

资产证券化的 本质和效应

张超英 / 著



经济科学出版社

资产证券化的

本质和效应

张超英 著

经济科学出版社

责任编辑：刘爱华

责任校对：杨 海

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

资产证券化的本质和效应

张超英 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京富达印刷厂印刷

河北三河华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 6 印张 200000 字

2004 年 12 月第一版 2004 年 12 月第一次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-4569-1/F · 3841 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

资产证券化反映了金融发展的必然性，是金融演进到了一个新阶段的标志，尤其是我国金融改革和创新的客观需要。近年来，国内关于资产证券化的文章可以说是多如牛毛。有赞成的、反对的、怀疑的、观望的、忧虑的，其中多半是对资产证券化现象的描述、对资产证券化过程的叙说、对它的作用和功能的一般化议论。总之，缺乏对资产证券化本质及其多方面效应作深入系统全面的研究和分析。理论是实践的先导，理论研究的不深入，也使证券化实践举步维艰，难有大作为。

张超英同志的这篇前沿性、创新性、现实性很强的博士论文，我认为具有以下几个特点：

第一，经济学专业特色明显。该论文从政治经济学基本原理和现代金融学专门理论的综合角度，以“一对变换”、“两个对照”、“三种作用”的形式来建立关于资产证券化的基本概念，表述资产证券化的本质，这具有新视角、新揭示、新突破，独具特色。尤其是在解说时间变换上，运用了马克思关于借贷资本运动形式的思想，形成了“二重的支出和三重的回流”这一观点。我认为这是符合坚持原理、作用实践、与时俱进、发展创新精神的。

第二，正确把握了资产证券化在金融体系演进中的地位与作用。资产证券化处于引领金融发展潮流的地位，资产证券化发展了金融体系，为金融体系注入了新内涵、新机制、新功效。由于资产

证券化的进展，银行发起贷款并持有至到期这种传统模式发生了变化，银行中介被注入了分拆计价的分工交换机制，参与计价的有发起人、服务人、SPV、信用提高机构、评级机构和投资者等。由此，银行可以选择放弃持有贷款，专注于贷款的发起和贷款出售后的服务。分拆计价使金融体系呈现了新格局、新效率、新均衡，是银行对于最优制度安排均衡变化的反应，并反映了以资产证券化为标志的金融体系演进的内涵。由于资产证券化的进展，在投资者和融资者间形成了一种新的有效联结机制，货币政策传导的内在关系和有效性被蕴含了新因素的作用机制。由于资产证券化的进展，金融体系被提供了弥补银行缺陷、缓和货币供给、防止银行部门过度的新功效和来自于结构因素作用的新功效。从资产证券化中可以看到新证券实现新配置、新配置创建新机制、新机制增进新功效（即发行新证券、实现新配置、创建新机制、增进新功效）的内在联系和辩证统一。以上这些使金融体系的运行更加安全稳定和富有绩效，经济学也会重新阐述银行。

第三，认识上更成熟，表达上更准确，层次上更深入，具有理论水平和政策意义。张超英同志对于资产证券化问题的研究在时间上有十年左右，属于国内早期介入者，出版过国内第一部系统介绍和说明资产证券化的著作，在国家重要期刊上发表过许多关于资产证券化的文章，是能够思考资产证券化问题的。从本篇论文的情况看，没有囿于过去的范围和阶段，而是向前又进了一步，更加切入一些深层次的问题，具有新深入、新拓展、新成效。例如，第五章资产证券化对货币市场的影响，是新范围，在层次上也更加深入了。这一切入点具有很大难度，独具特色。从对于货币供给的影响、对于货币市场均衡的影响、对于利率期限结构的影响、对于货币政策传导路径和机制的影响这四个方面进行发挥和探索，体现了张超英同志对于宏观经济学的扎实功底和对银行运行机理的恰当把握。能够进入到这一层次，且有一个系统性研究，应该说就具有了学术性特色，有助于这方面理论的发展，也符合指导实际所应达到

的理论性效果，有助于政策制定。另外，在一些基本概念的表达上，认识也更成熟，表达也更准确。

第四，理论联系实际，对银行、资产管理公司、券商和企业如何运用资产证券化这项金融技术，给出了精要点析，具有实用价值。张超英同志对资产证券化有长期领悟，且曾在金融领域工作多年，经历过实际岗位，具有良好金融理念，所以能够较好地把握要领、吃透精神、触及关键、切合实际，给出恰当点析。点析能够较好地借鉴经典、结合国情、举一反三、寓含建议，融消化、吸收、运作为一体，集原理、实务、实例以致用，有条理、有透视、有启迪，有助于促进早开发、早应用、早创新。

