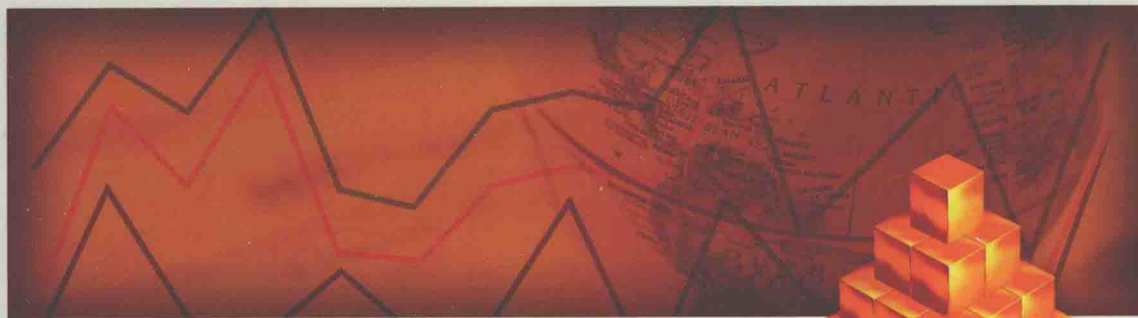


金多多
金融投资经典译丛

资产证券化市场参与者案头必备

THE MECHANICS OF SECURITIZATION

A Practical Guide to Structuring and
Closing Asset-Backed Security Transactions



资产证券化 实务精解

资产抵押证券交易架构及交易（项目）实施指南

（美）苏莱曼·贝格（Suleman Baig） 莫拉德·乔德里（Moorad Choudhry）◎著

陈丽霞 林 东◎译



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

资产证券化 实务精解

资产抵押证券交易架构及交易（项目）实施指南

（美）苏莱曼·贝格（Suleman Baig） 莫拉德·乔德里（Moorad Choudhry）◎著
陈丽霞 林 东◎译



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

《资产证券化实务精解》一书旨在为安排、构建和达成证券化交易的过程提供一个循序渐进的参考性指南，并对信用评级机构以及法律调查要求等内容加以介绍。书中采用的模板则适用于资产支持证券、抵押担保证券以及公司贷款交易等各类证券化实务。此外，本书还介绍了“现金流瀑布”模型，并采用真实的证券化交易为背景，通过一系列任务清单和形式要件，介绍构建典型贷款型 ABS 或 CLO 交易的流程。

Copyright © 2013 by Suleman Baig and Moorad Choudhry, New York. All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled The Mechanics of Securitization; A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions, ISBN 9780470609729, by Suleman Baig and Moorad Choudhry, Published by John Wiley & Sons, Inc., New York. No part of this publication may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

版权所有，侵权必究。

北京市版权局著作权合同登记号：图字：01-2013-1800

图书在版编目



(CIP) 数据
资产证券化实务精解 / (美) 贝格 (Baig, S.), (美) 乔德里 (Choudhry, M.) 著; 陈丽霞, 林东译. —北京: 机械工业出版社, 2013

ISBN 978-7-111-44127-4

I. ①资… II. ①贝… ②乔… ③陈… ④林… III.

①资产证券化 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 223503 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 李新姐 廖 岩

责任校对: 舒 莹

责任印制: 杨 曦

北京市四季青双青印刷厂印刷

2014 年 1 月第 1 版 · 第 1 次印刷

170mm × 242mm · 13.25 印张 · 3 插页 · 166 千字

标准书号: ISBN 978-7-111-44127-4

定价: 49.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

电话服务

社服务中心: (010) 88361066

销售一部: (010) 68326294

销售二部: (010) 88379649

读者购书热线: (010) 88379203

网络服务

教材网: <http://www.cmpedu.com>

机工官网: <http://www.cmpbook.com>

机工官博: <http://weibo.com/cmp1952>

封面防伪标均为盗版

特别推荐

陈胜 中国银监会创新监管部副处长

自2008年金融危机爆发以来,金融理论家和实践家都纷纷关注引起此次金融危机的原因,有很大一部分人认为资产证券化是导致金融危机的关键原因之一。有人更是通过深入研究资产证券化的运作机制,分析了资产证券化在金融创新中的特殊作用,进而认为资产证券化所谓的“破产隔离”使原始权益人将风险转移给证券持有人,而证券持有人没有获得相应的风险担保。在基础资产风险爆发时,证券持有人即成为风险的最终承担者。但是,从根本上讲,资产证券化与资产证券化形成的金融产品是两个完全不同的概念,资产证券化仅仅是一种金融工具,是产生金融产品的一种手段,将资产证券化解释为此次金融危机的始作俑者是不公平的:

首先,资产证券化作为一种金融工具,其没有放大金融产品的风险。从资产证券化的运作来看,资产证券化作为一种风险转移的工具,将原始权益人的资产连同风险一起转移给特殊目的机构(SPV),特殊目的机构作为资产和风险的所有人对金融资产进行证券化操作,证券化没有扩大金融资产的风险,而仅仅是风险转移的工具。其次,证券化操作过程中,相关服务机构对资产池风险的评估失效是证券化失败的重要因素之一。资产证券化过程中需要多家服务机构对资产池的质量进行评估并向原始权益人及证券持有人等进行披露,这些服务机构包括审计师事务所、信用评级机构、律师事务所、税务师事务所等,这些机构分别负责资产池的资产质量、信用风险、法律风险、税收风险等基础资产背后的风险因素。如果这些机构不能忠于职守、不能

勤勉尽责,就会导致基础资产风险披露不充分、资产风险得不到揭示,一旦基础资产风险爆发,则会严重影响证券持有者的权益。最后,正如本书所讲“存在即是合理,证券化没有彻底消失就是最有力的证据”,证券化作为一种新的金融工具,自产生之时就具有得天独厚的优越性,它在增加原始权益人资产流动性、提高资本充足率、全面风险管理等方面都发挥了巨大的作用,资产证券化不仅在现在,即使在将来也会是重要的金融工具,但是关键在于其使用者是否真正了解资产证券化的基本目的、是否真正按照资产证券化的每个环节严格控制风险。

我国银行业资产证券化始于2005年,2005年4月20日,中国人民银行和中国银行业监督管理委员会联合下发了《信贷资产证券化试点管理办法》,允许中国境内银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信托给受托机构,由受托机构以资产支持证券的形式在全国银行间债券市场上向机构投资者发行受益证券。随着金融危机的爆发,中国金融资产证券化的规模虽然比较大,但是金融危机对中国资产证券化的影响是有限的,这在很大程度上得益于中国监管机构的迅速反应。但是在中国金融领域,资产证券化并没有被完全否定,随着后金融危机时代的到来,人们对金融领域繁荣发展的渴望使得资产证券化再次被推崇。随着商业银行对资本流动性需求的提高,资产证券化将发挥其特有的功能助推商业银行的发展和繁荣。

《资产证券化实务精解》不是解释资产证券化与金融危机关系的著作,但正是通过对资产证券化的基本运作原理、资产证券化实施过程的描述,使我们真正认清证券化的本来面目,能够直观地理解资产证券化的运作过程,能够消除人们对资产证券化的误解。本书作为实务性很强的专业类书籍,也为希望开展并正在开展资产证券化的金融业人士提供了可以借鉴的模型,虽然这种普遍适用的模型不能指导每一个资产证券化项目,但本书所列举的资产证券化实施过程却具有极强的指导意义。

中文版推荐序

任建畅 CFA，泰康人寿资产管理部总经理，北京金融分析师协会
(CFA 北京分会) 监事长

中国金融体系的改革与发展正在迈出关键性的一步。作为金融体系的核心，中国人民银行的货币信贷政策既要支持经济增长，又要管住通货膨胀；在资本市场日益活跃并对经济产生重要影响的情况下，货币政策也要兼顾股票、债券以及房地产等资本品的价格走势与动态变化；同时，中央银行以常态化的公开市场操作对货币市场的资金头寸、利率水平以及通过市场传导作用对债券市场收益率水平及收益率曲线的形态与变化都将产生深远的影响。央行的政策制定与执行需要瞻前顾后，全面规划，周密布署，有效执行。

