

版本号：V4.1.202511

资产支持证券评级方法总论



资产支持证券评级方法总论

一、概念、适用范围及评级局限性

（一）概念

资产证券化（Asset-backed Securitization）是将金融机构或企业缺乏流动性但能够产生稳定、可预期现金流的基础资产进行重组，并以基础资产产生的现金流为支持，在资本市场上发行有价证券的一种融资方式。上述有价证券即资产支持证券（Asset-backed Securities, ABS）。

（二）适用范围

本方法总论是联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对各类资产支持证券的整体分析框架，主要用于阐明联合资信对资产支持证券评级分析时所采用的评级逻辑、评级思路、评级要素和模型。本方法总论适用于中国境内大多数资产支持证券的信用评级分析，以及经联合资信信用评级委员会认定的、适用于此评级方法的资产支持证券产品。基于本方法总论的分析框架，联合资信还针对常见的特定类型的资产支持证券制订了专门的评级方法和评级标准。

需要说明的是，由于中国境内的资产支持证券在基础资产特点、交易结构设计等方面与国外同类证券存在差异，并且在中国境内发行资产支持证券的法律环境与其他国家也不同，因此，本方法总论仅适用于中国境内发行的资产支持证券的信用评级。

（三）局限性

本方法总论也同样存在一些局限性：（1）本方法总论是基于中国境内现行司法环境和法律法规制订的，分析内容不包括法律法规未来的变化及其对受评证券的影响。如果我国有关法律法规未来发生重大变化，联合资信将会及时修订本方法总论，并评估上述变化对存续受评证券的影响；（2）资产支持证券评级分析依赖于发起机构/原始权益人提供的资料和数据，以及其他机构（如律师、会计师、资产评估师等）

提供的专业意见，分析结果的准确性也将受到所获数据和资料的真实性、准确性和完整性的影响；（3）本方法总论在评定资产支持证券信用等级的过程中所采用的量化模型均基于一定的假设前提，因此，通过量化模型预测的基础资产表现、证券本息兑付与实际表现会存在不同程度的偏差，压力测试中也未对资产支持证券的实际违约时点和违约损失程度进行预测；（4）鉴于不可抗力因素（如重大自然灾害、战争等）、故意欺诈行为等的不可预测性，本方法总论的分析内容也不包括不可抗力因素、故意欺诈行为对受评证券的影响；（5）对于一些交易结构特殊的资产支持证券，可能需要依据受评对象的特性采取有针对性的分析，本方法总论所提及的评级要素可能并非完全适用；（6）本方法总论可能并未能列举完全风险因素，在实际评级中可能需要关注更多的风险因素。

二、评级思路

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对受评证券违约风险的评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评证券本金与利息获得及时、足额支付的可能性。受评证券的本息能否获得及时、足额支付，首先主要取决于基础资产所能产生未来现金流的流入时点及金额；其次，证券偿付顺序、信用触发机制等交易结构设计决定了收到的现金流在证券化交易参与各方之间的分配方案；第三，破产隔离、现金流转付机制决定了受评证券的本息偿付受其他主体信用风险的潜在影响程度；第四，外部增信措施能够在现金流不足以支付受评证券本息时提供额外的补充现金流。

