

公司贷款资产支持证券（CLO）  
信用评级方法及模型  
（RTFB001202312）



东方金诚国际信用评估有限公司  
Golden Credit Rating International Co., LTD.

## 目 录

一、 概述 .....	1
二、 适用范围 .....	2
三、 评级思路 .....	2
四、 资产池信用质量分析 .....	3
五、 现金流分析及压力测试 .....	7
六、 大额测试 .....	9
七、 交易结构分析 .....	9
八、 参与机构履约能力分析 .....	11
九、 本评级方法及模型局限性 .....	12
附录一：影子评级符号及定义 .....	13
附录二：资产证券化产品信用等级符号及含义 .....	14

## 一、 概述

### （一）版本和修订日期

本方法及模型经公司技术委员会审议通过，版本编码为 RTFB001202312，自 2023 年 12 月 8 日起施行。

### （二）修订说明

本方法及模型由方法模型项目组对 2019 年 7 月发布的《公司贷款资产支持证券（CLO）信用评级方法及模型》的实施效果进行了评估，依据东方金诚信用评级概念框架、相关监管规定和自律指引进行了修订。主要修订内容如下：

1. 对本评级方法及模型中评级思路的表述进行了调整；
2. 在对评级标准重新校准的基础上更新了本评级方法及模型的部分假设和计算方法，并进行详细阐述。

### （三）修订后的影响

经测试，本次修订后的评级方法及模型未对尚处于东方金诚信用等级有效期的受评证券信用等级产生影响。

## 二、适用范围

公司贷款资产支持证券（CLO）指以发起机构合法拥有的五级分类为正常类的公司贷款作为基础资产，以其产生的现金流作为偿付基础，通过结构化设计在资本市场发行的证券。

本评级方法适用对象为以金融机构为发起机构，在我国境内能够实现破产隔离的公司贷款资产支持证券的信用评级。从基础资产类型看，本评级方法适用于商业银行发放的公司贷款债权和中小微企业贷款债权、金融租赁公司发放的对公融资租赁债权、其他非银金融机构发放的对公委托贷款债权、债券组合资产证券化产品等。

本评级方法基于目前国内相关法律环境和法律法规制定。若法律环境和法律法规发生不可预见的重大变化，可能对受评证券信用等级带来影响。

## 三、评级思路

东方金诚对公司贷款资产支持证券（CLO）信用等级评定是对受评证券违约概率的评价，是在考虑基础资产违约和损失分布的情况下，评估受评证券本金和利息均获得及时、足额偿付的可能性。对受评证券信用等级评定是以资产池组合信用质量分析、现金流分析及压力测试和大额测试定量模型为基础，并结合交易结构分析、参与机构履约能力分析等定性方面综合评定的。

首先，东方金诚通过资产池组合信用风险模型对资产池信用质量进行分析。单笔信贷资产的违约率、回收率和资产相关性决定了资产组合信用风险水平。东方金诚一般先对单笔信贷资产的信用质量进行评估，结合每笔信贷资产的违约概率构建资产池组合信用风险模型。资产池组合信用风险模型运用多阶段蒙特卡洛（Monte Carlo）模拟方法模拟每笔信贷资产是否违约，并结合资产回收率、资产相关性通过数十万次模拟得资产池的违约分布和损失分布，从而得到不同目标信用等级下受评证券所需承受的情景违约率（RDR）和情景损失率（RLR），将情景损失率（RLR）与受评证券获得的信用支持作比较，确定受评证券的信用等级上限。

其次，由于资产池信用质量分析未考虑到受评产品分配顺序等结构化安排，东方金诚运用现金流模型将结构化安排、现金流归集和支付机制等交易结构要素加以考虑并施加压力条件进行压力测试，测算受评证券恰好不违约的最大违约比率，即临界违约率（BDRs）。东方金诚基于受评证券临界违约率（BDRs）大于情景违约率（RDR）的评级标准，确定受评证券的量化信用等级。此外，当资产池债务人集中度较高时，东方金诚需构建大额测试模型确定受评证券获得的信用支持满足目标信用等级对应的必备信用增级量。东方金诚综合运用资产池组合信用风险模型、现金流模型和大额测试模型的量化评级结果得到受评证券的初步信用等级。

