

ZICHAN ZHENGQUANHUA YANJIU

中德产权交易市场体系建设项目丛书

资产证券化 研究

◎ 高 峦 刘忠燕 编著

ZICHAN ZHENGQUANHUA YANJIU



天津大学出版社
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

中德产权交易市场体系建设项目丛书

资产证券化研究

高 恋 刘忠燕 编著



天津大学出版社

TIANJIN UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书系统介绍了资产证券化的相关知识,汇集了作者有关资产证券化的运作机制、产品结构、定价机制、运行风险、制度建设、住房贷款证券化、美国次贷危机、汽车贷款证券化、商业银行不良资产证券化、应收账款证券化、基础设施证券化以及其他资产证券化等多方面的研究成果。内容丰富新颖,通俗易懂,有助于读者全面了解国外资产证券化的运行机制和操作技术,深入研究资产证券化的市场环境、融资结构及其风险形成机制,有效防范资产证券化的风险。

本书适合经济工作者、大专院校相关专业师生、关注经济和金融业的相关人士阅读参考。

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化研究/高昞,刘宗燕编著. —天津:天津大学出版社,2009.1

(中德产权交易市场体系建设项目丛书)

ISBN 978-7-5618-2922-6

I. 资… II. ①高…②刘… 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(2009)第 007924 号

出版发行 天津大学出版社

出版人 杨欢

地址 天津市卫津路 92 号天津大学内(邮编:300072)

电话 发行部:022-27403647 邮购部:022-27402742

网址 www.tjup.com

印刷 河北省昌黎县第一印刷厂

经销 全国各地新华书店

开本 148mm×210mm

印张 14.75

字数 454 千

版次 2009 年 1 月第 1 版

印次 2009 年 1 月第 1 次

印数 1—3 000

定价 28.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,烦请向我社发行部门联系调换

版权所有 侵权必究

中德产权交易市场体系建设项目丛书

编委会

主 任:高 峦

副主任:周立群 温孝卿

委 员:(按姓氏笔画为序)

邓向荣 刘忠燕 洪振东

贾保文 高援朝 谢思全

中德产权交易市场体系建设项目丛书

序

“中德产权交易市场体系建设项目”丛书,是由天津产权交易中心《中德合作建设产权交易市场体系项目》办公室和天津滨海产权研究院共同主持的一项旨在通过产权理论研究,推动我国产权市场健康发展的重要工作。《中德合作建设产权交易市场体系项目》是按照中华人民共和国与德国联邦政府 1982 年 10 月签订的《德意志联邦共和国政府与中华人民共和国政府技术合作协定》,于 2007 年 3 月 20 日由天津产权交易中心和代表德国联邦政府的德国技术合作公司(GTZ)在天津签署的为加强和推进中国产权交易市场体系建设的合作项目。天津滨海产权研究院是经天津市人民政府国有资产监督管理委员会批准,于 2007 年 6 月正式成立的我国第一家专门从事产权市场、资本市场及其相关内容的理论与实践研究的、具有社团法人资格的科研机构。

本套丛书的筹划和出版,既是《中德合作建设产权交易市场体系项目》的合作内容,也是天津滨海产权研究院的重要工作之一。从中国产权改革与产权市场发展的实际要求出发,本丛书的筹划和选题具有以下特点。

第一,注重产权和产权交易理论的创新。中国经济改革作为一种典型的创新型制度变迁,其本质规定性决定了其产权改革的成功推进必须建立在产权和产权交易理论创新的基础上。因此,在借鉴现代产权和产权交易理论研究成果的基础上,如何从中国社会主义市场经济的国情条件和改革要求出发,建立一套具有中国特色的产权和产权交易理论,以指导和解释中国产权改革和产权市场发展的实践,既是当前中国经济改革和产权市场发展、变革的迫切需要,也是本丛书选题和研究内容的重要特征之一。

