

# 金融稳定的周期性演变研究

## ——以资产证券化为分析视角

李佳 著

中国社会科学出版社

# 金融稳定的周期性演变研究

## ——以资产证券化为分析视角

李佳 著



中国社会科学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

金融稳定的周期性演变研究:以资产证券化为分析视角/李佳著.  
—北京:中国社会科学出版社,2016.5

ISBN 978-7-5161-8339-7

I. ①金… II. ①李… III. ①金融市场—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第123966号

---

出 版 人 赵剑英  
选题策划 刘 艳  
责任编辑 刘 艳  
责任校对 陈 晨  
责任印制 戴 宽

---

出 版 中国社会科学出版社  
社 址 北京鼓楼西大街甲158号  
邮 编 100720  
网 址 <http://www.csspw.cn>  
发 行 部 010-84083685  
门 市 部 010-84029450  
经 销 新华书店及其他书店

---

印 刷 北京金瀑印刷有限责任公司  
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂  
版 次 2016年5月第1版  
印 次 2016年5月第1次印刷

---

开 本 710×1000 1/16  
印 张 13.75  
插 页 2  
字 数 256千字  
定 价 52.00元

---

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社营销中心联系调换  
电话:010-84083683

版权所有 侵权必究

# 序

资产证券化是自 20 世纪 70 年代以来发展最为迅速的金融创新之一，并成为金融机构风险转移及流动性管理的重要工具。伴随着资产证券化创新的迅速发展，金融自由化进程也不断提速，金融危机爆发的频率不断加快，影响范围也不断扩大，尤其是 2008 年爆发于美国的次贷危机，不仅是本世纪前十年最重大的事件之一，更使美国经历了自大萧条以来最为严重的经济衰退。随着次贷危机迅速向全球性经济与金融危机的演化，以及 2010 年欧洲主权债务危机的出现，世界经济再次陷入衰退漩涡，国际金融体系也风雨飘摇，经济发展前景不容乐观。当前，对金融危机成因的各类解读中，一个较为普遍的认识即是：以资产证券化为主的金融创新，以及在此基础上出现的大量场外衍生性金融工具的过度发展，是导致本次金融危机爆发的重要原因。为此，资产证券化、系统性风险、金融稳定、宏观审慎监管等逐渐成为学术界和监管部门关注的焦点。

虽然资产证券化创新是引爆美国次贷危机的重要因素，但不可否认，它被公认为 20 世纪 70 年代以来全球最为领先、最为重要的金融创新技术之一。资产证券化的出现，通过金融制度、金融结构及金融市场的革新，促使金融要素重新整合，并打破了传统间接信用中介与直接融资市场的界限，丰富了金融体系“促进储蓄向投资转化”的服务渠道，成为拉动经济增长的重要力量。与此同时，资产证券化的创新，不仅使美国拥有了世界上最具深度和广度的金融体系，也使美国经济在“互联网泡沫”破灭以及“911 事件”之后，经历了长达近 6 年的稳定增长。由此可见，美国金融体系经历了一个典型的由稳定向不稳定演变的动态循环。从这一点来看，本书作者以资产证券化创新为分析视角，从资产证券化创新产品的特征、交易特点、基本功能等入手，深入分析其在金融稳定向金融“脆弱性”，再向金融不稳定，乃至金融危机动态演变中的驱动力，以深化关于

