

资产证券化基础研究

薛雨婷 / 文

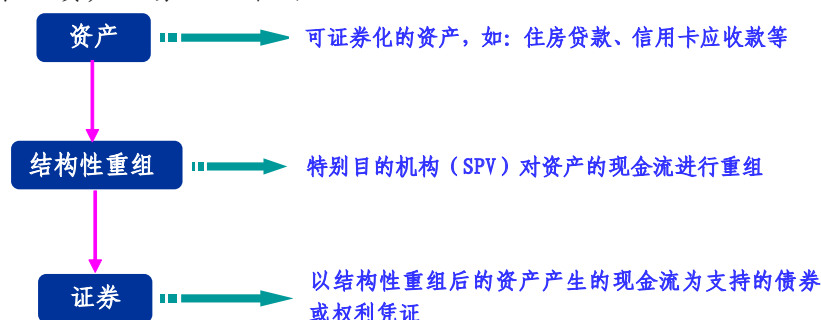
随着资本市场的不断发展，作为资本创新中的重要组成部分，资产证券化在增强资产流动性、提高资本市场运作效率等方面发挥着重要的作用。作为一种相对高级的金融衍生产品，资产证券化的交易结构、运行过程等方面具有一定的复杂性。本文就资产证券化的基础内容进行介绍，旨在更好地揭示资产证券化的内部结构，为深入研究资产证券化奠定一定基础。

一、资产证券化的内涵

（一）资产证券化的概念

资产证券化是指将缺乏流动性、但能够产生可预见现金收入的资产（如住房贷款、学生贷款、信用卡应收款等）出售给特定发行人，通过创设以该资产产生的现金流为支持的金融工具或权利凭证，将其转换成可以在金融市场上出售和流通的证券的一种融资过程或融资方法。简单来说，就是将资产通过结构性重组转化为证券的金融活动（图 1）。

图 1：资产证券化基本内涵



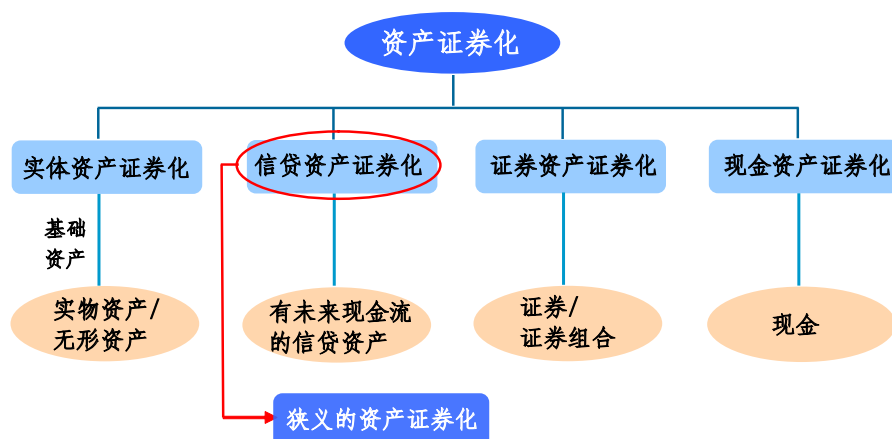
（二）资产证券化的分类

根据分类依据的不同，资产证券化有多种分类，比如：根据现金流处理与偿付结构不同，分为过手型证券化和转付型证券化；根据证券化载体的不同性质，分为政府信用型证券化与私人信用型证券化等。但通常，资产证券化大多是按基础资产的不同进行分类的，因此，本部分主要依据基础资产的类型对资产证券化进行广义以及狭义上的分类。

