

资产证券化评级的国际经验及启示

针对资产证券化产品在**基础资产**和**交易结构**等方面的**风险特征**及其差异，国际评级机构发展出专门化的评级方法。我国资产证券化产品现已囊括了欧美市场所有的基础资产类型，因此国际评级机构的相关方法与实践值得借鉴。

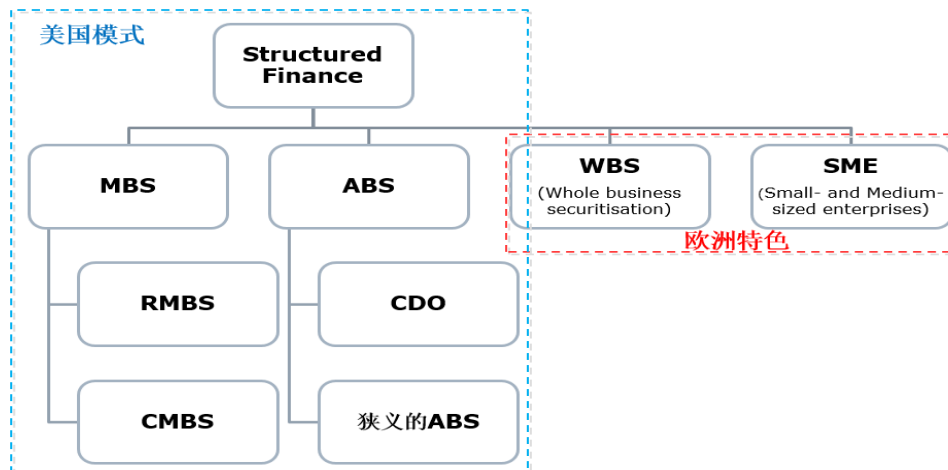
欧美资产证券化品种分类

截至 2015 年底，美国市场资产证券化产品的发行规模超过 10 万亿美元，欧洲市场也超过了 1.6 万亿美元。总体而言，欧美市场的资产证券化产品大体类似，但在基础资产和交易结构等方面也存在一定差异（见图表 1）。美国市场资产证券化产品的基础资产以金融机构债权类为主，交易结构的设计以“风险隔离”为原则，实现基础资产出表的目的。

欧洲市场除此之外，更具特色，进一步扩大了基础资产的范围，增加了**整体业务证券化（WBS）**和**中小企业信贷证券化（SME）**品种。WBS 以企业某项业务产生的、未来全部的现金流为偿付支持发行债务证券支撑，偿付现金流不能脱离融资方的积极经营与主动管理。目前，WBS 的基础资产已经拓展至宾馆、酒店、主题公园和机场等领域。SME 是指以中小企业贷款为基础资产，并以其产生的现金流为支撑的证券化产品。SME 的基础资产具有异质性强、金额小以及更换频率高（循环购买）的特点。

鉴于基础资产、交易结构等方面的风险特征及其差异，国际评级机构针对不同类别的资产证券化品种，相应发展出专门化的评级方法，以准确、充分揭示风险及其相对大小。

图表 1 欧美资产证券化分类

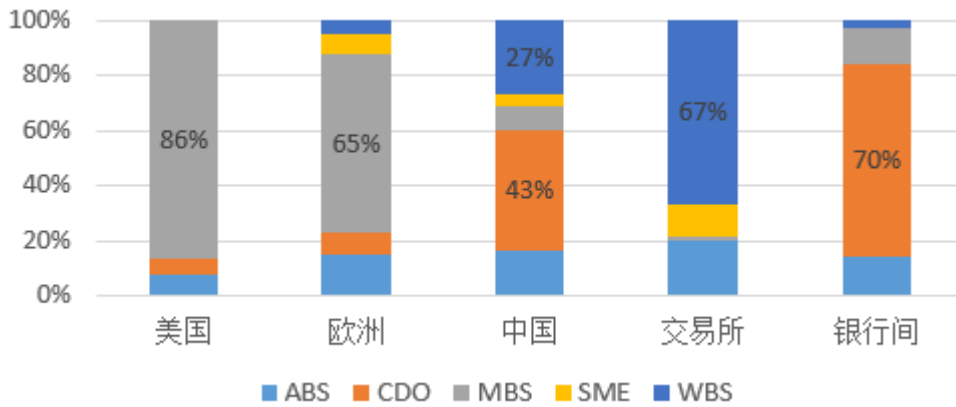


我国资产证券化市场的特点

相对欧美市场，国内资产证券化市场规模偏小。截至 2016 年底，国内资产证券化产品的发行规模仅为 1 万亿人民币，仅为美国（2015）的 1/67，欧洲（2015）

