

# 2005年至今我国资产证券化 实践总结与发展探讨

WWW.WXTRUST.COM

WANXIANG TRUST COMPANY LIMITED

2014年12月

- 一、我国金融资产证券化业务发展总览；
- 二、金融资产证券化的重点实务探讨；
- 三、金融资产支持证券的风险识别与控制；
- 四、金融资产支持证券的定价与发行；
- 五、典型案例剖析；
- 六、信托型的信贷资产证券化业务的积极意义与问题；
- 七、资产证券化业务的展望；

- 一、我国金融资产证券化业务发展总览



# 一、我国金融资产证券化业务发展总览

## （一）金融资产证券化的两大发展阶段

2005~2008年，试点。准入审批难，总额度控制，发起人主要为大银行，基础资产类型单一（借款人为大企业居多）。

2012年至今，扩大试点。额度大增，有逐步转向余额监管的趋势，发行主体类型趋于多元化。

发行规模	单位	一般企业 贷款	中小企业 贷款	住房按揭 贷款	汽车消费 贷款	信用卡	重整类贷 款	总计
第一阶段 (2005~2008)	亿元	515.54	6.96	71.76	19.93	0	142.65	756.84
第二阶段 (2012~2014.4)	亿元	648.19	13.67	0	10	81.09	0	752.95

# 一、我国金融资产证券化业务发展总览

## （一）金融资产证券化的两大发展阶段

### 今年特点：

发起人：金融租赁公司、农商行加入；

交易流通市场：除了银行间市场，金融ABS增加了证交所；

一般是优先A、B级与次级三层，但今年产品结构开始出现不分级；

汽车金融公司发行踊跃。

基础资产的同质性相对较好，分散度却呈现较大差异。

# 一、我国金融资产证券化业务发展总览

## （二）券商主导的企业资产证券化

2013年，四家券商推出了4支企业资产支持证券，发行总规模（含优先级与次级）73.98亿元。

2014至今，十家券商（或券商资产管理公司）推出了10支，发行总规模（含优先与次级）156.279亿元。

### 特点：

企业资产证券化产品中，原始权益人出现银行；基础资产出现信托受益权。

优先与次级二层；优先级内部分档较多；平均每支产品规模增大。

担保措施主要是企业保证担保，开始出现非全额担保情形。

基础资产中既有应收款，也有未来收益权。

优先级/次级规模比例明显偏高，对优先级保护较弱。

# 一、我国金融资产证券化业务发展总览

（三）监管部门的监管政策一直在微调，审批效率在提高。

银监会鼓励各家金融机构发行；

人民银行重视ABS在银行间市场的交易流通；

证监会鼓励金融ABS到证交所上市。

（四）发行时机

2013年秋季开始，市场利率高企，造成多家金融机构发行受阻，在等待时机；2014年夏季以来，利率逐步下行，无论金融ABS，还是企业ABS，发行规模大增。

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨





## 二、金融资产证券化重点实务探讨

### （一）采用信托模式，选择信托公司的原因

- 需要一个SPV（或SPT）特殊载体、壳体，实现财产隔离，保护资产支持证券的投资者；
- 依据全国人大的《信托法》，发起人以财产信托方式，交信托公司设立SPT（特殊目的信托）；通过将初始信托受益权份额转给投资者这一方式，完成发行。
- 信托公司担任受托人：帮助发起人实现财产转移；管理基础资产；发起人、信托公司自己破产，均不会影响ABS。
- 信托公司担任发行人：信托公司发行的资产支持证券不构成其负债，信托公司仅以ABS基础资产产生的收益向投资者分配。

总之，信托公司是不二之选！

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （二）确实存在的债权，而非未来收益权的证券化

目前金融机构的基础资产都是真实存在的债权（会计学确认的资产），权属简单明晰，现金流可计量、稳定明确。

资产所有权与收益权是否可能分离？未来收益权适合作为基础资产池？

1. 收益是所有权的一个内容，它不具有法律意义上的独立形态；所有权才是独立性、绝对性、排他性；
2. 未来收益（高速公路收费、景观园区门票等）不是会计上认可的资产；只有提供了商品劳务（或资金），才是会计上能够确认的；现金流资产应该处于应收状态。

