

<https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2021.10.08>

美國資產證券化的發展、演進及我國資產證券化前景研究 Research on the Development and Evolution of Asset Securitization in the United States and the Prospect of Asset Securitization in China

楊迪川^{1*}
Di-Chuan Yang

摘要

資產證券化1970年興起於美國，是20世紀最偉大的金融創新之一。本文首先回顧資產證券化在美國的興起、演進過程以及資產證券化對商業銀行的影響，之後再根據資產證券化的經驗，展望我國資產證券化的未來。

關鍵詞：資產證券化、商業銀行、現金流

Abstract

Asset securitization, which rose in the United States in 1970, is one of the greatest financial innovations in the 20th century. This paper first reviews the rise and evolution of asset securitization in the United States and the impact of asset securitization on commercial banks, and then looks forward to the future of asset securitization in China according to the experience of asset securitization.

Keywords: Asset Securitization, Commercial Banks, Cash Flow

1. 前言

資產證券化1970年興起於美國，是20世紀最偉大的金融創新之一。從傳統上來說，資產證券化中的抵押資產往往是流動性較差的資產，所以需要金融轉化為具有流通性的證券，所以下面這個相對狹窄的定義常常被使用：“資產證券化是指以缺乏流動性，但具有穩定的未來現金流的資產，出售給專門從事資產證券化的特設機構（SPV），通過結構重組和信用增級，將資產的預期現金流，轉換成流動性和信用等級較高的金融產品的過程（林華等，2014）。”

隨著現代金融產品的不斷創新和結構金融技術的不斷提高，資產證券化早已超越了只是解決流動性問題或是基於穩定現金流的階段。廣義的資產證券化包括所有通過金融創新和結構金融技術，將各種資產按資產持有人的目的和需求進行轉換，使資產有更好流動性、或者安全性、或者盈利性的資產管理過程。

從2005年中國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十年，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。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，我國商業銀行對資產證券化的需求已經越來越急

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

* 基金項目：廈門大學嘉庚學院校級科研孵化項目（YY2019W02）

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。與此同時，中國在資產證券化的過程中也有很多問題，例如：監管效率與監管套利、部分形式的資產證券化的破產隔離問題等（鄧海清等，2013）。對資產證券化這一課題的研究，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，提供理論支持和實踐參考。

1.1 發展資產證券化能夠提高商業銀行盈利能力

資產證券化可以從幾個方面提高商業銀行的盈利能力。首先，在資產證券化的過程中，銀行可以獲得證券化資產的收益與支付給不同債權人的收益之間的差額，直接為銀行創造利潤；其次，通過成為資產證券化的貸款服務機構或者證券承銷機構，可以增加商業銀行的中間業務收入；第三，資產證券化可以節約銀行資本，提高銀行的資本充足率和杠杆率，使銀行有更多空間發展新的高附加值的業務，從而間接提高盈利能力（鄒曉梅等，2015）。

1.2 發展資產證券化能夠提高商業銀行資本回報率

在我國銀行的傳統的經營模式中，過去10年銀行主要依靠消耗資本、擴大資產規模的方式來增加利潤；但是這種發展模式給銀行的資本補充、風險管理等都帶來了巨大的壓力，也使銀行變得越來越臃腫。依據杜邦公式：商業銀行的資本回報率=存貸息差×資產周轉率×杠杆率。在目前利率市場和金融脫媒不斷深入的條件下，存貸息差必然會越來越小；而銀行的杠杆率又受到監管的限制，不可能繼續放大。未來銀行的盈利模式只能是充分運用資產證券化的手段，通過提高資產周轉率、提高資金“流速”和效率來實現資本回報率的增長，因此資產證券化在未來銀行的發展中將越來越重要。

