

资产证券化产品及其交易

深圳证券交易所综合研究所 毛志荣

一、海外资产证券化产品的发展和特征

资产证券化自六、七十年代以来迅速发展。2000 年世界总发行量达到 3500 亿美元。在美国，资产证券化市场上占主导地位的房地产贷款支持证券(MBS)从九十年代到本世纪初迅猛发展。从 1990 年到 2003 年底，发行量的年平均增长率达到 43.7%，MBS 市场已成为仅次于联邦债市的第二大市场，2003 年底达 3.14 万亿美元。在欧洲，1986、1987 两年发行的资产支持证券(ABS)总量仅为 17 亿美元，到 1996 年达到 300 亿，1998 年 466 亿美元，2002 年达到 792 亿欧元。2002 年欧美 ABS 的存量为 1 万 5 千 4 百亿美元。

澳大利亚被认为世界上第二大 ABS/MBS 活跃市场，2000 年的年发行量超过 300 亿澳元。在亚洲地区，资产证券化于 1995 年兴起，之后在香港、日本、韩国、等地区迅速发展。据标准普尔最近估计，今后几年内该地区的市场潜力将以 25% 的速度增长。

表 1 欧美 MBS 和 ABS 的发行量

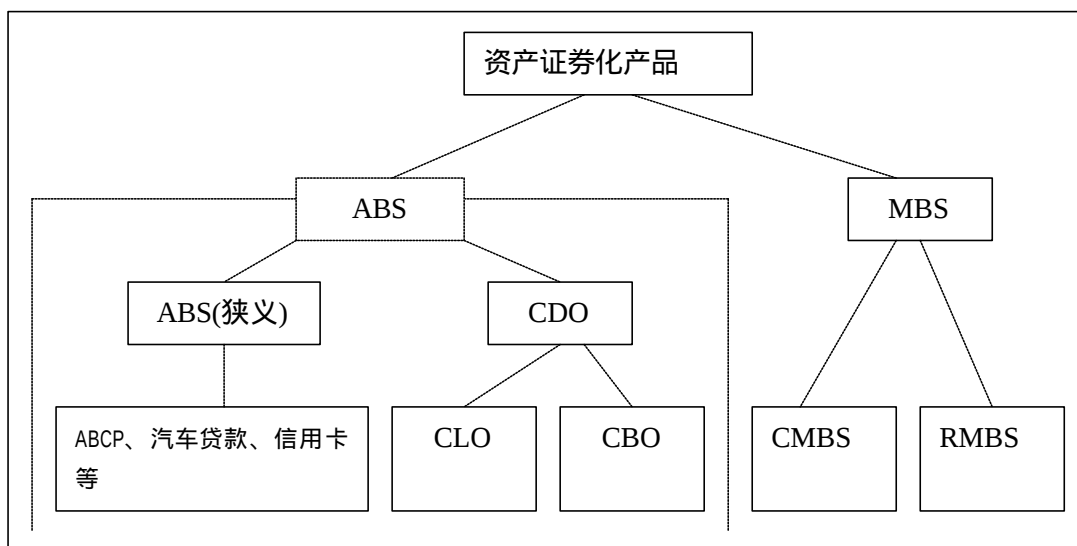
	MBS	ABS	总计
美国(十亿美元)(2003 年)	3,144	581	3,725
欧洲(十亿欧元)(2002 年)	78.5	79.2	157.7

数据来源：BondMarket Association.

(一) 产品的分类

欧美市场上的资产证券化产品基本上可以分为资产支持证券(Asset-Backed Securities, ABS)和房屋抵押贷款证券 (Mortgage-Backed Securities, MBS) 两大类。在 ABS 中可以分为狭义 ABS 和 CDO 两类，前者包括信用卡贷款、学生贷款、汽车贷款、设备租赁、消费贷款、房屋资产抵押贷款 (home equity loan) 等为标的资产的证券化产品，后者是近年内迅速发展的以银行贷款为标的资产的证券化产品。(见图 1)

