

版本号：V2.1.202406

# 资金信托计划（信托受益权） 信用评级方法



2024年6月



# 资金信托计划（信托受益权） 信用评级方法

## 一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应产品发展变化，完善对资金信托计划（信托受益权）信用评级方法（以下简称“信托计划评级方法”）的评级体系，联合资信对信托计划评级方法进行本次调整和修订。此次《资金信托计划（受益凭证）信用评级方法（版本 V2.1.202406）》（以下简称“本方法”）以 2020 年《资金信托计划（受益凭证）信用评级方法（版本 V2.0.202012）》为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自 2024 年 6 月 12 日起施行。本次修订主要更新了资金信托计划（信托受益权）信用等级设置及其含义。联合资信关于信托计划的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，本次修订不会对联合资信现有信托计划的信用级别产生重大影响。

## 二、概念和适用范围

参考《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，资金信托是指信托公司接受投资者以其合法所有的资金设立信托，按照信托文件的约定对信托财产进行管理、运用或者处分，按照实际投资收益情况支付信托利益，到期分配剩余信托财产的资产管理产品。资金信托应当为自益型信托，委托人和受益人为同一人。

本评级方法适用的资金信托计划主要为固定收益类资金信托，表现为以下形式：一是信托计划募集资金直接向融资人发放贷款，未来通过融资人偿还贷款本息实现退出；二是信托计划募集资金用于受让标的资产收益权的方式将资金投资于融资人，未来通过融资人溢价回购标的资产收益权实现退出。

## 三、法律关系和评级框架

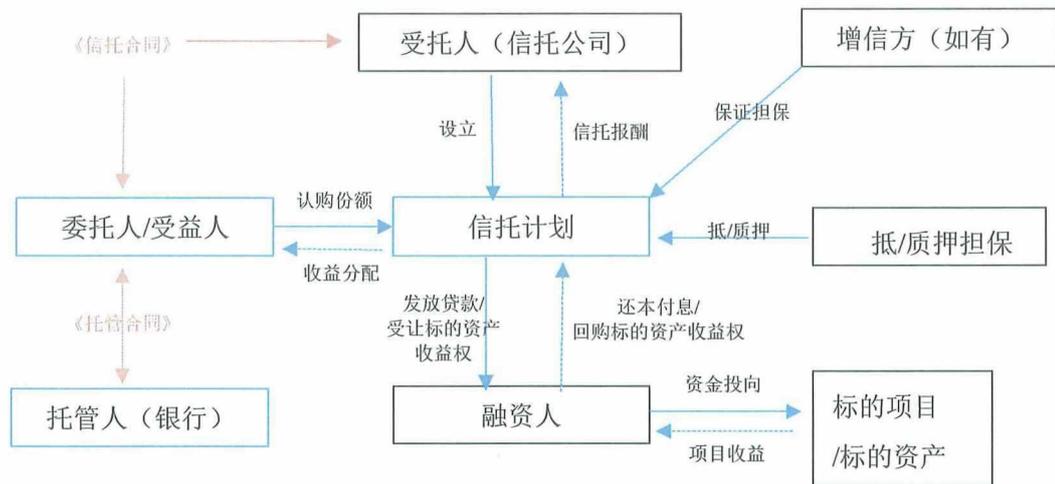
信托公司成立信托计划募集资金；委托人（受益人）与信托公司签订《信托合同》，将资金委托给信托公司；信托公司按照《信托合同》的约定，按期向委

托人（受益人）分配本金和预期收益；委托人（受益人）享有信托受益权。

从性质上看，《信托合同》中委托人（受益人）和受托人是信托关系，而非债权债务关系。受托人不保证信托计划本金不受损失，亦不保证信托计划的盈利性或承诺最低收益。

信托公司和融资人签订《信托贷款合同》或《资产转让及回购合同》，以募集资金向融资人发放贷款/受让标的资产收益权，融资人最终将资金用于标的项目建设、补充流动资金或调整债务结构等用途。

