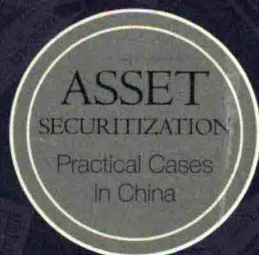


资产证券化

国际借鉴与中国实践案例



郑磊◎编著

具有国际视角
综合券商、银行等金融机构实践案例

资产证券化领域
最新、最全面的本土化的实践指导书



机械工业出版社
China Machine Press

资产证券化

国际借鉴与中国实践案例

郑磊◎编著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化: 国际借鉴与中国实践案例 / 郑磊编著. —北京: 机械工业出版社, 2014.10

ISBN 978-7-111-48248-2

I. 资… II. 郑… III. 资产证券化—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 236474 号

本书的最大特色在于介绍资产证券化的中国实践应用状况,特别是汇聚了数十个中国券商与银行业的成功资产证券化案例和周边国家/地区的实践经验,对于指导中国企业、机构投资者、银行券商等融资机构开展资产证券化业务有实际指导意义。作者具有香港和内地资本市场近 10 年工作经验,在投行和商业银行联动业务方面卓有建树,在境外一级市场承销、夹层融资、跨境金融、资产管理方面多有成功案例。本书将成为资产证券化领域至今为止最全面覆盖大中华地区的本土化资产证券化案例实践指导书。

资产证券化: 国际借鉴与中国实践案例

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 程 琨

责任校对: 殷 虹

印 刷: 北京天宇万达印刷有限公司

版 次: 2014 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm×242mm 1/16

印 张: 21.75

书 号: ISBN 978-7-111-48248-2

定 价: 80.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东



序言

资产证券化：被誉为炼金术的融资利器

打造多层次资本市场的说法提出已经有很多年了，债券市场近年来方兴未艾，固定收益类产品日渐受到投资者青睐。而资产证券化，这个曾露出苗头就被次贷引发的全球金融危机吓退回去的融资利器，不仅成为金融资本界的热门话题，2014年还明显加速。国务院和监管机构多次发文推动国内资产证券化的发展。

资产证券化在中国还处于起步阶段，随着银行信贷资源的日益紧缺，股权投资和退出渠道尚未解决堰塞湖现象，打造多层次资本市场的一个重点领域就是结构化融资和资产证券化。这一领域在欧美已经相当成熟，而中国在借鉴过程中也充分意识到了风险控制的必要性和重要性，预计资产证券化将会在国内稳健快速推进。

资产证券化的概念从字面上看就非常具有想象空间。资产包括流动和非流动资产，前者具有流动性，可以变现，因此一般来说资产证券化通常关注的是后者，但不限于此。盘活固定资产，将其价值发掘变现，这只是一个方面。另一方面是将未来能产生现金流的资产当下就兑现，这种做法就是“今天先花明天的钱”。对于企业而言，这样做可以极大地改善融资结构，提高资金效率和股东权益回报率，推动收入和利润的快速增长。对于一般实业类企业，借助传统的信贷融资总会达到无法突破的天花板，可能是因为负债率太高、抵押担保物不足。而在内地的股权融资市场极不发达，在上市只是一条

羊肠小路的情况下，资产证券化提供了不高于银行信贷成本、不会提高负债率的新型融资工具。

资产证券化是舶来品，美国是较早的实践者。而最早的美国证券化产品是房地产抵押贷款支持证券（MBS），之后才发展出一般资产支持证券（ABS）。最早的受益者是银行（包括商业银行和投资银行），然后才扩展到一般企业。美国最早出现的是个人住房抵押贷款的证券化产品（RMBS），之后扩展到商业房产抵押贷款的证券化的产品（CMBS），这些是美国资产证券化初期的产品。后来用于证券化的资产范围扩展到汽车贷款、学生贷款、设备贷款、厂房贷款、房屋权益贷款和信用卡账款等，这些基本都是银行资产负债表上的资产。因此最大的受益者是商业银行，它可以让资产出表，不再计入风险资产，从而提高资本充足率，而且有效降低银行的资产负债期限错配风险。美国资产证券化的高潮以债务担保证券（CDO）的大量发行为标志，美国资产证券化产品市场总量从1980年的1108亿美元上升到2007年的11.1万亿美元，翻了约100倍，投行作为更大的受益者，最终导致市场走向癫狂无序，引爆了次贷危机。

