

# 租赁资产证券化评级方法

联合资信评估有限公司

租赁资产证券化是指以租赁资产所产生的现金流（即租金收入）为支持，在资本市场上发行证券，提高租赁资产流动性的过程。在此过程中，收益权分离、风险隔离和信用增级措施成为租赁资产证券化业务的操作核心。由于租赁公司资产与负债期限结构上的不匹配，资金来源渠道比较单一，使得租赁公司经常陷入流动性不足的困境。发行租赁资产证券化产品的现实意义在于实现了租赁资产的真实出售，提高了租赁公司资产的流动性，有利于租赁公司扩大经营规模，提升综合竞争能力，改善资产负债结构。

联合资信的租赁资产证券化评级方法主要包括对证券交易结构的分析、法律要素的分析、租赁资产及相关参与机构的信用评价、现金流模型和压力测试、信用增级措施分析等。

## 一、证券交易结构分析

### 1. 运作模式

租赁资产证券化的运作模式主要有三种：表外模式、表内模式和准表外模式。

表外模式，即租赁公司将资产真实出售给 SPV（如“信托公司”），实现风险隔离；准表外模式，即租赁公司成立全资的或控股子公司作为 SPV，然后把租赁资产真实出售给此类 SPV 公司，实现风险隔离；表内模式，即租赁公司并未将租赁资产出售给 SPV，债权资产仍保留在租赁公司的资产负债表上，由租赁公司以资产为抵押发行抵押债券，表内模式并没有起到风险隔离的作用。

表外模式相比较表内模式，租赁资产真实销售，完全实现了风险隔离；准表外模式和表外模式相比，融资租赁公司需成立子公司作为 SPV，但是租赁公司可能对 SPV 的业务并不擅长，SPV 将面临运营风险。

### 2. 交易结构概述

表外模式租赁资产证券化交易结构中，原始权益人或租赁公司将所持有的各种流动性较差的同类或类似的租赁资产作为基础资产转让给特殊目的载体（以下简称“SPV”），并以租赁资产未来租金收入为支持在资本市场发行证券，发起人获得发行募集款，投资者在后续期间按约定取得投资收益和本金偿付款，并承担投资风险，发行人仅以基础资产及其收益为限向投资者承担支付证券本息的义务。

## 二、法律要素分析

风险隔离机制实现了租赁公司或资产证券化发起人的资产风险、破产风险等与证券化交易隔离，该等风险也不会传递给租赁资产支持证券的持有者。这主要通过租赁资产“真实出售”的方式实现，即租赁公司对已出售的租赁资产在证券化过程中没有追索权。

此外，为了维护证券持有人权益，发行人须将优先债权授予契约托管人。在资产转让过程中，法律顾问应出具法律意见，分析真实出售和破产风险隔离情况。

### 三、租赁资产及相关参与机构的信用评价

#### 1. 原始权益人信用风险分析

在租赁资产证券化交易尚未完全实现破产风险隔离的情况下，证券的偿付能力与原始权益人的信用水平高度相关。因为一旦原始权益人经营和财务陷入困境，资不抵债导致破产，在交易未完全实现破产风险隔离保护的条件下，证券化基础资产将作为破产财产进行清算，这将直接影响到投资者本息的正常偿付。

对原始权益人的主体信用风险分析主要用于揭示其偿债能力和违约风险。原始权益人信用风险分析与企业主体长期信用评级方法相近，主要包括以下几个方面分析内容：

企业基本情况及历史沿革；

行业现状及发展趋势；

企业综合竞争力；

经营管理状况；

财务情况；

偿债能力。

#### 2. 持续经营评级

对于某些租赁资产证券化交易，即使原始权益人出现债务违约事件，基础资产在原有或后备资产服务机构的管理下仍可持续产生现金流，并且交易结构在法律层面上能够保障投资者对未来现金流的收益权。因此，对此类交易的评级不应仅仅局限于对原始权益人主体信用级别的考虑，还应分析基础资产持续产生现金流的能力，及其对交易的信用增级情况。持续经营评级主要用于评价基础资产长期运营并持续产生现金流的能力。

#### 3. 交易主要参与机构主体信用分析

资产服务机构的财务实力和尽职能力将直接影响到证券的整体信用表现和资产池现金流水平。主要针对对组织机构、业务经验、经营目标和经营策略、市场竞争地位、租赁费收取能力、资产回收及再租赁能力、资产服务机制、所管理资产历史表现、历史呆坏账、保险措施启用等方面情况进行分析。所管理资产规模较为庞大时，强大的收款能力和完备的数据分析系统成为支撑资产服务能力重要因素。为应对突发事件，资产服务机构应建立至少 24-48 小时的应急服务平台，并定期出具供投资者查阅的资产服务机构报告。

