



浅析国内资产担保债券的特点及评级逻辑

娄源 张玥 曹雨璇

摘要：资产担保债券在欧洲等国家具有悠久的发展历史，拥有成熟和完善的法律体系与市场环境；我国抵押债券、资产支持证券市场发展成熟，但受限国内法律体系与市场环境，资产担保债券的发展相对较晚。本文通过分析国际资产担保债券的发展现状、法律体系与市场环境、交易结构设置、国内差异对比等，对国内资产担保债券的特点及评级逻辑进行研究，并结合国内相关政策探究其发展意义，以期市场参与者提供更广阔的分析视角。

关键词：资产担保债券 破产隔离 发行模式 评级逻辑

CB概况与国内外发展现状

从国际实践看，资产担保债券（Covered Bond, CB）是由抵押贷款或公共部门债务组成的资产池（即担保池）为其提供担保，并在发行人破产时债券持有人对担保池享有优先求偿权的债务融资工具。目前，欧洲已有约30个国家存在活跃的CB市场，其法律框架及产品设计相对成熟；此外，欧洲之外的一些国家（如澳大利亚、加拿大、新加坡等）也制定了CB相关的法律法规，并逐渐扩大CB市场的发行规模。

欧盟国家是CB市场的发行主力，以抵押贷款作为担保资产的发行量占比超过

90%。截至2021年底，全球CB市场存续规模超过2.9万亿欧元，其中欧盟地区占比83.44%。按存续规模看，2021年前五大CB发行国是丹麦、德国、法国、西班牙、瑞典（图1）。从担保资产类型来看，CB的担保资产主要是抵押贷款、公共部门债务和航运资产。2012—2021年，以抵押贷款作为担保资产的CB发行量最大，近两年占总体发行规模的90%以上；以公共部门债务作为担保资产的CB发行量占比逐年下降，由2012年占比约20%下降至2021年的10%；以航运资产为担保资产的CB发行量每年占比均不到1%（图2）。由于以抵押贷款作为担保资产的CB发行量占比最大，

本文系联合资信评估股份有限公司关于《国际资产担保债券评级逻辑及国内启发》重点专题研究成果之一。课题主持人：罗伟成，联合资信评估股份有限公司结构融资部评级总监、总裁助理。课题组成员：娄源、张玥、曹雨璇、赵晓丽、王娟、申中一，联合资信评估股份有限公司。



双重追索。即债券的偿还来源既可以是发行人，也可以是担保池，因此发行人有义务保证债券存续期间担保池的充足。

资产类型有明确要求。由于CB发行条件严苛，并非所有资产都可以构成担保池，欧盟委员会在《资本要求指令》中明确了可以作为担保池的贷款类型。

国际CB产品主要结构设置

从欧盟国家等的实践看，CB持有人对发行人和担保资产具有双重追索权，其信用等级是否可突破发行人主体信用等级主要取决于能否有效实现破产隔离以及如何通过期限设置解决担保池偿付时的流动性问题。

破产隔离方式

司法层面，CB产品能否使担保池与发行人破产风险相隔离，是其级别能否突破发行人主体信用等级的前提。如果能够实现破产隔离，那么CB产品的信用等级就能

高于发行人主体信用等级；反之，CB产品的信用等级与发行人主体信用等级一致。

采用何种约束体制通常取决于当地是否有特殊的CB法律框架。CB通常有法律管理（法律体制）和契约管理（结构性体制）两种管理方式，前者通过特殊的法律框架对担保池的破产隔离效果进行约束，法律条款赋予CB更高层级的法律保护，即当发行人其他债务违约、发行人破产时，CB的担保池及其支付仍不受影响，此时，CB产品级别可高于发行人主体信用等级。这也是最早盛行于欧盟的CB法律框架。后者则不是按照监管部门既定的法律框架设立，而是发行人与投资者签订专门的合同契约，确定各自的权利、义务、利率、期限等，其破产隔离效果相对有限。

