

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

中国资产证券化三种模式交易结构对比研究 A Comparative Study on the Three Modes of Transaction Structure of Asset Securitization in China

杨迪川^{1*}
Di-Chuan Yang

摘要

中国的资产证券化目前有三种模式—信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据，这三种资产证券化的交易模式各有不同，本文主要分析三种资产证券化模式的不同点，包括基础资产、交易结构、信用增级、现金流分配顺序和信息披露机制的对比。

关键词：信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据

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

资产证券化是指金融机构将一些流动性不好的，但有稳定现金流的资产，打包出售给特殊目的载体（SPV），再由SPV进行信用增级和信用评级最后向投资者发行证券的过程（林华，2014）。在我国资产证券化可以分成三种模式—信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据（ABN），三种模式各有特点，信贷资产证券化实现了真正的破产隔离，但其他两种模式严格来说并没有实现破产隔离（鄂晨宇，2020）。本文将从资产证券化的五个角度全方位的分析三种模式的不同，即基础资产、交易结构、信用增级、现金流分配顺序和信息披露机制。

2. 基础资产

从目前已发行的产品来看，信贷资产证券化的基础资产主要包括房地产抵押贷款和非房地产贷款，非房地产资产有汽车抵押贷款、工商企业贷款、个人消费贷款、

¹ 厦门大学嘉庚学院国际商务学院副教授 yangdc@xujc.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：经济新常态下资产证券化对中国商业银行的经营管理影响研究（YY2019W02）

中小企业贷款、铁路专项贷款等。毫无疑问，不同资产的现金流有很大的不同，例如截止 2016 年 12 月 31 日，在已经发行的 33 笔 RMBS，平均存续期限 19.3 年，而 4 支个人消费贷款证券化的平均存续期为 3.67 年。

不同于信贷资产证券化，券商专项资管计划的基础资产可分为债权和收益权。债权包括市政工程 BT 项目政府回购款、金融租赁款，现金流预测比较容易；而收益权完全依赖未来的收益现金流，现金流的不确定性和可预测性较差。收益权包括公共基础设施收费、水电气资产收费、路桥收费等。

资产支持票据的基础资产和券商专项资管计划的基础资产类似，相对于信贷资产证券化来说，期限大幅缩短。

3. 交易结构

交易结构主要是资产证券化是否实现了真实出售和破产隔离，资产证券化要实现真实出售，必须切实保障 SPV 的法律地位、基础资产转让、会计处理等方面，否则无法实现破产隔离。本文对以上三种资产证券化模式的交易结构进行对比如表 1 所示。

(1) 信贷资产证券化以特殊目的信托发行资产支持证券，实现了真实出售和破产隔离。

(2) 企业资产证券化以专项资管计划为 SPV，由于专项资管计划没有信托式的法律地位，实务中许多企业资产证券化采用购买特定金额的方式来实现基础资产的转移，这种操作的实质是：以特定期间内企业特定项目所产生的现金流作为抵押，担保专项资产管理计划优先获得既定收益权。但是这种操作的结果并不是法律意义上的对基础资产的正式出售，因此实际上无法实现破产隔离；一旦原始权益人出现破产情况，专项资产管理计划可能无法对抗善意第三方，因此专项计划都有商业银行或者有关企业的担保。

表 1. 国内三种资产证券化交易机构对比

资产证券化模式	基础资产	交易结构	真实出售	破产隔离
信贷资产证券化	信贷资产	特殊目的信托	根据《合同法》的规定，商业银行作为原始债权人转让贷款债权，不必办理专门的批准登记手续。目前的做法是转让贷款债券的商业银行在全国性媒体发布公告，将通过设定的特殊目的信托转让贷款债权及其附属权利的事项，告知相关权利人，即可构成真实出售	信托资产独立于发起机构、受托人、贷款服务机构、证券登记托管机构、资金保管机构及其他为证券交易提供服务的机构的固有资产。上述机构因为依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的，信托财产不属于其清算财产；同样，当资产池出现损失时，投资机构的追索权也限于资产本身，而不能追溯到发起机构