#### 4. 基础资产分析

对于已实现破产风险隔离法律保障的租赁资产证券化交易，基础资产分析将成为确定证券信用等级的基本依据，而无需对原始权益人进行信用评级。

基础资产特征将影响违约事件发生频率及压力条件下资产池违约后的回收金额。从美国租赁证券化交易历史数据看，信用表现较好的资产池多由通用设备、资产价值较高且使用寿命较长的资产组成。

#### (1) 债务人集中度分析

租赁资产池多由具有共同特征的资产汇集而成，大宗设备入池或者单个借款人涉及多笔租赁合同情况下常涉及集中度问题，当非投资级别的债务人在资产池中占比超过一定比例时，则需额外设置信用增级措施。如果资产池集中度过高，要对信用增级量进行调整。

#### (2) 地区集中度

较好的地区分散性能够缓解经济衰退期或自然灾害突发情况下违约风险，地区集中度过高将增加资产累计净损失率。为缓释地区集中风险，可采用相关压力因子对信用增级量进行调整，来测试压力条件下现金流对证券本息正常支付的支持程度。

### 5. 资产池信用表现

#### (1) 拖欠率

拖欠事件可预警资产池现金流水平可能出现的风险，资产服务机构按照逾期时间定期出具拖欠事件分析报告，一般分为逾期 30-60 天、61-90 天和大于 90 天等，对于拖欠事件的定期披露分析，不仅有助于评估资产池恶化程度和潜在违约风险，且有助于确定资产支持证券违约触发条件。

#### (2) 违约率

一般拖欠 90 天或 120 天以上则视为违约。一般情况下，可根据已经清偿完毕的证券获取静态资产池历史累计违约率数据，并以此作为信用风险分析基础数据。另外，由于资产的可持续性和再租赁性，每年损失额较难进行预测，某些发行人将资产闲置或损耗报废视为违约事件，根据资产变卖或其他方式进行资产处置时所发生损失额来确定损失率。

#### (3) 回收率

评级机构一般分析一年内静态资产池累计回收表现，但考虑到资产发生违约和现金回收时间上有延迟，分析 3-5 年内静态资产池回收率数据更为科学。在分析过程中，需考察资产历史回收水平以及回收时间、回收方式等。

对于投资级别的资产服务机构，评级机构根据其资产管理能力，再租赁市场渠道和投资者关系来确定回收率水平。对于非投资级别资产服务机构，基于设备资产的购买价款和设备类型来初步确定回收率，在这种情况下，相对于那些易报废或折旧较快的资产（如个人电脑、设备装置器等小型设备），资产价值较高的设备（如建筑设备、农业设备和某些大型医疗设备）具有较高的资产回收水平。一般情况下，将小型设备回收率设置为零，除非资产服务机构具备良好的历史资产管理记录。

### 6. 信用增级量确定

在分析证券层次结构及信用增级水平过程中，可采用损失率放大调整和债务人集中度调整双重分析方法。损失率放大调整法将正常经济景状下净损失率作为反映信用增级水平的重要计算指标，在资产池理论

累计净损失率的基础上施加压力因子，以评估各档证券的信用增级水平。在发行人历史违约率和净损失率较低的情况下或资产池债务人集中度较高的情况下，评级机构采用债务人集中度调整法进行信用增级量评估。另外，资产保险措施、资产服务水平、资产类型和资产分散性等定性因素也影响着评级机构对压力条件下信用增级量评估。

#### **四、现金流模型和压力测试**

现金流模型用来测试各种压力条件下，资产池所产生现金流对证券本息偿付的覆盖程度。压力测试假设条件是根据发行人所提供的历史经验数据以及资产特征等综合确定。现金流模型中输入参数主要包括现金流支付顺序、触发机制、预设发行价格和资产服务费和托管费等设置。其中，证券交易多采用顺序支付或按比例支付方式，交易结构中还会设计各种信用触发机制，信用事件一旦触发将引致资产池现金流支付机制的重新安排，包括现金流支付顺序的改变，流动性准备金账户提取等。一般情况下，对于非投资级资产服务机构，如果服务报酬费用支付顺序较为靠前，会额外设置资产服务转移费用。现金流模型中输入参数和所施加的各种压力测试假设条件包括拖欠率、违约时间分布、提前偿还、回收率和回收期、残值变现、利差风险等。

#### **五、信用增级措施分析**

租赁资产支持证券内部信用增级措施包括流动性储备金、优先/次级结构、超额抵押、利差支持以及残值变现等。外部信用增级措施包括以发起机构额外交付的资金设立准备金账户、保险公司保险或其它机构提供不可撤销的连带担保等方式。