

中国资产证券化必备操作指南
新增案例、保险资产支持计划、证券化建模等

中国资产证券化 操作手册(下)

[第二版]

林 华◎主编

中国银行业监督管理委员会原副主席 **蔡鄂生**

国际货币基金组织执行董事 **金中夏**

中国基金业协会党委书记、会长 **洪磊**

倾情作序

邢早忠

中国资产证券化研究院
理事长

霍学文

北京市金融工作局
党组书记

贾 康

财政部财政科学研究所
原所长

杨再平

中国银行业协会
常务副会长

黄世忠

厦门国家会计学院
副院长

汤进喜

中国证券投资基金业协会
协会副会长

曹 彤

深圳前海微众银行
行长

张志军

联合信用评级有限公司
副董事长

邵 平

平安银行
行长

阎 焱

赛富亚洲投资基金管理公司
首席合伙人

唐 斌

兴业银行
董事会秘书

王贵亚

万达集团
高级副总裁

张 克

美国亚洲金融协会
董事会主席

联袂推荐



中国资产证券化案例

中国资产证券化 操作手册(下)

[第二版]

林 华◎主编

第七章

保险业资产支持计划 401

第一节 保险业资产支持计划的发展背景 402

- 一、 保险业发展前景 402
- 二、 保险资金运用市场化改革 405
- 三、 保险资金配置情况 409

第二节 保险业资产管理产品体系介绍 414

- 一、 制度建设 414
- 二、 产品发起设立情况 417
- 三、 产品特点 423

第三节 保险业资产支持计划政策解读 424

- 一、 起草背景 424
- 二、 试点业务情况 425
- 三、 主要内容 426

第四节 保险业资产支持计划典型案例介绍 427

- 一、 新华—东方一号项目资产支持计划 427
- 二、 平安—江苏金融租赁项目资产支持计划 431
- 三、 民生通惠—远东租赁1号资产支持计划 434

第五节 保险业资产支持计划业务的挑战与展望 437

- 一、 发展前景 437
- 二、 主要挑战 438
- 三、 未来构想 439

四、构建以受托人为核心的 SPV 治理结构 440

五、政策建议 442

第八章

资产证券化信用评级 445

第一节 信用评级在资产证券化中的重要作用 446

一、帮助发行人识别资产证券化的信用风险 447

二、向投资人揭示资产证券化产品的信用风险 447

三、协助监管机构监督资产证券化产品的信用风险 448

第二节 资产证券化信用评级操作流程 449

一、前期准备 449

二、尽职调查 452

三、信用分析 453

四、信息披露 455

五、后续跟踪 457

第三节 资产证券化信用评级的关注要点 458

一、原始权益人及基础资产信用质量分析 458

二、交易结构风险分析 461

三、现金流分析与压力测试 468

四、主要参与机构分析 476

五、法律因素分析 476

第四节 资产证券化信用评级案例分析 477

一、小额贷款证券化评级的经典案例——金通小贷 477

二、互联网应收账款债权资产证券化评级案例——京东白条 500

三、企业收益权资产证券化评级案例——嘉兴天然气 514

第九章

资产证券化会计与税务 533

第一节 会计师在资产证券化中的角色和职责 534

一、我国资产证券化的信息披露以及会计师的职责 534

二、美国资产证券化的信息披露以及会计师的职责 535

三、中美两国资产证券化的信息披露以及会计师职责的对比 536

- 第二节 资产证券化的会计处理 539
 - 一、会计准则对资产证券化会计处理的相关规定 539
 - 二、金融资产终止确认的决策流程及具体分析 541
 - 三、终止确认会计准则在实务中的应用 551
- 第三节 资产证券化的税收处理及问题 554
 - 一、资产证券化相关税收环境 554
 - 二、证券化交易具体税收处理 557
 - 三、证券化交易中的主要税收问题 564
 - 四、营改增对资产证券化业务的影响 568