的 1/10。但是，资产证券化产品却已囊括了欧美市场所有的基础资产类型，并在产品构成上与欧美市场存在较大差异（见图表 2）。

图表 2 欧美中资产证券化品种结构



我国资产证券化市场主要以 CLO 及 WBS 为主导，占比分别为 43%及 27%，超过 70%的份额，而 MBS 的发行额占比不到 10%。银行间市场以信贷资产证券化为主，主要包括 RMBS、CMBS，CLO 以及狭义的 ABS，其基础资产构成为汽车贷款、信用卡贷款、租赁资产、消费性贷款等。交易所市场以收益权资产证券化为主，以债权类为辅。其中，未来收益权作为基础资产的企业资产证券化产品则借鉴了 WBS 的经验，如葛洲坝水电上网收费权绿色资产支持专项计划；以小额贷款等为基础资产的企业资产证券化产品借鉴了 SME 的经验及方法，如阿里小贷；此外，还发行一些其他债权类 ABS 产品。

图表 3 我国资产证券化产品分类统计

类型	基础资产类型	项目数量(只)	项目数量比重(%)	发行总额(亿元)	总额比重(%)
银行间市场		261	28.5	10,275.90	57.4
CDO	企业贷款	142	15.5	6120.2	34.2
	铁路专项贷款	1	0.11	102.4	0.6
	不良贷款	16	1.75	163.3	0.9
	工程机械贷款	1	0.11	14.7	0.1
ABS	汽车贷款	38	4.2	1080.2	6
	信用卡贷款	3	0.3	213.2	1.2
	租赁资产	14	1.5	349.4	2
	消费性贷款	9	1	169.2	0.9
MBS	住房抵押贷款	37	4	2063.3	11.5
交易所市场		655	71.5	7,628.70	42.6
WBS	租赁租金	195	21.3	1782.4	10
	基础设施收费	104	11.4	1015.5	5.7
	信托受益权	68	7.4	914.2	5.1
	不动产投资信托	16	1.8	392.5	2.2

	航空票款	4	0.4	92	0.5
	BT 回购款	2	0.2	45.5	0.3
	门票收入	5	0.6	70.5	0.4
	棚改/保障房	2	0.2	34	1.9
	委托贷款	5	0.6	81.9	0.5
	PPP 项目	5	0.5	35.5	1.9
	其他	2	0.2	30	0.2
ABS	应收账款	121	13.2	1335.2	7.5
	融资融券债权	8	1	79.1	0.4
	企业债权	21	2.3	485.4	2.7
	股票质押回购债权	4	0.4	45.7	0.3
SME	小额贷款	69	7.5	1008.7	5.6
	保理融资债权	15	1.6	113.8	0.6
MBS	住房公积金贷款	9	1	66.8	0.4
合 计		916	100	17,904.60	100

资产证券化评级实践的启示

启示一：识别基础资产的风险特征，应以资产类型及其数量为基本依据

在资产证券化评级实践中，基础资产的风险特征决定了评级方法的使用。应当根据**穿透原则**，依据基础资产的类型和包含的资产数量，首先判定基础资产的基本属性是债权类，或是收益权类。对于收益权类和单项债权类资产，应采用WBS的评级方法；对于多项债权类资产，按照基础资产债务人种类的不同分为个人和企业债权类资产，并使用不同的模型进行组合信用风险分析；根据资产池是否采用循环购买，分为动态池和静态池，进一步在交易结构和现金流模型中予以分类分析。

图表 4 基础资产及其适用的评级方法

大类	小类		举例		评级方法	
			动态池	静态池		
债权	多项	个人	ABS, RMBS	信用卡 融资融券	汽车贷款 个人房贷	组合信用风险模型 现金流模型 压力测试 (大额违约测试)
		企业	CDO, SME, CMBS	应收账款 小额贷款	银行贷款 融资租赁	
	单项	企业	WBS	BT回购款、应收账款、银行贷款		综合公司债方法、现金流模型、交易结构分析
收益权	单项	企业	WBS	电费、过路费、学费、门票、租金		

启示二：交易结构的风险分析，应当聚焦于增信措施及其效果

增信措施及其增效效果，是资产证券化产品交易结构中的关键环节。对其的风险判定，可分别按照内部和外部增信予以归类分析。内部增信主要通过组合信用风险模型、现金流模型，分析、汇总后的结果进行考察，内部增信来源于资产池本身，在多项债权类产品中比较常见。而外部增信源于外部支持，与公司债的担保、抵质押的效果类似。

图表 5 增信措施及其适用的评级方法

大类	细分	实质	方法
内部	优先/劣后分层	资产大于债务	定量模型
	超额抵押		
	超额利差		
	现金储备帐户		
外部	差额补足	第三方担保	和公司债第三方担保效果类似：依赖于最终责任人的紧密程度和信用级别
	回购承诺		
	第三方担保		
	抵质押	抵质押	和公司债抵质押效果类似