

张明

zhangming@cass.org.cn

高蓓

gaobeibaby@163.com

邹晓梅

zouxm8948@163.com

## 衔枚疾进 爆发在即

### ——2014年中国资产证券化年度报告\*

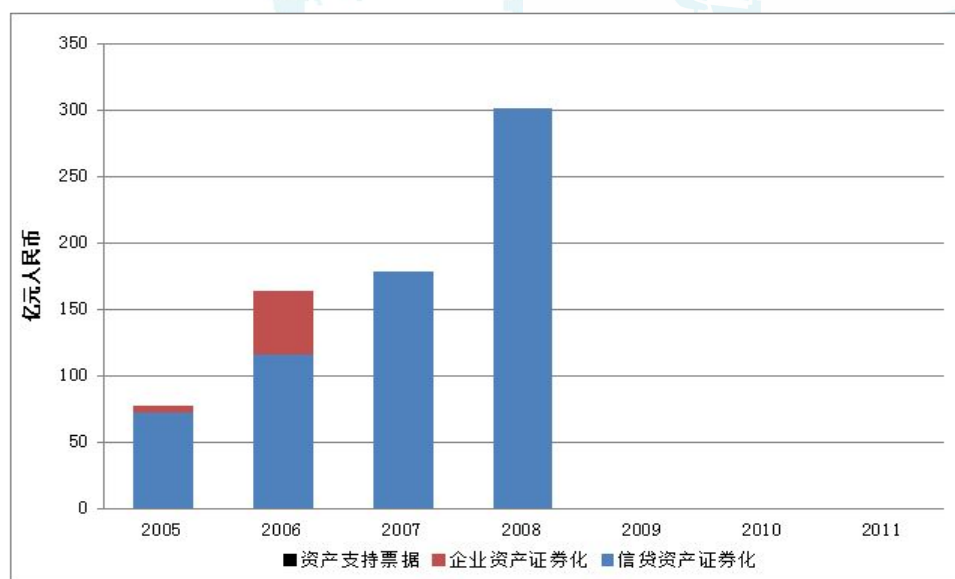
**摘要:** 2014年中国资产证券化市场衔枚疾进,其中将对公贷款作为基础资产的信贷资产证券化产品(CLO)增长迅速,但住房抵押贷款证券化产品(MBS)发展迟滞。导致2014年中国资产证券化市场快速发展的原因,包括利率市场化加速导致银行利差收窄、对影子银行体系的监管加强拓宽了资产证券化发展空间、中国对资产证券化的态度重新转为积极、银行间市场利率走低提高了金融机构发行证券化产品的吸引力等。然而,迄今为止中国的资产证券化发展还面临诸多因素的掣肘,包括收益率对发起人与投资者均缺乏吸引力、MBS市场由于法律问题而发展缓慢、证券化产品定价存在一系列困难、多头监管与审批问题突出、二级市场不活跃导致银行互持严重、缺乏统一的法律框架与规范等。随着利率市场化的进一步推进以及发行机制由审批制改为备案制,中国资产证券化市场有望在未来5年呈现持续快速增长。为进一步推进资产证券化市场的发展,中国政府应加快利率市场化及其配套改革、推动制定资产证券化专项法律、改变目前的市场割裂与多头监管格局、通过壮大投资者队伍与多种制度设计来提高二级市场流动性、加快完善信息披露机制以及防范证券化过程中可能积累起来的潜在风险。

\*张明为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、副研究员。高蓓为中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后。邹晓梅为中国社会科学院研究生院世界经济与政治系博士生。

## 一、2014 年中国资产证券化发展状况

过去十年内，资产证券化在中国的发展可谓一波三折（图 1）。2005 年，中国政府启动资产证券化试点，国家开发银行与中国建设银行在 2005 年 12 月分别成功发行了首单 ABS 与 MBS，标志着中国资产证券化市场的正式开启。此后试点规模在 2006 年至 2008 年期间逐渐增长，在此期间共发行 17 只证券化产品，发行总额达到 668 亿元人民币（钮楠等，2014）。2008 年美国次贷危机全面爆发后，由于认识到证券化产品背后可能隐藏的巨大风险，中国政府停止了资产证券化试点。2012 年，中国政府重启资产证券化试点，首次确定的额度为 500 亿元人民币。在经过 2012 年与 2013 年的酝酿蓄力之后，中国的资产证券化业务在 2014 年衔枚疾进。Wind 的数据显示，2014 年中国资产证券化产品的发行规模达到 3310 亿元人民币，不仅同比增长 10.83 倍，而且显著超过了 2005 年至 2013 年期间资产证券化产品的发行规模之和（1296 亿元人民币）。

