



ZHONGGUO ZICHAN ZHENGQUANHUA SHIWU
JIEJUE FANGAN YU CHANPIN SHEJI

金郁森◎著

中国 资产证券化实务 解决方案与产品设计

海天出版社

金郁森◎著

中国 资产证券化实务 解决方案与产品设计

ZHONGGUO ZICHAN ZHENGQUANHUA SHIWU
JIEJUE FANGAN YU CHANPIN SHEJI



海天出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资产证券化实务：解决方案与产品设计 / 金郁森著.
—深圳：海天出版社，2005
ISBN 7-80697-538-1

I. 中... II. 金... III. ①资本市场—研究—中国
②证券投资—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 065134 号

海天出版社出版发行
(深圳市彩田南路海天综合大厦 518033)
<http://www.htph.com.cn>

责任编辑：来小乔 (0755-83460863 xiaoqif@163.com)

美术编辑：李 萌 责任技编：陈 炯

深圳市海天龙广告有限公司设计制作输出 Tel: 83461000

深圳市希望印务有限公司印刷 海天出版社经销

2005 年 8 月第 1 版 2005 年 8 月第 1 次印刷

开本：787mm × 1092mm 1/16

印张：19.5 字数：220 千

定价：29.00 元

海天版图书版权所有，侵权必究。

海天版图书凡有印装质量问题，请随时向承印厂调换。

邮购电话：0755-83460397

前言

关注资产证券化始于1999年初，当时正值我国学术界纷纷介绍国外资产证券化理论及其经验的时候。我是因为置身于管理、清收、处置商业银行不良资产的第一线，基于商业银行不良资产证券化的需要更多地关注了资产证券化在我国理论界和实务界的研究状况。但几年下来，虽然大家都认为资产证券化是继股票之后又一企业直接融资的最好手段，但由于理论界和实务界各自信息的不对称，资产证券化在我国的实施进程并没有如大家所愿，实务界的忙于向监管部门申请特殊政策、呼吁制定相关法律制度的要求并没有得到及时的回应，即使个别商业银行的方案得到审批或即将实施，但因其缺乏市场推广的普遍性远不能满足市场实际需要，而理论界的研究又因其缺乏必要的对各类资产的感性材料没有形成足够的推进力度。

我认为在中国实施资产证券化，首要的问题是以国外资产证券化基本理论作为工具，分析中国的现实的法律、经济环境中存在的各种阻碍资产证券化的因素，并研究实际的解决方案；其次是设计与各类资产相对应的资产证券化模式——主要表现为法律结构框架并在现有法律框架下实施以积累经验；第三个问题是在积累一定的资产证券化实务经验的基础上对现有相关法律、政策进行必要的充实和完善。否则，即使制定了相关法律、政策也可能因其严重脱离我国实际状况而难于得到实施。基于以上考量，本人在多年研究的基础上，决定写一本专门分析中国资产证券化

实务问题的书，目的是把学术界的研究成果真正地运用到实务中去，提出解决中国现实问题的方案，并提出实施资产证券化的具体的产品模式，以指导资产证券化的实务运作，同时为将来的相关立法提出理念性建议。

中国商业银行的资产还是属于国家行政权力严重干预的特殊资产，商业银行资产及其相关权利的转移、定价方面还不能完全取决于商业银行自身，必须按照国家规定的方式进行处置、转让，这是与一般企业资产的区别所在。现已颁布的中国人民银行和中国银监会的《信贷资产证券化试点管理办法》在SPV机构种类和接受资产方式、途径等方面都有待进一步的充实和完善。所以，在中国实施资产证券化，首先要对我国商业银行资产的证券化问题进行研究，商业银行资产的证券化问题解决了，其他性质资产的证券化问题就容易解决。而我本人在招商银行十多年的法律、资产管理方面的经验，为深入分析商业银行资产证券化的各种问题提供了丰富经验，尤其是到总行零售银行部资产室工作以来，通过工作机会深入接触住房、汽车、个人自助等个人贷款资产的实际状况，使我对商业银行资产的法律、经济问题有了更为深刻的了解。

基于以上对中国资产证券化现状的认识，为了使本书内容对中国资产证券化实务起到直接的指导作用，本书的主要篇幅放在分析在中国实施资产证券化所遇到的问题与寻求解决方案方面，最后对各类商业银行资产设计了具体的产品。

本书的第一篇，简略介绍了资产证券化的概念体系及其基本流程。目的是为了读者对资产证券化有一个概括性的了解。对这部分内容的介绍方式，我在整合了多位作者介绍方式的基础上，把资产证券化的介绍重点放在了相关概念体系与基本流程方面。相信通过这一篇的阅读，读者就可以基本掌握资产证券化的本质、特征以及它的存在形态。

