

顾问：纪志宏 谢多

中国 资产证券化 市场发展报告 2016

China Asset Securitization Market
Development Report 2016

冯光华 等编著

 中国金融出版社

顾问：纪志宏 谢多

中国 资产证券化 市场发展报告 2016

China Asset Securitization Market
Development Report 2016

冯光华 等编著

 中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目（CIP）数据

中国资产证券化市场发展报告 2016（Zhongguo Zichan Zhengquanhua Shichang Fazhan Baogao 2016）. /冯光华等编著. —北京：中国金融出版社，2016. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8438 - 8

I. ①中… II. ①冯… III. ①资产证券化—研究报告—中国—2016
IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第 047741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 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 19.5

字数 246千

版次 2016年3月第1版

印次 2016年3月第1次印刷

定价 56.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8438 - 8/F. 7998

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

编 委 会

顾 问：纪志宏 谢 多

主 编：冯光华

副 主 编：任东旭

编委会成员（按姓氏笔画排序）：

李少俊 邹 澜 张宝荣

赵 娜 高 健 贾红睿

扈企平

编写组

编写组成员（按姓氏笔画排序）：

冯 晓	刘毅荣	吕明远	李 品
张子春	陈 卓	杨珺皓	杨勤宇
郑 佳	洪艳蓉	阚永生	

积极推进我国资产证券化标准化、 规范化发展^{*}

(代序)

我国信贷资产证券化从起步到现在已有10年左右,总体来看,当前我国信贷资产证券化市场发行规模持续增长,发起机构类型不断扩展,产品结构设计不断创新,投资者结构多元化趋势明显,二级市场流动性有所改善。截至2015年末,金融机构共发行200单信贷资产证券化产品,累计发行金额为7 894亿元,存量余额5 380亿元。在看到成绩的同时,也要认识到我国资产证券化市场处于起步阶段,还面临一些问题和挑战。正确认识这些问题和挑战,有助于我国资产证券化市场标准化、规范化发展。

一、关于产品创新和信贷资产证券化未来发展方向问题

从国际成熟市场看,主流证券化产品主要以住房、汽车、信用卡等零售贷款作为基础资产,具有入池资产笔数多、同质性强的特点,可以借助大数法则,获得资产池相对稳定的违约率并进行合理定价,产品标准化程度高。而目前我国信贷资产证券化的基础资产绝大部分是对公贷款,从2015年情况来看,对公贷款证券化产品仍占主流,金额占比76.75%,具有

^{*} 此文发表于《金融会计》2015年第8期,有删改。

入池资产笔数较少、单笔贷款占比较高、行业和地区集中度较高等特点，难以通过大数法则分析违约率，产品风险和定价的分析相对困难。

随着我国金融市场的发展，尤其是2015年以来人民银行推出注册发行管理方式，当前我国信贷资产证券化产品结构已有所变化。截至2015年末，共有建设银行、民生银行、中国银行、招商银行、上汽通用汽车金融公司、宝马汽车金融公司等14家金融机构申请注册信贷资产支持证券，注册金额4 310亿元，占全年获批信贷资产支持证券总额的58%。

总体来看，个人零售贷款具有较高的分散性和较强的同质性，比较适合用于证券化，这将是未来资产证券化产品的主要发展方向。我们鼓励金融机构在坚持不搞再证券化的前提下，借鉴国际经验，积极创新产品类型、交易结构，不断提高产品标准化水平。

二、关于强化信贷资产证券化信息披露要求的问题

信息披露是投资者识别证券化产品风险的重要依据。从国际经验看，美国等国家都是倡导建立一种以信息披露为本的监管理念，各国监管机构和行业组织也都在不同程度上规定了在资产支持证券发行及产品存续期间，需要披露哪些方面的信息，以何种形式进行披露。我国信贷资产证券化试点以来，人民银行遵循证券化产品特点，始终坚持信息透明原则，先后发布《资产支持证券信息披露规则》、《信贷资产证券化基础资产信息披露有关事项公告》等规定，信贷资产证券化信息披露行为不断规范，市场化约束机制逐步形成。

2015年以来，在借鉴国际成熟市场以信息披露为核心的注册制发行管理方式的基础上，为简化我国信贷资产支持证券发行管理流程，提高发行管理效率和透明度，人民银行发布了7号公告，鼓励符合条件的金融机构采取一次注册、自主分期发行的方式发行资产支持证券，并指导银行间市场交易商协会相继推出个人汽车贷款、个人住房抵押贷款、棚户区改造项目贷款、个人消费贷款等多个信贷资产支持证券信息披露指引，同时定期