资产证券化对金融稳定周期性演变影响的认识，旨在实现金融体系稳定性为最终目标，可见本书的选题具有一定的理论及重要的现实意义。

资产证券化自诞生之后，就是一项饱受争议的金融创新技术。当然，仁者见仁，智者见智，若站在科学和理性的角度出发，我们不应过度褒扬或过度妖魔化资产证券化这项金融创新技术。与其他金融创新工具一样，资产证券化也具有“双刃剑”之特征。从“利”的一方来看，资产证券化所拥有的流动性管理、风险转移、监管资本套利等金融功能，是改善商业银行经营环境、提升商业银行风险管理能力的重要途径。同时从资产证券化诞生的时代背景来看，其正是迎合了美国储蓄贷款机构的“流动性困境”而出现的，并且作为一种有效的风险转移工具，其在对冲风险、风险分散、提高金融风险分担效率等方面也发挥了应有的作用。资产证券化之所以能够实现以惊人的速度扩张，与其在微观层面上各种有效金融功能的发挥是密不可分的。从“弊”的一方来看，尽管不能否认资产证券化在微观领域的积极作用，但如果从更加宏观的层面来剖析资产证券化的运作流程，无疑具有潜在的系统性风险隐患。当前，关于“资产证券化是本次系统性金融风险的重要原因之一”的观点已没有太大的争议，但需要强调的是，虽然资产证券化创新确实导致了资产价格泡沫、风险过度转移、内生流动性扩张及金融体系“杠杆化”等金融“脆弱性”因素出现，但不能将金融危机的根源归咎于资产证券化市场的发展，金融危机的深层次原因还是在于全球经济与金融体系的失衡，是本次经济长周期波动中历经“下行期”的必经之路。正因为如此，作者基于“从微观向宏观过渡”的逻辑思路，对资产证券化引导金融稳定周期性演变的路径进行深入剖析，并指出正是监管当局对资产证券化“宏观效应”的忽视，才导致系统性风险及金融不稳定的出现，应该说这种分析范式及结论还是较为客观的。

从研究内容上看，与一般的分析范式相同，本书作者的研究逻辑也是从资产证券化的产品交易特性、金融功能等微观范畴入手，但不同的是，本书不拘泥于资产证券化的微观特性，而是从金融稳定向金融“脆弱性”，再向金融不稳定，乃至金融危机演变的宏观路径为出发点，深入剖析资产证券化、系统性风险、金融稳定及宏观审慎监管之间的密切关系，对资产证券化引导金融稳定周期性演变的动态路径进行全面、系统的研究。与此同时，作者还采用大量的篇幅，在新常态背景下，以“金融功

能观”为视角探讨了我国资产证券化创新的内在需求，并基于维护金融稳定的考虑，构建了后危机时代针对资产证券化的监管框架，最后从参与主体、基本模式、基础资产、品种设计等方面，对我国资产证券化的创新思路提出了具体对策。这也是本书重要的实际价值所在。

当然，本书在相关内容方面也存在进一步充实或完善的地方。比如，在资产证券化风险预警机制构建的方面，在我国相关数据还不完善的情况下，如何对资产证券化导致的系统性风险进行评价？在促进我国资产证券化创新发展过程中，如何有效的、有针对性的借鉴发达国家资产证券化的创新经验与教训，从而在引导其发挥作用的同时有效的防范风险？但从整体来看，毕竟瑕不掩瑜，本书仍具有相当的理论价值和对策意义。

当前，我国金融业的发展还处于初级阶段，与发达国家相比，各类金融创新也较为滞后。自2012年5月重启信贷资产证券化试点后，政府部门对资产证券创新的支持力度不断加大，国务院在2015年5月的常务会议上还明确提出“进一步推进信贷资产证券化，以改革创新盘活存量资金”。同时，“供给侧改革”的推出，为商业银行实践金融支持实体经济提出了新要求，而资产证券化创新被认为是盘活资金存量、提高资源利用效率的有效途径，将为银行支持实体经济发展、降低社会融资成本提供动能。当前，国内经济正逐步进入“速度换挡、结构优化、动力转变”为主要特征的新常态阶段，经济下行压力凸显，在此背景下，我国商业银行发展资产支持证券的势头不可逆转。作为一项以信用风险转移为主要功能的金融创新工具，资产证券化对金融稳定的影响不容低估。因此，一方面，我们决不能因为资产证券化宏观效应的高风险性，而否定它的存在价值；另一方面，我们也要吸取资产证券化导致金融不稳定的经验教训。显然，充分借鉴发达国家资产证券化创新的历史经验，构建完善的监管框架，有效控制资产证券化的创新边界，我们才能充分发挥资产证券化创新的积极作用，这也是我们推进资产证券化创新应有的理念及态度，才能进一步把握好运用资产证券化创新来实现金融体系的稳定。



