

Securitization: Past, Present and Future

资产证券化

过去、现在及未来

所罗门·Y. 迪古
(Solomon Y Deku)

阿尔珀·喀拉 [著]
(Alper Kara)

崔梦婷 [译]

董 静 [审校]

 中国金融出版社

Securitization: Past, Present and Future

资产证券化

过去、现在及未来

所罗门·Y. 迪古
(Solomon Y Deku)

阿尔珀·喀拉 [著]
(Alper Kara)

崔梦婷 [译]

董 静 [审校]

责任编辑：王雪珂

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

First published in English under the title:

Securitization: Past, Present and Future by Solomon Y Deku and Alper Kara

Copyright © 2017 Solomon Y Deku and Alper Kara

This edition has been translated and published under licence from Springer International Publishing AG.

All Rights Reserved.

北京版权合同登记图字 01 - 2018 - 3753

《资产证券化：过去、现在及未来》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化：过去、现在及未来 / (英) 所罗门·迪古, (英) 阿尔珀·喀拉著; 崔梦婷译. —北京: 中国金融出版社, 2018. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9666 - 4

I. ①资… II. ①所…②阿…③崔… III. ①资产证券化—研究
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 162763 号

出版 中国金融出版社
发行

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 9.5

字数 134 千

版次 2018 年 12 月第 1 版

印次 2018 年 12 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9666 - 4

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

本书对全球资产证券化市场的前世今生进行了全面性的阐述，探究了资产证券化产生的途径和原因，并分析了多种资产证券化工具。通过对理论依据的分析，本书详述了资产证券化是如何影响银行借贷行为的，以及作为在经济层面能够有效规避风险的创新机制，资产证券化为何会造成2007年到2009年的国际金融危机。本书还鉴于金融危机后的监管变革，探究了资产证券化市场未来的发展。

本书有几个目的。第一，通过分析金融危机前后的理论研究和实证研究，本书致力于探究资产证券化对金融中介以及借贷行为是否有影响、有何种影响。本书的特色在于，以危机前资产证券化相关方面的论证为对照，通过评估目前的实证研究，引起了更多对持续发展的危机后期学术研究的关注。第二，本书力求探究在资产证券化交易存在内部信息不对称的情况下汇款行与投资者之间的关系，通过对银行是否以及如何在金融危机爆发前误导投资者购买低质量的证券化资产的相关学术研究的分析，本书对此提供了独特的见解。第三，本书旨在找出金融危机爆发时存在的监管缺陷，以及新监管举措是否阻碍了理想水平下资产证券化市场的市场活动。

本书的另一个特色是全书对美国 and 欧洲市场进行了对比，这两个市场是全球资产证券化市场的重要组成部分，它们在结构、产品、历史发展历程以及监管方面都存在些许不同。鉴于这些发人深思的见解，本书应该对学生、从业者以及学者大有裨益。

我们特别感谢马丁·沙谢尔（Martin Scheicher）以及斯蒂芬妮·韦迈尔（Stefanie Wehmeyer）在撰写第8章所作出的贡献，感谢大卫·马克斯-伊

巴涅斯 (David Marques – Ibanez)、史蒂芬·欧格娜 (Steven Ongena)、耶内尔·阿尔特巴斯 (Yener Altunbas)、菲利普·莫利纽 (Philip Molyneux)、艾丁·奥兹坎 (Aydin Ozkan)、马克·罗兹 (Mark Rhodes)、埃尔维斯·赫尔南德斯 – 佩尔多莫 (Elvis Hernandez – Perdomo)、冷静思、阿尔贝托·弗朗哥·波佐洛 (Alberto Franco Pozzolo) 以及赫尔大学和拉夫堡大学研讨班的成员，感谢他们所做出的具有建设性价值的评论、建议和支持，为本书众多章节提供了原始材料。还要感谢娜塔莎·登比 (Natasha Denby) 对本书手稿的审校以及斯蒂芬妮·喀拉提供了本书的封面。最后，感谢我们的家庭以及爱我们的人在撰写期间对我们的耐心和支持。

本书所表达的观点仅代表作者本身，并不代表赫尔大学和拉夫堡大学的任何观点。

所罗门·Y. 迪古

阿尔珀·喀拉

目 录

第 1 章	介绍	1
第 2 章	资产证券化运作机制	7
第 3 章	资产证券化结构	29
第 4 章	资产证券化的发展历史及区域概况	51
第 5 章	资产证券化对银行业及金融系统的影响	83
第 6 章	存在信息不对称时 ABS 的价值	99
第 7 章	资产证券化在 2007 年到 2009 年危机中的角色	111
第 8 章	资产证券化：危机以来的主要趋势	123
第 9 章	结束语	143

