

# 我国资产证券化的现实思考与路径选择

孙奉军

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:**资产证券化运行机制遵循经济供求规律,因此,开展资产证券化首要条件是市场对资产支持证券有效的供给和需求,同时要有相应的制度保证。本文通过对当前资产支持证券供求关系及其相关制度因素进行分析后认为,在当前诸多因素的制约下,国内开展资产证券化的时机和条件并不十分成熟,因此,我国资产证券化应遵循先国际后国内的原则,先行开展离岸资产证券化,待各项制度完善以后,再开展国内资产证券化。

**关键词:**资产支持证券;供给;需求;制度制约;离岸资产证券化

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)09-0043-09

资产证券化作为一种金融创新归属于经济范畴,其内在运行机制也必须受经济学供求规律的制约。因此,资产证券化能否取得成功,关键要看资产支持证券市场的供给和需求。本文试图通过对当前资产证券化的供求分析得出一些有益的结论。

## 一、资产支持证券的供给分析

资产证券化的前提条件就是被证券化的资产必须具备良好的未来预期收益,要有未来持续的现金流量作为保证。具体来说,适合进行证券化的资产至少必须具备如下条件:(1)能够在未来产生可预测的、稳定的现金流量;(2)能够均匀地分摊于整个资产的存续期;(3)资产的抵押物具有较高的变现价值或其对债务人的效用很高;(4)具有标准化和高质量的合同条款。(5)初始债务人群体具有均匀、广泛的地域分布和分散化的人口统计特征;(6)具有持续一定时期的相对稳定的拖欠率和违约率记录以预测未来类似损失;此外,被组合进来的资产一般还具有数量多、每笔规模小的特点。其中最为关键的条件是该资产具有可预测的相对稳定的现金流。根据这些条件来衡量,我们可以看出并不是任何一种资产都可以实行证券化。在欧美各国的实践中,证券化的资产主要是个人住宅抵押贷款、商业房地产贷款、信用卡应收账款、保险公司的保费收入、设备租赁和贸易应收款等。就我国目前实际来看,能够适用于资产证券化的资产主要有商业银行住房贷款、大型公用基础设施、大型公司应收款等。

目前,有部分学者建议对四家金融资产管理公司持有的不良债权实施资产证券化,以缓解冲销呆坏账对国家财政造成的压力,笔者认为此举欠妥。据专家估计,目前金融资产管理公司持有的不良债权,相当一部分由于体制方面的原因并经过长期的沉淀已经没有什么价值,也根本不可能产生现金流。剩下的一部分尽管还可能产生收益,但也因国有企业经营状况不尽如

收稿日期:2001-06-20

作者简介:孙奉军(1972-),男,山东商河人,上海财经大学金融学院博士生。

人意,其价值大打折扣,能否产生稳定的现金流量具有很大的不可预测性和不稳定性。更重要的是,目前金融资产管理公司持有的不良贷款大多数属于信用贷款,没有任何抵押品和担保品,且这些债权中许多记录不全,债务人产权不清晰,很难衡量风险,这种资产几乎不可能进行有效的证券化处理。虽然国外也有运用资产证券化处理银行不良资产的成功先例,但是国外用于证券化的绝大部分资产的质量与我国这些不良贷款的质量有着根本的区别,前者实际上并非真正意义上的不良资产,而是缺乏流动性的资产,在未来能够产生稳定的现金流量。而后者却是真正意义上的不良资产,因而很难在未来产生稳定的现金流量。由此不难发现,从国有银行体系划转至金融资产管理公司账上的面值 14000 亿元人民币的不良资产由于与证券化对资产的质量要求相去甚远而尚不具备证券化的条件。因此,如果要对这些资产证券化,就需要制定相应资产的分类程序和标准,把能够在未来产生稳定现金流量的符合资产证券化的贷款按照一定的分组标志挑选出来,只有对这部分资产才能实施证券化。所以,笔者认为此前一些学者建议将金融资产管理公司拥有的不良资产证券化后出售给个人和机构投资者,以缓解冲销呆坏账对国家财政造成的压力的做法是不可取的,也是行不通的(最起码大规模不良资产证券化是行不通的)。

