

中国建投研究丛书·金融创新

JIC Institute of Investment Research Books • Finance

资产证券化 变革中国金融模式

ASSET SECURITIZATION
—A BREAKTHROUGH
OF THE FINANCIAL MODES IN CHINA



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

中国建投研究丛书·金融创新

JIC Institute of Investment Research Books · Finance

资产证券化 变革中国金融模式

ASSET SECURITIZATION
—A BREAKTHROUGH
OF THE FINANCIAL MODES IN CHINA

邓海清 胡玉峰 蒋钰炜 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化：变革中国金融模式/邓海清，胡玉峰，蒋钰炜著.
—北京：社会科学文献出版社，2013.10
ISBN 978-7-5097-5133-6

I. ①资… II. ①邓… ②胡… ③蒋… III. ①资产证券化—
中国—手册 IV. ①F832.51-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 234930 号

资产证券化

——变革中国金融模式

著 者 / 邓海清 胡玉峰 蒋钰炜

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目统筹 / 许秀江 王婧怡

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 刘宇轩 许秀江

责任校对 / 李 腊

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2013 年 10 月第 1 版

印 次 / 2013 年 10 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-5133-6

定 价 / 49.00 元

印 张 / 18.75

字 数 / 191 千字

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

《中国建投研究丛书》编审委员会

主 编 庄乾志

副主编 张志前

编 委 王俊娜 陈 川 李纪军

总 序

一千多年前，维京海盗抢掠的足迹遍及整个欧洲。南临红海，西到北美，东至巴格达，所到之处无不让人闻风丧胆，所经之地无不血流成河。这个在欧洲大陆肆虐整整三个世纪的悍匪民族却在公元 1100 年偃旗息鼓，过起了恬然安定的和平生活。个中缘由一直为后人猜测、追寻，对历史的敬畏与求索从未间断。2007 年，维京一个山洞出土大笔财富，其中有当时俄罗斯、伊拉克、伊朗、印度、埃及等国的多种货币，货币发行时间相差半年。“维京之谜”似因这考古圈的重大发现而略窥一斑——他们的财富经营方式改变了，由掠夺走向交换；他们学会了市场，学会了贸易，学会了资金的融通与衍生——而资金的融通与衍生改变了一个民族的文明。

投资，并非现代社会的属性；借贷早在公元前 1200 年到公元前 500 年的古代奴隶社会帝国的建立时期便已出现。从十字军东征到维京海盗从良，从宋代的交子到曾以高利贷为生的犹太人，从郁金香泡沫带给荷兰的痛殇到南海泡沫树立英国政府的诚信丰碑，历史撰写着金融发展的巨篇。随着现代科学的进步，资金的融通与衍生逐渐成为一国发展乃至世界发展的重要线索。这些事件背后的规律与启示、经验与教训值得孜孜探究与不辍研习，为个人、企业乃至国家的发展提供历久弥新的助力。

所幸更有一批乐于思考、心怀热忱的求知之士勤力于经济、金融、投资、管理等领域的研究。于经典理论，心怀敬畏，不惧求索；于实践探索，尊重规律，图求创新。此思索不停的精神、实践不息的勇气当为勉励，实践与思索的成果更应为有识之士批判借鉴、互勉共享。

调与金石谐，思逐风云上。《中国建投研究丛书》是中国建银投资有限责任公司组织内外部专家在瞻顾历史与瞻望未来的进程中，深入地体察和研究市场发展及经济、金融之本性、趋向和后果，结合自己的职业活动，精制而成。丛书企望提供对现代经济管理与金融投资多角度的认知、借鉴与参考。如果能够引起读者的兴趣，进而收获思想的启迪，即是编者的荣幸。

是为序。

张睦伦

2012 年 8 月

编辑说明

中国建银投资有限责任公司投资研究院（简称建投研究院）重点围绕经济社会发展、市场趋势及投资热点问题，组织开展研究，促进学术交流，培养专业人才，提供优秀的研究成果，为投资研究和经济社会发展贡献力量。

