

信托产品评级方法

近几年,我国信托产品规模迅速增长,成为非银行信贷发展最快的领域之一。截至 2013 年,我国信托行业管理总资产规模已超过 10 万亿元,信托业成为金融行业中仅次于银行的第二大行业。与此同时,信托产品风险事件频发、信托投资者范围扩大和产品影响力提升都使得信托产品的信用风险受到更多关注,本评级方法通过对信托产品相关信用风险因素进行分析,形成信托产品评级的初步框架。

信托产品相关概念

信托产品从资产来源看,主要分为资金信托和财产信托。资金信托从资金来源看又可分为单一资金信托和集合资金信托。信托产品按照资产的功能看,信托产品主要分为融资类、权益投资类、事务管理类等。

资金信托运营模式主要有债权型、股权型、夹层模式和收益权转让型,财产权信托一般为收益权财产信托模式。此外,还有基金型信托等创新模式。

表 1 信托产品分类及含义

分类标准	名称	含义
按资产来源分类	资金信托	委托人基于对受托人的信任,将自己的资金委托给受托人,由受托人根据委托人的意愿以自己的名义为受益人的利益或特定目的管理、运用资金的行为。信托财产为金钱或者资金,交付信托的目的主要是资金增值。
	财产信托	委托人以非货币形式的财产、财产权为标的委托受托人按照约定的条件和目的,进行管理、运用和处分的信托业务。按照信托财产的标的物可分为动产信托、不动产信托、知识产权信托和其他财产权信托。
从资金来源分类	单一资金信托	信托公司接受单个委托人的资金委托,依据委托人确定的管理方式(指定用途),或由信托公司代为确定的管理方式(非指定用途),单独管理和运用货币资金的信托。
	集合资金信托	信托公司按照委托人的意愿,将两个以上(含两个)委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务。

从资产的功能分类	融资类信托	以资金需求方的融资需求为驱动因素和业务起点，信托目的以寻求信托资产的固定回报为主，信托资产主要运用于信托设立前已事先指定的特定项目。信托公司在此类业务中主要承担向委托人、受益人推荐特定项目，向特定项目索取融资本金和利息的职责。包括信托贷款、带有回购、回购选择权或担保安排的股权融资型信托、信贷资产受让信托等。
	权益投资类信托	以信托资产提供方的资产管理需求为驱动因素和业务起点，以实现信托财产的保值增值为主要目的，信托公司作为受托人主要发挥投资管理功能，对信托财产进行投资运用的信托业务，如私募股权投资信托（PE）、证券投资信托（含私募证券投资信托）等。此类信托包含受托人自主决定将投资管理职责外包的形式，但不包含法律规定、受益人（大会）决定将投资管理职责安排给其他当事人的情形。
	事务管理类信托	委托人交付资金或财产给信托公司，指令信托公司为完成信托目的，从事事务性管理的信托业务。这类信托业务由委托人驱动，信托公司一般不对信托财产进行主动的管理运用，包括股权代持、员工福利计划、股权激励计划等。事务管理类信托实质多为通道业务。

信托产品相关法律法规

关于信托产品的相关法律法规主要来自于监管部门对受托人即信托公司的相关监管要求，还包括部分投资监管部门对信托产品投向的相关要求。近年来银监会陆续对信托公司的净资本及非标资金池出台了较为严格的标准，信托产品资金投向受到一定限制。

表 2 信托产品相关法律法规一览表

时间	出台部门	文件	主要内容
2001 年 4 月	全国人大	《信托法》	该法对信托设立、信托财产、信托当事人、信托的变更和终止、公益信托等信托事宜都作出了详细的规定。
2007 年 1 月	银监会	《信托公司管理办法》	在信托公司类型、信托产品设立、集合信托异地业务、信托财产托管等方面作出了比原办法更灵活的规定。
2007 年 3 月	银监会	《信托公司集合资金信托计划管理办法》	信托公司在信托管理中向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%，不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人，但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外。
2010 年 9 月	银监会	《信托公司净资本管理办法》	对信托公司净资本指标进行相关规定，信托公司净资本不得低于人民币 2 亿元。净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；净资本不得低于净资产的 40%。

