



新金融译丛

欧洲结构金融产品手册

[美] 弗兰克·J·法博兹 莫德·休亨瑞 编
王松奇 高广春 史文胜 译
王松奇 校

THE HANDBOOK OF EUROPEAN
STRUCTURED FINANCIAL PRODUCTS



中国金融出版社



新金融译丛

欧洲结构金融产品手册

[美] 弗兰克·J·法博兹 莫德·休亨瑞 编

王松奇 高广春 史文胜 译

王松奇 校

THE HANDBOOK OF EUROPEAN STRUCTURED FINANCIAL PRODUCTS



 中国金融出版社

责任编辑：王 凤 马海敏

责任校对：张京文

责任印制：裴 刚

The Handbook of European Structured Financial Products Copyright© 2004
by Frank J. Fabozzi. All rights reserved. Authorized translation from the English
language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

北京版权合同登记图字：01—2005—1446 号

图书在版编目 (CIP) 数据

欧洲结构金融产品手册 (Ouzhou Jiegou Jinrong Chanpin Shouce) / (美)
法博兹等编; 王松奇等译. —北京: 中国金融出版社, 2006. 12

(新金融译丛. 第3辑)

ISBN 7 - 5049 - 4255 - 3

I. 欧… II. ①法… ②王… III. 金融—产品—欧洲—手册
IV. F835. 05 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 164856 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 42

字数 794 千

版次 2006 年 12 月第 1 版

印次 2006 年 12 月第 1 次印刷

定价 98 元

如出现印装错误本社负责调换

编者的话

中国金融出版社历来重视国外金融著作的翻译和出版，几十年来，相继翻译和出版了近百种国外金融著作，这些著作的出版为我国金融业在不同时期的改革和发展起到了很好的借鉴作用。

现在我国金融业的改革和发展又进入了一个新的时期，金融全球化的浪潮，新经济的诱惑，以及中国加入世贸组织的冲击，都使 21 世纪的中国金融业面临着前所未有的机遇和挑战。抓住机遇，迎接挑战，惟有不断学习。学习什么？学习国外一切先进的金融理论和技术。这就是我们组织翻译和出版这套译丛的初衷。

冠名《新金融译丛》是受到“新经济”的启发。对于“新经济”的概念和内涵，经济学家自然会见仁见智，我们只是直觉地认为，“新经济”应该是一种有别于传统经济的经济发展阶段，而且，肯定有一种新的金融服务形式与这种“新经济”相适应。众所周知，“新经济”概念是人们对美国连续十年经济高速增长、低通胀、低失业率这种特异经济现象进行总结后才提出的。这种经济奇迹和技术领先的背后支撑力量是一个世界公认的、最发达完善的金融体系，它能够使新技术的发展和市场化突破缓慢自我积累的局限性，同时，又能为各个微观主体从事技术创新和应用开发提供强烈的发展诱因。中国金融业也处于由“传统”向“现代”、由“旧金融”向“新金融”的转型发展期，我们面前摆着大量的改革和发展难题，解决这些难题要靠智慧、耐心和勇气，而耐心、智慧和勇气又只能从学习中，特别是对“新金融”的体会和把握中获得。我们将这套书命名为《新金融译丛》，目的就是通过对新金融知识的介绍，促进中国金融业的改革和发展，并为中国经济的复兴和繁荣做出贡献。

我们力求使这套《新金融译丛》内容新颖和实用，对中国金融业的改革和发展实践有现实参考价值。在对国外金融著作的选择上，我们兼顾现实性与超前性，然更侧重于现实性；兼顾实务性与理论性，然更侧重于实务性。在《新金融译丛》的编辑构成上，我们把它设计成持续开放式的，不

对译著的数量做限制，只要与《新金融译丛》主旨相吻合的著作，我们都愿意将之奋力推出。

我们感谢《新金融译丛》的主编王松奇教授，在组织这套译丛的想法上我们不谋而合，他以自己的智慧、热情及富于合作的精神，为我们承担起这套译丛的组织工作；我们感谢译丛的所有编委同志们，他们都是金融界的出色专家，他们的参与使这套译丛的出版有了强有力的质量保障。

我们期待《新金融译丛》的出版能使广大读者有所获益，同时，也希望大家给我们提出宝贵的建议。

中国金融出版社
第一图书编辑部
2000年10月

《新金融译丛》总序

(一)