由于商业银行住房抵押贷款期限短则三、五年,长则二、三十年,具有典型的期限长、流动性差的特点。因此,商业银行资金的来源短期性与住房抵押贷款长期性之间存在短存长贷的矛盾。我国是一个人口大国,在目前财政吃紧、住房公积金的积累又远未达到发展需要的情况下,随着住房制度改革不断推进和深化,今后个人住房贷款需求必定会不断上升,受资金不足的瓶颈制约,商业银行的流动性风险缺口必将加大,从而对商业银行的安全运营构成潜在的威胁。为此,商业银行需要通过住房贷款证券化的方式来予以分散和转移,同时还可以有效提高资本充足率和资本利用水平,满足金融监管的需求。此外,此举还可以广泛动员各方力量,实现房地产投资大众化和融资社会化,满足房地产发展对资金的需求,启动房地产市场,从而有利于商业银行收回沉淀在该市场的不良贷款。因此,今后住房贷款证券化在我国大有发展空间。但目前一个不容忽视的情况是,对大部分商业银行来说,似乎只对不良资产证券化感兴趣,而对住房抵押贷款证券化热情不高。笔者认为其中原因可归结为两点:(1)商业银行目前可贷资金充足,而个人住房抵押贷款作为商业银行的一项新业务才刚起步,该项贷款占总贷款的比例偏低,还不至于对商业银行的流动性构成威胁。资料显示,截止 2000 年末,我国各商业银行个人住房抵押贷款余额为 3212 亿元人民币,仅占当年各项贷款余额的 3.23%,这与国外 30%—40%的比例相比仍有相当的差距。现在各商业银行需要考虑更多的是业务的发展,而对于住房抵押贷款证券化还没有迫切的要求。(2)在目前各商业银行的资产结构中,个人住房抵押贷款相对于其他资产还属于优良资产。由于现在银行都实行资产负债比例管理,构造一个良好的资产负债比例结构是众多银行的希望所在,在其他资产质量相对较低的情况下,银行还想通过个人住房抵押贷款这块资产创造效益,优化结构,所以对转让这部分资产的债权自然不那么积极,除非住房贷款证券化带来的盈利大于其长期持有该种资产所获得的收益。而资产证券化的一个重要作用就在于规避风险,释放资本,以从事具有更高边际收益的项目。如果仅仅是一次性售出,又无好的投资项目,则实施个人住房抵押贷款证券化不但不会增加其总收益,反而会减少其绝对收入。因此,商业银行在这种资金充裕而好的贷款项目又缺乏的情况下对其住房贷款实施证券化,经济上显然是不合算的。

因此,笔者认为在我国推行住房贷款证券化虽然有其必要性,但目前还不是很迫切。随着

借款人对住房抵押贷款需求的增加和个人住房抵押贷款数量的增长,商业银行的这方面积极性会逐渐增加。当然,我们也不排除各商业银行出于实践性目的而开展小规模资产证券化以积累经验。

在目前以保险公司的保费收入为标的开展资产证券化前景也不容乐观。由于资产支持证券发行也存在一个规模经济的问题,过低的规模会导致证券化成本升高,发行失败。截止 2000 年底,全国保费收入仅为 1595.9 亿元,无论是从保费收入的绝对额,还是从保险密度和保险深度等相对指标来衡量,无论是与发达国家目前的水平,还是与其刚刚开始资产证券化时的水平相比,都有很大的差距。虽然从长远看保险公司的保费收入与累积的保险准备金余额会有较大的增长,但受居民收入水平、居民金融及保险意识、保险产品开发程度、保险服务水平等方面的限制以及入世以后保险业竞争加剧的影响,保费收入在短期内实现较大规模增长恐怕是不可能的,在未来也面临着很大的不确定性。因此,笔者认为在目前保险公司的保费收入为标的开展资产证券化尚为时过早。

