

金融新格局

资产证券化的突破与创新

林 华◎主编

郁冰峰 邓海清 郝延山◎编著

资产证券化是21世纪金融创新的代名词，
而今已在中国吹响号角，
中国金融改革趋势已经进入资产证券化时代

蔡鄂生 中国银行业监督管理委员会原副主席

金中夏 中国人民银行金融研究所所长

》》 倾情作序

霍学文

北京市金融工作局
党组书记

黄世忠

厦门市政协副主席
厦门国家会计学院副院长

许晓曦

厦门金圆投资集团
有限公司董事长

梁信军

复星集团创始人之一
首席执行官

阎焱

赛富亚洲投资基金管理公司
首席合伙人

陈 龙

长江商学院
金融学教授、副院长

洪永淼

康奈尔大学经济学讲席教授
中国工商银行独立董事

张 克

美国亚洲金融协会
董事会主席

陈 颀

投中集团
董事长、首席执行官

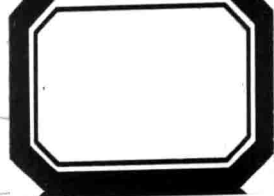
Ann Rutledge

结构化金融独立咨询公司
R&R的创始人

》》 联袂推荐



中信出版社·CHINA CITIC PRESS



金融新格局

资产证券化的突破与创新

林 华◎主编

郁冰峰 邓海清 郝延山◎编著

图书在版编目 (CIP) 数据

金融新格局: 资产证券化的突破与创新 / 林华主编; 郁冰峰, 邓海清, 郝延山编著. —北京: 中信出版社, 2014. 6

ISBN 978-7-5086-4599-5

I. ①金… II. ①林… ②郁… ③邓… ④郝… III. ①资产证券化—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 106796 号

金融新格局

资产证券化的突破与创新

主 编: 林 华

编 著: 郁冰峰 邓海清 郝延山

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 33

版 次: 2014 年 6 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-5086-4599-5/F · 3199

定 价: 78.00 元

字 数: 500 千字

印 次: 2014 年 8 月第 2 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号



版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

序一

资产证券化与中国金融市场

随着我国金融市场发展的逐步深化，稳定的金融环境显得尤为重要，而资产证券化恰恰是实现金融稳定和促进金融发展的一条重要途径。

目前，我国金融市场的融通资金主体还是商业银行，间接融资的比例依然很大。在经济转型、结构调整和国际化、多元化的大环境下，我国的银行也在探索转型发展的道路。从国外银行的发展经验来看，合理运用资产证券化手段，可以帮助银行解决多种问题，提高银行的竞争力、盈利水平和业务发展空间。本书作者以理论和实践相结合的方式，分析了资产证券化对银行自身发展的重要性。商业银行可以利用资产证券化来分散风险、增加流动性、改变融资模式、提高盈利水平和加快业务转型。针对资产与负债在期限和价格上的错配问题，通过资产证券化，商业银行将长期资产提前变现，有效解决了长期资产和短期负债匹配失当的问题，增强了银行资产的流动性和安全性。本书用

了大量的篇幅阐述了信贷资产证券化的原理和实践，把商业银行涉及的各种信贷资产的证券化，用专业、易懂的方式展现出来。同时，本书也分析了多个美国银行失败的案例，在鼓励银行开展资产证券化业务的同时，也为我们提出了客观而又实际的警示。

从美国的经验来看，货币市场基金在利率市场化过程中规模会不断壮大，并逐渐成为资产证券化市场的主要资金来源之一。我国利率市场化进程不断加快，短期市场 Shibor 利率和长期市场国债收益率基准已经基本形成，贷款利率已完全放开，其他各项基础设施建设将陆续完成。利率市场化将为资产证券化提供持续的资金动力，资产证券化将渐入佳境。现阶段，随着国家盘活资金存量市场政策的落实，资产证券化得到了进一步的发展，金融脱媒现象加剧，多层次的市场和多元化的产品不断发展。这一举措将使得市场参与者倍增，金融普及化进程加快，受惠者范围快速扩大，众多中小微企业和个体将获得急需的金融服务。党的十八届三中全会提出了发展普惠金融，资产证券化也是实现这一目标的重要途径之一。