第十章

资产支持证券的发行登记、托管、结算与支付 571

- 第一节 登记、托管、结算的概念与基础设施 572
 - 一、登记、托管、结算的概念 572
 - 二、银行间市场资产支持证券登记与托管、结算的基础设施 574
 - 三、交易所市场资产支持证券登记与托管、结算的基础设施 576
- 第二节 银行间市场资产支持证券的登记结算流程 579
 - 一、上海清算所登记结算流程 580
 - 二、中央结算公司登记结算流程 584
- 第三节 交易所市场资产支持证券的登记结算流程 587
 - 一、上海证券交易所登记结算流程 588
 - 二、深圳证券交易所登记结算流程 590
- 第四节 私募产品报价与服务系统登记结算流程 594
 - 一、审核流程 594
 - 二、发行登记 594
 - 三、结算环节 597
 - 四、本息兑付 597

第十一章

中国资产支持证券投资管理 599

- 第一节 我国资产证券化投资市场现状 603

一、	2015 年资产支持证券发行市场爆发式扩容	604
二、	资产支持证券二级交易市场仍非常清淡	605
三、	资产支持证券收益率显著下行，相较于同评级债券品种仍存在可观利率升水	607
第二节	我国资产证券化投资困局	612
一、	资产支持证券投资的复杂性尚待投资者逐步适应	612
二、	投资者群体相对单一，缺乏风险收益层次性	613
三、	资产支持证券的信息披露体系有待完善	613
四、	市场中介机构公信力与透明度有待提高	614
第三节	机构投资者分析	614
一、	商业银行及银行理财产品	615
二、	我国非银行金融机构	619
三、	境外投资机构——QFII 与 RQFII 等海外投资者	624
四、	其他投资机构	625
第四节	资产支持证券投资模式	626
一、	以买入并持有模式为主导的资产支持证券投资	627
二、	资产支持证券的套利交易策略	628
三、	资产证券化产品投资与资产管理、银行理财等业务相互促进	629
四、	资产证券化有望为投资银行资本中介业务助力	631
五、	交易型资产证券化会成为未来市场发展的重要方向之一	632
第五节	资产支持证券投资分析与决策	633
一、	资产支持证券投资的决策原则	633
二、	资产支持证券分析的关键环节	634
三、	资产支持证券的投资分析流程	637
四、	现阶段常见资产证券化产品投资规则示意	639
第六节	资产支持证券投资交易规则	644
一、	银行间市场资产支持证券投资交易规则	644
二、	证券交易所资产支持证券投资交易规则	645
第七节	资产支持证券投资风险分析	648
一、	原始权益人及基础资产信用风险分析	648

