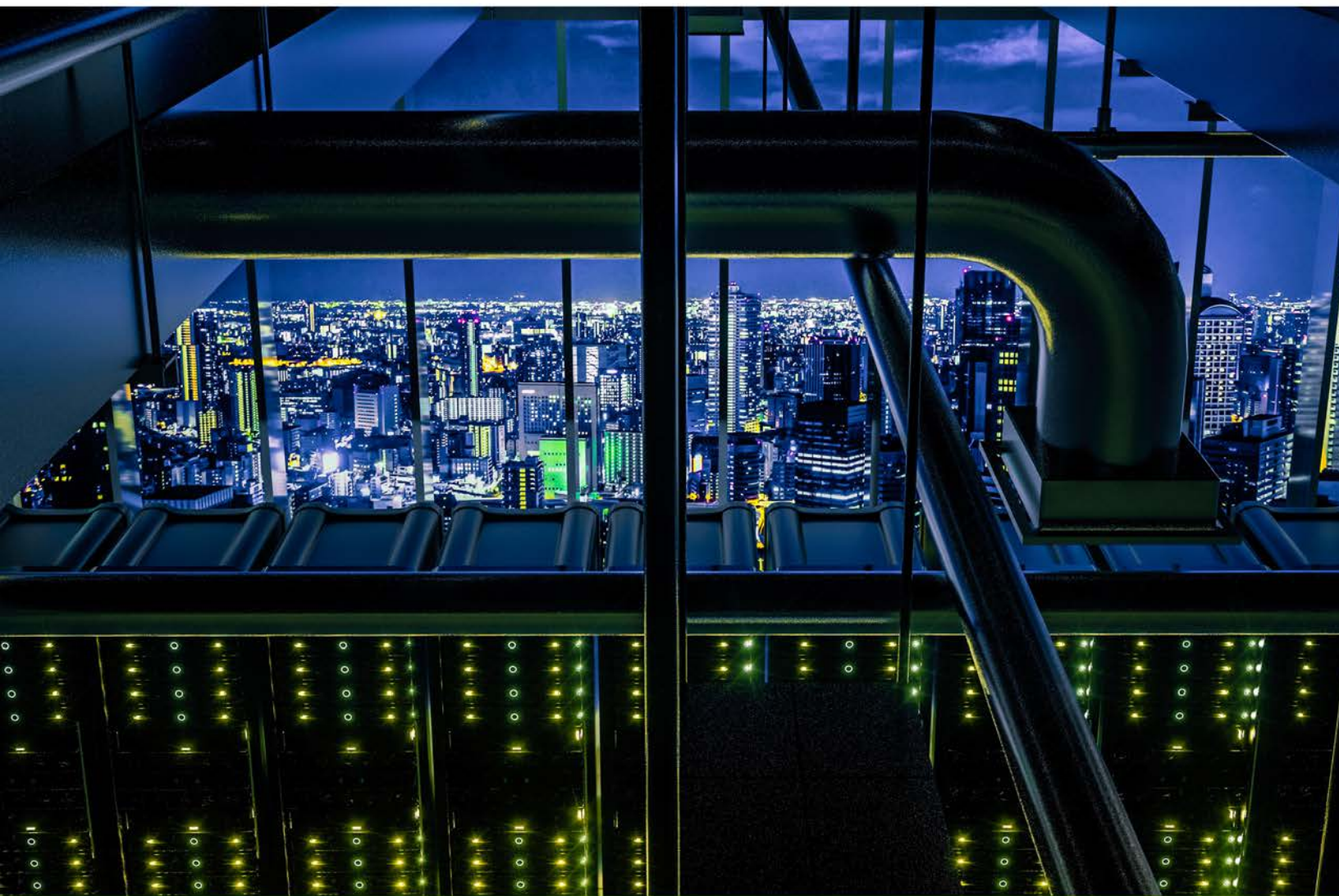




亚洲证券业与金融市场协会

2015 年亚洲证券化报告

CLIFFORD
CHANCE


安永
Building a better
working world

FitchRatings

KING & WOOD
MALLESONS
金杜律师事务所

MOODY'S
INVESTORS SERVICE



免责声明

本《亚洲证券业与金融市场协会：2015 年亚洲证券化报告》由亚洲证券业与金融市场协会(ASIFMA) 杠杆融资部采集多个渠道的可靠信息编制而成。亚洲证券业与金融市场协会认为，这些来源多样的信息在本报告发布之日可靠可信。然而，在任何情况下，我们都不对这些信息的准确性或完整性做任何声明。我们无义务更新、修订或修正本报告中的信息；若任何信息过时或不准确，我们也无义务通知读者。一旦获得最新资讯，我们会将尽一切努力将其整合到本报告或后续报告中。由于数据来源多样，加上各来源的预测可能有所不同，本报告中对类似数据类型的预测也可能不尽相同。



亚洲证券业与金融市场协会 (ASIFMA) 是一个独立的地区性行业协会，会员基础广泛，由买方和卖方市场 90 多个领先金融机构组成，包括银行、资产管理公司、律师事务所、市场基础设施服务提供者等。我们与各会员共同发掘金融行业的共同利益，推动亚洲各资本市场的发展深度、广度和流动性。我们致力于促进亚洲资本市场的稳定、创新和竞争力，为区域经济的增长提供必要动力。我们针对关键问题，群策群力，统一立场，努力形成共识，寻求解决方案，并促成变革。我们实施了很多计划，包括与监管部门和交易所开展磋商，制定统一的行业标准，发表政策性专文呼吁深化市场发展，并降低亚太地区金融交易费用。通过与全球金融市场协会 (GFMA) 及欧洲金融市场协会 (AFME) 合作，我们还积极推介全球最佳规范和标准，促进本区域发展。



目录

一、	概要（亚洲证券业与金融市场协会）	7
二、	什么是证券化（高伟绅律师事务所）	8
1.	基础知识	9
2.	证券化的旧公理和全球金融危机	11
3.	如何利用证券化手段促进经济增长并加强金融体系	11
4.	证券化交易评级	14
三、	中国的证券化现状（金杜律师事务所）	20
1.	概述——中国的证券化现状	20
2.	中国内地的监管环境	20
2.1.	特殊目的信托(SPT)结构	20
2.2.	专项资产管理计划 (SAMP) 结构	22
2.3.	跨境准证券化业务	24
3.	最近市场趋势	25
3.1.	资产类型	25
3.2.	最近中国证券化业务的重要结构特点	25
3.3.	评级	26
3.4.	最近交易一览表	28
4.	如何参与中国证券化市场	29
4.1.	境外金融机构	29
4.2.	境外投资者	30
5.	中国证券化交易的法律问题	30
5.1.	合法真实出售	30
5.2.	破产隔离	31
5.3.	应收账款转让的完善要求	32
5.4.	应收账款相关证券利息的转让	32
5.5.	混合风险	33
6.	今后改革应考虑的事项	33
6.1.	单一证券化框架	33



6.2. 预扣税问题.....	34
6.3. 外国直接投资.....	34
四、 英国、美国及亚洲其他国家的证券化情况（ASIFMA）	35
1. 美国与欧洲.....	35
2. 亚洲其他国家.....	38
2.1. 韩国.....	38
2.2. 新加坡.....	40
2.3. 印度.....	42
五、 担保债券的发展（惠誉评级）	47
1. 担保债券产生的原因.....	47
2. 亚洲担保债券的发展.....	48
3. 惠誉评级的担保债券框架和结构的整体特征.....	48
六、 证券化评级框架（穆迪）	51
1. 评估亚洲新兴市场证券化交易中信用风险的关键因素.....	51
2. 标的资产——信用风险和数据可用性.....	52
3. 操作风险和交易对手风险.....	53
4. 结构和信用增级.....	53
5. 货币和利率风险.....	54
6. 本币和外币国家风险上限.....	54
七、 证券化交易的税收问题（安永会计师事务所）	56
1. 证券化安排涉及的税务问题.....	57
2. 税收政策的目标（中性和确定性）	57
3. 证券化交易的发起.....	58
4. 证券化交易的经过.....	58
5. 证券化交易的终止.....	59
6. 中国当前的证券化交易征税情况.....	59
八、 监管框架（高伟绅律师事务所）	60
1. 以交易实体为中心的监管.....	60
2. 以证券化交易活动为中心的监管.....	62



3. 定义问题	64
4. 监管交叉和监管过度	65
九、 中国证券化的未来发展和结论（亚洲证券业与金融市场协会/高伟绅律师事务所）	66
1. 中国经济的独特性	66
2. 证券化如何助益中国	66
3. 证券化类型	67
4. 监管证券化业务，促进经济发展	68
5. 展望未来	70
十、 跨境发行前景与结论（亚洲证券业与金融市场协会）	71
十一、 附录	72
1. 第六章“证券化评级框架”附录：结构融资信用研究过程	72
2. 公司介绍	73
3. 作者与参与者介绍	73
4. 个体企业免责声明	84



一、概要（亚洲证券业与金融市场协会）

证券化是分散风险的工具，很长时间以来，在发达市场上发挥了至关重要的作用。随着证券化产品和市场的类别不断增加，且日益成熟，越来越多的投资者和市场参与者认识到，走证券化之路有可能一举两得，即(a)提高收益；(b)分散投资。鉴于证券化在全球取得了很大的成功，因此在亚洲推行证券化的时机已经成熟，各国正有效利用这一工具，其中一个国家的证券化在过去几年实现了突飞猛进，这便是中国。

过去几年来，亚洲若干市场已经确立了成熟度各不相同的证券化框架，但总体而言，证券化仍未得到充分利用。在 2008 年全球金融危机前几年，证券化产品的总量与类别（尤其是那些面向国际投资者的产品的类别——主要是担保债务凭证）都实现了一定的增长，然而，在全球金融危机后，这一增长势头有所放缓，一些情况下，还出现了负增长。

尽管如此，在 2008-2009 年期间，亚洲一些市场的国内证券化产品发行量大增，这些国家包括韩国、新加坡、泰国，以及上文提到的中国。实际上，过去两年来，中国的证券化几乎是从零起步基础上超越韩国成为亚洲最大的证券化市场。这一趋势充满前景（这也是本报告重点讨论的话题），值得密切关注。中国证券化市场向国际投资者的开放、中国对全球评级标准的采用、中国证券化产品发行机构和产品类型的多元化都是广受欢迎的新动态。此外，证券化的发展也是中国人民币国际化道路上又迈出的重要一步（目前该进程已取得重大进展）。

本报告的内容按照逻辑顺序组织：首先介绍证券化的起源和宽泛定义（第一章），以及证券化为发行人及投资者带来的效益（第二章）；然后介绍中国证券化的发展现状，这也是本报告的重点（第三章）；接下来介绍欧美成熟市场及亚洲若干选定市场的证券化发展状况（第四章）。第五章介绍资产担保债券以及亚洲担保债券发行框架的发展情况。第六章讨论了证券化结构的评级方式；第七章将讨论证券化的税务问题。第八章介绍现有的证券化监管框架，以及让这些监管框架发挥更大效率（尤其在发生重叠时发挥更大效率）的方法。第九章展望了亚洲证券化的前景，尤其是中国证券化的发展前景；第十章展望了各国国内市场上跨境发行证券的前景。

总而言之，本报告旨在介绍亚洲证券化的发展现状，同时论证今后继续发展证券化的必要性，并重点讨论了亚洲证券化产品最大发行市场中国的情况。



二、什么是证券化（高伟绅律师事务所）

很多从业者都倡导证券化。

经审慎设计的资产担保证券(ABS)若能形成独立市场，就能提高一国经济的资源配置效率，更好地分散风险。证券化市场的形成有助于将相对非流动的资产转化为流动性较强的证券。投资者然后会购买证券，发行人就可以获得资金，进而转移标的资产的部分风险，与此同时，购买这类证券的投资者也可以分散投资风险，获得多样化的收益。这有助于降低资本成本，促进经济增长，进一步分散风险。

欧洲央行和英格兰银行共同白皮书，2014 年 4 月

信贷供应的钟摆已经发生变化，在标的资产收益低迷、房价不稳，以及消费者只追捧政府担保产品、对其他产品投资没有投资欲望的背景下，这种变化是必然的。随着上述利空因素的减少，承销标准需要寻找新的风险-回报均衡，以促进抵押贷款市场的可持续发展。让证券化产品的供应源源不断，是扭转当前不利局面的重要举措。

财政金融局，托马斯·J.柯里，2013 年 1 月

如果能维持合适的标准[.....]，就有一切理由认为证券化可以成为最好的融资工具。我们正努力排解银行系统的风险，希望用一套简单、安全、有活力的方法让非银行机构的融资崭露头角，而证券化就是其中一个办法。

英格兰银行金融稳定部负责人，安德鲁·霍尔丹，2013 年 12 月

证券化是金融机构非常实用的融资技术，也是分散风险的有效办法。

金融稳定委员会，《影子银行：加强监督和监管》，2011 年 10 月 27 日

我们认为，若能振兴可将各类贷款和银行贷款组合起来，且可评级、可定价和可交易的某种[资产担保证券]，即所谓的传统[资产担保债券]，则对于刺激信贷流动以及施行货币政策都是非常重要的工具。

欧洲央行行长马里奥·德拉基，2014 年 3 月



1. 基础知识

特点

通俗地说，“证券化”包括各种各样的金融产品，但从本质上说，证券化应是一套技术或工具，而不是某种特定的产品。若某交易或产品结构中使用这些技术，则该交易或结构属于证券化交易/产品。这些技术（或者说证券化标志）有以下特点：

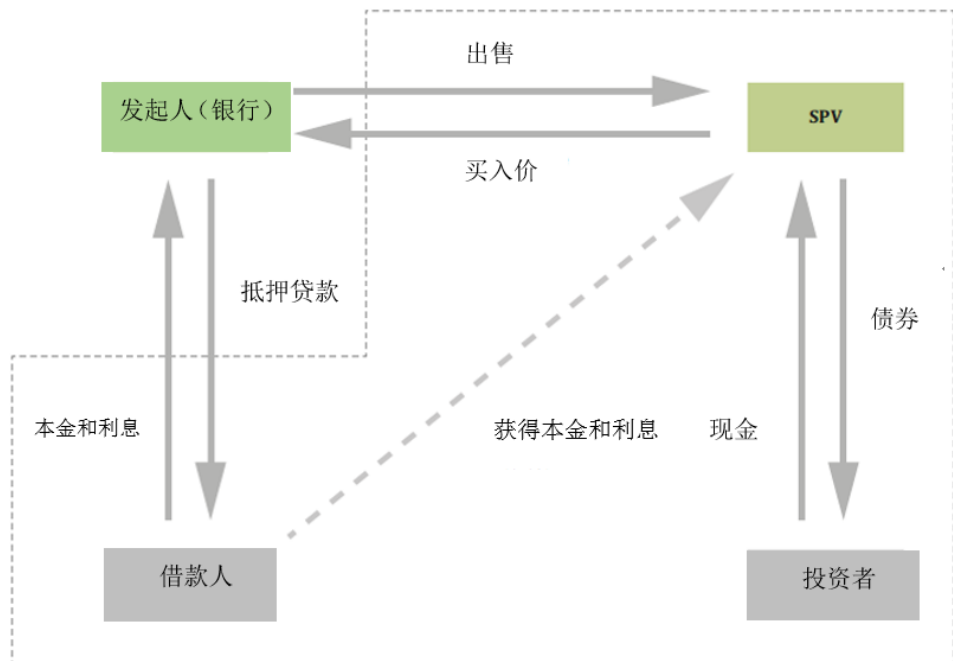
- 形成资产池；
- 将那些金融资产的信贷风险与资产持有实体的风险隔离开来；以及
- 使用这些资产产生的现金流量来偿付投资费用。

资本市场投资者（如银行的资金清算部门、保险公司、养老基金和一系列投资产品）都能利用证券化技术为银行和企业的实体经济活动提供资金。这类交易在欧洲和美国都非常普遍。



下面的图表显示的是一宗典型的住宅抵押借款担保证券化交易。¹

图 1：证券化交易基本结构



银行（发起人）向借款人发放抵押贷款，借款人向银行（发起人）支付本金和利息。

持有资产的银行将抵押贷款组合出售给 SPV（特殊目的实体），特殊目的实体然后将其证券化。特殊目的实体是为实现资产证券化而专门设立的独立实体。

特殊目的实体以浮动利率向投资者出售债务证券（债券），偿还银行的抵押贷款。标的资产产生的现金流用以支付投资者的投资收益。

虽然借款人仍须偿还发起人（通常也是抵押贷款提供机构）本息，但是通过一种“围栅”式的金融结构将收取本金和利息的权利转让给特殊目的实体（如图中虚线所示），防止证券因发起人违约而受到影响。

证券化结构

市场交易可以采取多种证券化技术，下面的文本框和接下来几页将介绍真实出售的证券化产品、资产担保债券、统合信托、全业务资产证券化交易，以及应收账款证券化交易。

资产类别

欧洲和美国经常将一系列金融资产转变成证券化产品，资产类别包括：

- 住宅抵押贷款；
- 商业抵押贷款；
- 汽车贷款和租赁；

¹ 欧洲金融市场协会，《欧洲高质量证券化业务》，2014 年 6 月。



- 消费贷款；
- 信用卡；
- 应收账款；
- 企业贷款（包括中小企业贷款）；以及
- 项目融资贷款。

每一类资产都有自己的属性，因此，这些资产的证券化交易结构有时也会有细微差别。由于资产质量和法律体系的差异（这反过来也会导致信用评级机构的要求各不相同），不同市场的投资者通常偏好不同的资产类别。

2. 证券化的旧公理和全球金融危机

在全球金融危机爆发前，发起机构和投资者都像对待公理一般坚信，证券化对于经济发展有百益而无一害。他们的理由很很多，其中之一是认为证券化业务本身可以分割风险、让投资者自由选择风险水平，提高了市场流动性和完全化程度，进而提高了市场的效率和金融稳定。业内也广泛认为，证券化的信贷创造效应很有助益，因为增加信贷有助于促进经济增长。

然而，全球金融危机给这些先验性原则当头一棒：在金融危机爆发前的若干年内，金融业的不当运作方式实际推高了风险，并未降低风险，而信贷的创造则加剧了通货膨胀。由于金融机构之间的关联程度越来越高，因此在危机爆发后，损失便迅速蔓延，整个西方世界大多数经济体都未能幸免。

