



中国银行间市场交易商协会系列培训教材

# 资产支持票据理论与实务

The Theory and Practice of  
The Asset Backed Notes

中国银行间市场交易商协会编写组

 中国金融出版社

# 资产支持票据理论与实务

中国银行间市场交易商协会编写组



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂  
责任校对：李俊英  
责任印制：程 颖

## 图书在版编目（CIP）数据

资产支持票据理论与实务（Zichan Zhichi Piaoju Lilun yu Shiwu）/  
中国银行间市场交易商协会编写组. —北京：中国金融出版社，  
2015. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7801 - 1

I. ①资… II. ①中… 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（2015）第 019816 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12. 75

字数 180 千

版次 2015 年 7 月第 1 版

印次 2015 年 7 月第 1 次印刷

定价 32. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7801 - 1/F. 7361

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

## 《资产支持票据理论与实务》编写组

组 长：谢 多

副组长：冀光恒

成 员：贾红睿 黄 直 李文浩 何莉娅  
李 文 张 驰 孙 博 卜庆东  
杜俊生 时仲毅 舒 鹏 谢 曦  
刘 静 胡 亮 张 武 苏薇薇  
徐建福 顾燕青

# “NAFMII 系列培训教材” 总序

近年来，党中央、国务院高度重视金融市场发展，出台了一系列推动债券市场发展的政策措施，在党的十八届三中全会决议文件中更是明确提出“发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。2005年以来，我国债券市场取得了长足发展，在国债、金融债、企业债的基础上，外币债、资产支持证券、短期融资券、中期票据、集合票据、信用风险缓释工具等品种相继引入，现券、回购、远期、互换等交易方式有序推出，目前已建成了以场外市场为主体、场内市场和场外市场并存，相互补充、分层有序的债券市场格局。市场发展也取得明显成效，基础设施建设日趋完备，基本制度不断完善，为改善社会融资结构、支持国民经济发展发挥着越来越重要的作用。我们很高兴且很荣幸见证并亲历这一进程。

在我国市场经济体制改革和行政管理体制改革的背景下，2007年9月，经国务院批准，中国银行间市场交易商协会正式成立，填补了银行间市场自律组织缺失的空白，丰富了市场管理层次。中国银行间市场交易商协会成立后，集市场成员之智慧，纳会员单位之合力，在推动银行间市场的自律、创新、服务方面进行了大胆探索，取得了一系列成效。

探索市场管理方式变革，推动市场跨越式发展。协会在央行及监管部门的支持和指导下，落实中央关于创新政府治理经济的方式，强化市场在资源配置中所起的决定性作用，将债券发行管理由审批制逐步改革为更加市场化的核准制、备案制，并逐步过渡到注册制。2004—2012年，中国公司信用类债券余额从0.1万亿元增加到7.0万亿元，根据国



际清算银行统计，世界排名从2004年的第21位大幅上升至2012年的第3位。公司信用类债券“跛足”现象明显改观。

自律管理有条不紊，市场规范相继发布。结合市场发展出现的新情况，进一步规范重大事项信息披露、企业内部管理制度建设等内容，实现信息披露制度由注重常态披露向兼顾动态披露与内部治理的方向转变；建立健全自律处分体系，发布实施《信用评级业务自律指引》，加大对市场主体的合规检查和自律处分力度，加强市场化的行为约束。

市场制度和产品创新层出不穷，市场功能进一步深化完善。推动运用非金融企业债务融资工具注册信息系统（“孔雀开屏”系统），将注册工作全流程整体展现在公众面前，强化外部监督和约束，使注册工作在“阳光下运行”。同时，优化和丰富债务融资工具产品线，以金融产品创新带动市场规范发展，通过资产支持票据产品结构、区域集优债务融资模式等方面的创新，进一步增强了债券市场服务实体经济多元化需求的功能。

服务会员全面到位，资质认证探索求新。协会立足会员实际需求，组织市场成员跟踪分析国际国内经济金融运行，为市场成员进行业务决策提供依据；在积极开展多层次、有针对性培训的同时，探索出一条有利于形成业务精湛、诚实正直的从业人员队伍的资质认证新路径。此外，借助“三方合作”工作机制，支持地方实体经济发展，提升地方金融机构创新意识和水平。

然而，我们也应看到，银行间债券市场的发展面临着一些制约因素，市场快速扩张、产品与制度创新对从业人员提出了更高的要求：从业人员的知识水平、职业操守和操作规范需进一步提升。建立并完善符合银行间市场需求的从业者资质认证体系因而成为题中之义，而教材编写正是构建这一体系的基础和重要环节，是银行间市场从业人员资质认证的重要内涵。遗憾的是，目前市面上尚无一套权威的、规范的、与银行间市场发展需求相适应的教材体系。

