



普通高等教育“双一流”建设经济学类专业数字化精品教材

结构金融学

Structural Finance

欧阳红兵◎编著



华中科技大学出版社

<http://www.hustp.com>

内 容 提 要

本书是一本结构金融学的基础教材,主要包括结构金融学基本理论、结构化融资理论和方法、结构化产品及应用三部分,全面介绍了结构金融的产生背景、相关概念、发展历程、主要功能以及监管体系,并详细阐述了结构化融资中的主要参与者、融资工具和流程、常见的结构化融资技术,其中也分析了结构化融资中产生的现金流模型及产品的风险评估和度量。最后,本书介绍了结构化产品的基本理论,包括结构化产品基本要素、运作机制、定价方式以及典型应用等。本书定位为结构金融学基础理论的教材和参考书,旨在帮助读者建立对结构金融学的基本认识,书中涵盖了与结构化投融资相关的多方面内容,且对主体内容的介绍更多围绕其基本原理和思路方法展开,不涉及过多的模型推导和定量计算,便于读者更好地理解结构金融学的整体框架和核心思想。本书可作为金融或金融工程专业学生的教材或是相关从业人员的参考资料。

图书在版编目(CIP)数据

结构金融学/欧阳红兵编著. —武汉:华中科技大学出版社,2020.12
ISBN 978-7-5680-6822-2

I. ①结… II. ①欧… III. ①金融学-高等学校-教材 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2020)第 263876 号

结构金融学

Jiegou Jinrongxue

欧阳红兵 编著

策划编辑:周晓方 陈培斌

责任编辑:肖唐华

封面设计:原色设计

责任校对:张汇娟

责任监印:周治超

出版发行:华中科技大学出版社(中国·武汉)

电话:(027)81321913

武汉市东湖新技术开发区华工科技园

邮编:430223

录 排:华中科技大学惠友文印中心

印 刷:武汉开心印印刷有限公司

开 本:787mm×1092mm 1/16

印 张:13.75 插页:2

字 数:316千字

版 次:2020年12月第1版第1次印刷

定 价:48.00元



华中大版

本书若有印装质量问题,请向出版社营销中心调换
全国免费服务热线:400-6679-118 竭诚为您服务
版权所有 侵权必究



普通高等教育“双一流”建设经济学类专业数字化精品教材

编委会

◎ 主任

张建华

◎ 副主任

欧阳红兵 江洪洋

◎ 委员（以姓氏拼音为序）

崔金涛 范红忠 方齐云 刘海云 钱雪松 宋德勇

孙焱林 唐齐鸣 王少平 徐长生 杨继生 张卫东

总序

Introduction

习近平总书记在全国高校思想政治工作会议上指出,要坚持把立德树人作为中心环节,把思想政治工作贯穿教育教学全过程,实现全程育人、全方位育人。根据这一要求,对于致力于世界一流大学和一流学科建设的中国高校来说,其根本任务就是贯彻落实立德树人宗旨,全面促进一流人才培养工作。

为了体现这一宗旨,华中科技大学经济学院制定了教学与人才培养“十三五”规划。基本思路是:贯彻坚守“一流教学,一流人才”的理念,抓好人才分类培养工作,更加重视国际化与创新型拔尖人才的培养。在教学方面,立足中国实际和发展需要,参照国际一流大学经济系本科和研究生课程设置,制定先进的课程体系和培养方案,为优秀的学生提供优质的专业教育和丰富的素质教育,培养具有创新能力的领军人才。为此,我们必须推进教学的国际化、数字化、数量化、应用化,改进教学方式,大力推进研讨式、启发式教学,加强实践性环节,着力培养创新型、领导型人才;进一步推进教学内容与方式的改革,规划建设一流的现代经济学专业系列教材,构建起我们自己的中国化的高水平的教材体系(即这些教材应当具有国际前沿的理论、中国的问题和中国的素材)。与此同时,注重规范教学,提高教学质量,建设并继续增加国家级精品课程及教学团队,组织教学与课程系统改革并探索创新人才培养的新模式。此外,还要加强实践环节,广泛建立学生实习实训基地。以此培养出一批具备扎实的马克思主义理论功底、掌握现代经济学分析工具、熟悉国际国内经济实践、能够理论联系实际的高素质人才,以适应国家和社会的需要。总之,这一规划确立的主题和中心工作就是:瞄准“双一流”目标,聚焦人才培养,积极行动,着力探索国际化与创新型人才培养新方案、新模式与新途径。我们也意识到,高质量的课程是科研与教学的交汇点,没有一流的课程,“双一流”就不可能实现。因此,抓教学改革、抓教材建设,就是实施这种探索的重要体现。

