

CASE2016019

交通银行信用卡资产证券化的首秀之旅¹

案例正文:

摘要：2015 年，资产证券化倍受青睐。甚至有业界人士将 2015 称为“资产证券化之年”。银行业界纷纷对资产证券化倾注了热情。交通银行始建于 1908 年，是中国早期的四大银行之一，目前营业网点分布在全国各地，是主要金融服务供应商之一。本案例首先描述交通银行信用卡业务的发展背景与历程，阐述其信用卡业务发展过程中遇到的问题，进而分析其采取的应对措施-发行“交元 2015 年第一期信用卡分期资产支持证券”，借以说明资产证券化的原理与流程；最后参照国外、国内实践说明可能的改进方向。

关键词：交通银行；信用卡业务；资产证券化

0 引言

2015 年以来，随着国家经济步入“新常态”，经济结构性改革的进一步深入，消费越来越成为推动经济增长的“新宠”。而促进消费增长的消费信贷也逐渐成为银行获取利润的新增长点。在此背景下，银行信用卡业务作为实质上的一种消费信贷，虽已普及，但其增长趋势仍十分可观。据央行发布的《2015 年第三季度支付体系运行总体情况》显示，彼时的信用卡授信总额为 6.71 万亿元，同比

-
1. 本案例由东北财经大学金融学院的丁宁、彦凯撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

增长 26.11%；信用卡信贷余额为 2.92 万亿元，同比增长 33.39%，人均授信额度 1.63 万元。由此可见，信用卡业务的发展不容小觑。

交通银行，作为中国上市的主要股份制银行之一，2004 年 10 月开始，与其战略合作者汇丰银行合作成立太平洋信用卡中心（交通银行信用卡业务由该独立核算的信用卡中心负责），经过多年精心运营，取得了令人艳羡的成绩。截至 2015 年 12 月末，交通银行信用卡贷款余额为 2715 亿元，占个人贷款的 27.3%，占总贷款的 7.3%，成为交通银行重要的资产组成部分。但利润与风险共存。其信用卡业务同时也遭遇了风险的挑战。特别是在当前“新常态”经济环境下，加之利率市场化改革，增大了融资成本呢，变相压缩了银行的利润空间，商业银行亟需开辟新型融资工具进行应对。如何在云谲波诡的环境下实现信用卡业务的良性发展摆在了交通银行面前。

1 案例背景

在中国，资产证券化经过近十年的洗礼，2015 年又重新受到银行业界青睐。银行业界纷纷开始进行不同形式的信贷资产证券化。在信用卡业务资产证券化方面，历来以创新著称的招商银行又成了“第一个吃螃蟹”的银行，率先实行信用卡业务资产证券化，也正是看到前车之鉴，交通银行开始考虑以同样的方式解决目前信用卡业务存在的困境。

事实上，资产证券化是一种市场化程度比较高的金融业务，从国际角度看，资产证券化于上世纪六、七十年代起源于美国，继而在其它一些发达国家（如英国、法国、加拿大等国）得到迅速发展，二十世纪 90 年代逐渐在韩国、新加坡、中国香港等亚太新兴经济体兴起。2014 年末，美国证券化市场存量规模超过 10 万亿美元，占债券总存量超过 25%。近 10 年内，美国资产证券化存量规模与 GDP 的比值一直在 50%以上。

从国内看，2005 年是中国资产证券化元年，但 2008 年全球金融危机以来，中国资产证券化业务停顿了好几年，并于 2012 年重启。2014 年是中国资产证券化迈入快车道之年，全年发行信贷资产支持证券、企业资产证券化产品、资产支持票据三类产品合计发行 3264 亿元，较 2013 年增长 10 倍以上。随着资产证券化备案制与注册制的实施，2015 年我国资产证券化业务规模迎来井喷，全年共计