2005年8月中金联通收益计划、2005年12月开元信贷资产支持证券（第一期）和建元2005年个人住房抵押贷款证券化信托资产支持证券（第一期）的成功发行，拉开了资产证券化的大幕。2004年8月证监会推出第一个试点项目——中金公司中国联通CDMA网络租赁费收益计划，后来由于受到金融危机影响，监管层叫停了试点期间的产品发行，直到2012年5月，银监会和央行才重新启动信贷资产证券化。2013年2~3月间，证监会发布了《证券公司资产证券化业务管理规定》，标志着企业资产证券化重新启航。

国内资产证券化已形成三种模式，分别是央行和银监会主导的信贷资产证券化、证监会主导的企业资产证券化和银行间交易商协会主导的资产支持票据（ABN）。资产类别包括银行贷款、市政工程、租赁资产、水电气资产、路桥收费和公共基础设施等。最低融资规模8000万元，而且大多数是在5

亿元以上，融资期限在 1.5 年以上，以 3 ~ 5 年为主。预期收益率 3% ~ 5%，而融资总成本接近或略低于银行贷款。

中国资产证券化因为与欧美法系上的区别，在法律、会计处理方面还有欠缺，监管方面的审查周期较长，单项计划规模要求较大，交易成本高，但相比无法突破的银行信贷条件和遥遥无期的上市融资，仍是一个相对较有优势的融资渠道。加之，有了前车之鉴，中国的资产证券化可以侧重从一般企业资产起步，以为实业企业提供融资为主要目的，抑制投机，相信中国的资产证券化之路会更为顺畅。实业类企业应该学习和利用这一工具，使其为企业快速发展提供强大动力。面对流动性过剩和经济结构转型，李克强总理提出了搞活存量贷款的号召，而信贷资产证券化显然是最重要的一种工具。中国还可以借鉴欧洲的经验，将其作为中小企业融资的重要突破口。有专家预测，中国资产证券化市场的容量在数十万亿元，这一被业界视为“中国金融市场最后一块大蛋糕”的创新金融产品正向我们快步走来。

本书内容整体分为两大部分：理论和实务。理论部分包括第一~五章，实务部分包括第六~十章，最后一章提出发展资产证券化的建议。由于中国资产证券化的法律基础与欧美传统意义上的资产证券化不同，在理论方面的差别较明显，前者可以视为广义的或者“类资产证券化”，而后者是狭义的原汁原味的资产证券化。所以我们先简要介绍狭义的传统资产证券化理论和发展过程，然后说明中国资产证券化与其差异之处，重点介绍中国资产证券化的理论架构和方法流程。在实务部分，根据中国资产证券化的实践特点，分为信贷资产证券化（包括不良信贷资产）、一般企业资产证券化（券商系）、类资产证券化（如 ABN），另外将跨境和离岸资产证券化作为一个单独章节，汇集了 15 个不同时期、不同行业、不同种类和特点的案例，并对同类典型案例做了专业点评。为了让读者更好地了解国外资产证券化实践的经验教训，本书第十章专门介绍了周边国家和地区（分为欧美、日韩、澳大利亚、港澳台）的资产证券化发展情况和实务案例。作者希望能够竭尽所能，博采众长，