1.3 發展資產證券化能夠提高商業銀行抵禦風險的能力

間接融資是我國社會主要的融資方式，而在這當中商業銀行扮演了不可或缺的融資主體的角色，這就導致了銀行獨自承擔著由貸款所帶來的所有風險，如信用風險、利率風險、早償風險等，使得銀行成為一個高風險的集中區。在當前經濟處於下行週期時，過多的不良資產既降低了銀行的安全性，也成為銀行發展的一大包袱。在資產證券化的過程中，銀行可以根據自己的需要，自主決定是否進行資產證券化，把貸款的風險轉移到資產支持證券的投資者上，讓願意承受風險的機構承受風險（當然也得到與風險相匹配的回報）。因此，資產證券化是商業銀行化解風險，增強自身風險抵禦能力的重要方法。

1.4 發展資產證券化能夠節約銀行資本，提高資本充足率

在巴塞爾新資本協議中，提高資本充足率的方法，主要是減少銀行資產負債表的風險加權資產或增加銀行的資本總量。增加銀行的資本的途徑是股權融資或者發行次級資本債等債務融資方法；但是這些方法有以下幾個弊端：首先股權融資涉及到股權結構的改變，有可能造成原始股東股權的稀釋，並且整個操作過程比較複雜，需要的時間也很長；其次不管是股權融資還是債務融資的成本很高，對銀行的盈利會有比較大的影響。信貸資產證券化的優勢在於，通過幫助銀行實現資產出表，可以常態化、低成本的降低銀行的加權風險資產，達到提高資本充足率的目的。目前中國的資產證券化還處於試點階段，但根據國外銀行的經驗，未來資產證券化很可能成為中國商業銀行的常態化業務。

2. 資產證券化的歷史、演進和現狀

資產證券化1970年興起於美國，它的發展主要可以分為三個階段。

第一階段：1970年，當時美國的住房抵押貸款機構將新發放的住房抵押貸款進行打包，並通過發行住房抵押轉手證券（pass-through）來為住房抵押貸款籌措資金。這些貸款的主要信用要麼由聯邦住房管理局（FHA），要麼由退伍軍人事務管理局（VA）提供擔保。這些受美國政府信用擔保的住房抵押貸款所產生的現金流，成為償還轉手證券利息和本金的唯一資金來源；由於抵押貸款資金池的每月還款由借款人經證券發行人“轉手”至該證券的投資者，所以該證券稱為轉手證券。

20世紀70年代初期還有另外一種住房抵押轉手證券在市場上發行。這是一種名為FHLMC PC的連帶損益權證，它主要由聯邦政府資助企業（GSE）—聯邦住房貸款抵押公司（FHLMC，Freddie Mac）發行和擔保。20世紀80年代初期，很多美國的住房貸款機構，如儲貸協會、信用社、儲蓄銀行出現了財務困境，這些儲蓄機構所遇到的最主要財務問題是資產負債結構極為不匹配。通常他們持有長期的住房抵押貸款資產（期限大多數為30年），但是負債為短期活期存款（其期限短則幾個月，大多不超過5年）。為了解決這個問題，兩家GSE—聯邦住房貸款抵押公司和聯邦國民抵押協會（FNMA，Fannie Mae）吸收這些貸款機構的住房抵押貸款，並進行證券化。通過這種方式，各類儲蓄機構持有了更具流動性的住房抵押貸款支持證券（RMBS），存款機構可以更快、更容易的出售RMBS，並由此消滅其債務，這也是最早的資產證券化模式。到2006年機構RMBS已經發展到10,000億美元左右的規模。

