



继《金融新格局》之后又一力作
资产证券化必备操作指南

中国资产证券化 操作手册(下)

林 华◎主编

中国银行业监督管理
委员会原副主席

蔡鄂生

国际货币基金组织
执行董事

金中夏

中国证券投资基金业协会
党委书记、副会长

洪磊

顾晋伟

霍学文

北京市金融工作局
党组书记

贾康

财政部财政科学研究所
原所长

杨再平

中国银行业协会
常务副会长

黄世忠

厦门国家会计学院
副院长

汤进喜

中国证券投资基金业协会
协会副会长

曹彤

深圳前海微众银行
行长

邵平

平安银行
行长

阎焱

赛富亚洲投资基金管理公司
首席合伙人

唐斌

兴业银行
董事会秘书

王贵亚

万达集团
高级副总裁

张克

美国亚洲金融协会
董事会主席

联袂推荐



中国资产证券化系列

中国资产证券化 操作手册(下)

林 华◎主编

第七章

资产证券化信用评级 353

第一节 信用评级在资产证券化中的影响和作用 354

- 一、信用评级对资产证券化市场的影响 355
- 二、信用评级在资产证券化中的重要作用 356

第二节 资产证券化信用评级操作流程 358

- 一、前期准备 358
- 二、尽职调查 361
- 三、信用分析 362
- 四、信息披露 365
- 五、后续跟踪 366

第三节 资产证券化信用评级的关注要点 367

- 一、原始权益人及基础资产信用质量分析 367
- 二、交易结构风险分析 370
- 三、现金流分析与压力测试 377
- 四、主要参与机构分析 385
- 五、法律因素分析 385

第四节 资产证券化信用评级案例分析 386

- 一、公司贷款证券化评级案例——招商银行信贷资产证券化项目 386
- 二、融资租赁资产证券化评级案例——远东租赁 414
- 三、企业收益权资产证券化评级案例——黄河大成西 427

第八章

资产证券化会计与税务 447

第一节 会计师在资产证券化中的角色和职责 448

- 一、我国资产证券化的信息披露以及会计师的职责 448
- 二、美国资产证券化的信息披露以及会计师的职责 449
- 三、中美两国资产证券化的信息披露以及会计师职责的对比 450

第二节 资产证券化的会计处理 453

- 一、会计准则对资产证券化会计处理的相关规定 453
- 二、金融资产终止确认的决策流程及具体分析 455
- 三、终止确认会计准则在实务中的应用 465

第三节 资产证券化的税收处理及问题 468

- 一、资产证券化相关税收环境 468
- 二、证券化交易具体税收处理 471
- 三、证券化交易中的主要税收问题 478
- 四、营改增对资产证券化业务的影响 482

第九章

资产支持证券的发行登记、托管、结算与支付 485

第一节 登记、托管、结算的概念与基础设施 486

- 一、登记、托管、结算的概念 486
- 二、银行间市场资产支持证券登记与托管、结算的基础设施 488
- 三、交易所市场资产支持证券登记与托管、结算的基础设施 490

第二节 银行间市场资产支持证券的登记结算流程 493

- 一、上海清算所登记结算流程 494
- 二、中央结算公司登记结算流程 498

第三节 交易所市场资产支持证券的登记结算流程 501

- 一、上海证券交易所登记结算流程 502
- 二、深圳证券交易所登记结算流程 504

第十章

中国资产支持证券投资管理 509

第一节 我国资产证券化投资市场现状 510

一、	2014 年资产支持证券发行市场大幅扩容	511
二、	资产支持证券二级交易市场仍非常清淡	512
三、	资产支持证券收益率相较于同评级债券品种存在可观的利率升水	513
第二节	我国资产证券化投资困局	515
一、	资产支持证券投资的复杂性尚待投资者逐步适应	516
二、	投资者群体相对单一, 缺乏风险收益层次性	516
三、	资产支持证券的信息披露体系有待完善	517
四、	市场中介机构公信力与透明度有待提高	517
第三节	机构投资者分析	518
一、	商业银行及银行理财产品	518
二、	我国非银行金融机构	521
三、	境外投资机构——QFII 与 RQFII 等海外投资者	524
四、	其他投资机构	525
第四节	资产支持证券投资模式	526
一、	以买入并持有模式为主导的资产支持证券投资	527
二、	资产支持证券的套利交易策略	528
三、	资产证券化产品投资与资产管理、银行理财等业务相互促进	528
四、	资产证券化有望为投资银行资本中介业务助力	529
第五节	资产支持证券投资分析与决策	530
一、	资产支持证券投资的决策原则	530
二、	资产支持证券分析的关键环节	531
三、	资产支持证券的投资分析流程	534
四、	现阶段常见资产证券化产品投资规则示意	536
第六节	资产支持证券投资交易规则	541
一、	银行间市场资产支持证券投资交易规则	541
二、	证券交易所资产支持证券投资交易规则	543
第七节	资产支持证券投资风险分析	546
一、	原始权益人及基础资产信用风险分析	546
二、	受托人或计划管理人风险分析	549
三、	交易结构风险分析	550
四、	早偿风险分析	551

