

“标普信评带你看世界” 系列——

结构融资：资产担保债券如何打破主权评级“天花板”

2025 年 10 月 27 日

要点

- 根据三大国际评级机构的方法论，境外资产担保债券或因所在国家司法体系的设置或因债券结构的设置等，其级别能获得信用增级，有可能突破所在国家主权评级，从而降低发行人的成本，扩宽发行人的融资渠道。
- 对于资产担保债券的信用质量，发行人的信用质量、抵押池和超额抵押的分析都是重要的考量因素。
- 境外资产担保债券发行量持续增长，信用质量能够穿越周期，成为金融韧性的见证者。

分析师

李佳蓉

北京

jiarong.li@spgchinaratings.cn

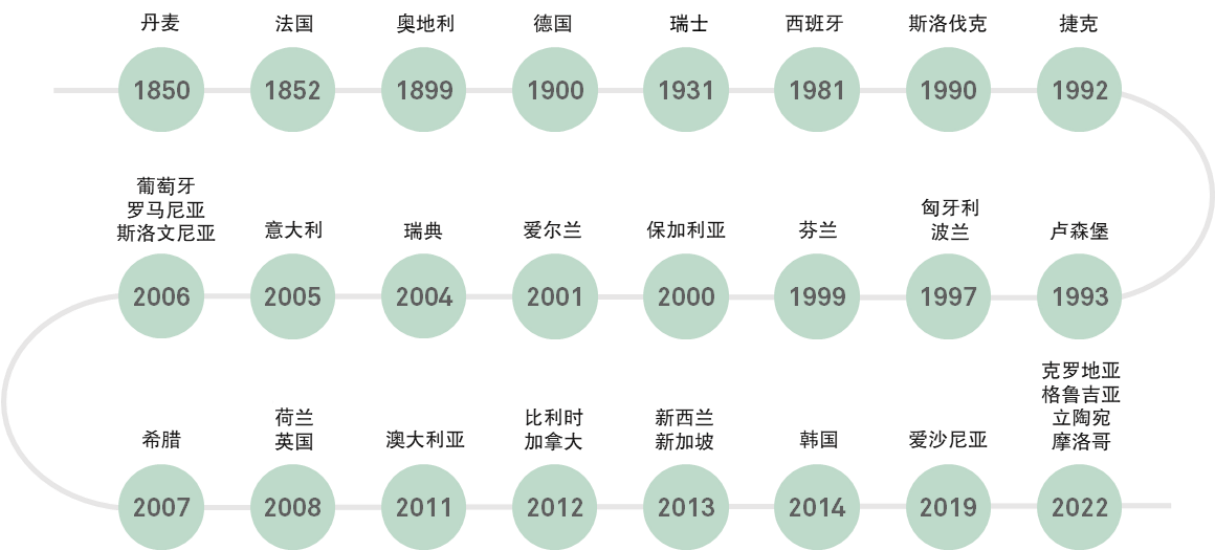
我们观察了标普全球、穆迪和惠誉三大国际评级机构对于资产担保债券的评级分析方法及相关评级案例，注意到境外资产担保债券通过所在国家司法管辖体系和法律的设置或其结构的设置，其级别获得信用增级后可以突破所在国家的主权评级。2023 年资产担保债券全球发行量达到 6,890 亿欧元，创历史新高，2024 年欧洲市场发行资产担保债券超过 1,400 亿欧元，已成为欧洲市场的重要融资工具，资产担保债券在欧洲市场展现了相当的金融韧性。本文旨在介绍并比较境外资产担保债券的评级方法、产品特征以及相应的启示，进而为境内资产担保债券的发展提供借鉴。

1. 发行量创新高

资产担保债券是一种由资产池担保的高级担保债务工具。投资人一般对发行人享有第一顺位的追索权，发行人有义务在预期到期日前全额偿还其债券本息。如果发行人违约，则担保资产池的收益将用于偿还债券本息。资产担保债券因其对发行人及资产池的双重追索权特性受到海外投资人的欢迎。截至 2024 年末，已有超过三十个国家发行过资产担保债券。

