

# 沪深交易所 ABS 新规解析之信用风险管理

作者：结构评级二部 何悦

## 引言

上海证券交易所于 2023 年 10 月 20 日发布了《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 4 号——公司债券和资产支持证券信用风险管理》，深圳证券交易所于 2024 年 3 月 29 日发布了《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第 3 号——信用风险管理》（上述两则指引合称“《指引》”）。此次沪深交易所发布的《指引》是对之前的试行版本进行了完善和细化，压实了重要业务参与人的主体责任，强调了管理人在信用风险管理工作中的审慎性和时效性，鼓励重要业务参与人主动管理自身信用风险，完善了信用风险应对与处置安排。《指引》旨在加强持续风险监测，提升信用风险管理实效，对资产支持证券存续期的信用风险管理和投资人权益保护安排方面具有重要的参考意义。

## 一、制定背景

为了进一步规范资产支持证券存续期信用风险管理业务，规范各业务参与人的信用风险管理行为，提升资产支持证券存续期信用风险管理实效，切实保护投资者的合法权益，沪深交易所分别对 2018 年发布的《上海证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》和《深圳证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》（上述两则试行指引合称“《指引（试行）》”）进行了修订，并先后出具了正式版本的《指引》。

表 1 沪深交易所信用风险管理指引发布及废止情况

发布时间	规则名称	编号	目前状态
上交所			
2017/03/17	《上海证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》	上证发〔2017〕6 号	已废止
2018/05/11	《上海证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》	上证发〔2018〕28 号	已废止
2023/10/20	《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 4 号——公司债券和资产支持证券信用风险管理》	上证发〔2023〕176 号	发布并施行
深交所			
2018/05/11	《深圳证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》	深证上〔2018〕200 号	已废止
2024/03/29	《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第 3 号——信用风险管理》	深证上〔2024〕243 号	发布并施行

## 二、要点解析

《指引》从三个方面细化和明确了各重要业务参与方在存续期各阶段信用风险管理的要求：一是对重要业务参与人的主体风险管理职责做了进一步的明确；二是细化了管理人对资产支持证券进行风险分类、风险监测和风险排查的要求；三是完善了信用风险应对与处置安排。以下从四个章节分别简要分析本次《指引》与《指引（试行）》的主要区别和新增规则。

### 1. 重要业务参与人信用风险职责

《指引》对重要业务参与人信用风险管理职责的要求延续了《指引（试行）》的大部分约定，同时更加强调了全面风险管理意识和各重要业务参与人的协同性。

《指引》的发布与施行，一方面压实了特定原始权益人的第一责任人义务，引入了特定原始权益人<sup>1</sup>的关键人员也应当对资产支持证券的信用风险管理负有相应的职责。另一方面还强调了增信机构的全面风险管理意识，在告知义务条款下，新增了将市场风险纳入考量的要求，明确了影响资产支持证券信用风险的指标还包括交易价格。最后，指引也强调了管理人与其他重要业务参与人的协同性，并新增了要将信用风险管理工作情况纳入管理人的业绩考核指标的要求。

## 2. 风险监测与排查要求

《指引》细化了管理人对资产支持证券的信用风险分类，提出了差异化的风险监测和排查要求，同时细化了信用风险管理报告的披露要求。上述更新能够有效提高管理人进行资产支持证券存续期信用风险管理的效率，加强管理人进行信用风险管理的实效性。

### （1）信用风险分类

《指引》将《指引（试行）》中的四大类资产支持证券更新为五大类风险类别的资产支持证券，在关注类资产支持证券项下，管理人应视风险情形的严重程度区分为一般关注类和重点关注类。

在应当列入相应的风险类别的情形中，《指引》更加聚焦于资产支持证券的重要业务参与人、交易安排及基础资产的实际表现，弱化了管理人对第三方机构披露的信息的依赖性。新增了对重要业务参与人主体风险情况的约定；新增了对入池基础资产担保物的要求以及对交易文件中相应条款的触发需列入关注类的要求。

