

Asset Securitization
The Practice in China

资产证券化

中国的实践

(第二版)

沈炳熙 著



面对来势汹汹的全球金融危机，中国的资产证券化实践说明了什么？
中国为什么要继续进行资产证券化试点？
中国的成功经验在哪里？
这是许多人希望了解的，也是本书所力图解答的。



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

F832.51
200939.2

P1

中国

资产证券化

中国的实践

(第二版)

沈炳熙 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化:中国的实践/沈炳熙著. —2版. —北京:北京大学出版社,
2013.11

ISBN 978-7-301-23409-9

I. ①资… II. ①沈… 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(2013)第256627号

书 名: 资产证券化:中国的实践(第二版)

著作责任者: 沈炳熙 著

责任编辑: 李 铎

标准书号: ISBN 978-7-301-23409-9/F·3781

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>

新浪微博: @北京大学出版社

电子信箱: law@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
出版部 62754962

印 刷 者: 三河市博文印刷厂

经 销 者: 新华书店

650毫米×980毫米 16开本 20.5印张 319千字

2008年10月第1版

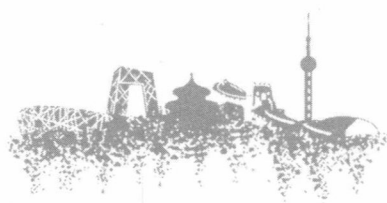
2013年11月第2版 2014年2月第2次印刷

定 价: 45.00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



Asset Securitization

The Practice in China

第二版前言

2008年10月本书第一版出版,至今已经五年了。在这段时间里,美国次贷危机加剧并引发了全球金融危机,而由于次贷危机和滥用资产证券化有关,人们开始对资产证券化进行反思,我国信贷资产证券化试点也受到影响,一停就是两年半。随着全球金融危机的退去,资产证券化的作用重新受到重视,2011年5月我国信贷资产证券试点得到重启。2012年5月17日,中国人民银行、中国银监会、财政部联合发出了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,标志着新一轮资产证券化试点进入实质性阶段。此后,近一年的时间里,国家开发银行等6家金融机构又发行了6单共228.52亿元信贷资产证券化产品,我国信贷资产证券化的实践正在继续向前推进。

实践的发展创造着新的经验,使我们能够以更宽的视野认识信贷资产证券化的意义和作用,也使我们能以更深刻的洞察力审视过去的经验,并创造出解决证券化过程中遇到的困难和问题的办法。为了把近几年来人们对证券化的反思、创造的新做法、新经验和过去的做法、经验进行对接、补充,进一步丰富本书的内容,为人们了解和研究我国信贷资产证券化试点的过程提供一份完整的素材,我在本书进行再版时,作了一些修改,着重增加了后续试点的情况。

尽管我已不在中国人民银行工作,不再直接参与新的信贷资产证券化试点工作,但我一直关心着这项试点的进展。当然,有关的情况主要得自中国人民银行同事的介绍。也正因为如此,感受就不如当年那么深切,分析研究的深度也会受到一定影响,若有不当之处,欢迎业内同仁批评指正。

中国的信贷资产证券化试点前后已经八年,且至今仍未结束。在我

2 资产证券化:中国的实践

国金融改革过程中,很少有一项改革试点经历这么长时间,这也从另一个侧面表明,资产证券化在我国的基础还不稳固,制度建设还不完善,市场的认可程度还比较低。毋庸置疑,试点多花一点时间,转为常态业务就能够更从容、更成熟。我们期待着这一天的早日到来。

沈炳熙

2013年9月1日

资产证券化是发展金融市场、 防范金融风险的重要举措

(代序)

自 20 世纪 70 年代后期美国开展住房抵押贷款证券化以来,信贷资产证券化在世界范围内迅速发展,并带动了非信贷资产的证券化。资产证券化产品已成为金融市场上最具活力的成熟产品。