那么,如何做好现代经济学专业课程系列教材编写呢?习近平总书记提出,应按照“立足中国、借鉴国外,挖掘历史、把握当代,关怀人类、面向未来”的思路,着力建设中国特色社会主义政治经济学。根据习近平总

书记系列讲话精神,一是要在经济学科体系建设上,着力在继承性、民族性、原创性、时代性、系统性、专业性上下功夫。要面向未来,从教材体系建设入手,从战略层面重视教材建设,总结提炼中国经验、讲好中国故事,教育引导青年学子在为祖国、为人民立德、立言中成就自我、实现价值。要着眼未来学科建设目标,凝练学科方向,聚焦重大问题,在指导思想、学科体系、学术体系、话语体系等方面充分体现中国特色、中国风格、中国气派。二是要研究中国问题。张培刚先生开创的发展经济学植根于中国建设与发展的伟大实践,是华中科技大学经济学科的优势所在。经济学科要继承好、发扬好这个优良传统,要以我国改革发展的伟大实践为观照,从中挖掘新材料、发现新问题、提出新观点、构建新理论,瞄准国家和地方的重大战略需求,做好经济学科“中国化、时代化、大众化”这篇大文章。

编写本系列教材的思路主要体现在如下几个方面。第一,体现“教书育人”的根本使命,坚持贯彻“一流教学,一流人才”的理念,落实英才培育工程。第二,通过教材建设,集中反映经济学科前沿进展,汇聚创新的教学材料和方法,建立先进的课程体系和培养方案,培养具有创新能力的领军人才。第三,通过教材建设,推进教学内容与方式的改革,构建具备中国特色的高水平的教材体系,体现国际前沿的理论、包含中国现实的问题和具备中国特色的研究元素。第四,通过教材建设,加强师资队伍建设,向教学一线集中一流师资,起到示范和带动作用,培育课程团队。

本系列教材编写的原则主要有如下三个。第一,出精品原则。确立以“质量为主”的理念,坚持科学性与思想性相结合,致力于培育国家级和省级精品教材,出版高质量、具有特色的系列教材。坚持贯彻科学的价值观和发展理念,以正确的观点、方法揭示事物的本质规律,建立科学的知识体系。第二,重创新原则。吸收国内外最新理论研究与实践成果,特别是我国经济学领域的理论研究与实践的经验教训,力求在内容和方法上多有突破,形成特色。第三,实用性原则。教材编写坚持理论联系实际,注重联系学生的生活经验及已有的知识、能力、志趣、品德的实际,联系理论知识在实际工作和社会生活中的实际,联系本学科最新学术成果的实际,通过理论知识的学习和专题研究,培养学生独立分析问题和解决问题的能力。编写的教材既要具有较高学术价值,又要具有推广和广泛应用的空间,能为更多高校采用。

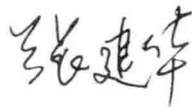
本系列教材编写的规范要求如下。第一,政治规范。必须符合党和国家的大政方针,务必与国家现行政策保持一致,不能有政治错误,不涉及有关宗教、民族和国际性敏感问题的表述。第二,学术规范。教材并非学术专著,对于学术界有争议的学术观点慎重对待,应以目前通行说法为主。注意避免在知识产权方面存在纠纷。第三,表述规范。教材编写坚持通俗易懂、亲近读者的文风,尽量避免过于抽象的理论阐述,使用鲜活的案例和表达方式。

本系列教材的定位与特色如下。第一,促进国际化与本土化融合。将国际上先进的经济学理论和教学体系与国内有特色的经济实践充分结合,基于中国具体国情,体现本土化特色。第二,加强中国元素与案例分析。通过对大量典型的、成熟的案例的分析、研讨、模拟训练,帮助学生拓展眼界、积累经验,培养学生独立分析问题、解决问题、动手操作等能力。第三,内容上力求突破与创新。结合学科最新进展,针对已出版教材的不足之处,结合当前学生在学习和实践中存在的困难、急需解决的问题,积极寻求内容上的突破与创新。第四,注重教学上的衔接与配套。与经济学院引进版核心课程教材内容配套,成为学生学习经济学类核心课程必备的教学参考书。

