

# 标普信用评级（中国）不良资产支持证券分析方法

2025 年 7 月 1 日

## 概述

本文是对标普信用评级（中国）（以下简称“标普信评”）结构融资产品（资产证券化产品）评级方法的补充，阐述了标普信评对中国境内不良资产支持证券（以下简称“不良资产 ABS”）的基本分析方法。

不良资产 ABS 的资产池通常由五级分类为次级、可疑或损失类贷款的基础资产组成。本文中的分析方法适用于以不良资产为基础资产的个人信用类不良资产支持证券、个人抵押类不良资产支持证券以及对公类不良资产支持证券等结构融资产品；同时，亦适用于以金融资产管理公司、非银行金融机构等持有的不良债权为基础资产的结构融资产品以及其他我们认为可以适用本方法的不良资产类型产品。

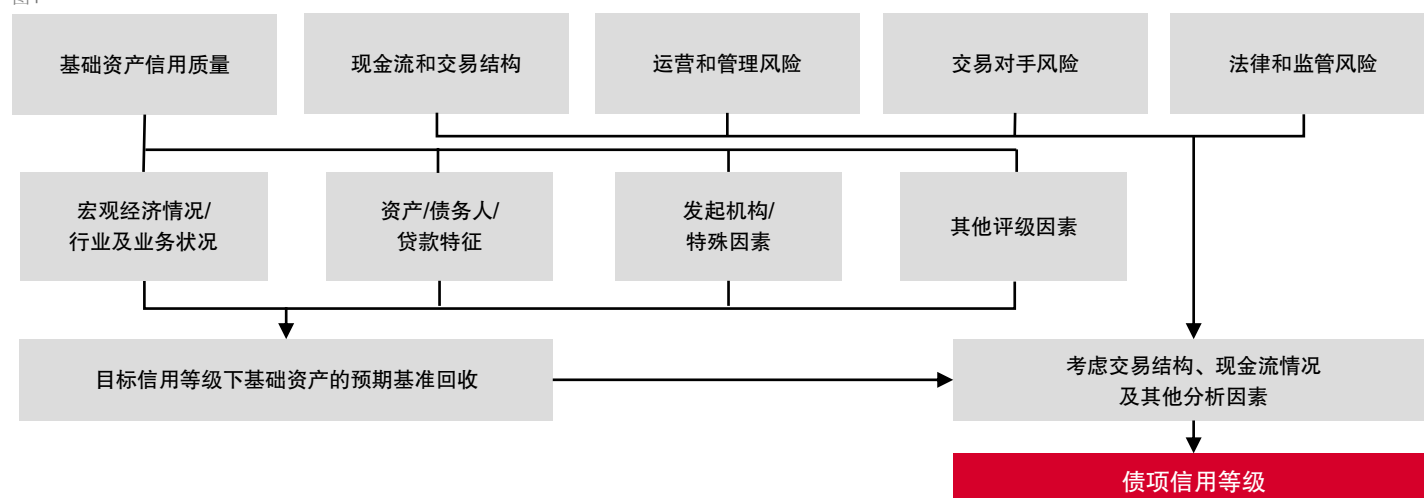
## 分析方法

### 整体框架

不良资产 ABS 的整体分析框架与标普信评结构融资产品整体评级框架保持一致，通常包含五大方面的分析（见图 1）。除了对某些非常规结构所涉及的特殊分析，以下五大方面的分析方法基本适用于大多数的不良资产 ABS 产品：

- 基础资产信用质量；
- 现金流和交易结构；
- 运营和管理风险；
- 交易对手风险；
- 法律和监管风险。

图1



资料来源：标普信评。

# 基本理念

## 基础资产信用质量

对于不良资产 ABS 的信用分析，标普信评通常会根据不同的产品类型，参考其对应的正常资产评级分析，采用适用的方法来分析其预期基准假设。我们对基础资产信用质量的分析通常以发起机构/贷款服务机构的历史和背景为起点，综合考虑发起机构的运营模式和不良资产管理政策、回收管理能力和历史经验，历史数据表现，资产池特征及真实回收情况等因素，并应用前瞻性分析方法加以优化调整，得到预期基准回收假设。针对不同类型的不良资产，我们会选择以下一种或多种方式分析其预期回收：

