

## 非标准化债权产品信用评级研究

近年来随着我国债券市场的逐步发展壮大，各类债权产品蓬勃发展的同时，非标准化债权产品（简称“非标产品”）也逐步兴起。目前，市场上非标准化债权产品大规模发展主要原因是银行理财产品、券商资产管理计划及信托计划等产品的大量资产配置型需求。由于风险定价机制缺失，投资者可获得的产品信用信息相对缺失，加之监管部门的标准化监管趋向，上述均促进了非标产品评级需求的增长。

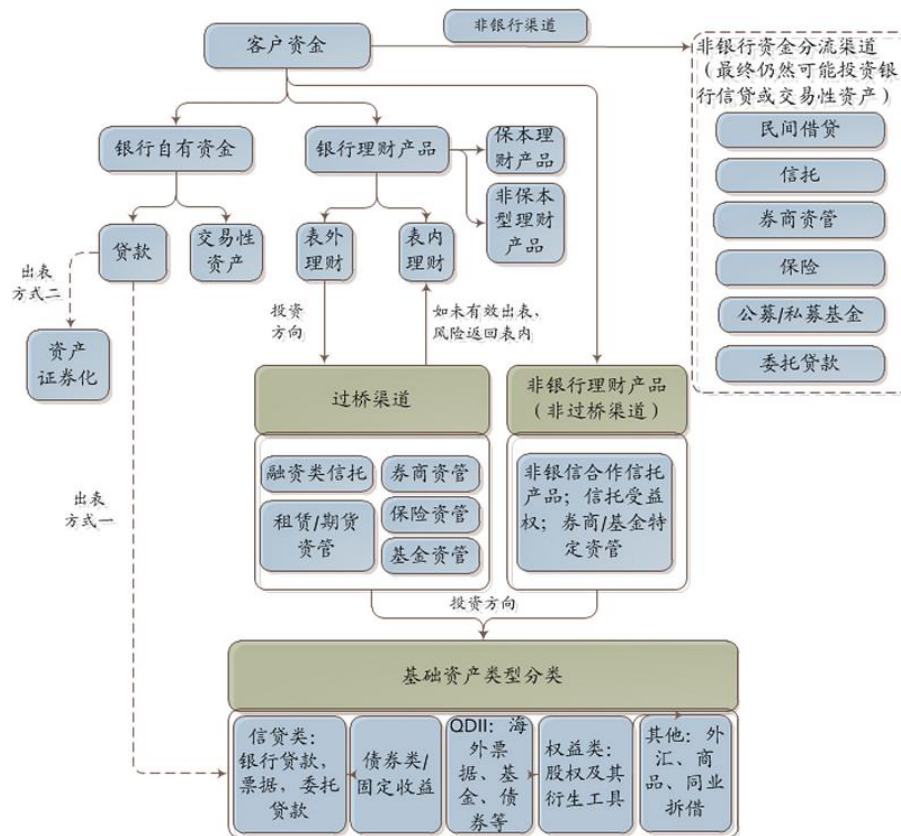
### 一、非标产品概念

非标产品是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。随着 2013 年 3 月银监会 8 号文的发布，我国非标准化债权产品市场也将得以逐步规范，非标产品有望逐步向标准化债权资产的转变。

非标产品的出现主要源自两方面，一方面来自于商业银行规避监管的动机，另一方面来自于中小企业日益增长的融资需求。从商业银行方面看，金融危机之后，随着银监会对银行资本充足率要求的不断提升，加之信贷额度管理、动态差别存款准备金率和存贷比考核等为代表的监管手段的出现，商业银行在争夺存款和信贷约束方面的压力渐增，规避监管约束的动力也逐渐增强。商业银行通过同业业务和表外业务实现理财产品的投资，变相进行高息揽存。

从中小企业融资需求看，大量中小企业在无法获得银行融资的情况下，不得不转向其他类型的融资方式，如信贷贷款、委托贷款或其他债权收益权类融资，相应促进了非标产品规模的增长。

图 1 银行理财资金流向



## 二、非标产品发展过程

在资金供给及需求方相对确定的情况下，非标产品的发展主要来自于其产品通道的变化。2012 年之前，银信合作是非标产品资金投向的主要通道。2011 年 7 月之后，信托渠道收紧后，各类替代渠道涌现，银证保、银证信、银基及银信等通道业务快速发展。银证信合作是重要的渠道之一，即通过券商定向资产管理计划对接信托计划，银行理财产品曲线实现对信贷资产、信托贷款等非标资产的投资。

