

欧洲全担保债券 不败的传奇

——欧美模式资产证券化
对我国的 **启示**

祝小芳 著

 中国财政经济出版社

欧洲全担保债券不败的传奇

——欧美模式资产证券化对我国的启示

祝小芳 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

欧洲全担保债券不败的传奇：欧美模式资产证券化对我国的启示/祝小芳著. —北京：中国财政经济出版社，2011. 7

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2903 - 4

I. ①欧… II. ①祝… III. ①资产证券化 - 研究 - 欧洲②资产证券化 - 研究 - 美国 IV. ①F835. 05②F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 095763 号

责任编辑：赵 力 谷兴华

责任校对：黄亚青

封面设计：大盟文化

版式设计：董生平

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 17.25 印张 256 000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月北京第 1 次印刷

印数：1—1 500 定价：35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2903 - 4/F · 2463

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

前 言

欧洲全担保债券（Covered Bond，简称 CB）是由欧洲一些国家的银行等信贷机构以某些信贷资产为担保而发行的债券，它与美国的资产支持证券（Asset - Backed Securities，简称 ABS）具有诸多相似之处，本质上都可以归属于资产证券化（Assets Securitization）产品。但不同的是，只有短短几十年历史的 ABS 在 2008 年引发了近百年来最严重的全球金融危机，重创了美国等发达经济体的金融体系和实体经济；而具有 200 多年历史的欧洲 CB，从未发生过一起违约事件，更与金融危机绝缘。同属于资产证券化产品，为什么欧洲 CB 创造了 200 多年不败的传奇，而美国 ABS 却由于引发金融灾难盛极而衰呢？其中一定有着某种深层的原因。

我国资产证券化试点及制度建设主要借鉴了美国的 ABS 模式。2008 年全球金融危机爆发后，试点进程也戛然而止，至今仍未恢复。资产证券化作为促进金融机构信贷资产流通、解决其资产与负债错配问题的市场化债券融资方式，在我国有着较强的市场需求。后金融危机时代我国资产证券化改革和发展的路在何方，欧美不同模式的资产证券化比较研究无疑对我国有着重要的启示。

本书以全球金融危机为大背景，从现象出发，从欧美资产证券化发展演变的历史背景出发，通过两种模式的深入比较分析，试图剖析美国 ABS 模式的深层缺陷和欧洲 CB 模式成功的根本原因，并以美国最新的金融监管体制改革框架为

参照，借鉴欧洲 CB 的成功因素，为我国资产证券化的改革发展提出政策性建议。

本书以作者 2010 年底完成的博士论文为基础修改，该论文由高坚教授悉心指导，在此特表示由衷的感谢和崇高的敬意。本书的出版得到了中国财政经济出版社领导的大力支持和编辑赵力的无私帮助和有价值的修改建议，在此一并表示衷心地感谢。

本书适用于金融监管者、金融机构和资产证券化从业人员以及有兴趣研究和了解资产证券化的学者作为参考阅读资料。

导论 / 1

- 1 资产证券化的定义 / 1
- 2 学术文献概述 / 3
- 3 本书主要内容 / 12

理 论 篇

1 经济学中的制度分析视角 / 21

- 1.1 制度分析在经济学中的地位 / 21
- 1.2 制度与经济的关系 / 26

2 新制度经济学若干理论概述 /29

- 2.1 新制度经济学关于制度的定义 / 29
- 2.2 新制度经济学关于制度如何起作用的分析 / 31
- 2.3 产权理论概述 / 34

历史演变篇

3 欧洲信贷资产证券化的起源和发展 / 41

- 3.1 欧洲本土 CB 的起源 / 41

- 3.2 欧洲 CB 的早期发展 / 46
- 3.3 欧洲 CB 在 20 世纪 90 年代中期后的发展 / 47
- 3.4 美国模式 ABS 在欧洲的发展状况概述 / 54

4 美国信贷资产证券化的起源 / 60

- 4.1 美国 ABS 产生的历史背景 / 60
- 4.2 美国成功推行 ABS 的原因分析 / 64
- 4.3 对美国早期 ABS 作用的评价 / 66
- 4.4 美国 ABS 与公共政策目标的实现 / 67

