

# 供应链（核心企业）结构化产品 评级方法与模型

( PJFM-JGH-GYLHXQYJGHCP-2024-V1.0 )



安融信用评级有限公司  
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



## 目录

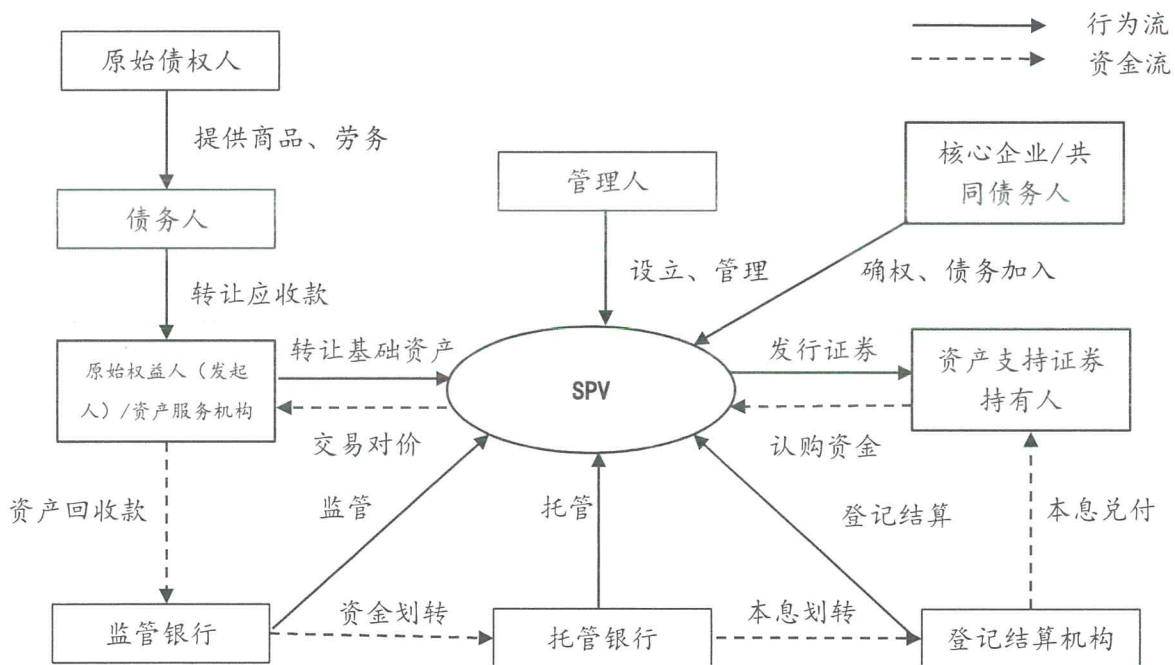
一、概述.....	1
二、评级思路.....	2
三、基础资产分析.....	2
四、核心企业分析.....	2
五、现金流分析及压力测试.....	3
六、交易结构分析.....	3
(一) 现金流归集和支付机制.....	3
(二) 增信措施.....	3
(三) 交易结构风险.....	4
七、主要参与方分析.....	5
(一) 原始权益人/资产服务机构.....	5
(二) 资金保管机构.....	5
(三) 其他参与方.....	5
八、评级假设和局限性.....	6
(一) 假设.....	6
(二) 局限性.....	6
九、结构与非结构化产品在评级上的主要区别.....	7
版权及声明.....	8

## 一、概述

供应链（核心企业）结构化产品是指以供应链上各中小企业与核心企业在经营活动中所产生的应收账款为基础资产，并以该资产的未来现金流收益为保障而发行的信贷资产证券化、企业资产支持证券、资产支持票据及其他具有类似结构化特征的融资工具（以下统称“资产支持证券”）。供应商等各中小企业仅为本产品基础资产的债权人，资产支持计划由供应链上起主导作用的核心企业作为债务人进行偿付，因此核心企业偿付能力是判定本产品信用风险水平的关键。

目前，供应链（核心企业）结构化产品的交易结构以反向保理为主。反向保理又称为逆保理，其业务由作为债务方的核心企业发起而非资金需求方发起。该模式主要适用于规模和资质一般的中小企业，并且需要与核心企业保持良好的贸易往来。