金融危机后，全球经济增长格局正发生根本性变化，中国不再能够依靠廉价的劳动力和大量的出口顺差在全球化的经济分工中获得竞争优势，而以内需为主导的经济增长必然意味着需求总水平的回落和潜在增长的下降。经过 5 年来的争论与反复实践，中国政府对经济形势的判断更加清晰，对经济的掌握能力也大大增强了。当前，全球经济似已步入缓慢复苏的轨道，中国没有必要再以“四万亿”的方式来拉动经济增长，而是更多地将政策方向转移到稳增长、调结构、促改革的实质性举措和长效机制的建立上来。通过不断推动改革和创新，进一步加大开放和对外交往与交流，积累改革红利和制度红利，为下一轮中国经济的较快发展奠定良好的基础。同时，中国经济城镇化的过程又是一个大量农村人口进入城市、城镇，真

正成为享受公平社会福利和分享经济增长的城里人的过程，这有利于居民消费水平的长期提升和稳健增长，也有利于中国工业化、城镇化的进一步推进以及服务产业的不断发展与提升。从不断推出的政策及改革取向看，新一届政府市场化的政策方案向与思路已经基本成熟，而金融领域再次成为许多政策的落脚点和改革的焦点。如果不出大的意外，货币政策总体上将保持平稳，从过去快速增长转向长态化增长；而利率市场化、放开行业禁入等一系列深层次改革逐步登场，银行将真正成为资金定价的专家 and 市场化运作的机构，金融资源的配置将向更加合理、更加高效的领域转移，民营企业和具有很强活力和创造力的中小企业将获得更多的资源支持，过去粗放式的金融运行模式将被更加注重质量、效率的新融资模式所替代。

2013年8月，李克强总理将信贷资产证券化作为盘活存量、搞活金融的重要手段再次提出，并得到业界的强烈回应。中国的资产证券化最早以信贷资产证券化起步，但在法律、税收、监管等方面面临各种阻碍和不协调，总体进展仍比较缓慢。在经济发展转型和金融体系改革的大背景下，我们似乎可以相信，中国资产证券化市场再次提速和加快发展的契机已经来临。中国金融体系积累的广义货币和金融资产规模已相当庞大，因此未来无论是从信贷增长还是更加广义的社会融资总量的增长，都很难看到规模型扩张的太大空间。而信贷资产证券化却开启了另一个维度。信贷资产证券化提升了固定收益市场的资产供应，为投资者（特别是个人投资者）提供更多选择的品种与参与的空间；对于发放贷款和管理贷款经验的银行、信托以及信用卡管理等机构，可以进一步提升它们专业化能力的施展空间，不必受到额度和规模的限制。这也可以看作是社会分工进一步细化和专业化的另一次胜利，给金融领域以及实体经济带来新的效率空间和优化配置能力。

正如本书大量篇幅所介绍的，资产证券化首先是解决了各国金融体系中作为巨无霸的银行体系的资产盘活问题。银行的信贷资产，无论是住房按揭贷款还是企业机构的贷款，只要符合一定条件和要求，都可以通过资产证券化进行打包和出售，从而为银行机构节约出宝贵的资本占用，也为银行更多领域的信贷支持与参与提供了便利条件。这种结合监管、银行自身经营、资本市场证券需求和投资者需要等的业务创新形成了资产证券化的业务模式，并在市场需求的驱动下取得了可观的发展与成长。而这种业务一经成熟就不断对外扩张，不断应用于所有可能产生稳定现金流和回报的领域，成为一种金融领域不断创新和发展的重要工具。通过这种手段，资本市场就不仅仅是将企业的融资需求和投资者的投资需求联系在一起牵线搭桥，而且具备了改造资产属性、切割现金流、重新组装成客户能够接受和热心追逐的产品的能力。这就赋予金融体系更大的主动性和更强的加工创造能力。这种能力微观上体现在资产证券化的每一个设计与每一笔交易中交易结构与管理架构的设计与内部政策的制定，而这些机制在不改变基础资产基本特征的情况下，给资产支持证券更多优化和动态管理空间，从而使产品的属性和风险特征得以优化。

当然，本次金融危机的许多亲历者都还记得，正是美国次级贷款的打包出售和通过 CDO 等架构的不断复制，才使得美国次贷坏账的风险得以迅速扩散和扩大，对金融体系产生了致命性的影响。从技术上，资产证券化与 CDO 等产品至少是同种同源的，但我相信真正认识到这项业务实质的人们不会选择“将婴儿与洗澡水一起倒掉”。美国的教训至少让我们得到了两方面的认识：一是金融技术和金融创新是一把双刃剑，其本身只是工具，无所谓善与恶。而使用这一工具组合金融产品的人才是最终的决定力量；资产证券化曾经为美国金融效率的提升作出了很大的贡献，也让美国成为发达国家