第二,注重产权改革和产权市场发展中的重大现实问题研究。中国产权改革不断向纵深推进,多层次资本市场体系建设进程逐步加快和当前中国资本市场制度安排现状之间的矛盾,不仅意味着中国资本市场发展已经进入了一个重新进行结构安排和布局调整的重要时期,而且也使仍然处于“过渡性制度安排”状态的中国产权市场发展站在了一个历史的十字路口上。中国多层次资本市场体系应该如何构架和建设?产权市场在中国多层次资本市场体系中应该如何定位?产权市场应该进行怎样的变革和选择什么样的路径,以融入多层次资本市场体系?……作为《中德产权交易市场体系建设项目》中的理论研究项目,本丛书的选题不能不特别关注对这些问题的研究。

第三,注重对产权市场发展实践的总结和理论指导。产权市场是在中国经济改革与转型的特定历史条件下形成的,一种有中国特色的资本市场制度安排。产权市场产生的特定历史阶段和形成路径的特殊性,决定了其发展、演变的进程及其对理论指导的特殊依赖性。从这个意义上说,近20年来,产权市场在实践中不断探索、开拓,促进了社会资源优化配置,推动了资本市场的发展,其实践经验需要进行理论升华;在经过了近20年的实践探索和发展后,产权市场已经走到了亟待创新和变革的关口上,其创新和变革道路需要理论的指导。因此,对产权市场的实践进行总结和理论升华,强化理论对产权市场创新和变革的指导,提高产权市场自身创新和变革的自觉性,既是本项目研究的意义所在,也是丛书选题的重要内容。

丛书选题经多方论证最终确定,并选择对产权改革和产权市场发展有研究基础的专家、学者主持和承担各选题的研究工作。这些专家有来自于南开大学、天津财经大学、天津商业大学的知名经济学教授,有来自于学术研究机构产权理论和实践研究人员,也有长期从事产权市场管理和领导工作的业界精英。研究人员深厚的学术造诣和背景的多样性,使我们相信可以实现对产权改革和产权市场发展进行多视角的审视和研究,促进产权改革和产权市场理论研究深化的丛书规划目标。

当然,专家们关注问题的角度和研究风格不同,使整套丛书很难做

到基本观点和研究风格的一致。时间的仓促和对产权市场理论研究积淀的不充分,也会造成丛书中一些观点的不成熟,或存在其他方面的不足和缺陷。对此,我们希望读者,特别是经济学界和资本市场业界的专家、学者,不吝赐教,批评指正,以共同推动产权市场研究的深入,进而推动我国产权市场的健康发展。

高 峦

2008 年 12 月 2 日于天津

前言

资产证券化作为一种金融创新自 20 世纪 70 年代在美国出现以来,在全球范围内得到了广泛而迅速的发展,表现出三方面特点:其一,资产证券化品种不断增加,基础资产从住房抵押贷款迅速向银行其他信贷资产乃至其他资产拓展;其二,资产证券化规模不断扩张,到 2007 年底,美国资产证券化的市场规模已达到 10.8 万亿欧元,欧洲已达到 4 537 亿欧元;其三,资产证券化的范围不断扩大,从国内向跨国发展,从发达国家向发展中国家延伸。伴随经济金融全球化一体化趋势的加强,资产证券化对于金融和经济的影响日益加大。2007 年下半年美国次贷危机的爆发,使得资产证券化再次成为全球关注的焦点。

资产证券化对于金融体系的影响是双重的。在体现诸多金融创新特点的同时,也加大和扩散了金融体系的风险。首先,资产证券化交易结构赋予金融资产更大的流动性,为金融机构调整资产结构、分散资产风险提供了新的手段;其次,资产证券化以银行信贷资产、企业应收账款、基础设施收费等原生资产为基础,通过资产证券化特有的交易构架,在增加金融工具种类、活跃金融市场交易的同时,扩大了金融市场的融资功能;再次,资产证券化将直接融资和间接融资有机地结合在一起,打破了传统意义上两类市场的阻隔,提高了金融市场的效率。然而,资产证券化的交易构架也将参与交易的各国商业银行、投资银行、信用担保机构、机构投资者、企业集团和个人紧密联结在一起,使金融风险更加集中化、复杂化和国际化,加大了金融的脆弱性。2007 年下半年美国爆发了 20 世纪 30 年代经济萧条以来罕见的次贷危机及由此引发的全球性金融风暴,就是资产证券化负面效应典型的例证。追其原因,除了美国周期性的房地产市场持续降温 and 持续加息政策等直接

