

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

美国资产证券化的发展、演进及我国资产证券化前景研究 Research on the Development and Evolution of Asset Securitization in the United States and the Prospect of Asset Securitization in China

杨迪川^{1*}
Di-Chuan Yang

摘要

资产证券化1970年兴起于美国，是20世纪最伟大的金融创新之一。本文首先回顾资产证券化在美国的兴起、演进过程以及资产证券化对商业银行的影响，之后再根据资产证券化的经验，展望我国资产证券化的未来。

关键词：资产证券化、商业银行、现金流

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

资产证券化1970年兴起于美国，是20世纪最伟大的金融创新之一。从传统上来说，资产证券化中的抵押资产往往是流动性较差的资产，所以需要金融转化为具有流通性的证券，所以下面这个相对狭窄的定义常常被使用：“资产证券化是指以缺乏流动性，但具有稳定的未来现金流的资产，出售给专门从事资产证券化的特设机构（SPV），通过结构重组和信用增级，将资产的预期现金流，转换成流动性和信用等级较高的金融产品的过程（林华等，2014）。”

随着现代金融产品的不断创新和结构金融技术的不断提高，资产证券化早已超越了只是解决流动性问题或是基于稳定现金流的阶段。广义的资产证券化包括所有通过金融创新和结构金融技术，将各种资产按资产持有人的目的和需求进行转换，使资产有更好流动性、或者安全性、或者盈利性的资产管理过程。

从2005年中国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十年，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。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，我国商业银行对资产证券化的需求已经越来越急

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

* 基金项目：厦门大学嘉庚学院校级科研孵化项目（YY2019W02）

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。与此同时，中国在资产证券化的过程中也有很多问题，例如：监管效率与监管套利、部分形式的资产证券化的破产隔离问题等（邓海清等，2013）。对资产证券化这一课题的研究，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。

1.1 发展资产证券化能够提高商业银行盈利能力

资产证券化可以从几个方面提高商业银行的盈利能力。首先，在资产证券化的过程中，银行可以获得证券化资产的收益与支付给不同债权人的收益之间的差额，直接为银行创造利润；其次，通过成为资产证券化的贷款服务机构或者证券承销机构，可以增加商业银行的中间业务收入；第三，资产证券化可以节约银行资本，提高银行的资本充足率和杠杆率，使银行有更多空间发展新的高附加值的业务，从而间接提高盈利能力（邹晓梅等，2015）。

1.2 发展资产证券化能够提高商业银行资本回报率

在我国银行的传统的经营模式中，过去10年银行主要依靠消耗资本、扩大资产规模的方式来增加利润；但是这种发展模式给银行的资本补充、风险管理等都带来了巨大的压力，也使银行变得越来越臃肿。依据杜邦公式：商业银行的资本回报率=存贷息差×资产周转率×杠杆率。在目前利率市场和金融脱媒不断深入的条件下，存贷息差必然会越来越小；而银行的杠杆率又受到监管的限制，不可能继续放大。未来银行的盈利模式只能是充分运用资产证券化的手段，通过提高资产周转率、提高资金“流速”和效率来实现资本回报率的增长，因此资产证券化在未来银行的发展中将越来越重要。

1.3 发展资产证券化能够提高商业银行抵御风险的能力

间接融资是我国社会主要的融资方式，而在这当中商业银行扮演了不可或缺的融资主体的角色，这就导致了银行独自承担着由贷款所带来的所有风险，如信用风险、利率风险、早偿风险等，使得银行成为一个高风险的集中区。在当前经济处于下行周期时，过多的不良资产既降低了银行的安全性，也成为银行发展的一大包袱。在资产证券化的过程中，银行可以根据自己的需要，自主决定是否进行资产证券化，把贷款的风险转移到资产支持证券的投资者上，让愿意承受风险的机构承受风险（当然也得到与风险相匹配的回报）。因此，资产证券化是商业银行化解风险，增强自身风险抵御能力的重要方法。

1.4 发展资产证券化能够节约银行资本，提高资本充足率

在巴塞尔新资本协议中，提高资本充足率的方法，主要是减少银行资产负债表的风险加权资产或增加银行的资本总量。增加银行的资本的途径是股权融资或者发行次级资本债等债务融资方法；但是这些方法有以下几个弊端：首先股权融资涉及到股权结构的改变，有可能造成原始股东股权的稀释，并且整个操作过程比较复杂，需要的时间也很长；其次不管是股权融资还是债务融资的成本很高，对银行的盈利会有比较大的影响。信贷资产证券化的优势在于，通过帮助银行实现资产出表，可以常态化、低成本的降低银行的加权风险资产，达到提高资本充足率的目的。目前中国的资产证券化还处于试点阶段，但根据国外银行的经验，未来资产证券化很可能成为中国商业银行的常态化业务。

