**利率市场化时代金融资产交易解决方案浅析**

摘要：金融资产交易是实现金融资源优化配置的基础。在利率市场化的大背景下，企业将越来越多地通过资产的交易来实现直接融资。在这一过程中，银行也能够利用自身的平台资源和产品设计协助企业实现金融资产的交易。然而这种交易仍然是大宗和耦合的场外交易，建立一个强大的资产证券化市场将是提高融资和交易效率最根本的途径。

关键词：金融资产交易；金融创新；资产证券化

Abstract：The transaction of financial assets consist the basis of a financial market which optimizes the allocation of resources. Within the process of interest rate liberalization, enterprises would directly acquire financial resources by transaction of asset. As a platform of information gathering and transmitting, commercial banks could help matching the transaction of financial assets by offering a portfolio of structured products. However, this form of transaction is still a occasional wholesale. The ultimate way of optimizing the efficiency of assets transaction is by formalizing a strong asset-backed security market.

Keywords：Transaction of financial asset; Financial Innovation; Asset Securitization

交易能够创造消费者和生产者剩余，从而增进交易双方的福利。从社会层面来说，交易是形成市场的基础。通过交易，资源才能配置到能最大利用其效用的主体身上。同时交易产生社会化分工，促进了生产效率的提高。

**金融资产的交易**则是金融市场发挥资源配置效率的基础。随着金融脱媒的程度加深，我国资本市场发展迅速。然而在客户资源和对经济的影响程度上来说，银行仍然在我国金融资源的配置中占据统治地位（见图1）。

图1：各项融资途径的规模比较（单位：亿元）

间接融资主导金融资源配置的局面在未来将面临越来越大的挑战。2013年7月，央行放开贷款利率下限，贷款利率全面市场化，利率市场化进程加速。同时，随着同业大额存单的推出，存款保险制度的建设也提上议事日程，全面利率市场化仅有一步之遥。在这一大背景下，社会融资结构也将发生巨大的变化，企业直接融资需求不断增强（尤其是项目融资或中长期建设资金）将越来越多的与合格投资者直接对接。我国迫切需要更为发达的金融资产交易市场来满足日益多样化的融资与投资需求。

1. **国内金融资产交易市场现状**

自从2009年金融资产交易所的概念和形态推出以来，各地都开始积极推动当地金融资产交易所的建设，并以此作为建设金融中心城市的重要举措，其中以北京金融资产交易所和天津金融资产交易所最具典型特色。

北京金融资产交易所在筹建之初采用“一个市场、四个板块”的战略布局，下设信贷资产板块、金融国资板块、私募股权资产板块和信托资产板块四大业务板块。截至2013年5月底，北京金融资产交易所（下称北金所）累计实现金融资产交易额1.1万亿元，其中委托债权投资交易平台累计成交额超过9000亿元。在北交所的平台上完成了北京农商行120亿元不良资产、华夏基金51%股权、信达置业100%股权、国寿债权资产包等重点项目的交易。

天津金融资产交易所由中国长城资产管理公司和天津产权交易中心共同出资组建。多样化的金融产品交易业务是天津金融资产交易所的特色。津交所交易的资产涵盖不良金融资产、金融企业国有资产、信贷资产、保险资产、信托受益权转让项目、私募股权、应收账款、租赁资产等。

随着金融市场结构的日益复杂，区域性的特色金融资产交易平台也如雨后春笋般的在全国各地遍地开花。如广州的产权交易中心、深圳的前海股权交易中心等等。金融资产场外交易市场(OTC, Over the Counter)的制度建设和交易功能正在日益走向深化。

**二、金融资产交易案例**

银行作为各种金融信息汇集的平台，一直以来都向不同层次的客户提供各类基础金融服务。在银行的平台上，我们也可以通过各项产品的设计来协助客户进行金融资产的交易。我们在下面提供一个企业间通过银行的平台转让长期应收款的案例说明银行在金融资产交易中可以发挥的作用。