发行模式

采用何种发行模式通常取决于当地是否具备高效的物权登记体系。从发行模式

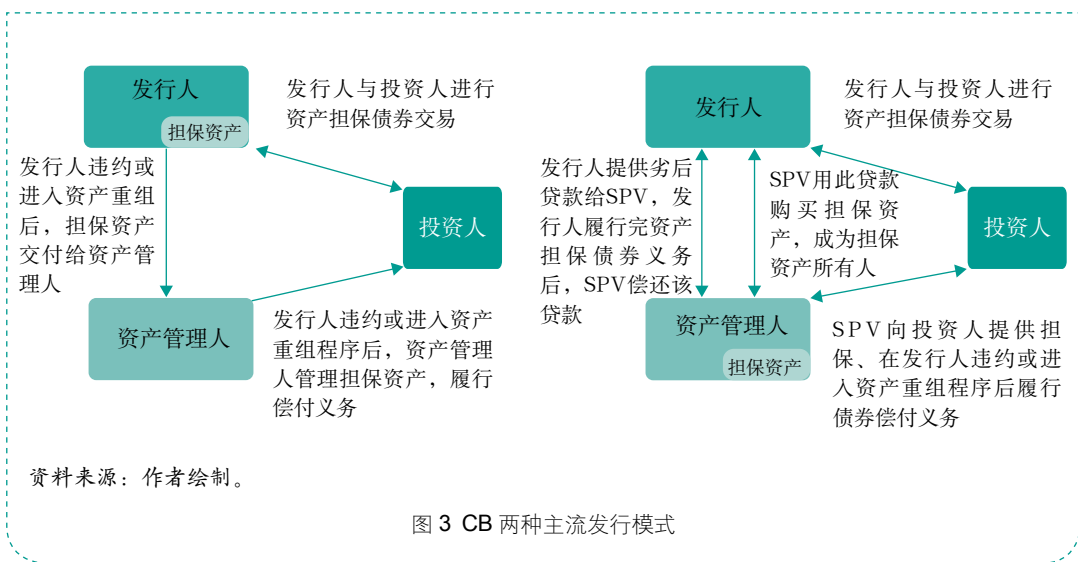


图 3 CB 两种主流发行模式

看，主流发行模式有发行人持有担保池模式和SPV持有担保池模式两种（图3）。以德国为代表的多数欧盟成员国在发行CB时，由发行人持有担保资产，为将担保资产与发行人其他资产做出区分，需要对担保资产进行担保物权登记。在这一模式下，担保资产所有权仍然属于发行人，但通过担保物权登记的方式确保债券投资人对担保资产具有担保物权。当发行人违约或进入资产重组程序后，担保资产将被交付给资产管理人，由资产管理人进行管理和处置，以确保担保资产产生的现金流可以按照债券发行时的约定进行支付，履行对CB持有人的偿付义务。在其他少数欧盟成员国，担保资产的所有权在CB发行时即归属于SPV，SPV向投资人提供担保，在发行人违约或进入资产重组程序后履行债券偿还义务。该模式主要盛行于不具备高效的物权登记体系的国家。

期限结构设置

由于CB具有双重追索权，当CB发行人破产时，需要通过担保池进行偿还，因此担保池的高流动性和可变现能力至关重要。国际上CB产品的期限结构主要有3种模式，以针对特定类型的资产来缓释流动性风险。

不同的期限结构主要区分到期日是否固定，选择何种偿付日期设置一方面取决于担保池变现或再融资难易程度，另一方面也取决于投资人的偏好。常见的期限结构设置包括固定偿付模式和可延长偿付日期模式，其中可延期偿付日期模式又分为

变动到期日模式和附条件转移支付模式。在固定到期日模式下，如果发行人未能在标准到期日进行支付，CB即宣告违约，发行人或管理人可选择出售担保资产，从而导致担保资产不能以较优价格处置，导致CB的违约损失率较高，不利于保护CB持有人利益。变动到期日模式允许发行人在标准到期日未履行支付义务并不当然构成违约，而是延长一定时间并设定最终到期日，其间CB持有人仍能获取利息收益，发行人或管理人这段缓冲时间内通过筹措资金或者是以较优价格处理担保资产，以确保CB持有人能获得足够清偿或尽量降低违约损失率。附条件转移支付模式下延长期限不限于特定的期限，理论上不再明确最终到期日，延长期到期日和担保资产的最长到期日相同。在这种模式下，发行人或管理人有充足的时间对担保资产进行处置，因此CB资产池面临的流动性风险得以较好地解决。