为填补这一空白，我们邀请监管当局参与，组织市场成员、高等院

校、研究机构的专家学者编撰了此套“NAFMII 系列培训教材”丛书，这套丛书按如下目标推进编撰：一是搭建框架，侧重对银行间市场基础知识的全貌式的介绍；二是紧跟时势，紧扣国内银行间市场发展脉搏，同时吸取国外同类优秀教材经验，扬己之长，与国际先进水平同步；三是强调合规守法，树市场正义，坚持市场道德理念的传播。

在市场成员的大力支持下，教材编写工作取得阶段性进展，“NAFMII 系列培训教材”丛书（第一辑）即将出版发行。该辑丛书包括七本教材：《银行间市场综合知识读本》、《非金融企业债务融资工具实用手册》、《非金融企业债务融资工具规则解析》、《非金融企业债务融资工具尽职调查》、《银行间市场固定收益产品交易》、《信用增进》、《信用评级》，基本涵盖了银行间市场业务全貌，填补了国内之缺。丛书将随市场发展、经济形势变化更新修订。

作为以市场为导向的自律机构，交易商协会将秉承十八届三中全会全面深化改革的指导精神，恪守“市场在资源配置中起决定作用”的发展理念，不断探索市场自律管理的路径，逐步完善政府管理和自律管理相配合的市场管理框架。同时，与广大市场成员一道建立市场公约，推广和实施市场行为准则和从业人员道德操守，规范市场行为，协调会员利益，倡导和构建有序竞争的市场道德规范及市场正义理念。本丛书的出版恰逢中国金融市场，尤其是债券市场建设和发展的关键时期，我相信，丛书的出版将会为促进我国金融市场发展贡献一份力量。

对于本丛书的疏漏之处，敬请各位提出批评意见与建议。



2015 年 7 月

# 引 言

2012年，世界经济复苏的曲折性、艰巨性进一步显现，我国经济社会发展面临更加复杂的国内外环境，2012年7月中央政治局会议指出，稳增长不仅是当务之急，而且是一项长期艰巨的任务。过去几年短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、超短期融资券、定向发行产品等一系列债务融资工具的创新，在扩内需、稳增长等方面进行了有益的探索。如何在新形势下，继续发挥金融市场作用，落实中央稳增长的政策，成为摆在中国银行间市场交易商协会面前新的课题。

当前和今后相当长一段时间，我国城镇化都将处于快速发展阶段，城镇化进程中需要进行大规模的基础设施建设，传统融资方式并不能满足城镇化发展的要求，高负债率企业的可持续融资越来越难。2012年8月3日，《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》（以下简称《指引》）发布，资产支持票据产品正式推出。通过资产支持票据创新满足中国快速城镇化进程中的融资需求，是发挥金融市场支持稳增长作用的有效路径。

2012年8月8日，三家企业率先在银行间市场发行25亿元资产支持票据。首批资产支持票据的成功发行，标志着中国债务资本市场又一类创新产品的上线，中国的证券化实践进一步丰富，成为由人民银行和银监会主管的信贷资产证券化、证监会主管的企业资产证券化和资产支持票据三大业务品种。

资产支持票据是非金融企业运用资产证券化技术发行的新型债务融资工具，资产证券化技术是资产所有人将其拥有的缺乏流动性，但能产生可预见稳定现金流的资产，通过对其风险和现金流进行结构性重组，





并实施一定的信用增级，从而将其预计现金流转换为可出售、可流通的证券化产品的过程。

首先，资产证券化技术对企业裨益良多，主要是将企业生产经营中产生的流动性较差的资产，通过证券化的技术手段转换成具有高流动性的现金，可有效提高企业资本利用效率。其次，使用“表外模式”的证券化技术可以提高企业的负债能力。在“表外模式”的证券化过程中，企业将资产真实出售给特殊目的载体，取得的收入列在资产负债表中的“资产”栏目，出售的基础资产将从资产负债表中的“资产”栏目中剔除，这既有别于银行贷款、发行债券等债权融资，相应增加资产负债表中的“负债”栏目，也不同于发行股票等股权融资，相应增加资产负债表中的“所有者权益”栏目，不会增加企业的资产负债表规模。再次，企业可通过证券化技术降低融资成本。证券化技术运用较为成熟的交易结构和信用增级技术，可改善证券发行的条件，使其具有较高的信用等级，获取较低的发行价格，进而降低企业的融资成本。最后，与传统信用融资依托企业自身信用不同，资产证券化产品凭借支持资产未来收入能力获得融资，可实现资产证券化产品偿付能力与企业信用水平的分离，拓展了企业的融资渠道。

