

宋光辉/著

Zichan Zhengquanhua yu Jiegouhua Jinrong

资 产证券化 与结构化金融

——超越金融的极限

 复旦大学出版社

Zichan Zhengquanhua yu Jiegouhua Jinrong

资产证券化 与结构化金融

超越金融的极限
常州大学图书馆藏书章

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化与结构化金融——超越金融的极限/宋光辉著. —上海:复旦大学出版社, 2013. 6
ISBN 978-7-309-09765-8

I. 资… II. 宋… III. 资产证券化-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 123177 号

资产证券化与结构化金融——超越金融的极限

宋光辉 著

责任编辑/鲍雯妍

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

上海春秋印刷厂

开本 787×960 1/16 印张 16 字数 265 千

2013 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-09765-8/F·1941

定价:38.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

我很高兴为本书写篇序。

我与作者认识时间不算特别长。还记得第一次见面时，作者大谈商业银行各类业务、大谈银行垄断、大谈与银行竞争和合作，这给我留下了深刻的印象。我所接触的证券公司人士中，不谈股票不谈巴菲特而谈贷款谈巴塞尔协议的，不多；在一个从事商业银行业务近三十年的银行家面前，谈银行业务与银行垄断的，几乎没有。与作者接触多了以后，更加感到作者身上有年轻人特有的朝气与率真。或许，正是这种朝气与率真给我留下了深刻的印象。

本书是我目前见过的、少有的结合资本市场与商业银行业务的著作。看完本书之后，我发现作者确实对商业银行业务有过扎实的学习与研究。当然，由于作者没有真正从事过商业银行业务，隔行如隔山，对商业银行的一些观点难免有些偏差。然而，资本市场的投资银行人员如此费心研究商业银行业务，确实让我产生了思考。这或许正是中国金融业混业经营趋势的外在体现。商业银行的从业人员也需要认真研究资本市场的业务了。

在中国的金融体系中，商业银行与资本市场应该是个什么样的关系？这是中央决策层所关注与思考的宏观问题。从微观的角度而言，我认为是既竞争又合作的关系。证券公司通过在资本市场发行固定收益类产品，与商业银行的传统存贷款业务形成竞争。然而，商业银行又通过在资本市场首发上市并进行后续股权融资，发行次级债券等补充资本，通过将信贷资产证券化实现资产出表以降低对风险资本的要求，这又是商业银行与资本市场的合作了。作者从金融治理能力的角度分析了商业银行与资本市场的竞争优势与定位问题，有点新意。

作者在书中提到了商业银行的竞争优势，这种优势是商业银行通过多年努力发展形成的。资本市场的金融机构要想在金融体系中占据一席之地，必须通过自身的努力，通过与银行的竞争形成自身的核心竞争优势才能获得。在其位则谋其政，商业银行在市场竞争中绝对不会因为证券公司现有劣势而会有所礼让。市场经济就是各类机构在公平竞争的市场环境中充分竞争，以服务来争夺客户。这种

良性竞争的金融体系，应该就是全社会所期待出现的吧。

我向商业银行人员推荐这本书。通过这本书，商业银行人员既可以对资本市场的业务有所了解，也可以对投资银行人员如何看待与商业银行的竞争与合作有所了解。所谓知己知彼，百战不殆，商业银行想要继续保持竞争优势，对资本市场的研究必不可少。

是为序。

江苏银行监事长、副行长

刘煜继

资产证券化宣言

时势造英雄，中国的资产证券化正面临着千载难逢的发展机遇！

时势与美国资本市场证券化兴起的 20 世纪 70 年代何其相似：流动性泛滥下的通胀、Q 条款下的银行利率管制导致的金融脱媒、货币市场基金等资金管理行业的蓬勃发展、投资银行业经纪业务下滑带来的商业模式转型、经济低迷下全社会对金融创新的需求，等等。

证券业创新大会可视作应时运而发，由监管部门主导，由金融市场人员响应的一次战争总动员。这是向中国落后的由银行垄断主导的金融体系发出的决战宣言。

在金融分业经营的监管体系下，银行业、证券业、保险业原本各守传统业务领域，通过不同方式为实体经济提供服务。然而，由于历史、经济环境等各方面的原因，银行业在金融业占据着绝对主导地位。资本市场主导的直接金融体系一直无法得到有效发展。在金融混业趋势下，银行业挟信用、资本、渠道、人员、规模等优势，逐渐侵入其他金融行业的业务领域，其他行业在竞争中日渐衰落，快要沦为银行业之附庸。证券业为银行提供出表通道获取微薄之收入，基金业为销售基金将管理费拱手让与银行，保险业为销售产品出让大部分利润。照此形势，其他行业如不能改变经营模式，与银行正面竞争，将无法生存，或成为银行业的打工仔。

