

国际

投资

International
Investment
Banking

银行学

任映国 徐洪才 主编

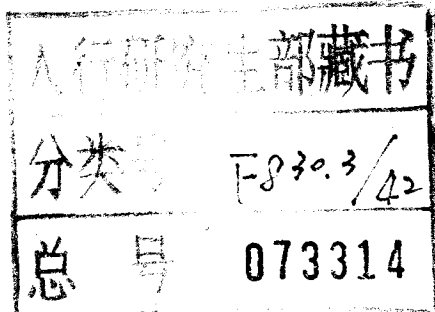
经济科学出版社

国际投资银行学

任映国 徐洪才 主编



073314



经济科学出版社

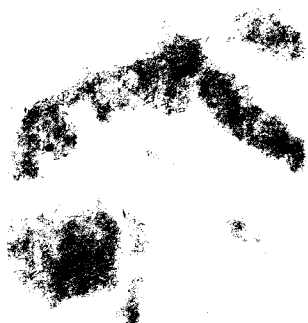
一九九八年·北京

责任编辑：卢元孝

责任校对：段健瑛 孙 昉

版式设计：周国强

技术编辑：潘泽新



国际投资银行学

任映国 徐洪才 主编

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京第二外国语学院印刷厂印刷

出版社电话：62541886 发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路 66 号

邮编：100086

*

850×1168 毫米 32 开 20.5 印张 530000 字

1998 年 5 月第一版 1998 年 5 月第一次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-1298-X/F·922 定价：28.00 元

图书在版编目 (CIP) 数据

国际投资银行学/任映国, 徐洪才主编. —北京: 经济科学出版社, 1998. 5

ISBN 7-5058-1298-X

I. 国… II. ①任… ②徐… III. 国际投资银行-经济理论
IV. F830. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 05638 号

作 者 名 单

序 言	任映国	教授	中国金融学院
第 一 章	徐洪才	博士	中国人民银行
第 二 章	孙 涛	博士	中国社会科学院
第 三 章	郑耀东、倪健明	博士	中国人民银行
第 四 章	郑耀东	博士	中国人民银行
第 五 章	高占军	博士	中信证券公司
第 六 章	庄乾志	博士	北京大学
第 七 章	周小知	博士	中国建设银行
第 八 章	徐洪才	博士	中国人民银行
第 九 章	赵欣欣	博士	中国国际经济咨询公司
第 十 章	倪健明	博士	中国人民银行
第十一章	刘立峰	博士	国家发计委投资所
第十二章	陈 晓	博士	中国建设银行
第十三章	左传长	博士	中国社会科学院
第十四章	徐洪才	博士	中国人民银行
后 记	任映国	教授	中国金融学院
各章附件	徐洪才	博士	中国人民银行

序言 论国际投资银行学的发展、 体系及学科建设

前年我赴美访问时，专程去纽约访问国际著名的美林投资银行，随后又同加州大学经济学院教授举行座谈。会上有教授指出：对于国际金融而言，21 世纪可能是国际投资银行的世纪。此言引起我极大的兴趣。所以，在后来访问洛杉矶、费城、旧金山等城市时，我特别关注投资银行的情况。回国后不久，我便开设了“国际投资银行学”课程，并利用在国内几所著名大学讲学的机会，多次与一些教授、学者座谈这一课题，受益匪浅。于是，我决心主持撰写一部有关国际投资银行的著作，以促进与同行的交流，也便于学生阅读。

一、国际投资银行学的发展

投资银行起始于欧洲，主要是由 18~19 世纪许多销售政府债券和贴现企业票据的商号演变而来，发展至今已成为国际资本市场最活跃最成功的金融机构。

在资本市场上，投资银行纵横捭阖，兼并收购，大显身手。在 1898~1902 年的第一次兼并浪潮中，投资银行一方面提供并购所需资金，另一方面又充当并购促成者 (Promoter) 角色，当时，J. P. 摩根是炙手可热的并购集团代表。在 1926~1931 年的第二次并购浪潮中，投资银行尽显其能，十有八九的并购都由它起核心作用。在 1979~1985 年的第四次并购浪潮中，投资银行再接再厉，出现了“米尔肯体系”，其中 Junk Bond 即高利风险债券更是风行一时，促成了“杠杆并购” (Leveraged Buy Out) 高潮，与此相连的是出