跟踪市场成员对信贷资产证券化信息披露情况的评价。

未来资产证券化仍将坚持以完善信息披露制度为主的市场化发展方向，不断提升资产证券化产品的标准化、规范化水平和透明度，积极发挥行业自律组织的作用，以充分的信息披露和规范的信用评级保护投资者利益，为合理定价提供基础，引导投资者自行决策并培育其成熟的投资理念，为金融创新产品培养合格的机构投资者队伍，促进资产证券化市场长期健康发展。

三、关于信贷资产证券化产品二级市场流动性问题

根据近年来我国银行间市场和交易所市场资产证券化产品的交易情况来看，首先，我国资产证券化产品二级市场流动性明显不足。客观上讲，当前我国资产证券化产品二级市场流动性不足，是属于发展中的问题，主要原因还是市场总体规模仍然偏小。其次，交易机制不够完善、投资者对金融创新产品认知程度较低导致投资者范围有限，这也是影响市场流动性的重要原因。这些都需要经历一个培育的过程，是每一种金融产品发展中都必然会经历的阶段。同时，由于试点阶段已发行产品的基础资产质量优良，大多数机构投资者都愿意选择持有到期。随着资产证券化市场规模的稳步扩大，参与机构的不断成熟，估值技术和能力的逐步提高，应创造条件，鼓励证券化经验丰富的成熟机构率先探索做市商制度，参与资产支持证券做市，为市场提供流动性，并在这个过程中逐步完善配套制度建设。

此外，对于我国资产证券化产品投资者结构相对单一的问题，有人认为是由于银行间市场存在局限。事实上，银行间市场是我国法律规定的场外市场，参与主体不仅包括银行，还包括保险公司、证券公司、基金公司、境外机构、非金融机构等各类非银行机构投资者。现阶段资产证券化投资者类型单一有诸多原因。一方面，在资产证券化发展初期，由于各家银行，特别是参与试点的银行对资产证券化产品比较熟悉，以银行为投资主体的现象有其内在合理性，国外证券化市场的发展也经历过类似的阶

段。随着市场逐渐发展，非银行机构投资资产证券化产品的比重持续上升。截至2015年末，证券公司、保险机构、基金等非银行机构和非法人投资者持有证券占比为42%，比2014年上升10个百分点。应该说，投资结构已有明显改善。另一方面，由于资产证券化是金融创新，一些潜在的投资主体在投资资产证券化产品方面还存在一些限制，未来还有拓展的空间。从长远来看，还应当进一步引导保险公司、社保基金、企业年金等具有长期稳定资金来源的机构投资者成为投资资产证券化产品的重要力量。

四、关于探索开展不良资产证券化的问题

我国的不良贷款证券化试点开始于2006年，在发行了4单不良贷款证券化产品后，受2008年次贷危机影响而暂停。随着信贷资产证券化业务顺利开展、市场规模不断扩大、试点稳步推进，加之我国银行业不良贷款问题越来越突出，商业银行对于重启不良贷款证券化的呼声逐渐高涨。近期，国务院已正式批准开展不良资产证券化试点。按照国务院关于审慎选择部分“资质优良、经验丰富、风险承受能力强的大中型金融机构”参与试点的要求，人民银行已会同相关部门选定首批试点入选对象，正在按照国务院明确的“坚持试点先行、坚持规范推进、坚持防范风险”的总体要求，稳步推进不良资产证券化试点工作。

未来不良贷款证券化能否顺利推进，关键在于提升不良贷款市场化处置的透明度。不良贷款资产证券化不是把明知为不良的资产当作优良资产出售，但由于不良贷款支持证券基础资产池较为复杂，风险相对较大，需要更加成熟的、风险承受能力更强、定价能力更强的投资者群体参与。这些投资者往往要求披露便于测算资产池未来现金流的不良贷款信息，以及贷款服务机构清收能力证明或相关激励机制等等。目前，人民银行正指导银行间市场交易商协会，组织市场成员起草不良贷款证券化信息披露指引。指引的出台将更有利于防范不良贷款证券化道德风险，督促金融机构不断提升自身的专业能力。同时，不良资产证券化现金流回收时无法回避