银行业已有一统天下之势。

平心而论，中国银行业经过坏账剥离、结构重组乃至发行股票公开上市等运作，完成了凤凰涅槃，各方面实力得到大幅提升，为中国经济近十年高速发展做出了重大贡献。然而，金融理论告诉我们，不同的金融交易需要不同形式的金融治理，以中介治理为主的银行能够有效解决大部分金融问题，但是不可能解决所有的金融问题。金融体系还需要市场治理与层级治理以及这些不同金融治理形式的多种组合。银行业独霸天下的格局，严重抑制了金融体系中市场治理与层级治理能力的形成。更重要的是，在银行业垄断金融资源的情况下，银行业自身的中介治理能力也因为缺乏竞争，无法得到有效提升。而且，如果银行业不是通过与

其他金融业在市场竞争中证明自己,取得的成就再辉煌又有什么意义呢?更进一步讲,银行业垄断金融资源配置权的竞争格局阻碍了中国市场经济的健康发展。市场经济应由市场竞争的机制来配置资源。银行对金融资源配置权的垄断,使得资源配置权集中于社会少数银行的少数银行家之手,市场竞争机制无法有效发挥作用。

资源配置权垄断所造成的不良影响已经在中国的产业升级过程中逐步显露。多少中小民营企业空有实业救国的抱负与竞争优势,面临发展机遇却因为无法得到融资支持而望洋兴叹。面对这种格局,多少具备金融治理能力和意愿的机构与金融家,却因为手中缺乏金融资源而徒叹奈何!

打破银行业对金融资源的垄断,还资源配置权于市场,已成为资本市场责无旁贷的历史使命。与银行业整合资产业务与负债业务于一身不同,资本市场是产业链上由信贷业、投资银行业与资金管理业分工协作来完成金融交易。要与银行业正面竞争,必须要求三个行业通力协作,分别与银行在不同的领域展开充分竞争。如果没有信贷业与投资银行业开发出足够多符合需求的金融产品,则资金管理业无法扩充其规模;如果没有资金管理行业提供充足的资金,则信贷业与投资银行业的产品开发如同无源之水。

资本市场结合产业链上下游的中介治理与市场治理,与银行的中介治理展开竞争。从产业组织经济学的角度看,银行可视为投资银行业向下游的资金管理业与上游的信贷业的纵向整合。从制度经济学的角度而言,资本市场产业链是以市场的交易成本取代企业(银行)的管理成本,资本市场能够获得优势的领域将是那些市场交易成本低于管理成本的金融领域。

资产证券化作为连接资本市场与信贷市场的创新金融方式,可以有效打破直接金融与间接金融的樊篱,使得多种金融治理的发展与组合成为可能。通过将实体企业资产证券化,可以发挥投资银行的中介治理能力,直接解决实体企业融资问题;通过将放贷机构信贷资产证券化,投资银行可以综合发挥包括银行在内的放贷机构的中介治理能力与资金管理行业的市场治理能力,作为产业链的核心企业协同产业链上不同企业来解决企业融资问题;通过将资本市场的证券再证券化,投资银行可以有效发挥其综合治理能力,通过套利改善市场定价效率。可以说,资产证券化的健康快速发展,对于中国金融体系效率的提高,对于实体经济发展的促进,对于市场经济体系的建立,都具有重大的意义。

作为中国金融体系市场化的先锋,舍你其谁!《证券公司资产证券化业务管理规定》为金融从业者提供了武器,而中国金融体系市场化改革将不断为资产证

券化提供生力军支持。

资产证券化,就像一个呱呱坠地的婴儿,柔弱却充满了生命力,寄托了多少人的希望与梦想。前途是光明的,但是与含着金钥匙出生的银行相比,你的成长路上必然充满艰辛与挫折,也将遭遇冷眼与嘲讽。那就奋力拼搏,到市场经济竞争的大潮中去证明自己吧!

