

资产支持证券和公司债券的评级标准差异及理由

资产支持证券信用评级考察的是以基础资产现金流为支持的优先/次级结构化设计产品中的优先级资产支持证券本息在特定交易结构机制安排下获得及时、足额偿付的可能性，而公司债券信用评级考察的是特定公司债券如期还本付息的可能性，两者的评级标准差异主要体现在评级对象、评级对象信用风险特征、评级要素三个方面。

评级对象方面，资产支持证券的评级对象为以基础资产现金流为支持的资产证券化产品的信用风险，优先级资产支持证券信用风险的高低取决于对基础资产信用质量及产生现金流的足额及时程度、产品交易结构安排、主要参与主体履约能力、法律完备性等多重因素的综合考量；而公司债券的评级对象以发债主体自身的长期信用风险分析为核心，同时还包括对债券发行要素、债券保护条款（如有）等的分析。资产支持证券本息的首要偿付来源为基础资产产生的现金流，而后可能会依赖于外部增信措施（如有）的资金来源。对于基础资产现金流可以与发起机构或其他主要参与主体实现破产隔离的资产证券化产品，其债项信用等级可以独立于发起机构或其他参与主体的主体信用等级。在部分资产证券化产品的评级过程中，评估每笔入池资产债务人和担保方的信用质量是判断资产池整体信用质量的基础，考虑到资产支持证券评级作业在条件、时间上的限制，对入池资产债务人和担保方的信用质量评估流程相较于主体长期信用评级过程有一定程度的简化，为了区别于正式的主体长期信用评级，东方金诚对入池资产债务人、担保方信用质量的评估使用影子评级的等级符号。

由于评级对象的不同，资产支持证券和公司债券在信用风险特征有所区别。资产支持证券的信用风险通常来源于基础资产信用风险、交易结构风险、参与机



构履约风险、法律风险等方面，但视资产证券化产品基础资产类型、交易结构特征等方面的不同，部分资产证券化产品的核心主体（如原始权益人、差额支付承诺人、担保方）主体信用质量可能会对资产支持证券的信用风险施加重大影响；而公司债券的信用风险主要来源于公司债券发行主体的信用风险，在分析公司债券发行主体信用的基础上还需考虑债券保护条款（如有）以判断其对债券信用风险的缓释作用。

基于评级对象及其风险特征的不同，资产支持证券和公司债券在评级要素方面有所差异。资产支持证券信用评级的关注要素主要包括基础资产、交易结构、现金流分析及压力测试、参与机构等方面。其中，基础资产分析主要通过分析基础资产的信用特征指标评估基础资产的信用质量；交易结构分析主要包括产品的内外部增信措施、信用触发机制、现金流归集和支付机制以及主要交易结构风险；在基础资产信用质量分析和交易结构分析的基础上对基础资产现金流进行压力测试以衡量基础资产现金流对优先级资产支持证券本息的保障程度；参与机构分析主要包括对发起机构、资产服务机构、信用增进机构等机构履约能力的分析。资产支持证券债项信用等级确定以资产池组合信用质量分析、现金流分析及压力测试等定量模型为基础，并结合交易结构、参与机构履约能力分析等定性方面。而公司债券的信用评级要素包括对发债主体长期信用进行分析以及对债券进行分析两个层面。其中，对发债主体长期信用的分析包括宏观、中观和微观三个层面，宏观层面主要考察宏观环境对公司债券发行人所处行业及自身信用风险的影响，中观层面主要考察公司债券发行人所处行业特征以及对发行人经营的影响，微观层面主要考察公司债券发行人经营与竞争实力和财务实力，包括企业规模、市场竞争力、经营管理、财务状况和偿债能力等方面；对债券层面的分析着重在

信用
21508



对债券保护条款（如有）的分析，如第三方担保、抵质押担保等，从而判断其对公司债券信用等级提升作用。

考虑到资产支持证券与公司债券信用等级的差异，资产支持证券评级符号一般添加下标 sf (structured finance) 以示区别。资产支持证券评级符号及含义如下：

符号	定义
AAA _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 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。

针对资产支持证券评级过程中涉及使用影子评级评估入池资产债务人、担保人信用质量的情况（如有），影子评级的评级符号及含义如下：

符号	定义
AAA _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	不能偿还债务

注：除 AAA_s 级，CCC_s 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。