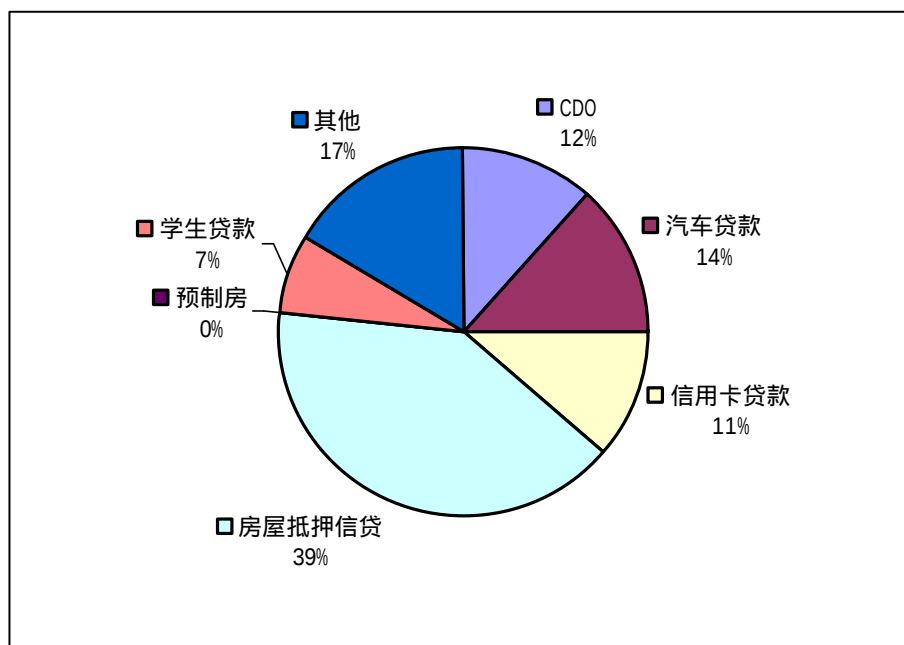
图 1 资产证券化产品的分类



注：ABS：资产支持证券；MBS：房地产抵押贷款支持证券；CMBS：商业地产抵押贷款支持证券；RMBS：住宅地产抵押贷款支持证券；CDO：抵押债务权益；CLO：抵押贷款权益；CBO：抵押债券权益。

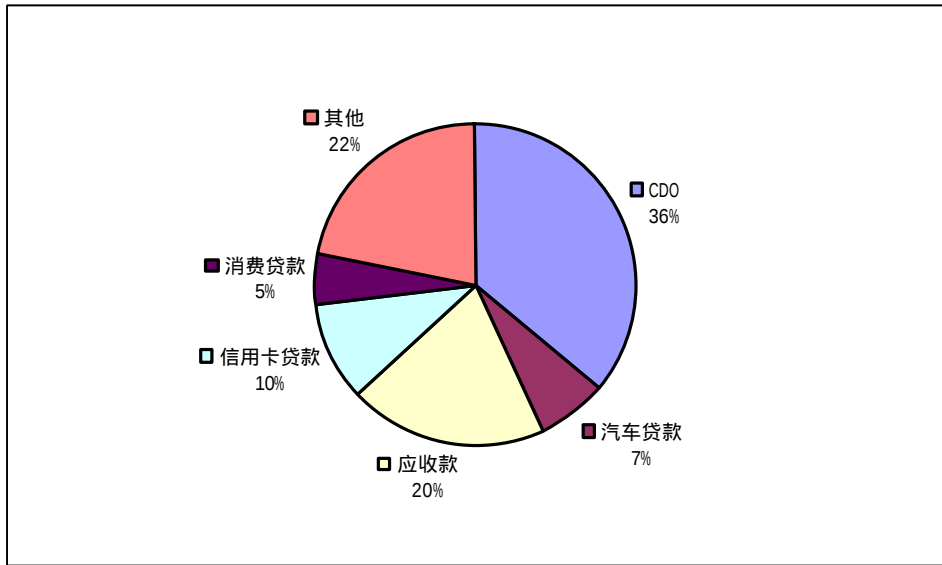
在美国 ABS 市场上房屋资产抵押贷款占主流，所占比例达 39%；而在欧洲，CDO 占市场主要地位，所占比例达 36%。在其它的资产支持证券中，信用卡贷款和汽车贷款在美国和欧洲证券化产品市场上都占较高的比重(图 2、3)。

图 2 2003 年美国 ABS 资产类型分类



数据来源：The BondMarket Association

图 3 2003 年欧洲 ABS 资产类型分类



数据来源：The BondMarket Association;2003 年前 3 季度数据。

（二）资产证券化产品交易平台和流动性分析

ABS 和 MBS 产品的二级市场主要是交易所之外的“柜台交易”市场。在欧洲和美国构成 ABS 和 MBS 产品交易市场的是众多的固定收益证券交易系统。自上世纪九十年代末以来，固定收益证券交易系统经历了发展、整合、再发展的历程。美国的固定收益证券交易系统在 1997 年有 11 家，经过几年的行业整合、淘汰和合并，为固定收益证券提供交易服务的系统发展到 2002 年的 58 家。在欧洲，固定收益证券交易系统随着固定收益证券市场的发展而稳步增长，从 2000 年 5 家增加到 2002 年的 29 家。