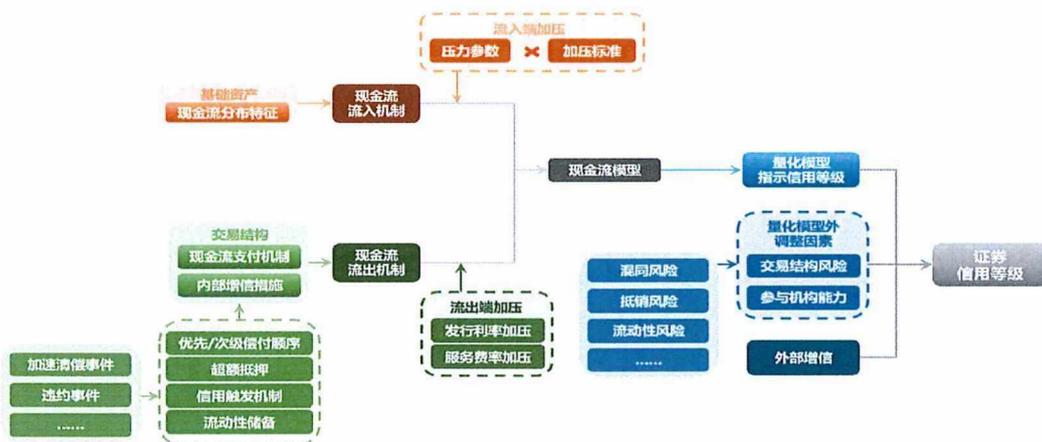


图1 资产支持证券信用评级思路

综上，联合资信在评定资产支持证券违约风险时，是以“真实出售、破产隔离”为基本前提，以基础资产池的整体信用质量表现分析为基础，结合交易结构、信用增级措施等对证券未来现金流进行量化分析，依据相关压力情景下证券本息是否能获得及时足额偿付来确定证券是否能获得目标信用等级（即量化模型指示信用等级），并结合交易结构风险、参与机构尽职能力和外部增信措施效果等因素对目标信用等级进行调整后，得到证券的最终信用等级。该信用等级需经信用评级委员会评审会议投票表决通过后生效。

三、评级要素

（一）法律基础

资产证券化的发展需要完善的法律制度框架作为基础，资产证券化交易中的破产风险隔离机制、资产转移的方式及其从权利问题等重要核心问题均需得到法律上的支持。目前，我国资产证券化领域尚未建立完善的顶层法律设计，交易过程存在的法律风险有可能影响证券持有人的权益，因此对于交易涉及的法律风险尤其需要特别关注，主要包括破产风险隔离机制、基础资产转移的方式和基础资产的从权利。

1. 破产风险隔离机制

破产风险隔离是整个资产证券化交易结构设计中的核心问题，也是多数资产支持证券评级分析的前提。发起机构/原始权益人通过将资产出售给特殊目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV），使该资产免受其他债权人的追索，实现资产与发起机构/原始权益人破产风险隔离。由于实现了破产风险隔离的证券化交易不易受发起机构/原始权益人破产的影响，联合资信会以资产信用分析为主，对实现破产风险隔离的基础资产进行信用分析。而未实现破产风险隔离的证券化交易，基础资产的信用表现会受到发起机构/原始权益人主体信用风险的实质影响。相应地，联合资信在评级分析过程中也会充分分析发起机构/原始权益人主体信用对基础资产信用质量的影响。

由于特殊目的载体在法律上具有特殊的地位，其财务独立于管理人的自有财产，具备了与管理人破产隔离的属性。并且，特殊目的载体的业务范围受到法律

的严格限定，一般不会破产。因此，联合资信在对资产支持证券评级分析过程中一般认为特殊目的载体一般对基础资产信用无不利影响。

2. 基础资产转移的方式

在资产证券化实践中，一般通过把资产出售给特殊目的载体实现破产隔离。特殊目的载体在证券化过程中担任资产受让人的角色，发起机构/原始权益人通过向特殊目的载体出售财产，可以将证券化资产与发起机构/原始权益人的其他财产相区别，切断发起机构/原始权益人的债权人对该证券化资产的追索权。为了达到以上目的，资产转移必须在法律上和会计上都被认定为“真实出售”，而不是以所转移资产为担保的融资行为。总体来看，信用评级过程中判断资产“真实出售”的原则分为三方面：第一，资产转移的形式需要符合当事人的真实意思表示；第二，资产转移不因一些特定的条款而撤销且转移价格合理；第三，证券化资产中的收益与风险完全或绝大部分转移到了特殊目的载体。具体来看，信用评级重点关注资产转移是否存在优惠性及欺诈性方面的法律瑕疵，此外，还需要关注发起机构/原始权益人的追索权、赎回权、剩余索取权及资产控制权方面的条款及效力，综合判断资产转移是否实现了“真实出售”的效果。

3. 基础资产的从权利

基础资产附带的从权利是评估资产信用的重要依据。基础资产中债权附属的抵押、担保、保证金等从权利也属于基础资产的一部分，特殊目的载体在取得基础资产的同时，应取得基础资产上的从权利。虽然未办理相应的权利变更、登记不影响受托人/计划管理人取得相应的从权利，但无法对抗善意第三人。如基础资产的从权利实现存在瑕疵，一旦基础资产违约，受托人/计划管理人将无法依法顺利地处置回收，投资者利益势必受到损失。联合资信在评级过程中会重点关注法律意见书对基础资产债权转让时从权利的认定，以及交易文件中对暂未办理权利变更、登记的风险缓释措施。