于是，证券化在一国经济中、以及在频繁使用证券化手段的“影子银行”部门中的作用，便成了业内关注的焦点。回想起来，在一些情况下，结构性投资工具(SIV)²、双层担保债务凭证(CDO²)³、发行-分销⁴商业模式，以及资本套利⁵交易等证券化手段的使用方法不当，造成了风险的积聚，加上“影子银行”造成的更广泛影响，导致整个金融体系变得越来越不稳定。

但越来越清楚的是，证券化交易只是一种工具，本身没有影响，也不会受到影响。若以极端的方式应用证券化手段，有可能产生非常严重的结果，但如果以其他方式善加利用，则能带来巨大的好处。

3. 如何利用证券化手段促进经济增长并加强金融体系

² 结构性投资工具 (SIV)。这类投资工具通常发行短期商业票据，通过买卖票据为证券池融资。这类工具发行的商业票据在短期内到期，而所买卖证券的到期期限较长，因此可以通过套利实现利差。

³ 双层担保抵押债券 (CDO²)。CDO² 是一种交易形式：某特殊目实体(SPV)通过发行自己的证券获得资本，然后再购买大量证券。CDO² 是一种债务抵押债券的抵押债券，即某特殊目的实体购买债务抵押债券计划下发行的证券。

⁴ “发行-分销”是很多投资银行和其他市场参与者采用的一种商业模式：它们发放抵押贷款、企业贷款或其他金融资产贷款，只是为了将其变成证券化产品。由于发放贷款的机构只希望将贷款风险转移到证券中，因此它们几乎没有动力或不愿意参与设计健全的包销做法，因而，证券化计划中贷款的信用质量可能远远低于投资者设想的水平。

⁵ 资本套利：必须遵守资本要求规则的实体可能会参与套利交易。在这种交易中，如果它们通过某个交易结构持有某种特殊资产，则相比起潜在风险与标的资产数额成正比的传统交易结构，它们必须准备的资本可以相对少很多。



无论证券化能带来什么好处，欧美各国监管机构普遍赞同应对证券化交易实施监管，因此目前正努力划定证券化交易的许可范围。为了实现本节描述的某些好处，监管部门需要开展适当的监管审查。第三章探讨了在中国让证券化业务走上正轨可以采取的监管办法。

降低对银行体系的过分依赖

全球金融危机凸显的一大风险是，很多国家过分依赖银行体系为经济发展融资，该风险在欧洲尤其明显，其银行资产高达 GDP 的三倍。在资本要求提高、投资者普遍希望参与风险较低的活动后，欧洲的银行部门削减了信贷额度，随之引发了“信贷紧缩”。由于银行是信贷的主要提供方，很多企业慢慢难以获得运作所需的资金。

证券化可以解决这个问题，具体体现在两个方面。其一，原本依赖银行获得融资的企业（如公用事业公司或有着大量应收账款的企业）可以将自己的资产变成证券化产品，并进入资本市场直接获得发展所需资金。其二，银行可以将现有的风险分散到资本市场，从而释放资产负债表，发放更多贷款。第二种操作有两个好处：首先，有助于将风险广泛分散到整个金融体系，确保不会有太多的风险集中于银行部门；其次，有助于通过现有的银行体系发放更多信贷。

扩大非银行金融机构的信贷供应量

通过证券化让非银行金融机构进入资本市场，扩大其信贷供应比例，可积极促进金融市场的稳定。非银行金融机构通常不太容易受到银行体系固有风险的冲击，例如：(a)它们不像银行那样过分依赖顾客存款或同业拆借等短期资金来源；(b)它们的资产负债表不像银行那么复杂；(c)它们杠杆率一般低于大型银行，因为它们不享受国家的“护大政策”补贴。将更多风险从银行转移到非银行金融机构后，即使银行系统受到冲击，也不一定波及非银行金融机构，因此它们的信贷发放渠道可以保持畅通。



非到期日转换信贷

证券化还有助于非银行金融机构提供非到期日转换信贷，即发行合约期很长的证券。银行通常避免发放这样的长期贷款，因为它们本身的资金来源通常都是短期的。将资产证券化可吸引那些接受或希望签订长期合约的投资者，因而，有助于满足希望获得长期信贷的个人或企业的需求。

证券化可在两个重要方面发挥这一作用：住宅抵押贷款和基础设施建设贷款。在这两个方面，借方都希望获得长期贷款，而证券化可以满足其需求。

投资工具

证券化可以将非流动性资产重新包装成流动证券。一些非银行金融机构投资者（如保险公司和养老基金）都不太愿意直接发放贷款，因为在这样的操作中，资金流动性有限，难以将风险转移到信贷链的下游。但如果将资产包装成流动性较强的证券化产品，而不是直接发放贷款，那么只要投资者希望购买，该头寸随时可以出售。

分散风险

资产证券化有助于银行和非银行金融机构扩大投资组合，无论对于资产风险的降低、地域范围的扩大和流动性提高有十分有益。证券化产品投资有别于购买公司债券或股票：债券和股票的收益始终取决于发行公司能否持续经营，而证券化产品背后有大量标的资产作为支撑，因此其风险类型也截然不同，投资者可以扩大投资组合的多样性，并降低整体投资风险。

分档次发行

通过分档次发行技术，将相同一批资产转变为不同的证券化产品，资产的风险即实现了多样化。通过合法的“分级支付”或“优先支付”办法即可实现这一目的。

例如，现有一笔票面价值为 100 的住宅抵押贷款，将其转让给某特殊目的实体，该实体随后发行 100 份证券来收购这笔贷款，分为 50 份 A 券、30 份 B 券和 20 份 C 券。然后在交易文件中规定：由于住宅抵押贷款由标的资本借款人偿还，因此发行证券获得的现金首先用于赎回 A 券，然后是 B 券，最后才是 C 券。设置这一优先次序的结果是，一旦有损失，C 券将“首当其冲”，即只要损失达到 20%，则 C 券持有者将亏损，但 A 券或 B 券持有者不会有任何损失。若亏损率为 20%-50%，则 B 券持有者亏损；只有当整个资金池的亏损率超过 50% 时，A 券持有者才会亏损。因此，A 券持有者的风险远远低于 C 券持有者，但收益率很可能远远低于 C 券持有者。

通过分档次技术发行证券化产品，可以保证随时向投资者供应高质量、低风险的证券，当然，前提是标的资产总体必须具备较高的评级。

促进银行业的稳定

银行也可以使用证券化手段降低银行活动的固有风险。具体表现为：

- 更好地匹配银行的资产与负债：因为开展证券化业务有助于让银行的借款与贷款的票期保持一致；



- 更好地管理风险：银行向投资者汇报业绩时，必须遵守相关报告和信息披露要求，因此会继续准确地监控资产风险。
- 扩大投资者基础：除客户存款、同业拆借和债券之外，证券化产品是银行资金的又一个来源，可让银行获得来源更为均衡的资金，即使一个投资群的资金供应出现波动或减少，银行也不受影响。
- 降低资金成本：通过分档次发行手段，便于将投资者的偏好与风险进行更好的匹配，或将他们的偏好与标的资产的信用质量进行更好的匹配，银行可以更好对证券化资本进行定价，因而，相比起其他融资渠道，证券化有助于降低资金成本。

4. 证券化交易评级

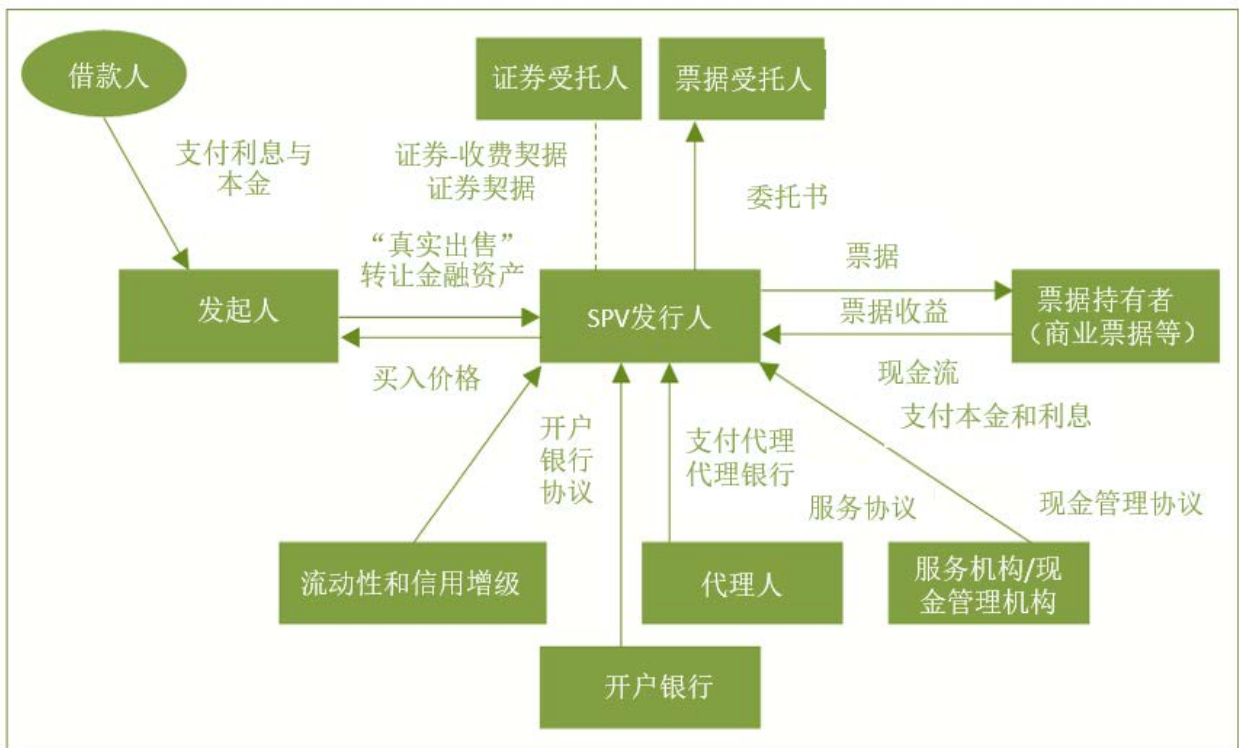
信用评级机构通常参与证券化交易，以便告知投资者，若购买某特定类别票据，最终能否保本、或应预期什么收益率、或能否及时获得利息。信用评级机构在对某特定交易进行评级时，需要考虑若干因素。这些因素包括以下内容，第六章将深入探讨：

- 标的资产的质量；
- 发起人所创设的资产在过去的表现；
- 发起人在向客户发放信贷时规定的信贷政策；
- 标的资产服务机构的质量和能能力；
- 服务公司资不抵债时是否容易更换另一家公司；
- 标的资产债务人所处的司法辖区；
- 现金流量支付顺序结构和在任何相关档次结构下的头寸；
- 有关交易偿付能力法律意见书的可信度。



真实出售证券化交易

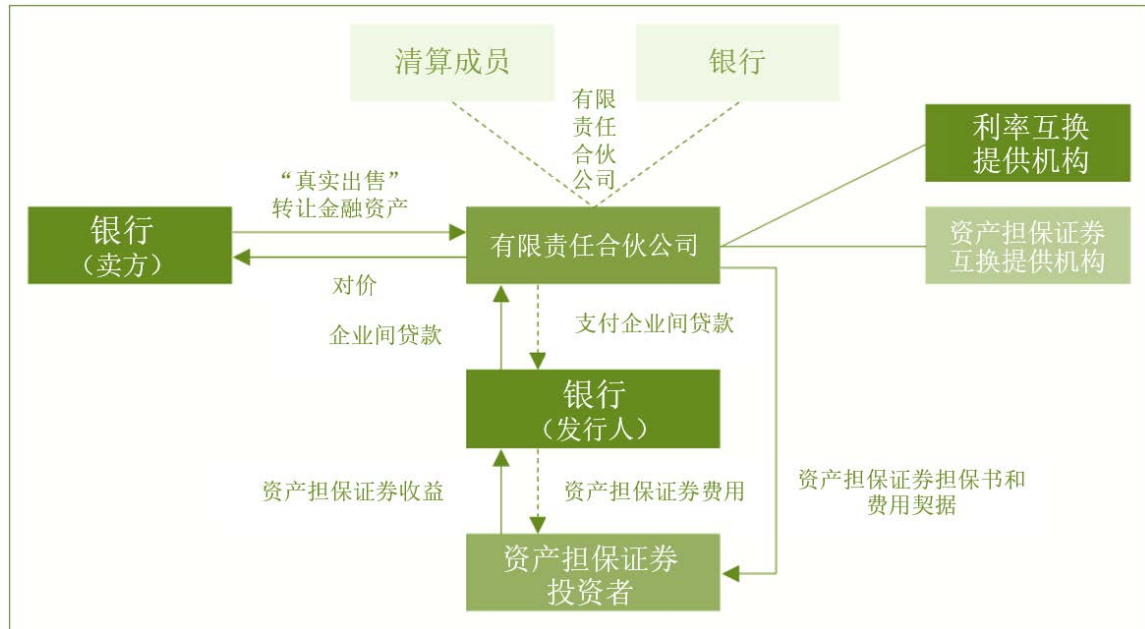
在真实出售证券化交易中，发起人将金融资产（在欧洲，住房抵押贷款是个经典例子）出售给特殊目的实体——即发行人，发行人通过发行、出售证券获得现金，购买这些金融资产。通常至少有两家信用评级机构对发行的证券做出评级。该特殊目的实体将获得流动资金和信贷支持，防止现金流量出现波动或金融资产池质量恶化。证券通常会分档次发行。





资产担保债券

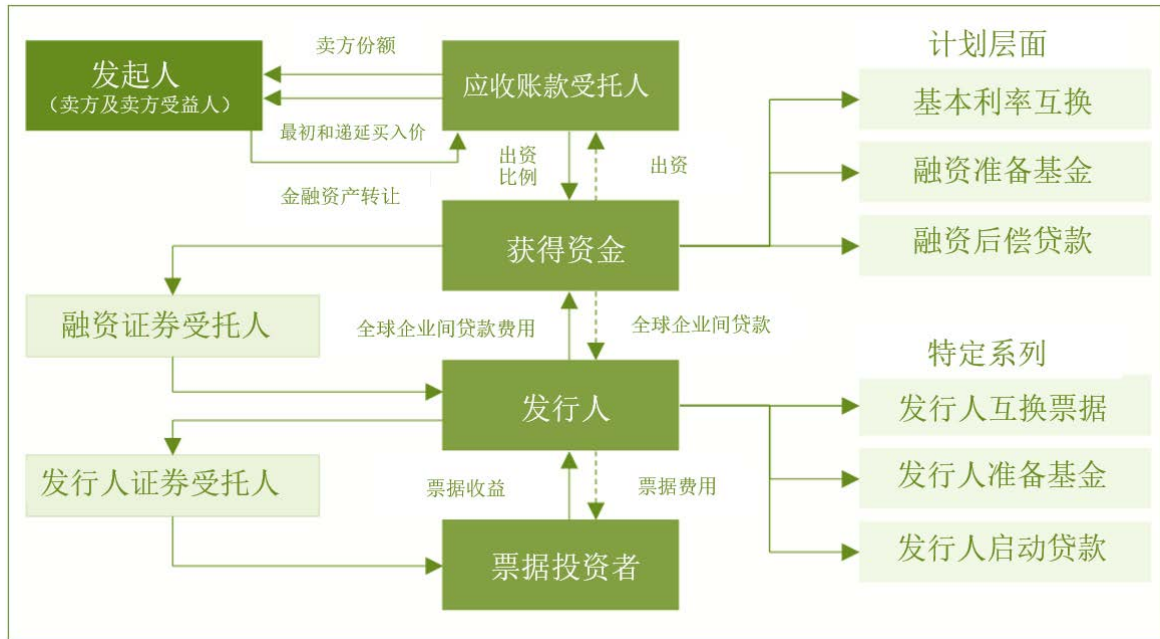
下图是英国资产担保债券的典型结构。在资产担保债券结构下，投资者对作为发行人的银行，以及对隔离破产风险的资产池都有追索权。在一些司法辖区，法律规定了破产隔离（所谓的“法定围栏”）的依据，而在英国等其他国家，需要为此建立特殊目的实体（通常是有限责任公司）。





统合信托

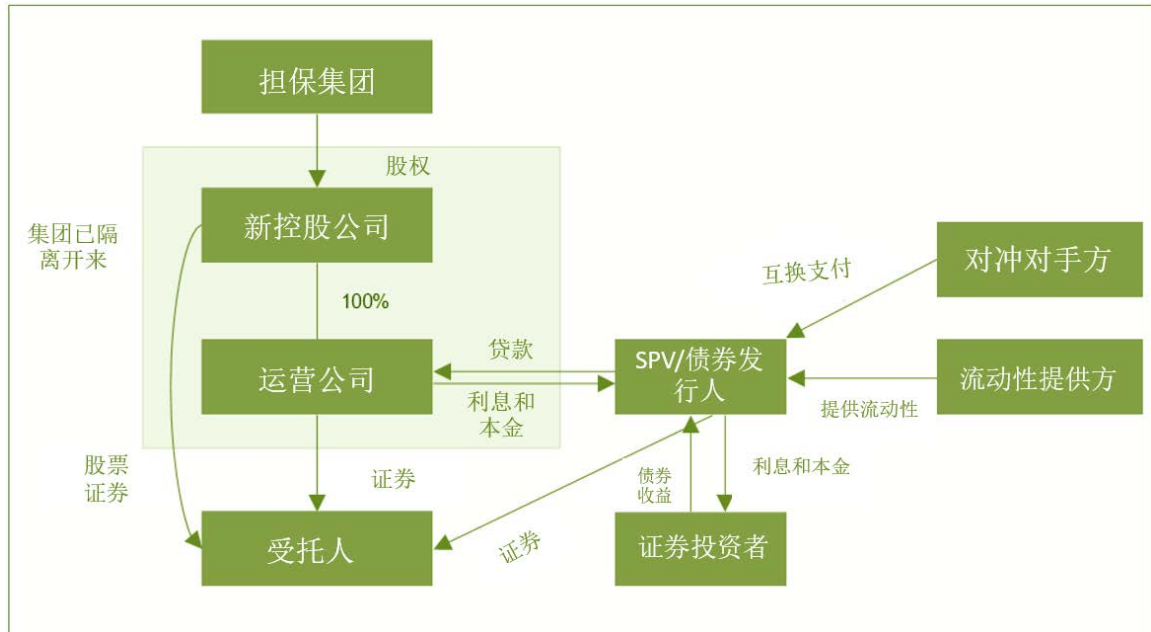
统合信托的有效设立有助于拥有稳定金融资产的发起人（如住房抵押贷款发放机构或信用卡公司）定期有计划地发行证券。发起人首先建立一个“平台”，然后依托该平台不断将新创建的资产转移至受托人账户(在下文的例子中是应收账款受托人)，受托人宣布为发起人和中间融资机构托管资产。每当发起人希望融资时，票据发行机构（在下文例子中为发行人）将发行一系列由应收账款托管人持有的资产作为担保的票据。