广义的资产证券化主要包括四类：（1）实体资产证券化：以实物资产和无形资产为基础发行证券；（2）信贷资产证券化：是指把流动性欠缺但有未来现金流的信贷资产（如银行贷

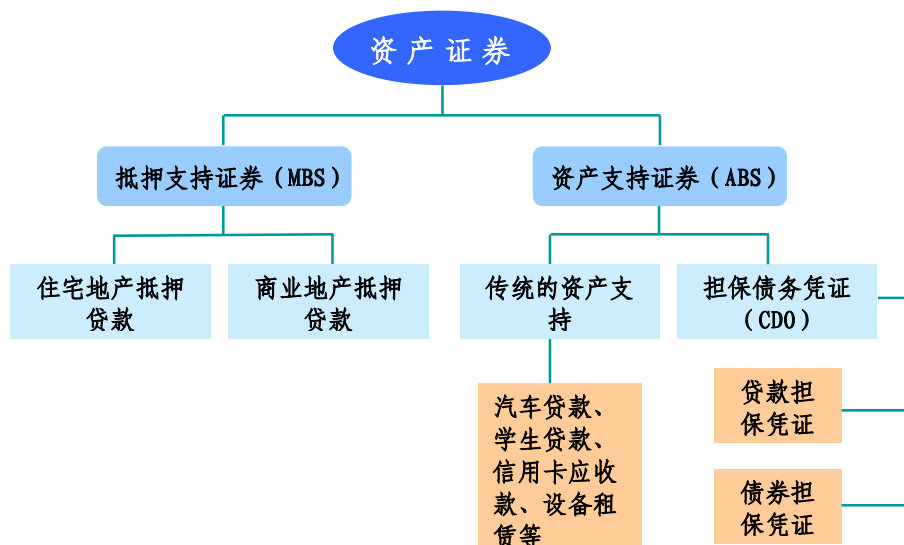
款、企业的应收账款等）经过重组形成资产池，并以此为基础发行证券；（3）证券资产证券化：证券资产的再证券化过程，就是将证券或证券组合作为基础资产，再以其产生的现金流或与现金流相关的变量为基础发行证券；（4）现金资产证券化：是指现金的持有者通过投资将现金转化成证券的过程（图2）。

图2：资产证券化的广义分类



狭义上的资产证券化，是指信贷资产证券化，也是大多时候在探讨资产证券化问题上所指代的证券化资产。同样，按照被证券化基础资产种类的不同，信贷资产证券化可分为抵押支持证券（Mortgage-backed Security, MBS）和资产支持证券（Asset-backed Security, ABS）。两者之间最大的区别在于：前者的基础资产是住房抵押贷款，后者的基础资产是除住房抵押贷款以外的其他资产。在抵押支持证券（MBS）下，根据住房抵押贷款种类的不同，可细分为住宅地产抵押贷款支持证券（RMBS）和商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）；而对于资产支持证券（ABS），根据基础资产种类的不用，可细分为传统的资产支持证券（ABS）和担保债务凭证（CDO）（图3）。

图3：资产证券化的狭义分类



二、资产证券化与传统信用债的比较

资产证券化属信用债券范畴，但与传统的信用债券相比，仍存在一定区别。首先，信用债券以融资主体为基础，而资产证券化则以与融资主体信用隔离之后能产生稳定现金流的特定资产为基础（图 4）。其次，在证券发行、融资人、资产负债表变化、还本方式、交易结构等方面，资产支持证券也与传统的信用债券存在一定区别（表 1）。