五、利率风险分析 552

六、流动性风险分析 553

第八节 资产支持证券定价分析 553

一、资产支持证券定价的基础思路 553

二、我国资产支持证券定价现状 554

三、我国资产支持证券的常见定价步骤 556

四、利差定价模型在资产支持证券领域的应用 561

第九节 资产支持证券投后会计处理 564

一、资产支持证券会计处理方法 564

二、资产支持证券会计处理案例分析 566

第十一章

美国资产支持证券投资管理 573

第一节 资产支持证券交易分析流程 575

一、风险导向的投资分析 575

二、交易结构 576

三、产品分析与定价 580

四、资产支持证券的日常管理 585

第二节 美国资产支持证券投资管理案例分析 590

一、汽车贷款 MTBAT 2013 590

二、Advanta 的孤儿 605

第十二章

资产证券化未来展望 629

第一节 我国资产证券化未来展望 630

一、存在大规模亟待盘活的存量资产 630

二、资产证券化潜在规模总计 633

第二节 当前我国资产证券化市场中存在的主要问题 633

一、投资人与发行人动力不足 633

二、信贷资产证券化中的主要问题 635

三、企业资产证券化中遇到的主要问题 640

四、非银行金融机构面临的困难 644

第三节 发展资产证券化的政策建议 647

一、基础设施层面 647

二、税收层面 653

三、基础资产选择和产品设计层面 654

四、投资者层面 656

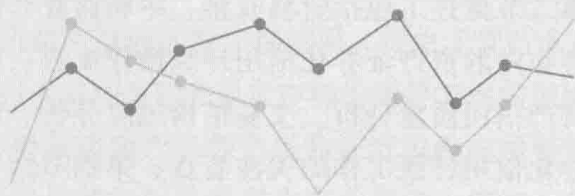
五、信用评级和信息披露层面 659

参考文献 663

作者简介 667

第七章

资产证券化信用评级



信用评级（Credit Rating）是由评级机构根据规范的指标体系和科学的评级方法对被评对象的违约可能性及损失程度进行评估的一种活动。资产证券化信用评级是一项十分严肃的工作，它是由评级机构对资产证券化产品的信用风险进行评估的活动。对投资者而言，因为缺乏直接了解证券信用风险的资料、信息和专业知识，信用评级机构的作用不言而喻；对发行人而言，信用评级的结果是对资产证券化产品信用状况的鉴定书，将在很大程度上决定资产证券化项目的融资成本。

本章共分为四节，第一节概述了信用评级在资产证券化市场中的影响及其重要作用；第二节详述了包括资料收集、尽职调查、信用分析、信息披露及后续跟踪等在内的资产证券化信用评级操作流程；第三节详述了原始权益人及基础资产信用质量分析、交易结构风险分析、现金流分析与压力测试等资产证券化信用评级工作的关注要点；第四节结合三个具体案例细致分析了评级机构的工作内容、业务流程及其在资产证券化中发挥的作用。

第一节

信用评级在资产证券化中的影响和作用

信用评级是资产证券化中一个重要的环节，无论是对资产证券化产品的发行人、投资人，还是对资产证券化产品的监管机构，都发挥着举足轻重的作用。相应地，评级机构在资产证券化的发行和交易中担负着重要责任。

一、信用评级对资产证券化市场的影响

信用评级机构常被称为资产证券化市场的看门人，它们通过对资产证券化产品的信用风险进行客观评价，充分揭示资产证券化中的信用风险，从而提高市场信息和交易的透明度，维护资产证券化市场的正常运行。信用评级机构作为商业机构，有追求市场利益的冲动；同时，信用评级机构作为市场中介机构，又承担着维护市场正常运行的社会责任。但在现实中，信用评级机构往往以它的评级结果只供参考为理由，逃避应尽的责任，并没有根据规范的评级流程，客观、公正地揭示资产证券化中的信用风险。可以说，资产证券化尤其是次贷证券化产品的不合理评级结果，对金融风险与危机的放大，有着难以推卸的责任。

