

# 非标准化融资产品信用评级方法

## (RTFA001202006)



东方金诚国际信用评估有限公司  
Golden Credit Rating International Co.,LTD.

## 目 录

一、概述.....	1
二、适用范围.....	1
三、非标准化融资产品的基本交易结构.....	3
四、非标准化融资产品的信用风险特征与评级思路.....	7
五、非标准化融资产品信用评级要素.....	7
六、非标准化融资产品等级符号划分及定义.....	10

## 一、概述

### （一）版本和制定日期

经公司技术委员会核定，本方法的版本编码为 RTFA001202006，批准日期为 2020 年 6 月 22 日，自 2020 年 6 月 22 日起生效。

### （二）制定或修订说明

本方法依据东方金诚的信用评级概念框架、相关监管规定对 2015 年 5 月生效的《非标准化融资产品评级方法》进行了修订。主要修订内容如下：

1. 根据近年来非标准化融资产品（以下简称“非标产品”）的发展状况以及监管政策等方面的变化，对非标产品的类型及信用风险特征进行了重述；
2. 对非标产品分析框架进行了优化，修订调整评级要素相关内容。

### （三）修订后的影响

经测试，本次修订后的评级方法不会对适用范围内、评级结果在有效期内的东方金诚受评非标产品信用等级产生影响。

针对本方法，东方金诚将根据监管规定和公司制度要求，定期或不定期进行适时修订，并按监管机构相关要求及时披露。

## 二、适用范围

### （一）适用范围

本方法适用于对标准化债权类资产之外的，且未满足“等分化，可交易”、“信息披露充分”、“集中登记，独立托管”等标准化债权类资产认定标准的，非结构化<sup>1</sup>的债权融资类金融产品的信用评级。

本办法所指的非标产品主要是由信托公司、保险资产管理公司、保险公司、商业银行等金融机构作为发起人/受托人设立的、向一个或多个委托人/合格投资者发行的债权融资类金融产品。非标产品募集投资所需的资金，并按照产品规定的投/融资方案实施投/融资，在产品存续期内按照约定时间和方式将投资收益分配至委托人/受益人，并在存续期满进行清算，分配投资本金和收益。

<sup>1</sup> 结构化非标产品的信用评级适用东方金诚相关结构化产品评级方法。

## （二）非标产品的类型

### 1. 按照受托人/管理人的类型划分

（1）集合资金信托计划：由信托公司作为受托人发起设立，并按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托类专项金融产品。

（2）债权投资计划：由保险资产管理公司、保险公司等专业管理机构作为受托人发起设立的、面向委托人发行受益凭证，按照约定支付预期收益并兑付本金的专项金融产品。

（3）债权融资计划：由商业银行作为挂牌管理人（主承销商）发起设立的、在金融资产交易所非公开方式挂牌募集资金的非标准化债权性固定收益类专项金融产品。

（4）理财计划：由商业银行作为发起管理人设立、直接以单一企业的债权融资为资金投向、在指定的登记托管结算机构统一托管、由合格的投资者进行投资交易、在指定渠道进行公开信息披露的非标准化融资产品。

### 2. 按照基础资产的类别划分

（1）贷款类非标产品：以发放贷款为投资标的的信托计划、债权投资计划、理财直接融资工具等。

（2）受（收）益权类非标产品：一般以融资人的受（收）益权为投资标的，如应收账款债权、租赁权等，转让的一般为债权的受（收）益权而非债权本身，可以带回购或者不带回购条款的信托计划等。

（3）带回购条款的股权性融资类非标产品：以融资人（未在中国境内证券交易所公开上市的股份有限公司和有限责任公司）的股权为投资标的，并约定由第三方到期回购股权或协议转让等退出机制的信托计划或债权投资计划。

（4）产业基金类非标产品：投资标的为有限合伙类产业基金的非标产品，一般以信托计划为主。即金融机构通过认购信托计划，投资有限合伙类产业基金的优先份额，融资人投资劣后级，产业基金最终投向融资人需要融资的项目。融资人作为劣后级为优先级提供安全垫，到期一般由第三方回购优先级的份额。

### 3. 按照投资领域划分

（1）基础设施建设类非标产品：投资领域为城市基础设施建设、保障房建设、棚户区改造等公益性项目或准公益性项目，融资主体主要为城投企业的信托计划、债权投资计划等。

（2）房地产类非标产品：投资领域为住宅、商业、工业地产项目以及养老、旅游等地产项目，融资主体为房地产开发企业或城投企业的信托计划、债权投资计划<sup>2</sup>等。

<sup>2</sup> 保险资金采用债权、股权或者物权方式投资的不动产，仅限于商业不动产、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产（《中国保监会关于印发《保险资金投资不动产暂行办法》的通知，保监发〔2010〕80号》）。