具有 ABS 和 MBS 产品交易功能的系统在固定收益证券交易系统之中的比例在 20 %-30%之间（如表 3 所示）。

表 3 欧美具有 ABS 和 MBS 的系统数

系统	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ABS	0	1	2	6	6	6
MBS	2	3	5	14	8	12
行业系统数	11	27	40	72	79	87

资料来源：The BondMarket Association.

固定收益证券交易系统的功能是为证券经纪商和机构投资者提供交易服务。由于产品和交易

者需求的多样性，交易系统采取多种交易服务形式（见表4）。主要的交易服务模式有以下几种：

（1）发行竞价模式（Auction）主要用于会员间的发行竞价，通常发行人将证券的发行条件向会员公布，会员报价申购，最高价格或最低收益率为最优价，即成交价。有些系统上使用申购者的实名，有些系统不公开有关申购者的信息。（2）价格配对模式（Cross-Matching），交易系统的网络将经纪商和机构投资者联系起来，证券买卖的报价通过系统实时或定时向会员发布，在买卖双方报价配对时，自动形成交易。（3）经纪人交易模式（Interdealer），交易系统执行经纪商的“经纪人”的功能，交易系统通过电子“经纪人”自动执行经纪商之间无记名的委托交易。（4）集中交易模式（Multi-Dealer），交易系统集中买卖报价，显示经纪人的最高买入和最低卖出报价。（5）经纪选择模式（Single-Dealer），交易系统允许投资者与选定的经纪商直接进行交易。

表4 固定收益证券“场外”交易系统的交易模式

交易模式	1997	1998	1999	2000	2001	2002
竞价	1	2	10	14	16	14
价格对配	2	6	8	22	25	17
经纪人交易	1	0	5	10	15	21
集中交易	0	4	3	9	10	13
经纪选择	7	12	13	17	19	22
其他	0	2	1	0	0	0
总计	11	27	40	72	79	87

资料来源：The Bond Market Association。

值得指出的是，尽管上述“场外”交易系统的数量在过去几年有了很大的发展，但从交易模式来看，交易系统并没有经历“革命性”的发展。在固定收益证券交易市场的发展过程中，交易系统为投资者交易服务的功能有了明显的改善，提高了固定收益证券经纪商和机构投资者的交易能力，而交易模式并没有发生根本的改变。

固定收益证券交易系统的客户遍及欧美各地，交易系统的网络是系统运行的支柱。从交易系统的网络构成看，44%的系统利用 Internet 作为网络平台。信息技术在网络构建中起了重要作用，并将继续影响交易系统网络平台的发展。

（三）资产证券化产品信息披露的特点和要求

资产证券化产品的信息披露主要通过两个方式进行，第一，发行人定期向投资者和信用评级机构发布项目运行报告；第二，信用评级机构根据资产证券化发行人（SPV）结构、标的资产、

行业和整体经济情况，发布资产证券化产品的信用评级报告。这两种方式贯穿于资产证券化产品的发行和交易阶段。在发行阶段，对投资者披露的信息主要包括发行人的招募说明书和信用评级机构出具的信用分析和等级报告。在交易阶段，发行人有责任通过服务商将发行机构（SPV）的经营情况向投资者和信用评级机构披露。

信用评级机构的报告是资产证券化产品信息披露的一个重要组成部分。信用评级机构对资产证券化产品的信息披露功能主要通过两个方面实现：证券发行时的信用评级和证券信用等级的升、降级报告。

信用评价机构的公开信用等级报告是资产证券化产品发行阶段的一个必不可少的部分，其作用显而易见。在交易阶段，信用评价机构对资产证券化产品信用等级的升、降级报告，直接反映了资产证券化产品的现状和隐含的风险，降低了信息的不对称程度，为产品交易提供了重要的参考依据。据证券信用评级机构 Fitch Ratings 的统计，2002 年美国 2.6% 的资产证券化产品（按债券层 Trenches 计算）发行后被降级，8% 被升级；在欧洲，降级和升级的比例分别是 2.8% 和 4.8%。

