

<https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2021.01.04>

2019 年中國信貸資產證券化發展狀況及展望 Development and Prospect of China's Credit Asset-backed Securitization in 2019

楊迪川^{1*}
Di-Chuang Yang

摘要

信貸資產證券化是我國商業銀行資產證券化的主要模式。本文首先分析了我國信貸資產證券化的交易基礎資產、結構的特點和信用增級的主要方法，之後回顧了 2019 年我國資產證券化的發展情況，最後展望未來信貸資產證券化的發展前景。

關鍵字：信貸資產證券化、信用增級、交易結構

Abstract

Credit asset-backed securitization is the main mode of asset securitization of commercial banks in China. This paper first analyzes the basic assets, structure characteristics and main methods of credit enhancement of credit asset securitization in China, then reviews the development of asset securitization in China in 2019, and finally looks forward to the future development of credit asset securitization.

Keywords: Credit Asset-backed Securitization, Credit Enhancement, Transaction Structure

1. 引言

自 2005 年銀監會開始信貸資產證券化試點，資產證券化在中國已經發展了 15 年，在剛剛過去的 2019 年，我國的信貸資產證券化取得了一些突破，但是總體而言，我國的信貸資產證券化的發展並不順利，特別是中小銀行在資產證券化業務的發展舉步維艱。隨著我國經濟金融改革和發展—利率市場化的推進、影子銀行的發展、社會直接融資模式的興起，我國中小商業銀行對資產證券化的需求已經越來越急迫，但是如何運用資產證券化這一工具，對我國的很多銀行特別是中小銀行仍然很陌生。對資產證券化這一交易結構的研究不僅可以豐富我國資產證券化的理論，更為重要的是可以為我國中小銀行應對當前複雜多變的金融形勢提供理論支援和實踐參考。

目前我國的金融監管體系仍然是“分業經營，分業監管”的模式，在這樣的情況下，我國的資產證券化也是按照監管機構的不同來進行劃分，目前中國主要有三種資產證券化模式—信貸資產證券化、企業資產證券化和資產支援票據（ABN）。信貸資產證券化的主要發起機構是銀監會監管的各類金融機構，包括政策性銀行、五大國有銀行、全國性股份制銀行和城商行農商行，也包括汽車金融公司、金融消費公司等，基礎資產為這些金融機構對個人和企業的各類貸款。企業資產證券化是由證監會主管的，企業作為發起人，券商或者基金公司子公司作為發行人和資產管理人的資產證券

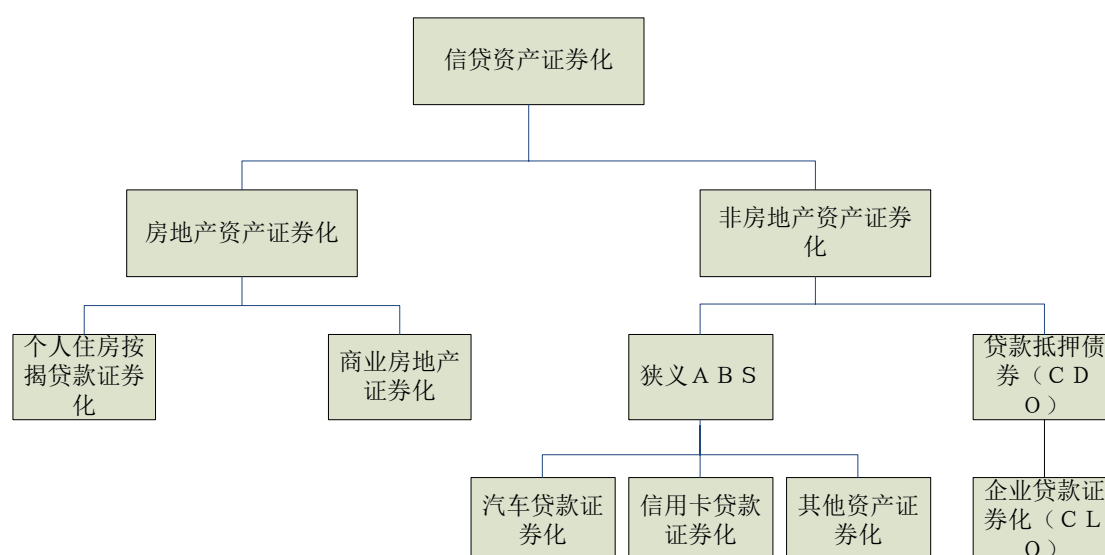
¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 511482777@qq.com*通訊作者