根据总体部署,我们计划,在“十三五”期间,本系列教材按照四大板块进行规划和构架。第一板块:经济学基本原理与方法。包括政治经济学、经济思想史、经济学原理、微观经济学、宏观经济学、计量经济学、国际经济学、发展经济学、中国经济改革与发展、现代管理学等。第二板块:经济学重要分支领域。包括国际贸易、国际金融、产业经济学、劳动经济学、财政学、区域经济学、资源环境经济学等。第三板块:交叉应用与新兴领域。包括幸福经济学、结构金融学、金融工程、市场营销、电子商务、国际商务等。第四板块:创新实践与案例教学。包括各类经济实践和案例应用,如开发性金融、货币银行学案例、公司金融案例、MATLAB与量化投资、国际贸易实务等。当然,在实际执行中,可能会根据情况变化适当进行调整。

本系列教材建设是一项巨大的系统工程,不少工作是尝试性的,无论是编写系列教材的总体构架和框架设计,还是具体课程的挑选,以及内容取舍和体例安排,它们是否恰当,仍有待广大读者来评判和检验。期待大家提出宝贵的意见和建议。

华中科技大学经济学院院长,教授、博士生导师



2017年7月

前言

Preface

“结构化”是金融发展本质和内在的需求,广义上看,只要同一金融资产对应了不同的主体,且主体之间具有不同的责权利关系,则都可以成为“结构化”的金融。一个简单的例子就是公司,当公司具有不同的融资主体,有的愿意提供资本金(股权融资),有的只愿意提供到期还本的资金,仅获取利息(债权融资),就会产生一个公司的资本结构。这其实是很自然的,债权有索偿的优先权;股权又称剩余索取权,是支付所有债权后剩下的部分以及偿还债务的保障,因此具有对公司的最后控制权。任意的资产项目是否都可以结构化?这就是二十世纪七十、八十年代金融创新浪潮中兴起的结构金融。早期美国政府为了解决房贷资金的供求矛盾,先后成立“房利美”和“房地美”住房抵押贷款支持机构,用于购买政府部门担保的住房抵押贷款,为了让这些机构经营具有可持续性,需要为其不具流动性的资产(住房抵押贷款)开辟融资渠道,以获取新的资金。1970年,“吉利美”发行了以信贷资产做担保的第一单资产抵押支持证券化产品(ABS),结构金融市场由此揭开了序幕。结构金融通过汇集资产使信用风险实现差别化和分散化,并利用债券分级创造出带有不同风险和期限特征的产品以满足不同风险偏好的投资者需求。凭借设计上的灵活性和可参考资产的多样性,结构化产品受到广泛青睐,在之后的数十年间出现爆炸性增长。随着金融衍生品市场和证券化技术的成熟,结构化产品不断丰富、创新,形式愈发多样,市场发展步入成熟阶段,成为一种重要的金融工具和产品。

结构金融市场规模的加速扩大在2007年出现拐点。2007年美国次贷危机爆发和蔓延的根源被认为与结构金融产品如担保债务凭证(CDO)以及其不断的衍生品(CDO1, CDO2, CDO3, …)有关,这些金融产品使得资产真实的权益支持变得极为脆弱,当基础性资产出现价格下跌,权益不足以覆盖损失时,极易产生破产。由此,结构化产品对全球市场的发展造成了严重冲击,结构化产品因此受到质疑,需求量急速下滑,这也引起了机构和投资者对过度结构化的重新审视和思考。有效的监管是保障金融创新产品能够长期运行的有效手段,但对产品本身全面充分的认知亦是对其进行合理使用的前提和基础。经过金融危机后的调整重塑,结构