目前，国际上比较具代表性的证券化模式大致有三种，其一为美国模式，也称“表外模式”，主要做法是成立特殊目的载体用于收购发起人基础资产，实现“真实出售”；其二为欧洲模式，也称“表内模式”，即基础资产仍属于发起人，体现在其资产负债表中；其三为澳大利亚模式，也称“准表外模式”，由发起人成立全资或控股子公司作为特殊目的载体，然后将资产“真实出售”，子公司不仅可以购买母公司的资产，也可以购买其他资产，组建资产池后发行证券化产品。

国内资产证券化的发展实践可以追溯到1992年，海南三亚开发建设总公司发行了2亿元的地产投资券。2004年2月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕第3号）中提出“积极探索并开发资产证券化品种”，由此拉开了国内资产证券化

的序幕。2005年2月26日，国务院正式批准在我国开展信贷资产证券化试点。2005年3月至2008年12月，共发行了17期信贷资产证券化产品，实际发行规模667.8亿元，之后受到金融危机的影响，监管层叫停了试点期间产品发行，导致2009—2011年信贷资产证券化出现完全停滞状态。2012年5月，银监会和央行发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，重启信贷资产证券化。企业资产证券化方面，2005年8月，中国国际金融公司发行首个专项资产管理计划产品——中国联通CDMA网络租赁费收益计划，募集资金93.6亿元，这是政策规范下的国内第一只真正意义上的企业资产证券化产品。2006年9月以后，证监会暂停专项计划新项目的申报审批，进入总结阶段。2009年5月，证监会重启券商企业资产证券化试点产品，并于同年5月21日颁布了《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》（机构部部函〔2009〕第224号）。2012年8月3日，中国银行间市场交易商协会发布《指引》正式推出资产支持票据产品。

首批资产支持票据上线，引起了市场的广泛关注，其采用以资金监管账户作为特殊目的载体实现账户与资产隔离的方式，让不少投资人感到陌生，有机构甚至认为资产支持票据没有采用设立特殊目的载体的交易结构，不是真正的证券化产品。这是一个涉及市场规范发展的重要问题，需要进一步厘清。

确实，特殊目的载体在证券化产品的交易结构中占有重要地位，但采用何种类型的特殊目的载体与当地法律环境密切相关。在资产证券化最普及的美国市场，其主要形态有两种：特殊目的公司（SPC）、特殊目的信托（SPT）。绝大多数SPC都设立于特拉华州，因其拥有全美最宽松的公司法体系。从全球市场来看，不同国家和地区也都是根据本国的法律、市场环境设计资产证券化产品。例如：欧洲的覆盖债券（Covered Bond）通过现金流专户管理进行不出表隔离，实现资产支持；香港的现金流质押贷款采用的账户隔离和资产质押的模式，都是实现资产证券化的模式。



首批资产支持票据采用资金监管账户作为“特殊目的载体”的证券化方式是在我国当前的法律和监管环境下，成本较低的一种选择方式。在《指引》中规定，“企业发行资产支持票据应设立合理的交易结构，不得损害股东、债权人利益”，并不排斥通过设立“特殊目的载体”进行证券化的交易结构设计。事实上，国内资产证券化的进程虽在快速发展，但仍处于探索阶段，从《指引》规定来看，资产支持票据产品的要素较为开放，例如：在发行方式上，可公开发行，也可以非公开定向发行；在交易结构设计中，接受所有不损害股东、债权人利益的合理设计；在募集资金用途上，合法合规且符合产业政策等，为未来资产支持票据产品的创新预留了空间。

本书拟通过对国内资产证券化理论的梳理和探讨及当前资产支持票据实践的案例分析，希望对国内资产证券化理论的研究者提供有益的思考，为证券化产品工作的实践者提供有益的帮助。

# 目 录

第一章 资产支持票据的基础理论	1
第一节 资产证券化概述	1
第二节 资产担保债券	17
第三节 资产支持票据的发展	35
第二章 资产支持票据的交易结构	50
第一节 资产支持票据基础资产的基本要求	50
第二节 基础资产类型及主要特征	51
第三节 交易结构设计	52
第三章 资产支持票据的信用评级	63
第一节 基础资产分析	65
第二节 原始权益人分析	69
第三节 交易结构分析	71
第四节 现金流分析和压力测试	74
第五节 信用增级手段分析	76
第六节 法律及会计意见分析	77
第四章 资产支持票据的会计处理	79
第一节 资产证券化适用的会计准则	79
第二节 资产证券化会计处理原则——终止确认决策树	80
第三节 终止确认会计准则在实务中的应用	88
第四节 资产证券化各种情形下具体会计处理	92



