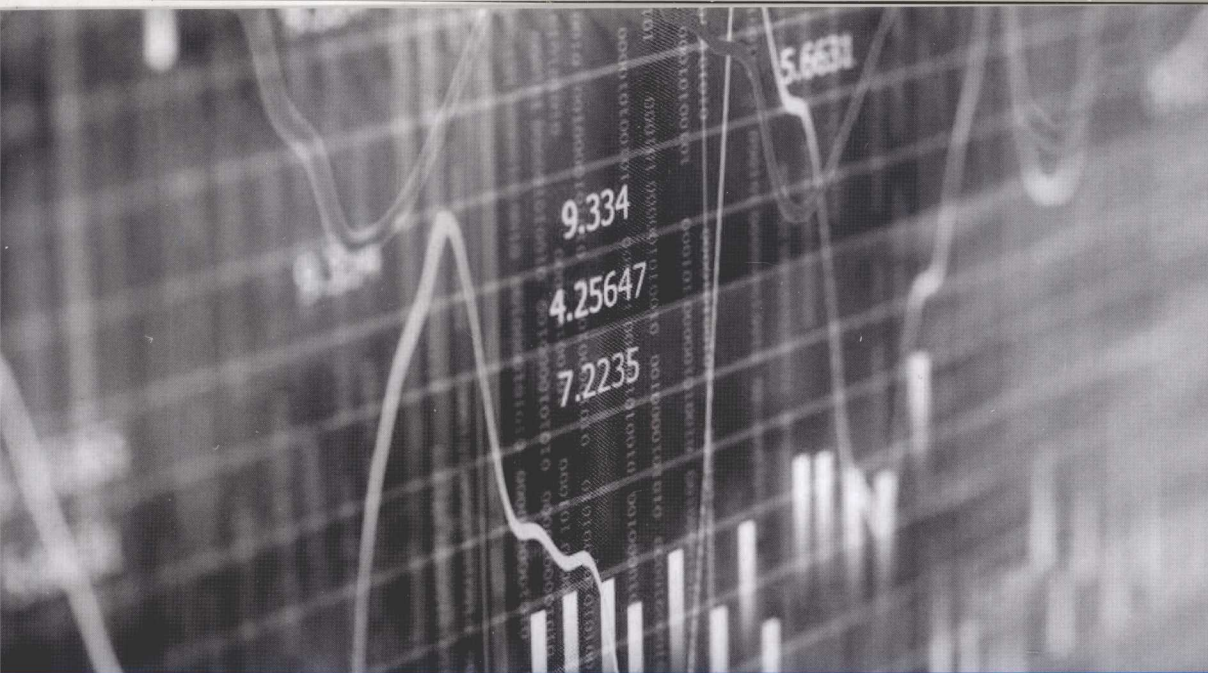




中国资产证券化

的发展历程与推进思路

The Past and the Future of
Securitization in China

宋强 著

南开大学出版社

中国资产证券化的发展历程与 推进思路

**The Past and the Future of Securitization in
China**

宋强 著

南开大学出版社

天 津

图书在版编目(CIP)数据

中国资产证券化的发展历程与推进思路 / 宋强著.
—天津:南开大学出版社,2015.9
ISBN 978-7-310-04839-7

I. ①中… II. ①宋… III. ①资产证券化—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 138866 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人:孙克强

地址:天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码:300071

营销部电话:(022)23508339 23500755

营销部传真:(022)23508542 邮购部电话:(022)23502200

*

北京楠海印刷厂印刷

全国各地新华书店经销

*

2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

230×170 毫米 16 开本 21.25 印张 280 千字

定价:40.00 元

如遇图书印装质量问题,请与本社营销部联系调换,电话:(022)23507125

序

资产证券化作为一项重要的金融创新，已成为欧美资本市场中重要的融资工具，即便经历了次贷危机的冲击，资产证券化仍是金融业发展的主流趋势之一。

我国资产证券化起步较晚，20 世纪 90 年代初步引入资产证券化理念，直到 2005 年才开始正式试点，其间受次贷危机影响而一度停止，在资产规模、发展速度等方面与发达国家相差甚远，不过这也说明资产证券化在我国具有广阔的发展空间。与十年前相比，我国推行资产证券化的主客观条件更为成熟。现实经济中存在中小企业融资难、地方政府债务庞大、银行业信贷风险积聚等问题，而资产证券化具备降低融资成本、分散投资风险等功能，加快探索和试验不失为解决这些问题的可行途径。在此背景下，监管层于 2012 年重启信贷资产证券化并批准了 500 亿元的试点额度，2013 年进一步将试点额度规模提升到 3000 亿元。尽管如此，与美国近年来常态化的 2 万亿美元证券化产品的发行规模相比，我国资产证券化水平仍与经济总量不相匹配。

