

来源：搏实财富官方微信公众号

“增信”即“信用增级”，是指通过对特定金融产品结构进行设计和协议安排，确保债务人按时支付债务本息，以提高金融产品的质量和安全性。作为金融服务的一种，增信可以起到降低信用风险、提升信用等级的作用。信用增级的过程，简要描述即为通过对产品进行风险结构重组来提升信用等级，改变以信用主体的原始信用[1]作为发债支撑的模式，以最大限度地降低原有信用因素中的不确定成分[2]。根据信用增级服务提供来源的不同，信用增级一般可分为内部信用增级和外部信用增级。内部增信的基本原理主要是通过发债环节对企业资产池或不同层次交易风险进行配置和设计的方式提升信用，是依靠资产池自身为信用风险的防范提供保证，主要有优先级和次级结构分级、超额抵押、追索权和回购条款、担保投资基金等表现形式。外部信用增级则通常为第三方信用担保，主要由发行人、服务商、委托人等以外的第三方机构提供防范信用损失的保证，以提高债券信用等级。

资产证券化产品作为债券中的一种，可以使用的内部信用增级措施主要有优先与次级结构分级、现金流超额覆盖、超额抵押、超额利差、保证金/现金储备账户等，外部信用增级措施主要有差额支付承诺、流动性支持、第三方回购承诺、第三方担保等。较为新兴的外部信用增级措施还有保险、信用违约互换。

一、内部信用增级措施解析

1. 优先与次级结构

优先与次级结构是指将资产池分成两个种类，即优先级（或称为高级债券）和次级部分（或称为次级债券），或将资产池在上述两个种类的基础上细分成更多的种类，在优先级内部或次级内部拆分出更多的分级部分，每个分级部分会有不同的评级并承担不同的信用风险损失。证券化资产池产生的现金流会根据分级情况的不同，按照预先约定的分配规则及顺序对不同级别部分的债券予以本息的偿付。

除上述的拆分方式外，在MBS（抵押支持证券，MORTGAGE-BACKED SECURITIES）中还会将抵押贷款包括的本金和利息部分单独拆分进行出售。

实例：在“海印股份信托受益权专项资产管理计划说明书”中，“优先级资产支持证券”指“代表优先于次级资产支持证券获得专项计划利益分配之权利的资产支持证券”；“次级资产支持证券”指“代表劣后于优先级资产支持证券获得专项计划利益分配之权利的资产支持证券”。

针对优先级支持证券海印1、海印2、海印3、海印4和海印5的预期年收益率分别为6.8%、7.45%、7.8%、8.05%和8.38%，次级支持证券不设预期年收益率。通常针对优先级支持证券，由信用评级机构综合专项计划的基础资产情况、交易结构安排、信用增级措施等因素，评估有关风险，给予较高的信用评级，通常对次级支持证券不予评级。次级支持证券多为原始权益人或原始权益人关联公司认购，并约定在专项计划存续期间不得转让。

经过上述优先级与次级结构的设计，起到对较高档次证券的信用支持作用，次级资产支持证券由原始权益人或关联人持有，承担资产池的第一损失，优先级资产支持证券获得来自于较低档次证券的信用提升，从而起到信用增级的效果。

2. 现金流超额覆盖

基础资产池能够产生的现金流总额超额覆盖资产支持证券的本金和利息。一般用超额覆盖倍数来描述增信的强度，超额覆盖倍数或超额覆盖比例是指资产池本金余额超出资产支持证券中优先级资产支持证券本金金额的比例。基础资产产生的未来现金流大于需要支付给资产支持证券投资者的本息，从而增加本息偿付的安全系数。

实例1：在“江苏金茂融资租赁有限公司-金茂一期资产支持专项计划”中，基础资产所产生的未来现金流大于需要支付给投资者的本金。保留超额现金为日后对投资者的本息偿付增加安全系数，次级资产支持证券分配完该期应付的税费和优先级资产支持证券预期支付额后，分配剩余余额。基础资产未来现金流对优先级资产支持证券A1-A3的覆盖倍数为1.12、1.26、2.09，对本金和预期收益保障倍数分别为1.08、1.23、2.05。由此，当专项计划发生损失时，基础资产现金流超覆盖的部分