张超英同志 2001 年 9 月考入复旦大学经济学院，就读政治经济学专业博士研究生。3 年期间，他全职在校，全力以赴，刻苦学习，勤奋钻研，如饥似渴求教诲，专心致志做学问，不断提高政治思想素质、学术水平和科研能力，德、智、体全面发展。张超英同志在资产证券化方面虽有了较好的基础，但一点也不自满，不断发现问题、不断深入研究、对毕业论文不断反复修改、不断完善提高，答辩时获得有关专家的高度赞扬，被评为优秀博士论文。张超英同志还被评为复旦大学三好学生和上海市优秀博士毕业生。作为他的指导教师，也使我感到光荣和欣喜。

当前，积极开发资产证券化已被列入《国务院关于推进我国资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中。鉴于此，《资产证券化的本质和效应》这本书的出版，肯定会受到金融界和学术界的热烈欢迎。当然我国资产证券化还处于探索阶段，实际经验还非常缺乏，理论也还很不完备。愿我国资产证券化的理论研究和实践操作不断取得进展，也愿张超英同志继续努力，取得新的进步。

伍柏麟

2004 年 9 月 29 日

上 海

目 录

导 言	(1)
第一章 资产证券化和银行债权的结构变换	(6)
第一节 资产证券化的本质	(6)
一、证券三维空间	(7)
二、资产证券化的空间变换	(13)
三、资产证券化的时间变换	(18)
四、资金来源对照：银行中介与专门机构的对照	(20)
五、隐含关系对照：贷款与资产证券（受益人权益） 两者内在性质的对照	(22)
第二节 结构变换的总体框架和实现方法	(23)
一、结构变换的程序流和专门机构	(23)
二、程序流中的步骤	(25)
三、信托变换	(31)
四、特定目的公司变换	(34)
五、信托与特定目的公司（特别目的公司）的组合变换	(37)
第三节 专门机构的地位与作用	(41)
一、现金流变换和证券发行的载体	(41)
二、从一次资产到二次资产的桥梁	(45)
三、银行配置与证券配置有机结合的通道	(48)
第二章 关于资产证券化动因的理论探析	(53)
第一节 监督技术假说（Monitoring technology	

	hypothesis)	(53)
第二节	管制税假说 (Regulatory tax hypothesis)	(57)
第三节	担保假说 (Collateralization hypothesis)	(59)
第四节	道德风险假说 (Moral hazard hypothesis)	(60)
第五节	市场原理假说 (Market discipline hypothesis)	(61)
第六节	流动性假说 (Liquidity hypothesis)	(63)
第七节	比较优势假说 (Comparative advantage hypothesis)	(65)
第三章	资产证券化与金融体系演进	(67)
第一节	金融体系演进的三个阶段	(67)
第二节	风险再分配及其经济学分析	(70)
一、	风险再分配	(70)
二、	对风险再分配的经济学分析	(72)
第三节	银行债权理念的演进	(74)
第四节	金融结构上的差异	(76)
第五节	银行中介作用的变化	(78)
第四章	资产证券化对银行经营的影响	(81)
第一节	银行缺陷的弥补	(81)
一、	贷款出售与信用风险管理	(82)
二、	管制税的节约	(83)
三、	偿付能力风险的降低	(86)
四、	缺口风险敞口和非流动性风险敞口的调整	(89)
五、	监管资本套利	(93)
第二节	微观均衡分析	(96)
一、	均衡贷款利率	(97)
二、	流动性风险	(100)
三、	经营成本	(102)
四、	证券化和自有资本约束	(104)

五、银行策略	(108)
第五章 资产证券化对货币市场的影响	(112)
第一节 对货币供给的影响	(113)
第二节 对货币市场均衡的影响	(116)
第三节 对利率期限结构的影响	(120)
一、利率期限结构的重要性	(120)
二、关于资产证券化对利率期限结构 影响的一个简单解释	(122)
第四节 对货币政策传导路径与机制的影响	(127)
第五节 对银行监管的影响	(132)
第六章 国外的经验与对我国的借鉴	(134)
第一节 对专门机构经验的借鉴	(135)
一、对专门机构运作对象债权的分析	(135)
二、独立 SPV 形式	(137)
三、资产管理公司、券商作为承销主体发挥作用	(140)
四、商业银行、资产管理公司和企业 作为发起人发挥作用	(141)
五、不动产投资信托	(146)
第二节 相关制度标准的比较与借鉴	(152)
一、关于资本配置问题	(152)
二、关于会计上的表外化问题	(154)
三、关于贷款参与问题	(164)
四、关于法律方面的有关问题	(168)
五、对我国的若干启示	(170)
主要参考文献	(172)
后 记	(176)