发行资产证券化产品 6032 亿元，同比增长 84%。

在中国激发资产证券化再次兴盛的原因可以从五个方面考量。第一，国家大力推进资产证券化业务以盘活存量，加快资金周转速度，促进实体经济的复苏；第二，自 2015 年 10 月 24 日起，存款利率浮动上限被完全取消，我国利率市场化初步完成，激烈竞争抬高了银行负债业务成本，同时，资本市场的壮大、互联网金融的发展使得金融脱媒加速，压缩了银行的资金来源。银行亟需新型融资工具，能够拓宽资金来源的资产证券化业务恰逢其会；第三，当前，宏观经济恶化，避险资产需求增加，高评级的资产证券化产品需求旺盛。第四，资产证券化能够将风险权重较高的信贷资产出表，降低了银行为满足资本充足率要求的资本需求。第五，对影子银行的规范与加强表外业务的监管，为资产证券化业务提供了发展空间。

信用卡应收款证券化于 1987 年 1 月首发于美国，我国信贷资产证券化试点较早，但以信用卡应收账款为基础资产的资产证券化则起步较晚，直到 2014 年，招商银行信用卡资产支持证券的成功发行才使此类资产证券化实现零突破。2015 年，招商银行再接再厉，成功发行了第二期信用卡资产支持证券。吸取招商银行信用卡资产证券化的成功经验，交通银行果断出击，开始尝试首次信用卡资产证券化之旅。

2 何以解忧，唯有证券化？

目前，银行业似乎进入了瓶颈期，几乎每家商业银行都在忧心忡忡，那么忧从何来呢？忧虑之一，金融脱媒、利率市场化使得资金成本走高，导致传统股权融资与债权融资吸引力下降，如何开辟新的资金来源，降低融资成本？忧虑之二，近年来，我国信用卡市场趋于饱和，市场竞争加剧，开始由原来的粗放式发卡走向差异化道路，如何破解现有信用卡业务的资源占用，以快速进入新的细分市场，适应新的竞争模式？忧虑之三，经济增速趋缓，持卡人信用风险需要重新衡量，能否一劳永逸地将部分信用风险转移出去，既可保证总体风险可控，又可专心深耕细分市场？找到忧愁的核心点后，加之当前资产证券化持续升温，交通银行推出信用卡资产证券化可谓顺势而为，得天时之利。

资产证券化本质是将资产产生的现金流出售，因而发起人必须拥有能够产生

可预期现金流的资产组合。交通银行是我国五大国有股份制银行之一，其营业网点及信用卡业务遍布全国，容易选择分散化程度较强的一组资产，生成具有稳定现金流的资产组合。交行按照严格的标准选取一组基础资产组成资产池之后，将该资产池剥离到信托机构，由信托机构将其转化成为多个资产支持证券。在资产支持证券出售之前，采用优先/次级结构，超额覆盖等方式对其进行信用增级，以降低发行成本。同时尽管交行的信誉良好，但并没有完全消除道德风险及信息不对称，于是聘请中诚信国际信用评级有限责任公司与中债资信评估有限责任公司，采用先进技术联合评估本期证券。双方经科学评估后，认为本期证券的优先 A 档为 AAA 级，优先 B 档为 AA 级。本次发行充分赢得市场认可，优先 A 档、B 档分别获得 3.23 倍、3.91 倍认购，中标利率分别为 3.4% 和 4%，均创下同期内相近期限利率水平新低。通过本期证券的顺利发行，交通银行实现了资产负债表左侧融资，风险转移及服务费的收取，一举多得，促进了交行信用卡业务的良性发展。

3 步步为营---标准化的交易流程

3.1 基本情况

2015 年 11 月，受托人交银国际信托有限公司在全国银行间债券市场发行规模为 5022275802.23 元的“交元 2015 年第一期信用卡分期资产支持证券”（包括优先档资产支持证券和高收益档资产支持证券）。本期证券分为三档，分别为优先 A 档的资产支持证券（4264900000.00 元）、优先 B 档的资产支持证券

