

Post-crisis Securitisation Regulation:
Practices in US and EU

金融危机后的资产 证券化监管

——美国及欧盟的实践

王远胜 著



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

Post-crisis Securitisation Regulation: Practices in US and EU

金融危机后的资产证券化监管

——美国及欧盟的实践

王远胜 著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融危机后的资产证券化监管:美国及欧盟的实践/王远胜著. —合肥:合肥工业大学出版社,2016.8

ISBN 978-7-5650-2909-7

I. 金… II. ①王… III. ①资产证券化—金融监管—研究—美国②欧洲国家联盟—资产证券化—金融监管—研究 IV. ①F837.125②F835.05

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 180610 号

金融危机后的资产证券化监管

——美国及欧盟的实践

王远胜 著

责任编辑 陆向军 刘 露

出 版	合肥工业大学出版社	版 次	2016 年 8 月第 1 版
地 址	合肥市屯溪路 193 号	印 次	2016 年 8 月第 1 次印刷
邮 编	230009	开 本	710 毫米×1010 毫米 1/16
电 话	总 编 室:0551-62903038	印 张	8
	市场营销部:0551-62903198	字 数	155 千字
网 址	www.hfutpress.com.cn	印 刷	合肥创新印务有限公司
E-mail	hfutpress@163.com	发 行	全国新华书店

ISBN 978-7-5650-2909-7

定价:29.80 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社市场部联系调换

目 录

引 言	(1)
第一章 资产证券化概述	(5)
一、资产证券化的起源及在金融危机前的发展	(5)
二、次贷危机对资产证券化市场的冲击	(11)
三、资产证券化的基本运作方式	(13)
第二章 资产证券化监管的理论基点	(26)
一、金融危机凸显的资产证券化市场存在的问题	(26)
二、资产证券化监管的法理基点:代理问题与系统性风险	(34)
第三章 危机后的信息披露监管	(54)
一、传统资产池层级信息披露及其不足	(54)
二、美欧引入资产层级信息披露的逻辑及过程	(58)
三、资产层级信息披露的具体内容	
——以住房抵押贷款支持证券为例	(61)
四、资产层级信息披露的特殊方式	(63)
五、资产层级信息披露与交易成本增加之间的矛盾及处理	(66)
六、资产层级信息披露对私募交易的适用问题	(69)
第四章 发起人风险留存监管	(72)
一、风险留存监管的利弊分析	(73)
二、风险留存的承担人	(76)
三、风险留存的最低比例、留存方式及反规避措施	(80)
四、优质资产支持债券风险留存的豁免	(86)

五、美国的直接规制与欧盟的间接规制	(89)
第五章 巴塞尔协议资产证券化资本监管新框架	(91)
一、巴塞尔Ⅱ资产证券化资本监管框架的缺陷	(91)
二、资本监管新框架的主要改进	(93)
三、新资本框架改进的效果	(99)
第六章 信用评级机构监管的美国做法	(102)
一、前监管时期	(102)
二、《2006 年信用评级机构改革法案》及 SEC 实施规则	(104)
三、《多德-弗兰克法案》对 NRSRO 的规制	(107)
四、《多德-弗兰克法案》后的监管趋势	(112)
五、美国评级机构监管制度构建的逻辑	(114)
参考文献	(119)

引 言

资产证券化是近 40 年来最重要的金融创新形式。次贷危机前，无论是在美欧发达市场，还是在其他新兴市场，实务界趋之若鹜，理论界赞誉有加。2005 年 4 月，当世界范围内的证券化大潮如火如荼之际，时任美联储主席的格林斯潘在美联储第四届年会上不无自豪地宣称：“创新带给我们目不暇接的新产品，比如次级贷款和外来移民安居信贷项目，正是这些发展创新，延续着我们国家金融服务业长盛不衰的历史。有了技术进步的帮助，借款人充分利用信用评价模式以及其他技术带来的便利，使信贷的阳光普照更大范围的消费者。抵押支持债券开创了一个全国甚至世界范围的抵押市场，有了这个市场作为后盾，更多种类的房屋抵押信贷产品成了家常便饭。这种良性循环又直接导致资产证券化向其他领域进军，比如汽车信贷和信用卡信贷。”^①

潮起潮落，兔走乌飞。格林斯潘言犹在耳，金融海啸席卷而来。2006 年末，美国房屋价格硬挺不住。2007 年，次贷危机渐露狰狞。随着房价泡沫破灭，次级房贷按揭还款违约激增，各大信用评级机构纷纷调低次债证券评级，市场江河日下。曾经因经营此类业务风光无限的投行，流动性纷纷告急，金融系统的连锁不良反应接踵而来，资产证券化的光环瞬间褪尽，格林斯潘这个昔日英雄，一夜间成了众矢之的，并“荣登”《时代》杂志评选出的“金融危机罪魁祸首 25 人榜”第三位^②。