金融产品市场再度升温,各类创新结构设计不断涌现,目前已成为国际金融市场上发展最快的领域之一。

今天,结构金融可以看成是一种金融产品设计活动,在这样的活动中,金融中介根据客户和自身业务发展的需要,利用市场中已存在的基础资产或基础证券、衍生证券等,或基于为某一类资产或资产池设立的“特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV)”,设计创造与客户风险偏好、期限偏好紧密对应的新金融产品。这种新的产品就是结构金融产品,或称“结构化产品”。对于中国金融市场发展来说,金融产品的结构化也是一个必由之路,结构金融对于丰富金融市场的产品,提供风险管理手段,为金融机构的长期资产提供流动性,都具有重要的意义。

本书旨在介绍结构金融学相关基本内容,展示与结构金融产品设计、风险管理相关的基本理论,帮助读者对结构金融的基本概况、发展脉络和结构性投融资形成全面了解。书中内容主要从三个方面展开:第一篇叙述铺垫了结构金融的产生背景和基本内容,以助于读者形成对结构金融学的基本认识。由于结构金融可以从结构性融资和结构性投资两方面来解释,因此本书的后两部分主要从这两个方面展开。第二篇我们对结构化融资理论和方法进行了详细介绍。以结构化融资理论为基础,介绍结构化融资中运用的系列技术手段,分析结构化金融工具中的现金流模型与估值技术,并延伸至结构化产品违约风险和利差风险管理等方面。以此为基础,结构性融资必然需要相应的结构性投资工具或产品,因此第三篇则主要围绕结构化产品及应用展开,对结构化产品概况、原理及定价做了基本描述,并简要介绍了结构化产品的典型应用范围。

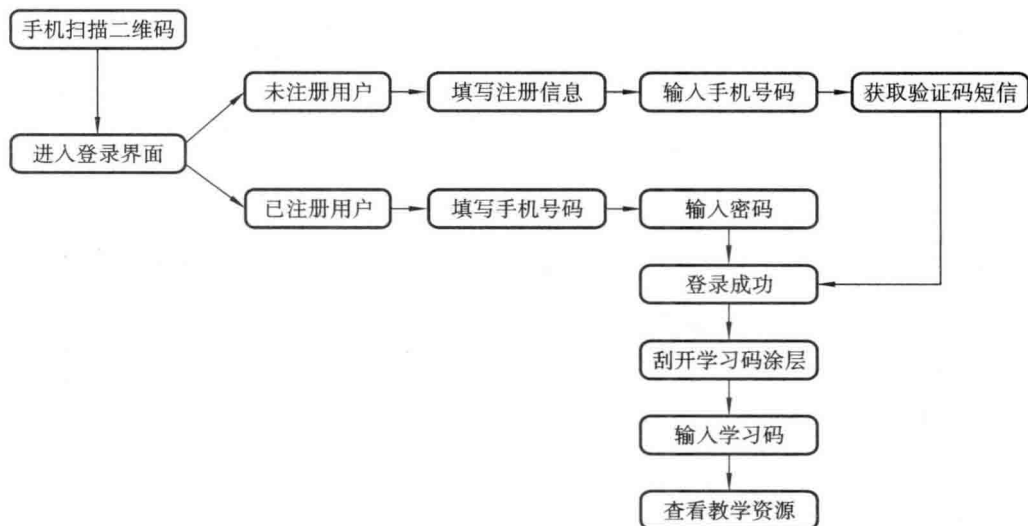
本书的写作过程参考了大量国内外资料,如 Rutledge and Raynes (2010)的 *Elements of Structured Finance*, Servigny and Jobst (2007)的 *The Handbook of Structured Finance*, Cherubini and Lungu (2007)的 *Structured Finance: The Object-Oriented Approach*, 以及一些大学和研究报告和论文等,有些资料在正文各章的延伸阅读材料中有所体现,在此一并致谢。在编写过程中,作者的研究生康小康、卫小璐、刘健、袁艺、严雯雯等参与了大量的工作,在此表示感谢。

作者

2020年7月

与本书配套的二维码资源使用说明

本书配套的数字资源均可利用手机扫描二维码链接的形式呈现，具体操作流程图如下。



目录

Contents

第一篇 基础篇

第一章 结构金融导论 /3

- 第一节 结构金融产生的背景 /3
- 第二节 结构金融的概念 /4
- 第三节 结构金融的发展概况 /5
- 第四节 结构化融资 /9
- 第五节 结构化产品 /10
- 第六节 结构金融的功能 /14
- 第七节 结构金融风险与监管 /17