图1

境外资产担保债券发展进程-各国首次立法的年份

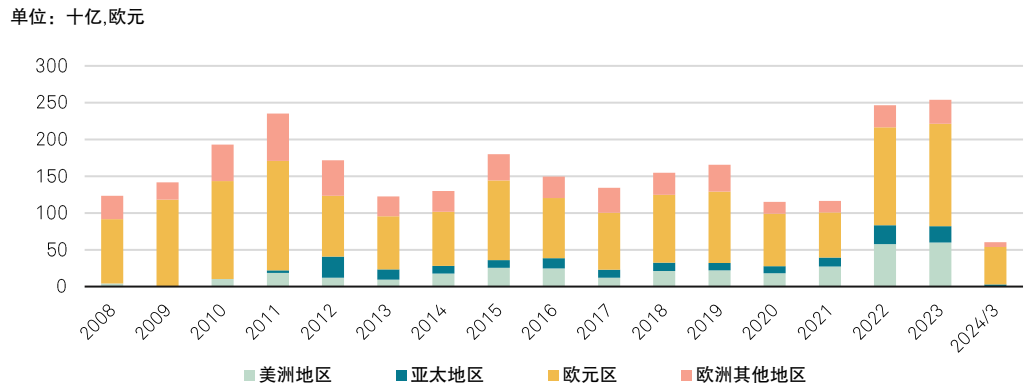


资料来源：公开信息，标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2023 年资产担保债券全球发行量达到 6,890 亿欧元，创历史新高，主要受欧洲央行退出量化宽松后，银行转向资产担保债券作为替代融资工具的需求推动。从发行规模和存量规模来看，欧洲仍是全球最大市场。截至 2024 年末，欧洲市场发行资产担保债券超过 1,400 亿欧元。从历史发行规模来看，境外资产担保债券这一融资方式即使在经济动荡时期也展现了相当的韧性。主要是因为资产担保债券具有的双重追索权特性，境外资产担保债券的担保资产池通常为较优质的房贷抵押贷款或者公共部门贷款，这使得资产担保债券具备较高的抗风险性，在次贷危机和欧洲主权债务危机时期呈现了避险性特点，受到了投资者的肯定，即使在受危机影响最严重的国家，如意大利和西班牙，当其他融资渠道难以为继时，银行也能通过资产担保债券进行融资。（详见标普信评《境外资产担保债券发行量创新高：金融韧性的见证者》）

图2

境外投资者配售的资产担保债券发行量

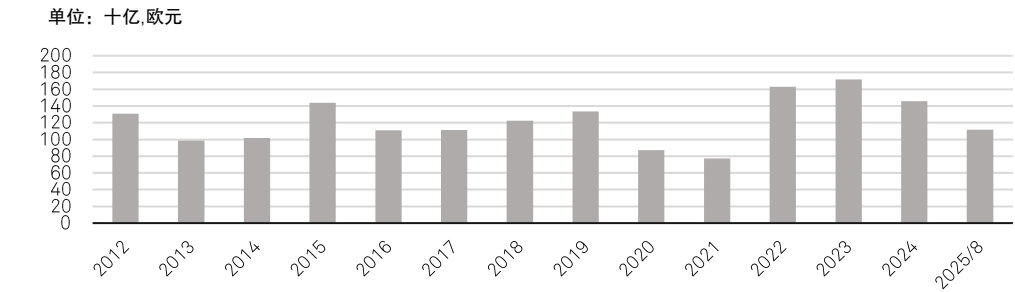


注*：发行量统计口径为投资者配售的基准资产担保债券发行量（Investor-placed benchmark issuance）。
资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

欧洲投资者配售的资产担保债券发行量



注*：发行量统计口径为投资者配售的基准资产担保债券发行量（Investor-placed benchmark issuance）。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2. 突破主权评级

我们注意到，境外资产担保债券或因所在国家司法体系及法律的设置或因债券结构的设置等，其级别有可能突破所在国家主权评级。下文将对境外评级机构对于资产担保债券的评级方法以及资产担保债券突破所在国家主权评级的案例进行详细介绍。