除量化分析外，东方金诚结合对交易结构风险、主要参与机构履约能力的定性分析对上

述初步信用等级进行调整。公司信用评级委员会依据各评级要素的分析结果综合考量受评证券的违约风险，进而最终确定受评证券的信用等级。

## 四、 资产池信用质量分析

东方金诚采用多阶段蒙特卡洛模拟方法<sup>1</sup>对资产池的信用风险进行量化分析。在资产信用风险分析过程中，东方金诚根据发起机构提供的资产池信息，确定资产池中单笔信贷资产的信用等级，然后对资产池组合特征进行分析，最后进行资产池组合信用质量分析。

### （一） 单笔信贷资产信用质量分析

单笔信贷资产的信用评级一般包含两种含义：信贷资产所涉及的债务人评级与贷款评级。债务人评级即主体影子评级，是从外部环境、业务、管理、财务等方面综合分析债务人的偿债能力与偿债意愿；贷款评级即债项影子评级，是在债务人评级的基础上，追加分析保证、抵押、质押等债项保护措施后，对贷款偿债能力与偿债意愿的评估。为了更加准确地反映资产池违约的信用状况，东方金诚一般采用债项影子评级结果，并结合该笔资产的剩余期限和东方金诚信用等级违约率估值表获得资产的违约率。

对于单笔信贷资产的债项信用等级确定有两种方式：一种方式是如果银行对资产池的每笔信贷资产有最新的评级，而且其内部评级体系通过了监管部门验证，可将该银行的内部评级与东方金诚的外部评级相互映射，从而取得单笔信贷资产的信用等级；另一种方式是无论银行是否已对资产池内的每笔信贷资产进行评级，东方金诚都将逐笔对其进行评级，银行的内部评级结果仅做参考。东方金诚一般采用第二种方式。

东方金诚对单笔信贷资产进行逐一信用评级时，按照东方金诚债项评级方法进行（东方金诚相应评级方法详见东方金诚评级方法体系）。

### （二） 资产池组合特征分析

东方金诚在对每笔信贷资产进行逐一分析的基础上，结合每笔信贷资产的信用等级（即影子评级）和其他信息，分析资产池组合特征及资产池总体信用质量。分析内容主要包括：加权平均信用等级、加权平均剩余期限、加权平均账龄、贷款还款方式、贷款担保方式、加权平均利率、债务人集中度、行业集中度、区域集中度等。

#### ● 加权平均信用等级

信贷资产的信用等级是资产违约和回收的主要决定因素。东方金诚根据单笔信贷资产的信用等级以及各笔信贷资产未偿本金余额占资产池全部未偿本金余额的权重得到资产池的加权平均信用级别。加权平均信用等级的高低反映了资产池违约概率和回收率的高低，加权平均信用等级越高，资产池违约的可能性越低，回收率越高。

<sup>1</sup> 通常 1 年为一个阶段。

- 加权平均剩余期限

每笔信贷资产的剩余期限为受评产品初始起算日/封包日起至该笔信贷资产合同到期日的期限。东方金诚根据单笔信贷资产的剩余期限以及各笔信贷资产未偿本金余额占资产池全部未偿本金余额的权重得到资产池的加权平均剩余期限，并分析资产池剩余期限的分布特征。资产池的剩余期限越长，债务人面临的风险暴露时间越长，发生违约的可能性也越大。

- 加权平均账龄

每笔信贷资产的账龄为该笔信贷资产合同起始日至产品初始起算日/封包日的期限。东方金诚根据单笔信贷资产的账龄以及各笔信贷资产未偿本金余额占资产池全部未偿本金余额的权重可得资产池的加权平均账龄，并分析资产池账龄的分布特征。一般而言，资产的账龄越长，且无违约还款记录，将有助于降低受评证券存续期内的违约风险。

- 贷款还款方式

贷款的还款方式包括等额本息、等额本金、一次性还本付息、不规则还款等常见类型。还本计划主要集中在后期的贷款，还款压力主要集中在尾期，风险暴露较等额本息或等额本金更大。东方金诚将考察此类贷款的金额占比，以评估资产池尾部违约损失风险。

- 贷款担保方式

贷款的担保方式分为无担保、保证担保、抵押担保、质押担保或前述几类担保中的任一或任几种担保方式的组合。担保类贷款为贷款提供了追偿来源，相比无担保的贷款，有担保的贷款能够一定程度降低贷款的违约概率并提升贷款的回收率。对于保证担保类贷款，东方金诚考察保证人信用质量，评估保证人对贷款信用质量的提升作用；对于抵质押担保类贷款，东方金诚一般从抵质押物评估价值、抵押率、变现能力等方面综合评估贷款回收率。

