

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

## 2019年中国信贷资产证券化发展状况及展望 Development and Prospect of China's Credit Asset-backed Securitization in 2019

杨迪川<sup>1\*</sup>  
Di-Chuang Yang

### 摘要

信贷资产证券化是我国商业银行资产证券化的主要模式。本文首先分析了我国信贷资产证券化的交易基础资产、结构的特点和信用增级的主要方法，之后回顾了2019年我国资产证券化的发展情况，最后展望未来信贷资产证券化的发展前景。

**关键词：**信贷资产证券化、信用增级、交易结构

### 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年银监会开始信贷资产证券化试点，资产证券化在中国已经发展了15年，在刚刚过去的2019年，我国的信贷资产证券化取得了一些突破，但是总体而言，我国的信贷资产证券化的发展并不顺利，特别是中小银行在资产证券化业务的发展举步维艰。随着我国经济金融改革和发展—利率市场化的推进、影子银行的发展、社会直接融资模式的兴起，我国中小商业银行对资产证券化的需求已经越来越急迫，但是如何运用资产证券化这一工具，对我国的很多银行特别是中小银行仍然很陌生。对资产证券化这一交易结构的研究不仅可以丰富我国资产证券化的理论，更为重要的是可以为我国中小银行应对当前复杂多变的金融形势提供理论支持和实践参考。

目前我国的金融监管体系仍然是“分业经营，分业监管”的模式，在这样的情况下，我国的资产证券化也是按照监管机构的不同来进行划分，目前中国主要有三种资产证券化模式—信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据（ABN）。信贷资产证券化的主要发起机构是银监会监管的各类金融机构，包括政策性银行、五大国有银行、全国性股份制银行和城商行农商行，也包括汽车金融公司、金融消费公司等，基础资产为这些金融机构对个人和企业的各类贷款。企业资产证券化是由证监会主管的，企业作为发起人，券商或者基金公司子公司作为发行人和资产管理人的资产证券

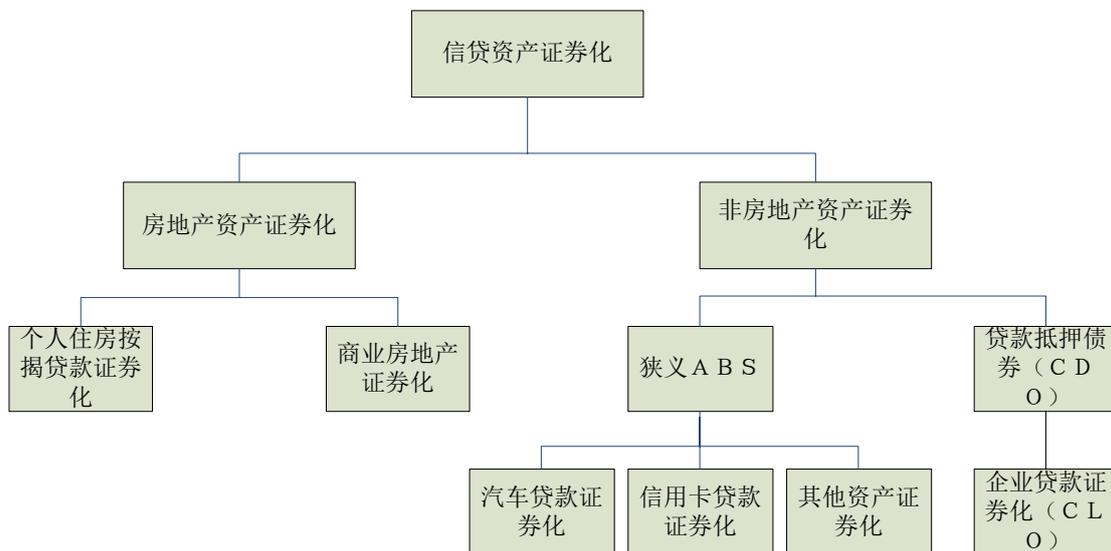
<sup>1</sup> 厦门大学嘉庚学院国际商务学院副教授 511482777@qq.com\* 通讯作者