目 录

Contents

资产证券化宣言	1
绪 论	1
第一节 金融体系市场化下的资产证券化	1
第二节 资产证券化漫谈	5
第三节 资产证券化与影子银行	8
第四节 本书内容特色之处	12
第一章 资产证券化概述	16
第一节 资产证券化的基本概念	16
第二节 资产证券化的参与者及交易结构	17
第三节 资产证券化的动机	20
第四节 资产证券化与结构性金融	22
第五节 资产证券化与流动性	24
第二章 国外的资产证券化实践	28
第一节 抵押支持证券(MBS)	28
第二节 资产支持证券(ABS)	30
第三节 债务担保证券(CDO)	33
第四节 房地产投资信托(REITs)	36
第五节 美国资产证券化发展历史简述	38
第六节 其他国家资产证券化实践及经验借鉴	40
第七节 次贷危机、金融危机、经济危机与资产证券化	44

第三章 中国的资产证券化实践	49
第一节 中国信贷资产证券化的发展历史	49
第二节 中国企业资产证券化的发展历史	53
第三节 中国企业在海外的资产证券化实践	54
第四节 中国资产证券化的监管	58
第五节 中国资产证券化的新篇章：对资产证券化新规的解读	61
第六节 中国资产证券化的特有动机	63
第四章 资产证券化与中国金融体系市场化	66
第一节 金融治理理论简介	66
第二节 金融体系比较	70
第三节 中国的金融体系	76
第四节 知己知彼之银行业务介绍	81
第五节 知己知彼之证券业务介绍	103
第六节 知己知彼之保险业务介绍	111
第七节 资产证券化对于我国金融体系市场化的破题作用	117
第五章 资产证券化与供应链金融	120
第一节 供应链金融简介	120
第二节 供应链金融的应用	122
第三节 资产证券化在供应链金融中的应用	127
第四节 资产支持商业票据(ABCP)	127
第六章 租赁资产证券化	131
第一节 概述	131
第二节 融资租赁业简介	131
第三节 远东国际租赁有限公司租赁资产证券化案例	133
第四节 租赁资产证券化风险分析	144
第五节 租赁资产证券化发展探讨	147
第七章 资产证券化与项目融资	150
第一节 项目融资简介	150

第二节	项目融资资产证券化案例分析	151
第三节	资产证券化在项目融资中的应用	157
第八章	基础设施资产证券化	161
第一节	城市基础设施融资现状与地方政府融资平台介绍	161
第二节	美国的市政债券与中国的城投债	162
第三节	资产证券化在地方政府融资中的应用	167
第四节	南京公用污水收费权资产证券化案例	168
第九章	资产证券化与金融工程	176
第一节	金融工程与套利简介	176
第二节	套利是金融工程学的重要基础	183
第三节	资产证券化为套利提供了资金支持	184
第四节	金融工程与资产证券化的结合	186
第五节	法人机构的资金管理、市值管理与财富管理	189
第十章	中小企业贷款证券化	195
第一节	中小企业融资问题探讨	195
第二节	中小企业私募债券的再证券化：构建 CDO	202
第三节	商业银行中小企业贷款证券化案例	204
第四节	小额贷款公司贷款证券化	208
第五节	小额贷款公司行业介绍	212
第六节	CDO 产品的信用分析	215
第十一章	信贷资产证券化	219
第一节	商业银行信贷资产证券化分析	219
第二节	非银行金融机构信贷资产证券化分析	230
附录	资产证券化相关名词翻译及名词解释表	240
后 记		241

绪 论

第一节 金融体系市场化下的资产证券化

中国的改革开放,曾为全社会提供了两次历史性的财富机遇和发展机遇。第一次是普通商品的市场化,产生了中国第一代实业企业家。第二次是土地的市场化,产生了中国大批地产商富豪和炒房客。

当某类商品从计划定价转型为市场化定价时,将产生两种机遇。一是市场化未完全实现前,利用“计划价格”与“市场价格”之间的差别进行制度套利,获取超额收益。二是利用市场开放的历史机遇,及时进入该市场,随着该市场一起成长壮大。万科视为能充分抓住历史性机遇的典型。在 20 世纪 80 年代初,利用物资的“计划价格”与“市场价格”(黑市价)的差别,充当倒爷完成原始积累。在 20 世纪 90 年代末,随着土地进入市场体系,与蓬勃发展的房地产市场共同成长,并发展成为行业龙头。

目前中国正在处于金融体系的市场化前期。资本这一市场经济中最重要的生产要素将要实现市场化配置。这一过程将产生一批富可敌国的资本家与实力雄厚的金融企业,其规模与数量可能将是前两次机遇无法比拟的。以中国银行业 100 万亿元的总资产规模计算,目前银行业资产回报率约为 4.2%,资金成本约为 1.7%,净息差水平约为 2.5%,银行的经营效率相对较低。资金使用效率如能提高 1 个百分点,每年产生收益高达 1 万亿元!