第二篇 结构化融资理论与方法

第二章 结构化融资理论基础 /23

- 第一节 结构化融资基本理论 /23
- 第二节 结构化融资的参与者 /25
- 第三节 结构化融资工具 /27
- 第四节 结构化融资流程 /50

第三章 结构化融资技术 /52

- 第一节 特殊目的载体 /52
- 第二节 结构化融资工具设计 /62
- 第三节 信用评级 /76
- 第四节 信用增级 /82

- /88 **第四章 现金流模型与估值技术**
-
- /88 第一节 现金流模型
- /108 第二节 估值技术
- /117 第三节 现金流模型应用的实例分析——XX 资产支持专项计划

/131 **第五章 结构化产品风险管理**

- /132 第一节 违约风险的评估与度量
- /142 第二节 利差风险的评估与度量
- /145 第三节 利差风险管理

第三篇 结构化产品及应用

/157 **第六章 结构化产品概述**

- /157 第一节 结构化产品的定义
- /158 第二节 结构化产品的基本要素
- /160 第三节 结构化产品的发展历程
- /162 第四节 结构化产品的运作机制
- /163 第五节 结构化产品的功能

/165 **第七章 结构化产品原理及定价**

- /165 第一节 结构化产品的原理
- /174 第二节 结构化产品的定价方法
- /178 第三节 结构化产品定价模型的应用

/183 **第八章 结构化产品的应用**

- /183 第一节 互联网金融与结构金融
- /189 第二节 PPP 与结构金融
- /196 第三节 VIE 模式及其在中国公司境外上市中的应用

/204 **参考文献**

/208 **后记**

第一篇

基础篇

第一章

结构金融导论

第一节

结构金融产生的背景

金融活动离不开金融产品,金融产品最重要的功能是融资。我们都知道传统的融资有两种形式:间接融资和直接融资。间接融资指储蓄通过信用中介以信贷的方式转变成投资,在间接融资模式下,资金供给方与资金需求方不直接接触,所以存在利率与期限不匹配的问题,其中的风险往往由金融中介机构承担。直接融资指储蓄通过金融市场以发行和销售股票、债券或者其他形式证券的方式转变成投资,在直接融资模式下,金融中介较少承担风险,其主要角色是在一级市场推销企业发行的标准化证券,并在二级市场辅助和参与这些证券的交易。数百年来,金融市场基本依靠直接融资和间接融资这两种模式满足资金供求双方的需求。然而,随着金融市场的发展,众多投资者和企业的资格、条件和偏好不同,项目需要的资本数量、期限和风险承受度也不同,传统的信贷、股票和债权等方式已经不足以满足融资者和投资者两方面的需求,这就客观上要求金融中介创造出更多的金融创新工具来满足日益多样化的供需。同时随着金融衍生品市场的发展和证券化技术的成熟,20世纪90年代以来,结构金融开始逐步发展。



结构金融:一种新的金融范式

首先,结构金融市场的早期发展与1988年的《巴塞尔资本协议》(Basel Accord)有关。根据该协议,银行所有资产都要满足相同的最低资本充足率要求,这实际上对低风险资产规定了较高的资本充足率,而对高风险资产规定了较低的资本充足率。这种制度扭曲给一些银行提供了套利的机会:出售低风险资产、发行结构化金融产品可以降低必须保留的资本金。其次,对

金融机构而言,发行结构化金融产品可以分散信贷风险,扩大资金来源。金融中介机构制造结构化信用产品可以使它们不用直接为资产池中资产出资,并不承担相关的信贷风险,这不仅增加了它们的融资渠道,也提高了同一笔资金的使用效率,降低了融资成本。所以缺乏内部资金来源的投资银行、未受政府规制的金融公司以及一些专业化的抵押贷款机构,一直以来都是结构化金融产品的重要供给者。再次,结构化金融产品本身的特性也吸引着众多的市场投资者。由于一些政策的限制,一些机构投资者的许多业务行为受到制约,所以现实中的金融市场往往是处于分割状态的。例如,为了维护投资者利益和金融市场的稳定性,监管机构都会对银行、保险、共同基金等机构的投资工具做出规定,不得持有投资级别以下的证券,场外金融衍生品的交易量不能超过一定水平等。这种规定有助于金融机构的风险控制,但同时也限定了它们的盈利能力。结构化金融不仅能通过汇集资产使信用风险差别化和分散化,而且能通过债券分级满足不同风险偏好的投资者的需求。此外,由于结构化产品的资本结构在设计上的灵活性,可参考资产的多样性,产品期限和风险收益结构的可选择性,金融机构还可以为不同的投资者量身定制产品以满足其特定的需求。最后,在投资者需求强劲增长的推动下,结构化金融市场近几年不断扩张。全球“储蓄过剩”、低通货膨胀和低利率的经济环境鼓励了投资者“搜索收益”的行为,不断上升的房价和其他资产价格也增加了投资者的安全感,使他们对更加复杂的结构化产品的偏好增加。受大量发行费用的驱动,越来越多的发行人开始发行结构化产品。