全业务资产证券化

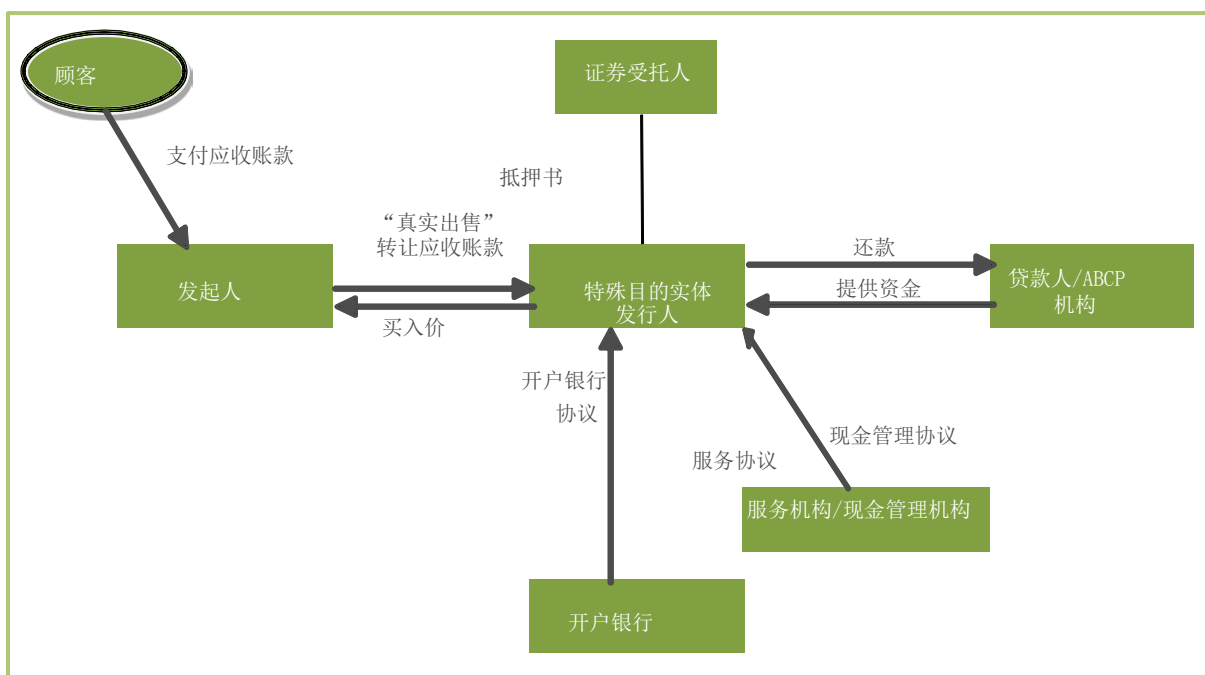
全业务资产证券化有助于拥有稳定收入流的企业从资本市场融资，这类企业通常包括港口、机场、水务公司和假日公园。集团内的创收实体和创收资产外围都设置了一张安全网（即在这些实体与资产周围设置一道隔离栏），将现金流量及所有债权人（如资本市场投资者、掉期供应商、资本支出贷款人、定期贷款提供商、周转资金贷款人）与该集团隔离开来。该集团必须确定一套声明、契约、违约事件；特殊目的实体发行人是该集团的债权人，负责在资本市场发行债券，让资本市场投资者投资于该集团，从而实现融资目的。





应收账款证券化交易

在应收账款证券化交易中，企业发起人获得性质非常类似于周转基金贷款的资本，而贷款人（或供资方，如资产担保商业票据发行方）给发起人的客户（而不是发起人）带来信用风险。发起人的客户真实销售所欠特殊目的实体的应收票据时，就招来信用风险。通常，第三方供资方会提供一个“档次”的资本，而发起人会通过打折销售这些应收票据，或向特殊目的实体提供低级证券，提高信用级别。发行人也可以通过提供保单，防止顾客信用违约，从而进一步提高信用级别。



免责声明：请参阅附录部分，第 83 页。



三、中国的证券化现状（金杜律师事务所）

1. 概述——中国的证券化现状

近年来，中国的证券化行业突飞猛进。仅 2014 年一年，中国的资产担保证券发行量增至大约 2800 亿元，同比增长 10 倍，这个数字比过去 8 年的发行总量还高。截至 2015 年 4 月，中国人民银行的数据显示，中国国内市场的资产担保证券总发行量约为 3000 亿元。所有这些数据都表明，中国监管部门一改过去十年大部分时间内走走停停的试探性做法，跨出了一大步。

2005 年，中国开展了一项试点计划，正式开启证券化的步伐。2008 年，在全球金融危机的大背景下，由于担心证券化资产不够安全，中国暂停了该计划。2012 年，中国重启该试点计划，初始配额为 500 亿元。2015 年 5 月 13 日，中国国务院发布了发展证券化的通告，该配额随之被提升到 5000 亿元。即使如此，这个配额只占成熟证券化市场所需资金池的一小部分。2015 年 5 月，《金融时报》引用中国证监会一名高官的话指出，中国内地符合条件发行证券的银行贷款总额高达 90 万亿元，而银行贷款只是适合开展证券化业务的诸多资产类别中的一种。

在本报告中，我们将探讨中国内地资产担保证券的监管环境，以及资产担保证券产品的近况和最新趋势。在此背景下，我们总结了跃跃欲试的金融机构应该把握哪些机遇（它们可以担任发起人、承销人、证券结构设计顾问和投资人多重角色）。我们讨论了中国内地的法律框架该如何应对与资产担保证券发行相关的常见法律问题。最后，我们特别指出了中国进一步发展证券化市场还有待改革的领域，包括：精简监管框架、向更多投资者开放，以及支持跨境发行资产担保证券。

我们在本报告讨论了监管机构、银行业者、发起人、投资者、律师等所有利益相关方提出了最常见问题，希望能为亚洲证券业与金融市场协会这个快乐大家庭做出贡献。

2. 中国内地的监管环境

中国内地大致有两类证券化框架，每一个框架由不同的监管部门设计，且面向不同的发起人。下文详细描述了这两类框架。

2.1. 特殊目的信托(SPT)结构

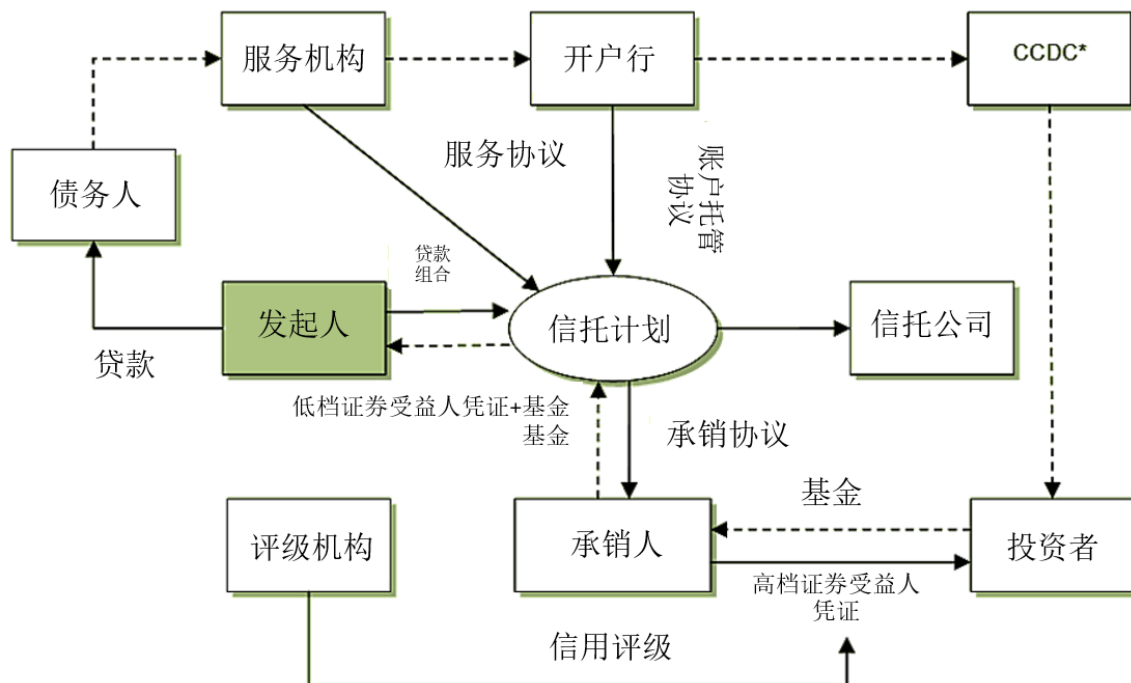
较为知名的证券化框架是中国银监会推出的特殊目的信托结构，该结构主要便于对中国银监会监管的金融机构（如各商业银行、金融租赁公司和汽车金融公司）所发放的信贷资产进行证券化。通常，金融机构将某些信贷资产委托给一个特殊目的信托，该信托形成应收账款池，为在全国银行间债券市场上发行资产担保证券提供支持。在本文中，在这一框架下发行的资产担保证券宽泛地称为“特殊目的信托结构”下发行的资产担保证券。

全国银行间债券市场不对散户开放。这是一个封闭市场，仅对大约 1 万个机构投资者开放，它们大多数是金融机构，如商业银行、证券公司、保险公司，另包括各种投资机构，如共同基金和养老基金。在这些投资者中，商业银行是全国银行间债券市场上最积极的参与者。

在特殊目的信托结构下，发起人将“信贷资产”委托给某特殊目的信托机构的受托人，该受托人以发行多个档次的信托凭证的方式，发行资产担保证券。中国出台的相关规定有：



- 《信贷资产证券化试点管理办法》，中国人民银行和中国银监会于 2005 年 4 月 20 日联合发布；
- 《金融机构信贷资产证券化监督管理办法》，中国银监会 2005 年 4 月 20 日发布；
- 《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，中国银监会、中国人民银行及财政部于 2012 年 5 月 17 日联合发布；
- 《进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为通知》，中国银监会和中国人民银行于 2013 年 12 月联合发布；
- 《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，中国银监会 2014 年 11 月 20 日发布。



* CCDC 指中央国债登记结算有限责任公司。

特殊目的信托概览

发起人	中国银监会对以下金融机构实施监管：(A)商业银行和政策银行；(b)城市信用社和农村信用社；(c)银监会监督管理的其他金融机构，如汽车金融公司、资产管理公司、金融租赁公司和融资公司。
可实施证券化业务的资产	“信贷资产”——相关规定没有做出明确定义，但包括企业贷款、抵押贷款、汽车贷款和租赁应收账款。《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》扩大了有开展证券化业务资格的金融资产的范围，包括农业生产贷款、信用卡



	应收账款和地方政府贷款。
监管批准/登记	中国人民银行和银监会。从 2015 年初开始，27 个商业银行无需获得银监会批准即可开展证券化业务。
发起人“利益共享、风险共担”原则	信贷资产证券化发起机构应通过“水平持有”或“垂直持有”，至少自留 5% 的基础资产信用风险。 “水平持有”即要求发起人持有部分最低档次的证券，其名义价值不得低于总发行规模的 5%。 “垂直持有”即要求发起人除了持有至少 5% 的最低档次证券，还必须持有类似比例的高级档证券；发起人自留的总风险不低于总发行规模的 5%。 发起人为满足该风险自留规定而投资的所有证券应持有至到期。
受托人发行人	必须是在中国获准营业的信托公司。
投资者	全国银行间债券市场成员，包括商业银行、融资公司、信托公司、信用合作社、共同基金及证券公司。《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》扩大了机构投资者和非银行机构投资者的范围，增加了保险公司、证券投资基金、企业年金和国家社保基金。 合格境外投资者(QFII)、人民币合格境外投资者(RQFII)、外国中央银行和货币主管部门、香港和澳门的跨境人民币结算清算银行、境外参与跨境贸易人民币结算的银行等外国投资者在获得中国人民银行批准后，都可以参与全国银行间债券市场上的债券交易。
单个投资者上限	银行机构：40%。
评级	所有可交易的各档证券（不包括最低档）都必须至少由两家信用评级机构评级。这些档次的债券不设最低评级要求。

2.2. 专项资产管理计划 (SAMP) 结构

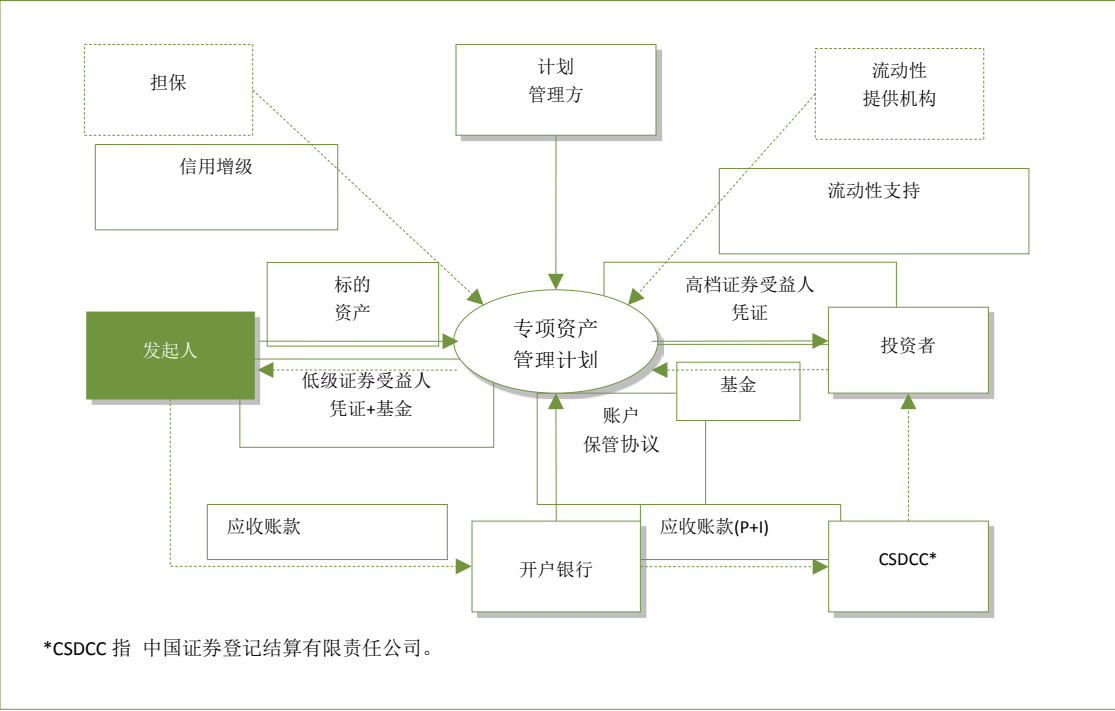
第二类框架是中国证监会出台的专项资产管理计划框架。从技术上说，该框架范围很广，涵盖受银监会监管的所有金融机构所创建的信贷资产，然而在实际操作中，按此结构发行的资产担保证券仅限于非金融机构创建的资产，这些机构包括独立租赁公司、收费公路公司、电子商务平台和电信服务提供商。采用专项资产管理计划框架发行的资产担保证券可在上交所和深交所自由交易。

在该结构下，需要按照中国证券监督管理委员会（“证监会”）2014 年发布的《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》设立专项资产管理计划。

证券公司或基金管理公司的子公司作为资产管理机构，向投资者发起专项资产管理计划，投资者认购该计划下发行的不同档次的证券。发行工作由证券公司或另一个销售机构（如其他证券公司、商业银行和其他由证监会批准的机构）实施。证券发行结束时，专项资产



管理计划（通过证券公司担当资产管理机构）利用获得的基金购买标的资产，然后用收购资产产生的现金流支付利息和本金。发起人在发起专项资产管理计划前，需要在中国证券投资基金业协会登记备案。专项资产管理计划下证券发行结束时，必须在上交所和/或深交所进一步登记，才能上市交易。



*CSDCC 指 中国证券登记结算有限责任公司。

专项资产管理计划结构概览

发起人	理论上涵盖各类机构。在迄今的所有市场先例中，都有非金融机构参与。
标的资产	应收账款（包括贸易应收账款）、信贷资产、信托受益人权益、基础设施收费权益和房地产。
监管批准/登记	需要在中国证券投资基金业协会登记备案。
发起人共担风险规定	无
受托人发行人	无
投资者	合格投资者，包括个人、企业法人，以及由证监会批准的组织和实体。
单个投资者上限	无
评级	无硬性要求。



2.3. 跨境准证券化业务

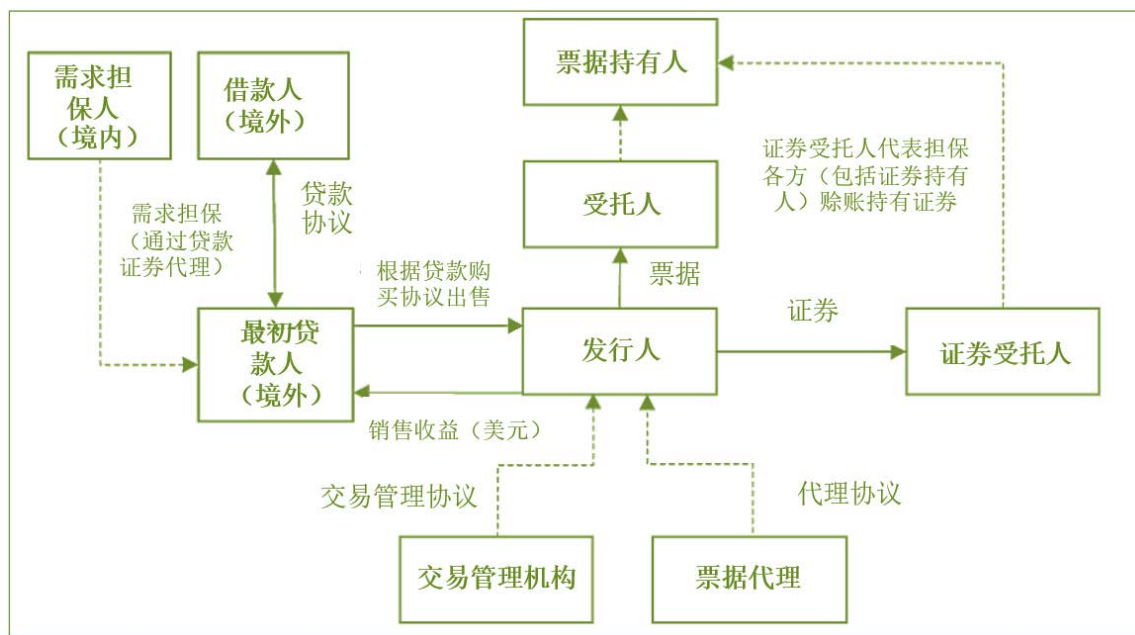
中国内地信贷支持的跨境准证券化业务于 2013 年底首次推出。这些交易不在中国现行证券化框架内发行，参与方大都是境外机构，且都是中国企业境外子公司的境外企业抵押贷款被重新包装后发行。