(3) 工商企业类非标产品：投资领域为电力、煤炭开采、钢铁冶炼、建筑施工、造纸等工商企业项目，融资主体为一般工商企业（不含房地产开发企业）的信托计划、债权投资计划等。

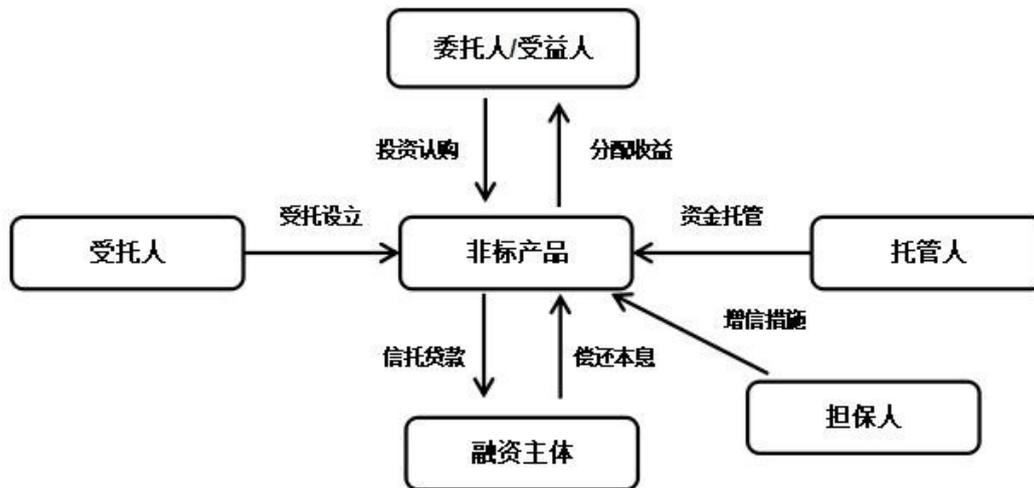
### 三、非标准化融资产品的基本交易结构

#### (一) 非标产品交易结构的主要类型及风险

因交易结构不同，非标产品信用风险来源各异。此外，因与交易结构紧密相关的增信措施的不同，对非标产品的增信效果也存在明显的差异。非标产品交易结构按照是否嵌套分为以下两类：

##### 1. 单层交易结构

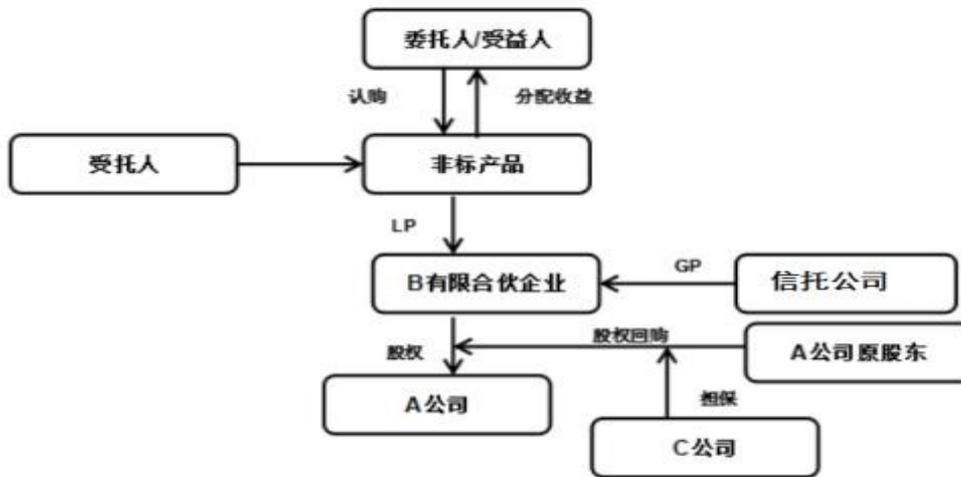
图 1：典型的单层交易结构



在此类交易结构中，一般有明确的融资主体，其信用风险是非标产品信用风险的主要来源。也有部分非标产品产品的收益主要来自于募投项目产生的现金流，或能够产生租金、水电费等稳定收入的基础资产，则募投项目或基础资产信用质量成为非标产品信用分析的关键因素。同时，此类交易结构一般设置了保证担保、抵押/质押等增信措施，则需考察在融资人无法按期足额履行偿债义务时，保证担保是否能够履行代偿义务，补足约定金额的现金流入，或是抵质押物是否足值，可否通过处置抵质押物获取非标产品兑付所需的足额现金流入。

##### 2. 两层嵌套的交易结构

图 2：典型的两层嵌套交易结构



两层嵌套交易结构的非标产品常见于股权受益权/特定资产收益权为投资标的的信托计划。此类信托计划一般是受让其他已设立信托计划、资产管理计划或私募基金的债权/股权/基金份额受益权，其信用风险来源较单层交易结构更为多样。