二、中国资产证券化发展环境分析

中国的资产证券化实践先于理论的探索。早期的资产证券化实践可以追溯到 1992 年三亚市丹洲小区将 800 土地作为发行标的物，以地产销售和存款利息收入作为投资者收益来源而发行的 2 亿元地产投资券。在此以后，资产证券化的离岸产品取得了很大的成功。中国远洋运输总公司、中集集团、珠海高速等离岸资产证券化项目为中国资产证券化的实践提供了成功的经验。近年来，中国资本市场上尽管还没有出现实质意义上的资产证券化操作，但各方面都密切关注着这一广阔市场，纷纷推出资产证券化方案和产品构想。最引人注目的是在信托产品创新、房地产抵押贷款证券化、不良资产的证券化处理等领域的准备和开拓工作。这些产品的创新和开拓为资产证券化在中国的进一步发展创造有利条件。在此同时，必须看到在现有的法律制度下，资产证券化实践依然面临着许多实施环境上的障碍。

（一）资产证券化发展的有利条件

1. 离岸资产证券化产品的成功经验

中国的离岸资产证券化项目如珠海高速公路、中国远洋运输总公司和中集集团应收款等，为国内的证券化实践提供了成功经验，揭示了资产证券化成功运作的共同要点：（1）标的资产的质量良好，具有可预测的稳定现金流；（2）法律运作框架至关重要，设在海外的 SPV 既可以避免

国内法律制度的障碍，又可以利用国外成熟市场已建立的相关法律体系。(3) 规范的信用增级操作，保证资产证券化产品获得必须的信用等级。(4) 充分利用有经验的中介服务机构，构建合理的产品结构，提供有效的发行和维护服务。(5) 广泛的销售网络，保证资产证券化产品可以成功地被投资者所接受。(6) 活跃的海外二级市场为资产证券化产品的成功发行创造了条件，同时也降低了产品流动性溢价 (liquidity premium)，提高了产品的竞争力。

2. 信托计划在资产证券化实践中的作用

信托计划是资产证券化实践中 SPV 的主要形式。中国的信托行业从 2001 年开始进入了一个新的发展阶段。近年来,信托的创新主要在以下几个方面:(1) 克服发行限制,推动信托权益凭证。在实践中,信托机构在管理、运用和处理信托集合资金时,按规定信托合同不得超过 200 份,每份合同金额不得低于 5 万元。信托公司在向有关部门争取信托产品公募的同时,力图通过发行创新,突破发行数量上的障碍。信托权益凭证是一种突破形式。2001 年的《信托法》对收益权作了重要的法律规定:收益人的信托收益权可以转让和继承;收益人的收益权期限可以与信托合同一致;信托文件可以对共同收益人的收益权的分配比例作出规定。信托公司依据《信托法》发行的信托收益凭证突破了发行信用合同 200 份的限制;而且收益权凭证可以转让,为发展信托收益权的交易市场打下基础。最近信托收益权凭证被成功地运用于不良资产处理(如华融资产管理公司和中信信托以信托受益权方式处理 132.5 亿元债权资产)和房地产信托(如中煤信托的“荣丰 2008 项目财产信托优先受益权”)的实际操作中。

(2) 增加产品种类。信托公司近年来在单一资金信托、集合资金信托、不动产信托、动产信托、公益信托等领域不断开拓新产品。值得关注的是,一些集合资金信托形式的产品创新已经具有资产证券化的主要特征。资产租赁信托、汽车按揭信托、住房按揭信托、外汇资金信托、证券投资信托等产品的开发和推广正在成为信托公司业务发展的战略重点。

3. 资产证券化实践已形成发展重点

国内(在岸)资产证券化产品和项目尽管不能称为从严格或标准意义上的资产证券化实践,但已经形成了资产证券化发展的一些特点和趋势。1) 资产证券化实践的主要领域在房地产、不良资产的处理和基础设施行业。2) 与房地产行业发展密切相关的房地产抵押贷款证券化成为国内外专业机构的发展战略重点,政策和技术准备工作正在进行中。3) 资产证券化的操作特征逐步强化,如伊斯兰信托将公寓房产和未来房产经营收益权利所产生的现金流作为标的资产,并开始使用利差余额等信用增级手段,提高信托计划产品的信用;新华信托和深圳商业银行的合作模式,明确了资产证券化实践中出售方、发起人、管理人等主要参与者的职能,具备了资产证券化

