

资产证券化 理论与实务全书

主 编 成之德
副主编 盛宇明
何小锋

中国言实出版社

资产证券化理论与实务全书

主 编 成之德
副主编 盛宇明
何小锋

中国言实出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化理论与实务全书/成之德主编

- 北京: 中国言实出版社, 2000.8

ISBN7 - 80128 - 252 - 3

I. 资…

II. 成…

III. 融资 - 基本知识

IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 66948 号

中国言实出版社出版发行

(北京市西城区府右街 2 号 邮政编码: 100017)

[http://www. zgyscbs. com](http://www.zgyscbs.com)

电话: 64924716 64924761

新华书店经销

文物出版社印刷厂印刷

787×1092 毫米 16 开 50.625 印张 1190 千字

2000 年 8 月第一版 2000 年 8 月第一次印刷

印数: 1 - 3000

定价: 198.00 元

(如印装质量不合格 请与出版社联系调换)

《资产证券化理论与实务全书》编委会

主 编：成之德

副 主 编：盛宇明 何小锋

常务编委：张 伟

编委暨撰稿人（以拼音字母为序）：

成之德 何小锋 李诗晗 刘仕宏

刘永强 鹿炳辉 Mahesh K. Kotecha

沈春晖 盛宇明 宋芳秀 张 伟

编 务：刘 力

序

厉以宁

资产证券化是近三十年来国际金融市场最重要的金融创新之一。简言之，资产证券化是以资产所产生的现金流为支撑，在资本市场上发行证券工具，从而对资产的收益和风险进行分离与重组的一种技术和过程。它作为一种新型的融资工具，是以可预期的稳定现金流量为基石的。

在资产证券化的典型结构中，通常由发起人将预期可获取稳定现金收入的资产，组成一个规模可观的“资产池”，然后将这一“资产池”销售给专业操作资产证券化的“特殊目的载体”（SPV，即证券发行人），由该公司以预期现金收入为保证，经过担保机构的担保和评级机构的信用评级后，向投资者发行证券，筹集资金，并将日后收到的现金流给投资者以偿付，从而实现发起人筹到资金、投资人取得回报的目的。

按照不同的分类标准，资产证券化可以被划分为不同的类型，最常用的方法是，根据产生现金流的证券化资产的类型，将资产证券化分为住宅抵押贷款支撑的证券化（Mortgage - Backed Securitization, MBS）、资产支撑的证券化（Asset - Backed Securitization, ABS）。MBS 以住宅抵押贷款为抵押资产；ABS 则以除住宅抵押贷款以外的其他资产为抵押资产，ABS 大体上又可以进一步分为：（1）贷款类资产，如商用房产抵押贷款、汽车消费贷款、学生贷款；（2）应收款类资产，如信用卡应收款、贸易应收款、租赁费；（3）基础设施的收费类资产，如路桥收费、水电气供应的收费；（4）知识产权的版税收入，如歌星的出版权和录音权的收入。

资产证券化与我们以前了解的股票、证券投资基金、企业债券和 BOT 等融资形势不同。这种证券化的资产为金融性资产，这种资产的法律形式基本上是合同权利，如贷款协议的债权、租赁协议的收租权；证券发行人（SPV）是持有金融资产的法人，它不参加生产经营活动，而是专业化的金融资产管理公司。

资产证券化近年来在国际上有很大的发展。在美国，70 年代末产生的 MBS 是资产证券化的主要产品，它们已成为美国证券市场上举足轻重的组成部分。由于其安全性高和信誉良好，被投资者称为“银边债券”；更由于其发展势头迅猛，已成为发行余额仅次于美国国债的证券工具。仅在 1996 年，美国的政府国民抵押协会（GNMA）、联邦国民抵押协会（FNMA）和联邦住宅贷款抵押公司（FHLMC）三家政府信用公司发行的抵押贷款证券的市场规模达 1.7 万亿美元，约占住房抵押贷款总额的 55 - 60%。