二、受托人或计划管理人风险分析 651

三、交易结构风险分析 652

四、早偿风险分析 654

五、利率风险分析 655

六、流动性风险分析 655

第八节 资产支持证券定价分析 656

一、资产支持证券定价的基础思路 656

二、我国资产支持证券定价现状 657

三、我国资产支持证券的常见定价步骤 658

四、利差定价模型在资产支持证券领域的应用 664

第九节 资产支持证券投后会计处理 667

一、资产支持证券会计处理方法 667

二、资产支持证券会计处理案例分析 669

三、将资产支持证券划入可供出售金融资产的会计处理 674

第十二章

美国资产支持证券投资分析 677

第一节 资产支持证券交易分析流程 679

一、风险导向的投资分析 679

二、交易结构 680

三、产品分析与定价 684

四、资产支持证券的日常管理 689

第二节 美国资产支持证券投资分析案例 694

一、汽车贷款 MTBAT 2013 694

二、Advanta 的孤儿 709

第十三章

资产证券化未来展望 733

第一节 我国资产证券化未来展望 734

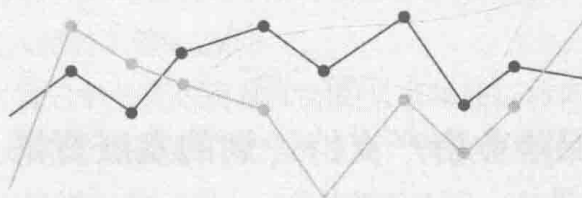
一、存在大规模亟待盘活的存量资产 734

二、资产证券化潜在规模总计 737

第二节 当前我国资产证券化市场发展中存在的主要问题 737

一、	投资人与发行人动力不足	738
二、	信贷资产证券化中的主要问题	740
三、	企业资产证券化中遇到的主要问题	744
四、	非银行金融机构面临的困难	749
第三节	发展资产证券化的政策建议	752
一、	基础设施层面	752
二、	税收层面	757
三、	基础资产选择和产品设计层面	758
四、	投资者层面	761
五、	信用评级和信息披露层面	763
附录	录	767
一、	资产端数据分析	768
二、	证券端模型构建	775
三、	CNABS 产品分析报告	786
参考文献		793
作者简介		797

第七章
保险业资产支持计划



本章分五节，前两节介绍保险业资产支持计划业务的发展背景，后三节介绍资产支持计划业务发展的相关情况。第一节介绍保险业的发展前景、近年保险资金运用市场化改革的情况与效果、保险资金的特征及配置情况；第二节介绍保险资产管理产品体系中各类主要产品的制度建设、产品发行情况及典型案例；第三节介绍资产支持计划的监管政策要点；第四节介绍资产支持计划业务不同发展阶段的3个典型案例；第五节分析资产支持计划业务的发展机遇和面临的挑战，提出发展思路及推动立法建设、培育受托人、完善市场机制等政策建议。

第一节

保险业资产支持计划的发展背景

在《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（简称“新国十条”）背景下，保险业进入更高水平的快速发展通道。资产支持计划，作为保险业自主拓展的资产管理产品体系中的重要组成部分，首先应当服务于保险业的发展，服务于保险资金的配置需求，突破国内金融市场同类产品不能满足保险资金配置需求的局限性。

一、保险业发展前景

党的十八大特别是十八届三中全会以来，党中央国务院从国家治理体系

和治理能力现代化的角度，对保险业提出了许多新要求，为保险业提供了进一步发展的广阔平台。“新国十条”和《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》的正式发布与全面贯彻落实，全方位政策红利的逐步释放，将引领保险业进入更高水平的快速发展通道。

回顾改革开放以来的历程，我国保险业经历了与市场经济同步发展的过程。每一次市场化改革的重大推进，都促成了保险业的一轮大发展，以及保险业服务能力的一轮大提升。

20世纪70年代末，我国开始改革开放和探索发展市场经济，促成了保险业发展的第一次浪潮。1979年4月，国务院同意恢复国内保险业务。复业之初，保险市场只有一家公司，保费收入只有4.6亿元，到1991年，当年全国保费收入增长到236亿元。

1993年十四届三中全会做出《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，我国保险业步入快速发展通道。1992年寿险个人营销模式引入我国，刺激了保险市场的迅速扩张，当年全国保费收入较上年增长56%。1999年投资理财型保险产品面世，成为推动保险业务增长的又一推动力。到2001年，全国保费收入超过2000亿元。

2003年十六届三中全会对完善社会主义市场经济体制若干问题做出了重大决定，保险业改革发展迎来了第三次浪潮。国内保费收入从2002年的3053亿元增长到2013年的1.72万亿元，年均增长17%，世界排名从第15位跃居第4位。2014年全国保费收入突破2万亿元，保险业总资产突破10万亿元，保险业总资产增速达17.5%。

2014年8月13日，国务院印发“新国十条”，标志着保险业将以全新的角色定位融入国家发展战略之中，为保险业改革发展提供了最大的政策红利。“新国十条”的颁布，有利于加深各级政府对保险功能和作用的理解，提高全社会对发展现代保险服务业重要性的认识；有利于整合社会各方资源，为保险业创造低成本的政策环境；有利于加快保险业改革创新，通过发挥市场配置资源的决定性作用，进一步激发保险业发展活力、释放发展潜力。