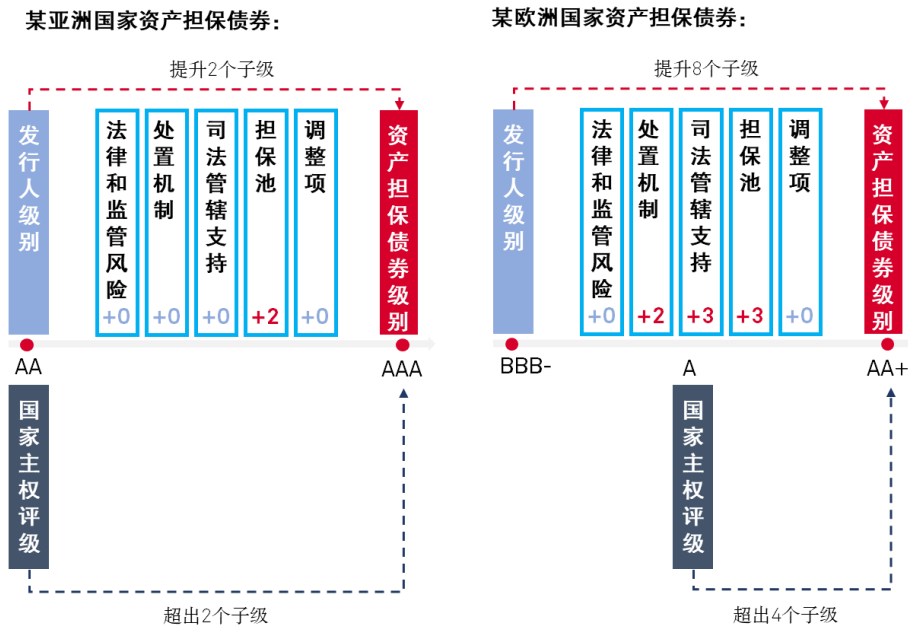
2.1 资产担保债券突破主权评级的案例

案例一：标普全球某亚洲资产担保债券和某欧洲资产担保债券案例

结构融资：资产担保债券如何打破主权评级“天花板”

图4

标普全球资产担保债券案例评级



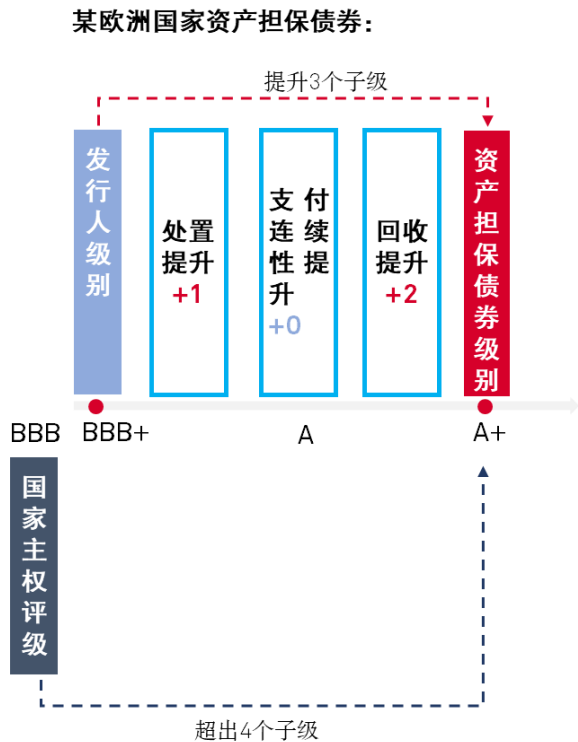
资料来源：公开信息，标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

以结构性缓解机制的具体的评级案例来看，如图 4 所示，标普全球去年 6 月授予某亚洲国家所发行的国际资产支持担保债券的级别为 AAA，在国家风险分析方面，虽然该国不属于货币联盟成员国，但该资产担保债券具备结构性覆盖优势，例如对于可展兑付（soft bullet）债券可以实现展期，对于直接兑付（hard bullet）债券提供 PMT（pre-maturity test）流动性支持，足以覆盖主权违约后十二个月的再融资需求，因此最多可以在主权评级（当时为 AA）上上调四个子级。其次基于现金流测算结果，标普全球在该债券的抵押品分析方面上调了两个子级，最终该债券的级别为 AAA。

以司法管辖体系的具体案例来看，如图 4 所示，标普全球今年 8 月授予某欧洲国家银行发行的资产支持担保债券级别为 AA+。标普全球认为，该债券所在发行国家受到《欧盟银行风险恢复与处置指令》（EU's Bank Recovery and Resolution Directive，以下简称“BRRD”）管辖，使得该债券免于银行陷入困境时的纾困机制风险，因此在处置机制方面上调两个子级；同时作为欧元区成员的所在发行国（当时主权评级为 A），标普全球认为其资产担保债券项目能从更广泛的货币联盟框架中获得支持，从而在一定程度上隔离了单一国家的风险，资产担保债券在司法管辖支持方面可以获得比所在国家主权评级高一个子级的级别，因此在司法管辖体系方面上调了三个子级。基于最新的现金流测算，该项目的抵押池支持可以提供三个子级的上调。因此该资产担保债券的最终评级为 AA+。