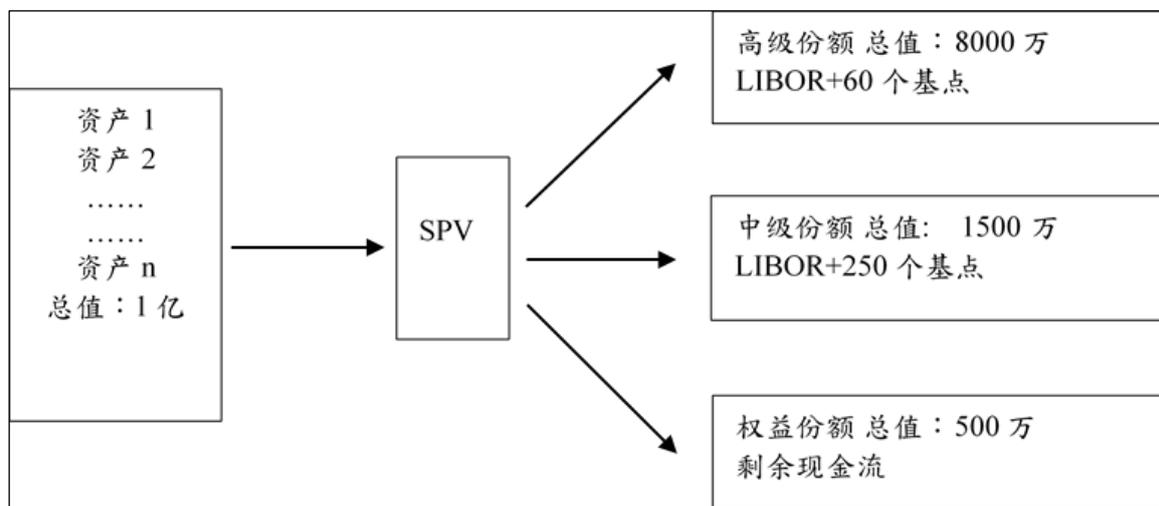
RMBS在20世紀80年代迅速發展，但是由於發現提前償還使得轉手證券的實際期限和平均壽命變得很不確定，是轉手證券的主要風險。為了解決這個問題，抵押貸款擔保證券（collateralized mortgage obligation，CMO）應運而生。CMO的發行人能夠把現金流分為不同的期限檔次，並以現金流作為支持，發行不同期限的證券。採取這種方式，發行人能夠將提前還款的現金流，在這些檔次中重新分配。提前償還的基礎抵押貸款將先用於償還期限檔次較短的證券；如果這一檔次的證券償還完畢，則進一步償還較長期限檔次的證券。

在1977年非機構擔保住房抵押貸款支持證券也首次發行，但是主要都是多檔住房抵押貸款支持證券。截止2006年底，該證券餘額達到1.75萬億的規模。

第二階段：20世紀80年代中期，信用卡、汽車消費貸款、助學貸款以及製造業貸款也參照RMBS的模式，將新增貸款進行打包用於發行資產支持證券。在金融危機之前，一些其他新的資產，如財產稅留置權和設備租賃合約等也被用於證券化。資產支持證券（ABS）的發行額在1985年僅超過10億美元，但到2006年發行額已超過7,000億美元。大約在此相同時期內，商業不動產抵押貸款也被打包起來，用於發行商業房地產抵押貸款支持證券（CMBS）。到2006年CMBS的發行額也超過2,100億美元。

第三階段：隨著市場的發展，市場上出現了更具創新的產品—債務抵押債券（collateralized debt obligation，CDO）。從抵押資產的角度分類，CDO可分為兩種不同類型產品—貸款抵押債券（collateralized loan obligation，CLO）和債券抵押債券（collateralized bond obligation，CBO）。CLO的原始資產通常是銀行等金融機構對企業或者個人的貸款；CBO的原始資產是各種債券，包括但不限於企業債、國債、RMBS和CMBS等。CDO和其他資產支持證券的不同處，就是CDO的發行者可以對資產池進行實質性的主動管理。CDO通常會根據信用違約的概率進行分級。例如某銀行有100億的資產進行資產證券化，它可以根據歷史違約情況，把資產支持證券分為三個檔次—高級份額、中級份額和權益份額。基礎資產池的現金流首先償還高級份額的本金和