资料来源：公开资料整理

表 1. 国内三种资产证券化交易机构对比（续）

资产证券化模式	基础资产	交易结构	真实出售	破产隔离
企业资产证券化	债权	券商专项资管计划	不同于信托，专项资管计划不具备法律主体地位，因此无法对主体资产进行所有权变更登记。从目前的情况来看，大多是券商代替专项计划与原始权益人、权益人签订资产买卖合同，资产登记或交付于券商名下	专项资管计划法律性质不明，虽然能够实现基础资产和证券公司的风险隔离，但却无法实现与原始权益人的破产风险与投资人的追索权的风险隔离。从已发行的产品来看，除了远东二期外一般都有商业银行或者关联企业担保
	收益权		在中国现行法律体系下，原则上只有“形成之债”才能实现真实出售，对于依赖于未来形成之债权的收益权转让没有约定。因此收益权的真实出售并不具备法律基础。	同样没有风险隔离，除了侨城外都有第三方担保
ABN	债权	资金监管账户 + 债券质押	ABN 发行指引并未要求资产出表，而且所有已发行产品没有设立 SPV，因此无法实现正式出售	抵押型 ABN 并未实现风险隔离，但是信托型 ABN 实现了风险隔离
	收益权	资金监管账户 + 资金账户质押		

资料来源：公开资料整理

（3）抵押型资产支持票据并未要求设立 SPV，仅通过资金监管账户实现现金流的隔离，因此不能实现真实出售和破产隔离；而信托型 ABN 的交易结构与信贷资产证券化非常类似，也是采用信托作为 SPV，因此也实现了真实出售和破产隔离。

4. 信用增级

信用增级是资产证券化能够顺利发行的重要步骤。从已经发行的产品来看，大部分资产支持证券都采用了内部信用增级方法：优先次级的分档设计、储备账户和触发机制的安排、超额利息收入。少数产品采用了外部信用增级，如发起银行提供流动性支持等（田艳杰，2020）。券商专项资管计划，由于存在破产隔离风险，除了内部信用增级之外，更普遍采用了外部信用增级措施，如第三方担保、流动性贷款、差额支付安排等措施。资产支持票据和专项计划一样，主要是外部信用增级，如第三方信用支持、外部现金储备和资产抵质押。表 2 是国内三种资产证券化信用增级方式的对比。

表 2. 国内三种资产证券化信用增级方式对比

资产证券化模式	信用增级
信贷资产证券化	内部信用增级方法包括：(1) 优先次级的分档设计，而且要求发起机构持有至少 5% 的次级证券；(2) 超额利息收入；(3) 设置储备账户；(4) 触发机制安排等； 外部信用增级方法包括：银行提供流动性支持等。外部信用增级方法包括：(1) 银行或者关联企业提供信用担保；(2) 差额支付安排；(3) 流动性贷款等
企业资产证券化	内部信用增级方法包括：(1) 优先次级的分档设计，而且一般来说发起人全额持有次级证券、不可转让；(2) 现金覆盖倍数；
ABN	内部信用增级方法包括：(1) 优先次级的分档设计；(2) 基础资产超额抵押；(3) 触发机制安排等； 外部信用增级包括：(1) 第三方信用支持；(2) 资产抵质押；(3) 外部先进储备等

资料来源：公开资料整理

5. 现金流支付

现金流支付顺序是分档设计的本质要求。信贷资产支持证券的现金流分配最为规范：信托账户下一般分成收益账户、本金账户和储备账户；违约事件发生前，支付顺序为优先级 A 证券到优先级 B 证券，再到次级证券；违约事件发生时，贷款本息合并，先支付优先 A 级的利息，再支付优先 A 级的本金，之后再支付优先 B 级的利息，之后优先 B 级的本金，最后剩余资金归次级证券（表 3）。