中国的信贷市场被商业银行高度垄断,市场中的存款价格与贷款价格都由政府而不是由市场进行定价,而且较长时期以来处于偏低状态。在这种形势下,银行高盈利的根基是其低成本的资金,其核心竞争力是获取低成本资金的能力,包括隐含的国家信用支持、遍布全国的营业网点、长期形成的银企银政关系、人数众多的营销人员等。在垄断高利润的庇护下,“资源的诅咒”,使得银行业并没有形成金融业真正的核心竞争力即风险管理能力,银行业的低效率的客观现状使得银行业至少需要一段时间才能形成风险管理方面的核心竞争力。

正是银行业风险管理核心竞争力的缺失，以及利率市场化对银行业低成本资金来源这一现有核心竞争力的摧毁，为金融其他行业发展提供了历史性机遇。介入信贷行业，以比银行更高的效率与银行从事相同的业务，在目前银行业仍然存在超额垄断利润的市场环境中，能够获得比银行业更高的收益。然而，直接开设银行受到政策、资本等多方面的准入限制。在中国目前信用缺失的市场环境中，全面开放银行业所带来的道德风险及由此引发的社会问题，监管层无法控制。因此可以预计，在较短的时间内开放银行业不太现实，银行业的全面开放可能是金融体系市场化完成时的目标。

资本市场，尤其是固定收益市场正是介入信贷市场的突破口。通过资本市场构造业务链，可以与银行竞争金融资源配置权。债券、资产支持证券等固定收益产品可以有效替代信贷产品。信贷资产证券化的发展，使得社会上具备金融治理能力的机构能够获得金融资源配置权，这将对银行业信贷市场产生强大冲击并进而提升我国整个金融体系的效率。

2012年，中国的资产证券化发展在蛰伏了近6年之后，迎来了春天。信贷资产证券化与企业资产证券化相继重启，为市场带来的活力。

银发〔2012〕127号文《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，继续沿用原有信贷资产证券化框架。2012年，信贷资产证券化产品有交银2012第一期信贷资产支持证券、中银2012第一期信贷资产支持证券、通元2012年第一期个人汽车抵押贷款支持证券、开元2012年信贷资产支持证券，及2012上元一期个人汽车抵押贷款支持证券等产品相继发行。

2012年，中国证监会颁布新的《证券公司客户资产管理业务管理办法》（以下简称《管理办法》），集合资产管理计划的设立由审批制改变为备案制，计划设立的时间大为缩短，效率大为提高。《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，允许基金公司通过设立子公司经营特定客户资产管理、基金销售以及中国证监会许可的其他业务，子公司可通过设立专项资产管理计划募集资金，计划资产可以投资公募基金传统的投资范围如有价证券之外，还可以投资未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利及中国证监会认可的其他资产。2013年，中国证监会颁布《证券公司资产证券化业务管理规定》为中国资本市场证券化业务揭开了新的一页。证券业协会正在致力于机构间报价与转让系统的建设，为固定收益证券提供更完善的基础设施。企业资产证券化产品欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划与南京公用控股污水处理收费收益权专项资产管理计划等陆续面世。

自 2011 年以来,保险业也出台各类相关政策法规,对保险机构开展保险业务及运用保险资金进行各类投资进行了详细规定。这些政策法规,基于市场化的精神,拓宽了保险公司的业务范围尤其是资金运用范围,极大拓展了保险业的发展空间。

保监发〔2011〕19 号文对《保险资产管理公司管理暂行规定》进行调整,旨在促进保险行业资产管理业务发展。

保监发〔2012〕58 号文《保险资金投资债券暂行办法》废除了保监发〔2007〕95 号文、保监发〔2009〕105 号文和保监发〔2009〕132 号文等原有规定保险资金投资债券的相关规章。新的暂行办法大大拓宽了保险资金在债券领域的投资范围,增加了保险机构的投资自由度。

保监发〔2012〕91 号文《关于保险资金投资有关金融产品的通知》对保险资金投资理财产品等类证券化金融产品进行规定。该通知“保险资金可以投资境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品”,明确将信贷支持证券以及以证券公司专项计划资产管理计划为特殊目的载体发行的资产支持证券纳入保险资金投资范围。保险资金参与到资产支持证券市场,将为市场提供巨大的推动力量。