图 1 中国资产证券化产品的年度发行规模



资料来源：Wind。

目前中国资产证券化产品主要包括信贷资产证券化、企业资产证券化与资产支持票据（Asset-Backed Notes, ABN）这三大类。其中，信贷资产证券化是指将金融机构

发放的贷款作为基础资产而进行的证券化，该产品在银行间债券市场挂牌交易，由央行与银监会进行监管，其基础资产包括对公贷款、个人消费贷款、住房抵押贷款、汽车贷款等；企业资产证券化是指通过证券公司的协助，将非金融企业的特定资产作为基础资产而进行的证券化，该产品在交易所市场挂牌交易，由证监会进行监管，其基础资产包括收益权、债券与不动产；资产支持票据是指非金融企业以其基础资产产生的现金流为还款支持，在银行间市场发行的一种债务融资工具，该产品由银行间市场交易商协会进行监管（张明等，2013）。根据 Wind 的数据，2014 年中国信贷资产证券化产品、企业资产证券化产品与资产支持票据的发行规模分别为 2825、396 与 89 亿元人民币。不难看出，信贷资产证券化是当前中国资产证券化产品的主体，其发行规模占到 2014 年资产证券化产品发行总额的 85%。

2014 年发行的信贷资产证券化产品共有 66 只，总额 2820 亿元。<sup>1</sup> 其中以对公贷款为基础资产的资产证券化产品（Collateralized Loan Obligation, CLO）占据了主导地位，占到发行总只数的 81% 与发行总金额的 90%（表 1）。此外，2014 年发行的信贷资产证券化产品还包括以汽车贷款、租赁贷款与消费贷款为基础资产的资产支持债券（Asset-Backed Securities, ABS），以及以住房抵押贷款为基础资产的抵押贷款支持债券（Mortgage-Backed Securities, MBS）。根据中金公司的统计，从 2014 年信贷资产证券化的发起人来看，政策性银行、股份制商业银行、国有商业银行与城市商业银行是最重要的四类发起人，各自发行的证券化产品规模占总发行规模的比率分别为 34%、24%、18% 与 13%，此外发起人还包括资产管理公司（4%）、汽车金融公司（3%）、邮政储蓄银行（2%）、农村商业银行（1%）、财务公司与小贷公司等（刘鏊等，2015）。

**表 1 2014 年信贷资产证券化的具体产品类型**

类型	数量	金额（亿元人民币）
CLO	54	2550
汽车贷款 ABS	8	159
租赁资产 ABS	2	17
消费贷款 ABS	1	26
住房抵押贷款 MBS	1	68
合计	66	2820

<sup>1</sup> 这里的数据引自中债资信评估公司（张文彬等，2015），与之前 Wind 的数据略有差异。

资料来源：张文彬等（2015）。

从2014年发行的信贷资产证券化产品的利率类型来看，优先级证券采用固定利率或浮动利率，而次级证券均无票面利率。<sup>2</sup> 2014年浮动利率优先级证券发行规模为2053亿元人民币，占总发行额的73%；固定利率优先级证券发行规模为525亿元人民币，占总发行额的19%；无票面利率次级证券发行规模为242亿元人民币，占总发行额的8%。<sup>3</sup> 2014年发行的优先级证券通常包括优先A档与优先B档（仅消费贷款ABS无优先B档）。<sup>4</sup> 其中优先A档的平均发行利率为5.25%，优先B档的平均发行利率为6.33%，两者相差108个基点（张文彬等，2015）。与2014年上半年相比，下半年优先A档与优先B档的平均发行利率都明显回落，这在较大程度上受到市场的降息预期以及11月的央行降息的影响。

从2014年中国信贷资产证券化产品的信用增级来看，其一，所有产品均采用了优先/次级的内部信用增级措施；其二，所有产品均采用了本金账户与收益账户的金额互转机制，以缓释支付过程中的流动性风险；其三，大多数产品在初始起算日与信托设立日之间普遍设置了3个月以上的封包期，在此期间积累的利息可以形成一定的超额抵押（张文彬等，2015）。