作为一种信用体制创新,结构金融的意义还体现在三个方面。第一,结构金融将间接融资和直接融资挂钩起来,是间接融资的直接化,构建了金融体系中银行信用与市场信用之间的转化机制。第二,结构金融是对传统信用交易基础的革命,完成了从整体信用基础向资产信用基础的转化。传统的融资方式,无论是直接融资还是间接融资,其信用基础都是债务人的整体信用,主要包括主观层面和客观层面所组成的复杂指标体系。传统的融资体制建立在这种复杂的信用指标体系之上,信用评定是主观和客观因素的加权平均。如果主体的某一方面出现问题,那么信用因素的加权平均值就会打折扣,融资通道受阻。结构金融的革命性就在于它将信用保证具体落实在信用因素的最客观的部分,改变了传统信用制度的信用基础。第三,结构金融综合了直接融资和间接融资的优势,把市场信用的资产组合功能与中介信用的投资者组合功能有力结合在一起,实现了信用的重新组合和强化,降低了信用交易成本。

第二节

结构金融的概念

结构金融是 20 世纪 80 年代兴起的一种金融创新,涵盖范围很广,其含义可以从结

构性融资和结构性投资两方面来解释。

从融资角度理解,结构性融资英文为 structured financing,其中 structured 源于拉丁语 struo,意为 build——建设、构造、构筑。结构融资要以资产做支持,它涉及资产结构、法律性事务、税务、交易定价及其他结构性问题。因此,结构融资是一种经过构造的融资方式,是利用各种金融工具,进行金融组合与创新,为某一经济实体的特定商业行为而安排的一种特别融资,它涉及融资企业的各个结构性问题。从实际操作角度讲,结构融资是以现金资产将企业特定资产从其资产负债表中进行替换,即资产置换,在资产负债率不变的情况下,增加高效资产。从功能意义上讲,结构融资被视为一种信用体制创新,是区别于传统的间接融资和直接融资的第三种融资模式。

结构性融资必然需要相应的结构性投资工具或产品,又可称其为结构性票据、结构化证券等。美国证券监督管理委员会(SEC,U. S. Securities and Exchange Commission)将结构化证券定义为“现金流支付特征依赖于一种或几种指数、内嵌着远期合约或期权、投资收益及发行者的支付义务对于标的资产价值高度敏感的一类证券”。结构化产品设计的主要思路是发行机构根据投资者的不同风险偏好,利用金融工程的组合分解技术将债券和衍生合约(一般是期权)组合成一个新型的产品,将投资者对标的资产的预期收益产品化,这样投资者的投资收益就与衍生合约所挂钩的标的资产的走势紧密相连。

第三节

结构金融的发展概况

一、美国结构金融的发展

美国结构金融的产生与发展受到了当时经济环境的影响,其发展分为三个阶段:20世纪80年代之前的早期阶段,20世纪80年代至2007年的发展成熟阶段,2007年之后即危机后的调整重塑阶段。

早期阶段,美国政府为了解决房贷资金的供求矛盾,先后成立了“房利美”和“吉利美”,用于购买政府部门担保的住房抵押贷款。第一单抵押贷款支持证券(MBS, Mortgage-Backed Security)是1970年由“吉利美”发行的,由此以信贷资产做支撑或担保而发行债券的ABS(Asset-Backed Security)正式产生了。1970年,美国创立了“房地美”,授权其创立非政府部门担保的抵押贷款二级市场。由此美国初步构建了完整的住房抵押贷款二级市场,金融机构获得了结构金融这一新的融资方式,揭开了美国结构金融市场发展序幕。

