

中国资产证券化： 从理论走向实践

中国人民银行金融市场司 编

 中国金融出版社

中国资产证券化： 从理论走向实践

中国人民银行金融市场司 编



中国金融出版社

责任编辑：毛春明

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资产证券化：从理论走向实践 (Zhongguo Zichan Zhengquanhua) / 中国人民银行金融市场司编. —北京：中国金融出版社，2006. 2

ISBN 7 - 5049 - 3954 - 4

I. 中… II. 中… 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 (2006) 第 009898 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市瑞丰印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 22

字数 428 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—3090 册

定价 50.00 元

如出现印装错误本社负责调换

《中国资产证券化：从理论走向实践》

编 委 会

主 编：穆怀朋

副主编：沈炳熙

编 委：穆怀朋 沈炳熙 时文朝 曹子娟

吴显亭 罗延枫 邹 澜 马贱阳

薛丽娜 邢莹莹 杨晓怡 吕 峰

蒋湘伶

积极推进资产证券化（代序）*

中国人民银行副行长 吴晓灵

资产证券化是指将具有可预见现金流的资产打包，以证券形式在金融市场上发售的活动。这种证券称为资产支持证券。与股票和一般债券不同，它不是对某一经营实体的利益要求权，而是对特定资产池所产生的现金流或剩余利益的要求权。资产池在法律上表现为特定目的载体（SPV），可以是信托，也可以是公司等其他形态。资产支持证券起源于20世纪70年代末美国住房金融市场，此后，在世界各国得到广泛发展，已成为国际上非常成熟的融资工具。据美国债券市场协会统计，截至2005年9月末，资产支持证券余额占美国债券市场全部债券余额的31%，当年发行额占到了债券总发行额的54%。

一、资产证券化的现实意义

当前在我国开展资产证券化业务对改善银行经营管理和发展资本市场都具有重要的意义。

一是资产证券化能改善银行信贷期限结构，提高金融系统的稳定性。近年来，银行资产长期化、负债短期化趋势明显，信贷期限结构错配问题十分突出。尽管期限转换是银行或金融中介的主要功能，但随着市场环境日益复杂化，银行很难完全驾驭期限错配形成的流动性风险、利率风险。对一部分中长期贷款实施证券化，可使银行灵活调整资产负债结构，显著提高风险控制和管理能力。

二是资产证券化能促进银行转变盈利模式，提高资本充足率。传统银行业依靠存、贷款利差生存，随着资本市场发展、竞争加剧，国际银行业已出现向服务收费转变的潮流。信贷资产证券化后，银行将相应的资产和利差转给投资者，自己继续管理贷款、收取管理费用，既能更好地发挥其行业优势，又能转变盈利模式。资产真正转移后，银行为承担业务风险而准备的资本金可相应减少，资本充足率会有所提高。

三是资产证券化能健全市场定价机制，合理分散信用风险。当前，社会融资过度依赖银行贷款，主要依靠银行来判断风险、配置资金并承担风险，不利

* 本文原载《金融时报》2005年12月15日。

于资源的优化配置和金融的整体稳定。实施信贷资产证券化，可以充分发挥投资者共同判断风险、确定资金价格的作用，将原来集中于银行的信贷风险适当分散到证券市场，有利于金融资源的优化配置。

四是推动资本市场发展，增加投资者的选择。当前，我国金融改革正处在由间接融资为主向间接融资和直接融资并重、单一银行体系向多元市场体系过渡的过程中。信贷资产证券化将有稳定现金流但缺乏流动性的信贷资产转变为流动性较高的有价证券，为证券市场提供新的投资品种，也使证券投资者能间接投资于基础设施、住房贷款等原本难以进入的领域，有利于促进多层次资本市场的发展和完善。

