资产证券化研究

主　编　沈　沛
副主编　刘　波　许均华

海天出版社

资产证券化研究

主　编　沈　沛
副主编　刘　波　许均华

中国人民银行
图书馆藏书
Z0025403
F830.9
90

海天出版社

责任编辑:来小乔　杨月进
封面设计:王晓珊
责任技编:陈　炯

书　　名　资产证券化研究

主　　编　沈　沛
出版发行者　海天出版社
　　地址　深圳市彩田南路海天综合大厦
　　邮编　518026
排版制作　海天电子图书开发公司
印 刷 者　深圳市希望印务有限公司
经 销 者　海天出版社
开　　本　850mm×1168mm　1／32
印　　张　10.125
字　　数　240(千)
版　　次　1999年3月第1版
印　　次　1999年3月第2次
印　　数　3001－8000册

I S B N　7－80615－985－1／F·119
定　　价　23.00元

在'98青岛中国资本市场国际研讨会上的总结讲话（代序）

中国金融学会副会长　刘鸿儒

（1998年11月22日）

中国资本市场国际研讨会马上就要结束了。虽然这个会很短，但总的说来很成功。会议选择的信贷资产证券化这个主题，针对性比较强，抓住了当前银行存在的主要问题，研究如何解决，引起了银行、证券业的普遍关注，以及政府有关部门的关心。大家在会上发言比较热烈并有深度，有正面的介绍，也有不同意见的争论，这对我们如何进一步深化理论研究，解决实际工作中存在的问题，都有十分重要的意义。

对本次会议的研究成果，或者说阶段性的研究成果，我们准备整理一下，写一个5000字左右的简报，附上一些好的资料，送给有关的主管部门，包括人民银行、证监会等部门。同时，我们还要继续研究，因为这个课题比较新，也比较复杂，难度比较大，需要一个深入研究的过程。

对于下一步如何进行研究，我想说一些看法。我是一个老的金融工作者，从80年代初搞银行改革，接下来又搞资本市场改革。从这个历程当中，我觉得人们的认识是逐渐深化的，实践也是不断发展的。大家从习惯于一家银行的垄断到承认了多家银行

2568/20

的竞争的重要性；又经过激烈的讨论，从银行信贷作为唯一的融资渠道到承认了银行和证券市场两个渠道融资、两个车轮转动的重要性。实践也证明，两个车轮转比一个车轮转要好得多。现在又发展到新一步，研究银行信贷资产的证券化问题，也就是两个轮子之间如何连起来的问题。这是我们金融改革和金融发展当中，非常新、也是非常重要的一个课题。它的重要意义不止在于像大家说的解决了某一方面的重要课题，或者是房地产问题，或者是不良资产的问题。它的意义就在于中国目前符合市场经济发展需要的金融改革这条路，怎么样把它进一步打开、进一步畅通。在目前来说，它是刚开始研究的一个很小的问题，但将来却是重要的、意义重大的课题。坦白说，我对信贷资产证券化这个问题不熟悉，因为我在证监会主管证券市场的时候主要研究的是股票、债券和期货，对资产证券化及其他的衍生工具没有花力气研究。1994 年，我在美国见到现任香港联交所的副主席查史·美伦时，问他来美国做什么，他说正在花 10 天的时间专门学习和研究衍生工具的问题。他是美国留学毕业的，而且从事这么多年的证券业务，还要回到美国去研究衍生工具的问题，就是说，金融业的发展变化很快，不熟悉的问题一个接一个，所以我们要探讨和研究的问题是多方面的，而且是不断深化的。

关于信贷资产证券化，我觉得有这么几个问题，需要大家进一步研究。

首先，对信贷资产证券化在国际方面的经验和教训要进一步研究。昨天我跟几个朋友讲，我们要把外国怎么做的说清楚。就是说，它解决了什么问题，出过什么问题，有什么失败的教训。在这次会议上，境外的朋友们，特别是美国的朋友们介绍了很多好的经验，在问答当中，他们讲了一些很精彩的内容，这是论文里没有的。我们要把国外信贷资产证券化方面的经验和教训搞清