《中国建投研究丛书》收录建投研究院内外部专家的重要研究成果，按不同专辑系列化出版，每个专辑聚焦于一个特定的领域或主题，逐步丰富完善。目前策划组织出版的专辑包括“企业管理”、“区域经济”、“产业经济”、“金融创新”、“前沿问题”等。希望通过研究丛书的编写和出版，为政府相关部门、企业、研究机构以及社会各界读者提供参考。

本专辑主题为“金融创新”，主要辑录在金融制度、金融技术、金融业务、金融组织等方面创新的研究成果。

本研究丛书仅代表作者本人或研究团队的观点，文责自负。文章中若有不妥、甚至错误之处，欢迎广大读者批评指正。

前 言

资产证券化是一种成熟的结构化融资工具，在欧美等发达国家利率市场化进程开端至金融危机之前发展迅速。在其发展历程中，新的基础资产、新的交易结构、新的赢利模式层出不穷，与债券市场、信贷市场、货币政策之间的联动越来越频繁，逐渐形成直接融资、间接融资之外的一股不可忽视的金融力量。然而，无论是国外还是国内对这个市场的了解和理解都明显不足。在国外，这种认识上的缺乏导致次贷危机的爆发。而在国内，则导致证券化市场长期裹足不前。

中国经历了几十年的高速发展，即将进入经济结构调整和转型期。新一届政府提出“逐步推进信贷资产证券化常规化发展，盘活资金支持小微企业发展和经济结构调整”，这标志着资产证券化顶层设计来袭，预计后续监管机构、市场参与者、中介机构将围绕证券化市场的建设和培育展开实质性的推动工作，中国的资产证券化市场迎来最佳的发展时点。

虚拟经济层面，利率市场化、人民币国际化以及监管放松，即将带领中国的金融机构共同演绎出属于中国的资本市场跨越式发展史。在这个过程中，资产证券化将不仅仅是一种融资工具，更是一条融资体系。在这条体系下，所有的金融机构将加强协作、直面竞争，最终将实现中国金融体系的现代化建设！

值此时点，本书将立足于将国外先进经验与国内市场现状

相结合，资产证券化理论与实务相结合，突出制度设计、监管演变、证券化产品的评级和定价，详细阐述资产证券化的过去与现在并展望未来，力图为读者构建一个理解和运用资产证券化的系统框架。谨以此书向未来的中国资产证券化市场致敬！

目 录

前 言	001
-----------	-----

第一篇 理论与实务基础

第一章 资产证券化基础理论	003
第一节 资产证券化的一般流程	003
第二节 资产证券化的核心要素	005
第三节 资产证券化市场主要参与者	007
第四节 资产证券化产品系列	012
第二章 全球资产证券化 43 年演绎路径	017
第一节 资产证券化之地域演进	017
专栏 1 两房	019
专栏 2 FFS 与 WBS	027
第二节 资产证券化之核心环节演进	034
专栏 3 AIG 因不当使用 CDS 而面临破产	040
专栏 4 资产担保债券	045

第三章 中国资产证券化 9 年探索之路	052
第一节 中国资产证券化现状	052
第二节 三种模式对比	054
第三节 案例分析	067
第四节 中国资产证券化发展障碍	077

第二篇 投融资实务

第四章 资产证券化之基础资产	085
第一节 信贷资产——资产证券化的主要供给者	085
专栏 5 信贷资产证券化与中国金融体系现代化	087
第二节 中小企业融资	089
第三节 基础设施资产	091
第五章 资产证券化之评级	099
第一节 证券化产品发行的必要环节	099
第二节 证券化产品评级方法	107
专栏 6 CDO 市场的崩溃：不仅仅是因为评级	119
第三节 评级方法的缺陷	120
专栏 7 信用评级与违约率的“暧昧”关系	123
第六章 资产证券化之定价	125
第一节 证券化产品交易机制	125
第二节 主要证券化产品定价方法	127
第三节 三大产品定价详解	134
第四节 定价之症结与药方	148
专栏 8 Copula 的“滥用”	149