图 4：资产支持证券与信用债券的主要区别

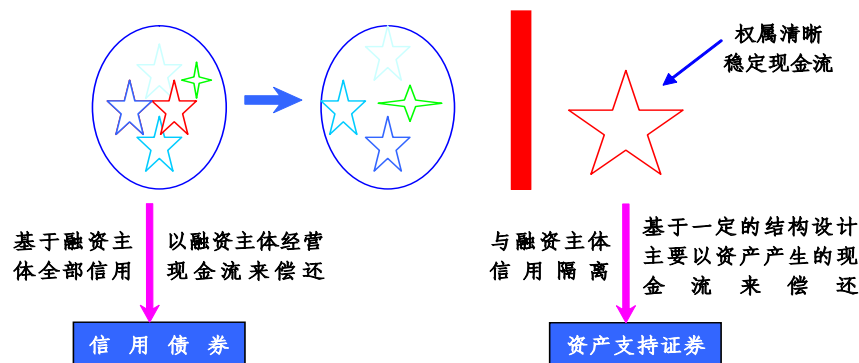


表 1：资产支持证券与信用债券的具体区别

	信用债券	资产支持证券
证券发行	直接发行	需要通过特设机构——SPV 发行
融资人	发行人	发起人，而非发行人
资产负债表变化	发行人 B.S. 上现金（资产）增加同时负债增加	发起人 B.S. 上，出售资产同时收到现金，资产和负债均不变
证券信用	取决于发债主体的信用	与基础资产表现有关
还本方式	一般为到期一次还本	与基础资产类别、资产产生现金流大小和时间分布、结构设计有关
交易结构	简单	相对复杂，根据资产特点或投资者需求有不同设计

三、资产证券化的交易结构

与传统信用债相比，资产证券化交易结构相对复杂，本部分先就基本交易结构进行概括介绍，然后对资产证券化中的主要参与主体职能以及相互关系等方面进行介绍，以便使读者对相对复杂的资产证券化交易结构有更清晰的认识。

（一）资产证券化的基本交易结构

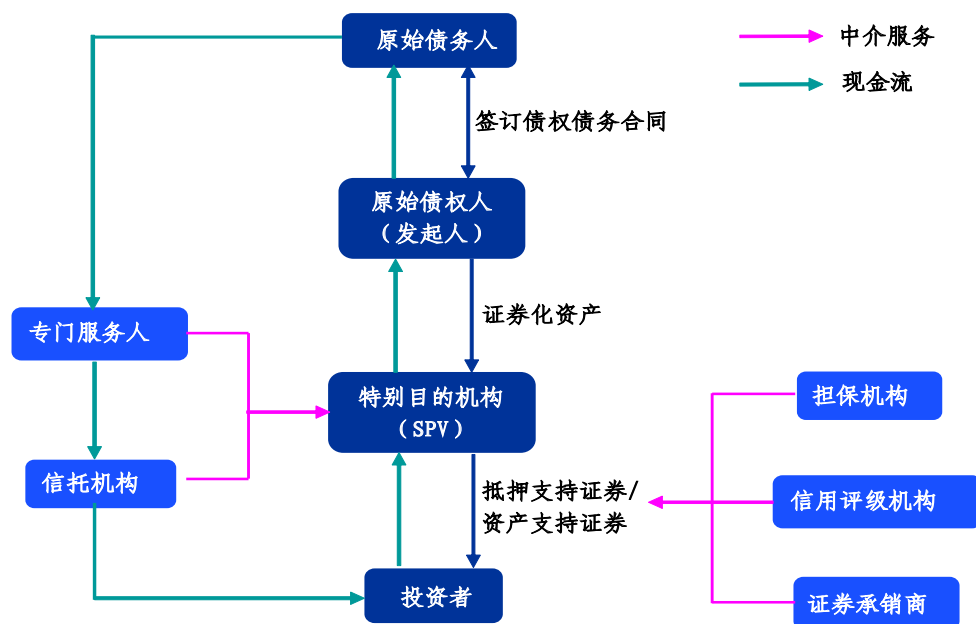
概括的讲，资产证券化的基本交易结构是：发起人将可证券化的资产真实出售给特别目的

机构（SPV），再由 SPV 将这些资产进行结构性重组，以重组后的资产所产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价证券，并最终以资产产生现金流来清偿所发行有价证券的过程。

（二）资产证券化的主要参与主体

在资产证券化的交易过程中，涉及到多方主体，主要包括：原始债务人、发起人、特别目的机构（SPV）、投资者、专门服务人、信托机构、担保机构、信用评级机构、证券承销商等。这些主要参与主体，通过相互作用与关联，形成了结构复杂但职责清晰的关系（图 5）。