专项资产管理计划和资产支持票据并没有设置多账户，券商专项资管计划将支付给优先级的收益本金支付完毕后，剩余金额全部分配给次级收益证券。而资产支持票据则将余额留存给发起人。

表 3. 国内三种资产证券化模式下现金流支付顺序对比

资产证券化模式	现金流支付
信贷资产证券化	信托账户一般风收益账户、本金账户、储备账户和税收账户。不考虑税收和现金储备，违约事件发生前，计息现金流进入收益账户，本金现金流进入本金账户，支付顺序为优先级 A 到优先级 B；违约事件发生时，贷款本息合并，先支付优先 A 级的利息，再支付优先 A 级的本金，之后再支付优先 B 级的利息，之后优先 B 级的本金，最后支付次级本金。
企业资产证券化	专项资产管理人通过中证登系统享受凭证持有人支付本息，支付顺序为首先支付优先级预期收益，再支付优先级本金，余额全部分配给次级证券。
ABN	基础资产产生的现金流直接划付至资金专用监管账户，ABN 本息的偿还顺序：首先偿还优先级利息，再偿还优先级本金，之后偿还次级利息，在之后偿还次级本金，最后余额留存给发起人。

资料来源：公开资料整理

6. 信息披露

资产支持证券的信息披露是在 2007 年次贷危机中备受指责的一环。虽然国内三种资产证券化模式都会披露基础资产、交易结构、信用增级、现金流分配、投资风险揭示、投资者利益保护等信息，但在信息披露方式、内容、频率上都有很大不同（表 4）。目前央行和银监会已经委托银行间交易商协会来具体制定信息披露规则，目前已经出台《个人住房资产支持证券信息披露指引》、《汽车贷款资产支持证券信息披露指引》、《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引》、《不良贷款资产支持证券信息披露指引》。

所有已发行的信贷资产支持证券都在银行间债券市场交易，通过中国货币网、中国债券信息网披露信息，并且信贷资产证券化相关的监管文件、法律基础、会计处理、财税安排等细节均已非常成熟，信息披露兼具及时性和有效性。证券公司专项资管计划可以通过交易所大宗交易平台转让上市，通过券商网站和交易所发布相关公告，信息披露较少。

表 4. 国内三种资产证券化模式下信息披露对比

资产证券化模式	信息披露	信息披露方式
信贷资产证券化	受托机构在资产支持证券发行前的五个工作日，向投资者披露发行说明书、募集办法、评级报告和承销团成员名单。在资产支持证券发行结束的当日或者下一个工作日公布资产支持证券发行情况；在资产支持证券本息对付的三个工作日前公布受托机构报告，反映档期资产支持证券对应的资产池情况和各档次资产支持证券对应的本息对付信息；每年 4 月 30 日前公布注册会计师升级的上年度受托机构报告。受托机构应与信用评级机构就资产支持证券跟踪评级的有关安排作出约定，并应于资产支持证券存续期内每年的 7 月 31 日前向投资机构披露上年度的评级报告。	中国货币网、中国债券信息网
企业资产证券化	管理人、托管人应当自每个会计年度借宿之日起 3 个月内，想资产支持证券投资者披露年度资产管理报告、年度托管报告。每次收益分配前，管理人应当向投资者进行信息披露。装箱资管计划存续期间发生对投资者利益产生重大影响的情形时，管理人应当及时向投资者披露	计划管理人网站、证券交易所
ABN	除了资金用途外，还包括：（1）资产支持票据的交易结构；（2）相关机构出具的现金流评估预测报告；（3）现金流评估预测偏差可能导致的投资风险；（4）在资产支持票据存续期内，定期披露基础资产的运营报告。投资者利益保护方面包括：（1）债项评级下降的应对措施；（2）基础资产现金流恶化或其他可能影响投资者利益等情况的应对措施；（3）资产支持票据发生违约后的债券保障及清偿安排。	非公开定向发行，在《定向发行协议》中约定