案例二：惠誉某欧洲国家资产担保债券案例

图5
惠誉资产担保债券案例评级



资料来源：公开信息，标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从惠誉的资产担保债券突破主权评级的具体案例来看，如图 5 所示，惠誉于今年 9 月对欧洲某国银行所发行的房地产抵押贷款担保债券授予了 A+ 级别。而惠誉授予的发行所在国家的主权评级为 BBB，发行人的主体评级为 BBB+。首先在处置提升 (Resolution Uplift) 方面，根据该国法律，担保债券在银行处置 (resolution) 程序中免于纾困机制 (bail-in)，这意味着在银行破产时，债券持有人的债权不会被迫减记或转股，其偿付优先级很高。所以，此结构性和法律性优势为评级带来了 1 个子级的提升。其次，在回收提升 (Recovery Uplift) 方面，因其超额抵押水平远高于达到 'A+' 评级所需的临界点超额抵押水平，而且具备本币优势完全规避了资金转移和兑换风险 (T&C) 风险，因此上调 2 个子级，最终资产担保债券级别为 A+。根据惠誉方法论，该国本币债券的国家主权评级相关上限¹ (Sovereign IDR Related Cap) 为 'AA-' (比主权评级高 5 个子级)，因此该资产担保债券突破了所在发行国家的主权评级，但尚未触及惠誉对该国本币债券的国家主权评级相关上限。

2.2 三大国际评级机构认定资产担保债券评级可超越主权评级的核心依据

在资产担保债券级别突破国家主权评级的方法论方面，标普全球、穆迪和惠誉的方法有相似之处。三家机构均是以主权评级为起点，资产担保债券级别最多在此基础上上调 6 个子级。具体来看，标普全球认为，以下因素可以降低再融资风险敏感度，从而允许资产担保债券拥有更高的评级上限：一是加入货币联盟（如欧元区），因为央行（如欧洲央行）是超国家机构，评级通常高于成员国，可能在危机中提供流动性支持。二是资产支持债券具备结构性缓解机制：例如，拥有覆盖未来 12 个月还款需求的流动性储备，或具有“条件性过手摊还”（conditional pass-through）结构（发行人违约不会

¹根据惠誉方法论，国家主权级别相关上限 (Sovereign IDR Related Cap) 为在国家主权级别(Long-Term IDR)基础上 0-6 个子级，结构融资产品和资产担保债券级别不得高于国家主权级别相关上限。

触发资产担保债券的违约，允许在无法再融资时延长债券期限）。标普全球根据资产担保债券对主权违约风险的敏感度划分，其可以在主权评级上上调的子级从2个子级到6个子级不等。

惠誉认为，结构融资产品或资产担保债券能否获得国家主权评级（Sovereign IDR）基础之上的上调，取决于所在国家的经济发展水平，法律和制度的稳健性，历史表现，市场深度，政治体系等多方面因素，结构融资产品和资产担保债券的级别最多可以在国家主权评级上上调6个子级。对于外币债券，则还应该考量资金转移和兑换风险（transfer and convertibility，简称为“T&C”）。根据惠誉的方法论，当担保资产池来自多个国家时，其对任一个国家的风险敞口被稀释，该国的主权风险对整体评级的影响减弱。因此资产担保债券的多司法管辖结构是突破单个低主权国家评级上限的有效途径。

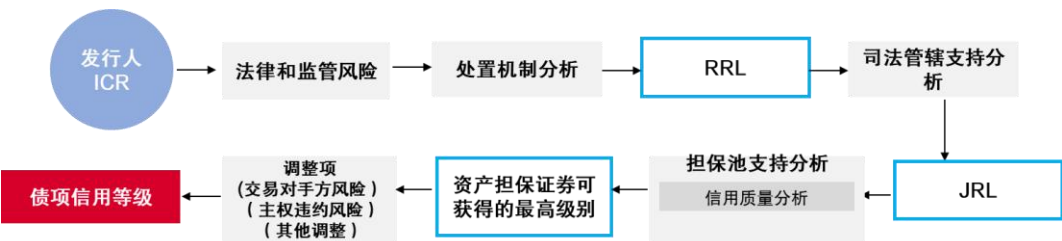
值得注意的是，穆迪的资产担保债券遵循主权上限级别²（Country Ceiling）的原则，如果是本地货币债券，资产担保债券评级虽然有可能超过所在国主权评级，但通常不能超过所在国的本地货币主权上限级别，主权上限级别通常为在国家主权评级上再加0-6个子级。穆迪认为对于私营经济占主导，政府对经济干预较少，法律制度健全，政治风险较低，经济发展均衡多元的国家，更有可能出现债券评级高于主权评级的情况。