化项目，它包含的基础资产多种多样。最主要的基础资产为企业的应收账款、市政收费权和租赁债券等。资产支持票据是由银行间交易商协会监管的资产证券化项目，其基础资产与企业资产证券化类似，但不设立 SPV，因此并非典型的资产证券化。本文主要研究信贷资产证券化的交易结构。

信贷资产证券化是狭义的资产证券化，通常是指银行将缺乏流动性但能产生未来稳定现金流的资产经过一定的结构安排，形成资产池，对资产池中的风险与收益等要素进行分割和重组，最后变成在资本市场可以出售和流通的证券的过程。

## 2. 信贷资产证券化的基础资产

信贷资产证券化的基础资产可分为房地产资产证券化和非房地产资产证券化，其中房地产资产证券化又可分为住房按揭贷款资产证券化和商业房地产资产证券化，非房地产资产证券化又可分为狭义的 ABS 和资产抵押债券（CDO）。狭义的 ABS 包括信用卡应收账款资产证券化、汽车贷款资产证券化等，CDO 在我国主要指银行对工商企业贷款资产证券化（CLO）。

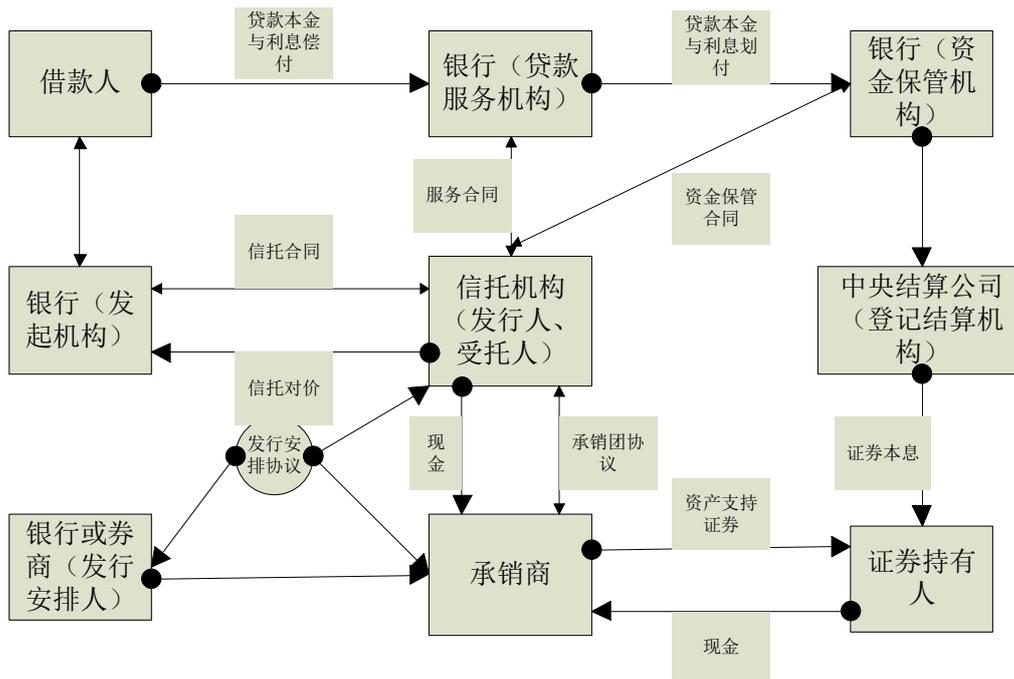


资料来源：本文自行整理

图 1. 信贷资产证券化结构图

## 3. 信贷资产证券化交易模式

信贷资产证券化的交易模式属于典型的资产证券化交易模式，首先由银行等发起机构选择基础资产，之后由发起机构选择的信托公司设立信托计划，银行将资产转移给信托计划，之后信托公司将资产进行资产重组和信用增级，评级公司对证券进行评级后发行证券，再由承销商将各类不同的证券分销给投资者。下图是信贷资产证券化的一个典型的流程。