之中金融市场最发达、最深厚、最有效的市场。而当这种有效性转而制造有毒资产时，其危殆也是难以抵御的。二是金融创新是一项系统工程，每一个环节都可能成为决定其成败的关键；而稍有薄弱就可能成为“阿喀琉斯之踵”。这不但需要中国的投资银行及业务人员更加了解资产证券化的业务技能与结构设计，而且监管、审计、评级、法律、合规等领域的管理与技术能力也需要同步跟上，才能保证资产证券化业务的顺利发展。

资产证券化业务大体出现在美国 20 世纪 60 年代末至 70 年代初，而 20 世纪 90 年代以来中国金融界即开始进行过陆续的研究、介绍与探讨。如今，资产证券化经过从理论到实践的多次循环往复，对中国资本市场已不再陌生。但概念上知道和真正设计出专业的产品架构与交易框架还是有不小的差距。魔鬼往往隐藏在无数的细节之中。资本市场上的成功只有先进的理念是远远不够的，对资产证券化各种技术和实务细节的探讨有不断深入的必要。

《资产证券化实务精解》一书正是着眼于操作性的技术问题与交易框架、结构安排、流程设计和法律文件等关键环节的指导与安排。同时，无论是本书作者还是热心的翻译者，都可以归入资产证券化领域的从业人员的行列。这种实务人员与实务人员之间的沟通与交流，才是国内资产证券化业务快速进步的捷径与阶梯。希望本书的出版，能给国内更多希望在资产证券化业务领域大显身手的专业人士更多可资借鉴的专业意见和宝贵资料，并为资产证券化业务的专业化发展提供更多技术基础与专业积淀！

献给我亲爱的父母

——苏莱曼·贝格

愿我们的心灵永有依托

——莫拉德·乔德里

序言

金融危机以来，证券化不仅失去了它在现代金融世界曾经拥有的光环，甚至变成人人喊打的过街老鼠。尽管主流媒体都在不遗余力地批判证券化，但让人百思而不得其解的是，这些纷争始终徘徊在抽象空洞的意义上，极少有人去解释什么是证券化，或是证券化到底是做什么的。这或许是因为大多数权威似乎都认为，证券化技术并不是金融体系中的常客。尽管证券化债务的总量巨大无比，但这还不足以增加这项技术的透明度或是鼓励人们去了解它的内在运作机理。因此，我们不仅不应贬低其价值，反而应该为当今金融界的主流学者（当然也包括未来的金融学学生）提供更多信息，帮助他们充分认识证券化的基本价值。毫无疑问，深刻地认识证券化，会让围绕证券化展开的这场争论从文字和理论层面走向发现和解决问题的实践层面。因此，一本诠释证券化基本运行机制的书籍才是我们迫切需要的。

就其最基本的形式，我们可以把证券化工具看做一个单一目的的小型银行。因此，它在借款人和最终投资者之间扮演着一种金融媒介的角色。如果说证券化工具与传统银行有什么区别的话，那就是它的资产负债表的构建。尽管负债端也要像银行那样靠发放债权和股权进行融资，但资产端采用专属、集中的策略。对金融体系来说，它的价值创造能力就来自资产负债表的单一目的性。通过证券化，投资者就为自己创造了一个只具有特定风险的虚拟银行（比如说，仅为消费者贷款、企业贷款或不动产贷款提供融资）。从这个意义上说，证券化确实是一种独树一帜的金融技术；它重新界定了投

投资者的投资范围，增加了投资者实现风险分散时的可选择方案。从整体组合投资策略角度说，如果能实现将全部风险锁定在“纯”资产，不仅有助于风险量化，还可以为投资者按风险 - 收益预期构建组合提供更大的灵活性。

之前提到的分散化投资可以使个人投资者有机会分享全球范围的投资收益。在证券化工具出现之前，银行贷款人在全球背景下实现多样化投资取决于他们能否在实际运营中进入国外市场。尽管一个以地区为对象的贷款人也希望实现资产多样化，但由于缺乏新市场的发行机制，使他们根本就不可能跨出自己的属地。现实中的约束，让贷款人只能求助于间接方法，也就是收购国外贷款人的股份，或是参与联合贷款。第一种方法对资产风险难以掌控，可能会导致风险远远超过贷款人最初的预期（因为它吸收了外国银行的全部业务），而后者则存在较大局限性，因为它通常只适用于金额巨大的公司贷款（即通常对贷款进行分拆的银团贷款）。资产证券化以内涵明显的另类资产为定义，并具备资产类别相对集中的地区性风险特征，从而逐渐成为降低全球系统风险的一种重要工具。