金融危机引发世界范围对资产证券化监管不足的反思。作为市场领头羊，美国、欧盟学术界和监管部门在全面梳理市场乱局后，总结出四点监管短板：其一，信息披露不足导致投资行为“羊群效应”明显；其二，交易的倒买倒卖特征导致不同参与人利益冲突加剧，引发发起人、交易组织人等的严重道德风险；其三，对信用评级的过度依赖，而实践证明评级并不准确；其四，巴塞尔协议的资本监管过于僵化机械，缺少针对证券化交易的特殊安排。危机余波未了，美国及欧盟的监管部门即着手针对上述问题建立监管制度。具体制度的构建包括四个方面：第一，推动以资产层级信息披露取代之前的资产池层级信息

① Remarks by Chairman Alan Greenspan, Consumer Finance At the Federal Reserve System's Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C. available at <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2005/20050408/default.htm>.

② Alan Greenspan-25 People to Blame for the Financial Crisis, available at http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877331,00.html.

披露,减少交易信息不对称,压缩交易参与人道德风险空间;第二,以强制发起人风险留存为主要方式,克服发起人、原始债务人和投资人之间的利益背离,尽可能实现利益整合;第三,以巴塞尔银行监管委员会为平台,推动建立针对资产证券化交易的资本监管新框架,防止交易引发系统性风险;第四,在减少监管对评级依赖的同时,加大对评级机构及评级程序的监管力度,防止评级机构道德风险。

在监管力度增加和市场自我修复的双重作用下,资产证券化市场逐渐重拾元气。特别是美国,根据欧洲金融市场协会的统计数据,2015年,美国新发资产支持债券的总额为1.6万亿欧元,约为危机前最高峰的2006年的2/3。相比较危机爆发后2008年新发的0.9万亿欧元,增加了近八成。欧盟的情况有所不同。其新发市场在2008年达到最高峰的0.8万亿欧元后持续走低,但近两年也开始回升。根据欧洲金融市场协会的统计,2015年,欧盟新发资产支持债券0.21万亿欧元,较之最低谷的2013年的0.18万亿欧元,也有了一定的提升^①。

我国资产证券化萌芽于20世纪90年代初。一般认为,1992年,海南三亚市开发建设总公司发行2亿元地产投资券,是我国资产证券化的第一次尝试。2001年10月信托法生效后,资产证券化的基础法律障碍得以清除。2003年,华融公司在国内首开信贷资产证券化试点。2005年4月,人民银行、银监会联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》,标志着我国信贷资产证券化试点正式拉开帷幕。8月,证监会推出企业资产证券化试点。以特殊目的信托为基础的信贷资产证券化和以专项资产管理计划为基础的企业未来收益证券化双轮驱动的市场发展格局,正式形成。2006年是我国资产证券化试点的鼎盛时期。产品种类增多,发行规模大幅增长,总量从2005年的171.34亿猛增到471.51亿^②。金融危机爆发中断了我国资产证券化的发展势头。2009年,国内资产证券化试点全面暂停,资产证券化市场陷入停滞。

2011年9月,证监会重启对企业资产证券化项目的审批。2012年5月,人民银行、银监会、财政部联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,信贷资产证券化重启,第二轮试点全面启动。2013年7月,国务院印发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》,要求逐步推进信贷资产证券化常规化发展,在管理层和市场力量的双向推动下,2014年后,我国资产证券化市场爆发式发展,发行规模急剧攀升。2014、2015两

① <http://www.afme.eu/Divisions/Securitisation.aspx>.

② 数据来源:中国证券业协会编著《证券市场基础知识》,转引自广东证监局网站,<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n870586/n1335340/n8200134/10665810.html>.

年,我国共发行各类资产证券化产品逾9000亿元,是之前发行总量的6倍多。到2015年底,市场存量证券化产品规模,较2013年底增加了15倍^①。基础资产种类更加丰富。信贷资产证券化方面,绿色金融贷款、工程机械贷款、房地产贷款等,被纳入基础资产池。企业资产证券化方面,融资租赁资产等开始被证券化。2015年9月,住建部联合财政部和中国人民银行发布通知,明确提出“有条件的城市要积极推行住房公积金个人住房贷款资产证券化业务,盘活住房公积金贷款市场”,标志着住房公积金贷款证券化正式启动。发起机构类型不断扩大。城商行、农商行、车企融资公司、金融租赁公司、外资银行、互联网金融机构,纷纷加入发起机构行列。产品结构设计不断创新。交易所产品开始引入出表设计,次级档债券尝试公开发行,滚动资产池产品进入市场。另外,ABS产品开始尝试做市商交易,投资主体类型逐渐增加。市场上述各方面的发展表明,我国资产证券化市场与国际市场接轨的步伐正在加快。