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

楚，看看人家这项创新是怎么来的，能解决什么问题，解决了什么问题，又出了什么问题，出了问题又怎么解决。任何一个金融工具既是防范风险的工具又是带来新风险的工具，它的作用肯定是双面的。所以我们要把到目前为止，收集到的和外国朋友提供的信贷资产证券化这些资料集中起来，而且还要进一步的研究它。中国没有做过的事情，人家已经做过了的，我们可以借鉴，但是要把人家本身的内容搞清楚，这样我们才好结合国情去做。昨天我问美国朋友目前国外信贷资产证券化发展情况怎么样，他说第一是美国；第二是加拿大；第三是英国；第四是法国；第五是阿根廷；亚洲才刚刚兴起。信贷资产证券化这个问题很复杂，我们要把现有的资料整理一下，把国外走过的路弄明白，然后继续研究探讨。

第二，要搞清楚信贷资产证券化的深远意义和现实意义。这个问题，大家在论文里面讲了很多，我觉得比较充分了，但是要害的部分还要做一些分析。从深远意义来说，我觉得，在全球经济一体化过程中，资产包括信贷资产的证券化这个趋势，是必然的，只是走得快或走得慢的问题。昨天 JP 摩根的朋友介绍，美国的证券融资量已经超过了银行存款了。1993 年我做证监会主席时接触美国的证监会主席的时候，他说差一点超过，现在看来已经超过了，所以我们要看到这个趋势的变化，要研究这个客观情况。现在衍生工具的发展日新月异，躲是躲不开的，躲开它以后，市场就不能繁荣，经济就很难促进。资产证券化，包括信贷资产证券化的融资比例，肯定会不断上升。这个道理很简单，投资者和投资量多了以后，光靠银行满足不了，必须多渠道融资，这是投资者的需要。另外，银行老背着这么大的风险，一切风险都压到自己身上，也受不了。证券市场的最大特点是透明度高，银行贷款的透明度就不是这么高，朱镕基总理一再讲过，证券市

场最大的特点是透明度。现在大家认识到了，证券市场透明度高，它的制约力就强，效益就会好。所以我觉得从长远来看，走资产证券化这一条路，只是时间问题、步骤问题。

从现实意义来说，大家都讲了很多了，我觉得最基本一点就是解决银行资产流动性问题。目前，银行的资产流动性问题是一个很大的问题。我记得在80年代初，一些业外人士不懂什么是真正的银行，那时我用一个通俗的语言讲，银行就是拿别人的钱给别人办事，靠周转过日子。我觉得这个语言现在还很好用，它并不违反经济学原理。银行得靠周转过日子，钱贷给你，你还给我，我才能支付存款人；你还给我，我才能再贷，靠周转过日子。一旦周转不灵，银行就不好办了，危机就会出现，因此银行必须研究流动性问题。银行不研究流动性，光是靠老子有钱是不行的，流动性问题必须解决。我看到这次会上有位外国朋友的介绍很有道理，贷款证券化以后，要把账划开，而且买断，从贷款项目分出去，分子分母一起变化，银行的资本充足率就提高了，这当然对盘活沉淀的贷款资金也很有用。JP摩根的朋友的发言表达得比较好，贷款资产证券化是“把未来的现金流转化成现在的现金流，把现金流合同化”。我再充实一点：把未来的收入现在兑现了，是不是这个意思啊。这个话应该说得确切一点、通俗一点，好向社会宣传、向领导汇报。你们知道M1、M2我们讲了很多年才被接受，80年代初，我们曾专门写材料向国务院领导人汇报，还是没有解决，到改革开放十五六年后才解决。至于说到防范风险，信贷资产证券化是有防范风险的作用，就是说银行少承担一点，证券市场多承担一点，起到分散风险的作用。风险宜于分散不宜集中，这是经济学的原理。大家都知道不能把鸡蛋都放在一个篮子里，要多几个篮子，证券市场也是这样。不能简单地讲，信贷资产证券化是国有商业银行想卸包袱，这种说法是