2. 资产证券化的历史、演进和现状

资产证券化1970年兴起于美国，它的发展主要可以分为三个阶段。

第一阶段：1970年，当时美国的住房抵押贷款机构将新发放的住房抵押贷款进行打包，并通过发行住房抵押转手证券（pass-through）来为住房抵押贷款筹措资金。这些贷款的主要信用要么由联邦住房管理局（FHA），要么由退伍军人事务管理局（VA）提供担保。这些受美国政府信用担保的住房抵押贷款所产生的现金流，成为偿还转手证券利息和本金的唯一资金来源；由于抵押贷款资金池的每月还款由借款人经证券发行人“转手”至该证券的投资者，所以该证券称为转手证券。

20世纪70年代初期还有另外一种住房抵押转手证券在市场上发行。这是一种名为FHLMC PC的连带损益权证，它主要由联邦政府资助企业（GSE）—联邦住房贷款抵押公司（FHLMC，Freddie Mac）发行和担保。20世纪80年代初期，很多美国的住房贷款机构，如储贷协会、信用社、储蓄银行出现了财务困境，这些储蓄机构所遇到的最主要财务问题是资产负债结构极为不匹配。通常他们持有长期的住房抵押贷款资产（期限大多数为30年），但是负债为短期活期存款（其期限短则几个月，大多不超过5年）。为了解决这个问题，两家GSE—联邦住房贷款抵押公司和联邦国民抵押协会（FNMA，Fannie Mae）吸收这些贷款机构的住房抵押贷款，并进行证券化。通过这种方式，各类储蓄机构持有了更具流动性的住房抵押贷款支持证券（RMBS），存款机构可以更快、更容易的出售RMBS，并由此消减其债务，这也是最早的资产证券化模式。到2006年机构RMBS已经发展到10,000亿美元左右的规模。

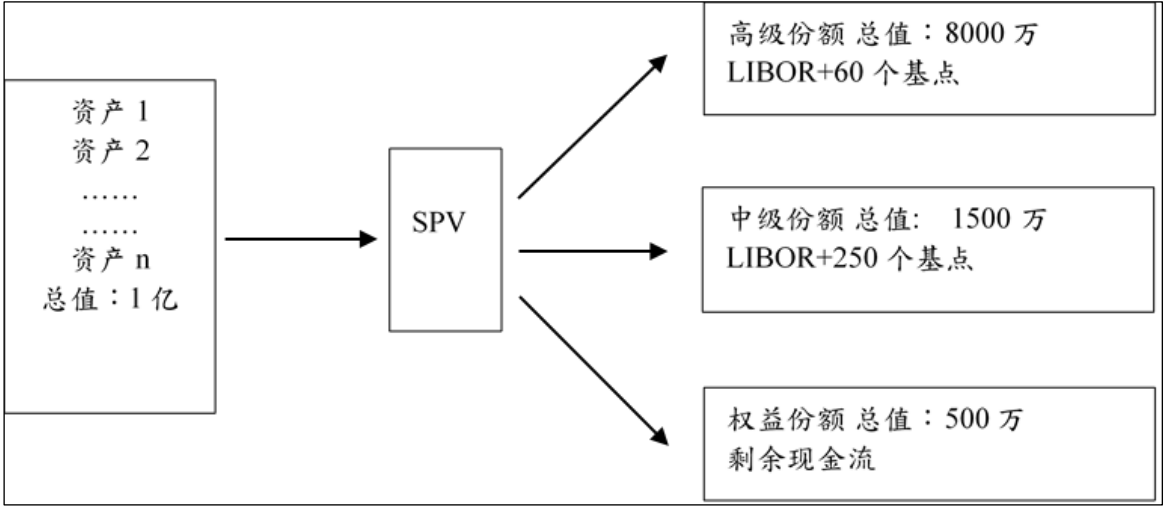
RMBS在20世纪80年代迅速发展，但是由于发现提前偿还使得转手证券的实际期限和平均寿命变得很不确定，是转手证券的主要风险。为了解决这个问题，抵押贷款担保证券（collateralized mortgage obligation，CMO）应运而生。CMO的发行人能够把现金流分为不同的期限档次，并以现金流作为支持，发行不同期限的证券。采取这种方式，发行人能够将提前还款的现金流，在这些档次中重新分配。提前偿还的基础抵押贷款将先用于偿还期限档次较短的证券；如果这一档次的证券偿还完毕，则进一步偿还较长期限档次的证券。