为读者提供一本至今为止最详尽的主题聚焦中国资产证券化理论和实务，并提供国际借鉴的指南。然而受限于自身水平和能力，以及资料的可得性，这个尝试未必能够达到预期效果。以资产证券化发展速度来看，本书内容很快就需要更新。本书内容是在国内学者和业内人士研究实践的基础上总结而成，作者参阅了各种研究报告和论文，难以一一列明，在此一并致谢，除正文中注明引用出处之外，其他可见书后的参考文献。更有一些资料来自网络和内部报告，来源或作者难免出现张冠李戴以及引述错误，还请谅解，作者文责自负。感谢本书的策划编辑顾煦先生，得到他的鼓励 and 大力支持，我才在翻译扈企平（Joseph Hu）博士的《资产证券化：理论与实务》之余，不惮见笑于方家，写作此书，希望能够与前书一起，为国内读者和业内人士提供一套能够较完整地涵盖美国和中国的资产证券化实践的指南。还要感谢赵晓菲、王盛、贾宏杰、陈柳翀、刘淑婧、丁珺、王泽基等朋友的大力支持和帮助，责任编辑程琨的辛勤工作，使得这本书赶在甲午年问世。感谢家人对我的无条件支持，使我在漂泊投行江湖之余，能全力投入自己热爱的理论结合实践研究工作中。对于本书疏漏错误及不足，欢迎指正。

郑磊

2014年6月于九龙名人寓所



目录

序 言

第一部分

资产证券化理论基础

第一章 结构化融资和资产证券化的缘起与发展 2

第一节 资产证券化开辟企业融资新通途 3

第二节 中小企业和大企业融资的区别 15

第三节 资产证券化的发轫 28

第四节 中国的资产证券化实践和意义 36

第二章 结构化融资理论体系 53

第一节 广义的结构化融资和资产证券化 53

第二节 资产证券化的标准理论框架 65

第三节 中国资产证券化实践与标准理论体系的差异 73

第三章 交易结构和参与方 85

第一节 主要交易结构 85

第二节 融资方和债务人 92

第三节 发行人和投资人 95

第四节 重要的中介服务商 96

第五节 特殊目的机构（SPV） 96

第六节 其他中介机构 98

第四章 核心步骤和操作要点 100

第一节 基础资产分类与特点 100

第二节 资产组合、现金流建模与产品设计 104

第三节 信用增级与评级 113

第四节 会计处理与税收 124

第五节 发行与交易及相关文档 129

第五章 美国资产证券化实践与教训 132

第一节 住房抵押贷款证券 RMBS 与次贷危机 133

第二节 一般资产证券化的成功实践 137

第三节 成功经验与失败教训 142

第四节 后金融危机时代的资产证券化 145

第二部分

中国资产证券化实务

第六章 信贷资产证券化案例解析 148

第一节 一般信贷资产证券化案例 150

第二节 不良资产证券化案例 162

第三节 中国 RMBS 案例 179

第四节 信用卡资产证券化案例 190

第七章 企业资产证券化案例与解析	202
第一节 收益权资产证券化案例	202
第二节 应收账款资产证券化	213
第三节 回购债权项目资产证券化案例	227
第四节 收费收益权证券化案例	240
第五节 污水处理、电力销售收费收益权证券化案例	246
第八章 中国企业境外资产证券化实务解析	255
第一节 中远集团	256
第二节 中集集团	259
第三节 珠海高速	261
第四节 万达地产	266
第五节 跨境信用传递实现资产证券化	273
第九章 类资产证券化案例解析	276
第一节 房地产信托 (REITs)	276
第二节 资产支持票据 (ABN)	285
第十章 周边国家和地区的资产证券化借鉴	293
第一节 美国案例	293
第二节 欧洲案例	297
第三节 亚太地区案例	302
第四节 中国香港、中国台湾案例	316
第十一章 发展展望	321
第一节 存在的问题与对策	321
第二节 借鉴发达国家经验,走出特色发展路径	328
参考文献	333