第1章

介绍

资产证券化极大地改变了银行从传统银行借贷向交易银行业务的金融中介角色的转变,通过资产证券化,银行将非流动贷款转变为市场证券,将自身的信贷风险向外部投资者转移,并且为未来更多的放贷募集新的资金,这一角色的转变对银行绩效以及放贷行为产生了较大的影响。在2007年到2009年的国际金融危机爆发前,资产证券化被看作在经济层面能够有效规避风险的创新机制,同时能够增加信贷供给,增强金融体系的弹性及稳定性。与此相反,一些对资产证券化持有怀疑态度的观点认为资产证券化弱化了银行审查和监管动机,促使银行保留风险更高的贷款,增加银行风险偏好,使银行放松放贷标准,从而增加金融体系的不稳定性。

资产证券化被看作是造成2007年到2009年国际金融危机的主要因素之一,危机后的实证研究发现了更多资产证券化对银行行为产生负面影响的证据。随着ABS价值急剧下降后资产证券化需求的锐减,资产证券化市场的活动骤然停止,投资者无法通过依凭信贷评级来保护自身,信贷评级机构的方法不会随着这些证券复杂性的增加而改变,并且审慎监管力度并不足够。在2008年国际金融危机爆发十年后的今天,政策制定者意识到了资产证券化对金融体系潜在的积极影响,他们开始考虑通过政策抉择让资产证券化市场重新活跃起来。

在本书中,我们对资产证券化市场的历史进程以及当今发展做了总体的概述,通过分析现存的文献以及实证研究,我们致力于探究资产证券化是否以及如何影响银行的借贷行为,以及其在2007年到2009年的国际金融危机中究竟扮演了何种角色。鉴于资产证券化对金融体系的潜在积极影响,全球的政府当局尤其是欧洲政府都渴望在危机后期重新活跃资产证券化市场,一个针对资产证券化资产的、功能完备的市场能够增加长期金融稳定性,活跃的市场可能有益于银行和非银行发起人、借款人以及投资者。更好地了解危机前资产证券化市场的情况有助于建立一个强健的资产证券化市场,我们希望本书能够在这个方面提供更好的帮助。

本书分为三个部分,第一部分(第2章、第3章以及第4章)阐述了资产证券化机制和多样化的工具,并且简要概述了欧洲和美国市场的历史

发展，第二部分（第5章、第6章以及第7章）着重于资产证券化对银行和金融体系的影响、其在金融危机中的角色以及为何它会失灵，最后一部分（第8章和第9章）分析了资产证券化的未来，以及监管的改变和为活跃该市场所作出的努力。

第2章阐述了资产证券化流程中的重要组成。资产证券化是指将类似抵押贷款、企业贷款、汽车贷款、信用卡应收款、其他资产等现金增值金融资产组合为可交易证券的过程，这些资产的现金流入或者经济价值成为新证券的偿付支持，而新证券将会在涵盖其他银行、机构投资者、保险公司和基金等全球投资者范围内出售。资产证券化交易的目的和效用就是分离为ABS提供偿付的标的资产，标的资产产生于银行放贷给借款者时，发起行将贷款转交给破产隔离特殊目的载体（SPV），该机构随后会在资本市场上发行该债券证券以出售给其他投资者。SPV机构利用证券发行所产生的收入为其购买发起行的贷款融资，ABS通过信用增级降低投资者投资这些证券的风险，信用增级的方式包括附属、超额抵押、信用证和单一险种保险。在第2章的最后一部分，我们通过比较金融危机前后的市场结构、规模、ABS发行类型以及需求，探究了全球最大的两个资产证券化市场——美国市场和欧洲市场。

在第3章中，我们对资产证券化的机构和工具进行了分类。对资产证券化结构的分类一般基于其进行风险转移的方式或者标的资产的法定所有权，本章首先阐述了资产证券化的结构，随后介绍了一些主要的资产证券化工具，如资产支持商业票据、抵押贷款证券、其他资产支持证券以及债务抵押债券。

第4章阐述了资产证券化市场的历史进程以及区域发展。现代资产证券化的源头应该追溯到20世纪70年代，为了刺激抵押贷款市场以及自住购房，美国政府成立了政府支持型机构（GSEs），而为了实现这些目标，该机构建立了抵押贷款的二级市场。尽管资产证券化起源于美国，且早在20世纪70年代银行就开始使用，但直到21世纪初，它才作为一种融资工具被广泛使用，并且在欧洲和美国迅速发展，资产证券化市场在2003年

到2007年以惊人的速度爆发式增长，但在金融危机后急速收缩。本章分析了美国和欧洲这全球最大的两个资产证券化市场的萌芽和发展，还探究了资产证券化的替代品——欧洲资产担保债券市场。