这些交易与中国的唯一联系是，这些境外贷款由中国境内的信贷提供支持，其表现形式是中国某个大银行的国内分行发行的信用证或见索即付保函。这些贷款然后被重新包装为有评级的证券，在大型证券交易所上市。由于这些证券都获得境内信贷支持，因此其评级通常与在岸信贷提供商的信贷评级相同。

该结构可降低中国企业境外子公司的借贷成本，同时有助于金融机构将其账簿上的这些贷款转售至债务资本市场。

另一个有吸引力的特点是，境外金融机构无需达到中国的许可要求，即可安排这样的交易，因为交易的大多数要素都在中国境外。因此，境外金融机构通过开展这样的交易，可以获得这些交易的大部分手续费。

迄今为止，金杜律师事务所参与了市场上成功实施的几乎所有此类交易。



跨境单笔贷款再包装概览

安排机构	通常是金融机构，其中国企业客户希望在境外融资。
标的资产	中国公司境外子公司在境外发放的企业贷款，由境内信用证提供担保。
监管批准/登记	取决于结构。在大多数情况下，无需获得国家外汇管理局批准。



发起人共担风险规定	由于跨境再包装不受银监会/中国人民银行监管，因此无此要求。
受托人	通常是境外避税乐园（如开曼群岛）设立的证券化交易实施机构。
投资者	由于这是跨境发行，因此认购者通常都是境外投资者。
单个投资者上限	无
评级	无硬性要求。

3. 最近市场趋势

3.1. 资产类型

企业债券是中国证券化交易的主要资产，占中国市场总发行量的 75%。这部分是因为中国各大银行必须按照《巴塞尔 III》较为严格的资本充足率要求，管理其资产负债表。最近，中国市场上的贷款抵押证券(CLO)业务开始纳入风险较大的资产类别，如不良市政贷款、中小企业贷款、以及网上小额贷款。这些贷款抵押证券似乎不太可能吸引境外投资者，主要因为其标的资产质量缺乏透明度。

中国市场上的其他证券化资产包括住宅和商业抵押贷款、租赁应收账款和汽车贷款。尤其值得一提的是，随着中国汽车需求的增长（中国也是世界最大的新车消费市场），汽车贷款证券化业务也随之不断发展。大众和日产最近实施一些证券化交易采用西式信用增级特点，让证券化业务结构更符合境外投资者需求，便于其以合格境外机构投资者身份认购。

3.2. 最近中国证券化业务的重要结构特点

如上文所述，我们看到中国越来越多的机构以西式结构发行证券。这部分是由评级机构的要求及日益严格的监管推动的。

无境外要素

迄今为止，中国内地所有证券化业务都是仅由境内机构参与的境内交易。迄今的若干跨境证券化交易所涉及的产品都是得到境内信贷支持的资产担保贷款证券或贷款再包装证券，但还没有出现真正的跨境资产担保证券。中国的跨境资产担保证券结构尚未发展起来，因为(a)中国缺乏开展跨境资产担保证券业务的法律框架；(b)当前的预扣税制度限制了它的发展。

静态应收账款池

中国的证券化业务背后一般都有直接可用的应收账款池提供支持。该特点是法律考虑因素使然，因为未来应收账款的真实出售情况存在不确定性。

准备金账户要求

最近的证券化业务结构都必须满足更严格的准备金要求。我们看到，在一些新的汽车贷款证券化交易中，都开设了多个准备金账户，以解决流动性、税收、备用服务机构的任命问题，并抵消风险。准备金账户要求总是随着证券评级的下调而提高。



服务机构评级下调机制

为了应对与应收账款服务商相关的交易对手风险，大多数证券化交易都有不同的评级下调触发机制。随着信用评级的下调，服务机构的服务义务会变得越来越繁重（例如必须更频繁地将现有收款账户中的所有款项都“扫到”受托人的一个独立银行账户中），导致标的信贷资产全部转移。

清仓回购

在中国的汽车贷款应收账款证券化交易中，若应收账款池的余额降至最初证券化资金池余额的 10% 以下，则发起人通常有权回购所有证券化的应收账款。这是中国信用卡应收账款和汽车贷款应收账款证券化的共同特点。

共担风险/风险自留

采取特殊目的信托结构的证券化交易必须满足一项监管要求：发起机构必须通过认购低级档次证券或者高低搭配，自留至少 5% 的总体信贷风险。

3.3. 评级

在中国现行规定下，凡采用特殊目的信托结构且在全国银行间债券市场上市的证券化交易，都必须经由两个不同的评级机构评级，一个由发起人任命，另一个是独立评级机构。中国市场上的合格评级机构如下所列。

中国国内评级机构一览表

- 中国信用评级中心有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司（与穆迪投资者服务公司建立了合作关系）；
- 联合资信评估有限公司（与惠誉评级公司建立了合作关系）；
- 大公国际资信评估有限公司；
- 东方金诚国际信用评估有限公司；
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司（与标准普尔建立了合作关系）。

评级考虑因素

中国的评级机构一般采用类似于惠誉、穆迪、标准普尔等国际主要评级机构的评级标准。分析结构性融资交易的框架时，一般考虑以下内容：

- 交易结构的合法性、有效性和可执行性；
- 标的资产的信用表现（如历史、表现、资格标准、静态池/循环池）；
- 分档次发行和超额担保；
- 流动性支持、准备金账户、支付优先次序和开支上限；
- 交易对手风险（如抵消/预扣权、资金混用风险、备用服务提供商、重置触发因素）。





3.4. 最近交易一览表

金杜律师事务所编制了最近的资产担保证券发行交易：

序号	发起人	类型
1.	中国建设银行，2005，发行 1 批个人住房贷款抵押证券	住宅抵押贷款
2.	信达资产管理有限公司，2006，发行 1 批不良贷款证券	不良贷款
3.	中国建设银行，2007，发行 1 批个人住房贷款抵押证券	住宅抵押贷款
4.	上汽通用汽车金融公司，2008，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
5.	中国建设银行，2008，发行 1 批不良贷款证券	不良贷款
6.	上汽通用汽车金融公司，2012，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
7.	上汽通用汽车金融公司，2012，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
8.	华融资产管理股份有限公司，2014，发行 1 批结构化贷款证券	贷款抵押债券（结构化贷款）
9.	宁波银行，2014，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
10.	东风日产汽车金融公司，2014，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
11.	大众汽车贷款公司，2014，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
12.	中信银行，2014，发行 4 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
13.	顺德银行，2014，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
14.	交银金融租赁有限责任公司，2014，发行 1 批证券	租赁应收账款
15.	青岛银行，2014，发行-1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
16.	交通银行，2014，发行 2 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
17.	上海银行，2014，发行 2 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
18.	上汽通用汽车金融公司，2014，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款
19.	杭州银行，2014，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
20.	北京银行，2014，发行 2 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券



21.	华融金融租赁股份有限公司，2014，发行 1 批证券	租赁应收账款
22.	中国银行，2014，发行 2 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
23.	汇丰中国，2015，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
24.	渣打银行中国，2015，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
25.	宁波银行，2015，发行 1 批贷款抵押债券证券	租赁应收账款
26.	宁波银行，2015，发行 1 批贷款抵押债券证券	贷款抵押债券
27.	上汽通用汽车金融公司，2014，发行 1 批零售汽车贷款证券	汽车贷款

4. 如何参与中国证券化市场

4.1. 境外金融机构

对于希望参与中国证券化市场的境外金融机构而言，它们可以担任的重要角色有：(a) 发起人；(b) 承销人；(c) 融资顾问。由于两个角色不适用于境外机构，因此外资银行对中国境内证券化交易的参与历来仅限于纯粹的融资咨询工作，由中国境内银行充当发起人和承销人的角色。

最近，我们注意到，外资银行在中国境内的子公司/合资公司也试图担任发起人和承销人的角色。例如，在 2014-2015 年宁波银行开展的贷款抵押债券证券化业务中，第一创业摩根大通证券有限责任公司担任了主要承销人的角色；2015 年，汇丰中国和渣打银行中国担任发起人，将各自在中国的企业贷款重新包装为证券后发行。

境外金融机构的在华子公司/合资公司可以担任的角色（特殊信托目的结构证券化交易）

发起人	- 理论上，是的。发起人必须是受中国银监会监管的实体。 - 以该发起人可获得的在华资产为限。外资金机构持有的在华信贷资产仅占中国各大银行持有的总信贷资产的一小部分。
承销人	承销人必须为金融机构，且满足以下条件： - 注册资本不得低于 2 亿元； - 在债券发行方面拥有相对较强的实力； - 是债券市场业务和债券销售渠道方面的合格专业机构； - 无重大违法、违规行为； - 中国人民银行要求的其他条件。
融资顾问	可以。充当融资顾问无需获得许可，不在监管范围之内。



境外金融机构的在华子公司/合资公司可以担任的角色（专项资产管理计划结构下的证券化交易）

发起人	一般不可以。
承销人/销售代理人	可以。在发行专项资产管理计划证券过程中，商业银行有资格参与销售。
资产管理人	不可以。因为迄今为止，资产管理人仅限于持有资产管理营业执照的证券公司或资产管理公司的子公司。
融资顾问	可以。充当融资顾问无需获得许可，不在监管范围之内。

4.2. 境外投资者

截至 2015 年 5 月，中国现行的规定不允许外国投资者直接投资于中国境内的特殊目的信托（即证券化资产的持有机构）。这是因为这类跨境资本流动需要获得监管批准，而且监管部门基本不允许境外机构直接投资于中国境内的信托。

QFII 和 RQFII 计划是外国投资者参与中国境内资本市场的主要渠道。但在中国的证券化交易市场，QFII 和 RQFII 的投资范围仅限于认购在全国银行间债券市场上交易的固定收益产品，但不能认购场外交易的信托产品。因此，QFII 和 RQFII 计划并非外国投资者参与中国境内信托投资的可行合法渠道，这也是今后证券化改革应考虑领域。

5. 中国证券化交易的法律问题

5.1. 合法真实出售

证券化交易要求发起人向买方（通常为特殊目的实体或是一个信托机构）真实出售资产。开展合法真实出售并做出说明需要满足不同要求，具体涉及资不抵债时的利益追回问题和资产负债表外处理问题。本文仅讨论如何实现合法真实出售。

合法真实出售的分析因证券化交易结构（即特殊目的信托结构和专项资产管理计划结构）的不同而异。如下文所述，在特殊目的信托结构下，真实出售分析更详尽。



特殊目的信托结构下的真实出售分析

在特殊目的信托结构下，发起人根据特殊目的信托规定，将持有的信贷资产委托给一个受托人（通常为受监管的专业信托公司）。根据中国法律，以某认购价格将标的资产委托给受托人后，即使发起人资不抵债、进入破产程序，受托人作为诚信受让人的权利也基本不受影响。

中国的破产法和信托法也对这一一般原则做出了一些重要例外规定：

- (a) 根据中国《破产法》第 31 条，人民法院受理破产申请前一年内，涉及发起人财产的下列行为，管理人有权请求人民法院予以撤销：
- 无偿转让财产的；
 - 以明显不合理的价格进行交易的；
 - 对没有财产担保的债务提供财产担保的；
 - 对未到期的债务提前清偿的；
 - 放弃债权的。
- (b) 根据中国《信托法》第 15 条，即使在委托上述资产后，发起人被宣告破产，若信托人是唯一受益人的，则委托财产作为其遗产或者清算财产。

虽然在中国证券化市场上尚无发起人被宣告破产的判例，但中国证券化行业的普遍共识是，现有的信托框架非常稳健，足以保证向受托人委托任何资产的有效所有权，即使发起人破产也不受影响。

专项资产管理计划结构下的真实出售分析

相比而言，在专项资产管理计划结构下，发起人将信贷资产协议转让至某专项资产管理计划机构。该机构并非独立于发起人的企业法人，而且上文所述的转让仅为合同转让（而不是资产委托）。

因而，此结构下的证券化交易投资者不太可能收到传统证券化交易通常提供的有关真实出售的明确法律意见书。

5.2. 破产隔离

在传统证券化结构下，发起人将资产转让给(a)某已经实现破产隔离的证券化特殊目的实体；或者(b)某信托公司。由于中国尚未就证券化特殊目的实体的设立制定特定的法律框架，因此一般只转让给信托公司。特殊目的信托结构下的证券化交易都采取此做法。

特殊目的信托结构——受托人资不抵债

虽然在特殊目的信托结构下创建的信托公司本身不是独立的企业法人，但信托资产一般由代表该信托公司的受托人持有和管理，因此该受托人资不抵债时产生的影响也是重要的考虑因素。



在此方面，中国《信托法》第 15 条确认，受托人被宣告破产时，信托财产不作为其清算财产。

专项资产管理计划结构

专项资产管理计划结构的分析薄弱得多。如上所述，专项资产管理计划并不是一个独立的企业法人，而是由发起人设立的独立资产管理计划机构。

5.3. 应收账款转让的完善要求

根据中国法律，以下两种情况存在区别：(a)完善卖方（即发起人）与买方（即特殊目的信托结构下的受托人）之间的应收账款销售，(b)完善买方与标的资产债务人之间的应收账款销售。一般而言，对于(a)情况，法律没有规定具体的完善要求，但在(b)情况下，必须根据中国《合同法》的要求，向标的资产债务人发出通知。在(b)情况下未完善转让的，将影响(a)情况下应收账款转让的有效性。

发起人给特殊目的信托的转让

对于使用特殊目的信托结构的证券化交易，只要签署有关发起人向特殊目的信托转让信贷资产事宜的信托协议，即足以确保该信贷资产的转让不受发起人的其他债权人的影响。

迄今尚无发起人试图将相同的应收账款池出售给两个不同特殊目的信托的先例，即使发生这样的情况，一般共识是，销售的优先次序应由信托协议签订时间来确定（即先签订协议的一方优先）。

针对标的资产债务人的完善要求

关于应收账款转让，中国《合同法》第 80 条要求，在转让应收账款时，应通知标的资产债务人。未发出通知的，转让手续对于标的资产债务人而言无效。从实际操作角度看，这意味着购买此应收账款的买方若不首先通知该转让交易所涉的标的资产债务人，则无法直接起诉该债务人以追偿债务。

需要澄清的是，未发出通知的，并不影响应收账款转让协议对买卖双方的效力——司法上优先确认这一点。

针对标的资产债务人的完善要求——当前市场做法

中国内地证券化交易的普遍市场做法是，直到发生某些触发事件，如发起人或服务机构评级下调或资不抵债，才会向标的资产债务人发出通知。在发生此类触发事件之前，应收账款发起人也充当应收账款的服务机构，即负责应收账款下的款项，同时定期将此类应收账款转让给购买方。

亚太地区的大多数市场（澳大利亚、韩国、香港、新加坡）的证券化交易都采取这一做法，即在发生某些“完善事件”后，立即向标的资产债务人发出通知。

5.4. 应收账款相关证券利息的转让

在大多数以标的资产（如汽车贷款、住宅抵押贷款）为抵押的应收账款销售证券化交易中，标的资产的性质由为了转让证券利息而必须额外采取的完善措施决定。



汽车贷款应收账款

关于汽车贷款应收账款的证券化交易，中国《物权法》规定，标的汽车贷款应在汽车贷款应收账款出售时一同转让。然而，若要转让的抵押贷款对善意第三方生效，发起人和相关管理机构必须进一步将抵押贷款登记为一级贷款。具体登记要求因各省或各市的规定不同而异。

根据当前市场做法，在中国大多数汽车贷款证券化交易中，由于登记流程较为繁琐，一般不将证券化的汽车贷款应收账款登记为一级抵押贷款。投资者依赖发起人的超额担保和强制回购来寻求保护。

住宅抵押贷款

相比之下，在住宅抵押贷款证券化交易中，不得通过销售相关住宅抵押贷款将现有房地产抵押贷款自动转化为证券，而必须将现有房地产抵押贷款必须重新登记，以维护贷款应收账款购买方的利益。在此方面，中国证券化市场的做法不是要求在资产转让日进行重新登记，而是仅在发生触发事件（如发起人信用评级遭到下调）之后，才重新登记。

5.5. 混合风险

在证券化交易中，发起人同时充当证券化交易应收账款服务机构的情况非常普遍。通常，发起人的收款账户中既有证券化应收账款，也有其他应收账款。根据中国法律，若发起人被宣告破产，该混合账款构成其清算财产。

要发起人为证券化应收账款设立独立的收款账户并非始终可行，因为那意味着发起人必须做出新的支付安排，并同时通知标的资产负责人，这样的手续太过繁琐。根据现行市场做法，发起人一般通过以下安排来降低资金混合风险：

- (a) 发起人定期将各类账款从其收款账户转入认购方（即受托人）账户中。若发起人的信用评级低于某临界值，转账间隔时间随之缩短；
- (b) 另外要求发起人通知每一个标的资产负责人：若发起人的信贷评级进一步降低，或发起人资不抵债，则负责人应直接向认购方支付费用。

6. 今后改革应考虑的事项

尽管中国的资产担保证券化业务发展迅猛，但值得注意的是现行法律仅允许为数不多的几类投资者认购采用特殊目的信托结构的资产担保证券，这个封闭的投资者群体主要包括国内银行、保险公司、证券公司和共同基金。

若商业银行发起信贷资产，将其重新包装为资产担保证券，然后发售给全国银行间债券市场上的其他商业银行，则整个交易过程并未真正转移风险，其实更像在银行同业内交换风险，并未将风险真正转移到资本市场。

下文概括了业内针对中国今后证券化行业改革提出的最普遍建议。

6.1. 单一证券化框架



业内呼吁，监管部门应面向所有公司精简证券化框架，从而消除特殊目的信托/专项资产管理计划之间的区别，这将有助于统一处理中国所有证券化交易中的共同法律风险（如资金混用、真实出售、证券转让）。