二零一六年三月二十日

# 目 录

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 第一章 导论 .....                     | (1)  |
| 第一节 研究背景及意义 .....                | (1)  |
| 第二节 研究思路及方法 .....                | (4)  |
| 一 研究思路 .....                     | (4)  |
| 二 研究方法 .....                     | (7)  |
| 三 创新之处 .....                     | (8)  |
| 第三节 结构安排 .....                   | (9)  |
| 第二章 相关理论基础及文献综述 .....            | (14) |
| 第一节 金融稳定的基本理论 .....              | (14) |
| 一 关于金融稳定内涵的讨论 .....              | (14) |
| 二 金融稳定的相关理论 .....                | (16) |
| 第二节 资产证券化的相关理论 .....             | (23) |
| 一 资产证券化的概念及内涵 .....              | (23) |
| 二 资产证券化的主要参与者及运作流程 .....         | (26) |
| 三 资产证券化的功能 .....                 | (31) |
| 四 资产证券化的主要品种 .....               | (33) |
| 第三节 资产证券化与金融稳定关系的相关文献 .....      | (47) |
| 一 资产证券化对资产均衡价格波动的影响 .....        | (47) |
| 二 资产证券化对流动性的影响 .....             | (50) |
| 三 资产证券化的风险转移和扩散机制 .....          | (52) |
| 四 关于资产证券化对金融稳定影响的其他观点 .....      | (53) |
| 第三章 金融稳定性的维护:基于资产证券化创新及发展的视角 ... | (54) |
| 第一节 资产证券化运作机制对金融稳定的维护 .....      | (54) |

|                                             |      |
|---------------------------------------------|------|
| 一 资产证券化运作机制的本质:一种新型“信用中介” .....             | (55) |
| 二 资产证券化发挥“信用中介”功能的具体形式:期限转换<br>和流动性转换 ..... | (57) |
| 第二节 资产证券化基本功能对金融稳定的维护 .....                 | (58) |
| 一 资产证券化增加流动性功能对金融稳定的维护 .....                | (59) |
| 二 资产证券化风险转移功能对金融稳定的维护 .....                 | (60) |
| 第三节 从美国市场看资产证券化对金融稳定的维护 .....               | (61) |
| 一 美国资产证券化发展历程——以住房抵押贷款证券化<br>为例 .....       | (62) |
| 二 次贷危机前美国金融市场发展概况 .....                     | (68) |

#### 第四章 资产证券化的产品交易特性:金融稳定出现“脆弱性”

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 因素的主要原因 .....                    | (72) |
| 第一节 资产证券化的产品交易特性 .....           | (72) |
| 一 资产证券化的产品特性 .....               | (72) |
| 二 资产证券化的产品交易特性 .....             | (74) |
| 第二节 资产证券化产品交易中存在的“脆弱性” .....     | (77) |
| 一 资产证券化基础资产存在的问题 .....           | (77) |
| 二 资产证券化存在一系列委托—代理问题 .....        | (77) |
| 三 资产证券化信用评级存在的问题 .....           | (78) |
| 四 资产证券化监管存在的问题 .....             | (80) |
| 第三节 资产证券化基本功能导致的“脆弱性” .....      | (81) |
| 一 资产证券化“增加流动性”功能导致的“金融脆弱性” ..... | (82) |
| 二 资产证券化“风险转移”功能导致的“金融脆弱性” .....  | (86) |

#### 第五章 资产证券化导致金融脆弱性转化为金融不稳定的主要

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| 途径 .....                    | (94) |
| 第一节 资产证券化导致金融不稳定的总体概览 ..... | (94) |
| 一 资产证券化导致了风险的转移和扩散 .....    | (94) |
| 二 资产证券化导致流动性的过度扩张 .....     | (96) |
| 三 资产证券化导致了流动性危机的扩散 .....    | (97) |
| 四 资产证券化导致了投资者对高风险的偏好 .....  | (97) |

