

<https://doi.org/10.52288/mice.27069273.2021.09.17>

中國資產證券化三種模式交易結構對比研究 A Comparative Study on the Three Modes of Transaction Structure of Asset Securitization in China

楊迪川^{1*}
Di-Chuan Yang

摘要

中國的資產證券化目前有三種模式—信貸資產證券化、企業資產證券化和資產支持票據，這三種資產證券化的交易模式各有不同，本文主要分析三種資產證券化模式的不同點，包括基礎資產、交易結構、信用增級、現金流分配順序和信息披露機制的對比。

關鍵詞：信貸資產證券化、企業資產證券化、資產支持票據

Abstract

At present, there are three modes of asset securitization in China: credit asset securitization, enterprise asset securitization and asset-backed notes. These three modes of asset securitization are different. This paper mainly analyzes the differences of these three modes, including the comparison of basic assets, transaction structure, credit enhancement, cash flow distribution order, and information disclosure mechanism.

Keywords: Credit Asset Securitization, Enterprise Asset Securitization, Asset-backed Notes

1. 前言

資產證券化是指金融機構將一些流動性不好的，但有穩定現金流的資產，打包出售給特殊目的載體（SPV），再由SPV進行信用增級和信用評級最後向投資者發行證券的過程（林華，2014）。在我國資產證券化可以分成三種模式—信貸資產證券化、企業資產證券化和資產支持票據（ABN），三種模式各有特點，信貸資產證券化實現了真正的破產隔離，但其他兩種模式嚴格來說並沒有實現破產隔離（鄂晨宇，2020）。本文將從資產證券化的五個角度全方位的分析三種模式的不同，即基礎資產、交易結構、信用增級、現金流分配順序和信息披露機制。

2. 基礎資產

從目前已發行的產品來看，信貸資產證券化的基礎資產主要包括房地產抵押貸款和非房地產貸款，非房地產資產有汽車抵押貸款、工商企業貸款、個人消費貸款、

¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 yangdc@xujc.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：經濟新常態下資產證券化對中國商業銀行的經營管理影響研究（YY2019W02）

中小企業貸款、鐵路專項貸款等。毫無疑問，不同資產的現金流有很大的不同，例如截止 2016 年 12 月 31 日，在已經發行的 33 筆 RMBS，平均存續期限 19.3 年，而 4 支個人消費貸款證券化的平均存續期為 3.67 年。

不同於信貸資產證券化，券商專項資管計劃的基礎資產可分為債權和收益權。債權包括市政工程 BT 項目政府回購款、金融租賃款，現金流預測比較容易；而收益權完全依賴未來的收益現金流，現金流的不確定性和可預測性較差。收益權包括公共基礎設施收費、水電氣資產收費、路橋收費等。

資產支持票據的基礎資產和券商專項資管計劃的基礎資產類似，相對於信貸資產證券化來說，期限大幅縮短。

3. 交易結構

交易結構主要是資產證券化是否實現了真實出售和破產隔離，資產證券化要實現真實出售，必須切實保障 SPV 的法律地位、基礎資產轉讓、會計處理等方面，否則無法實現破產隔離。本文對以上三種資產證券化模式的交易結構進行對比如表 1 所示。

(1) 信貸資產證券化以特殊目的信託發行資產支持證券，實現了真實出售和破產隔離。

(2) 企業資產證券化以專項資管計劃為 SPV，由於專項資管計劃沒有信託式的法律地位，實務中許多企業資產證券化採用購買特定金額的方式來實現基礎資產的轉移，這種操作的實質是：以特定期間內企業特定項目所產生的現金流作為抵押，擔保專項資產管理計劃優先獲得既定收益權。但是這種操作的結果並不是法律意義上的對基礎資產的正式出售，因此實際上無法實現破產隔離；一旦原始權益人出現破產情況，專項資產管理計劃可能無法對抗善意第三方，因此專項計劃都有商業銀行或者有關企業的擔保。