资产证券化广受青睐的原因是：作为一种金融创新工具，它所具有的独特优势是传统的金融工具所不可比拟的。可以从以下四方面进行分析：

第一，资产证券化是以资产所产生的现金流为支撑的一种新型融资工具，偿付证券化产品的本金和利息所需要的资金主要来自证券化资产所产生的现金流，因此资产证券化又被称为“自我清偿型”（self-liquidating）的融资工具。证券化资产所产生的现金流的稳定性、可预见性、信用状况等都直接影响着证券化产品的设计和交易。

第二，资产证券化通过组建“资产池”、信用评级、发行证券等一系列独特的技术处理，可以获得高信用等级融资的便利。由于资产证券化不是以资产原始所有者的信用来融资的，所以对那些信用等级不足以支撑其进行间接或直接融资的企业来说，资产证券化为其开辟了一条新的融资渠道。从这个意义上说，资产证券化对中国正在进行深化改革与资产重组的企业来说，尤其重要。

第三，资产证券化的另一个特点是其融资具有极大的创造性和灵活性，可以根据基础资产所产生的现金流的特点和投资者对风险和收益的不同偏好，对现金流进行分割和重组，从而设计出最能满足市场投资者（尤其是机构投资者）需要的证券化产品，这是其他的融资手段所无法比拟的。

第四，通过对银行信贷资产的证券化，可以将间接融资市场和直接融资市场连接起来，增强银行资产的流动性，解决银行资金来源与运用在期限和利率上不匹配的风险，提高银行的资本充足率，为化解银行不良债权开辟了一条新的途径。从宏观经济上看，银行信贷资产的证券化可以降低金融体系的风险，促进资本市场的健康发展。对当前中国的金融业而言，这也是可供借鉴与采纳的一种有效的运作方式。

国际清算银行曾经根据金融中介功能的类型，将金融创新进行了四种分类：风险（价格风险和信用风险）转移创新、流动性提高创新、信用创造创新和权益增加创新。显然，资产证券化具有四种之中前三种创新的功能。

总之，根据以上的分析，资产证券化在美国、欧洲等资本市场成熟国家得到迅速发展，完全是顺理成章的事情。在亚洲一些发展中国家，如泰国、马来西亚、菲律宾，资产证券化也受到了重视，并有一定程度的发展。在中国，香港以其 MBS 的发展在亚洲处领先地位，中国大陆的一些试验开展展露头角：例如，1992 年三亚地产投资券的试验；1996 年珠海以高速公路收费和交通工具注册费为支撑并为美国资本市场担保公司提供 AAA 级信用增级向海外发行的债券；1997 年中国远洋运输总公司以其北美和欧洲航运的未来收入支撑并分别由美国资本市场担保公司和 MBIA 担保公司提供 AAA 信用增级的证券化；1998 年豪升 ABS（中国）控股公司与重庆政府合作开发 ABS 的合作；1999 年深圳市政府筹划开展 MBS 的试验；最近，四家国有商业银行的金融资产管理公司成立并将资产证券化正式列入营业范围。……这些试验都预示着中国金融证券业将会出现一个资产证券化的热潮。

理论与实践相互促进。经济中的试验推动着理论界的积极探讨，理论界的研究成果加快了资产证券化的试验进程。近两年来，关于中国开展资产证券化的思路的讨论十分活跃。对资产证券化在中国的应用目前主要有以下这些观点或思路：1. 资产证券化特别是 MBS 在中国的应用，可以活跃中国住房金融的发展，推动住房需求的提高和

房地产抵押贷款的增加。这种观点或思路有时被简称为“住宅互动模式”。2. 资产证券化特别是 ABS 中公用设施收费的证券化, 可以采取境外设立 SPV 的方法筹集外资, 从而推动中国基础设施的发展, 拉动投资需求。这种观点或思路有时被简称为“国际合作模式”。3. 资产证券化可由信托投资公司改制为 SPV, 试行 MBS, 并实现二者互相推动的作用。这种观点或思路有时被简称为“信托改制模式”。4. 资产证券化可由国家开发银行与地方政府合作, 以政策性信贷资产为支撑发行金融债券。这种观点或思路有时被简称为“开发银行模式”。5. 资产证券化可通过成立住房抵押贷款管理公司, 购买抵押贷款, 再申请上市集资, 实现 SPV 与 MBS 的互动发展。这种观点或思路有时被简称为“公司上市模式”。6. 资产证券化可通过成立专项投资基金购买信贷资产, 再申请上市交易, 实现投资基金与银行资产的互相促进。这种观点或思路有时被简称为“投资基金模式”。7. 资产证券化可通过国有商业银行的资产管理公司, 购买银行的不良债权, 进行债务重组、超额担保和债转股等手段, 发行以未来收益为支撑的债券, 解决银行不良债权的问题。这种观点或思路有时被简称为“不良债权模式”。