6.2. 预扣税问题

国内机构开展跨境证券发行的一大障碍是必须以 10%的预扣税代替境外利息账款汇款。若取消此针对证券化交易的预扣税，则将极大鼓励国内机构向境外投资者发行证券。

6.3. 外国直接投资

中国现有监管框架不允许外资直接参与境内信托持有的证券化资产。此外，外国投资者投资于中国境内资产担保证券的渠道也太过狭窄。

为便于境外资本跨境投资于境内信托持有的证券化资产，中国人民银行应规定，只要满足一些基本要求，如投资活动以人民币结算，且该信托的投资范围和计划主要集中于资产证券化，则允许外资开展投资（目前的规定禁止外资投资）。若要求所有投资以人民币结算，就无需国家外汇管理局开展重复监管，而且能更好地吸引外国资本更直接地投资于中国境内的资产担保证券。

免责声明：请参阅附录部分，第 83 页。



四、英国、美国及亚洲其他国家的证券化情况（ASIFMA）

1. 美国与欧洲

监管

过去几年间，为了应对金融危机，美国和欧洲均提出或出台了诸多监管条例。监管方面的发展已对证券化交易的监管产生重大影响，且还将继续发挥作用。

美国

美国于 2010 年 7 月 21 日实施的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（“多德-弗兰克法”）是对证券化交易影响最重大的监管改革，为了实施其细则，至今仍需不断制定大量规则。《多德-弗兰克法》旨在界定广泛的目标，但随后又将具体的监管改革工作委托给美国的多个金融监管机构。

欧洲

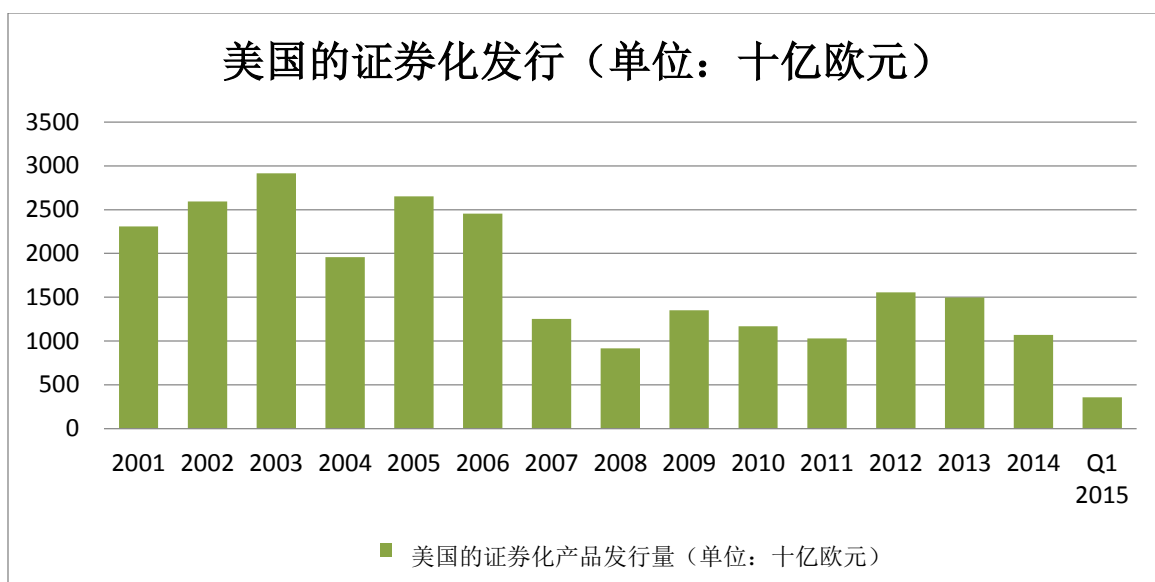
欧洲近几年出台了不少新的监管规定，包括《巴塞尔协议 II》、《巴塞尔协议 III》、最新的《资本要求指令》和《资本要求监管》（合称“CRD”）等各种资本要求、《信用机构监管》（“CRA 监管”）、《另类投资基金管理人指令》和《偿付能力监管 II 号指令》等，对包括证券化市场（尤其是资产担保证券）在内的多个市场造成重大影响。一些监管条例带来了积极影响：《偿付能力监管 II 号指令》使资产担保证券的资本要求降低，巴塞尔风险加权提案使资产担保证券的风险加权提高。

市场

美国

如今，美国的证券化市场交易额占全球市场总量的 60%。金融危机曾严重影响美国证券化总值（包括资产担保证券、债务抵押债券、政府机构住房抵押贷款证券和非政府机构商业抵押担保证券/个人住房贷款抵押证券），2007 年为 2 万亿欧元，2008 年降至 9158 亿欧元，此后有所回升，2014 年升至 1.07 万亿欧元。所有资产类别（除私企发行的住房抵押贷款证券外）均强势回升。⁶

⁶ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>
<http://uk.practicallaw.com/1-501-1955/>
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitization_market_en.pdf



（资料来源：SIFMA/AFME 证券化季度报告）

欧洲

从上世纪 90 年代末开始，欧洲的证券化市场开始兴盛，证券化活动激增。全球金融行业广泛使用的诸多证券化产品均由英国开发，而英国证券化市场也是欧洲最大的市场。

2008 年，欧洲的证券化总值达 8190 亿欧元，金融危机爆发后，证券化体量暴跌，2009 年仅为 4230 亿美元，此后也逐年减少，直至 2013 年降至谷底，仅有 1800 亿美元，此后终于开始回升，2014 年攀升至 2160 亿欧元。值得一提的是，自金融危机爆发以来，欧洲证券化市场在信用和定价方面均保持着不错的表现。由于证券化依然有很强的理论基础，且能够提供可观的利益，欧洲政策制定者正竭力恢复市场活力。⁷

欧洲普遍存在息差收窄态势，促使投资者为求收益而寻找定价更高的证券化产品，例如欧元区外围国家债券、贷款抵押证券、商业抵押担保证券和非优级个人住房贷款抵押证券等。

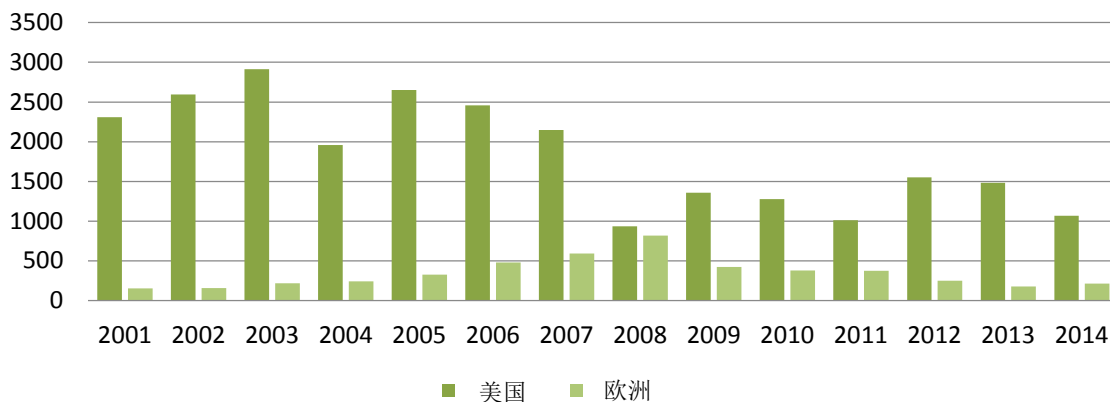
在欧洲，对证券化有意向的投资者主要分为以下几类：1）不具备多个稳定资金来源的机构（例如挑战者/小型银行、非银行金融机构，和未被收购的私人股本公司）或出于战略原因需进行证券化的机构（例如为进行首次公开募股而取得流动性，或去杠杆化）；2）欧元区外围国家；3）套利玩家（例如贷款抵押证券经理人，或承销商业抵押担保证券的银行）；4）息差非常窄的汽车产业。⁸

⁷ AFME / SIFMA / http://www.john-crosby.co.uk/pdfs/CCCO_WhyDoBanksSecuritize.pdf

⁸ http://www.asifma.org/uploadedFiles/Events/2014/Structured_Finance_Conference/Singapore_ASIFMA20Conference_Sent.pdf

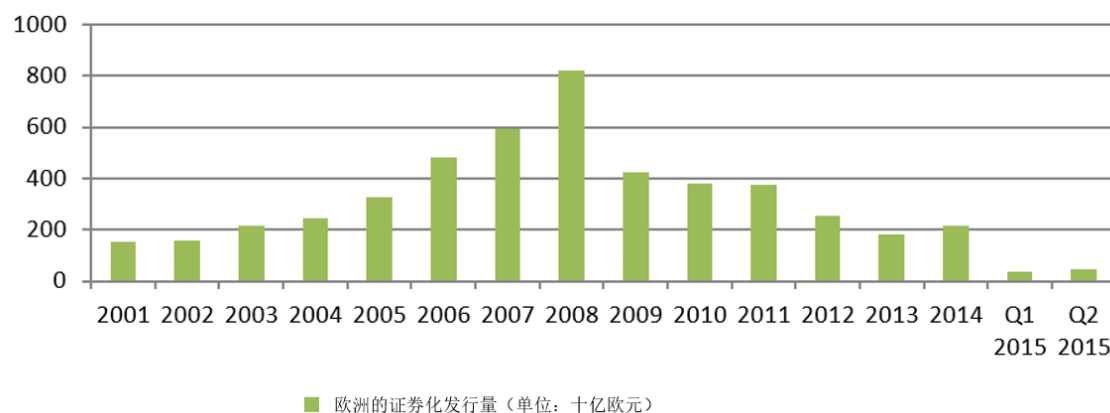


2001-2014年美国及欧洲的证券化产品 (单位：十亿欧元)



(资料来源：SIFMA/AFME 证券化季度报告)

欧洲的证券化发行量 (单位：十亿欧元)



(资料来源：SIFMA/AFME 证券化季度报告)



2. 亚洲其他国家

亚洲的证券化监管和市场框架还刚刚起步。各国境内证券化市场比跨境证券化市场更加活跃。与欧美市场的发行量相比，亚洲的跨境发行数量很小，2008年后，随着债务抵押债券市场（2008年之前是亚洲证券化发行的主要组成）基本不复存在，跨境发行数量暴跌。

值得注意的是，只要亚洲公司能够在本地资本市场获取廉价融资，它们就不会考虑跨境证券化交易。

2.1. 韩国

监管

1998年韩国经历金融危机之后，证券化开始腾飞，以下两项立法起到了推动作用：1998年9月16日出台的《资产证券化法案》（“ABS法案”）推动经济重建工作，促进摆脱金融机构的不良贷款；2003年12月31日颁布的《韩国房地产金融公司法》（“KHFC法”）推动韩国房地产金融公司（KHFC）的抵押贷款和学生贷款证券化。《韩国房地产金融公司法》还赋予韩国房地产金融公司权力，可发行住房抵押贷款证券和担保债券等两种住房贷款抵押工具。《资产证券化法案》允许建立“真实出售”框架，而许可发行担保债券的《韩国房地产金融公司法》推动了韩国的跨境资产担保证券市场取得显著发展。

韩国的证券化发行分为《资产证券化法案》框架内（《资产证券化法案》证券化产品，其中包含韩国房地产金融公司发行的证券化产品）和框架外（非《资产证券化法案》证券化产品）两大类。

韩国引入资产担保证券交易后，证券化市场有所扩大，但非《资产证券化法案》证券化市场的体量始终远大于《资产证券化法案》证券化市场，这主要是因为《资产证券化法案》证券化需满足该法案规定的某些程序性要求，例如登记证券化计划。因此，大多数证券化发行的是非《资产证券化法案》证券化产品，发行《资产证券化法案》证券化产品的交易可能是为了获取法案规定的特定利益，例如更加宽松的完善要求。⁹

值得注意的是，韩国的担保债券以目前的担保债券法律框架为基础，而韩国房地产金融公司发行的个人住房贷款抵押证券实际上类似于担保债券。由于担保债券投资者对发行人和标的资产“担保池”均有追索权，外国投资者很青睐这些结构。目前，韩国房地产金融公司已在国内市场发行个人住房贷款抵押证券，也在国际市场发行了美元计价担保债券。穆迪评级表示，这些交易与韩国的其他个人住房贷款抵押证券交易相当。¹⁰

⁹ <http://uk.practicallaw.com/6-381-1640?source=relatedcontent>

¹⁰ https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-KHFCs-two-covered-bonds-to-Aa1--PR_269744



市场

韩国的证券化国内市场已发展成为亚太地区最成熟的市场之一。如今，韩国的证券化框架也是亚洲最先进的，但跨境证券化交易量仍然较低，因为发起人可通过发行债券取得本国货币融资，且由于全球经济动荡不定，韩国政府鼓励本土企业降低对外风险敞口。

韩国证券化市场的主要力量大多是金融机构，它们对证券化和结构性金融交易的融资成本非常敏感，而后者耗资巨大且工作量很大。这就是为什么客户倾向于避开结构性交易，除非有重利可图。¹¹

中央银行流动性计划和留存证券化在韩国不太常见。证券化主要集中在住房抵押贷款、信用卡债权、汽车抵押贷款和房地产项目融资应收账款。中档贷款抵押证券也尤其受韩国保险公司欢迎，这些公司以往卖给投资者的保险及其他产品的支付款都很高。

近期，韩国推出了特许贸易应收账款证券化等新型证券化产品，且要求流通成型债务抵押债券（CDO）等衍生品结构的呼声越来越高。

1999 年，第一批资产担保证券在韩国发行，此后取得迅猛发展，2001 年开始回落，2008 年才开始攀升。在韩国，金融危机对资产担保证券造成的影响比其他产品小，这也就解释了为什么资产担保证券在 2009 年取得好业绩，但进入 2010 年后，由于为债券市场稳定基金融资的一级资产抵押债券暂停发行，资产担保证券再次出现滑坡，2011 年则开始反弹，自此一直保持涨势，直到今天。

在韩国，资产担保商业票据分为两类：根据《资产证券化法案》发行和根据《韩国商法典》发行。

观点

由于韩国政府建立了法律框架（《资产证券化法案》及其他法律），清除了资产证券化的法律障碍，其资产担保证券市场得以发展。监管部门也帮助促进市场实现迅猛但不过度的发展。

韩国《资产证券化法案》为合理监管资产担保证券市场提供了手段，但金融危机后，韩国仍需采取其他措施，完善当前的资产担保证券法律法规。

由于资产担保商业票据多以抵押贷款为发行基础，因而不受《资产证券化法案》管理，这引发了不少担忧。低迷的房地产行业的风险很可能会通过资产担保商业票据转移到其他行业，损害整个金融市场的稳定性。因此，为了稳定市场，需针对资产担保商业票据制定新的监管措施。

韩国政府计划采取适当措施改善市场体系，从而预防资产担保证券风险扩散至整个市场，同时又促进资产担保证券市场未来取得增长。由于资产担保证券是企业 and 金融机构融资以及吸引投资者进行投资的有效稳定工具，政府计划继续采取鼓励措施，促进资产担保证券市场发展。

此外，韩国政府需制定全面的法律法规，管理资产担保证券和信用衍生工具等各类证券化产品，最大限度降低资产证券化的副作用，同时最大程度地发挥产品在金融市场的作用。

¹¹ <http://www.iflr.com/Article/3093937/How-recent-legislative-proposals-impact-South-Korean-structured-finance.html>



韩国还出台了担保债券的相关法律（见下文第五章）。2012 年，韩国对《韩国信托法》进行重大修正，同样增加了信托机构发行债券和债务工具的灵活性。

韩国的外国投资者面临的主要问题是外汇管制。一方面，这对外国投资者而言可能比较繁重累赘，但另一方面，由于外汇市场的动荡会严重影响经济，这种做法又增强了韩国金融产业的稳定性。¹²

2.2. 新加坡

监管

新加坡主要采用英国普通法系，上世纪 90 年代末，新加坡政府为了建立活跃的二级债券市场，开始发展其证券化法律框架。1999 年，新加坡政府出台相关法律法规，对新加坡养老金体系——中央公积金（CPF）的投资资质做出了规定，允许个人将养老金用于标普评级至少为“A”级¹³的债券投资，此规定一出，中央公积金的参与者可选择的合格投资更多，也造福了当地的发行人。这一转变为新加坡营造了适宜证券化发展的氛围，发行人如今可得益于有利的监管框架，也获得了一群偏好对新加坡元计价金融工具做出长期投资的投资者。

2000 年 9 月，新加坡金融管理局出台《金融管理局第 628 号通知》（2006 年及 2007 年进行修正），是专门管理证券化的法律。¹⁴

对资产抵押交易实行严格的内部管控并建立风险管理和监督系统极为重要，受监管机构必须事先取得金融管理局的批准，方可进行资产担保证券交易。投资者面临的主要披露要求包括：¹⁵

- 证券的标的资产不是储蓄或负债，具有投资风险
- 证券卖方不为许可的信用增级或流动便利性保障资本价值或资产/证券的表现，某些情况除外
- 特殊目的实体独立于银行（但某些情况下允许有关负责人介入）

为了保证充足的资本，该管理条例还针对向特殊目的实体真实销售资产制定了标准。主要标准包括¹⁶：

- 完全转移风险与报酬的要求——尤其是必须转让资产受益权。
- 资产的转让不违反标的资产相关文件中载列的限制条款。
- 除非违反声明与保证条款，否则无义务回购资产。
- 不得将为证券造市的义务强加给卖方。
- 服务机构制定的重组安排对特殊目的实体具有约束力。

¹² <http://www.iflr.com/Article/3093937/How-recent-legislative-proposals-impact-South-Korean-structured-finance.html>

¹³ 标准普尔评级服务公司

¹⁴ 新加坡金融管理局网站 <http://www.mas.gov.sg>

¹⁵ IFLR.com——2000 年 11 月 2 日高伟绅律师事务所的文章

¹⁶ IFLR.com——2000 年 11 月 2 日高伟绅律师事务所的文章



此外，卖方必须取得法律和会计意见，证明其符合监管规定。该管理条例还界定了银行进行服务、信用增级、流动便利性和相关资本处理等工作时需满足的要求。

新加坡证券化发行法律框架的另一大特点是，转让可诉性索偿时，必须按照新加坡《民法》第 4 节第 6 条向债务人发出法律通知。如果要避免通知债务人，那么这些转让必须是“公平转让”；如果不是这些应收账款的法定债权人，则证券化特殊目的实体不可以其名义索偿，而必须取决于发起人。¹⁷