原因以外,住房抵押贷款证券化交易也起到了推波助澜的作用,加大了金融危机程度和对全球经济的负面影响。据估计,包括银行、券商、对冲基金和政府支持的企业在内的美国借贷机构,在计提贷款损失拨备后蒙受的信贷损失大约有4 600亿美元。美国次贷危机的爆发,导致全球金融市场面临着更大的风险和更加恶化的信贷环境,严重打击了市场参与者的信心。研究资产证券化的风险形成机制已经成为不可避免的重要课题。

早在20世纪90年代初,我国就开始了资产证券化的探索。最早的资产证券化是从地方基础设施收费证券化和企业应收账款证券化开始的,具有自发性和跨国性。代表性项目有:1992年三亚地产证券化;1996年广深珠高速公路收费证券化;1997年中国远洋运输公司北美航运应收款支撑票据证券化;2000年中国国际海运集装箱集团应收账款证券化等。我国加入世贸组织后,资产证券化的步伐加快,2002年9月,新华信托购买深圳商业银行的住房按揭贷款债权,就是利用信托方式实现信贷资产证券化的尝试;2003年6月26日,华融资产管理公司取得了利用信托模式实现不良贷款证券化的成功经验。2005年4月,人民银行和银监会联合发布了《信贷资产证券化试点管理办法》(简称《试点办法》),确定了我国开展信贷资产证券化试点的基本法律框架。同年10月,银监会又发布了《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》(简称《监管办法》)。《监管办法》从市场准入、业务规则和风险管理、资本要求等方面,对信贷资产证券化业务进行了规范。与此同时,围绕健全我国资产证券化现行法律框架、会计制度、税收制度、金融机构和发展机构投资者等问题的研究也逐步深入。2005年中国建设银行住房抵押贷款证券化和中国国家开发银行不良资产证券化的付诸实施,标志着我国真正意义上的资产证券化的诞生。

为了深入研究资产证券化交易方式的特点,研究资产证券化的市场环境、融资结构及其风险形成机制,有效防范资产证券化的风险,我们编著了《资产证券化研究》。值得庆幸的是,本书的研究和出版得到了天津产权交易中心中德合作建设产权交易市场体系项目的大力支持,被列为天津产权交易中心中德合作项目之一并获得了资助。愿本

书的研究成果能对资产证券化研究有所帮助,为我国资产证券化的发展提供借鉴。

本书相对于国内其他同类研究成果具有以下明显特色。

(1)从资产证券化市场运行的视角全面研究资产证券化的交易过程。全书从资产证券化的交易主体、交易媒体、交易对象、运作机制、品种结构、定价机制、风险与收益、制度建设等宏观层面入手,逐渐深入到资产证券化产品结构的微观层面,勾画出了资产证券化市场的运行特点和主要证券化交易品种的操作特性,有助于从理论和实践的结合上,从宏观和微观层面的不同视角,揭示资产证券化市场的特点,深刻认识资产证券化交易的本质。

(2)在现有资产证券化研究的基础上,追踪资产证券化的发展,对其概念进行了新的表述。我们认为对于资产证券化的理解既不能离开其产生的经济背景和金融环境,也要体现资产证券化的不断发展,只有将其产生和发展的特定历史环境和不断扩张的现状结合起来,才能把握资产证券化的本质和特点,因此资产证券化的定义也是不断发展的。鉴于此,我们将资产证券化定义为:资产证券化是拥有资产的经济主体,直接以现存的资产为基础,按照特有的融资结构,通过信用变形(将原始资产变形为证券资产)进行融资的多环节交易过程。在此基础上,我们进一步研究了资产证券化的特征,提出:资产证券化不仅是资产收入导向型融资方式、低成本融资方式、表外融资方式、结构性融资方式和增加企业价值的融资方式,同时也是流动性风险管理的重要手段。

