

张 明

zhangming@cass.org.cn

何为资产证券化？ ——资产证券化系列评论之一

笔者在《上海经济评论》上连载的中国金融系统性风险系列评论（共九篇）已经结束了。下一个系列评论，笔者之所以选择资产证券化，是因为这与上一个系列之间存在有机联系。正如笔者在中国金融系统性风险系列评论文章中所指出的，未来几年内，随着企业部门的去杠杆以及房地产市场的调整，中国商业银行体系不良贷款比率快速上升将是个大概率事件。由于中国政府的债务水平已经今非昔比，政府很难再次承受完全由自己买单的负担，因此不得不采取一些更为市场化的公私合作（Public Private Partnership, PPP）式的不良贷款处理方法。笔者坚信，资产证券化这一金融手段，将在下一波不良贷款处理浪潮中扮演重要角色。资产证券化很可能成为未来五至十年内中国金融市场上最热门的语汇之一。

资产证券化（Asset-Backed Securitization）究竟其意何指呢？根据被誉为“资产证券化之父”的美国耶鲁大学金融学教授弗兰克·法博齐（Frank Fabozzi）的定义，“资产证券化可以被广泛地定义为一个过程。通过这个过程，可以将具有共同特征的贷款、消费者分期付款合同、租赁合同、应收账款或其他不流动的资产，包装成可以在市场上交易的、具有投资特征的带息证券”。笔者认为，法博齐的这个定义，可谓是众多版本中最直观但也最精炼的概括。

从上述定义中，我们可以将资产证券化的过程概括为以下几个要点：第一，资产证券化的基础资产（Underlying Assets）是能够在未来产生可预测现金流的特定资产（例如居民住房抵押贷款、高速公路过路费、写字楼租金收入等）。华尔街有句名言，即无论什么资产，只要能够提供稳定的现金流，就一定能够把它证券化；第二，资产证券化的最终结果，是为金融市场上的投资者提供了一批标准化的带息证券；第三，在资产证券化的过程中并没有商业银行来发挥作用，这意味着资产证券化属于直接融资的范畴。所谓直接融资，是指借款者与储蓄者通过金融市场而非商业银行来实现资金转移以及相关收益与风险匹配的过程。

让笔者以最早产生的也是金融市场上最普遍的一种资产证券化产品——住房抵押贷款支持证券（Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS）——为例，来介绍一个最简单的资产证券化过程的流程，以及分析该过程能够为融资者与投资者带来的好处。

假定商业银行 A 在 2014 年给 1 万个符合贷款标准的家庭提供了每笔均为 200 万元人民币的住房抵押贷款，期限均为 20 年。在没有资产证券化的情况下，A 银行要花上 20 年才能全部收回上述贷款，资金周转速度太慢。但对 A 银行而言，由于这 1 万个家庭每个月都要还本付息，这意味着 A 银行能够定期收到非常稳定的现金流，这就具备了将这 1 万笔住房抵押贷款证券化的基础。

标准的资产证券化流程分为以下几步：第一步，商业银行 A 注册成立一个空壳公司 B，B 公司没有任何其他业务，本身与 A 银行之间没有任何股权或债权关系；第二步，商业银行将上述 1 万笔住房抵押贷款（期限 20 年、总金额 200 亿人民币）的所有相关收益与风险，以 180 亿人民币的价格转移给 B 公司。这相当于 B 公司因此获得了一个能够定期产生稳定现金流的资产池；第三步，B 公司聘请承销商 C 投资银行来设计并销售资产证券化产品。C 公司建议 B 公司以上述资产池产生的现金流为支持，发行两种不同类型的债券。一种债券为价值 140 亿美元优先级债券，收益率为 4%；另一种债券为价值 45 亿美元次级债券，收益率不定。这两种债券的区别在于资产池所产生现金流的分配规则：从 B 公司资产池中所产生的现金流，首先必须完全满足优先级债券的还本付息，之后剩余的现金流，在扣除必要费用后，全部发放给次级债券的持有者。这种分配规则，意味着优先级债券的风险要低于次级债，同时也意味着次级债券的预期收益率必然高于优先级债券；第四步，B 公司聘请独立评级公司 D 为上述优先级与次级债券进行信用评级。最终 D 公司为优先级债券给出 AA 信用评级，

为次级债券给出 BBB 信用评级；第五步，在获得信用评级后，C 公司开始在市场上销售上述债券。最终 C 公司向风险偏好较低的机构投资者（例如养老基金与保险公司）卖出了全部的优先级债券，向风险偏好较高的机构投资者（例如信托公司与投资银行）卖出了全部的次级债券；第六步，B 公司向 A 银行支付购买 1 万笔住房抵押贷款的费用 180 亿元；第七步，B 公司选择一家金融机构 E 作为服务商（Servicer）。E 机构负责对 1 万笔住房抵押贷款进行日常管理，并将获得的本息收入定期支付给购买上述债券的机构投资者。

对作为资产证券化发起人(Originator)的 A 银行而言，它通过资产证券化过程，将缺乏流动性的长期资产转变为即期现金收入，一方面增强了资产周转速度，另一方面通过降低了风险资产规模而提高了资本充足率。对机构投资者而言，它们根据各自的风险偏好选择了收益率迥异的金融产品。承销商 C 获得了佣金收入，评级公司 D 获得了评级费，而服务商 E 获得了管理费。不难看出，这是一种有关各方均能获得好处的多赢结局。

对金融市场而言，作为一种直接融资形式，资产证券化的出现丰富了企业与金融机构的融资手段，降低了有关主体对商业银行间接融资的依赖程度，能够更好地满足不同类型的融资者与投资者多样化的投融资需求，同时也能更好地匹配有关各方的收益与风险。总之，资产证券化是一项意义深远的重大金融创新。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

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。