5 美国 ABS 发行量与机构的演变 / 71

- 5.1 美国 ABS 发行量的演变 / 71
- 5.2 美国 ABS 发行机构的演变 / 74

6 美国 ABS 结构的演变 / 84

- 6.1 20 世纪 70 年代——MBS 过手转付证券，最简单的 ABS 产品 / 84
- 6.2 1983 年——抵押担保证券 CMO，ABS 结构的重大创新 / 88
- 6.3 1987 年——担保债务证券 CDO，ABS 结构的高级形式 / 95
- 6.4 CDO 的快速增长 / 104
- 6.5 CDO 快速增长的技术性推动因素分析 / 106
- 6.6 CDO 的投资者分析 / 107

7 美国 ABS 资产池的演变 / 111

- 7.1 个人住房抵押贷款资产池的演变 / 111
- 7.2 由优质贷款到快速增长的次级贷款 / 115
- 7.3 资产池向商业不动产抵押贷款拓展 / 132
- 7.4 资产池从抵押贷款拓展到非抵押贷款领域 / 136

比较分析篇

8 欧美信贷资产证券化模式异同比较 / 143
8.1 欧美模式的共同特点 / 143
8.2 欧美模式的主要差异 / 146
9 欧美模式两种重要差异分析 / 153
9.1 信用风险转移差异分析 / 153
9.2 创新活力差异分析 / 156
10 欧美制度差异对两种模式的影响 / 158
10.1 欧美模式差异的形成具有历史偶然性 / 158
10.2 欧美不同法律制度体系对证券化创新能力的影响 / 159
10.3 欧美金融监管体制对证券化风险管理的影响 / 163
11 欧美资产证券化产品的权利束内容比较 / 177
11.1 信贷资产的权利束内容分析 / 177
11.2 信用风险的特殊性制约了信贷资产的转让与交易 / 179
11.3 欧美资产证券化信贷资产权利束内容比较 / 181
11.4 不同权利束内容与不同的约束和激励机制 / 184
11.5 产权束内容对信贷资产证券化产品交易价格的影响 / 185
12 美国 ABS 权利束切割技术创新 / 187
12.1 权利束切割的一般概念 / 187
12.2 美国 ABS 信贷资产池的权利束切割 / 188
12.3 ABS 权利束切割技术是信用风险转移的高级手段 / 190
12.4 ABS 权利束切割技术之信用风险转移误区分析 / 194
12.5 对 ABS 权利束切割技术创新的评价 / 196

13 欧美资产证券化制度变迁比较 / 197

- 13.1 欧美资产证券化制度变迁动因及方式比较 / 197
- 13.2 后续制度变迁的动因和方式比较 / 199
- 13.3 法律及监管制度对制度变迁的影响 / 201
- 13.4 路径依赖对制度变迁的影响 / 202

改革借鉴篇

14 美国资产证券化监管改革 / 205

- 14.1 《多德——弗兰克法案》的主要改革内容概述 / 206
- 14.2 从制度视角看美国资产证券化监管体制改革 / 214
- 14.3 美国资产证券化监管新框架 / 216

15 我国资产证券化的发展回顾 / 224

- 15.1 基本采用美国模式 / 224
- 15.2 制度先行 / 226
- 15.3 谨慎推进 / 228
- 15.4 总结经验，完善制度 / 231
- 15.5 禁止衍生产品 / 231
- 15.6 资产池以非抵押贷款为主 / 231

16 我国银行界信贷资产流动性创新动向 / 233

- 16.1 信贷资产流动性创新简介 / 233
- 16.2 信贷资产流动性创新的风险分析 / 236
- 16.3 信贷资产流动性创新的制度变迁因素分析 / 238
- 16.4 信贷资产流动性创新的诱致性制度变迁分析 / 240
- 16.5 强制性制度变迁的时机分析 / 241

17 我国资产证券化发展模式选择及政策建议 / 245

17.1 欧美模式比较对我国资产证券化模式选择的启示 / 245

17.2 我国资产证券化发展模式选择 / 248

17.3 我国资产证券化改革和发展的政策建议 / 253

重要缩写索引 / 260

主要参考文献 / 261

导 论

1 资产证券化的定义

在通常意义上，资产证券化（Asset Securitization）一词特指 20 世纪 70 年代初产生于美国，始于以商业银行信贷资产现金流为支撑或担保而发行债券，后演变为多样化资产池和具有结构性融资特征的资产担保型债券及其衍生金融品的发行与流通。与股票、公司债券等以公司的未来现金流为支撑而发行证券不同，这类证券化产品以某类资产，可以是企业的某类资产，或某项目资产（如高速公路），或典型意义上金融机构的某些信贷资产等的现金流为支撑或担保而发行证券，是一种具有特殊形式与结构、有着独立特征的证券。这类资产证券化产品结构见图 1：