无论对个人还是全球的投资案例，我们都需要谨慎思考，合理区分风险分散和风险转移：证券化本身并不会改变基础资产所包含的风险，而这正是证券化始终被人们误解并在美国次贷危机中臭名昭著的根源。但是，像某些人说的那样，将证券化技术本身指责为让全球投资者损失惨重的罪魁祸首显然是不恰当的。归根到底，证券化只是投资者用来涉足美国次级贷款这种资产类别的工具。真正将有关各方（发起者、投资者、评级机构和监管者）拉进火坑的罪魁祸首，应该是人们对这种技术的错误认识以及对资产类别的不当选择。

这段经历的教训是显而易见的：任何人都不应忘记，证券化只是一种工具。和所有金融工具一样，只有使用者明确自己的目的，

才能有效使用一种工具，更重要的，就是要正确得当地使用这种工具。

对于质疑者来说，同样需要了解主流证券化技术的演化历程。实际上，只需从各国中央银行利用证券化技术的程度便可见一斑。例如，债务证券化（资产支持证券和资产担保债券等）已成为货币体系中流动性供应的主要担保物来源。旨在为欧元区成员国提供金融支持的欧洲金融稳定基金（**European Financial Stability Facility, EFSF**）就是以证券化技术为基础的。具体而言，EFSF以欧元区成员国的信用作为抵押（即有价证券）向资本市场发行债券。最明显的例子就是德国的潘德布雷夫抵押债券（**Pfandbrief**）市场：它被认为是世界上最古老的证券化市场，迄今为止已运行了约200年。但具有讽刺意味的是，这个市场的基本抵押品居然是个人收入，而且到目前为止，它依旧是德国银行最大的融资来源。

如果从一般意义上考虑，只要存在金融债务且该等债务的信用因担保而得到强化，那么，我们就可以认为这个过程体现了证券化原则。当然，所提供的抵押资产可以采取诸多形式（金融资产、产权或是预期现金流）。所有这些担保都可以视为增强了偿还债务的信用级别。通过提高担保而重塑借款人的信用风险水平，这就是证券化的基本原则，这种用途在固定收益市场上随处可见（市政收入债券、高收益债券、银行贷款和回购业务）。

有人或许会问：“在这些市场上，借款人为什么愿意用有价证券为债务做质押？”简单地说，证券化的实质就是在不同借款人和贷款人之间实现风险与收益组合的最优化。通过提供抵押物，借款人往往可以因为能享受到更优惠的贷款条款而受益。不仅如此，借款人还可以吸引到更多贷款人愿意提供这样的贷款（即更优惠的定价和更高的额度）。任何以抵押贷款购买过房产（本例中相当于抵押物）的人都应该熟悉这个例子；抵押贷款相对于房产价值的比例越小，

贷款的可获得性就越高，条款也就越优惠。我一直喜欢使用这个简单的例子，它告诉我们，即便是在我们的日常生活中，也可以找到证券化概念的影子。

我知道，用一笔简单的贷款或是担保借款来解释证券化机制的基本概念，肯定会遭到证券化从业者的质疑。这一点也不奇怪，因为在这个行业里，大多数参与者都把证券化看作大量小额个别贷款的打包。但如果退后一步，客观审视证券化的基本原理，我们就会发现，它只不过是担保放款业务的升级版而已。担保借款（**secured borrowing**）是一种远在“证券化”之前出现的古老技术，而证券化本身就是一种简单的“担保借款”技术。实际上，它在今天依旧被人们使用并不稀奇，因为在人类的历史中，个人、企业或是政府借款人始终在使用这个概念。我认为唯一变化的，就是在现代高新技术世界中它已变得五花八门。20 世纪末，计算机技术的到来使得担保借款成为产业，并为这个行业赋予了一个全新的名称。没有计算机，贷款发放者就很难有效集中并跟踪大批量单笔贷款，从而进行批量性的融资或贷款销售。

