

资产证券化的结构

——形成机理和演变逻辑

◆ 高广春 ◎ 著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

资产证券化的结构

——形成机理和演变逻辑

◆ 高广春 ◎ 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化的结构：形成机理和演变逻辑/高广春著. - 北京：中国经济出版社，2008. 10

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8759 - 3

I. 资… II. 高… III. ①资本市场—研究 ②证券投资—研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 136064 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www.economyph.com

责任编辑：聂无逸 (电话：010 - 13701326619)

责任印制：常 毅

封面设计：清水工作室

经 销：各地新华书店

承 印：潮河印业有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16

印张：17 字数：260 千字

版 次：2008 年 10 月第 1 版

印次：2008 年 10 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978 - 7 - 5017 - 8759 - 3/F · 7729

定价：45.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题，由我社发行部门负责调换，电话：68330607

版权所有 盗版必究

举报电话：68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话：12390

服务热线：68344225 68341878

怎样使经济学家的地位更重要^①

——代总序

王松奇

在 20 世纪的 100 年时间里,人类社会财富的迅猛增加总是同自然科学家对技术进步的贡献相联系的,在自然科学家的努力下形成的各类技术革命已对人类的生活方式和命运产生了难以想象的影响,今后这种影响还会更大,这是毫无疑义的。自然科学家的贡献不仅巨大而且也容易测度,例如,人们发明了“技术进步对经济增长的贡献率”这一统计分析指标,就可以对各个国家或经济体中与自然科学家贡献度有关的问题说得明明白白。但谁能说出经济学家的贡献率在一国的 GDP 增长率中到底占多少百分点呢?恐怕没有一个人说得清楚!

2001 年 10 月,我到长沙参加一个理论讨论会,开会期间与湖南的朋友打交道时,我发现湖南人对当代湖南出了个大科学家袁隆平特别自豪。据说,袁隆平花费几十年心血研究杂交水稻,他的新产品“杂交二号”如果在可种植面积上推广率为 100%,其增产的粮食产量就足以养活 6000 万人。这的确是个惊人的贡献。在湖南开会的现场,由于 6000 万人口这个数字的刺激,我突然想到了经济学家的贡献能否度量这个冥思苦想而不得其解的问题。我想起了马寅初先生。亦据测算,如果在马寅初 1957 年提出“新人口论”之始我们就采取像今天推行的计划生育措施,中国目前的人口总量就不是 13 亿,而只能是八九亿之间。大科学家袁隆平因为研究杂交水稻不但获得 500 万元现金奖励、在“隆平高科”上市之时身价过亿,还经常受到中央和地方政府的表彰,但据说他的“杂交二号”目前的实际推广率还不到可推广

^① 本文写作于 2002 年 5 月。

面积的30%，也就是说，他的“杂交二号”最多可养活1800万人。再看看那个提出“新人口论”的马寅初先生，他“灵机一动”提出的政策主张如被采纳可以使中国目前的人口减少4亿至5亿人，少4或5亿人能节省多少粮食？这实在是一笔连小学生也会算的账。这个例子说明，即使我们不敢说经济学家比自然科学家重要，但经济学家在自然科学家面前也大可不必妄自菲薄。

怎样使自己的地位更重要？这是一个中国经济学家群体应当向其自身提出的问题。

大家知道，在传统计划体制下，中国经济学家的地位不太重要，他们中的绝大多数人所干的事或是解释党和政府的经济政策，或是在“一个针尖上能站多少个天使”之类的问题上进行严肃而旷日持久的讨论。像马寅初、梁漱溟、孙冶方、顾准一类想大问题、做真学问且率性直言的经济学家实在是数量不多。在那个时期，中国计划经济永远在按照一种方式自动运转，在这架由行政命令操作的机器面前，实践需要的只是能按电钮发出运转指令和会将松动的螺丝拧紧以保障机器正常运转的人。经济学家不重要不被重视不是因为中国的经济学家不聪明、不努力、不积极用世，而是因为那是一个地地道道的不需要高明经济思想和优秀经济学家参与经济决策的时代。看来，经济学家到底重不重要也能和经济体制因素以及由体制因素决定的经济运行的复杂程度扯上关系。