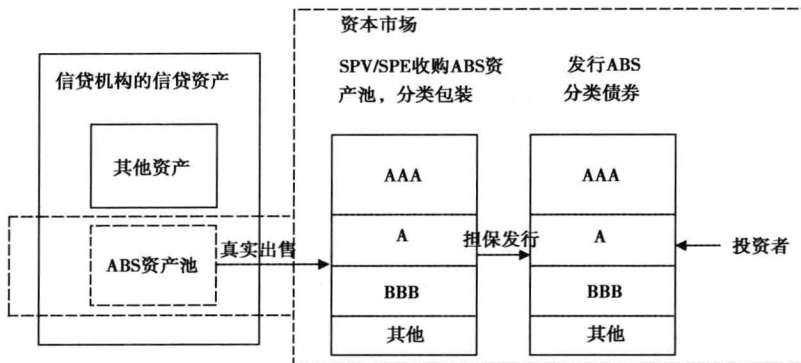


图 1 美国 ABS 证券化简图

图 1 中信贷机构的某些信贷资产作为资产支持证券（Asset -

Backed Securities，以下简称 ABS）的资产池被“真实出售”给专门用于发行 ABS 的特殊目的公司（Special Purpose Vehicle，简称 SPV）或 SPE（Special Purpose Entity）（出售后，ABS 资产池从信贷机构的资产负债表内转至表外），并经过分类包装，最终以整个 ABS 资产池的现金流作为担保向资本市场的投资者发行不同等级的 ABS 债券。

在全球金融危机爆发之前，美国作为全球金融市场的领导者，引领了资产证券化创新的潮流，国内外主流对于资产证券化的理解，无论是学术界还是实务界都基本上认定是美国的 ABS 模式，鲜有人知道或者认为还有其他的模式也可以被称为资产证券化。实际上，如果将资产证券化的主要或本质特征归结为：（1）以某些资产尤其是银行等金融机构的信贷资产现金流为支撑或担保而发行证券；（2）以债券为主要发行形式。则资产证券化并非美国人的发明创造，更不仅只有美国模式，它在欧洲已经存在了 200 多年。

欧洲的资产证券化产品叫全担保债券（Covered Bond，以下简称 CB），产生于 200 多年前的德国普鲁士时期，它也是由银行等信贷机构以某些信贷资产池的现金流为担保而发行的债券。当然，欧洲 CB 与美国 ABS 在结构上有着明显的不同（见图 2），其担保资产池并未被“真实出售”，也不从信贷机构的表内转至表外，因而从“担保”的含义看，欧洲 CB 实际上比美国 ABS 多一层“发行机构”担保。这一重大差别对欧洲 CB 创造不败的传奇具有重要意义，本书后面章节将对此进行更详细的分析。

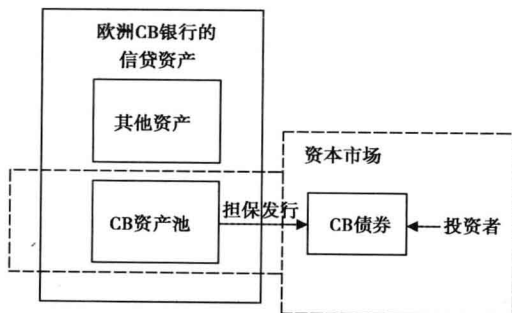


图 2 欧洲 CB 证券化简图

从图 2 中可以看出，欧洲 CB 与美国 ABS 在结构上最大的不同在

于，以 CB 资产池担保发行 CB 债券时，不进行等级划分，资产池也不被“真实出售”，而是继续保留在信贷机构的资产负债表内。除此之外，图 1 与图 2 在整体上有极大的相似性，尤其从以资产池为担保而发行债券这一本质特征来看，欧洲 CB 实际上是一种在结构设计上不同于美国 ABS 的资产证券化产品。

基于此，追索资产证券化的起源，需要从欧洲开始。鉴于欧美资产证券化都始于信贷机构的信贷资产证券化，至今，欧洲 CB 也仅限于信贷资产，而美国的 ABS 虽然拓展到了信贷资产以外的诸多资产领域，但其发行量仍以信贷资产占绝对主导地位，因此，本书除个别地方涉及非信贷资产证券化外，其余均集中于对信贷资产证券化进行讨论。作者认为，这种讨论并不影响将结论引申至非信贷资产证券化领域，因为非信贷资产证券化除资产池不同外，其余均与信贷资产证券化相似。