资产证券化之所以能够得到如此迅速的发展,是因为它对于商业银行而言,能够加强经营管理、分散信用风险;在连通信贷市场与资本市场、促进资本市场发展等方面具有多重功能,能够发挥积极作用。

对商业银行而言,首先,信贷资产证券化为其解决资产负债期限匹配矛盾提供了一种重要的工具。商业银行通过贷款证券化,可以较好地解决资产长期化和负债短期化的矛盾,避免流动性风险,扩大长期资产的业务规模。其次,资产证券化也为信贷结构的调整提供了一种有效的工具。商业银行基于防范风险、增加收益等考虑,需要及时调整信贷的地区结构和行业结构。由于贷款的偿还是借贷双方事先约定的,银行不能随意提前收贷,存量调整难度很大;增量调整虽然容易,但每次调整的数量有限,所需时间较长。通过资产证券化,商业银行用出售贷款的资金重新发放贷款,能够较快实现调整目标。再次,资产证券化也有助于商业银行改变传统的经营模式。在新的形势下,以赚取存贷利差为主要营利手段的经营模式面临着重大挑战,发展风险低、资本压力小的表外业务成为商业银行的紧迫任务。资产证券化业务的开展,为商业银行在减少表内风险资产业务的同时增加表外的资产管理业务,开辟了一条新的营利渠道。

对金融市场的发展而言,信贷资产证券化为信贷市场和证券市场架

起了一座桥梁。贷款本来是信贷市场的产品,有些国家和地区甚至将贷款法定为银行类金融机构的垄断业务,通过证券化,信贷资产演变为资产支持证券,成为证券市场上富有活力的一种投资品种。因此,信贷资产证券化为证券市场的发展提供了新的投资选择,为信贷市场开辟了新的融资渠道。

此外,信贷资产证券化在识别、分散和防范金融风险方面也有着独特的作用。众所周知,信贷资产证券化有两个关键层面:一是“真实出售”,二是“风险隔离”。“真实出售”顾名思义,就是要真正卖出去,而能卖出去的资产必须是真实的。真实不能靠卖方(即原贷款人)自己说,而是需要买方(即证券化产品投资者)真正相信,这就需要具有公信力和专业水准的中介机构对用于证券化的信贷资产进行审计、对证券化的产品进行信用评级,这个过程实质上是风险识别过程。“风险隔离”有两层含义,一是“破产隔离”,即若卖方发生破产清算,已经证券化的那部分表外资产不能列为清算资产,而是归投资者(买方)所有;二是信贷资产一旦证券化了,除法律规定和信息披露内容的约定外,卖方亦不再承担相应的风险(包括信用风险、市场风险等)。因此,银行通过证券化出售信贷资产,在把信贷资产收益转让出去的同时,也把信用风险分散到众多机构投资者手中。此举对于银行防控风险的意义自不待言,从全社会看,虽然风险并不能消灭,但通过揭示风险、识别风险并由证券化产品的定价机制将风险分散到众多投资者手里,由众多投资者去管理风险,对于防范一个国家的系统性金融风险具有重大的意义。

2007年美国次贷危机的爆发,给资产证券化的发展带来了某些负面影响,一些人对资产证券化的作用产生了疑问。其实,次贷危机的根本原因在于房贷机构违反审慎原则发放住房抵押贷款,同时也与会计审计信用评级等中介机构未能尽职尽责、相关金融机构滥用信用违约掉期等结构性融资技术以及金融监管部门疏于监管有关。次贷危机给人们留下许多深刻的教训,值得我们认真研究,但把次贷危机和资产证券化简单挂钩的做法则是不可取的。

经国务院同意,中国人民银行会同有关部门于2005年3月开始进行信贷资产证券化试点工作。三年多来,通过政府部门和试点银行的共同努力,试点工作已经取得了丰硕的成果。国家开发银行、中国工商银行、