图1 信托计划交易结构图

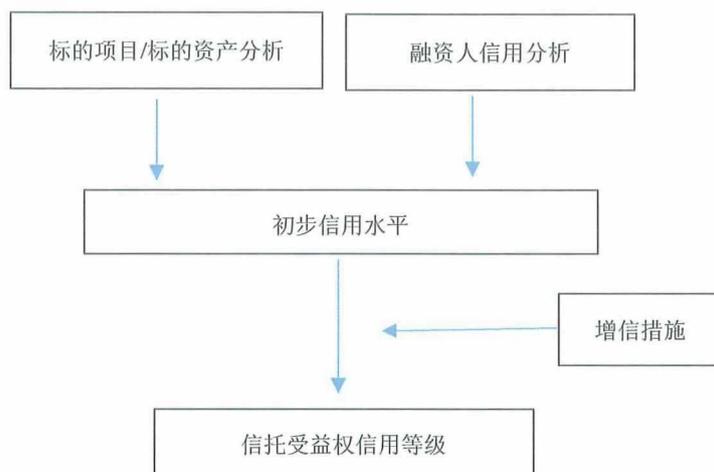


资料来源：联合资信整理

信托公司能否按照《信托合同》的约定分配本金和收益，主要取决于融资人是否按《信托贷款合同》的约定还本付息，或按照《资产转让及回购合同》的约定溢价回购标的资产收益权。

信托计划的交易结构中通常安排融资人的母公司或关联公司提供增信。增信方式包括保证担保、差额补足、远期回购和流动性支持等，亦或是设置抵质押担保等增信措施。

图2 评级框架



资料来源：联合资信整理

联合资信对信托受益权评价的是受益人按约定足额获得信托本金及预期收益的可能性及风险大小。信托受益权信用风险主要取决于融资人主体风险、投资标的情况、交易结构及有关参与方的相关风险等。

具体来看，联合资信首先需要考虑标的资产基本情况，并对融资人的整体偿债能力进行分析，得到基于标的资产/项目和融资人的初步信用水平；之后联合资信将结合具体交易结构，根据增信方的信用水平、增信措施及法律结构稳定性等因素对初步信用水平进行调整，得到信托受益权的最终信用等级。

联合资信也会考虑信托计划的操作流程是否稳定，这主要从主要参与机构的综合实力及其风险管理能力等方面考察。在实际评级过程中，将根据具体交易结构来适当调整分析重点。

## 四、评级要素

### 1. 融资人分析

若融资人为项目公司，其资产为标的资产，联合资信会将融资人和标的资产合并分析；并从股东支持、项目建设周期和总体盈利能力等方面进行考察。

若融资人为一般运营公司，联合资信将参考有关融资人所属行业相关企业的评级方法进行分析。

有关主体评级方法详见联合资信具体行业企业信用评级方法。

## 2. 投资标的分析

从募集资金的使用方式来看，信托计划募集资金用于向融资人发放贷款最终用于标的项目建设，或者募集资金用于受让标的资产收益权，因此下面将针对两种投资标的的进行介绍。

### （1）标的项目分析

联合资信对标的项目的分析主要考量项目资本结构、建设风险及现金流等。

#### 资本结构

标的项目若处于建设期，项目资金的到位情况需重点关注：标的项目的资金构成情况、资本金到位情况、后续资金的筹措情况（是否与建设期融资需求相匹配）。

#### 建设风险分析

建设风险主要指标的项目无法在规定的时间内、资金预算内完工的风险。联合资信主要考虑因素为：证照取得情况、项目投资和项目施工进度、质量等。

#### 现金流分析

考虑到项目建设过程和运营期中存在不确定性，因此，在现金流分析部分，联合资信会根据委托人提供的资料，评价标的项目现金流对相应债务的覆盖程度。

### （2）标的资产分析

如果信托计划的资金用于受让特定资产收益权，此类标的资产可以是标的项目（建设用地使用权及宗地上建设的在建工程、房屋建筑物等），或者是特定债权或股权资产。

联合资信对标的资产的分析主要着眼于资产的合法合规性、期限匹配、资产实际价值等方面。

以标的资产是应收账款债权收益权为例，联合资信会对应收账款债权以下几个方面做出判断：

一是应收账款确权问题。确权应建立在债权人和债务人之间具有真实交易背景，债权人和债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件在适用的法律下均合法有效，且债权人已经完全或适当履行了基础交易合同项下义务的基础上；