表 1 部分国家保险业发展状况对照表

	中国 a	中国 b	中国 c	美国 a	美国 b	美国 c	英国 a	英国 b	英国 c	日本 a	日本 b	日本 c
1970	/	/	/	679	330.6	6.84	51	92.2	5.42	76	75.8	3.9
1971	/	/	/	744	359.2	7.0	72	129.6	5.66	109	103.8	4.2
1972	/	/	/	815	390.4	7.0	870	156.0	6.1	143	133.8	4.2
1973	/	/	/	887	421.4	6.8	99	176.7	5.9	158	146.2	4.0
1974	/	/	/	951	449.4	6.7	116	207.6	6.1	174	158.3	3.9
1975	/	/	/	1057	494.8	6.9	111	198.4	5.2	202	182.4	4.3
1977	/	/	/	1447	667.5	7.67	154	275.4	5.67	346	304.2	4.46
1978	/	/	/	1605	733.9	8.40	188	337.3	5.68	489	425.3	4.46
1979	/	/		1750	795.3	7.25	246	440.3	5.83	453	391.2	4.89
1980	2.71	0.28	0.10	1898	833.7	7.23	310	554.7	5.78	592	506.9	5.12
1981	4.59	0.46	0.16	2070	900.8	7.05	293	525.8	6.12	605	514.5	5.30
1982	6.06	0.59	0.20	2220	956.9	7.22	277	492.1	6.34	626	528.7	5.80
1983	7.84	0.76	0.22	2280	972.3	6.90	279	495.0	6.35	698	585.6	5.90
1984	8.58	0.83	0.28	2534	1071	6.91	265	468.5	7.05	736	613.1	6.19
1985	11.26	1.08	0.37	3007	1257	7.52	365	651.6	7.11	1094	905.8	6.94
1986	13.69	1.3	0.65	3711	1536	8.84	458	807.0	8.34	1670	1399	8.20
1987	20.02	1.9	0.67	4067	1668	9.07	638	1122	8.35	2411	1975	8.69
1988	27.04	2.5	0.72	4313	1751	8.90	690	1208	8.25	2846	2321	9.78
1989	25.93	2.4	0.77	4532	1817	8.78	764	1336	9.38	2647	2150	9.71
1990	28.26	2.50	0.85	4821	1927	8.6	743	1999	10.7	2783	2484	8.5
1992	41	3.5	1.0	5225	2068	8.7	1024	1769	11.4	3201	2576	8.6
1993	54	4.5	0.98	5645	2192	8.90	1108	1914	11.73	5474	4395	12.64
1994	49	4.1	0.97	5942	2280	8.57	1169	2002	11.43	6060	4850	12.83
1995	74	6.1	1.17	6240	2372	8.60	1279	1694	10.33	6373	5088	12.78
1996	96	8	1.22	6530	2460	8.55	1371	2110	10.71	5196	4132	11.70
1997	134	10.9	1.46	6885	2571	8.49	1580	2452	11.22	4906	3896	11.87
1998	143	11.4	1.49	7365	2723	8.65	1810	2859	12.09	4530	3584	11.73
1999	168	13.3	1.63	1982	2921	8.55	2049	3244	13.35	4949	3909	11.17

注:a代表保费收入(亿美元),b代表保险密度(美元),c代表保险深度(%)

资料来源:Sigma杂志(1991—2000年各期)、《世界保险费统计》、《中国统计年鉴1998》。

对于那些大型公开基础设施、大型公司的应收款(或销售收入)等资产,笔者认为一方面,这些资产统计资料较完备,收益稳定,信用级别比较高,并且这些资产具有一定的规模,较易剥离,很适合进行离岸资产证券化;另一方面,企业和政府机构这些资金净需求者可以利用资产证券化来释放资本,增加收益,拓宽融资渠道,缓解资金需求压力,因此,它们对于资产证券化有很强的需求。我们应将这一部分资产作为当前进行资产证券化运作的首选目标。

## 二、资产支持证券的需求分析

资产证券化作为一种融资方式,它需要有稳定的资金来源或资金供给,也就是需要有比较稳定的对于资产支持证券的需求。从发达国家的情况来看,资产支持证券的最主要投资者是养老基金、商业银行、共同基金、保险公司等机构投资者,而不是分散的个人投资者。但是,在我国目前机构投资者的现状却不尽如人意,中国能够参与证券投资的机构投资者数量很少,尤其是类似于国外典型的机构投资者的数量十分有限,他们能够真正用于投资的资金规模也很有限,这直接制约了资产证券化的进行。