浦东发展银行、兴业银行成功发行了信贷资产支持证券,中国建设银行成功发行了住房按揭贷款支持证券。通过试点,初步建立了资产证券化的法律、税收、会计、外部审计、信用评级等制度框架和 workflows,积累了丰富的经验,奠定了中国资产证券化事业的良好开局。现在,需要认真总结经验,针对存在问题,从制度创新和完善上下工夫,使资产证券化产品成为我国金融机构的一项常态业务,成为我国金融市场上广受欢迎的产品。沈炳熙同志长期从事资产证券化理论研究并一直参与我国资产证券化的试点工作,在他的《资产证券化:中国的实践》一书付梓之际,荣蒙他的信任,应邀先读,受益匪浅。相信本书的出版,对读者了解我国资产证券化的历程、研究发展中的经验教训定有所裨益。衷心期盼有更多的人关心、支持和推动我国资产证券化事业。期盼通过各方面的共同努力,我国的资产证券化实践结出累累硕果。

上述理解与期盼,是为序。

A handwritten signature in black ink, consisting of three characters: '刘士余' (Liu Shizhou). The style is cursive and fluid.

2008 年 8 月

目 录

导 言	1
-----	---

第一部分 从研究到试点

第一章 前期研究	7
第一节 资产证券化概念的引入	7
第二节 运用性研究的开始	8
第三节 操作性研究的进行	10
第二章 六年试点	14
第一节 资产证券化的第一阶段试点	14
第二节 资产证券化的扩大试点	22
第三节 两年后的试点重启	29
第四节 资产证券化的立法研究	34

第二部分 制度建设

第三章 基本规则	39
第一节 信贷资产证券化的基本原则	39
第二节 发起机构与特定目的信托	45
第三节 特定目的信托受托机构	46

2 资产证券化:中国的实践

第四节 贷款服务机构	48
第五节 资金保管机构	49
第六节 保护投资人的权益	50
第七节 资产支持证券的发行与交易	52

第四章 抵押权变更 57

第一节 抵押权变更登记的重要意义	57
第二节 解决抵押权变更问题的基本思路	58
第三节 住房抵押权变更登记问题的解决	60

第五章 信息披露 63

第一节 信息披露的基本原则	63
第二节 信息披露的责任人	65
第三节 信息披露的主要内容	66

第六章 信用评级 72

第一节 证券化信用评级的特殊性	72
第二节 证券化信用评级的基本方法	74
第三节 证券化信用评级的管理	76

第七章 会计处理 79

第一节 资产“出表”的会计标准	80
第二节 特定目的信托的会计处理	84
第三节 其他证券化相关机构的会计处理	86

第八章 税收处理 90

第一节 关于印花税的免征	90
第二节 关于营业税的区别对待	92
第三节 关于所得税的征管	95
第四节 税收政策的进一步完善	98

第九章 监督管理 100

第一节 参与机构的市场准入管理	101
第二节 证券化过程中的风险管理	105
第三节 证券化项目的申报和审批	110

第十章 投资管理	115
第一节 不同投资者的特点	115
第二节 资产支持证券的投资状况	119
第三节 扩大投资者群体的措施	122

第三部分 证券化实例

第十一章 一般贷款证券化	129
第一节 一般贷款证券化发展较快的原因	129
第二节 ABS 的基本模式	131
第三节 国家开发银行的 ABS	133
第四节 其他银行的 ABS	139
第十二章 小企业贷款证券化	147
第一节 小企业贷款证券化的重要性	147
第二节 小企业贷款证券化需要关注的问题	149
第三节 浙商银行的小企业贷款证券化	153
第十三章 个人住房抵押贷款证券化	159
第一节 个人住房抵押贷款证券化的起因与困惑	159
第二节 RMBS 的基本交易结构	161
第三节 两单 RMBS 试点	163
第十四章 商用房屋抵押贷款证券化	171
第一节 商用房屋抵押贷款证券化的意义	171
第二节 商用房屋抵押贷款证券化的特点	174
第三节 民生银行的 CMBS 项目	176
第四节 CMBS 需要进一步研究的问题	185
第十五章 汽车贷款证券化	188
第一节 汽车金融公司的重要融资渠道	188
第二节 汽车贷款证券化必须解决的问题	190
第三节 上汽通用的汽车贷款证券化	194