最后，商品及服务税不适用于债券和证券化工具或票据的转让。只有抵押贷款转让需缴纳印花税，其他应收账款的证券化无需缴纳。¹⁸

¹⁷ <http://www.vinodkothari.com>

¹⁸ <http://www.vinodkothari.com>



市场趋势与动态

商业地产是新加坡证券化活动的支柱，证券化结构大部分是资产负债表内住房抵押贷款证券、商业抵押担保证券和房地产投资信托基金。上世纪 90 年代末，新加坡首批证券化结构面世，当时进行证券化的是房地产应收账款，该结构通过发行长期定息贷款抵押债券实现融资。其他证券化结构包括信用卡债权、资产担保商业票据和贷款。房地产投资信托基金结构尤其受欢迎，在新加坡交易所上市的几款房地产投资信托基金中，最知名的是凯德商用新加坡信托和腾飞房地产信托。新加坡证券化市场的另一独特之处在于可回购资产担保证券¹⁹。这一特性使发起人可对资产价格增长潜力保留或有索偿。

2006-2007 年之前，全球金融危机尚未发生，新加坡主要是通过结构性投资工具和渠道等结构开展证券化。然而，金融危机后，新加坡证券化市场进入冬眠期，持续了五年左右；直至 2013 年，发行人开始考虑更高效的资本结构，融资多样化的需求成为市场的主要动力。由于银行遇到单一借款人上限的阻力，且在更加严格的银行监管之下，银行开始审查其风险加权资产，发行人不再追求单纯贷款、债券和股权的组合，转而通过证券化实现资金来源的多样化。²⁰新加坡证券化市场的另一个变化是，交易的结构瞄准的是本地投资者群体（从而避免受到货币波动的影响，随着货币动荡日益严重，这是重要考量），并开展更多私募活动，保护投资者不受盯市风险。

2.3. 印度²¹

监管

自 90 年代初开始，印度政府开展了一系列经济改革措施，其中包括为在印度的外国直接和间接投资扫清障碍，自此金融行业经历了一系列改革和变化。当时印度也意识到需要建立证券化法律框架，设立了各种委员会负责研究证券化发展，它们推动建立管理这一关键资产类型的法律架构。

2002 年，印度出台《金融资产证券化与重建及证券利息实施法》（简称《证券化法》），此后至 2005 年期间，印度证券化发展取得巨大发展。该法律包含的领域有：金融资产证券化；金融资产重建；到期借款产生的任何证券利息无论形式如何，均承认为《证券化法》规定的证券利息；银行及金融机构有权执行担保，无需法庭介入；设立中央登记中心，负责管理证券化交易、重建和证券利息的产生的登记。

印度证券化的一个特性和问题是证券化采取信托结构，即，资产以出售给受托人的方式进行转让，受托人代替投资者以信托形式持有资产。这种情况下，信托公司不是法律上的法人，但它有权持有财产，此财产非受托人的财产。因此，信托公司的作用相当于特殊目的实体。

过去十年间，印度储备银行发布了一系列说明和指导方针，包括：

¹⁹ Sing, Tien Foo 和 Ong, Seow Eng 和 Sirmans, 注册金融师, “Asset-Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-Back Options”（新加坡资产担保证券：回购选择的价值）。Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 27, No. 2.)

²⁰ <http://JakartaGlobe.beritasatu.com>

²¹ 资料来源：ASIFMA, ICRA



2006 年初，印度储备银行发布证券化的监管资本处理指引，对证券化市场产生不利影响。尽管印度储备银行的指引确实为证券化市场的长期有序发展提供了可靠的监管和机构框架，但这些指引也消除了证券化在短期内能提供的一些激励因素。这导致证券化发行量下降。

2013 年 2 月，印度储备银行明确了对证券化信托公司的征税问题。

2013 年 5 月，印度储备银行扩大了整个抵押补充贷款分类下“农业”及“小型微型企业”部分的限制范围，此举也增加了银行的两方面能力，一是可自行外包的抵押补充贷款数量更大，二是降低对证券化途径的依赖，满足抵押补充贷款的整体目标。

2013 年 6 月，印度储备银行发布了银行证券化交易信用增级重设的指引，2014 年 3 月，指引又覆盖非银行金融机构。根据这些指引，如果满足特定标准，可重设证券化交易中的部分信用增级（这些指引出台前，印度不允许重设信用增级）。

市场

印度是亚太地区首批发展证券化市场的国家之一，早在上世纪 90 年代就出现了证券化交易。

90 年代初，印度的证券化本质上是金融公司双边产品收购工具。整个 90 年代，汽车贷款证券化是市场的主流。自此至新千年之后，印度证券化市场不断发展，且证券化扩展到其他资产类型，包括住房贷款、企业贷款、商业抵押应收账款、现金流、项目应收账款和通行税收入等。

推动印度证券化市场发展的主要因素，是银行及金融机构零售资产和住房抵押贷款的重新包装。证券化市场起源于 90 年代初期，但直到 2002 年通过了前文所述的《证券化法》之后才真正发展成熟。此后三年间，个人住房贷款抵押证券、住房抵押贷款证券和债务抵押债券取得增长，一群新的投资者和发行人对市场进一步发展的稳定性和前景抱以更大的信心，整个证券化市场在 2005 年迅速发展。此外，投资者对标的资产类型的熟悉度、以往担保池表现的稳定性以及证券化发行的限期相对较短等三方面因素也推动了市场繁荣。

2006 年，印度储备银行出台更严格的资本要求，导致印度证券化市场短时滑坡，但此后至 2009 年上半年期间，资产担保证券和债务抵押债券的强势增长促进了市场的发展，随后，市场受到全球金融危机带来的负面影响。尽管如此，由于印度没有复杂金融衍生品和信用违约掉期的交易，金融危机刚发生后，印度证券化发行量仍然较为坚挺。

近几年，印度的结构性发行量增长可观。由于银行及其他金融机构的零售贷款产品组合不断增长，投资者对标的资产较为熟悉，此类贷款期限较短，资产担保证券发行量增加，成为最大的产品类型。尽管印度的住房金融市场不断发展，但由于贷款期限较长，次级市场缺乏流动性，预付/重新定价标的贷款滋生一定风险，住房抵押贷款证券市场发展较为迟缓。

在汽车贷款板块，小型车辆贷款板块比商用汽车贷款板块发展得更加成功，这主要是由于信用风险预期明确，以及应收账款量大且具有同类性。此前，印度也尝试过将其他类型的应收款项证券化，包括租赁财产应收账款、电力应收账款、电信应收账款、租赁应收账款及医疗器械贷款应收账款。印度不允许将营运资本贷款和信用卡债权等循环资产证券化。

2014 财年期间，印度证券化市场（包括评级的双边交易）整体进一步缩水，总价值比上一年降低 5%，2013 财年的交易次数也比上一年降低 4%。尽管 14 财年资产担保证券的交易次



数和交易量比上一年降低约 14%，但个人住房贷款抵押证券的交易次数超出上一年一倍多（总价值提高 75%）。



证券化发行价值变化趋势，单位：百万印度卢比，按财年划分

	10 财年		11 财年		12 财年		13 财年		14 财年	
	数量	份额	数量	份额	数量	份额	数量	份额	数量	份额
资产担保证券	214,970	50%	218,190	69%	273,440	71%	272,300	90%	235,040	82%
住房贷款抵押证券	62,540	14%	50,290	16%	76,800	21%	30,250	10%	52,960	18%
零售证券总额	277,510	64%	268,480	84%	350,240	92%	302,550	100%	288,000	100%
LSO	145,810	34%	44,410	14%	22,170	6%	-	-	-	-
其他	7,870	2%	5,360	2%	6,350	2%	-	-	-	-
总计	431,180	100%	318,250	100%	378,760	100%	302,550	100%	288,000	100%
增长	-20%		-26%		19%		-20%			-5%
平均交易规模	2,310		2,000		1,740		1,510			1,490

（资料来源：ICRA，2013-14 财年，例如 2013 年 4 月 1 日至 2014 年 3 月 31 日）

观点

如今，印度政府采取优先推动经济增长而不是削减赤字的预算政策。印度经济增长预计将保持在高于全球平均增长率的水平，比位于国家主权信用评级榜中间位置的国家更坚挺。印度将长期表现出融资需求，证券化市场可为住宅、基础设施和城市化项目提供资金。

印度将从 2016 年 4 月起开始征收商品及服务税，此举将促进扩大规模和生产力；通过直接现金转移发放补贴尽管无法降低补贴支出，但可提高社会保障系统的效率。

目前，印度的证券化法律框架仅对银行和金融机构实施监管，仍处于发展初期。《证券化法》明显是比较前卫的一步，非常值得得到赞誉。印度希望将来能够将更多交易纳入该法，证券化市场能够更加成熟，并达到英美市场的先进程度，而证券化市场发展将推动印度经济发展。

《证券化法》是印度政府采取的关键一步，该法认可证券化工具为符合《证券合同监管法》的证券，为证券化提供了迫切需要的法律神圣性。印度证券化市场的发展需要中央政府、各邦政府、印度储备银行和印度证券交易委员会（SEBI）的共同努力，印度证券交易委员会已批准共同基金用于投资这些证券。为刺激证券化市场，境外机构投资者也有权投资某些债务担保的证券化产品。境外机构投资者已对其他市场的此类金融工具较为熟悉，因此，他们应该能够促进印度证券化市场的发展。然而，印度采取的措施仍不全面，需要投入更多精力，才能让印度资产证券化市场实现强有力的增长。

印度证券化市场面临一些问题，包括：

- 印花税：在印度，用于转让债权或应收账款的金融工具均需缴纳印花税。因此，发起人向特殊目的实体转让应收账款的过程都会产生一笔印花税开支，有些邦的印花税率很高，



不能实现证券化商业化。一小部分邦降低了印花税率，但仍有一部分保持 5%-12%的较高税率。对投资者而言，如果证券化工具作为负债凭证发行，那么将以债券形式发行，需缴纳印花税；而如果工具作为转手证书（PTC）发行，仅仅证明具有应收账款的所有权，那么此等工具无需缴纳印花税。印度某些邦不区分房地产转让和应收账款转让，对这两种交易征缴同样税率的印花税。

印度证券交易委员会建议政府需要将印花税征收合理化，以期发展国内的企业债务和证券化市场，正如巴蒂尔委员会建议，政府此举可能得到进一步推广，在各邦实现统一的印花税征收办法。

- 丧失抵押品赎回权法律：有效的丧失抵押品赎回权法律的缺失也阻碍印度证券化的发展。目前的丧失抵押品赎回权法律对债权人不利，且债务人违约后财产转让较为困难，提高了住房抵押贷款证券的风险。
- 征税相关问题：对住房抵押贷款证券、特殊目的实体信托和不良贷款信托征税的区别较为模糊。
- 《证券化法》的条款问题：证券收据持有人对支持证券化的金融资产享有所有权或权益。这一定义适用于将证券作为转手证书发行的证券化结构，但不适用于具有优先级和次级两种不同现金流权益的转手证书。此外，《证券化法》规定，只可对合格机构投资者发行证券收据，也只有合格机构投资者有权持有此等收据。印度需要扩大投资者群，将非银行金融公司和私募股权基金等纳入其中。
- 法律法规问题：对转手证书的投资通常为持有至到期投资。由于此类工具不存在交易活动，转手证书的收益降低，同样降低的是对以共同基金为主的资金更长期使用权的需求。直到 2007 年，印度为了给证券化债务工具的上市和交易提供法律框架，通过了《证券合同监管法》修正案，在证券的定义中明确增加了转手证书。此举使转手证书可合法上市，从而促进市场发展。
- 印度对最低持有期限和最低保有要求等设有限制，这对印度市场造成了负面影响。如果某发行人想要实现信用增级，最低持有期限和最低保有要求就应该移除，因为它们正是通过信用增级限制机构目前的表现。
- 印度应改变其征税结构，将在特殊目的实体层面征收分配税改为对投资者征税，目前的征税体系对银行/非银行金融机构不利，而这些机构一直是证券化市场的主要投资方。
- 一个有效的证券化市场也可拓展至地方，为当地政府和机构提供更廉价的资金来源，通过将资产证券化为基础设施建设项目供资，或向投资者出售债券，资助本地发展。印度需要扩大并增加进入现有证券化市场的途径。

证券化需要一个稳定、可预测的运作环境。印度必须为市场参与者制定明确的立法、法律和监管指引，刺激适当风险评估的高质量数据发展，并提高外国参与。

（资料来源：ASIFMA，ICRA）



五、担保债券的发展（惠誉评级）

1. 担保债券产生的原因

担保债券历来被视为纯正的欧洲融资产品，但过去五年间，担保债券已逐渐拓展至全球其他区域，澳大利亚、智利、加拿大、新西兰、巴拿马、新加坡、韩国和土耳其等国已建立起各自的担保债券市场。推动担保债券市场扩大的因素之一是全球金融危机爆发后，流动性和融资均受限制，批发债券市场基本关闭。金融危机最严重的那段时间，仅欧洲仍存在担保债券市场，有些关闭担保债权市场的欧洲国家也率先重开该市场，尽管这些国家严重依赖欧洲中央银行，但其银行可以进行融资。同一时间，有些国家的银行系统却受到融资市场关闭的影响，欧洲经验促使这些国家的监管机构和政府开始着重考虑为国内银行发行担保债券。

据惠誉评级观察，担保债券被用于住房抵押贷款和公共部门贷款等金融资产的长期融资，也被用于为商业地产抵押贷款、船舶贷款、不太常见的无担保中小企业贷款以及飞机融资提供资金。惠誉评级对投资者的调查结果显示，传统的担保债权投资者一般偏好前者作为担保池，他们对金融资产更加熟悉。然而，随着欧洲的量化宽松措施持续压低典型的抵押贷款和公共部门贷款担保债券收益，如果其他资产和其他国家的担保债券收益更高，投资者对这些担保债券也会更感兴趣。这些事件还可能推动担保债券项目中资产类型和负债结构的创新，且此方面已有先例，例如欧洲某些担保债券项目引入转手负债分摊，以及在担保池中增加中小型企业贷款，这些都是证券化交易的独有特点。惠誉评级认为，如果担保债券的发行成为亚洲的永久性特色，其他资产的再融资也会出现，展现出亚洲银行最先创造的资产多样化。

将担保债券框架引进新的司法管辖区，需要推动市场参与者、监管机构和立法部门来制定一系列规则，使得担保债券市场能够建立并提供实用、可靠、一致的融资工具。因此，包括亚洲在内的其他地方的监管部门认为担保债券是其市场中的一种替代性的或有融资工具。然而，亚洲的银行市场基本原则与欧洲的大相径庭。初看之下，为何担保债券会被看作是一种具有吸引力的融资渠道，其原因还不甚清晰，因为据观察可知亚洲银行系统主要通过存款和本地长期融资，具有高度流动性。在亚洲的大部分国家，此类融资目前在国内还是相对便宜的，比起更为发达的市场，跨境融资项目的重要性日益降低。在惠誉看来，这些因素可能无法激励银行或监管机构使用担保债券，即使担保债券大体上可能比现有融资便宜，因为此类项目的起步成本通常十分昂贵。但基于近些年来的观察，在经济低迷时期或传染性的信心危机时期，市场会发生变化，流动性也不会保持相同的量价。倘若常规融资市场因此而受到扰乱，在银行受到压力的有限的时间内建立起一个运作良好且可靠的担保债券市场会更为困难，除非有监管部门和政府的支持。

例如，2010 年 12 月，澳大利亚政府想要建立担保证券市场，以帮助银行在市场受到扰乱时获取融资，并且避免需要政府出面为银行债务担保以确保其流动性。虽然澳大利亚的银行比其他国家的银行更好地度过了此次危机，但澳大利亚政府在全球金融危机期间为数十亿的银行债务作了担保。鉴于当时银行对跨境批发融资的高度依赖性，是政府和市场认为需要尽快建立一个框架，允许银行使用担保债券来使融资多样化，使得它们在经济不景气时期，具有更高的流动性来开拓市场。



新西兰的塔斯曼早已有类似做法。在塔斯曼，银行的监管机构——新西兰储备银行早在 2008 年就已经鼓励使用担保债券项目。虽然发行人是由新西兰储备银行监管，但起初它们的担保债券却是在契约安排下发行的，并不受制于任何特定的监管制度。直到 2013 年 12 月，政府才通过了正式的担保债券法，使得现有项目得以注册并受到监管。有了担保债券法后，新西兰市场才向更多的担保债券投资人开放；若没有担保债券法，这些投资人便无法投资新西兰已发行的担保债券。

2. 亚洲担保债券的发展

韩国于 2009 年根据韩国《证券化法案》由韩国国民银行发放了结构性担保债券，此为亚洲首次发行的担保债券。当时的交易是由抵押资产以及信用卡债权担保的单一发行。2010 年，韩国住房金融公司在韩国《住房金融法案》管理的项目之下首次发行了该公司的担保债券。韩国住房金融公司每次发行担保债券，都由特定的抵押资产池担保，且都从发起银行购买。利用韩国住房金融公司的项目，参与的韩国银行无需另外的项目即可获取担保债券融资。

2012 年，韩国官方机构提出《担保债券法案》时，恰逢政府关注家庭高债务。韩国政府与金融服务委员会共同希望，代表着长期固定利率融资的担保债券能够保证银行发行更为长期的固定利率的抵押贷款。该措施可帮助那些短期高负债、正遭遇利率冲击的家庭降低风险。担保债券也许能帮助银行控制利率风险，并且确保银行达成金融服务委员会的固定利率抵押贷款目标。2014 年 4 月 15 日，随着总统命令的发布，韩国《担保债券法案》正式生效。

新加坡金融管理局同样于 2012 年开始发展担保债券框架，并提请引进一系列规则，允许新加坡注册银行发行担保债券。与韩国采用的法律手段不同，新加坡金融管理局更倾向于出台在《银行法》下制定的法规。在金融管理局第 648 号通知中概述的担保债券法规于 2013 年 12 月出台。该通知于 2015 年 6 月进一步更新，阐明有关最初通知的部分以及为银行分离担保资产提供灵活性，既可以通过拥有资产的特殊目的实体进行分离，也可通过信托声明进行分离。最近的更新规定，当借款人提出使用要求时，银行需向抵押资产履行有关中央公积金的特定义务。