|                                            |              |
|--------------------------------------------|--------------|
| 五 资产证券化导致金融不稳定的具体案例——基于美国<br>金融危机的分析 ..... | (98)         |
| 第二节 资产证券化影响金融稳定的简化模型 .....                 | (106)        |
| 一 证券化市场与房地产价格反馈的模型 .....                   | (106)        |
| 二 房地产与证券化市场的价格反馈机制 .....                   | (112)        |
| 三 房地产与证券化市场的价格反馈机制的实证分析 .....              | (114)        |
| 第三节 资产证券化导致金融不稳定的实证分析 .....                | (116)        |
| 一 资产证券化对金融机构杠杆率影响的实证分析 .....               | (116)        |
| 二 资产证券化对金融市场流动性影响的实证分析 .....               | (122)        |
| <b>第六章 金融稳定背景下资产证券化监管框架的构建 .....</b>       | <b>(135)</b> |
| 第一节 资产证券化监管方式转变的必要性:基于金融<br>稳定的考虑 .....    | (135)        |
| 一 资产证券化的风险特征极其复杂且难以计量 .....                | (135)        |
| 二 资产证券化使传统融资中介和资本市场的联系更加<br>紧密 .....       | (136)        |
| 三 资产证券化基本功能存在很大的风险隐患 .....                 | (136)        |
| 四 资产证券化投资者的高杠杆性对金融稳定带来了严重<br>影响 .....      | (137)        |
| 第二节 关于资产证券化监管缺陷的讨论 .....                   | (137)        |
| 一 关于资产证券化监管缺陷的第一个维度:微观审慎<br>监管的偏差 .....    | (138)        |
| 二 关于资产证券化监管缺陷的第二个维度:宏观审慎<br>监管的缺位 .....    | (138)        |
| 第三节 资产证券化监管的改进:强化宏观审慎监管 .....              | (139)        |
| 一 资产证券化宏观审慎监管的主要目标 .....                   | (140)        |
| 二 资产证券化宏观审慎监管的基本框架 .....                   | (140)        |
| 第四节 资产证券化监管框架的构建 .....                     | (143)        |
| 一 资产证券化监管主体的确定 .....                       | (143)        |
| 二 资产证券化监管框架的构建——微观审慎与宏观<br>审慎的有机结合 .....   | (144)        |

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| <b>第七章 金融稳定背景下我国资产证券化创新的内在需求</b>  | (146) |
| <b>第一节 资产证券化的发展有利于银行体系转移风险</b>    | (146) |
| 一 住房价格过度上涨给消费者、投资者和开发商带来的<br>风险   | (146) |
| 二 住房价格上涨给商业银行带来的风险                | (148) |
| 三 我国住房价格上涨导致风险上升的实证分析             | (150) |
| <b>第二节 资产证券化创新有利于商业银行提高流动性</b>    | (154) |
| <b>第三节 资产证券化创新是完善资本市场的需要</b>      | (155) |
| 一 资产证券化创新有利于完善资本市场结构              | (155) |
| 二 资产证券化创新有利于完善债券市场的结构             | (156) |
| 三 资产证券化创新有利于拓宽资本市场中的投资渠道          | (156) |
| 四 资产证券化创新可以解决我国金融市场的功能错位<br>及割裂状况 | (157) |
| <b>第四节 资产证券化创新有助于货币政策高效传导</b>     | (157) |
| 一 多层次金融市场逐渐形成                     | (158) |
| 二 金融中介机构的迅速发展                     | (158) |
| 三 金融市场的法律环境初步完善                   | (159) |
| <b>第五节 美国资产证券化发展经验对我国的启示</b>      | (159) |
| 一 必须要有政府部门的大力支持                   | (159) |
| 二 资产证券化市场的发展离不开良好的市场环境            | (159) |
| 三 资产证券化的模式选择要以市场客观条件为基础           | (160) |
| 四 资产证券化的发展必须要坚持市场化的原则             | (160) |
| 五 其他若干启示                          | (160) |
| <b>第八章 金融稳定背景下我国资产证券化创新的模式选择</b>  | (163) |
| <b>第一节 资产证券化基本模式的选择</b>           | (163) |
| 一 我国资产证券化基本模式之争                   | (163) |
| 二 我国资产证券化模式的现实选择                  | (166) |
| <b>第二节 资产证券化市场参与主体的设计</b>         | (169) |
| 一 特设目的机构(SPV)的模式选择                | (169) |
| 二 资产证券化相关服务机构的模式选择                | (170) |
| 三 我国资产证券化发行主体及投资者的选择              | (172) |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| 第三节 基础资产构建的理论基础——投资组合理论 ..... | (173) |
| 一 基础资产构建的理论基础——投资组合理论 .....   | (173) |
| 二 基础资产池的构建标准 .....            | (177) |
| 第四节 资产证券化信用评级和信用增级体系的创建 ..... | (179) |
| 一 我国发展信用评级体系的必要性分析 .....      | (179) |
| 二 关于信用评级对资产证券化的作用 .....       | (180) |
| 三 我国资产证券化信用评级体系的设计 .....      | (181) |
| 四 我国资产证券化信用增级体系的构建 .....      | (191) |
| 第五节 资产证券化的品种设计 .....          | (193) |
| 一 我国资产证券化发展初期的品种选择 .....      | (193) |
| 二 我国资产证券化品种的长期选择 .....        | (194) |
| 第六节 构建资产证券化的风险预警机制 .....      | (195) |
| 参考文献 .....                    | (198) |
| 后记 .....                      | (209) |

