

WILEY



结构化金融与证券化系列丛书

结构化产品和 相关信用衍生品

STRUCTURED PRODUCTS AND RELATED CREDIT DERIVATIVES

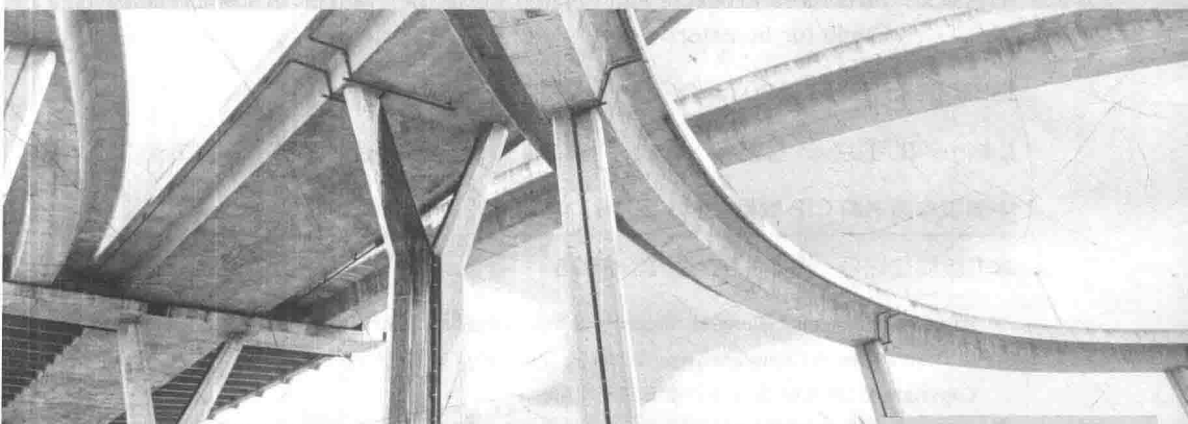
A Comprehensive Guide for Investors

[美] 布赖恩 P. 兰开斯特 (Brian P. Lancaster)
格伦 M. 舒尔茨 (Glenn M. Schultz) 著 宋光辉 陈宁 杨桦 等译
弗兰克 J. 法博齐 (Frank J. Fabozzi)



机械工业出版社
China Machine Press

结构化金融与证券化系列丛书



结构化产品和 相关信用衍生品

STRUCTURED PRODUCTS AND
RELATED CREDIT DERIVATIVES

A Comprehensive Guide for Investors

布赖恩 P. 兰开斯特 (Brian P. Lancaster)
[美] 格伦 M. 舒尔茨 (Glenn M. Schultz) 著 宋光辉 陈宁 杨桦 等译
弗兰克 J. 法博齐 (Frank J. Fabozzi)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

结构化产品和相关信用衍生品 / (美) 兰开斯特 (Lancaster, B.P.), (美) 舒尔茨 (Schultz, G.M.), (美) 法博齐 (Fabozzi, F.J.) 著; 宋光辉等译. —北京: 机械工业出版社, 2016.2

(结构化金融与证券化系列丛书)

书名原文: Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors

ISBN 978-7-111-53035-0

I. 结… II. ①兰… ②舒… ③法… ④宋… III. 金融产品 - 研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 036022 号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-8075

Brian P. Lancaster, Glenn M. Schultz, Frank J. Fabozzi . Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors.