现各种反并购防御手段,如毒丸计划(Poison Pills)、金降落(Golden Parachute)、股份购买权计划(Share Purchase Right Plan)、白衣骑士(White Knight)、帕克曼式反标购(Pac-Man)、自我标购(Self-Tender)等。总之,没有投资银行参与,第四次并购浪潮的发生是不可能的。在90年代中叶的第五次并购浪潮中,金融服务业、电讯业、大众传播等成为最集中的产业,这并非一般的投机行为,更多的是从战略上考虑的巨额投资行为,其中跨国兼并成为重要特征。世界经济全球化的大趋势迫使公司扩大规模并进行业务联合,增强总体竞争实力。这次浪潮中,投资银行锋芒毕露,以1994年为例,美国全年共有5 614次企业并购,投资银行参与了1 028次,其中,Merrill Lynch、Goldman Sachs、Salomon Brothers、Shearson Lehman Brothers、Morgan Stanley等投资银行协助完成的都超过100次。当然投资银行也各有侧重,如Merrill Lynch乐于充当敌意收购的财务顾问,而Goldman Sachs则一般担任被收购方的防护者。

国际投资银行可分为三种类型。第一类是美国的分业管理模式,特点是受《Glass-Steagall Act》的制约,投资银行与商业银行严格分离,居于最顶端的是所谓超一流公司。第二类是欧洲模式,虽有欧洲大陆模式与英国商人银行模式之别,但英国商人银行模式影响较为深远,已形成Hambros、Warburg、Schroders、Kleinwort、Rothschild等十大银行为核心的商人银行业,在国际市场颇有名气。第三类是日本模式,主要由金融型的证券公司从事投资银行业务,野村等大证券公司几乎垄断了整个资本市场。

随着全球国际投资银行的发展,金融工程(Financial Engineering)日益受到广泛的关注。金融工程主要是90年代随着投资银行业与资本市场的扩张而产生和发展的一门应用性很强的学科。美国金融学教授John Finnerty定义为:“金融工程包括金融工具创新与方法的设计、开发和应用,并对解决金融中存在的问题进行创造性的探讨。”这一定义突出金融领域的创造性功能,在

金融工具中, 衍生工具 (Financial Derivative Instruments) 无疑是最富创造性的工具。Swaps、Futures、Options 都是很有代表性的。金融工程学应用很广, 公司理财、金融交易、投资与风险管理都有涉及, 兼并收购中的 Junk Bond 与 Bridge Financing 尤为重要。投资银行业务富有科学性, 因而未来的投资银行必须建立在金融工程理论基础上, 这包括衍生工具的套作、战略形成与实现方式、市场占有与分析、公司研究与企业评价、并购结构设计、企业整体规划等。

在投资银行的发展中, 投资顾问业的崛起也令人高度关注。Morgan Stanley、Salomon Brothers、Goldman Sachs 等投资顾问公司, 在国际上都享有盛誉。投资顾问提供的咨询服务是一种创造性思维成果。在我国企业股份制改造和资本市场融资服务中, 面对企业实行股份制改造和发行股票成为上市公司, 投资银行为之制定总体工作方案, 确定主承销商等中介机构, 进行资产评估和财务审计, 设计招股方案和说明书。金融咨询为推销投资银行的主营业务——并购和证券承销开通了渠道。公正的评价是投资顾问业的重要业务, 它随着并购、LBO 及企业改组的增长而不断发展。在企业股份制规范化改造中, 投资顾问工作主要涉及企业重组方案和非经营性资产的剥离问题。投资咨询与项目融资结缘, 利用资本市场进行项目融资对企业有特殊吸引力, 因为它可以充分利用债券设计的灵活性, 将项目的部分资产从项目中分割出来, 组成一个“远离破产实体” (Bankruptcy Remote Entity), 该实体由于能够获得比项目发起方更好的信用评级, 可有效降低项目的融资成本。正由于资本市场日益成为项目融资的一个主要资金来源, 投资银行作为融资中介, 在项目融资中扮演日益重要的角色。

二、投资银行学的体系与研究范围

(一) 证券发行

股票和债券的公开发行业务是投资银行的基本业务, 集中对上市

公司进行证券发行的策划。在证券承销中，“Underwriting”一词似乎有“绝对保证”（Absolute Guarantee）的意思，它包括两个承诺。第一是“全额包销（Firm Commitment）”，即主营投资银行和它的辛迪加成员同意按照商定价格，作为大券商购买全部证券，然后转卖给它的客户，先前商定的差价就是它的利润。第二是“尽力发行”（Best Efforts），即投资银行利用人才优势和专门知识，为发行证券进行结构设计和实际销售。与第一个承诺不同的是，“尽力发行”意味着承销者不承担风险。

