

中国资产证券化 热点实务探析

沈炳熙 李哲平 / 主编

**Asset Securitization
in China:**
Analysis of Hotspot Practices



中国资产证券化 热点实务探析

沈炳熙 李哲平 / 主编

Asset Securitization in China:

Analysis of Hotspot Practices



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



图书在版编目(CIP)数据

中国资产证券化热点实务探析/沈炳熙,李哲平主编.—北京:北京大学出版社, 2017.1

ISBN 978-7-301-27913-7

I. ①中… II. ①沈… ②李… III. ①资产证券化—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 001045 号

- 书 名** 中国资产证券化热点实务探析
ZHONGGUO ZICHAN ZHENGQUANHUA REDIAN SHIWU TANXI
- 著作责任者** 沈炳熙 李哲平 主编
- 责任编辑** 李 铎
- 标准书号** ISBN 978-7-301-27913-7
- 出版发行** 北京大学出版社
- 地 址** 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址** <http://www.pup.cn>
- 电子信箱** law@pup.pku.edu.cn
- 新浪微博** @北京大学出版社 @北大出版社法律图书
- 电 话** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
- 印刷者** 北京中科印刷有限公司
- 经 销 者** 新华书店
- 730 毫米×1020 毫米 16 开本 22 印张 337 千字
2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷
- 定 价** 68.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

目 录

第一部分 信贷资产证券化热点问题

第一章 银行信贷资产证券化热点问题	003
一、信贷资产证券化应选怎样的基础资产	003
二、如何看待证券化产品的双评级	009
三、如何改进对证券化项目的监管	013
四、如何让发起人自留部分风险	015
五、如何看待银行互持证券化产品	016
第二章 城商行/农商行的资产证券化	034
一、城商行/农商行资产证券化的基本情况	034
二、城商行/农商行资产证券化业务的特点	039
三、我国城商行/农商行资产证券化业务的条件、困境与对策	045
第三章 小贷公司的资产证券化	060
一、小贷公司开展资产证券化业务的紧迫性	060
二、小额贷款行业发展的机遇与挑战	061
三、小额贷款的证券化	064
四、小额贷款证券化的实际操作	068
五、小贷证券化发展的问题与解决方案	071

六、国正小额贷款公司证券化案例分析	076
第四章 互联网金融资产证券化热点问题	089
一、互联网金融简介	089
二、互联网金融与资产证券化：以资产证券化的框架来分析 互联网金融	095
三、互联网行业的资产证券化	098
第五章 消费金融资产证券化热点问题	110
一、怎样看待消费金融证券化的意义	110
二、我国消费金融资产证券化的主要分布领域	115
三、个人住房抵押贷款证券化为何推广困难	126
四、信用卡证券化何时能够全面发展	130
五、消费金融公司的资产怎样证券化	135
六、“互联网+”消费分期资产怎样证券化	143

第二部分 企业资产证券化热点问题

第六章 租赁资产证券化热点问题	151
一、租赁资产与资产证券化	151
二、租赁资产证券化发行现状	152
三、租赁资产证券化业务中的几个热点问题	154
四、融资租赁资产证券化的操作步骤	158
五、金融租赁资产证券化的操作步骤	161
第七章 中国的 REITs 实践	173
一、REITs 与商业地产证券化	173

二、境内物业 REITs 操作路径简析	177
三、境内准 REITs 产品设计模式分析	184
四、商业地产资产证券化的财务影响分析	192

第三部分 投资者及相关机构与资产证券化

第八章 资产证券化产品的投资风险	211
一、证券化产品的信用风险	211
二、投资证券化产品的其他风险	214
三、对证券化产品投资风险的防控	217
第九章 保险业深度参与证券化的思考	221
一、保险业正在快速发展	221
二、保险资金是如何配置的	222
三、保险资金投资证券化产品的范围在扩大	225
四、资产支持计划政策解读	228
第十章 券商与资产证券化	234
一、证券公司在资产证券化中担当什么角色	234
二、证券公司在证券化中面临什么问题与困难	236
三、证券公司如何履行好自己的职责	242
第十一章 信托机构与资产证券化	245
一、信托公司资产证券化业务发展概况	245
二、资产证券化过程中信托机构的尴尬	247
三、资产证券化：信托不只是通道	250