在1977年非机构担保住房抵押贷款支持证券也首次发行，但是主要都是多档住房抵押贷款支持证券。截止2006年底，该证券余额达到1.75万亿的规模。

第二阶段：20世纪80年代中期，信用卡、汽车消费贷款、助学贷款以及制造业贷款也参照RMBS的模式，将新增贷款进行打包用于发行资产支持证券。在金融危机之前，一些其他新的资产，如财产税留置权和设备租赁合约等也被用于证券化。资产支持证券（ABS）的发行额在1985年仅超过10亿美元，但到2006年发行额已超过7,000亿美元。大约在此相同时期内，商业不动产抵押贷款也被打包起来，用于发行商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）。到2006年CMBS的发行额也超过2100亿美元。

第三阶段：随着市场的发展，市场上出现了更具创新的产品—债务抵押债券（collateralized debt obligation，CDO）。从抵押资产的角度分类，CDO可分为两种不同类型产品—贷款抵押债券（collateralized loan obligation，CLO）和债券抵押债券（collateralized bond obligation，CBO）。CLO的原始资产通常是银行等金融机构对企业或者个人的贷款；CBO的原始资产是各种债券，包括但不限于企业债、国债、RMBS和CMBS等。CDO和其他资产支持证券的不同处，就是CDO的发行者可以对资产池进行实质性的主动管理。CDO通常会根据信用违约的概率进行分级。例如某银行有100亿的资产进行资产证券化，它可以根据历史违约情况，把资产支持证券分为三个档次—高级份额、中级份额和权益份额。基础资产池的现金流首先偿还高级份额的本金和

利息，然后再偿还中级份额的本金和利息，最后剩下的现金流归权益份额。这样的瀑布式现金流保证了如果资产池出现违约，首先损失的是权益份额证券；只有权益级完全损失了，再由中级份额证券吸收损失，以此类推。



资料来源：公开资料整理

图 1. 资产证券化简图

高级份额证券通常会被评级机构评为AAA级，中级份额证券通常被评为BBB级或A级，而权益份额通常不评级，所以权益份额通常由发行机构自己持有。

CDO是目前资产证券化的主流形式。市场上CDO的类型主要有三种—现金流CDO、合成CDO和混合CDO。现金流CDO和合成CDO的主要区别在于现金流CDO中资产证券化的发起者把基础资产出售给SPV，SPV再发行证券；而合成CDO是发起者选取一个公司组合和期限，然后SPV出售组合中每一家公司的信用违约互换（credit default swap，CDS）给发起人，再用未来收到的CDS溢价（spread）支付发行证券的本金和利息。合成CDO的优势在于现金CDO在刚开始时需要份额持有者的投资，而合成CDO并不需要在开始时做任何投资，他们只需要同意如何计算现金的流入和流出，不会面临法律上的所有权的风险，只是面临经济风险；而且合成CDO的现金的流入和流出比现金流CDO更直截了当，因此这种结构在市场上很受欢迎。混合CDO可以看成是现金流CDO与合成CDO的混合产品。1996年CDO的发行额才200亿美元左右，2006年这个规模达到3,300亿美元。

CDO还可以按照发行人的目的来分类。如果发行人的目的是从构造中获取质押资产的收益与支付给不同分支债权人的收益之间的差额，那么这种交易叫做套利交易；如果发行人的目的是将债权从财务报表中转移出去，则称为财务报表交易。

总的来说，在过去的20年中已经形成了四个主要的资产证券化市场：RMBS、CMBS、ABS和CDO。截止2006年底，RMBS、CMBS、ABS以及CDO的总余额分别达到了5.60万亿、0.65万亿、2.00万亿和0.7万亿美元，加总起来资产证券化的总规模在2006年底达到了8.95万亿。据相关资料显示，资产证券化是美国最大规模的固定收益市场，远大于其他各类固定收益债券的规模。

3. 中国资产证券化的发展前景分析

回顾美国资产证券化市场的发展，有两个基本的条件促成了资产证券化在美国的快速兴起。首先资产证券化与美国利率市场化密切相关；其次，美国的资产证券化与美元的国际化密切相关。

