

我国资产证券化发展的 现状与风险防范分析

迟君辉

摘 要: 证券化已成了世界现代经济生活中的普遍现象,对现代经济产生了巨大影响。我国从2005年12月起对银行业信贷资产进行证券化试点,正经受着“美国次贷危机”经验教训的洗礼。本文介绍了我国大陆在资产证券化领域近12年的摸索、讨论和试点情况,并在分析了资产证券化对我国金融体制建设的现实意义之后,提出了我国目前信贷资产证券化及资产支持证券风险防范的6个主要方面。

关键词: 资产证券化; 信贷资产证券化; 资产支持证券; 风险防范

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2010)03-0043-08

“资产证券化”(Asset Securitization)作为一种结构性融资产品,是近30年来世界金融领域最重大和发展最迅速的金融创新和金融工具,被视为现代“金融脱媒”(即非中介化, Disintermediation)大趋势中的利器。从2005年12月起至今,我国大陆的信贷资产证券化产品从无到有,也已经成功发行了两大类共10单资产支持证券。据统计,截至2007年12月末我国金融机构的中长期贷款余额为131 539.08亿元,相比2005年底增长了74 301.34亿元,^①而这两年间银行业信贷资产证券化募资总额不足千亿。2007年起中央又出台一系列经济紧缩政策,致使各类金融机构通过信贷资产证券化进行直接融资的需求和热情不断高涨。因此,有必要对信贷资产证券化进行研究,以期在银行加速证券化融资中,不断提高融资质量并降低证券化产品的投资风险。

一、资产证券化简介及其在中国的发展

(一) 资产证券化的背景介绍

资产证券化1969年发端于美国,房屋抵押贷款支持证券(Mortgage-Backed Securities,简称MBS)是其最早的形式,继而在欧美国家如英国、法国、加拿大等国得到了迅速发展,上世纪90年代以后又被引入澳大利亚、中国香港、韩国、新加坡等亚太新兴经济地区。发展至今,其主要形式包括金融资产支持证券(Asset-Backed Securities,简称ABS)和MBS两类,并可再继续衍生为更多种类的金融产品。

但对于什么叫资产证券化,即使在美国,也主要是一些从事金融与投资的学者根据各

收稿日期:2010-02-26。

自的理解所作各种不同的理论上的定义,到目前为止并无立法机构或政府部门在一部法律或法规中作过专门的定义。国内有学者从法律角度对资产证券化作出的定义是:由原始权益人(Originator,又称“发起人”或者“转让人”),将其能产生现金流的资产(债权)进行重新组合,转让出售给特设目的载体(Special Purpose Vehicle,又称“受让人”或者“受托人”)即SPV,SPV通过信用增级(Credit Enhancement),使其受让的该资产(债权)的信用级别得以提升,并维持在一定投资级别水平,然后以该资产(债权)为基础向投资者发行证券,用发行证券筹集的资金,支付原始权益人(发起人)作为转移资产的对价,然后用受让资产(债权)产生的收入向证券投资者支付证券本息的过程。^②

由此可见,资产证券化是以一套法律安排和财务安排作担保,以未来现金流作支撑进行直接融资的行为。资产证券化的基础是具有一个能够产生稳定现金流的资产或资产池(Asset Pool),证券化的制度构建核心是资产转让和破产隔离(即与该资产或资产池的原始权益人的破产风险相隔离)。

(二) 资产证券化在中国的发展

从创新到今天,资产证券化走过了30多年的历程,已经是一种成熟的融资手段。不过资产证券化在中国,目前不但刚开始试点,而且还仅仅局限于银行业的信贷资产证券化试点。1996年建设银行便开始酝酿资产证券化产品,并向澳大利亚前总理保罗·基廷掌管的麦格理管理咨询(上海)公司“借脑”,但直到2005年底人民银行、银监会才首次开闸试点信贷资产证券化,期间经历的漫长讨论可想而知。中国的资产证券化进程如此缓慢,主要原因在于资产证券化作为一种结构性融资产品,无论是资产转移还是证券发行环节都涉及到会计、税收、法律诸多方面的配合。