在交易结构、产品形态等逐渐向美欧发达市场看齐的同时,我国对资产证券化的监管却明显滞后。比较美欧发达市场危机后采取的系统监管措施,截至目前,我国的监管规定较之危机前多数方面仍无根本突破,部分适应性监管改革也显得原则性和粗疏。信息披露方面。对于信贷资产证券化,尽管人民银行、银监会和财政部于2012年5月发布的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》将“鼓励创造条件逐步实现对每一笔入池资产按要求进行规范信息披露”作为改革的方向,但交易商协会2015年发布的两个“信息披露指引”:《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)》,仍然维持了危机前的资产池层级信息披露的基本格局。对于证券公司企业资产证券化,证监会2014年出台的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》,对于基础资产的信息披露,也维持了资产池整体特征披露的基本状态。风险留存方面。对于信贷资产证券化,2012年的三部门“通知”做了原则性规定,并在2013年底做了修改(准许垂直留存),但具体实施细则的制定,仍未进入管理部门视野。对于证券公司资产证券化,截至目前,证监会并未提出风险留存要求。在资本监管和信用评级机构监管方面,则未见有监管部门的任何新举措出台。

资产证券化是金融脱媒运动的主要成果之一。其在增加发起机构资产流动性、减轻资产错配风险、降低金融机构资本监管压力、促进风险市场化定价等方面的作用,已成为学界共识。但本轮金融危机表明,缺乏有效监管的资产证

^① 中央国债登记结算公司证券化研究组:“2015年资产证券化发展报告”,载《债券》,2016年1期,第43页。

券化,在人类贪婪、自负本能的驱使下,则可能成为引发市场动荡的火药桶。健康有效率、能可持续发展的资产证券化市场,需要建立科学有序、协调一致的监管制度。尽管截至目前,我国全部已发证券化产品均为正常偿付状态,但这种状况在常态化发展一定时期后能否维持存在疑问。当前我国市场已发产品的基础资产池贷款在发放时均没有证券化预期,因而不存在发起人(原始债权人)因预期证券化而降低贷款审核发放标准的道德风险。随着市场步入一定规模,证券化预期开始形成,伴随“倒买倒卖”滋生的道德风险就难以避免。2015年上半年,缺乏监管的金融创新给我国市场带来极大混乱,离系统性风险爆发仅一步之遥。此次市场乱局,在跟风炒作、交易复杂化、信息不对称等方面,与美国次贷危机极为相似。前车之鉴去之不远,及时建立符合我国市场实际的监管制度体系,是避免资产证券化市场常态化发展后引发市场乱局的必需措施。

对于我国而言,资产证券化是完全的舶来品,因此,借鉴发达市场最新经验构建监管措施,是提高制度合理性、节约制度建设成本的基本路径。次贷危机发生至今,笔者始终关注全球资产证券化市场发展动向,跟踪美欧监管部门推出的监管举措,研究并发表了相关论文,涉及信息披露监管、风险留存监管、资本监管诸方面^①。本书在前期研究的基础上,对美欧在危机后出台的监管制度进行了全面总结,以期对我国的制度构建有所启发。

^① 主要有:《巴塞尔协议面临的金融创新产品规避监管困境》《从资产池层级披露到资产层级披露——金融危机后美欧资产证券化信息披露监管改革》《资产证券化风险留存监管制度的构建——以美欧实践为视角》(分别刊发于《民商法论丛》第55、57、60卷),《巴塞尔协议资产证券化资本监管新框架述评》《突破PPP融资瓶颈:项目整体营业证券化试探》(分别刊发于《证券市场导报》2015年12期、2016年5期)。

第一章 资产证券化概述

一、资产证券化的起源及在金融危机前的发展

资产证券化起源于 20 世纪 70 年代的美国。1970 年 2 月，美国国民抵押贷款协会（即吉利美，Ginnie Mae）发行了历史上第一只抵押支持债券（mortgage-backed securities, MBS）。1971 年，另一家政府背景公司——联邦住宅贷款抵押公司（即房地美，Freddie Mac）发行了另一只抵押支持债券，抵押支持债券开始批量进入市场。早期资产证券化产品都有政府色彩，1971—1977 年间美国市场上所有的 MBS，都是由吉利美、房地美这两家国有背景公司担保或者发起的。

20 世纪 70 年代末期，第一只完全私人性质的证券化产品在美国市场出现^①。1977 年，大学肄业生拉涅利（Lewis Ranieri）和多尔（Robert Dall）为华尔街投行——所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）和美洲银行（Bank of America）设计了第一款资产证券化产品并推向市场。由于当时 MBS 的合法性全美仅有 15 个州认可，这只私人性质的处女作并没有取得市场成功。但出师不利并没有损伤所罗门兄弟公司的创新热情，它继续从美国各地的储蓄信贷合作社购买房屋抵押信贷资产，再打包成抵押支持债券，向国内外投资人出售。