不对的，而是为了分散风险、防范风险。风险分散给市场以后，增加了透明度、增强了社会制约力，有利于回避风险，也有利于化解风险。但是，搞不好也要带来新的风险，这得连着说，经济发展就是这么转动的。

第三，我想集中说一下大家争论的一个问题，即如何进行信贷资产证券化。按照经济学原理以及外国的实践经验，证券化的资产应该是良性资产、优质资产，不良资产是很难办到的。我看了大家写的论文，还是没有闹明白，不良资产到底怎么办，银行收不回来了，让老百姓去买，让机构去买，谁傻！这个道理很简单，没有这个傻子，所以办不到。经济学说的供求关系，供给的人很多，各大银行都说我这个是好东西，但是别人都说这个不敢买，求者没有，核心就是这个问题。怎么解决这个问题，听了大家的发言以后有所启发，我的认识上有所转化。启发在哪里？就是根据中国的现实情况，研究一下，通过信贷资产证券化解决一部分信贷资产的重新组合问题，盘活一部分信贷资产，这个是可以研究实验的。不要脑子一想就盖棺论定，马上推翻。我们改革开放中很多问题是原来想象不到，经过一段时间摸索出来的，所以在这个意义上，大家要多花一点时间来研究。

根据大家在会上说的意见，信贷资产证券化问题需要全面研究，重点突破。目前有三个方面大家说得比较鲜明一些，即三个方面的信贷资产可以搞证券化。

一是房地产以及汽车贷款，可以试验证券化。

二是抵押贷款。我在会上听到新型的小商业银行提到一个问题，就是除了四大专业银行，其他的商业银行有很多的抵押贷款，不是信用放款。这种抵押贷款是可以考虑的，这是个研究对象。这些新型的商业银行是我们改革设计建立的，就是建立一种新的商业银行的机制，起表率作用，它的资产组合、优化方面应

该先走一步。在座的几家商业银行要抓紧研究，如有时间我们可以专门开个研讨会。

三就是大家所说的不良资产。大家觉得可以接受的话，我想给“不良资产”换个词，就是我们常说的沉淀的、转动比较慢的这部分信贷资产。它不一定是不良的，一说不良资产大家就反感，如果它是延期、转动比较慢的，大家就容易接受了。对这个问题，会上大家提出了很多很好的意见，还要继续研究。我觉得有几点要突出一下。首先我主张采取选苹果的方法。我到处在讲选苹果的方法，50 年代初我去留苏的时候，在一趟留苏学生的列车上我是大队长，每一车厢有一个小队长，在北京每一车厢都上 20 多筐的苹果和梨，大家沿途就吃水果。在去苏联的路上，有的车厢坏一个就吃一个，一路上尽吃烂的，有的小队长精明，把坏的捡一边，先吃好的，这就悟出经济学道理来了，对此我的印象很深。现在国有企业搞股份制我也是这个观点，不能大家一块拖，都拖跨了，要一个一个解决，这个叫好的先上。后来厉以宁用一句广东话叫做“靓女先嫁”。我觉得，我们银行的信贷资产要选出一部分，不是所有的资产都能证券化，从沉淀里面选一部分把它搞活，是有可能的。其次就是提高信用度。昨天我跟建行的同志也讲了这个问题，要使购买者放心，收益有保证，它才敢买，怎么办呢？就是要有担保。除了担保基金以外，政府担保也要考虑。因为这些财产是国家的，你不担保国家也得还，难道存款你不还吗？所以，要大银行担保、财政担保，或者专门组织担保公司来担保，有了担保，有了稳定的回报，起码比银行的存款利率不低。这样，很多机构投资者就敢买了，甚至个人也能买。这个问题是可以研究的。我问建行的同志，他们说准备试验的话，要财政担保，不然的话是很难推行的。这是第二点。第三点，就是集中风险还是分散风险，是集中管理还是分散管理，我