(3)在对资产证券化效应的研究中,我们在充分肯定其正面效应的同时,提出了资产证券化有减弱中央银行货币政策效果的负面效应。认为金融机构所能提供的信用数量取决于其存款的数量、中央银行提供的基础货币以及法定准备金率的高低。当中央银行实施紧缩性货币政策时,意味着提高了金融机构获得资金的成本,使金融机构所能提供的信用数量下降。然而在资产证券化融资方式下,银行可以通过发行资产支持证券直接从金融市场上获得资金。在资产证券化融资方式下,由于证券投资者的主要资金来源多数不受中央银行法定准备金率

的管制,因此,中央银行紧缩性的货币政策对金融市场资金供给的紧缩效果将远低于其对金融中介体系信用供给的紧缩效果。根据上述推理可知,随着资产证券化的迅速发展,中央银行货币政策的总体效果将随着资产证券化的发展而逐渐减弱,这也是资产证券化之所以加大金融风险的重要原因之一。

(4)对美国2007年下半年爆发的次贷危机进行了专题研究。本书在相关章节,从不同层面研究了美国次贷危机爆发的原因。包括:次级贷款增长的原因;次贷危机风险不断扩散的过程和次贷危机爆发的原因。认为次级住房抵押贷款品种设计不合理、监管缺位、次级住房抵押贷款支持证券评级偏高;住房抵押贷款证券化被滥用,是美国次贷危机爆发且在全球蔓延的重要原因。在此基础上,提出了可供我国借鉴之处。其一,鉴于美国次贷危机的直接原因是美联储加息导致房地产市场交易下滑,提出要尽量避免由于宏观调控政策对某类特定市场的冲击而加大金融风险的观点。如中央银行在治理通货膨胀、提高利率的同时,必须警惕紧缩的贷款政策对房地产开发商和借款人偿还能力的影响,谨防开发商资金链断裂和借款人还款压力增大,以及由此造成的违约率上升和银行坏账增加带来的金融风险。其二,鉴于我国银行对于住房抵押贷款的借款者基本上没有严格的信用等级分类,以致几乎所有购房者都能够从银行获得住房按揭贷款的现状,提出了严格住房抵押贷款的发放标准和严格借款人信用分类的观点。其三,提出稳步推行住房贷款证券化等其他对策建议。

(5)对于资产证券化的主要品种及其在我国的发展进行了专门研究。本书将住房抵押贷款证券化、汽车贷款证券化、不良资产证券化、基础设施收费证券化、保险证券化、应收账款证券化等分别作为独立的章节,详细分析发达的资产证券化市场上各类证券化品种的发展状况、交易结构和操作技术的特点,分析了各类资产证券化在我国的历史、发展现状及其存在的问题,提出了相应的对策。本书还对美国、加拿大、中国香港地区和欧洲国家住房抵押贷款证券化模式进行了比较和借鉴,对美国和韩国的不良贷款证券化的实践进行了考察,在借鉴国际经验的基础上,特别对我国“东元2006—1重整资产证券化项目”进行了

案例分析,剖析了我国不良资产证券化运作中存在的问题,设计了我国不良贷款证券化的模式框架,提出了改进不良资产证券化交易结构的建议。对研究我国住房抵押贷款证券化和不良资产证券化有一定的参考价值。

(6)对于国有资产证券化问题进行了专门研究。本书在相关章节总结了目前我国国有资产流动的渠道,在理论上分析了采取国有资产证券化实现国有产权流动的优势,探讨了国有产权证券化的可行性。提出在目前国家政策支持、宏观环境及微观基础基本具备的情况下,实施国有资产证券化的构想,为国有产权改革和上市交易提供了理论支持和操作思路。

在本书的编写过程中,我们参阅了大量的中英文文献,力求在现有资产证券化的理论和实践研究成果的基础上,从资产证券化市场结构的新视角,对资产证券化交易机制及其风险因素进行深入研究,但是由于资产证券化的内容极其丰富,交易方式不断创新,交易过程具有复杂性和多样性,交易风险具有隐蔽性、突发性、扩散性和传递性,对于金融与经济的影响不断释放,且我国实施资产证券化需要研究的问题又很多,我们深感本书还有不足之处,特别是对资产证券化在理论上的探讨还有待进一步深入,对资产证券化加大金融风险的内在机制的研究仅仅是开始。此外,由于时间和水平所限,其中难免有不妥之处,恳请专家学者、金融业人士及广大读者批评指正。