Copyright © 2008 by John Wiley & Sons , Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2016 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

结构化产品和相关信用衍生品

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 黄姗姗

责任校对: 董纪丽

印刷: 中国电影出版社印刷厂

版次: 2016 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 28.5

书号: ISBN 978-7-111-53035-0

定价: 89.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

丛书序一

十几年来，资产证券化一直都是热门词汇，经济、管理、金融等专业人士自不必说，就是那些对社会时事和热点稍有关注的人，都会有意无意地感受到资产证券化的影响力。然而，由于中国资产证券化起步较晚，其在中国并没有真正得到大众甚至是金融专业人士应有的重视与充分的研究。资产证券化伴随着利率市场化和金融自由化的历史进程深刻地影响了美国的经济乃至社会，甚至可以被视为一种变革性的社会现象。本套“结构化金融与证券化系列丛书”全面引进美国主流的结构化金融与证券化的专业图书，涵盖广泛且不失深度，构建了相对完善的知识体系，相信有助于国内读者熟悉和了解资产证券化这一最具创新、最为复杂也最有激情与挑战的金融工具。

资产支持证券在美国的金融体系里，被视为固定收益市场的一部分，与美国国债、市政债券、公司债券一起，构建了规模巨大的固定收益市场。按其规模，资产支持证券的总额仅次于美国国债。固定收益市场的发展大大推动了美国直接金融体系的发展。美国的资产证券化产品按照基础资产类别分为抵押支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）以及债务担保证券（CDO）。中国的资产证券化产品，市场人士按照所受监管不同，将其分为企业资产证券化产品和信贷资产证券化产品。

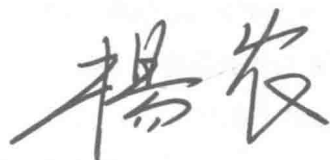
从美国的资产证券化市场的发展历史来看，尽管美国的资产证券化发展有很多原因，但是大体可以归为两类。

一是市场无形的手。美国原本直接金融体系就相对发达，在资产证券化市场发展之初，就已经形成了一个以国债、市政债、公司债等为主体品种的极具深度与广度的固定收益市场。随着第二次世界大战之后经济增长黄金时代的来临，各类经济主体对金融的需求更加多样化，不断增长的需求成为金融创新的原动力。同时，美国居民的金融资产中银行存款占比自 20 世纪 70 年代以来稳定下降，更多的资金通过保险、基金等方式进入资本市场。美国日益扩大的贸易逆差，使得很多国家持有了巨额美元，这些美元也以投资国债、股票、公司债券等形式进入了美国资本市场。金融体系中积聚的资金为资产支持证券市场的发展提供了充足的燃料。

二是政府有形的手。美国政府利用金融手段支持个人住宅市场的稳定和发展，成立了两家“政府资助机构”——房利美和房地美，为以合格贷款为基础资产的抵押支持证券提供担保，将联邦政府信用注入产品，消除了抵押支持证券产品的信用风险，大大提高了这类产品对投资者的吸引力。另外，房利美和房地美为合格的抵押贷款设立了一系列条件，提高了整个产业链条的标准化，大大增强了产品的流动性。从发展之初至今，抵押支持证券占有资产证券化产品的比例一直维持在 80% 以上的规模，成为资产支持证券市场的中流砥柱。

改革开放以来，我国的金融市场实现了跨越式发展，对实体经济的支持作用日渐加强，在社会融资中扮演的角色日益重要，一个国家如果没有功能齐全并具备一定规模的金融市场，就无法支撑整个国家的经济运行甚至社会稳定。尤其值得关注的是，近些年来银行间市场的快速发展，为固定收益市场建立了良好的基础设施，形成了适合中国国情的市场惯例，培育了扎实的投资者群体。所有这些，为中国资产支持证券市场的发展打下了坚实的基础。从中国的国情来看，中国经济经过 30 多年的高速发展，原有的金融体系面临着转型的考验。在我国债券市场超常发展的同时，资产证券化市场的发展却障碍重重，这值得我们深入思考和研究。资产证券化与结构化金融作为融资创新安排，企业通过资产而非自身信用融资，或许能够化解金融市场转型过程中的债务难题。

总之，资产证券化在中国是一个新生事物，其发展机遇与挑战并存，风险与收益兼具。对于这类新生事物，我们不应当下一个简单的是非优劣的定论，而应该多花一些时间，认真研究这些事物的特性与本质，努力做到在实践过程中扬长避短；多学习国外的先进经验并结合中国的实际，进行改良与创新，如此才会真正有益于中国资产证券化乃至中国金融市场的健康发展。

A handwritten signature in black ink, consisting of the characters '杨农' (Yang Fei) in a cursive style.