国内CB差异对比

从交易商协会的《试点通知》和已发行CB产品情况来看，国内CB产品在法律环境、担保资产、发行主体及结构设置等方面与国际CB产品存在一定差异。

国内目前暂无专门针对CB的法律条款，破产隔离主要依赖合同约定

在国际CB市场中，以欧洲为例，有专门的法律对CB产品的定义、CB投资者的相关权利、担保池的流动性等特征及CB产品的风险计量等做出明确规定。以欧盟的《银行回收和处置指令》（Bank Recovery



and Resolution Directive, BRRD) 为例，BRRD赋予CB投资者更高法律层级的保护。具体而言，为帮助濒临破产的金融机构度过危机，同时减少纳税人对破产金融机构的外部救助成本，金融机构可通过内部纾困机制免除部分债务；而BRRD规定，CB投资者对担保池享有追索权，担保池隔离于发行人一般破产财产，因此其所担保的债务在金融机构内部纾困中不被免除。国际CB市场中，相关法律条款从司法层面明确了担保池隔离于发行人其他破产财产，以及CB投资者对担保池享有优先受偿权且免受发行人内部纾困的影响，严格的法律约束为立法型CB提供了良好的法律环境。

相比于国际市场，国内目前暂无专门针对CB的相关法律条款，而是通过合同约定约定的形式保障CB投资者对担保资产的优先受偿权。但根据《中华人民共和国企业破产法》，人民法院受理破产申请后，CB投资者对担保资产的优先受偿权可能受到破产程序的影响，一定程度上影响其破产隔离效果。

国内CB产品优先推动不动产、土地使用权、准不动产等作为担保池，担保池变现能力较强

国际CB产品的担保资产以银行等金融机构发放的公共部门贷款和住房抵押贷款为主；从现阶段试点通知和产品发行情况来看，国内CB产品的担保资产以保障性租赁住房或商业地产及其运营收入为主，通过不动产、土地使用权、准不动产抵押

等方式提供信用支持。从上述对比可以看出，国际CB产品的担保池多为信贷资产等动产，而国内CB产品因发展阶段、市场环境及政策支持导向等方面的不同，在发展初期优先推动不动产、土地使用权、准不动产作为担保资产。

国内CB产品发行人种类可不限于信贷机构，发行人可选类型丰富

国际CB产品的发行人主要为银行或受公共监督的特定信贷机构。对于主体信用等级不高的金融机构，通过以公共部门贷款、住房抵押贷款等优质资产提供担保的方式，金融机构可以发行高于其主体信用等级CB产品，以更低的成本获得融资。

交易商协会《试点通知》主要面向非金融企业，对于主体信用等级较低的非金融企业，通过住房或商业地产、土地使用权、准不动产等作为抵押担保或以物业运营收入作为质押担保的方式，企业可以发行高于其主体信用等级的CB产品，有利于企业拓宽融资渠道，降低融资成本。此外，参考国际CB产品的发行经验，对于国内银行等信贷机构而言，以信贷资产作为担保资产发行CB也是未来可尝试的融资方式之一。

在发行模式选择上国内CB实践以抵质押模式为主

从发行模式上，国际CB由发行人持有担保池和SPV持有担保池两种模式。对于国内CB产品的初步探索阶段，交易商协会《试点通知》提出抵质押模式和结构化模式两种交易结构；在抵质押模式基础

上，可开展结构化模式，引入信托计划等破产隔离载体。当前国内实践中仍以抵质押模式为主，根据《试点通知》，在抵质押模式下，发行人直接将担保池抵押/质押给CB投资人或债权代理人（即资产管理人），并通过物权登记的方式确保CB持有人对担保池具有的担保物权。

国内CB评级逻辑分析

国际评级机构认为债券投资者对CB发行人及担保池具有双重追索权，并且发行人是债券还本付息的第一还款来源，担保池对债券偿付提供额外支持。不同评级机构对于CB产品的评级逻辑略有差异，但整体评级思路都是基于发行人主体信用等级，根据担保池的破产隔离效果，结合担保池所担保债务免受发行人内部纾困影响的可能、偿付连续性、担保资产充裕性及对债券的覆盖程度等，确定CB的最终级别。

国内CB市场尚处于探索阶段，法律体系和市场环境与国际差异较大，适用CB的担保资产类型和参与主体也不尽相同，因此评级要素及评级逻辑也有所差异。

主体信用等级是CB产品信用等级分析的起点

发行人是CB产品的第一还款来源，也是CB产品信用等级分析的起点，在未丧失偿付能力的情况下，发行人的信用状况决定了CB本息能否按时足额兑付，特别是对于无法实现信用等级提升的CB产品，需