本书由天津产权交易中心主任高峦、天津财经大学金融系刘忠燕教授编著。参与本书撰写的有:高峦、刘忠燕、高援朝、秦洪军、董雁斌、刘志霞、魏海丽、楚鹏。在本书的编写过程中,我们参考了相关的文献资料,鉴于篇幅限制未能逐一列出,在此向相关作者表示感谢。在本书出版过程中得到了天津大学出版社的大力支持,在此一并表示感谢。

作者

2008年10月

目录

第1章 导论	(1)
1.1 资产证券化的内涵	(1)
1.1.1 资产证券化的定义	(1)
1.1.2 资产证券化的特点	(4)
1.2 资产证券化的效应	(6)
1.2.1 资产证券化的微观效应	(7)
1.2.2 资产证券化的宏观效应	(9)
1.3 资产证券化原理	(11)
1.3.1 核心原理	(11)
1.3.2 资产重组原理	(13)
1.3.3 风险隔离原理	(14)
1.3.4 信用增级原理	(15)
1.4 资产证券化的发展历程与趋势	(16)
1.4.1 资产证券化的动因与发展历程	(16)
1.4.2 我国资产证券化的发展	(22)
参考文献	(30)
第2章 资产证券化的运作机制	(31)
2.1 资产证券化的主体结构	(31)
2.1.1 原始债务人	(31)
2.1.2 资产出售者/发起人	(32)
2.1.3 证券投资者	(34)
2.2 资产证券化的中介机构	(37)
2.2.1 特殊目的机构	(37)

2.2.2	信用担保机构	(42)
2.2.3	信用评级机构	(47)
2.2.4	证券承销商/融资顾问	(50)
2.2.5	其他中介机构	(51)
2.3	资产证券化的操作流程	(52)
2.3.1	确定基础资产并组建资产池	(52)
2.3.2	发起人向特殊目的机构(SPV)出售资产	(56)
2.3.3	证券化安排	(57)
2.3.4	完善交易结构并进行内部信用初评	(57)
2.3.5	信用增级	(58)
2.3.6	发行评级和证券发售	(58)
2.3.7	资产支持证券进入二级市场上市交易	(59)
2.3.8	专业服务商管理资产池	(59)
	参考文献	(61)
第3章	资产证券化产品结构	(62)
3.1	抵押转递债券	(62)
3.1.1	抵押转递债券的含义	(63)
3.1.2	抵押转递债券的特点	(63)
3.1.3	抵押转递债券的种类	(64)
3.1.4	提前偿付现金流的计算	(65)
3.2	剥离式抵押贷款债券	(72)
3.2.1	剥离债券的含义	(72)
3.2.2	剥离债券的类型	(73)
3.3	担保抵押债券	(73)
3.3.1	担保抵押债券的含义	(73)
3.3.2	CMO 的种类	(74)
3.3.3	CMO 的信用风险与信用增级	(92)
3.3.4	CMO 的评价	(93)
3.4	资产支持证券	(94)
3.4.1	资产支持证券及其发展	(94)