(二) 现金流预测及压力测试

1. 基础资产质量

基础资产的质量是资产支持证券的信用基础，所以，资产支持证券信用评级

首先应分析基础资产质量，这是受评证券信用风险分析的重点。由于基础资产可预期的、稳定的现金流入是偿还资产支持证券本息的最主要来源，因此，联合资信考察基础资产质量实际上是对基础资产未来现金流的分析、预测。根据基础资产的类型和现金流特点不同，联合资信采用的预测思路、预测方法和预测模型也有所不同。

（1）零售债权资产

常见的零售债权资产包括消费贷款、信用卡应收账款、汽车贷款/租赁、住房按揭贷款，也包括分散度极高的小微企业贷款等。这类资产池资产笔数众多（通常大于 5000 笔），且资产的同质性强，其历史表现具有稳定的统计特性。由于静态池数据能够比较充分地反映资产的历史现金流表现，因此，联合资信主要依据发起机构/原始权益人提供的同类资产的静态池数据预测此类基础资产的未来现金流。通过分析静态池数据，计算得到影响基础资产现金流的基准关键指标，用于预测受评证券存续期内基础资产的现金流入分布。需要注意的是，受评证券基础资产的分布构成、所处经济周期、宏观政策环境等因素与历史静态池可能会存在一定差异，基础资产的未来现金流表现与静态池呈现的历史表现也相应地会表现出一定的差异性。为得到更准确的现金流预测结果，联合资信在评级分析中会结合影响基础资产未来现金流表现的因素，适当调整关键指标。

（2）对公债权资产

常见的对公债权资产包括对公贷款、对公租赁、对公保理、企业应收账款等。虽然，具备一定分散度的对公债权资产池可以在一定程度上化解资产池的非系统性风险，但相较于前述零售债权资产，这类资产池的单笔资产占比较大、集中度较高，资产笔数从数十笔至数百笔，单笔资产违约对资产池未来现金流仍会有较为明显的影响。并且，发起机构/原始权益人针对不同的债务人，业务模式、授信政策和风控标准不尽相同，还款方式、利率、期限、担保措施等特征亦各不相同，底层债务人的信用表现也可能有明显差异。因此，联合资信在测算该类基础资产未来现金流表现时，需要更多关注每个债务人各自的信用表现。联合资信一般会结合每个资产的违约概率（债务人主体信用等级），构建组合资产信用风险模型，运用多阶段蒙特卡罗模拟方法模拟违约组合，通过百万次模拟得到基础资产违约

分布和损失分布，并结合合同约定的偿还时间和偿还方式，预测得到资产支持证券存续期基础资产的现金流入分布。

另外，部分总金额不大的零售债权基础资产，由于资产笔数较少而不满足零售资产小额分散的特征时，联合资信一般也会采用蒙特卡罗模拟方法预测基础资产现金流入分布。

（3）未来债权资产（广义）

资产证券化业务中涉及的未来债权资产（广义）是指已有基础法律关系存在，但必须在将来有特定事实的添加才能确认的债权。常见的可以证券化的未来债权资产（广义）包括路桥通行费、客票款、旅游门票收入或旅游设施服务费、公用事业收费、PPP 相关服务费、租金收入、联营分成收入等需要企业持续运营管理相关资产而在未来产生的债权或付款请求权。

与前述债权资产不同，未来债权尚未存在，其实现依赖于相关业务的持续运营，所以预测未来债权资产池现金流首先需要对受评证券所涉基础资产的相关业务进行持续运营评估。联合资信评估相关业务运营的持续性，最主要是分析业务运营机构的主体信用水平。但部分证券化交易中，即使业务运营主体出现债务违约事件，在原有或后备资产服务机构的运营管理下仍可产生持续现金流，并且交易结构在法律层面上能够保障投资者对未来债权的收益权。因此，除了业务运营机构主体信用水平，联合资信还会分析未来债权所依赖的业务是否具备长期运营并持续产生现金流的能力。

在对相关业务进行持续运营评估的基础上，联合资信结合资产的历史现金流记录、资产运营主体经营情况以及所属行业特点，来综合分析影响未来债权现金流入的各种定性及定量因素，预测未来债权资产池的现金流。联合资信一般会分析选取显著变量，确定显著变量的基准值，从而预测未来债权资产池现金流入情况。在确定显著变量基准值过程中，联合资信既会考虑到宏观经济周期性波动特点、行业政策变化等定性因素，也会分析经营主体未来经营计划、产能扩容水平、销售收入平均增长速率、市场份额变化等定量因素，以追求预测值与真实值偏差尽量小。