第一部分

资产证券化理论基础



结构化融资和资产证券化的缘起与发展

资产证券化很可能是现代金融中影响最为深远的发展，它改变了金融市场的性质以及市场行为的特点，堪称造就了当代金融史上最有影响和最有前途的变革。

——亨利·考夫曼

对于大部分读者，即便是金融和资本市场从业人士，“结构化融资”听上去仍是一个陌生的概念，而资产证券化则似曾相识。资产证券化的正式兴起，可以追溯到 20 世纪 70 年代的美国。而作为舶来品，其实是迟至 21 世纪初才逐步在中国内地银行业内逐渐传开。这就是银行资产证券化，即将银行贷款打包作为资产池进行融资的活动。而实际上美国的资产证券化也有异曲同工之处，首先侧重于住房抵押贷款这一特殊的、具有美国经济特色的金融资产领域，再逐步发展到一般工商信贷，以及资产的再证券化。几乎是在同时，资产证券化也扩散到了其他欧美国家，逐步发展成熟。在这一章，我们将简要回顾资产证券化的发展历程。

第一节 资产证券化开辟企业融资新通途

企业融资，常规途径无非是间接融资和直接融资。在中国内地，前者主要是指来自银行的贷款。由于非银行金融机构近年来的迅猛发展，提供借贷支持的渠道增多了，而且形式上也有了集合债、超短或短融票据、中期票据、企业债、公司债、借助信托渠道的贷款等，但信贷的本质没有太大改变。这就是债权融资的主要形式。而直接融资涉及股权，一般是通过股权交易、引进外部投资者、挂牌上市等渠道进行。

我们先看看近年来企业融资的基本数据。

近年来企业融资的总量和结构

随着我国市场经济逐步发展，企业融资结构出现了本质改变。以前，社会融资的主要渠道是商业银行发放人民币贷款，但最近几年，非银行金融机构的融资功能日益增强，银行等金融机构也创新地向社会提供了形式多样的融资。民间融资、信托、私募股权基金的快速发展，也使我国社会融资规模和结构发生了显著变化，监管部门对融资规模的统计采用了更科学的社会融资总量指标，以便衡量各种形式融资的状况，以及更好地分析企业融资渠道的结构变化。

社会融资总量就是金融业对实体经济的当年新增融资总量，其中包括银行贷款（包括人民币及外币）、委托贷款、小额贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券以及境内非金融企业股票融资（见表 1-1）。随着我国金融市场发展和金融创新深化，实体经济还会增加新的融资渠道，如私募股权基金、对冲基金等，在未来条件成熟时，也可计入社会融资总量统计口径。

根据央行的统计口径，例如，2002 年我国社会融资规模 2 万亿元，其中，新增人民币贷款占比 92%，其他形式的融资仅占 8%；而 2010 年我国社会融资规模 14.27 万亿元，其中，新增人民币贷款占比下降至 56%，其他形式的融资占比上升至 44%。需要指出的是，上述数据没有包括实体经济主体之间的商业信用、民间融资、私募股权融资等融资形式。如果考虑这些融资，人民币新增贷款

在我国社会融资中的地位将进一步下降。

表 1-1 2002 ~ 2012 年社会融资总量 (单位: 亿元)

年份	社会融资总量	年份	社会融资总量
2002	20 113	2008	69 804
2003	34 113	2009	139 105
2004	28 630	2010	140 191
2005	30 008	2011	128 286
2006	42 697	2012	157 632
2007	59 664	2013	172 900

注: 此处社会融资总量为年度增量, 下文中所有数据均为一段期间内的增量, 另有说明除外。
资料来源: 中国人民银行。

图 1-1 统计了 2002 ~ 2013 年期间, 社会总融资规模的增量变化。从图中可以看出, 社会总融资规模增量变化较小, 但 2008 年由于抗击全球金融危机的影响, 造成 2009 年社会融资总量大幅增长, 攀上了一个新的台阶。2011 年略有减少, 2012 年和 2013 年增长更加迅速。