但是在这“十年铸剑”的过程中,业界并没有只满足于坐而论道。其实中国1997年即开始了资产证券化的尝试,先后出现了广深珠高速公路证券化项目融资、中国工商银行与中远集团关于证券化置换项目、华融资产管理公司资产处置信托项目等。其中2003年的华融公司资产处置信托项目是最为有益的尝试,该项目利用了国外资产证券化和信托的基本原理,大量借鉴了资产证券化基础资产风险隔离机制、以特定资产为支撑的投资结构,并进行了证券分层交易等信用增级模式,故被称为“准资产证券化”项目。但是笔者认为,由于这些项目中有的基础资产与交易地点均在境外且证券化操作仅受境外法律调整、有的“证券销售”其实只是信托项下相应“优先级受益权”所对应的权利义务的转让方式、有的只是通过内债转化为外债来解决外汇收付,均不是真正意义上的“国产”资产证券化品种。

2004年1月,国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中,第一次提出了“积极探索并开发资产证券化品种”的意见,并将它作为“丰富证券投资品种”的手段。而中国银行业监督管理委员会颁布的《商业银行资本充足率管理办法》也在同年3月1日起实行,该办法要求商业银行资本充足率不得低于8%,核心资本充足率不得低于4%。于是利用资产证券化发行资产支持证券来调整银行业金融资产负债结构、改善商业银行的资本充足率,成为了银行业一致的迫切需求。

2005年3月,在国务院直接领导下,人民银行、发改委、财政部、劳动保障部、建设部、税务总局、国务院法制办、银监会、证监会、保监会等10部门共同组成了信贷资产证券化业务试点工作协调小组,具体组织和协调信贷资产证券化的试点工作,对会计、税收、投资等多

方面的配套政策进行研讨。2005年4月20日,人民银行和银监会联合发布了《信贷资产证券化试点管理办法》,对资产证券化所涉及的一系列问题进行了规范,明确了人民银行和银监会在资产支持证券监管中的分工,其中,人民银行依照《中华人民共和国中国人民银行法》,依法监督管理资产支持证券在全国银行间债券市场上的发行与交易活动;银监会依照《中华人民共和国银行业监督管理法》,依法监督管理有关机构的信贷资产证券化业务活动。2005年12月1日银监会所制定《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》的实施,正式启动了信贷资产证券化试点。

2005年12月9日,中国国家开发银行和中国建设银行股份有限公司分别会同中诚信托投资有限责任公司和中信信托投资有限责任公司,各自发行了“开元信贷资产支持证券”和“建元个人住房抵押贷款证券化信托资产支持证券”两个品种的资产支持证券,总的发行规模接近72亿元人民币。“开元”和“建元”分别属于ABS和MBS两个资产支持证券品类,显示了管理层对资产证券化进行全面试点的意图。不过从法律视角来审查,由于这两单资产支持证券发行时,相关的信贷资产证券化会计处理方法、税收政策、个人住房抵押贷款证券化抵押变更登记政策均未出台,这两单资产证券化在实际操作上缺乏有效的法制保障,故在合法性和合规性上均须打不少折扣。

二、中国的信贷资产证券化现状

(一) 中国信贷资产证券化的定义

根据人民银行和银监会在其所颁布的《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》中,均将我国的信贷资产证券化定义为“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向投资机构发行受益证券,以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动”。其中“信贷资产信托给受托机构”的规定是我国金融监管机构为SPV所作的选择和限定,即我国信贷资产证券化中的SPV采用特殊目的信托(Special Purpose Trust,简称SPT)。

(二) 作用

根据我国目前的金融改革目标,并结合我国银行业的融资手段和经营现状,信贷资产证券化的积极作用主要体现在以下几个方面:

1. 有利于加强商业银行的资本管理,拓宽商业银行的直接融资渠道 《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协定》(即通常所称“巴塞尔协议”)中,关于商业银行资本充足比率的规定对我国商业银行的资本管理提出了挑战。但目前国内的A股市场经过前两年的飞速上涨,已经进入了调整整固期,市场投资者已将上市商业银行增发新股或企业债的再融资计划视为“恶意圈钱”,而唯恐避之不及。实行信贷资产证券化,可以将商业银行持有的中长期贷款转化为证券,再在资本市场上出售给投资者,银行以此迅速有效地将这应收账款变现为自有资金并用于发放新的贷款,从而在稀释股东现有股权的情况下拓宽银行的筹资渠道,扩大银行的资金来源、使银行的信贷方向与结构更符合国家的宏观调控要求。

2. 有效解决贷款机构资产负债期限错配问题,有利于降低商业银行的经营风险 我国

商业银行的中长期贷款,尤其是住房抵押贷款和大型基建项目贷款,贷款期限往往长达10年以上,而我国商业银行的负债基本上是各项存款,而且绝大部分都是5年期以下的定期存款和活期存款。商业银行这种“短存长贷”的资产与负债的结构性矛盾,不断造成资金沉淀,从而加大了银行的运营风险,并有可能使银行陷入流动性严重不足的困境,给经济发展和社会稳定造成不良影响。信贷资产证券化将低流动性的贷款转化为高流动性的证券,在提高银行资产流动性的同时,还把集中在银行的风险转移分散给不同偏好的投资者,从而实现证券经纪从投资领域扩展到消费领域,使商业银行业务与投资银行业务相互融合。

3. 有利于提升商业银行的盈利能力 银行在资产证券化后通常继续担任贷款服务机构,从中获取服务费。而且还可以SPT老化达到一定程度后根据自主意愿回购SPT资产,参与对SPT剩余现金流量的分配。资产证券化所产生的流动证券不但为中央银行提供了调控货币供应量的工具,最关键的在于它最终能够使资金直接由供给方流向需求方,从而降低商业银行等间接金融中介机构在整个金融体系中的重要程度,促进国家金融结构顺利走出“脱媒”困境。

不过资产证券化所扩充的流动性也将对我国2008年起执行的“从紧”的经济政策形成挑战,调控不好将给整个国家经济带来负面影响。

三、现行信贷资产证券化操作中的风险防范及投资者保护

资产证券化和其他的金融工具一样都是中性的,只是一种工具,都存在如何运用的问题。最近美国发生的次级房贷风波,正与众多机构持有房产抵押债券(MBS)及更为复杂的相关结构性金融产品有关。这次危机的出现并不是资产证券化的必然产物,也不是资产证券化制度存在系统风险,“而是在监管缺失情况下贷款机构错误甚至恶意利用证券化这一金融工具的结果”。^③当然,美国次贷危机的爆发并引起全球金融动荡,对正在迅速发展的资产证券化业务以及金融衍生产品市场都带来一定的负面影响。不过综合分析这次危机,它在以下几方面对我国的资产证券化制度建设提出了警示。

(一) 提高信用评级公信力

美国次贷危机的根源是借款人属于次级还贷能力人,而质量不好的次级贷款能够去证券化并被评级为A级甚至更高的AAA级,从而造成投资者不断跟风买入次级贷证券产品,信用评级机构从中起了决定性作用。这次危机同时暴露了这些国际级的评级机构其风险分析和评级方法存在重大缺陷,尤其在资产支持证券的危机预测预警机制上严重缺失。