20 世纪 80 年代初，华尔街大型投行纷纷成立 MBS 事业部，涉足抵押资产证券化业务。不过，由于法律对受规制机构投资人（regulated institutional investors）投资私人 MBS 有很多限制，私人抵押资产证券化市场（Non-Agency MBS）在这一时期发展并不快。里根开启新自由主义时代后，金融监管逐渐放松。特别是美国国会在 1984 年通过《二级抵押市场提升法案》（Secondary Mortgage Market Enhancement Act, SMMEA）、取消对受规制机

^① 完全私人性质的抵押支持债券一般称为 Non-Agency MBS，而带有官方背景的吉利美、房地美、房地美发起或担保的抵押支持债券则称为 Agency MBS——虽然房地美和房地美先后转变为私人持股公司，但市场仍认为其和政府还是有千丝万缕的联系，一是因为它们都是由国会立法发起成立；二是它们都拥有暗示政府背景的“联邦公司执照”（Federal Corporate Charter，美国私人公司都是都在各州注册的，拥有“联邦执照”的公司寥寥无几，除了这三家外，其他的还有联邦储备银行、美国红十字会等，20 世纪 90 年代后，国会参众两院取得共识不再发放这种引人误解的执照）。See www.llsdc.org/attachments/wysiwyg/544/CRS-RL30340.pdf.

构投资人投资私人 MBS 的限制后,资产证券化的发展开始步入快车道^①。

1983 年 6 月,所罗门兄弟公司和波士顿第一公司(First Boston)为房地美设计了第一只内部分层的抵押担保债券(CMOs,之前的 MBS 都没有采用内部分层增级技术)。由于面临税务、会计以及监管障碍,CMOs 在初期发展也不快。1986 年,美国国会通过“税收改革法案(the Tax Reform Act of 1986)”消除了这些障碍,CMOs 市场开始迅速发展。

1985 年,汽车信贷等非抵押信贷资产证券化(asset-backed securitization, ABS)开始走向市场。一般认为,Marine Midland Bank 在 1985 年 5 月发行的 6000 万美元规模的汽车信贷信托债券(the certificate for automobile receivables trust, CART),是第一支公开交易的汽车信贷 ABS。1986 年,第一只 5000 万美元的信用卡应收账款支持债券面向市场,与之前的证券化产品需要金融机构先向借款人提供资金不同,信用卡应收账款并不需要银行先行垫付,证券发起人因此可以在基本无风险的情况下坐收债券发起和服务费。1987 年,CMOs 的内部分层技术被运用于 ABS,华尔街投行 Drexel Burnham Lambert 为帝国储蓄协会(Imperial Savings Association)设计的第一只 CDOs 投放市场。十余年后,CDOs 成为最受市场青睐的资产证券化产品,其全球市值在 2005 年达到 5206 亿美元(2004 年为 1574 亿),CDOs 市场的狂热成了此次金融危机的直接导火索。

20 世纪 80 年代末 90 年代初,证券化技术开始被运用到保险和再保险市场^②。保险资产证券化是资产证券化的又一次突破。无论是住房抵押贷款证券化,还是信用卡应收账款证券化,进入资产池的资产一般都具有比较稳定的特征,因而投资人的收入也相对比较稳定,其承担的风险主要是基础资产债务人的信用风险(credit risks)。但保险资产证券化交易不同,投资人的回报完全建立在极其不确定的“自然危险”(natural catastrophes)上^③。危机爆发前的 2006 年,美国保险再保险资产证券化市值达到近 150 亿美元。

随着市场的进一步发展,助学贷款、无担保消费贷款、中小企业贷款、不良贷款等,先后成为被证券化的对象。在基础资产日益多样化的同时,交易组织结构也越来越复杂。20 世纪 90 年代后期,将 CDO 和信用违约掉期合约

① Nomura Securities International, Inc., Fixed Income Research: MBS Market-Concept and Topics, 29 January 2006, ASF 2006, available at [www.americansecuritization.com/uploadedFiles/Adelson_MBS_Color\(3\).pdf](http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/Adelson_MBS_Color(3).pdf).

② 保险市场最早的证券化交易出现在 1988 年,位于新泽西州的 The Prudential of Insurance Company of America 首次将其近 6000 千万美元的财产保险资产证券化,人寿保险资产则在 20 世纪 90 年代中期开始被证券化。James A. Tilley, the Securitization of Catastrophic Property Risks, available at www.actuaries.org/AFIR/colloquia/Cairns/Tilley.pdf.

