

资产证券化的海外实战全面解读

资产证券化

理论与实务

Asset Securitization
Theory and Practice

[美] 扈企平 (Joseph hu) 著
郑磊 译



机械工业出版社
China Machine Press

资产证券化

理论与实务

Asset Securitization

Theory and Practice

[美] 扈企平 (Joseph Hu) 著
郑磊 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化: 理论与实务/ (美) 扈企平 (Hu, J.) 著; 郑磊译. —北京: 机械工业出版社, 2014.6

书名原文: Asset Securitization: Theory and Practice

ISBN 978-7-111-46927-8

I. 资… II. ①扈… ②郑… III. 资产证券化 — 研究 — 美国 IV. F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第115931号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-8079

Joseph Hu. Asset Securitization: Theory and Practice.

Copyright © 2014 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2014 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签, 无标签者不得销售。

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

资产证券化: 理论与实务

[美] 扈企平 (Joseph Hu) 著

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 施琳琳

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2014年6月第1版第1次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 15.75

书号: ISBN 978-7-111-46927-8

定价: 49.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有 · 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东



《资产证券化：理论与实务》的翻译终于完成了。由于我之前答应出版社写一本专门介绍中国资产证券化实践与案例分析的书，所以顺手接下了这本书的翻译任务。资产证券化是我在2008年加入银行系香港投行时接触到的新事物。之后，中国资产证券化的实践起起伏伏，走了一段不算快的摸索之路，2013年开始加速，我相信这种新的融资手段在中国还有很大的发展空间。

翻译这本书，是我更深入学习了解美国和亚太地区资产证券化实践的一个不错的途径。本书作者扈企平博士（Joseph Hu）曾担任雷曼兄弟和标准普尔的抵押贷款和资产证券化研究主管，这就保证了这本专著在该领域的权威性。扈博士曾在2001年于Wiley出版社出版过一本有关资产证券化的入门读物，这本书是在前书基础上大幅修订而成的。经过了一轮岁月，资产证券化市场已经发生了翻天覆地的变化。在写作前书时，扈博士大概根本不会想到日后的市场会是这般情形。经过市场洗礼和一个近乎完整的经济周期之后，这本书的出炉应该可以算是集资产证券化的精华于一身了。我读后豁然开朗，对于中国资产证券化实践与欧美之间的差距也越发清晰明了了。我认为，由于法律体系的不同，导致中国产生了具有本国特点的“资产证券化”业务模式，这与欧美传统资产证券化的交易结构有本质不同。对于中国而言，与其称为资产证券化，不如说是“结构化金融”或者“类资产证券化”更为宽泛和贴切。当然，这是我自己即将出版的专著的主题，此处不作更深解读。

《资产证券化：理论与实务》全书分为四大部分。第一部分是导论，分为4

章，解释了资产证券化的原理、市场参与各方的职责和工作以及资产证券化的益处。看完这一部分，基本可以明了欧美的资产证券化业务和理论体系。第二部分专门细述住宅抵押贷款和住宅抵押贷款的资产化，分为6章。内容事无巨细，把住宅抵押贷款支持证券的方方面面都讲解到了。读完这一部分，已能充分了解有关住宅的资产证券化业务、发展历程和近况。第三部分主要讲述商业物业抵押贷款的证券化以及消费贷款证券化，分为3章，其组织架构与第二部分类似，但内容介绍较前一部分稍显简略，对CMBS、ABS和CDO各写了一章。第四部分介绍欧美和亚太地区的资产证券化市场发展情况，共两章。一章讨论美国资产证券化市场的崩溃和复苏，另一章介绍亚太资产证券化市场，包括中国资产证券化业务发展情况，但是对于中国的介绍显得比较单薄。书后还有4个附录，分别介绍了抵押贷款的提前偿还、美国房价升值和抵押贷款信用表现之间的关系以及信用评级的基本知识。最后还提供了美国资产证券化市场从起步到崩溃，再到2009年年初走入复苏之途的大事记。

