

评级方法

券商两融资产支持证券

2015 年

信用评级方法

概述

基础资产信用分析：

- 历史数据完整性
- 历史数据和基础资产池信用特征分析
- 构建预期基准违约率
- 设置压力倍数

现金流分析

交易结构分析：

法律风险分析

参与方履约能力分析

新世纪评级结合了国际主流评级机构的技术与经验以及中国债券市场信用评级的实践与需要，制订了两融资产支持证券的信用评级方法。

根据 2008 年颁布的《证券公司监督管理条例》（国务院令【第 522 号】），融资融券业务（以下简称“两融业务”），是指在证券交易所或者国务院批准的其他证券交易场所进行的证券交易中，证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。本评级方法中所涉及的券商两融资产支持证券是指由证券公司作为发起机构，将其通过两融业务形成的信用资产真实出售给特殊目的实体（Special Purpose Vehicle, SPV）后，由 SPV 发行结构化证券，并以两融资产的本息兑付作为证券本息偿付主要资金来源的一种债券性质的金融工具。

新世纪评级通过基础资产特征分析、构建预期基准信用参数、设置压力倍数、现金流及交易结构分析，并同时考虑法律及交易对手风险等因素来综合评定两融资产支持证券的信用等级。

■ 概述

两融资产支持证券的信用评级是在对被评证券的基础资产池质量、交易结构设计、现金流、法律风险和交易主要参与方履约能力等因素进行定量和定性分析的基础上，综合被评证券对投资者权益的保障程度，所做出的信用等级判定。

两融资产具有金额分散、期限短（一般为不超过六个月）、同质性强等特点，而两融资产支持证券存续期相对较长，存在期限错配。因此，该类证券的基础资产池一般设计为动态池，到期的融资融券合约的回收款会进行再投资，循环购买新的两融资产。

■ 基础资产信用分析

基础资产信用分析

基础资产信用分析的主要目的是通过对目标资产池特征分析及静态池的比较分析来构建目标资产池的预期基准违约率，并结合外部环境来设置相应的压力倍数，进而推导出资产支持证券各目标等级所需的最低信用支持。

（一）历史数据完整性

新世纪评级需要依靠发起机构提供详细和准确的两融业务历史数据来设置目标资产池的基准违约情景假设，因此相关数据的数量及质量对评级结果会产生重大影响，新世纪评级通常要求发起机构能够提供自两融业务开展以来（一般在3年以上）所有历史表现数据。新世纪评级会根据所提供数据的完备程度来判断是否需要基准压力参数设置作相应调整¹，在数据极度缺乏的情况下新世纪评级可能会对评级结果设置最高上限或拒绝出具评级意见。

（二）历史数据和基础资产池信用特征分析

新世纪评级在分析发起机构信用资产历史数据表现时，将考量发起人提供的多个静态池数据在整个存续期内的组合表现，并通过分析静态池数据，新世纪评级将预估平仓率、损失率、收益率等基准情景下的核心要素取值。其次，新世纪评级将分析发起机构所有动态池历史信用表现，并将结果结合静态池与目标资产池的特征，再进行比较分析，进而作为后续构建目标资产池基准情景下的核心信用指标取值的重要参考依据，新世纪评级在进行比较分析时，重点考虑以下几个与核心信用指标取值紧密相关的风险因素：

- 债务人信用质量
- 强制平仓比率

¹新世纪评级会在评级报告中披露调整的具体内容。

- 维持担保比例
- 融资利率
- 融资融券合约分布特征
- 证券市场环境
- 政策法规因素

1、债务人信用质量

新世纪评级主要依据发起机构的内部信用评分以及授信标准分析发起机构开展两融业务涉及债务人的信用质量。此外，还需考察大额债务人（一般在 5000 万元以上）信用分布和集中度情况。新世纪评级将综合考察债务人年龄、职业/岗位、年收入、授信额度、内部信用评分分布等情况。