中国银行间市场交易商协会副秘书长

丛书序二

美国自 20 世纪 70 年代以来，出现了以“资产证券化”为现象的金融创新浪潮。此套丛书命名为“结构化金融与证券化系列丛书”，系统引进美国“资产证券化”领域各方面的经验总结，旨在帮助国内金融从业人员理解资产证券化，并且掌握结构化金融这一现代金融技术。

结构化金融兴起于金融创新的时代，至今没有形成固定的概念。法博齐在书中为其下了一个定义：所有能够解决原有金融体系与工具不能够解决的金融需求的创新金融手段。这实际上是将结构化金融与创新金融等同起来。

笔者基于对结构化金融的研究，尝试为结构化金融下一个更为详细的定义，将重心放到“结构化”这一定语之上。结构化体现在两方面：一方面是将部分资产从主体的整体资产负债表中剥离出来，用于进行单独融资；另一方面是针对原本相同的金融产品，通过优先劣后分级、期限分级、总收益互换、购买信用衍生品和利率衍生品等手段，创造出具有不同风险、期限等特征的新型金融产品。这些金融产品源于基础资产，但是表现出与基础资产完全不同的风险收益特征。借助这一技术，华尔街掌握了自行创造本不存在的金融产品的能力，从而拥有了“点石成金”的特异功能。

资产证券化正是结构化金融普遍应用于金融体系的过程。资产证券化充分

运用了结构化金融的技术。通过成立特殊目的载体，将信贷资产从银行等信贷企业的资产负债表剥离出来，从而具备了独立的信用特征。利用特殊目的载体基于被剥离的资产属性进行融资，能够使信贷企业实现融资、流动性危机化解、规避监管资本要求等各方面的目的。为满足投资者不同的风险、期限偏好，这些特殊目的载体的负债被进行结构化分级，如优先劣后分级、期限分级等。

然而，结合利用这两种结构化金融手段所进行的金融活动，还不是资产证券化，最多只能称为结构化融资。国内通常将两者混为一谈。很多信托公司通过设立信托计划，收购信贷企业的信贷资产，并且以此为担保，设计不同优先级的产品，分别面向机构投资者与高净值客户进行出售。这难道不是一种资产证券化吗？当然不是。

资产证券化，除了运用结构化金融的技术之外，同时还运用了证券化的技术。证券化的技术包括集中交易化、标准化、规模化、做市商等。证券化的目的在于提高资产的流动性、可分性、可逆性以及价格稳定性。换言之，在于提高资产的货币性。

资产证券化的进程，使得证券与商业银行存款的差别越来越模糊，使得投资银行等新型金融机构与商业银行等传统金融机构业务的差别越来越细微。因此，出现了影子银行的概念。在部分准备金的制度之下，商业银行重要且特殊的功能是创造货币。影子银行的概念，暗示了新型金融机构的货币创造职能。

对于美国而言，影子银行的出现以及货币创造主体的多元化，已经成为现代经济与现代金融的事实，不可避免。但是仍然有很多人对于影子银行与影子货币抱有负面与敌视的观点，将经济与金融中出现的一些不合理的现象归咎于影子银行。这一点在次贷危机中体现得更为明显。抱有这种片面观点的人，总是认为人类能够把影子银行从这个世界根除，他们坚称若没有影子银行，传统商业银行的一些问题就不会产生。金融大师默顿说过，一个国家的金融体系由于社会文化、风俗、科技发展等的不同而有所不同，其中不变的是金融体系所发挥的金融职能。影子银行的出现和存在，根植于人类对于影子银行所发挥的金融职能的需求，既无法替代也无法消除。