第十二章	中国版影子银行“变形记”	225
第一节	中国版影子银行之崛起	225
第二节	中国版影子银行模式之演变	228
第三节	国内外影子银行监管对资产证券化的影响	235
第十三章	资产证券化与中国金融体系	238
第一节	我国现行金融体系的特点	238
第二节	资产证券化推动渐进式金融体系改革	244
附录 1	美国资产证券化大事记	254
附录 2	中国资产证券化市场大事记	258
附录 3	专业术语对照表	265
参考文献		270
后 记		274

第一篇

理论与实务基础

作为金融创新的产物，资产证券化最早出现在 20 世纪 70 年代的美国。43 年间，资产证券化由美国起航，80 年代传播到欧洲、拉丁美洲，90 年代传播到亚太区，地域的扩张展现出资产证券化在不同社会、文化、金融制度下的极强生命力。回顾这段历史，资产证券化的外延与内涵随着地域的拓展而不断演进，使得今日的它早已成为除股票、债券外最重要的融资方式之一。本篇内容主要介绍资产证券化的基本概念及其在国内国外的发展演绎路径。

第一章

资产证券化基础理论

资产证券化是指将一组缺乏流动性但预计可以创造稳定现金流的资产，通过对其风险和现金流进行结构性重组，并实施一定的信用增级，从而将其预计现金流转换为可出售、可流通的证券产品的过程。以资产证券化最发达的美国为例，资产证券化一般包含九个步骤、三个核心要素以及三大产品系列。

第一节 资产证券化的一般流程

资产证券化一般涉及以下九个步骤（见图 1-1）：

第一步，发起人（也即资金的需求方）明确自身将要实施证券化的资产，必要情况下也可以将多种相似资产进行剥离、整合组建成资产池。

第二步，设立特别目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV），以其作为证券的发行机构，并保证能够实现与发起人

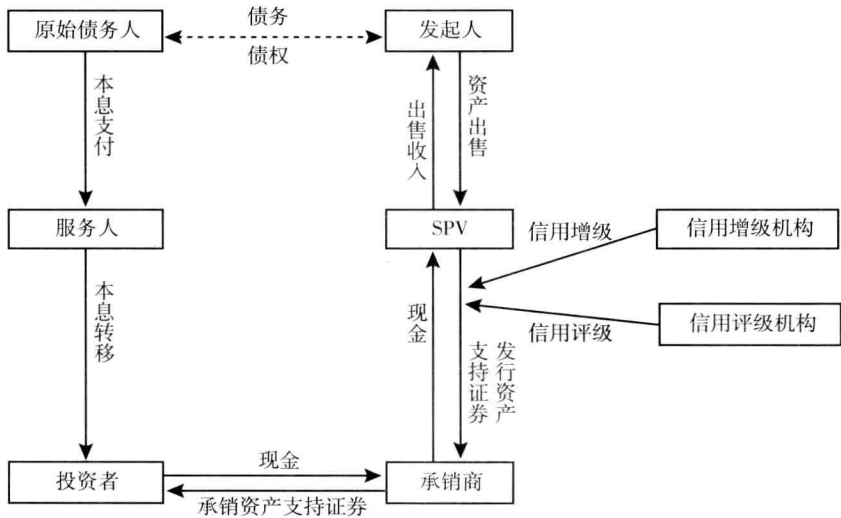


图 1-1 资产证券化运作的一般流程

资料来源：宏源证券。

之间的破产隔离。

第三步，发起人将其欲证券化的资产或资产池转让给 SPV，且转让必须构成“真实出售”。

第四步，发起人或者第三方机构对已转让给 SPV 的资产或资产池进行信用增级。

第五步，由中立的信用评级机构对 SPV 拟发行的资产支持证券（Asset Backed Securities，ABS）进行信用评级。

第六步，SPV 通过承销商采用公开发售或者私募的方式发行证券。

第七步，SPV 以证券发行收入为基础，向发起人支付其原始资产转让的款项。

第八步，由 SPV 或其他机构作为服务商，对资产或资产