要更加关注发行人主体信用风险。主体信用风险主要可以从偿债资金来源对所需偿还债务的保障程度以及偿债资金来源可靠性等方面加以考量，同时可以从企业经营风险和财务风险等方面进行细化判断。此外，外部支持能够在一定程度上提高主体的抗风险能力。

担保资产质量及现金流覆盖程度决定了CB可获得的信用提升水平

担保资产质量

发行人作为CB的还款来源之一，在其未丧失偿付能力时，仅需对担保池进行动态评估管理，通过置换或追加等方式（如需）维持担保池流动性、覆盖比率等监控指标的水平；当发行人丧失偿付能力后，CB偿付则依赖于担保池产生的收入或变现现金流。担保池的动态监控或处置变现都要求担保资产是满足一定合格标准、权属明确、易于估值、易于变现的，因此担保资产类型、资产质量、交易流通环境及流通变现能力等因素也决定了CB产品可获得的信用提升水平。

国际CB评级方法中，以穆迪评级方法为例，担保池价值分析包括担保资产信用质量分析和担保池的再融资能力分析两方面，前者主要受资产类型影响，一般而言，政府部门债务优于住房按揭贷款，住房按揭贷款优于商业抵押贷款；再融资能力方面，在发生CB锚事件^①后、担保池中

① CB锚事件：若发起机构确保支付义务，则该事件不会发生。CB锚事件的发生不会必然导致证券违约。



在错配的情况下，只有通过担保池再融资的方式解决错配问题，才能实现担保池对CB信用水平的有效提升。在上述情况下，抵押贷款再融资依赖于相应资产交易流通市场的存在，否则将难以实现担保资产的快速融资或变现，进而无法依赖担保池对券端进行及时足额支付。

目前国内CB产品优先推动不动产、土地使用权、准不动产等流动性强、容易变现的资产类型^①。在对担保池进行动态评估管理或计算担保率等指标时，也需考虑担保物金额或担保资产价值确定的合理性。例如，对于以公允价值计量的投资性房地产，担保资产价值可参考其账面价值；对于以成本计量的固定资产，则需同时考虑其使用年限，对于年限较久的固定资产，需对其价值进行重新评估，并以重评估后的最新时点市场价格作为担保资产价值，以更好反映担保资产对CB本息的保障能力。

现金流覆盖程度

如果发行人丧失偿付能力，CB的兑

付则依赖于担保池产生的收入或变现现金流。如果担保池现金流入与CB本息兑付安排存在期限错配，或担保池价值不足以覆盖CB本息，CB则面临一定流动性风险。

国际CB评级方法中，以标普评级方法为例，在根据担保池现金流对信用风险敞口和再融资成本的覆盖程度确定可调升的信用等级后，还会根据CB产品的流动性设置及超额抵押承诺，进一步判断是否进行信用等级的调减。具体而言，流动性设置方面，如果CB无法获得至少6个月的流动性支持，则调减1个信用等级，其中流动性支持主要包括结构化的流动性支持（如到期日可延期、过手偿付）和外部流动性支持（如司法框架中要求担保池中需要有流动性资产）；超额抵押方面，如果发行人未承诺或宣布其会维持担保池的超额抵押水平，超额抵押水平则存在随时间减少的风险，针对此类情况需调减1个信用等级。

国内CB产品可以借鉴国际评级的思路，通过担保池抵押率动态评估、担保资

① 就不动产而言，保障性租赁住房或商品房等个人住房能够产生相对稳定的租金收入，同时国内个人住房的交易市场较为活跃，有利于担保池公允价值的确定、担保资产的及时处置变现和担保资产现金回收对CB的有效保障。

商业地产的租金或运营收入易受季节波动影响，且近年来受经济下行压力和疫情冲击，国内商业地产市场景气度和流通性也有所下降，整体来看，商业地产在现金流入稳定性及市场交易活跃度方面可能不及个人住房，因此对于商业地产作为担保池的CB产品，需对物业运营收入波动及抵押物价值波动的风险保持关注。

除不动产外，土地使用权同样具有可转让性质，且在转让过程中预计可产生一定的对价收入，因此可考虑将土地使用权纳入CB担保资产范围；但区别于个人住房和商业用房抵押，土地使用权作为担保资产的，在实现抵押权时，可能涉及土地上建筑物或其他附着物的处理，从而对担保资产的价值评估或变现效率产生一定影响。