# 第一章

## 导 论

### 第一节 研究背景及意义

金融稳定是指一种具体的金融状态，在这种状态下，金融体系可以有效地实现资源配置、管理和评估金融风险，并吸收外部冲击。而所谓的金融不稳定，即金融机构挤兑或资产价格波动损害了金融体系的正常运行，并通常以流动性紧缩和风险积累与扩散等形式表现出来。目前，在“金融是现代经济核心”的背景下，维护金融体系的稳定性显得极其重要。自 20 世纪 70 年代后期以来，频繁爆发的金融危机使金融稳定逐渐成为各国政府，乃至国际金融领域的重要议题之一，全球性经济组织和各国中央银行也纷纷组建相应的金融稳定部门，比如：国际清算银行（the Bank of International Settlements, BIS）成立了金融稳定研究所（Financial Stability Institute, FSI）和金融稳定论坛（Financial Stability Forum, FSF），力图帮助全球金融监管机构强化金融系统，通过金融监管的深层次合作促进金融体系稳定的实现；国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）自 2002 年开始平均每半年公布一次全球金融稳定报告，试图对全球金融市场的动态变化及系统性风险进行评估，这对维护全球金融稳定和推动成员国的经济持续增长发挥了积极作用。但 2007 年爆发的美国次贷风波，并由此引起的全球性金融危机再次将金融稳定问题推上风口浪尖。2009 年，在伦敦召开的二十国集团峰会上成立了新的金融稳定委员会，力求取代国际清算银行的金融稳定论坛，并配合国际货币基金组织识别和报告各国的宏观经济运行及系统性风险，同时提供相应的对策建议。由此可见，随着经济全球化和金融自由化的不断发展，即使不出现大范围的金融危机，小范围的、区域性的金融不稳定也会频繁出现（比如 2009 年的欧洲

主权债务危机),因此金融稳定和系统性风险将逐渐成为学术界和实务界关注的重要议题,从金融改革实践来看,以防范系统性风险和维护金融稳定为目标的宏观审慎监管也成为各国监管改革的主要取向。对于我国而言,在经济新常态背景下,宏观经济逐步进入中低速增长区间,并且在利率市场化改革不断推进、互联网金融和资本市场迅速发展的态势下,传统的、以银行为主导的金融体系将面临“金融脱媒”的严峻挑战,整个金融体系的融资结构将发生巨大变化。同时,在“三期叠加”<sup>①</sup>的影响下,传统融资中介——商业银行的业务模式、经营模式、盈利模式和风险管理理念都将受到一定冲击,为此,防范金融体系可能的系统性风险,维护金融稳定将是未来决策当局关注的重要方向。

自20世纪70年代以来,全球资本市场开始了一场以自由化、机构化和全球化为主旋律的深刻变革,这场变革掀起了资本世界的三大浪潮,即金融机构的合并浪潮、金融业务的融合浪潮、资产融资证券化浪潮。其中,资产证券化被誉为全球最为领先、最为成功的金融创新技术之一,并代表着全球金融业的发展方向。资产证券化的出现,不仅可以降低借款者的融资成本、优化金融资源的配置、转移金融风险以及增强金融体系中的流动性,还打破了传统金融中介和金融市场的界限,导致对冲基金、养老基金、私人股权公司等新型金融机构出现,是国际资本市场中发展最快、规模最大的金融创新之一,并出现了多种证券化产品,以及在证券化中再次证券化的衍生产品。以美国金融市场为例,在次贷危机爆发之前,美国资产支持证券(Asset-Backed Security, ABS)的规模从1996年的1000多亿美元扩张至2007年的7000多亿美元。当前,资产支持证券(Asset Backed Securitization, ABS)和抵押贷款支持证券(Mortgage-Backed Securitization, MBS)的市场余额已经超过国债<sup>②</sup>,成为美国资本市场最为重要的投资工具之一。资产证券化的出现,通过金融体系结构和金融制度的变革,促进金融要素的重新配置和优化,帮助美国拥有了世界上最具深度和广度的金融市场,并使美国经济在“互联网经济泡沫”破灭及“9·11事件”之后经