1. 养老保险基金。从社会养老保险基金来看,一方面,由于单一的投资手段使社会养老保险基金根本不具备规避利率风险和通货膨胀风险的能力,社会养老保险基金为实现保值增值需要涉足资产支持证券市场。另一方面,养老基金对资产支持证券的需求力又很有限。由于我国实行的是“统帐结合”型养老保险制度,按照目前的规定,职工个人要按自己工资的5%向个人帐户缴费,职工所在企业也要按照6%的缴费率向职工的个人帐户缴费,而企业的总缴费率按照国家的规定要控制在20%以内,这样企业缴费中进入统筹基金的部分就只相当于职工工资的14%左右。而从退休金的支付规模来看,用14%的缴费率来满足退休职工养老金的发放是远远不够的(朱青,2000)。加之近年来我国企业的经营效益普遍不好,通过继续提高企业养老保险的缴费率来满足退休职工养老金的发放难度很大。只好动用企业和职工向个人帐户的缴费去支付当期的养老金,以至于大部分省、自治区出现“空帐”现象,即个人帐户只有记帐的功能,而失去了积累资金的功能。为了弥补养老保险基金当期收支赤字,解决养老金欠发、退休人员不满引起的社会问题,中央和地方财政事实上已在不断给养老保险补充资金。资料显示,截止2000年第3季度末,全国有18个省基本养老保险基金当期收不抵支,赤字总额为62.2亿元,全国基本养老保险基金累计结余715.03亿元,按2000年上半年月平均养老金支付水平158.9亿元计算,可支付月数不足4.5个月。养老基金对资产支持证券的需求力究竟有多大由此可以窥见一斑。可以认为,养老保险基金这一国外最大的机构投资者要成为我国资产支持证券的最主要投资者,还有待时日。

表2 全国历年养老基金收支情况

单位:亿元人民币

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000.9
收入	316.8	440	707	724.78	1200	1337.91	1459	1965	1472.8
支出	277.9	408	661	847.61	1080	1251.33	1551.6	1925	1493.6
滚存结余	213	245	305	430	550	682.85	611.6	734	715.03

资料来源:1992—1999各年度劳动和社会保障事业发展统计公报、2000年第3季度劳动和社会保障情况统计报告。其中,1992年数据不包括铁路、邮电、水利、电力、中国建筑工程总公司等系统统筹基金;1994年数据包括实行系统统筹的9个中央部门;2000年9月数据不含西藏数据。

2. 商业银行。我国现有 100 多家商业银行,其总资产达十多万亿元。由于受到《商业银行法》的限制,其投资的领域仅局限于国债。因此,商业银行要成为资产支持证券的主要购买者,一方面涉及到《商业银行法》的修改,另一方面还取决于商业银行自身的资金运用水平等方面的情况。

3. 投资基金。从投资基金来看,截止到 2000 年底,我国有 10 家规范化的基金管理公司,管理着 33 只证券投资基金,基金发行总规模为 560 亿元。出于对资产组合中债券资产的需求,目前的证券投资基金可能会对住房抵押贷款证券有一定的需求。但是,在我国股票市场投机性较强从而获利机会较多的情况下,无论是从资产的流动性考虑,还是从资产的收益性着想,证券投资基金是否对住房抵押贷款证券有足够的投资兴趣,也还要与股票、国债的比较中作出选择。可以肯定的是,随着我国资本市场发育程度的不断提高以及个人投资者投资理念的变化等,今后我国的证券投资基金,尤其是开放式基金将会得到超常规培育。因此笔者认为投资基金对资产证券化产品的需求力度长期看好,但短期其需求力度有限。