此外，资产证券化也是人民币国际化和中国资本迈出国门的重要渠道。中国已经超越美国成为全球第一大贸易国，人民币跨境结算已运用于有关贸易伙伴国并取得了良好的效果，人民币在境外的大量使用，将为人民币成为国际储备货币奠定坚实的基础。资产证券化的发展将会为境外人民币回流境内配置充足的投资产品，人民币在贸易项下流出、资本项下流入，形成闭合循环，稳定汇率，从而进一步推动人民币的国际化。

我国经济结构调整正在推进，金融市场改革和利率市场化进程不断深化，商业银行改革转型步伐不断加快。资产证券化，是中国金融市场发展的选择。

蔡鄂生

中国银监会原副主席

序二
金中夏

过去的 10 年是世界金融爆发和颠覆的 10 年，从美国的金融腾飞到次贷泡沫的破碎，从华尔街的狂欢到欧洲小镇的破产，从两个基金的倒闭到整个世界经济的衰退，我们目睹了一幕幕人间喜剧，而贯穿其中的是一个我们不太熟悉的身影——资产证券化。

资产证券化是近代世界金融领域的一个重大创新，现已成为美国和欧洲资本市场不可或缺的一部分。和其他很多创新一样，资产证券化也是诞生于艰难时刻：1970 年的美国正经历着经济衰退，在当时政府的支持下，代理机构开始将住房抵押贷款通过打包发行抵押贷款转手凭证来解决融资问题，打响了现代资产证券化的第一枪。在之后不到 20 年的时间里，资产证券化市场的开拓者们不断探索开拓，创造出了包括 RMBS、ABS、CMBS、CDO 等各类证券化产品，后来还开发出了很多以非实物资产为依托的证券。截至 2013 年年底，美国和欧洲资产证券化产品的存量高达

12 万亿美元。蓬勃发展的资产证券化为欧美国家的资本市场注入了新的活力，推动了结构优化，盘活了信贷资产，也促进了房地产和消费的发展。同时，大量资产证券化产品的发行也丰富了金融产品的种类，为投资和融资提供了广阔的天地。这一点对美国特别重要，因为这些资产支持证券产品也成为美国向世界输送美元的重要载体。

资产证券化在我国也经历了近 10 年的发展。从 2005 年建设银行和国家开发银行获准发行首批 71.96 亿元“优质公司贷款”和“个人住房抵押贷款”为基础资产的 ABS，到 2007 年国务院扩大试点后一年内规模攀升到 412 亿元，再到 2013 年信贷资产证券化 500 亿元的规模，资产证券化在我国已经迈开了坚实的步伐。尽管如此，这一阶段资产证券化依旧属于小额度的尝试和摸索。可喜的是，在前一阶段的探索过程中，我们也搭建起了资产证券化的基础设施，比如相关部门发行了《信贷资产证券化试点管理办法》和《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》等一系列制度性文件及一些监管、投资、会计和税务方面的规定和指导，为我国资产证券化的发展奠定了坚实的基础。更进一步，2013 年国务院办公厅发文指出资产证券化要进入常态化，国务院李克强总理也强调要通过金融创新来盘活资产存量，这些都将使我国的资产证券化从此驶入快车道。

在加快发展的同时，我们也需要对资产证券化有清晰的了解和认识。资产证券化是金融发展的必然趋势，也是我国的金融走向国际舞台的重要工具之一。但是，金融危机的历史也告诉我们这个工具的危险性。本书的作者都有海外资产证券化相关的实战经验，也亲身经历了资产证券化从顶峰到危机到恢复的阶段，他们希望通过本书来分享其对资产证券化的理解和美国的资产证券化经验，以此来切身投入我国资产证券化的工作中来，为中国的金融事业做贡献。

本书内容丰富，从多个方面对资产证券化进行分析介绍，其中既有理论的探讨，也有具体产品的介绍，更有翔实的实例分析。本书介绍的产品涵盖了目前我国资产证券化适用的各个类别，如汽车贷款、信用卡应收款、住房及商业房产贷款、银行信贷和企业资产等，这些介绍中不仅有概念的解

释，还有资产证券化具体操作的阐述。

本书还从会计、税收、法律和评级等方面详细介绍了资产证券化相关的“软环境”建设问题，其中很多信息值得我们相关的法律法规制定部门借鉴和参考。除此之外，本书还详细介绍了资产证券化的模型构建技术和流程，这类实战技术的介绍在一般理论性的书中是看不到的。