图 5：主要参与主体间的相互关系

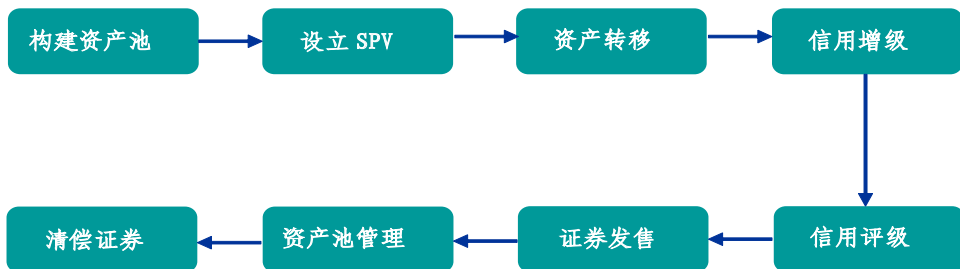


具体来说，首先，原始债务人和原始债权人（即资产证券化的发起人）通过签订债权债务合同以明确各自权利和义务。原始债务人在抵押贷款中需要承担还本付息的义务，其支付的现金流即为资产支持证券偿付的资金来源。原始债权人则在债权债务合同中享有债权，并通过把需要证券化的资产出售给特别目的机构（SPV）以发起整个资产证券化过程。在接受发起人转移的可证券化资产后，SPV 通过对资产进行结构性重组，并聘请相关服务机构对资产产生的现金流进行管理，从而发行相应的资产支持证券。其中，相关服务机构主要包括：专门服务人，即负责按期收取证券化资产所产生现金流，并将其转移给 SPV 或 SPV 指定的信托机构的实体；信托机构，即由 SPV 指定的负责对专门服务人收取的现金流进行管理，并向证券投资者按时支付的机构。此外，为了确保资产支持证券的顺利发行与销售，担保机构、信用评级机构和证券承销商也分别在证券的信用增级、信用评级以及证券承销方面发挥着重要的作用。

四、资产证券化的运行过程

相较于资产证券化的交易结构，资产证券化的运行过程更加全面和深入地阐释了资产证券化从发起到清偿的完整过程（图 6）。

图 6：资产证券化的运行过程

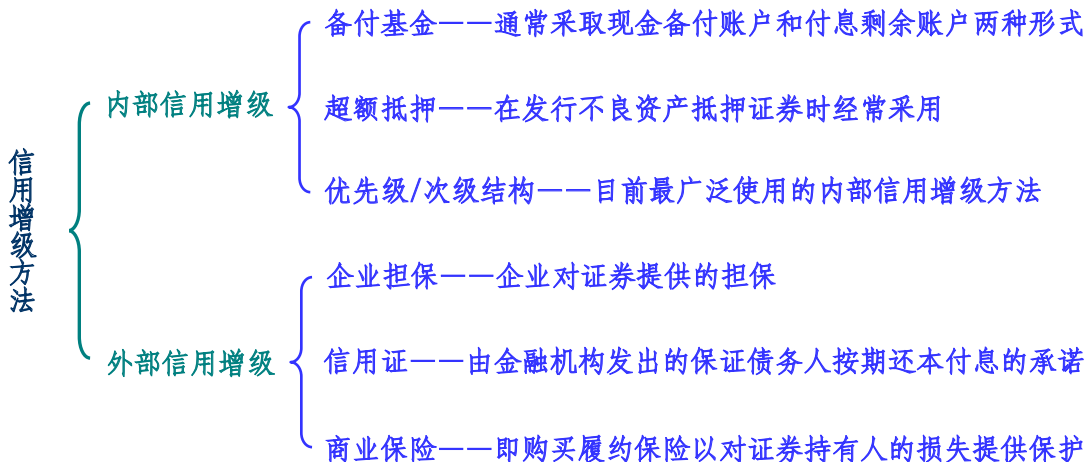


首先，发起人需选择拟证券化的基础资产来构建资产池。通常，可实现证券化的基础资产需满足一定条件：（1）资产可以产生稳定的、可预测的现金流收入（决定性条件）；（2）原始权益人持有该资产已有一段时间，且债务人信用表现记录良好；（3）资产应具有标准化的合约文件，即资产具有很高的同质性；（4）资产抵押物比较易于变现，且变现价值较高；（5）债务人的地域和人口统计分布广泛；（6）资产的历史记录良好，即违约率和损失率较低；（7）资产的相关数据容易获得。对于那些现金流不稳定、同质性低、信用质量较差且很难获得相关统计数据的资产，则一般不宜被直接证券化。