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （三）发起人（原始权益人）的会计账务处理

- 这是导致资产支持证券与债券的差的本质特征。
- 《企业会计准则第23号——金融资产转移》：企业金融资产转移的第二种情形：将金融资产转移给另一方，但保留收取金融资产现金流量的权利，并承担将收取的现金流量支付给最终收款方的义务。
- “过手协议”作为金融资产转移处理，必须满足三个条件。

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

在发行成功后，发起人的账务处理方法：

- 信托型的信贷资产支持证券：

借：存放同业	借：长期债权投资（次级）	借：继续涉入资产
贷：客户贷款	贷：存放同业	贷：继续涉入
负债		

- 券商主导的、交易商协会设计的企业资产支持证券

借：银行存款
应付债券-专项资产管理计划折价
贷：应付债券-专项资产管理计划

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （四）当事人之间的角色独立

主要当事人：发起人、受托人（发行人）、承销人、托管人、贷款服务人。

金融产品合理的结构：当事人之间能够相互制衡、权利义务对等！

原始权益人（发起人）、受托人（发行人）、承销人、资金保管人之间如存在关联关系，或角色兼任，对基础资产的筛选、合同条款设计、风险事件处置、信息披露等存在诸多不利。

- 缺乏相互制衡结构的金融产品，会造成投资者利益受损；

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （四）当事人之间的角色独立

原则之一：发起人不能担任受托人（或与受托人存在关联关系），否则无法实现财产隔离；不能担任托管人（或与托管人存在关联关系），否则不能保障现金流独立；

原则之二：发起人与承销人不能有关联关系，否则无法如实披露风险。

## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （四）当事人之间的角色独立

- 类似的案例：“11超日债”，2012年3月7日发行，10亿元，深交所挂牌交易。2014年3月4日公告，违约。
- 证券公司的角色：债券承销商、债券受托管理人；
- 受托人（证券公司）的责任问题：
  - 未能及时跟踪到发行人（企业）经营恶化（违约前已经无力偿还银行贷款等）的信息；
  - 较为关注发行成功后获得的承销费，后期管理无利益驱动。
  - 未能积极主动采取补救措施，保护债券投资者。



## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （四）当事人之间的角色独立

- 证券公司既是债券的承销商，又是受托管理人作为承销商。作为承销商，证券公司代表的是债券发行人的利益，并且从发行人那里获得佣金；作为受托管理人，证券公司又代表的是债权持有人的利益。这样的双重身份出现利益冲突。

- 此次超日债事件中，债券持有人和发行人之间利益显然是不一致的。证券公司投身兼两职，如何平衡两方面的利益？是失败的制度设计。

原则之三：发行人（受托人）与承销人角色冲突，因此，一个金融机构不能同时担任发行人与承销人两个角色。



## 二、金融资产证券化的重点实务探讨

### （五）发起人（银行）信用风险资产的释放

2012年5月中国人民银行、银监会和财政部三部委联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，发起机构应持有不低于发行金额**5%**的次级档。

根据《商业银行资本管理办法(试行)》附件九，该自留部分应按照**1250%**的风险权重计提资本，使得贷款证券化后，仍然至少占用相当于风险权重**62.5%**以上的资本金。与证券化前的一般企业贷款风险权重**100%**相比，信用风险资产释放作用有限。

2013年12月，人民银行和银监会联合发布了《关于进一步规范信贷资产证券化的有关问题的公告》，允许证券化发起机构按照各档次持有累计不低于**5%**的证券作为风险自留。

资产证券化后，持有各档证券形成的风险权重可能下降至**30%**左右，资本释放效果明显，显著提升了银行开展证券化业务的积极性。

这样方便了银行，但对银行制约力减弱。

### 三、资产支持证券的风险识别与控制



## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （一）利率风险

因为基础资产池的利率变动，各档证券收益率敏感性分析

- 一般而言，金融 A B S 各档证券的收益率挂钩一年期存款基准利率这一变量。央行的存款基准利率上调常常慢于实际市场利率，下调快于实际市场利率。这种定价方式对资产支持证券的投资者不利，对发起人有利。假设基础资产贷款利率与央行贷款基准利率随动。
- 发行前，在销售推介资料中对目标投资者有敏感性分析及信息披露。在发行后，不再有敏感性分析，对不特定的、潜在受让方（新的投资者）交易造成障碍。

## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （二）基础资产池的资产集中风险（足够分散）

可以考虑引入以下三个统计指标

**均值**：越小越好；

**标准差**：数值越小，说明均值的代表性越好；

**离差率（标准差系数）**：使得不同ABS的资产分散程度有可比性。数值越小，说明每一类资产与均值的分散程度小。

- 借款人（付款义务人）户数：
- 借款人（付款义务人）所属的行业数：
- 借款人（付款义务人）所处的地理分布：

在发行前，计算结果可向投资者公布。

## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （三）基础资产信用风险

#### 借款人（付款义务人）会违约吗？违约后怎么办？

- 基础合同的严密性、同质性；基础合同约定的付款时间与实际付款凭证的对应关系。
- 依赖**贷款服务人（专项计划管理人）**处理、化解。银行（发起人，原始权益人）过往的坏账率仅作为参考；
- 借款人（付款义务人）一旦知晓自己的债务已经被证券化，还愿意诚信守约吗？

## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （四）增信措施的有效性风险

#### 对于以内部信用增级为主的金融类 A B S：

- 优先与次级证券规模比例是否合理？在存续期这一比例是否变化？
- 现金流分配顺序是否有利于优先级投资者？
- 超额储备账户的启用及信息披露。

#### 对于兼有内、外部信用增级的企业 A B S：

- 担保变更，是否办理了变更手续？是否得到担保人认可？
- 全额？部分担保？保函？保证合同？
- 在担保人的会计报告（附注）中是否及时、如实披露了担保信息？
- 担保措施在借款人（付款义务人）当地执行的可行性如何？

## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （五）评级结果可能存在的虚高风险

- 评级公司的独立性，独立于发起人（不能从发起人处获取报酬）；
- 初始评级、跟踪评级，信托公司可选聘不同的评级公司，便于前后验证；
- 评级须考虑将各层证券比例作为一个重要的影响因素；
- 评级中得到的基础资料、工作底稿复印件交受托人留存；
- 评级报告不仅要有明确结论，还要有分析依据、计算过程。



## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （六）受托人的责任风险

#### 基本职责：

- 独立聘请中介机构（律师、会计师、评级机构），与各方签约；
- 做好收息、分配；
- 《受托人报告》等信息披露。

#### 延伸职责：

- 基础资产池的调查（普查与抽查）；
- 参与发行前的销售推介；
- 闲置资金的再投资；
- 风险处置、不良债权处置、抵质押权变更登记、抵质押物的处置。



## 三、资产支持证券的风险识别与控制

### （七）投资者的判断原则

#### 对于金融类、出表的 A B S：

- 关注基础资产池状况，不要迷信发起人的信誉。

#### 对于工商企业类、不出表的 A B S：

- 关注原始权益人的资信、实力，不必过于关注基础资产。



## 四、资产支持证券的定价与发行



## 四、资产支持证券的定价与发行

### （一）目前的定价方法

优先级的定价不仅关系到发行能否成功，还关系到次级证券投资者的收益率高低。

以银行ABS为例：

- **优先A级证券：**同期发行的一年期短融利率 + 利差（20~50BP）  
市场资金短缺，利差越大；市场资金充裕，利差越小
- **优先B级证券：**优先级A级收益率 + 利差（80 ~120BP）  
因为优先B级与A级流动性相同，故该利差可视为由期限利差与信用利差构成。  
现在利差逐步降低。

定价均未考虑本层与下层证券的比例不同的因素影响。

## 四、资产支持证券的定价与发行

### （二）ABS收益率增强吸引力的方法

- 资产封包日与信托设立日之间的利息补偿给投资者；
- 降低贷款服务人的服务费率；
- 发起人全部持有次级证券，次级利率向优先级转移。

### （三）可能的投资者

- 银行、证券公司、保险公司、信托公司、证券基金公司，甚至企业年金。
- 银行是主力军，相互友情支持（代持）；
- 其他类型投资者增多，但每家认购金额不大。
- 生产经营型企业没有参与，无法认知这一产品。