1. **交易名词及角色释义**

|  |  |
| --- | --- |
| 售后回租： | 本文指承租人将标的资产出售后，又将该项资产从出租人处租回 |
| 原始权益人： | 本文指标的资产出售方，又称承租人。案例中系金融融资租赁公司 |
| 融资租赁公司： | 本文指标的资产购买方，又称出租人。案例中系外商投资融资租赁公司 |
| 外方股东： | 本文指外商投资融资租赁公司的境外股东 |
| 离岸银行： | 本文指注册地在香港的银行或在岸银行离岸部 |
| 在岸银行： | 本文指注册地在国内的银行及其分支机构 |

1. **交易结构概述**

原始权益人与融资租赁公司达成标的资产售后回租协议，融资租赁公司向在岸银行申请授信并转授信给外方股东，在岸银行委托离岸银行对外方股东放款，外方股东所得资金以股东借款形式借给融资租赁公司，融资租赁公司结汇后购买标的资产并回租给原始权益人，另将应收账款质押给在岸银行，原始权益人分期支付标的资产租金，融资租赁公司分期偿还股东借款，外方股东分期偿还离岸贷款。

图2：融资租赁公司长期应收款债券转让的交易结构

⑴签署售后回租协议

⑹购买租赁资产，回租承租人

⑼支付租金

⑵申请授信

⑺应收账款质押

⑶发送报文，委托离岸银行放款

⑸股东借款

⑽还本付息

⑾还本付息

⑷放款

⑻确认应收账款质押

⑿外方股东逾期，发报文索偿

⒀应收款催收

⒁偿付

⒂偿付

上述案例中，原始权益人是金融机构，标的资产有可能会出现资产余额小于离岸贷款本息之和的情况，故需要在结构中引入补充或置换标的资产的设置。此外，由于借款和还款币种有别，还需要引入掉期或保证金设置锁定汇率风险。

1. **交易需求产生的原因及意义**

标的资产原始权益人为了利益最大化的目标，始终有冲动用各种方法提高盈利，其中加快资产周转效率、降低成本是解决方案之一。在上述案例中，标的资产原始权益人在资本充足率、拆借比例等众多监管红线面前，如何腾挪类信贷规模、如何降低资金成本是其持续研究的方向。另外一方面，对参与该笔交易的其他主体，也可在很多方面获得相应的回报。各个交易主体的资产负债表变化情况及交易意义详见表1：

表1：各交易主体的资产负债表变化情况及交易意义

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 交易方名称 | 机构性质 | 资产负债表变化 | 交易意义 |
| 原始权益人 | 金融机构 | 借：存放同业  贷：长期应收款 | 1. 腾出类信贷规模； 2. 离岸资金价格低于在岸资金价格，获得低成本融资； 3. 资本充足率提升。 |
| 离岸银行 | 金融机构 | 借：贷款  贷：货币资金 | 1. 没有贷存比限制； 2. 贷款增加即生息资产增加； 3. 贷款价格略高于放款给离岸公司，可提高净息差。 |
| 在岸银行 | 金融机构 | 借：存放同业  贷：同业存放 | 1. 省出风险资本占用； 2. 增加结售汇等中间业务收益。 |
| 融资租赁公司 | 企业 | 借： 长期应收款  贷：货币资金 | 收取通道费用，增加盈利。 |
| 外方股东 |

从整体上来看，案例中的交易实际上是对长期应收款这一金融资产的买卖，其核心是金融机构加快资产周转效率；而引入境外资金则是为了降低资金成本提高净息差。另外一方面，该交易结构还引入了金融同业之外的机构参与，在一定程度上扩大了金融资产的投资者范围。然而，上述案例的交易结构并没有解决破产隔离、风险分散以及充分的流动性等问题，资产交易效率最高的方式无疑是建立一个机制合理的一级发行市场和一个交易活跃的二级市场并实现两个市场的有机结合。对于金融资产交易来说，最强效的市场结构莫过于资产证券化的市场结构。

1. **金融资产交易的高级阶段——资产证券化**

**资产证券化**是起源于20世纪70年代美国一项伟大的金融创新，其产生与当时的历史背景颇有渊源。60年代末70年代初，美国经济陷入滞涨，通胀带来的利率上升和企业经营状况的恶化严重侵蚀着从事住房抵押贷款业务的储蓄与贷款协会的收益，传统信贷机构短存长贷的弊端显示出来。为帮助该协会拜托困境，美国政府决定启动住房抵押贷款二级市场，以缓解流动性不足的问题。1970年，美国联邦国民抵押贷款协会(FNMA)首次公开发行住房抵押贷款证券，资产证券化由此发端。