③ 保险资产证券的本金归还以及利息支付取决于保险公司对被保险人承担保险责任的多寡。

(CDS) 组合发行的合成 CDO (synthetic CDOs) 开始在美国市场出现, 投资人购买合成 CDOs 的资金被用来购买金融机构的信用违约掉期合约。合成 CDOs 之后, 以 ABS 或者 MBS 作为基础资产的 ABS CDOs、以 CDOs 作为基础资产的双重 CDO (CDO-Squared, 或 CDO²) 甚至三重 CDO 相继出现。ABS CDOs 的发展尤为迅速, 其 2005 年占整个新发 CDOs 市场的 55%^①。合成 CDOs、ABS CDOs、多重 CDO 的交易程序异常复杂, 其中的法律关系纠缠不清, 已经远远超出普通投资人的理解极限。

资产证券化交易国际化肇始于美国资产支持债券在欧洲和日本市场出售^②。这种交易最早采取“美元国际债券 (Eurodollar)”形式, 即由美国发行人向欧洲国家的投资人出售以美元计价的资产支持债券 (通常在卢森堡交易所挂牌)^③。为适应欧洲市场, 这些债券通常被设计成与欧洲投资人熟悉的产品类似的结构, 比如采取“Libor Floaters (伦敦同业拆借利率浮动型)”“PAC 型 (planned amortization class, 计划还本型)”等。和美国市场流行的 MBS 相比, 这些资产支持债券更像公司债, 投资人基本上不必承担资产债务人提前还款风险^④。

当欧洲、日本等地的金融机构发现其美国同行从这种全新的金融工具中大为斩获, 而自己囿于法律、管制障碍无所作为的时候, 他们找到了一条“曲线救国”的路径: 通过在国外设立 SPV 并发行资产支持商业票据。20 世纪 80 年代末 90 年代初, 日本及欧洲一些国家的银行开始在美国发起资产支持商业票据项目, 有些银行开始尝试收购多家公司的应收账款, 通过单一 SPV 打包证券化^⑤。

欧洲市场第一只完全本土化的 MBS 证券在 1987 年出现在英国, 但直到 20 世纪 90 年代后期市场总市值一直不大, 第一只 CDOs 直到 1998 年才出现^⑥。2000 年末, 欧盟资产支持债券市场总市值是 782 亿欧元, 远逊于美国。进入 21 世纪后, 资产证券化技术在欧洲金融市场开始被重视, 基础资产逐渐多样化, 商业抵押贷款、公司信贷、政府未来资产 (如彩票应收款、公房应收

① <http://db.riskwaters.com/public/showPage.html?page=217371>.

② Joseph C. Shenker and Anthony J. Colletta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, Texas Law Review 69 (1991), at 1422.

③ “美元国际债券”指的是以美元计价的国际债券 (Eurobond)。所谓“国际债券”, 是指计价货币并非发行地或交易地的货币的债券, 尽管名为 Eurobond, 但它与欧元 (Euro), 以及与地理上的欧洲没有关系。如一家公司 (不论其所在地) 在日本发行或交易的美元债券, 即是国际债券。

④ Michael Marray, Riding the Rollercoaster [J]. Euromoney, 1992, 55.

⑤ International Securitisation Report (ISR), March 1993, Issue 1, at 6.

⑥ Frank Fabozzi and Moorad Choudhry, Structured Finance and Securitization: Introduction, available at http://media.wiley.com/product_data/excerpt/56/04714841/0471484156.pdf.

款等)、信用卡应收款、汽车信贷、设备租赁租金、消费信贷等相继被证券化,市场总市值开始直线上升,2006年,欧盟市场新发行证券化产品总市值达到4810亿欧元。

在欧盟国家中,英国在资产证券化上处于领先地位,其2007年新发证券化产品达到1726亿欧元,超过欧洲市场新发总市值(4537亿欧元)的1/3。其次是西班牙、荷兰、意大利,它们2007年新发证券化产品市值分别达到611亿欧元、408亿欧元、264亿欧元。2007年末,欧洲市场未到期证券化产品总市值约为1.3万亿美元,其中英国为4688亿欧元,西班牙为1775亿欧元,荷兰为1458亿欧元,意大利为1220亿欧元。以证券种类划分,份额最大的是住房抵押支持证券RMBS^①,其2007年末未到期市值达到6821亿欧元,超过总市值1.3万亿美元的1/2。相比较英国、西班牙、荷兰、意大利这些证券化大国,作为欧洲经济强国的德国和法国,它们的证券化市场和各自的经济总量相比规模不大,2007年末德国未到期证券化产品总市值是696亿欧元,而法国只有275亿欧元^②。

和美国相比,欧洲资产证券化市场发展较为平稳,原因主要有三个方面。首先,传统上欧洲金融市场和美国金融市场存在结构上的差异,欧洲金融市场一直以银行为主导,其证券市场没有美国发达。当20世纪90年代ABS市场渐趋成熟之际,欧洲国家的主要资金提供者——银行资金充裕,它们通常并不需要通过资产证券化来筹集放贷资金。即使需要筹集资金,一些大银行往往可以通过发行“抵押债券(covered bonds,由发行人和抵押资产池提供双重担保)”的方式来解决,而大多数需要资金的小银行又难以承担证券化所需的成本。其次,欧洲国家的借贷文化和美国也存在差异。和美国的借贷消费欣欣向荣不同,欧洲国家的消费信贷总体规模较小,这使得ABS的大量发展失去了基础。另外,欧洲金融市场长期建立在银企良好合作关系的基础之上,出售信贷资产有时候会被认为破坏银企合作关系。再次,大陆法系法律传统上偏向保守,资产证券化面临着一些法律、监管等方面的制度障碍。普通法相对灵活,美国、英国在证券化市场快速发展过程中并不需要制定特别的法律。大陆法系国家则不同,立法清除制度障碍是证券化能够快速发展的前提。法国、西班牙、意大利、葡萄牙等国为使资产证券化合法化,较早都制定了专门法律,另一些国家,如希腊、卢森堡,在2003年前后才制定了证券化专门法,而一些