当前阻碍我国资产证券化发展的障碍是什么？资产证券化发展的着力点在哪里？解答这些问题对于推进我国资产证券化进程具有重要意义。宋强博士对上述问题做了有新意的探讨。

作者回顾了我国资产证券化在实践操作和监管法规方面的发展历程，总结了我国资产证券化的特征和不足，指出推动资产证券化有助于

实现人民币国际化和利率自由化，有助于银行业资产负债表的重整与强化，有助于金融业整体成长和经营效率的提高，并从法律条例、会计制度、税收规定、市场建设、监管体系五个方面剖析了资产证券化目前面临的问题。

作者认为，推动我国金融资产证券化的三类较好的标的资产是住房贷款、学生助学贷款以及中小企业贷款。住房、教育是关系民生的重要领域，中小企业是创造就业的主力军，通过资产证券化盘活银行和企业的存量资产，可以提高银行为广大居民提供住房贷款、为贫困学生提高助学贷款的积极性，可以为融资约束较高的民营企业开拓新的融资渠道，激活民营经济活力。围绕发展住房贷款、学生助学贷款以及中小企业贷款这三个领域的资产证券化，作者借鉴最发达的美国资本市场的经验，探讨了美国相对应的各个市场的发展现状、制度形成背景、制度演进过程，并非常详细地介绍了三类证券化产品的流程、特性、定价等内容，为我国在此方面的发展提供了可值参考的操作模板。此外，资产证券化作为次贷危机的推手，其风险防范不可忽视。作者从美国公共部门和私人部分两个方面总结了美国次贷危机的经验和教训，为我国发挥资产证券化积极作用的同时抵御其不利影响提供了有益参考。

宋强博士具有在国内外金融领域工作的丰富经验，同时他注重理论的探索，结合了自身在实践积累和长期的思考，大胆地提出了自己的思路。他在南开大学攻读博士学位期间，锲而不舍，勇于探索，将自己的一些思考和见解与教师和博士生们交流，并将这些思考和探索系统整理，部分成果已在国内学术期刊上发表，而本书的出版更对于完善我国资产证券化市场建设具有很高的参考价值。

周立群

2015年7月于南开园

前 言

我国自从 1992 年开始推动金融资产证券化，一时风起云涌，直到 2005 年左右停滞下来，相比于先进的金融与资本市场，我国的金融资产证券化可以说还只是处于发展的初级阶段，规模与复杂精巧的程度都远远不够。但是今天我国面对的大环境已经有了巨大的改变，主观与客观条件均已比十年前成熟，推行金融资产证券化的需求其实更加迫切，推行金融资产证券化对于我国的经济和金融发展至少有两大方面的积极意义。

第一个积极的意义，就是金融资产证券化可以成为人民币国际化和我国利率自由化的巨大推力。首先，随着我国的经济的发展，国际贸易地位逐年强化，至 2014 年中累积的外汇储备早已接近 4 万亿美元，而且在可见的将来应该还会继续增加，未来人民币在国际贸易的地位势必更加强固，人民币成为“硬货币”（hard currency）的国际化不可避免。当人民币在境外广泛流通时，除了必然被作为交易媒介之外，势必有很庞大的数量被短期或长期“储蓄”起来，美元与欧元都是非常好的范例。但是人民币本身并不能够为储蓄者或投资人提供利息或收益，因此必须要发展出足够的金融工具给人民币的持有人，良好的资产证券化金融商品在这一方面必定能扮演极为重要的角色。其次，2013 年中国的经济规模已经位居世界第二位，然而作为中国经济发展血脉的金融体系远远落后于实体产业的发展，一个比较落后的金融体系势必会拖累到未来中国的