导 言

一、研究背景

资产证券化成熟于 20 世纪 80 年代前后,至今时间并不长,但它发展很快,目前已成为当代金融市场中的重要构成,是商业银行在竞争中取胜所应具备的技术。

从金融体系演进来看,银行中介的作用可以弥补金融市场的不完善性,通过银行的成本支出支持金融体系功能的发挥,提高金融体系的效率。但事实上,银行中介本身也存在着所谓的银行缺陷问题。在传统型银行配置中,贷款的资产特性表现为可逆性和流动性差,贷款一经形成,通常要持有至到期,否则成本将会是很高的。这就使得基于贷款所产生的借方信用风险、利率风险、流动性风险、市场风险难以向市场转移或是对这些风险进行再分配。另外,随着监督技术的进步,金融市场的完善性不断提高,交易成本下降,提高了其自身对于银行这一金融中介的竞争力。这样一来,虽然说银行中介有它的特有功能和优势,如清算—信用创造和信息生产优势,经济的运行离不开银行的作用,对于银行中介的需求是具有不可替代性的,但银行面对金融市场的竞争也需要降低成本,节约管制税,并设法与金融市场的风险分配功能相结合。可以设想,如果能有办法将贷款保有于表外,由资本市场持有,那么银行就可以达到节约管制税和降低成本的效果,能够与金融市场的风险分配

功能相结合。不过这需要有克服可逆性障碍和流动性障碍的有效形式和工具。当资产证券化技术被引入后,通过对银行债权进行结构转换,构造新型金融产品,再加上交易市场达到必要的完善程度和组织水平,就能够克服可逆性障碍和流动性障碍,使以上设想成真。资产证券化能够使贷款成为具有流动性的证券,并由资本市场持有。这种具有流动性的证券和资产证券化的交易结构能够起到将银行中介的特有功能与资本市场的风险分散功能相结合从而将风险向资本市场分散的作用和节约管制税的作用。

从货币政策的任务与目标来看,币值稳定目标和经济增长目标往往是既具有统一性,又存在矛盾。在矛盾性方面,例如,为了稳定币值,就要减少货币供应量,但这又会抑制总需求,降低经济增长速度;而为了促进经济增长,就必须增加货币供应量,以刺激总需求,但这又会导致物价水平上涨。然而,当证券化技术被引入后,这一矛盾就会得到缓和。因为当银行通过证券化方法将贷款转移到银行系统以外后,银行部门虽然可以将节约的管制税进行再运用,增加其所发起的未偿资金流量总规模,但由于已有一定数额的未偿贷款被转移到了银行系统以外,存款货币(M_2)会随贷款资金运用的主动性减少而减少,所以,银行部门就可以在缓和存款货币供给的情况下增加对于经济系统所发起的未偿资金流量总规模,以其信用创造特有功能和在信息生产上的优势作用,引导资金流向,调整和优化信贷结构,保障经济增长目标的实现。

从以上的两个方面可以看出为什么要研究资产证券化和研究资产证券化的实际背景。资产证券化的进展反映了金融发展的客观需要,并将金融演进推进到了一个新的阶段。由于资产证券化的进展,金融体系由市场主导阶段进入到证券化阶段,金融体系的这种演进是以资产证券化为标志的,资产证券化在此处于引领金融发展潮流的地位。

在我国,货币供给增长偏快是一个非常现实的问题,从贷款引致存款货币供给的角度看,这可能也与银行表内的住宅长期贷款的

较快增长有关。通过对于资产证券化的研究，我们可以看到缓和这一问题的一种金融技术方法。

目前，积极开发资产证券化的品种已被写入《国务院关于推进我国资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》之中，所以，对于资产证券化进行深入研究是非常具有现实意义的。

二、基本思路和逻辑性

第一，资产证券化是对银行债权进行结构变换的金融技术。本论文首先从“一对变换”（空间变换和时间变换）的角度来揭示资产证券化的本质，并在时间变换上运用了马克思关于借贷资本运动的思想。另外，又加上了“两个对照”（资金来源对照和隐含关系对照）来进一步充实关于资产证券化本质的揭示。然后，演示了结构变换的程序流和实现结构变换的几种方法的内在机理。在这部分最后分析了专门机构的地位与作用，指出专门机构是证券化交易结构中的中心环节（地位），是现金流变换和证券发行的载体（作用之一），是银行配置与证券配置有机结合的通道（作用之二），是从一次资产到二次资产的桥梁（作用之三）。这是第一章的要点。