4. 保险公司。组织经济补偿和融通运用资金是保险公司的两个基本职能。为了满足保险公司的给付义务,客观上要求有保费收入形成的保险资金能实现保值增值。从近几年来保险资金的运用情况看,结果并不理想。由于种种原因,我国保险公司在保费收入连年增长的背后,是资产质量的普遍下降,有些甚至出现了亏损。为了实现保险资金的保值增值,便于实行资产负债管理,提高抵御利率风险的能力,保险公司迫切希望涉足企业债券市场、股票市场、抵押贷款市场等方面。但是,目前国内保险公司一方面数量较少,到 2000 年底,我国保险公司其总数仅 42 家(其中包括新批准和筹建的 4 家中资保险公司和 11 家外资保险公司);另一方面保险资金的运用又受到诸多限制,投资渠道非常狭窄。按照有关规定,国内保险资金只能投资银行存款、国债、中央企业债券,不久前才被允许可以在一定比例内通过投资证券投资基金间接投资证券市场。在保险资金直接入市的呼声越来越高的情况下,保险公司有望未来成为资产支持证券市场的主要机构投资者。

表 3 部分保险公司资产收益率比较表

公司名称	华安财产保险公司	新疆兵团保险公司	天安保险公司	大众保险公司	永安财产保险公司
1998	1.90	8.11	3.25	3.57	-0.50
1999	1.53	1.61	2.45	3.00	2.52
公司名称	中保人寿保险公司	新华人寿保险公司	泰康人寿保险公司	中国平安保险公司	中国太平洋保险公司
1998	0.47	0.77	1.74	1.25	0.96
1999	3.65	0.11	1.21	1.19	0.84

数据来源:根据《中国保险年鉴》(1999、2000 年各期)有关数据整理。

5. 个人投资者。从个人投资者来看,他们有可能成为主要的资产支持证券需求者,一是因为城乡居民个人有着比较强烈的投资意愿,在“股市高风险银行低储蓄利率”的情况下,他们需要更多的可供选择的投资工具以实现较低风险下的较高收益,而具有较高信用评级的资产支持证券有望满足这一需求;二是因为近几年持续增长的居民储蓄为其投资提供了坚实的基础;三是因为伴随着中国资本市场的发展,个人投资者事实上已经成为目前股票市场、债券市场的重要投资主体。当然,能否使个人投资者这种潜在的需求力量变成现实,关键还在于提高资产支持证券的安全性、盈利性和流动性,使其具有较大的吸引力。

以上分析可见,若目前在国内开展资产证券化,一种可能的情况就是个人投资者将成为资产支持证券市场的主要投资者。然而,由于资产支持证券的复杂性以及个人投资者自身的局限性,个人投资者不可能成为大规模资产证券化稳定持久的主要投资者。因此,我们对目前国内资产支持证券的需求力量不能过于乐观。

### 三、制度性因素对资产支持证券供求的影响

资产证券化与其实施的制度环境紧密相关。健全、完善的制度安排,可以明确参与各方的职责、权利,规范证券化运作中的一系列行为,最大限度地降低不确定性,从而实现证券化的初始目的。但是纵观我国现行的法律、会计、税收、担保、信托等制度环境及其配套市场环境,我们不难发现目前实施资产证券化尚存在着以下几个主要制度障碍:

1. 法律制度障碍。在资产证券化过程中,各个参与者均需要通过契约方式参与证券化。目前我国资产证券化仍缺乏相关的法律依据,尤其是在以下几个环节和方面面临法律障碍:

(1) 债权转让。在国外资产证券化过程中,债权转让是发起人出售债权所采取的比较普遍的一种做法。债权转让是指在没有原始债务人参与的情况下,发起人通过一定的法律手续把对原始债务人的债权转让给第三方(SPV)。债权转让不必与所有债务人谈判,因此,在成本和效率上具有相当的优势。可是根据我国《民法通则》的有关规定,资产证券化过程中的债权转让将面临较大的障碍,除非法律另有规定或者原合同另有约定,否则当发起人将债权转让给第三方(特殊目的载体)时,必须要征得债务人的同意。因此,这将限制债权转让这种高效、低成本的转让方式。