3.4.2 资产支持证券的特点	(95)
3.4.3 资产支持证券的种类	(98)
3.4.4 资产支持证券的发行与交易	(102)
参考文献	(104)
第4章 资产证券化的定价机制	(105)
4.1 资产证券化定价的理论依据	(105)
4.1.1 资产证券化定价的理论基础	(105)
4.1.2 资产证券化定价理论的建立	(106)
4.1.3 资产证券化定价理论的发展	(108)
4.2 影响资产证券化定价的因素分析	(110)
4.2.1 利率变化	(110)
4.2.2 偿还期	(111)
4.2.3 提前赎回	(112)
4.2.4 拖欠的可能性	(113)
4.2.5 资本市场的运行状况	(114)
4.3 资产证券化定价的模型分析	(115)
4.3.1 资产证券化定价的常用模型	(115)
4.3.2 中国资产证券化的定价	(127)
参考文献	(131)
第5章 资产证券化运行的风险及收益分析	(132)
5.1 基础资产风险	(132)
5.1.1 基础资产风险含义	(132)
5.1.2 影响基础资产信用风险的因素	(134)
5.1.3 基础资产的风险管理	(136)
5.2 提前偿付风险	(143)
5.2.1 提前偿付风险产生的原因	(143)
5.2.2 影响提前偿付的因素	(144)
5.2.3 提前偿付指标	(146)
5.3 资产证券化交易结构风险	(147)
5.3.1 承销商和专业服务商的风险	(148)

5.3.2	担保机构风险	(148)
5.3.3	失效风险和法律风险	(149)
5.3.4	独立专家风险	(150)
5.3.5	金融工程风险	(150)
5.3.6	财产意外事故风险	(152)
5.3.7	证券的降级风险	(152)
5.4	资产证券化风险的控制	(153)
5.4.1	陈述书、保证书和赔偿协议	(153)
5.4.2	尽职调查	(154)
5.4.3	法律意见书	(154)
5.4.4	会计师、律师的无保留意见书和证书	(154)
5.4.5	信用增级	(155)
5.5	资产证券化收益分析	(155)
5.5.1	资产证券化收益的经济学分析	(155)
5.5.2	资产证券化收益的分配	(157)
	参考文献	(160)
第6章	资产证券化的制度建设	(161)
6.1	资产证券化中的会计问题	(161)
6.1.1	资产证券化的基本会计问题	(161)
6.1.2	资产证券化中的会计确认	(162)
6.1.3	资产证券化中的会计报表合并	(167)
6.2	资产证券化的税收问题	(168)
6.2.1	资产证券化的基本税收问题	(168)
6.2.2	资产证券化的税收种类	(168)
6.2.3	西方国家资产证券化的税种安排	(169)
6.2.4	我国资产证券化的税收现状	(170)
6.3	资产证券化的法律问题	(173)
6.3.1	资产证券化法律保障的域外经验及启示	(173)
6.3.2	我国实行资产证券化的现行法律障碍	(177)
6.3.3	对“真实销售”行为的立法建议	(183)

6.3.4 信用增级与评级的法律构建	(184)
6.4 资产证券化的监管问题	(187)
6.4.1 资产证券化监管动因的一般分析	(187)
6.4.3 资产证券化的监管原则	(190)
6.4.4 资产证券化监管的内容	(192)
6.4.5 巴塞尔资本协议中资产证券化监管及启示	(194)
6.4.6 我国资产证券化监管的内容	(200)
参考文献	(202)
第7章 住房抵押贷款证券化	(204)
7.1 住房抵押贷款证券化及其发展	(204)
7.1.1 住房抵押贷款证券化的含义	(204)
7.1.2 住房抵押贷款证券的分类	(205)
7.1.3 主要国家住房抵押贷款证券化的动因与发展状况	(207)
7.1.4 我国住房抵押贷款证券化的发展状况	(210)
7.2 主要国家住房抵押贷款证券化模式与借鉴	(212)
7.2.1 美国住房抵押贷款证券化模式及其特点	(213)
7.2.2 加拿大住房抵押贷款证券化模式及其特点	(215)
7.2.3 香港住房抵押贷款证券化模式及其特点	(217)
7.2.4 欧洲住房抵押贷款证券化模式及其特点	(219)
7.2.5 主要国家和地区住房抵押贷款证券化的模式对我国的借鉴	(220)
7.3 我国住房抵押贷款证券化分析	(222)
7.3.1 实施住房抵押贷款证券化的多赢效应	(222)
7.3.2 我国住房抵押贷款证券化面临的主要问题	(225)
7.3.3 发展我国住房抵押贷款证券化的对策	(232)
参考文献	(236)
第8章 美国次贷危机及其对我国的启示	(237)
8.1 次贷与次贷危机	(237)
8.1.1 次贷的定义	(237)