能够为优先级资产专项计划证券的投资人提供风险缓冲，一定程度减少优先级资产专项计划证券投资者的损失。

实例2：在远东三期专项资产管理计划中，初始入池基础资产未偿本金共计250285.43万元，资产支持证券（优先级资产支持证券及次级资产支持证券）发行规模共计241891.50万元。基础资产计划回收现金流本金合计是该期发行证券规模的1.03倍，超出的8393.93万元本金对资产支持证券的偿付形成一定超额覆盖，从而进一步降低了优先级资产支持证券的信用风险。

3.超额抵押

基础资产池中的资产价值大于发行的资产支持证券的价值，多余的部分用来作为超额抵押，为该资产证券化资产进行信用增级。在设置有超额抵押的资产支持证券中，如果资产支持证券未来的现金流出现问题，最先承受风险损失的是超额抵押部分，从而起到为资产支持证券提供风险缓冲的作业，以保护投资人的原收益。部分证券化产品会约定在证券偿还期间，抵押资产价值下降到预先设定的某一规模时，发行人必须增加抵押资产从而恢复超额抵押状态。

实例：梅赛德斯-奔驰汽车金融公司发行的“速利银丰中国2016年第一期汽车贷款支持证券”就约定每个支付日的目标超额抵押金额为初始起算日的变动后资产池余额的10.77%。一般超额抵押也多用于债权类基础资产，包括各类应收款、租赁租金债权、银行信贷债权等。[4]

超额抵押与超额现金流覆盖在实际操作经常组合使用。两者通常较为相似，从基础原理上来讲，都是通过折价购买基础资产的方式，使实际需要支付给优先级资产支持证券持有人的现金流能够得到有效补充，以降低未来现金流出现不能足额支付证券本息的风险。

4.超额利差

基础资产池现行加权平均利率与优先级资产支持证券预计平均票面利率之间存在一定的超额利差，为优先级资产支持证券提供了一定的信用支持。采用超额利差增信的资产证券化产品会建立相应的利差账户，在产生超额利差时会将相应的现金流存入该账户，当发生违约事件时可通过该账户中的资金对投资者提供一定的风险损失保护。

超额利差增信效果主要取决于入池资产的利率水平，例如个人住房抵押贷款作为

基础资产的证券化产品，一般没有超额利差保护，而小贷公司或租赁公司发行的资产证券化产品利差保护相对较高。在信贷资产证券化和小贷公司证券化产品中多会使用超额利差此种增信方式。

实例：在“世联小贷一期资产支持专项计划”中，规定专项计划的超额利差的增信方式为“买卖初始基础资产确定交易对价时，对批发类贷款和先息后本型零售类贷款按15%折现率对未偿本金余额进行折现购买。而非先息后本型零售类贷款按10%折现率对未偿本金余额进行折现购买，其加权平均年利率在15%上下。另外，在循环购买时，根据基础资产合同约定的约定，资产池项下非先息后本型零售类贷款加权平均不低于12%。因此，相对于折现后未偿本金余额而言，资产池加权平均收益率与优先级资产支持证券预计平均票面利率之间存在一定的超额利差，为优先级资产支持证券提供了一定的信用支持。”

超额利差的增信方式较为适用于既有较为固定利息率的基础资产，针对未来收益权，仅可以根据历史收益率预估未来现金流的基础资产，一是存在历史收益率无法准确预估的问题，二是较难确认超额利差的增信效果，因此在以未来收益权作为证券化基础资产的专项计划中很难见到此种增信方式。

5. 保证金、现金储备账户

保证金/现金储备账户实际是一种准备金机制，这种增信方式与超额抵押十分相似，但是超额抵押主要是以债权类资产作为抵押，但储备账户则是以现金作为抵押。现金的超额担保可以向投资者提供保护使证券化资产有稳定的现金流以达到定期支付保护。对于现金抵押账户管理，采用高信用等级的机构银行存款的形式。[5]如果出现违约或信用风险，则可以从现金抵押账户中的资产来弥补损失，从而对投资者形成流动性保护。