四、创造发挥信托机构更大作用的外部条件	260
五、完善资产证券化的信息披露机制	263
第十二章 信用评级机构与资产证券化	267
一、信用评级在资产证券化中举足轻重	267
二、资产证券化产品评级的内容和方法	275
三、实例：德宝天元 2015 年第二期个人汽车贷款资产支持证券化	286
第十三章 会计师、律师与资产证券化	310
一、会计师在证券化中的职责和工作重点	310
二、律师在证券化中的职责与从业风险	330
后记	345

第一章 信贷资产证券化热点问题

第一部分

信贷资产证券化热点问题

一、信贷资产证券化面临问题的基本概述

1. 信贷资产证券化面临问题的基本概述

信贷资产证券化是指将信贷资产打包成证券出售给投资者。信贷资产证券化是金融创新的重要形式，也是实现资产流动性的重要手段。信贷资产证券化可以将信贷资产打包成证券出售给投资者，从而将信贷资产转化为流动性资产。信贷资产证券化可以分散信贷资产的风险，提高信贷资产的流动性。信贷资产证券化可以降低信贷资产的成本，提高信贷资产的收益。信贷资产证券化可以促进信贷资产的市场化，提高信贷资产的效率。信贷资产证券化可以促进信贷资产的国际化，提高信贷资产的竞争力。信贷资产证券化可以促进信贷资产的多元化，提高信贷资产的抗风险能力。信贷资产证券化可以促进信贷资产的长期化，提高信贷资产的稳定性。信贷资产证券化可以促进信贷资产的透明化，提高信贷资产的信誉。信贷资产证券化可以促进信贷资产的规范化，提高信贷资产的质量。信贷资产证券化可以促进信贷资产的标准化，提高信贷资产的统一性。信贷资产证券化可以促进信贷资产的国际化，提高信贷资产的竞争力。信贷资产证券化可以促进信贷资产的多元化，提高信贷资产的抗风险能力。信贷资产证券化可以促进信贷资产的长期化，提高信贷资产的稳定性。信贷资产证券化可以促进信贷资产的透明化，提高信贷资产的信誉。信贷资产证券化可以促进信贷资产的规范化，提高信贷资产的质量。信贷资产证券化可以促进信贷资产的标准化，提高信贷资产的统一性。

第一章 银行信贷资产证券化热点问题

我国银行的信贷资产证券化新一轮试点是从 2012 年开始的。由于这是在经历了美国次贷危机后重新启动的试点，我国金融监管当局吸取美国的教训，在防控资产证券化风险方面采取了许多措施。这些措施的实施，对稳步推进资产证券化试点起到了积极的作用，但有的措施过于谨慎，也在一定程度上影响了信贷资产证券化的开展。2012 年到 2013 年间我国信贷资产证券化进展缓慢，不能说与此没有关系。之后，各方面反应强烈，金融监管部门通过调研，调整了某些政策，方使信贷资产证券化出现了新的高潮。

一、信贷资产证券化应选怎样的基础资产

1. 选好基础资产关乎资产证券化的成败

信贷资产证券化的基础资产是信贷资产，选取什么样的基础资产证券化，这是信贷资产证券化成败的关键，也是防控证券化过程中信用风险的核心。当年美国爆发次贷危机，其根本原因，在于未选好证券化的基础资产。次贷即次级住房抵押贷款，是一种信用风险较大的信贷资产。由于借款人没有稳定的工作和收入，偿付风险很大，贷款机构把化解风险的“宝”押在借款人所购的房屋上。在经济上升时期，借款人就业的机会相对较多，即便是打短工，也能维持生计并有一定的还贷能力。与此同时，房价处于上升区间，万一借款人因失业无力偿还贷款，其抵押的房屋本身还是值钱的，甚至还在增值，处理这些房屋便可补偿贷款损失。但是一旦经济下行，情况就会发生逆转，借款人失业概率加大，还贷能力下降；房价在购房需求减少的情况下