<b>第五章 资产支持票据现金流评估预测</b> .....	96
第一节 基础资产评估预测的简介 .....	96
第二节 现金流评估预测报告的内容及要素 .....	97
第三节 基础资产现金流评估预测的程序 .....	103
第四节 现金流评估预测方法及分析 .....	107
第五节 基础资产现金流评估预测报告实例 .....	109
<b>第六章 资产支持票据发行及后续管理工作</b> .....	129
第一节 发行工作主要内容及特点 .....	129
第二节 后续管理工作主要内容 .....	131
<b>第七章 关键协议文件</b> .....	135
第一节 资产支持票据定向发行协议 .....	135
第二节 资产支持票据资金监管协议 .....	151
第三节 资产支持票据基础资产质押协议 .....	155
第四节 资产支持票据账户质押协议及其他增信文件 .....	159
<b>第八章 资产支持票据发展展望</b> .....	162
第一节 资产支持票据的发展方向 .....	162
第二节 资产支持票据发展和完善面临的问题 .....	166
第三节 关于进一步发展和完善资产支持票据的思考 .....	169
<b>第九章 案例</b> .....	173
第一节 债权类资产的资产支持票据 .....	174
第二节 收益权类资产的资产支持票据 .....	179
<b>参考文献</b> .....	183
<b>英文术语释义</b> .....	185
<b>后记</b> .....	186

# 第一章 资产支持票据的基础理论

## 第一节 资产证券化概述

### 一、资产证券化的概念

作为世界各国金融市场普遍采用的一项金融技术，资产证券化的基本内涵是通过结构化的安排将缺乏流动性但能够产生现金流的资产与其所有人隔离开来，用以发行资产支持证券，并以该资产所产生的现金流作为向资产支持证券投资人支付投资收益的主要资金来源。从目前各国的实践情况来看，可以证券化的资产主要是金融机构持有的各种类型的金融资产，比如住房抵押贷款、普通公司贷款、汽车销售贷款和信用卡资产等。除了金融机构持有的金融资产以外，非金融机构可以将设备租赁收入，货物销售应收账款，特许权收费，商业地产租金收入等，为未来现金流进行证券化，筹集资金。

资产证券化技术发端于美国，其产生之初的功能只是为了帮助持有住房按揭贷款的金融机构筹集成本较低的资金，以便这些机构能够获得继续放贷所必需的资金。可以说，资产证券化的基本功能就在于筹集低成本的资金。如果证券化的资金成本高于债券、贷款或者其他方式，对于资产所有者来说，就会失去采取资产证券化技术的必要性。不过，随着金融机构监管制度的发展，资产证券化的资本释放功能被开发出来，即金融机构以证券化技术筹集资金的同时采取一些符合会计标准的措施，实现被证券化资产的资产负债表“出表”效果，从而达到全部或



大部分释放监管资本的结果。从各国资产证券化产品的统计数据来看，以资本释放为政策目标的资产证券化产品显然是最主要的组成部分。

此外，随着信用衍生市场的成熟，金融机构开始将资产证券化技术与信用衍生产品相集合被应用于金融机构的风险管理，催生出了资产证券化市场上的又一个主导产品——合成型证券化产品。在合成资产证券化交易当中，证券化的对象不再是传统的金融资产，而是金融资产的违约风险。

## 二、资产证券化与破产隔离

资产证券化交易能够获取低成本资金的一个逻辑前提是，资产支持证券必须获得高于资产所有人的信用等级。通常情况下，向市场投资者发行的资产支持证券需要获得 AAA 级别的信用等级。为了获得高等级的信用级别，对于存在破产风险的资产所有者来说，信用评级机构通常会要求采用“破产隔离”技术，实现证券化资产与资产所有人在法律上的彼此独立，即在资产所有者破产的情况下其债权人不得对证券化的资产主张法律权利或影响资产支持证券投资人对证券化资产行使权利。不过，对于不存在破产风险的资产所有人，是否必须采取破产隔离措施，则取决于信用评级机构的判断、金融监管机构的要求以及相关国家的法律制度。比如，政府特许城市基础设施运营机构的破产将严重影响城市大众的利益，法院通常不会轻易判决其破产。