(2) 对“真实出售”的界定问题。在真实出售的条件下,发起人在破产清算时,其债权人对这部分资产没有追索权,这部分资产产生的现金流必须优先支付给债券的投资者。也就是说将这部分资产与发起人的其他资产完全隔离。发起人将资产转移给特设机构时通常有三种方式:债务更新(novation)、转让(assignment)和从属参与(sub-participation)。无论采取何种形式,在国外,为防范资产证券化下涉及的发起人违约破产风险,相关法律对于资产出售是否构成“真实出售”都有严格的法定条件,而我国对“真实出售”的界定还是一片空白。若不能有效防范发起人的违约破产风险,则投资者的权益就得不到保障,资产证券化就很难成功运作。同时,判定资产转移是否构成“真实出售”也是选择相应税收和会计制度的依据。

(3) 特殊目的载体(SPV)的设立及其资产支持证券的发行。法律对SPV所作规制的利弊直接影响到资产证券化运行的成本、效率乃至成败。根据我国《公司法》、《企业债券管理条例》的有关规定,设立公司实行注册资本最低限额制,且出资限于货币、实物、工业产权、非专利技术、土地使用权,发行企业债券的企业规模要达到国家规定的要求且经济效益良好,发行债券前连续3年盈利,而资产证券化一般是由新设立的SPV发行资产支持证券,这些限制无疑使得以贷款等债权为财富基础的SPV在设立以及发行各类证券方面会遇到法律障碍,从而增加了其运作成本和难度。同时,《企业债券管理条例》有关“企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十”的规定又会大大降低资产支持证券的吸引力。

(4) 投资者范围的界定。金融市场上的投资主体有两类:一类是个人投资者,其投资的金融工具范围不受法律条款的限制;一类是机构投资者,从发达国家的情况来看,资产证券化的最主要投资者是机构投资者。但是,我国目前的法律却严格界定了机构投资者的准入资格。由于法律的限制,银行、保险公司和社保基金目前都不可能投资资产支持证券,这无形之中将

大部分机构投资者从资产支持证券市场隔离出来。而从国外经验来看,如果资产支持证券没有了机构投资者,证券化的目的是很难达到的。因而,目前相关法律法规的管制必然会阻碍我国资产证券化的发展。

(5)信用提高方面。担保作为信用提高的一种重要形式在各国被广泛采用,以美国为例,美国联邦政府为了促进资产证券化的发展,先后成立了联邦全国抵押协会、政府全国抵押管理局、联邦住宅贷款抵押协会三个准政府机构,为住宅消费提供抵押担保并购买住宅贷款抵押权。在我国由于担保法律制度不够完善,至今没有建立统一的登记机关,登记事项缺乏明确的规范和标准,重复担保时有发生,要通过设定产生优先权的担保权益来保障资产证券持有人的担保权益,必须在有关部门履行登记程序。由于我国登记机关政出多门,手续繁多,费用昂贵,因而增加了信用提高的成本。如果只有当事人之间的约定,则可能存在法律认定无效的风险。《担保法》对国家机关充任担保人所作的禁止性规定又使政府为住房抵押贷款提供担保支持存在实质性的障碍,而非(准)国家机关担保又存在可信度低的问题,因此,担保法律制度的欠缺以及权威担保机构的缺位必定会制约资产证券化的开展。

2. 会计制度和税收制度存在较大的障碍。资产证券化交易涉及资产出售或融资为目的的不同程度的交易,能否妥善解决资产证券化过程所涉及的会计、税收问题,是证券化能否成功的关键,它们直接关系到证券资产的合法性、盈利性和流动性,也关系到每一参与者的切身利益。在会计处理上,主要涉及到三个方面:出售或融资的确定、合并问题及剩余权益投资,进而牵涉到被证券化的资产和相关债务是按表外处理还是按表内处理、SPV 是否需要和证券化发起人合并财务报表、证券化资产的定价以及资产证券发行的会计处理问题等,不同的处理方式导致不同的结果从而会对各方面造成不同的影响。美国在 20 余年的证券化实践中,先后颁布了一系列财务会计准则,为证券化业务的会计处理提供了明确合理的规则和范式。而我国相应的会计制度基本上是一片空白,使得主管部门很难对证券化业务实行有效的监控。