第二，分析了资产证券化的动因，回答了为什么会产生资产证券化。在这部分中，强调了随着监督技术的进步，最优制度安排的均衡发生了变化，从而导致了以资产证券化技术为支持的金融体系的制度性演进，这是资产证券化的深层制度性动因。而资产证券化的若干假说在其他方面的内容，实际上是从不同侧面试图说明在这种制度演进下，在银行主体选择资产证券化的行为中所包含的各种“市场智慧”成分。这样就从制度演进的层面说明资产证券化的动因。这是第二章的要点。

第三，进一步分析了资产证券化在金融体系演进中的地位与作用。其地位在于：由于资产证券化的进展，金融体系的演进由市场

主导阶段进入证券化阶段，金融体系的这种演进是以资产证券化为标志的，资产证券化在此处于引领金融发展潮流的地位。其作用表现在：在证券化阶段，银行的风险能够通过资本市场实现再分配，银行债权的基本特性发生了变化，经济系统的总体绩效得到了来自于金融体系内部结构变化因素和制度演进因素的贡献，银行中介被注入了提高效率的分拆计价机制和改善治理结构的投资者评价机制。这是第三章的要点。

第四，从弥补银行缺陷和银行机构的微观经济均衡这两个方面分析了资产证券化的微观影响，从而将对于资产证券化的研究进一步从微观的角度具体化和深入化。这样的延续和构成是因为资产证券化对银行经营的影响是资产证券化理论体系中的一个重要部分，不能回避，而银行缺陷的弥补问题恰好是展开这方面研究的一个有效角度。另外，在微观均衡分析中，以数学表达的形式分析了资产证券化对贷款利率、流动性风险、经营成本等的影响。这是第四章的要点。

第五，与资产证券化对于银行经营的微观性影响相对称的另一方面就是资产证券化对于货币市场的影响。本书在这一部分中选择了四个方面：一是对货币供给的影响；二是对货币市场均衡的影响；三是对利率期限结构的影响；四是对货币政策传导路径和机制的影响。这样的选择是为了达到具有理论性和针对性。这是第五章的要点。

第六，金融发达国家的成功经验和对于我国的借鉴。这是第六章的要点。

三、创新与意义

第一，以“一对变换”、“两个对照”、“三种作用”的内容来建立关于资产证券化的基本概念，揭示资产证券化的内在本质。其中将马克思关于借贷资本运动形式的光辉思想用于解说时间变换，

形成了关于资产证券化时间变换的“二重的支出和三重的回流”这一观点。在时间变换方面，给出了一个函数关系表达。

第二，在归纳关于资产证券化动因的有关假说的过程中，指出资产证券化的深层制度性动因是由于最优制度安排的均衡发生了变化。研究了资本充足率和证券化对银行效用的影响，其新意在于给出了一个数学表达。对资产证券化影响银行微观均衡的静态模型进行了详细过程推导。这一模型作者曾于1998年用过，它来源于国外机构所提供的资料，但其中缺少详细的推导过程。由于多人问过这一模型的细节，所以这次进行了详细过程推导。

第三，深入研究了资产证券化对货币供给的影响，指出资产证券化能够缓和存款货币供给，并进行了必要论证。这在当前具有实际意义，同时也是一个被金融管理部门所关注并希望有严格分析的问题。

第四，深入研究了资产证券对货币市场均衡的影响，给出了货币市场均衡曲线变化情况的具体数学表示，揭示了其中的内在机理。资产证券化对货币市场均衡的影响，这是一个具有重要理论意义的问题，被学术理论领域所关注。本文中所给出的表示，是具有理论意义的，并有助于这方面的理论发展。

第五，深入研究了资产证券化对利率期限结构的影响，给出了模型和论证，揭示了其中的内在机理。通过研究可以看出资产证券化在利率传导机制中的作用和对利率传导有效性的贡献。这种研究是具有理论价值和实际意义的，尤其是在推进利率市场化的当今。

第一章

资产证券化和银行债权的结构变换

我们知道，资产的基本特性是由资产的内在性质和资产赖以交易的市场来决定的，这些基本特性包括：流动性、可逆性^①、可分性、价值的可预期性以及收益性。就银行而言，资产证券化是用来作用于银行债权的结构变换技术，通过结构变换生成以银行债权为支持且在基本特性上不同于银行债权的资产证券。这是本章的要点，表述形式是“一对变换”、“二个对照”、“三种作用”，以及实现变换的几种方法。