抵质押权实现问题。根据《物权法》、《担保法》等规定，抵质押权变更经登记生效，不登记不能对抗第三人。实际操作中，由于不同类资产抵质押登记主管部门和办理程序差异较大，登记难度大、成本高，但不登记往往难以获得法院支持，影响资产清收。下一步，在根据项目现金流管理安排、贷款清收方式和清收进度等，灵活办理抵质押变更登记的同时，还是要根据实践经验逐步推动法律配套制度完善。

此外，要进一步完善资产证券化市场运行机制，加强相关基础设施建设，加强专业信息服务商建设，不断增强市场对证券化产品定价、估值的能力。同时，针对市场上很多类资产证券化的产品，应该进一步规范，产品的法律关系要明确，风险特征应为投资者熟知，不提倡“泛证券化”。

纪志宏

中国人民银行金融市场司司长

2016年3月

序 言

近年来，在党中央、国务院一系列方针政策的指导下，我国债券市场继续保持稳步发展态势，发行规模迅速增长，债券品种日趋丰富，制度建设不断完善，国际化程度逐步提升，市场发展的广度和深度日益延伸。我国银行间债券市场在其发展过程中，坚持市场化理念，引入注册发行制度，以发行人信息披露为核心，投资者风险自担为前提，中介机构尽职履责为基础，市场自律管理为保障，激发了债券市场的内生活力。截至2015年末，我国债券市场余额超过48万亿元，2015年全年共发行各类债券22.3万亿元，其中银行间市场发行债券21万亿元，切实发挥了降低社会融资成本、支持实体经济发展的作用。在经济新常态、转型新阶段下，十三五规划提出“提高直接融资比重”、“鼓励金融创新”，进一步为我国债券市场的发展明晰了路径。

从全球主要市场经验来看，发展资产证券化是推动债券市场深入发展的重要组成部分。资产证券化作为成熟债券市场的重要品种，在分散信用风险、降低企业融资成本等方面发挥了积极作用，截至2015年6月底，美国的资产证券化余额是10万亿美元，占债券市场余额近26%。从我国情况来看，在试点规模扩容、人民银行推出发行注册制等系列政策红利的带动下，我国资产证券化市场实现跨越式增长，市场发行日趋常态化，基础资产类型持续丰富，参与主体更加多样，流动性明显提升，近两年共发行各类产品逾9 000亿元，是前9年发行总量的6倍多，市场规模较2013年末增长了15倍。

当前，国内经济从高速增长逐渐步入高效率、低成本、可持续的“新常态”，经济发展面临复杂局面和诸多挑战，国务院提出“用好增量、盘活存量、部署金融支持经济结构调整和转型升级”，实现中国经济升级版的目标。而发展资产证券化，对于支持经济结构调整和转型升级、提高金融服务实体经济效率具有重要意义。一是有利于盘活存量、调整信贷结构，促进信贷政策和产业政策的协调配合，支持重点行业改革发展，加大对消费、保障性安居工程等领域的信贷支持力度，银行亦可通过将风险加权回报较低的资产进行证券化转让，使高风险资产出表，置换成较高回报率的资产，盘活存量资产、提高资本充足率。二是有利于解决融资难、融资贵问题，通过资产证券化产品的结构化设计、内外部增信等手段，实现综合融资成本低于企业发债成本。三是有利于释放金融机构资本占用，转变过度依赖规模扩张的经营模式，提高资金使用效率，提高中间业务收入。四是有利于丰富市场投资产品，满足投资者合理配置金融资产需求，加强市场机制作用，实现风险共同识别。

着眼于近年来资产证券化市场的蓬勃发展，按照国务院关于扩大试点、推进信贷资产证券化常规化发展的部署要求，人民银行积极完善相关监管制度、优化监管思路，探索简化发行流程、提高发行效率和透明度，于2015年4月推进注册制发行，加强事中事后管理，充分发挥信息披露和信用评级的作用。2016年2月，人民银行等八部委联合印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，进一步明确了资产证券化市场发展方向。交易商协会作为银行间债券市场自律组织，积极按照注册制相关要求，组织市场成员起草制定信贷资产支持证券相关标准合同范本和信息披露指引，推动ABN市场发展。交易商协会先后推出了《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》、《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，于近期启动修订《资产支持票据发行规则》，推动实现ABN基础资产真实出表，并于2015年11月成立了资产证券化暨结构化融资专业委员

会，致力于更系统地学习借鉴国外成熟市场的发展经验，更有效地提供资产证券化相关的各项专业服务。下一步，协会将结合八部委发文、不良资产证券化试点落地等新形势，推动ABN结构创新、加强基础研究、发挥资产证券化专业委员会智库作用，积极推进我国信贷资产证券化、ABN市场建设发展。