在2014年发行的信贷资产证券化产品中，基础信贷资产均为正常类贷款，这意味着目前的资产证券化是以优质资产为主的。截止2014年12月底，已发行的信贷资产证券化产品的基础资产尚未出现逾期与违约状况，所有到期的优先级证券均正常支付，但基础资产的提前偿还现象较为普遍。<sup>5</sup>

与信贷资产证券化相比，目前企业资产证券化产品的集中度相对较高、单只发行规模较小、同时发行总额也较小。但企业资产证券化的资产类别更加丰富，包括债权、收益权与不动产。但目前以地方政府、地方融资平台作为直接或间接债务人的基础资产（除PPP之外）不能用以发行企业资产证券化产品。我们预计，未来证监会有可能

<sup>2</sup> 中国资产证券化产品主要采用招标发行的方式。首先，由承销商根据优先级证券的信用评级、现金流分期以及市场利率水平来提出各个级别证券的利率区间，然后通过向投资者招标来确定产品最终的利率水平。其中优先级与中间级证券大多以相同评级或类似期限的国债（或者银行间市场中短期票据）为基准，在此基础上加上一定的利差来定价，而次级证券一般不进行定价（钮楠等，2014）。次级证券多为熟悉资产包质量的发起人自行购买，既防止了信用风险，又可以获得超额收益。

<sup>3</sup> 次级证券发行占比一般与基础资产的信用质量、分散程度、超额利差水平以及优先级证券的目标评级等因素密切相关。

<sup>4</sup> 优先B档在偿还次序上低于优先A档，但高于次级证券。

<sup>5</sup> 基础资产的提前偿还将会导致资产支持证券未来的还本付息进程被中断，严重时可能造成资产支持证券违约。

会允许符合一定资质要求与资产质量的地方融资平台发行企业资产证券化项目。

表 2 2014 年以来中国最具典型意义的十大资产证券化产品

产品名称	发行时间	发起人	募集资金规模	特点
2013 年第 1 期、2014 年第 1 期与第 2 期开元铁路专项信贷资产证券化产品	2013 年 11 月、2014 年 2 月	国开行	80 亿元、60 亿元与 60 亿元	这 3 期产品对应的基础资产是国开行贷给中国铁路总公司的 1 笔 200 亿元贷款，3 期产品均按照券面金额比例同顺位享受基础资产收益，是国内首单不分层、无次级证券的产品。
招行 14 年第 1 期	2014 年 3 月	招商银行	81.09 亿元	首单信用卡汽车贷款资产证券化产品
中信启航专项资产管理计划	2014 年 4 月	中信证券	52.1 亿元	以不动产租金收益权为基础资产，是中国发行的首只房地产投资信托基金（REITS）。以北京中信证券大厦与深圳中信证券大厦为投资标的。虽然属于私募发行，但可通过深交所综合协议交易平台挂牌转让。
福元 2014 年第 1 期个人汽车抵押贷款 ABS	2014 年 5 月	福特汽车金融有限公司	8 亿元	国内首次尝试超额抵押设计的汽车抵押贷款证券化产品。
平安 1 号	2014 年 6 月	平安银行	26 亿元	首只在交易所发行的信贷资产支持证券，由于没有事先报告而被央行要求暂缓发行。
邮元 2014	2014 年 7 月	中国邮政储蓄银行	68.14 亿元	资产证券化业务重启以来第一笔 RMBS。
14 华驭	2014 年 7 月	大众汽车金融有限公司	8 亿元	国内首次尝试采纳在触发事件发生前，各层级证券按照比例偿还本金方式的资产证券化产品。
交融 2014	2014 年 9 月	交银金融租赁有限公司	10 亿元	国内首单租赁资产证券化。
汇元 2015	2015 年 1 月	汇丰银行（中国）	13.48 亿元	外资银行首只 CLO 产品。



浦发 2015 工程机械贷款 证券化产品	2015 年 1 月	浦 发 银 行	14.66 亿元	首次以个人工程机械贷款为基 础资产发行证券化产品。
-------------------------	---------------	------------	----------	------------------------------