那么，除了体制因素的影响之外还有没有其他足以对经济学家重要性产生影响的因素呢？回答是肯定的。在那些体制之外的因素中，最主要的因素就是决策者的偏好。中国的封建社会持续时间之长已创下了世界历史之最。在那个时代就出现了“经济”一词，其含义为“经邦济世”，具有浓烈的政治管理味道。在两千多年的封建社会历史中，既出现过若干次振兴和繁荣，也充斥着战乱和衰败。总结历朝历代兴盛和衰败的经验教训，可以断言：凡是盛世，都以和平稳定为前提并得益于一个开明的经济政策，而乱世则大多与经济政策失当和天灾人祸相伴而行。看看那些太平盛世英明君主的所作所为，他们几乎是同一套路：一边用儒家经学开科取士网罗人才，一边在管理实践中重视采纳那些对吏治、税法、盐政、水工、漕运等等经世致用

之学有真正心得人士的意见并鼎力推行之。

在 21 世纪第二个春天刚刚来临的时候,放眼全球经济,中国人敢于自豪地宣称:中国经济增长率在排名第一的基础上今后若干年内能继续保持第一!过去和现在的成绩是全国人民的功劳,是国家领导人的功劳,当然,其中也有经济学家的功劳。

中国是一个选择了渐进式改革开放道路的转型经济国家,邓小平同志说过的“摸着石头过河”就是对中国渐进式改革路线的最生动概括。在这种“走一步,看一步”的改革开放过程中,中国的经济学家都以前所未有的热情参与了各项政策的讨论,决策层也将经济学家的意见置于前所未有的重要地位。从这一点可以说,中国经济改革的成功也是经济学家们发挥应有历史作用的成功。经济学同社会科学中所有其他学科之间的最大区别就是它与人民群众的柴米油盐酱醋茶及国家的治乱兴衰紧密相关,它的存在和发展具有极明确的目的性,那就是揭示经济规律、探寻最优政策、增进公众福利。正因为这些,经济学家就应该在对经济发展进程施加影响方面多下功夫,特别是在怀抱忧患意识,不断发现经济运行弊端、探索有效政策组合方面发挥积极作用。从一定程度上讲,中国仍处在“数字出干部”的时代,各地方、各部门、各系统的部分领导者在干部任命体制下,为了取悦上司得到提拔升迁,存在编造数字、掩盖矛盾、报喜不报忧的倾向。在这种情况下,如果经济学家们也像一些官僚那样,陶醉在 7% 这个世界第一的的经济增长业绩上,而忘记了中国日益严重的就业问题、三农问题、金融体系脆弱性问题、内需扩张乏力及制约中国潜力发挥结构性问题,那就是最大的失职。

从世界各国经济发展的经验教训看,一个经济体人均 GDP 一旦达到 1000 美元,同时在国民高储蓄倾向的基础上附之以正确的发展战略和卓有成效的政策组合,其经济就能步入更加快速的增长轨道。审视中国的经济现状,我觉得还有一点点缺憾,主要是增长潜能还没充分发挥。为什么没充分发挥?原因大概有三:一是盘根错节的结构性矛盾的解决需要一个较长的时间过程;二是缺少能将正确的经济发展思路迅速转变为操作政策的人物;三是经济学家作用的发挥还不够理想。

中国已成为 WTO 成员,WTO 规则的精髓就是六个字——自由化、透明

度。贸易和资本流动的自由化趋势增大了经济运行调控的难度,透明度原则要求政府决策机制进一步走向科学化、民主化,WTO 冲击在这两方面的具体化将改变过去那种经济学家的社会地位往往取决于决策者偏好的倾向,而使得经济学家影响力提升成为一种不可逆转的制度性现象。在这样的环境背景下,经济学家们要扩大影响就必须在提高自身素养上下功夫,而不是利用电视、报纸、研讨会等手段刻意在热点问题上搅动学术泡沫说些耸人听闻的大话、不着边际的预言等等。这里所说的有待提高的素养主要有两方面的内容:一是政策经济学水平,二是解放思想实事求是的风格。