以上这些观点或思路的提出, 反映了当前中国理论界与实践界对资产证券化的浓厚兴趣。在这种形势下, 由豪升 ABS (中国) 控股有限公司和北京大学经济研究所合作编写的《资产证券化理论与实务全书》一书的出版, 可谓正逢其时。

《资产证券化理论与实务全书》规模宏大, 研究全面。全书约一百二十万字, 分六篇二十八章, 囊括了基本原理、法律、税收与会计制度、市场基础、信用增级与信用评级手段、操作技巧、各种产品等内容。它不仅重点总结了资产证券化最发达的美国的惯用做法, 而且总结了亚洲新兴市场上资产证券化的经验教训; 它不仅有理论分析, 而且辅以大量的案例分析。我认为, 不管是理论工作者, 还是实际工作者, 以至财经专业、工商管理专业学生, 都可以从该书的内容中撷取所需。

本书是两家机构近两年来合作研究的结晶。研究人员广泛涉猎了国外的各种文献和国内的所有讨论, 不仅参加各种国际研讨会, 集思广益, 而且在豪升专业人员指导下多次召开小范围讨论会, 反复推敲全书的结构标题、某些观点的表述甚至每个名词的译法等等。书中的主要内容也在北京大学经济学院、光华管理学院研究生课程和本科高年级课程中多次讲授, 并在校园内组织讨论, 还对一些金融机构人员进行过培训。在充分讨论的基础上, 写作小组几易其稿, 使书中的概念和观点更趋清晰, 文字更臻精确。可以说, 本书是国内迄今为止同一课题研究中的上乘之作。

本书的推出也是“产学研”合作的成功典范。两家机构都在研究中发挥所长: 豪升 ABS (中国) 控股有限公司是香港第一家专门从事资产证券化的公司, 拥有深厚证券化理论和实践经验兼备的专业人员, 近年来在大陆为推广资产证券化业务而历尽艰辛, 积累了丰富的操作经验; 北京大学经济研究所拥有一批在学术界崭露头角的中青年教授、副教授, 他们不仅在理论研究上先行一步, 且在实践操作中经受过锻炼, 在资产证券化领域已推出一系列论文和报告。这两家机构合作推出《资产证券化理论与实务全书》这本巨著, 为社会提供了一本有价值的参考书, 可喜可贺。我尤其高兴地看到, 研究小组的中坚力量不乏北京大学培养出来的年轻学者, 他们在学术研究和实践操作中积极进取, 显露出出色的理论素质和实践技巧, 预示着未来大有前途。

本书主编成之德先生是一位在国际金融市场工作多年对资产证券化很有研究和经验的专家，自 1995 年开始与美国资本市场担保公司和亚洲担保公司携手在中国推广信用增级技术和 ABS 业务。本书副主编盛宇明和何小锋都是我的学生，自北京大学毕业后在金融方面从事研究也已十多年。应他们三位的邀请，我欣然为本书写序，希望本书的出版能引起理论界与实践界的关注。

1999 年 11 月 28 日
于北京大学光华管理学院

目 录

序.....	(1)
导 言.....	(1)

第一编 资产证券化的运作

第一章 概述.....	(7)
第一节 证券化的魅力.....	(7)
一、对发起人的益处.....	(7)
二、对投资者的益处.....	(8)
第二节 证券化的基本运作流程.....	(9)
一、确定资产证券化目标并组建资产池	(10)
二、设立特殊目的载体与资产出售	(10)
三、信用增级	(10)
四、信用评级并发售证券	(11)
五、向发起人支付资产购买价格	(11)
六、实施资产管理与回收资产收益	(11)
七、还本付息	(11)
第三节 证券化参与方	(11)
一、发起人	(12)
二、特殊目的载体 (SPV)	(14)
三、专门服务机构	(17)
四、受托人	(19)
五、信用增级机构	(20)
六、信用评级机构	(22)
第四节 证券化类型	(23)
一、住宅抵押贷款支撑证券与资产支撑证券	(24)
二、过手证券与转付证券	(24)
三、单一借款人型证券化与多借款人型证券化	(25)
四、单宗销售证券化与多宗销售证券化	(25)
五、单层销售结构与双层销售结构	(25)
六、载体型证券化与发起型证券化	(26)