（4）权益类资产

将权益类资产作为资产支持证券的基础资产时，特殊目的载体能直接拥有产生现金流的资产的所有权而非仅拥有资产所产生的特定现金流的所有权。常见的

可以证券化的权益类资产包括各种能持续产生可预测的、稳定的现金流的不动产（如商业物业、工业物业）、基础设施（如收费公路、光伏和风力发电设施）、经营性租赁设备（如动力电池、机动车）等。

与前述未来债权资产相同的是，权益类资产在专项计划存续期间的运营现金流的实现同样依赖于相关业务的持续运营，所以预测权益类资产的现金流时同样需要先评估在资产服务机构的运营管理下相关业务是否具备长期运营并持续产生现金流的能力；不同点在于，鉴于入池权益类资产的权益属性，特殊目的载体可拥有该资产完整生命周期内的全部运营现金流和处置资产剩余价值的现金流，而非仅包含该资产特定运营时间段的现金流。

因此，联合资信将围绕证券存续期“运营现金流”和“资产剩余价值”两大核心，结合资产服务机构的持续运营能力、资产的历史现金流表现、资产价值及其所属行业的特点，来综合分析影响现金流实现的各种定量及定性因素，预测权益类资产的未来现金流。联合资信一般会分析选取显著变量，确定显著变量的基准值，从而预测权益类资产的未来现金流入情况。

2. 交易结构

交易结构是基础资产流入现金在各参与机构和各资产支持证券持有人之间分配的依据，是决定资产支持证券风险承受能力的重要因素。本方法总论对交易结构的分析以量化分析为主，具体做法是依据交易文件中的现金流支付机制、流动性支持、信用触发机制等条款，构建现金流分配模型、确定模型参数、模拟现金流在各方之间的分配。

（1）现金流支付机制

现金流支付机制是由交易文件条款明确约定的基础资产池回收现金流的分配顺序和分配金额。联合资信会依据交易文件中约定的现金流支付机制构建现金流分配模型，一般包括税费、参与机构服务费、证券利息、证券本金等的现金流分配顺序和分配金额。设置循环购买条款的证券化交易，基础资产回收现金流在循环期还将用于购买新的合格资产。循环购买新资产可能还需要考虑资产定价（溢价/折价购买）。

（2）内部增信

内部增信措施是通过设置各档证券的比例和本息受偿顺序的方式，调整各档证

券的违约风险，以满足不同风险偏好的投资者。内部增信方式是现金流分配模型的核心内容，包括优先/次级偿付顺序、超额抵押、信用触发机制、流动性储备等。

优先/次级偿付顺序

优先/次级偿付顺序是证券化交易中最常见的内部增信方式。对资产支持证券进行结构性安排，按照顺序将基础资产所产生的现金流分配给不同优先级别的证券，优先偿付高等级证券的利息和本金。在这种情况下，劣后受偿证券先行承担风险，为优先档证券提供信用增级，降低了优先档证券的信用风险。

超额利差与超额抵押

超额利差是指基础资产端预计产生的现金总流入与证券端应支付的现金总流出（税、服务费、本金、利息）的差额。超额利差是资产支持证券抵御风险的第一道防线，是资产证券化交易中一种重要的内部增信机制。超额利差越高，其对证券的增信效果越好。在证券存续期，超额利差将随资产池现金回流逐步兑现，并随基础资产实际的利息、不良和早偿的变化而波动。由于基础资产实际表现具有一定波动性，一般资产证券化交易都会设计成有一定正超额利差的交易。当超额利差偏离正常范围时，如过低或过高时，可通过对基础资产重新定价，折价或溢价出售基础资产，调整证券化交易的超额利差至合理水平。

超额抵押是超额利差的特殊形式，是资产池价值超过资产支持证券票面金额的差额。超额抵押作为一种内部增信措施，可用于弥补基础资产未来现金流波动可能给证券带来的损失，从而对各档证券均有信用增级效果。一方面，超额抵押可通过折价向 SPV 出售基础资产形成；另一方面，在证券存续期，随资产池现金回流而逐步兑现的超额利差也将以超额抵押的形式累积。