表 1. 國內三種資產證券化交易機構對比

資產證券化模式	基礎資產	交易結構	真實出售	破產隔離
信貸資產證券化	信貸資產	特殊目的信託	根據《合同法》的規定，商業銀行作為原始債權人轉讓貸款債權，不必辦理專門的批准登記手續。目前的做法是轉讓貸款債券的商業銀行在全國性媒體發佈公告，將通過設定的特殊目的信託轉讓貸款債權及其附屬權利的事項，告知相關權利人，即可構成真實出售	信託資產獨立於發起機構、受託人、貸款服務機構、證券登記託管機構、資金保管機構及其他為證券交易提供服務的機構的固有資產。上述機構因為依法解散、被依法撤銷或者被依法宣告破產等原因進行清算的，信託財產不屬於其清算財產；同樣，當資產池出現損失時，投資機構的追索權也限於資產本身，而不能追訴到發起機構

資料來源：公開資料整理

表 1. 國內三種資產證券化交易機構對比（續）

資產證券化模式	基礎資產	交易結構	真實出售	破產隔離
企業資產證券化	債權	券商專項資管計劃	不同于信託，專項資管計劃不具備法律主體地位，因此無法對主體資產進行所有權變更登記。從目前的情況來看，大多是券商代替專項計劃與原始權益人、權益人簽訂資產買賣合同，資產登記或交付于券商名下	專項資管計劃法律性質不明，雖然能夠實現基礎資產和證券公司的風險隔離，但卻無法實現與原始權益人的破產風險與投資人的追索權的風險隔離。從已發行的產品來看，除了遠東二期外一般都有商業銀行或者關聯企業擔保
	收益權		在中國現行法律體系下，原則上只有“形成之債”才能實現真實出售，對於依賴于未來形成之債權的收益權轉讓沒有約定。因此收益權的真實出售並不具備法律基礎。	同樣沒有風險隔離，除了僑城外都有第三方擔保
ABN	債權	資金監管賬戶 + 債券質押	ABN 發行指引並未要求資產出表，而且所有已發行產品沒有設立 SPV，因此無法實現正式出售	抵押型 ABN 並未實現風險隔離，但是信託型 ABN 實現了風險隔離
	收益權	資金監管賬戶 + 資金賬戶質押		

資料來源：公開資料整理

（3）抵押型資產支持票據並未要求設立 SPV，僅通過資金監管賬戶實現現金流的隔離，因此不能實現真實出售和破產隔離；而信託型 ABN 的交易結構與信貸資產證券化非常類似，也是採用信託作為 SPV，因此也實現了真實出售和破產隔離。

4. 信用增級

信用增級是資產證券化能夠順利發行的重要步驟。從已經發行的產品來看，大部分資產支持證券都採用了內部信用增級方法：優先次級的分檔設計、儲備賬戶和觸發機制的安排、超額利息收入。少數產品採用了外部信用增級，如發起銀行提供流動性支持等（田豔傑，2020）。券商專項資管計劃，由於存在破產隔離風險，除了內部信用增級之外，更普遍採用了外部信用增級措施，如第三方擔保、流動性貸款、差額支付安排等措施。資產支持票據和專項計劃一樣，主要是外部信用增級，如第三方信用支持、外部現金儲備和資產抵質押。表 2 是國內三種資產證券化信用增級方式的對比。

表 2. 國內三種資產證券化信用增級方式對比

資產證券化模式	信用增級
信貸資產證券化	內部信用增級方法包括：(1) 優先次級的分檔設計，而且要求發起機構持有至少 5% 的次級證券；(2) 超額利息收入；(3) 設置儲備賬戶；(4) 觸發機制安排等； 外部信用增級方法包括：銀行提供流動性支持等。外部信用增級方法包括：(1) 銀行或者關聯企業提供信用擔保；(2) 差額支付安排；(3) 流動性貸款等
企業資產證券化	內部信用增級方法包括：(1) 優先次級的分檔設計，而且一般來說發起人全額持有次級證券、不可轉讓；(2) 現金覆蓋倍數；
ABN	內部信用增級方法包括：(1) 優先次級的分檔設計；(2) 基礎資產超額抵押；(3) 觸發機制安排等； 外部信用增級包括：(1) 第三方信用支持；(2) 資產抵質押；(3) 外部先進儲備等

資料來源：公開資料整理

5. 現金流支付

現金流支付順序是分檔設計的本質要求。信貸資產支持證券的現金流分配最為規範：信託賬戶下一般分成收益賬戶、本金賬戶和儲備賬戶；違約事件發生前，支付順序為優先級 A 證券到優先級 B 證券，再到次級證券；違約事件發生時，貸款本息合併，先支付優先 A 級的利息，再支付優先 A 級的本金，之後再支付優先 B 級的利息，之後優先 B 級的本金，最後剩餘資金歸次級證券（表 3）。