通读此书，我们会发现其实欧美资产证券化本身并不复杂，基础资产种类不同，在现金流结构、期限分级、信用分割等方面具有一些特性，但在交易结构和流程方面大多很相似。掌握这项工具并不困难，困难的是法律基础不同，因此某些关键交易结构无法照搬。同时，由于债券市场不够发达，信用数据不足，资产证券化产品的定价成为技术瓶颈之一。本书中很多方法论和技巧方面的东西，能够供中国同行借鉴。

中国资产证券化的时代还没有真正到来，目前已有的银行、券商等的相关实践，包括一些银行非标理财产品，都借助了资产证券化的某些概念，因此这个领域的知识架构还比较混乱。引进这样一部从事资产证券化研究实践几十年的资深专家的著作，实在非常必要和及时。作者将这本书定位为资产证券化的入门教材，其实也适合所有从业人士阅读。希望译者的努力能够对各位读者有所帮助。当然，翻译过程中难免有对作者原意的曲解，特别是某些专业术语在国内尚无统一译法，疏漏之处，还请读者海涵。

郑磊

2013年岁末于香港中环



《资产证券化：理论与实务》是基于我在美国资本市场30年的观察和实践写成的，也是对这个发展至今已40年的有效的融资方法的总结，众多的投资者、贷款人和借贷者都会从中受益匪浅。作为我个人在几个大型投资银行机构和一家领先的信贷评级机构工作的职业生涯顶点的成果，写作这本书难免会引出一丝怀念和悲伤。所罗门兄弟、贝尔斯登、雷曼兄弟以及令人尊重的哈顿公司，这些我敬仰和年轻时曾经工作过并且在那里磨炼出分析技能的顶级投行，已经因时代变迁或者管理失误淡出了业界，而资产证券化市场也几乎毁于贪婪、滥用和自满。作为一个崇信资产证券化威力的市场实践者，我曾有幸参与和见证了资产证券化的辉煌成功，也痛苦地目睹了最近30年所发生的事件。然而，作为乐观主义者，我对这一市场将强势回归抱有信心，它会变得更大、更好、更强壮，并且再一次向消费者和商界提供融资，为社会创造财富。

如果没有我的很多同事和朋友的帮助，这本书将难以出版。我要感谢罗柯斯塔·玛利亚——标准普尔亚太区销售和客户服务主管，帮助我和出版社取得了联系。感谢我在标准普尔全球各地的同事提供的协助，他们是张玉聪[⊖]（日本）、维拉·查普林（墨尔本）、李健[⊖]（中国北京）、弗兰克·陆（中国香港）、艾伦·赖（中国台北），他们提供了对于日本、澳大利亚、中国大陆

⊖ Yu-Tsung Chang 的音译。

⊖ Li Jian 的音译。

和中国台湾地区的资产证券化市场的真知灼见。我还要感谢永丰金控的副总裁 K.C.Yu、标准普尔北京办公室的尼克·丁，他们给我提供了最新的市场信息。这几年，花旗全球市场、J.P.摩根证券、美林、摩根士丹利、瑞银的出色市场评论，让我能够随时了解到市场动态。我也要感谢许多帮助我修正本书内容的朋友。另外，我特别感谢尼克·梅西尔的帮助，作为Wiley出版公司的高级出版编辑，没有他的鼓励 and 热情，这本书难以如此快速完成。我对本书的全部内容负有全责，而本书的责任编辑迈克尔·翰拉汉的技能和专业精神，使得这本书的文字变得更加易懂易读。最后我要感谢我的妻子琳达和孩子们——贾斯汀和布莱恩，他们的爱和支持让我完成了这本书。实际上，他们让我的职业生涯变得成果丰硕和更加开心快乐。

扈企平 (Joseph Hu)

