



中债资信评估有限责任公司
China Bond Rating Co., Ltd.

White Book

of China Asset Securitization 2015

中国资产证券化市场 白皮书

2015

■ 冯光华 等编著



中国金融出版社

中国资产证券化市场白皮书 (2015)

冯光华 等编著

 中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：潘洁

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

中国资产证券化市场白皮书（Zhongguo Zichan Zhengquanhua Shichang Baipishu）. 2015/冯光华等编著. —北京：中国金融出版社，2015.9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8076 - 2

I. ①中… II. ①冯… III. ①资产证券化—白皮书—中国—2015

IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第211911号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 7.75

字数 78千

版次 2015年9月第1版

印次 2015年9月第1次印刷

定价 38.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8076 - 2/F. 7636

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

免责声明：本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有。如为合理使用的目的而引用本报告中的定义、观点或其他内容，请注明信息来源于中债资信评估有限责任公司。在任何情况下，中债资信及其雇员对任何机构或个人因使用本报告所引发的任何直接或间接损失不承担任何法律责任。

编委会

主 编：冯光华

副 主 编：任东旭 董 静

编委会成员：张文彬 刘毅荣 郑 佳 张志毅 阚永生 田 恬
李木子 冯 晓 李思钊

策 划：侯俊峰

序 言

党的十八届三中全会明确提出，健全多层次资本市场体系，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确指出，促进直接融资与间接融资协调发展，提高直接融资比重，规范发展债券市场。在党中央、国务院一系列方针政策的指导下，放松行政管制、鼓励产品创新、强化市场化约束机制、发挥市场的决定性作用成为债券市场发展的主基调。在此背景下，我国债券市场快速发展，取得了长足的进步，成为金融市场体系的重要组成部分，尤其是我国银行间债券市场秉持市场化理念引入注册发行制度，以发行人信息披露为核心，投资者风险自担为前提，中介机构尽职履责为基础，市场自律管理为保障，极大地激发了债券市场的内生活力。截至2014年末，我国债券市场余额超过35万亿元，居全球第三位；公司信用类债券市场余额居全球第二位、亚洲第一位。与此同时，2014年以来我国资产证券化市场迎来跨越式增长，发行量超过3 000亿元，超过2005—2013年发行规模总和。2015年3月5日，李克强总

理在政府工作报告中首次提到“推进信贷资产证券化”，为资产证券化市场下一步发展指明了方向。

当前，我国经济发展进入新常态，保持经济运行在合理区间，转方式、调结构、促改革，促进经济提质增效，降低系统性风险，需要金融市场特别是债券市场提供更多的支持和服务。作为债券市场的创新工具，资产证券化产品将缺乏流动性但具有可预期收入的资产，通过一定的结构安排转换成为在金融市场上可以出售和流通的证券，在盘活存量资产、支持经济结构调整和转型升级、降低债务风险等方面具有显著优势，有望在经济新常态下发挥重要作用。

第一，中期来看，我国经济增速仍需保持中高速增长水平，但就资金总量而言，当前 M_2/GDP 和杠杆率相对较高，这就决定着金融资源配置将以控制总量、盘活存量、用好增量为主。而从存量金融资产来看，我国以银行贷款为主且中长期贷款占比较高，资金使用效率和效果仍有待改进。资产证券化把停留在偿债环节或者低效部门的信贷资金轮换出来，投向具备经济合理性的高效部门或经济发展的薄弱环节和重点领域，提高信贷周转速度，发挥其在推动经济结构调整和转型升级方面的作用。第二，尽管近年来我国直接融资比例逐步上升，但间接融资在社会融资总量中的占比依然较大，实体经济资金来源仍高度依赖银行贷款。近年来，商业银行贷款的快速增加和资本管理新规对其资本充足水平提出了更加严格的要求。通过证券化业务，信贷资产由表内转到表外，有利于商业银行调整资产

负债结构。而对整个金融系统而言，资产证券化有利于防止风险过分向银行体系集中，从而有助于维护金融稳定。第三，资产证券化通过结构化融资安排，将不同资产产生的现金流进行重新组合并予以相应的融资安排，有助于提升资产组合的整体信用质量，使企业能够以低于传统债务融资的成本融入资金，对优化社会融资结构、降低社会融资成本方面具有积极作用。