经过三十多年的发展，资产证券化在全球范围内得到了空前的发展，目前已成为全球资本市场上与债权融资、股权融资方式并列的第三种主流融资工具。目前证券化市场最发达的美国市场，其资产支持证券总额已接近10万亿美元，证券化余额/GDP比重达63%。

1. **资产证券化的交易结构**

一个完全意义上的资产证券化过程可以拆分成两个步骤来理解：资产融资（Asset Financing）和证券化销售和交易（Security Distributing and Transaction）。资产融资区别于股权与债权融资的关键点是其还款来源和追偿主体是资产（或资产池）本身，即，基于资产信用进行的融资。因此，资产融资的一个重要机制设计就是如何实现资产风险与企业风险的隔离，使得企业的经营风险独立于资产的经营风险，企业的经营状况不会传染到资产本身。

这种防火墙的设置即所谓的“**破产隔离**”是通过设立SPV（**特殊目的实体**，Special Purpose Vehicle）这种特殊的公司制法律实体来实现。资产的原持有者通过将基础资产的受益权卖给SPV，实现了风险与报酬的转移，这一步即所谓的“**真实出售**”。SPV的设立最大限度地降低了发行人的破产风险对证券化的影响，原始权益人的其他债权人在其破产时对该类资产没有追索权。

资产证券化的第二个阶段是证券化销售的交易（Security Distributing）阶段。这一阶段由SPV进行资产支持证券的结构设计、发行和销售工作，投资者通过投资SPV（无破产风险实体）在整体上与融资方形成法律关系。无破产风险的意思是：A. SPV从发起人处真实购买基础资产从而实现了与原始权益人的破产隔离；B. SPV不通过负债来支撑其标的资产，其与投资者之间也属于信托关系而不是债权关系。

一个标准的资产证券化一级市场的参与者包括发起人、发行人、服务人、受托人和投资者。为了使证券能够顺利发行，整个过程可能还包括各类金融中介和服务机构如：投资银行、外部信用增进机构和信用评级机构等。在整个过程的参与方中，发起人是原始权益人（经济意义上的融资方），其将基础资产真实出售给发行人。发行人采取SPV的组织形式，受让基础资产并实现与发起人的破产隔离。服务人是证券化资产的管理者，负责基础资产的后续经营和管理，并对外出具基础资产的经营报告（服务人一般由发起人或其控制公司担任）。受托人是现金流的管理者，其职责包括代理SPV从发起人处购买资产、负责基础资产产生的现金流的结算、确定服务人提供的各种报告的充分性并向投资者提交这些报告、特定条件下代服务人履行职责。投资者是证券的购买人，与SPV属信托关系。

图3：资产证券化的基本运作流程图

破产隔离

真实出售

支付本金

和利息

权益凭证

未来现金流

剩余收入

委托关系

信用增进

评级

委托

发行证券收入

出售资产支持证券

现金

**发起人**

**（原始权益人）**

**基础资产**

能够产生未来现金流的资产

**特殊目的机构(SPV)**

专事资产证券化机构，并不得破产

**受托管理人**

负责收取、保存记录资产组合产生的现金流

**投资者**

让渡流动性以取得资产未来收益索取权

**信用增进机构**

提供保函、保险

**信用评级机构**

进行信用评级

**投资银行**

设计并发行资产支持证券(ABS)

1. **资产证券化的意义**

第一，充分的流动性。从宏观经济体的角度来看，金融的方向一般是从居民储蓄转向企业投资。居民储蓄永远都是短期的行为，是为了平滑其消费而引致的。而企业资产永远都是长期性的，长期性的资产才能带来更高的收益创造更多的财富。金融机构的一个核心要义就是作为流动性转换工具将短期负债转换成长期资产，但这一属性使挤兑成为金融机构历来挥之不去的梦魇。