产现金流压力测试等方式，由发行人及时调整担保池规模，以保证担保池的超额抵押水平及担保池对CB的保障程度。同时在交易结构设计和风险分析时，也需关注产品期限结构设置或偿付安排，以及CB可获得的外部流动性支持。

破产隔离效果的认定影响CB信用提升的程度

国内暂缺CB的法律法规，需关注CB产品契约约定层面的效力。相比于国际市场，国内目前缺少专门针对CB的法律法规，因此投资者对担保资产的追索权更依赖于合同约定及相关权属的登记证明。具体而言，合同约定方面，鉴于担保池的独立性无法获得专门的司法层面的支持，因此CB产品更依赖于以契约形式明确投资者对于发行人和担保资产的双重追索权。权属登记方面，根据交易商协会《试点通知》，为解决投资人可能较为分散而导致的办理抵押登记以及违约后追偿不便等问题，CB应明确债权代理人机制，由代理人代理投资者履行接受资产抵押、行使抵押权、处置抵质押资产等职责。抵质押登记有利于保障CB投资者对担保资产的优先受偿权。区别于国际评级方法对破产隔离的司法支持力度进行评价，现阶段国内CB评级无法仅从司法层面评价破产隔离的有效性，因此需要更多关注CB产品在契约约定层面的效力，以及担保资产抵质押登记的及时有效性。如果产品交易文件未能明确CB债务及担保池与发行人破产风险之间的隔离，或未及时将CB投资者或债权代理

人变更登记为担保资产的第一顺位抵押权人，则存在发行人破产导致CB违约、投资者无法从担保资产受偿、投资者无法对抗善意第三人或前序顺位抵押权人等风险；相应地，对破产隔离效果的认定也会影响CB产品能否突破发行人主体信用等级以及信用提升的程度。

通过触发机制及账户设置等可缓释CB面临的混同风险。如果交易文件约定以担保资产现金流作为偿债来源之一，当发行人发生信用危机时，担保资产现金流可能与发行人其他资金混同，导致CB偿付面临一定风险。因此，在交易结构设计方面，CB可参考国内ABS等结构化产品的设置，引入相应触发机制以缓释混同风险，例如在发行人发生信用危机时，加快担保资产现金流的归集频率或改变现金流归集路径。根据交易商协会《试点通知》，如以资产现金流作为偿付来源之一的，发行人应在资金监管机构开立独立的资金监管账户，明确约定基础资产的未来现金流进入资金监管账户，用于支付债券本息。监管账户等账户设置同样有利于缓释CB面临的混同风险。

关键参与方的履职能力和履职连续性

CB涉及管理人、资产服务机构、债权代理人、资金监管机构等众多参与方，相关参与方的尽职履约能力同样对担保池的动态管理及CB的兑付有一定影响。

国际评级方法会对参与方管理能力进行评估，以标普评级方法为例，在初始分析环节，会从资产负债管理及维持信用支



持水平等方面对CB产品管理人的管理能力进行事前评估，同时也会对管理人丧失履职能力后寻找到继任管理人的可能性进行评估，管理人履职情况的评估会影响CB信用评级等级能否高于发行人主体信用级别。

国内CB产品可在一定程度上借鉴国际评级方法，在风险评估时考虑关键参与方的履职能力和履职连续性。此外，从风险化解的角度，CB也可以参考国内资产支持证券（ABS）等结构化产品的交易设计，通过设置权利完善事件、解任事件等触发机制，进一步缓释参与方风险。

整体来看，在评级思路方面，破产隔离有效性是CB能否实现信用提升的关键因素，现阶段国内CB评级无法仅从司法层面评价破产隔离的有效性，因此需要更多关注CB产品在契约约定层面的效力，以及担保资产抵质押登记的及时有效性，担保池回款账户、回款频率等结构设置，以评估发行人发生破产、违约等情形后投资者能否从担保资产获得现金流偿还。在担保资产选择方面，现阶段国内CB优先推动不动产、土地使用权、准不动产等流动性强、容易变现的资产类型，相比国际上发展成熟的CB市场及丰富的担保池类型，我国现阶段的担保资产类型有利于担保池公允价值的确定、担保资产的及时处置变现和担保资产现金回收对CB的有效保障。国内CB评级逻辑如图4所示。

