

台湾经典著作

CLASSIC WORKS IN TAIWAN

陈文达 李阿乙 廖咸兴 〇著

现代金融市场系列

资产证券化

理论与实务



智勝
BEST-WISE

中国人民大学出版社

台湾经典著作

CLASSIC WORKS IN TAIWAN

陈文达 李阿乙 廖咸兴 著

现代金融市场系列

资产证券化

理论与实务



中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化: 理论与实务/陈文达等著.

北京: 中国人民大学出版社, 2004

台湾经典著作. 现代金融市场系列

ISBN 7-300-04472-7/F·1358

I. 资…

II. 陈…

III. ①资本市场-证券投资

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 050088 号

台湾经典著作

现代金融市场系列

资产证券化——理论与实务

陈文达 李阿乙 廖咸兴 著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东方圣雅印刷有限公司

开 本 787×965 毫米 1/16 版 次 2004 年 5 月第 1 版

印 张 22 插页 1 印 次 2004 年 5 月第 1 次印刷

字 数 338 000 定 价 32.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

总序

现代金融市场系列

近年来，中国金融体系正在发生巨大的变化，主要表现在金融市场在短短的十几年时间中取得了长足的进步，股票市场自不待言，固定收益证券市场已经起步，衍生金融工具市场也蓄势待发，而且国内金融市场与国际金融市场的关系不断加强。这种变化是金融体系内部技术、管制、竞争因素作用的结果，是一种全球性的趋势。金融实践的变化对我们的理论研究和教学提出了新的挑战。

传统上，我国的金融体系是以银行为主的金融体系，在理论和实务方面已经对货币信用、银行经营管理、货币政策等问题进行了很多探讨。但是，金融市场的发展历史很短，制度变化非常快，各种新问题层出不穷，理论上的探讨还不够成熟，对理论成果系统化的提升总结更是需要较长的一段时间。因此，客观地说，对相关理论的研究难免存在一些问题，而且也相对滞后。目前比较普遍的方法是“拿来主义”，或者直接大量引进西方，尤其是美国的原版图书，或者对这些图书进行综合改写。这种做法虽然“与国际接轨”，但运行起来还是存在不少问题。基础理论性的东西还比较好办，实践性强的东西问题就比较大，因为美国的书显然主要是写给美国读者看的，知识背景是美国的，案例是美国的，思维方式、表述风格也是美国的，中国读者未必吃得很透。

实际上，这样的尴尬在台湾的教学和科研中也同样存在过。有些教



授在留美回台教学之余，也感叹“面对本土学生，讲的却是万里之外的事情”，于是决心改革，立足于现代金融理论与台湾本土实践的結合，写出了一批很有新意的好书。台湾智胜出版社在财金、管理类图书的出版方面颇有心得，近年来花“高价”、邀请“高手”、精心出版了一批“高水平”的图书。中国财政与金融政策研究中心和中国人民大学出版社组织全国的知名教授、专家多次认真讨论，决定系统引进其中关于金融市场的图书。考虑目前大陆金融市场发展及教学和科研的需要，首批引进了八种图书，即《财务管理——新观念与本土化》、《现代投资学——分析与管理》、《固定收益证券——投资与创新》、《期货与期权——金融工程入门》、《现代投资银行》、《资产证券化——理论与实务》、《信用评级》、《风险管理前沿——风险价值理论与应用》。

我们认为，上述图书具有一些较为突出的特点，值得引进。

第一，作者大都有美国学习和教学的背景，而且在台湾的名牌大学任教并积极参与金融实践，因此能够将规范的金融理论与不断变化的本土金融实践相结合。例如，谢剑平教授曾经在美国获得金融学博士学位并在克利夫兰大学任教，回到台湾后，在著名的政治大学财务管理系任教，著述丰富，同时任中兴综合证券总经理，并积极参与金融政策的制定与改革。《财务管理——新观念与本土化》一书，自1997年初版以来，好评如潮，2002年已经修订第三版，在台湾被誉为该领域的《圣经》，为第一畅销书；《现代投资银行》系统介绍了投资银行的结构框架和业务领域，简明扼要，深入浅出，不但填补了该领域中文成果的空白，而且有英文版返销西方。

第二，作者是站在“学习、借鉴”的角度，为本土读者写作的，这一点与西方原版的图书有很大的不同。因为原版图书大多从发达国家金融市场的实践出发，很多内容对新兴金融市场来说过于“先进”，相反，一些历史条件、发展过程，被认为是不言而喻的前提而忽略了。然而，了解这些知识背景是非常重要的。例如，《资产证券化——理论与实务》一书，对这种金融形式的起源和发展作了详细的论述和分析。