证券发行的一种重要方式是“私募”（Private Placements），这种方式主要是直接向机构投资者（Institutional Investors）如保险公司销售证券，与公开销售不同，它可以直接销售而无须在 SEC 注册。私募为投资者带来更高的收益率，但流动性即变现能力相对差，尽管如此，国际资本市场私募仍在扩大，原因有二：一是随着保险基金和养老金的剧增，机构投资者势必寻求有利可图的资金去处，大量资金走向私人市场；二是资本市场出现了“合伙”新手段，如总合伙有限公司（Master Limited Partnerships），它是将两合公司的避税优势与公开上市的流动性（私募所缺乏的）结合为一体的新产物。研究开发合伙（Research and Development Partnerships）等，也是宜于私募的新手段。

（二）证券交易

证券交易的权威中介机构就是投资银行，华尔街既是证券交易中心也是投资银行大本营。“如果说证券交易所是资本市场的外形，那么投资银行就是资本市场的灵魂。”专家此言我甚赞同。证券公开交易是投资银行的基本业务，第一流的投资银行具有强大的交易能力，能力就是竞争力。一个投资银行在公众中证券独立投放能力越强，它在获得证券承销机会的相对竞争力也就越强。在证券交易这充满风险的海洋中，投资银行须承担价格风险，证券持有期市场价格瞬息多变，它可以采用多种转移或限制风险的办法。Lay off 在投资银行学中，被认为是减少附加买卖投资风险的

一种手段，即银行同意向公众买入或转卖未被拥有股权的股东所认购的证券的任何部分。此外，投资银行也作为证券自营商从事自营买卖，以图盈利。特种经纪商（Specialist）一身兼二任，除执行交易所内限价委托（Limit Order）外，还以自己的账户进行证券买卖，有时也从事卖空，以消除市场供求的暂时失衡，平缓证券价格波动幅度。但交易所规则规定，若特种经纪商账簿中存在着尚未执行的且价格和证券都相同的委托时，特种经纪商不得为自己的账户从事交易。

（三）企业兼并收购

着重研究三个问题：第一，并购在现代投资银行学中的地位。并购已成为现代投资银行学的主要部分，实际上是核心部分；第二，投资银行在并购中的主要任务，是寻求并购机会，以及定价和融资；第三，投资银行在并购中的其他任务，如公司改组和企业资本结构的改变，破产和处境困难公司的改组，尤其是杠杆收购（LBO）。当公司债务远远超过财产净值，占到资本总额的相当比例，而且大多数现金流量被用于偿债时，该公司视为具有高杠杆效应。将金融杠杆、公司管理权、灵活的资本结构（Clever Structure）重组结合在一起，这就是LBO。杠杆收购发挥作用的方式被西方投资银行比喻为给健康人治病（Cure the Healthy）。

（四）投资基金管理

基金是一种重要的投资工具。由于投资银行可以作为基金的发起人，也可以作为基金的管理者管理自己或他人发行的基金，还可以作为基金承销人，帮助其他基金发行人向投资者发售基金证券。投资银行为个人和机构投资者管理资产，如著名的 First Boston Assets Management Co.，Black Stone Financial Management Co.，其目的是将基金投资风险降到最低，而收益则争取最大，因此基金管理实质上就是投资管理，是在投资收益与风险之间实现最佳组合。

80年代以来，由于养老金和保险基金剧增，许多投资银行开

货币管理基金——由货币存款构成投资组合的基金。Money Fund 的最大作用是汇集众多投资者的零散资金作大额存款,以获取较优惠的利率,并享有货币升值效益。在基金市场上,无论是管理货币基金 (Managed Currency Fund) 还是货币市场基金 (Money-Market Fund), 皆是低风险的安全基金。