表2 《指引》资产支持证券信用分类的基本安排

风险类别	释义	应当列入相应的风险类别情形的主要变化
正常类	《指引》中对正常类资产支持证券不再做详细定义。我们认为，除一般关注类及以上风险类别的资产支持证券外，均属于正常类资产支持证券。	/
一般关注类	第二十二條 <sup>2</sup> 。一般关注类资产支持证券系指基础资产质量、产生现金流能力、交易结构有效性或者增信措施有效性中一项或者多项已经或者 <b>正在发生不利变化</b> ，可能对资产支持证券按照约定分配收益产生实质影响， <b>需要持续关注</b> 信用风险是否进一步增大的资产支持证券。	删除了《信用风险管理指引（试行）》中“非次级档资产支持证券评级下调或评级展望为负面”需要列关的要求。 新增了第二十二條（五）。特定原始权益人、重要现金流提供方以及前述主体的控股股东、实际控制人或者与其处于同一控制下的其他重要关联主体出现行业环境、生产经营情况、组织架构、财务情况等方面的不利变化，可能影响专项计划资产安全或者现金流稳定归集； 第二十二條（七）。担保物灭失或者价值发生较大减损。
重点关注类	第二十三條。重点关注类资产支持证券系指基础资产质量、产生现金流能力、交易结构有效性或者增信措施有效性中一项或者多项 <b>已经发生明显不利变化</b> ，按照约定分配收益存在较大不确定性， <b>需要提前采取应对措施</b> 的资产支持证券。	新增了第二十三條（二）。最近三个月内资产支持证券面临收益分配问题且交易结构安排中缺乏相应保障的资产支持证券； （三）。特定原始权益人、重要现金流提供方及其主要子公司在缺乏合理交易背景、交易对价，或者违反计划说明书、相关协议约定的情况下，转让主要资产或者将其用于抵押、质押等增信措施； （四）。原始权益人、资产服务机构等信用风险管理业务参与人或者重要现金流提供方拒不配合管理人履职，导致管理人无法正常开展信用风险管理工作、无法准确分析资产支持证券的信用风险程度； （五）。发生可能触发计划说明书约定的加速归集、交叉违约或者提前终止等条款的事件；

<sup>1</sup> 核心企业供应链付款的核心企业参照特定原始权益人的信用风险管理要求。

<sup>2</sup> 条款编号引用深交所《指引》的编号，另有说明的除外，下同。

风险类	第二十四条。风险类资产支持证券是指基础资产质量、产生现金流能力、交易结构有效性和增信措施有效性中一项或者多项严重恶化，预计无法按照约定分配收益的资产支持证券。	新增了第二十四条（二）。发生可能触发计划说明书约定的加速归集、交叉违约或者提前终止等条款的事件，并且专项计划交易结构安排中缺乏其他保障专项计划资产安全、投资者权益的有效措施或者预计相关措施难以有效实施。
违约类	第二十五条。违约类资产支持证券，是指未能于计划说明书、持有人会议决议等约定的收益分配日足额分配收益，或者专项计划按照约定提前终止但未能于约定期限内足额分配收益的资产支持证券。相关文件或者协议对分配日期约定宽限期的，以宽限期届满日为准。	/

## （2）信用风险排查

《指引》重新梳理了管理人开展信用风险排查的频率和落实要求，要求管理人应当结合风险分类结果、收益分配日安排、投资者保护条款的约定等因素，及时摸清主要风险点和偿付意愿，核实资金筹措及归集情况，评估相关风险应对措施的有效性，研判信用风险影响程度及其他可能的风险传导的影响，并形成相应风险档案。

### ① 定期信用风险排查

管理人对各类资产支持证券的定期信用风险排查的频率和排查方式在《指引》中均已进行了重新约定，此项约定综合考虑了风险分类结果和收益分配日安排，为资产支持证券的偿付预留了风险预警和处置时间。