的基本运作框架。

（二）资产证券化发展中有待解决的问题

近年来各方面的努力为我国资产证券化实践创造了有利条件,但是资产证券化实践的全面展开仍然面临着无法回避的困难和问题。如果不能很好地解决这些困难和问题,我国的资产证券化实践将仍然处于徘徊和间断的发展状态。资产证券化实践在过去十年多中所遇到的问题和困难可以归纳为法律制度和实施环境两方面的障碍。

1. 法律制度的障碍

我国资产证券化的徘徊、间断发展进程在很大程度上反映了法律制度在资产证券化实践中的地位、变化和发展。资产证券化是以能在未来产生稳定现金流的资产为基础,以规定各方当事人权利义务的合同为载体,形成一个以 SPV 为核心的环环相扣、严密而又完整的融资结构。我国目前在资产证券化实践中的法律制度限制主要表现在资产转让过程中优先权益的确定和真实销售的鉴定;在资产证券化产品的证券定义、税收、会计、产品交易、信息披露等方面的法律政策不够完善。

2. 实施环境方面的障碍

资产证券化的实施环境在这里指资产证券化运作所必需的、除了法律制度以外的实施条件。从我国资产证券化实践至今的历程看,主要的实施环境障碍在以下几个方面。

（1）标的资产的数量和质量问题

海外资产证券化的标的资产非常广泛,包括房地产抵押贷款、银行信贷、信用卡贷款、学生贷款、汽车贷款、设备租赁、消费贷款、房屋资产贷款等资产,而我国目前资产证券化实践中有可能被证券化的资产不仅种类相对有限,而且尚不成规模。个人消费贷款、学生贷款、租赁、证券组合等,虽然有一定规模,但现金流的稳定性和剥离性都比较低,限制了在这些资产上的证券化运作。目前,在我国比较有可能被证券化或正在进行证券化尝试的资产主要有房地产抵押贷款,基础设施收费,出口应收款,不良资产,银行信贷(见表 5)。尽管资产管理公司对不良资产的处置和银行信贷的 CDO 尝试已经向证券化操作迈进了一大步,但从表 5 所列的资产对比可以看出,不良资产和银行信贷资产的现金流稳定性和信用能力离资产证券化要求还是有很大的距离。相对而言,房地产抵押贷款,基础设施收费,出口应收款的资产性质比较符合证券化操作对标的资产的要求。但是,这些资产对全面开展资产证券化的要求而言,在种类和数量上都非常有限。

表 5 资产性质对比

项目	房地产 抵押贷款 1	基础设施 收费 1	出口 应收款 1	不良资产 2	银行信贷 2
资产拥有主体	商业银行	当地政府	进出口公司	资产管理公司	商业银行
规模稳定性	大	大	大	大	大
债务人	国内居民	过往车辆	外国公司	国内公司	国内公司
债务人信用	尚可	现金销售，高	较高	较低	较低
现金流入方式	以合同规定	随用随付	以合同规定	由资产处理决定	以合同规定
现金流动性	较稳定	很稳定	较稳定	由资产处理决定	未知
资产本身信用能力	强	强	强	弱	未知
历史记录	较完备	完备	完备	较完备	较完备

资料来源：1. 王开国，1999，《资产证券化》；2. Fitch 2003

（2）资产转让登记问题

资产的优先权益登记是中国资产证券化实践中遇到的一个实际问题。由于缺乏一个中央优先权益登记系统，因此无法确认和监管被转让资产上已有的优先权益。受让方没有客观的途径确知该资产以前是否曾经被转让给第三方，在以后转让中的受让人也无法知道第一次转让的情况。这样，以“真实出售”为基础的资产转让无法对资产的抵押权有客观的和法律意义上的确认，这已成为资产证券化实践中的一个重要难题。

（3）证券化产品的金融服务问题

金融服务机构的障碍主要是在中介服务机构的专业服务不够，尤其是信用评级专业服务的缺乏。资产证券化产品是属于信用敏感（credit-sensitive）的固定收益产品，产品的信用评级是产品的重要特征之一，而且信用评级机构对产品的信用评级报告是资产证券化产品信息披露的重要组成部分。由于资产本身历史记录原因和对资产信用评级标准的缺乏，信用评级服务目前不能满足资产证券化发展的要求。