掌握了第一篇内容，读者基本掌握了分析中国资产证券化实务问题的能力。第二篇主要是对在中国实施资产证券化的专题问

题进行了分析。因为资产证券化是美国的金融产品,美国的金融法律制度在许多方面有别于我国,如对这些基本问题不进行分析并提出解决方案,即使对具体的资产设计了产品,也会因其没有基础的法律、政策支持而不能得到实施。这部分内容主要包括在中国实施资产证券化的成本、收益、税务、风险分析和证券化资产的真实销售、境外资产证券化等问题的分析。

第三篇的内容是从上篇内容中分离出来的比较特殊的,在中国实施资产证券化的一般性法律障碍和具体的商业银行资产证券化法律问题的实证分析。在简要介绍美国的资产证券化法律框架的基础上,对资产证券化在中国实施的一般性法律障碍及住房按揭贷款、汽车贷款、商业银行正常贷款(对公)、不良贷款等各类商业银行资产进行证券化时可能遇到的法律问题进行了专题分析,并给出了解决方案。

第四篇内容,是在分析中国的实施资产证券化所涉及的各种专题问题和各类商业银行资产的特殊问题的基础上,设计了我国各类资产(主要是商业银行资产)相对应的证券化模式——产品。

本书最有价值的地方,首先在于对中国实施资产证券化的各类专题问题进行了深入的分析,并给出了解决方案,即让人们了解为什么,因为什么问题使产生于美国普通法系国家的资产证券化不能在中国得到实施,这是任何想在中国实施资产证券化的人都必须回答的问题,而且因其答案的不同,相应的立法原则、具体规定以及产品模式都会呈现不同的特点;其次是设计出了相应的产品模式,而每种资产相应的产品模式大致分为两种,一种是根据目前我国的法律、法规及政策(如信托投资公司参与商业银行信贷资产风险参与的方案和以信托受让信贷资产在全国银行间债券市场上发行信托收益权份额的方式)。还有一种是需要经过主管机关特批才能实施的产品,如发行基金投放住房贷款、新增贷款的证券化模式等。最后一章提出了中国资产证券化的理念型模式,这部分内容实际是为将来的相关立法的进一步完善提出了原则性建议。总之,如果将国外的资产证券化的理论及其实践经

验比作“理科”的话，本书正是利用资产证券化“理科”中的理论作为分析工具，分析中国具体的情况后创造具体的资产证券化产品的一部“工科”意义上的书，它将对指导中国资产证券化的实施与操作起一定的积极的作用。

由于本人的水平有限，加之没有充分的研究时间，书中的不足与错误在所难免，希望业界同仁批评指正。

金郁森

2005年6月

目 录

第一篇 资产证券化概述

第1章 资产证券化的概念	2
第一节 概念的意义及本书视角定位	2
第二节 资产证券化界说	4
第三节 资产证券化的本质	10
第四节 资产证券化的特征	13
第五节 资产证券化的产生及其分类	18
第2章 资产证券化与其他金融工具的区别	26
第一节 与保理业务的联系与区别	26
第二节 与项目融资的联系与区别	28
第3章 资产证券化的价值分析	30
第一节 提高资本利用率	30
第二节 提高资产的流动性	31
第三节 提高融资过程的透明度	33
第四节 调整资产结构 转化资产风险	34
第4章 资产证券化的参与主体	36
第一节 发起人	36
第二节 SPV机构	38

第三节	投资人	44
第四节	资产管理人	45
第五节	文件管理人	47
第六节	信用增级人	48
第七节	信用评级机构	51
第八节	承销机构	52

第5章 资产证券化的基本流程 53

第一节	目标资产的确定	53
第二节	转移到SPV机构	55
第三节	证券化资产的信用评级	57
第四节	资产的信用增级	68
第五节	资产证券结构设计及其发行	74
第六节	资产证券化的融资结构安排	75
第七节	证券化资产的受托管理	83
第八节	资产证券化的二级交易	84
第九节	资产证券化项目的终结	85