2007年美国次贷危机的爆发，给信用评级机构带来了负面冲击。美国三大信用评级机构未能揭示出次贷证券化产品中潜藏的重大风险，严重误导了广大投资者，这成为次贷危机爆发的一个重要原因。信用评级机构的核心任务是为投资者提供高质量的证券评级结果，但由于发行人付费的商业模式引发了利益冲突，以及机构逐利和追求市场份额等方面的原因，使得信用评级机构对很多能够揭示房地产抵押市场和证券风险的预警信号视而不见，将抵押贷款支持证券及其衍生品误评为安全投资。例如，信用评级机构没有核实抵押贷款信息的准确性，最多外包给其他公司来负责；对产品进行了评级，但没有保留文件记录；纵容高度复杂或层层打包的债务抵押债券产品，对产品评级质量产生不良影响；评级过程中没有开展足够的非现场审核；没有要求抵押贷款支持证券和债务抵押债券在评级过程中进行充分的信息披露等。次贷危机之后，美国政府痛定思痛，加大了对信用评级机构的监管。

二、信用评级在资产证券化中的重要作用

（一）信用评级机构是资产证券化的重要信息披露主体

资产证券化是一种复杂的金融交易，其典型做法是：将基础资产组合所产生的现金流按证券优先顺序的不同分配给不同信用等级的证券，这些不同信用等级的证券就是资产证券化的各档证券（Tranches）。通常，资产证券化产品的发行系列分为优先档（Senior Tranche）和次级档（Equity Tranche），按照优先劣后的顺序受偿，当有损失发生时，按照先次级，后优先的顺序承担损失。这种优先劣后的差异可以满足不同投资者对“风险—损失”组合的不同要求。正是由于资产证券化的复杂性，再加上信息不对称，如最终投资者无法像发起人和证券化机构一样掌握贷款等资产的质量及债务人的其他相关信息，会导致他们对证券化产品蕴含的风险认识不足，增强他们对信用评级机构的依赖。为促进信息交流，信用评级机构作为专业的信息分析人，应独立、及时、准确、充分地公布与披露评级信息，利用科学的评级方法综合分析其他各方当事人披露的信息，为投资者提供有价值的评级报告与评级服务。我国资产证券化业务中，评级机构的信息披露责任在本章第二节中会做进一步介绍。

（二）帮助发行人识别资产证券化的信用风险

上述资产证券化分层设计也被称为信用增级设计，其目的是为了吸引更多的投资者，改善发行条件，提高资产证券化产品的信用等级，使投资者的利益得到有效保护。对资产支持证券产品的发行人来说，通过合理的证券化交易结构设计获得一个好的信用等级，意味着其可以降低融资成本，这是资产证券化能够迅速发展的重要原因。因此，能否将资产证券化产品设计成与基础资产的现金流相匹配的各档证券，就成为资产证券化能否成功的关键。而基础资产的现金流又面临着复杂的信用风险，要准确地判断资产证券化产

品的风险价值关系，需要精深的专业知识和丰富的实务经验。资产支持证券产品的发行人往往难以准确地判断基础资产的信用风险，这就需要专业机构的帮助。

信用评级机构根据规范的指标体系和科学的评级方法对基础资产的违约可能性及其损失程度进行评估，帮助发行人识别潜在的信用风险。在信用评级机构的帮助下，发行人可以清晰地识别基础资产的信用风险、准确地判断资产证券化产品的风险价值关系，从而设计出与基础资产的现金流相匹配的证券化产品。

（三）向投资者揭示资产证券化产品的信用风险

投资者投资资产证券化产品，在获得收益的同时，也需要承担风险，其中信用风险是资产证券化产品的主要风险。由于资产证券化交易结构的复杂性，要想准确地判断资产证券化交易的信用风险，往往需要各种精深的专业知识，而大多数投资者难以具备，这时，投资者就需要借助专业机构的分析。

信用评级机构根据规范的指标体系和科学的评级方法对资产证券化交易的信用风险进行评估，可充分揭示资产证券化产品的信用风险状况。投资者无须花费过多的时间和精力去研究资产证券化交易的结构及其产品，可以直接参考信用评级机构对资产证券化交易的评级分析报告及评级结果，并根据自己的风险偏好做出投资决策。因此，信用评级能够向投资者揭示资产证券化产品的信用风险，并节约交易成本。