中国金融出版社是中国金融理论界、教育界和实务界的权威出版阵地，近些年来推出了大量的好作品。前不久，中国金融出版社第一图书编辑部邀我负责组织一套译著，我欣然接受了这一邀请。我们商定：这套以“新金融”名之的译著以新颖、实用和权威为基本特色，重点反映世界金融领域实务及理论的最新动向，以中国的金融改革和金融发展服务为基本宗旨。

(二)

在多年来的读书生涯中，我发现，自己书架上的几千册财经类图书中，那些翻译作品似乎更具保存和再阅读价值。我常常想其中的原因。

如果是个别作者之间的理论功底和表达才气的对比，作品的保存价值差异就会成为一个永远具有真理性的无需讨论的话题，但问题是为什么从国外引进的经济学作品更具可读性。

原因可能很多很多，但马克思曾给过我们的一个重要提示就是：任何思想都不可能脱离和超越某一历史时期所能提供的社会物质条件。发达资本主义国家实行市场经济已历时数百年，形成了比较完善的市场体系和运作机制，积累了比较丰富的实践经验，产生了比较成熟的经济理论，而中国是一个转型经济国家，真正宣称实施市场经济模式的时间还不到七年（自1993年11月中国共产党十四届三中全会宣称选择“社会主义市场经济”的改革目标模式开始至现在），在这么短的时期内和变动不居的体制环境中，许多理论的生命周期都很短暂，使中国的经济学作品很难具有经久不衰的生命力。

这种近乎悲剧性的作品命运是客观环境造成的，应当说，中国经济学家的辛勤探索永远值得尊敬。但是，这种现象给我们提供了一种启迪——转型中的中国经济本质上也是一种学习经济，中国的经济学充其量也是一种“学习经济学”。

向谁学？学什么？

就是要向发达国家学，向一切成功的新兴市场国家学，学习那些反映市场经济最新发展动态的经验和教训，学习西方经济学中一切可为我们所用的思想成果。在世界经济发展中，各个国家或地区之间肯定存在着条件差异，这将导致不同的发展政策和战略，但是，市场经济绝没有第二套规律，源于人类本性的对自身福利和社会发展的追求将最终成为超越一切文化、社会、经济发展阶段性障碍的引导力量，指引人们去创造最具效率的生产和交换方式。

从社会丰裕程度看，在一个合理的制度框架和不懈追求之下，发达国家的今天就是发展中国家的明天，为了取得更快的发展速度，一切发展中国家和地区都应该在经济全球化的背景下不断进行制度改革和政策调整，而要提高经济改革和经济政策的质量，一个简捷的途径就是学习，即不但学习发达国家的实践经验，还要学习这些国家的经济思想成果。从这一点说，多花些时间研究、翻译和介绍先进国家的经济学作品，对中国的经济改革有好处，对中国的经济理论发展也会大有裨益。

(三)

近年来，国内外媒体上最流行的词汇也许首推“新经济”。现代金融体系是现代商品经济框架中的血液系统和神经系统，因此，有“新经济”必有“新金融”，“新经济”是“新金融”的充分条件，“新金融”是“新经济”的必要条件。

“新经济”的提出是美国人的创造，其现实证据是连续一百多个月保持高速增长、低失业与低通货膨胀并存并且——据称是——已抹平了经济周期的经济。许多理论家们认为，“新经济”以网络信息、电子、生物、新材料、航空航天等高新技术为支撑，揭开了人类经济发展的新时代。对于这种乐观的看法，我总是心存疑惑，其理由是，这种所谓的“新经济”，我们只是在只有2.75亿人口的发达国家美国看到了这种仍难最后定论的形态，且不说拥有大量难民的非洲大陆，即使是先进的欧洲大陆，也很难断言它已经真正进入了美国式的“新经济”时代。

但是，不管怎么说，只要地球上出现了一块“新经济”，就值得我们去很好地研究，并探索“新金融”对“新经济”的贡献。

系统论证“新金融”问题并不是本序言的任务，中国金融出版社即将出版的这套书以《新金融译丛》冠名，其宗旨就是要通过出版社、丛书编委会和各位译者的努力，尽量反映世界金融发展最新的研究成果，这样，在译著数量达到一定界限时，我们的读者就会从这套丛书编织的缤纷思想色彩