我国从2005年就启动了信贷资产证券化试点。十年间历经两次试点，我国资产证券化市场已经完成了由试点探索向常态化发展的过渡，制度框架逐渐完善，市场规模持续扩大，产品类型日益丰富，参与机构逐步多元化，投资者对证券化产品的认可度有所提升。2012年重启信贷资产证券化试点以来，人民银行会同银监会、财政部进一步完善信贷资产证券化管理制度，建立了风险自留制度，采用“双评级”安排，鼓励对资产支持证券的信用评级采用投资者付费模式，对解决评级中存在的利益冲突进行了探索。同时，在转变政府职能、发挥市场决定性作用的背景之下，相关监管部门积极探索进一步简化资产证券化发行管理方式，加强市场化约束机制。2015年4月3日，人民银行正式发布了《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》，信贷资产支持证券注册发行制度正式起航。从国外成熟债券市场来看，资产证券化存量占到整个债券市场的四分之一，仅次于国债和公司信用债。与国外相比，我国资产证券化市场仍然非常弱小，长期来看我国资产证券化市场前景广

阔，潜力巨大，有望迎来发展的“黄金时代”。

作为国内首家试点以投资人付费模式为主的新型评级机构，中债资信自成立之初就常怀时不我待的紧迫感，致力于促进评级行业规范发展，提升评级行业公信力。自2012年信贷资产证券化试点重启以来，作为市场中唯一的信贷资产证券化及公募ABN项目全覆盖的评级机构，公司在业务实践中，扎实推进评级技术体系建设，紧密跟踪国内外市场创新发展趋势，全方位满足市场机构风险管理多元化需求，不断推进资产证券化领域信用服务链条的延伸和完善，在揭示信用风险、保护投资者利益、助推市场稳健发展等方面发挥了积极作用。为了客观记录中国资产证券化市场成长轨迹，厘清我国资产证券化市场创新发展脉络，我们结合多年评级经验和研究积累推出了这本《中国资产证券化市场白皮书》。作为凝结公司心血的重要成果，《中国资产证券化市场白皮书》从宏观角度对国内资产证券化发展历程、监管政策、市场运行和创新方向进行了全方位、多层次、立体化的深度阐述，是对我国资产证券化市场的全景式扫描，这在国内尚属首次。希望能够以公司提炼萃取的经验总结回馈市场，与市场成员一道助推中国资产证券化市场不断成熟与繁荣。

资产证券化交易结构复杂、参与主体较多、运作程序繁琐，为守住不发生系统性风险的底线，市场各方都需加强对风险因素的识别和控制能力。中债资信对此责无旁贷，未来将加紧苦练内功，打

牢技术基础，着力数据积累，更好地服务市场主体风险管理需求。

《中国资产证券化市场白皮书》绝不是中债资信评级与研究工作的结点，而是在资产证券化领域开拓探索、砥砺向前的崭新起点，我们希望与市场各方戮力同心、并肩携手，勇立市场潮头、共享实践成果，为我国债券市场、金融市场的健康发展作出应有的贡献。

冯光华

二〇一五年四月于北京

目录 CONTENTS

1 中国资产证券化探索历程	1
1.1 2005—2008年试点期间的探索	2
1.1.1 信贷资产支持证券	2
1.1.2 企业资产证券化产品	6
1.2 2011年至今的探索	8
1.2.1 信贷资产支持证券	9
1.2.2 资产支持专项计划/专项资产管理计划	11
1.2.3 资产支持票据	13
1.2.4 项目资产支持计划	13
1.3 试点总结	14
1.3.1 搭建了基本的监管框架	14
1.3.2 资产证券化市场初具规模	15
1.3.3 主要产品运行机制日益标准化	16
1.3.4 培养了大批专业中介机构和人才	17
2 资产证券化法律和监管体系概览	18
2.1 业务准入体系	19
2.1.1 信贷资产支持证券	19
2.1.2 资产支持专项计划/专项资产管理计划	21
2.1.3 资产支持票据	21
2.1.4 其他资产证券化产品（保监会项目资产支持计划）	22

2.2	备案制要点	23
2.2.1	银监会备案制要点	23
2.2.2	证监会备案制要点	24
2.3	会计出表问题	26
2.3.1	相关法律规定	26
2.3.2	影响出表的主要因素及解决办法	31
2.4	法律问题	32
2.4.1	破产风险隔离	32
2.4.2	基础资产从权利转让问题	33
2.4.3	债权转让通知效力	34
2.5	信息披露	34
2.5.1	信贷资产证券化信息披露要求	34
2.5.2	企业资产证券化信息披露要求	38
3	资产证券化发行和交易市场情况	41
3.1	2014年资产支持证券发行情况	42
3.1.1	总体发行情况及增长趋势	42
3.1.2	不同信贷资产证券化产品的发行情况	45
3.2	定价	45
3.2.1	整体定价情况	45
3.2.2	定价影响因素分析	47
3.3	流动性	51
3.4	投资者群体	51
4	资产证券化基础资产特征分析	52
4.1	信贷资产支持证券基础资产主要特点	53
4.1.1	CLO产品	53
4.1.2	Auto-ABS产品	54
4.1.3	RMBS产品	56