从2016年发行产品情况看，信贷资产证券化产品中汽车金融公司发行的产品和地方公积金中心发行的产品使用储备账户情况较多。

二、外部信用增级措施解析

1. 差额支付承诺

差额支付承诺人（通常为基础资产原始权益人或其关联第三方）向资产支持计划管理人出具《差额支付承诺函》承诺，在资产支持专项计划存续期间，每一期基础资产预期收益分配前的资金确认日，如资产支持计划资金不足以依据资产支持专项计划标准条款支付优先级资产支持证券的各期预期收益及本金的，由差额支付承诺人按要求将该期资产支持证券的利息、本金和其他资金余额差额足额支付至专项计

划的账户中。差额支付承诺其实是由差额支付承诺人提供的担保。如果差额支付承诺人为原始权益人，则在一定程度降低了资产“真实出售”的实际效力。

差额支付承诺是资产证券化产品中使用频率较高的信用增级措施。

实例1：在“世联小贷一期资产专项计划”中，“在每个托管人核算日（T-11日），托管人对专项计划账户进行核算，若专项计划账户当期收到的款项不足以支付该期优先级产品本息，则管理人将在差额支付启动日（T-7日）向世联行发出《差额支付通知书》，世联行应按约定在差额支付划款日（T-6日）予以补足。”

实例2：“招商创融-金科物业资产支持专项计划”中，差额支付承诺函的主要内容为“差额支付承诺人不可撤销及无条件地向计划管理人承诺，若资金归集账户内资金不足以清偿当期贷款本息的，则差额承诺人就资金归集账户与当期贷款本息的差额部分，承诺不可撤销地差额补足义务。”同时承诺“除资产管理合同另有明确约定外，差额支付人承诺按差额支付承诺函支付的差额支付款项不得要求资产支持证券持有人或计划管理人偿还”且“如果差额支付承诺人不履行承诺函项下的差额支付义务，则同意计划管理人代表持有人向差额支付承诺人进行追偿”。

差额支付承诺是差额支付承诺人对资产支持计划资产不足偿付证券持有人本息时的一种差额补足义务。差额补足作为一种商业交易安排在实践中被大量运用。但差额补足并不是一项法定的担保类型，其目的在于保障主权利人和主义务人之间的权利义务关系，当主义务人未按约定履行义务时，由第三人按照约定履行差额补足义务。差额补足法律关系主要涉及三方主体，即差额补足义务人、主权利人、主义务人。

“涉案《合作框架协议》及《资金信托合同》均约定，金谷信托公司有权自行决定本期信托计划期限顺延；顺延期间由担保公司履行承诺先行偿付贷款本息，若优先级信托本益及应付未付的信托费用（含信托报酬）仍未得到足额支付，由次级投资人（即浙江优选公司）承担差额补足义务。”

2.回购承诺

回购承诺是指由原始权益人针对资产支持计划提供的一种外部增信。触发回购条款的事项应在产品成立之前进行约定，并写入至标准条款中，回购可以针对基础资产池中单一的基础资产，可以针对资产支持证券整体。

实例“南山租赁二期资产支持专项计划”中，规定“原始权益人出具《关于南山租赁二期资产支持专项计划基础资产回购之承诺函》，原始权益人承诺：1、专项计划设立后，当专项计划基础资产的承租人未能按时支付租金收益，或出现技术性逾期且单次逾期天数在30天以上时，本公司将向计划管理人回购该部分逾期的专项计划基础资产；2、专项计划设立.....”

3.流动性支持

流动性支持是在资产支持计划资金不能足额偿付优先级支持证券本息时，流动性支持人有义务向优先级支持证券持有人提供补足支付，以确保优先级支持证券的收益更为稳定和安全。在资产证券化产品中，流动性支持主要是针对不同时期基础资产现金流可能出现的回收不稳定情况，从而对优先级投资者形成一定的保护。

实例“南山租赁二期资产支持专项计划”，南山集团为南山租赁差额补足和回购款提供流动性支持，“在启动原始权益人南山租赁差额补足义务或回购事项情况下，若南山租赁该期间存在差额支付或回购款资金缺口，则由南山集团对南山租赁提供流动性支持，从而满足南山租赁差额支付或回购资金需求。”