“新国十条”明确了未来一个时期保险业的发展目标，到2020年，基本

建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，使保险成为政府、企业、居民风险管理和财富管理的基本手段，成为提高保障水平和质量的重要渠道，成为政府改进公共服务、加强社会管理的有效政策工具。保险深度达到5%、保险密度达到3500元/人。从保险密度看，根据国家卫生和计划生育委员会预计，2020年总人口将达14.5亿人，按保费收入5.1万亿元测算，保险密度在3500元左右。从保险深度看，我国经济已经进入中高速增长阶段，未来一个时期国内生产总值名义增长率应该在8%左右，2020年国内生产总值将达到97.5万亿元，按保费收入5.1万亿元测算，保险深度在5%左右。

“新国十条”明确了发展现代保险服务业的主要领域，从资产负债表的两边进行了全方位的突破和创新。从负债边看，对保险行业多年来一直关注的个人税延型养老保险、健康保险、巨灾保险、责任保险、农业保险等多个重点领域都给予了明确支持。“新国十条”提出要促进保险服务业与养老服务业融合发展、支持保险机构参与健康服务业产业链整合，又提出了要积极探索和推进具有资质的商业保险机构开展各类养老、医疗保险经办服务。特别是在个人税延型养老保险方面，明确了启动时间表。这些都为保险业参与社会保障体系建设提供了巨大空间。

从资产边看，保险资金运用的相关政策更加灵活，服务的重点更加突出，“新国十条”为保险资金营造了多维度投资空间，保险资产管理将面临更多新机遇。

一是创新保险资金运用方式。“新国十条”提出要促进保险市场与货币市场、资本市场协调发展。鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金；稳步推进保险公司设立基金管理公司试点；探索保险机构投资、发起资产证券化产品；探索发展债券信用保险；积极培育另类投资市场。

二是支持民生工程和重大工程建设。“新国十条”提出，要充分发挥保险资金长期投资的独特优势，鼓励保险资金利用债权投资计划、股权投资计划、

资产支持计划等方式，在支持重大基础设施、棚户区改造、城镇化建设等民生工程和国家重大工程中发挥更积极作用。

三是支持新兴产业发展。鼓励保险公司通过投资企业股权、债权、基金、资产支持计划等多种形式，在合理管控风险的前提下，为科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等发展提供资金支持，并研究制定保险资金投资创业投资基金相关政策。

对照“新国十条”的要求，我国保险业目前仍处于发展的初级阶段，与党中央国务院的要求相比，与人民群众的期望相比，保险业各方面还有较大差距。保险业要借政策红利的东风，因势利导，乘势而上，开拓创新，不断进取，在更大范围、更广领域、更高层次上为国家治理体系和治理能力现代化服务。

二、保险资金运用市场化改革

近年来，保险资金运用监管工作坚持“放开前端、管住后端”的总体思路，大力推进市场化改革，不断强化事中、事后监管，取得了显著成效。

（一）“放开前端、管住后端”的监管思路源于正确认识政府和市场的关系

近年来，我国保险业发展势头良好。在经济增速放缓的背景下，保险业扎实推进市场化改革，释放改革红利，实现了持续快速增长，在国民经济各行业中表现抢眼。保险业快速发展，保险资金运用起到了决定性作用。这突出表现在保险资金投资收益率逐年攀升，从2012年的3.39%提高到了2013年的5.04%，再提高到2014年的6.3%。2015年前7个月，保险资金投资收益为5416.77亿元，同比增长130.94%，年化投资收益率达到9.33%，创2008年国际金融危机以来最好水平。

保险资金投资收益持续提升以及保险业整体向好，得益于保险业深入贯彻落实党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决

定》（简称《决定》）精神，努力使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，提出“放开前端、管住后端”的监管思路，全面推进保险资金运用领域市场化改革，显著激发了市场活力，增强了创新动力，促进了监管方式转变，提升了监管现代化水平。

