

标普和穆迪资产证券化评级方法比较

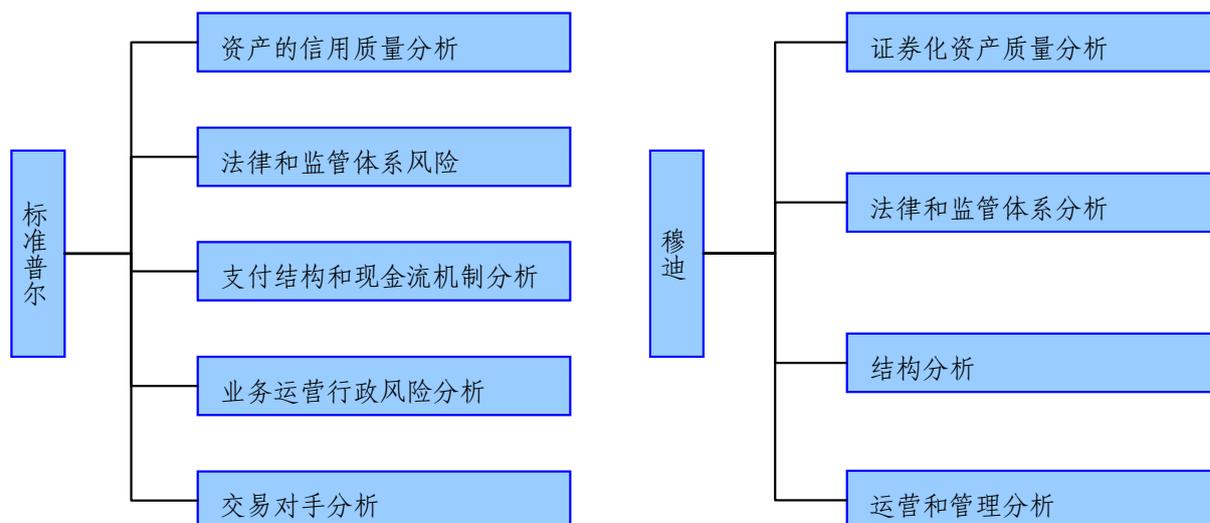
周美玲 / 文

资产证券化在国外，尤其在美国，经过多年的运作已相对成熟。资产证券化资信评级，从其评级指标、评级程序、评级内容看，都在实践中趋于完善。标准普尔（S&P）、穆迪（Moody）在债券信用评级方面积累了近百年的历史，在资信评估市场上占据绝对优势地位。本文主要通过对比标准普尔和穆迪对资产证券化评级方法的研究，比较二者评级过程方法运用的异同。

一、S&P 和 Moody 的资产证券化评级框架

标准普尔金融资产证券化评级框架主要包括：证券化资产的信用质量分析、法律和监管体系风险分析、支付结构和现金流机制分析、业务运营行政风险分析和交易对手分析五个关键领域的分析，总体上与惠誉的资产证券化的评级体系较为相似。而穆迪金融资产证券化评级框架主要包括四个方面：资产质量分析、法律和监管体系分析、结构分析、运营和管理分析，对抵押债务凭证（CDO）的风险分析也包括交易对手的风险分析。

图表 1. 标准普尔和穆迪对资产证券化的评级框架



标准普尔和穆迪对金融资产证券化的评级框架均涵盖了资产证券化评级的关键要素，尤其在资产证券化评级标的资产多元化的背景下，针对各个标的资产的特色，又做了相关改进和完善，形成了一整套评级方法，如 CDO、设备融资担保证券、汽车贷款、交易应收款、信用卡贷款、

出口应收帐款担保证券、不动产担保证券等。

二、S&P 和 Moody 的资产证券化评级方法比较

（一）对证券化资产的信用质量分析

标准普尔对证券化资产信用质量的分析侧重于确定在情景压力测试下的评级：

- 证券存续期间资产池中的基础资产出现违约或损失的比例；
- 如果有资产出现违约或损失，可以通过抵押、担保以及其他方式覆盖的比例；
- 最大债务人违约压力测试；
- 最大行业违约压力测试。

前两项决定了债务问题最终潜在的损失比例，而后两项决定了交易中的事件风险和模型风险。在此基础上标准普尔采用各种分析方法和定量工具对来自内部和外部的信息进行评价，包括使用违约和现金流模型。最终，标准普尔选择适当的增信水平，对通过压力情景测试的，投资者基本能够在发行条款规定的最终到期日前及时收到利息和本金的资产给予相应的信用增级。

一般情况下，CDO 的每层均需通过各自对应级别的压力测试，包括适用性测试以及对合成式 CDO 估值结果的违约率情景压力测试和损失率情景压力测试、对现金流量型 CDO 的相关现金流压力测试。