对于涉及分析历史数据的项目，我们会重点考虑发起机构的历史回收率及其稳定性、真实回收情况，并进一步考虑影响拟证券化资产池未来回收的金额、时间和可行性等相关因素。我们会基于全量静态池数据从多个不同维度（例如在个人信用类不良资产 ABS 中，我们会考虑包括客户年收入、年龄、学历、工作行业、婚姻状态、不良账龄、未偿本息费余额及账户类型等）来分析历史回收率表现。我们将这些维度作为特征变量，将回收率作为目标变量，对数据进行相关性和趋势性分析；同时，我们进一步对变量间的联系和目标变量的特征重要性进行分析，并参考各变量的数据质量及重要性。通过数据分析，我们选取对于回收结果有显著影响的维度作为最主要特征变量（如未偿本息费余额、不良账龄等）；然后以其作为分组维度，对全量静态池数据进行分组并计算各组的回收率，同时，将资产池采取跟静态池同样的方式进行分组，以静态池相应组的回收率分析其预期回收。同时，资产池的最新真实回收数据亦是构建预期基准回收假设的重要依据，我们会对拟证券化资产池已有的实际回收表现进行分析，并考虑假期及季节性因素的影响。在确定了拟证券化资产池的预期基准回收假设后，我们会采用受评证券目标信用等级对应的压力情景来确定其相应的回收假设，即通过将资产池基准回收假设乘以各信用等级对应的压力折扣系数以获得目标信用等级的回收假设。

对于涉及分析资产池抵押物的项目，我们通常会分析逐笔资产的抵押物回收情况，重点考虑影响拟证券化资产池未来回收的金额、时间和可行性的相关因素，并进一步考虑发起机构的历史回收情况及其稳定性。其中，对于抵押物为住房的项目，我们遵循《标普信用评级（中国）个人住房抵押贷款资产支持证券分析方法》（以下简称“标普信评 RMBS 分析方法”）中对于个人住房抵押贷款的分析思路，并对不良资产所涉及的特殊风险进行分析。我们会对拟证券化资产池应用标普信评 RMBS 分析方法中目标评级压力情景下的房价跌幅假设（见表 1），并考虑不同区域的集中度及快速变现风险，结合抵押物及借款人的特定情况，例如抵押权预告登记状况、是否有房屋保险、房屋的面积、新房/二手房等，综合分析对抵押物价值的影响，并得出逐笔资产的预计回收金额；然后，将其加总得到拟证券化资产池在目标评级压力情景下的预计回收金额和回收率。同时，根据压力情景下的回收假设，我们以拟证券化资产池中抵押物所处的诉讼阶段作为评估回收时间的起点，并结合抵押物的查封情况、租赁情况、未完工情况、唯一住房情况、借款人特殊情况等因素逐笔评估资产的预计回收时间；然后，得到拟证券化资产池在目标评级压力情景下的回收时间分布假设。

表1

| 标普信评个人抵押类不良资产 ABS 的房价跌幅假设 |      |      |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|
| 信用等级                      | AAA  | AA   | A    | BBB  | BB   | B    |
| 房价跌幅（%）                   | 45.0 | 43.0 | 41.0 | 38.0 | 34.0 | 30.0 |

\*所有上述信用质量观点为标普信评的信用观点。

资料来源：标普信评。

对于涉及多种回收来源的资产池，包括借款人、保证人及抵押物（住房和非住房类）等，由于其抵押物的类型和回收的手段更为多样化，我们会对各类回收来源进行综合分析，并在此基础之上构建拟证券化资产池的预期基准回收假设，并采用受评证券目标评级对应的压力情景来确定其相应的回收假设。

在构建基准假设时，我们还会进一步考虑发起机构历年来的回收率趋势、催收标准的变化、宏观经济环境的影响以及资产池与其他已发行证券化资产池的特征比较等因素，同时应用前瞻性分析方法加以优化调整，得到拟证券化资产池的预期基准回收假设。此外，发起机构提供的数据详实程度及数据质量亦会影响我们对资产池的预期基准回收假设，通常当数据的历史表现期较短、存在异常或缺失时，我们可能会下调预期基准回收假设。