资料来源：本文自行整理

图 2. 信贷资产证券化流程图

#### 4. 信贷资产证券化的信用增级

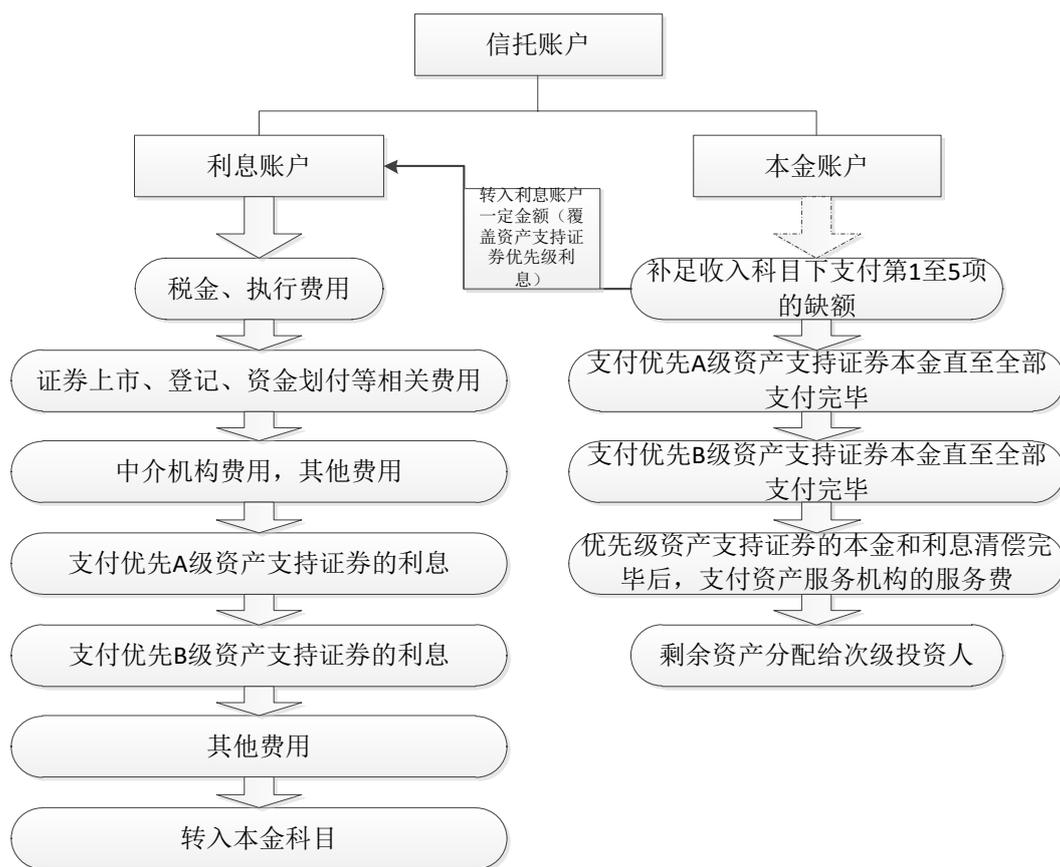
传统的信用债主要是依靠债券发行人本身的信用承担对债券还本付息。而资产证券化通过真实出售后形成基础资产池，其现金流仅仅和基础资产池内的债权债务相关，在没有相应的信用增级时，违约风险相比传统的信用债更加突出，因此信用增级是资产证券化能否成功的关键步骤，也是资产证券化发行过程中的核心技术。

信用增级又分为内部信用增级和外部信用增级，内部信用增级是从资产支持证券基础资产池的结构设计、产品的增信机制设计角度展开，包括优先次级分层、超额利差、超额抵押、保证金及现金储备账户等；外部信用增级则是以外部企业或金融机构的信用担保为主，主要包括机构担保、差额支付承诺、回购承诺和流动性支持等。