2、强制平仓比率

证券公司为保护自身信用资产质量，对债务人信用账户的资产负债情况实时监控，在一定条件下可以对债务人担保资产执行强制平仓。在债务人未按照合约期限清偿债务，或未及时追加担保物致使维持担保比例低于最低维持担保比例，或债务人被司法机关采取财产保全或强制执行，证券公司均有权利执行强制平仓，提前了结融资融券债务。强制平仓是信用资产产生损失前端表现。新世纪评级要求发起机构提供历史上所有发生强制平仓的数据，并综合分析产生强制平仓的原因、发生时间、损失以及回收等情况。新世纪评级认为强制平仓比率和证券公司两融资产整体质量有极强的相关性，可以综合体现证券公司两融业务风险管理水平和资产信用表现。

3、维持担保比例

两融业务与一般的担保类贷款不同，债务人偏向于在风险容忍范围内最大化使用杠杆，因此信用证券账户维持担保比例是保障两融资产质量的核心要素。如果证券价格波动导致信用证券账户维持担保比例低于最低维持担保比例，证券公司将以合同约定的通知与送达方式，向债务人发送追加担保物通知。债务人如果不能在约定的时间内足额追加担保物，证券公司有权对债务人信用账户内资产执行强制平仓。若出现债务人没有及时追加担保物，且证券公司无法实现强制平仓（如股票出现连续跌停），两融资产极有可能出现损失。新世纪评级会重点关注发起机构全部两融资产组合以及已证券化资产池（若有）的平均维持担保比率及变动情况，关注发起机构历史上由于维持

担保比例偏低而产生的强制平仓数量和时间分布。

4、融资利率

融资利率按证券公司与债务人签订的融资融券合同中规定的利率乘以实际发生融资金额、占用天数计算，融资利息在债务人偿还融资时由证券公司一并从债务人信用资金账户中收取或按照合同约定的方式收取。根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》规定，融资利率不得低于中国人民银行规定的同期金融机构贷款基准利率。目前，国内证券公司一般会执行监管机构的指导利率，但融资利率也会受债务人的信用质量等影响。新世纪评级会着重分析入池资产的融资利率分布情况，并计算资产池超额利差相对水平。

5、融资融券合约分布

债务人信用证券账户融资融券合约分布主要考察单一信用账户合约规模分布情况、单一信用账户开仓数量分布情况、单一信用账户开仓数量和合约融资规模联合分布情况以及超大额客户分布情况等。通过对证券公司融资融券合约分布的了解，新世纪评级对债务人信用证券账户受证券市场波动，或个别证券价格波动导致信用账户强制平仓及产生损失可能性的大小有综合性判断，若融资融券合约分布相对集中，新世纪评级会对基准信用指标做相应的调整。

6、证券市场表现

两融资产质量与证券市场表现有较大的相关性，证券市场整体行情对债务人信用证券账户杠杆水平和资产信用表现产生直接作用。证券市场剧烈波动时段，融资融券发生强制平仓的概率会明显加大。新世纪评级会考量历史数据所处的证券市场环境，并对资产池存续期内可能经历的证券市场整体环境进行一定预测，从而相应调整基准情景假设下的核心要素。

7、政策法规因素

政策法规的变化对两融资产表现起到了重要影响。目前国内针对两融业务已形成较完善的法律监管体系，包括《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司融资融券业务试点管理办法》、《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》、《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》以及交易所发布的《融资融券交易试点实施细则》等。监管机构对证券公司开展两融业务也有较明确的监管内容。若政策法规调整，或监管机构调整监管内容将直接影响证券公司两融业务开展，极端情况甚至可以直接暂停证券公司开展两融业务。