（505200000.00 元）和高收益档资产支持证券（252175802.23 元），其中，发起机构交通银行全部持有高收益档资产支持证券，并以簿记建档、集中配售的方式公开发行优先档资产支持证券。

表 1：2015 交元第一期信用卡分期资产支持证券基本情况表

ABS 名称	交元 2015 年第一期信用卡分期资产支持证券		
证券分级	优先 A 档 ABS	优先 B 档 ABS	高收益档 ABS
发行规模（元）	4264900000.00	505200000.00	252175802.23
发行金额占比	84.92%	10.06%	5.02%
信用等级（中诚信）	AAA	AA	无评级
信用等级（中债资信）	AAA	AA	无评级

票面利率	固定利率（单利） 簿记利率区间为 3.0%-4.0%	固定利率（单利） 簿记利率区间为 3.8%-4.8%	无票面利率
利息支付频率	按月支付	按月支付	-----
还本方式	过手摊还	过手摊还	过手摊还
加权平均期限	0.24 年	0.64 年	0.86 年
预期到期日	2016 年 7 月 17 日	2016 年 8 月 17 日	2017 年 2 月 17 日
法定到期日	2019 年 5 月 31 日	2019 年 5 月 31 日	2019 年 5 月 31 日
承销方式	承销团承销		
发行对象	银行间债券市场成员（国家法律、法规禁止购买者除外）		
面值	人民币 100 元		
发行价格	面值发行		
信托设立日	2015 年 11 月 6 日		
起息日	2015 年 11 月 6 日		
本息支付日	每个自然月的第 17 日，若该日不是工作日，则为该日后第一个工作日		
流通交易场所	本期有限 A 档和优先 B 档 ABS 发行结束后将于全国银行间债券市场 流通交易		

资料来源：《交元2015年第一期信用卡分期资产证券化信托发行公告》，《交元2015年第一期信用卡分期资产证券化信托发行办法》

表 2：参与机构列表

发起机构/委托人	交通银行股份有限公司
受托机构/受托人/发行人	交银国际信托有限公司，以及任何允许的继任机构
资金保管机构	汇丰银行（中国）有限公司或允许的继任机构
登记机构	中央结算公司
支付代理机构	中央结算公司
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司 中债资信评估有限责任公司
联席主承销商	海通证券股份有限公司 中国工商银行股份有限公司
簿记管理人/牵头主承销商	海通证券股份有限公司

资料来源：《交元2015年第一期信用卡分期资产证券化信托发行公告》，《交元2015年第一期信用卡分期资产证券化信托发行办法》

3.2 交易流程

一般的资产证券化都采取标准化的交易流程，只是在一些特殊情况下会具体问题具体分析。本次交易基本上采用标准化流程。结构示意图（其中实线表示现金流的划转，虚线表示各方之间的法律关系）如图 1 所示。

产支持证券”在银行间债券市场交易，“高收益档资产支持证券”在认购人之间通过协议进行转让。中央国债登记结算有限责任公司（或主管部门指定的其他登记机构）作为本期“资产支持证券”的“登记托管机构”，负责对本期证券进行登记托管，并向“资产支持证券持有人”转付由“资金保管机构”划入的到期应付信托利益。

在流程（1）中，交通银行以信用卡“分期债权”资产作为信托财产委托给“受托人”交银国际信托，实现资产池的剥离，达到破产隔离目的。从而使得被剥离的资产池信用评级不受发起机构交通银行信用评级的约束。