资产证券化形成的金融体系，正是影子银行的典型案例。事实上，美国从 20 世纪 70 年代以来的金融创新，其主线可以归纳为影子银行的兴起与货币的创新。对于这样的新型体系，我们需要充分研究，在发挥其优点的同时尽量防范其可能会产生的问题。

资产证券化正是新型金融机构创造货币的过程。经济学告诉我们，由于社会主体的流动性偏好，货币属性越强的资产，投资者对于其投资回报的要求越低。资产证券化的从业人员将货币属性较差的基础资产，通过结构化金融与证券化的技术，将其转变为货币属性较强的证券，从而赚取证券与基础资产之间的利差。

在结构化金融与证券化技术的运用之下，众多金融机构也获得了货币创造的能力。这是一项多么重要而伟大的革命。从此，经济体系的一切都发生了变化。当经济学家们还在讨论货币的内生性问题时，华尔街金融从业人员早已经通过“特定合成”的金融工程手法来创造货币而大发其财了。

在新型的货币体系之中，微观的金融产品必然会影响到货币创造，并进而对宏观经济造成重要影响。比如“次贷”，如果只从微观产品层面去理解，则我们很难想象，睿智如格林斯潘，老道如伯南克，会不了解“次贷”产品业务中存在的危险。然而，我们从“次贷”创造货币的角度，从“次贷”将资金从盈余者转移到不足者手中的功能角度，次贷对于美国提高消费倾向，从而解决有效需求不足，拉升美国经济的作用不可替代。

基于对资产证券化的货币创造这一更高层面的理解，本套丛书在选择书目时，除了包括像介绍具体的 MBS、ABS、CDO 等资产证券化产品的书籍外，还包括介绍像 REIT 这类在美国金融的话语体系中不被认为是资产证券化产品的书籍，也包括《证券金融》《高收益产品大全》等介绍证券化技术以及债务类证券的书籍。这种选择旨在为读者提供全面的知识框架。

中国当前正处于金融体系证券化的阶段。如前所述，证券化的目的在于提高证券化标的资产的货币属性，从而使得证券化的从业人员得以赚取货币属性不同的资产之间的利差。证券化的核心职能在于将资产未来的现金流贴现到当今。越是稳定的现金流，越是容易被证券化。因此，美国自发出现的证券化体现出从易到难的过

程，依次为资产证券化、债务证券化以及股权证券化。

先有资产证券化。这里的资产特指信贷资产。这些信贷资产通常具备小额、分散的特征。通过大量汇集同质的信贷资产，统计学上的“大数法则”发挥了作用，使得这些资产在总体上体现出稳定的现金流。资产证券化最初产生于20世纪70年代。

然后是债务证券化。这里的债务特指低信用主体的无担保债务，也就是美国20世纪80年代兴起的垃圾债（更美好的称呼为“高收益债券”）。高收益债券的发展，使得众多没有资产作为抵押的中小企业获得资本市场宝贵的信贷资金，实现了自身的发展。高收益债券也为那些进行杠杆化收购的小型企业收购大型企业提供了资金支持。这是工业产业界的一场革命。事后多年，很多美国媒体仍然称“垃圾债券之王”米尔肯“重塑了美国经济”。

再就是股权证券化。这里的股权特指创新型的中小企业的股权。美国在20世纪90年代，在格林斯潘期权也就是格林斯潘的超预期货币宽松之下，纳斯达克股市出现了非理性繁荣。股市的非理性繁荣带来了美国创新型经济的发展。创新意味着不确定性。创新型经济的投资回报的离散化特征，使得传统上以降准降息来提高投资诱导的凯恩斯主义失去作用。新一代凯恩斯主义者托宾提出了Q值理论，正是为了解决创新型经济体的投资诱导不足问题。