第十六章 不良资产证券化	200
第一节 不良资产证券化的必要性	200
第二节 不良资产证券化的交易结构	202
第三节 资产管理公司的不良资产证券化	204
第四节 商业银行的不良资产证券化	209
第五节 尚需继续探索的问题	213
第十七章 企业资产证券化	216
第一节 企业资产证券化的意义	216
第二节 企业资产证券化的探索	219
第三节 企业资产证券化亟待解决的问题	222

第四部分 前景展望

第十八章 前景展望	229
第一节 资产证券化的巨大需求	229
第二节 证券化产品的广阔市场	232
第三节 资产证券化新局面的开创	233

第五部分 附录

附录一 相关政策制度	239
1. 信贷资产证券化试点管理办法	239
2. 财政部 国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知	250
3. 资产支持证券信息披露规则	252
4. 中国人民银行公告〔2005〕第15号	255
5. 中国人民银行公告〔2007〕第16号	256
6. 中国人民银行公告〔2007〕第21号	260
7. 中国银监会办公厅关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知	260

8. 中国人民银行 中国银行业监督管理委员会 财政部 关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知	262
附录二 本书作者相关论文	265
论文一 资产证券化:让更多的资产流动起来	265
论文二 资产证券化与金融改革	270
论文三 从投融资体系看资产证券化	287
论文四 次贷危机与证券化	293
论文五 关于我国开展不良资产证券化的几点认识	299
附录三 资产证券化大事记	310
第一版后记	313
第二版后记	315

导 言

信贷资产证券化是最近二十多年来世界上发展最快的一种结构性融资方式。以信贷资产可预见的现金流作基础,通过发行资产支持证券进行融资,是信贷资产证券化这种融资方式的核心。在证券融资方式中,信贷资产证券化开辟了一种既区别于股票融资,又区别于债权融资的新的融资方式。

信贷资产证券化也是金融机构分散信用风险的一种方式。对于拥有信贷资产的金融机构来说,信用风险的防范和处置从来就是一个很大的课题。信用风险是客观存在的,也是难以彻底消除的,因此,金融机构需要通过各种方式,把信用风险控制在可接受的范围内。以证券方式出售信贷资产,在让渡资产收益的同时也把信用风险从原来的资产所有者手里转让到众多投资者手里,虽然并没有消除信用风险,但因为在这个过程中对信贷资产进行了审计,对资产支持证券作了信用评级,使风险得到了充分的揭示,能够更有效地防范;同时,把信用风险从一家金融机构分散到众多投资人那里,从全社会看,提高了风险的抵御能力,降低了风险的危害程度。

信贷资产证券化是资产证券化的主体。资产证券化首先是从信贷资产证券化开始的。当年,美国开始的住房抵押贷款证券化,是为了解决长

期贷款和短期存款,即资产和负债期限结构不对称这一矛盾而创造出来的。同时,如前所述,信贷资产证券化还是分散信用风险的一种手段。因此,到目前为止,美国资产证券化产品中,住房抵押贷款证券化产品仍居首位。随着这种融资方式的进一步发展,用于证券化的资产范围在逐步扩大,从一般性的信贷资产到信用卡信贷,再从信贷资产到非信贷的资产,包括应收账款、收费权等也列入其内,近些年,甚至连知识产权都成为证券化的资产。证券化的资产之所以能够不断扩大,不仅因为许多资产具有可预见的现金流,还因为用这种方式融资,能够满足投融资各方对于信用安全、投资收益、融资成本等方面的要求。