下跌,抵押物贬值,还贷保障能力急剧下降。美国次贷危机就是在当时美国经济下行情况下出现的。因此,选择什么样的信贷资产作为证券化的基础资产,直接关系到信贷资产证券化项目的成败。

在我国信贷资产证券化试点的实践中,基础资产的选择问题也一直被作为最重要的问题之一,得到试点单位和监管部门的重视。在首次试点时,国务院在批准国家开发银行和中国建设银行试点的同时,还明确证券化试点项目的基础资产分别为一般信贷资产和住房抵押贷款以及相应的规模。后来,在信达和东方两家资产管理公司及建设银行对不良贷款进行证券化试点时,监管部门还专门组织相关人员论证、评估,作了严格的限制。十多年来,我国信贷资产证券化试点之所以比较成功、证券化产品较少发生兑付问题,基础资产的严格把关是一个重要原因。

2. 什么类型的贷款可被选作证券化的基础资产

从理论上说,金融机构的贷款都可以证券化,因此,都可以作为证券化的基础资产。但在实践中,并非所有的贷款都可以做信贷资产证券化的基础资产。例如,有的贷款因为抵、质押品的登记不很规范,或者登记机关在抵、质押权变更手续方面设置了较多的限制,证券化发起机构变更抵、质押权比较困难或比较麻烦,这类贷款的证券化难度就比较大,发起机构往往不太愿意将这类贷款选作基础资产。再如,有的贷款单笔金额很大,导致风险集中度比较高,这类贷款做成资产证券化产品,投资者也不太愿意接受,因此,这类贷款也往往不被选入证券化的基础资产。其他一些贷款可能也不宜入选证券化基础资产,如同类贷款金额太少、贷款剩余期限太短,等等。

那么哪些贷款可以作为证券化的基础资产呢?从我国信贷资产证券化实践来看,可以作为证券化基础资产的信贷资产,应该是那些现金流比较稳定、能够带来预期收益、距离到期尚有一定时间、信用等级比较稳定的贷款。

为什么具有稳定的现金流是选择基础资产的首要条件?这是由信贷资产证券化的性质决定的。信贷资产证券化本质上是以发行证券的方式出售贷款,它和一次性出售贷款的区别,一是买者对象非特定,而且数量较多;二是卖者出售贷款的收入是一次性的,而买者得到的是一种能够带来稳定收益的证

券。由于这种证券的收益来自贷款的收益，所以，证券化的贷款必须有稳定的现金流。当然，是否具有稳定的现金流，是指选为基础资产的贷款整体是否具有这种能力，而不是指具体的某一笔贷款。

为什么选入基础资产的贷款应带来预期的收益，而非有收益即可？这是因为，就购买证券化产品的投资者而言，他的购买既然是一种投资，就必然要求得到预期的收益，而不仅仅是有点收益。否则，他就会投向其他能为他得到目标收益的那些领域或金融产品。

为什么选为证券化基础资产的贷款距到期日应有一定时间？这与开展证券化业务的技术要求有关。一个信贷资产证券化项目从选择基础资产开始到最终发行资产支持证券，至少需要两三个月时间。如果贷款的剩余时间是六个月，那这笔资产支持证券只能存续三个月，这与项目所花的时间和成本不成比例。当然，如果是信用卡消费信贷的证券化，那又另当别论，因为此时的资产池资产和收益的运作不采取静态计量的方式，而是采用循环结构来解决信贷资产期限较短的问题。

为什么贷款的信用等级应该比较稳定？贷款信用等级是证券化产品信用等级的基础，如果贷款的信用等级不稳定，即信用等级在资产支持证券存续期间发生变化，投资者的信用风险也会跟着发生变化。

上述标准似乎比较原则，但这是合理的，具有操作性。如果我们把信贷资产证券化基础资产具体规定为某一类特定的贷款，那很容易对信贷资产证券化的开展带来过多的限制，甚至阻碍信贷资产证券化的进行。许多贷款在某种条件下不适合作为证券化的基础资产，但如果条件发生变化，它又可以作为证券化的基础资产。例如，用单一企业的大额贷款做证券化项目，因为风险集中度高，常常不被采用。但是在我国目前情况下，某些特定行业往往只有很少几家企业，中石油、中石化等就是这样，对这些企业的贷款进行证券化显然没有太大的问题。如果硬性规定证券化基础资产必须分散在多少个企业，就会把大量可以在一定条件下证券化的贷款挤出基础资产范围。