（4）二级市场和流动性问题

2001 年以后信托业的发展和创新是资产证券化实践的催化剂，也是资产证券化实践突破现有法律制度限制的重要途径。目前，信托产品发展所面临的一个重要限制是信托产品发行后的流动性问题。由于缺乏有效的二级市场，所以绝大多数的投资者只能在认购后一直持有信托产品到产品的到期日，二级市场的不足严重限制了信托产品的发展。

三、 推进我国资产证券化发展的建议

（一）完善法律制度

为推进我国资产证券化的进程，本报告建议通过资产证券化专项立法的途径，修订有关法规，完善资产证券化发展的法律制度环境。

（1）确立以公告或登记方法通知债务人的法律有效性，以便利证券化中成千上万债权转让的操作。可采用类似于资产管理公司处理不良资产中的公告通知办法来取代目前的通知要求。

（2）《公司法》中需要明确对公司类 SPV 的规定。尽管《信托法》对信托 SPV 的实施提供了法律依据，但《公司法》中需要根据证券化操作的实际要求，对公司性质（类型）、资本金标准、董事会结构进行规定。更重要的是，赋予公司性质的 SPV 证券的发行资格。

（3）制定相关的会计准则，规范资产销售的会计处理，对“真实销售”作出明确的界定，保证资产证券化中资产转让和风险隔离的实施。

（4）明确资产证券化产品的“证券”性质。根据《证券法》第 2 条规定“经国务院依法认定的其他证券”，在证券法专项立法中，应取得国务院的认可，将资产证券化产品（资产担保证券）界定为我国立法规范的证券类型。

（5）完善有关证券私募的规定。由于资产证券化产品的发行可以采取公募和私募的形式，因此，在确定资产证券化产品的“证券”性质的同时，应该在证券法中完善有关证券私募的规定，明确私募发行的条件和信息披露的要求。

（6）完善有关税收制度。资产证券化过程中，发起人在资产转让过程中由于折价销售资产而减少收益，应该明确发起人是否可以将资产转让中的损失从应税收入中予以扣除。

（二）建立中央优先权益登记系统

在资产证券化过程中，资产转让或“真实出售”都会涉及在标的资产上已有的优先权益，如抵押权益、债务权益等。即使在资产成为证券化产品的标的资产后，需要明确的法律制度来保护及确认优先权益及其先后次序。各国资产证券化的经验显示，建立中央优先权益登记系统是保证优先权益登记和监管的一个重要实施手段。在没有中央优先权益登记系统的情况下，标的资产（如应收款）在转让中，受让方没有客观的途径确知该资产以前是否曾经被转让给第三方。同样，除非转让人披露，以后转让中的受让人也无法知道第一次转让的情况。因此，有效的中央优先权益

登记系统应该具有两大基本功能：第一，确认被转让资产上已有的优先权益；第二，实施有关法律，监管资产上的优先权益。

美国法律经济学分析中心（CEAL）对法律比较健全和法律制度不够完善的两大类国家的比较研究显示，建立中央优先权益登记系统是降低贷款的信用成本、提高金融体系运行效率的重要途径。在法律制度不够完善并缺乏中央优先权益登记系统的国家中，应收款（标的资产）的转让是通过通知债务人进行优先权益确认的，如危地马拉和罗马尼亚。这种确认优先权益方法的最大问题是成本高，操作难。更为严重的是，如果在转让过程中需要对资产进行担保，如证券化过程中的外部信用增级，担保方无法得知对担保物的所有求索权。而法律比较健全的国家如美国、加拿大、日本、波兰等国家则在资产证券化实践中普遍采用了中央优先权益登记系统，以保证优先权益的确立，实施资产转让交易中对债务人的通知主义。

在我国现有法律制度下，在债务转让过程中必须通知债务人。《合同法》（第 80、87 条）对债务人已经采取了通知主义，取代了《民法通则》第 91 条的同意主义，为资产证券化创造了转让的条件。但是，在优先权益的登记方面并没有相应的实施机制。资产证券化过程涉及众多债务人，逐一通知债务人在实践中既不经济也不可行。正在广泛讨论和准备中的住房抵押贷款证券化，同样面临着优先权益（债权）的登记问题。如果银行将住房抵押贷款转让给 SPV，担保贷款的住房抵押权自然也随同转移，但是按规定 SPV 必须逐个地去办理抵押权的变更登记，这是开展住房抵押贷款证券化中的关键难点之一。因此，建立中央优先权益登记系统是中国推进资产证券化实践的一个重要实施步骤。