保监发〔2012〕92 号文《基础设施债权投资计划管理暂行规定》,保险资产管理公司等专业管理机构(以下简称专业管理机构)作为受托人,根据《管理办法》和该规定,面向委托人发行受益凭证,募集资金以债权方式投资基础设施项目,按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。这意味保险公司至少在基础设施领域可以直接介入投资银行业务了。

保监资金〔2013〕124 号文《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务的规定》,保险资产管理公司作为管理人,可以向投资人发售标准化产品份额,募集资金用于投资银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划及中国保监会认可的其他资产。募集资金时,向单一投资人发行的定向产品,投资人初始认购资金不得低于 3 000 万元人民币;向多个投资人发行的集合产品,投资人总数不得超过 200 人,单一投资人初始认购资金不得低于 100 万元。该规定使得保险资产管理公司可以从事类似于证券公司资产管理和基金公司专户管理的业务。

监管层面传递的信号,未来中国的资本市场发展包括金融体系的发展,将朝着更市场化的方向。着力点在固定收益市场和资产管理业务,包括资产支持证券市场、私募债券市场及债券型和货币型基金等市场。

除了政策面的支持外,中国的资产支持证券市场发展相比 2006 年前后的形势,还具备了如下良好的发展基础。

首先,中国近年来固定收益产品市场包括国债市场、企业债券市场、中期票据市场、短期融资券市场、公司债券市场,发展迅猛,培育了雄厚的机构投资者队伍。尤其是信用债市场方面,2007 年 10 月份,银监会发布《中国银监会关于有效防范企业债担保风险的意见》,要求银行“一律停止对以项目债为主的企业债进行担保,对其他用途的企业债券、公司债券、信托计划、保险公司收益计划、券商专项资产管理计划等其他融资性项目原则上不再出具银行担保;已经办理担保的,要采取逐步退出措施,及时追加必要的资产保全措施”,强行禁止将银行信用注入企业债券,倒逼资本市场形成了对信用产品的风险识别与定价能力。目前,债项评级在 AA 以上的信用产品基本已经被市场主流接受,有着良好的流动性。2012 年,证券业协会推出中小企业私募债券,也取得良好的市场反响,表明资本市场对于低信用级别的固定收益产品的风险管理能力也在逐步形成。

其次,中国近年来逐步形成的“影子银行”体系,主要包括银行理财产品与信托产品,发展迅速。即使还称不上“金融脱媒”,但是社会资金已有脱离银行体系控制的趋势,至少已脱离了对银行存款的绝对依赖。社会资金从银行转向基金、保险等资金管理行业的各类产品是固定收益市场良性发展最基础的推动力量。作者认为,固定收益产品要真正与银行信贷产品形成良性竞争与优势互补,共同为实体经济提供更好的服务,产品形式不是关键,关键是金融资源的配置权能否由市场化的竞争来分配,以及能否将市场治理能力引入到金融体系。而目前由银行绝对主导的固定收益产品市场,市场化竞争程度有限,金融资源的配置权并没有脱离银行业的垄断控制,充其量只是由银行的信贷部门转移到新兴的金融市场部门。

另外,目前中国金融体系流动性非常充裕,这一方面为经济带来通胀压力,但同时也为各类金融创新提供了良好的环境。充裕的流动性,如果可以找到合适的配置方向,其蕴涵的能力释放出来,对包括资产支持证券在内的各类固定收益产品的支持力量将无法估量。

然而,在对资产支持证券发展前景抱有乐观的期望的同时,我们仍然得对资产支持证券发展的道路曲折性保持谨慎的理性认识。对比《证券资产证券化业务

管理规定》征求意见稿与正式稿,正与这种乐观与谨慎的态度高度契合。资产证券化作为中国金融体系市场化的先锋,其发展离不开金融体系市场化大部队的支持。或者更进一步讲,离不开中国经济体系市场化的支持。金融体系市场化改革,作为中国经济市场化改革的深水区,其牵涉到经济制度如此巨大规模的变革,触及到如此众多主体的经济利益,是一个庞大的系统工程。牵一发而动全身。