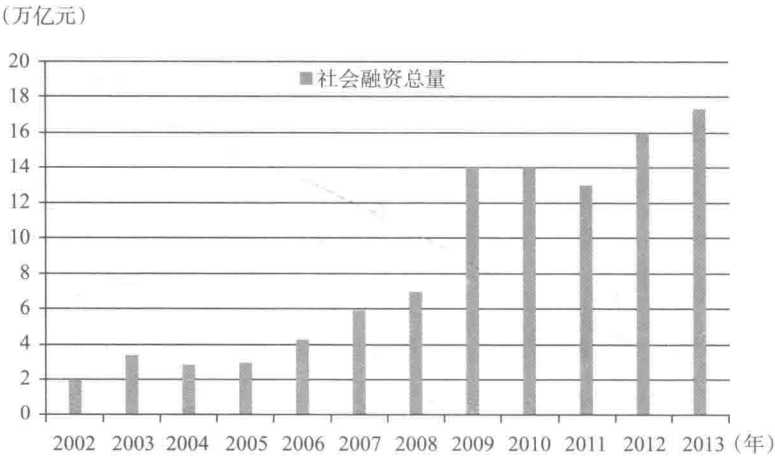


图 1-1 社会融资规模总量

资料来源: 中国人民银行。

基于中国人民银行 2012 年及 2013 年社会融资规模官方数据, 如果对各个项目进行简单的算术平均, 可以得到社会融资月平均规模为 14 632.49 亿元。其

中人民币银行贷款增加 7 304.69 亿元，所占比重接近 50%；委托贷款 1 292.30 亿元；信托贷款 1 413.27 亿元；未贴现银行承兑汇票 1 076.41 亿元；企业债券 2 018.26 亿元；境内股票融资 213.46 亿元，所占比重最小（见表 1-2）。

表 1-2 社会融资规模表（月平均值） （单位：亿元）

项目 (items)	均值 (月)
社会融资规模 (aggregate financing of the economy)	14 632.49
其中：银行贷款（人民币）(RMB bank loans)	7 304.69
银行贷款（外币折合人民币）(foreign currency bank loans, converted into RMB)	871.86
委托贷款 (entrusted loans)	1 292.30
信托贷款 (trust loans)	1 413.27
未贴现银行承兑汇票 (undiscounted bankers' acceptances)	1 076.41
企业债券 (net financing of corporate bonds)	2 018.26
境内股票融资（非金融企业） ^① (equity financing on the domestic stock market by non-financial enterprises)	213.46

注：1. 社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额，是增量概念。

2. 统计时间为 2012 年 1 月至 2013 年 5 月。

① 2012～2013 年由于股票市场 IPO 的规模较小以及停发，导致境内股票融资规模出现急剧下滑。

资料来源：中国人民银行。

基于表 1-2 中的数据，我们可以得到各项融资渠道所占比重，如图 1-2 所示。

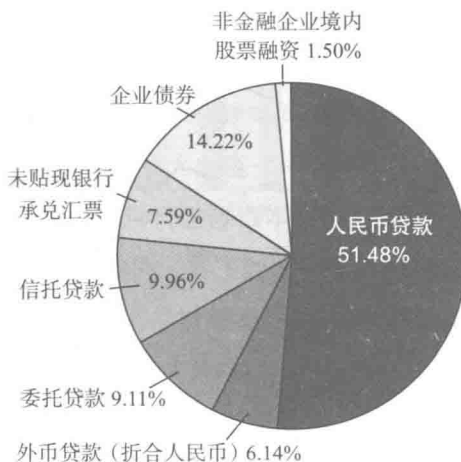


图 1-2 2012～2013 企业融资结构图

从图 1-2 中可以看出以下几点。

1. 银行贷款依然是企业外部融资的主要来源，但比重正逐渐下滑

在 2012 年 1 月至 2013 年 5 月期间^①，银行贷款占社会总融资规模的 51.48%，如果算上外币贷款，占比超过了 57%。在我国经济转型过程中，银行负担了传统计划经济体制下应由财政承担的职能，造成国有企业基本上依靠银行贷款生存的局面。另外，我国金融市场发展较晚，且很不发达，所以其他所有制企业缺少直接融资渠道，从而也形成了高负债的局面。随着国有银行向商业银行转变，国有企业受到的外部信贷约束逐步增强。商业银行从自身资金安全的角度考虑，开始对资产负债率过高的企业进行信贷限制，因此我国企业的资产负债率近几年在逐步下降。