自20世纪60年代末到90年代末，美国的三波证券化发展轰轰烈烈。金融体系在此过程中也实现了现代化。这在1999年出台的《美国金融服务业现代化法案》中得到肯定。

1999年的纳斯达克崩盘，意味着证券化的发展已成强弩之末，与实体经济出现了重大偏离。格林斯潘其后强行启动的不良资产证券化，即次级房贷资产证券化，目的在于通过金融手段强力拉升经济。无奈实体经济无力支撑，最终导致次贷危机出现。通过伯南克的量化宽松，通过美联储购买MBS、次贷、垃圾债券等手段，强行以证券化维持货币稳定，虽然使得美国经济没有出现20世纪二三十年代那样的大萧条，但是其副作用影响深远。全球经济仍然如履薄冰地处在强行证券化形成的泡沫之上。

中国当前处在经济升级转型的阶段，这一阶段正对应金融体系现代化的阶段。金融现代化何去何从？如果仍然只是从银行和信贷业务着手，基本没有太大的空间了。通过学习借鉴美国的经验与教训，中国可以获得后发优势。事实上，中国这几年以来的“金融大爆炸”，背后隐约可以看到三波证券化的影子。从2014年的资产证券化大热到2015年的交易所公司债爆发再到2016年的股票注册制的期望，都说明了这一点。

中国高速发展的社会，有望将美国30年的三波证券化历程浓缩成10年左右的发展。在这一证券化的10年里，金融机构将会获得巨大的发展机遇。这个证券化的10年，又将为多少非金融机构进入金融行业提供机会。

如果REIT推出，谁将得利？金融机构还是房地产企业？美国为何推出REIT？中国会不会推出REIT？REIT与房地产税有何关系？房贷首付降低，如何影响房地产价格？如果为了支持高昂房价，而将首付比例一降再降，月度还款要求一松再松，与美国的次级贷款的趋同将在何时出现？MBS与REIT相生相克，到底如何影响房地产行业？大金融时代，房地产企业与房地产中介机构能否在金融行业异军突起，取代证券公司成为新型金融中的霸主？

中国的高收益债的推出，对于实体经济有何影响？信托机构是不是事实上发展了中国特有的以房地产企业为偿债主体的高收益债券市场？公司债券市场的发展，会不会影响信托当前的结构化融资的投行类业务？中国未来国企的混合所有制改革，会不会催生杠杆式收购。为杠杆式收购提供夹层资金的高收益产品市场何在？

国人对于新三板充满期待。新三板能否在资产证券化和债务证券化还未充分发展的前提下，形成具备流动性的市场？股权证券化与债务证券化，在发展方面的时间先后顺序会否与美国一样？注册制的推出，如无央行货币对冲，会否出现抛压打压中国主板股市的情况？股票大量供给的预期会否形成“反格林斯潘期权”，即看多期权，在股市上涨时就会出现大量供给，从而压制股价？

中国当前经济，一方面银行货币宽松，资产泡沫岌岌可危；一方面实体经济信贷紧缩，企业破产此起彼伏。这种局面到底是货币政策失灵，还是中国原本就缺乏并且需要新型的货币？会不会是这样的情况：没有现代化的金融体系，就无法供给

新型货币。没有新型货币，就无法支持新型经济。因此问题不在于当前的货币政策与工具，问题在于我们缺少当前所没有的货币政策与工具！

从美国的历史来看，新经济的发展就是新金融的发展，这是一个事物的两面。结构化金融与证券化则是新金融的具体体现。因此，本文作者断言，不理解资产证券化，就不可能理解现代金融。不理解现代金融，就不可能理解现代经济。当前的经济与金融问题，需要从结构化金融与证券化的角度，才能找到答案。

微观层面知识与技术的欠缺，使得当前对于经济问题的诊断与解决方案的讨论，缺乏技术与工具层面的讨论，更多的是理念之争，很容易演变成意识形态之间的对抗。

当前国内金融体系日新月异，变化迅速。从业人员在金融实践中隐约感知到了旧有理论与实践存在着的偏差，但却缺乏足够的勇气敢于批判自己原先所受过的传统经济学与金融学的教育。