五是适应金融对外开放。国内金融业即将对外资金融机构全面开放。考虑到资产支持证券在国外债券市场上所占份额较高，预计资产证券化业务将是外资金融机构进入中国市场的重要形式。国内银行业尽早进行信贷资产证券化的实践与探索，既有利于迎接外资金融机构的竞争，也有利于及时规范相关业务，保持市场稳定、健康发展。

可见，在我国推行资产证券化是一项银行、投资人、政府和资本市场共赢的金融创新，是加快金融体制改革、积极发展资本市场、维护金融稳定和金融安全的一项重要举措。

二、资产证券化的试点及各项配套政策

国内开展资产证券化研究已有相当长的时间。1999年，人民银行和建设银行即着手这方面的研究，针对当时国内无法设立特定目的载体的现实条件，曾考虑过同意建设银行提出的住房贷款抵押债券发行方案。2001年，《信托法》颁布实施后，鉴于国内基本具备了设立特定目的载体的法律环境，建设银行、国家开发银行又分别提出了与国际做法更为贴近的新方案。在国务院领导同志直接关心和各部门大力支持下，人民银行缜密组织包括各相关部门领导、专家在内的各方论证，初步拟定规章制度，于2004年底，与银监会共同报请国务院批准。2005年3月，资产证券化试点工作在国内正式启动。

资产证券化是一种新型融资制度安排，涉及金融、会计、税收等多个领域，它的发展离不开政府的支持和推动。资产证券化发端于美国政策性金融领域，得益于该领域所享有的各项特殊政策。20世纪80年代，美国政府又相继在证券发行、交易、投资和税收等多方面制定了特殊政策，对资产证券化在私营部门的繁荣发展起到了至关重要的作用。

在我国，资产证券化同样需要政府的支持和推动。2005年3月以来，根据国务院领导同志的批示精神，各相关部门成立了信贷资产证券化试点工作协调小组，借鉴国际经验，结合国内具体情况，制定了一系列政策法规，为试点工

作创造了条件，也为今后发展奠定了基础。这些政策法规主要包括：

人民银行与银监会4月20日共同发布《信贷资产证券化试点管理办法》。这个办法是《信托法》和证券发行、交易法规在资产证券化领域的具体运用，突出强调了建立风险防范、保护投资者利益的机制，为制定其他配套政策奠定了基础。

建设部5月16日发出《关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》，明确了抵押权变更登记的条件、程序和时限，为在现有物权登记制度框架下实施资产证券化提供了便利。

财政部5月16日发布《信贷资产证券化试点会计处理规定》，全面解决了证券化各参与机构适用的会计标准问题，重点规范了发起机构信贷资产终止确认的条件及其会计核算，依据《信托法》明确了特定目的信托的独立会计主体地位。

人民银行6月13日、15日分别发布《资产支持证券信息披露规则》和关于资产支持证券登记、托管、交易、结算等事项的公告，在全国银行间债券市场现行规章制度基础上，针对资产支持证券的特性作出相应规定。

银监会11月7日发布《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，针对有关金融机构在证券化交易中担当的不同角色，在市场准入、业务规则与风险管理、监管资本等方面提出一系列监管要求，确保其在证券化业务过程中有效管理各类风险。

此外，国务院已同意商业银行、保险机构在做好风险防范工作的前提下投资资产支持证券；财政部、劳动保障部也批复同意社保基金在一定范围内投资资产支持证券。财政部和税务总局已经起草《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》，确定了“税收中性”的基本原则。

各相关部门制定政策的过程本身构成了资产证券化试点工作的重要内容。这些政策是在现行法律法规框架下，根据资产证券化业务特征，对现有政策的完善、补充和适当调整，既满足了资产证券化试点交易的需要，又使资产证券化从一开始就有章可循、规范运作。

三、深入推进资产证券化的初步设想

首只资产支持证券的成功发行，标志着信贷资产证券化试点已取得阶段性成果，如何在此基础上，总结经验，扩大成果，使资产证券化登上一个新的台阶，是摆在我们面前的一个新课题。从当前的实际情况看，需要注意解决如下几个问题：