在流程（2）中，受托人在发行资产支持证券之前，要对资产支持证券进行信用增级。信用增级是证券化交易的基础，当“资产池”资产质量恶化时为投资者提供保护。

3.3 信用增级

本期资产证券化采取三种方式进行信用增级，分别是优先/次级结构、信用触发机制与超额覆盖。

首先，优先/次级安排是证券化项目中最常见的内部信用增级安排。本交易的偿付方式采用了优先级/次级的支付机制，即当“资产池”违约使本期证券遭受损失时，则首先由“高收益档资产支持证券”承担损失，当违约金额大于“高收益档资产支持证券”本金余额时，“优先 B 档资产支持证券”投资者将承受损失，依此类推。由个级别证券规模可得“优先 B 档 ABS”和“高收益档 ABS”为“优先 A 档 ABS”提供 15.08%（10.06%+5.02%）的信用支持；次级证券为“优先 B 档 ABS”提供 5.02%的信用支持。优先/次级支付机制降低了投资者的投资风险，进而降低了发起人交通银行的融资成本；

其次，本期交易设置了两类信用触发机制：同参与机构履约能力相关的“加速清偿事件”，以及同资产支持证券兑付相关的“违约事件”。事件一旦触发将引致基础资产现金流的支付机制重新安排。如果加速清偿事件被触发，则收入分账户的资金将不再用于：（1）高收益档证券期间收益的支付（包括其后续支付），而是将剩余资金全部转入本金分账户用于优先档证券本金的兑付；（2）如果违约事件被触发，优先档资产支持证券违约后，证券的清偿安排发生变化，即信托账户项下资金不再区分“收入回收款”和“本金回收款”，而是将二者并在支付有

关税费、报酬和费用以后用于顺位偿付“优先档资产支持证券”的利息和未偿本金，以及支付“高收益档资产支持证券”的本金，其余额分配给“高收益档资产支持证券持有人”。

最后，超额覆盖相当于对资产池进行折价出售，本期“资产支持证券”基础资产的加权平均手续费率为 8.61%，“资产池”收益率与资产支持证券及税费之间存在较高利差可以为“优先档资产支持证券”投资者提供进一步的信用支持。

外部信用增级是指由第三方，如其他银行或者债券担保公司提供的外部信用担保。本次交易中没有采用外部信用增级方式。

4 未雨绸缪---风险自留与风险缓释

尽管本期证券的优先档获得了高评级，但仍存在一定的风险，发起机构针对风险未雨绸缪，进行了有效的防范应对措施。

4.1 风险自留

根据监管要求，信贷资产证券化发起机构应持有资产证券化产品的一定比例，该比例不得低于证券化产品全部发行规模的 5%；持有最低档次资产支持证券的比例不得低于该档次资产支持证券发行规模的 5%；持有期限不低于各档次“资产支持证券”存续期限。交通银行作为本次发行的“发起机构”，全部持有“高收益档资产支持证券”，“高收益档资产支持证券”的占比为此次发行规模的 5.02%；“高收益档资产支持证券”预期到期日为 2017 年 2 月 17 日，晚于“优先档资产支持证券”的预期到期日，符合上述监管要求。

4.2 风险缓释

本期证券面临的风险包括：追索权仅限于信托财产的风险、资产池信用风险、发起机构抵销风险和贷款服务机构的资金混同风险、提前偿还风险、集中度风险、延迟支付风险、利率风险、项目法律和税务风险、交易结构风险、操作风险、交易对手方违约风险、资产支持证券的流动性风险、发生重大不利变化风险等等。尤其是宏观经济增速放缓，不确定性因素增加，我国正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，经济波动可能导致居民收入降低，从而造成“资产池”未来信用表现与历史数据差异较大。此外，由于利益冲突的存在，

评级机构给出的高评级也蕴涵一定的风险。

针对资产池信用风险，除了上述优先/次级结构、信用触发机制与超额覆盖三种措施外，交通银行还对以下几个方面进行了关注，第一，交通银行在选择入池资产时，制定了严格的合格资产入池标准，首选向优质借款人发放的“分期债权”组建“资产池”，借款人的信用等级较好。若“资产池”内任何一笔资产被发现在信托财产交付日不符合合格资产入池标准，则“发起机构”有义务按赎回价格进行赎回，严格的合格资产入池标准降低了资产池的信用风险；第二，基础资产借款人加权平均年龄为 34 岁，该年龄段借款人多具有较强的还款意愿与还款能力。同时，据交通银行调查显示，入池资产借款人加权平均收入债务比为 6.32 倍，因而具有一定的还款保障；第三，交通银行太平洋信用卡中心拥有较为严格的信用卡贷款发放和审批流程以及完善的信用卡后续管理流程和违约信用卡债权的催收流程，严格的业务流程有效提高了借款人的信用水平，降低了的信用风险；