两层嵌套的交易结构的信托计划收益主要来源于特定资产收益权所能产生的本金和预期收益分配，特定资产的信用质量为信托计划信用分析的关键因素。同时，特定资产为保障信托计划兑付需求所设定的本金和预期收益的归集与分配机制以及信托计划的增信措施也直接关系到信托计划本息的保障程度。

## （二）非标产品交易结构的基本要素

非标产品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。

### 1. 主要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/受益人出资购买非标产品份额（让渡计划存续期内的资金使用权），获得收益与本金兑付。

#### （2）受托人

受托人拟定投资方案，出售产品份额募集资金，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；获取管理费；按约定向受益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。

以贷款为投资标的产品中，融资人融入资金，并按照贷款合同的要求偿付本息。

(4) 债务人

以应收账款/收费权为基础资产的非标产品中，原始债务人应按照约定向资产管理人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。

③差额补足义务人：提供差额补足义务。

(7) 保管人/托管人

保管人管理非标产品需设立资金专户，用来归集非标产品募集的资金，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，监督受托人按照非标产品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。

## 2. 基础资产/投资标的

(1) 应收账款类债权

受托人将非标产品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，原始债务人应按照约定方式将偿付金额划转至资金专户。

(2) 贷款

受托人将非标产品所募集资金按照约定的期限、利率发放贷款，借款人应按照约定支付利息和本金，利息是投资收益的主要来源。

(3) 股权受益权

受托人将非标产品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非标产品所有，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。

股权受益权类非标产品与股权质押融资类似。

(4) 股权投资

受托人将非标产品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的现金流是投资收益的主要来源。

(5) 有价证券

受托人将非标产品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

受托人将非标产品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

受托人将非标产品所募集资金用于购买其他非标产品（标的资产）等的受益权，标的资产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

受托人将非标产品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。

### 3. 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。

### 4. 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。

## 四、非标准化融资产品的信用风险特征与评级思路

### （一）信用风险特征

非标产品信用风险主要来源于以下几个方面：

（1）非标产品所投资的基础资产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；

（2）融资人/原始权益人信用质量相对较低，违约风险较高；

（3）增信措施复杂多样，但实质性作用不足，对非标产品信用风险的缓释程度相对有限；

（4）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；

（5）因交易结构设计方面存在的缺陷将可能对投资收益与本金的兑付产生障碍。

### （二）评级思路

东方金诚对非标产品的信用分析是基于其信用风险特征和不同交易结构的主要风险来源，运用定量分析和定性分析相结合的评级方法，对非标产品产生的现金流不能如期支付非标产品收益和到期不能兑付投资本金的可能性的评价。

对于单层交易结构的非标产品，东方金诚在融资人/原始权益人主体信用评级基础上，结合增信措施等偿付保障措施，分析判断非标产品的违约风险及损失程度。

对于两层嵌套的交易结构的非标产品，应穿透至底层资产，在对底层资产的融资人/原始权益人主体信用评级基础上，结合交易结构及增信措施等，分析判断嵌套的非标产品违约风险及损失程度。在此基础上，结合本次的交易结构、增信措施等偿付保障措施，分析判断非标产品整体的违约风险及损失程度。

## 五、非标准化融资产品信用评级要素

基于上述评级思路，东方金诚非标产品信用评级要素主要包括融资人/基础资产的信用质量分析、交易结构分析、增信措施分析（如有）以及受托方履约能力分析。

### （一）融资人/基础资产信用质量分析

#### 1. 融资人/原始权益人的信用质量分析

对于信用风险主要来源于融资人的债权类/收益权非标产品，融资人/原始权益人的持续

经营能力是基础资产未来产生现金流的基础，评级过程中，一方面需要关注融资人/原始权益人的经营实力和财务状况，另一方面需要对融资人/原始权益人还款意愿进行全面、客观和动态评估。融资人/原始权益人经营实力分析主要是对融资人主体概况、业务运营能力、外部支持及其在经济形势变化时的抗风险能力进行评估；财务状况分析是评估企业会计、财务政策的风险取向，资产构成及质量，负债构成及负债水平，主营业务收入、利润的构成及盈利水平，现金流状况等。融资人的还款意愿评估包括对融资人历史信用状况、本次融资实际目的和用途的真实性、还款风控措施的有效性等因素进行分析。

对融资人/原始权益人信用等级的评定遵循东方金诚相关主体评级方法。

## 2. 基础资产/募投项目分析

基础资产主要存在于两层嵌套的交易结构和结构型交易结构的非标产品中，主要包括债权类基础资产和收益权类基础资产，其中债权类基础资产主要涉及信贷资产、小贷资产、应收账款、信托贷款等。收益权类基础资产主要涉及私募基金的股权/基金份额受益权和其他已设立信托计划/资产管理计划的受益权等。