一是进一步完善相关政策法规。建立和完善规章制度是国务院领导同志对这项工作的具体要求。试点的过程就是完善政策环境的过程。在各相关部门共

同努力下，已经初步形成了资产证券化的政策体系，为今后建立完整的法规体系奠定了基础。把政策上升到法律，是使资产证券化从试点走向正常运作的关键。今后要认真总结经验，把经得起实践检验的政策措施，通过立法程序，变为资产证券化的法律，逐步形成有利于资产证券化持续发展的成熟法律环境。

二是从信贷资产向其他资产扩展，促进直接融资发展。适宜证券化的资产类型很多。在信贷资产中，不良贷款证券化能有效提高处置效率，只要做到风险和收益的对称，与保护投资者利益并无矛盾，国外在这方面有很好的经验。信贷资产证券化是银行债权的转让，相当于“二次融资”，今后还可以考虑将其他社会资产直接证券化，如企业应收账款、基础设施收费权、房地产物业租金等。这些资产的证券化可以极大地扩展一般企业进入资本市场的机会，成为发展直接融资的重要方法。

三是充分运用证券化技术，探索政策性金融的实现途径。资产证券化发源于美国政策性住房金融领域；在日本、韩国，资产证券化已是政府支持中小企业融资的重要方式。国外实践证明，通过资产证券化对项目现金流和风险进行重新组合、配置，由投资者提供低风险融资，政府吸纳市场不愿意承担的风险，有利于政策性项目的市场化融资，这对我国很有借鉴作用。

四是促进中介发展和投资者认知，发挥市场定价作用。资产证券化试点也是投资者不断学习的过程。以住房贷款的提前还款风险为例，证券投资者以前没有机会接触这一领域，而且，国内提前还款的规律与国外市场有所不同，还难以完全借鉴国外的成熟技术，对如何识别、评价风险的问题还需要认真研究。

五是关注道德风险，不断改进和完善风险防范制度。资产证券化将银行信贷风险在证券市场上重新分配，能提高风险管理水平，在整体上降低风险。但社会融资由“个人项目”变为“集体项目”，涉及很多“代理”机构，也容易出现道德风险。现有政策体系在这方面建立了一些防范机制，在实践中还要注意观察这些机制的效果，结合国内实际情况，不断改进和完善。

解决上述问题，需要我们继续探索，不断创新。我们已经打下了良好的基础，也一定能够把资产证券化引向深入。

目 录

导 引

资产证券化理论概要及中国的政策选择	
中国人民银行金融市场司信贷政策管理处	3
信贷资产证券化试点正式启动	
2005 年 3 月 21 日 中国人民银行	9

第一部分 政策法规

信贷资产证券化试点管理办法	
2005 年 4 月 20 日 中国人民银行 中国银行业监督管理委员会公告	
[2005] 第 7 号	13
中国人民银行、中国银行业监督管理委员会有关负责人就发布《信贷资产证券化试点管理办法》答记者问	
2005 年 4 月 22 日	22
财政部关于印发《信贷资产证券化试点会计处理规定》的通知	
2005 年 5 月 16 日 财会 [2005] 12 号	25
财政部会计司负责人就发布《信贷资产证券化试点会计处理规定》答记者问	
2005 年 6 月 10 日	30
建设部关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知	
2005 年 5 月 16 日 建住房 [2005] 77 号	33
财政部 劳动保障部关于批复全国社保基金投资资产证券化产品有关问题的函	
2005 年 6 月 8 日 财金函 [2005] 79 号	35
资产支持证券信息披露规则	
2005 年 6 月 13 日 中国人民银行公告 [2005] 第 14 号	36
中国人民银行公告	
2005 年 6 月 15 日 [2005] 第 15 号	39
中国人民银行关于全国银行间同业拆借中心发布《资产支持证券交易操作规则》的批复	