3.1 资产证券化与利率市场化密切相关

从海外的经验来看，美国资产证券化市场的发展，伴随着利率市场化下存款机构松绑和美元的全球化。

20世纪70年代，美国开始利率市场化改革，造成了储贷协会等金融机构资产负债严重的期限错配。这可以从资产和负债两个方面来看：在资产端，美国的储贷协会主要集中个人资金满足家庭住房贷款等支出需要，因此它的资产主要是长期的住房抵押贷款；而在负债端，由于从1970年代开始美国货币市场基金发展迅猛，1977年美国货币市场基金规模仅为39亿美元，1982年突破2,000亿美元。大量资金从存贷协会转而投入货币市场以寻求更高的回报，这导致美国储贷机构的负债越来越短期化；这种资产期限越来越长而负债期限越来越短的情况，导致美国金融机构资产负债的期限错配问题非常突出。为了解决这种矛盾，资产证券化才应运而生。

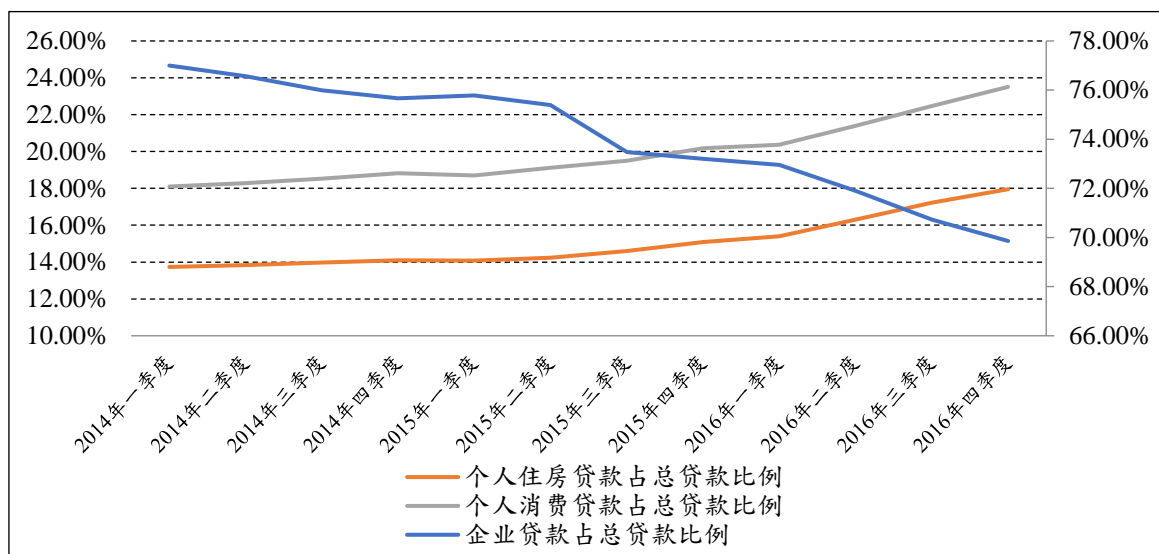
3.2 资产证券化与美元的国际化密切相关

除了货币市场基金，资产证券化之所以在美国大放异彩，与美元的国际化密不可分。20世纪80年代开始，美国的经常账户出现持续逆差，大量美元通过贸易结算流向世界；但是由于美元的国际化职能，流出的美元又通过投资美国金融市场回流，海外资金的青睐一直是美国资产证券化的极大动力。