- 加权平均利率

贷款利率高低关系到超额利差，进而影响信用的提升水平。东方金诚主要从贷款利率类型及利率调整方式、利率分布以及加权平均利率等方面综合考察，进而评估资产支持证券利率风险。

- 债务人集中度

债务人集中度指单个债务人的未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比例。东方金诚通过分析占未偿本金余额 15% 以上的客户数量和金额占比、前 3 户债务人的贷款未偿本金余额占比、前 5 户债务人的贷款未偿本金余额占比等指标判断债务人集中度风险。

- 行业集中度

受到行业环境影响，同一行业内债务人的违约行为会呈现的一定的相关性，资产池在行业分布上的分散性有助于缓释行业周期性波动带来的影响。东方金诚按照国民经济行业分类分析贷款的行业属性分布，从行业集中度、行业周期性、景气度等方面综合考察资产池的行业集中度风险。

- 区域集中度

受到区域经济环境影响，同一区域内债务人的违约行为会呈现的一定的相关性。东方金诚按照地级市分析债务人的区域分布，从区域集中度及区域经济环境等方面评估区域集中度对资产池整体信用质量的影响。

### （三）资产池组合信用质量分析

资产池组合信用质量分析是根据资产池中每笔信贷资产的信用质量，结合每笔贷款的违约、回收假设，同时考虑贷款之间的相关性对资产池进行信用风险建模分析。东方金诚采用多阶段蒙特卡洛方法模拟资产池中每笔贷款的违约和损失行为，一般模拟数十万次，从而确定资产池的违约分布和损失分布，再结合东方金诚信用等级违约率估值表确定不同信用等级的情景违约率（RDR）和情景损失率（RLR）。东方金诚将情景损失率（RLR）与受评证券获得的信用支持作比较，确定受评证券的信用等级上限。

#### 1. 基本假设

东方金诚在多阶段蒙特卡洛模拟中遵循以下假设：

- 1) 单笔信贷资产的影子评级在 CLO 存续过程中未发生重大变化；
- 2) 单笔信贷资产的回收率为常数；
- 3) 信贷资产之间的相关性较为稳定。

#### 2. 模拟过程

假设 CLO 资产池由  $N$  ( $n_1, n_2, \dots, n_n$ ) 笔贷款组成，东方金诚的多阶段蒙特卡洛模拟过程具体如下：

- 1) 运用信用等级违约率估值表计算每笔贷款在每一阶段内的条件违约率；
- 2) 将每笔贷款在每一阶段内的条件违约率进行逆正态累积分布计算其在每一阶段的违约临界值  $Z_i$ ；
- 3) 生成一组  $N$  维独立的正态分布随机变量  $X=(X_1, X_2, \dots, X_n)$ ，根据债务人、行业以及地区相关性确定资产池内  $N$  笔贷款的相关系数矩阵并对其进行乔列斯基因子分解，利用分解矩阵与生成的正态分布随机变量  $X$  得到具有给定相关性特征的正态分布随机变量  $Y=(Y_1, Y_2, \dots, Y_n)$ ；
- 4) 判断贷款是否违约。比较  $Y_i$  与相应的违约临界值  $Z_i$ 。如果  $Y_i < Z_i$ ，则该项贷款发生违约；否则，该贷款不发生违约；
- 5) 计算贷款的损失金额。若贷款未发生违约，损失金额为 0；若贷款发生违约，贷款损失金额=资产未偿本金  $\times$  (1-该项贷款回收率)；
- 6) 汇总资产池在每阶段的模拟结果，确定资产池中每笔资产在每个阶段是否发生违约以及发生违约时的损失金额，加总得到资产池的违约资产笔数和损失金额，并分别计算违约率和损失率；
- 7) 反复模拟上述（4）-（6）步骤数十万次以上，获得资产池的违约分布、损失分布

和违约时间分布。

### 3. 确定情景损失率(RLR)和情景违约率(RDR)

东方金诚通过资产池组合信用风险模型模拟出资产池的违约分布和损失分布后,根据东方金诚信用等级违约率估值表,确定资产池在每个预定信用等级上的情景损失(RLR)和情景违约率(RDR)。不同信用等级的贷款,其发生违约的概率不同,相应的情景违约率和情景损失率也不同。同样期限的贷款,信用等级越高,发生违约/损失的概率越小,需要承受的压力条件越苛刻,即情景违约率/情景损失率越大。