回顾我国信贷资产证券化中的资产支持证券信用评级工作,至今没有一个明确的评级规范或守则,各评级报告多根据发起人和托管人提供的资料就事论事地发表意见,未见任何尽职调查报告和评论。更有甚者,在“建元2005-1”和“建元2007-1”两单MBS的信用评级报告中竟然都出现了,“本交易评级的开展主要基于**公司”的结构融资评级技术,甚至还出现了“在确定测算信用支持程度过程中相关参数、指标和假设时,……与**公司的评级专家进行了充分的交流与探讨”。^④暂且不论这些评级机构在与外资评级企业“充分的交流与探讨”中是否违背了保密义务,但是一个本应独立的中介信用评级机构,不将评级意见建立在成熟的经济学和统计学理论之上,竟然借用国际评级机构之名来提升自己评级报告的“质量”,不但丧失了第三方中立评价的意见,而且严重降低了该评级分析的公信

力。这种“坦率直言”虽然存在国内信用评级机构在RMBS领域缺乏足够经验的无奈,但也掩盖不了穆迪、标普、惠誉等国际“大鳄”不断渗透和垄断中国信用评级市场的情况。这些国际评级机构虽然帮助、壮大了中国股票发行评级市场,但美国次贷危机暴露它们“在全球范围内结构性融资评级的先进技术”并非宣传的那么完美,同样存在重大缺陷。

因此笔者建议,可以借鉴证监会发布《资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则》的监管经验,由人民银行行使资产支持证券发行与交易监管机构的职能,对资产支持证券发行过程中的信用评级活动制定完整的行为准则。在资产支持证券发行中,应当要求评级机构主动承担回避义务、独立全面地对资产支持证券进行信用评级,并对信用评级机构违规行为制定相应的罚则。

(二) 建立全面、真实、客观的资产支持证券信息披露制度

资产支持证券与股票、一般债券不同,它不是对某一经营实体的利益要求权,而是对基础资产池所产生的现金流或剩余利益的要求权,是一种以资产信用为支持的新型证券。因此,基础资产池的信息披露是资产支持证券投资者识别风险、做出科学投资决策的重要依据。加强信贷资产证券化基础资产池的信息披露工作,反映基础资产池的风险和收益状况,对于保护投资者利益,防范风险,推动信贷资产证券化业务的健康发展,具有重要意义。2005年6月人民银行颁布过《资产支持证券信息披露规则》,但经过近些年的实践检验显示该规则相当原则性,并没有保障资产支持证券信息得到完整、全面的披露。以“建元2005-1”MBS为例,该证券《发行说明书》作出“交易各方的关联关系申明”后,并没有披露证券发行人(受托人)“中诚信托投资有限公司”与信用评级机构“中诚信国际信用评级有限责任公司”之间是否存在关联关系,更没有说明为何最终信用评级报告仅有“中诚信国际”一家公司署名而不见“穆迪公司”信息。

人民银行于2007年8月21日就基础资产池信息披露有关事项发布了公告,^⑤要求信贷资产证券化试点各参与机构高度重视基础资产池信息披露工作,严格按照相关规章的要求披露基础资产池信息,切实保护投资者利益,防范风险。《公告》还要求《发行说明书》必须披露投资者在资产支持证券发行期限内查阅基础资产池全部具体信息的途径和方法等。不过笔者认为公告仅限于全面披露基础资产池的信息,这只是一个开端,还应当尽快将信息披露扩展到如贷款服务合同、资金保管服务合同及各项服务费用定价依据等,有利于投资者全面、真实了解资产支持证券的信息,以便投资者在认购资产支持证券前做出科学投资决策。

(三) 提前还贷的风险与预防

除拖欠、违约及处置回收等因素外,“资产支持证券”的平均回收期将受到提前偿付比率的影响,“资产支持证券持有人”的投资回报也可能因为当时市场的再投资回报率水平而受相应影响。利率、担保物转让、社会经济、人口变动、婚姻状况和其他因素,都可能促使借款被全额或部分提前偿付。而且我国国民量入为出的固有消费心理,使业主提前偿还贷款成为常态。因此提前还款风险是导致RMBS证券持有人投资风险的主要来源,而不是通常被认为的业主无法按期还款的信用风险。