听了大家的意见还是分散比较好。原来设想中央银行成立一个专门的管理公司，把不良贷款都给集中起来，看来是很难实行。现在听说是开始试验了，比如说哪家大银行，自己搞一家公司先试验，把责任和义务连接起来，不要让国家都背起来。这个问题是值得考虑的。中央银行都背起来的效果不会好，各行把不良资产都交给央行了，就不管事了。第四点，就是在解决不良资产或者说沉淀资产时，要建立一个新的机制，要把解决不良贷款问题和企业改革结合起来。我到处宣传一个想法，我说现有银行的不良贷款，别看它数量很大，但是我不怕，怕的就是现在和未来天天出现不良贷款。1994 年，农业银行刚恢复时，调我到农业银行当副行长。我的一个任务是清理农贷，清理到最后，我们决定都不豁免，挂起来慢慢解决。实际上结果呢，原来那些呆滞贷款看来很多，到后来农村经济发展了，上百万、上千万、上亿都挣回来了，原来的那些不良贷款的比例就很小了。在日本讲学的时候我就问过，他们有的大银行就是这样的，经营状况好了，业务发展了，利润增多了，原来的不良问题就解决了。我们主要是要研究从现在开始如何减少这些不良贷款的产生问题，不要像割韭菜似的，割了一茬又出现一茬，那就不好办了。

第四，就是大家在讨论中提出的如何创造条件和环境的问题。

一是观念的转变和认识的提高。金融学会秦池江副秘书长的文章里面讲了很多，我这里就不重复了。

二是法规政策的配套。比如说机构投资者想购买你这种债券，而它们都被束缚着手脚。第一大号有钱的保险公司，法律上规定，不准投资，除了银行存款、国库券以外，其他一律不准。又比如说，将来还遇到一个问题，就是银行和证券业务不能交叉的问题。昨天美国的朋友说，为什么 30 年代定的分业管理，到

后来改了呢？就是因为衍生工具的发展，分不清楚是证券业务还是银行业务。又比如说，税收问题、会计制度问题，这些大家在文章里都说了，我就不细讲了。还有定价问题，什么叫国有资产流失，这个概念是不清楚的。是市场定价，必然在市场上有一个价格吗？市场上就值那么多钱，怎么就叫流失了呢？承认市场定价就不能随便说是资产流失。

三是金融改革的深化和金融资产的重组问题。就像人总行谢平局长昨天讲的，四大国有商业银行不愁没钱，因为中央银行给它保证了。这种制度是不符合市场经济要求的，必须改革，逼着你自己去找钱，这样货币政策才能实现。而且更重要的不是你有没有钱的问题，而是你的钱用得好不好的问题，资产组合合理不合理、效益好不好的问题。只要逼到这个份上，它就要研究资产证券化的问题了。如果说中央银行敞口给钱，当然它们就不考虑这个问题了。类似这样的问题很多。比如说不良资产怎么防止从现在开始不断出现的问题，这都有一个深化改革、金融资产重组的问题。

四是证券市场本身也要创造条件。比如说证券的多种形式问题，大家讲了一些，各种债券等其他一些形式，还有债权、股权等等，这要多方面研究。还有一个大家讲得比较多的就是中介机构的公平性。这个问题很大。自从出现了海南的“琼民源”问题，我就多次讲过，说这个会计师在国外必须进监狱。听说主管部门为会计师事务所讲情，不好办。我说那完了，证券市场就没有公道了，这个会计师为什么签字，律师干什么去了。另外还有大家特别关心的资产评估，因为有些资产要重新评估然后进行折价。我们证券市场真正能否做到透明度高、准确度大，相当程度看我们的证券监督机构、证券商、投资银行。投资银行有贡献，也有不规范的行为，这个都要解决。大家关心的证券市场的本身