（三） 确定基准违约率

发起机构的两融资产历史信用表现数据是新世纪评级确定基准违约率的基础。国内开展两融业务整体时间相对较短，证券公司公开的两融资产发生实际损失的数据也极少，资产信用质量表现良好。新世纪评级一般选取发起机构多个两融资产静态对比池（对于首次发行或提供完备静态数据较困难的情况下也可考虑选取动态池）数据作为预测依据，然后再结合当前的宏观经济环境、同行业历史数据以及发起机构与服务机构的运营管理风险等因素对基准情景假设的信用指标进一步调整。

（四） 设置压力倍数

压力情景假设是对基准违约率所对应的外部环境施加不同程度的压力条件，由于目前国内的两融业务开展时间仍较短，甚至未经历剧烈的证券市场波动行情，因此新世纪评级当前主要参考国际主流评级机构在类似资产证券化产品的成熟经验，将国外历史上最差经济环境下所对应的最高违约率与通常经济环境下的历史平均违约率的比值设定为 AAA 级的压力倍数，同时假设历史平均违约率对应于 B 级的信用等级，然后对高于 B 级的级别依次增强压力倍数以匹配更严苛的外部环境，直至达到 AAA 级的压力倍数，然后再根据压力倍数来确定各目标信用等级的情景违约率。在后续跟踪期间，新世纪评级会根据目标资产池的实际表现以及当下的经济环境对基准违约率以及压力情景假设做适当的修正。

信用等级	压力情景假设	基准违约率压力倍数
AAA	极度恶化的外部环境	3.75-7.00X
AA	迅速恶化的外部环境	3.00-5.00X
A	严苛的外部环境	2.00-4.00X
BBB	稍显严峻的外部环境	1.75-3.00X
BB	有一定波动的外部环境	1.50-2.00X
B	相对平稳的外部环境	1.00X

新世纪评级

■ 现金流分析

现金流及交易结构分析

现金流及交易结构分析旨在通过检验现金流模型在不同压力条件下的表现以及交易结构的设置来判断各级资产支持证券在可能的压力情景下，其信用等级的稳定性。

新世纪评级会充分考量交易结构的设置（例如：现金流分配机制、信用触发事件等）来构建现金流模型，并使用临界违约情景压力测试来测算预定交易结构下每个目标信用等级分层所能承受的最大违约及损失情况，并将其与目标分层结构所对应的压力情景违约率进行比较，若临界违约率大于或等于压力情景下的预期违约率，则可以判定目标分层能够获得足够的信用支持，并给予其相应的信用等级。在临界违约情景压力测试现金流模型中，新世纪评级主要考虑违约时间分布、违约挽回率以及利差减小三个驱动参数的设定。

（一）违约时间分布

- 违约时间会影响信用支持对损失的覆盖以及超额利差的减少。
- 新世纪评级会基于历史数据表现及交易结构的设置来对资产池进行违约前置及违约后置的情景压力测试。

（二）违约挽回情况

- 通常情况下，证券公司在采取强制平仓后两融资产回收表现较好，但也有可能会出现信用账户无法实现及时平仓导致出现损失的情况。新世纪评级会根据发起机构历史强制平仓回收情况来推测两融资产的回收效果。

（三）利差减小

- 由于两融资产证券化产品一般为动态池，融资利率、资金利用效率以及再投资收益率等均会影响资产池整体收益率水平，而在证券端，证券本息支付结构会直接影响证券收益水平。新世纪评级会通过提高预期发行利率在现金流模型中对利差的变化进行压力测试。

■ 交易结构分析

通常情况下，两融资产支持证券的交易文件中均会明确交易结构的设置情况，新世纪评级会基于交易结构的设置对以下主要的交易结构风险要素进行判断。

（一）混同风险

若资产服务机构财务状况或信用状况恶化甚至破产，基础资产的回收款和资产服务机构其他资金混同，将给投资人带来损失。

（二）后备资产服务机构缺位风险

该风险指的是未在开始时指定后备资产服务机构，因此有可能在继任资产服务机构接任并可正常开展服务之前对本期证券管理、执行造成不利影响。

（三）流动性风险

流动性风险主要源于目标资产池现金流入与资产支持证券利息偿付之间可能发生的错配，新世纪评级会关注交易结构中是否安排了内部流动性储备账户或本金账户对收入账户的反补机制等措施来缓释流动性风险。