就抵销/混同风险而言，一方面，本期资产证券规定若借款人行使抵销权，交通银行将相当于抵销款项的资金全额支付给“贷款服务机构”，考虑到交通银行主体信用水平极高，则抵销风险相对较低，另一方面，根据“贷款服务机构”的信用等级来确定回收款转付频率，考虑到“贷款服务机构”主体信用水平极高，混同风险也相对较低。此外，就集中度风险而言，交通充分发挥大行优势，选取分散化程度很高的资产组成资产池，显著降低非系统性风险。本期证券基础资产分散度很高，借款人的区域分布和年龄分布合理；本项目入池的信用卡“分期债权”共 433,573 笔，借款人数量共 270,711 人，平均单户未偿还本金余额 1.86 万元，分散性较好。

5 路在何方，路在脚下？

交通银行第一期信用卡资产支持证券虽然已发行完毕，但是还未看到最后的结果。还有漫长的过程值得期待。在今后的征程中，提出了三个值得进一步关注的方面：

其一，是否“动态资产池”，而非目前实施的“静态资产池”更适合信用卡资产证券化？信用卡业务允许借款人循环使用贷款额度，在这个额度之内，持卡

人可以多次偿还，多次举债，而无需重新签署贷款协议。这一明显特征使得信用卡资产证券化更适合“循环购买”，即构建“动态资产池”，池子中的资产不是固定不变的，就如同一个蓄水池，会随着信用卡借款人的还款出现水位下降，而利用“循环购买”新信用卡应收账款向池内注水，提高水位，维持信托中必要的应收账款水平。这样做可以有效地提高信用卡支持证券的期限，本期证券由于没有利用“循环购买”构建“动态资产池”，信用卡资产支持证券的发行期限将受到了信用卡应收款期限的限制，不能灵活满足银行不同时期不同证券发行期限的融资需求。当然动态池也有明显的缺陷，一方面，动态资产池的结构较为复杂，需要长时间地摸索；另一方面，复杂的结构必然带来评级上的困难，也增加了信息的不对称，对投资者的风险识别能力要求较高。

其二，是否考虑“统合信托”方式？所谓“统合信托”，即依据同一信托合同，在不同时期多次发行证券，无需与受托人多次设立信托和签订信托合同，进而节约费用，提高发行效率。由于信用卡资产证券化在我国刚刚起步，相关法律尚不健全，该种方式应择时设立。

其三，是否考虑使用“分摊型信托结构”发行债券？本期证券的三个档次是同时发行的，而“分摊型信托结构”可以先发行优先 B 档证券和高收益档证券，然后发行优先 A 档证券。只要规定所需的信用保护，更高级别的证券就可以独立发行。

（案例正文字数 7,280 字）

The First Travel Show of Credit Card Securitization of BOCOM

Ning Ding Kai Yan

(Dalian Dongbei University of Finance and Economics 116025)

Abstract: Asset Securitization becomes more popular and attractive since 2015 that called “the year of asset securitization”. More and more commercial banks in China start the business of asset securitization that includes Bank of Communications (BOCOM). BOCOM founded in 1908, is one of important financial service suppliers in China with a variety of businesses and many branches. Our case analyzes the first show of its credit card securitization in 2015 based on the background information of BOCOM as well as its credit card business. Finally, it demonstrates the rationale and

procedures of asset securitization and asks the possible questions in the future.

Key words: BOCOM; Credit Card Business; Asset Securitization

中国金融专业学位案例中心