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

问题还有人才的问题。干这个行业就得有专门的人才。昨天请我们吃饭的外国公司，我问了问，我说干了30多年的金融业，怎么对你们公司不熟。他说他们的机构主要在美国，在国外只有伦敦有机构，其他的地方没有设，公司主要业务就是做金融资产证券化，是专业的公司。我们一下子做不到，我们证券公司要来承担这个业务，这必须要有专门的人才。靠我们像搞股票的办法做这项业务，肯定不行。我看了他们介绍的材料，说实在话我看不懂，技术性的问题很多，需要学习一项新的业务知识。这里还有一个利用外资的问题。我看外资将来肯定是要利用的，目前这个阶段首先自己要弄明白，干不干、怎么干，下一步才能考虑利用外资的问题。

总之，这次会上大家提了这么多好的意见，我在这里归纳一下，希望大家继续深入研究。我们现在分两条线来走，一方面大家把每个阶段的研究成果向有关部门多做一些宣传、解释，使大家理解。因为真正有决策权的，又没有时间参加研讨会。那怎么办呢，就要靠搞专业的人学会宣传、解释，用各种办法使决策者明白。但是也不要太急，一步一步走。另外一方面，还有好多事情没研究清楚，要继续深入研究。这要将理论工作和实际工作结合起来，把这些事情弄明白，到底中国怎么做，提一些好的建议。

目　录

关于信贷资产证券化的几个具体问题…… 谢　平（1）
对银行贷款证券化问题的思考…… 秦池江（7）
信贷资产证券化：一项亟待实践的创新…… 沈　沛（12）
我国商业银行不良资产证券化问题探讨…… 陈云贤（22）
推行我国住宅贷款证券化的构想…… 徐卫国（38）
资产证券化在亚洲国家的发展及其启示 ……
…… 联合证券有限责任公司（68）
推行贷款债权转让，改善银行资产结构…… 王志伟（86）
中国银行业引入资产证券化的可行性分析…… 陈　辛（90）
中国房地产抵押贷款证券化 …… 中国民生银行市场部（105）
信贷资产证券化问题研究 …… 沈　沛　许均华　刘　敏（116）
资产证券化理论及其在中国实践的思考 ……
…… 何小锋　刘永强（140）
关于发展住宅债券的若干问题研究 …… 张文斌（151）
实现资产证券化是我国金融业发展之必然 …… 阮秉彝（169）
浅析泡沫经济与金融危机的伴生关系 …… 刘长坤（175）

资产证券化、主办投资银行与银企债务重组 …… 程博明（183）
抵押支撑证券：构造与实践概述…… 佩尔·韦伯公司（197）
抵押管理分析：基础概述…… 佩尔·韦伯公司（203）
浅谈中国房改中的资产证券化 …… 德地立人 耿嘉琦（211）
概述资产证券化 …… 李维刚（233）
推动金融联保，加速开发中国资产证券化市场 … 成之德（253）
SBA 贷款支撑证券 …… 豪升 ABS（中国）咨询公司（257）
抵押贷款债务：一种新型银行证券组合管理工具 ……
…… 豪升 ABS（中国）咨询公司（265）
证券化与中国…… 奥斯汀·拿 索罗门·史密斯·巴尼（282）
台湾资产证券化的未来展望 ……
…… 元富证券投资顾问股份有限公司（293）
信贷资产证券化：备受瞩目，亟待实践 ……
…… 南方证券研究所（301）
后记…… （308）

关于信贷资产证券化的几个具体问题

中国人民银行研究局局长 谢 平

当前，我国银行不良贷款问题相当严重。1997 年底，全国金融机构贷款余额已逾 70000 多亿元，但据测算，其中不良贷款占有相当的比例，并且多数集中在国有商业银行，不仅严重影响国有银行商业化的进程，而且影响银行、企业的正常、稳健经营，成为金融稳定的重大隐患。在研究解决国有商业银行不良贷款的过程中，许多专家提出了多种设想，其中将不良贷款进行证券化的设想是一种被多数专家认为比较可行的办法。因我对这个问题没有做过系统地研究，在这里仅对不良贷款的证券化提出几个具体问题与观点。