对于提前还贷风险的防范,笔者认为可以从几方面着手:一是加快开发固定利率按揭贷款品种;二是对基础资产池各项资产的利率要多样化,提高资产池加权利率水平,以化

解固定利率资产的利率风险；三是对基础资产池中的信贷资产结构进行优化，合理提高资产池中提前还贷率低的工业房地产信贷、商用房地产信贷资产的占比；四是发起人在制定原始贷款合同时对于提前还贷设置适当合理的手续费或补偿费；^⑤五是在资产证券化试点深入后，继续细分RMBS为抵押过手债券、抵押支付债券和担保抵押债券。不过对于第四方面关于对提前还贷者收取手续费等措施，笔者还认为既然允许发起人将原始债权出售，就应当允许借款人提前还款，更何况目前的房地产信贷尤其是住房信贷早已全面取消了“转按揭”，房地产权利移转必然带来提前还贷。所以即使需要设置提前还贷手续费或补偿费的，应当谨慎开展，其费率不宜过高且应当由监管部门制定统一的指导标准，区别对待借款人改善资产负债的提前还贷或房地产出售变现而产生的提前还贷。

（四）健全投资者风险提示

资产支持证券大多是中长期融资产品，证券信用等级会因各种市场情况或政策因素而发生重大变化从而加剧投资风险。虽然目前的资产支持证券的投资人均为机构投资者，有着专业的投资素养，但该证券发行时的发行说明书和信用评级报告仍旧会对在债券市场进行二次交易资产支持证券投资者的投资决策和风险预判产生重大影响，甚至会让他们忘记查询该证券的最新评级。例如：美国次贷危机爆发后，中国银行曾在2007年8月底发布公告称自己所投资的次贷支持证券均属信用优良的AAA级证券，而事实上当时美国各评级机构均已全面下调次贷支持证券的信用评级。这一事例虽然不排除中银是为挽回次贷危机对其股价的不利影响提升股东信心而作出的托词，但这种托词确实表明资产支持证券发行之初信用评级的影响力足以让人忽视该证券发行之后的跟踪评级。

因此笔者建议：除了继续要求资产支持证券发行人在发行说明书中提示风险、信用评级机构在资产支持证券发行后进行跟踪评级外，有必要规定证券发行人和评级机构在证券发行说明书和信用评级报告中提示投资人“资产支持证券发行时的信用评级随着资产池的老化会发生信用下降或提升的情况”。

此外，根据目前的金融资产发展状况，MBS还会被作为其他集合理财产品的资产构成。目前中国投资金融资产，尤其投资集合理财产品的投资者中，绝大部分是个人投资者和“散户”。投资者在购买包含MBS的集合理财产品等金融资产时，更多的是相信资产管理人管理能力和“MBS最初是银行借以生财的信贷资产”，基于对银行放贷审查的高度信任是投资者对所购金融资产中所包含MBS自主评级的基础。因此，对于加强MBS信息披露工作不但提高投资人的风险意识，更可以使大批金融资产最终持有人——个人投资者和“散户”受到风险教育，正确认识和评估所持金融资产。

（五）RMBS中特有的变现阻碍风险

在我国，RMBS的持有人除了要面对提前偿还风险，违约风险和利率风险外，可能还需面临一个有中国特色的风险：银行、SPV和服务机构无法处置未按时还款业主的房屋。一向以来，由于处置成本高（司法成本和拍卖成本等），房屋流动性差，导致银行在执行处置违约业主的房屋方面进展十分缓慢。另一方面，2004年11月4日最高人民法院公布《人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》，其中第六条明确表示：对被执行人及其所抚养家属生活所必须的居住住房，人民法院可以查封，但不得拍卖、变卖或