3. 选作证券化基础资产的贷款应是什么质量

贷款质量是选择基础资产时必须考虑的因素。所谓贷款质量，主要指贷

款能否按时还本付息。能够按时还本付息的，质量就好；不能还本付息的，质量就差。由于在贷款存续期内还本的行为尚未出现，所以，对这笔贷款的质量，只能是部分根据事实（是否按时付息），部分根据预估来判断。正因为有一部分判断来自预估，所以存在一定的不确定性。国际上对贷款质量主要用五级分类法来评定，即正常贷款、关注贷款、次级贷款、可疑贷款和损失贷款。这五级贷款预计的损失概率分别为：零、5%以内、30%—50%、50%—75%和5%—100%。其中，次级贷款、可疑贷款和损失贷款为不良贷款。

选什么质量的贷款作为证券化的基础资产，这要看所做证券化项目的性质。如果所做的项目是正常资产的证券化，那么，所选的贷款质量必须是好的，也就是，只能选五类贷款中的前两类，即正常贷款和关注贷款。如果是做不良贷款的证券化，就选用后三类贷款。这两者是不能混淆的，混淆就会产生严重的问题。因为这两类信贷资产的证券化，采用完全不同的方法。

先说正常资产证券化基础资产的选择。正常资产包括优质资产和质量一般的资产，按五级分类，正常贷款和关注贷款都属质量较好的贷款，但严格地分类，也有一定差别。第一类是优质贷款，第二类则是质量一般的贷款。选择第一类贷款作为证券化的基础资产是没有异议的，问题是第二类可否作为正常资产证券化的基础资产。美国次贷危机后，财政部、中国人民银行和银监会汲取教训，规定我国开展信贷资产证券化，基础资产必须选优质资产。从其本意看，是为了防止因选了非优质资产而加大了证券化产品的风险，这无可非议。但是，如果这里所说的优质资产只包括第一类贷款，那就会把大量关注贷款排斥在外，这显然不妥，因为这会大幅缩小证券化的基础资产。

当然，正常贷款在进入证券化项目资产池以后，也可能出现变化，即便是第一类贷款，也存在出现这种情况的可能性。毕竟贷款质量的分类主要建立在预估基础上，如果经济形势发生人们预料不到的情况，或者借款人出现某些意外情况，优质贷款也可能出现问题。所以，我国有关信贷资产证券化管理办法中规定，如果进入证券化资产池的贷款在半年内质量发生明显的问题，证券化项目发起人是义务调换这些贷款的，这就有效地解决了上述问题。显然，我们不能因为担心入池资产可能出现某些问题，就要求所有证券

化的基础资产都优化到不可能发生任何问题的程度。

在资产证券化的实践中，我们也看到，银行的一些管理人员不愿意把好资产拿出去证券化，或者想在其中掺一些质量不是太好的贷款。但是，证券化项目的参与者众多，只要参与各方都按规则行事，以次充好也不是那么容易的。即使有一两笔质量不太稳定的贷款放进资产池，后来也会被拿出来。

对于不良贷款能否作为基础资产进行证券化，是次贷危机后争议较大的一个问题。对银行不良资产的处置是我国进入新世纪后面面临的一个严峻问题，当时中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行四大国有银行不良贷款约占全部贷款的四分之一左右，为了化解由此产生的巨大风险，国家通过设立信达、华融、东方和长城四家资产管理公司，把四大国有银行的不当贷款剥离到这四家资产管理公司中，由它们进行专门的处理。当时国家允许四家资产管理公司通过资产证券化方式处理不良资产。但是，由于没有相关的法律制度，也缺少相应的专业队伍，不良贷款的证券化并未在四家资产管理公司中实际开展。2005年进行信贷资产证券化试点后，随着相关制度的建立，特别是随着2005年底国家开发银行和中国建设银行资产支撑证券（Asset-Backed Securitization，简称ABS）和住房抵押贷款证券化（Mortgage-Backed Securitization，简称MBS）试点项目的成功，为不良资产证券化的开展创造了条件。2006年信达资产管理公司和东方资产管理公司开始用证券化方式对不良贷款进行处置，该年年末，两家公司成功发行了以不良贷款作为基础资产的资产支持证券。接着，2007年中国建设银行也成功地进行了不良贷款的证券化。三家机构不良贷款证券化的成功进行，标志着我国不良贷款证券化已经从理论进入了实践。