4.第三方担保

第三方担保（含第三方抵、质押及第三方信用担保）是最为传统的信用增级方式，由第三方机构（通常是原始权益人的关联人或外部担保公司、专业的信用增进公司）对资产支持计划发行的证券进行信用担保、第三方抵押或质押担保。第三方担保既可以用于全部资产证券化产品，也可用于其中的部分级别（如优先级或中间级，或两者）的证券。

实例1“南山租赁二期资产支持专项计划”，南山集团为该专项计划在每一个兑付日按时足额向资产支持证券持有人偿付本金及预期收益提供无限连带责任担保。

实例2“海印股份信托收益权专项资产管理计划”中，海印股份以其旗下运营管理的14个商业物业的整租合同项下的特定期间商业物业经营应收账款为本次信托贷款提供质押担保。海印股份控股股东海印集团提供不可撤销的连带责任保证担保。

5.其他外部信用增级措施

5.1信用证

信用证是第三方对证券化资产的一个明确额度的信用支持。通常的做法是银行以信用证的方式发出保证，承诺在满足合同规定的条件下，提供无条件的偿付。由于信用证是承诺发信人无法支付本息的情况下银行无条件偿付，和保险较为相似，银行也是根据证券化资产的质量和对其未来现金流的预测得出银行要为其承担的风险大小来制定信用证的收费标准。

5.2信用违约互换

违约互换的买方将定期向违约互换的卖方支付一定费用（成为信用违约互换点差），一旦出现信用事件，如证券化资金的未来现金流出现问题，违约互换购买方将有权从违约互换的卖方那里得到证券全额的本金和利息。

5.3保险

在证券化产品资产投保后，保险公司要为其未来偿付给投资人的本金和利息提供相应的担保。

三、信用增级措施法律适用分析

根据对上述内部信用增级措施及外部信用增级措施的分析，信用增级措施应适用如下法律的相关规定。

1. 《合同法》及其相关解释

无论资产支持证券持有人与发行人签订的相关专项计划文件中约定资产支持专项计划采用何种增信措施，上述文件均属于“平等主体的自然人、法人、其他组织之间设立、变更、终止民事权利义务关系的协议”，其法律适用的核心即为合同法，遵循平等、自愿的原则。

优先级与次级的结构化设计，属于在专项计划文件中约定收益与所承担的风险成正比；通过约定各级资产支持证券承担的风险与获得的收益等要素，同时在认购协议中向各级投资者揭示相应的投资风险，上述条款的设计均应适用《合同法》及其相关解释。超额利差、超额覆盖也均属于为降低投资风险，由原始权益人、专项支持证券持有人及管理人就相关事宜的平等、自愿的约定。

根据前述对超额抵押这种措施的分析，超额抵押并不属于担保制度中规定的“抵押”，其并不履行抵押手续，适用的也是合同法，而非担保法。

2. 《证券法》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》及资产证券化业务相关配套部门规章、规则、指引

资产支持证券的发行作为债券的一种，其发行需适用《证券法》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》及资产证券化业务相关配套部门规章、规则、指引及自律性文件的规定，包括证券公司、基金子公司发行资产支持证券化产品的各种管理性、技术性规定。

3. 《物权法》、《担保法》及其司法解释中关于物权担保、担保人制度的相关规定

在外部增信措施中，针对第三方担保（含第三方抵、质押及第三方信用担保）此种增信措施，只要是符合担保成立条件的，均属于担保法规范的范畴，应当适用担保法及合同法。

回购承诺属于原始权益人与管理人就专项计划运行中基础资产变化做出的约定，适用合同法。

流动性支持则易与差额支付相混淆，在每个专项计划的具体约定中差异较大，应结合具体情况进行具体判断。

差额支付承诺的法律关系判断情况最为复杂。关于差额支付关系是否适用担保法，应根据不同情况予以判断，如差额支付承诺已经具备担保法律规定的担保构成要件，应适用担保法的规定，否则应适用合同法的相关规定。

除上述提及的法律适用问题外，担保公司及信用增进公司还需遵守其行业规定及相应的自律规则的规定。