整体发展速度，所以金融自由化也成为“十二五”的重要目标之一，其中利率自由化更是金融自由化的重要课题。利率代表了资金的价格，自由化的利率是市场经济最重要的具体指标之一，一个运作良好的利率市场会让资金的分配更有效率，引导资金在经济体系中得到更有效的运用。同样的，一个运作良好、大规模的金融资产证券化形成的高品质债券市场，必定能够协助我们推行利率自由化，为中国做出更有效率的资金价格发现和资源配置。

第二个积极的意义，就是推动我国银行业资产负债表的重整与强化，并给予整体金融服务业一个重大的成长契机。改革开放以来，中国社会、经济发展突飞猛进，但是社会主义市场经济的体制还未完善，与实体经济配套的金融在快速发展的同时凸显出了一些比较重大的问题，表现在金融架构中的最具体现象就是我国的金融体系是以银行为主导，银行体系是我国金融服务体系的核心，担负了融通整体经济的主要责任。与此同时，中国的银行业又受到了严格的存贷比与风险资本的监管，为了能够维持优良的（纸面上的）运营指标，银行利用了目前的法规空隙，创造出中国所独有的“银信合作”，把信贷资产转到了（资产负债）表外，经由信托业者包装后出售给了一般的大众，让他们在不知情的状况下来承担信贷风险。表面上，近年来银行业和信托业间合作模式频现创新，规模更屡创新高，已经达到了数万亿元的规模；但是究其根底，这除了代表国内的民众对于投资理财产品确有强大需求之外，现行的这类银信合作其实是一个不规范的、零售形式的资产证券化，它真正的作用就是使银行规避了监管，对投资人/消费者保护基本上付之阙如，对我国银行业的稳健经营形成了巨大的潜在威胁，给未来经济与社会的稳定播下一颗不稳定的种子，不容有识者的忽视。我们应该推动正规的金融资产证券化，发挥统合监管的力量消灭各种乱象，将银行业的经营导入正轨，并提供整体金融服务业的发展契机。

我国独特的社会与经济发展的历史，使得银行在金融服务业中成为

主流，资本市场不发达、其他融资市场及融资工具缺乏，这个现象的副作用就是导致其他金融服务行业还处在比较边缘化的状态：例如信托业经由“银信合作”成为银行业的附庸，无法完全发挥信托业该有的功能；我国的固定收益市场、衍生性金融工具市场也都还比较不发达，证券业的业务与产品种类比较局限；保险业缺乏长期资产来做良好的资产负债管理，而外币的长期资产会让保险公司暴露于外汇风险，使得作为社会安全网重要组成部分的保险业成长受到一定的制约；最后，固定收益市场的不发达也使投资工具缺乏，专业的证券投资基金投资业的成长也受到了制约，大众缺乏投资管道，社会上的闲置资金难以经由资本市场再投入循环得到更有效率的运用。金融资产证券化的发展需要各个金融服务行业的协力参与：银行业提供基础资产；征信业提供借款人的信用资料；信托业提供发行的信托、保管、各种专业管理、服务机制；证券业提供一级（承销）及二级（交易）市场；信评业提供确实的信用评级；保险业及证券投资基金业为资产证券化产品提供吸纳的管道。金融服务业各个行业的参与不但会促进行业本身的成长，创造众多的就业机会，更重要的是为中国的经济及金融体系创造出更健康的条件，作为人民币国际化与利率自由化的先锋。

笔者认为，要加速推动我国的金融资产证券化，应该从深入了解外国最先进的制度着手，吸取先进市场的经验，才能让我国的金融资产证券化于未来实现“蛙跳式”的成长，迎头赶上。因此，本书写作的角度是从宏观面切入，首先论证我国现时推动金融资产证券化的迫切性，并指出我国最值得推动金融资产证券化的三个领域，即住房贷款、学生助学贷款以及（中小）企业贷款，再在后续的章节中逐一探讨美国相对的各个市场、制度的形成背景及制度演进过程、产品的特性，目的就是要汲取外国金融资产证券化成功与失败的经验，作为我国推动金融资产证券化的参考，最后在“结论与建议”一章中，对于我国未来加速推动金融资产证券化提出具体的建议与做法。