## (四) 核心参数假设

### 1. 信用等级违约率估值表

东方金诚参考国际评级机构、国内金融市场的违约率数据,并基于专家判断建立十年期信用等级违约率估值表(详见东方金诚信用评级概念框架 RTCQ001201907)。

东方金诚基于国内宏观经济变化、金融市场变化定期对信用等级违约率估值表进行调整。

### 2. 回收率

贷款违约后的回收率主要取决于贷款特征,包括贷款是否有担保、抵质押担保增信措施、抵质押物种类等因素。此外,贷款的回收率受贷款服务机构处置贷款能力的影响。

东方金诚从债务人和债务特征考察单笔信贷资产的回收率,对不同信用等级的贷款进行回收率假设,贷款信用等级越高,回收率越高。同时,东方金诚考察贷款是否存在抵质押担保等特征,基于抵质押率及抵质押物类型对贷款回收率进行调整,抵质押率越低,抵质押物变现能力越强,贷款回收率越高。此外,东方金诚从市场竞争力、政府支持、母公司支持等方面考察贷款服务机构的综合实力并相应调整贷款的回收率。

### 3. 资产相关性

东方金诚通过构建相关性矩阵模拟两两贷款之间发生违约的相关性,充分考虑行业集中度、区域集中度和债务人集中度的影响。东方金诚基于一定的资产池相关性确定准则确定贷款之间的相关性。

### 4. 损失率

东方金诚假设若单笔信贷资产未违约,则损失为0;若贷款发生违约,贷款损失金额=资产剩余未偿本金余额 $\times$ (1-贷款违约后的回收率)。其中,判断资产违约与否基于模拟过程的步骤(4),资产违约率基于信用等级违约率估值表参数,资产违约后的回收基于回收率假设参数。

资产池的损失金额为各项贷款损失金额之和,资产池的损失率为资产池贷款损失金额/资产池未偿本金余额。

## 5. 违约时间分布

违约时间分布是现金流模型的输入参数之一。资产池的违约时间分布根据多阶段蒙特卡洛模拟方法得到的资产池在每一阶段内的违约金额占违约资产本金总额的比例求得。

# 五、 现金流分析及压力测试

东方金诚根据具体的交易结构构建现金流模型并进行压力测试，得到各种压力情景下的临界违约率（BDRs），用于测算资产池产生的现金流能否满足受评证券按约定还本付息的要求。东方金诚将临界违约率（BDRs）和资产池组合信用风险模型得到的目标信用等级的情景违约率（RDR）比较，若临界违约率（BDRs）高于某一目标信用等级的情景违约率（RDR），则受评证券能够通过该目标信用等级的压力测试。

## （一）现金流模型

东方金诚构建现金流模型用于模拟现金流入和现金流出。构建现金流模型需要考虑的因素主要包括：

- **债务人还款及提前还款**

受评证券的偿付依赖于资产池债务人的还款计划。此外，债务人自身财务状况及市场利率等发生变化会引起提前还款，由此会影响到现金流入，进而可能引起受评证券偿付顺序的变化。一般在现金流模型中采用市场提前还款率或服务机构统计的提前还款率作为提前还款率假设。