利息，然後再償還中級份額的本金和利息，最後剩下的現金流歸權益份額。這樣的瀑布式現金流保證了如果資產池出現違約，首先損失的是權益份額證券；只有權益級完全損失了，再由中級份額證券吸收損失，以此類推。



資料來源：公開資料整理

圖 1. 資產證券化簡圖

高級份額證券通常會被評級機構評為AAA級，中級份額證券通常被評為BBB級或A級，而權益份額通常不評級，所以權益份額通常由發行機構自己持有。

CDO是目前資產證券化的主流形式。市場上CDO的類型主要有三種-現金流CDO、合成CDO和混合CDO。現金流CDO和合成CDO的主要區別在於現金流CDO中資產證券化的發起者把基礎資產出售給SPV，SPV再發行證券；而合成CDO是發起者選取一個公司組合和期限，然後SPV出售組合中每一家公司的信用違約互換（credit default swap, CDS）給發起人，再用未來收到的CDS溢價（spread）支付發行證券的本金和利息。合成CDO的優勢在於現金CDO在剛開始時需要份額持有者的投資，而合成CDO並不需要在開始時做任何投資，他們只需要同意如何計算現金的流入和流出，不會面臨法律上的所有權的風險，只是面臨經濟風險；而且合成CDO的現金的流入和流出比現金流CDO更直截了當，因此這種結構在市場上很受歡迎。混合CDO可以看成是現金流CDO與合成CDO的混合產品。1996年CDO的發行額才200億美元左右，2006年這個規模達到3,300億美元。

CDO還可以按照發行人的目的來分類。如果發行人的目的是從構造中獲取質押資產的收益與支付給不同分支債權人的收益之間的差額，那麼這種交易叫做套利交易；如果發行人的目的是將債權從財務報表中轉移出去，則稱為財務報表交易。

總的來說，在過去的20年中已經形成了四個主要的資產證券化市場：RMBS、CMBS、ABS和CDO。截止2006年底，RMBS、CMBS、ABS以及CDO的總餘額分別達到了5.60萬億、0.65萬億、2.00萬億和0.7萬億美元，加總起來資產證券化的總規模在2006年底達到了8.95萬億。據相關資料顯示，資產證券化是美國最大規模的固定收益市場，遠大於其他各類固定收益債券的規模。

3. 中國資產證券化的發展前景分析

回顧美國資產證券化市場的發展，有兩個基本的條件促成了資產證券化在美國的快速興起。首先資產證券化與美國利率市場化密切相關；其次，美國的資產證券化與美元的國際化密切相關。

3.1 資產證券化與利率市場化密切相關

從海外的經驗來看，美國資產證券化市場的發展，伴隨著利率市場化下存款機構鬆綁和美元的全球化。

20世紀70年代，美國開始利率市場化改革，造成了儲貸協會等金融機構資產負債嚴重的期限錯配。這可以從資產和負債兩個方面來看：在資產端，美國的儲貸協會主要集中在個人資金滿足家庭住房貸款等支出需要，因此它的資產主要是長期的住房抵押貸款；而在負債端，由於從1970年代開始美國貨幣市場基金發展迅猛，1977年美國貨幣市場基金規模僅為39億美元，1982年突破2,000億美元。大量資金從存貸協會轉而投入貨幣市場以尋求更高的回報，這導致美國儲貸機構的負債越來越短期化；這種資產期限越來越長而負債期限越來越短的情況，導致美國金融機構資產負債的期限錯配問題非常突出。為了解決這種矛盾，資產證券化才應運而生。