① RMBS是MBS的一种,即Residential Mortgage Backed Securitization,除了RMBS,另一种MBS是CMBS,即Commercial Mortgage Backed Securitization:商用不动产抵押支持证券。

② 以上数据来源: Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch, Thomson Reuters, SIFMA&Bond Market Association, 转引自“欧洲证券化论坛(European Securitization Forum, ESF)”: ESF Securitization Data Report: Q4, 2008. available at <http://www.europeansecuritisation.com/>.

中欧国家直至今日其相关证券化法律仍付阙如。德国近几年虽然立法清除了证券化过程中的大多数障碍,但长期以来,其民法和税法一直否定 SPV 的独立性^①。

欧洲证券化市场在发展速度上滞后于美国的同时,在形态上也呈现出有别于美国的一些特点,其中之一是出现了大量的所谓主权证券 (sovereign securitization, 即对政府未来收入的证券化)。最早的政府未来收入证券化运作出现在美国的一些地方政府,20 世纪 90 年代早期,一些州、市政府开始尝试将未来一定时间的税收收入证券化。初试成功后,被证券化的资产又扩展到“烟草诉讼和解赔款 (tobacco litigation settlement rights)”^②。在欧元区国家,政府未来收入证券化被当作减少政府赤字以满足欧盟要求的成员国财政赤字不得超过当年 GDP 的 3% 的有效工具,表现最积极的国家是意大利和希腊,其中又以意大利首屈一指。从 1999 年开始,意大利政府一直把证券化视为公共资产 (包括不良资产, non-performing assets) 私有化的一种卓有成效的方式^③。2006 年前后,意大利共发行各种政府未来收入支持债券近 347 亿欧元,其中最大的一笔是意大利经济金融部从 1999 年起分五期发行的总市值共计 159 亿欧元的政府未来社保费收入债券^④。2001 年,意大利政府以其控制的两只彩票 Lotto 和 Superenalotto 的未来收入作为支持发行了一只 30 亿欧元的彩票未来收入债券^⑤。

欧洲证券化市场的另一个特点是基础资产呈现独特化和非标准化。除了彩票收入在意大利和希腊被证券化外,电力收入 (西班牙)、足球俱乐部门票收

① PIMCO: Bond Basics: Evolution of Asset-Backed Securities in Europe, January 2007, available at http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf_uk/Europe%20ABS%20History.pdf?WT.cg_n=PIMCO-EUROPE&WT.ti=Europe%20ABS%20History.pdf.

② “Tobacco litigation settlement” 是美国烟草公司和地方政府之间的民事诉讼和解协议,根据该协议,烟草公司承诺每年向政府支付一定数额的赔偿款,供政府为因吸烟致病居民提供医疗看护,作为对价,政府承诺不再追究烟草公司大多数情况下的民事赔偿责任。20 世纪 90 年代末,许多州政府对这部分预期收入实行了证券化,到 2001 年末,州政府发行的“烟草诉讼和解赔款证券”的总市值超过 40 亿美元。See Andreas A. Jobst, Sovereign Securitization in Emerging Markets, *Journal of Structured Finance* (2006), Vol. 12, No. 3, note VII (at 18) .

③ 意大利 1999 年证券法 (Law No. 130 of April 30, 1999) 对证券化发起企业的性质没有限制。第 351 号法令 (Law decree No. 351 of September 25, 2001, 后经修改成为法律 Law No. 410 of November 21, 2001) 特别授权经济金融部 (the Italian Ministry of Economy and Finance) 发起成立有限责任公司,专门作为实施政府公共不动产收益证券化的 SPVs。第 410 号法律 (Law 410/2001) 明确表明,地区、省及市政府都可以对其持有的公共不动产收益实施证券化。Ibid, at 18.

④ Ibid, at 5~6.

⑤ SourceMedia, Asset Securitization Report, Government-related securitizations set to take center stage in Europe, December 3, 2001, available at <http://www.securitization.net/news/article.asp?id=283&aid=1418>.