中欣赏到“新金融”这幅图画，并领略画中的经济学和哲学内涵。

作为编委会成员，我最希望看到的社会效果就是：认真阅读了这套丛书后，金融机构的管理者能从中学到金融服务的新知识；研究和教学人员能在书中吸取理论营养；经济学家和决策者们能在提高改革政策建议质量上有所突破。

这是我们编委会的目标，我相信，也是中国金融出版社的目标。

王松奇
2000年10月

译者序

在近三十年的改革和开放实践中，中国金融业的发展和改革速度、质量以及绩效远不如实体经济部门，从制度、法规、政策、市场到机构素质、公司治理以及产品和服务，我们和先进国家相比都存在相当大的差距。分析这种差距形成的原因并不是本序言的任务，但是，将“学习”确定为缩小中外金融业差距的最重要前提却是我们翻译这本《欧洲结构金融产品手册》的初衷。

一个经常在欧洲跑业务的台湾朋友曾告诉我：“在结构金融产品的技术设计和市场应用方面，欧洲领先美国至少十年！”这一评价是否公允、是否准确，我无法判定，但这个朋友的议论给我留下了极深的印象并促使我下决心把这本《欧洲结构金融产品手册》翻译出来介绍给中国金融界所有对产品创新感兴趣的朋友。

本书分为六大部分共计三十六章，从“结构金融和证券化”、“资产支持证券”、“整体业务证券化”、“抵押支持证券”、“抵押债务债券”到“信用连结票据与再打包证券”，内容丰富具体，技术细节清晰，实际应用特点突出，可作为金融业产品设计第一线人员的实战操作指南，也可作为金融学专业的教师、学生及理论研究者的参考性读物。

本书原著近 800 页，因篇幅较长，我请我带的两位勤奋且勤于钻研的博士生高广春和史文胜一起合作，用一年多的时间完成了本书的翻译工作。分工状况为：第二、第三部分（第 10 ~ 23 章），高广春；第四、第五部分（第 24 ~ 34 章），史文胜；第一、第六部分（第 1 ~ 9 章，第 35 章、第 36 章）以及全书的校对工作由我承担。中国金融出版社第一图书编辑部主任毛春明对本书的翻译出版给予了极大支持，责任编辑为本书译稿的后期审读付出了大量艰巨的劳动，在此谨致谢意。

结构金融产品的翻译介绍在中国出版界还是件新鲜事物，可供参考的工具书极为缺乏，加之本书的作者共有 50 多位，其中一些作者在用英文写作时还常常夹杂一些其他国家的语言，这使本书的翻译常常遇到一些障碍，因此，本书的译稿中肯定存在不少问题，希望出版后能得到专家和读者的指正。

王松奇

2006 年 12 月 17 日于北京

目 录

第一部分 结构金融和证券化	/1
第1章 概述	/3
第2章 证券化概念	/9
第3章 证券化的技巧	/18
第4章 信用衍生品入门	/51
第5章 真实出售与组合型抵押贷款支持证券交易：投资人观点	/68
第6章 现金（真实出售）与组合型证券化评估框架	/81
第7章 资产支持证券结构中的次级部分评估	/106
第8章 主信托结构中的关键要素	/117
第9章 债务市场中的信托和代理服务	/126
第二部分 资产支持证券	/153
第10章 欧洲信用卡证券化	/155
第11章 欧洲汽车和消费者贷款资产支持证券	/176
第12章 欧洲公共部门资产证券化	/195
第13章 意大利租赁资产证券化	/202
第14章 欧洲夹层贷款证券化	/216
第15章 存货证券化	/226
第16章 贸易应收款证券化的信用评估	/234

第 17 章	穆迪对消费者贷款证券化的评估方法	/249
第 18 章	不良贷款证券化和穆迪的评估方法	/260

第三部分 整体业务证券化 /279

第 19 章	整体业务证券化	/281
第 20 章	公司证券化评估原理	/297
第 21 章	公司证券化中现金流的可预测性及其偿付能力	/307
第 22 章	整体业务证券化的信用分析	/316
第 23 章	英国酒店行业证券化	/329