国内CB产品研究及发展意义

国内CB尚处于探索阶段，研究国际

CB对其发展具有借鉴意义。国际CB产品经过长期发展，目前法律体系与市场环境已经相对成熟，国内CB产品发展刚刚起步，市场尚处于探索阶段，在产品交易结构设计、风险分析等方面尚无较为成熟的体系。通过对国际CB市场的分析，有助于国内参与机构更好地理解与设计CB产品。但同时应注意到，国内无论是法律及市场环境，还是担保池类型、发行人等方面都与国际CB具有明显差异。从法律环境看，目前国内尚无专门的CB法律，可通过合同约定、抵质押权属登记、账户/担保池现金流划转等结构设置实现担保池在一定程度上的破产隔离，同时也可引入信托计划等破产隔离载体，实现更好的投资人保护效果；从担保池类型看，相比国际上丰富的担保池类型，国内现阶段优先推进不动产、土地使用权、准不动产等流动性高的资产类型，有助于提升担保池回款对CB产品的保障程度；从发行人角度看，《试点通知》主要面向非金融企业，参考国际CB产品的发行经验，对于国内商业银行等信贷机构而言，以信贷资产作为担保资产发行CB也是未来可尝试的融资方式之一。

CB与国内抵押债券、ABS/MBS（住房抵押贷款）、类RIETs等有相似之处，但CB仍具有自身独特性，在国内具有其发展意义。首先，对于投资人，CB的双重追溯特点提供了双重保障。CB的双重追溯分别为来源于发行人自有资金和担保池价值（现金流），相对于仅依靠发行人信用的投资产品，投资者可通过对担保池的选