另外,引人注目的还有风险基金管理 (Venture Fund Management)。投资于通常不具有传统资金来源 (银行及股市等) 企业的资金,相当一部分是公司创业期 (Start-up) 所融通的资金。这类公司的潜在收益可能超过平均水平,但风险度不低,传统金融机构不愿冒险放款,投资银行涉足的创业资本融资就成为弥补创业者自有资金不足的有效手段。投资银行涉及不同层次的风险资本投资,为基金集资直到由证券公司公开上市。风险基金管理通常有两种办法:一是投资银行只为收取佣金而为外部的风险资本集资,二是投资银行自行管理风险资本,设置一个专门机构来管理。一般而言,投资银行偏向自己插手经营风险基金业务,美林银行资料中曾用 “Eagles Soar High” (鹰击长空) 形容。其中,重要的是实现变现过程 (Cashing out), 即原始投资流动化,这是一个具有很高融资技巧的业务。

(五) 项目融资

项目融资与资本市场关系日趋密切。发达国家越来越多的投资者利用项目融资进入发展中国家资本市场。大型基础项目发起方在资本市场进行项目融资时,可充分利用债券设计的灵活性,将项目的部分资产从项目中分离出来。正由于资本市场成为项目融资的主要资金来源,投资银行在项目融资中的作用更为重要。如证券化的债务在设计上十分精细,投资银行常作统计分析和指标的敏感性试验 (Sensitivity Testing of Key Criteria), 目的是为了指导决策的正确性和可靠性,找出影响项目经济效果的敏感性因素,使项目获得预期的收益。

与此相关的是资产证券化,为什么说证券化是真正的价值增

值过程，也是投资银行对金融市场的贡献。这是因为，通过投资银行的中介作用，使不能以任何方式进行买卖的消费者小额贷款，通过滚雪球似的积聚，汇成能在公开市场进行交易的巨额金融票据，正如一位银行家形容的：涓涓之水，可汇江河。将项目融资纳入证券化轨道是一个复杂的过程，从投资银行得到融资委托到债券上市大约经历三阶段：先是设计发行方案的准备阶段，包括专项调查 (Due Diligence)、起草上市备忘录 (Offering Memorandum)；其次是债券承销和定价阶段；第三是上市阶段，包括信用评级及法律文件的准备。

(六) 金融工程

金融工程是金融创新的产物，是金融工程师设计与创造的产品，其中包括金融工具、金融方法和金融战略。衍生工具是近10年来发展很快的金融创新工具，金融工程在这方面功不可没。有专家指出：金融科学正在走向工程化阶段。然而，金融创新的内在动力是什么？尖端科学是金融创新的内在动力，金融创新又改变了金融市场的面貌。投资银行集中了大量的专家，除金融学者外，精通数学的工程学家也成为华尔街的座上客，有价证券理论已从学术的象牙塔回到交易所嘈杂的经纪人席位上。可转换债券 (Convertible Bond) 就属于一种组合创新，它能按事先确定的价格转换成其他资产形式（一般为普通股）的公司证券（通常为优先股或债券）。既可以为投资者带来比普通股更大收益，而且比一般债券更具增值潜力，还可以为集资者减缓还本付息压力。再如债务-股权掉期交易 (Debt-Equity Swaps)，这是金融工程一项突出成果，它是公司用新发行的股票或股权交换未清偿的按较大折扣发行的债券或债务的交易。这种交易十分复杂，牵涉多方利益协调。

(七) 投资银行组织机构与管理

投资银行组织形式很复杂，但基本上有三大部门：一是资本市场部 (Capital Markets)，包括所有传统的投资银行业务和公司

金融业务。其中,公司融资部(Corporate Finance)、证券承销部(Securities Underwriting)、并购部(M & A)、商人银行部(Merchant Banking)、货币市场工具部(Money Market Instruments)、高收益债券部(High Yield)、风险管理部(Risk Management)、创新证券部(Innovative Securities)、资产担保融资部(Asset-Based Finance)、项目融资部(Project Finance)、公共/市政融资部(Public/Municipal Finance)、私有化部(Privatization)和公司重组部(Corporate Restructurings)等,是国际投资银行大同小异的组织形式。二是消费者市场部(Consumer),包括各种证券的分配和销售,涉及从新金融产品的创造到分支系统的经营管理的全部过程。消费者市场部与主流投资银行业在提供分配证券的方式上有密切关系。这种能力对提高承销业务的信心很重要,特别是对金融机构支持最少的那些证券,如高风险的首次公开发行的债券更是如此。三是研究部(Research),投资银行在资本市场部和消费者市场部之上设立独立的高水平的研究机构。研究部实行直接责任制(Direct Responsibility),它是实现有奉献的(Dedicated)、有重点的(Focused)和可靠服务的(Responsive Service)最有效的管理机制,其中重要部门是全球性资金与固定收入研究开发。