一、不良贷款划分的时间界限和划分标准

国有商业银行的不良贷款形成的原因是多方面的。既有历年来国有商业银行承担政策性贷款的损失，也有经济体制改革以来经济内部各种利益与矛盾的集中反映，而这些矛盾很大一部分是经济体制改革所必须付出的而最后转移并体现在银行不良贷款上的改革成本，还有一些确实是企业与银行经营管理不善形成的不良贷款。但不论形成原因是什么，为了解决国有商业银行的不良贷款问题，需要把不良贷款（存量问题）与增量贷款（流量问题）分离出来，在不影响国有商业银行正常经营的前提下，解决

不良贷款的问题，同时借助于新增贷款流量的正常循环，使国有商业银行保持正常运转。

首先要在时间上划断，才有可能确定不良贷款的存量，而对此后的流量（增量）中新出现的不良贷款，则需由商业银行自己负责解决。根据时间界限的选择遵循与不良贷款时间延续性相对称的原则，我认为以 1997 年底为界限比较合理。其理由有三：第一，因为国有商业银行的不良贷款大量形成于 1992 ~ 1994 年的经济过热时期。据某地工商银行典型调查反映，1995 年以前形成的不良贷款占其全部不良贷款的 86%。第二，1995 年后随着对国有商业银行的商业性的强化，新增贷款的不良比率逐年下降，但是基层银行拘泥于上级行硬性指标的限制和自身经营业绩的追求，不断对不良贷款给于展期或贷新还旧，使不良贷款在时间上得以延续下来，造成 1994 年以前形成的大量不良贷款在时间上延续到 1997 年。如山东某县建设银行在其账面上 1996 年以后形成的不良贷款占其不良贷款的比重达到 68%，而实际上这些不良贷款大部分是 1994 年以前形成的，且很多不良贷款现在已找不到原始第一次贷款的发生时间。因此，确定 1997 年底为分界线就在于充分考虑到旧体制上形成的不良贷款的展期和贷新还旧的事实，使清理不良贷款的发生时间有一个与事实相符的时间概念。第三，正因为第一、第二的原因，目前我们正在广东进行的贷款五类划分标准的执行时间也是以 1997 年底为界限的。

其次，关于不良贷款的划分标准比较明确，应当按照目前我们正在试点并准备明年在全国推广实行的贷款五类划分标准，将其中次级、可疑和损失这三类确定为不良贷款。

二、不良贷款的价格计算方法

这是关系到不良贷款证券化能否实施的最关键的问题，目前

在方法上仍没有寻求到比较好的解决方案。

一是事前的会计估算，即事先确定不良贷款出售的折扣率。这可以有两种方式进行。一种是通过抽样调查取得不良贷款损失的经验数据。例如某地抽样的经验数据：次级贷款损失概率在10.30％，可疑类贷款损失概率在50.75％，损失类贷款损失概率在80%以上。但这种确定方法确定的底价准确性相当低，在不同地区、不同银行间变动幅度较大。另外一种是通过资产评估机构的评估，这里边也有评估指标运用的科学性问题，还有其他一些评估中十分具体的问题，如不良贷款企业资产的不可分割性，特别是一些固定资产的不可分割问题；同一企业对不同银行、不同期限的贷款如何处理问题；不良贷款已经转为企业股权部分如何处理问题等。

二是拍卖方法。贷款债权的拍卖十分复杂，取决于一系列条件，尤其是对信息条件要求很严格。例如对于拍卖信息的传播方面就要求让尽可能多的人知道，以保证有足够的入场竞拍者。否则形成不了尽可能公平的拍卖成交价格。

三是双方协商价格，由不良贷款银行与托管机构协商。

四是国家整体划拨价格。

第三、第四这两种方式都缺乏科学性，随意性大。特别是国家整体划拨方式，价格高了托管机构运作难度增大，价格低了则商业银行损失严重。

三、对完全的信用贷款如何进行证券化

1996年以前，我国银行的贷款大部分是无担保、无抵押的信用贷款，即没有与某笔贷款合同相对应的确定的企业资产。这类信用贷款形成的不良贷款如何证券化是一个在证券化过程中比较难处理的问题。这里我提一个十分不成熟的设想，可否将信用

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com