- **超额利差**

超额利差的分配顺序在交易结构中一般会因信用触发事件的出现而发生改变，因此在现金流模型中要考虑分配顺序可能变化的情况。

- **再投资收益**

由于资产池现金流入与受评证券支付往往存在时间上的错配，因此要考虑再投资收益，再投资收益可参照同业存款利率或同期债券利率进行假设。

- **优先/次级结构**

现金流模型的本息偿付需根据优先/次级结构进行设置，各档次证券占比不同会对现金流偿付计划产生影响。

- **本息偿付的优先顺序和计划**

现金流模型的本息偿付顺序需根据特定的交易结构进行设置，同时要考虑出现信用触发事件时现金流偿付计划的改变。

- **准备金/流动性支持金额设置**

限额准备金/流动性支持账户的资金来源及偿付顺序是构建现金流模型时需要考虑的因素。

- **加速清偿事件**

当受托机构或其他参与机构触发了交易结构规定的加速清偿事件时，现金流偿付顺序会发生改变，在现金流模型中应设置这种偿付顺序的变化。

- **违约事件**

当某项信贷资产在某一时刻发生违约，将会影响现金流入，同时也可能对受评证券偿付造成影响，因此在现金流模型中应根据资产池违约率和违约时间分布设置相应的违约事件。

- **税收和相关费用**

税收和相关费用一般是现金流首先要偿付的，税率和费率按照合同的规定进行设置。

## **(二) 现金压力测试**

现金压力测试主要是通过调整现金流模型的相关假设，评估受评证券在压力情景下的表现情况。东方金诚在进行压力测试时考虑的压力因子主要包括：违约时间分布、提前还款率、回收率及回收时间、利率等，压力情景的苛刻程度取决于各档证券预定的信用等级和特定的交易结构，并由东方金诚根据资产池实际情况结合专家经验判定。

### **1. 违约时间分布**

东方金诚在确定违约时间分布压力情景时，一般采用违约时间前置模式。违约时间前置模式会导致资产池产生的利息减少，从而使能提供信用支持的超额利差减少，以此可测试受评产品对超额利差的依赖程度。

此外，由于某些信贷资产或交易结构具有某种特殊性，可能会引发超额利差风险之外的其他风险，因此有必要根据实际情况采用其他违约时间分布模式。

### **2. 提前还款率**

提前还款会影响贷款的预计还款时间以及后续时点上现金流入对受评证券本息偿付的覆盖程度，还会影响受评证券的累计超额利差，因此需要对提前还款进行压力测试。

东方金诚通常采用市场提前还款率或贷款服务机构统计的提前还款率作为压力测试的基准提前还款率，在此基础上根据基础资产提前还款率与利率之间的变化关系确定提前还款率上升或下降的压力情景。如基础资产采用浮动利率计息时，利率上升会导致提前还款加速，利率下降会导致提前还款减速。

### **3. 回收率及回收时间**

影响回收率的因素包括市场环境、债务优先级、担保、贷款服务机构服务能力、司法环境等。在压力测试中，东方金诚以多阶段蒙特卡洛模拟方法中情景损失率（RLR）和情景违约率（RDR）测算的资产池模拟回收率为基准回收率，结合实际情况确定回收率压力情景。

回收时间受到资产类型、债务形态、贷款服务机构行为、市场流动性、法律环境、强制出售或清算条款等多种因素影响。东方金诚对违约资产回收时间的假定采用资产违约、回收统计分析数据为基准，并设定压力情景。

#### 4. 利率

采用浮动利率计息的基础资产和受评证券之间通常使用相同的定价基准,但由于偿付频率和利率调整时间不同会产生错配,当定价基准的变化在某个时点上不同步时,基础资产对受评证券本息的覆盖会受到影响。

对于基础资产与受评证券分别采用浮动和固定的利率机制时,一般在交易结构中会采用利率对冲机制,若未采用利率对冲机制或浮动利率的定价基准不同,则应进行利率压力测试。

此外,当受评产品实际发行利率高于预期时,会影响基础资产现金流对受评证券本息的保障程度。

东方金诚结合资产池和交易结构的实际情况对上述压力因子设置多种压力情景,可得到多个临界违约率(BDRs)。该临界违约率是压力情景下受评证券本息恰好无法足额按时偿付时的违约率阈值。当每一个压力情景下的临界违约率均高于受评证券目标信用等级的情景违约率(RDR)时,则受评证券能够通过该目标信用等级的压力测试。

## 六、 大额测试

大额测试根据信贷资产的特点评估资产集中违约时资产池产生的现金流能否保障受评证券本金和利息的及时足额兑付。当资产池债务人集中度较高时,东方金诚采用大额测试模型检验受评证券信用等级的稳定性。受评证券获得目标信用等级需获得的信用支持必须能够覆盖资产池中低于该信用等级的特定大额资产组合违约所带来的损失,即需满足必备信用增级量。

东方金诚制定了基于目标信用等级的特定大额资产组合违约测试标准,在同一目标等级下将在不同信用等级范围内选取不同数量的信贷资产进行压力测试。信贷资产级别越低,受评证券获得目标信用支持需要覆盖的资产数量越多。大额测试时,东方金诚假定资产组合中的所有信贷资产均发生违约,违约金额为资产组合在初始起算日的未偿本金余额,违约资产的回收率为统一常数。