3. 三大评级机构资产担保债券评级方法论比较

标普全球

标普全球对于资产担保债券的评级方法起始于发行人的信用评级（ICR），具体包含五个步骤。第一步是法律与监管风险分析，旨在判断法律框架是否有效隔离了抵押资产池，使其在发行人破产时能为债券持有人提供保护。第二步是处置机制分析，旨在评估在发行人陷入困境时，有效的处置机制（如纾困机制 bail-in）是否将担保债券排除在外，从而允许其继续得到偿付。基于以上两点评估得出 Reference rating Level（以下简称“RRL”）。第三步是司法管辖支持分析，评估在发行人违约后，政府、央行等官方机构在多大程度上会提供流动性等支持，基于司法管辖支持力度的分析得到 Jurisdiction-supported rating level（以下简称“JRL”）。第四步是抵押品支持分析，评估抵押资产池本身的信用质量和超额抵押（简称为“OC”）水平能在多大程度上提供额外的信用保护，受评债券所需的超额抵押至少应覆盖信用风险，确定最高可实现的评级。最后考虑交易对手风险、主权违约风险以及整体性调整等因素来确定最终的资产担保债券评级结果。

图6
标普全球资产担保债券分析框架



资料来源：S&P Global，标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

惠誉

²根据穆迪方法论，本币债券的国家主权级别上限（Country Ceiling）为国家主权级别（Sovereign Rating）基础上0-6个子级，结构融资产品级别不得高于国家主权级别上限。

结构融资：资产担保债券如何打破主权评级“天花板”

惠誉与标普全球在资产担保债券的评级方法论框架上有相似之处，债券级别与发行主体信用质量高度相关，惠誉以发行人的长期主体级别(Long-Term IDR)作为基础再进行级别调整，具体分为两个步骤。首先为了确定理论最高评级，惠誉考虑三大提升机制，包括处置提升（Resolution Uplift），支付连续性提升（Payment Continuity Uplift,以下简称“PCU”）以及回收提升（Recovery Uplift）。第二步是对超额抵押（OC）进行全面评估，以验证上述理论最大评级的可行性。惠誉使用其担保债券现金流模型，在特定的压力情景（与目标评级对应）下进行现金流测试，分析测算债券的信用损失和资产负债错配损失，并计算临界点超额抵押（Break-even OC）值与可信赖超额抵押（Relied-upon OC），只有当可信赖超额抵押 ≥ 临界点超额抵押时，目标评级才会被授予。

穆迪

穆迪的方法论与标普全球和惠誉的方法论框架上有明显的不同，并不直接以发行人的信用等级为起点进行调整，其核心框架为预期损失模型（Expected Loss Model，以下简称“EL”）和及时支付指标框架(Timely Payment Indicator ,以下简称“TPI”）。第一步 EL 旨在计算资产担保债券的最大潜在评级等级，资产担保债券锚点通常以发行人的交易对手方风险为基础，资产担保债券锚点事件（CB anchor event）代表发行人停止支付资产担保债券相关本息的情况。第二步 TPI 旨在衡量发生资产担保债券锚点事件后担保债券仍能及时支付的概率，这其中主要考量的是再融资风险、法律和结构性的保障、政府和市场的支持等因素，该步骤的结果限制了资产担保债券可高于资产担保债券锚点的等级数量，即“TPI 上限”（TPI Cap），结合 TPI 上限和 EL 的结果确定该资产担保债券的最终评级。