第三，我们在引进该系列著作时，适当注意了选题的系统性和前沿性。既有《财务管理——新观念与本土化》、《现代投资学——分析与管理》这样的基础性读物，也有目前大陆市场急需的前沿性著作，如《风险管理前沿——风险价值理论与应用》、《信用评级》、《资产证券化——



理论与实务》等，希望能够为读者提供一个相对较为完整的现代金融市场方面的知识框架。

在引进该系列著作时，我们在尊重原作的内容和写作风格的基础上，考虑到大陆的实际情况，对内容进行了取舍，对专业术语、文字用语等作了修改或删减，在此予以说明。

当然，出版这样的系列著作无意排斥、也不可能排斥原版的外文著作，而且这里所谓的“本土化”大多也是立足于台湾金融实践的。我们的目的是想为大陆的金融专业的学生和从业人员提供一个了解现代金融市场理论与实践的窗口，同时也为大陆金融专业的教师编写真正“本土化”的教材提供一些借鉴。

本系列著作既可以用于高等院校金融专业本科高年级、研究生和MBA的教学，也可以作为广大金融领域的科研人员和实际工作者的有价值的参考资料。

中国财政与金融政策研究中心

2004年2月

自序

现代金融市场系列

资产证券化起源于美国的住宅抵押贷款证券。20 世纪 70 年代初期，因第二次世界大战后的婴儿潮涌入美国中西部，当地的储贷机构不胜负荷庞大的住宅抵押贷款需求，纷纷向政府及东部的金融机构求援。金融机构以当时政府机构辅助的住宅抵押贷款组合，开收出第一笔以住宅抵押贷款为基础的证券。

资产证券化在美国诞生之后，已有 30 余年历史，其成长步调迅速，其中住宅抵押贷款基础证券的流通量已经超过联邦政府公债，成为规模最大的债券市场。随着资产种类的不同，证券化架构与发行方式的演进已达到千变万化之境。再加上证券化在美国取得成功经验后，近年来亦搭上全球化之列车，证券化不但在欧、美等先进国家蓬勃发展，在拉丁美洲、亚洲等地，证券化产品亦如雨后春笋般冒出。现在亚洲人不仅可以买到美国华尔街的金融产品；也可以将在亚洲的资产以证券化的方式销售到美国华尔街。在这场全球化的经济活动中，证券化真正地做到双向交流。借由证券化的蓬勃发展，许多新兴市场开始吸收先进国家的债券技术，也积极发展债券市场，对这些新兴国家的金融市场技术提升有莫大的助益。除了量的惊人增长，在种类方面，证券化的版图亦迅速扩大。在住宅抵押贷款证券化成功之后，车贷、信用卡债权、商业型不动产抵押贷款、交易信用、学生贷款，甚至坏账等，陆续成为证券化标的



物。可以说，只要未来能够产生稳定现金流量的资产都可以成为证券化的可能标的。

本书的撰写动机就是在这股潮流中萌芽的，希望借着对资产证券化发展过程的理解和当今概况的描述，为证券化提供一个整体的概念，期能寻求并开辟出一条适合国情与该金融体制的捷径。

说来奇怪，尽管证券化已经是最重要的金融业务，在美国的商学院中，证券化课程的提供少之又少。对资产证券化作有系统介绍的教科书也十分罕见。目前市面上资产证券化的书籍发行，属美国最多。其内容多以资产种类来划分，而且其章节多为选辑式，围绕某一特定主题，由不同作者撰写。因此，此类书籍通常缺乏整体感与连贯性。同时，许多书籍是为专业人士所写作，对于许多议题的陈述并非从初学者的角度出发，有系统地介绍其来龙去脉。本书发行宗旨之一即在避免此项不能连贯的缺点。全书每一章节皆由三位作者共同讨论、定稿，以避免前后观点不一致的缺点。