七、政府信用型证券化与私人信用型证券化	(26)
八、基础证券与衍生证券	(27)
九、表内证券化与表外证券化	(28)
附录 1.1: 有主服务商和特别服务商参与的证券化交易案例	(28)
第二章 证券化交易模式	(30)
第一节 单宗销售证券化交易的结构设计	(30)
一、无 SPV 的单宗销售	(30)
二、有 SPV 的单宗销售	(31)
三、单宗销售结构在住宅抵押贷款证券化中的应用	(32)
四、单宗销售结构与特殊目的公司	(36)
五、单宗销售结构与所有者信托	(37)
第二节 多宗销售证券化交易的结构设计	(40)
一、机构购买者备用协议	(40)
二、可再投资的信托结构	(41)
三、主信托结构	(43)
四、公司型 SPV	(48)
五、合伙 SPV	(50)
第三节 单层销售与双层销售结构	(51)
一、双层销售结构出现的原因	(51)
二、双层销售的流程	(52)
三、有关双层销售结构的讨论	(52)
第四节 单一借款人证券化结构	(54)
一、研究单一借款人结构的必要性	(54)
二、按照所有权结构进行破产风险分析	(55)
第五节 循环型交易模式	(56)
一、再循环型交易结构	(57)
二、先行融资账户结构	(58)
三、仓储型循环结构	(58)
四、信用增级和信用评级要求	(59)
第三章 证券化交易中受托人的作用	(60)
第一节 受托人的作用与资格	(60)
一、受托人的传统作用	(60)
二、受托人资格要求与任命	(60)
第二节 交易文件对受托人职责的界定	(63)

一、监督交易的遵守情况	(63)
二、服务和后备服务	(63)
三、行为标准与冲突	(64)
第三节 证券化违约管理	(66)
一、受托人的作用和行为标准	(66)
二、违约时要求的受托人行动	(66)
三、发起卖方的破产	(67)
四、违约情形下受托人的费用与支出	(68)
附录 3.1: 受托人违约案例: Towers 财务违约诉讼	(68)
 第四章 证券化中的机构投资者	 (71)
第一节 机构投资者与证券化市场的发展	(71)
一、证券化市场发展的三个条件	(71)
二、相对投资概念	(72)
三、投资者面临的主要问题	(73)
四、未来发展	(74)
第二节 养老金投资	(74)
一、信托人标准	(74)
二、禁止性交易规定	(75)
三、计划资产管制条款	(76)
四、禁止性交易规定的行政性豁免	(80)
第三节 保险公司投资	(83)
第四节 银行和银行控股公司的投资	(84)
一、银行投资	(84)
二、银行控股公司的投资	(86)
第五节 货币市场基金的投资	(86)
一、简介	(86)
二、允许的投资	(87)
三、有关多样化的考虑	(88)
四、信用级别降低和违约	(89)
五、到期日	(90)
六、货币市场基金购买的证券种类	(91)
 第五章 金融担保机构在资产证券化中的作用	 (93)
一、导言	(93)
二、可选择的信用增级方法	(93)