（三）建立资产证券化产品的交易服务平台

尽管我国资产证券化实践还是处于初步发展阶段，而且资产证券化产品交易市场是产品发行后的二级市场，但是中国证券市场在很多领域经历了先组织市场、后在发展中规范市场的发展过程。这种发展模式有别于市场自身形成和发展的模式，它要求市场组织者参与交易产品的形成过程，对产品的标准化和可交易性提出相关的要求，使交易市场的组织成为资产证券化过程的一个重要组成部分。

1. 交易市场对发展资产证券化产品的作用和意义

在目前中国资产证券化实践中，建立规范、有效的资产证券化产品交易市场对发展资产证券化产品的作用和意义主要在以下五个方面。第一，交易市场的建立和规范可以提高资产证券化产品的标准化程度，规范产品的信用评级和服务。第二，提高资产证券化产品的信息透明度，降低信息不对称。第三，提高资产证券化产品的流动性，降低投资者的流动性风险，从而降低产

品的风险溢价,提高投资产品的竞争力。第四,改善证券市场的产品风险结构,提高低风险证券产品的市场比例,满足广大投资者的投资理财需求。第五,为资产证券化产品提供广阔的开发空间。房地产抵押贷款、各种消费信贷贷款(如汽车消费信贷、教育消费信贷等等)、各种信用卡类信贷产品以及基础建设项目等,都已经形成相当规模,有效的交易平台可以为这些资产的证券化实践提供二级市场的保证。

2. 产品创新要求建立统一的固定收益产品交易服务系统

在资产证券化发展过程中,信托产品的创新起了催化剂的作用。但是,如前所述,信托产品发展面临的一个重要限制是信托产品发行后的流动性问题。为此信托公司通过一些手段如回购保证或柜台买卖信息提示等方式,力图为投资者提供转手交易服务,主要的形式包括(1)信托产品合同中有关转让的条款,信托计划的受益人可以向受托人转让其享有的信托受益权;(2)利用证券公司的网络平台提高流动性;(3)信托公司的理财优势同银行服务结合。

这些提高信托产品流动的措施反映了市场对信托产品流动性的要求。但是,这些措施的实施效果并不理想。投资者没有积极利用上述交易平台的原因有二。一是所推出的交易服务基本上是交易需求的提示功能,没有形成系统的交易模式,缺乏交易的价格发现机制。二是由于产品流动性差,信托产品在设计时被赋予了相当高的流动性溢价以吸引投资者;投资者所承担的流动性风险已通过流动性溢价得到补偿。在中国债券类产品种类较少、不能充分满足投资者的投资理财要求的情况下,投资者在购买后没有转让的计划和要求。这些局部的服务措施并没有形成有效的二级市场。因此,在产品创新和证券化产品日益增加的情况下,建立有效的固定收益产品交易服务系统,对提高产品的标准化和可交易性、降低产品的流动性溢价、提高产品的竞争力有着重要的意义。

(四) 选择适合提供交易服务的证券化产品

1. MBS 是交易所提供交易服务的首选

资产证券化在欧美国家具有创新多、产品多样、发展迅速等特点。但是结合资产证券化在我国的发展现状、相关的法律制度、资产特性等因素,从为资产证券化产品提供交易服务的角度看,MBS 是考虑提供交易服务的首选。

在我国,房地产业作为支持 MBS 发展的“基础”行业,正随着国民经济的发展和人民生活改善而逐步成为经济发展的主导产业。住宅产业从上世纪九十年代后期开始迅速发展,平均年增长率达 37.8%。

从我国居民生活改善和消费结构发展的趋势看,家庭开支中用于食品消费的比例逐年下降,

人均用于住房支出部分相应地会不断上升。在此同时，随着经济的发展，众多的农村人口逐渐迁移到城市，使城市人口不断增长。因此，我国住宅市场的潜在需求巨大。在合适的政策环境中，潜在需求必将转化为现实市场需求，从而推动房地产业的高速发展。

我国的房地产业已成为与银行业高度依存的一个行业，大约 70%的房地产开发资金来自银行贷款的支持，这样一种结构决定了房地产贷款在金融机构中的地位 and 影响。近年来，房地产贷款在金融机构新增资产中的比重呈上升的趋势，从 2001 年的 39%，预测会上升到 2005 年的 42%至 67%，2010 年的 45%至 62%。因此，在房地产业高速发展的同时，房地产新增贷款在我国商业银行新增贷款规模中的比重将快速上升，会对银行产生很大的压力。缓解银行压力并保证房地产业的重要途径之一是将房地产抵押贷款证券化。目前，中国建设银行、中国工商银行和其他房地产抵押贷款服务机构正在积极制定房地产抵押贷款证券化的方案，有关监管部门正对各种方案进行讨论，预计房地产抵押贷款证券化不久会有实质性的进展。