传统商业银行的盈利模式就是创造信贷（originate）后持有至到期（hold），过去这些资产在市场上几乎没有流动性，直到引入信贷资产交易平台后，信贷资产才开始运动起来。由于交易，风险也可以开始在不同的主体间进行转移，从而能更有效地分散风险，资源得到更合理的配置，提高金融系统的运行效率。然而这种场外交易市场（OTC）的交易频率较低、参与者准入门槛较高。

二级市场的重要意义之一就是使资产支持证券具有了充分的流动性，很大程度上解决了金融机构因为资产负债的错配而产生的流动性风险问题。这一功能对于商业银行的作用尤其重要，银行通过构造自己的信贷资产池，打包出售（distribute）给资本市场上的投资者，可以将原本无法流动、持有至到期的投资变成现金、短期资产或长期证券。

第二，提高权益回报率。权益回报率由三者构成：息差、资产周转率和杠杆率。在竞争的市场约束下，银行息差受到挤压、表内杠杆受到资本协议监管约束，银行只有通过提高资产周转率来提高权益回报率。在美国，通过信贷资产证券化的这一关键步骤，美国的商业银行可以在竞争和资本约束的背景下仍然通过证券化来提升资产周转率，从而在利率市场化的大背景下实现相对稳健的盈利。但在中国，这一制度建设尚不完善，银行通常只能通过加大杠杆率或降低信贷资产质量提高权益回报率。在表内杠杆被限制的情况下，加大杠杆、扩张资产负债表就只能通过变幻会计上的资产科目从而降低风险资产系数转换来节约资本消耗（这就是近年来层出不穷的银信、银证、银基合作业务）。这一生态系统的脆弱性在于同业资产的流动性本质上仍是低的，靠短期负债支持的长期资产如果没有好的流动性，则即使一个微小的流动性冲击也会造成很大的流动性紧张，去年6月份的“钱荒”即证明。

第三，风险分散。价格的正确是建立在不同风险偏好的投资者在市场上充分交易的基础之上的。一个市场只有纳入更多不同偏好的投资者，资源才能配置在能创造最大价值的主体身上，风险才能在市场上进行交换，使得更大的风险分配在更能承受该风险的投资者身上，从而市场才能够更好的抵抗外生冲击造成的震荡并消化这种冲击效果。价格（作为风险和信息的集合）也才能“正确”。结构化产品最基础的假设和价值在于，在一只证券上设计成不同的风险-收益结构，从而可以纳入更多不同风险偏好的投资者。风险能由更多的、更能识别风险、判断风险的资本市场投资人分担，整个金融体系的效率和抗风险能力由此得到加强。

1. **资产证券化的内在机制问题与解决思路**

资产证券化的一个内在机制问题是，服务人如何经营好基础资产，如何解决所有权（收益权）与控制权（经营权）相分离的问题。无论从基础资产经营的信息优势还是经验积累来看，服务人由原始权益人来担任都是最自然、最合理不过的选择。在资产发生真实出售之后，资产实际上已经剥离出原始权益人的资产负债表，证券化后，如何使原始权益人（代理人）能从投资者（委托人）的角度出发来经营好基础资产，如何保证代理人与委托人激励相容？道德风险问题可能是使得市场失败（market failure）的最大障碍。

从经济意义上来说，道德风险问题的解决思路一般包括：强监督、股权或所有权激励、声誉机制、市场竞争。这之中，所有权激励和市场竞争是最为根本的解决方案。

在证券化技术中，所有权激励和市场竞争是混合使用的。其外在表现就是采取各种信用增进的方式，使得投资者有信心投资这种产品。信用增进可分为外部和内部信用增进，外部的方式主要是第三方担保（如保险公司或发起人关联公司的担保）。内部方式主要有分层结构的设计（如设计成优先/劣后收益权）和储备基金（SPV将回收的本息扣除支付给投资者的各种收益和手续费之后的剩余部分存入特别开设的账户，作为违约损失准备金）

上述信用增进手段中，分层结构的设计是证券化最为普遍的应用，也是其被称为结构化融资的原因。这种结构不但具有吸引各个层级投资者的作用，更重要的，一般发起人都认购处于最外层的高收益部分证券，这样发起人由于承担了最大的风险敞口，在机制上他有激励经营好基础资产，从而使用低收益层级的杠杆获得最高的回报。从低收益层级的投资者角度看，分层结构的设计实际上也是外层较高的收益权对内部收益权进行了担保。