目前，我国资产证券化规模不断提升、参与主体范围逐步扩大、产品种类日益丰富、基础资产范围逐步扩大、制度框架逐步完善，但相比于成熟的海外市场发展程度，无论从规模、制度建设、市场活跃程度等方面仍存在一定差距。而随着当前宏观经济下行压力加大，叠加部分产能过剩行业艰难探底，市场出清加速，前期积聚的信用风险逐步暴露，建立风险转移和分担机制的重要性进一步凸显。同时，在利率下行环境，证券化产品对于投资者的吸引力不断提升，但由于其基础资产多样、结构复杂的特性，投资群体对于其进行风险识别的难度较大，市场交投活跃度较低、流动性仍不足。为了进一步总结经验，中债资信推出了本书，对于资产证券化市场情况进行了全面梳理，并对重点领域进行了专项研究，这项工作不仅有助于从知识普及层面提升市场认知度、促进资产证券化市场投资者群体的培育与成熟，也从国外经验的角度为解决实践层面的问题提供了有益参考，长远来看更为助力提高资产证券化市场的广度、宽度与深度作出了贡献。市场的成熟发展需要时间历练，市场的建设完善需要蓄力积累，希望在监管部门、自律组织、参与主体、中介机构等各方的共同努力下，中国资产证券化市场能够实现长远、平稳、繁荣发展。

谢 多

中国银行间市场交易商协会秘书长

2016年3月

目录 CONTENTS

第一章 市场运行情况	1
一、中国资产证券化政策梳理	2
二、资产证券化市场发行及运行情况	3
1. 信贷资产支持证券发行及运行情况	3
2. 资产支持专项计划发行及运行情况	13
3. 资产支持票据发行情况	23
4. 资产支持计划发行情况	25
三、资产证券化基础资产及交易结构特征分析	25
1. 基础资产特征分析	25
2. 交易结构特征分析	39
3. 资产证券化的信用增级方式	44
四、资产证券化参与机构概览	51
1. 信贷资产支持证券	51
2. 资产支持专项计划	56
3. 资产支持票据	60
五、产品定价及投资情况	60
1. 一级市场发行定价情况	61
2. 投资者群体	71
3. 二级市场交易及流动性	75

第二章 重点领域专题	81
一、资产证券化的信息披露情况	82
1. 美国信息披露的领先实践	82
2. 国内信息披露的实践经验	90
二、资产支持证券的估值定价问题	103
1. 估值定价方法研究	103
2. 信贷资产证券化发行定价情况	108
3. 信贷资产证券化发行定价中存在的问题	113
4. 解决方案及建议	113
三、中债资信资产证券化产品的评级思路	115
1. 信贷资产证券化产品评级思路	115
2. 资产支持专项计划产品	125
四、资产证券化的会计税收问题	127
1. 会计问题研究	127
2. 税务问题研究	137
五、资产证券化的法律问题	150
1. 基础资产的法律适格性	150
2. 基础资产风险隔离的法律问题	165
3. 资产证券化信用增级的法律问题	180
第三章 典型案例分析	186
一、信贷资产支持证券案例	187
1. CLO产品	187
2. Auto-ABS产品	191
3. RMBS产品	211
4. Credit-Card ABS产品	232
二、资产支持专项计划案例	243
1. 博时资本-世茂天成物业资产支持专项计划案例	243

2. 京东白条应收账款债权资产支持专项计划案例	245
3. 扬州保障房信托受益权资产支持专项计划案例	247
4. 招商创融-天虹商场（一期）资产支持专项计划 案例	250
三、资产支持票据案例	253
1. 上海城建（集团）公司2015年度第一期资产支持票据	253
2. 云南祥鹏航空有限责任公司2015年度第一期资产支持票据 ...	254
第四章 资产证券化市场展望	258
一、美国证券化市场发展情况	259
1. 萌芽和发展阶段	259
2. 创新与全面发展阶段	260
3. 稳定发展阶段	262
二、中国资产证券化市场展望	265
1. 证券化市场政策展望	265
2. 证券化市场发展展望	267
3. 证券化市场参与机构展望	271
附件一：资产证券化核心名词解释	273
附件二：中国资产支持证券政策一览表	280
附件三：中国资产证券化重要政策及事件梳理	284
附件四：跟踪评级信贷资产支持证券编号表	286
后记	291

第一章 市场运行情况