银行从传统的借贷者到贷款的发起人和分销者的角色转变对银行绩效和行为产生了较大影响。对于银行而言，资产证券化提供了一个融资渠道，增强了流动性和盈利能力，对于借款者，它降低了融资成本。另外，对资产证券化持有怀疑态度的学者认为它弱化了银行审查和监督的动机，导致银行持有风险更高的贷款，并且增加银行对风险的偏好。资产证券化还影响了金融系统，资产证券化的风险分散功能原应使金融系统更加稳定、更具有弹性，然而由于信用风险可能会被转移到管控这一风险能力较差的市场参与者手中，资产证券化也可能对金融系统稳定造成威胁，增加金融系统的脆弱性。

在第5章中，我们通过分析现存文献，阐述了资产证券化对银行业和金融系统的影响，资产证券化极大地改变了银行作为借款者与储蓄者之间金融中介的角色。首先，我们从银行的角度探究了资产证券化的驱动因素，以及资产证券化应该如何对整个金融体系产生积极影响。其次，我们探讨了资产证券化如何以及为何会增加银行风险。最后，我们从系统层面解释了资产证券化可能导致金融系统动荡的原因。

资产证券化交易易受三个相关但却不同的信息问题的影响。第一个问题就是传统的借款者与放贷者之间的逆向选择，相较放贷者（发起人），借款者可能拥有更多的私有信息。第二个问题，薄弱的监管会产生中间信息障碍，从而可能会将信息不透明的贷款进行资产证券化，造成借款者与ABS最终投资者之间的信息不对称。第三个问题是在ABS发起人与投资者之间会存在的道德风险问题。

在第6章中，我们纵览了许多关于投资者是否或者如何尝试通过考虑评级和交易特征规避存在的信息障碍的文献。

2007年到2009年的国际金融危机对资产证券化以及其在危机产生与持续期间所发挥的作用给予了非常多的关注。在金融危机爆发期间，随着

抵押贷款相关资产遭受严重的信用质量恶化，资产证券化市场崩溃，随后危机蔓延到 ABS 其他类型产品，造成了更大的损失。总之，金融危机暴露出了资产证券化流程的缺陷，从而将对金融市场的监管转向了对如结构性融资等非传统融资机制的监管。由于资产证券化会推动信贷增长、放松信贷标准以及产生风险分散的误导——换言之，它是国际金融危机的主要原因之一，资产证券化开始列入监管范围。

在第 7 章中，通过对国际金融危机后的相关资料进行分析，我们探究了在国际金融危机时期资产证券化市场失灵以及资产抵押证券失效的原因。我们首先解释了次级贷款为何是此次危机的根本原因，其次通过实证研究展示了资产证券化所带来的信贷质量下降与金融危机的关系，最后本章分析了信用评级机构的角色及其失灵，以及在资产证券化对银行和金融系统风险叠加方面的监管不足。

第 8 章探讨了欧洲资产证券化市场在经历了 2008 年国际金融危机后所发生的主要变化。金融危机对欧洲的资产证券化市场影响非常大，从 21 世纪初就开始活跃的现金市场随着金融危机的爆发戛然而止。虽然如此，危机爆发后，一些特殊领域的市场仍保持着高度活跃，从而能够将信用风险从银行转移出去。因此，欧洲资产证券化市场从固定收益市场的活跃者变成了相对较小的市场。本章从发行以及市场定价的角度，阐述了监管变革以及重要市场的发展。

最后第 9 章总结了本书的主要观点，并给出了一些简要的总结。

第2章

资产证券化运作机制

介绍

资产证券化是指将贷款、应收款项等金融资产转化为可交易的证券——通常称为资产抵押证券（ABS），但是事实上，以抵押为标的的证券称为抵押贷款支持证券（MBS），从狭义的角度而言，以其他资产为标的的证券才称为ABS，这些标的金融资产的未来现金流用于对ABS投资者的偿付。金融机构或者非金融机构都可以将资产证券化作为其融资和风险管控的工具，资产证券化事实上已经成为资产负债表与资本市场之间的桥梁。

在本章中，我们阐述了资产证券化机制的主要组成。首先，我们给出了资产证券化的定义，以及它如何实现“发起到分销”的经营模式。随后，我们阐述了资产证券化的流程，包括参与者、特殊目的载体（SPV）类型、份额、信用增级的形式、信用评级流程以及证券包销流程。在最后一部分，我们通过比较金融危机前后的市场结构、规模以及ABS发行类型和需求，分析了全球最大的两个资产证券化市场——美国市场和欧洲市场。

