

中国资产证券化 探索与发展

—— 信贷资产证券化试点十年发展回顾和展望

中国人民银行金融市场司 / 编

本书是对我国资产证券化市场自2005年试点以来十余年发展的回顾和总结，探讨了当前资产证券化市场发展过程中的关键问题，并对未来的发展道路进行了探索和展望。

全书分为历史回顾篇、发展现状篇、创新展望篇三部分，并对资产证券化市场发展过程中的热点和前沿问题以专题的形式进行了探讨，附录中收录了资产证券化试点以来的法规规章以及我国资产证券化发展大事记。

中国资产证券化 探索与发展

——信贷资产证券化试点十年发展回顾和展望

中国人民银行金融市场司 编



中国金融出版社

责任编辑：黄海清 李 哲

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资产证券化探索与发展 (Zhongguo Zichan Zhengquanhua Tansuo yu Fazhan) ——信贷资产证券化试点十年发展回顾和展望/中国人民银行金融市场司编. —北京：中国金融出版社，2017. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9003 - 7

I. ①中… II. ①中… 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 (2017) 第 096195 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 29.75

字数 430 千

版次 2017 年 6 月第 1 版

印次 2017 年 6 月第 1 次印刷

定价 49.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9003 - 7

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书编委会

主 编：纪志宏

副 主 编：邹 澜

总 纂：马贱阳

编委会成员(以姓氏笔画为序)：

牛玉锐	方原草	方悦平	李 欣
汪 涛	宋瑞波	陈春锋	柯春欣
俞 强	徐 光	郭 欠	陶 坚

参 编 人 员(以姓氏笔画为序)：

马立军	马 捷	申 海	李 妍
李 睿	来海粟	宋炳宏	张振铎
陈 光	和 英	郑玉玲	庞 博
郑小驹	俞 娜	徐文龙	夏 添
董 明			

编者按

自2005年国务院正式批准开展信贷资产证券化试点以来，经过了十二年的发展，我国资产证券化市场实现了跨越式增长，市场发行日趋常态化，基础资产类型持续丰富，参与主体更加多样，流动性明显提升，服务实体经济的能力日益增强。资产证券化市场已经成为我国债券市场中的重要组成部分。

然而，这种跨越式发展并非一蹴而就，回顾资产证券化在我国的发展历程，其过程曲折而多彩。以信贷资产证券化为例，大致可分为四个阶段：一是试点启动阶段（2005年至2008年），信贷资产证券化迎来了首次试点和首次试点扩容，这一阶段主要特点是按照“试点与立法并行”的思路进行探索，建立可以容纳资产证券化发展的制度空间；二是试点暂停及重启阶段（2008年至2012年），资产证券化受金融危机影响而被重新审视，这一阶段主要特点是重新评估资产证券化的风险扩散作用及监管难度，吸收危机经验教训，完善制度建设，重启证券化试点；三是扩大试点阶段（2013年至2015年），国务院常务会议决定新增3000亿元试点规模，经过前期市场的蛰伏后，信贷资产证券化规模放量增长；四是发行管理制度完善阶段（2015年以来），国务院常务会议决定进一步推进信贷资产证券化，新增5000亿元试点额度，根据简政放权的总体思路，信贷资产证券化产品的发行管理制度进一步优化，信息披露制度更加完备，信贷资产证券化市场的市场化、标准化、规范化程度得到质的提升。