第一节 资产证券化的本质

本节将首先给出一个证券三维空间的概念，进而从一对变换（空间变换和时间变换，这是同一变换的两个方面）和两个对照（资金来源对照和隐含关系对照）的角度，对资产证券化的本质进行解说。资产证券化的本质是通过结构变换，基于贷款生成具有流动性的证券，以这种证券为交易对象来交易贷款。本节的基本内容是“一对变换”、“二个对照”。结构变换的进一步内容在第二节中。

^① 可逆性（reversibility）：反映于将金融资产再卖出变现的成本。具有几乎完全流动性的资产也可能可逆性差。

一、证券三维空间

(一) 直接证券（初级证券/一级证券）和间接证券（次级证券/二级证券）

直观上认为，最终贷方对于最终借方发行的直接证券（primary securities）以直接购入的形式提供融资，这是直接金融；而通过中介者（intermediaries）介入间接实现的融资，则是间接金融。在间接金融交易中，由中介者发行的证券被称为间接证券（secondary securities）。直接证券和间接证券在其经济功能上存在差异，金融中介理论就是通过研究中中介者如何改变证券的特性来解释中介机构的作用的。

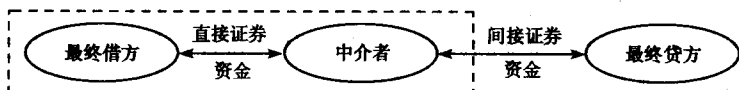


图 1-1 直观上的间接金融

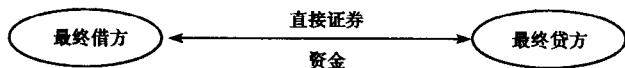


图 1-2 直观上的直接金融

注重直接证券、间接证券差异的方法论，虽然有助于说明银行这一具体中介者的微观意义，但它还不能从金融体系或资金循环结构上阐明直接金融和间接金融的宏观意义。这是因为，按照这样的传统性理解，直接金融可以表示为图 1-2 那样的形态，这同图 1-1 左半部分（虚线内）的内容是相同的。

事实上，通过中介者介入的资金循环模式与直接金融在许多方面存在不同，所以，在研究方法上将间接金融的功能理解为是将直接证券转换为间接证券，虽然对于理解银行的功能来讲并非不合理，但是为了完善这一观点，起码还必须从贷方角度来考察间接证

券的意义。极端地讲，由于同借方直接交易的是银行，所以最终贷方是否通过存款供给资金，这对于借方的决策而言并非重要。于是，在此未能对存款这一金融商品做出有效解释。鉴于此，还应从借贷双方统一的角度来进一步说明。

（二）权益契约和债务契约

在银行和贷方的交易关系中，银行发行的间接证券通常是采取存款凭证的形式。对于存款凭证这种契约，银行有义务在未来以追加一定利息的价格将它买回，这种关系属于债务契约（debt contract）。而相比之下，在直接金融情况，贷方购入的是股票等按照借方经营业绩进行支付的权益契约（equity contract）。因此，如果收益确定的债务契约是贷方的理想选择，那么可将银行理解为是承担了最终贷方原本面临的风险的经济主体。这样，最终贷方越是回避风险，对于银行服务的需求就越是强烈。

在借方和银行的交易关系中，银行向借方提供资金是采取贷出这一形式，通过贷款资金运用引致存款货币资金来源，将自己发行的信用凭证（活期存款货币）提供给借方，双方的交易是建立在债务契约上的。从贷款而言，银行是信用关系中的债权人，它持有借方发行的负债；但从存款而言，银行又是信用关系中的债务者，被引致出来贷记给借方的存款货币是银行发行的负债。

从存款和贷款的债务契约性和信贷资金运动的一角度来理解银行，这较之前面简单性直接证券和间接证券能够更进一步地从借贷双方统一的角度完善对银行金融中介特性的解说。

银行还具有清算功能，这是银行特有的功能。清算能使交换产生的债务得到解除，但为此必须转移所持债权，以同债务对消。因此，为了使清算能够得到顺利进行，所持银行债权要是可靠的。存款是社会公认的安全性债务契约，这维系了它作为清算资产的便利性。也就是说，假设债权人 = 贷方和债务者 = 借方，那么银行的间接金融关系直接提供了清算体系的基本框架。当债务者成为银行的