本书写作的另一特色是以理论与实务相互搭配作为原则。证券化是一项独特的业务，其牵涉层面包括法律、金融、会计，缺一不可。世界各国在学习或建立证券化体系时，多以美国为宗，但是因为证券化牵涉到法律体系与会计制度，因此必然要本土化才能顺利施行。换句话说，证券化有高度的文化障碍，最先进的金融体系所使用的方法无法全盘移植到另一个金融体系。因此，有心学习证券化的读者，不仅要了解证券化的实务，更需要了解这些实务后面的理论背景。如此，才能避免硬将不合适的外国制度强加于本国金融体系的现象。然而，资产证券化是实务性非常高的一项课题，在写作时，对于实务面的做法，绝不应忽视。为此，本书特别放入第7章介绍各证券化参与机构所扮演的角色与其作业流程，第8章会计制度与税务和第9章的资产证券发行公开说明书。这三章的内容和业者从事证券化所需经手的业务有直接联系，在美国的文献上较为少见。在本书构思过程中，因为作者之一，陈文达在业界工作20余年，对于这些实务界关心的事情，特别敏感；再加上本书另外两位作者在台湾金融界训练班教授资产证券化多年，知道银行同仁对于这些问题特别关心。故而，特别撰述这些实务相关章节，并和住宅抵押贷款产品的定价（第10章）合并为第三篇实务篇。这也是本书的重要宗旨之一。由于本书是全面性地介绍资产证券化，对于有不同金融业经



验的读者或学者，因探讨的角度与需求不一，希望能有不同的获益。

本书作者希望经由此书的问世，为证券化之推动尽一份力量；希望经由这本书能在大专院校推动对资产证券化教学的兴趣，进而培育出未来的金融人才，达到承先启后之实。最后，更希望海内外金融业与学术界人士对本书之缺失提出指教。

本书的安排如下：全书共分为五篇，第一篇是基础篇，介绍证券化的背景信息，共两章。第1章为导论，介绍证券化的含义、优点和目前市场状况。第2章介绍证券化之发行架构，我们讨论证券化的作业流程和各参与者所扮演的角色。最后，我们还探讨了推动证券化所需要的一些法律与金融制度上应有的配合条件。

第二篇是住宅抵押贷款基础证券篇，主要讨论以住宅抵押贷款为标的资产所产生的一些住宅抵押贷款证券，共分四章。第3章介绍美国现有的各种类型住宅抵押贷款与住宅抵押贷款审核要点。第4章到第6章介绍以住宅抵押贷款为标的资产的住宅抵押贷款证券化产品。第4章是最基本的住宅抵押贷款证券，住宅抵押贷款转付证券。在该章中我们先介绍美国发展住宅抵押贷款转付证券时，所克服的困难与其解决问题的经验，其后再介绍住宅抵押贷款转付证券的重要商品与特色。在第5章，我们讨论第二种住宅抵押贷款证券化产品——担保住宅抵押贷款凭证，这种产品是由转付证券切割出来的，我们先介绍其发展的历史背景，再介绍发展此类金融商品所碰到的法律问题与解决方法。在第6章，我们讨论担保住宅抵押贷款凭证所切割出来的一些住宅抵押贷款衍生性金融商品。

第三篇是实务篇，主要讨论住宅抵押贷款证券化的相关业务，全篇共分四章。第7章讨论贷款银行的角色与各相关机构之作业流程；介绍原贷行、转款行、创始机构、信托行、承销人等各证券化参与机构所扮演角色与其作业流程。在第8章，我们介绍住宅抵押贷款的会计与税务处理；第9章是资产证券发行公开说明书；第10章讨论住宅抵押贷款证券定价原理。

第四篇共分三章，介绍三种重要资产证券。第11章讨论车贷证券化；第12章讨论信用卡债权证券化；第13章讨论商业性不动产抵押贷款证券化。每章各附一个案例，说明其内容。

第五篇是回顾与展望，本篇共分两章。在第14章我们介绍三种结



构较为复杂的证券化产品，包括住宅权益贷款、资产基础商业本票和担保债券/贷款凭证。从这三种产品的设计与发展，我们看出近年来的证券化发展已经朝向复杂化，并偏离了当初证券化“被动经营”的初衷。在第15章，我们回顾历年来使用的证券化架构，追踪历年来业界如何调和金融界的需求与法律要求，发展出各种具有经济效率的发行架构。我们还展望了未来证券化的可能发展。

陈文达 李阿乙 廖咸兴

2003年12月

目 录

现代金融市场系列

第一篇 基础篇

第 1 章	资产证券化导论	3
	1.1 基本概念	3
	1.2 资产证券化的发展	7
	1.3 资产证券化的优点	13
	1.4 本章结语	17
第 2 章	证券化的发行架构	18
	2.1 证券化的参与机构	18
	2.2 特殊目的信托（或公司）的功能与组成	21
	2.3 资产证券的风险类型	25
	2.4 资产证券化的实施要件	30
	2.5 本章结语	32