我国资产证券化市场，特别是信贷资产证券化市场，自发展伊始就立足于服务实体经济，秉持“市场化、标准化、透明化”的发展方向，结合成熟市场经验及我国发展实际，在推动试点发展的过程中不断总结经验，在防范风险的基础上鼓励创新，并持续完善信息披露、信用评级等市场化约束机制，促进资产证券化市场活力不断提升。然而，资产证券化市场在我国仍是一个“年轻”的市场，刚刚开始大踏步前进，发展前景广阔，为了更好地发挥其在服务实体经济中的积极作用，应平衡好创新、便利和监管三者的关系，在坚持“真实出售、破产隔离”的基础上，持续完善相关机制，切实防范风险，同时为市场参与主体提供相关便利及创新空间，保持市场创新发展动力。这一过程，需要市场参与各方认真思考，理性和全面地理解资产证券化市场发展的内在逻辑，深入探讨未来发展方向。为此，中国人民银行金融市场司牵头组织市场机构编写本书，对资产证券化市场十余年的发展进行回顾和总结，探讨当前市场发展过

目 录

开 篇

中国人民银行周小川行长、潘功胜副行长等行领导在 2016 年两会期间关于 信贷资产证券化答记者问	3
推动资产证券化市场稳健发展	5
关于我国信贷资产证券化发展若干问题的认识	8
关于信贷资产证券化深化发展的几点思考	16

第一部分 历史回顾篇

第一章 信贷资产证券化试点启动阶段 (2005 ~ 2008 年)	23
一、我国信贷资产证券化试点启动的历史背景	23
二、信贷资产证券化试点筹备工作及 Related 配套政策	25
三、2005 ~ 2006 年信贷资产证券化初次试点情况	28
四、2006 ~ 2008 年信贷资产证券化首次扩容情况	37
第二章 信贷资产证券化试点暂停及重启阶段 (2008 ~ 2012 年)	43
一、2008 年金融危机对信贷资产证券化试点的影响	43
二、2009 年 REITs 的初步尝试	45
三、2010 ~ 2011 年充分吸取危机经验教训, 完善制度建设	47
四、2012 年 127 号文重启信贷资产证券化试点	54
第三章 2013 年信贷资产证券化扩大试点阶段 (2013 ~ 2015 年)	57
一、2013 年 8 月前资产证券化市场运行情况	57
二、2013 年再次扩大试点背景	58
三、2013 年 8 月国务院常务会议内容	59
四、国务院常务会议后的试点推进情况	60

第二部分 发展现状篇

第四章 2015 年发行管理制度完善	67
一、2015 年发行管理制度完善的背景	67
二、人民银行发布〔2015〕第 7 号公告, 明确发行管理	

有关规定	67
三、人民银行〔2015〕第7号公告发布前后信贷资产支持证券对比分析	70
第五章 国务院常务会议决定进一步推进信贷资产证券化	74
一、进一步扩大信贷资产证券化试点的有关考虑	74
二、对信贷资产证券化市场发展的进一步思考	74
三、新增试点规模后市场发展情况	76
第六章 信息披露制度建设情况	78
一、信息披露指引及配套表格体系的制定	78
二、事中事后评价实践与评价体系的建立	85
三、我国信息披露制度的建设方向	87
第七章 市场运行现状分析	93
一、市场发行规模不断扩大	93
二、交易结构持续创新	96
三、市场参与者范围进一步扩大	96
四、二级市场流动性有所改善	100

第三部分 创新展望篇

第八章 不良资产证券化发展情况	105
一、推出不良资产证券化试点的背景	105
二、我国不良资产证券化业务开展情况	108
三、不良资产证券化的国际经验及启示	114
第九章 公积金贷款资产证券化探索	118
一、推出公积金贷款资产支持证券的有关考虑	118
二、公积金贷款资产证券化业务的开展情况	120
三、开展公积金贷款资产证券化面临的问题及未来挑战	125
第十章 其他类型证券化产品发展情况	128
一、资产支持票据类产品	128
二、以资产支持专项计划为特殊目的载体的证券化产品	134
三、以项目资产支持计划为特殊目的载体的证券化产品	139
四、类证券化产品	142
第十一章 信贷资产证券化配套金融工具	146
一、信用违约互换合约的创设与实践	146
二、交叉货币互换、利率互换等金融工具在证券化交易中的应用	157