三、金融担保定义	(94)
四、金融担保的益处	(95)
五、金融担保机构	(96)
六、监管和评级机构对金融担保机构的控制	(98)
七、金融担保的过程	(99)
八、风险管理和监控	(101)
九、不同类型的金融担保	(101)
十、金融担保的保费	(101)
十一、再保险公司的作用	(102)
十二、市场利差和信用增级	(102)
十三、结论	(102)
第六章 证券化交易的考核	(104)
一、考核的重要性	(104)
二、寻找考核机构	(104)
三、考核的价格	(104)
四、评级机构的考核	(105)
五、律师在考核中的作用	(106)
六、数据的使用	(107)
第七章 证券化产品投资的风险	(108)
第一节 早偿风险	(108)
一、基础知识	(108)
二、对某些 ABS 产品的早偿风险分析	(113)
第二节 利率和货币风险	(118)
一、利率风险	(118)
二、通货膨胀风险	(119)
三、货币风险	(119)
第三节 信用风险和其他风险	(120)
一、信用风险	(120)
二、赎回风险	(120)
三、再投资风险	(120)
四、收益率曲线风险	(121)
五、流动性风险	(121)
六、波动性风险	(121)
七、政治风险或法律风险	(121)

八、事件风险	(121)
九、主权风险	(122)

第二编 资产证券化的制度基础

第八章 资产证券化的法律问题	(127)
----------------------	-------

第一节 特殊目的载体 (SPV)	(127)
------------------------	-------

一、SPV 概述	(127)
二、实现 SPV 破产隔离的法律标准	(128)
三、SPV 的形式	(131)
四、中国设立 SPV 的法律环境分析之一：SPV 的形式	(136)
五、中国设立 SPV 的法律环境分析之二：破产隔离的实现	(138)
六、中国设立 SPV 的法律环境分析之三：SPV 的税收问题	(139)

第二节 资产转移	(140)
----------------	-------

一、资产转移的方式	(140)
二、真实销售	(141)
三、资产转移：中国的法律环境分析	(143)
附录 8.2.1：亚太国家（地区）资产转移的法规选介	(144)

第三节 与资产证券化特殊交易结构相关的法律问题	(154)
-------------------------------	-------

一、双层交易	(154)
二、主信托	(157)
三、次级证券	(157)

第四节 与资产证券化相关的其他法律问题	(158)
---------------------------	-------

一、信用增级	(158)
二、资产证券化相关当事人的法律标准	(162)

第五节 美国有关证券化的法律问题	(163)
------------------------	-------

一、美国有关资产证券化的法律框架	(163)
二、资产转移买方与卖方之间的法律关系	(166)
三、买方和债务人之间的法律关系	(169)
四、证券化过程中的法律选择问题	(172)
五、担保和赔偿担保	(175)
附录 8.1：法国资产证券化的法律框架	(176)

第九章 资产证券化的会计问题	(184)
----------------------	-------

第一节 基本会计问题	(184)
------------------	-------

一、销售和融资	(184)
---------------	-------

二、合并问题	(186)
三、销售的确认条件	(186)
第二节 销售的会计处理	(191)
一、财务成分	(191)
二、财务成分的确定	(193)
三、分配基准	(193)
四、服务费和利差	(194)
五、公平价	(195)
六、简单成分和复合成分	(196)
七、现金备付账户	(197)
第三节 融资的会计处理	(197)
一、融资金融资产的会计处理	(197)
二、转移收入的会计处理	(198)
第四节 合并问题	(200)
一、有关合并的两个观点	(200)
二、同 SPV 的合并有关的准则	(200)
三、多卖方载体	(201)
第五节 交易后会计期间的会计处理	(202)
一、服务性资产和负债	(202)
二、证券化金融资产的留存权益	(202)
三、其他资产和负债	(203)
第六节 各类资产的证券化的会计处理	(204)
一、循环型证券化的会计处理方法	(204)
二、租赁费支撑证券化的会计处理	(209)
三、抵押贷款支撑证券化的会计处理	(210)
附录 9.1: 美国有关证券化的会计准则	(211)
附录 9.2: 资产证券化的会计准则: 其他国家选介	(213)
第十章 资产证券化的税收问题	(215)
第一节 资产转移的税收处理	(215)
一、销售和贷款处理的不同税务后果	(215)
二、销售和贷款的界定	(216)
三、特殊交易中销售和贷款原则的应用	(218)
第二节 证券化各方当事人的税收	(223)
一、发起人的税收	(223)
二、服务商的税收	(223)
三、SPV 的税收	(224)