综合来说，本书的主要创新有以下三点：

第一，论证了我国推动金融资产证券化对于人民币国际化及利率自由化的成功有关键性的影响，更有助于我国银行业资产负债表的重整与强化，为整体金融服务业的成长提供了契机。本书提议，由对于我国社会具有重大意义与影响的住房贷款、学生贷款、中小企业贷款三大市场着手推动金融资产证券化，并且对我国加速推动金融资产证券化提出具体的政策建议与做法。

第二，对于世界最先进的美国资产证券化市场的发展进程做了深入的梳理，从历史源头开始详细分析了美国联邦政府的参与和干预、政策演变、政府机构和政府资助企业的设立、资产证券化市场的演变、市场规模、产品特性等，并总结了美国在金融资产证券化整体成功与失败的经验，作为我国未来加速推动金融资产证券化的参考。

第三，针对财务金融理论与市场实务操作科学结合的需要，具体提出：①房贷一级市场的对冲避险机制及各种相关特异型期权的评价与运算法；②组建多档发行房贷支持债券的一个基于混合整数规划的大型最优化数学模型。以上述两组模型为基础，未来可以更快速发展适合我国国情的资产证券化的一级和二级市场。

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 中国资产证券化发展历程	1
第二节 我国资产证券化的特征和不足	6
第三节 我国资产证券化发展状况：以三大市场为例	10
第四节 研究思路	25
第二章 文献综述	29
第一节 我国资产证券化的意义	30
第二节 我国资产证券化存在的问题	34
第三节 资产证券化和次贷危机：教训与启示	42
第四节 我国资产证券化的发展策略	46
第五节 国外文献述要	50
第三章 从金融创新到金融资产证券化	57
第一节 金融理论与实务创新	57
第二节 金融资产证券化	70
第四章 政府参与的住房抵押贷款证券化	81
第一节 政府机构与政府资助企业	82
第二节 从大萧条到金融海啸：政府干预与资助	96
第五章 最基本的房贷支持转手债券	110
第一节 房贷支持转手债券	111

第二节 一级市场：固定利率、利率风险及其转移机制	127
第六章 多档次房贷支持债券	140
第一节 多档次房贷支持债券的市场及其种类	141
第二节 债券的组建：一个优化模型	166
第七章 学生助学贷款证券化	180
第一节 学生助学贷款	180
第二节 学生助学贷款的证券化	196
第八章 企业债权证券化	210
第一节 信用衍生性产品及企业债权证券化	211
第二节 企业债权证券化的市场、要素与类型	234
第九章 结论与建议	250
第一节 美国次贷危机的经验与教训	250
第二节 我国推动金融资产证券化的思路	262
第三节 加快我国金融资产证券化的政策建议	278
参考文献	304
后 记	325

第一章 绪 论

第一节 中国资产证券化发展历程

1.1.1 发展历程

中国资产证券化的实践始于 1992 年，在这二十多年的发展过程中，资产证券化市场规模不断扩大、活力也逐渐增强，市场规范性、专业性日益提高完善，但是与欧美等发达资本市场上证券化水平相比，我国的资产证券化发展还很滞后，有非常大的提升空间。任何事物的进步都需要汲取过去的经验教训，资产证券化的发展自不例外，所以梳理中国资产证券化发展历程就显得尤其重要。

纵观中国资产证券化历程，由两条道路交织而成：一是企业和金融机构的资产证券化实践；二是金融监管当局对资产证券化的监督引导。按照时间顺序，下面用表 1.1 和表 1.2 来描述上述两条发展历程：

表 1.1 企业和金融机构的资产证券化实践

时间	发行主体（证券化资产所有者和受委托发行机构）	产品名称	标的资产	金额
1992 年	三亚市开发建设总公司	三亚地产投资券	三亚市丹州小区 800 亩土地	2 亿美元
1996 年	珠海市高速公路有限公司	珠海高速公路资产担保债券	当地机动车管理费及外地过境机动车所缴纳的过路费	2 亿美元