这导致了两种情况的出现。一种情况是所谓跨界的观念，即非金融专业人士能够比金融专业人士对于创新金融更有优势。这是一种明显违背专业分工原理的观念。这一观念的确有着现实基础，那就是非金融专业的人员在突破旧有金融观念的束缚方面，阻力更少。这在一些互联网金融的创新中得到体现。如果我们深入研究美国的证券化，将会发现，今天的很多互联网金融创新，其在金融理念与金融技术层面，根本没有跳出结构化金融与证券化的框架。比如“余额宝”，无非就是美国可用于支付的货币基金即“超级账户”的变种。只不过由于技术的进步，使得投资者通过电话使用货币基金转账支付变成通过手机使用货币基金转账支付。对于结构化金融家而言，货币基金和银行存款，本质是同一种东西。

另一种情况是金融专业人士仍然抱着传统的观念，不敢越雷池一步，从而不断遭受着非金融专业人士的创新打击与嘲弄。

中国情况的特殊性还在于，我们目前拥有的金融体系无法支持中国经济的雄心壮志。但是对于我们想要获得的金融体系，金融从业人员又缺乏感观的认识与理性的思考。我们在已有的金融体系与经济体系之中待得越久，在这一体系下取得的成就越大，我们就越理所当然地将这些只不过是历史变迁中的特殊体系中的很多现象

与原理视为理所当然。除非我们能够放弃原有的经典经济学与金融学的成见，以一种虚心的姿态来重新学习新型经济与新型金融。否则在金融实践方面，金融人士受到非金融人士的挑战与嘲弄将不是一种反常现象。

这套丛书，涉题广泛，自成体系。通读这套丛书，从微观层面，金融从业者能够了解美国自 20 世纪 60 年代以来的各类金融产品创新以及市场发展的逻辑，从而为业务开展提供知识的支持。如果结合美国 20 世纪 70 年代以来的关于华尔街历史典故的通俗读物，如《说谎者的扑克牌》《贼巢》《垃圾债券之王米尔肯》《半路出家的投资银行家》《泥鸽靶》《大空头》等，可以对美国金融行业的证券化发展有着更加直观和透彻的认识。如果能够结合凯恩斯的《就业、利息和货币通论》以及美国 20 世纪中期以后的新型经济学家（此处特指具备深厚金融学修养）如默顿、托宾、克鲁格曼、法玛、席勒等的经典著作，则必然能够对信用货币时代的现代泡沫型经济有着更加全面和准确的理解。

本套丛书，从选题到全部书籍翻译完成，历时 3 年。众多金融从业背景的翻译者参与其中，希望能够为中国的金融理论与实践提供一些有效的知识供给。

笔者在组织翻译这套“结构化金融与证券化系列丛书”的过程中，得以通读丛书，受益良多，并且形成了自己“新货币论”的观点。以新货币论理论为框架，笔者创作了《财富第三波》，以货币化为主线梳理中国改革开放以来的三十年经济史，指出中国当前正处于普通商品的货币化、房地产的货币化之后的资本的货币化阶段。资本的货币化将为中国创造前所未有的财富机遇。新货币论基于现代金融体系的货币创造规律，认为“一切商品都是货币”及“一切经济问题都是货币问题”。后续为创作《新货币论》，笔者广泛阅读众多西方名家之著作，深叹于其学术之精深广博。希望能够有更多的书籍引进到国内，更希望能有人在消化借鉴西方学术成果的基础上，产生更多源于中国实践并且指导中国实践的著作与理论体系。