政策经济学是一门有具体内容要求的学问,修炼这门学问要求有志于参与政策研究的经济学家在与货币政策、财政政策、汇率政策、国际贸易政策、产业政策等直接相关的金融学、财政学、国际经济学、产业经济学等学科上经历较长时间的学习和研究训练,只有这样,他们的理论建议才不会出现中国现时许多“走红”经济学家常犯的那种常识性错误。关于这一点,也不必多说,我想着重讨论一下经济学家培养解放思想、实事求是风格的问题,因为这个问题在曾经风行政治思想运动的中国有特殊重要的意义。

任何有生命力的经济学作品必植根于现实土壤之中,经济学的重要使命就是解释现实世界现象和发展规律,它不能也不应该为某一利益集团服务,只有像陈寅恪先生那样以“独立之思想、自由之精神”为行为准绳,经济学家才能由立场超脱进入实事求是的境界。

我们为什么需要实事求是的境界?原因在于执行全社会管理和监督职能的政府部门也可能犯错误。在传统计划体制下,如果有人对政府的政策提出疑义和批评就会受到严厉的惩罚,这种惩罚的典型事例是很多的。这样的历史背景所造成的思维习惯和行为禁区不可能在短时间内彻底打破。在中国民众中,正在积聚着一种思想产品的需求,那就是对实事求是型经济学家剖析现实经济需求。为了证实这一点我们可以举一个生动事例。中央电视台 2000 年、2001 年连续两年发起评选年度十大财经新闻人物活动,当选人物中有惟一名经济学家——吴敬琏先生。吴敬琏为什么能当选特别是连续当选?原因当然不是由于他的深厚理论功底和多年来的学术奉献,而是因为他率性而为、坦白陈词说“中国股市是个大赌场”,这种入木三分的

评论尽管受到了一些经济学家的攻击,但却道出了广大民众的心声,增强了公众对能够实事求是的正直学者的信任。中国现阶段的经济学家应当以问题导向研究为主流形式,这种立论的根据是:(1)作为开放步调骤然加快的转型经济体,中国目前面临着许多亟待解决的政策问题;(2)在亟待解决的种种现实问题面前,即使那些业已成名的经济学家具备了良好的数理经济学训练,即使他们能够在经济分析中达于模型化水准,也应该植根于社会需求的现实土壤,将从学术良知出发对实践课题给予灵敏回应当成自己的重要历史责任。

其实,类似吴敬琏先生那种一针见血式的即时政策评论既反映出评论者的正直品格,也能表明评论者的深刻洞察力。如果一个经济学家仅仅坦白直率而缺少准确深刻,他的意见能够“如针”却不会“见血”。吴敬琏先生的“针针见血”功夫,的确确仰赖思想穿透力。“思想穿透力”就是我们所说的“洞察力”,即抓住事物本质或主要矛盾的能力。这种能力是政策经济学学者应具备的基本条件之一。在长期的经济研究实践中,我发现,将中国国情吃透并抓住经济问题实质比学习西方那些看起来精巧复杂的经济学理论更难。近年来,经济学界从海外留学归国人员日渐增多,他们中有很多出色的学者,但也有一些人在谈论经济特别是金融问题时都喜好发表一些近乎隔靴挠痒似的言论,其原因就是对中国经济、金融运行规律、对政治体制与经济体制之间错综复杂的关系以及经济实践底层问题还没有搞清楚。在经济学界还有些在院校工作的所谓“学院派”经济学家,他们当中同样有许多杰出人物,但也有一些人在言论中所表现出的问题已不仅仅是“隔靴挠痒”,而是有“不着边际”之嫌疑,这比起“海归派”的某些人又似乎有所不如了。因为隔靴挠痒尽管并不解痒,但“挠”的动作已对准了痒处,而不着边际了则是无的放矢,射了很多箭却根本没对准靶。我想,无论是隔靴挠痒还是无的放矢,只要出现两种情况之一,就会对经济学家的群体威信产生不良影响,而“隔靴挠痒”和“无的放矢”式经济学家们越勤奋、被媒体记者追捧得越厉害,经济学家的群体威信就会下降得越快。