### (1) 债权类基础资产

对于以单项债权为基础资产的，东方金诚首先基于相关行业信用评级方法对单笔债权债务人的主体信用状况进行评估，然后根据债权增信措施的有效性综合分析基础资产的信用质量。

对于以多笔债权形成的资产池为基础资产的，需要结合入池资产的信用风险特征信用分析，包括担保方式、利率类型、还本付息的安排、债权账龄、剩余期限分布、债务人主体信用等级分布、债权区域和行业分布、债权的债务人集中度等。由于不同债权人信用等级、基础资产数量和资产集中度等方面存在较大差异，故需要借助特定模型以确定基础资产的组合信用质量，通常利用蒙特卡洛模拟法进行分析。

### (2) 收益权类基础资产

收益权类基础资产的现金流主要来源于特定资产经营所产生的收益，对收益权类基础资产，重点分析影响基础资产稳定性的因素，包括但不限于：宏观经济与区域环境、行业环境和行业政策、服务和产品的综合竞争力、风险控制、财务状况等。在分析上述因素的基础上，结合（特定）原始权益人的持续经营能力和外部支持因素，对基础资产未来现金流入做出基本预测。

(3) 对于以特定募投项目为基础资产的，募投项目分析主要是依据募投项目的可行性、建设进度、资金来源及结构、项目自身的建设风险和运营风险等衡量信托计划还本付息偿债资金来源稳定性和保障程度。对于以标的物业等经营收费权等所产生的资金流入为信托计划还款来源的，重点分析标的物业的运营模式、租户情况、租金定价、租金回收率、运营成本以及物业运营方的经营实力等。

## （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东方金诚相关主体评级方法。

### 2. 抵押/质押担保

抵押/质押的增信效力由权属明确、第一顺位抵/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公允价值和可变现性。

### 3. 溢价回购

溢价回购的增信效力由回购义务人履行回购义务的回购能力和意愿决定，东方金诚用回购义务人信用等级度量回购人的回购能力和回购意愿。

回购人的信用等级评定遵循东方金诚相关主体评级方法。

### 4. 差额补足

差额补足的增信效力由差额补足义务人补足能力和补足意愿决定。东方金诚根据差额补足人提供差额补足的的范围、差额补足约束机制以及差额补足义务人的信用质量，综合判断差额补足义务人对非标产品的实际增信效力。

差额补足义务人信用等级评定遵循东方金诚相关主体评级方法。

## （三）参与方履职能力分析

受托人、资产管理人、保管人/监管银行等参与方的履约能力会直接影响信托计划的正常运作，是影响现金流支付机制是否能有效执行的重要因素。

### 1. 受托人

受托人负责设立并管理非标产品，以基础资产及其管理、运用和处分形成的属于非标产品的全部资产和收益，因此受托人的履约能力和相关经验将直接影响相关事项的顺利实施。

### 2. 资产管理人

非标产品的基础资产种类较多，部分基础资产的存续、维护和管理都较为依赖资产管理人提供的服务，更换资产管理人的成本和难度很大，因此资产管理人的履约能力直接影响信托计划的正常运作。

### 3. 保管人/监管银行

保管人和监管银行一般由商业银行担任，负责资金托管和监督专项计划的运作。信用水平较高、业务经验较为丰富的保管人/监管银行可以有效防止资金混同风险和提供合格的监管服务。

#### （四）交易结构风险分析

为了有效控制非标产品风险，信托公司/保险资产管理公司等金融机构在设计交易结构时通常会设置较多风控措施和增信措施，包括但不限于保证担保、不动产抵押、股权质押、资金监管、降价条款和受托人向项目公司派出董事、监事等。其中，抵质押和保证担保在实际运作过程中作用差异很大，评级过程中应关注其实质性增信作用。保证担保方面，需要客观评估担保方的信用质量及其与交易对手的关联风险等。抵押措施方面，本质上抵押物在一定程度上只能起到提高回收率而不是降低违约率的作用，需要高度关注抵押物的变现能力和价值评估状况。此外，还要关注交易结构设计方面是否存在缺陷、交易结构法律关系是否明确等其他交易结构相关风险。

## 六、非标准化融资产品等级符号划分及定义

东方金诚非标产品信用等级标识体系划分为三等九级，等级符号为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C,反映了非标产品本金和预期收益按期足额偿付的保障程度，信用等级符号及含义如下：

符号	定义
AA	偿还本金和支付固定收益的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还本金和支付固定收益的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还本金和支付固定收益能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
AB	偿还本金和支付固定收益能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还本金和支付固定收益能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还本金和支付固定收益的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
AC	偿还本金和支付固定收益的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付固定收益
C	不能偿还本金和支付固定收益

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。