什么是资产证券化？

普遍认为资产证券化是将非流动资产转变为可交易证券的过程，但是这个说法并不全面，在资产证券化出现之前就存在持续发展的贷款二级市场。由于贷款合同缺乏规范以及存在信息不对称，贷款销售成本较高且较为复杂。在缺乏贷款购买者保护机制时，贷款出售者可能会出售低质量贷款而持有高质量贷款。因此，尽管贷款是非流动的，但是一些相对流动的资产也会被证券化。

相对出售单一资产，现代资产证券化涵盖的是产生现金流资产的集合，资产证券化可以将一个金融资产组合（合同债务）转化为可从原始标的资产的风险状况中分离的可交易的证券（Saleuddin, 2015）。抵押贷款

是传统的资产证券化的标的资产，然而随着市场发展，更多类型的资产被证券化，其中最普遍的包括汽车贷款、信用卡应收款、学生贷款、企业贷款和可转让金融工具——债券和其他债务合同，甚至是已存在的 ABS 重复进行证券化。资产证券化有三个特性（Fender 和 Mitchell，2009）。

1. 构成了一个以现金或者资产组合为基础的资金池
2. 将该资金池的信用风险从发起人手中转移到破产隔离特殊目的载体
3. 进行产品分离——根据不同风险等级——基于标的资产

从“发起到持有”到“发起到分销”

在完全竞争市场中，存款资金与资产证券化应该无关。然而，ABS 市场的发展表明资产证券化可能会产生一些其他收益。

传统上，存款机构发起的贷款主要是以存款为资金来源，从而存款的下降可能会导致贷款供给的下滑，一般而言这些贷款会被持有至到期或者逾期，在此期间，银行会为了存款者而监督借款者的行为，投资组合多样化是主要的风险管控工具。因此，这些机构承担着发起和投资的职责，银行的这一模式——称为“发起到持有”模式——在 20 世纪 80 年代前始终是银行的主要模式。

资产证券化的兴起对银行系统产生了巨大影响。资产证券化使得存款型金融机构能够将贷款聚集起来，并将其所带来的利息出售给更大范围的投资者。标的资产的违约风险被分摊到众多次级投资者中，优先层得到了次级层的保护，使其能够完全脱离夹层和权益层的影响，夹层受权益层的保护（或者是第一损失者）。多层级结构通过匹配不同投资者的风险以及期限偏好，将成本降到最小。老练的、能力较强的投资者更愿意投资于次级层，承担更高的损失风险同时获得更高的收益，从而弥补其较高的风险水平。不同层级明确了投资者中的损失分配次序。

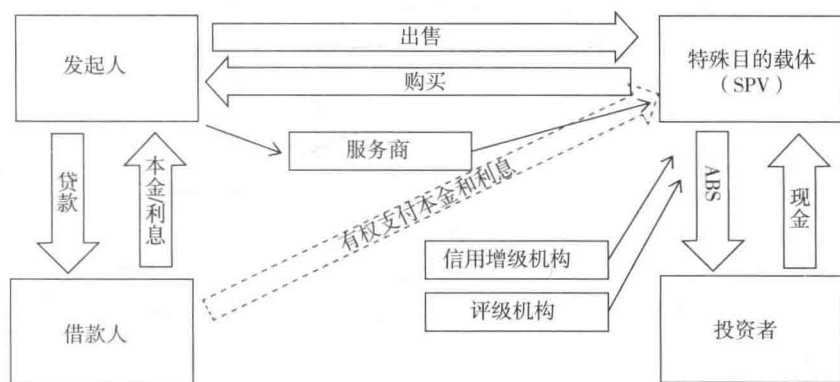
资产证券化推动了银行向“发起到分销”模式的转变，该模式为放贷者提供了其他融资渠道，使其不再过分依赖小额存款来提供资金。

资产证券化过程

资产证券化过程可以分为五个阶段（Gorton 和 Souleles，2007）。

1. 发起人成立 SPV，整合抵押池，通过签订协议将资产转移至 SPV。
2. 将以资产池为基础的债券（ABS）分成不同层级，并将其出售给投资者。
3. SPV 在出售过程中为标的资产的购买融资。
4. 标的资产产生的现金流用于投资者的息票支付。
5. 在最后一次分期偿还期间，标的资产的所有现金流通过本金支付对不同风险等级的投资者进行补偿。

资产证券化可以成为一种融资工具以及信用风险转移工具，该过程涉及了众多主体，而银行在其中所扮演的角色为重中之重，典型的资产证券化过程所涵盖的主体包括发起人、服务商、受托人、承销商和评级机构。



资料来源：作者绘制。

图 2.1 资产证券化过程

发起人

发起人（也称为发起者、发行人、销售商）主要是整合交易所需的资