资料来源：作者自行统计。

## 二、2014 年中国资产证券化迅速发展的原因

2014 年中国资产证券化市场之所以实现了迅速发展，可以主要归结为以下几个原因：

首先，利率市场化步伐的加快显著压缩了商业银行利差，提高了商业银行融资成本，从而使得资产证券化对商业银行的吸引力明显增强。在 2014 年之前，商业银行由于能够坐享不菲的存贷款利差，对优质资产进行证券化的动力不足。然而，进入 2014 年之后，基准存款利率上浮空间增大，基准贷款利率浮动区间完全放开，这导致商业银行的利差收入显著缩小。尤其是随着影子银行体系的发展，商业银行吸引储蓄的成本显著上升，这就增强了商业银行通过资产证券化来加快资产周转速度以及通过自己持有收益率较高的次级证券化资产以获得超额收益的动力。同时，利率市场化往往伴随“金融脱媒”，一方面，银行理财产品和货币市场基金等银行存款替代品的兴起削弱了商业银行的融资来源，另一方面，直接融资市场发展缓慢导致实体经济仍以银行信贷等间接融资为主。商业银行通过资产证券化将信贷资产打包分割成标准化的债券资产，有利于其拓宽融资来源。

其次，对影子银行体系的监管明显增强，这拓宽了资产证券化产品的发展空间。随着中国经济潜在增速的下行，潜在金融风险逐渐浮出水面，而存在监管缺位或者监管力度较弱的影子银行领域，则成为金融风险上升的重点区域。在此背景下，央行与银监会在 2014 年出台了多个文件来规范影子银行体系的发展。尤其是 2014 年 4 月五部委联合发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文），要求商业银行将不合规业务到期清理，按标的资产业务的实质计提资本金及不良贷款拨备，这极大地增加了商业银行通过信贷资产证券化将非标资产（也就目前通过银行理财或通道业务持有的资产）转化为标准化资产的动力。考虑到 2014 年中国银行体系同业存单的发行规模高达 1.4 万亿人民币，而同年中国的信贷资产证券化产品发行规模还不到 3000 亿人民币，这意味着信贷资产证券化业务还有很大的发展空间（赵娟、史尧尧，2015）。

再次，中国对推动资产证券化业务的态度重新转为积极。如前所述，美国次

贷危机爆发之后，由于认识到证券化业务过度发展可能蕴含的风险，中国政府停止了资产证券化试点。直到 2012 年 5 月，央行与银监会才决定重启资产证券化试点。特别是当国务院提出为缓解中小企业融资难、融资贵现象，加强金融支持实体经济发展的目标之后，资产证券化作为“盘活存量”的重要手段，开始得到中国政府的高度重视。如附件 1 所示，从 2013 年起，中国政府陆续出台了多项推动资产证券化发展的政策措施。

第四，2014 年以来中国银行间市场利率水平逐渐回落，提高了金融机构发行证券化产品的吸引力。一方面，迄今为止，金融机构只能将优质资产证券化，而优质资产的违约率低、但收益率同时也较低；另一方面，在 2013 年，受“钱荒”影响，银行间市场利率高居不下。基础资产的低收益率难以覆盖发行证券化产品的高成本，造成资产证券化产品发行受阻。而自 2014 年以来，尤其是 2014 年下半年以来，银行间市场利率逐渐回落，造成金融机构发行资产证券化产品的动力上升。

### 三、中国资产证券化发展过程中面临的问题

虽然 2014 年中国资产证券化发展取得了较大进展，但与欧美国家相比，中国的资产证券化市场尚处于起步阶段。目前来看，资产证券化市场发展还面临着如下问题的掣肘：

第一，对发起人而言，证券化产品的基础资产收益率低，发行成本高，吸引力不强。对投资者而言，证券化产品的平均期限较短，难以满足中长期投资者的需求。如前所述，由于迄今为止金融机构只能将优质资产证券化，而优质资产的收益率普遍较低，当银行间市场融资成本较高时，金融机构没有动力进行资产证券化。尽管这一现象在 2014 年下半年有所改善，但 2014 年 11 月的央行全面降息可能导致基础资产的收益率进一步下降，这可能再度压缩 CLO 利差，从而导致金融机构发行证券化产品的积极性再度下降（钮楠等，2014）。从投资者角度来看，基础资产的低收益率自然会导致证券化产品的低收益率，再加上目前市场上证券化产品的期限结构普遍较短（平均不到 18 个月），这无疑会降低诸如社保基金、保险公司等中长期投资者的投资需求。

第二，与欧美国家相比，中国住房抵押贷款支持证券（MBS）的发展速度非常缓慢，严重滞后于 ABS 的发展速度。在美国与欧洲，MBS 发行额占证券化产品总发行额的比重约在 60-80%，而在中国，这一比重不到 5%。2005 年至今，中国国内仅发行了 3 只 MBS。即使在 2014 年，也仅有中国邮政储蓄银行的 1 只 MBS 发行。导致中国 MBS