第二篇 住宅抵押贷款基础证券

第3章	住宅抵押贷款的特质与风险	37
	3.1 前言	37
	3.2 住宅抵押贷款简介	38
	3.3 贷款审核与出售	43
	3.4 金融机构持有贷款的风险	45
第4章	住宅抵押贷款证券之一：住宅抵押贷款转付证券	48
	4.1 简介	48
	4.2 机构住宅抵押贷款转付证券的特性	52
	4.3 住宅抵押贷款转付证券的发行结构	56
	4.4 提前还本与收益率	57
	4.5 住宅抵押贷款转付证券的平均寿命	68
	4.6 住宅抵押贷款转付证券、相关产品与其后的发展	71
第5章	住宅抵押贷款证券之二：担保住宅抵押贷款凭证	77
	5.1 简介	77
	5.2 CMO 的基本特色	79
	5.3 CMO 的组成与信用增强	82
	5.4 CMO 的法律问题与发行结构	86
	5.5 本章结语	87
	附录 CMO 数字例释	90
第6章	住宅抵押贷款证券之三：住宅抵押贷款型衍生性证券	125
	6.1 简介	125
	6.2 为稳定现金流量而设计的组合	126
	6.3 具有避险功能的组合	134
	6.4 其他衍生性住宅抵押贷款金融商品	137
	6.5 本章结语	139
	附录一 计划性序列还本组合数字例释	140
	附录二 目标性还本组合数字例释	159

第三篇 实务篇

第 7 章	贷款银行的角色与各相关机构的作业流程	175
	7.1 基本构想	175
	7.2 发起机构与相关业务机构的作业要点	176
	7.3 作业机构的工作要点	179
第 8 章	住宅抵押贷款证券的会计与税务	186
	8.1 简介	186
	8.2 转付证券的会计处理与税务	187
	8.3 支付证券	189
	8.4 不动产抵押贷款投资渠道	191
	8.5 资产证券的各项税赋	193
	8.6 提前与逾期还款的会计	196
	8.7 本章结语	197
第 9 章	资产证券发行公开说明书	199
	9.1 前言	199
	9.2 摘要	201
	9.3 风险因素考虑	202
	9.4 证券的说明	203
	9.5 转款与信托的相关事宜	203
	9.6 会计与税务	205
	9.7 投资的合法性	205
	9.8 信用支撑	206
	9.9 资产组合与其相关作业	206
	9.10 转款合约与手续	207
第 10 章	住宅抵押贷款证券定价	208
	10.1 简介	208
	10.2 到期收益率曲线与债券定价	210
	10.3 转付证券的定价	213



10.4	总额报酬法	220
10.5	本章结语	222

第四篇 金融资产担保证券

第 11 章	汽车贷款债权证券	225
	11.1 简介	225
	11.2 汽车贷款证券化	227
	11.3 提前还本与现金流量	231
	11.4 信用增强与信用评级	237
	附录 汽车贷款证券化案例	241
第 12 章	信用卡债权证券	248
	12.1 简介	248
	12.2 信用卡的现金收入与支配	251
	12.3 信用卡债权证券化发行结构与现金分配	255
	12.4 信用卡债权证券的信用增强	263
	12.5 信用卡债权证券的评级	264
	12.6 本章结语	267
	附录 信用卡债权证券化案例探讨——大通银行信用卡债权业主信托 2001—b	267
第 13 章	商业性不动产抵押贷款证券	269
	13.1 CMBS 的简史与特色	269
	13.2 CMBS 的发行结构与参与机构角色	275
	13.3 信用增强	278
	13.4 信用评级	285
	13.5 美国清算信托公司的经验	288

第五篇 回顾与展望

第 14 章	其他类型证券化商品	301
--------	-----------	-----



	14.1 简介	301
	14.2 住宅权益贷款证券	302
	14.3 资产担保商业票据	307
	14.4 CBO/CLO/CDO	315
	14.5 本章结语	325
第 15 章	回顾与展望	327
	15.1 缘由	327
	15.2 特殊目的机构在资产证券化中的角色与演进	328
	15.3 证券化发行构架与营运作业的演进	333
	15.4 本章结语	334

第一篇

PART

基础篇

第1章 资产证券化导论
第2章 证券化的发行架构