2011年5月	银监会	内部传达	房地产信托贷款“四三二”标准，是银监会针对信托公司房地产信托贷款的要求，四是指开发商进行信托融资前要拿到《国有土地使用证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》和《建设工程开工许可证》四证；三是指地产商必须至少投入30%的自有资金；二是指开发商必须有国家二级资质。
2012年10月	保监会	《关于保险资金投资有关金融产品通知》	规定资金信托计划基础资产限于融资类资产和风险控制的非上市权益类资产。如果是固定收益类产品，信用等级应当不低于国内信用评级机构评定的A级或相当级别。
2014年3月	保监会	《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知(征求意见稿)》	要求完善保险资金投资信托授权机制，并限定信托基础资产为融资类资产和风险控制的非上市权益类资产两类，对存在两层或多层嵌套的信托计划要报告保监会？。
2014年4月	银监会	《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知(征求意见稿)》	首次提出调整信托公司净资本计算标准，并对信托公司“通道类”业务的定义及各方所需承担的责任予以说明。风险计提标准也将依据是否为通道类业务而不同，具体计算公式尚未给出明细。
2014年4月	银监会	《关于信托公司风险监管的指导意见》	信托公司需要清理非标资金池，未来信托业的转型方向包括改造信贷类集合资金信托业务模式，研究推出债权型信托直接融资工具；发展股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司；开展并购业务，参与企业并购重组；发展资产管理等收费型业务，鼓励开展信贷资产证券化等业务

三、信托产品评级对象及评级内涵

在信托三大类评级产品中，权益投资类信托受益方式和股权相似，一般不设明确的收益率，其在信托产品层面和项目投资层面均不存在违约概念，产品面临的风险是市场风险；事务管理类信托由于受托人完全按委托人指令操作，其实质仅是提供信托通道，信用评级需求并不存在；目前具有评级需求的主要来自于融资类及类融资信托产品。

信托产品是由信托公司对信托财产进行主动投资管理，由于其特殊结构，融资人和信托公司签订贷款合同或是其他合同，融资人履行该合同义务；委托人和信托公司之间签订信托合同。两合同当事人和权利义务完全不同，融资人违约和

信托计划违约不是等价关系，而仅仅存在风险传递关系。

从传统评级的违约概念看，由于信托产品本身只有预期收益率而非明确的收益率，且部分信托计划设有展期和自动解散等条款，信托产品本身的违约通常难以界定。融资类信托作为一种直接融资产品，其违约风险在融资人、信托计划和受益人是线性传递，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信托计划造成的损失程度还受到交易结构和增信措施的影响。

信托计划的信用评级主要基于信托财产投资标的相关的信用质量和信托交易结构，是对信托财产投资标的或信托计划项下交易违约给信托计划造成的损失程度的评价，其评级内涵与传统债券产品不尽相同。

四、融资类信托产品信用评级要素

（一）交易对手信用基本面分析

融资类信托产品的信用风险主要来自于交易对手违约，因此融资方信用质量至关重要。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。

（二）信托计划配置领域和项目现金流的匹配

信托计划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。目前信托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，考察其在不同压力环境下信托兑付来源的状况，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。

（三）交易结构分析

为了有效控制信托计划风险，信托公司在设计交易结构时通常会设置较多风控措施和增信措施。主要风控措施包括优先劣后结构化设计、不动产抵押、股权质押、担保保证、资金监管、降价条款和受托人向项目公司派出董事、监事等。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，本质上信托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。

（四）法律及合规风险分析

融资类信托基于产品种类差异或资产配置领域的不同，其适用的法律法规有所不同。从法律层面看，财产信托较资金信托有更大的法律风险，其面临信托财产的法律属性风险，一旦出现纠纷可能给信托计划兑付带来巨大不确定性。从监管方面看，某些特定的资产配置领域受监管要求更严。比如房地产信托，监管机构要求报备时对融资类需要满足“四三二”要求等，评级机构在评级中应给予关注。

（五）受托人尽职能力分析

虽然信托公司本身的信用质量对于信托产品的信用质量并没有直接影响，但就目前情况下，若业内普遍延续刚性兑付的潜规则，则信托公司的信用质量可能也是一个考虑因素。资产管理机构的胜任能力和尽职水平是主动管理类产品信用评级的重要考量因素。信托公司作为受托人，对信托财产进行投资管理，其尽调能力、是否尽职和管理水平都会对信托财产的增值保值水平和安全性起到重大作用，需要在评级中考虑。

整体而言，由于融资类信托产品风险的特殊性以及多样性，其风险评估难度大，其评级内涵与传统债券产品不尽相同。信托计划项下交易对手的信用质量及经营实力、信托计划配置领域和项目现金流的匹配、信托产品交易结构，受托人的尽职和管理水平、产品相关法律法规风险等因素是信托产品评级中重要的评级要素。