專項資產管理計劃和資產支持票據並沒有設置多賬戶，券商專項資管計劃將支付給優先級的收益本金支付完畢後，剩餘金額全部分配給次級收益證券。而資產支持票據則將餘額留存給發起人。

表 3. 國內三種資產證券化模式下現金流支付順序對比

資產證券化模式	現金流支付
信貸資產證券化	信託賬戶一般風收益賬戶、本金賬戶、儲備賬戶和稅收賬戶。不考慮稅收和現金儲備，違約事件發生前，計息現金流進入收益賬戶，本金現金流進入本金賬戶，支付順序為優先級 A 到優先級 B；違約事件發生時，貸款本息合併，先支付優先 A 級的利息，再支付優先 A 級的本金，之後再支付優先 B 級的利息，之後優先 B 級的本金，最後支付次級本金。
企業資產證券化	專項資產管理人通過中證登系統享受憑證持有人支付本息，支付順序為首先支付優先級預期收益，再支付優先級本金，餘額全部分配給次級證券。
ABN	基礎資產產生的現金流直接劃付至資金專用監管賬戶，ABN 本息的償還順序：首先償還優先級利息，再償還優先級本金，之後償還次級利息，在之後償還次級本金，最後餘額留存給發起人。

資料來源：公開資料整理

6. 信息披露

資產支持證券的信息披露是在 2007 年次貸危機中備受指責的一環。雖然國內三種資產證券化模式都會披露基礎資產、交易結構、信用增級、現金流分配、投資風險揭示、投資者利益保護等信息，但在信息披露方式、內容、頻率上都有很大不同（表 4）。目前央行和銀監會已經委託銀行間交易商協會來具體制定信息披露規則，目前已經出臺《個人住房資產支持證券信息披露指引》、《汽車貸款資產支持證券信息披露指引》、《棚戶區改造項目貸款資產支持證券信息披露指引》、《不良貸款資產支持證券信息披露指引》。

所有已發行的信貸資產支持證券都在銀行間債券市場交易，通過中國貨幣網、中國債券信息網披露信息，並且信貸資產證券化相關的監管文件、法律基礎、會計處理、財稅安排等細節均已非常成熟，信息披露兼具及時性和有效性。證券公司專項資管計劃可以通過交易所大宗交易平臺轉讓上市，通過券商網站和交易所發佈相關公告，信息披露較少。

表 4. 國內三種資產證券化模式下信息披露對比

資產證券化模式	信息披露	信息披露方式
信貸資產證券化	受託機構在資產支持證券發行前的五個工作日，向投資者披露發行說明書、募集辦法、評級報告和承銷團成員名單。在資產支持證券發行結束的當日或者下一個工作日公佈資產支持證券發行情況；在資產支持證券本息對付的三個工作日前公佈受託機構報告，反映檔期資產支持證券對應的資產池情況和各檔次資產支持證券對應的本息對付信息；每年 4 月 30 日前公佈註冊會計師升級的上年度受託機構報告。受託機構應與信用評級機構就資產支持證券跟蹤評級的有關安排作出約定，並應於資產支持證券存續期內每年的 7 月 31 日前向投資機構披露上年度的評級報告。	中國貨幣網、中國債券信息網
企業資產證券化	管理人、託管人應當自每個會計年度借宿之日起 3 個月內，想資產支持證券投資者披露年度資產管理報告、年度託管報告。每次收益分配前，管理人應當向投資者進行信息披露。裝箱資管計劃存續期間發生對投資者利益產生重大影響的情形時，管理人應當及時向投資者披露	計劃管理人網站、證券交易所
ABN	除了資金用途外，還包括：（1）資產支持票據的交易結構；（2）相關機構出具的現金流評估預測報告；（3）現金流評估預測偏差可能導致的投資風險；（4）在資產支持票據存續期內，定期披露基礎資產的運營報告。投資者利益保護方面包括：（1）債項評級下降的應對措施；（2）基礎資產現金流惡化或其他可能影響投資者利益等情況的應對措施；（3）資產支持票據發生違約後的債券保障及清償安排。	非公開定向發行，在《定向發行協議》中約定