(八) 投资银行业监管

政府依法监管仍是主流。依照美国《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)而成立的证券交易委员会(SEC),对投资银行实行注册登记管理和财务责任管理制度,并建立投资者保护规则。另外根据《1970年证券交易法修正案》,规定建立证券投资者保护公司(Securities Investors Protecting Company),所有从事证券业务的投资银行都是其成员。

美国对投资银行监管的主要法律是《1933年国立银行法》(The National Banking Act 1933),其中关于证券投资基本管理原则有关条款合称《格拉斯-斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act),首先是投资银行与商业银行业务中构建“金融防火墙”(Financial

Firewalls)。30年代前,商业银行从事证券业务,大量银行职员进入证券业,银行也热衷于发放“垫头贷款”(Marginal Credit),即高资产比例经营证券买卖。这成为30年代大危机的导火线。为了整顿金融市场,继《Glass-Steagall Act》之后,美国陆续颁布《1934年证券交易法》、《1938年证券交易法修正案》、《1968年威廉斯法》及《1984年内幕交易制裁法》等,进一步构建对投资银行的法律监管体系。

美国也重视投资银行的自我管理,设置机构命名为“证券交易商全国协会”(National Association of Securities Dealers),目的是在投资银行中树立伦理道德标准和公平合理原则。

(九) 投资银行的国际业务

国际投资银行发展的总趋势是大力拓展国际业务,在总目标下:

第一,主攻方向为全球化。全球化已成为国际投资银行的新代号。国际大范围融资已成为发行者以最低成本寻求多种市场的必然选择。对投资者来说,寻求市场时差的弥合,达到24小时不间断的连续时区(Time Zone)经营国际业务,追求最高收益。

第二,国际投资银行的业务追求是提高融资效率,实现风险与收益均衡。投资组合(Investment Portfolios)是投资银行重点研究课题。个人和机构投资者同时拥有多种投资,如股票、债券、基金、不动产、现金等价物或其他资产。现金等价物的流动性与安全性都比较高,被视为Near Money的金融工具或投资,国库券、货币市场基金都类似现金。提高融资效率的途径更加广泛和科学,从而扩大风险/收益领域,以实现更高的效率。

第三,发展国际金融业务,实现全球化的手段之一是债务-股权掉期交易(Debt-Equity Swaps),用本地的外国债务来交换本地区在营运的公司所拥有的头寸(Position),可结合多方利益。我认为如何解决发展中国家债务问题,不单纯是技巧问题,重要是拓宽思路,即债务重组(Debt Restructuring),研究运用创新的方法。

第四，国际金融市场成为国际投资银行经营的主战场。80年代以来国际银行贷款发行滞缓，而证券化风头日盛，造成了银行的非中介化（The Disintermediation of Banks）。

投资银行的国际化与西方国家放松金融管制分不开。美国长期不允许商业银行从事证券承包和不动产等活动，而海外银行可从事投资银行业务。尤其是美国若干州对外国银行活动的限制，不能满足外国的“对等”要求。限制束缚境内银行向海外扩张行动，削弱了竞争力量。80年代后，“联储”开始放松限制，投资银行的跨国经营有了长足发展。

（十）国际投资银行发展趋势

简而言之，有以下三点：

第一，全球投资银行出现合并浪潮，日趋大型化。全球业务网络已形成，兼并收购、资产管理、财务咨询、风险控制业务已在国际范围展开，投资银行在资本市场自塑“金融超市”（Financial Super Market）形象。纽约、伦敦、东京、香港等国际金融中心、投资银行已稳居交易量前列。投资银行大型化自有其优越性：有遍布全球的分支机构、雄厚的资本、先进的技术和广泛的联系，便于调整自身资本结构，提高效率，节约支出。

第二，银行业务交叉融合趋势。1980年美国通过《对存款机构放松管制和货币控制法》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980），1982年通过《高思-圣·杰曼存款机构法》（《Garn-St. Germain Depository Institutions Act》），确认不同金融业务交叉的合法性，为银行业务的综合化奠定了基础。此后，商业银行利用广泛的业务网络，大举进军投资银行业务领域，甚至在证券承销和 M & A 中也有长足进展。1986年10月在伦敦证交所出现的“Big Bang”，后果是大量商业银行直接参与证券业务。投资银行不甘示弱，随着直接融资的势态强化，对商业银行的资金存贷市场极力染指，通过回购协议进军商业银行的短期资本市场（Short-Term Capital Market）。业务上的相互