市场发展滞后的主要原因，是住房的集体质押转让问题尚未得到妥善解决。在中国现行法律环境下，住房抵押贷款难以实现质押权的批量集中变更登记，这导致质押权不能从发起人手中真正转移至 SPV 手中，也即未能实现真实出售与破产隔离，这无疑会产生较大的不确定性与法律风险。<sup>6</sup> 此外，导致 MBS 市场发展缓慢的原因还包括：一是住房抵押贷款的利率低于一般贷款利率，这种基础资产的低收益率对投资者吸引力不大；二是住房抵押贷款属于银行内部的优质贷款，违约率很低导致风险权重很低，商业银行缺乏将其证券化并转至表外的动力；三是中国购房者提前还款的概率远高于国外居民，造成 MBS 面临较高的提前偿还风险。另外，从美国和日本的住房抵押贷款证券化实践来看，政府支持机构（例如，美国的两房、日本的住房援助机构）在促进 MBS 市场发展方面发挥着十分重要的作用，特别是在早期市场培育阶段。

第三，由于处于市场发展初期，目前中国资产证券化产品的定价问题面临诸多挑战。例如，中国债券市场上国债发行严重不足、企业债市场存在明显分割，导致中国债券市场的基准收益率曲线不完整，从而使得以收益率曲线为基准的利差定价存在困难；又如，由于中国的资产证券化市场刚刚起步，加上中国政府要求只能将优质资产证券化导致关于资产支持证券违约的历史数据非常匮乏，而如果没有违约数据，就很难对风险进行准确定价；再如，中国资产证券化产品的二级市场极不活跃，投资者基本上都是持有到期，这导致市场主体难以实现每日的资产估值，以至于估值仅仅停留在发行利率层面（钮楠等，2014）。

第四，中国资产证券化业务的多头监管问题突出、审批过程耗时费力，严重制约了资产证券化的发展。一方面，目前资产证券化产品在创设、发行、审批、交易、监管等环节除了分别涉及“一行三会”，还涉及财税、住建、国土等其他政府部门，这无疑会显著延长审批周期、增加发行成本。另一方面，目前信贷资产证券化与企业资产证券化分别面临不同的监管主体、监管规则，并在彼此分割的市场上发行。2014 年 6 月，央行叫停平安银行交易所信贷资产证券化项目一事，更是将资产证券化的多头监管问题推上了风口浪尖。此外，即使对信贷资产证券化而言，也面临着银监会与

---

<sup>6</sup> 已经发行的建元 2005 与建元 2007，按照建设部《关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》的规定，在信托设立的半年内，对入池贷款的抵押权进行了批量变更。而在建元 2014 中，邮储银行尝试了在信托设立时不办理抵押权的变更登记，而是改在发生违约事件时办理（钮楠等，2014）。



央行的双头监管。<sup>7</sup> 在之前的审批制下，监管部门需要逐笔对信贷资产证券化产品进行审核，审核内容不仅包括发行主体的资质，而且还包括入池资产与发行规模等具体内容。事实上，尽管 2014 年中国资产证券化业务获得较快发展，但试点额度并未用满，其中很重要的问题即在于审批制度。但令人振奋的是，在 2014 年 11 月，银监会与证监会双双宣布将资产证券化产品的审批制改为备案制，这无疑会显著缩短审批时间、提高发行效率、降低发行成本，从而显著促进资产证券化的发展。

第五，目前中国资产证券化产品的二级市场极不活跃，银行互持现象严重，这造成资产证券化并不能真正分散银行体系的风险。由于目前资产证券化产品主要在银行间债券市场发行，导致大约 60-70% 的证券化产品被银行体系交叉持有（余吉力与陈沛麒，2014）。由于风险依然停留在银行体系内部，使得资产证券化在分散风险以及降低融资成本方面的作用不能得到充分发挥。不过，从 2014 年下半年起，已经有券商、资管、基金、保险等投资者开始投资证券化产品，RQFII 也开始参与汽车贷款 ABS 的投资，这将会逐渐降低银行相互持有证券化产品的比例，从而逐渐发挥资产证券化的风险分散功能。