信用触发机制

常见的信用触发机制包括加速清偿事件与违约事件。当基础资产发生一定程度负面变化或者发生了其他危及现金流表现的事件时，激活信用触发机制能够改变回收现金流的支付顺序和/或提高归集兑付频率，尽可能地保证更高等级的证券及时足额受偿。因此，信用触发机制能对风险因素快速做出反应，给予高等级证券投资者比一般情况下更高的保护力度。根据面临风险的严重程度不同，触发事件后的机制安排也不同，可能采取提高归集频率、提高兑付频率、改变分配顺序或其他处置措施，以保障更高等级证券的本息获得优先偿付。针对与基础资产

表现相关的信用触发机制条款，联合资信一般会直接将条款约定体现在量化模型中，而与参与机构服务能力变化相关的触发机制条款，联合资信会在分析参与机构服务能力的基础上对资产支持证券的量化评级结果进行适当的定性调整。

流动性储备

资产端现金流入与证券端各项支出在时点上存在错配时，将导致流动性风险。证券化交易安排中通常会设置流动性储备，通过“以丰补欠”的操作，缓释基础资产现金流波动可能给证券带来的流动性风险，以保证证券利息及时、足额偿付。流动性储备的资金一般来源于基础资产现金流，具体指按照约定的偿付顺序，在基础资产现金流中截流部分资金作为流动性储备金，转入流动性储备金账户，使账户内资金达到约定额度。约定额度一般需要满足下个支付日应付税费、参与机构服务费和优先档证券利息等优先支出需要，如上述三项支出的1~2倍。储备金账户资金主要用于补足后续期间基础资产现金流不足以支付的优先费用和优先档证券利息支出的差额部分。

3. 压力测试

通过前述的基础资产现金流预测模型和现金流分配模型可以清晰地预测、模拟基础资产和资产支持证券的未来表现。在此基础上，联合资信会通过一系列不同情景的压力测试，来确定受评证券的量化模型指示信用等级。联合资信会根据不同类型和现金流特点的基础资产选择不同的压力参数和加压标准，测试在不同信用等级必备的压力情景下受评证券的受偿结果。测试的目标信用等级越高，该信用等级必备压力情景下的加压强度越高。

4. 确定量化模型指示信用等级

根据压力测试结果，若受评证券在特定信用等级必备的压力情景下仍能满足本息及时、足额偿付的要求，则该必备压力情景所对应的信用等级就是受评证券的量化模型指示信用等级。

（三）量化模型外的调整因素

除了可以量化测算的评级要素，资产证券化交易中还有部分定性评级要素会影响资产支持证券的现金流。由于这些评级要素对现金流的影响程度无法完全使

用量化模型测算，因此，联合资信设置了量化模型外的调整因素，主要包括交易结构风险和参与机构的服务能力。

1. 交易结构风险

如前文所述，基础资产的质量是资产支持证券的信用基础，因此，资产支持证券的风险也主要来自于基础资产现金流的波动。但是，交易结构设计不合理，也同样会令已经回收的基础资产现金流面临新的风险，从而影响资产支持证券及时、足额受偿。联合资信一般会通过定性分析，判断交易结构中相关条款的合理性与有效性来调整受评证券的量化模型指示信用等级。常见的交易结构风险有混同风险、抵销风险、流动性风险、循环购买风险、利率风险、后备资产服务机构缺位风险和再投资风险。

(1) 混同风险

混同风险是指资产池回收的现金与证券化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或破产清算时，难以准确界定或区分其资金的来源及所有者，有可能导致特殊目的载体的财产遭受损失而引发的风险。在国内大部分资产证券化交易实践中，债务人的还款直接划入资产服务机构的账户，在回收款转付日资产服务机构将款项划至特殊目的载体的账户。因此，在转付至特殊目的载体的账户前，资产池回收款或与资产服务机构其他资金混同。混同风险可通过设置监管账户或加快资金从资产服务机构账户划转至特殊目的载体的账户的频率来加以缓释。通常情况下，交易结构会设置权利完善事件等触发机制，事件触发后受托人/计划管理人将向债务人发送权利完善通知，随即债务人应当将偿还款项直接划入特殊目的载体的专项账户。此外，混同风险暴露可经由外部准备金账户的储备金进行抵补。