化專案，它包含的基礎資產多種多樣。最主要的基礎資產為企業的應收賬款、市政收費權和租賃債券等。資產支援票據是由銀行間交易商協會監管的資產證券化項目，其基礎資產與企業資產證券化類似，但不設立 SPV，因此並非典型的資產證券化。本文主要研究信貸資產證券化的交易結構。

信貸資產證券化是狹義的資產證券化，通常是指銀行將缺乏流動性但能產生未來穩定現金流的資產經過一定的結構安排，形成資產池，對資產池中的風險與收益等要素進行分割和重組，最後變成在資本市場可以出售和流通的證券的過程。

2. 信貸資產證券化的基礎資產

信貸資產證券化的基礎資產可分為房地產資產證券化和非房地產資產證券化，其中房地產資產證券化又可分為住房按揭貸款資產證券化和商業房地產資產證券化，非房地產資產證券化又可分為狹義的 ABS 和資產抵押債券（CDO）。狹義的 ABS 包括信用卡應收賬款資產證券化、汽車貸款資產證券化等，CDO 在我國主要指銀行對工商企業貸款資產證券化（CLO）。

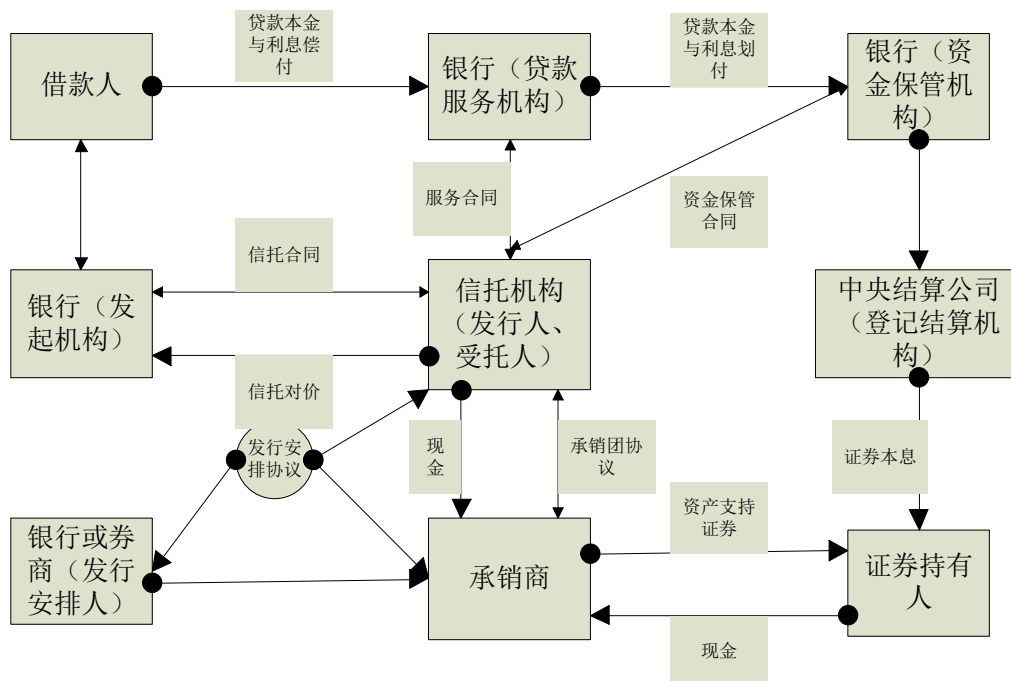


資料來源：本文自行整理

圖 1. 信貸資產證券化結構圖

3. 信貸資產證券化交易模式

信貸資產證券化的交易模式屬於典型的資產證券化交易模式，首先由銀行等發起機構選擇基礎資產，之後由發起機構選擇的信託公司設立信託計畫，銀行將資產轉移給信託計畫，之後信託公司將資產進行資產重組和信用增級，評級公司對證券進行評級後發行證券，再由承銷商將各類不同的證券分銷給投資者。下圖是信貸資產證券化的一個典型的流程。



資料來源：本文自行整理

圖 2. 信貸資產證券化流程圖

4. 信貸資產證券化的信用增級

傳統的信用債主要是依靠債券發行人本身的信用承擔對債券還本付息。而資產證券化通過真實出售後形成基礎資產池，其現金流僅僅和基礎資產池內的債權債務相關，在沒有相應的信用增級時，違約風險相比傳統的信用債更加突出，因此信用增級是資產證券化能否成功的關鍵步驟，也是資產證券化發行過程中的核心技術。