归根到底，很多词汇会在使用过程中衍生出偏离原有含义的新内涵。在这个过程中，证券化也被人们赋予了很多不恰当的称呼。和工业革命时期出现的很多新技术一样，证券化也不过是一种古老技术的高效升级版而已。今天，贷款通常不再采取纸质格式，也不属于银行分行层面的决策范围，在这种情况下，其融资方式出现变化自然不足为奇。因此，在我们通读这本意义非凡的专著时，应采取谨慎态度，真正了解这种证券化融资的具体运行机制。如前所述，证券化的很多基本特征都是这个行业的主流特征，而不是像它的名字那样让人感到生僻少见。

证券化在全球金融体系中扮演了一个名副其实的重要角色，它不可能从这个舞台消失。对此，我们只需看看其他市场的经历（譬如 20 世纪 80 年代的垃圾证券市场以及 90 年代的科技股泡沫）：这

些市场并没有因为危机而就此消亡。和 21 世纪初的证券化技术一样，只要接受现实并从过去的经历中汲取教训，每一个插曲都会让金融市场变得更强大。

奥尔德里奇·马谢克 (Oldrich Masek)

JP 摩根大通银行执行董事

2012 年 10 月 23 日

前言

2009年，伦敦《泰晤士报》刊登了一篇对保罗·沃尔克（Paul Volcker）的采访。这位美联储前主席“严厉谴责银行家闭口不谈他们的高额薪酬，并对他们所说的金融创新提出质疑”。《泰晤士报》的这篇报道指出，沃尔克“指责金融界高层未能及时意识到金融危机的严重性，并对他们提出的改革嗤之以鼻”。谈及银行家们认为新的监管不应抑制创新的主张时，沃尔克是这样回答的：“在过去的20年里，这个行业最大的创新无非就是现金提款机。”

遗憾的是，这种表达方式目前已经在商业、媒体和政治圈司空见惯。只需看看移动电话行业，我们就会发现，在这个以证券化等金融工程技术为主要融资渠道的行业里，金融创新始终是其走向良性发展的基本驱动力。证券化技术的未来是毋庸置疑的，如果在孟加拉国达卡的大街上看到人力车车夫（他们的日薪平均为1美元）在打电话，你就会相信这一点。因为将移动电话带给全世界普通民众的技术，首先需要数以千万亿美元的投资，而其中的相当一部分资金都是借助于证券化市场形成的。

本书不是一本介绍银行业或是金融业的普通教科书，自由市场或者资本主义就更不是本书讨论的话题了。它的读者群体主要是从事结构化金融行业并参与证券化交易发行、构建或安排等环节的从业人员。从根本上说，本书的目的应该是针对那些有兴趣对其表外资产或代表第三方银行进行证券化交易的商业银行，为它们实施证券化交易提供一个基本任务的流程指南。这些资产可以是公司贷款、按揭贷款、信用卡贷款或其他深奥难懂的应收“未来现金流”，但无

论是对哪一种资产类别，其证券化过程需要遵守的基本原则实际都是相同的，区别无非在于细节。这些基本原则也是本书的基本内容之一。在 2008 年后旋即兴起的证券化活动中，大多属于“内部交易”的类型，其目的就是创造可交易的有价证券，作为向中央银行融资的担保物。本书提供的模板也适用于计划从事此类交易的任何机构。

最后，我们希望本书能对那些初次涉足证券化业务的从业者有所帮助，而本书讲述的流程模板，可以为他们从事证券化业务提供项目管理指南。

本书的结构

全书分为三个部分。第一部分为那些想了解证券化及资产支持证券（Asset-Backed Securities, ABS）的读者提供一个背景介绍。本部分包括两章，其中，第一章为基础知识简介，第二章对 2008 年银行业崩盘带来的影响进行评价。在第二部分里，我们讨论了 ABS 交易的基本架构和流程以及对评级机构和法律调查的要求。第二部分的内容可作为证券化业务的任务流程和操作模板，商业银行可以此为基础实际开展证券化交易。

第三部分利用前述模板、任务流程和一笔实际公司贷款 ABS 交易形成的文件，对第二部分进行了分析。

笔者期待各位通过约翰威立国际出版公司提出批评和建议。

苏莱曼·贝格，莫拉德·乔德里

2012 年 6 月于伦敦