宋光辉

于上海

译者序

资产证券化从 2013 年以来，再次成为中国金融市场的热点。国内在 2005 年前后就已经有过一些资产证券化的实践，当时也曾形成过热点。后来由于国内外金融形势的变化，热度逐渐褪去，一度归于沉寂。也正因如此，目前国内关于资产证券化的书籍与资料相对匮乏。机械工业出版社引进的这套“结构化金融与证券化系列丛书”正迎合了当前的市场需求，相信可以有助于国内资产证券化相关从业人员。

此次与机械工业出版社合作此套译丛，完全是无心插柳之举。2013 年 5 月，我写作的《资产证券化与结构化金融：超越金融的极限》刚刚成书，当时与机械工业出版社沟通出版合作事宜。出版新书的合作因为各种原因没有成功，却意外达成了翻译此套丛书的合作。此套丛书内容涉及资产证券化（asset securitization）、抵押支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）、债务担保证券（CDO）、信用违约互换（CDS）、杠杆金融（leveraged finance）、证券金融（security finance）、结构化金融产品（structured products）、风险管理（risk management）、REIT 等，几乎涵盖了美国金融市场结构化金融及资产证券化的所有领域。

资产证券化作为发端于美国的金融产品创新，对美国乃至全球的金融体系

都产生了深远的影响。每个人对于资产证券化的理解，也是“横看成岭侧成峰、远近高低各不同”。总结起来，可以归结为两类：一类是美国的、正宗的资产证券化；一类是中国特色的资产证券化。此套丛书是机械工业出版社从美国的大量相关书籍中精挑细选而来，部部都是经典之作，可谓美国资产证券化的“真经”。希望以译者有限的水平，不至于译歪念歪。

笔者断言，资产证券化与互联网金融的发展，将对中国的金融体系产生颠覆性的影响。资产证券化是以资产信用替代银行信用，而互联网金融则是以网络虚拟渠道替代银行的实体渠道。两者分别从信用和渠道两个方面，对银行的核心竞争优势领域发起直接冲击。

《结构化产品和相关信用衍生品》一书的各个章节为美国固定收益市场的专业人士撰写，数据翔实，论述透彻，充满了对市场的深刻洞察。由于该书第1章已经对书中所述内容做了提纲式介绍，因此笔者将主要结合中国的实践，谈谈自己的粗浅认识，希望能够有助于读者的理解。

国内的实践常常将结构化产品与资产证券化产品相混淆，这对市场发展产生了不良的影响。之所以出现混淆，一方面与国内对于结构化金融与资产证券化没有清晰明确的定义有关，另一方面也与资产证券化发展使得资产证券化产品逐渐与结构化产品相混同有关。

根据法博齐所著《结构化金融导论》一书的定义，结构化金融是指“当资产发起人或拥有者无法通过现有金融产品或金融工具解决融资、流动性、风险转移或其他问题时所采用的任何一种方法”。这一定义非常广泛，基本将所有创新的金融方式都归纳到结构化金融里。

笔者根据自己的理解，给结构化金融下了一个定义：“通过从整体中分割出部分，或者将同质性的整体分级成具有不同特征的部分，以实现多样化的满足融资及投资需求的一种创新性的金融技术或手段。”相比法博齐的定义，这个定义更多落脚在“结构”二字之上。

资产证券化从其最直接的字面意思来解释，就是将资产转化为证券的过程。从美国的实践来看，是金融机构将其资产负债表中没有流动性的信贷类资产，打包在

一起，以这些资产为担保，发行支持证券。资产证券化产品的创设过程中，分别运用了两类结构化金融的技术。首先是通过特殊目的载体，将资产从金融机构的资产负债表中分割出来。其次是通过分级对基础资产包的现金流进行切分，创设出具有不同风险 - 收益特征的产品。

国内很多信托公司得益于近些年特定的环境，也运用上述两种结构化金融的手段从事融资业务，规模巨大。很多信托公司从业人员也认为自己在从事资产证券化业务。这其实是一种误解。