① 三期叠加:1. 增长速度换挡期,是由经济发展的客观规律所决定的。2. 结构调整阵痛期,是加快经济发展方式转变的主动选择。3. 前期刺激政策消化期,是化解多年来积累的深层次矛盾的必经阶段。

② 美联储网站数据显示,截至2014年底,仅政府国民抵押协会、联邦国民抵押协会及联邦住房抵押贷款公司三大机构发行的MBS产品规模已接近2万亿美元。

历了长达近6年的稳定增长。但自2007年美国次贷危机的爆发,使资产证券化这一全球最为成功的金融创新工具饱受争议。由此可见,美国金融体系经历着一个典型的由稳定向不稳定演变的动态循环。在此周期中,金融结构不断变迁,流动性周期不断更迭,而驱动这种变革的根本力量就是以资产证券化为主的金融创新(李佳,2013)。

总之,从历史的逻辑来看,资产证券化创新主导了金融体系由银行主导阶段向市场主导阶段,进而再向证券化阶段的演变(张超英,2013)。若以美国金融市场的变化趋势为例,以资产证券化为主的金融创新是导致金融体系由稳定向脆弱性,再向金融不稳定,乃至金融危机演变的重要驱动力。从后危机时代学术界的研究情况来看,关于资产证券化的研究逐渐向宏观角度转变,大多数学者均认为正是由于资产证券化的过度创新,以及基本功能的滥用导致系统性风险和金融不稳定产生,同时关于资产证券化对系统性风险和金融稳定的影响也逐渐成为学术界关注的焦点之一。但从相关研究文献来看,关于在金融稳定周期性演变的动态路径中资产证券化的运作机制到底起了何种作用,学术界还未形成一个完整思路。从理论上讲,金融体系由稳定向脆弱性,再向金融不稳定性,乃至金融危机的动态演变中,系统性风险肯定也经历着形成、潜在积累、爆发及传导的周期性过程,同时在两者的周期性动态变化中,流动性也必定秉承一定的周期性波动。在这三种周期性叠加过程中,作为金融创新的驱动力——资产证券化的参与主体、基础资产、基本功能、信用评级等到底扮演什么样的角色,学术界还没有形成系统的逻辑体系,实证研究更是落后。因此,从理论上讲,以资产证券化创新为分析视角,探讨金融体系由稳定向金融脆弱性,再向金融不稳定,乃至金融危机周期性演变的动态路径是本书研究的出发点,也是本书研究的理论意义。

与西方国家相比,我国资产证券化创新较为滞后,但长期以来一直是学术界关注的焦点(宣昌能、王信,2009)。2012年,我国重启了停滞近四年的信贷资产证券化试点。自此之后,多家商业银行相继推出信贷资产证券化产品,基础资产也不断多元化,从传统的对公贷款到小额消费贷款,再到个人住房抵押贷款,这意味着我国资产证券化正逐步迈向快速发展通道<sup>①</sup>。2015年

<sup>①</sup> 2013年7月,国务院明确指出要“逐步推进信贷资产证券化常规化发展”,同年8月,国务院常务会议决定进一步扩大信贷资产证券化试点,这为资产证券化的发展奠定了政策基础。

4月3日,中国人民银行发布公告称,已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册,并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券,这标志着我国资产证券化银行间和交易所两大市场彻底告别审批制。可见,我国资产证券化市场将迎来“黄金时代”。从美国金融市场的发展经验来看,健康发展的资产证券化对于提高资源配置效率和完善一国金融体系具有重要意义,同时资产证券化的过度创新也会引起系统性风险和金融不稳定。因此,我们需要对美国这种最具广度和深度的资产证券化市场进行研究,从宏观角度深入把握资产证券化的基本功能以及未来的监管改革方向,为我国资产证券化的常规化发展提供经验借鉴。此外,对于我国当前经济新常态的特征,推动资产证券化创新,能使金融体系更有效地面对利率市场化、金融脱媒、资产价格泡沫以及债务杠杆率过高等问题,同时也要防止资产证券化创新过程中对金融稳定的不利影响,以及潜在的 systemic 风险,并构建与之相匹配的监管框架,这些问题将是本书研究的现实意义。