“放开前端”，是指尽可能减少行政审批、核准等前置性管制手段，让市场主体享有更大的经营和投资自主权，增强发展的内生动力。“管住后端”，是指强化事中、事后监管，加强对保险资金运用风险的持续性监测和监管，守住不发生系统性、区域性风险的底线。这一思路厘清了监管和市场的关系，使金融监管工作从越位的地方退出来，把腾出来的精力放在进一步做好监管工作上，把缺位的地方补上去。通过“一退一补”，把事中、事后监管做好，把该管的管住、管好。

（二）“放开前端”：使市场在资源配置中起决定性作用

近年来，保监会大幅度减少保险资金运用领域的行政审批，着力将更多投资选择权和风险责任交给市场主体，主要从4个方面“放开前端”：

一是扩展和丰富可投资资产种类，逐步放开股权、不动产、创业板股票、蓝筹股、优先股、创业投资基金等投资，极大地拓展了保险资金的投资选择和配置空间。

二是整合、简化监管比例限制，将原来50余项监管比例减少至10余项，建立以大类资产分类为基础的多层次比例监管新体系。

三是推进注册制改革，将基础设施投资计划等资产管理产品发行方式由备案制改为注册制，大幅度提升了产品发行效率，2013年、2014年这两年的注册规模达到之前7年的4倍。

四是加强与地方政府的合作与交流，在湖北、山东、天津、上海、江西、陕西等省市召开对接会，搭建沟通合作平台，既拓展了保险资金的配置领域，又支持了实体经济的发展。

“放开前端”赋予市场主体更多的投资自主权、选择权和风险判断权，大大激发了市场活力和创新动力。保险资金运用创新意识显著增强，产品形式、

交易结构等更加灵活多样。从产品形式来看，涉及基础设施债权投资计划、股权投资计划、项目资产支持计划等诸多领域，尤其是2015年年初保险资金发起设立中小微企业基金、医疗健康产业成长基金等。从交易结构看，保险资金以诸多国家重大项目投资者和合伙人身份积极服务于实体经济发展，如投资360亿元参与中石油管道项目、投资121亿元建立振兴粤东西北城市发展产业投资基金等。

需要指出的是，“放开前端”后保险资金运用并没有出现大的投资风险，始终保持以固定收益类资产为主的配置结构，守住了风险底线。当前，保险资产质量优良，安全性较高；高流动性资产占比接近10%，流动性风险较小；实行专业化运作及资金全托管制度，降低了操作风险。从总体来看，保险资金运用风险处在可控范围。

（三）“管住后端”：大力推进监管体系现代化

保险资金运用市场化改革的重点和难点在于“管住后端”。近年来，保监会在“放开前端”的同时，不断强化监管，持续在“管住后端”上花大力气、下苦功夫。“管住后端”，从狭义角度理解，就是指事后的偿付能力监管，运用资本手段实现对资金运用的约束；从广义角度看，不仅包括事后的偿付能力监管，还包括事中的对保险资金运用风险的持续性监测和监管。

在强化事中监管方面，保监会加强保险资金运用风险的监测和预警，推进监管信息化，完善风险监测体系，对于风险问题做到心中有数，在风险事件发生早期、还没扩大化时就着手处理，避免出现大的风险事件特别是系统性风险。比如，2014年保监会持续监测保险资金投资信托产品，及时研究分析基础资产风险，并有针对性地出台规范措施，调整资产认可比例，有效抑制了信托产品投资过快增长。此外，保监会不断丰富监管工具和手段，积极运用信息披露、内部控制、分类监管、资产负债匹配、资产托管等，全面加强保险资金运用事中监管。