此外，对于一些特殊类型的不良资产 ABS，其资产类型或交易结构可能会有所不同，我们可能会采用其他适用的分析方法以构建相应的回收假设。

现金流和交易结构

标普信评通常会采用现金流分析来确定交易是否能够按时足额偿付受评证券的利息且在法定到期日之前偿付受评证券的本金。我们预期资产池现金流入在承受证券目标信用等级相应的压力下仍能按时完成上述偿付义务。现金流通常包括基础资产回收款、期间合格投资收益以及其他流动性支持等。证券的偿付义务包括受评证券的本息、存续期内产品运营相关的成本和费用等。

现金流分析通常是对资产池现金流的金额、时点和其他影响现金流的因素的定性及定量分析。我们一般会运用一系列压力情景来判断现金流是否能够按时足额偿付受评证券本息。具体来说，现金流分析通常会评估交易结构的稳健性、加压后的回收款对息费的覆盖以及目标信用等级下受评证券能否按时偿付。当发行人具有在法定到期日前提前赎回证券的权利时，我们通常假定该权利不会被行使，并会分析交易在接近法定到期日时的尾部风险。

对于中国境内的不良资产 ABS，我们会根据具体资产或交易形式对相关参数进行分析与加压，通常分析和加压的参数包括回收金额和回收时间分布；同时，我们也会考虑额外资产特征压力，额外发起机构/贷款服务机构压力以及其他定性或定量调整（比如季节性调整、真实回收调整等）。若法律、运营和交易对手方相关的风险未通过交易结构的设置得到缓释，我们也可能运用现金流分析来进行加压，例如，抵销风险、混同风险及利率风险等。

除了在交易文件中明确列式的交易费用类型，我们假设在交易存续期内可能还会产生一些无法预料的成本和费用，尤其是当需要替换交易参与方的时候，一些交易参与方的费用可能会增加。交易的自由现金流或现金储备需要足以覆盖所有的成本和费用，并确保交易参与方能够履行其相应的管理运营、贷款服务等职能。

我们会测试一系列压力情景下可能出现的结果，受评证券应该能够承受与其目标信用等级相对应的压力情景。

运营和管理风险

运营和管理风险的分析主要关注交易过程中的参与方，例如贷款服务机构、受托机构、资金保管机构、支付代理机构以及其他相关机构能否在交易存续期内履行其相应的职责。

我们通常会分析交易参与方在交易存续期内无法或无意愿履行职责的可能性，同时评估相关交易参与方在服务中断时对交易的潜在影响，以及替换该参与方的难易程度。通常情况下，我们会考虑以下关键因素：

表2

| 标普信评运营和管理风险关键因素分析 |                                                          |
|-------------------|----------------------------------------------------------|
| 关键影响因素            | 负面示例                                                     |
| 资产管理业绩和历史表现       | 参与方曾有重大负面表现，并且我们认为其未来不良的表现可能会对评级产生负面影响                   |
| 经验和能力             | 参与方对此类资产类别经验不足且不具备相应的管理能力，同时我们认为其服务能力可能会受其系统或经验的限制       |
| 内控水平              | 我们认为薄弱的内部控制（如权责划分、审核与授权、资产核算，或对错误/欺诈风险的识别及防范）会影响参与方的履职能力 |
| 监管或法律问题           | 我们认为监管、合规或法律措施可能会对参与方的履职能力产生重大不利影响                       |

资料来源：标普信评。

我们可能也会评估交易中是否有聘用后备机构或是采用其他方式实现后备服务安排。同时，我们可能会分析相关费用是否足以吸引后备机构、该费用在偿付顺序中所处的优先级位置以及选聘后备机构的可行性。此外，我们还可能会审阅第三方机构出具的基础资产尽职调查报告（如有）以评估数据质量。

交易对手风险

交易对手风险的分析主要关注保管资产（包括现金）、支付资金或其他对受评证券信用质量产生实质影响的第三方机构，此类风险包括并不限于由上述第三方机构带来的管理关键账户或在衍生品交易中提供利率，货币互换服务的对手方风险，提供信用支持的增信方风险等。同时我们也会分析交易对手方的独立性和信用质量。