续表

时间	发行主体（证券化资产所有者和受委托发行机构）	产品名称	标的资产	金额
1997 年	广深高速公路控股有限公司	广深高速公路资产担保债券	高速公路所收费用	6 亿美元
2000 年	中国国际海运集装箱集团股份有限公司	集团应收账款商业票据	中集集团应收账款	8000 万美元
2002 年	中国远洋运输总公司、中国工商银行 ¹	应收运费支持证券	集装箱船未来应收运费	6 亿美元
2003 年	信达资产管理公司、德意志银行	不良资产支持证券	建筑工程不良资产	债权余额 25.5 亿元人民币
2003 年	华融资产管理公司、中信信托有限责任公司 ²	不良资产处置信托项目	不良债权资产	132.5 亿元人民币
2004 年	工行宁波分行、瑞士信贷第一波士顿	不良资产证券化项目	不良债权资产	26 亿元人民币
2005 年	中诚信托投资有限责任公司、国家开发银行	开元信贷资产支持证券	信贷资产	41.77 亿元人民币
2005 年	中国建设银行 ³	建元个人住房抵押贷款证券化信托	个人住房抵押贷款	30.17 亿元人民币
2006 年	中国东方资产管理公司、中诚信托投资有限责任公司	东元 2006-1 重整资产证券化试点项目	东方公司收购的原建行辽宁地区可疑类贷款	10.5 亿元人民币
2006 年	信达资产管理公司、中金公司	凤凰 2006-1 资产证券化信托优先级资产支持证券	信达公司收购的中国银行广东省分行可疑类贷款	48 亿元人民币
2006 年	国家开发银行 ³	国家开发银行 2006 年第一期信贷资产证券化信托	优质公司贷款	57.3 亿元人民币
2007 年	国家开发银行、平安信托投资有限责任公司	国家开发银行 2007 年第一期信贷资产证券化信托	银行信贷	80 亿元人民币

续表

时间	发行主体(证券化资产所有者和受委托发行机构)	产品名称	标的资产	金额
2007 年	浦发银行	浦发 2007 年第一期信贷资产支持证券	银行信贷	43.8 亿元人民币
2007 年	工商银行	中国工商银行 2007 年工元一期信贷资产支持证券	银行信贷	40.21 亿元人民币
2008 年	中信银行	中信银行信贷支持支持证券	对公贷款	40.77 亿元人民币
2008 年	中国工商银行	建元 2008-1 重整资产证券化信托、通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托	商业银行不良资产和汽车金融公司车贷	80.11 亿元人民币
2008 年	上汽通用汽车	通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托资产支持证券	个人汽车抵押贷款	19.93 亿元人民币
2008 年	招商银行	招元 2008 年第一期信贷资产证券化信托	银行信贷	
2012 年	国开行	信贷资产支持证券	银行信贷	101.6 亿元人民币
2012 年	交通银行	交银 2012 年第一期信贷资产证券化	交行优质企业贷款	30.3 亿元人民币