目前，我国的资产证券化业务尚处于起步阶段，广大投资者对资产证券化产品及其风险特点还不熟悉，信用评级可以向投资者充分揭示资产证券化产品的风险，吸引更多投资者关注资产证券化产品，从而促进我国资产证券化市场的健康发展。

（四）协助监管机构监督资产证券化产品的信用风险

由于资产证券化交易结构的复杂性，其信用风险十分隐蔽。不仅投资者、

发行人难以窥其全貌，政府监管机构也不能在第一时间完全了解。西方发达国家的金融监管机构就因没有及时认清次贷证券化产品中的信用风险，最终酿成了席卷全球的金融危机。

殷鉴不远，足以为戒。我国的金融监管部门需要及时掌握资产证券化产品中潜藏的风险，并加强监管。信用评级机构根据规范的指标体系和科学的评级方法对资产证券化交易的信用风险进行评估，能够充分揭示资产证券化产品的信用风险状况，有利于监管机构及时监控并有效化解系统性信用风险。

第二节 资产证券化信用评级操作流程

资产证券化信用评级必须遵循严格的操作流程。没有严格的操作流程，就不可能有客观、公正的评级结果。一般来说，资产证券化信用评级操作流程可以分为前期准备、尽职调查、信用分析、信息披露、后续跟踪 5 个步骤，如图 7.1 所示。



图 7.1 资产证券化信用评级操作流程

一、前期准备

前期准备环节主要包括签订协议、前期研究和前期资料收集与整理等工作内容。

为了对资产证券化产品进行信用评级，资产证券化产品的发行人应向评

级机构提出信用评级申请，与评级机构签订《信用评级委托协议书》，并向评级机构支付首次评级费用。

评级机构在收取首次评级费用后，应制订资产证券化项目评级方案，并成立信用评级项目工作小组（以下简称“评级项目组”）。评级项目组一般由3~6位专业人士组成，其中1人为项目负责人。

评级项目组成立后，要参加中介机构协调会，初步了解基础资产的特征、原始权益人的基本情况，研究和讨论法律文件，分析交易结构方案等，进行前期研究。

评级项目组应在前期研究的基础上及时向被评对象发出《信用评级资料清单》，进行前期资料收集。

前期资料收集是资产证券化信用评级的重要环节，是保证评级结果客观的必要步骤。通过向被评对象或相关主体收集各种资料，评级项目组可以初步了解资产证券化的交易状况。

（一）前期资料收集

资产证券化信用评级的前期资料收集工作一般包括如下两个方面：

（1）评级项目组根据资产证券化评级业务的需要，按照被评对象的类型和特征编制《信用评级资料清单》，并要求评级委托方或相关主体按《信用评级资料清单》如实提供有关资料。

（2）评级项目组收集被评对象或其相关主体的公开资料，以及国际经济、宏观经济、区域经济、相关产业及竞争对手的有关资料。这些资料的收集途径包括报刊、年鉴、网络等。

（二）不同类型的资产证券化项目，前期资料收集各有侧重

（1）根据国内市场监管主体的不同，资产证券化项目可以分为信贷资产证券化项目与企业资产证券化项目。

信贷资产证券化是在中国人民银行、中国银监会的监管下，以金融机构的信贷资产为基础资产，在银行间债券市场上发行证券的一种融资形

式。信贷资产证券化产品的类型比较丰富，基础资产涵盖了普通企业中长期贷款、个人住房抵押贷款、不良贷款、汽车抵押贷款、中小企业贷款、铁路专项贷款等。信贷资产证券化产品面临的主要风险是债务人的信用风险。

企业资产证券化是在中国证监会、中国基金业协会的监管下，以企业的收益权或债权为基础资产，在交易所市场上发行证券的一种融资形式。企业资产证券化产品的基础资产不仅包括企业的应收账款、租赁债权等资产，还包括基础设施收费权、商业物业收益权等权利。由于基础资产的多样性，企业资产证券化产品面临着债务人的信用风险、经营实体的经济风险等多种风险。

(2) 按照不同的基础资产分类标准，资产证券化项目可以分为债权类资产证券化项目与收益权类资产证券化项目。上述信贷资产证券化项目基本上都属于债权类资产证券化项目，而企业资产证券化项目则包括债权类资产证券化项目和收益权类资产证券化项目。