同时，联合资信会要求相应的法律意见书来明确应收账款是否确权。

二是应收账款的价值。为避免应收账款的金额减损，会明确约定债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免或抵消全部或部分应付账款的权利，包括但不限于债务人因债权人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的要求而对应付账款主张扣减、减免或抵消的权利。

三是应收账款权利负担情况。关注应收账款上是否设立了抵押、质押等担保权利或其他权利负担。

对于其他类型的标的资产，联合资信会根据交易实际情况要求委托人提供资料并做出相应评估。

### 3. 交易结构分析

为了控制信托计划的风险，受托人在设计交易结构时通常会设置信用增进措施。信托计划的增信措施分为内部增信和外部增信。内部增信主要为设立优先受益权，外部增信主要为第三方增信、抵/质押担保等。

设立优先受益权、抵质押和保证担保等方式的增信作用差异很大，联合资信会关注相关条款设计及其实质增信作用。若有多种增信方式叠加时，联合资信会分析合同条款中的信用触发机制和先后顺序，综合考虑其对信托受益权的实质增信作用。

#### （1）设立优先受益权

设立优先受益权一般存在于结构化资金信托中。优先受益权指受益人享有优先获得受托人返还信托资金或预期收益的权利，劣后受益权指劣后于优先级受益权人获得信托资金和收益分配的权利。从这个角度看，劣后受益权对优先受益权的实现提供了保障，形成了信用支撑。联合资信重点分析优先、劣后资金的比例及现金偿付次序等方面。

#### （2）第三方增信

第三方增信包括保证担保、流动性支持、远期回购、差额补足等措施。其中保证担保为常见的增信措施，有《民法典》作为明确的法律依据；其他增信措施均无具体的法律规定，主要基于合同约定。

因此联合资信在评判各种措施的增信效果时，需关注代偿意愿和增信方的主

体信用状况。此外，还需重点分析相关合同的主要法律条款，如触发机制、期限、范围、现金流走向和免责条款等。

代偿意愿方面，联合资信主要通过审查增信方的过往履约情况、增信方的动机、增信方与融资人之间的业务关联性或融资人（标的项目）在增信方经营中的战略地位等进行定性分析和判断。

联合资信通常会对增信方进行主体评级，然后再将增信方的主体信用等级和融资人的主体信用等级进行比较。增信方的信用评级方法详见联合资信有关行业企业信用评级方法。

如果增信方的信用等级低于融资人的信用等级，则增信作用不大，信托受益权会维持融资人信用等级；如果增信方主体信用等级高于融资人的信用等级，增信方在逻辑上能为信托受益权提供信用增级作用，但具体能为其提供多大程度的信用增级，要视具体情况而定。信托计划规模相对于增信方的所有者权益规模、资产规模的比例越低，或者信托计划规模相对增信方在整个信托计划存续期间内的净利润、经营活动现金净流量总量的比例越低，则增信方对信托受益权的信用增级作用越强，信托受益权的信用等级越接近增信方的主体信用级别。

### （3）抵/质押担保

抵/质押具有一定的增信作用。第一，提高融资人的偿债意愿——抵/质押会增加融资人违约后的损失程度，从而提高融资人的偿债意愿；第二，提高信托受益权的回收率——当融资人发生违约时，信托计划受益人可以获得相对于融资人其他债权人优先偿还权，可以优先以抵/质押资产来清偿有关债务，获得更多的保障，所以其损失率有可能明显低于其他债权人。因此抵/质押能对信托受益权起到一定的信用增级作用。

抵/质押资产对信托受益权信用等级的影响主要从抵/质押资产变现价值、交易结构、抵/质押率等方面进行分析。

#### **抵/质押资产变现价值分析**

抵押资产以土地使用权及在建/完工建筑物为主。

若以招拍挂获取的土地使用权作为抵押资产，需关注土地的开发计划，未来土地上新增的建筑物会和土地集中处置，而抵押权人仅可就土地实施优先受偿。对于不动产抵押资产来说，需结合抵/质押资产的专业评估报告以及相应公开资