4.1.4	融资租赁资产证券化产品	57
4.1.5	CMBS产品	58
4.1.6	Credit-Card ABS 产品	58
4.2	企业资产证券化产品基础资产特点	59
4.2.1	债权类	60
4.2.2	收益权类	60
4.3	基础资产附属权益	60
4.4	交易结构主要特点	61
4.4.1	信贷资产证券化产品交易结构	61
4.4.2	企业资产证券化产品交易结构	68
4.5	经典案例	69
4.5.1	信贷资产证券化产品	69
4.5.2	企业资产证券化产品	81
5	资产证券化参与机构概况	84
5.1	信贷资产证券化参与机构	85
5.1.1	发起机构和贷款服务机构	86
5.1.2	受托机构	86
5.1.3	资金保管机构	87
5.1.4	评级机构	88
5.1.5	律师事务所、会计师事务所等其他参与机构	88
5.2	企业资产证券化参与机构	90
5.2.1	主承销商	90
5.2.2	会计师事务所和律师事务所	90
6	中国资产证券化市场展望	92
6.1	证券化市场政策展望	93
6.1.1	政策层面仍将支持证券化业务的发展	93
6.1.2	信息披露机制等防控风险措施将进一步完善	93

6.2	证券化市场发展展望	94
6.2.1	资产支持证券的发行规模有望进一步扩大	94
6.2.2	细分产品类型将更加多样化	95
6.2.3	交易结构进一步创新	95
6.3	证券化市场参与机构展望	96
6.3.1	参与机构的主体进一步扩大，更多的中小金融机构会 进一步参与进来	96
6.3.2	投资者群体进一步拓宽	97
6.3.3	评级机构的作用进一步凸显	97
6.4	证券化市场风险展望	97
6.4.1	基础资产整体质量可能略有下降	97
6.4.2	城投、地产等行业可能成为影响资产质量的 主要行业因素	98
6.4.3	抵（质）押无法顺利变更登记、租赁物所有权变更登记 等问题可能成为主要的法律风险	98
6.4.4	不对称降息可能成为影响部分利率敏感型产品的风险因素	98
附件1	中国资产证券化大事记	99
附件2	资产证券化政策梳理	101

1 中国资产证券化探索历程



1.1 2005—2008年试点期间的探索

2005年4月，人民银行、银监会联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》，标志着我国信贷资产证券化试点正式拉开帷幕。4个月之后，证监会也紧随其后，推出企业资产证券化试点。12月中旬，“2005年第一期开元信贷资产支持证券”、“建元2005-1个人住房抵押贷款资产支持证券”相继发行。在随后的三年时间里，银监会和人民银行主管的信贷资产支持证券共发行17单产品，规模合计667.83亿元；证监会主管的资产证券化项目共发行9单，规模合计294.45亿元。

表1 信贷资产证券化与企业资产证券化对比

	信贷资产证券化	企业资产证券化
监管机构	央行、银监会	证监会
交易市场	银行间市场	交易所市场
基础资产	银行业金融机构信贷资产	企业拥有的收益权及债权资产

资料来源：公开资料，中债资信整理。

1.1.1 信贷资产支持证券

（1）证券特点及其发行情况

信贷资产证券化是指银行业金融机构将其信贷资产进行证券化运作，如企业贷款证券化、汽车抵押贷款证券化、住房抵押贷款证券化等。2005年3月到2007年4月是信贷资产证券化试点的第一阶段，2005年国家开发银行和中国建设银行由国务院批准分别进行对公信贷资产证券化和个人住房抵押贷款证券化试点，实现了资产证

券化的突破。2005—2008年，信贷资产证券化产品共发行17单，发行总额为667.83亿元。

表2 2005—2008年信贷资产支持证券发行情况

类型	发行数量	占比(%)	发起机构
CLO	10	66.18	政策性银行、全国性商业银行、股份制商业银行
不良贷款证券化	4	20.09	银行、资产管理公司
RMBS	2	10.75	中国建设银行
Auto-ABS	1	2.98	上汽通用汽车金融公司
总计	17	100.00	—

资料来源：公开资料，中债资信整理。

（2）主要产品类型和特点

从产品类型来看，2005—2008年发行的17单信贷资产证券化产品的基础资产中，企业贷款为10单，总额占比为66.18%；重整（不良）贷款4单，总额占比为20.09%；住房抵押贷款2单，总额占比为10.75%；汽车消费抵押贷款产品1单，总额占比为2.98%。

基础资产信用质量方面，已披露的级别主要集中在企业贷款的借款人加权平均信用等级，平均信用等级在AA-级附近，整体信用水平很好。

从资产池集中度来看，不同信贷资产证券化产品入池借款人户数与基础资产笔数跨度较大，个人汽车抵押贷款最为分散，企业贷款相对较为集中。

在基础资产账龄方面，信贷资产证券化产品加权平均账龄均值