随着 2012 年 3 月证监会放开券商定向资管业务，由于该业务采取报备制，审批速度较快，管理费用明显低于信托，避开信托的新型银证合作业务呈现爆发式增长。在新型银证合作模式中，银行通过与证券公司资产管理部的合作，将以票据资产为主的信用类资产移至表外，扩大其信贷空间，券商定向资产管理业务作为替代通道地位正在逐渐上升。

此外，银行理财与各地区金融资产交易所（简称“金交所”）<sup>1</sup>的合作也是替代渠道之一。通过购买企业在金交所挂牌交易的债券投资产品，此类委托债权类理财产品可以实现对信贷资产的投资。金交所费率仅为1%，相对于信托和券商3%左右的管理费有很大的成本优势。与金交所合作的产品在商业银行资产负债表中计入返售金融资产科目，可以规避银行理财产品监管。

2013年10月，银监会批准首批十一家商业银行获准发行资产管理计划投资于债权直接融资工具后，银行将无需再借助信托、券商、基金子公司提供的通道来绕道投资非标债权等资产，上述推动了银行理财产品投资标的中非标准债权资产向标准化债权资产转变，也对信托、券商、基金子公司的通道业务形成了一定冲击。

### 三、非标产品相关监管法规

非标产品的相关法律法规主要来自于银监会对银行理财产品资金投向及相关通道的监管要求，近年来银监会陆续出台了多项文件对非标产品资金投向及商业银行的资金合作渠道进行了严格规范。

表1 非标产品相关法律法规

时间	出台部门	文件	主要内容
2009年 12月	银监会	《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》	信贷资产类理财产品通过资产组合管理的方式投资于多项信贷资产，理财产品的期限与信贷资产的剩余期限不一致时，应将不少于30%的理财资金投资于高流动性、本金安全性高的存款、债券等产品。
2010年 8月	银监会	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	要求商业银行通道业务期限内转回表内或计提净资本，不允许有承诺回购的“抽屉协议”

<sup>1</sup> 目前国内规模和业务能力较强的金交所包括重庆金交所、天津金交所、前海股交中心、前海金交所、广东金交中心和广州金交中心等。

2011 年 1 月	银监会	《关于进一步规范银信理财合作业务有关事项的通知》	要求商业银行 2011 年要按每季度不低于 25% 的降幅制定银信理财合作业务表外资产转入表内的具体计划，同时要求信托公司对银行未转入表内的银信合作信托贷款按 10.5% 的比例计算风险资本。
2011 年 6 月	银监会	《关于做好信托公司净资本监管、银信合作业务转表及信托产品营销等有关事项的通知》	对信托公司融资类银信理财合作业务实行余额管理，即融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%。商业银行按照要求将表外资产在今明两年转入表内，并按照 150% 的拨备覆盖率计提拨备，并且大型银行应按照国家 11.5%、中小银行按照 10% 的资本充足率计提资本。
2012 年 8 月	银监会	《关于规范同业代付业务管理的通知》	开展同业代付业务应具有真实贸易背景,当代付行为境内外银行同业机构时,委托行应当将委托同业代付的款项直接确认为向客户提供的贸易融资,并在表内进行相关会计处理与核算;代付行应当将代付款项直接确认为对委托行的拆出资金,并在表内进行相关会计处理与按照新规要求,
2013 年 3 月	银监会	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(即“8 号文”)	要求银行投资非标产品的规模不得超过理财产品总规模的 35% 或总资产的 4%; 同时要求理财产品必须与投资的资产一一对应, 对每个理财产品单独管理、建账和核算。
2013 年 10 月	银监会	《关于银行理财资产管理业务试	首批十一家商业银行获准发行资产管理计划投资于债权直接融资工具, 有

		点的通知》	助推动银行理财产品投资标的中非标准 债权资产向标准化债权资产转变。
--	--	-------	--------------------------------------

#### 四、非标产品评级内涵及要素分析

非标产品虽然涉及众多通道及交易对手，但从资金流向的本质上看，是商业银行的理财资金流向融资人从事具体投资项目。作为一种直接融资工具，非标产品首要违约风险来自融资人或投资标的信用质量，但融资人违约或投资标的损失对非标产品造成的损失程度还受到交易结构和增信措施的影响。非标产品的信用评级主要基于投资标的相关方信用质量和产品交易结构，是对非标产品投资标的或产品项下交易违约给非标产品造成的损失程度的评价。

信用评级机构在对非标产品的信用风险进行评价时，除了常规的现金流测试和对融资方主体评级或融资方项目评价等考虑因素之外，还需关注一些其他附带的信用风险特征以及对非标产品现金流支付的影响因素。