(2) 抵销风险

抵销风险是指资产池的债务人以其在发起机构/原始权益人的债权向发起机构依法行使抵销权，但被抵销的债务为发起机构/原始权益人已经真实出售给特殊目的载体的资产。当发起机构/原始权益人发生信用危机（如破产）时，抵销权的行使有可能导致特殊目的载体财产遭受损失而引发的风险。如果基础资产合格标准或底层借款合同中已明确借款人已放弃行使抵销权，则联合资信将基于法律意见书，考察抵销弃权条款的有效性及可执行性；如果借款人没有放弃行使抵销

权，则联合资信将主要关注交易结构中是否设置特定机制来有效规避抵销风险。如果交易约定，在借款人对其债务行使抵销权后，发起机构/原始权益人承诺将无时滞地把相当于被抵销款项的金额支付至特殊目的载体账户，将抵销风险转化为发起机构/原始权益人的违约风险。在这样的安排下，联合资信将通过评估发起机构/原始权益人的违约风险来判断交易的抵销风险。此外，设置抵销风险准备金也可一定程度上缓释抵销风险。

（3）流动性风险

资产证券化交易的流动性风险是指基础资产还款时间与证券还款期限的错配而产生的风险。资产池中的债务人延迟支付本息、服务机构操作失误、出现不可抗力因素等都将导致暂时的流动性风险。而若因流动性风险引发证券兑付不及时，导致证券违约事件触发，就会影响整个交易结构的稳定性。流动性风险的缓释措施一般包括内部流动性储备、外部流动性支持及交叉互补机制。内部流动性储备即在资产端现金流充足时，留存规定金额作为储备金。而在资产端现金流不足或服务机构操作风险、不可抗力因素等导致暂时的流动性风险时，动用该准备金作为补充。外部流动性支持即交易设置外部流动性支持机构，对证券端提供流动性支持（详见“外部增信”部分）。另外，在资产证券化交易中特殊目的载体通常会设置收益账和本金账的交叉互补机制，即指本金账（或收益账）资金一定条件下可对收益账（或本金账）对应支出的不足部分进行补足，实现资产池产生收益和本金回收款之间的调配，在一定程度上缓释交易中出现的流动性风险。

（4）循环购买风险

对于设置循环购买机制的资产支持证券项目，在循环期内可能出现计划管理人长期无法找到合格基础资产进行循环购买，资金沉淀时间过长，将降低基础资产收益率，或者后续循环购买的资产质量下降，增加资产证券化项目的信用风险。因此，对于循环购买风险，需要从两方面分析：一方面判断发起机构是否存在足量的基础资产（存量资产和增量资产），以供资产证券化项目购买；另一方面，判断循环购买流程是否严密，以及后续入池资产的合格标准是否明确，能否保证后续基础资产的质量。因此，联合资信会在压力测试部分，通过循环购买率加压或敏感性分析来测算循环购买风险。

（5）利率风险

入池贷款利率和证券利率如在类型、调整幅度、调整时间方面有所不同，则存在因利率波动或时间错配而导致的利率风险。联合资信一般会在压力测试部分，测算不同的利率压力情景对受评证券的信用水平的影响。

（6）后备资产服务机构缺位风险

如资产服务机构出现不能胜任或自动辞任等事件，且交易结构中未能事先指定后备的服务机构或无法在短时间内寻找到合格的资产服务机构，会因资产服务机构缺位而使基础资产现金流回收工作停滞，引发后备资产服务机构缺位风险。联合资信判断后备资产服务机构缺位风险主要考虑资产服务机构解任的可能性、现有资产服务机构的可替代性。在此基础上，还要考察启动资产服务机构更替程序的条件、更替程序的完备性、过渡期缺位准备金设置等，最终判断后备资产服务机构缺位风险。

（7）再投资风险

在证券的各个偿付期内，特殊目的载体账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使特殊目的载体财产面临一定的再投资风险。针对这一风险，资产证券化交易一般会制定严格的合格投资标准，并任用高信用等级的资金保管机构。合格投资范围一般包括同业存款、国债、政策性金融债、货币基金等，低风险、流动性好、变现能力强的金融产品。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

2. 参与机构服务能力

在资产证券化交易中，有不同的专业服务机构为资产证券化项目提供服务。由于这些参与机构的服务质量对交易的现金流有较大的影响，因此，对于聘用不合格的服务机构的资产证券化交易，联合资信会根据实际情况调整加压力度、调低受评证券的量化模型指示信用等级，或者为受评证券设置信用等级上限。