四、个人投资者的税收	(231)
第三节 证券化过程中的预提税	(234)
一、证券化各环节的预提税	(234)
二、美国对外国投资者预提税豁免的介绍	(235)
第四节 亚太国家或地区资产证券化的税收规定简介	(238)
一、同资产转移有关的税收处理	(238)
二、同当事人有关的税收处理	(239)
 第十一章 资产证券化的市场基础	(244)
 第一节 政府在资产证券化市场中的作用	(244)
一、政府机构和政府信用企业的推动作用	(244)
二、法律、税务、会计等制度设施为促进资产证券化的发展作出调整	(246)
三、国外实践的启示	(247)
第二节 资产证券化市场的信用基础	(248)
一、金融市场信用的重要性	(248)
二、金融市场信用基础的支撑	(249)
第三节 资产证券化市场与机构投资者	(250)
一、资产证券化市场需要机构投资者	(250)
二、机构投资者需要进入资产证券化市场	(251)
三、机构投资者与中国资本市场、资产证券化市场	(251)
第四节 中介机构在资产证券化市场中的作用	(252)
一、信用评级机构	(253)
二、律师事务所	(255)

第三编 信用增级与信用评级

第十二章 信用增级	(259)
 第一节 引言	(259)
一、概述	(259)
二、信用增级的方式	(260)
第二节 内部信用增级	(261)
一、对卖方的直接追索权	(262)
二、置留备付金	(264)
三、现金备付金(利差账户)	(266)
四、保留次级权益和优先/次级结构	(269)
五、利用卖方提供信用增级手段的结合	(271)

第三节 外部信用增级	(272)
一、信用担保业务的发展	(272)
二、信用担保的特点	(273)
三、金融担保公司的评级标准	(275)
四、担保公司及时赔付的意愿	(276)
第四节 其他增级手段	(277)
一、利率和汇率保护	(277)
二、资本充足度	(280)
三、服务商风险	(285)
第五节 信用增级水平与证券化结构设计	(288)
一、分配信用风险	(288)
二、设计触发事件	(289)
三、时间和早偿分档	(290)
四、清偿回购权的设立	(292)
附录 12.1 有关计算原理	(294)
 第十三章 信用评级	(299)
 第一节 引言	(299)
一、证券化中的评级机构	(299)
二、信用评级的意义	(300)
第二节 信用评级的标准和程序	(301)
一、信用评级的一般标准	(301)
二、信用评级的一般程序	(302)
第三节 信用评级的具体分析	(303)
一、基本的收入流结构	(303)
二、信用风险分析	(304)
三、现金流分析	(306)
四、信用增级和流动性支持	(307)
五、法律风险分析	(308)
附录 13.1: 四家美国认可的评级机构的评级体系	(311)
附录 13.2: S&P 的主权信用评级	(315)
 第十四章 产品的信用评级	(325)
 第一节 房地产抵押贷款支撑证券化	(325)
一、住宅抵押贷款支撑证券化的一般评级标准	(325)
二、商用房产抵押贷款	(328)

第二节 贸易应收款期限型证券化	(329)
一、交易的基本结构	(329)
二、评级机构的考虑	(329)
三、案例	(332)
第三节 汽车贷款支撑证券化	(332)
一、汽车贷款证券化的特点	(332)
二、信用评级的标准	(332)
三、案例	(334)
第四节 信用卡应收款支撑证券化	(334)
一、证券化的基本结构	(334)
二、信用评级的标准	(335)
三、案例	(336)
第五节 资产支撑的商业票据项目	(337)
一、基本结构	(337)
二、评级标准	(337)
三、案例	(338)
第六节 跨国证券化交易	(340)
一、交易的基本结构	(340)
二、主权风险限制	(341)
三、信用评级标准	(342)
四、案例	(348)

第四编 资产证券化产品

第十五章 住宅抵押贷款证券化	(357)
第一节 住宅抵押贷款证券化交易	(357)
一、基础资产构成	(357)
二、交易的主要参与方	(363)
三、MBS 的架构	(366)
四、交易风险	(370)
五、信用增级	(382)
六、政府信用型 MBS 与非政府信用型 MBS 的比较	(385)
第二节 政府信用住宅抵押贷款支撑过手证券	(387)
一、交易结构	(387)
二、抵押过手证券的特征	(388)
三、抵押过手证券的价值分析	(390)
第三节 抵押担保支撑债券 (CMO)	(404)