注：1. 中国工商银行并未参与中国远洋运输总公司最初的资产证券化过程，只是为中远安排融资置换其境外 ABS 和 CP 项目融资；

2. 华（融）中（信）不良资产信托项目借鉴资产证券化交易原理及模式，但并非严格意义上的资产证券化，被称为“准资产证券化”；

3. 建行和国开行成为国内首批获准发行资产支持证券的机构。

资料来源：作者整理自中国资产证券化网、中国资产证券化论坛、各相关银行网站。

1.1.2 资产证券化监管

表 1.2 资产证券化监管

法规条例名称	颁布机构	颁布时间	主要内容或实际意义
《中华人民共和国公路法》	全国人民代表大会常务委员会	1997 年	开发、经营公路的公司可以依照法律、行政法规的规定发行股票、公司债券筹集资金
《特种金融债券托管回购办法》	中国人民银行	1997 年 7 月	规定由部分非银行金融机构发行的特种金融债券，均需办理资产抵押手续，并委托中央国债登记结算公司负责相关事项。这在某种程度上使不良资产支持债券的发行成为可能
《信托投资公司管理办法》	中国人民银行	2001 年 1 月	加强对信托投资公司的监督管理，规范信托投资公司的经营行为，促进信托投资公司的健康发展
《信托法》	全国人民代表大会常务委员会	2001 年 1 月	调整信托关系，规范信托行为，保护信托当事人的合法权益，促进信托事业健康发展
《信托投资公司资金信托管理暂行办法》	中国人民银行	2002 年 6 月	以上三部针对信托的法律为我国资产证券化采取 SPT 模式提供了法律依据
《2002 年货币政策执行报告》	中国人民银行	2003 年 2 月	报告中提出“积极推进住房贷款证券化”
《证券公司客户资产管理业务试行办法》	中国证券监督管理委员会	2003 年 9 月	证券系统可依据其中的专项资产管理计划开展企业资产证券化
《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	国务院	2004 年 2 月	其中第四条“健全资本市场体系，丰富证券投资品种”中提出，加大风险较低的固定收益类证券产品的开发力度，为投资者提供储蓄替代型证券投资品种，积极探索并开发资产证券化品种
《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》	中国人民银行	2004 年 12 月	为资产证券化产品流通扫清障碍
《信贷资产证券化试点管理办法》	中国人民银行、中国银行业监督管理委员会	2005 年 4 月	规范信贷资产证券化试点工作，保护投资人及相关当事人的合法权益，提高信贷资产流动性，丰富证券品种

续表

法规条例名称	颁布机构	颁布时间	主要内容或实际意义
《建设部关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》	建设部	2005 年 5 月	配合做好个人住房抵押贷款证券化试点工作
《信贷资产证券化试点会计处理规定》	财政部	2005 年 6 月	对资产证券化相关机构的会计处理进行了全面规范
《资产支持证券信息披露规则》	中国人民银行	2005 年 6 月	规范资产支持证券在银行间债券市场的登记、托管、交易和结算等行为
《中国人民银行公告》〔2005〕15 号	中国人民银行	2005 年 6 月	就资产支持证券在银行间市场的登记、托管、交易和结算等事项明确了相关规定
《资产支持证券交易操作规则》	全国银行间同业拆借中心	2005 年 8 月	对资产支持证券交易提供报价、交易、行情和信息服务做出相关规定
《资产支持证券发行登记与托管结算业务操作规则》	中央国债登记结算有限责任公司	2005 年 8 月	规范了资产支持证券的发行、登记、托管、结算以及兑付行为
《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》	中国银行业监督管理委员会	2005 年 11 月	促进金融机构审慎开展信贷资产证券化业务,有效管理和控制信贷资产证券化业务中的相关风险,保护投资人及相关当事人的合法权益
《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》	国家税务总局	2006 年 2 月	对证券化过程中各个环节的税收问题做出了规定
《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》	中国证券监督管理委员会	2006 年 5 月	规范证券投资基金投资于资产支持证券的行为,保护基金份额持有人的利益
《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》	中国银行业监督管理委员会	2007 年 3 月	废除了《信托投资公司资金信托管理暂行办法》,为资产证券化 SPT 模式运作提供进一步的法律完善

续表

法规条例名称	颁布机构	颁布时间	主要内容或实际意义
《信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项公告》	中国人民银行	2007 年 8 月	进一步规范基础资产池信息披露的内容和标准
《证券市场资信评级业务管理暂行办法》	证监会	2007 年 9 月	为我国企业资产证券化的顺利开展提供了有力保障
《关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知》	银监会	2008 年 2 月	再次强调“真实出售”、“经济实质”，要求实现全面风险控制
《商业银行资产证券化风险暴露监管资本计量指引》	银监会	2009 年 12 月	规范商业银行资产证券化风险暴露的监管资本计量，加强资产证券化业务的风险管理
《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	银监会、财政部	2012 年 5 月	鼓励探索采取多元化信用评级方式，支持对资产支持证券采用投资者付费模式进行信用评级
《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	中国银行间市场交易商协会	2012 年 8 月	推动金融市场发展，拓宽非金融企业融资渠道，规范非金融企业在银行间债券市场发行资产支持票据的行为，保护投资者合法权益

资料来源：作者整理；赵静，资产支持证券的监管制度研究，2010；各相关职能部门网站。

第二节 我国资产证券化的特征和不足

1.2.1 资产证券化的特征

表 1.1 和表 1.2 从实践和法律层面对我国资产证券化进程中的代表性进展做了归纳总结。通过梳理，可以看出我国资产证券化的如下特征：

第一，证券化标的资产种类开始增加，参与主体不断多元化。具体