交易对手风险分析是基于对参与方的风险暴露和风险缓释措施的分析，例如分析在合同中约定当该交易对手方的信用质量恶化时需要采取的补救措施。具体来说，交易对手方通常会承诺如因其信用质量下降并不足以支持受评证券的信用等级时，需及时由符合要求的后备机构代替其职责。

通常情况下，我们首先分析交易对手方的信用质量。若标普信评对该交易对手方有公开评级，则其信用等级将会作为确定受评证券最终信用等级的参考因素之一。若标普信评未对该交易对手方进行公开评级，我们可能会对该交易对手方进行内部信用质量评估，以确定其能否缓释受评证券的交易对手风险。通常来说，我们认为结构融资产品的受评证券应具备与其信用质量相适合的交易对手方，该对手方的信用质量应满足标普信评的相关要求（若未到达这一要求，交易对手方通常需要承诺提供额外的风险缓释措施）。

此外，针对具有金融衍生品的交易，我们会单独考虑衍生品协议中的特殊事项（如担保或是终止事件条款）并分析在其能提供的最大信用支持下所对应的信用等级上限。

在中国结构融资行业实践中，有较多涉及主体信用支持的结构设计，我们会评估该主体对受评证券的外部影响或信用支持的可能性和有效程度。通常而言，当该主体支持符合标普信评的相关要求时，比如，当相关主体对受评证券的足额及时偿付提供不可撤销的保证（或标普信评认为的等效承诺，增信方式可以对资产或证券），我们认为可在原信用分析的基础上通过主体的增信提升受评证券的级别。

综上所述，我们对于交易对手方风险的分析框架通常可以分为以下三种情况：

- 当交易对手风险已通过法律或交易结构设计而被缓释，则受评证券的信用等级不会受限于交易对手方的信用质量。例如，在法律分析中，若我们认为当交易对手方的破产不会导致发行人面临混同风险，或者结构设计及交易保护机制能够抵销损失或延迟收款的风险时，我们可能会认定混同风险已被缓释。
- 当交易对手方在合同中约定其信用质量低于特定要求时会采取相应缓释措施，且该风险能够得到缓释时，受评证券的信用等级可以高于该交易对手方的信用质量。
- 当交易对手方未承诺在信用质量恶化的情况下采取任何缓释措施，或我们认为采取的措施已无法缓释该风险的重大影响，则受评证券的信用等级会受限于交易对手方的信用质量。在具体项目中，我们可能会考虑该对手方（或后备对手方）风险暴露的实质、程度及期限，以确定是否适用此项分析。

## 法律和监管风险

法律与监管风险分析主要关注在交易中特殊目的载体（SPE）的破产隔离和真实出售情况。SPE 是在结构融资交易中一种常用的设计，主要作为交易中基础资产的载体，以实现与交易参与方的破产风险相隔离。同时我们也会考虑其他影响破产隔离的相关法律因素，如：追偿风险、抵销风险和税收风险等。

在中国现有法律体系下，我们一般会考虑交易结构中入池资产与交易参与方破产风险的隔离程度。通常情况下，我们会着重分析发起机构/委托人的破产隔离风险。破产隔离的常用方法是发起机构/委托人将资产真实出售给可以实现破产隔离的发行人。实践中，真实出售通常用以说明基础资产已从发起机构/委托人转移至 SPE，从而基础资产不再作为发起机构/委托人的破产或清算财产。除真实出售外，交易中可能还存在其他法律条款或交易机制起到类似破产隔离的作用。对于可能影响到交易信用分析的不同法律风险，我们可能会基于与评级相关的信息、文件和/或法律意见来进行相关分析。

## 其他考虑因素

针对一些特殊情形，例如特殊的交易结构或资产池特征等，我们可能会运用额外的定量和定性分析来决定最终评级结果。

## 资产支持证券跟踪分析

资产池信用质量可能会因基础资产的表现、最新市场情况及其他因素而变化，因此我们的分析也可能会随着这些情况的变化和时间的推移而改变。在持续的跟踪分析过程中，我们通常会定期根据基础资产已有的表现和其他相关因素来分析资产池的信用质量。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。