第二篇 中国资产证券化专题问题分析

第6章 资产证券化的成本、收益问题分析 88

第一节	资产证券最低收益率标准问题	88
第二节	资产证券化的收益及其成本分析	90
第三节	投资者的收益分析	94
第四节	发起人和SPV机构的收益分析	95

第7章 税务问题 97

第一节	发起人纳税问题	98
第二节	SPV机构的税务问题	100
第三节	投资者的纳税问题	104
第四节	中国的资产证券化税务问题	105

第8章 资产证券化的风险问题	109
第一节 投资者风险的范围	110
第二节 证券化资产转让无效的法律风险	110
第三节 资产管理风险	114
第四节 信用增级主体的履约风险	117
第五节 融资结构系统风险	120
第六节 债务人提前还款风险	121
第七节 债务人违约风险	122
第八节 再投资风险	123
第九节 利率风险	124
第十节 资产证券化的跨国交易风险	125
第9章 证券化资产的真实销售问题	127
第一节 对发起人的追索权问题	128
第二节 发起人对SPV资产的赎回权	130
第三节 SPV机构对资产管理的独立性	131
第四节 证券化资产的优先权转让确认	132
第10章 境外资产证券化的问题	135
第一节 证券化资产的跨国转让问题	135
第二节 跨国资产证券化的资金混合风险	139
第三节 准据法、管辖法院及其司法执行问题	140
第四节 选择SPV机构的注册地	141
第五节 确定资产证券的发行地问题	143
第六节 外汇管制及其汇率风险的防范问题	144
第七节 在中国实施资产证券化的不利因素分析	145

第三篇 资产证券化的法律问题分析

第11章 美国资产证券化的法律制度简介	152
第一节 关于资产证券的判断标准问题	153
第二节 资产证券的注册要求及其豁免条件	154
第三节 SPV机构豁免监管问题	156
第四节 资产证券的发行注册豁免	158
第12章 资产证券化的中国法律分析	162
第一节 资产证券化各参与人之间的法律关系	163
第二节 中国实施资产证券化的一般性法律障碍	174
第13章 我国住房抵押贷款资产证券化所面临的问题 及解决方案	199
第一节 住房抵押贷款的跨时风险	199
第二节 住房抵押的权利范围问题	200
第三节 抵押期限与房产价值递减的关系问题	202
第四节 住房抵押贷款中执行难问题	204
第五节 房产抵押登记中存在的法律问题	206
第六节 抵押权的实现方式问题	207
第14章 汽车贷款证券化所面临的问题及解决方案 ...	209
第一节 汽车贷款抵押权的特征及其风险	209
第二节 证券结构问题	211
第三节 汽车贷款证券化资产管理人的确定	214
第15章 商业银行正常贷款资产证券化所面临的问题 及解决方案	216
第一节 商业银行正常贷款资产的特点	216
第二节 对公贷款资产证券化问题	217
第三节 个人自助贷款证券化的有关问题	220

第16章 商业银行不良资产证券化所面临的法律问题	
及其解决方案	225
第一节 SPV机构、资产管理问题	225
第二节 商业银行不良资产转移的法律问题	226
第三节 商业银行不良资产的融资结构问题	231
第四节 商业银行不良资产证券化资产管理中的法律问题	236

第四篇 中国资产证券化的产品设计

第17章 信托公司信托受让住房按揭贷款的证券化	
方案	242
第一节 选定目标资产	243
第二节 信用增级措施	244
第三节 与信托公司签订合作协议	246
第四节 受让证券化资产形成资产池	247
第五节 证券化资产的管理	249
第18章 以设立投资基金投资于住房按揭贷款的方式进行证券化	251
第一节 有关规定及其解决	251
第二节 发行货币市场基金的方式发放住房按揭贷款进行证券化的意义	253
第三节 投资于个人住房按揭贷款市场	254
第四节 商业银行管理混合货币市场基金项下住房贷款证券化资产的义务与权利	255
第五节 对剩余住房按揭贷款的归属原则	256
第19章 汽车贷款的资产证券化方案	257
第一节 信托公司信托受让的证券化方案	257

第二节 与基金管理公司合作发行混合货币市场基金的 方案	259
第20章 商业银行正常贷款的资产证券化方案	261
第一节 对公贷款的固定收益率的证券化方案	261
第二节 对公贷款资产支付浮动收益率的证券化方案	265
第三节 对新增对公贷款证券化方案	266
第四节 自助贷款资产证券化方案及其操作步骤	268
第21章 信用互换的贷款资产证券化方式	271
第22章 商业银行贷款证券化的承诺贷款	274
第23章 商业银行不良贷款资产的证券化方案	276
第一节 发行固定收益型方案	276
第二节 支付浮动收益型信托计划方案	277
第24章 物业租金资产证券化方案	280
第25章 对外应收款的资产证券化方案	282
第26章 理念型资产证券化方案	284
附 录 中国人民银行 中国银行业监督管理委员会	
《信贷资产证券化试点管理办法》	286
主要参考书目	299
后 记	301