2010年11月



在《双城记》里，查尔斯·狄更斯将法国大革命那段混乱暴力的时期称为“最好的时代，也是最糟的时代”。在资产证券化市场上，人们可能也会将次贷危机引发的市场恐慌和全球范围的巨大金融损失视为最糟糕的时段——事后反思的严冬。然而，这段时间也可以被看作春天的希望和重生，以及研究资产证券化的概念和实践的最佳时机，以便能够让其重新成为创造财富的强大的金融引擎。

在过去的40年里，资产证券化市场已经发展成为美国固定收益市场中最大的一个板块。在1970年资产证券化市场的初期，住宅抵押贷款是唯一可证券化的资产种类。令人惊讶的是，从20世纪80年代中期开始，其他很多种未来具有可预期现金流的资产都开始作为基础资产发行资产支持证券了。这些资产包括但不限于商业物业抵押贷款、信用卡应收账款、汽车贷款、学生贷款、设备租赁和小企业贷款。资产证券化对于美国经济的稳定增长作出了重大贡献，提高了美国人的生活水平。资产证券化已经成为一句格言——“金融创造价值”最有说服力的见证。

令人惋惜的是，资产证券化也成了自身成功的受害者。由于市场上充斥着过多闲置资金，市场参与者在基础资产之上进行了过度创造，产生了一系列新的资产证券化产品。住宅抵押贷款的创立已经将风险抛之脑后，这一资产证券化市场中最出色且表现最好的基础资产，开始明显摆脱了审慎包销的指导原

则。在贪婪的驱使下，越来越多的低信用等级抵押贷款被发放，其中的信用风险被低估了。当这类抵押贷款的逾期和违约事件变得异乎寻常地频繁发生时，引起了投资者的警觉，并开始从次级抵押贷款证券化市场撤出。害怕和恐慌像多米诺骨牌一样，迅速蔓延到整个抵押贷款证券化市场，继而逐步扩散到资本市场的其他领域。

信用风险问题创造出了流动性问题，其严重性导致了资金不再流向消费和商业活动。从2007年晚些时候开始，美国经济经历了自大萧条以来最严重的紧缩，其他国家也受到了类似经济严重下滑的影响。在恐慌开始时段，“资产证券化”一词成了全球被中伤和妖魔化最严重的金融术语。各种批评的声音在质疑这个市场的正当性，也有很多人怀疑资产证券化市场是否能够复苏。看上去那真正是资产证券化最糟糕的时段。然而，市场底部是验证资产证券化成功与失败的最佳时点和地方，而且为未来的透明、自律和更严格监管的资产证券化市场做好规划。

这本书面向的读者是学生和入门级的从业人士，因为他们有兴趣了解资产证券化的概念和实践。这本书的内容设计是为了让读者获得对资产证券化的基础知识和完整的理解，所以本书致力于提供关于这个市场发展演进的回顾、所需的理论框架，以及有关主要资产证券化产品的细节和潜在收益方面的内容。

本书的第一部分包括4章，讨论基本概念、融资效率、市场参与者以及资产证券化的潜在收益。第二部分包括6章，提供了一个关于抵押金融的分析，涵盖了从不同种类的住宅抵押贷款的描述到这类抵押贷款证券化的一系列话题，也包括现在已经恶名在外的次级抵押贷款。其他重要内容还有提前还款、现金流结构、久期和信用分级等，以及各种抵押担保证券的交易和相对价值。第三部分的3章将解读其他主要的资产证券化产品，比如商业物业抵押贷款支持证券、信用卡应收款支持证券、车贷支持证券及债券抵押证券。第四部分有两章：一章回顾了资产证券化市场的崩溃和复苏，另一章讨论了日本、澳大利亚、中国大陆和中国台湾的资产证券化实践。

本书在描述概念或产品时使用了大量图表，但是非关本书主旨的各种资产支持证券投资策略和分析讨论没有包括在内。

希望在读了这本书之后，资产证券化的学生能对资产证券化这一创新金融工具有新的理解和收获。请诸君牢记一个重要的经验教训：并非所有好东西都会有好的结局。在金融市场中，审慎应是我们一切行为的指导原则。



