受益权分层通过划分优先受益权和劣后受益权，由劣后受益权吸收部分原本由优先受益权承担的损失风险，从而使优先受益权获得兑付的可能性提高。受益权分层的增信效力主要取决于分层的风险转移效果，即：

(1) 资产的现金流入规模。负现金流入下受益权分层没有增信效力；只有在现金流入能满足部分兑付需求时，通过改变兑付顺序，可以使优先受益权获得

兑付的能力有所提高；

(2) 分层比例。在现金流入只能满足部分兑付需求时，劣后级相对于优先级的比例越高，劣后受益权吸收损失的可能性越大，优先受益权获得兑付的可能性也越大；

(3) 风险集中度。优先受益权和劣后受益权的基础资产有差异时，基础资产的风险集中度越低，优先受益权和劣后受益权的基础资产所发生的现金流入减少的可能性越小，劣后受益权对风险损失的吸收能力越强，优先受益权获得兑付的可能性越大。

(三) 参与方信用质量

受托人、资产管理人、保管人/监管银行等的信用质量是影响现金流支付机制是否能有效执行的重要因素，东方金诚用主体信用等级度量参与方各主体的信用质量。

(四) 交易结构风险

交易结构设计方面的缺陷将可能对投资收益与本金的兑付产生障碍。如存在重大的交易结构风险，东方金诚将适度调整受评计划的信用等级：

(1) 资金混同风险

资金混同风险是指资产池回收的现金与交易参与方的自有资金混用，被混用资金难以区分并导致投资计划财产损失的风险。

(2) 机构变更风险

机构变更风险是指投资计划相关服务机构发生解任或辞任等变更，造成投资计划财产损失的风险。

(3) 法律风险

法律风险是指非标产品的整个交易环节设计与现有相关法律法规相抵触或存在瑕疵，从而导致投资者利益受到侵害的可能性。