从美国资产证券化的发展环境来看，当前我国资产证券化的发展环境与美国70年代非常类似，但也有不同。

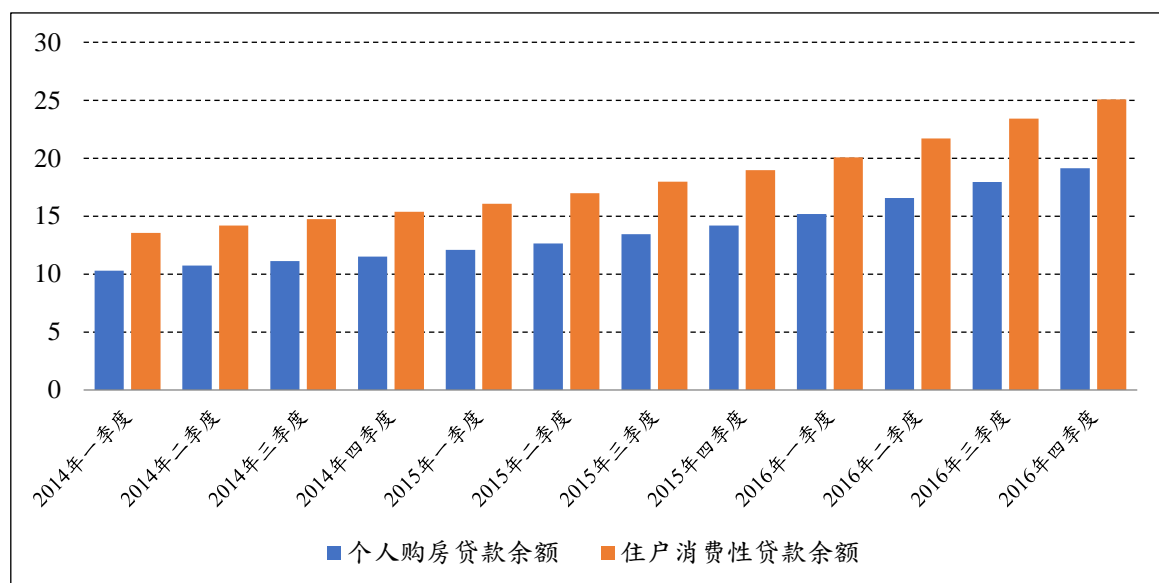
首先当前我国也在进行利率市场化改革。在改革的过程中，我国的货币市场和债券市场也快速发展；同时我国不同于美国的是互联网金融的快速发展，以余额宝为代表的货币市场基金和以陆金所为代表的P2P等互联网金融，可以给予的资金远高于银行的存款收益，造成我国存款金融脱媒的速度异常突出。而在资产端，近些年央行发布的金融机构贷款投向统计报告显示，虽然目前我国的金融机构的贷款主要是以对工商企业贷款的短期贷款为主，占比超过金融机构总体贷款的70%，但是从图2可以看出，企业贷款的占比总体呈下降的趋势，这主要是因为我国大量优质企业转向债券市场和资本市场融资；而我国金融机构的住房抵押贷款、个人消费贷款等长期贷款虽然目前占比较小，但从图2和图3显示贷款规模和占比都在持续增加，这说明我国金融机构的资产呈现长期化的趋势。因此在可以预见的未来，我国银行业资产负债期限错配的风险会大幅增加，这点与美国金融机构70年代情况非常类似。

其次我国目前也在积极推动人民币的国际化。随着“一带一路”战略的实施，以及我国政府鼓励企业走出去开拓国际市场，进行国际并购，人民币成为国际货币已经是可以预见的趋势。随着大量人民币流向国外，流出的人民币也需要通过投资我国金融市场回流我国，这也为我国资产证券化的发展提供了大量资金，这一点与美元的国际化比较相似。当前我国不论是货币市场、债券市场、还是资本市场的发展都还不完善，尚有许多问题需要解决，这可能会阻碍国际市场的人民币的回流。不过相信随着我国货币市场，债券市场的完善，这些问题在未来都会解决。



资料来源：央行金融机构贷款投向统计报告

图2. 我国金融机构贷款投向比例表



资料来源：央行金融机构贷款投向统计报告

图3. 个人住房贷款和消费性贷款余额表（万亿）

基于以上分析，资产证券化从短期（近两三年）来看，由于当前银行资产的期限错配问题还没有那么突出，银行进行资产证券化的动力不足，并且资产证券化市场还有一些问题需要时间来解决，因此信贷资产证券化的大规模发展还需要一定的时间。从长期看，随着我国资产证券化问题的解决，以及利率市场化和金融脱媒的深入，造成金融机构资产负债期限错配问题越来越突出，金融机构会越来越有动力进行资产证券化；并且人民币国际化进程的加快，导致离岸人民币的投资需求大增等需求因素的影响，国际市场对人民币金融产品的需求越来越旺盛，预计我国资产证券化市场将有很大的发展潜力，但是资产证券化之路还是任重道远。

参考文献

1. 林华、郁冰峰、邓海清、郝延山（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. 邓海清、胡玉峰、蒋钰炜（2013）。资产证券化：变革中国金融模式。北京：社会科学文献出版社。
3. 邹晓梅、张明、高蓓（2015）。资产证券化与商业银行盈利水平：相关性、影响路径与危机冲击。世界经济，38(11)，144-167。

收稿日期：2021-09-02
责任编辑、校对：林嘉盈、徐佳佳