为了区分欧美不同模式的资产证券化，本书将欧洲 CB 或 CB 和美国 ABS 或 ABS 作为欧美两种证券化产品的标志性名称。当然，欧洲 CB 根据发行国家不同，有不同的名称，本书在提及的地方将另作标明；美国 ABS 根据不同产品，也有不同名称，如住房抵押贷款证券（Mortgage - Backed Securities，以下简称 MBS）、抵押担保证券（Collateralized Mortgage Obligations，以下简称 CMO）以及担保债务证券（Collateralized Debt Obligations，以下简称 CDO）等，本书也将另有标明。

值得一提的是，最近几十年来，尤其是 20 世纪 90 年代中期后，随着全球金融一体化进程的加速，美国模式的 ABS 占领了一定的欧洲市场，形成了欧美资产证券化在欧洲并存发展的格局，因此，本书对欧洲信贷资产证券化发展历史的回顾将围绕欧洲 CB 和美国 ABS 两类资产证券化分别展开。

2 学术文献概述

我国的资产证券化试点起步于 2005 年末。在此之前，国内学术界的前期研究和实务界的研究及制度准备在 20 世纪 90 年代中后期就

开始了。

资产证券化本身是一个实务性很强的课题，我国学术界近十年来在资产证券化方面的研究，始于实务介绍，重于实务问题研究，并致力于推动我国资产证券化业务的制度建设与试点。以下从文献统计、国内学术界分阶段研究兴趣及关注点等方面梳理一下我国在资产证券化方面的研究状况。

根据中国知网^①的检索结果，从1996年开始，至1999年，国内各类期刊共发表关于资产证券化方面的文章136篇，此后，数量逐年增多。试点起步的2005年，各类相关学术论文和发表的文章达365篇，其中期刊文章288篇，博士论文3篇，硕士论文74篇。2006年和2007年达到高峰，发表的文章和硕博论文总量分别达到434篇和400篇。2008年8月份以后至年底，金融危机全面爆发并逐渐深化。受其影响，国内学术界当年发表的学术文章和硕博论文数量有所下降。危机影响一直持续到2009年，截至2009年10月底，发表的文章和硕博论文数量下降到低点。具体情况见表1。

表1 “资产证券化”学术文献统计数量^②

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
期刊	3	13	30	90	101	126	130	162	207	288	337	276	272	160
博士	0	0	0	0	2	0	2	2	6	3	4	11	7	1
硕士	0	0	0	0	15	15	23	38	51	74	93	113	73	34
总数	3	13	30	90	118	141	155	202	264	365	434	400	352	195

此外，根据当当网图书检索，^③自2001年以来，国内共出版与资产证券化相关的各类图书30本，^④主要集中在2005—2008年，共出版24本，2005年之前和2009年各出版3本。

① CNKI数字图书馆，国内规模最大、最全面的中文文献全文信息图书馆。

② 根据中国知网以“资产证券化”为搜索词的搜索结果汇总，数据截止到2009年10月。

③ 国内最大的中文图书网上购物商城之一。

④ 书名包括“资产证券化”，不含涉及资产证券化内容的金融类教科书和其他金融类书籍。

2.1

分阶段学术研究兴趣和关注点分析

国内学术界对资产证券化方面的研究，有一条较清晰的脉络，即与国内资产证券化制度的建设及业务试点的节奏具有密切相关性。可以说，国内学术界在资产证券化方面的研究，紧密服务于国内实务界在资产证券化方面的制度建设与业务开展。因此，以2005年底我国开始资产证券化业务试点为分界线，可以将国内学术界在资产证券化方面的相关研究划分为不同阶段。2002年前，从极少到逐渐增多；2003—2005年，达到试点开始前的高峰；2006—2007年，达到近年来最高峰；2008—2009年，金融危机爆发，逐渐开始反思，有所转冷。

2.1.1 第一阶段：2002年之前——从无到有，关注度逐渐提高

这一阶段国内对资产证券化的研究，经历了从无到有，关注度逐渐提高的过程。在各类学术期刊上发表的文章总数从1996年的3篇增加到2002年的130篇，硕博论文从1999年前的无到2002年的25篇，其中博士论文2篇，硕士论文23篇。

根据中国人民银行金融市场司副司长沈炳熙在其《资产证券化：中国的实践》中详细介绍资产证券化在中国实务部门推进的过程，^①国内学术界对资产证券化的研究兴趣与实务界在这一阶段对资产证券化的探究和准备是基本同步的。1996年，国内实务部门在中国人民银行与香港金融管理局合作举办的房地产金融培训班中，首次接触到住房金融二级市场及住房抵押贷款证券化的概念。当时，国内房地产金融业务还处于初始阶段，房地产金融体系还未真正建立，住房抵押