第六，目前中国缺乏关于资产证券化的统一法律框架，由此产生的一系列问题制约了资产证券化市场的发展。首先，对资产证券化的基础资产而言，由于缺乏统一的标准定义与登记公示制度，导致无法实现真实出售与破产隔离的功能；其次，信贷资产证券化市场与企业资产证券化市场彼此割裂，难以实现互联互通。例如，与信贷资产证券化相比，企业资产证券化在法律完整性、税务中立性和会计处理明确性等方面不及前者完备，从而影响了后者的发展。再次，中国资产证券化产品面临着重复征税风险。例如，根据相关法律，金融机构销售有价证券需要交纳 5% 的营业税。由于资产证券化产品结构复杂，多次出售可能面临重复征税问题。尽管 2006 年 2 月财政部和国税总局出台的《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》为信贷资产证券化提供了税收优惠，但企业资产证券化依然缺乏相关依据。又如，目前在中国发展 REITs 市场的关键在于能否改善税负过重的问题。例如，对 2014 年中信证券发行的私募 REITs 而言，虽然不需要缴纳土地增值税、契税与营业税，但仍需缴纳所得税与印花税，市场传闻中信仍为此缴纳了数亿人民币的税费。

---

<sup>7</sup> 国内金融机构申报信贷资产证券化，需要分别向银监会与央行取得“资格审批”与“项目审批”。在发行产品时，银监会首先审批资格，等发行时再去报央行核准，审批周期至少需要 6 个月，央行核准也需要 1 个月（赵娟、史尧尧，2015）。

#### 四、前景展望与政策建议

随着利率市场化的加快推进以及资产证券化产品的发行机制由审批制改为备案制，中国的资产证券化市场有望在未来 5 年实现爆发式增长。钮楠等（2014）预计，2015 年中国信贷资产证券化产品的发行规模将达到 4000 至 5000 亿人民币左右，其中城商行与农商行将在发行只数上占据半壁江山。此外，交易所市场的证券化产品将呈现爆发式增长。中金公司预测，中国的资产证券化规模将在未来五年内达到 2 万亿元人民币的规模，年均增速将达到 40% 以上，资产证券化产品占 GDP 的比重将由目前的不到 0.5% 提高至 2%（刘鎏等，2015）。笔者认为，从 2015 年起，除传统信贷资产证券化业务与企业资产证券化业务仍将维持高速增长之外，住房抵押贷款证券化（MBS）、公募 REITs 以及资产证券化产品的可质押回购等市场也有望进入快速发展阶段。

之所以做出上述乐观判断，是与欧美国家相比，中国的资产证券化市场仅仅处于起步阶段，未来面临巨大的发展机遇。首先，从资产证券化产品的发行规模来看，截止 2014 年底，美国资产支持证券的存量约为 10 万亿美元，欧洲约为 1.77 万亿美元，日本约为 1533 亿美元，而中国只有 464 亿美元（刘鎏等，2015）；其次，从资产证券化产品存量占 GDP 的比率来看，在 2014 年底，美国高达 60%，英国、日本与德国分别为 22%、3.6% 与 2.8%，而中国不到 0.5%（刘鎏等，2015）；再次，从资产证券化产品存量占债券市场的比重来看，根据美国证券业协会（SIFMA）的统计，截止 2012 年底，美国资产支持证券的存量达到 9.8 万亿美元，占美国债券市场总量的 25.9%，在市场规模上仅次于美国国债，而显著高于公司债。相比之下，目前中国资产证券化产品存量占债券市场存量的比重不到 1%；第四，从 MBS 发行额占证券化产品发行额的比重来看，在美国与欧洲，这一比重约在 60-80%，而中国的这一比重不到 5%。这意味着，对中国而言，无论是资产证券化整个品种，还是 MBS 这一具体类型，都具有巨大的发展潜力。

此外，我们认为，不良资产证券化未来 5 至 10 年可能在中国获得极大发展。未来几年内，外需将依然保持低迷，中国经济潜在增速也将下行。这意味着中国经济可能进入痛苦的去杠杆化阶段。在这一阶段中，银行体系的不良贷款风险将逐渐显现，这可能同时发生在银行的表内与表外。在过去几十年的实践中，中国政府主要通过向银行注资来帮助银行注销不良资产、通过成立不良资产管理公司来帮助银行剥离不良资产、通过维持存贷款利差来帮助银行逐渐消化不良资产等做法。这些做法尽管很成

功，但同时代价不菲，而且加大了政府对银行体系的干预。我们预计，在未来十年内，作为一种更加市场化的不良资产处置方式，资产证券化将被中国商业银行普遍采用。这意味着资产证券化将在中国迎来快速发展的新时代。事实上，资产证券化在美国与日本的加速发展，也各自发生在 1980 年代的储贷协会危机与 1990 年代初期的泡沫经济破灭之后（张明等，2013）。