总体上看，用激励机制的手段解决道德风险问题的思路就是要求发起人投入到证券化后基础资产的运营上并承担剩余收益权和其风险。未来的结构设计上还可以采取其他可替换性的方案，如投资者有选择权在某一时点可以用购买的资产支持证券换取发起人承诺的互换资产，或者约定在某些触发点下（例如亏损到优先级受益权时）进行无条件不可撤销的回购。

引入期权的解决思路一般是投资者可以要求发行人用波动率相对较小的低风险资产（如国债、期限较短的定期存单等）换取投资者持有的资产支持证券。对投资者来说，整个证券存在一个保底收益即低风险资产的收益率。对发行人来说，为了避免投资者行使这一选择权，他有激励经营好基础资产。

这种选择权在衍生品中被称为**彩虹期权**。一般的期权定价（如最常用的*Black-Scholes*模型）只涉及到一种不确定性，这个不确定性通常定义为标的资产。而彩虹期权是涉及两种或两种以上不确定性的衍生品，彩虹期权可以在*N*个标的资产中选择最好或最坏的买入或卖出。一般性的彩虹期权定价需要有一个*N*维协方差矩阵来描述*N*个不同标的资产的相关关系。较低维的协方差矩阵会有相对简单的测算方法，但一般的*N*维资产的定价无法得到解析解（或者在计算上不具有操作性）而需要使用蒙特卡洛模拟法得到数值解。

Stulz(1982)提出了一个2资产彩虹期权定价的模型。设资产支持证券基础资产的价格是一个随机游走过程 (random walk)，投资人有权选择互换的抵押资产价格是与过程不同的一个随机游走过程。两者的波动率不等()。发行人承诺保底收益为（方案1资产互换的选择权中，方案2回购协议的选择权中）。则投资者的支付函数可以表示为：

彩虹期权的价格为：

其中：

为无风险收益率，代表利率的时间价值。为基础资产和互换资产的收益率。为两项资产的相关系数。*T*是行权的时间。

以上是固定行权日期权，即欧式彩虹期权的定价。行权日不确定（投资者随时可以选择行权）的美式彩虹期权没有解析解，只能使用蒙特卡洛模拟得到数值解。值得一提的是，彩虹期权资产池中包含正向相关性的资产比反向相关资产的期权价格更低，正相关性的资产会带来更高的波动性。这一结果合乎逻辑，因为如果抵押资产与标的资产负相关，意味着抵押资产的波动可以对冲标的资产的风险，这种对冲性权利自然更有价值。

1. **美国次贷危机的警示**

对资产证券化的疑虑来源于2008年的次贷危机，这场危机让全世界都见证了过度证券化的巨大破环力。回溯那次危机，有几个非常关键的教训。

1. 流动性过剩，资产过度泡沫化。美国的货币供应量在2001年之后快速扩张，联邦基金利率快速降至1%。房地产市场过度繁荣，大量次级贷款质量很低。本应作为证券市场重要的信息传递机构的评级公司表现得让人失望，信用评级机构对于资产支持证券的信用评级并不是依据次级贷款的违约风险，而是凭借者对房价上涨的盲目估计，高估了资产池的信用等级。它们不但没有披露出客观的风险状况，还人为地调升某些资产支持证券高收益层级的信用等级，使得体量巨大的商业银行、保险公司也可以参与到高收益证券的交易中来。
2. 产品设计中，尽管引入了如CDS（信用违约互换，Credit Default Swap）这种设计初衷是为了交易风险、分散风险的产品。但出现危机后，人们还是发现大量的风险还是被出售方投行所承担，风险并没有随着产品的销售和交易被分散出去，高风险容忍度的投行积聚了这些风险。甚至某些有衍生品的定价标的挂钩气候数据，买卖双方都不考虑产品的本质，只关心套利的可能。这些产品已经完全脱离实体经济，变成了各方追逐暴利的工具。
3. 投行大量使用高收益等级的结构性产品做抵押融资，通过这种不断抵押融资的方式创造的高杠杆在低利率环境放大了利润，巨大的利益刺激金融机构投资行为高风险化，但同时也积累了大量的风险。投行不受巴塞尔协议监管。2007年底，全球十大投行的平均杠杆率超过30倍。某些激进的投行杠杆率甚至都高达50倍到60倍。但在经济衰退时，这种高杠杆会迅速侵蚀其资本。在危机初期，金融机构会大量出售资产以迅速收缩资产负债表，但这种快速收缩会压低资产价格，引起市场动荡，造成范围更广、振幅更大的危机。