根据美国市场的实践经验，资产证券化交易中的资产所有者（发起人）可以通过真实出售、信托和对特殊目的公司的“出资”等方式实现破产隔离。美国的普通法信托不属于美国破产法上的债务人发起人设立普通法信托转移资产池的行为不适用美国破产法。因此，发起人破产时其债权人不得依据破产法要求将信托名下的资产纳入破产财产范围。不过，对于普通法信托，美国法律不允许信托受托人对信托资产进行任何调整和管理，这就限制了信托受益权的分割和分层措施。因此，该方法的使用受到极大的限制。需要特别注意的是，美国资产证券化领

域存在一个与“破产隔离 (bankruptcy remote)”相对应的词语——“破产隔绝 (bankruptcy proof)”。也就是说，破产隔离只是无限接近破产隔绝，但永远无法实现“破产隔绝”，以使证券化的资产池在任何情况下都不会遭受发起人破产风险的影响。

从当前世界各国的证券化市场情况来看，比较突出的影响破产隔离效果的资产是未来应收款 (future receivables) 和未来现金流 (future cash flow) 资产。未来应收款 (future receivables) 的基本法律特征是，资产的形成具有法律不确定性，相关资产的当事人已经签署了有效的合同，约定一方向另一方提供货物或服务，另一方在未来一定期限内如约支付价款。如果一方未能提供合格的货物或服务，则另一方可以拒绝支付价款，典型代表是租金资产。未来现金流资产的基本法律特征是，资产的形成在法律和经济上均具有不确定性，权利人与义务人 (付款人) 之间没有签署任何协议，资产的形成依赖于法律或政府赋予资产转让方的特殊权利，典型代表是高速公路的收费收入。各国破产法对这两类资产的处理方式不尽一致，中国、美国和世界上大多数国家不认可该类资产的转让可以对抗破产法，即在资产转让方破产时，相关资产尚未形成或未能够特定化，则进入破产程序后形成的资产属于破产财产。但是，也有少数国家认可该类资产的转让具备对抗破产法的效力。

### 三、资产证券化与特殊目的载体

从世界范围内的资产证券化实践情况来看，欧盟法律认可资产支持证券发行人为特殊目的载体 (SPV)，澳大利亚将特殊目的信托的受托机构视作资产支持证券的发行人，而资产证券化发源地的美国法律却对资产支持证券的发行人作出了不同的规定。

根据美国资产支持证券的专项法规——Regulation AB 的规定，在向美国证监会提交的资产支持证券注册文件 (registration statement) 上签字的发行人 (issuer) 既不是发起人 (sponsor，有时也被称为 originator 或 seller)，也不是特殊目的载体 (SPV) 或有特殊目的信托的受托人





(trustee)，而是基础资产的存放人 (depositor)。Regulation AB 将存放人定义为接收或购买，并将资产池转让或出售给发行机构之人。在美国的单一 SPV 支持证券化交易结构中，这个存放人通常就是资产证券化交易的发起人。美国市场上的资产支持证券的发起人通常包括商业银行、住房抵押贷款公司、金融机构、投资银行。至于资产证券化交易中最终法律上持有基础资产之特殊目的载体，Regulation AB 将之定义为发行机构 (issuing entity)。美国市场上发行机构的法律形式主要是有限责任公司和特殊目的信托，也可以是股份公司或有限合伙。在欧洲，则以股份公司或有限责任公司为主。

另外，需要指出的一点是，美国存在普通法信托和制定法信托 (statutory trust) 之分。制定法信托，又称商事信托 (business trust)，资产证券化著作或文献提及的所有人信托 (owner trust) 就属于商事信托。商事信托与普通法信托的根本差异之处在于，美国商事信托与股份公司、有限责任公司和有限合伙一样具备法人资格 (legal person)，其设立需要向政府登记机构提出登记申请，而非像普通法信托那样仅凭信托委托人 (settlor) 的宣告 (declaration) 即可成立。

#### 四、资产支持证券的法律性质

我们在金融市场上经常听到的“过手资产支持证券 (pass-through asset-backed securities，又译作“转递资产支持证券”)”和“转付资产支持证券 (pay-through asset-backed securities)”只是彰显了证券化交易中现金流的分配方式，不是一个严谨的法律概念，对于我们认识资产支持证券的法律特征，设计资产证券化的法律制度，无多大助益。美国证监会颁布的 Regulation AB 将资产支持证券定性为“证券 (securities)”，但未进一步明确为股权型证券 (equitable securities) 还是债券型证券。

实践当中，美国金融界和法律界普遍认为资产支持证券的主要法律形式为“债券”，只有普通法信托 (common law trust)，即让与信托