渗透、相互融合，形成银行业新现象，西方金融界称之为“金融同质化”（Homogenization），即不同名称的各种金融机构殊途同归，提供或近似的产品与服务，也就在质上雷同了。

第三，证券化是国际金融领域发展的大趋势。证券化可分为二：一是资产证券化，如按揭贷款证券化、汽车贷款证券化及信用卡贷款证券化等；另一类是融资证券化，资金需求方用发行证券而不是采用向金融机构借款方式筹措资金，即“非中介化”或“脱媒”方式。证券化创新成就显著，在欧洲市场上的可变利率债务工具中的浮动利率票据（Floating-Rate Notes），主要以 LIBOR 为基准，能使发行者减少息票支付。至于公共机构融资（Public Finance），包括市政债券（Municipal Securities），成为投资银行重要业务。市政债券包括普通责任债券（General Obligation Bonds）和收益债券（Revenue Bonds），为证券化浪潮起推波助澜作用。无怪乎有的西方经济学家叹道：Why the Financial World Would Stop?（为何金融世界将会在此滞留？）

三、学科建设的一点思考

近来我看了纽约大学出版的《Inside Investment Banking》，此书首篇提出中心思想，即投资银行要创造市场（Market Making）。金融学术研究中，对市场行为的解释，也就是使市场创造行为的理论得到发挥。有效市场假说（The Efficient-Market Hypothesis）受到广泛重视。证券价格信息产生于对新的企业信息尤其是价格结构的市场分析。对证券市场价格信息的研究，近年来在一定深度上得以发展。研究证明造市者（Market Maker）在一个有序市场上如何介入买卖双方的交易活动。如果市场上某种股票不能因其供需不同而自动调节到某一价位时，那么，Market Maker 则需卖出或增加存货，即为市场流动性或市场价格机制的继续存在付出代价。证券交易商在较长时间里能保持某种证券行情的稳定，被称为“市场维持商”（Maintain a Market）。

资本市场应允许投资者有效地调整投资组合，以适应不断变化的市场。交易者相机行事，改变投资组合，是因为他们认为新的企业信息已经改变了相应证券的价值。

金融全球化，对国际投资银行提出更高要求，即必须具备全球交易能力，即在世界主要金融中心有 24 小时的创造市场能力。

M & A 是国际投资银行学中令人瞩目的领域，不论是怀有敌意的攻击还是坚强的防卫，都要求投资银行家进行复杂的价格创造，即创造市场功能，即使最佳价格对作为客户的卖方不是最高价格，或者作为客户的买方不是最低价格，但投资银行力求创造市场。只有永不停息的“创造”，投资银行才有生命力。

投资银行的生命线是“创造”。60 年代以 NCDs (Negotiable Certificates of Deposits, 大额可转让定期存单) 和 RA (Repurchase Agreement, 回购协议) 为契机的金融创新，虽是围绕避免利率限制和存款准备金规定而采取的措施，但却揭开一个金融创新时代的帷幕。80 年代的零息票证券 (Zero-Coupon) 也是创新的代表之一，指不付息而以低于面值的很大折扣出售的证券，购买者从其增值中获益。由于不带息，这类证券是所有固定收入证券中价格波动最反复无常的。到了 90 年代，投资银行从 Zero-Coupon 的发行中又生创新意念，即 Separate Trading of Register Interest and Principal of Securities (STRIPS, 证券标定利息与本金分别交易制，或称“美国国库券本息分别出售制”)。STRIPS 的本金与利息的综合现值要高于非 STRIPS 国库券的原始成本。这种整体债券的原始成本与分别两部分债券的综合现值之间的差额，部分地成为投资银行家利润。投资银行在发行本行固有的 STRIPS 时发挥了相当的创造力。紧随着又出现“科摩”的新产品，CMO 是 Collateralized Mortgage Obligation (抵押担保贷款责任) 的缩写。它是投资银行设计的创新担保链：如果按揭贷款者未能履约，由 GNMA (Government National Mortgage Association, 政府全国抵押协会) 担保；如果发行人未能偿还利息、本金的综合