2005 年 7 月 25 日 银复 [2005] 53 号	40
中国人民银行关于中央国债登记结算有限责任公司发布《资产支持证券 发行登记与托管结算业务规则》的批复	
2005 年 7 月 27 日 银复 [2005] 54 号	44
金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法	
2005 年 11 月 7 日 中国银行业监督管理委员会令 2005 年第 3 号	58
中国银监会有关负责人就发布《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》 答记者问	
2005 年 11 月 11 日	73
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	
2006 年 2 月 20 日 财税 [2006] 5 号	78

第二部分 批复公告

中国银行业监督管理委员会关于国家开发银行、中诚信托投资有限责任 公司开办第一期信贷资产证券化试点项目的批复	
2005 年 12 月 7 日 银监复 [2005] 311 号	83
中国银行业监督管理委员会关于中国建设银行、中信信托投资有限责任 公司开办个人住房抵押贷款证券化试点项目的批复	
2005 年 12 月 6 日 银监复 [2005] 312 号	84
中国人民银行关于中诚信托投资有限责任公司发行信贷资产支持证券 有关问题的批复	
2005 年 12 月 8 日 银复 [2005] 107 号	85
中国人民银行关于中信信托投资有限责任公司发行个人住房抵押贷款 支持证券有关问题的批复	
2005 年 12 月 8 日 银复 [2005] 108 号	86
中国人民银行批准信贷资产支持证券在银行间债券市场发行	
2005 年 12 月 9 日	87
2005 年第一期开元信贷资产支持证券发行说明书	89
建元 2005 - 1 个人住房抵押贷款证券化信托资产支持证券发行 说明书	92
2005 年第一期开元信贷资产支持证券 (A 档) 发行招标情况一览表	95
2005 年第一期开元信贷资产支持证券 (B 档) 发行招标情况一览表	96
建元 2005 - 1 个人住房抵押贷款证券化信托资产支持证券发行 结果公告	97
建元 2005 - 1 个人住房抵押贷款资产证券化信托受托机构报告	

(第一期)	100
-------------	-----

第三部分 专家见解

金融产品创新：实践先行，还是立法先行	
中国人民银行副行长 吴晓灵	111
以市场建设推进信贷资产证券化发展	
国家开发银行行长 陈 元	113
资产证券化在商业银行经营管理中的战略作用	
中国建设银行行长 常振明	116
促进金融市场发展的新举措	
访中国人民银行金融市场司司长 穆怀朋	
中国人民银行金融市场司副司长 沈炳熙	120
资产证券化：一种新型融资制度安排	
访中国人民银行金融市场司副司长 沈炳熙	123
资产证券化：银行监管者的视角	
中国银监会政策法规部主任 黄 毅	129
住房抵押贷款证券化对我国住房产业的发展将产生积极作用	
建设部住宅与房地产业司巡视员 姚运德	134
加快资产证券化进程 促进商业银行稳健发展	
招商银行行长 马蔚华	137
积极推进不良资产证券化 加快不良资产的商业化经营	
中国东方资产管理公司总裁 梅兴保	141
积极探索不良资产证券化 进一步完善不良资产市场建设	
中国信达资产管理公司总裁 田国立	144
试验一小步 创新一大步	
访北京大学经济学院金融系主任 何小锋	146
信贷资产支持证券利好消费信贷	
访中国国际金融有限公司首席经济学家 哈继铭	148
资产证券化：让更多的资产流动起来	
中国人民银行金融市场司副司长 沈炳熙	150
资产证券化的国际实践和中国的发展选择	
中国人民银行金融市场司 吴显亭 马贱阳	154
我国资产支持证券的特征及其发展建议	
中央国债登记结算有限公司 宗 军 吴方伟	160
信贷资产证券化专家论证会情况综述	