## 四、资产支持证券的定价与发行

### （四）承销人：

- 对信贷资产支持证券：主承销人主要为证券公司；

### 证券公司略优于银行的原因：

虽然营业网点不及银行，但因为销售对象不是自然人，主要为机构投资者；

证券公司对该复杂的证券化产品认知更深刻；

负责销售企业债券的银行的投行部一般不与金融机构接触，而与金融机构同业有合作的银行的金融市场部一直习惯于做买方，没有营销推介的工作要求与意识。

发行人银行并不期望另一家银行作为承销人，知晓自己的业务细节。

## 四、资产支持证券的定价与发行

### （五）投资者的认知

- 依赖评级公司的评级；
- 例如，对各档证券的评级结果与债券的相混淆，不敢投资AA-或A+的资产支持证券（优B档）。

### （六）机构投资者的内部评审方法、决策程序

- 银行等投资者至今尚未建立一套科学、合理的评估方法与决策流程。
- 对发行人评估？还是发起人（原始权益人）？还是基础资产池中的付款义务人评估？
- 对因为证券分级而产生的风险特征没有足够的认识，套用信用债的评审方法。

## 四、资产支持证券的定价与发行

### （七）发行时机选择

- 市场利率处于下行阶段；
- 错开季末时点；
- 

### （八）投资者的认购情况

- 银行等喜欢认购优先A级证券，因为评级结果高。
- 投资者认定大银行不会失信而购买，许多都是银行的第一单。
- 一些保险资产管理公司、证券公司喜欢认购次级证券。前期这一档证券的市场收益率为9%~10%，现在明显下降，造成销售困难。

## 四、资产支持证券的定价与发行

### （九）笔者的考虑

- 评级公司的评级结果只是一个简单的参考，ABS的投资价值评估与定量判断标准，是一个新的课题，值得深入研究。这关系到ABS的发行推介，也关系到二级市场流通的定价！
- 资产支持证券复杂，金融机构宜以自有资金认购，不宜以理财（资产管理）资金认购。
- 优B档证券是性价比较好的投资选择！



## 五、典型案例剖析



## 五、典型案例剖析

### （一）交银**2012**年第一期信贷资产证券化：

- 34名借款人；
- 基础资产为信用类、保证担保类企业贷款；
- 8.69%的次级对优先级保障充分；
- 加权平均贷款利率6.3%，次级证券收益率年9%。



## 五、典型案例剖析

### （二）2013年第一期开元铁路专项信贷资产证券化

- 基础资产80亿元，均为单一债务人，风险绝对集中；
- 整个资产支持证券不分优先/次级，罕见；  
    **ABS评级结果为AAA，虚高**
- 中标利率为5.6%，属于上限中标，仍低于同评级（AAA）一年期短融收益率，利差35BP（基点）。形式上，投资者认购倍数1.1倍，但实际发行困难。
- 基础资产池利率较低，但市场利率高企。
- 发起人国开行与承销人国开证券为关联方，监管部门默许；

## 五、典型案例剖析

### （三）招行2014年第一期信贷资产证券化：

- 基础资产为93741笔信用卡应收款；
- 借款人单笔平均合同余额（8.65万元）高度分散，地理分布（23个省市）高度分散；
- 以手续费代替了利息；
- 基础资产池收益率约10%，属于很高水平；
- 未办理汽车抵押权变更，未能实现循环购买。

## 五、典型案例剖析

### （四）隧道股份BOT专项资产管理计划


2013年5月13日发行

- 回购方是上海城乡建设与交通委员会；
- 基础资产为《专营权合同》中约定的2013年4月至2017年元月的专营权收入扣除大修基金与运营费之后的剩余部分；
- 优先级4.68亿元，次级1600万元，比例29.25，过高；
- 上海城建集团最高额保证，该金额为7000万元。

## 五、典型案例剖析

### （五）阿里小贷1~10号专项资产管理计划：

2013年7月至2014年9月发行

- 众多借款人；
  - 基础资产为小额信贷资产，在专项计划项下一名借款人借款余额不超过100万元；
  - 优先、中间与次级比例为7.5:1.5:1；
  - 商诚融资担保有限公司担保，担保及补充支付金额合计不超过每期计划的30%。
- 

## 五、典型案例剖析

### （六）海印股份信托受益权专项资产管理计划

2014年8月14日

- 原始权益人为浦发银行广州分行；
- 基础资产第一层信托受益权，第二层为大业信托的信托贷款债权；
- 优先与次级比例为14:1；
- 基础资产集中，无分散；
- 大股东广州海印实业集团有限公司担保。

## 六、金融资产证券化业务 的积极意义与问题





## 六、信托型的信贷资产证券化业务的积极意义与问题

### （一）积极意义

- 资产证券化对发起人的意义：在于降低资产（贷款等）规模，释放资本（提高资本充足率），风险转移，解决了资产流动性、存款与贷款期限错配等问题。
- 引入信托公司担任受托人，是我国资产证券化业务的一大创举，也是我国资产支持证券结构优于美国的一大表现。