■ 法律风险分析

新世纪评级对于两融资产支持证券的法律风险分析主要关注特殊目的载体的破产隔离效果以及基础资产的真实出售情况。新世纪评级会重点关注 SPV 自身的目的与行为限制、新增债务限制、对基础资产的抵押权控制、限制债务重组以及其独立性等因素。在判断基础资产是否为真实出售方面，新世纪评级需要律师出具专业的法律意见来证实相关资产出售的真实性及有效性。此外，新世纪评级还需结合律师的专业意见对以下交易要素的合法性及有效性进行判断：

（一）交易环节的合法性和有效性

审查基础资产的转移、证券的发行和兑付、基础资产收入分配等各个交易环节是否合法，是否能实现交易的总体目标。

（二）基础资产本身的信用增级手段的合法性和有效性

新世纪评级会审查基础资产信用本身的增级手段的合法性，是否存在受法律限制的可能性，投资者是否为信用支持的直接受益人。

（三）投资者追索权的合法性和有效性

新世纪评级会考察投资者是否对基础资产享有追索权，并确认追索权的有效范围及优先效力。

（四）违约处理措施的合法性和有效性

新世纪评级会考察交易因某些原因被迫中止时所采取的

诸如抵押物的处置、相关主体清算和证券清偿等处理措施的合法性，以及通过法律途径执行的可行性及有效性。

■ 参与方履约能力分析

(一) 发起机构及资产服务机构

资产服务机构通常是发起机构，其放贷标准和资产质量对资产池有很大程度的影响。同时，作为资产服务机构的发起机构如果因为种种原因而破产，即使有后续资产服务机构，但从实践上任然会对资产支持证券的投资者造成负面影响。因此，往往需要对作为资产服务机构的发起机构进行主体评级。

在对其主体评级时，核心是考察其授信标准及其实际执行情况。新世纪评级通过对以上因素的考察，为分析师提供更多的信息来帮助判断资产池的信用质量。新世纪评级还会对资产服务机构的综合服务能力进行分析，以便于为可能发生的资产挽回情况提供判断依据，其中需重点考察资产服务机构对于违约资产的处理能力，包括但并不仅限于违约资产处理团队及其相关经验以及历史记录等。另外，新世纪评级根据发起机构主体评级所反映出其违约可能性的大小来衡量资产支持证券面临的资金混同与抵消风险。若这些方面存在较大的风险，那么相关的交易文件设置对此就应有相对应的约束条款。

(二) 受托管理机构

目前，受托管理机构通常是信托机构或资产管理机构。虽然理论上信托机构或资产管理机构破产，资产支持证券的基础资产池作为信托财产或受托管理资产不会列入清算，但是从实践上，此类事件的发生依然可能会影响投资者的利益。因此，新世纪评级也会对受托管理机构进行主体评级，以判别相应的风险。此外，新世纪评级还会着重考察受托管理人对交易各项事务的处理能力、业务经验、内部风险控制以及其尽职履行各项职责的综合能力。

(三) 资金托管机构

资产支持证券的资金托管机构通常是银行。尽管托管机构可以被解任，并任命新的资金托管机构，在一定程度上减轻了由于托管机构破产对投资者的影响。但是如果发生托管机构破产等事件，投资者将不可避免地受到一定的影响。因此，新世纪评级也会对资金托管机构进行主体评级，以判断类似的风险。同时，新世纪评级还会着重考察资金托管机构自身的经营稳健性、财务状况，以及是否具有稳定的资金清算系统和一定的资金保管经验。

附录一：

评级结果释义

新世纪评级对资产支持证券的信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA 级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A 级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB 级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB 级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B 级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC 级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC 级	基本不能保证偿付。
	C 级	不能得到偿付。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a)本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。