第四部分 抵押支持证券 /347

第 24 章	欧洲的住房抵押贷款支持证券	/349
第 25 章	意大利的住房抵押贷款支持证券	/382
第 26 章	欧洲的商业房屋抵押贷款支持证券	/403
第 27 章	欧洲商业房屋抵押贷款支持证券的评级方法	/417

第 28 章 其他以不动产为担保的融资工具与 商业房屋抵押贷款支持证券的区别	/442
第 29 章 德国的潘得布雷夫债券与欧洲担保债券市场	/451

第五部分 抵押债务债券 /479

第 30 章 结构化的信用：现金流与复合型抵押债务债券	/481
第 31 章 单一类别的复合型抵押债务债券	/521
第 32 章 抵押债务债券的评级方法	/558
第 33 章 项目融资债务的贷款担保证券与债券担保证券： 评级的考虑因素	/577
第 34 章 复合型抵押债务债券的独立定价	/597

第六部分 信用连结票据与再打包证券 /621

第 35 章 信用连结票据	/623
第 36 章 结构信用产品与再打包证券	/635

第一部分 结构金融和证券化



第1章 概述

弗兰克·J. 法博兹 (Frank J. Fabozzi) 博士 注册金融分析师

耶鲁大学管理学院 兼职金融教授

莫德·休亨瑞 (Moorad Choudhry) 英国比联金融商品公司 债券部负责人

证券化业务已成为固定收入市场上最激动人心的新业务之一，它能对市场的活力和易变特性做出最完美的诠释。从1969年在美国国内市场被首次引入到1980年在欧洲市场开始流行，证券化从发端到戏剧化的发展历程由此展开。证券化技术的应用提高了“结构融资”的安全性，从目前情况看，它已涵盖了广泛多样的金融产品，在每一特定产品上它又有其特定的功能。

简言之，证券化就是一个把各类金融资产打包处理成证券向投资者发行的业务过程，这些金融资产可以是贷款、分期付款消费信贷合同、租赁业务、应收账款，也可以是银行、金融机构或其他公司资产负债表中其他流动性相对较差的资产。这些金融资产的经济收益就在这种由发行者向投资者转移的过程中得以实现。与此同时，非流动性金融资产转变为流动性证券，采用多种等级形式在二级债务资本市场进行交易。在这一期间，业务操作的实际过程可能相当复杂，一些中介机构诸如律师事务所、信用评级机构、证券发行人、会计师事务所以及信用担保公司等都要参与其中，从这种概念上说，这是一个直线式多环节的操作过程。证券化在提升公司金融观念等级方面显现出效果，随着将资本使用者与资本提供者紧密联系在一起的直接融资过程的深入，公司金融观念的层次也相应得到了提升。

证券化的背后动机将在本书中得到详尽分析，在这里暂不对此花费笔墨。投资者之所以被这些已工程化的证券所吸引，主要原因在于这些证券已进行了符合投资者愿望的特定设计，并且在技术上比较成熟。然而，收益率越高，投资者相应承担的预支成本水平分期预付、信用和流动性风险就越高。



1.1 欧洲结构金融市场

美国市场上第一单证券化业务是住房抵押贷款的资产证券化。住房抵押贷款市场证券化过程的成功主要体现在两方面：一是它可以作为筹资的来源；二是投资者对衍生性证券的接受使得这一金融技术得以在其他的资产中得到同样的应用，如在信用卡、家庭财产贷款、汽车贷款、分期付款消费贷款合同以及房屋建造贷款，等等。总之，这里所提及的只是那些可证券化资产的一长串名单中的一小部分。第一单非抵押资产支持证券发行于1985年3月，是一笔计算机租赁担保交易。同年，又发行了第一份汽车贷款支持的证券。两年后，也就是1987年，信用卡支持的证券首次发行。从那时起，资产支持证券市场开始蓬勃发展。

在欧洲，第一单证券化业务于1987年出现在英国，也是以住宅抵押贷款为资产基础。在这之后，越来越多的资产被打包转化成结构金融证券，这些资产包括：

- (1) 商业性抵押贷款；
- (2) 公司银行贷款；
- (3) 政府资产如彩票发行收入及公共部门房屋租金等；
- (4) 信用卡债务；
- (5) 汽车贷款 (Car-loan; Auto-loan) 应收款；
- (6) 社团资产 (Corporate Asset) 如：疗养院 (Nursing Home) 和殡仪馆 (Funeral Home) 的应收款；
- (7) 仪器设备 (如影印机及其他办公设备) 分期应收款；
- (8) 消费者贷款 (Consumer Loan)。