在强化事后监管方面，主要是科学有效地运用偿付能力监管。从国际上看，偿付能力监管是各国保险监管机构“管住后端”的核心工具。保监会每

季度都召开偿付能力监管委员会例会，定期评估行业偿付能力状况，有针对性地采取监管措施。特别是从2012年开始，启动“中国风险导向的偿付能力体系”（即中国第二代偿付能力监管制度体系，简称“偿二代”）建设，更加科学地识别和计量风险，对风险高或风险管理能力差的公司提高资本要求，进一步强化了偿付能力对保险资金运用的影响和约束作用。

经过近几年的探索和实践，保监会已初步构建起“一个基础、五个工具、三个支撑”的现代化、多层次保险资金运用监管体系。“一个基础”，是指以非现场监测和现场检查为基础；“五个工具”，是指以信息披露、内部控制、分类监管、资产负债匹配和偿付能力等监管工具为手段，强化事中、事后监管；“三个支撑”，是指以登记系统等监管信息化、资产协会自律、资金运用属地监管为监管工作的三大支撑。

全面深化保险资金运用领域市场化改革的成效，不仅体现在投资收益提高上，还体现在监管现代化水平提高上。只有切实提高保险资金运用监管的现代化水平，才能巩固保险业整体向好的成果，持续激发市场活力，防范系统性风险。应当明确，保险资金运用是为保险主业服务的。保险资金主要来源于保费收入，是保险产品的各种准备金，相比金融市场上的其他资金，其结构要复杂得多，匹配难度要大得多。有效管理保险资金运用，就是要根据保险负债特点，实现资产和负债的长期匹配与动态管理。同时，保险资金的长期性、负债性、复杂性等特性，决定了保险资金具有追求长期、安全、稳定回报的内在要求，必须坚持以固定收益、类固定收益为主的投资方向。依据保险资金运用规律，结合近几年取得的改革经验，将在以下几个方面着力提高监管现代化水平。

一是继续坚持保险资金运用市场化改革方向。实践经验表明，管得过多、过死也是一种风险。事无巨细的管制、审批容易导致发展动力不足、投资能力薄弱、投资收益率偏低。这对于有负债成本的保险资金来说也是一种风险，甚至可能是系统性风险。党的十八届三中全会以来，保险资金运用市场化改革显著激发了市场活力、释放了改革红利，促进了保险行业持续、健康、快速发展。

二是不断强化事中、事后监管。保险资金运用监管工作，既要“放得开”，更要“管得住”。相比于“放开前端”，保险资金运用监管改革的难点在于如何“管住后端”，在于如何更好地把强化监管与推进市场化改革创新有机结合起来。在“放开前端”之后，一方面要确保保险资金运用符合保险负债特性，切实搞好资产负债管理，坚持追求长期、安全、稳定的投资回报，使保险资金运用符合自身发展规律；另一方面要持续加强和改进保险资金运用监管工作，坚持依法监管，着力提升信息化监管水平，加强监管基础设施建设，建立现代化监管体系。

三是切实加强对保险资金运用的风险监测力度。保险资金运用专业性强、涉及领域广，既有固定收益市场，也有权益市场；既有公开市场，也有非公开市场；既有国内市场，也有国际市场。必须做到对各类市场风险及时监测、对风险状况了然于胸，这对于防范风险至关重要。未来一个时期，应进一步加强保险资金运用领域的风险监测和预警，加大对重点风险领域和重点风险公司的风险监测力度，对于风险事件做到早发现、早预警、早处置，坚守不发生系统性、区域性风险的底线。

三、保险资金配置情况

（一）保险资金的特征

与银行、信托、证券、基金等其他金融子行业的资金相比，保险资金具有以下特征：

一是长期性。保险资金特别是寿险中的养老保险、医疗保险所积聚的保险资金的久期通常非常长。以养老保险为例，一个25岁硕士毕业的年轻人，如果当年就开始参加养老金计划，按月、季度或年向养老保险计划缴费，按照锁定规则，到65岁退休之前一直存钱而不能取出，这个积累期最长可达40年。假设他的预期寿命是85岁，在65~85岁这20年间往往是平均使用退休前积累的养老金。理论上，养老保险资金的久期最长可以到60年。医疗保险