图：供应链（核心企业）结构化产品交易结构示例



1. 供应商以赊销的方式向核心企业及其下属子公司提供商品或服务，与其签订销售合同，商品转交至核心企业并由其核查验收后，债务人需出具《付款确认书》对该债务予以确认，供应商即享有应收账款债权。

2. 核心企业向保理公司申请保理服务，保理公司通知供应商与其签订保理合同，合同签订后供应商即可将应收账款转让给保理公司，保理公司收到应收账款后需在约定期间支付对价。



3. 专项计划管理人设立特殊目的机构（SPV），接收上述应收账款，实现应收账款的二次转让。

4. 资产专项计划发行后，由投资者进行认购，投资者的部分认购资金用于向保理公司支付应收账款转让价款。保理公司收到专项计划管理人支付的资金后，向供应商支付应收账款转让价款，供应商的资金得以回笼。

5. 债务人在专项计划约定的期限内将债务偿还款划拨至资金托管专项账户，而后由专项计划管理人根据相关合同的约定对该款项予以分配，用于支付投资者的本金、收益及相关管理费用、税费等。

## 二、评级思路

安融评级供应链（核心企业）结构化产品评级框架分为五大部分：基础资产分析、核心企业分析、现金流分析及压力测试、交易结构分析和主要参与方分析。安融评级首先对基础资产进行特征统计，得到资产池特征及信用质量；其次，分析核心企业的整体信用水平；再次，分析该产品现金流情况，并进行压力测试；最后，评价交易结构是否存在法律瑕疵、主要参与方能否尽职履责。

## 三、基础资产分析

供应链（核心企业）结构化产品中，应收账款资产通过保理公司进行了二次转让。因此，基础资产的质量不仅受应收账款本身是否真实的影响，还受到转让程序上合法合规性的影响。

安融评级首先分析债务人的资信情况，并抽取部分基础资产项下对应的基础交易合同、发票和付款审批单等文件，确认交易背景及资料是否真实、合法、有效；其次，关注基础资产回款金额和时间在合同文本中是否有明确约定；最后，关注债务人在基础交易合同项下是否有扣减、抵消、抗辩的权利，以及基础资产是否存在抵质押等权利负担。此外，保理商提供的保理服务以及在此过程中形成的应收账款转让合同真实、合法、有效性也将纳入尽调范围。

安融评级会对基础资产从债权人和债务人数量、区域分布、行业分布、金额集中度等维度进行特征分析。

## 四、核心企业分析

由于供应链（核心企业）结构化产品的基础资产是基于真实贸易关系形成的应收账款，并由核心企业以共同债务人或提供担保的方式加入债务，对未能清偿部分承担还款义务。因此，核心企业的加入使得该产品十分依赖核心企业的信用水平。若核心债务人对于相关合同

的约定能如期履行，则该产品的兑付具有保障；若核心企业出现信用危机，失去清偿能力，则容易诱发违约风险。

核心企业信用评级方法参见安融评级已发布的相关企业信用评级方法。

## 五、现金流分析及压力测试

不考虑第三方担保，供应链（核心企业）结构化产品信用评级与核心企业信用等级相同，即该产品的偿付由核心企业作信用保障。安融评级仅对预期收益率进行加压，评价不同压力情景下基础资产回收净现金流能否对优先级资产支持证券本息及税费支出形成有效覆盖。

## 六、交易结构分析

### （一）现金流归集和支付机制

若就每一笔入池资产对应的目标应收账款债权而言，债务人均同意自基础资产转让予专项计划之后直接向专项计划履行付款义务，直至专项计划受让的该等应收账款债权获得全部清偿，安融评级认为该项安排可实现专项计划与原始权益人之间的风险隔离并有效降低资金混同风险。

### （二）增信措施

#### 1. 优先/次级分层

通过设置不同的利息与本金偿付顺序，可以以资产池为基础发行不同级别的证券，这是资产证券化信用增级最常用的一种方式，也是有别于普通债券的最主要特征。通过内部交易结构安排，投资者的权益被分为两个部分：优先级收益与次级收益。优先级证券的级别要高于次级证券，当基础资产出现违约导致现金流分配不足时，优先级证券的持有者将先于次级证券持有者得到偿付。因此，次级证券可以为优先级证券提供一定程度的信用支持。