^① 沈炳熙：《资产证券化：中国的实践》，北京大学出版社2008年版。

贷款证券化对中国来说还显得较遥远，但这一概念还是引起了人们的思索。到1999年，住房抵押贷款业务开展得最早、业务量最大的中国建设银行开始研究资产证券化实务，并向中国人民银行提出开发住房抵押贷款证券化业务的申请。2000年，国家开发银行也提出了开展信贷资产证券化的申请，引起了国务院领导的关注。虽然当时我国开展资产证券化业务的条件还不成熟，但由此推动了相关政策部门对资产证券化相关基础制度建设的研究和准备。

这一阶段学术界研究的兴趣和关注点主要集中在以下几个方面：

1) 将西方国家正进行得如火如荼的资产证券化这一金融创新概念引入对此还十分陌生的中国。1992年，上海复旦大学教授朱菁在《国际金融研究》上发表了《论美国金融业的新动向》一文，第一次对美国开展资产证券化业务进行了介绍。1996年，各类期刊上发表的文章都是关于介绍国外资产证券化方面的文章^①。其余各年份均有涉及国外资产证券化经验及对中国的启示等方面的文章见诸期刊杂志，范围包括美国、经合组织国家、英国、日本、韩国等。

2) 探讨资产证券化业务在我国推行的必要性、可行性及约束条件与发展模式，包括对我国开展资产证券化业务的制度障碍、市场环境、制度条件、难点、路径选择等方面的思考。

3) 探讨资产证券化运作方面的问题，如法律问题、会计问题、税收问题、信用评级、信用增级、风险防范等问题。尤其对法律问题的研究比较深入，包括2002年两篇博士论文以及2001年出版的资产证券化方面的专著都是关于资产证券化法律结构设计及制度建设方面的研究。^②

4) 探讨资产证券化的适用行业和品种问题，主要集中于银行的房地产金融资产证券化、不良资产证券化、信贷资产证券化、基础设施信贷资产证券化等，也有少量涉及企业资产证券化（如国企改革项目、水电站项目、煤矿建设项目等的资产证券化）等方面的研究和建议。

① 根据中国知网以“资产证券化”为搜索词的搜索结果。

② 彭冰：《资产证券化的法律解释——法学论丛》，北京大学出版社2001年版。

在总的倾向上，与国内实务界如中国建设银行、国家开发银行、浦东发展银行及相关监管机构等的实务运作研究相似，在这一阶段，国内学术界对开展资产证券化业务是积极肯定和着力推动的，为将资产证券化业务引入中国资本市场、推动我国资产证券化业务的开展做了一定的理论准备。

2.1.2 第二阶段：2003—2005年——兴趣逐渐升级，为试点推波助澜

在国内实务界紧锣密鼓的准备和推动下，这一阶段，国内学术界对资产证券化的研究兴趣逐渐升级，发表的学术文章和硕博论文数量不断增加，由2002年的155篇增至2003年和2004年的202篇和264篇，其中2004年博士论文6篇，硕士论文51篇，均为历史新高^①。2005年4月，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会共同发布了《信贷资产证券化试点管理办法》（〔2005〕第7号），被批准的首批试点银行中国建设银行和国家开发银行的各自第一单资产证券化业务也蓄势待发，进一步推高了学术界对资产证券化研究的热情，使当年发表的相关学术文章和硕博论文增加到365篇，达到历史高点。

从研究兴趣和内容来看，这一阶段的特点包括：一是更深入，包括更深入的问题研究和以前不多见的理论性研究；二是更务实，涉及资产证券化运作和操作层面的研究；三是一改以往研究中一边倒的倾向，尤其是安然公司破产事件发生后，学术界出现了对资产证券化置疑和反思的声音。

1) 继续介绍国外资产证券化方面的经验和启示，范围进一步扩大，覆盖美国、欧洲、日本、加拿大、韩国、台湾地区和香港地区等。

2) 继续深入探讨资产证券化运作方面的问题，包括法律问题、SPV结构问题、交易结构问题、“真实出售”和隔离机制问题、贷款出售问题、提前偿还的风险问题、投资者保护问题，以及信用评级、定价方法、税收、会计等问题。

^① 根据中国知网以“资产证券化”为搜索词的搜索结果。