为进一步促进中国资产证券化业务的快速及可持续发展，我们在此提出若干政策建议：

第一，加快利率市场化改革及其配套改革。利率市场化的尘埃落定，特别是基准存款利率的最终市场化，将会进一步压缩银行利差空间，迫使商业银行寻找新的收入来源以及加快资产周转率，这无疑会提高资产证券化对商业银行的吸引力。此外，在风险可控与信息充分披露的前提下，应该允许商业银行将风险程度更高的资产（甚至不良资产）进行证券化，这不仅能够提高商业银行作为发起人的积极性，也有助于提高证券化产品的收益率从而增强对投资者的吸引力。不过，在此之前，必须打破目前的刚性兑付格局，允许影子银行产品违约，从而不仅增强投资者的风险意识，而且有助于完善证券化产品的定价机制。

第二，应尽快推动全国人大制定资产证券化的专项法律，对现行立法中阻碍资产证券化发展的规定进行调整和突破，建立关于资产证券化产品发行、上市、交易的统一规则，为中国的资产证券化发展制定规范合理的发展框架（高新国，2014）。例如，应解决制约 MBS 发展的房地产质押权的集体转让问题，应解决证券化产品可能面临的重复征税问题，应统一各类证券化资产的真实出售与破产隔离问题等。

第三，应改变目前中国证券化产品的市场割裂与多头监管问题，实现银行间市场与交易所市场的互联互通。我们必须清醒地看到，市场割裂与多头监管的问题背后，是监管部门的权力博弈，这才是 2014 年平安 1 号事件之所以爆发的逻辑。因此，需要更高层级的部门（例如国务院）出面协调，在一行三会之间建立一个针对资产证券化业务进行统一、规范监管的体系与机制，促进信贷资产证券化市场与企业资产证券化市场的互联互通与相互融合，如此才能提高资产证券化产品的流动性，有效发挥其分散风险与降低融资成本的功能。

第四，应该大力发展资产证券化产品的二级市场，降低商业银行相互持有各自证券化产品的比重。首先，应该壮大非银行机构投资者的队伍。例如，可以引导货币市

场基金、其他公募基金、符合特定条件的个人投资者以及外国机构投资者投资于中国的资产证券化市场；其次，应该通过回购、做市商制度、银行间市场与交易所互联互通、第三方流动性支持等制度安排来提高二级市场的流动性；再次，应该建立权威、完善、可靠的独立第三方信用评级体系，来为投资者的定价与交易提供可靠的参考。

第五，应该进一步完善与资产证券化业务相关的信息披露机制。在备案制实施之后，加强信息披露机制将成为最重要的风险控制手段（张文彬等，2015）。一方面，应实现真实完备的信息披露，加强基础资产尽职调查与存款期内的持续管理，缓解投资者面临的信息不对称问题；另一方面，应通过投资者教育，加强其风险识别能力。此外，还应强化参与机构的自律行为，尤其是应该注重加强各种行业协会的自律行为。

第六，应该充分吸收美国次贷危机教训，从证券化市场发展初期开始就充分注重控制其过度发展可能造成的风险。这具体包括应该控制基于同一基础资产的重复衍生行为、防止资产证券化链条变得过长与过碎、保持最终投资者对原始基础资产的理解能力、克服外部评级机构面临的利益冲突、避免由于刚性兑付现象引发的道德风险、加强对具有系统重要性的金融机构的监管等。



### 参考文献：

1. 高新国（2014）：“资产证券化的障碍与对策”，《中国金融》，第10期。
2. 刘逵、边泉水、梁红（2015）：“中国资产证券化爆发式启动”，中金公司中国宏观专题报告，2月9日。
3. 钮楠、邱晔、周腾、杨珺皓（2014）：“中国信贷资产证券化行业最新发展与展望”，中诚信国际信用评级有限公司，12月。
4. 余吉力、陈沛麒（2014）：“资产证券化：影响及风险”，《中国经济报告》，第4期。
5. 张明、邹晓梅、高蓓（2013）：“中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望”，《上海金融》，第11期，第31-36页。
6. 张文彬、冯晓、陶健（2015）：“中债资信信贷资产证券化市场运行报告”，中债资信评估有限责任公司，第1期。
7. 赵娟、史尧尧（2015）：“顶层设计仍待完善 注册制或引资产证券化大爆发”，《经济观察报》，1月30日。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