为使经济学家变得更重要,我想,经济学家们特别是那些对现实经济问题有浓厚兴趣的经济学家们也应当拟定个类似于“行业守则”式的东西,并

在其中至少规定四条：(1)对不太懂的东西不要乱说；(2)研究经济运行中的问题时多到实务部门看看特别是到基层搞搞调查；(3)研究政策问题时应多与那些参与政策法规制定的人接触接触，以掌握更多的背景资料；(4)想明白、看清楚后就率性直言，但不能用发牢骚替代忧国忧民情绪，意见明快彻底应与老成谋国相结合。做到了这四条，研究政策问题的经济学家们就会在公众中树立起一个新的形象，人们就会说，中国的经济学家在做“经世致用”的学问，他们能够抓准经济实践中问题的实质，他们可以和决策部门的研究工作相对接，他们在从事能对中国的改革和建设进程发挥更大影响的工作。

我认为，这种形象树立起来之后，经济学家的地位自然会变得越来越重要。

自序

2005年初我选择这个题目之日,正是中国十大部委机构联合开启中国资产证券化历程之时,从当时的场面看,中国的资产证券化虽姗姗来迟却大有衔枚疾进之势。彼时彼刻,笔者实为选择这样一个题目而欣慰:砖石之作应能对如火如荼的中国资产证券化的实践提供些许支持。此时此刻,书稿写出来了,但笔者的心情却没有了往日那份快意。在实务层面,中国的资产证券化似乎正日受冷落,作为两大试点行之一的中国建设银行已于2006年正式宣布暂停资产证券化运作,中国国家开发银行的ABS也仅仅操作了两期。监管层面虽于2006年下半年对中国资产证券化的试点情况作了总结和展望,但未见进一步推进资产证券化的实质性动作。运笔至此,笔者不由得想起国内一位有名的经济学家于2005年初的一次学术论坛上的一句话:“7年前学术界就讨论中国推出资产证券化的必要性问题,今年虽然要搞试点,但很可能,在7年后我们还要继续论证中国开展资产证券化是否必要这个问题。”

不管怎样,书稿出来了。不管中国资产证券化在当今中国如何遭受冷落,我们不能放弃期待。学会等待或许是中国人面对历史、现实和未来的可行选择。

本书从资产证券化的结构切题,从1970年以来形形色色的资产证券化产品中梳理出绝大多数资产证券化产品均具有的一般性要素,进而从这些要素中再提取出区别于传统债权或股权融资的

要素,由此形成关于资产证券化的五大结构要素即真实出售、SPV、风险隔离、信用增级和偿付安排。接下来,运用结构分析和历史分析的方法对上述五大要素的形成机理和演变逻辑逐一进行了分析。在此基础上,对我国银行资产证券化在结构设计上的利弊得失做了诊断,并就存在的问题给出了改进建议。

很遗憾,本书尚未付梓出版,与证券化瓜葛颇深的美国次贷危机给了尚在步履蹒跚中的中国资产证券化当头一棒,有中国金融业高层官员甚至放言,中国不会把一个贷款细分再包装,搞成债券卖出去。事实似乎正应验着前述那位经济学家的预言。

本书不打算针对次贷危机再添新的内容,一是有关这方面的讨论已经太多;二是本人相信,次贷危机不会对已经成型的资产证券化的结构形成冲击,形成冲击的是对资产证券化结构技术的滥用,而不是资产证券化结构技术本身。本人确信,无论是美国,还是英国、欧洲大陆诸国、日本、韩国、台湾等已经走上证券化之途的国家和地区会继续将贷款细分再包装,搞成债券卖出去。