目前我国的普通信贷资产证券化主要使用的是内部信用增级措施，外部信用增级只有在不良资产证券化和企业资产证券化中才需要，因此在这儿本文先介绍几种信贷资产证券化常用的内部信用增级措施，外部信用增级会在企业资产证券化中介绍。

##### 4.1 优先次级分层

优先次级分层结构设计是资产证券化产品最基本、也最常见的信用增级措施。它是通过将资产支持证券分为优先档和次级档或者更多级别，在还本付息、损失分配安排上，优先级证券享有优先权，通过次级证券为优先级证券进行增信。具体来看，资产池的现金流支付顺序是先支付税金和费用支出，再支付高级别资产支持证券的利息、储备金及其他费用支出，然后支付高级别资产支持证券的本金、最后支付次级证券的本金和利息。如果优先档进一步分层，在资产池发生违约事件前，会按照支付各期优先档利息、各期优先档本金的顺序进行清偿。现金流的支付顺序如图 3 所示：



资料来源：本文自行整理

图 3. 资产证券化产品现金流分配情况（违约事件发生前）

如果发生了违约，则优先档本息支付顺序改变，会先支付优先 A 档的本息，再支付优先 B 档的本息，最后支付次级档的本息。因此劣后级别的资产的比例、各级别现金流的偿付顺序、以及触发机制设置中各种情况下现金流偿付顺序的变化，是判断优先劣后增信效果的主要内容。

#### 4.2 超额利差

超额利差是指基础资产池的利息流入大于资产支持证券支付给投资者的利息和各项税费的总和，一般在债权类资产中使用较多。采用超额利差增信的资产证券化产品会建立相应的利差账户，在产生超额利差时会将相应的现金流存入该账户，如果资产池发生违约事件，可通过该账户中的资金对投资者提供一定的保护。超额利差增信的效果主要取决于资产池的利率水平。