证券化概念本身的易变性和适用性常与投资银行家们的新发明相伴而行，这意味着，从某种意义上说，任何资产都可能转化为结构金融证券。被证券化资产的类型就决定于发行证券的名称。一般而言，结构金融产品市场主要包括资产支持证券 (Asset-backed Securities, ABS)、抵押贷款支持证券 (Mortgage Backed Securities, MBS)、抵押债务债券 (Collateralised Debt Obligations, CDO) 以及再打包证券 (Repackaged Securities)。在后面，我们将发现，抵押贷款证券市场还可以进一步细分为住房抵押贷款支持证券 (RMBS) 和商业房屋抵押贷款支持证券 (CMBS)，同样，抵押债务证券资产等级也可以细分为多种不同的类型。按照经验规则 (Rule of Thumb)，初

始发行机构的性质以及资产分类本身，都取决于已发行证券的称谓。通常，银行发行住宅抵押贷款支持证券和商业房屋抵押贷款支持证券，而资产支持证券则由公司发行。保险公司和基金管理公司则发行抵押债务类债券^①。

图 1-1 展示的是欧洲市场上以美元为计价单位的抵押债务债券发行量。图 1-2 展示的是由原生性资产分类所形成的证券化资产明细情况。

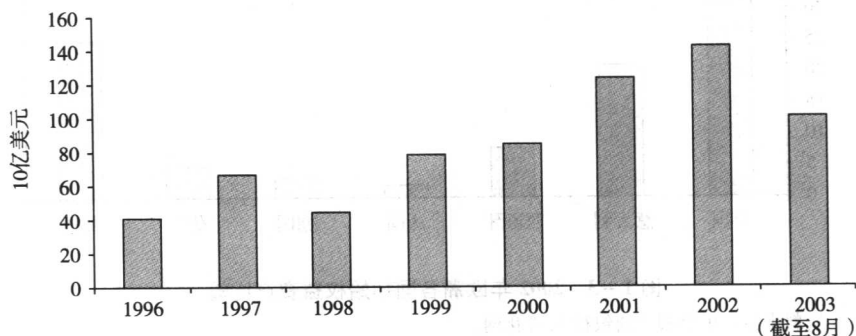


图 1-1 欧洲抵押债务债券发行量 (1996 ~ 2003 年)

资料来源：JP 摩根大通银行 证券化网。

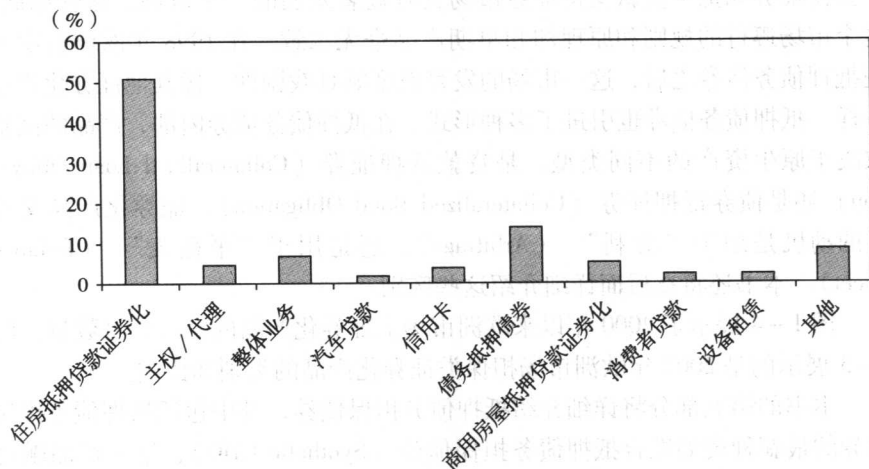


图 1-2 2002 年的担保资产类型

资料来源：JP 摩根大通银行 证券化网。

^① 经验规则是一种粗略方法，因此必有例外，例如发放公司贷款的银行也发行资产支持证券，一些银行也常常成为抵押债务债券的大宗发行人，政府发债时通常也采用资产支持证券手段。