在资产证券化过程中,还涉及到税收制度方面的问题。税收是影响资产证券化融资成本的重要因素,必须加以考虑。一般来讲,在资产证券化过程中涉及的税种有所得税、营业税、印花税、预提税等。由于资产出售的确认,发起人和 SPV 将面临营业税和印花税的问题。如果按照现行税法规定,企业应该交纳这两个税种,若资产证券化界定为表内融资还须再交纳预提税,这样很可能的结果是资产证券化因交易成本过高而无法实现。

3. 权威社会中介机构的缺位。资产证券化作为一项复杂的系统工程离不开会计师事务所、律师事务所、资信评估公司以及资产评估公司等社会中介机构的工作和参与,但在我国却存在权威社会中介机构的缺位现象,致使相关工作很难顺利开展。以资信评级为例,资产支持证券的发行必须经过两道评级,第一道是对交易结构及资产支持证券考核评价的内部评级,第二道是发行评级,资信评级机构必须对被证券化的资产的信用风险进行中立的、科学的、公正的评估,并将评级结果向投资者公告,作为投资者进行投资选择的重要依据。因此,资信评级机构及相应的信用评级规则体制在资产证券化的信用级别评定中发挥着极为重要的作用,科学、公正的资信评估能更好地确保投资者的利益。资产支持证券的顺利发行,关键在于信用提高技术能被投资者所认可。由于资信评级行业在我国还属于新兴行业,缺乏一套完整而严密的法律规范框架,难以制定和实行科学、统一的行业标准管理体系,无论是评级机构的体系和组织形式,还是运作都存在很大的不规范性,并最终导致现有评级机构作出的评级结果对投资者缺乏足够的影响力,资信评级无法发挥其应有的作用,使得资产证券化的吸引力和市场接受

程度大为减弱。

4. 外汇管理体制的障碍。目前,我国资本项目尚未放开,实行的是一种购、存、售汇自主权相分离的外汇管理体制。我国《外汇管理条例》及其有关规定,除符合一定条件的企业可保留经常项目外汇交易额的一定比例外,其他的一律进行结售汇,需要外汇时,再进行购汇。而资产证券化的国际运作所带来的收入应归属于资本项目,该收入必须通过外汇专户进行专项留存,不得随意结售汇。这些规定无疑又将增加资产证券化国际运作的成本和难度。因为进行国际资产证券化运作,发起人必须将商业银行的住房贷款、大型公司的应收账款等资产出售给国外或设在国外的 SPV(为了获得较好的信用评级,这种出售一般是真实销售)。如果要按照资本项目的规定对此进行严格的外汇控制,势必使资产证券化的国际运作难以开展。此外,如果资产证券化交易被确定为外债,还需要按照国家外债发行程序处理。从现有的法规、管理条例看,国家外汇管理部门对一切创新的、变通的融资行为均持慎重态度。因此,无论是从批准的条件上,还是从时间上考虑,资产证券化运作的成本和难度显然都会增大。

#### 四、结论和建议

笔者通过以上分析认为,资产证券化作为一种金融创新对于提高资产的流动性,分散风险,优化资源配置,促进债券市场的培育和发展,提供新的投资品种都有着积极的作用,我们有必要也确实需要资产证券化。但是,在当前我国既定的诸多因素的制约下,国内开展资产证券化的时机和条件并不十分成熟,对此不能操之过急,尤其是大规模开展资产证券化尚需进一步优化和完善经济环境和制度建设,清除资产证券化的障碍。为此,我们需要在充分借鉴西方发达国家资产证券化成功经验的基础上,结合我国的实际情况从以下几个方面入手,来启动和发展我国的资产证券化:

一、开展离岸资产证券化。所谓离岸资产证券化,就是指利用设在国外的 SPV,在国际资本市场上发行资产支持证券来筹集资金。由于现行的制度性约束和市场环境约束,资产证券化作为一项金融创新业务如若在国内开展会面临许多问题和障碍。这些问题的解决并非一蹴而就。而离岸资产证券化的大部分业务流程是在国外完成的,适用资产支持证券发行国的法律,可以规避在国内开展时会面临的许多障碍和不确定性风险,保证资产证券化的顺利完成。因此,我们可以以离岸资产证券化为突破口,率先对一些适宜的资产进行离岸证券化运作,随着资产证券化实践经验的积累、国内各项制度的完善以及配套市场环境的改善,再将资产证券化的工作重点转向国内债券市场。为了推动我国离岸资产证券化的发展,建议我国政府对其采取一些扶持措施。

二、及时、适时修改、补充和完善法律体系,加快法律、会计和税收等制度建设。资产证券化将涉及到很多新的法律问题。没有相应的法规作后盾,就很难规范市场主体的行为,市场参与者特别是投资者的合法权益难以得到真正保障,资产证券化就很难顺利开展。因此,我们应适时制定和完善《资产证券化法》、《公司法》等法律法规及其相关条款,为资产证券化的大规模开展创造宽松的法律环境,确保资产证券化运作在有法可依、有章可循的前提下顺利开展。

三、加快配套市场环境建设。实践表明,世界任何一个国家资产证券化的成功都离不开政府的有力支持。在我国资产证券化发展的初期,政府除通过制定优惠政策,建立高效、安全的市场体系和交易规则,按照国际惯例进行财务监管和风险控制之外,还应加快配套市场环境建设:1. 为推动住房抵押证券化的发展,应成立以政府为主导的住房抵押担保与保险的专门机



构,负责向发放贷款的金融机构提供担保或保险,允许并鼓励保险公司发展按揭贷款保险业务,统一抵押申请和抵押合同,并使之标准化,扩大资产证券化一级市场的规模,为抵押贷款打包组合与分类整理创造条件,营造资产证券化的市场基础。2. 建立规范的中介机构,严格执行标准,提高中介机构的服务质量,使广大投资者能够及时、准确、完整地得到有关信息资料,提高证券市场的透明度和效率。同时,加快建立全国范围的企业和个人征信系统,强化信用约束,在全国建立良好的信用机制。3. 大力发展我国的国债市场和债券市场,为确保资产支持证券的流动性与合理定价奠定基础。今后,我们应大力发展我国的国债市场与企业债券市场,适当放宽企业发行债券的条件,形成具有一定深度的国债市场和债券市场。这既有利于实现中央银行对货币市场的有效间接调控,确保货币政策得以贯彻执行,又有利于优化企业资本结构。同时又会为基准利率机制的生成以及资产证券化产品的定价奠定基础。

#### 参考文献:

- [1]沈沛. 资产证券化的国际运作[M]. 北京:中国金融出版社,2000.
- [2]王开国. 关于中国推行资产证券化问题的思考[J]. 经济研究. 1999(6).
- [3]朱青. 中国养老保险制度改革:理论与实践[M]. 北京:中国财政经济出版社,2000.
- [4]尹龙. 资产证券化:动力、约束与制度安排[J]. 金融研究. 1999(2).
- [5]余坚,王剑明. 论资产证券化的法规监管[J]. 金融研究. 1999(2).
- [6]张超英,翟祥辉. 资产证券化——原理·实务·实例[M]. 北京:经济科学出版社,1998.
- [7]Jess Lederman, The Handbook of Asset-backed Securities[M]. New York Institute of Finance, 1990.
- [8]Frank J. Fabozzi, The Handbook of Mortgage-backed Securities [M]. IRWIN, 1995.

## The Consideration of Our Country's Asset Securitization and the Path Selection

SUN Feng-jun

(Finance School, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** The mechanism of asset securitization abide by the law of supply and demand, so the first importance of asset securitization is that it needs enough supply and demand in asset-backed securities market and needs the assurance of the system concerned at the same time. Through the analysis both of the present relationship between the security supply and the security demand backed by asset, and of the relevant factors of system, this articles believe that the condition and the timing of asset securitization in domestic market is not ripe at present, so asset securitization should abide by the principle that first develop offshore asset securitization and then develop asset securitization when the systems are perfected.

**Key words:** asset-backed securities; supply; demand; system restriction; offshore asset securitization