表3 《指引》定期信用风险排查的基本安排

风险类别	排查频率	排查方式
正常类	第三十条。 管理人应当至少在相关资产支持证券 <u>收益分配日前一个月</u> 开展风险排查； 按月分配收益的，应当至少在 <u>收益分配日前五个交易日</u> 开展风险排查。	无相应条款。我们认为，正常类资产支持证券的风险排查方式沿用试行指引的约定，延续《信用风险管理指引（试行）》中第二十八条的约定， <u>采用非现场等方式</u> 了解相关情况。
一般关注类	第三十一条。 管理人应当至少在相关资产支持证券 <u>收益分配日前两个月</u> 开展风险排查，并持续跟踪； 按月分配收益的，管理人应当至少在 <u>收益分配日前十个交易日</u> 按规定履职。按季度分配收益的，管理人应当至少在 <u>收益分配日前一个月</u> 按规定履职。	第三十一条。 每年采取现场方式进行风险排查的一般关注类专项计划数量 <u>不得少于上一年末管理的全部一般关注类专项计划数量的三分之一</u> 。
重点关注类及风险类	第三十二条。 管理人应当至少在相关资产支持证券收益分配日 <u>前三个月和前两周</u> 各完成一次风险排查，并持续跟踪。 按月分配收益的，应当至少在 <u>收益分配日前十个交易日</u> 履职。按季度分配收益的，管理人应当至少在 <u>收益分配日前一个月</u> 履职。	第三十二条。 管理人应当 <u>至少采取一次现场排查</u> 。 <u>按月和按季分配收益的，管理人应当以现场方式开展风险排查。</u>
违约类	第三十三条。 管理人应当 <u>至少每季度</u> 对相关资产支持证券开展一次风险排查持续跟踪违约处置进展情况。	第三十三条。 管理人应当 <u>至少每年开展一次现场排查</u> 。

《指引》明确了管理人应按季分析全市场信用风险及所管理资产支持证券的信用风险，同时新增了对管理人偿付资金的实际落实情况的要求。

第十八条。管理人应当每季度分析资产支持证券市场信用风险形势和所管理资产支持证券及其特定原始权益人、重要现金流提供方、增信机构等负有偿付义务主体的信用风险情况，确定信用风险管理重点，安排相关信用风险管理工作。

第三十四条。管理人应当不晚于资产支持证券每次收益分配日前的第五个交易日确认偿付资金的实际落实情况，并持续跟踪偿付资金归集、划付情况。

② 临时信用风险排查

《指引》新增了临时信用风险排查时应考虑市场风险的情形，强调了全面风险管理意识。

第三十五条（二）。资产支持证券价格发生异常大幅波动，或者连续多日成交价格明显偏离合理价值；  
第三十五条（三）。特定原始权益人或者重要现金流提供方及其所属企业集团内其他主体的境内外公开市场融资产品的交易价格发生大幅下跌。

③ 信用风险排查对管理人的要求

《指引》新增了对管理人的高级管理人员/负责人参与排查工作的要求，落实责任人制。

《指引》约定了对同一管理人管理的一般关注类以上风险类别的资产支持证券只数占比、发行金额占比不足百分之五的，管理人应当说明是否按照指引的有关规定要求，审慎评估确定所管理资产支持证券的风险分类。该条款要求管理人对资产支持证券审慎定级，预防管理人粉饰指标。同时，上交所还约定该比例不足 5%的，管理人应当提交专项报告进行说明。

（3）信用风险管理报告

《指引》加快了管理人出具风险管理报告的频率，并新增了管理人对一般关注类及以上风险类别的资产支持证券编制月报的要求。

表 4 信用风险管理定期报告的基本安排对比

《指引》	《指引（试行）》
第三十八条。 管理人应当在 <b>每年2月末、5月末、8月末、11月末之前</b> ，报告截至上月末所管理存量资产支持证券的风险分类情况，列明负责资产支持证券信用风险管理事务的高级管理人员、部门负责人、直接责任人员的姓名、职务和联系方式。	第五十条。 管理人应当于每年5月31日、11月30日前，向本所提交 <b>半年度资产支持证券信用风险管理报告</b> 。5月31日前提交报告的报告期为前一年11月1日至当年4月30日；11月30日前提交报告的报告期为当年5月1日至10月31日。
第三十九条。 管理人应当在 <b>每月20日前</b> 报告下一个月内分配收益的一般关注类、重点关注类、风险类和违约类资产支持证券的资金筹措或者归集情况。	无相应条款。

在延续编制并报送信用风险管理临时报告的要求的同时，《指引》还增加了报送特定原始权益人、重要现金流提供方的风险档案的规定。此安排能有效提高市场对主要业务参与方的具体风险情况的把控，为风险应对与处置提供底层支持。同时，上交所《指引》的自律监管章节中还规定了信用风险管理相关工作底稿的保存年限要求。