虽然以上两国在构建担保债券框架时使用的方式有所不同，但很显然，两国都借鉴了其他框架中的可取之处，采取了符合要求的部分。韩国借鉴了以德国抵押债券模型为基础的综合发行模板，而新加坡的金融管理局则依据的是有关担保债权发行、资产隔离、合格资产监控的指南，但同时允许发行人达成结构方面以及合同义务方面的商业协议。在这两个案例中，两国监管部门都想在项目担保的资产之上利用相对银行总资产 4% 的限额来限制担保债券发行。与其他有类似限制条件的国家相比，这与加拿大设置的发行限制相同，与奥地利的 8% 和新西兰的 10% 相比偏低。

2015 年 6 月，新加坡星展银行有限公司和韩国的国民银行分别在两国各自的担保债券框架之下，成为两国中首个发起此类项目的发行人，两者均由惠誉进行评级。预期两国中的其他发行人随后也会加入进来。其他亚洲国家是否开始发展各自的担保债券框架必定取决于这两个市场是否取得成功，是否有更多银行进一步发行以及投资者是否继续给予支持。

3. 惠誉评级的担保债券框架和结构的整体特征



担保债券框架既可以基于合同义务、原则导向的监管、特定立法，也可以基于上述三者的结合。这些框架是由监管机构利用现存法律或执行专门的担保债券法发展制定的，以保护担保池中投资者的债权。一些银行决议制度，如欧洲的《银行复苏与处置指令》，明确将担保债券排除在自救机制之外。在欧洲之外，目前的提议和方法不一而足，取决于监管机构对产品重要性的看法。

作为担保池一部分的资产可以通过以下方式进行分离：转移为拥有资产的特殊目的实体，作为已发行银行贷款的保证人；或者通过利用资产登记的隔离栏机制；或者转移为专门的担保债券发行子公司。无论何种情况，抵销风险、混合风险和追回税款风险均可通过专门法规或项目单据中规定的合同义务来处理。以上特征用于减缓渗漏险的有效性和可执行性一般都由法律意见书认可。符合受监管担保债券项目的资产类型通常制定为框架级别。对于不受监管的项目或框架中没有写明合格资产的情况，担保资产将会在项目文件中规定。担保池中最常见的资产为住宅抵押和公共部门资产。一般来说，担保池都是同质资产池，虽然有些地方的框架允许将住宅抵押与商业抵押贷款混合存在于同一个担保池中，如德国和西班牙；或者允许抵押与公共部门资产混合存在，如法国和瑞典。不同于行业常态中银行进行的非特权互换，特权衍生品是为了顺利度过发行银行无偿债能力的时期，并继续提供担保资产的套期保值，或在票据追索权已从发行人转换到担保池中作为付款来源后，继续提供担保债券。

担保债券项目中信用增级的主要形式来自担保资产价值超过未偿担保债券。担保债券项目中超额抵押的最小值可规定为框架等级以及/或者项目登记。一般来说，强制监管的超额抵押不足以支持担保债券的高评级，因此寻找持有更多超额抵押的项目来支持更高评级是较为常见的做法。与担保债券相比，发行人应当将超额抵押一直保持在特定水平，但担保资产的计价则可定期进行，至少按季度进行。资产计价方法可在特定法规中进行概述，也可在项目单据中写明。资产估值的计算需保证即便票据追索权从发行人转移到资产池中，担保池中依然有充分的资产来偿还未决赔款。

在欧洲以外的国家，拥有资产的特殊目的实体担保债券项目中，这种在担保债券项目中使用活期贷款的特征愈加明显。包括澳大利亚、加拿大、新西兰和新加坡的项目中均有出现。活期贷款允许发行人改动自愿超额抵押数量，前提是不低于资产评估测试中所要求的数量。总体来说，活期贷款的偿还列于担保债券投资人之前，因此，由活期贷款担保的担保资产不可用于保证担保债券投资人的利益。活期贷款的偿还方式可影响担保债券项目的流动性。基本上活期贷款都在强制偿还触发后以抵押类型偿还。当项目仅预见到以现金偿还活期贷款，这可能会限制该项目对即将到期的债券的偿还能力，因为在票据追索权由发行人转移到担保池作为一种付款来源后，这可能会迫使对担保资产进一步清偿。

由于在大多数担保债务项目中都存在资产与负债的错配，其票据以及某些情况下的适用框架中都会包含一些降低短期流动性风险以及本金偿还风险的特征。例如，一项监管流动性条款可规定发行人持续持有现金或流动资产作为资产池的一部分，担保接下去 180 天内出现的现金流短缺。其他保护形式也可作为债券延期期限，允许到期日后有 12 个月的工作期，或对硬性期末一次性偿还债务进行到期前测试。如果违约，通常如果是发行人的短期评级跌破某一临界点，则会导致对 12 个月内即将到期的债券进行现金抵押。所需给予资产清算的时间以及担保资产流动性水平，决定了一个项目是否能成功克服资产与负债的错配。

人们通常认为，公共部门资产的流动性最高，只需要几个月即可清算，而住宅抵押和商业抵押一般来说流动性较低，取决于抵押担保的资产类型。不变的是，这些资产的流动性均



取决于投资人对这些资产的欲望。当票据追索权转移至担保池时，最常见的资产清算方法是资产出售。在某些管辖区，拥有资产的实体可直接从中央银行购回担保资产，或发行新的同样可以购回的担保债券，以使即将到期的债券具有短期流动性。几乎所有的框架均允许流动资产占到项目全部资产或未偿债券的某一特定比例，如占担保池的 5%到 15%，或作为独立储备的一部分。

担保资产监管人负责对担保债券项目进行持续的监管，该监管人是根据框架或项目文件任命的独立第三方。监管人的责任可包括：保证担保债券项目是根据项目文件进行运作的，对发行人按要求进行的计算进行查错，以及确保发行人符合监管框架的要求。除了监管机构对发行人的监督，资产监管人的存在为投资人提供了另一层保护。

倘若票据追索权转移至担保池，无论是框架和/或项目文件都会对负责人以及担保池的管理要求进行概述。在德国、爱尔兰和韩国等国家，立法框架对于担保池管理人员的任命和职责都有指定要求。但大多数框架对此没有详细的规定，因此，一般来说都诉诸对法规的解释以及/或者依赖潜在项目文件中的合同义务。虽然将担保池转移至管理人员通常未经检验，但人们相信，管理人员越快接管所要求的系统并开始管理担保资产，投资者就会获得越好的结果。任命管理人员是否及时，系统是否可容纳和易接入，管理人员是否能按要求尽到职责而未受到任何法律或外部阻碍，以及与有关机构的互动都会影响票据追索权转移至担保池后担保债券的偿还。

免责声明：请参考附录部分，第 83 页。



六、证券化评级框架（穆迪）

1. 评估亚洲新兴市场证券化交易中信用风险的关键因素

评估亚洲新兴市场证券化交易中信用风险时，需要对以下三点有深入的理解：特定的法律和监管要求、标的资产的质量以及证券化业务的结构特征。

此情况下，本文突出了在评估此类交易²²时，尤其是评估中国以及亚洲其他新兴市场证券化交易中，有关信用风险的几项议题和挑战。此外，本文还提供了穆迪分析关键因素的方法和判定评级水平的机制。

法律和监管考虑因素

评估结构性融资交易时，交易是否具有充分的破产隔离保护，包括是否建立了破产隔离特殊目的实体，以及是否具有预防交易赞助商或卖方破产可能的保护机制，是最根本的法律考虑之一。

由于交易必须保证完善的抵押品索赔，同时必须保证担保的及时执行而不受交易任何一方无力偿付或破产程序而导致的延迟影响，因此资产隔离栏保护、资产转移以及担保完善至关重要。

在穆迪的结构性融资交易信用风险评估中，能够降低发行人无力偿付或破产可能性的因素极其重要。此外，判例显示，证券化交易中使用的发行工具对破产隔离的可执行性和适用性能够提升对此类风险的理解。然而，在亚洲的各个新兴市场中，法律法规大不相同，甚至在同一个国家也分成不同的司法辖区。

在中国，在信贷资产证券化项目之下发行的证券化产品必须有特殊目的信托结构。该项目由中国人民银行和中国银行业监督管理委员会监管，是一个在银行体制内发行证券化产品的框架。使用信托法下注册的特殊目的信托可为委托资产的隔离栏提供更强保护，免受破产发起人或发行人的破产财团的影响²³。

然而，在中国，银行体系以外的资产证券化也可受制于中国证监会管理的资产担保具体计划(ABSP)框架。²⁴该框架以委托人和代理人之间的转让概念为基础。然而，怎样让资产得到隔离栏保护依然是问题所在。例如，当项目经理破产时，资产分离的方式依然不明确。

在监管方面，穆迪会评估是否需要提供监管部门对证券发行、资产转移以及担保完善的预先审批，或评估是否存在影响受托人和/或投资人拥有、管理或售卖证券化资产能力的限制条件。若此类监管部门的限制条件明显存在，穆迪会复查交易的应对方式，而不伤害投资者的利益。

²² 本文着重讨论证券化交易而非结构化信用的交易类别。

²³ 见“中国证券化交易中破产隔离栏的深入指导”，2014年11月19日。

²⁴ 见“中国证券化交易中破产隔离栏的深入指导”，2014年11月19日。



在中国，案例之一便是国家外汇管理局管理之下的外汇管制。对于包含向海外投资者进行人民币兑换转让为外币的交易，穆迪会检查国家外汇管理局是否已给出预先审批。没有此类审批，就无法保障海外投资者的本金及利息的自由跨境流通。这就意味着交易可转让性的风险，会给信用带来负面影响。

2. 标的资产——信用风险和数据可用性

标的资产的信用质量依然是证券化票据信用评级最重要的驱动力。穆迪的分析着重于资产违约的可能性、违约后追偿的机会，以及有关违约和追偿可能性的种种不确定因素。

此评估会囊括关于宏观经济状况和市场动态、担保人的经营策略和经营活动的前瞻性考察。此评估也会对业绩，尤其是经济不景气时的业绩，进行历史性的回顾。此评估中也将呈现多方面的挑战，包括数据可用性、数据质量和数据完整性。

以下是亚洲新兴市场中有可为证券化交易带来信用风险的几项薄弱点：

- 有可能无法获得关于标的资产的违约、提前偿还和追偿的综合历史数据；例如，可能缺少静态综合数据。
- 缺少违约数据，缺少久经考验的破产和贷款的透明试验过程，进一步加大了评估贷款追偿率的复杂程度。
- 由于经营时间短或信息科技系统有变，发起人提供的数据可能只是较短时间内的数据²⁵。
- 数据可用期限恰逢强劲的经济增长期；因此从数据中无法看出在经济不景气时，相关应收账款可能会带来怎样的业绩下降；例如，中国自改革开放以来就一直处于良好的宏观经济环境之中。
- 即使标的资产的数据可用，也有可能因审计程序不够充分而无法保证其精确度和可靠性；这对一些小型发起人来说尤为重要，因为这些发起人可能没有强大的信息科技系统和成熟的审计程序。
- 也有可能缺少该区域内足够的市场数据，如物业价格指数。

在分析具有上述薄弱点的交易时，穆迪需要将它们的绩效与其他发达的新兴市场进行比较，用以评估经济不景气时期的绩效。

因而，最终的模型假设数据将会比历史绩效数据中观察到的绩效承受更多压力。例如，中国汽车资产担保证券中的违约概率和变异系数假设可能要高于应收账款历史绩效中的违约概率和变异系数假设。

除了可能的假设压力之外，关于数据质量的担忧也有可能限制交易获得的最高评级。²⁶

²⁵ 见穆迪评级对上汽通用汽车金融有限责任公司（SAIC-GMAC）中国汽车贷款资产担保证券、荣腾个人汽车抵押担保证券的明确评级 2015-1，2015 年 6 月。

²⁶ 见“全球结构性金融数据质量评估方法”，2015 年 3 月。



3. 操作风险和交易对手风险

在结构性融资交易中，发行人常常没有自己的雇员和设施，因此必须雇佣第三方作为服务机构，处理交易的日常运作。²⁷因此，证券化的走强不仅要依赖标的资产池的信誉度，也要依赖于所有第三方，包括服务机构、现金经理和信托受托人在交易过程中的绩效。一些交易方可能不会在当地或全球范围内进行评级。任何一方绩效中断都会对交易造成不利。

例如，如果服务机构没有将托收从证券化池中转移至交易信托账户，服务机构的破产可导致混合损失。此外，服务中断可能减弱托收活动，造成拖欠率升高、追偿率降低，最终导致证券化池中抵押物的损失增加。

在亚洲新兴市场，操作风险和交易对手风险经常成为交易中的薄弱点，例如，缺少备用服务安排或该备用服务安排都未经检验。在中国的一些汽车贷款资产担保证券交易中，抵押物池中常有诸多未偿汽车贷款资产担保证券交易，抵押物池的多样性特质凸显了服务中断的风险以及替代服务机构的缺失。

一些交易缺乏前期的基金累积流动性防御，如流动性准备金和流动性融通。在服务中断或交易对手破产的情况下，这有可能增加暂时性现金中断的风险，也有可能对评级的票据造成不利后果。这种情况可能会限制票据可获得的最高等级。因此，最初服务机构的信用质量、其母公司及母公司的支持对穆迪决定其可获得的最高等级至关重要。

如果发起人未对标的资产债务人履行互惠的给付义务，并且没有对债务人完善贷款转让，抵销风险将会出现。若借款人能够抵销其欠债务人的贷款而没有履行对债务人的责任，交易中可能出现抵销风险。吸存发起人（如银行）和吸存公司都有可能受此风险。

4. 结构和信用增级

交易的结构对已发行票据的风险预测有重要的影响。一个关键的结构要素是交易中的现金流和付款顺序，即分级支付。其他的结构性特征也是穆迪信用风险分析的重要影响因素，包括投资组合替代原则、内部信用增级评级触发组件，如储备账户，还包括超额利差以及超额抵押等。

在中国，汽车贷款资产担保证券交易采取了不同的分级支付，如：

- 在全额加速支付²⁸中，交易会利用所有的本金托收和任何超额利息托收，来按顺序进行已评级票据的前期还款，直到交易全部偿还各类票据；以及
- 利用超额利差来担保由于标的违约产生的本金损失²⁹。

给投资人提供的不同的分级支付保护等级可出现极大的差异。

²⁷ 此类运营包括常规资产综合管理职责，如设定资产利率，管理借款人向发行人的支付流以及托收最近的支付。其他责任还可能包括促进资金的资产折现力为逾期欠款的贷款做担保，以及利用闲置现金暂时再投资短期投资项目。

²⁸ 见“中国汽车资产担保证券的结构并非全部平等”，2014年12月4日。

²⁹ 见“中国和印度的汽车资产担保证券：信用增级形式全然不同的两大市场”，2015年8月12日。



韩国信用卡资产担保证券交易是不同分级结构的另一个例子。发行人可以在循环期内，利用标的证券化池中的托收来从发起人那里购买新的应收账款。在这种情况下，对循环交易中的前期摊销触发进行仔细的审查十分重要，因为设置不同等级的触发可能对交易的信用档案造成显著不同的影响。

5. 货币和利率风险

在跨境证券化交易中，货币错配的套期保值十分重要。除了监管部门对货币兑换和转让的批准要求外，外汇市场的深度以及汇率变动的波动率也十分关键，因为在新兴市场经济体中，货币交易不易做现金兑换，且十分不稳定。

此外，证券化交易也有可能由于使用不同的利率基准或不同的利率重置日期而遭遇利率错配风险。

在中国的一些证券化交易中，标的贷款向发起人支付固定利率的利息。然而，某些类别的票据的利率有可能与中国人民银行设定的基准存款利率挂钩，而这种基准存款利率会随着货币政策的变化而变化。如果在中国出现了利率的放松管制，允许市场力量来决定存款利率，这样的错配现象就有可能被放大。

因此，穆迪认为，未来的利率会向对于发起人不利的方向发展。例如，当带有标的资产的模拟交易以固定利率收款而已评级票据以浮动利率付款时，我们会在交易期内运用更高的浮动利率。

此外，新兴市场经济中的外汇掉期市场可能不易做现金兑换，或者与更为成熟的市场之间没有很深的联系。因此，发起人/发行人也许找不到替代掉期供应商，而这有可能反过来加强与当前掉期供应商之间的评级联系。

6. 本币和外币国家风险上限

评估亚洲新兴市场证券化交易还需考虑政治、体制、金融和经济因素导致的各种国家风险，无论来自国内还是国外。这些风险包括政治不稳定、冲突风险，以及监管和法律对合同执行的不确定性。

其他国家风险包括政府干预的风险，例如地方资产的没收或国有化的风险、系统性经济破坏的风险、严重金融动荡的风险、在不利环境中重定货币单位的风险以及自然灾害的风险等。³⁰

穆迪进一步将国家风险进行分类，分成本币国家风险上限和外币国家风险上限。在中国，我们将本币国家风险上限和外币国家风险上限均评为 Aa3 级。

本币国家风险上限为不可分散国家风险，会波及一个国家内所有的发行人和资产。无论是当地投资组合多样化还是信用增级都无法降低这类风险上限。因此，国家风险上限预示着穆迪能给本地注册的债务人或结构化票据给出的最高可获得评级，无论是票据水平评级还是发行人水平评级。

³⁰ 见“债券的本币国家风险上限及其他本币义务”，2015 年 1 月 20 日。



外币国家风险上限，即违约政府针对国内发行人的外币债务偿还而采取延期偿付时的风险。延期偿付限制指两种分离的风险：将外汇转移至海外的限制（转移风险）以及自由兑换本币为外币的限制（兑换风险）。在韩国的资产担保证券交易中，延期偿付风险通常在进入货币交叉互换时由海外掉期供应商担保。在此种安排之下，即使强加了延期偿付，掉期供应商仍会继续进行本币与外币互换。³¹

证券化评级分析需要结合定性和定量分析

在分析结构性金融交易时，穆迪基于资产类型、结构和其他交易特性采取适当的评级方式和方法。之后，我们会根据选定的评级方式和方法进行细化的分析。整个过程中会对交易进行深入的定性和定量审查。

评估可包含诸多因素，如国家风险、宏观经济状况、法律和监管环境以及产业前景。其他因素包括公司的市场地位、业务概况和策略、资产历史业绩以及未来业绩的展望。穆迪也会对交易结构和支付分配优先级进行研究。

对以上诸多因素的考量帮助我们选择定量研究的输入内容。我们通常会使用现金流模型来计算已评级票据的预期损失和加权平均期限。穆迪根据在各种违约情况下票据所承担损失的加权平均值，来计算证券化票据的预期损失百分比。