附件1 迄今为止中国政府出台的关于资产证券化的主要政策

时间	部门	文件名	主要内容
2005年4月	央行、银监会	《信贷资产证券化试点管理办法》	信贷资产证券化产品在全国银行间债券市场上发行和交易，银监会监督管理有关机构的信贷资产证券化业务活动，央行监督管理资产支持证券在全国银行间债券市场上的发行与交易活动。
2006年2月	财政部、国税总局	《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》	为信贷资产证券化提供税收优惠。
2007	国务院		批复扩大信贷资产证券化试点。
2012年5月17日	央行、银监会、财政部	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	扩大信贷资产证券化试点，规定发起人自持的最低档次证券比例不得低于发行总额的5%。
2012年8月3日	交易商协会	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	启动资产支持票据发行。
2013年3月15日	证监会	《证券公司资产证券化业务管理规定》	券商资产证券化业务为其8年的试点宣告结束，开始转为常规业务。
2013年7月5日	国务院办公厅	《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》	逐步推进信贷资产证券化常规化发展，盘活资金支持经济结构调整。
2013年8月28日	国务院常务会议	决定进一步扩大信贷资产证券化试点	在实行总量控制的前提下，扩大信贷资产证券化试点规模。优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易。
2013年12月31日	央行、银监会	央行、银监会公告2013年第21号，进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为	自持比例不得低于发行总额的5%，持有最低档次证券的比例不得低于该档发行额的5%。
2014年4月	央行、银监会、证监会、保监会、外管局	《关于规范金融机构同业业务的通知》（127号文）	要求将不合规业务到期清理，按标的资产业务实质计提资本及拨备，这增加了银行将非标资产转为标准化资产的压力，增强了银行通过信贷资产证券化将非标转标的动力。
2014年5月8日	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	统筹推进符合条件的资产证券化发展。
2014年7	保监会	《项目资产支持计	规定保监会对保险资管作为SPV的

月 28 日		划试点业务监管口径》(197 号文)	监管口径, 规定资产种类限于信贷资产、金融租赁应收款和每年获得固定分配的收益且对本金回收和上述收益分配设置信用增级的股权资产, 其中股权资产的信用增级方式包括保证担保、抵押担保和质押担保。
2014 年 11 月 20 日	银监会	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	信贷资产证券化业务由审批制改为备案制。
2014 年 11 月 21 日	证监会	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	取消事前行政审批, 实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。将管理人范围扩展至基金子公司, 并将租赁债权纳入基础资产范围, 将资产证券化发行定位为私募发行, 明确资产支持证券可以按照规定在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行挂牌转让
2015 年 1 月	银监会	《关于中信银行等 27 家商业银行开办信贷资产证券化业务资格的批复》	27 家股份制银行与城市商业银行获得开办信贷资产证券化业务的主体资格
2015 年 1 月 6 日	住建部	积极推进 REITs 试点	北上广深通过试点, 将已建成的保障房证券化, 来为后续建设提供资金。

资料来源: 刘鏊等 (2015), 作者进行了补充。

## 附件 2 中国社科院世界经济与政治研究所资产证券化小组近年来的研究成果

1. 张明、邹晓梅、高蓓（2013）：“中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望”，《上海金融》，第 11 期，第 31-36 页。文章被日本《中国资本市场研究》（季刊）2014 年 Vol. 8-1 全文转载。
2. 高蓓、张明、邹晓梅（2014）：“资产证券化的国际经验”，《中国金融》，第 10 期。
3. 邹晓梅、张明、高蓓（2014）：“美国资产证券化的实践：起因、类型、问题与启示”，《国际金融研究》，第 12 期，第 15-24 页。
4. 邹晓梅、张明、高蓓（2014）：“资产证券化的供给与需求：文献综述”，《金融评论》，第 4 期，第 99-111 页。
5. 邹晓梅、张明、高蓓（2015）：“欧洲的资产证券化：发展历程、特色产品及其对中国的启示”，《上海金融》，第 1 期。
6. 邹晓梅、张明、高蓓（2015）：“资产证券化能够提高商业银行的盈利水平吗？”，工作论文（已进入匿名审稿程序）。
7. 高蓓、张明、邹晓梅（2015）：“资产证券化与商业银行经营稳定性”，工作论文（已投稿）。
8. 张明、邹晓梅、高蓓（2015）：“中国资产证券化 2014 年年度报告”，工作论文。