此外，本书还把人民币国际化、利率市场化和资产证券化集合起来进行了深入的探讨。我国早期的离岸资产证券化采取的模式主要是基础资产和发起人在国内，SPV 和投资者在国外，以美元计价这一模式。随着香港离岸人民币市场及上海自贸区的发展，离岸证券化模式中基础资产和 SPV 均可以“内迁”，国外投资者可以用人民币买入资产证券化产品，这无疑将增加证券化产品的销售渠道，实现风险的国际化定价。资产证券化也将成为人民币国际化的重要载体。

无论是对资产证券化的学习者、参与者、监管部门或是理论研究员，这都是一本很有价值的参考书。

我国资产证券化的时代已经开启，金融市场的发展也正在进入一个新的时期。在迎接或共创这个伟大机遇的时候，我们的金融从业者可以借助这本书做好充分的准备，这也是我推荐本书的重要原因。

金中夏

中国人民银行金融研究所所长

第一章

金融改革将进入资产证券化时代

第一节 我国利率市场化进程 2

一、国外利率市场化情况 3

二、我国利率市场化改革思路与进程 4

第二节 人民币国际化进程 9

一、货币国际化的演进历史 9

二、人民币国际化进程 11

三、上海自贸区——中国金融改革的试验田 19

第三节 资产证券化受益于两大改革的路径分析 21

一、美国经验 21

二、中国国情 24

第二章

资产证券化概述

第一节 什么是资产证券化 35

一、资产证券化的定义和意义 35

- 二、资产证券化的本质 36
- 三、资产证券化的分类 38
- 四、资产证券化的简史 39

第二节 美国市场的发展 42

- 一、奠基：大萧条至证券化诞生 42
- 二、繁荣：三次浪潮 45
- 三、变革：由“次贷”之祸引起的危机和改革 48

第三节 中国市场的发展 50

- 一、早期探索 50
- 二、走走停停的试点 52
- 三、2013 破局之年 53

第三章

资产证券化解析

第一节 资产证券化和传统融资的区别 56

- 一、资产证券化和企业证券化 56
- 二、资产证券化的特点 60

第二节 资产证券化的基本过程和参与主体 64

- 一、资产证券化的基本过程 64
- 二、资产证券化的参与主体 66

第三节 资产证券化的益处、风险和对策 69

- 一、资产证券化的益处 69
- 二、资产证券化的风险 76

第四章

汽车贷款证券化

第一节 汽车贷款证券化市场 100

- 一、汽车贷款证券化的发展 100
- 二、汽车贷款证券化的分类 101
- 三、优质和次级汽车贷款证券化 103

第二节 汽车贷款证券化的基础资产和结构设计 107

- 一、汽车贷款证券化的基础资产 107
- 二、汽车贷款证券化的结构设计 112

第三节 汽车贷款证券化案例分析 121

- 一、美国案例——本田汽车贷款证券化交易第 2013-3 号 121
- 二、中国汽车贷款证券化案例 125

第五章

信用卡资产证券化

第一节 信用卡资产证券化的基础资产 133

- 一、信用卡的分类 133
- 二、信用卡的使用原理 133
- 三、信用卡贷款的特点 134

第二节 信用卡资产证券化的结构特点和演变 137

- 一、突破性的循环购买和多次发行的运作模式 137
- 二、现金流的使用和分配 141
- 三、信用增级方式 145

第三节	信用卡资产证券化的信用评级	150
一、	信用评级的要点	150
二、	信用评级中运用的分析	152
第四节	美国信用卡资产证券化案例分析	158
一、	花旗银行信用卡信托	158
二、	Advanta 公司的信用卡资产证券化和破产	167
第五节	中国信用卡资产证券化的潜在应用、现状和挑战	171
一、	中国信用卡资产证券化的应用与现状	171
二、	中国信用卡资产证券化的挑战	174

第六章

住房抵押贷款证券化

第一节	住房抵押贷款证券化的基础资产	180
一、	住房抵押贷款的种类	181
二、	住房抵押贷款的发放	186
三、	抵押贷款发放的相关机构	189
四、	住房抵押贷款的质量分类	193
第二节	代理抵押贷款过手证券	194
一、	抵押贷款过手证券简介	194
二、	吉利美抵押贷款过手证券	195
三、	房地美参与凭证	197
四、	房利美抵押贷款支持证券	199
五、	过手证券的提前偿付风险	200
六、	分档过手证券的市场需求	203