20世纪90年代,资产证券化在世界上许多国家和地区都得到了发展。加拿大、墨西哥等美洲国家,日本、韩国、马来西亚及中国香港、台湾等亚洲国家和地区,英国、德国、法国等欧盟国家以及澳大利亚、新西兰,都先后开展了这项业务。当然,这些国家和地区经济发展水平不尽相同,法律制度不尽相同,证券市场发育程度不尽相同,因此,在开展这项业务时,具体做法也不尽相同。这些国家和地区资产证券化的实践,丰富了资产证券化的理论,拓宽了人们投融资的视野,促进了证券市场乃至整个金融市场的发展。

我国实际工作部门研究资产证券化的时间比较晚。1996年,我国房地产金融业务还处于它的初始阶段,房地产金融体系还未真正建立,为了推动房地产金融体系尽快建立,促进房地产金融市场健康发展,中国人民银行与香港金管局一起合作,举办了一期房地产金融培训班。香港金融界的朋友介绍住房金融市场时,首次谈到了住房金融二级市场的问题,谈到了住房抵押贷款的证券化。当时,虽然国内尚未就住房抵押贷款证券化展开广泛的讨论,但是住房贷款证券化这个概念,还是引起了人们的思索。特别是此后我国住房抵押贷款业务迅速开展,对住房抵押贷款证券化的研究提出了现实的需求。到了1999年,住房抵押贷款业务做得最早、业务量也最大的中国建设银行开始研究证券化。中国建设银行向中国人民银行提交了开展住房抵押贷款业务的申请,中国人民银行随即上报给国务院。2000年,国家开发银行也提出了开展信贷资产证券化的要求。虽然因为当时条件尚不成熟,没有立即获得批准,但此事引起了国务院领导的关注。2004年初,根据国家开发银行和中国建设银行的强烈要

求,中国人民银行和中国银行业监督管理委员会(以下简称银监会)联合上报了在国家开发银行和中国建设银行进行信贷资产证券化试点的请示。经多方论证,国务院同意两行进行信贷资产证券化试点。2005年3月21日,由中国人民银行牵头、由3个金融监管部门和其他6个部委组成的资产证券化部际协调小组宣告成立,同时宣布资产证券化试点开始。经过近九个月的艰苦努力,与信贷资产证券化直接相关的一系列制度基本建立,两家试点银行的准备工作基本就绪,2005年12月15日,随着开元2005年第一期信贷资产支持证券和建元2005年第一期个人住房抵押贷款支持证券的成功发行,我国信贷资产证券化试点取得了阶段性的成果。2006年,中国人民银行和中国银监会对信贷资产证券化试点的经验进行了全面的总结,信达资产管理公司和东方资产管理公司在中国国际金融有限公司和银河证券公司的参与下,对不良资产证券化进行了探索,并成功发行了信元、东元两单重整资产支持证券。2007年开始,新一轮规模更大的信贷资产证券化试点开始启动。到2008年5月底,共有8家金融机构发行了343亿元信贷资产支持证券。

在信贷资产证券化试点的同时,由一些证券公司组织的企业资产证券化活动也在展开。虽然这些资产证券化产品还不是十分规范,严格地说只能算是准资产证券化产品,但毕竟是在对资产证券化的一种探索。

资产证券化在我国已经实实在在地开展起来。实践中,也闯出了一条适合中国国情的发展之路。对于资产证券化在中国的实践,特别是在这一实践过程中的经验和教训,我们应该进行认真的总结,这既有利于指导下一步资产证券化的工作,也可丰富资产证券化的理论。本书的编写正是基于这一目的。当然,我国资产证券化的实践还在继续,我们现在的总结由于其时间上的局限性,具有阶段性的特点。但随着实践的发展,通过跟踪研究,我们对中国资产证券化的问题一定会有更加深刻而全面的理解。

由于本书是对我国资产证券化的实践经验进行总结,因此,作者并不想对我国资产证券化过程作简单的描述。本书不但要记叙资产证券化过程中的重大事件、采取的重要举措,更要阐述这些事件的背景、所采取措施的原因和作用。全书分五个部分,第一部分介绍我国资产证券化的前期准备和试点过程。这部分主要说明我国为什么会提出资产证券化,进