最大债务人违约压力测试和最大行业违约压力测试，是标准普尔在 2011 年更新的现金流量型 CDO 和合成式 CDO 评估方法新标准中，对交易中可能发生的事件风险和模型风险而改进和新增的压力测试。最大债务人违约测试是评估在制定的相关资产发生违约且挽回率仅为 5% 的情况下，CDO 的标的资产的信用级别是否具有足够的信用增级（不包括超额利差）来支撑。最大行业违约测试由两部分组成，即最大主要行业的违约测试和最大替代性行业的违约测试。此二者均需要评估信用级别在 AA- 级（含）以上的 CDO，在交易所处最大主要行业或最大替代性行业的所有债务人发生违约且挽回率为 17% 的情况下，其标的资产在相应级别下是否具有足够的信用增级（不包括超额利差）来支撑。这两项测试结果均会影响到 CDO 的信用级别。

标准普尔认为在分析中加入定量和定性因素的分析，要比单纯使用数值模型模拟违约提供更加可靠的分析。经过重新校准的 CDO 评估程序，以及特别提供“目标投资组合违约率”，使得评级和分析过程更透明。

相对而言，穆迪对资产质量的分析则侧重于精算统计和组合分析。穆迪在评估 CDO 时，

根据证券化资产的特征，在一系列合理假设的基础上，应用不同的模型对违约概率、违约相关性、挽回率以及资产相关性进行预测，其中挽回率的分析包括针对不同资产类型的挽回率调整、挽回时点、挽回的相关性、挽回延迟等，从而计算出决定模型评级级别的预期损失。

穆迪主要考察标的资产的自身特点，以及信用增强机制的正常运作情况，基于标的资产的历史表现运用静态集合分析法或应收账款组合分析法，有针对性地揭示标的资产的质量。静态集合分析法就是数据按贷款的发放时间分类，然后对该集合每一时间段内表现的现金流和出现损失的历史表现进行全程累计，从而为预计未来损失提供一个标准。相对的，应收账款组合分析法的数据不按贷款的发放时间分类，需要有关损失的大小和出现时间的信息量较少，采用了相对保守的假设。穆迪在对资产质量进行分析时，针对标的资产自身的特点，运用不同的方法进行分析。

穆迪将情景压力测试作为对资产质量分析的补充分析，考察影响评级的压力情景包括：

- 资产组合中出现普遍的评级下调；
- 成对资产出现较高的相关性；
- 很低回收率：如除高评级层外的所有资产的 0% 挽回率，或高评级层 25% 的挽回率；
- 回收率之间较高的相关性：提高随机挽回率中有关假设的相关性；
- 标的证券加权平均寿命（WAL）的各种方案。

另外，穆迪认为标的资产的最大风险需要未来在某些情况下对相应违约率进行压力测试后进行更进一步的分析。

（二）法律和监管风险的分析

对法律和监管方面的风险分析，标准普尔和穆迪考察的内容基本相似，主要着重对以下两点的考察：（1）资产是否真实出售；（2）原始收益人破产或资不抵债时，法庭会不会将 SPV 的资产和原始收益人资产合并，证券化结构交易人的权利是否能够不受到影响，包括及时取得证券化资产及其所产生的现金。

标准普尔还会对 SPV 的启动说明文件进行审查，以确保 SPV 在评级要求和相关法律文件的要求下，可能破产或无力偿债的可能性足够遥远。对证券结构化法律条款的完整性，标准普尔分析师联合律师一同进行审核评估。

针对亚洲的资产证券化评级过程，穆迪会对交易在当地法律上的可行性、监管机构的支持意愿、法律意见是否具有价值以及发行外债时，是否经过必要的审批、政府会否干预等因素加

以考虑。

（三）结构分析

标准普尔结合现金流机制着重考察支付结构的合理性，对证券化资产的现金分配机制、提供给投资者本金和利息的资产、交易费用等进行分析，并且特别关注各种投资者和整个交易支付义务的相对优先级。同时，标准普尔对结构化中的“触发事件”和其他业绩或信用表现导致的驱动事件进行分析，这决定了多余现金的使用以及可能导致投资者支付条款的变更。此外，标准普尔还需要考察结构化中可能导致现金流量损失的潜在风险，这些风险可能加大到期时不能足额支付投资者的可能性，如依赖第三方的付款义务，这些义务背后的付款机制与结构化证券支付条款的相容性。最后，债务人资产所在国家政府的干预对证券化债务的支付造成不利影响的可能性，如政府可以控制外币转让和兑换，标准普尔也会单独进行评估。

穆迪的结构分析主要分析要素有（1）交易结构的合理性，包括标的资产结构和组合的合理性、标的资产是否能产生稳定现金流以及现金流是否能匹配所发行证券的利率和期限结构；（2）现金流的分配是否按照预期的优先次序支付给投资者等各参与方；（3）结构是否考虑了所有典型风险，包括税务方面的，特别是预付税额；金融方面的，如流动性、利率、外汇、价差等；以及其他环节，如账户、付款和交割机制，信托管理人的信用和经验等；（4）国家法律或经济因素的改变导致政府干预的主权风险，与标准普尔类似。

图表 2. 标准普尔和穆迪对资产证券化评级结构分析比较

标准普尔	穆迪
<ul style="list-style-type: none">● 现金流机制● 支付结构的合理性● 触发事件或驱动事件分析● 其他潜在风险● 国家政府的干预风险	<ul style="list-style-type: none">● 交易结构合理性● 现金流分配是否按优先级● 结构的典型风险: 税务、金融, 以及其他环节● 国家法律或经济因素