译者序

前 言

引 论

第一部分

资产证券化基础

第1章 资产证券化：理论和市场开发	2
资产证券化的基本概念.....	3
美国资产证券化市场的发展.....	9
第2章 资产证券化市场的发起人和投资者.....	17
发起人借助资产证券化进行高效融资.....	17
通过资产证券化满足不同投资者的需要.....	22
第3章 资产证券化市场的中介机构	26
律师.....	27
会计.....	28

担保和增信机构·····	28
信用评级机构·····	30
投资银行·····	32
第4章 资产证券化的基本要素与益处 ·····	34
九个必备要素·····	34
资产证券化的益处·····	40
 第二部分	
住宅抵押贷款与住宅抵押贷款证券化	
第5章 住宅抵押贷款 ·····	44
住宅抵押贷款介绍·····	44
固定利率抵押贷款的特点·····	45
其他类型的抵押贷款·····	49
第6章 住宅抵押贷款市场 ·····	59
住宅抵押贷款的发起·····	59
抵押贷款发起人·····	63
抵押贷款服务商·····	64
抵押贷款保险商·····	64
住宅抵押贷款市场的发展·····	67
第7章 住宅抵押贷款过手证券 ·····	71
抵押贷款过手证券·····	71
过手证券的交易和相对价值·····	85

第8章 多档抵押贷款过手证券	89
提前还款抵押贷款过手证券.....	89
多档过手证券的需求.....	91
房地产抵押贷款投资融通信托.....	94
REMIC证券市场的发展、崩溃和复苏	99
交易和相对价值.....	103
 第9章 非机构担保抵押贷款过手证券	106
非机构抵押贷款过手证券市场的成长.....	106
一个典型的交易案例.....	109
信用评级标准.....	115
信用评级的表现.....	116
提前还款模式.....	119
交易和相对价值.....	119
 第10章 次级抵押贷款支持证券.....	122
次级抵押贷款市场的演进.....	123
住宅净值贷款的特点.....	126
次级抵押贷款池的不同特点.....	129
交易案例.....	132
独特的提前清偿模式.....	140
信用评级表现.....	141
交易和相对价值.....	143

第三部分

商业地产抵押贷款和商业贷款证券化

第11章 商业地产抵押贷款支持证券	146
CMBS市场的发展	147
商业房地产抵押贷款的发放	148
商业房地产抵押贷款的违约和损失	151
一个典型的交易	153
信用评级表现	159
交易和相对价值	161
第12章 资产支持证券	163
ABS市场的发展	164
信用卡ABS	165
汽车贷款ABS	172
信用评级表现	176
交易和相对价值	178
第13章 债务抵押债券	180
CDO基本概念和市场发展	181
CDO不是共同基金	182
CDO各种结构类型	184
CDO发行的动因	187
投资CDO的动机	188
CDO结构和信用评级	189

构建CDO的模拟模型	191
交易和相对价值	193
第四部分	
当前的美国和亚太资产证券化市场	
第14章 资产证券化市场的崩溃和复苏展望	196
市场是怎样崩溃的	197
复苏前景	201
第15章 亚太地区资产证券化	205
日本的资产证券化	206
澳大利亚的资产证券化	209
日本和澳大利亚资产证券化模式差异	211
中国台湾资产证券化	211
中国大陆资产证券化	213
附录A 提前偿付及提前偿付率分析	216
提前偿付率的测量	216
提前还款的基本原因	220
附录B 房价升值与抵押贷款表现	222
房价上涨的重要性	222
抵押贷款的信用表现	224
附录C 信贷评级的基本要素	227

评估基础资产的信用质量.....	228
审查支付结构和现金流机制.....	229
分析法律和监管风险.....	229
厘定操作和管理风险.....	230
检查对第三方依赖度.....	230
附录D 资产证券化市场崩溃大事记	232



第一部分

资产证券化基础