## 第二节 研究思路及方法

### 一 研究思路

在相关理论及文献综述的基础上,通过整理发达国家(尤其是美国)资产证券化的发展历程及其在次贷危机和金融危机中的作用,本书探讨了资产证券化引导金融稳定向金融脆弱性,再向金融不稳定的演变路径,在此基础上,探讨后危机时代,在基于金融稳定的目标下,资产证券化监管框架的构建思路。最后,针对我国的现实情况,对在维护金融稳定背景下,我国资产证券化创新的基本模式进行研究。从研究思路来看,本书的逻辑体系分为如下几个方面:

第一,本书的研究对象为两个,即资产证券化与金融稳定,本书试图考察它们之间的相互关系及作用,主要是资产证券化引导金融稳定周期性变化的主要作用及途径,在此过程中也包括系统性风险的情况(见图1.1)。

第二,本书的研究对象以资产证券化引导金融稳定或系统性风险的周期性演变为基准,针对次贷危机中资产证券化监管存在的一系列缺陷,结合微观审慎监管和宏观审慎监管,构建基于金融稳定的资产证券化监管框

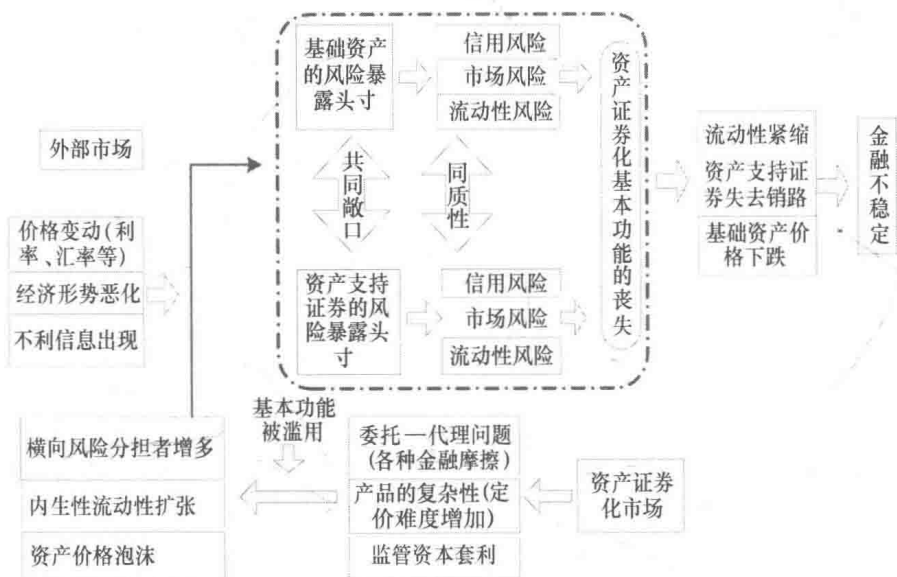


图 1.1 资产证券化引导金融稳定或系统性风险演变的简单路径

注：图中下半部分从右至左显示了系统性风险的形成及积累，上半部分从左至右显示了系统性风险的爆发及传导。

架；此后，针对我国逐步进入“新常态”的宏观经济背景，结合资产证券化的基本功能，探讨我国资产证券化创新的基本模式。

在一定理论讨论的基础上，本书重点讨论了资产证券化引导金融稳定周期性变动的主要路径，并着重探析金融稳定目标下资产证券化监管框架的构建思路，以此对我国资产证券化的创新路径提供对策。

本书基于如下思路（见图 1.2）展开研究：

**提出问题：**在我国经济新常态背景下，金融转型和经济发展需要资产证券化创新给予支持，这也迎合了我国资产证券化加速试点的情形（**理论与现实依据**）：梳理资产证券化与金融稳定的相关理论，并对发达国家资产证券化创新的经验进行分析（**分析问题**）：探索资产证券化引导金融稳定向金融脆弱性因素转变、金融脆弱性因素向金融不稳定转变的主要路径（**解决问题**）：提出在后危机时代，基于金融稳定目标下，结合微观审慎监管和宏观审慎监管构建资产证券化的监管框架，并结合我国的基本情况，探讨我国资产证券化创新的基本模式（**最终目的**）：构建适应经济新常态的资产证券化体系，使之更有效地服务于实体经济。