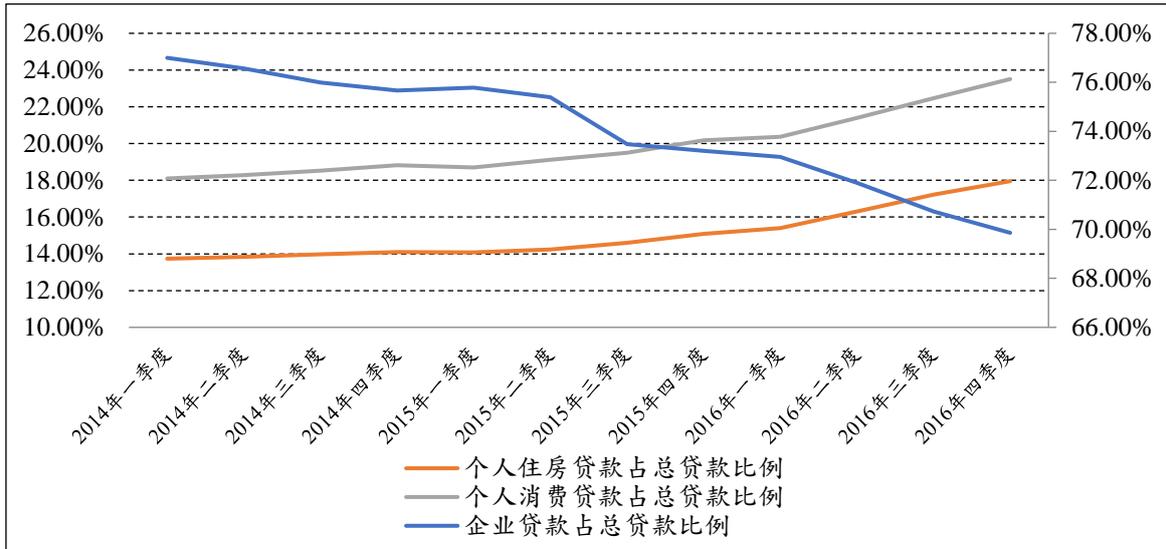
3.2 資產證券化與美元的國際化密切相關

除了貨幣市場基金，資產證券化之所以在美國大放異彩，與美元的國際化密不可分。20世紀80年代開始，美國的經常賬戶出現持續逆差，大量美元通過貿易結算流向世界；但是由於美元的國際貨幣職能，流出的美元又通過投資美國金融市場回流，海外資金的青睞一直是美國資產證券化的極大動力。