三、TBA 远期交易的发展及前景	173
第十二章 我国资产证券化市场与国际接轨的探索和实践	192
一、资产证券化产品的跨境发行与交易	192
二、产品结构进一步国际化	195
三、信用评级对外开放	260
专 题	
专题一 资产证券化国际市场比较分析	269
一、国际金融危机后资产证券化市场恢复发行情况及特征	269
二、国际金融危机前后的监管制度安排	277
专题二 美国证券化市场发行审批模式及信息披露要求	287
一、美国证券化市场发行审批模式	287
二、不同发行格式的注册发行情况	288
三、SEC 注册流程及参与机构	290
四、不同格式发行对应的信息披露要求	291
五、美国网贷证券化市场及其监管	292
专题三 资产证券化信息服务系统建设	296
一、国外资产证券化信息服务产品及系统建设情况简介	296
二、INTEX 资产证券化信息服务产品及系统建设情况	297
三、国内资产证券化信息服务系统建设情况	305
四、资产支持证券信息化系统建设的启示和展望	307
专题四 “营改增”对资产证券化发展的影响	309
一、资产证券化税收政策的起源	309
二、资产证券化交易中的税务处理和问题分析	312
三、对现有资产证券化税收政策的分析和建议	316
专题五 资产证券化估值与价格指数	320
一、资产证券化的估值理论和方法	320
二、中债资产支持证券估值的编制方法	326
三、中债资产支持证券指数的编制方法	330
四、我国资产证券化产品定价存在的问题与建议	332
专题六 资产证券化产品的定价问题	335
一、有关资产证券化产品的风险分析与定价理论	335
二、我国资产证券化产品定价的现状与问题	341
三、资产证券化产品定价的国际对比分析	347
四、关于我国信贷资产支持证券定价的问题及建议	361

附 录

一、信贷资产证券化试点重启以来主要的法规规章	365
1. 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（银发〔2012〕127号）	365
2. 《商业银行资本管理办法（试行）》附件9：资产证券化风险加权资产 计量规则（中国银行业监督管理委员会令〔2012〕第1号）	367
3. 《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会公告》 （〔2013〕第21号）	384
4. 《中国人民银行公告》（〔2015〕第7号）	385
5. 交易商协会依据〔2015〕第7号公告制定的自律规则	386
二、我国资产证券化发展大事记	459

开

篇

中国人民银行周小川行长、 潘功胜副行长等行领导 在 2016 年两会期间关于信贷资产证券化答记者问

十二届全国人大四次会议新闻中心于 2016 年 3 月 12 日 10 时在梅地亚中心多功能厅举行记者会，邀请中国人民银行行长周小川、副行长易纲、副行长兼国家外汇管理局局长潘功胜、副行长范一飞就“金融改革与发展”的相关问题回答中外记者的提问。

第一财经记者：我的问题是，最近有媒体报道称中国将开展不良资产证券化，请问周行长这是否与中国银行业快速上涨的不良贷款有关？另外是否会将风险转移给其他主体？对于快速上涨的不良贷款，央行将采取哪些措施予以应对？谢谢。

周小川：这个问题可能和前一段个别媒体把不良资产这个词给突出了一下有关。大家也知道银行资产的证券化产品简称 ABS，ABS 中也可以进一步分类，一般来说就是 MBS，就是住房抵押产品的资产证券化，这是一个比较大头的东西，因为比较容易打包，打完包以后证券化。银行有积极性做证券化，如果能够把一部分资产打包卖出去的话，可以调整银行的资产负债表，有的银行储蓄不够，又想做新业务，就把老的业务打包卖出去。要理解证券化的实质，证券化的实质是一种市场化操作，同时由市场定价，这个资产卖出去值多少钱，是市场定价的。按理说打包的内容不限制究竟打什么包，也可以把一些不良的资产打包卖出去，但是卖出去的不良要根据不良的程度，根据买家对于未来回收的程度来进行市场定价，定价过程中可能会低于资产的名义价格。所以这种操作也是可以的，但是也不必夸大；因为这个市场也不一定是很大的。