根据基础资产本息回收款的时间分布、市场发行环境等，发行人一般会对优先级证券进行再分割，级别较低的优先级证券也会对级别较高的优先级证券形成一定的保护作用。

#### 2. 共同债务加入

核心债务人通过出具《付款确认书》的方式承担偿付责任和提供信用支持，其信用质量直接影响资产支持证券的信用评级。如初始债务人未在应收账款债权到期日前足额清偿标的应收账款债权金额，则共同债务人将在共同债务人还款日履行对该等标的应收账款债权的还款义务。

#### 3. 不合格资产赎回

不合格资产赎回属于一种事后补救，确保入池资产始终符合标准条款要求，从而降低违约可能性。在供应链（核心企业）结构化产品存续期间，计划管理人或资产服务机构发现不合格基础资产的，资产服务机构应当及时通知计划管理人，计划管理人有权自行或通过资产服务机构向原始权益人发出书面赎回通知，原始权益人有义务向计划管理人赎回该笔不合格基础资产。

#### 4. 信用触发机制

为预防信用风险，尽最大可能减少债务人信用风险对基础资产的影响，供应链（核心企业）结构化产品常设置提前终止信用触发机制。触发提前终止事件后，供应链（核心企业）结构化产品结束，进入清算分配阶段。

#### 5. 外部增信

外部增信措施包括第三方差额支付承诺、担保等。当供应链（核心企业）结构化产品预期本息无法足额兑付时，由差额支付承诺人、担保人承担剩余部分的支付义务。安融评级关注外部增信机构信用水平，以及增信条款的设置。

外部增信机构信用评级方法参见安融评级已发布的相关企业信用评级方法。

### （三）交易结构风险

#### 1. 债务人付款抗辩风险

专项计划基础资产系就债权人（即初始债权人）已提供各类服务、销售货物、工程承包而对债务人产生的付款义务及各项支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益（如有）。因此，债务人履行付款义务的前提为初始债权人已经完全适当履行其在基础交易合同项下的义务且不存在商业纠纷。若初始债权人未履行或未完全履行基础交易合同项下的义务或履行义务有瑕疵，则存在债务人可能向专项计划主张商业纠纷抗辩权而不履行付款义务的风险。

#### 2. 资金混同风险

广义资金混同是指基础资产现金流与所有参与机构的自有资金混同，狭义混同主要是指狭义上与原始权益人或资产服务机构资金的混同。债权类结构化产品资产服务机构一般由原始权益人担任，所以最终混同风险主要是在原始权益人层面。

混同存在两种表现：第一种是 ABS 资产包内的基础资产现金流回款并未偿付 ABS 本金及/或利息，而是被原始权益人挪用于其它方面；第二种是在无差额补足机制等外部增信的情况下，偿付 ABS 本金及/或利息的资金并非来源于基础资产所对应特定资产包的现金流回款，



而是来源于原始权益人其他资产产生的回款、固有货币资金等资金。安融评级关注基础资产回款是否优先划入不得变更、撤销的监管账户或托管账户，基础资产资金归集频率，以及资产服务机构经营和偿债能力。

### 3. 利率风险

大多数的交易在选择基础资产时，都允许有固定收益的资产入池，但在出售资产证券化产品时，往往采用浮动利率计息。若遇央行调整存、贷款基准利率，导致入池资产和各级证券之间的利差下降，则交易将面临一定的利率风险。此外，入池有息资产与证券利率调整方式的不同，使得交易可能存在一定的时间错配，即入池资产利率的实际调整时间提前或滞后证券一段时间。安融评级在分析各层证券的预期损失时，要考虑利差不同幅度下降、利率调整和时间错配等情况的影响。

## 七、主要参与方分析

### （一）原始权益人/资产服务机构

供应链（核心企业）结构化产品原始权益人一般由保理公司担任。安融评级关注保理公司信用资质及尽职履约能力。虽然风险隔离原理要求基础资产与原始权益人相隔离，但保理公司作为资产服务机构，在产品存续期间需履行对基础资产催收、资金转付和不合格资产赎回等职能，因此其稳健运行是产品偿付的基础。