從美國資產證券化的發展環境來看，當前我國資產證券化的發展環境與美國70年代非常類似，但也有不同。

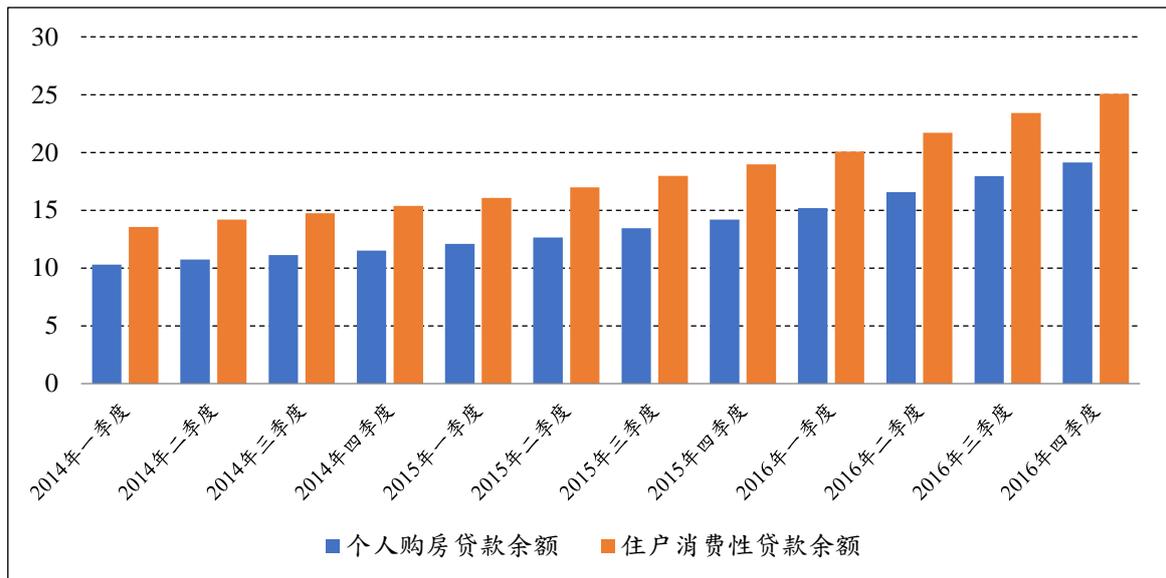
首先當前我國也在進行利率市場化改革。在改革的過程中，我國的貨幣市場和債券市場也快速發展；同時我國不同於美國的是互聯網金融的快速發展，以餘額寶為代表的貨幣市場基金和以陸金所為代表的P2P等互聯網金融，可以給予的資金遠高於銀行的存款收益，造成我國存款金融脫媒的速度異常突出。而在資產端，近些年央行發佈的金融機構貸款投向統計報告顯示，雖然目前我國的金融機構的貸款主要是以對工商企業貸款的短期貸款為主，占比超過金融機構總體貸款的70%，但是從圖2可以看出，企業貸款的占比總體呈下降的趨勢，這主要是因為我國大量優質企業轉向債券市場和資本市場融資；而我國金融機構的住房抵押貸款、個人消費貸款等長期貸款雖然目前占比較小，但從圖2和圖3顯示貸款規模和占比都在持續增加，這說明我國金融機構的資產呈現長期化的趨勢。因此在可以預見的未來，我國銀行業資產負債期限錯配的風險會大幅增加，這點與美國金融機構70年代情況非常類似。

其次我國目前也在積極推動人民幣的國際化。隨著“一帶一路”戰略的實施，以及我國政府鼓勵企業走出去開拓國際市場，進行國際並購，人民幣成為國際貨幣已經是可以預見的趨勢。隨著大量人民幣流向國外，流出的人民幣也需要通過投資我國金融市場回流我國，這也為我國資產證券化的發展提供了大量資金，這一點與美元的國際化比較相似。當前我國不論是貨幣市場、債券市場、還是資本市場的發展都還不完善，尚有許多問題需要解決，這可能會阻礙國際市場的人民幣的回流。不過相信隨著我國貨幣市場，債券市場的完善，這些問題在未來都會解決。



資料來源：央行金融機構貸款投向統計報告

圖2. 我國金融機構貸款投向比例表



資料來源：央行金融機構貸款投向統計報告

圖3. 個人住房貸款和消費性貸款餘額表（萬億）

基於以上分析，資產證券化從短期（近兩三年）來看，由於當前銀行資產的期限錯配問題還沒有那麼突出，銀行進行資產證券化的動力不足，並且資產證券化市場還有一些問題需要時間來解決，因此信貸資產證券化的大規模發展還需要一定的時間。從長期看，隨著我國資產證券化問題的解決，以及利率市場化和金融脫媒的深入，造成金融機構資產負債期限錯配問題越來越突出，金融機構會越來越有動力進行資產證券化；並且人民幣國際化進程的加快，導致離岸人民幣的投資需求大增等需求因素的影響，國際市場對人民幣金融產品的需求越來越旺盛，預計我國資產證券化市場將有很大的發展潛力，但是資產證券化之路還是任重道遠。

參考文獻

1. 林華、郁冰峰、鄧海清、郝延山（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. 鄧海清、胡玉峰、蔣鈺煒（2013）。資產證券化：變革中國金融模式。北京：社會科學文獻出版社。
3. 鄒曉梅、張明、高蓓（2015）。資產證券化與商業銀行盈利水平：相關性、影響路徑與危機衝擊。世界經濟，38(11)，144-167。

收稿日期：2021-09-02
責任編輯、校對：林嘉盈、徐佳佳