信用增級又分為內部信用增級和外部信用增級，內部信用增級是從資產支援證券基礎資產池的結構設計、產品的增信機制設計角度展開，包括優先次級分層、超額利差、超額抵押、保證金及現金儲備帳戶等；外部信用增級則是以外部企業或金融機構的信用擔保為主，主要包括機構擔保、差額支付承諾、回購承諾和流動性支持等。

目前我國的普通信貸資產證券化主要使用的是內部信用增級措施，外部信用增級只有在不良資產證券化和企業資產證券化中才需要，因此在這兒本文先介紹幾種信貸資產證券化常用的內部信用增級措施，外部信用增級會在企業資產證券化中介紹。

4.1 優先次級分層

優先次級分層結構設計是資產證券化產品最基本、也最常見的信用增級措施。它是通過將資產支持證券分為優先檔和次級檔或者更多級別，在還本付息、損失分配安排上，優先順序證券享有優先權，通過次級證券為優先順序證券進行增信。具體來看，資產池的現金流支付順序是先支付稅金和費用支出，再支付高級別資產支持證券的利息、儲備金及其他費用支出，然後支付高級別資產支持證券的本金、最後支付次級證券的本金和利息。如果優先檔進一步分層，在資產池發生違約事件前，會按照支付各期優先檔利息、各期優先檔本金的順序進行清償。現金流的支付順序如圖 3 所示：



資料來源：本文自行整理

圖 3. 資產證券化產品現金流分配情況（違約事件發生前）

如果發生了違約，則優先檔本息支付順序改變，會先支付優先 A 檔的本息，再支付優先 B 檔的本息，最後支付次級檔的本息。因此劣後級別的資產的比例、各級別現金流的償付順序、以及觸發機制設置中各種情況下現金流償付順序的變化，是判斷優先劣後增信效果的主要內容。

4.2 超額利差

超額利差是指基礎資產池的利息流入大於資產支持證券支付給投資者的利息和各項稅負的總和，一般在債權類資產中使用較多。採用超額利差增信的資產證券化產品會建立相應的利差帳戶，在產生超額利差時會將相應的現金流入該帳戶，如果資產池發生違約事件，可通過該帳戶中的資金對投資者提供一定的保護。超額利差增信的效果主要取決於資產池的利率水準。

4.3 超額現金流覆蓋

超額現金流覆蓋趨勢也是超額利差的一種，但一般多出現在權益類資產產品中，如基礎設施收費權等。在設計產品時，使基礎資產產生的未來現金流大於需要支付給投資者的本息，從而增加本息償付的安全係數。如在“啟東供水收益權資產支持專項計畫”中就採用了這種增信。

4.4 超額抵押

超額抵押是指發行資產支持證券時，基礎資產池的規模本金大於發行證券的本

金，多出來的這部分就是超額抵押為所出售的資產支持證券的信用增級。部分證券化產品會約定在證券償還期間，抵押資產價值下降到預先設定的某一規模時，發行人必須增加抵押資產從而恢復超額抵押狀態。例如在賓士公司發行的“速利銀豐 2016 年第一期汽車貸款支持證券”就約定每個支付日的目標超額抵押金額為初始起算日的變動後資產餘額的 10.77%。



資料來源：本文自行整理

圖 4. 資產證券化產品現金流分配情況（違約事件發生後）

4.5 信用觸發機制

信用觸發機制是指資產證券化產品設計中加入相應條款，如果原始權益人信用資質下降或者機構履約能力下降，則會導致相應的加速清償機制或者現金流重新安排。信用觸發機制可以根據條約的不同進一步分為“加速清償機制”、“違約事件”、“止贖事件觸發機制”等，主要在發生信用違約事件時保護優先順序證券持有人的利益。

5. 2019 年我國信貸資產證券化發展情況

自 2012 年銀監會重啟信貸資產證券化以來，近幾年我國信貸資產證券化市場有了快速的發展。2019 年我國共發行了 180 筆信貸資產證券化，發行金額為 9,433 億元。

5.1 基礎資產

按照基礎資產分類，2019 年發行住房按揭貸款資產證券化（RMBS）66 筆，金額 4,991 億元，全部由商業銀行發起；汽車貸款資產證券化 41 筆，金額 1,966 億元，其中 39 筆是由汽車金融公司，只有 2 筆是由招商銀行和平安銀行作為發起人；企業貸款資產證券化 17 筆，金額 797 億元；不良貸款 29 筆，金額 143 億元；個人消費貸款資產證券化 21 筆，金額 1,401 億元；小微企業貸款資產證券化 4 筆，金額 94 億元。總體來看，相比 2018 年之前，我國信貸 ABS 的基礎資產已經越來越多元化。