目 录

CONTENTS

第一章 导论

第一节 选题的理论和现实背景	1
一、文献评述	1
二、资产证券化的一般结构概述	7
三、本书立题的现实背景	15
第二节 思路 and 结构	16
第三节 本书的主要创新之点	21

第二章 资产证券化概述

第一节 资产证券化之内涵和特征	23
一、资产证券化的内涵	23
二、资产证券化的特征	26
第二节 资产证券化的起源及其演变概述	32
一、资产证券化的起源概述	32
二、资产证券化的演变概述	34

第三章 真实出售的形成机理和演变逻辑

第一节 概 述	39
第二节 真实出售的形成机理	40

一、真实出售对发起人的意义:渊源及其演变	41
二、真实出售对其他结构要素的意义	47
第三节 真实出售的认定标准及其演变	50
一、美国资产证券化中的真实出售	
的认定及其演变逻辑	51
二、巴塞尔 II 关于真实出售的认定准则	54
第四节 真实出售资产的形成机理和演变逻辑	59

第四章 SPV 的形成机理和演变逻辑

第一节 SPV 之风险隔离的形成机理	68
一、初步分析	68
二、资产证券化基础资产与发起机构之间	
的风险隔离机理:历史的视角	70
三、SPV 自身的风险隔离机理:法律视角下的结构设计 ...	75
四、SPV 在受让资产证券化基础资产中的优先权问题	79
第二节 SPV 的免税机理	82
第三节 SPV 的演变逻辑:以美国为例	86
一、从免税实体——让予信托 SPV 开始	86
二、SPV 顺势而变的具体路径	89

第五章 信用增级结构的形成机理及其演变逻辑

第一节 信用增级的机理和方法	99
一、概念	99
二、资产证券化基础资产的信用缺口	
及实施信用增级的必要性	100

三、信用的相互依赖及实施信用增级的可能性	102
四、资产证券化信用增级的幅度	107
第二节 信用增级结构的逻辑演变	111
一、第一单资产证券化中颇为简单的信用增级结构	111
二、担保住宅抵押贷款凭证中应对 早偿风险资产证券化的信用增级结构	116
三、超额利差账户如何参与内部信用增级： 以信用卡资产证券化为例	120

第六章 偿付结构的设计机理和演变逻辑

第一节 固定分期偿付结构	128
一、第一单资产证券化之基础资产池 的特点与固定分期偿付	129
二、参与主体的主观动因与固定分期偿付	131
三、SPV 选择模式、信用增级结构、 政府信用因素与固定分期偿付	134
第二节 从固定分期偿付到分期但不固定偿付结构	138
一、早偿、早偿率、早偿风险	138
二、应对早偿风险的偿付结构 创新一分期但不固定偿付	141
第三节 基础资产池的戏剧性演变和循环偿付	146
一、循环偿付的含义	147
二、机理—信用卡资产证券化基础资产的特点	148
三、循环偿付结构的类型分析	149
第四节 顺序偿付结构	153
一、应对多元化的风险暴露，顺序偿付应运而生	153

二、综合型 CDO 偿付结构中的新特点	156
---------------------------	-----

第七章 中国大陆银行业资产证券化的结构分析

第一节 中国资产证券化的动力因素分析	160
--------------------------	-----

第二节 中国银行业资产证券化结构问题分析	165
----------------------------	-----

一、可资分析的法律法规和案例简介	165
------------------------	-----

二、中国银行业资产证券化结构问题分析	170
--------------------------	-----

第三节 完善中国银行业资产证券化

结构设计的对策性建议	186
------------------	-----

一、加快关于资产证券化的专项立法进程	186
--------------------------	-----

二、简化真实出售认定标准、降低发起机构准入门槛、 多元化真实出售资产选择范围	190
---	-----

三、降低 SPV 门槛,规范 SPV 的功能	191
------------------------------	-----

四、提高信用增级机构的独立性,完善信用增级机制 ...	193
-----------------------------	-----

五、建构投资者利益导向的偿付结构	194
------------------------	-----

参考文献

附 1 金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法	207
-------------------------------	-----