在资产池构建好以后，为了使资产证券化以后不会受到原始权益人破产的影响，即达到“风险隔离”，特别目的机构（SPV）被专门设立。作为发起人与投资者的中介机构，SPV 是证券化结构设计中最为关键的因素。SPV 设立完成后，发起人便将资产的所有权转移给 SPV 以保证在今后不被追索，因此这种转移在性质上其实是资产的真实出售。

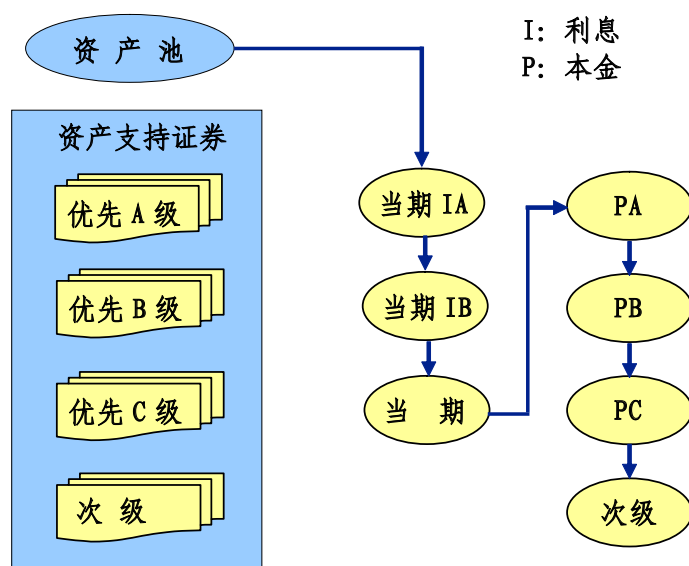
信用增级和信用评级的引入则如上文所述，是为了保证资产支持证券的顺利发行。因为证券化资产大多流动性较差，信用状况也难以评价，如果仅以这些基础资产为支撑发行证券，往往不能保证顺利发行，所以除以基础资产权益作担保外，SPV 需要担保机构对它们提供额外的信用支撑，来提高证券的流动性和降低融资成本。通常，信用增级可分为内部信用增级和外部信用增级两类，而内部信用增级和外部信用增级又可各自分为三类（图 7）。

图 7：信用增级方法分类



在这些信用增级方法分类中，作为目前最广泛使用的内部信用增级方法，优先级 / 次级结构具体是指将资产支持证券按照受偿顺序分为不同档次证券。在这种结构安排中，较高档次的证券比较低档次的证券在本息支付上享有优先权，较低档次的证券先于较高档次的证券承担损失，以此为较高档次的证券提供信用保护。其常用支付结构为：在证券开始偿付时 **SPV** 将全部流入的现金流扣除必要的开支（如服务费用）后，先用于偿还全部证券的利息和优先偿还层证券的本金。只有当优先偿还层证券的本金和利息全部支付完毕后，才会开始偿还次级证券的本金（图 8）。在实际操作中，由于次级证券承担了整个资产支持证券的绝大部分风险，外部投资购买的欲望较小，因此次级证券的购买者一般以发起人为主。

图 8：优先级 / 级次结构现金流的常用分配顺序



在经历了资产信用增级以及信用评级之后，资产支持证券便可以准备发售。此时，**SPV** 会根据发起人的目标和具体要求以及抵押资产的质量特性、流动性、提前偿还比例等情况选择适当的交易品种，再交由证券承销商进行销售。之后，**SPV** 还会聘请专门的服务商对资产池进行管理，并由专门服务人将从原始债务人处收到的到期偿付的本金和利息存入 **SPV** 指定的信托机构账户，最后再由信托机构把本金和利息支付给投资者，从而完成整个的资产证券化的运行过程。

作为促进资本市场深入发展的重要力量，资产证券化对增加资产流动性、方便发起人进行资产负债管理等方面有着深远的意义。而本文关于资产证券化内涵、交易结构以及运行过程等方面所作的介绍，也可在一定程度上为今后更好地运用和研究资产证券化提供参考。