2008年的金融危机中止了我国信贷资产证券化的进程，更中断了不良贷款证券化的进程。理由当然很简单：金融危机由次贷证券化引发。次贷证券化既然有这么大的破坏力，我们当然就不能拿不良贷款来做证券化的基础资产。但是，这样的认识是不全面、不准确的。美国的次贷危机确实和次贷的证券化有关系，但问题并不只是因为次贷做了证券化的基础资产。当时美国的次级住房抵押贷款只是一种质量不算太好的贷款，并不是不良贷款。次级住房抵押贷款所做的证券化，是正常贷款的证券化而不是不良贷款的证券化。

次级房贷的风险和经济状况直接相关，在经济繁荣时期，次级房贷的借款人有工作可做，还款问题不大；经济下行，失业增加，风险就明显增大。这就是说，次贷的信用等级很不稳定，风险隐患很大，这种贷款不是最适合证券化的贷款。即使开展证券化，其信用等级也不能高评，而且应该在信息披露中说明。选择次贷做证券化的基础资产，在经济繁荣时期问题不大，但在经济下行时就不合适。更重要的是，在发行说明书中必须讲清它的风险所在。当时美国恰恰在这两个关键问题上没有把好关。所以，我们正确汲取美国次贷危机的教训，在选择基础资产时，应当尽量少选或不选那些信用等级不稳定、资产质量受经济环境影响太大的贷款。如果选了这种贷款做证券化基础资产，就必须严格信用评级，加强贷后监控，做好信息披露。

不良贷款和次级房贷的最大不同，是它已经划入不良的范围，而次级贷款未列入不良范围。所以，因为美国次贷危机引发金融危机而取消不良贷款证券化并非未对症下药之举。不良贷款证券化有自己的规律，由于它已是不良贷款，它的回收率就比较低，并会产生一定的损失。所以必须根据实际的回收率和损失率来确定它的卖价。按这个价格计算的金额和不良贷款的账面金额是不同的，前者只是后者的一部分，“打折出售”是不良贷款证券化的最大特点。打多大的折，要根据这些不良贷款的评级，参考同类不良贷款以往的回收率和损失率来确定。同样是不良贷款，其实际回收率，有抵押和没抵押的不同，有担保和没担保的不同，经济上行和经济下行时的不同。这是需要仔细分析、评估、测算以后才能确定的。

不良贷款证券化与正常贷款证券化的另一个不同，是其证券化产品收益返回的波动性。正常贷款的回收是按固定的期限进行的：按季或按月收取利息，到期收回本金。不良贷款的回收不同，因为借款人已经不能正常还本付息，往往需要通过司法程序才能要回。对借款的清偿需要时间，抵押物的拍卖也要看市场行情，总之，回收的现金流不可能是稳定的。这样，如果要将其收益稳定支付给投资者，就需要进行必要的技术性措施：或者只保证优先级资产支持证券收益的稳定支付，次级档资产支持证券按资金回收的实际情况支付收益；或者通过担保机构或稳定基金，熨平现金流回收中出现的波幅。由于这些做法在技术上都是可以做到的，所以并不影响不良贷款的证券化。

2014年以来,我国经济增速放缓,银行的不良贷款数量和比率开始出现“双升”趋势,不良贷款证券化的问题引起了新的关注。如何从实际出发,总结过往不良资产证券化的经验,吸取美国次贷危机的教训,早日重启不良资产证券化,已经成为一个新的热点问题。我们没有理由束缚自己的手脚,迟迟不开展不良资产证券化;我们也要用谨慎的态度对待不良资产的证券化,使其成为处理不良资产的有效办法。