抵债。虽然有人民银行指导商业银行提高按揭贷款首付比率、加强贷款审核时对借款人还贷能力的评估等,但这只能减少违约的可能,不能从根本上解决处置违约者所抵押的住房的难题。目前并无经济、有效的手段来化解这项风险。不过笔者认为通过设计相应的履约保证保险等商业险种,在资产池构建完成之后开列一定比例的履约保证保险费,或许能够缓解一部分风险。

(六) 合理控制 MBS 产生的流动性, 防范金融业产生的系统性风险

如前所述, MBS 是金融业提高信贷资产流动性的有效工具, 如果不控制银行等金融机构发行 MBS 的规模和它们的热情, 则在经济刺激政策退潮、央行不断回收流动性的大环境下, 金融机构业发行 MBS 的需求会大幅提高。同时, 如果对信贷资产变现后的现金流不加以控制, 继续流向房地产信贷业务, 如此循环银行将更多地扮演甚至演化为“信贷代理审查人”和“信贷批发商”的角色, 从而催生资产泡沫、为本已充斥流动性的房地产市场火上浇油。

四、结 语

时隔两年, 国开行的 40 亿元“开元 2005 ABS”已经全部到期, 兑付完毕, 没有出现任何违约情况。建行的 30 亿元“建元 2005 RMBS”已经归还 16 亿元, 剩下的 14 亿元证券的偿还情况良好, 实际违约率仅为 0.3%, 远低于入池合同不超过 1.5% 的标准。^②其他几单资产支持证券的偿还情况也很正常, 未出现任何意外情况。事实表明, 我国证券化试点在监管部门的精心呵护下, 其结果还是令人满意的。虽然现阶段所取得的成果无法掩盖目前信贷资产证券化法律框架下的诸多疏漏之处(如借款人与担保人权利保护、抵押权顺位、产品和服务询价/定价程序、提高支持证券流动性、拓宽证券利息兑付间歇期的再投资方向等), 但是笔者相信, 随着试点的深入, 制度的进一步完善, 我国的资产证券化业务必将从试点变为常态、从信贷资产延伸到更多资产项目, 证券化这一金融工具, 一定能在正确的运用下, 为我国金融市场的繁荣作出贡献。

(作者单位: 华东政法大学)

注 释:

- ① 数据来源于中国人民银行网站, <http://www.pbc.gov.cn>。
- ② 徐冬根:《资产证券化中的基础法律关系解析》, 载《广州大学学报》(社会科学版)2005 年第 4 卷。
- ③ 沈炳熙:《次贷危机与证券化》, 载《中国货币市场》2007 年 11 期第 14 页。
- ④ 见“建元 2005-1 个人住房抵押贷款证券化信托项下资产支持证券信用评级”第 12 页、“建元 2007-1 个人住房抵押贷款证券化信托项下资产支持证券信用评级”第 9 页。
- ⑤ 见中国人民银行 2007 年第 16 号《公告》。
- ⑥ 刘娜:《住房抵押贷款证券化后提前还款风险的产生和预防》, 载于《陕西省体制改革研究会 2004 优秀论文集》第 102 页。
- ⑦ 沈炳熙:《次贷危机与证券化》, 载《中国货币市场》2007 年 11 期第 17 页。

Current Status and Development of Asset Securitization of China and Analysis of Risk-Avoidance

CHI Jun-hui

Abstract:Securitization has been normal in world modern economy activities and has a huge impact on modern economy. China started a pilot program of credit-asset securitization of banks in December 2005, and we are now learning the lessons and experiences from the U.S. sub-prime mortgage crisis. This article introduces the researches, discussions and pilot programs of Mainland China in the recent 14 years, analyzes the practical significance of asset securitization to the constructing of our financial system and presents six main aspects of risk-avoidance in asset-backed securities and credit-asset securitization in China.

Key words:asset securitization; credit-asset securitization; asset-backed securities;risk-avoidance