吴显亭 薛丽娜整理	166
信贷资产证券化蓄势待发	
访中国社会科学院金融研究所 王松奇	
中国银河证券公司 苑德军	171
信贷资产证券化的宏观效应	
访中国社会科学院财贸经济研究所 何德旭	
中国人民银行研究局 纪 敏	176
信贷资产证券化：寻求法律突破	
访中国社会科学院金融研究所 胡 滨	
中国民生银行公司业务部 林云山	180
关注信贷资产证券化 构筑货币市场通向资本市场的桥梁	
访中国民生证券公司研究所 袁绪亚	
深圳证券交易所综合研究所 毛志荣	184
信贷资产证券化将助推国有商业银行改革	
访中国银行国际金融研究所 谭雅玲	
中国建设银行房地产金融业务部 徐 迪	189

第四部分 参考文件

国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见	
2004 年 1 月 31 日 国发〔2004〕3 号	197
全国银行间债券市场债券交易流通审核规则	
2004 年 12 月 7 日 中国人民银行公告〔2004〕第 19 号	202
全国银行间债券市场债券交易管理办法	
2000 年 4 月 30 日 中国人民银行令〔2000〕第 2 号	206
商业银行资本充足率管理办法	
2004 年 2 月 23 日 中国银行业监督管理委员会令 2004 年第 2 号	210
财政部关于印发《金融工具确认和计量暂行规定（试行）》的通知	
2005 年 8 月 25 日 财会〔2005〕14 号	227
金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法	
2004 年 2 月 4 日 中国银行业监督管理委员会令 2004 年第 1 号	237

附 录

中国信贷资产证券化大事记（1999～2005 年）	245
中国台湾的金融资产证券化条例	249
Securitisation Rules in Singapore（新加坡证券化规定）	273

Philippines Law on Securitisation (菲律宾证券化法)	283
Mortgage-Backed Securitisation Company Act (韩国证券化法)	292
Royal Enactment on Special Purpose Juristic Persons for Securitisation (泰国证券化法)	302
Brazil Securitisation Law (巴西证券化法)	312
Provisions on the Securitisation of Receivables (意大利应收账款证券化条例)	315
Supervisory Treatment on Asset Securitisation and Mortgage Backed Securities (香港资产证券化管理办法)	320
The Regulatory Framework for Securitisation by Banks in New Zealand (新西兰资产证券化监管框架)	325

导

引

资产证券化理论概要及中国的政策选择

中国人民银行金融市场司信贷政策管理处

一、资产证券化的内涵及融资流程

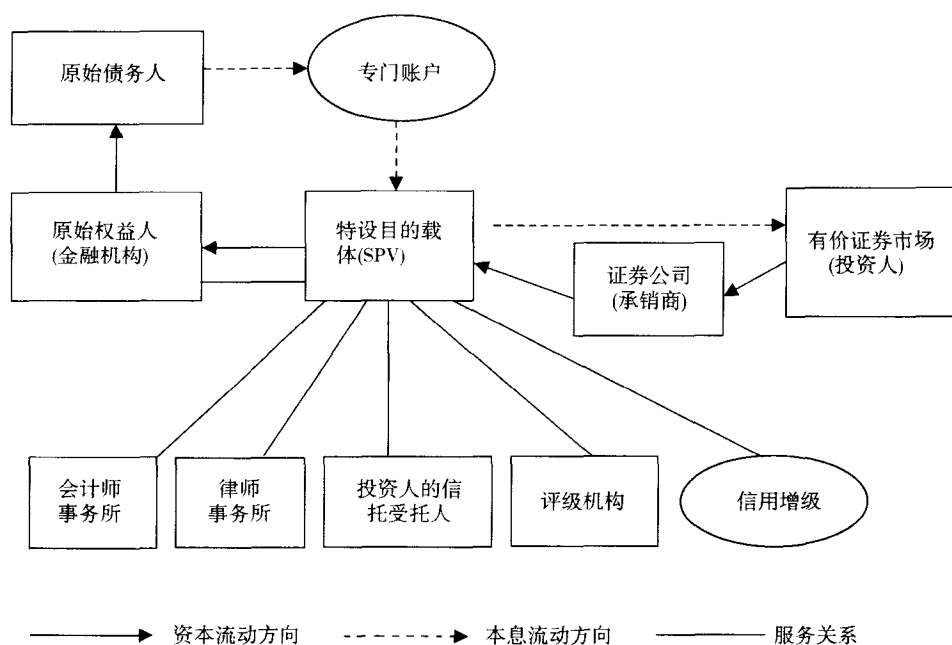
资产证券化是指将缺乏即期流动性,但具有可预期的、稳定的未来现金收入流的资产进行组合和信用增级,并依托该现金流在金融市场上发行可以流通买卖的有价证券的融资活动。简单地说,就是将资产未来预期收益以证券的形式预售以实现资金融通的过程。