（1）发起机构/原始权益人

发起机构/原始权益人不仅仅会影响初始基础资产的质量，而且在设置了循环购买结构的资产证券化交易中，还会对资产证券化项目存续期内新增资产的质量产生重要影响。本方法总论主要从风控能力和经营状况分析发起机构/原始权益人的服务能力。

发起机构/原始权益人的风控能力是决定基础资产质量的最关键因素。联合资信通过考察发起机构/原始权益人自身的风控逻辑与风险应对机制，比如发起机构/原始权益人的客户准入标准、客户违约的风险缓释措施等，一方面可以与其同类资产的历史表现进行交叉验证，确认历史表现数据的真实性与可靠性；另一方面，可以确认发起机构/原始权益人作为循环购买交易的资产提供方持续提供合格资产的能力。

联合资信主要从经营时间与经营规模上判断发起机构/原始权益人的经营状况。如果发起机构/原始权益人的业务经营时间较长，已经经历了一个完整经济周期的验证，那么发起机构/原始权益人的业务运营具有较好的稳定性，有利于保证根据历史数据预测未来情况的准确性。相反，如果发起机构/原始权益人经营时间较短，无法保障资产表现的稳定性，就需要在原有的加压水平上，设置更高的压力调整系数，增加额外的加压幅度，以对冲资产表现的不确定性可能带来的风险。在设置循环购买机制证券化交易中，发起机构/原始权益人的经营规模决定了可供交易购买的资产规模。如果发起机构/原始权益人的存量资产或者新增资产规模有限，就难以有效保证证券化交易后续可以进行充足的循环购买。

（2）资产服务机构

资产服务机构的主要职责分为三个方面：对基础资产进行日常管理、回收现金流进行及时归集和转付，按约定定期提供资产服务机构报告，以及处置逾期资产。由于需要对基础资产的回款现金流进行及时归集和转付，所以需要关注资产服务机构在相关账户的设置，具体参考资金混同风险部分。定期提供报告的资产服务机构需要对基础资产有详细的统计和了解，进而要求资产服务机构有强力的业务信息系统，可以及时跟踪入池基础资产，全面掌握基础资产的整体状态。逾期资产处置工作方面，小额分散笔数众多的基础资产处置成本通常较大，对资产服务机构的催收能力提出较高的要求。总体看，联合资信主要关注资产服务机构的业务运营能力、账户设置、信息技术实力以及逾期资产的催收能力，这些是压力测试相关压力参数值设置的依据。

（3）受托人/计划管理人

受托人/计划管理人是代表证券持有人管理 SPV 的专业机构，对整个资产证券化交易的设立、存续管理、利益分配等方面起到重要影响。专业度强、具有丰

富经验的受托人/计划管理人有利于保障资产证券化交易设立后的平稳运行，也将在基础资产表现恶化、参与机构服务能力下降时做出更专业、更及时、更有利于持有人的处置。在设置了循环购买结构的资产证券化交易中，对受托人/计划管理人的要求更高。因为涉及循环购买，需要受托人/计划管理人在每次循环购买之前审核入池资产是否符合合格标准。联合资信将对受托人/计划管理人的经营情况、财务风险及受托管理经验进行综合评判。

（4）资金保管机构

资金保管机构负责安全保管特殊目的载体财产资金，依照资金保管合同约定方式，向资产支持证券持有人支付投资收益，管理特殊目的载体账户资金，定期向受托人/计划管理人提供资金保管报告，报告资金管理情况和资产支持证券收益支付情况。联合资信对资金保管机构的资金保管业务经验与能力、操作流程的合规性、内部管理水平、经营稳健性、财务风险等因素进行综合分析。

（四）外部增信

部分资产证券化交易会通过设置外部增信措施的方式提升受评证券的信用等级。外部增信措施一般由第三方机构提供，通常可以采取保险、担保、差额补足、现金质押账户、外部流动性支持等形式来实现。外部增信措施的增信效果首先需要考察增信合同是否执行了法定的程序、是否有效；其次，需要确认执行增信措施的前置条件；第三，需要确认增信机构的主体信用水平；第四，如对资产证券化交易提供限额增信的，还需要结合压力测试所需要的外部增信金额，判断限额增信能否满足增信要求，使证券获得相应信用等级。

（五）确定受评证券最终信用等级

联合资信一般会在量化分析确定量化模型指示信用等级的基础上，结合量化模型外调整因素确定的调整结果和外部增信措施的增信效果，确定受评证券的最终信用等级。该信用等级需经信用评审委员会评审会议投票表决通过后生效。