第一篇

资产证券化
概述

第①章

资产证券化的概念

第一节 | 概念的意义及 本书视角定位

研究资产证券化，应从相关范畴体系的研究开始。因为概念是人类认识事物的过程中所形成的对某一事物的本质及其特征的概括，主要告诉人们某一事物是什么，它有哪些特征，与其他事物的区别在哪里，等等。它是人类认识客观事物的阶段性成果的语言表现形式。然而，由于宇宙空间的无限性和事物的多样性，人类对世界的概念化的认识只是冰山一角。概念只是人类在认识事物过程中，把阶段性的认识成果以一定的语言形式固定下来，并随着人类继续认识事物的需要又成为认识此事物或其他事物的前提性工具。由于人类认识事物进程的无限性，概念化的认识也无限地永不停止地发展。正是从这种意义上，概念只具有相对意义，是在相对意义上指导人类认识某一概念所指向的事物。

概念的相对性告诉我们，人类无法对概念化的认识给予过高的期望。概念只是人类认识事物的工具，仅在很小的意义上为人类的认识活动提供服务。因为人类自己认为确定无误的概念，其实永远也无法替代该事物的本真。所以，我们在对资产证券化这一新的事物进行概念化认识的进程中，无须执着于概念界定的是

非争论。无谓的争论只能误导人们偏离研究的重点和人类认知世界的真正目的。

作为有别于传统融资工具的资产证券化,产生于20世纪70年代的美国并在美国得到了长足的发展,使得美国的资本市场结构特征体现为强资本市场弱银行体系。2002年美国的商业银行贷款总量不过4万亿美元,仅占债券加股票市场组成的基础金融市场总余额的10%,而以住房抵押贷款支持证券(MBS)和资产支持证券(ABS)等资产证券产品却占债券发行总额的53%。在美国住房贷款中有55%~60%已经被证券化。资产证券化在1998年的澳大利亚证券市场上,标准普尔为澳大利亚和新西兰资产支持的MBS和ABS评级,1998年末已评级的资产证券存量共为468亿美元,其中56%是由住房抵押贷款支持的证券,21%是由金融资产支持,9%是公司的应收账款支持的,其余部分是由商用物业、信用卡和贸易应收款支持的证券。此后资产证券化也在英国以及其他欧洲大陆国家的大陆法系国家取得了普遍的认同和实施。

资产证券化之所以能够穿越国界、不同的法律体系的障碍,在不同的国家和地区以不同的形式得到实施,首先是学者、专家的研究与介绍的过程。因为资产证券化在向“非产地国家”移植的过程中,不但受制于异国不同的文化、金融习惯以及对新型融资工具的市场认知度等因素制约外,更受制于接受国的不同的金融法律制度。资产证券化是对债权及相关物权变动要求非常灵活、便利的金融工具,将其移植到债权及相关物权变动需要进行严格登记公示、对金融债权的转让更需要特别审批的大陆法系国家,首先遇到的难题便是银行资产作为金融资产能否转让给非金融机构,是否需要主管机关的审批,相关抵押物权转让如何进行变更登记,如抵押人不同意的情况下其转让登记是否有效,甚至是否能够办理转移登记,等等。一系列法律上的障碍和事实上的可行性都需要专家、学者的研究并提出解决方案。

基于以上的研究资产证券化的理由和目的,对资产证券化这一金融工具,不但作为产地国——美国的资产证券化,更是把它

当作一个抽象的事物进行分析和研究,认识它的本质、特征及基本的操作流程。同时,还要对美国资产证券化的具体的法律、政策给予必要的关注,以便了解资产证券化的生长、发展所必需的基本的法律环境,以利于研究出适合我国法律传统的资产证券化产品及提出相应的立法理念。而对以上内容的研究和考察首先需要对资产证券化的基本概念有一个基本的认识。因此,在一定的程度上,研究和界定资产证券化相关的一系列概念是研究资产证券化这一事物的必要前提。

第二节 | 资产证券化界说

自20世纪70年代初,隶属于美国政府的政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association,即GNMA)首次发行以住房抵押贷款支持的抵押担保证券(Mortgage-Backed Securities,以下简称MBS)以来,在长达三十多年的时间里,资产证券化不但在美国本土取得了长足的发展,现已走出美国本土,也为欧洲、亚洲和拉丁美洲国家的金融市场所接受。在以企业信用为支持的股票、债券等市场,因其没有“物”的担保而信誉扫地的今天,资产证券化以其证券投资收益的资产支持性(“资产的支持性”,在本书中是与资产的担保性在不同的意义使用,资产的担保性在法律意义上是债的保全方式,而资产的支持性,指的是投资者的收益和权益均与特定的证券化资产发生高度关联,是以特定的资产及其产生的收益为其投资收益的直接资金来源和担保),而飞速成为证券投资者所乐意接受的新的金融产品。

在深入分析资产证券化的一系列问题之前,有必要对其概念做一般性的描述,以便对认识对象能有一个概念性把握。但由于事物有其多面性的特征,很难以简约的语言把它概括或表述出