若受评证券所获得的信用支持大于某一目标信用等级的必备信用增级量,则受评证券可以获得该目标等级,反之则达不到目标等级。

## 七、 交易结构分析

### (一) 结构化安排

CLO 通常采用多种结构化安排,以达到信用增级的目的。东方金诚在对结构化安排分析时重点关注以下内容:

- 优先/次级结构

一般情况下,CLO 证券都会按照本息偿付的优先顺序划分为若干档,优先级较高的证券先于优先级较低的证券获得本息支付,从而起到信用增级的作用。具体分析时,优先/次级

结构信用增进作用的效果需要基于对基础资产信用质量的分析以及各优先级证券所占比重的合理性做出判断，评估受评证券是否能够获得足够的信用支持。

### ● 超额利差

超额利差是指基础资产产生的利息收益减去 CLO 应支付的利息、税收、必要费用等因素后的超额收益。超额收益能够为受评证券提供一定的信用支持，信用支持的效果取决于超额收益的大小。

### ● 流动性支持

常见的流动性支持措施包括本金收益交叉互补、流动性准备金账户、外部流动性支持承诺等。

对于本金收益交叉互补机制，东方金诚主要关注交易安排中是否进行了相应设置以及账户补足与资金支付的先后顺序。

对于流动性储备金账户，东方金诚主要关注账户的资金来源和分配情况、账户资金的设置上限、账户资金动用的触发条件等要素。

对于外部流动性支持承诺，东方金诚主要关注承诺的有效性、流动性支持的限额、相关机构自身的信用水平和流动性状况、流动性支持承诺触发条件等要素。

### ● 信用触发机制

信用触发机制主要包括加速清偿事件、违约事件等。

由于不同 CLO 证券在资产池特征、交易结构、参与机构特征等方面存在较大差异，因此在加速清偿事件与违约事件的定义方面也有所不同。总体来说，信用触发机制设置的原则是通过改变资产池的现金流支付顺序，保证高优先级证券先于低优先级证券获得本息偿付。

东方金诚通过对相关信用触发机制设置进行综合分析，并通过压力测试考察相关触发机制对受评证券本息获得偿付的影响，同时持续跟踪受评证券存续期内的信用事件触发情况。

## （二）现金流归集和支付机制

CLO 现金流归集需要建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，以缓释基础资产与其他资产混同以及被侵占、挪用等风险。通过考察 CLO 是否建立相对严格的现金流归集机制，以评估其对受评证券本息偿付的影响程度。

现金流支付机制主要涉及以下几个方面的安排：一是税费的支付方式；二是各档资产支持证券获得现金流分配的顺序；三是本金偿付方式以及不同增信措施或信用触发机制下的收益分配程序等，以规范和保障证券持有人预期收益的实现。通过对现金流支付机制的考察，以评估其对受评证券本息偿付的影响程度。

## （三）交易结构风险

东方金诚对交易结构风险进行分析时，主要分析抵销风险、混同风险、提前偿还风险、

流动性风险、后备服务机构缺位风险等。

- **抵销风险**

抵销风险是指资产池的债务人以其对发起机构享有的债权依法行使抵销权可能导致基础资产遭受损失而引发的风险。

东方金诚在分析抵销风险时，重点关注交易结构中是否有防范抵销风险的相关条款设置，并对这部分抵销条款进行深入分析以判断抵销风险的大小。

- **混同风险**

混同风险是指资产池回收的现金与 CLO 参与机构的其他资金混同在一起，当参与机构发生信用危机（如破产）时，难以准确界定或区分其资金来源及所有者，有可能导致资产池回收的现金遭受损失而引发的风险。

东方金诚在分析混同风险时，要关注贷款服务机构的信用状况，同时考虑交易结构中是否有混同风险的防范措施条款，如缩短资产池回收现金停留在服务机构的时间等。

- **提前偿还风险**

提前偿还会导致资产池产生的现金流与预期不同，与受评证券偿付预期产生错配，而且还会使资产池正常的利息收入减少，降低超额利差的信用支持强度。一般而言，债务人财务状况、市场利率等因素的改变会造成提前偿还风险。

东方金诚在现金流分析及压力测试环节对提前偿还风险进行量化分析。

- **流动性风险**

资产池中的债务人延迟支付本息、贷款服务机构操作风险、出现不可抗力因素等都会导致流动性风险。流动性风险可能会引发受评证券兑付不及时，触发加速清偿事件或违约事件等，进而影响整个交易结构的稳定性。