信托公司有自己的董事会，自己的高管，独立的风险评估流程，独立的前中后台人员，不受发起人的影响、控制，能够对发起人形成一定制约。而美国的ABS引入的SPV，它是仅存在于纸面的公司或“壳体”，发起人对其有直接的控制，这对于基础资产池质量的甄别、权利与义务平衡（对等）的产品结构设计、足够的信用增级，非常不利。

## 六、信托型的信贷资产证券化业务的积极意义与问题

### （二）问题

- 信托公司参与其中、发挥的作用不大，目前主要是合同签署、信息披露与分配收益。这是因为，信托公司经验匮乏、知识准备不够。
- 现在第二批试点的许多发起人（金融机构）并没有重视《商业银行与信托公司合作业务指引》规定的内容，在实践中，在没有信托公司的参与下，许多银行自行评议、选聘中介服务机构。加之服务费用由发起人支付，这使得各家中介服务机构在业务协调方面无形中受到发起人的影响，独立性不足。
- 发起人银行管理的理财产品购买自己的ABS，这与《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》第52条规定的精神相悖。

## 六、信托型的信贷资产证券化业务的积极意义与问题

### （二）问题

- 由于资产支持证券的技术复杂性，以及次级证券的高风险性，次级证券只适合机构投资者以自营资金购买。一些金融机构管理的理财产品认购次级证券，这给认购银行理财产品的投资者带来风险。
- 银行还是ABS主要的投资者，其他机构投资者类型虽然众多，但普遍力量不足。第一批试点这一问题尤其明显。贷款资产证券化的效果之一——风险转移，仍然没有完全脱离整个银行业体系。
- 各类投资机构对资产支持证券的评估方法、内部审批流程尚未成型，审批与决策效率低。对因为证券分级而产生的风险特征没有足够的认识。

## 六、信托型的信贷资产证券化业务的积极意义与问题

### （二）问题

- 一些机构投资者对ABS的评级结果的理解有偏差。
- 发起人减少持有次级证券，与约束发起人不能随意证券化，是两难。
- 资产支持证券目前在银行间市场的流动性不足，交易不活跃。这与过去该品种较少，投资者类型不多相关。



## 七、资产证券化业务的展望



## 七、资产证券化业务的展望

### （一）目前设计的ABS结构简单，处于初阶段，今后将日益复杂；

回收之后的闲置资金再投资无法操作；基础资产池的动态更新尚未出现；发起人与受托人还未面临基础资产（债权）的逾期、司法诉讼、抵质押物处置等复杂工作。

### （二）基础资产池的种类可以多样化；

- 除了一般企业贷款、小微企业贷款、个人汽车抵押贷款、信用卡应收款，租赁资产将出现；
- 《金融租赁管理办法》规定，金融租赁公司的租赁资产规模不得超过其注册资本的12.5倍。许多金融租赁公司已经超过这一上限。

## 七、资产证券化业务的展望

### （三）基础资产可以动态化；

- 原有基础资产出现早偿时，可以置入新的合格资产，体现受托人的主动管理能力。

### （四）发起人（原始权益人）可以多元化；

- 原始权益人从单一向多个发展，更显发行人（受托人）的主导能力，发挥主要协调作用。

### （五）评级公司的重要性将逐步彰显

评级结果直接引导投资行为，评级公司的独立性必须保持，如何避免债券市场评级结果虚高的弊病？



## 七、资产证券化业务的展望

- （六）“信托公司+证券公司”双SPV不能解决ABS结构缺陷问题，反而人为复杂化；
- （七）为了解决次级证券的销售，提高其收益率，将有进一步的结构化安排；
- （八）各类金融机构踊跃尝试，金融资产证券化发行量将大增：存续的ABS基础资产面临考验，尤其小微企业贷款；
- （九）今后市场利率将时常高企，资金短缺，将一直困扰发起人。基础资产池的加权平均利率逐渐成为ABS发行能否成功的关键制约因素；选择发行时机，将成为一项专业工作，考量承销人对市场利率走势的预测能力。



# Thanks!

[WWW.WXTRUST.COM](http://WWW.WXTRUST.COM)

WANXIANG TRUST COMPANY LIMITED