（四）运营管理风险分析

为资产证券化提供管理和服务的机构的职责包括收集资产的付款、与逾期债务人的工作、跟踪现金流入和支出、处理抵押物，并向投资者提供及时准确的报告。服务机构的责任心，以及其在日常的管理和对产生收入资产的管理中涉及的业务风险和行政风险，都是标准普尔需要审查的内容。对于某些特殊类型的资产（如 RMBS、CMBS 等），标准普尔会在评估的同时

给出对服务机构的评级，作为整个评级过程的一部分。对于证券化服务机构不评级或其评级低于证券化问题的，标准普尔会对其履行职责的意愿和能力进行压力测试。并且替代服务商或后备服务商的可用性以及在原服务机构退出的情况下随时履行交易服务职能直至交易终止的意愿也是标准普尔分析的一部分。这其中，标准普尔着重关注的因素包括：服务费对替代服务机构的充分吸引力、交易费用中分配服务费用的优先级、在该部门或地区的替代服务商的可用性，以及资产和服务平台的某些可能会妨碍服务职能有序过渡到另一方的特殊因素。

穆迪对证券化资产营运和管理方面的分析主要包括三方面：（1）服务机构的管理水平，主要考察其是否按照法律法规合同的约定进行操作，以及风险防范的能力；（2）服务商的服务能力，主要考察其是否按合同规定履行义务，能否按约定优先次序及时转移投资收益给投资者；（3）资金混用和再投资风险。

图表 3. 标准普尔和穆迪对资产证券化评级运营管理分析比较

标准普尔	穆迪
<ul style="list-style-type: none"> ● 服务机构履行职责的意愿和能力 ● 服务机构的业务和行政风险 ● 替代服务商的可用性 	<ul style="list-style-type: none"> ● 服务机构管理水平 ● 服务商的服务能力 ● 资金混用和再投资风险

（五）交易对手风险

除上述风险分析外，标准普尔还对交易对手的风险给予特别关注。交易对手方的证券化债务的标准框架决定了债务评级和交易对手评级之间的性质，是具有连续性的“弱联系”分析还是完全“脱钩”的分析。在“弱联系”的分析方法中，债务评级直接与交易对手评级挂钩。在“脱钩”的分析方法中，结构特征能显著减少较低的交易对手评级对债务评级产生负面影响的可能性。由于大多数的证券化结构处于“弱联系”和“脱钩”之间，标准普尔对交易对手风险的分析，结合交易对手评级和结构化特点，如评级等级降级触发因子、抵押物或交易对手更换补救措施等。

与任何衍生工具协议相关联的交易对手风险，包括 CDS 的交易对手风险，在穆迪的模型中通常将其视为一个额外的理想化预期损失（EL）来处理，正如处理抵押品风险一样。而对于 CDO 产品，穆迪考虑到交易对手违约的严重程度取决于风险暴露的性质和类型，故将其特别地进行考察。通常衍生工具协议的结构化功能可以抵减有关的交易对手风险。如交易对手不符合最低交易对手评级要求时设置的一些触发条款，例如提供抵押、替换、取得担保等形式。

除其他因素外，穆迪对结构化特征的考虑还包括对交易对手风险暴露的性质、潜在的信用迁移率，以及衍生协议的类型。

三、小结

从资产证券化评级框架上看，标准普尔和穆迪的评级框架基本相似，涵盖了证券化资产质量评估、交易结构分析、法律和监管分析以及交易对手分析等各个方面，但两家评级机构对每部分的分析方法和侧重点各有不同，特别是对资产证券化评级的核心部分资产质量分析，标准普尔和穆迪表现出了较大的差异性。标准普尔侧重于情景压力测试下的评级，在压力测试的基础上结合数值方法设计资产评估程序。穆迪则侧重于利用数值模型的精算统计和组合分析方法，辅以情景压力测试。

而在法律和监管风险方面，标准普尔和穆迪的着重点基本相同，资产是否是真实出售、原始收益人破产或资不抵债时，证券化结构交易人的权利是否会受到影响是评级机构关注重点。

在交易结构的分析中，标准普尔和穆迪均对现金流对交易结构合理性的影响进行分析，对支付义务的优先级给予关注。但在此基础上也表现出了一定的差异，标准普尔更关注现金流的分配机制，是否能够偿付利息、本金以及交易费用，而穆迪更关注现金流与证券的利率和期限结构的匹配度。

运营管理风险分析中，服务商的服务能力和服务意愿是评级机构关注的必然要素，服务机构的管理水平，对业务和行政风险的防范能力也在评级机构的考察范围之内。

对于交易对手风险，标准普尔在对所有的证券化资产进行评估时，根据证券化框架决定的交易对手之间关系的性质，结合交易结构化的特点进行的分析。而穆迪在一般情况下将交易对手风险作为一种额外的 EL 来处理，但对 CDO 产品的交易对手风险进行单独考察。