成熟阶段,进入20世纪80年代之后,美国的“吉利美”、“房利美”和“房地美”三个机

构发行的住房抵押贷款债券 MBS 快速增长。MBS 余额在 1990 年前很低,仅 1100 多亿美元,到 2007 年增长到 4 万多亿美元。1983 年联邦住宅贷款抵押公司开始发行担保抵押贷款凭证(CMO, Collateralized Mortgage Obligation),它将抵押贷款转付债券的现金流进行打包,从而创造出带有不同风险和期限特征的债券以满足不同投资者的需求。CMO 债券在发行过程中建立了破产隔离机制,实现了结构化融资,并且突破了基础资产的限制,发行者可以以市场中的抵押支持债券为基础资产再次创造并发售新的债券。1985 年,美国佩斯里金融租赁公司首次以住房抵押贷款以外的资产为基础资产发行结构化产品,随后米德兰银行发行了基于汽车贷款的资产支持证券。在这之后,将不同的基础资产进行配置和组合而成的资产支持证券(ABS)不断出现,丰富了结构化金融产品市场。担保债务凭证(CDO, Collateralized Debt Obligation)是继 CMO 之后结构化产品市场的又一次创新,CDO 以 MBS 和 ABS 的现金流作为基础资产实现再一次结构化,可分为现金型 CDO、合成型 CDO。CDO 是结构化金融产品的高级形式,在美国金融危机前夕迅速发展。

调整重塑阶段,受金融危机的影响,2007 年后美国 ABS 发行量急剧下降,2008 年和 2009 年当年发行量不到 2006 年高峰发行量的 20%。除了 2008 年,整个美国债券市场总额并没有出现明显萎缩,但是产品的结构发生了较为显著的变化,以国债为代表的低风险债券产品需求量大增,而结构化产品需求大幅下跌,体现了危机后市场投资者开始对风险采取回避的态度,在投资选择上更加谨慎。

结构金融在调整重塑中经过十多年的发展,现已成为美国债券市场非常重要的品种,市场规模巨大。在结构化产品中,房屋抵押贷款支持证券(MBS)一直是美国结构化市场最主要的品种。但是,次贷危机的爆发使得非机构担保 MBS 发行量以及存量出现急剧下降,并在很长时间内保持一个相对较低的水平,直至近几年才逐步复苏。2015 年,机构 MBS 与非机构担保 MBS 总发行量达到 1.9 万亿美元,较 2014 年增长 19.8%,并在近几年保持相对平稳增长态势,机构担保 MBS 占据较大比例。此外,ABS 在总资产结构化市场占比达到 23%,其中 CDO 占细分市场比例高达 35%。其他应收款所支持的 ABS 主要是由信用卡应收款、汽车抵押款、学生贷款为基础资产所构成的结构化产品,其中又以汽车贷款证券化为主,占比达 32%,其次为信用卡应收款(16%)以及学生贷款(12%)。

就结构化金融产品的产生和发展而言,早在 20 世纪 80 年代的美国,结构化投资产品就已经出现,随着结构化投资产品的蓬勃发展,投资者对其需求与日俱增。因此,一些银行为了满足投资者需求设计了一系列的结构化投资产品。大额定期存单等其他固定收益证券与股票市场指数打包组合是早期结构化投资产品的典型代表。世界上最早的一批结构化产品是 1987 年美国大通银行发行的市场指数存款(Market Index CD)和北美信托银行发行的股指存款账户(SIA, Stock Index Account)。此外还包括所罗门兄弟公司发行的 S&P500 指数联动产品及其与美国之外的一些投资银行发行的其他一些股票联动票据。这个时期的结构化投资产品结构比较简单,期限一般为四到五年,标的物通常是股票价格指数,产品一般为保本型。由于当时的美国利率维持在较低的状态,所以结构化投资产品这类风险较低、收益率较高的理财产品吸引大量投资者前来投资。

1991 年 1 月,由高盛证券公司设计、奥地利共和国政府发行的 1 亿美元“股价指数成长票据(SIGN, Stock Index Growth Note)”取得成功,该产品发行后还在美国纽约证券