资料来源：公开资料整理

企业资产证券化走的是从试点到推广的道路，它的特点是虽然其法律基础、财税安排等方面不如信贷资产证券化，但是也为非金融企业提供了融资渠道，并且其借贷成本大幅低于同时期同期限的银行贷款。截至目前已经发行的资产支持票据均选择非公开定向发行，没有通过公开渠道进行信息披露。资产支持票据起步最晚，与其他模式相比，虽然其基础资产类别同样广泛、交易方式同样多变，但是它最大的特点是不循常规，采用注册制、通知方式选择可表内和表外，适合追求隐秘融资的企业。

7. 总结

我国现有的资产证券化三种模式，从基础资产来看：信贷资产证券化的基础资产主要是金融机构的信贷资产，而企业资产证券化的基础资产虽然原则上是非金融企业的资产，但是在实践中很多金融机构也将它们的信贷资产进行企业资产证券化，例如小贷公司将自己的小额贷款打包进行资产证券化，而银行也可以通过企业资产证券化将它们的其他资产证券化，最为典型的就是信托收益权的资产证券化。近几年来由于监管机构对银行的信贷资产监管比较严格，因此很多商业银行通过将信贷资产转为同业资产规避监管，其中最典型的就是将信贷资产通过银信合作转化为信托收益权，银行信托收益权的基础资产的实质也是银行信贷资产，因此总体上来说，企业资产证券化的基础资产范围更广泛；而资产支持票据的基础资产证券化虽然也是非金融企业的资产，但是由于它发行的证券是在银行间市场交易，因此如信托收益权这样的资产不大可能通过资产支持票据进行证券化。

从交易结构来说，信贷资产证券化是通过信托计划进行资产证券化，由于在试点开始时，对银行信贷资产证券化就进行了比较严格的把控，因此信贷资产证券化交易结构更加规范；而企业资产证券化的交易结构是通过资产支持专项计划进行证券化，目前虽然已经有了一定的经验，但是仍然是摸着石头过河。除此之外，企业资产证券化的交易结构也相对简单，在信用增级等关键问题上还有较多的问题，这也是目前两单资产证券化的违约都出现在企业资产证券化的原因。资产支持票据在刚开始时主要是通过抵押式资产证券化，交易模式非常简单，也不属于典型的资产证券化交易模式，但是随着信托型资产支持票据的出现，资产支持票据的交易模式有逐步向信贷资产证券化交易模式靠拢的趋势，但是从目前来看交易结构还是不够成熟。

从资产证券化的会计和法律问题来看，目前虽然信贷资产证券化和企业资产证券化都可以使发起人的基础资产出表，但是信贷资产证券化由于是通过信托计划进行资产证券化，而信托计划是有我国《信托法》的保障，因此实现了法律意义上的真实出售和破产隔离。企业资产证券化是通过资产支持专项计划进行证券化，并没有如《信托法》这样的法律保障，因此并没有真正实现真实出售和破产隔离；在实际操作中，很多企业资产证券化也仍然是由发起机构兜底。因此目前企业资产证券化的情况更类似于以企业自己的资产作为抵押的抵押债。

从资产证券化的信息披露来看，信贷资产证券化的信息披露相比企业资产证券化要完善。目前我国银行间交易商协会已经出台了信贷资产证券化中《个人住房资产支持证券信息披露指引》、《汽车贷款资产支持证券信息披露指引》、《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引》、《不良贷款资产支持证券信息披露指引》、《小微企业贷款资产支持证券信息披露》等指引，对这些资产的证券化有了详细的信息披露要求，而企业资产证券化和资产支持票据的信息披露仍然比较笼统，这也导致许多企业资产证券化和资产支持票据的投资者，仍然是更关注发起机构的偿债

能力和偿债意愿等情况，而并不是很关注基础资产的现金流。

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. 鄂晨宇（2020）。我国资产证券化的风险隔离机制分析。中外企业家，7，20-20。
3. 田艳杰（2020）。资产证券化过程中信用增级方式研究。时代金融，9，117-118。

收稿日期：2021-07-20
责任编辑、校对：柯郁馨、杨佳华