2. 企业债权融资规模不断扩大

从图 1-2 中可以明显看出，企业债券已是除银行贷款外企业最大的资金来源渠道。在 2012 年 1 月至 2013 年 5 月期间，企业新增债权融资占社会总新增融资规模的 14.22%。2012 年以来，由于股票市场 IPO 的减缓甚至停发，更多的企业选择进行外部债权融资，在这一时期，企业贷款出现了较快增长。

3. 股权融资规模较小

2001 年以来，随着我国资本市场快速发展，尤其是股权分置改革的推进，提升了资本市场的融资效率，通过资本市场来进行直接融资的企业不断增多。因而曾经出现过股市的“黄金时期”——企业大量上市、增发新股，通过资本市场进行直接融资。但是，由于我国资本市场运行机制仍不健全，导致股票市场主要体现出筹资功能，发行股票成为圈钱工具。同时，受国际金融环境恶化影响，2010 年后，股权融资规模停滞不前，甚至逐年下滑，占社会总融资规模的比例也大幅度减小。

4. 其他融资渠道的兴起

委托贷款、信托贷款、银行承兑票据等融资渠道后来居上。在 2013 年年中

^① 在 6 月初发生了银行“钱荒”，部分银行信贷违约事件。

和年末都出现了银行流动性问题，表外融资创新，成为近年从银行延伸出的主要融资渠道，也逐渐受到监管部门的重点关注。表 1-1 及图 1-2 仅仅分析了企业传统的主要融资渠道，随着资本市场的发展，企业获得资金的渠道也逐渐丰富起来，其中包括私募股权融资、私募债券融资等。

中国企业的债务融资

近些年来，作为间接融资的银行信贷规模逐年下降，并且占社会总融资金额的比重也逐年缩小。2013 年新增贷款进一步减少，只有 8.89 万亿元人民币，占比缩水到 51.4%。但是，银行贷款目前仍是企业融资的主要资金来源（见图 1-3）。

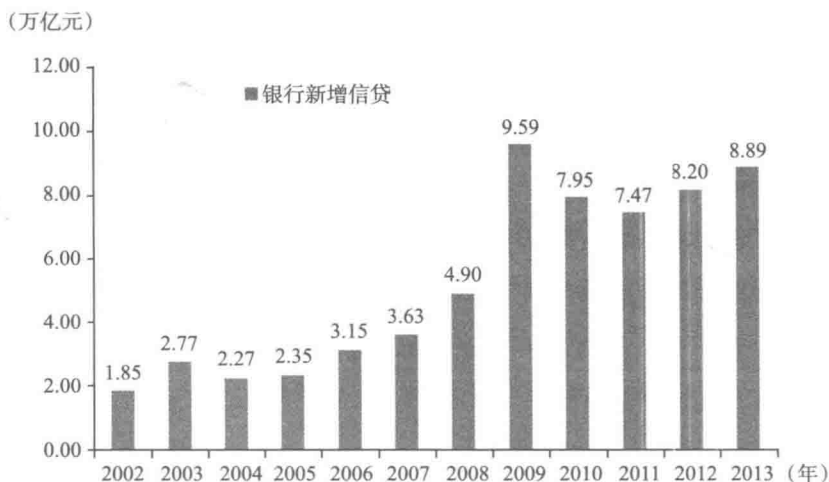


图 1-3 新增人民币贷款

资料来源：中国人民银行，国家统计局。

在结构上，银行贷款有以下两个特点。

1. 资源错配

大中企业，特别是国有大型企业，仍是银行贷款的重点客户。尽管国家和地方高度重视中小企业融资难问题，但资金错配现象依然突出：一些大企业