以史为鉴，我们不能因为危机的导火索起源于结构性衍生产品交易就轻易否定证券化技术本身。资产证券化本身的结构非常合理，有着扎实的逻辑支撑和市场基础。问题根源在于次级贷款内在的信用风险，它们没有坚实的现金流作为支撑，即使这些次级贷款不做证券化，它也会在一定条件下显现出来，并表现为贷款机构的巨额不良资产。历史上所有的金融危机都是似曾相识的，狂热之后都只能通过硬着陆的方式刺穿泡沫，如果金融发展超出了实体经济的需求，为了发展而发展，那就会对市场造成系统性的危害。

1. **中国的资产证券化实践与解决思路**
2. **国内资产证券化现状**

中国的资产证券化实践开始于2005年，第一只企业资产是9月份中国联通的网络租赁收益权计划，当年12月国开行和建行分别发行了我国首只信贷资产支持证券和住房贷款支持证券。第二批信贷资产证券化启动于2007年，之后由于美国次贷危机影响，我国暂停了资产证券化的试点工作。2011年9月，证监会重启企业资产支持证券的审批。2012年5月，人民银行联合银监会、财政部重启信贷资产证券化试点，并推动国开行、工行等机构发行第三批信贷资产支持证券。2012年8月，银行间交易商协会开启资产支持票据的发行工作。

我国目前的资产支持证券有三类：一是由银监会审批发起发行机构资质、人民银行主管发行的信贷资产支持证券；二是由证监会主管、主要以专项资产管理计划为SPV的企业资产支持证券；三是由中国银行间交易商协会实行注册管理的资产支持票据（见表2）。

表2：我国证券化产品概况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 产品 | 信贷资产支持证券(CABS) | 企业资产支持证券(EABS) | 资产支持票据(ABN) |
| 管理机构 | 人民银行、银监会 | 证监会 | 银行间交易商协会 |
| 业务类型 | 试点业务 | 常规业务 | 常规业务 |
| 审核制度 | 审核制 | 核准制 | 注册制 |
| 基础资产 | 银行信贷资产、资产管理公司收购的银行不良贷款等 | 企业应收款、信贷资产、信托收益权、基础设施收益权、商业物业财产或财产权利和财产的组合 | 权属明确，能够产生可预测现金流的财产、财产权利及其组合等。基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制 |
| 发起人 | 银行业金融机构 | 金融机构、非金融企业 | 非金融企业 |
| 发行方式 | 公开或定向 | 定向 | 公开或定向 |
| 信用评级 | 双评级，鼓励采用投资者付费模式评级；定向发行则与投资者协商 | 不强制双向评级 | 双评级，鼓励采用投资者付费模式评级；定向发行则与投资者协商 |
| 交易场所 | 银行间债券市场 | 证券交易所 | 银行间债券市场 |

截至2013年6月，我国信贷资产支持证券余额为329.56亿元，占整个资产证券化余额的70.42%；资产支持票据余额为82亿元，占比17.52%；企业资产支持证券余额为56.35亿元，占12.04%（见图4）。

图4：我国的资产证券化市场结构

我国资产证券化参与主体的范围正逐步扩大。从发起主体来看，目前已涵盖政策性银行、国有银行和股份制商业银行、汽车金融公司、资产管理公司及其他非金融机构。在投资主体方面，投资者结构也日渐多元化。各类投资者对创新产品的认知和接受程度也有所提高。信贷资产支持证券的投资者范围扩大到国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、信用社、财务公司、证券公司、社会保障基金和少量保险资金等，在一定程度上分散和转移了银行信贷风险。