二、如何看待证券化产品的双评级

1. 证券化顺利推进要求健全信用评级制度

在开展资产证券化的过程中,证券化产品的信用评级是一个重要环节。信用评级是对评级对象信用状况的一种评估。评级主体主要是银行和专业的信用评级机构,评级对象则是借款人和金融产品。金融产品主要是债券、资产支持证券等固定收益产品。银行对借款人的信用评级,是为银行自己的贷款业务服务的,目的在于减少贷款的信用风险。信用评级机构的信用评级是为投资人服务的,目的在于帮助投资人识别金融产品的信用风险,在投资决策时作参考。专业的信用评级机构对于投资人而言,是第三方而非金融交易的当事人,因此,它们的评级结果通常被认为是公正的,也容易为投资人所接受。

资产证券化过程中的信用评级和债券的评级不尽相同。债券评级实际是对债务人进行信用评级,因为债券是以发债人的信用作保证的,债券的信用就是发债人的信用。但是资产支持证券是以证券化基础资产的信用作保证的,这些资产证券化后就与其原来的持有人脱离了关系。这样,资产支持证券的信用等级与基础资产的原持有人(发起人)本身的信用状况无关,而只与基础资产的信用状况有关。当然,证券化发起人即基础资产原来的持有人的信用状况对基础资产本身的信用状况多少也有一点关系,因为信用不好的人(企业),容易产生信用状况不好的资产(例如,一家讲信用的银行,在发放贷款时会更加认真负责地进行贷前调查、贷中审查和贷后检查,以保证信贷资产的质量。这家银行的信贷资产质量通常也会比较好)。但是,这两者毕竟不完全相同,因为信用状况好的人也可能出差错,其发放的贷款并不一定是

高质量的。所以，基础资产原持有人的信用状况，最多只能是判断证券化产品信用状况时的一种参考，不能成为主要的依据。

正因为证券化产品信用评级评的是基础资产的信用状况，它对投资人分析判断和投资决策起的作用就远远超过债券的评级。投资人如果对某只债券实际的信用等级把握不准，还可考察发债人的情况，毕竟发债人看得见，市场上留有痕迹；而基础资产信用怎样，除了信用评级机构所评出的信用等级，投资人无法从其他地方得到佐证。信用评级机构能否客观真实地对证券化产品的信用进行评级，直接关系到证券化的顺利开展。这一点，美国次贷危机给了我们很深刻的教训。美国的次级房贷证券化也是作了信用评级的，但是这些评级结果并没有真实反映次级房贷的信用状况。明明这些基础资产的质量存在很大的风险隐患，在信用评级中却未予考虑，这在很大程度上造成了投资人的误判。汲取这一教训，加强对证券化过程中信用评级的管理，是顺利推进我国信贷资产证券化的一项重要任务。

2. “双评级”有必要，但方法要改进

全球金融危机后，我国金融监管当局在重新启动资产证券化试点时，对信用评级加强了管理，规定必须进行“双评级”，并只认可较低的评级结果。

所谓双评级，就是由两家信用评级机构对同一证券化产品的信用等级进行评估。实行双评级的目的，主要是促使评级机构客观公正地评级，减少信用评级机构的道德风险。信用评级机构的评级分为主动评级和应聘评级两类，主动评级是评级机构不受任何人聘请，主动对评级对象进行信用评级，其评级结果公开发表，供人们参考。主动评级主要是为了显示评级机构的评级能力和水平，树立其良好的市场形象。在评级机构刚进入某一市场时，为了让市场认识自己，往往采用主动评级。由于主动评级不受聘于人，也无任何报酬，它的公正性很少受人质疑。但在评级机构已经在市场上站稳脚跟以后，评级机构就不会太多地去做主动评级。毕竟主动评级是需要评级机构无偿服务市场的一种行为。应聘评级是评级机构受金融交易当事人之聘，有偿进行的一种评级服务。在多数情况下，评级机构的聘请人是金融产品的发行人，因为在一个规范的金融市场上发行金融产品，发行人必须充分披露自己的信