5.2 發行證券

我國的商業銀行進行了 139 筆信貸 ABS。考慮到不良資產證券化比較特殊，普通的銀行發行的信貸資產證券化有 64 筆。從這 110 筆所發行證券的優先次級分層來看，110 筆次級證券平均占比為 13.66%。其中五大國有銀行發行的信貸 ABS 次級證券比例為 8.08%，全國性股份制銀行發行的信貸 ABS 次級證券比例為 14.2%，城商行和農商行發行的信貸 ABS 次級證券比例為 19.96%。從上面的統計資料可以看出，城商行和農商行發行的信貸 ABS 的次級證券比例最高，其次是全國性股份制銀行，五大國有銀行發行的信貸 ABS 的次級證券比例最低，這主要是因為：

第一，城商行和農商行都是區域性的中小銀行，因此這些銀行貸款的投向受到地域的限制，同一地域貸款越多，集中度就越高，分層時次級證券的比例也就越高。

第二，同一地區的企業，特別是中小企業往往形成互保，如果入池資產中有同一擔保圈中的企業，那麼違約的相關性也會升高。

第三，同一地區的地方政府有多個平臺類企業入池，由於這些企業的還款能力都是依賴於政府的財政，也會增加企業的違約相關性。

第四，五大國有銀行的信貸資產證券化 9 筆普通資產證券化中，有 8 筆是住房按揭貸款資產證券化，而其他股份制銀行的資產證券化種類較多。住房按揭貸款證券化都有房屋進行抵押，而且資產池屬於零售型資產池，在各類信貸資產證券化中，住房按揭貸款證券化也是相對比較安全的資產證券化品種，因此次級證券比例比全國性股份制銀行低。

5.3 發行利率

目前我國 ABS 產品主要採用招標發行的方式。首先由承銷商根據優先順序評級、現金流分佈以及市場利率水準提出各個層級的利率區間，然後向投資者招標確定產品利率來定價。從已發行的產品來看，優先順序和中間級證券大多以同等級同期限的國債或者中票為基準並上浮一定基點的利差來定價，而次級證券一般沒有定價。

6. 2020 年信貸資產證券化的發展趨勢及展望

從基礎資產來看，2019 年我國信貸資產證券化的基礎資產更加多元化。在資產證券化剛重啟的 2014~2015 年我國信貸資產證券化主要是以銀行對工商企業貸款為主，占比超過 80%，到了 2019 年上半年銀行對企業貸款證券化的占比只有 40% 左右。而與之相反的是汽車貸款資產證券化、房地產貸款資產證券化、消費貸款證券化卻大幅增長，這三類資產證券化的基礎資產池都是零售型的資產池。從國外的經驗來看，適合進行資產證券化也主要是房地產貸款、汽車貸款等零售型的貸款，這主要是因為，零售型資產池包含大量貸款，因此每筆貸款所占比重很低，通過歷史資料很容易可以預估出違約比例。除此之外，自 2016 年不良資產證券化重啟，我國的不良資

產證券化也獲得很大的進展，我國 2020 年信貸資產證券化市場基礎資產會進一步多元化。

信貸資產證券化的發起機構的多元化。在 2014~2015 年信貸資產證券化的發起機構主要是商業銀行，而 2019 年商業銀行只發行了 139 單資產證券化，而其他機構如汽車金融公司、消費金融公司、公積金中心等一共發行了 41 單，發行比例大幅增加。預計 2020 年資產證券化的發行主體也會更加多元化。

不良資產證券化的發展將會進一步提速。2016 年我國重啟不良資產證券化，初步的試點銀行有 5 大國有銀行和招商銀行，批准的發行額度為 500 億元。近幾年來我國的不良資產大幅上升，不良資產證券化為商業銀行處理不良資產提供了一個新的管道，雖然相比將不良資產出售給 AMC，不良資產證券化目前沒有太多優勢，但是隨著 2017 和 2019 年的兩次擴容大量全國性股份制銀行和城商行獲得發行資格，2020 年不良資產證券化的發行還是會有較大的增長。

參考文獻

1. 林華（2014）。金融新格局：資產證券化的突破與創新。北京：中信出版社。
2. 彭慧（2004）。不良資產證券化的交易結構分析。金融研究，4，23-36。
3. 扈企平（2013）。資產證券化：理論與實務。北京：中國人民大學出版社。
4. 王亮亮（2018）。我國不良資產證券化的對外比較、縱向比較及模式探索。金融理論與實踐，7，19-23。

收稿日期：2020-09-21

責任編輯、校對：江雅軒、劉舒霖