第三十九条。  
管理人应当在**每月20日前**报告下一个月内分配收益的一般关注类、重点关注类、风险类和违约类资产支持证券的资金筹措或者归集情况。  
第四十条。（节取）  
发生相应情形的，管理人应当在五个交易日内向交易所报送信用风险管理临时报告和相关特定原始权益人、重要现金流提供方的**风险档案**。  
上交所第一百八十条（节取）。信用风险管理相关工作底稿至少应当保存至债权债务关系终止、专项计划清算完成后5年。

3. 信用风险应对与处置安排

《指引》完善了信用风险应对与处置的安排，新增了“投资者权益保护机制安排”和“信用风险主动管理”章节，强化了各重要业务参与方的应对和处置义务，将信用风险应对与处置工作融入到资产支持证券存续的各个节点中，有效提高了信用风险应对与处置效力。

（1）信用风险化解处置

《指引》强调了风险化解处置的时效性，对不同信用风险类别的资产支持证券的风险化解处置工作安排进行了明确的时间规定；新增了对特定原始权益人的控股股东、实控人和董监高等人员的职责、强调了管理人和特定原始权益人需要委派主要负责人牵头风险化解处置工作。

《指引》新增了管理人应当在信用风险化解处置过程中，提交信用风险临时报告，并约定了临时报告需要披露的时间要求和具体内容。

## **（2）投资者权益保护机制安排和信用风险主动管理**

《指引》新增了投资者权益保护机制的安排，约定了在发行时，资产支持证券相应文件中需要明确约定投资者权益保护机制，并要求管理人需要在年度资管报告中披露信用风险履职情况及投资者权益保护机制的执行情况。

《指引》新增了鼓励特定原始权益人和增信机构进行信用风险主动管理，此项安排能有效约束特定原始权益人和增信机构维系自身财务经营状况，或寻求其他风险处置方式来保障资产支持证券的按时足额偿付。同时，明确了管理人具有协助和督导的职责。

## **4. 信用风险管理工具**

《指引》新增了“信用风险管理工具”章节，有效增加了资产支持证券的投资人通过市场化行为来缓释投资风险的机会，同时也可以减少投资人风险出清对资产支持证券重要业务参与人财务和债务情况的冲击。信用风险管理工具的补充，有效畅通了信用风险出清的渠道。

### **（1）资产支持证券回售撤销与转售**

附有回售条款的资产支持证券，投资人可以将资产支持证券申报回售至回售义务人<sup>3</sup>；投资人同时享有回售及回售撤销权，也可在回售撤销期内进行申报撤销。已回售的资产支持证券可以在 20 个工作日内在交易所进行转售。

### **（2）特定资产支持证券转让**

特定资产支持证券可以进行按相关业务规则进行转让，当资产支持证券无法按时到期足额偿付，出现实质性违约行为，或者出现了会对投资者权益和专项计划资产产生重大不利影响的情形时，资产支持证券持有人可以通过转让特定资产支持证券得到有效偿付。

### **（3）资产支持证券购回**

管理人出于主动管理信用风险的需要可以通过实施资产支持证券购回进行风险化解。特定资产支持证券的购回参照公司债券购回业务的相关规定。《指引》对购回业务的业务流程和披露安排做出了约定。重要约定包括购回方式、购回期限、购回款支付对价方式、购回资

---

<sup>3</sup> 回售义务人是指按照专项计划文件约定，对于回售资金负有偿付或者增信义务的主体，包括但不限于原始权益人、增信机构。证券经营机构、管理人应当协助资产支持证券持有人进行回售申报撤销。

金来源、披露安排和购回份额的注销安排等。

#### **（4）其他**

管理人还可以通过变更资产支持证券偿付主体、期限、票面利率及其调整机制、偿付方式等基本要素，实现风险化解。

### **三、总结**

此次《指引》的发布与施行，突出了资产支持证券存续期信用风险管理中各关键风险点的变化，强化了各重要业务参与人进行信用风险管理时应负的责任和进行风险管理的频率，同时增加了一系列风险应对与处置措施，可以切实有效地提升信用风险管理效力，为投资人和重要业务参与人参与资产支持证券市场提供了行之有效的指引和规范。

## 附件

[《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 4 号——公司债券和资产支持证券信用风险管理》](#)

[《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第 3 号——信用风险管理》](#)