### （二）资金保管机构

对于资金保管机构，安融评级主要关注其是否能按照相关合同规定的义务，完成资金的保管服务，以及按照受托人的划款指令按时转付资金。除了日常经营状况和财务状况等，应重点考察资金保管机构的资产托管能力，通过对资产托管规模、相关业务经验和信息系统等的考量来判断资金保管机构履行合同的能力。此外，还应关注资金保管机构是否能够确保交易账户中的资金与其自有资金、保管的其他资金之间相互独立，确保账户中资金的安全，并考察资金保管机构是否建立了严格的现金收付管理制度等。

### （三）其他参与方

安融评级还关注交易涉及的相关参与方、交易结构安排等是否符合现行法律的规定。通常，可以根据律师事务所的法律意见，结合现行的法律规章制度考察各参与主体、交易结构和担保等的法律有效性，以及是否实现了真实出售和破产风险隔离等。

## 八、评级假设和局限性

### （一）假设

1. 安融评级结构化产品信用评级反映的是在特定压力情景下的模拟预测现金流，结合产品交易结构、主要参与方等多重因素影响后，对优先级产品应付本息的保障程度。如果出现特定的压力情况，模拟预测的现金流可能触发结构化产品交易结构中的特殊条款事件或机制，也可能导致优先级产品预期到期日延长，预期收益增加。安融评级认为，优先级产品的预期收益及时支付，以及本金在法定到期日或之前得到足额偿付的保障程度满足信用评级的违约概率容忍度是合理的。安融评级结构化产品信用评级仅代表与交易相关的信用风险，其他可能会影响投资者收益的非信用风险不在评级的考虑范围内。

2. 安融评级结构化产品的评级与损失发生概率并不具有明确一一对应且稳定的基数关系，评级符号主要反映的是受评产品信用风险水平高低的相对排序，而不是对损失发生概率的绝对度量。

3. 安融评级结构化产品评级中的预测都假设宏观经济环境和金融市场环境、法律框架或监管政策等在可预测周期中保持相对稳定且不会出现意外变化，同时还假设不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。

4. 安融评级结构化产品信用评级模型中的部分信息数据依赖市场公允的信息数据平台以及其他监管认定的专业机构所提供信息数据的情况，我们均假设该类信息是真实、合法、完整和不存在重大误导性陈述的情况。

### （二）局限性

1. 安融评级针对结构化产品的评级是基于原始权益人（发起机构）截至报告日之前提供的资料和数据展开的，评级分析在一定程度上受到原始权益人（发起机构）所提供资料和数据真实性、准确性和完整性的影响。

2. 安融评级在结构化产品评级方法中阐述了对几种常见基础资产类结构化产品评级时所考量的主要评级要素。但由于我国结构化产品不断创新，评级方法中涉及的所有评级要素并非都适用于每次评级，也并非涵盖每次评级中可能考量的所有评级要素。

3. 安融评级结构化产品信用评级的评级结果最终由信用评级委员会集体讨论决定，评委在发表评级意见时往往会考虑超出量化模型限制范围的更多因素，因此最终评级结论或与量化模型指示的结果存在一定差异。



## 九、结构与非结构化产品在评级上的主要区别

结构化产品是一种金融产品，是将缺乏流动性但未来现金流可预测的基础资产组成资产池，以资产池所产生的现金流作为偿付的基础，通过风险隔离、现金流重组等结构化设计进行信用增级，在市场上发行的融资产品。安融评级对结构化产品信用等级的评定是对交易结构分析、基础资产特征分析、组合信用风险评估、现金流分析及压力测试、主要参与方信用等级和履约能力等因素的综合考量。

非结构化产品的评级主要关注发行主体的信用状况，以及非结构化产品自身要素特征等。

### 版权及声明

本文件的版权归安融信用评级有限公司所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经安融信用评级有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、修改、传播和转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。

安融信用评级有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

安融信用评级有限公司主要通过公司网站：[www. arrating. cn](http://www.arrating.cn) 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止权利。