附 2 巴塞尔新资本协议中关于资产证券化风险防控框架 ...	228
--------------------------------	-----

第一章 导论

第一节 选题的理论和现实背景

资产证券化作为 20 世纪一种重要的金融创新起始于 1970 年美国的住房抵押贷款转付证券 (mortgage pass through, MPT)。但将 MPT 这样一种新型的金融工具或技术称作“资产证券化”则是几年以后的事。有学者认为,最早将 MPT 冠以资产证券化 (asset securitization) 这个术语的人是美国投资银行家刘易斯·兰尼埃瑞 (Lewis S. Rainer)。他在 1977 年接受《华尔街日报》(the Wall Street Journal) 街头巷议栏目 (“Heard on the Street”) 的记者采访时,首次使用了“资产证券化”这个概念并用之分析和解释 MPT^①。

自第一单资产证券化诞生起至今,学术界对资产证券化的理论探讨已历尽 30 余年。学者们视角各异,但在已有的文献中,还鲜见单纯将资产证券化的“结构”作为一个题目,并从逻辑和历史的角加以分析者。这也正是本书从资产证券化的“结构”切题的原因所在。

一、文献评述

毫无疑问,资产证券化是一种结构融资形式,但资产证券化是

① 洪艳蓉著:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 4 页。

否等同于结构融资,抑或资产证券化只是结构融资的一种表现形式,在已有的文献中,不同学者之间的看法尚存差异。如在斯蒂文看来,证券化或资产证券化与结构融资是同义语,在使用过程中可以相互替代,都是指公司利用资产产生的现金流进行融资^①。而弗兰克(Frank)等在其近 800 页(英文)的《欧洲结构金融产品手册》(“European Structured Financial Products”)一书中所讲的全部是欧洲自 1980 年以来引进并加以创新的美国(自 1970 年以来)形成的资产证券化产品。由此,弗兰克等所谓的结构金融即是资产证券化。但是,约翰·B·考埃特、爱得华·I·爱特曼和保罗·纳拉亚南在其所著的《信用风险管理——金融领域面临的巨大挑战》一书中认为,资产证券化是一种结构方案,具体指信用增级结构包括:超额担保、信用增级和信用分档。但同时指出,结构技术不仅在资产证券化中可以使用,在其他方面也可以使用。结构金融这个词包括了这些技术运用的全部范围——包括资产证券化及其他。^②由此约翰·B·考埃特等的观点是,资产证券化只是结构金融的一部分。资产证券化中的结构也单指信用增级结构。不管学者们的观点之间有何差异,可以肯定的一点是,资产证券化是一种结构融资形式,从“结构”切入资产证券化的研究无疑具有重要意义。

但在已有的文献中,尚罕见将资产证券化的结构单独立题著述者。

在笔者所掌握的资料中,绝大部分的文献是从资产证券化的产品角度切入(如弗兰克等编著的《欧洲结构金融产品手册》^③,何小锋等著的《资产证券化与中国模式》^④);或聚焦于资产证券化的

① [美]斯蒂文·L·西瓦兹著,李传全等译:《结构金融—资产证券化原理指南》(Structured Finance—A Guide to the Principles of Asset Securitization)清华大学出版社 2003 年版,第 1 页。

② [美]约翰·B·考埃特、爱得华·I·爱特曼和保罗·纳拉亚南著,石晓军、张震霞译:《演进着的信用风险管理——金融领域面临的巨大挑战》,机械工业出版社 2001 年版,第 504 页。

③ Frank J. Fabozzi, Moorand Choudhry, “European Structured Financial products”, John Wiley & Sons, Inc. 2004; 弗兰克等编著,王松奇等译《欧洲结构金融产品手册》,中国金融出版社 2006 年版。

④ 何小锋等著:《资产证券化与中国模式》,北京大学出版社 2002 年版。