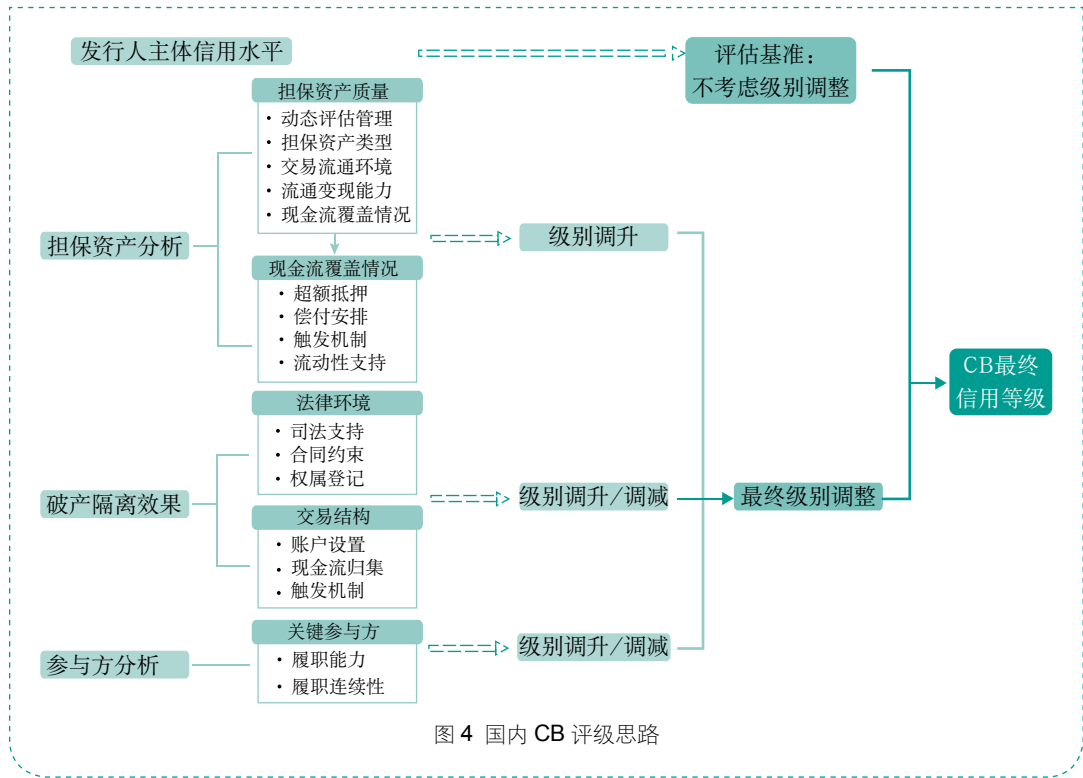


图4 国内CB评级思路

择，在一定程度上对抗该发行人的特定风险。从偿债资金来源看，国内抵押债券、MBS中的CMBS（商业住房抵押贷款）、类REITs等与CB有相似之处，通常通过设置发行人的差额补足提供发行人与担保池的双重追索权；相较于完全依赖于破产隔离的ABS，包括MBS中的RMBS（个人住房抵押贷款）产品，CB投资人可站在发行人信用的肩膀上获得更高的安全保障。其次，对于发行人，CB以表内融资为主，助力盘活多样存量资产，担保池及结构设置更加灵活及多样化。与国内ABS/MBS等表外融资不同，CB通过以表内资产作为担保池，有助于发行人以表内资产进行融资；国内CMBS/类REITs等在产品设计上优先

以基础资产现金流作为偿还来源，完全依赖于破产隔离的ABS产品更是将基础资产现金流作为唯一偿还来源，基础资产现金流依赖程度高；CB产品将发行主体作为第一偿还来源，担保池对现金流匹配的要求相对更低，可选择的资产种类可能更加灵活及多样化，与抵押债券相比，理论上发行人可通过发行CB实现债券分层及部分增级，期限结构设置也更加灵活，既能满足不同期限及级别要求的投资需求以促成发行，又能一定程度上通过信用增级降低融资成本。最后，对于市场，CB是拓展融资渠道的一种探索。CB可实现分层及部分增级，且资产类型更加多元化，可助力一些传统行业拓宽融资渠道。另外，CB的增级



功能顺应改善评级区分度的大趋势, 届时可能成为降低融资成本的一个探索方向。

房地产行业政策频出, 利好以优先推动不动产/土地使用权作为担保池的CB产品的发展。根据《试点通知》, 国内现阶段优先推动以不动产、土地使用权、准不动产等流动性较好的资产作为担保池, 当前, 我国房地产领域出台多项宽松政策, 有助于加大对房企融资支持力度, 以缓解部分房企面临的流动性风险, 增强市场对房地产行业的信心, 进而利好以优先推动

不动产/土地使用权作为担保池的CB产品的发展。此外, 近年来, 我国各地大力推进保障性租赁住房的发展, 多措并举引领金融机构加强对保障性租赁住房衍生出的相关金融资产的支持, 保障性租赁住房REITs也逐渐进入常态化发展态势。未来随着保障性租赁住房进一步发展, 以其作为担保资产的CB产品有望在政策支持下, 开辟绿色通道, 提升发行效率。^[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献:

- [1] 王乐兵. 欧洲资产担保债券与中国资产证券化: 改革、比较与借鉴[J]. 法学杂志, 2017, 38(10): 120-130.
- [2] 邹晓梅. 不动产证券化三模式比较: MBS、CB和REITs[J]. 金融市场研究, 2016(09): 61-67.
- [3] Covered Bonds Rating Criteria[EB/OL]. <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/covered-bonds/covered-bonds-rating-criteria-08-08-2022/>.
- [4] Covered Bonds: Covered Bond Ratings Framework: Methodology And Assumptions[EB/OL]. <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/9234986>.
- [5] Covered Bonds: Covered Bonds Criteria[EB/OL]. <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/8923943>.
- [6] Moody's 30 year Idealized Cumulative Expected Default and Loss Rates[EB/OL]. https://www.moody's.com/research/Moodys-30-year-Idealized-Cumulative-Expected-Default-and-Loss-Rates--PBS_SF434522.
- [7] Moody's Approach to Rating Covered Bonds[EB/OL]. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1349045.
- [8] Moody's Rating Symbols and Definitions[EB/OL]. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004.

An Analysis of the Characteristics and Rating of Domestic Covered Bonds

LOU Yuan ZHANG Yue CAO Yuxuan
(China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.)

Abstract Covered bonds have a long history in Europe, aided by a mature legal system and market environment. China's domestic market for mortgage bonds and asset-backed securities is well developed, but the use of covered bonds has lagged due to shortcomings of the legal system and the overall market environment. This paper examines the characteristics of domestic covered bonds and the logic employed in the rating process. It also compares the domestic and international markets. Additionally, it explores the significance of covered bonds in conjunction with relevant domestic policies, with a view to providing market participants with a broader analytical perspective.

Keywords Covered Bonds, Insolvency Segregation, Issuance Model, Rating Logic

JEL Classification E44 G24 N20