东方金诚重点考察交易结构中是否设有本金收益交叉互补、流动性储备金等，在现金流压力测试中也会进行量化分析。

- **后备服务机构缺位风险**

在 CLO 存续期间，若相关服务机构出现不能胜任或自动辞任等情况，且交易结构中未能事先安排或无法在规定时间内安排合格的后备服务机构，可能发生后备服务机构缺位风险。因此，交易结构中对现行服务机构的尽职能力及意愿有较高要求，同时也对事先指定或后续继任的后备服务机构有一定的信用等级要求，东方金诚在分析后备机构缺位风险时将重点关注这些内容。

## 八、参与机构履约能力分析

### （一）发起机构/贷款服务机构

东方金诚对发起机构/贷款服务机构主要分析其贷款管理水平和历史表现，包括贷款发放前的信用风险偏好、贷款发放后的跟踪管理、贷款违约后的催收手段等，按照贷款调查、

贷款评审、贷款管理、贷款催收等具体操作环节进行分析。这些方面直接关系到资产池当前及后续的信用质量、违约、回收和回收时间相关参数的设置等。

## （二）受托机构

东方金诚对受托机构主要分析其操作风险与信用风险，考察受托机构是否具有相关资质，分析受托机构具体的管理流程、账户管理制度、风险隔离措施及防火墙制度等，分析受托机构团队的专业能力与操作经验。

## （三）资金保管机构

东方金诚对资金保管机构重点考察其是否为受评证券单独设帐，在现金管理方面是否存在混用、拖延等现象，是否建立了严格的现金收付管理制度，在技术条件上是否能满足管理需要。

## （四）其他参与机构（如有）

如果交易机构中引入了对冲机构、流动性支持等其他机构，东方金诚按照相关的行业信用评级方法、标准和模型对其他参与机构的主体信用状况进行评估，评估结果即反映了其提供相关服务的能力。

# 九、 本评级方法及模型局限性

本评级方法及模型是基于受评证券及资产池的相关历史信息对受评证券信用风险的预测，主要局限性包括不限于以下方面：

第一，由于影响公司贷款资产支持证券（CLO）信用风险的因素众多，本评级方法仅对关键评级因素和主要指标进行分析和说明，对一些具有特殊交易结构的公司贷款资产支持证券可能未能穷尽所有判断信用风险的影响因素；

第二，因信贷资产的信用风险特征随时间动态变化，不确定性较大，本评级方法及模型可能未能穷尽考虑每笔资产在受评产品存续期间可能发生的信用特征变化；

第三，本评级方法及模型对一些相关参数的设定、影响因素和影响因素的判定还需要基于未来经验的增加不断完善和修订。

针对本评级方法及模型，方法模型项目组将根据监管规定和公司制度要求定期或不定期检验评估方法及模型表现，对评级方法及模型进行相应的优化调整，并按监管机构相关要求及时披露修订后的方法模型以及修订对信用评级结果的影响。

## 附录一：影子评级符号及定义

东方金诚影子评级所采用的基本原理和方法与东方金诚的主体长期信用评级及其相关债项评级一致，是对受评对象偿债能力和偿债意愿的综合评价，是对违约可能性及违约损失程度的综合评估。东方金诚主要基于贷款服务机构所提供的基础资产资料，对债务人及担保方（若有）进行综合分析，在考察因素包括其所属行业、企业性质、企业规模、企业经营状况、企业财务状况、款项偿还情况等基础上形成影子评级分析结果，由东方金诚信用评级委员会讨论确定影子评级结果。

考虑到资产支持证券评级作业在条件和时间上的限制，入池资产对应债务人及债项的影子评级流程相对于东方金诚的企业主体长期信用评级及其相关债项评级过程有一定程度的简化。影子评级用于衡量每笔入池资产所涉及的债务人主体和债项的信用质量，是判断基础资产池整体信用质量以及评定资产支持证券信用等级的基础。影子评级不是东方金诚对债务人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。

符号	定义
AAA <sub>s</sub>	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>s</sub>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>s</sub>	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>s</sub>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>s</sub>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B <sub>s</sub>	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>s</sub>	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>s</sub>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C <sub>s</sub>	不能偿还债务

注：除 AAA<sub>s</sub> 级，CCC<sub>s</sub> 级（含）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。

## 附录二：资产证券化产品信用等级符号及含义

符号	定义
AAA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 级（含）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。