料：如土地价格参考所处区域最新土地成交价格、房产参考所处区域最新报价等，判断抵/质押资产的价值合理性以及可能出现的变动程度情况，结合抵/质押资产面临的市场风险、政策风险等因素，分析可能影响抵/质押资产价值的风险因素等。

质押资产以股权和应收账款为主。若以股权作为质押资产时，一般来说，上市公司股票变现能力最强，非上市公司股权变现能力较差，相应增信效果也较弱。

判断抵/质押资产变现价值可考虑对抵质押资产评估价值进行一定程度的折算（折算系数）。联合资信主要考虑资产评估机构的综合实力、资产种类、资产所处区域、资产上是否有其他权利负担等因素来确定折算系数。

一般来说，实力强和声誉好的资产评估机构，其价值评估结果更接近抵押资产的真实价值；不同种类资产变现的难易程度会有较大差异，在建工程的处置难度往往高于商业地产，成熟的商业地产变现能力更强。一线城市或者城市核心区域资产的变现能力往往优于三四线城市或非核心区域的资产。

### 抵/质押交易结构分析

关于抵/质押交易结构的设计越合理，越有利于及时处置资产，有利于保护债权人利益。联合资信主要结合资产抵/质押的法律意见、抵押资产的跟踪监控综合考虑。

资产抵/质押的法律意见主要包括抵/质押资产是否存在瑕疵，是否为第一顺位抵/质押，律师事务所对抵/质押资产登记、处置情况等发表意见以保证必要时抵/质押权人可处置资产。

抵/质押资产的跟踪监控主要包括抵/质押比率、抵/质押的设立、抵/质押资产的投保、抵/质押凭证的移交、抵/质押资产的追加、抵/质押资产的释放、日常监管、抵/质押的延续等内容。

### 抵/质押率

抵/质押率=信托计划发行额度/（抵/质押资产评估价值×折算系数）

设置抵/质押担保的信托受益权的信用等级是在融资人主体长期信用等级的基础上确定的。一般情况下，设置抵/质押信托受益权的信用等级会等于或高于融资人的主体信用等级。由于抵/质押资产未和融资人进行严格的分离，信托受益权的信用等级的提升幅度会受到一定的限制。在限制范围内，抵/质押资产对

信托计划的覆盖程度越高，信托受益权信用等级上调的可能性就越大。

#### 4. 其他因素分析

##### 受托人分析

联合资信对信托受益权信用风险的评价主要依赖受托人所提供的必要资料，受托人作为委托人（受益人）及融资人资金供需的纽带，对信托计划进行管理，受托人的综合实力及其投后管理能力（收益分配指令下达的及时性，风险事件的处置及时性等）均对信托受益权本息回收程度具有重要影响。联合资信对受托人的分析主要考虑其内控及风险控制水平等多方面。

##### 其他风险控制措施

受托人有时还会通过向融资人派驻财务监督人、章证照共管、设置降价条款等保障措施来加强信托计划的风险控制。这些主动风险控制措施将可能增强信托计划收益分配偿付的实际保障程度。

如涉及到其他参与方，联合资信将结合其对信托受益权的影响进行相关分析。

### 五、局限性

联合资信对信托受益权的评估是以融资人、增信方的历史状况、现状及目前政策导向为基础，但是融资人、增信方的发展、政策的变化及影响其债务偿还能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有较大的不同；另外，对信托受益权的监管也在不断进步，因此本评级方法对信托受益权信用风险的评估不能保证完全准确的预测其未来实际的违约风险。

本评级方法的评级要素是基于历史信托受益权特征的总结，在后续实际评级作业中会综合考虑其他要素。

同时，本评级方法中考核重点，尤其是指标的选择是随着行业和政策不断变化而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

## 附件 1 资金信托计划（信托受益权）信用等级设置及含义

联合资信信托受益权信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级		含义
投资级	AAA	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
	AA	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
	A	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
	BBB	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
	BB	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
投机级	B	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
	CCC	信托计划按约定足额支付本金及预期收益的能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
倒闭级	CC	信托计划基本不能支付本金及预期收益
	C	信托计划不能支付本金及预期收益

注：如果交易结构有典型的结构化安排，比如优先/劣后结构情况下，信托受益权的信用等级可以加“sf”后缀表明其结构化特征