2. CDO 产品是值得关注的资产证券化产品

抵押债务权益(Collateralized Debt Obligation-CDO)市场自 1996 年以来发展突飞猛进，几乎是信用卡证券化市场的两倍，与 MBS 一起成为最成熟的资产证券化市场。在欧洲，MBS 和 CDO 是资产证券化过程中发展最快的两类市场。与 MBS 相比较，CDO 的标的资产、SPV 结构和管理条例更多样化。

CDO 产品具有其独特的投资特性。第一，结构的强度和稳定性：由于信用评级机构在评级过程中的保守前提和 CDO 结构中“超常抵押”的特性，所以 CDO 不仅具有一般 ABS 的特性，而且其结构具有相当的强度和稳定性。第二，透明度高：CDO 交易中出售标的资产的银行通常是大商业银行。因此，可以相对容易地获取有关它们的信息。优先债券投资者承担非常低的风险，只需分析一些市场总体的数据。次级债券投资者则需要具体分析 CDO 的风险、收益、法律条款，密切关注影响投资回报的各种因素。第三，标准化高：尽管 CDO 产品的起步较晚，但经过几年的发展，产品的标准化程度逐步提高，欧美市场上日趋完善的法规和监管经验可供借鉴。第四，流动性高：随着越来越多银行参与资产证券化，CDO 的发行和交易得到迅猛发展。在全世界范围内，CDO 交易市场大约占全部资产证券化产品交易的百分之四十。第五，较高的收益率：与相同信用等级的传统 ABS 产品相比，CDO 具有较高的收益率。第六，行业相关性低：CDO 与传统 ABS 的相关性很低。信用评级机构在计算资产组合的离散指数时，将 CDO 和传统 ABS 作为两个不同的行业。因此，对投资者来说，对 CDO 的投资可以起到分散投资组合的作用。

CDO 产品在中国的发展处于起步阶段。我国商业银行表外业务近年来迅速发展，并且越来越多地参照巴塞尔委员会倡导的做法，用资本充足率办法对表外业务实施监管。因此，贷款证券

化正在逐渐成为商业银行业务发展的重点。据 Fitch 信用评级公司 2003 年的报告,中国农业银行在 2003 年 5 月成功地推出了私募形式的合成 CDO。该报告预计中国的商业银行不仅会推出更多的 CDO 产品,而且会成为全球 CDO 的资产管理者。

3. 密切关注信托收益权凭证市场的发展

在资产证券化依然面临法律制度方面的障碍、标准化的 MBS 和 CDO 产品尚须一定时间得以全面开发的情况下,目前信托公司推出的信托收益权凭证可以是建立资产证券化产品交易服务体系的出发点。主要原因有二:第一,为收益权凭证提供直接、有效的交易服务,可以增加信托产品的流动性,降低发行成本,提高投资价值。第二,信托收益权凭证具有固定收益证券的基本特征,如到期日、收益率、信用等级等,建立信托收益权凭证的交易服务模式既可以为日后资产证券化产品的全面展开提供技术准备,又可以在实践中积累交易服务和监管经验。

4. 有计划地发展债券类产品的交易平台

第一,根据产品的标准化程度和特性,建立多种服务模式的交易平台,为资产证券化产品的转让服务。第二,建立以机构投资者为主要参与者的债券类产品的交易平台/系统。由于 ABS 和 MBS 产品交易市场是以机构投资者为主要参与者的市场,建立专门的固定收益证券交易系统,既可以有效地为资产证券化产品交易服务,也可以为机构投资者投资理财服务。第三,市场组织者参与证券化产品的形成过程,可以对产品的标准化和可交易性提出相关的要求,使交易市场的组织成为资产证券化过程的一个重要组成部分,并以交易平台为出发点,引导资产证券化产品的标准化进程。第四,市场组织者在构建交易平台过程中,应将交易产品的信用等级作为交易系统的重要参数,推动信用评级等相关机构职能的发展,并在交易监管中将定期的信用评级报告作为提供交易服务的重要条件之一。

阅读全文请点击深交所网站 www.szse.cn “研究/刊物”栏目