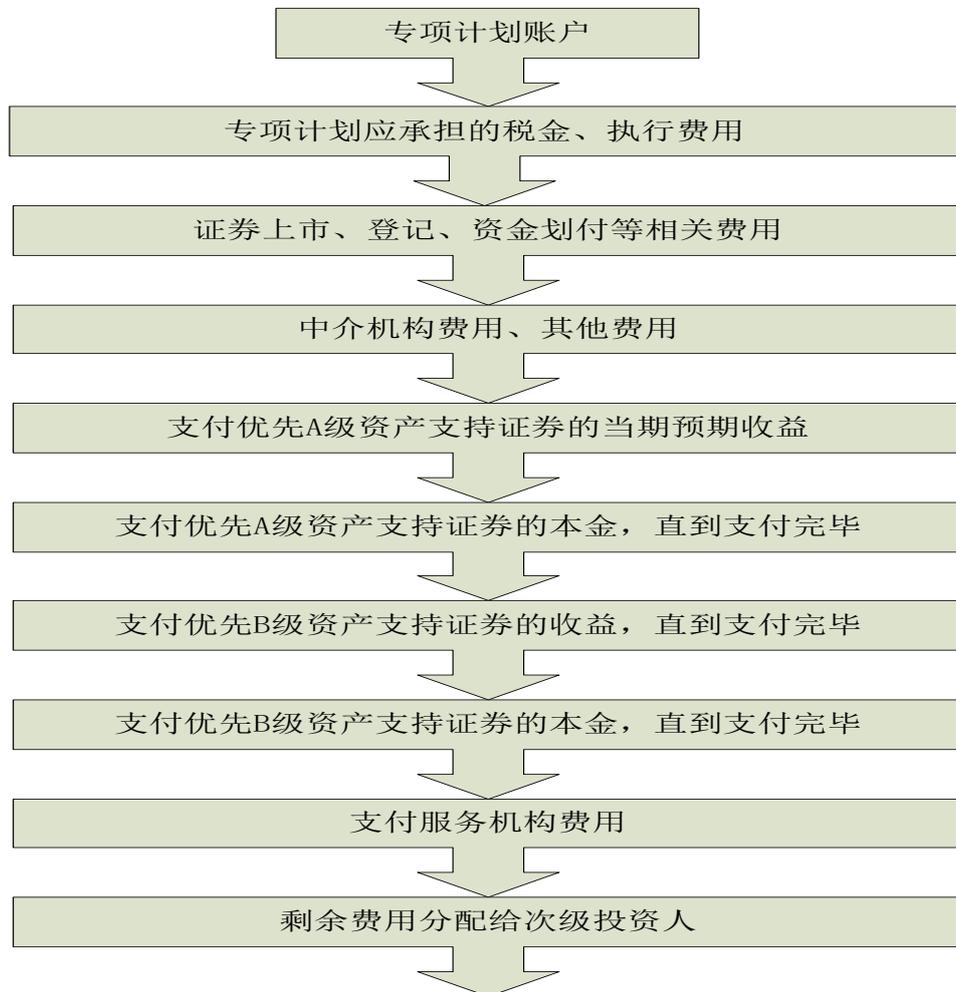
#### 4.3 超额现金流覆盖

超额现金流覆盖趋势也是超额利差的一种，但一般多出现在权益类资产产品中，如基础设施收费权等。在设计产品时，使基础资产产生的未来现金流大于需要支付给投资者的本息，从而增加本息偿付的安全系数。如在“启东供水收益权资产支持专项计划”中就采用了这种增信。

#### 4.4 超额抵押

超额抵押是指发行资产支持证券时，基础资产池的规模本金大于发行证券的本

金，多出来的这部分就是超额抵押为所出售的资产支持证券的信用增级。部分证券化产品会约定在证券偿还期间，抵押资产价值下降到预先设定的某一规模时，发行人必须增加抵押资产从而恢复超额抵押状态。例如在奔驰公司发行的“速利银丰 2016 年第一期汽车贷款支持证券”就约定每个支付日的目标超额抵押金额为初始起算日的变动后资产余额的 10.77%。



资料来源：本文自行整理

图 4. 资产证券化产品现金流分配情况（违约事件发生后）

#### 4.5 信用触发机制

信用触发机制是指资产证券化产品设计中加入相应条款，如果原始权益人信用资质下降或者机构履约能力下降，则会导致相应的加速清偿机制或者现金流重新安排。信用触发机制可以根据条约的不同进一步分为“加速清偿机制”、“违约事件”、“止赎事件触发机制”等，主要在发生信用违约事件时保护优先级证券持有人的利益。

### 5. 2019 年我国信贷资产证券化发展情况

自 2012 年银监会重启信贷资产证券化以来，近几年我国信贷资产证券化市场有了快速的发展。2019 年我国共发行了 180 笔信贷资产证券化，发行金额为 9,433 亿元。

## 5.1 基础资产

按照基础资产分类，2019 年发行住房按揭贷款资产证券化（RMBS）66 笔，金额 4991 亿元，全部由商业银行发起；汽车贷款资产证券化 41 笔，金额 1966 亿元，其中 39 笔是由汽车金融公司，只有 2 笔是由招商银行和平安银行作为发起人；企业贷款资产证券化 17 笔，金额 797 亿元；不良贷款 29 笔，金额 143 亿元；个人消费贷款资产证券化 21 笔，金额 1401 亿元；小微企业贷款资产证券化 4 笔，金额 94 亿元。总体来看，相比 2018 年之前，我国信贷 ABS 的基础资产已经越来越多元化。

## 5.2 发行证券

我国的商业银行进行了 139 笔信贷 ABS。考虑到不良资产证券化比较特殊，普通的银行发行的信贷资产证券化有 64 笔。从这 110 笔所发行证券的优先次级分层来看，110 笔次级证券平均占比为 13.66%。其中五大国有银行发行的信贷 ABS 次级证券比例为 8.08%，全国性股份制银行发行的信贷 ABS 次级证券比例为 14.2%，城商行和农商行发行的信贷 ABS 次级证券比例为 19.96%。从上面的统计数据可以看出，城商行和农商行发行的信贷 ABS 的次级证券比例最高，其次是全国性股份制银行，五大国有银行发行的信贷 ABS 的次级证券比例最低，这主要是因为：