##### （一）交易对手信用基本面分析

由于资金的最终使用方多为抗风险能力弱的中小企业，所以非标业务的实际融资人的信用风险普遍较高。评级过程中，一方面需要关注融资方的经营实力和财务状况，另一方面还需要对融资方还款意愿进行全面、客观的预测和动态评估。融资方经营实力包括对融资方主业运营能力、经营策略及效益及其在经济形势变化时的抗风险能力进行评估。财务状况则包括对融资方盈利能力、流动性、债务管理和相关分析，直接关系到融资方的还款能力。融资方的还款意愿评估包括对融资方历史信用状况、本次融资实际目的和用途的真实性、还款风控措施的有效性和还款的激励机制等因素进行分析。

此外，非标产品涉及了众多的交易对手，交易对手的信用质量也往往对非标产品的整体信用质量产生重大影响。由于很多交易对手的公开信息缺乏，信息不对称也加大了非标产品的整体信用风险，因此评级过程中需要关注交易对手的信用风险。

##### （二）投资标的行业风险分析

非标产品的最终资金往往流向实体投资项目，因此项目所在行业风险对于非标产品的按时兑付偿还意义重大。非标产品目前主要的投向有基础产业、房地产、证券市场产品、金融机构、工商企业等，不同的配置领域也意味着还款来源的不同，使得不同非标产品的风险具有较大的行业特殊性质。房地产是非标产品资金投向的主要领域，而目前融资方多为资质能力相对较弱的中小房地产企业。受到前期限购、限价和限贷等调控措施影响，项目租售严重低于预期造成回款困难；同时在调控环境下，银行借贷、资本市场融资等筹资渠道都会受阻。各种因素叠加导致融资方违约风险。

### （三）非标产品配置领域和项目现金流的匹配

非标产品一般有明确的付息和清算期限，标的项目现金流流入流出的时间匹配极其重要。目前非标产品最终资金投向多为与经济周期关联度较大的房地产或制造业等行业，因此需要对项目现金流进行综合评估，通过测算偿债覆盖倍数和贷款价值比等指标，考察其不同压力环境下非标产品兑付来源的状况，同时进行必要的压力测试和敏感性分析。现金流评估时需要从评级机构的角度独立客观评判，关注相关中介机构估值的公允性。

### （四）交易结构分析

为了有效控制非标产品的风险，银行、证券或基金等金融机构在进行交易结构设计时通常会设置风险控制措施和信用增进措施。通常，风险控制措施和信用增进措施包括但不限于瀑布型的（优先劣后分层）偿付机制设计、不动产抵押、股权质押、担保保证、设置资金监管账户及签署回购条款等。其中，结构化设计、抵质押和担保在实际运作过程中作用差异很大，评级过程中应关注其实质性增信作用。结构化设计方面，需要关注劣后是否系第三方真正参与和是否真实出资，客观评估优先劣后的偿付顺序对优先级资金所起的安全保证作用。抵押措施方面，本质上非标产品抵押物在一定程度上只能起到提高回收率而不是降低违约率的作用，主要需要高度关注抵押物的变现能力和价值评估状况。信用担保方面，需要客观评估担保方的信用质量及其与交易对手的关联风险等。目前，非标产品设计中的增信方式日趋多样化，但在实际投资中其作用差异较大，特别是目前较为普遍的余额担保、部分担保和有条件担保等，相应加大了整体产品的信用风险，评级过程中需要格外关注。

#### （五）法律及合规风险

非标产品不但本身通道类型繁多，而且随着监管要求的逐步提高而产生了许多为逃避监管而特别设立的复杂交易结构，如大量增加 SPV（特殊目的载体）等，所以其中任何一个交易环节出现资金链的断裂都会直接造成非标产品出现信用风险。复杂的交易结构不但会加大非标资产的信用风险，同时由于通道业务涉及多个监管部门，监管的有效性将有所下降。因此对于非标业务来说，评级人员需要认真研读项目签订的法律合同，关注其资金通道流向及相关交易对手的法律风险，在融资人出现违约情形时相关交易对手的法律风险如何分配。

#### （六）中介机构尽职能力分析

非标产品最终的融资风险一般由贷款商业银行把控，虽然商业银行本身的信用质量对于非标产品的信用质量并没有直接影响，但其风险控制能力和尽职水平是信用评级的重要考量因素。商业银行作为实质贷款人，其尽调能力、是否尽职和管理水平都会对非标产品的安全性起到重大作用，需要在评级中考虑。此外，其他中介机构的尽职能力也需要关注。