大家也知道，市场是有机会的，虽然对银行来讲是不良资产，但是在处置过程中价格便宜了，从过去很多年来看，有很多资产管理公司和类似的所谓不良资产的投资者，对于有问题的资产，有些人还是有兴趣的，可以从中间去投资，最后也有所回报。所以我觉得不必太突出这个东西，总体来讲，ABS 在中国发展比较晚，要注意国际金融危机过程中资产证券化产品出现的问题，在这种情况下要比较谨慎，最开始搞资产证券化可以从一些住房类的、优良的资产起步，以后不受限制，其他类型的资产也可以打包出售做证券化，也有人有兴趣投资，有供有需，大家可以做。但是在整个过程中，管理还是要规范，风险

要分析好，风险还要自担。

潘功胜：不良贷款的证券化是整个信贷资产证券化的一部分，只不过丰富了资产证券化的基础资产内容。刚才说到你担心的问题，银行不良贷款增长这么多，你们做这个事，有什么风险。不管商业银行的不良贷款是多还是少，是升还是降，和我们做这件事没有太多关系。我们之所以做这件事，一方面是要培育中国的不良资产市场化处置的市场，另一方面是要发展拓宽信贷资产证券化的市场，培育和发展这两个市场是我们做这两件事的目的。

在控制风险方面，第一，它只是试点，我们挑选了少数管理水平比较高的大型金融机构开展试点，而且初期试点的额度也不大。第二，在整个政策框架的设计上，我们严格防范风险，要点包括对不良资产的定价，这是很关键的一点。我们要求产品的设计要简单透明，不能搞多层证券化，不能搞再证券化。要坚持投资者的适当性原则，不能卖给个人投资者，只能向机构投资者出售。既然风险自担，就要防止发行人的道德风险，包括建立信息披露的要求，不仅是在发行时的信息披露要求，而且在资产的成熟期也有信息披露的要求，包括对发行人、评级机构、中介机构的规范管理，督促他们切实履职。

推动资产证券化市场稳健发展^①

中国信贷资产证券化的发展时间不长，但已取得积极的成效。2015年5月13日，李克强总理主持召开国务院常务会议，研究部署进一步推动信贷资产证券化市场健康持续发展的政策措施。

2005年，中国开始信贷资产证券化试点，但2009年之后，由于美国次贷危机的影响，试点工作一度处于停滞状态。2011年恢复试点，2013年国务院决定扩大信贷资产证券化试点。近年来，中国政策当局不断探索、改进和完善相关制度安排，初步建立了适合中国国情的信贷资产证券化制度框架。

到2015年4月末，各类金融机构共发行100多单信贷资产证券化产品，累计近4500亿元，其中，2013年扩大试点以来共发行90单，累计3550亿元，到2015年余额近3000亿元。

总体来看，当前中国信贷资产证券化市场主要呈现以下特点：

一是发起机构类型不断扩展。发起机构到2015年已接近60家，涵盖各类银行及汽车金融公司、资产管理公司、金融租赁公司等。

二是投资者结构不断优化。证券公司、保险机构、基金等非银行金融机构和非法人投资者持有证券超过30%，这个比例每年都有较快地上升。

三是证券化基础资产逐步拓展。已涵盖一般企业贷款、住房抵押贷款、汽车贷款、信用卡贷款、金融租赁资产等主要贷款资产类型，证券化产品不断丰富。

但当前中国证券化市场仍处于发育阶段，信贷资产证券化发展还面临一些问题和挑战：

一是产品透明度和标准化程度不高。目前中国证券化产品绝大部分是一般企业贷款，比较难通过大数法则分析违约概率，难以准确定价。二是产品本身潜在的风险因素有待时间检验。三是产品定价机制有待完善。四是产品流动性还不够。