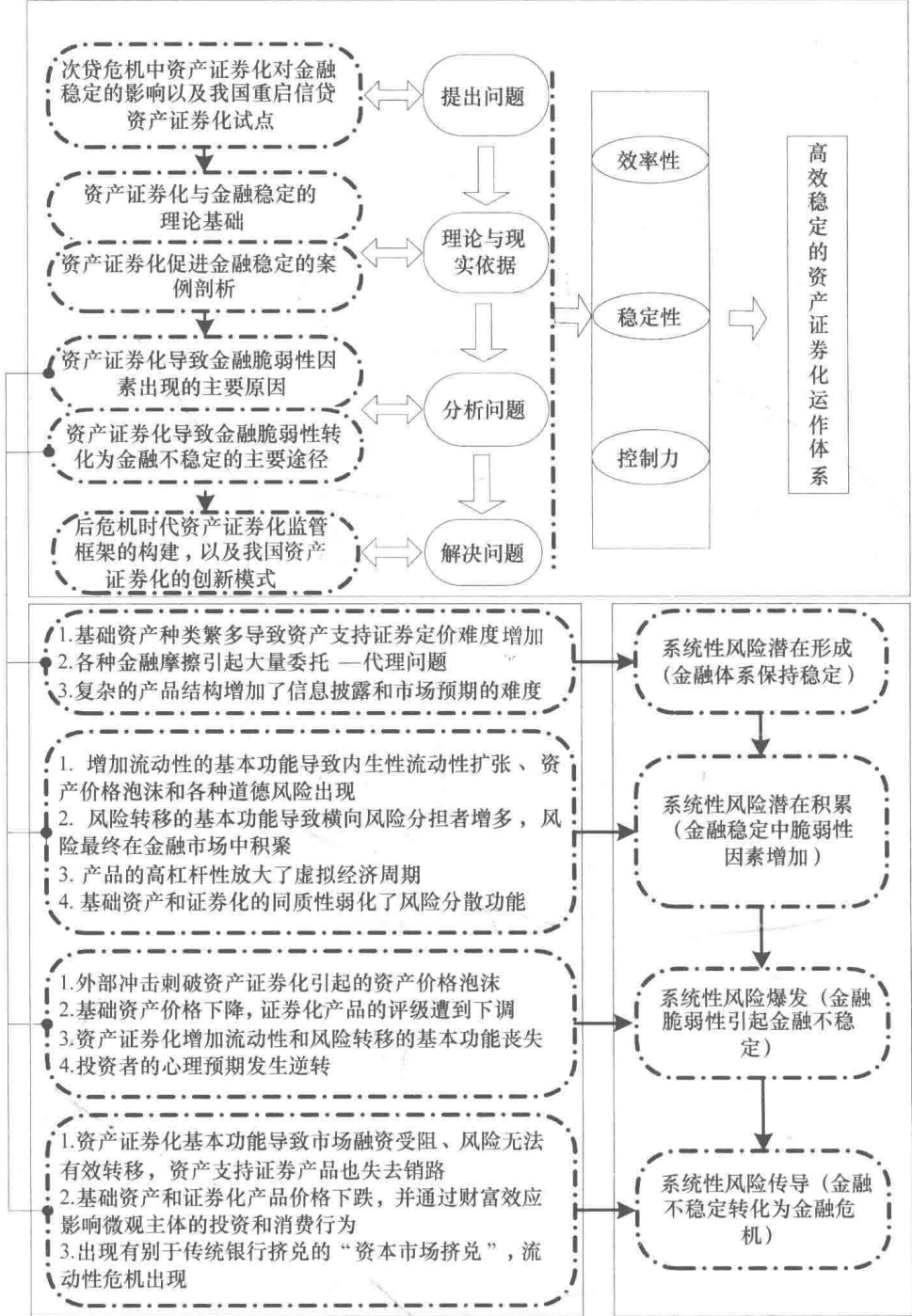


图 1.2 本书研究的基本思路及逻辑框架