目前来看，信贷资产证券化的制度框架最为成熟。人民银行、银监会等相关监管部门制定颁布了《信贷资产证券化试点管理办法》等部门规章，规范了业务操作、入池资产抵押权变更登记、会计处理、资本风险计提、税收征管政策等多个环节，为我国信贷资产证券化业务的稳步开展提供了制度保障。危机后，我国监管部门在吸取危机教训的基础上对相关制度进行了进一步完善：一是审慎选择入池资产；二是改进和完善证券化信用评级管理，引入双评级并鼓励采用投资人付费模式评级；三是进一步加强信息披露；四是对发起机构探索实施一定比例的风险自留；四是鼓励扩大投资者范围，降低银行业金融机构对资产支持证券的互持比例。

1. **制约国内证券化发展的主要问题及解决思路**

目前我国资产证券化市场的主要问题有：

一、监管边界厘定及发行审批方式。面对如今金融混业经营的格局，高层会不会出台更高层次的立法形成一个统一的监管格局非常值得期待。现有证券化管理方式有一定的行政化倾向，通道不够顺畅，发行环节流程复杂、节奏缓慢，增加了发起机构维护资产池的费用。

二、参与主体动力不足。受限于国内法律环境（如抵质押权变更登记），银行资产证券化的操作成本相对较高，参与积极性在一定程度上受到消弱。而另一方面，对于投资者而言，资产证券化整体收益率较其他固定收益产品并不具备明显优势，吸引力有限。这些也是导致市场流动性不足的原因之一。

三、参与主体范围受限。目前资产证券化的主要发行主体还是银行，其他机构占比太小。而且投资者主体限制较大，许多可以投资股市的机构却不能投资资产支持证券。

针对这些问题，需要在制度建设和市场培育上进行顶层设计，大力发展证券化市场，让证券化市场更好的服务实体经济。简单来说，未来可以努力的方向包括：

一、建立一个统一的监管框架，采用市场化方式审批。在对试点经验教训系统总结的基础上，建设资产证券化的专项立法，同时从会计、税收、信息披露、信用评级等方面完善配套制度，形成系统规定。在发行审批方面采用备案制，监管机构的监管方向应是发行之后。

二、解决操作细节问题，丰富证券化品种。资产证券化过程中，抵押权变更登记应采取简单的批量登记、公告通知、保持优先顺位等方法，提高变更登记效率，扩大基础资产选择范围。另外一方面，从期权设置、分层结构、储备基金等技术层面丰富证券化收益分层，从而吸引不同风险偏好的投资者。

三、扩大参与主体范围。一方面应积极探索推动保险公司、QFII、养老金等投资者加入，扩大投资者范围，活跃市场交易。另一方面还应逐步扩大发起主体范围，鼓励产品创新，从而盘活存量。

总的来看，资产证券化是解决当前中国金融结构失衡、分散金融系统风险、提高金融体系效率的有效手段，而且基础资产持有者对资产证券化的内在渴望也非常强烈，只要坚持正确的政策和策略，引导市场不断开拓创新，相信资产证券化会在盘活存量、支持实体经济上发挥显著效果，进而优化整个社会的经济资源配置。

**参考文献**

1. 罗伯特·席勒，“金融与好的社会”，2012，中信出版社
2. 沈炳熙，“资产证券化：中国的实践”（第二版），2013，北京大学出版社
3. 何小锋[主编]，“资本：资产证券化”，2013，中国发展出版社
4. [美] 弗兰克·J·法伯兹，等著，“结构金融导论”，2011，东北财经大学出版社
5. 姚长辉，“固定收益证券——定价与利率风险管理”（第二版），2013，北京大学出版社
6. 葛培健，“企业资产证券化操作实务”，2011，复旦大学出版社
7. Stulz, R. M. (1982), “Options on the minimum or the maximum of two risky assets”, Journal of Financial Economics, XXXIII, No. 1, 161{185}.
8. 王欧，“华尔街投行不归路”，2009年第4期，金融实务

作者简介：

滕锐，男，汉族。平安银行股份有限公司广州分行对公信贷审批部。

电话：020-38922867 邮箱：tengrui808@pingan.com.cn