第二节 资产证券化漫谈

什么是资产证券化?简言之,是指将缺乏流动性的资产转换为在金融市场上可以自由买卖的证券并使其具有流动性的行为。具体而言,是指针对某类资产,构建代表获取这类资产收益的权利凭证即资产支持证券,通过出售证券为资产原始权益人融入资金,使这些证券在金融市场交易流通并且具备活跃的二级市场的过程。证券化的目的在于融资。证券化技术的指导原则为降低证券的交易成本,提高证券的流动性。资产支持证券只是资产证券化的某一阶段的产物,构建资产支持证券并实现资金的融通并不意味着证券化的结束。要使得资产证券化具备实践意义,构建一个有足够多元化的投资者参与并具备一定深度与广度的二级市场非常关键。这一论断为资产证券化实践指明了方向,即我们构建资产支持证券时必须要选择那些信息不对称程度相对较轻、风险识别相对容易的资产。只有这类资产才能够标准化、规模化,并以此营造出足够流动性的二级市场。“凡是有稳定现金流的资产都可以证券化”,这句话只能在理论上成立。在实践中,如果构造出来的产品无法在成本上具备优势,怎么才能够与银行信贷、公司债券等其他金融产品的竞争中获胜?

因此,资产证券化不仅仅是制造并出售资产支持证券这么简单的事情,还需要打造良好的市场基础设施,如产品发行的简单快捷、产品统一的登记托管机构、安全方便的交易系统等;还需要完善法律基础设施,如标准协议的制定、市场参与各方的权利义务界定、违约事件的处理、公正的法律判决等;还需要发挥市场相关中介机构尤其是投资银行的推动作用,包括新产品的的设计开发、投资者群体培育、以套利活动为主的市场治理,为产品提供做市服务以增强流动性等。在这个过程中,政府有形的手非常重要。在证券化初期,政府提供税收优惠,设定产品的标准形式,将政府信用注入市场,甚至政府直接出资参与市场交易,以提高市场流动性并推动市场发展。这些行为在美国的证券化实践过程中都可见到。

资产证券化作为 20 世纪最重要的金融创新,在国外尤其是美国取得了巨大的发展。资产证券化为美国金融体系的市场化、为美国吸引全球廉价资金、为解决美国住房融资问题等都做出了巨大的贡献。目前,美国的资产支持证券市场已经成为金融市场上规模最大的金融产品市场。然而,美国 2008 年的次贷危机引发的全球性的金融危机,其中似乎也有资产证券化过度发展的原因。“成也萧何,败也萧何”,资产证券化只是工具,关键在于运用,工具滥用不能作为政策失误之托辞。作者细读许多有关次贷危机方面的资料,常有华尔街替美国政府顶罪之感。时过境迁,美国的资产证券化仍在正常发展,甚至达到了一个新的高度,其受次贷危机的影响似乎反而还没有中国的资产证券化所受的负面影响那样明显。希望美国的次贷危机不会再成为中国资产证券化发展的障碍。

资产证券化作为结构化融资手段,与传统的债务融资与股权融资方式相比,并无绝对的好坏之分,各有其适用之环境。

从微观层面看,由于通过资产证券化融资基于资产的质量而非融资主体的信用,在中国信用缺乏的商业环境中,在解决信用不高的中小企业融资问题的方面,优势明显。

从宏观层面看,资产证券化能够连接直接金融市场与间接金融市场,可以撼动银行对于信贷市场乃至金融市场的垄断,将市场化竞争机制引入金融体系,推动包括利率市场化在内的金融体系市场化改革的发展。

事物均有两面性,资本市场体系与商业银行体系各有弊端。市场体系的弊端主要体现是市场上下游企业之间存在的委托代理问题所导致的市场治理的失效。与其相对应的,银行体系的弊端体现主要是银行上下级机构之间存在的委托代理问题所导致的中介治理的失效。资产证券化作为整合中介治理与市场治理的工具,能够取两者之长而各去其弊,对于提升整个金融体系的效率,有着重要的推动作用。

自 2008 年以来,我国各省小额贷款公司蓬勃发展,小额贷款公司由于其业务范围集中于本地而且委托代理链条较短,其在解决信息不对称导致逆向选择问题与道德风险问题方面具备优势。小贷公司的中介治理能力在中小企业贷款领域得到了发展,形成了相比大中型商业银行独特的竞争优势。然而,受制于不能吸收存款,其相对较强的中介治理能力无法得到充分发挥。通过资本市场,通过资产证券化这一创新工具,能够打通小额贷款公司的融资渠道,充分发挥小额贷款公司在中小企业融资领域的优势,或许能够成为解决中小企业融资难问题的可行方案。获得巨量且廉价资金支持的小额贷款公司,将会进一步发展其中介治理能