人(德国)等都被当作证券化的基础资产。20世纪90年代中期,英国又创新出一种整体营业证券化(Whole Business Securitization, WBS)产品,即将企业未来所有营业收入整体证券化。著名的杜莎夫人蜡像馆、F-1赛事、伦敦城市机场以及许多英国酒吧都完成了整体营业证券化操作。

证券化的法律障碍还催生了合成证券化在欧洲的快速成长。合成证券化可以不需要把金融机构的资产出售给SPV,因而避免了SPV的独立性受到法律挑战的风险。21世纪初期,一些大银行,尤其是德国的银行,开始把合成证券化作为一种有效的风险转移方式^①。

和美欧相比,资产证券化在亚太国家发展相对缓慢。虽然自20世纪80年代后期起,亚太地区的一些银行开始模仿美欧,从事零星的证券化结构性金融交易,但这些证券化产品主要供国外投资人购买(通过在美、欧设立SPV并通过当地证券市场向投资人出售)^②。1999年后,许多亚太国家的证券化产品开始面向国内投资者,被证券化的资产种类逐渐增加。日本、澳大利亚、韩国是亚太地区证券化发展较快的国家,金融危机前,这三国的市场证券化总量大约占整个地区的2/3。除了这三国,我国香港地区、马来西亚、菲律宾、新加坡、我国台湾地区以及泰国的市场发展也比较可观。从时间上看,21世纪初韩国一直保持领先地位,2003年以前,其面向国内的新发证券化产品总市值一直处于亚太地区第一的位置。但2003年以后,日本取代韩国成为亚太地区证券化市场的领头羊^③。

1997年金融危机是亚太国家国内金融市场较大规模证券化的重要推动力量,各国管理当局希望通过证券化来解决金融危机导致银行聚集的大量不良信贷问题(non-performing loans, NPLs)^④。澳大利亚、我国香港以及新西兰等普通法传统国家(地区)推行证券化没有多少法律障碍,而另一些受危机影响

① PIMCO(美国太平洋资本管理公司): Bond Basics: Evolution of Asset-Backed Securities in Europe, January 2007, available at http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf_uk/Europe%20ABS%20History.pdf?WT.cg_n=PIMCO-EUROPE&WT.ti=Europe%20ABS%20History.pdf.

② 少数国家的证券化市场因得到政府强力推动发展较快,其中最具有代表性的是马来西亚,其于1986年即模仿美国的房地美房利美设立了一家政府控制的“国家抵押公司(National Mortgage Corp, Cagmas Bhd)”,Cagmas的主要功能就是充当住房抵押贷款人和长期投资人之间的SPV。See Vinod Kothari, Securitization in Malaysia, available at <http://www.vinodkothari.com/secmalay.htm>.

③ Jacob Gyntelberg and Eli M Remolona, Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks, BIS Quarterly Review, June 2006. available at www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qtr0606f.pdf.

④ 这也是国际货币基金组织要求的结果,IMF认为证券化是市场取向的“华盛顿共识(Washington consensus)”的一个风向标,因而也是受危机影响的国家对其金融市场进行市场化改革的一种有效途径。

的国家地区,如韩国、菲律宾、泰国等,纷纷通过证券化专门法律清除市场障碍^①。不良信贷资产证券化的成功,刺激了不动产抵押贷款证券化和消费信贷证券化在亚太国家的发展,它们逐渐成为市场的主导力量。2000—2005年,亚太地区RMBS市场的平均年增长率达到30%,远远高于其他类型的证券化产品,CMBS市场的年平均增长率也接近20%。MBS在亚洲,尤其是在日本、新加坡和香港的发展、得益于各国的房地产信托投资基金(REITs)的快速发展。日本在2000年修改了信托投资法,准许信托投资基金进入房地产市场,2001年3月东京证券交易所的REITS上市系统建立。新加坡金融管理局在1999年5月颁布了《财产型基金指南》,并且在2001年的《证券期货法令》中对REITs的上市做出了相关规定。香港证监会则于2003年7月颁布了《房地产投资信托基金守则》,对REITs的设立条件、组织结构、从业人员资格、投资范围、利润分配等方面做出了明确规定。2006年早期,日本、新加坡、香港的REITs市场份额分别达到其整个证券化产品市场的64%、18%、12%^②。

二、次贷危机对资产证券化市场的冲击

2007年下半年,受房价下跌拖累,美国住房抵押贷款违约率急剧上升。9月,住房抵押优质贷款(prime-quality loans)的违约率上升到3.1%,而住房抵押次级贷款(subprime loans)的违约率更是上升到16%,其中新放贷款的违约率又远远高于以往贷款(表明金融机构贷款标准一再降低)^③。

不动产抵押贷款违约率的上升,直接导致证券评级机构大规模降低抵押支持债券的信用等级,债券价格应声下跌,市场急剧萎缩。2007年第三季度,美国的新发证券化产品市值由第二季度的6876亿欧元急剧下跌到4554亿欧元,第四季度进一步下跌到3455亿欧元。欧洲市场从2007年第三季度起也全面走低,其第三季度的新发市值由第二季度的1520亿欧元急速下跌到983亿欧元,第四季度继续下跌到747亿欧元^④。