第一，城商行和农商行都是区域性的中小银行，因此这些银行贷款的投向受到地域的限制，同一地域贷款越多，集中度就越高，分层时次级证券的比例也就越高。

第二，同一地区的企业，特别是中小企业往往形成互保，如果入池资产中有同一担保圈中的企业，那么违约的相关性也会升高。

第三，同一地区的地方政府有多个平台类企业入池，由于这些企业的还款能力都是依赖于政府的财政，也会增加企业的违约相关性。

第四，五大国有银行的信贷资产证券化 9 笔普通资产证券化中，有 8 笔是住房按揭贷款资产证券化，而其他股份制银行的资产证券化种类较多。住房按揭贷款证券化都有房屋进行抵押，而且资产池属于零售型资产池，在各类信贷资产证券化中，住房按揭贷款证券化也是相对比较安全的资产证券化品种，因此次级证券比例比全国性股份制银行低。

## 5.3 发行利率

目前我国 ABS 产品主要采用招标发行的方式。首先由承销商根据优先级评级、现金流分布以及市场利率水平提出各个层级的利率区间，然后向投资者招标确定产品利率来定价。从已发行的产品来看，优先级和中间级证券大多以同等级同期限的国债或者中票为基准并上浮一定基点的利差来定价，而次级证券一般没有定价。

## 6. 2020 年信贷资产证券化的发展趋势及展望

从基础资产来看，2019 年我国信贷资产证券化的基础资产更加多元化。在资产证券化刚重启的 2014-2015 年我国信贷资产证券化主要是以银行对工商企业贷款为主，占比超过 80%，到了 2019 年上半年银行对企业贷款证券化的占比只有 40%左右。而与之相反的是汽车贷款资产证券化、房地产贷款资产证券化、消费贷款证券化却大幅增长，这三类资产证券化的基础资产池都是零售型的资产池。从国外的经验来看，适合进行资产证券化也主要是房地产贷款、汽车贷款等零售型的贷款，这主要是因为，零售型资产池包含大量贷款，因此每笔贷款所占比重很低，通过历史数据很容易可以预估出违约比例。除此之外，自 2016 年不良资产证券化重启，我国的不良资

产证券化也获得很大的进展，我国 2020 年信贷资产证券化市场基础资产会进一步多元化。

信贷资产证券化的发起机构的多元化。在 2014-2015 年信贷资产证券化的发起机构主要是商业银行，而 2019 年商业银行只发行了 139 单资产证券化，而其他机构如汽车金融公司、消费金融公司、公积金中心等一共发行了 41 单，发行比例大幅增加。预计 2020 年资产证券化的发行主体也会更加多元化。

不良资产证券化的发展将会进一步提速。2016 年我国重启不良资产证券化，初步的试点银行有 5 大国有银行和招商银行，批准的发行额度为 500 亿元。近几年来我国的不良资产大幅上升，不良资产证券化为商业银行处理不良资产提供了一个新的渠道，虽然相比将不良资产出售给 AMC，不良资产证券化目前没有太多优势，但是随着 2017 和 2019 年的两次扩容大量全国性股份制银行和城商行获得发行资格，2020 年不良资产证券化的发行还是会有较大的增长。

### 参考文献

1. 林华（2014）。金融新格局：资产证券化的突破与创新。北京：中信出版社。
2. 彭慧（2004）。不良资产证券化的交易结构分析。金融研究，4，23-36。
3. 扈企平（2013）。资产证券化：理论与实务。北京：中国人民大学出版社。
4. 王亮亮（2018）。我国不良资产证券化的对外比较、纵向比较及模式探索。金融理论与实践，7，19-23。

收稿日期：2020-09-21  
责任编辑、校对：江雅轩、刘舒霖