資料來源：公開資料整理

企業資產證券化走的是從試點到推廣的道路，它的特點是雖然其法律基礎、財稅安排等方面不如信貸資產證券化，但是也為非金融企業提供了融資渠道，並且其借貸成本大幅低於同時期同期限的銀行貸款。截至目前已經發行的資產支持票據均選擇非公開定向發行，沒有通過公開渠道進行信息披露。資產支持票據起步最晚，與其他模式相比，雖然其基礎資產類別同樣廣泛、交易方式同樣多變，但是它最大的特點是不循常規，採用註冊制、通知方式選擇可表內和表外，適合追求隱秘融資的企業。

7. 總結

我國現有的資產證券化三種模式，從基礎資產來看：信貸資產證券化的基礎資產主要是金融機構的信貸資產，而企業資產證券化的基礎資產雖然原則上是非金融企業的資產，但是在實踐中很多金融機構也將它們的信貸資產進行企業資產證券化，例如小貸公司將自己的小額貸款打包進行資產證券化，而銀行也可以通過企業資產證券化將它們的其他資產證券化，最為典型的就是信託收益權的資產證券化。近幾年來由於監管機構對銀行的信貸資產監管比較嚴格，因此很多商業銀行通過將信貸資產轉為同業資產規避監管，其中最典型的就是將信貸資產通過銀信合作轉化為信託收益權，銀行信託收益權的基礎資產的實質也是銀行信貸資產，因此總體上來說，企業資產證券化的基礎資產範圍更廣泛；而資產支持票據的基礎資產證券化雖然也是非金融企業的資產，但是由於它發行的證券是在銀行間市場交易，因此如信託收益權這樣的資產不大可能通過資產支持票據進行證券化。

從交易結構來說，信貸資產證券化是通過信託計劃進行資產證券化，由於在試點開始時，對銀行信貸資產證券化就進行了比較嚴格的把控，因此信貸資產證券化交易結構更加規範；而企業資產證券化的交易結構是通過資產支持專項計劃進行證券化，目前雖然已經有了一定的經驗，但是仍然是摸著石頭過河。除此之外，企業資產證券化的交易結構也相對簡單，在信用增級等關鍵問題上還有較多的問題，這也是目前兩單資產證券化的違約都出現在企業資產證券化的原因。資產支持票據在剛開始時主要是通過抵押式資產證券化，交易模式非常簡單，也不屬於典型的資產證券化交易模式，但是隨著信託型資產支持票據的出現，資產支持票據的交易模式有逐步向信貸資產證券化交易模式靠攏的趨勢，但是從目前來看交易結構還是不夠成熟。

從資產證券化的會計和法律問題來看，目前雖然信貸資產證券化和企業資產證券化都可以使發起人的基礎資產出表，但是信貸資產證券化由於是通過信託計劃進行資產證券化，而信託計劃是有我國《信託法》的保障，因此實現了法律意義上的真實出售和破產隔離。企業資產證券化是通過資產支持專項計劃進行證券化，並沒有如《信託法》這樣的法律保障，因此並沒有真正實現真實出售和破產隔離；在實際操作中，很多企業資產證券化也仍然是由發起機構兜底。因此目前企業資產證券化的情況更類似於以企業自己的資產作為抵押的抵押債。

從資產證券化的信息披露來看，信貸資產證券化的信息披露相比企業資產證券化要完善。目前我國銀行間交易商協會已經出臺了信貸資產證券化中《個人住房資產支持證券信息披露指引》、《汽車貸款資產支持證券信息披露指引》、《棚戶區改造項目貸款資產支持證券信息披露指引》、《不良貸款資產支持證券信息披露指引》、《小微企業貸款資產支持證券信息披露》等指引，對這些資產的證券化有了詳細的信息披露要求，而企業資產證券化和資產支持票據的信息披露仍然比較籠統，這也導致許多企業資產證券化和資產支持票據的投資者，仍然是更關注發起機構的償債

能力和償債意願等情況，而並不是很關注基礎資產的現金流。

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. 鄂晨宇（2020）。我國資產證券化的風險隔離機制分析。中外企業家，7，20-20。
3. 田豔傑（2020）。資產證券化過程中信用增級方式研究。時代金融，9，117-118。

收稿日期：2021-07-20

責任編輯、校對：柯郁馨、楊佳華