随着中国金融改革和金融市场的深化，继续推进资产证券化市场稳健发展，有利于盘活存量资金，释放信贷资源，优化信贷结构，提高资金使用效率，对于促进多层次资本市场发展，推动商业银行转型，优化金融资源配置，加大金

^① 本文发表于《财新周刊》，2015（19）：60-61。

融对实体经济支持力度具有积极意义。建议从以下六个方面进一步推进资产证券化市场稳健发展，坚持市场化改革方向，完善市场运行机制，充分发挥信息披露、信用评级等市场化约束作用，提高产品的标准化、规范化水平。

第一，进一步丰富基础资产类型。从国际成熟市场看，主流资产证券化产品主要是住房、汽车、信用卡等标准化程度高的零售贷款，具有入池资产笔数多、同质性高的特点，可以借助大数法则，获得资产池相对稳定的违约率并进行定价。但目前中国资产证券化仍以银行对公信贷资产为主，其他资产类型较少，对公信贷资产证券化产品目前占比为90%左右。而在美国，2014年，住房、汽车、信用卡、学生贷款等零售贷款证券化产品发行量达1.4万亿美元，占全部资产证券化产品发行量的95%，余额8.9万亿美元，占全部资产证券化产品余额的89%。从国际经验看，要发展一个成熟、健康的资产证券化市场，需要进一步丰富基础资产类型，满足不同投资者需求。

第二，强化信息披露等市场约束机制。信息披露是投资者识别证券化风险的重要依据。在成熟市场中，一般秉承以信息披露为本的监管理念，以保证市场的公开、透明。不久前，人民银行发布了7号公告，其中一个重要内容就是建立正向激励的约束机制，将信息披露与发行管理方式相结合，通过差异化的产品发行管理方式，促进金融机构提高信息披露质量。我们将进一步发挥市场自律组织的作用，规范信息披露的文本、内容和行为，提升标准化程度，建立事中事后管理和持续信息披露跟踪评价机制。最近，银行间市场交易商协会已经制定了信贷资产证券化信息披露指引和配套表格体系，目前正在向社会公开征求意见。

第三，进一步规范发行标准。随着试点规模的不断扩大和市场机制的不断完善，应该在规范合同文本、信息披露、信用评级等发行标准的前提下，充分发挥市场机制的作用，提高金融机构自主识别、承担风险的能力，逐步实现资产证券化业务常态化发展。

此外，除主流的信贷资产证券化外，目前中国金融市场上还有证券公司资产证券化、资产支持票据、项目资产支持计划、信托型私募资产证券化等产品，这些产品从广义上也属于资产证券化，产品发行标准有待统一。从长期来看，需要统筹研究和规范这些产品的发展，防止监管套利。

第四，丰富市场参与主体，加大投资者的培育力度。经过多年试点，中国资产证券化业务参与机构日趋多元化，发起机构、投资机构、承销机构、受托机构、评级机构、律师事务所、会计师事务所等多种机构共同参与。投资者机构中，到2014年年底，证券公司、保险机构、基金等非银行金融机构和非法人投资者占比已超过50%。

从长期来看，我们还需要培育成熟的市场参与主体，形成市场的中坚力量。

要重点培养合格发起人，鼓励更多非银行金融机构开展证券化业务；不断扩大投资者范围，加大投资者培育力度，提高投资者对证券化产品的分析和风险定价能力；鼓励中介机构积极参与，为资产证券化业务提供优质服务。

另外，通过一次注册、分期发行的方式，能够使经验丰富的机构更为便捷地发行证券化产品，提高开展证券化业务的积极性，促进成熟市场主体的培育，这也是我们发布7号公告的目的之一。