结构化产品与资产证券化产品既有联系也有区别。从联系的角度，结构化产品与资产证券化产品都运用了相同的结构化金融技术。区别是，资产证券化产品具备了结构化产品所不具备的流动性。正是流动性的区别，使得资产证券化将会消灭目前很多信托公司的业务模式。

下面我将从投资的安全性、流动性与收益性来阐述上述论断。在结构化产品与资产证券化产品选取的是同样的基础资产，运用的是同样的资产筛选标准，采取的是同样的结构化金融技术的前提下，两者的安全性一致。资产证券化产品由于拥有了流动性方面的比较优势，使得投资者在同样的前提下，将会优先选择资产证券化产品或是能够接受资产证券化产品相比结构化产品更低的收益率。这种收益率要求的降低，体现在融资端就是融资成本的降低。在一个市场有效竞争的环境中，甚至几个基点（万分之一）的融资成本差异，都足以导致竞争格局变化。

当前中国的实践中，若基础资产相同，标准化的资产支持证券与非标准化的信托产品，它们的融资成本相差何止几个基点，估计都在 1% ~ 2%。两者的成本差异如此明显。随着资产证券化的发展，当前很多非标准化的信托产品将会从市场中出局。

也许是认识到这个问题，目前也有很多观点要求建立信托产品的中央登记场所，为信托产品的流通转让提供便利；也有信托公司发行 TOT（信托的信托）进行期限转换，为自身发行的信托产品提供流动性；还有信托公司试图为购买其信托产品的客户提供以这些信托产品为质押的融资等。这些措施，其实正是证券化的手段。

因此，资产证券化其实是将证券化手段运用到结构化产品中，从而提高产品竞争力的过程。在分业监管形势未变的条件下，未来中国结构化金融产品市场的竞争格局，取决于哪个体系能够更好地运用证券化手段。

从美国的实践来看，资产证券化的发展，基本上已经将结构化产品全部证券化了，这从本书的内容安排中即可看出。本书名为《结构化产品和相关信用衍生品》，然而书中介绍的结构化产品类别基本与资产证券化产品重合。

美国的资产证券化从 20 世纪 70 年代发展至今，已经有四十多年的历史，市场已经相当成熟。而在资产证券化才刚刚起步的中国，哪些资产更容易被证券化？或者说哪些资产是最有可能先被证券化的？或者说证券化产品将先取代当前哪些非标准化的信贷产品？这些问题至关重要，将直接影响到各类金融机构的战略定位与竞争策略。

从美国当前的资产证券化产品的市场规模占比来看，抵押支持证券（MBS）占比最高，约 80%，其次是汽车 ABS 与信用卡 ABS，占比 10%，然后是 CDO，占比 5% ~ 10%。从美国的资产证券化产品的发展历史来看，先有 MBS，然后才有汽车 ABS 和信用卡 ABS，再有 CDO。本书对这些不同的资产支持证券的基础资产、产品特征、市场发展等，都有详细的介绍。相信读者能够从这些真知灼见中，结合中国的实际情况，参悟到中国资产证券化的玄机。

笔者在 2013 年所著的《资产证券化与结构化金融》一书中，将资产证券化视为中国金融体系市场化的先锋，认为其将带来金融体系势力的此消彼长。进入 2015 年以来，随着国家将资本市场的发展作为战略重心，资产证券化受到前所未有的重视。

从美国的发展历史来看，资产证券化肇始于信贷储蓄机构的流动性危机。20 世纪 80 年代的《巴塞尔协议》实施，使得银行发展雪上加霜，信贷资产被逼从银行资产负债表中分流到资本市场。“两房”（即房利美与房地美）的设立与高速发展，将政府信用引入资本市场体系，增强了对资金的吸引力，加大了资本市场的竞争优势。资产证券化的发展导致银行业从占金融体系资产规模的 60% 下降到当前约 10%。银行业的总资产规模低于共同基金。