债权类资产证券化项目涉及的基础资产通常是金融机构或公司的债权，包括住房抵押贷款、信贷资产、汽车贷款、租赁资产、小贷资产、应收账款等，债权类基础资产的债权、债务关系比较清晰，名义金额也比较确定，其信用风险主要是相关债务人的违约风险和债务人组合的相关性风险。在收集债权类资产证券化项目的资料时，评级项目组应重点收集债务人的信用资料、财务资料与其他相关资料；如果债权资产涉及多个债务人，如信贷资产证券化项目，由于其资产池通常包括了大量的信贷债权，因此，在收集信贷资产证券化项目的资料时，评级项目组重点收集的资料至少包括：每一个债务人的信用资料、财务资料等常规评级资料；债务人的行业分布、地区分布、产权性质等统计资料；多个债务人之间相关关系的资料；原始权益人有关业务风险控制方面的资料等。

收益权类资产证券化项目涉及的基础资产是单一经营实体或独立实物资产的未来现金流，包括高速公路收费收入、水电气公用事业收费收入、公园景区门票收入等。这些经营实体或实物资产未来现金流的多少受到外部诸多

因素的影响，因此，未来现金流的名义金额无法事先确定。与债权类资产证券化项目相比，收益权类资产证券化项目须特别关注影响未来收益水平的相关因素，因此，在收集收益权类资产证券化项目的资料时，评级项目组应重点收集经营实体或实物资产的外部环境资料、经营实体或实物资产管理人的运营状况等资料。

（三）对前期收集资料的初步分析

在收集到有关资料之后，评级项目组应辨别资料的真实性、可靠性、合法性，并对这些资料进行由表及里、由浅入深的分析，从中发现一些重大问题和可疑事项，在现场调查时重点核实。

二、尽职调查

在资料收集工作完成之后，为了进一步了解资产证券化项目的信用状况，评级机构项目组将进入基础资产和相关主体的现场（通常此环节被称为“项目组进场”），开展尽职调查工作。尽职调查工作是资产证券化信用评级的关键环节，是保证评级结果客观的重要基础。

（一）尽职调查的主要工作内容

在尽职调查时，评级项目组会对资产证券化项目涉及的基础资产和相关主体进行现场考察，并对相关人员进行访谈。具体而言，资产证券化信用评级的尽职调查工作至少包括如下两个方面：

（1）评级项目组进入项目涉及的基础资产及相关参与机构的现场进行实地考察，并对其主管领导、职能部门进行访谈，核实项目交易的有关情况。

（2）根据资产证券化评级业务的需要，评级项目组对被评对象的外部单位（开户银行、行业管理部门、同行业主要竞争对手、主要客户）进行访谈，并向有关专家进行专项咨询。

（二）不同类型的资产证券化项目，尽职调查各有侧重

需要注意的是，不同类型的资产证券化项目，尽职调查的侧重点也不一样：

（1）债权类资产证券化项目的信用风险主要是相关债务人的违约风险和债务人组合的相关性风险。因此，在对债权类资产证券化项目进行尽职调查时，评级项目组应进入原始权益人现场，对原始权益人的风险控制流程进行实地考察，并对原始权益人的风险总监进行重点访谈，了解原始权益人的风险控制水平。如果有必要，评级项目组还要进入债务人的经营现场，对债务人的生产工艺、经营场所、管理水平等进行实地考察，并对债务人的主管领导进行重点访谈，核实债务人的有关问题。由于信贷资产证券化项目的资产池涉及的债务人往往数量众多，因此，在对信贷资产证券化项目进行尽职调查时，评级项目组一般不对债务人进行实地考察。

（2）收益权类资产证券化项目须特别关注影响未来收益水平的相关因素，所以，在对收益权类资产证券化项目进行尽职调查时，评级项目组应进入原始权益人现场，对原始权益人的盈利水平、经营场所、管理水平等进行实地考察，并对原始权益人的运营总监、财务总监进行重点访谈。如果有必要，评级项目组还会进入被评对象的外部单位（当地政府、行业管理部门、同行业主要竞争对手、主要用户）进行访谈，以进一步了解被评对象未来的盈利能力。

尽职调查之后，评级项目组应对尽职调查的资料、访谈记录进行整理，并对这些资料做进一步的分析。

三、信用分析

在完成尽职调查工作后，评级项目组应对收集的资料进行整理和确认，在此基础上进行多维度的信用分析，并将信用分析的结果撰写成《信用评级报告》。