第五，随着证券化业务持续发展，要正确处理好信贷资产证券化的复杂性与投资者适当性的关系。由于采用了结构化融资技术，信贷资产证券化产品比其他固定收益产品在结构上更为复杂，对其风险和定价的分析需要更专业的知识。这种产品总体上不适宜风险识别与承担能力较弱的个人投资者购买，国际上主要面向合格机构投资者在场外市场发行和交易。而中国资产证券化以一般企业贷款证券化为主，产品风险和定价的分析相对更为困难，对投资者适当性要求也应更高。

第六，注重风险防范。作为一种金融产品，资产支持证券本身是中性的，既可以在分散风险、提高流动性等方面发挥积极作用，也会因监管不力、被市场滥用而演变为纯粹的投机和套利工具，引发系统性风险。发挥资产证券化积极作用的关键在于恰当的监管和风险防范，这也是本次国际金融危机的教训之一。

国际金融危机后，美欧等国普遍加强了资产证券化监管，市场发展重心也从原来的金融创新竞争转向对资产证券化风险的防范，同时要防止过度证券化，从理论上讲，证券化链条可以无限延伸和扩大，使最终风险承担者与基础资产之间的距离会变得遥远，证券化产品结构也会变得复杂，不仅客观上会使风险难以识别，主观上也会产生过度转移风险的道德风险，因此，在发展资产证券化的过程中，应坚持产品结构的简单透明。

目前中国信贷资产证券化业务总体规模和影响较小，但随着市场规模的逐步扩大，应高度重视风险的防控。要坚持创新与监管相协调的发展理念，同时加强监管之间的协调，完善制度建设，推动中国信贷资产证券化业务持续健康发展。

中国人民银行副行长
潘功胜

关于我国信贷资产证券化发展若干问题的认识^①

资产证券化一般是指将缺乏流动性,但具有可预期现金流的资产,通过一定的结构安排,对资产的风险与收益要素进行分离与重组,进而转换为在金融市场上可以出售和流通的证券的融资形式。国际上认为资产证券化是20世纪最伟大的金融创新之一,因为从内涵上看,资产证券化似乎可以解决市场上所有的流动性问题。华尔街也流传着一句名言,“如果你有稳定的现金流,就将它证券化”,按照这个思路,可用来进行证券化的资产可以无限扩大,资产证券化产品也可以有非常丰富的品种。考虑到在解决流动性问题上的突出作用,每个市场都应有很强的动力发展资产证券化,特别是在我国经济结构调整向纵深发展、利率市场化改革加快推进的背景下,实体经济发展需要充足的资金支持,商业银行面临着业务转型和盈利模式转变的压力。信贷资产证券化作为盘活资产存量、优化资源配置的有效途径,在我国间接融资为主的格局难以在短期内发生根本性改变的情况下,将有助于商业银行缓解资本补充及流动性压力、改善资产负债结构、转变依赖规模扩张赚取利差收入的传统盈利模式,并在这个过程中,逐步打通信贷市场、货币市场和资本市场的连接通道,加快促进直接融资与间接融资市场的融合。

我国信贷资产证券化从起步到2015年已有10年左右时间,但过程却比较曲折,2005年开始试点工作,2009年后受国际金融危机影响,试点一度处于停滞状态,2011年恢复试点,2013年国务院决定扩大信贷资产证券化试点工作,2015年在前期试点基础上又新增5000亿元试点规模。近两年来,不断探索、改进和完善相关制度规范,初步建立了适合我国国情的信贷资产证券化制度框架。截至2015年6月末,金融机构累计发行127单信贷资产支持证券,累计5079亿元,余额3578亿元,其中,2013年扩大试点以来共发行104单,累计4184亿元。总体来看,当前我国信贷资产证券化市场主要呈现以下特点:

一是发起机构类型不断扩展,发起机构由扩大试点前的14家增加到68家,已涵盖各类银行及汽车金融公司、资产管理公司、金融租赁公司等;

二是投资者结构不断优化,证券公司、保险机构、基金等非银行金融机构

^① 本文发表于《金融会计》,2015(8):5-10.