进入2008年后,次贷危机愈演愈烈,美欧金融市场哀鸿遍野,去杠杆化、

① 如,日本1998年修改民法典相关条款的《特别债权法》(Specified Claims Law,目的是简化证券化的债权让与程序)、《资产流动法》(Asset Liquidation Law 1998/2000),韩国的《ABS法(1998)》《MBS法(1999)》,泰国的《证券化法令(1997)》,菲律宾的《SPV法(2002)》,等等。

② 资料来源:世邦魏理仕(CBRichardEllis)。转引自邓筱蓉、邱于修、黄文祺,“日本及亚洲各国不动产证券化之实施经验(调查报告)”,available at www.realestate.com.tw。

③ 国际清算银行(Bank for International Settlements, BIS) 2007—2008年度报告: 78th Annual Report 2007/08, 30 June, 2008., at 125, available at www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm。

④ 数据来源: Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch, Thomson Reuters, SIFMA & Bond Market Association, 转引自“欧洲证券化论坛(European Securitisation Forum, ESF)”: ESF Securitisation Data Report: Q4, 2008. <http://www.europeansecuritisation.com/>。

流动性不足、压缩信贷规模以及投资人风险喜好度急剧降低成为市场的主要特征。受金融危机拖累，许多国家的 GDP 增长率趋近于零甚至出现负增长，经济衰退、失业率上升、房价下跌成为世界经济的潮流。经济衰退导致信贷资产违约率进一步上升，信用评级机构对证券化产品降低评级的幅度进一步加大，市场一落千丈^①。2008 年，美国市场全年新发资产支持债券只有 9336 亿欧元，比 2007 年减少了一半多，不到最高峰 2003 年（超过 2.9 万亿欧元）的 1/3。进入第四季度，ABS、CDO 以及 Non-agency MBS 新发市场几近停滞（分别为 19 亿、31 亿、1 亿欧元）。欧洲市场也是一样，一级新发市场几乎关门，全年新发证券化产品中超过 95% 是属于救市性质的可回赎证券，其中大多数和欧洲中央银行（ECB）以及英格兰银行（BoE）有关^②。

和美欧相比，亚洲新兴资产证券化市场受次贷危机的冲击较小。作为亚洲资产证券化份额最大的国家，日本的证券化市场在次贷危机爆发后没有出现明显萎缩，2007 年 8—12 月份，其平均每月新发资产支持债券的总额仍然维持在之前的 0.6 万亿日元左右。虽然和 2005、2006 年的证券化高峰相比，2007 年新上市证券化产品的总市值有所减少，但一般认为这种减少和次贷危机没有多少关系^③。除了日本，韩国、新加坡等国的证券化市场也依然充满活力。2007 年，新加坡的 CMBS 以及 REITs 市场占据鳌头。2008 年，受次贷危机和美国经济下滑的影响，新加坡的住宅市场开始呈现一些疲态。与此同时，受 2007 年 10 月新加坡政府取消先前准许的房产贷款人“延迟付款计划

① 美国三大评级机构之一的穆迪（Moody's）在 2008 年 4 月一个星期的周一、二两天就降低了 232 只次级房贷证券产品的 1923 种证券的信用等级，其中包括数百种过去被评为 Aaa 级的证券。See Paul Jackson, Stick a Fork in It: Moody's Downgrades 1, 923 Subprime RMBS Classes — In Just Two Days, April 22, 2008., available at <http://www.housingwire.com/2008/04/22/stick-a-fork-in-it/>.

② 数据来源：Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch, Thomson Reuters, SIFMA & Bond Market Association, 转引自“欧洲证券化论坛（European Securitisation Forum, ESF）”：ESF Securitisation Data Report: Q4, 2008. available at <http://www.europeansecuritisation.com/>.

③ 日本 2007 年新发证券总市值减少的原因主要有两点：一是 2006 年 12 月国会修改“借钱事业法（the Money Lending Business Law）”，大大降低了无抵押消费借贷的利率上限（由 29.2% 降到 20%），同时限制了私人消费借贷的规模（年均收入的 1/3），这直接导致了消费信贷证券化市场规模的急剧减少；二是 2005、2006 年证券化高峰值和两个因素有关，一是仅“软银移动（Softbank Mobile）”的总体证券化（Whole Business Securitization）市值就超过 1 万亿日元，二是巴塞尔 II 新资本要求 2007 年 3 月 31 日生效（该协议要求视交易的经济性质确定储备资本，而不管资产在账外还是账内），许多金融机构赶在之前通过证券化以达到其新协议的最低资本要求。Nomura Research Institute Ltd., Japanese Securitization Market Trends amid the Subprime Crisis, Vol. 35 (10 April. 2008), available at www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2008/pdf/lkr200835.pdf.