图7

三大国际评级机构资产担保债券方法论对比

对比维度	标普全球	惠誉	穆迪
方法论核心框架	五步分析法： 1.法律监管风险； 2. 处置机制分析； 3. 司法管辖区支持分析； 4. 抵押品支持分析； 5. 附加信用因素。	两步分析法： 1. 提升项评估确定评级空间； 2. 超额抵押评估测试临界点超额抵押值，验证级别可行性。	两步分析法： 1. 预期损失模型计算潜在最高评级； 2. 及时支付指标框架限制评级上限。
发行人信用风险衡量	Issuer Credit Rating (ICR)作为基础起点。	Long-Term IDR 为核心锚点，反映发行人信用风险。	CB anchor 通常比发行人 CR Assessment 高 1 个子级，反映 资产担保债券锚点事件概率。
抵押品分析	1.参考证券化行业标准评估资产的信用质量； 2. 评估再融资风险。	1.评估信用损失和资产负债错配风险； 2. 根据资产类型细分对应不同压力假设。	1.抵押品评分； 2.评估再融资风险和利率货币错配风险。
超额抵押（OC）分析	1.OC 需覆盖 “信用风险压力 + 再融资成本”（活跃市场）或仅信用风险（非活跃市场）； 2. 区分法律承诺/公开声明/无承诺 OC，不同类型影响评级上调。	1、计算临界点 OC：需覆盖 “信用损失 + 资产负债错配损失”； 2、计算可信赖 OC。	1. 区分承诺与非承诺 OC，非承诺 OC 可能不被完全认可。

对比维度	标普全球	惠誉	穆迪
主权风险	资产担保债券可以突破所在国家主权评级。	在满足某些条件的前提下可以突破主权评级，但不能突破 Sovereign IDR Related Cap。	在满足某些条件的前提下可以突破主权评级，但不能突破 Country Ceiling。

资料来源：公开信息，标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在共同点方面，如图 7 所示，三家国际评级机构都认可资产担保债券的双重追索特性（对发行人和资产池），三家机构均允许通过结构特征（如豁免 bail-in、流动性支持等）实现资产担保债券的级别高于发行人的级别。在超额抵押分析方面，三家机构都将超额抵押作为关键的增信手段进行评估，标普全球和穆迪都对于超额抵押的承诺性进行评估，同时标普全球和惠誉都将信用损失和资产错配风险作为重要考量因素；在抵押池评估方面，标普全球和惠誉均根据不同的资产类型标准来评估信用损失，穆迪采用的是抵押物评分来衡量；在债券脱钩发行人评级条件方面（de-linkage），标普全球和穆迪有较为明确的脱钩机制，比如穆迪方法论中明确如果资产担保债券具备过手（Pass-through）或类似证券化特征，且再融资风险和发行人裁量权风险极低，可不适用 TPI 框架，实现与资产担保债券锚点的脱钩；标普全球方法论认为如果资产担保债券没有资产负债的期限错配风险且资产担保债券的超额抵押属于法律/合同承诺性质的，则该资产担保债券可以不受发行人的级别约束。

从上述的国际评级机构方法论和案例中，我们可以看出，资产担保债券在满足一定条件下是可以突破所在国家主权上限级别的。下列因素能够为资产担保债券级别提升提供支持：

- 首先，担保债券所在发行国家的法律和司法管辖体系能否为资产担保债券提供支持是非常重要的，完善的资产担保债券立法可以有效隔离担保资产池，使得在发行人陷入困境时资产担保债券能够免于发行人的纾困机制。
- 其次，当资产担保债券所在发行国家隶属于某个货币联盟时，货币联盟可能会为其提供流动性支持从而使资产担保债券获得一定级别提升。
- 同时，资产担保债券自身具备一定的结构性优势，比如发行人违约时具备债券展期的设置以及流动性支持，足以覆盖债券的再融资需求。
- 另外，丰厚的超额抵押足以以为资产担保债券覆盖信用风险或再融资风险，可以为资产担保债券获得一定级别提升。
- 在部分评级机构方法论中，当担保资产池来自多个国家时，其对任一单个国家的风险敞口被稀释，故而资产担保债券的多司法管辖结构也是突破单个低主权国家评级上限的有效途径；

2022 年 5 月 27 日，交易商协会发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》，鼓励企业开展资产担保债务融资工具业务，开启了资产担保债务融资工具的创新时点；2024 年 7 月 2 日，交易商协会发布《市场创新自律问答（第八期）| 民企资产担保债务融资工具》，鼓励民营企业发行资产担保债务融资工具。但目前我国暂时没有对资产担保债券设立的单独法律法规，我国在公司债、金融债和信贷类的 ABS 产品方面有着相对完善的法律法规，如未来在此基础上借鉴形成资产担保债券的相应法律法规，并借鉴国际先进经验推出具有结构性优势的资产担保债券产品，有利于资产担保债券这一品类在国内的长足发展和规范管理。

相关评论与研究：

— 境外资产担保债券发行量创新高：金融韧性的见证者

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©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。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 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。