根据被证券化的基础资产的不同,资产证券化可分为住房抵押贷款证券化(Mortgage-backed Securitization,以下简称 MBS)和资产支持证券化(Asset-backed Securitization,简称 ABS)两大类。其区别在于:MBS 的基础资产是住房抵押贷款,而 ABS 的基础资产是除住房抵押贷款以外的其他资产。信贷资产证券化,其基础资产就是金融机构发放的贷款。

资产证券化融资的基本流程是:资产原始权益人将可证券化的资产出售给一家特设目的载体(Special Purpose Vehicle,以下简称 SPV),或者由 SPV 主动购买可证券化的资产,然后 SPV 将这些资产汇集成资产池进行包装组合,再以该资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。可用下图简示。

从各国的实际操作看,完成一次资产证券化交易通常需要以下几个步骤:

- 确定可证券化的资产并组建资产池。不是所有的资产都可以证券化,只有未来现金收入流稳定的资产才有可能实施证券化。
- 设立 SPV。SPV 是资产证券化成功运作的关键主体。设立 SPV 的目的是为了最大限度地降低资产原始持有人的破产风险对证券化的影响,即实现被证券化资产与原始权益人其他资产之间的“风险隔离”。SPV 可以以信托的形式组建,也可以是其他形式的独立法人实体。具体设立形式要根据一国的法律制度和现实需要而定。
- 实现资产真实出售。这个环节会涉及众多法律、税收和会计处理问题,但关键是已经证券化的资产要从资产原始权益人“真实出售”给 SPV,即原始权益人的其他债权人在其破产时对已证券化资产没有追索权,在法律意义上实现了“破产隔离”。
- 信用增级和评级。核心是对拟实施证券化的资产包装组合,提高其市场



吸引力。

• 发售证券并实现资金支付。SPV 将信用增级过的证券交给证券承销商去市场承销，可以公开发售，也可以私募。拥有成熟的机构投资者队伍非常关键。证券售出以后，SPV 得到现金收入，按照约定向资产原始权益人支付价款。至此，资产证券化融资初步完成一个资金循环。

二、资产证券化的兴起和发展

资产证券化源于美国 20 世纪 70 年代末的住房抵押证券。到 20 世纪 90 年代，美国每年住房抵押贷款的 60% 以上靠发行 MBS 来提供。目前，用于证券化的资产已覆盖租金、版权专利费、汽车贷款应收款、信用卡应收款、消费分期付款等诸多领域。资产证券化市场已成为美国仅次于联邦政府债券市场的第二大市场。世界各国纷纷仿效美国，渐进推行各种适合本土制度环境的 MBS 和 ABS，当前已成为国际资本市场最具潮流性的金融创新产品。

资产证券化之所以会在全世界流行，主要魅力在于资产证券化对参与各方都有好处。对资产原始权益人而言，它能改善资本结构，提升资产流动性，获得低成本融资，优化财务状况，提高资金效率并分散和转移资产原始风险。对证券投资者而言，它能提供收益比较稳定、迎合不同投资者需要的多档次投资