第三节 抵押担保债券 205

- 一、抵押担保债券简介 205
- 二、房地产抵押贷款投资通道信托 206
- 三、证券类型的创新 207
- 四、REMIC 证券的发展、崩溃和复苏 212

第四节 非代理房产抵押贷款证券化 215

- 一、RMBS 的发展 216
- 二、RMBS 的分类 217
- 三、RMBS 的特点和设计 217
- 四、次贷危机中的 RMBS 220

第五节 住房抵押贷款证券化案例分析 232

- 一、美国案例——CWABS 2007 - 1 232
- 二、中国案例——建元 2005 - 1 个人住房抵押贷款证券化项目 238

第七章

商业房产抵押贷款证券化

第一节 商业房产抵押贷款证券化的发展 243

第二节 商业房产抵押贷款证券化的基础资产 246

- 一、基础资产的特点 246
- 二、全面的基础资产分析 250

第三节 商业房产抵押贷款证券化的结构和特点 253

- 一、商业房产抵押贷款证券化的结构 253
- 二、商业房产抵押贷款证券化的信用增级 256
- 三、法律结构和交易主体的特点 257

四、信用评级 259

第四节 美国商业房产抵押贷款证券化案例分析 262

- 一、交易的证券结构 263
- 二、基础资产 264
- 三、金融危机和交易问题 266
- 四、证券结构对高级证券的保护 270

第五节 中国商业房产抵押贷款证券化的现状、挑战和案例分析 272

- 一、现状和挑战 272
- 二、中国 CMBS 第一例 275

第八章

银行贷款证券化

第一节 银行贷款证券化简介 282

- 一、银行贷款证券化的发展 282
- 二、危机和恢复 284
- 三、CLO 的分类 287

第二节 银行贷款证券化的基础资产 288

- 一、CLO 基础资产的特点 288
- 二、CLO 基础资产的分析 290

第三节 银行贷款证券化的结构和特点 293

- 一、CLO 的交易结构 293
- 二、CLO 的结构设计 297
- 三、CLO 的信用评级 304

第四节 美国银行贷款证券化案例分析 308

- 一、KB CLO 2007-1 的主要交易方 309
- 二、KB CLO 2007-1 发行的证券 310
- 三、KB CLO 2007-1 的证券赎回条款 311
- 四、KB CLO 2007-1 的现金流分配 312
- 五、KB CLO 2007-1 的资产要求 314
- 六、KB CLO 2007-1 的信用评级 317
- 七、KB CLO 2007-1 的赎回 319

第五节 中国银行贷款证券化的现状、潜在应用和挑战 321

第九章

企业资产证券化与房地产投资信托

第一节 企业资产证券化 325

- 一、什么是企业资产证券化 325
- 二、企业资产证券化的特点 326
- 三、企业资产证券化的结构流程 328
- 四、企业资产证券化的基础资产和真实销售问题 329
- 五、企业资产证券化的案例和应用 332

第二节 房地产投资信托 338

- 一、REIT 发展的海外经验 339
- 二、我国 REIT 发展的现状与挑战 342
- 三、中国香港越秀 REIT 案例分析 345

第十章

资产证券化相关的法律法规和会计问题

第一节 资产证券化相关的法律法规 350

- 一、资产证券化相关的法律法规 350
- 二、中国资产证券化的法律法规 357
- 三、美国资产证券化的法律法规 362

第二节 资产证券化会计处理的对比 372

- 一、资产证券化案例会计资料 372
- 二、不同资产证券化会计处理的案例分析 374

第三节 美国的资产证券化会计 378

- 一、美国资产证券化会计法规的演化 378
- 二、美国资产证券化现行会计法规 383

第四节 国际会计准则和中国会计准则关于资产证券化的会计 397

- 一、国际会计准则相关会计准则简介 397
- 二、中国关于资产证券化的相关会计准则 404

第十一章

资产证券化的现金流建模

第一节 资产证券化现金流模型基本知识 412

- 一、现金流建模的准备 412
- 二、资产证券化现金流模型 418

第二节 资产证券化现金流建模案例演示 448

- 一、交易的资产方 451
- 二、交易的负债方 454
- 三、现金流建模 462
- 四、现金流建模宏程序引用的计算函数 469

后记 512

第一章

金融改革将进入资产证券化时代