计算票据久期也使用相同的方法可以得到票据的加权平均期限。为了对不同资产类别和市场进行持续性评级，穆迪通过在“穆迪理想化的累积预期违约和损失”表格中对特定票据³²的预期损失和加权平均期限进行比较，特别制定了证券化评级。例如，按照“穆迪理想化的累积预期违约和损失”表格，某加权平均期限为五年的证券化票据若能达到 Aaa 的评级，其预期损失应不超过 0.16 基点。

以中国汽车贷款资产担保证券为例，穆迪在决定现金流模型内容时，对定性和定量因素都进行了考察。

例如，这些现金流模型的输入内容包括：

- (a) 通过参考历史数据，并且与亚洲其他新兴市场进行基准化分析（与亚洲其他新兴市场进行基准化分析十分重要，因为中国汽车贷款市场还没有经历过真正的经济不景气时期），以此来考察违约分布³³和标的汽车贷款池的追偿率，
- (b) 根据中国汽车贷款资产担保证券交易的结构，考察资本结构、超额利差的运用以及转换分级支付的超额抵押触发，以及
- (c) 通过对交易方如发起人/服务机构和开户行的违约风险进行深入评估，来考察混合损失和支付中断风险。基于交易的法律依据，对交易方的评估可包含交易方的母公司以及母公

³¹ 见“韩国和美国信用卡资产担保证券比较”，2011年9月28日。

³² 对于长期票据，影响评级的因素包括违约概率以及已评级票据的预期损失；对于短期票据，相比于预期损失，穆迪更侧重于预期的违约概率。

³³ 穆迪认为汽车资产担保证券的违约分布遵循对数正态分布；通常同种类型汽车贷款的粒状投资组合会为此类交易进行担保。



司对相关交易方提供的支持水平。

之后，穆迪将会在评级委员会讨论模型的输出结果（预期损失、加权平均期限以及其他可能的输出结果，如已评级票据的违约率），以及其他有关交易的定量和定性因素（例如，法律、操作或交易对手风险以及主权风险），以此来决定票据的最终评级结果。

七、证券化交易的税收问题（安永会计师事务所）



执行摘要

尚待开发的亚洲市场需要税收中性和确定性为其发展提供助力。更准确的交易定价和评级会促进市场发展，从而打造一个更高效的证券化市场。税收中性可确保交易参与主体和税务机构不因税务而产生利损，扫除额外征税或提高税金等阻碍性因素。亚洲某些国家实施的便是此类法律（例如马来西亚和泰国）。此外，要提高交易主体对市场结果的信心，税收确定性也是必要的。要实现税收中性和确定性，可制定综合的税收规则，还可以由税务机构发布具体的税收指南。

1. 证券化安排涉及的税务问题

为推动亚洲证券化市场增长，证券化交易税收政策的首要目标应为确立税收中性，不因纳税主体而有所差异。税收中性指纳税时间和金额不因进行证券化交易而有所差异。证券化结构中不存在额外税收成本的话，是不利于证券化市场发展的。

此外，还应保证纳税主体（即证券化交易各参与主体）确切了解证券化交易过程中需纳税的金额及时间节点。

无论是完全的国内证券化交易还是更复杂的跨境证券化交易，税收中性和税收确定性都应考虑其中。

本节内容将涉及证券化交易税收政策的相关目标（中性和确定性），以及部分司法辖区对此类交易的征税现状。

2. 税收政策的目标（中性和确定性）

相较于标的资产未证券化的情形，证券化安排所涉税务结果可能会呈现出几个方面的差异。针对后者的税收政策需考虑到以下几个关键方面的内容，包括：

- 将资产出售给证券化实体（无论是否为真实出售）
- 资产产生的收入（例：利息）
- 坏账
- 证券化实体和向投资者发行证券的税务处理
- 向投资者偿付权益（例：息票）
- 交易税（例如印花税，增值税）

明确证券化交易的税收规则可以减少税收流失等非预期后果及低效情形。具体措施比如：明确纳税时间点、从标的资产中所获收入的性质，及随时提供相应的转手状态等。此类做法可避免相关非预期税收后果，防止出现由此导致的证券化交易定价错误、复杂的税收补偿和/或保证，以及评级机构难以对证券化资产及实体准确评级。

一旦针对上述问题的具体规则缺位，将导致纳税主体在税务问题上的不确定性，从而阻碍证券化市场的增长。除制定具体规则外，还可以选择发布一份证券化交易税收指导，让市



场参与主体能就证券化交易进行适当规划，以应对有关税收后果，从而实现交易的有效定价和评级。

最终，由于上述规则，无论资产是否进入证券化交易，产生的税收结果是相同的（即税收中性）。下文将从证券化交易的发起、经过和终结三个方面进行阐述。



3. 证券化交易的发起

交易发起后，证券化资产转让给特殊目的实体，该环节可能产生应税利润或损失。在马来西亚，资产担保证券化交易法规包含一整套规则，规范了发起人处置贸易应收账款和商品存货资产所得利损的纳税事宜。广义来说，整个证券化交易过程中产生的此类利损都要纳税。这样处理可以避免交易发起后可能的预先纳税，是交易发起环节的税收中性示例。

此外，还要考虑交易发起环节征收的间接交易税（包括增值税和印花税），该问题也需要解决。比如，根据当前的印花税相关法律，转让抵押贷款担保证券会非常复杂。转让土地抵押贷款会产生印花税成本，但再进入证券化交易的话，该项成本计算起来会十分困难且复杂，因为单笔交易中出现的抵押贷款数量过于庞大。应对此类法律进行更新，将证券化交易的属性考虑进去，以避免前述复杂性和不确定性。可采取的措施包括免于适用该法律或明确适用事宜。

4. 证券化交易的经过

对证券化交易发生期间的收入和支出征税取决于特殊目的实体的税务住所、所选实体类型及相关税务体制。需要注意的是，证券化交易中的特殊目的实体需保持利润中性，即收入与支出对等。相应的，税法应给予其收入和支出对等的待遇，也就是说要同征同减，或者同免。马来西亚有相关法规涉及对特殊目的实体收支的征税事宜。特殊目的实体在整个交易过程的毛收入（不计其来源）和购买贸易应收账款或库存资产的可减税开支都需要纳税。这些法律法规将发起人获取收入或利得的时间点和特殊目的实体的开支联系在了一起。

在泰国，若证券化交易通过必要的批准程序，则特殊目的实体从中获得的收入可免税；为清偿债务、支付相关开支而开展资金运作和分配时，须按已获批的计划方案进行。新加坡目前也是同样的情形，经过批准的证券化交易公司从交易中所获收入不予征税。

同时，还要考虑到跨境证券化交易更为复杂。证券化交易过程中，同一笔证券化交易可能涉及不同司法辖区的发起人、证券化实体及投资者和债务人。在此情况下，预扣税、常设单位问题和税务协定要求环环相扣，十分复杂。但若对税收事宜进行得当规划，可以减轻此情形下的税收流失；制定支持税收中性和确定性的规则也可以增强交易参与主体的信心，鼓励其进行交易。比如，若设立集合投资实体作为证券化实体，对相关利益偿付和分配免



征预扣税则可以最小化解释税务协定中出现的困难。目前，在新加坡经过批准的证券化交易公司购买交易相关场外金融衍生品，是不征收预扣税的。此类豁免政策可避免证券化市场上出现额外税务成本，减少对经济发展的阻碍因素。

2007 年，为简化对证券化交易公司征税事宜，英出台实施了一套特别税务机制。在该机制下，符合证券化交易公司定义的公司，仅需为小额“留存利润”而非账面利润纳税。换言之，不再根据公司财务报表确定应税收入和减税开支（此前采用该方式对证券化公司征税将问题复杂化了，比如可能导致特殊目的实体产生税务负债（具体由其账面情况而定，且可用现金盈余不足以支付该负债）。

“留存利润”可由公司董事选择一笔资金或利润，但需在证券化交易文件中清晰载列，比如在“优先支付附录”中载列。符合要求的有资质公司仅存需为留存利润，即进行分级支付后的余存数额（根据特殊目的实体收到或支付的特定股利有所调整）缴纳公司税。若特殊目的实体没有与留存利润等额的可用资金，则根据其实际留存利润计算公司税税额。

5. 证券化交易的终止

证券化交易终止后，证券化资产转回至发起人处（前提是该资产还存在）。特殊目的实体所获利润全部要进行税务处理，所有征税事宜都应考虑税收中性和确定性。

6. 中国当前的证券化交易征税情况

2006 年中国发布财税[2006]5 号文件，规定了对信贷资产证券化征收营业税、印花税、增值税和所得税的相关政策。

根据该文件，发起人将相关资产信托予证券化信托基金时，暂不征收营业税、增值税和印花税，但资产转让过程中发生的利损应按相关法律规定缴纳或扣除企业所得税。

证券化信托基金在收益取得当年向投资者分配利得的部分，不征收企业所得税；在收益取得当年未向投资者分配的部分，须缴纳企业所得税；信贷资产利息所得须缴纳营业税。

机构投资者分得的利得也须缴纳所得税，处置资产担保债券所获利得也要缴纳所得税和营业税。

就信贷资产证券化而言，该文件实现了税收中性，没有对利息所得进行双重征税。但该文件对若干多重要问题只字未提，比如发起银行完成真实出售交易后的营业税问题、向原始债务人开具利息收入证明/税务发票，非居民机构投资者的课税方式等，这些问题都有可能

免责声明：请参阅附录部分，第 83 页。



八、监管框架（高伟绅律师事务所）

风险过度集中和相互关联带来的危险可能引发严重后果，因此对证券化活动进行监管是有必要的。但在监管形式上要找到一个微妙的平衡点。不应具体到产品上，比如展现出对特定产品的偏好，而要以证券化活动为重心，关注某种活动是否可能产生负面后果。本章列出了几种监管工具供监管者使用，以推动建立完善良序的证券化市场，为经济发展提供助益。下一章将探讨中国，或更广泛来说亚洲应使用何种监管方法，以确保证券化市场持续稳定繁荣发展。

本章主要围绕以下两种的监管工具展开：

- 以交易实体为中心的监管规则——用于监管证券化交易的特定使用者；以及
- 以交易活动为中心的监管规则——用于监管证券化过程中可能会呈现出的各种特征。

1. 以交易实体为中心的监管

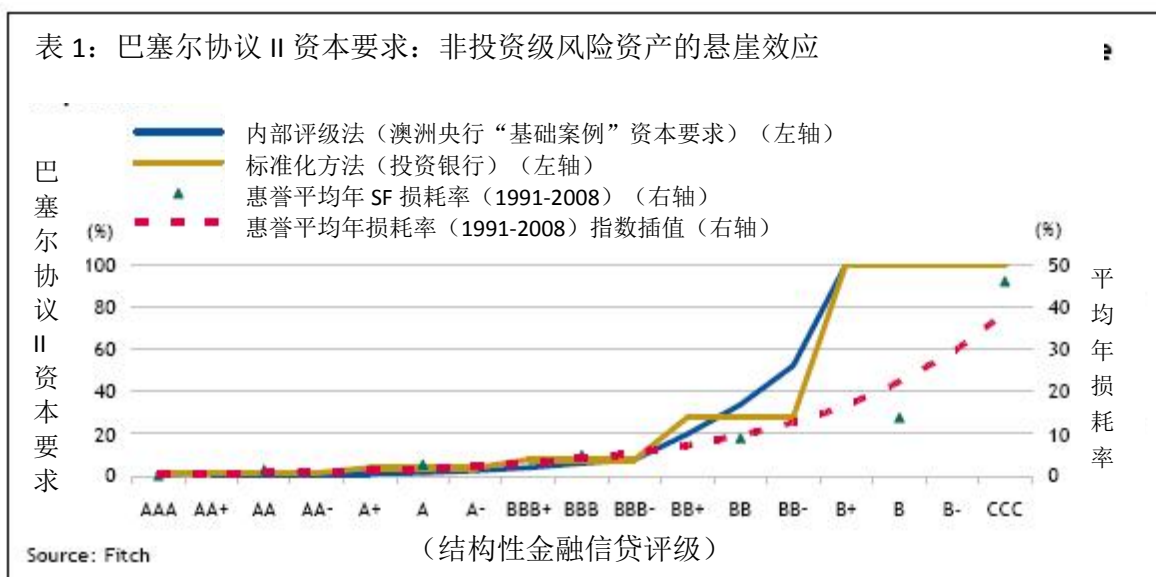
银行及其他金融市场参与主体可能是证券化技术的主要使用者，因此必须要考虑到哪些监管选择可以对其产生约束。了解这些监管选择有助于在下一章确定哪些适合运用在中国及亚洲其他证券化市场上。

在欧洲和美国，以交易实体的监管主要分为以下两类：

资本要求

对资本要求做出规定，是为了确保承担杠杆和到期日转换等银行功能的机构持有充足的资本，以减轻损失带来的不良影响。总的来说，金融资产风险性越高，需要持有的抗风险资本就越多。设立资本要求旨在提高机构持有高风险头寸的成本，降低持有低风险头寸的成本。

但适用该规则会产生一个复杂的问题，即如何决定证券化头寸的风险值。欧洲和美国使用了多种不同的模型，同样的情形可能会产生不同的风险值。而因使用某些资本要求模型而出现的悬崖效应也收到了指责。





（资料来源：惠誉评级：巴塞尔 II 协议&证券化，2009 年 10 月）

上表反应出信用质量评级的轻微变化，比如从 BB-到 B+，将会导致资本要求从 50%陡升至 100%。但其实上表只是历史数据，并无任何意义，只是展现了监管可能会对资产产生重大的负面影响。

相关监管机制已经改善，巴塞尔协议 III 也正在提议新的模型，以减轻计算中出现的悬崖效应。

大额敞口

有关大额敞口的规定旨在降低交易实体对单一资金来源或相互联系的多个资金来源的整体依赖程度。该规则通常表述为要求交易实体对单一债务人（或一组互相联系的债务人）的敞口占其资本的比例不高于某特定值。

执行大额敞口规定背后的逻辑是，这样可以最大限度防止单个资不抵债交易实体引起多米诺效应、导致一连串实体资不抵债的后果。但要确保适用该规则的交易实体在贷款或投资活动中保持基本的多元性，这个监管工具其实无甚效果。

设立大额敞口规定时，应考虑市场的具体特征或特定金融市场参与主体的商业模式。比如在自然集中的市场上，某专门放款机构甚至难以达到最低的大额敞口要求，但却能为其他一般贷款机构提供有益的替代融资来源。此种情形下，这类专门的放款机构是能帮助提高金融稳定性，而不是破坏稳定性的。

流动资产比率

《巴塞尔协议 III》提出了流动性覆盖率和净稳定资金比率。这两个比率不关注交易实体的总资产与债务比，其设立是为确保交易实体在日常运营中有充足的现金或其他流动资产，以应对预期的现金外流。流动资产比率有助于降低金融体系下到期日转换的总体水平。

“到期日转换”指银行或者其他市场参与主体创建短期负债（比如吸收客户活期储蓄存款），用以为长期资产提供资金（比如发放一笔与前述储蓄款等额的多年期贷款）。银行资产与债务在金额上是相匹配的，但如果储蓄客户来提取储蓄款，银行则并无可用现金，因为借款人还款期限还有数年之久。

例如，流动性覆盖率要求银行持有流动性资产，以应对 30 天内的预期资金流出。

流动性资产比率操作的关键在于金融机构可确认正处于流动中的“资产”。原则上来说，现金或可直接出售变现的证券都属于流动资产。但就实际操作而言，证券是否能直接出售变现这个问题并不好回答。在什么情况下一定需要有活跃的二级市场供此类证券进行交易？此类或其他类似证券的历史表现如何？有信用评级吗？这些问题让监管者颇难抉择，选择将哪类证券计入该比率就意味着要冒制造相关资产泡沫的风险。

杠杆比率

杠杆比率主要为将交易实体相对于资产的总风险限制在特定水平之内。这有助于限制杠杆的累积。

但是，风险越高收益越高，杠杆比率会鼓励交易实体为获取更高回报在可承受范围内投资风险最高的资产。因此，监管者经常强调杠杆比率只能作为众多降低风险的举措之一。



2. 以证券化交易活动为中心的监管

类证券化活动也可作为监管目标，以降低因进行证券化活动导致系统性风险升高和金融体系风险集中引发全球金融危机的可能性。

可采取很多方式对类证券化活动开展监管，欧美的大多数监管方式都关注那些会增加系统性风险的证券化交易的特征，并限制该类交易活动。

对评级机构的监管较为复杂，故不在本章讨论范围之内。



投资者职责

监管者认为有些投资者并未尽到证券化交易中的职责，尽管部分程度上来说是过度依靠评级造成的。作为对评级机构监管规则的补充，欧洲监管者对证券化交易中的某些投资者也提出了要求，要求其自身也承担相应的基本职责。

总的来说相关法律法规是要求投资者做好记录，以表明他们已考虑到一系列风险问题。比如：

- 证券化交易中发行证券的风险特征；
- 证券化交易标的风险资产（比如住房贷款、贸易应收账款、汽车贷款和其他资产）的风险特征；
- 特定发起人、安排机构或资产类别所涉证券化交易的利损情况。
- 标的风险资产估值时采用的方法和概念；以及
- 证券化交易的结构特征，比如分级支付、触发事件、信用增级、流动性增加及标的资产被视为违约的时间点。

在实际操作中，很多适用此规则的投资者并不认为以上规则过于繁复，其自身也已设立了相关程序以确保信用评估流程有效有力，且大都远远超出了相关法律法规的基本要求。

风险自留

风险自留规定已在欧洲实施多年，目前美国也在实施。该类规定的主要内容是要将证券化交易的主推者（比如发起人或安排机构）的利益与投资者保持一致，共担风险，安抚投资者，以示发起人和安排机构也有利益确保证券化和标的资产的收益达到预期。金融危机爆发前，曾实施过一种“发起-销售”的商业模式，在该模式下，发起人提前向债务人授信，旨在将相关贷款资产完全证券化，将证券化后的所有风险留予投资者，而发起人自身则不承担任何风险。此种情形下，发起人便无意确保所实施的信贷政策是否足以确保能为投资者提供符合期望的优质贷款资产。

通过确保发起人或安排机构持续接触标的资产的信贷风险，实现了发起人或安排机构与投资者的利益的统一。尽管欧洲和美国相关规定在技术层面上存在细节差异，但基本上都规定发起人或安排机构应留存证券化交易中 5% 的信用风险。也就是说，一旦资金池中出现违约情况，发起人或安排机构至少承担 5% 的损失。



降低复杂性

欧洲有关部门目前正实施的一项举措为将证券化交易的复杂性考虑其中，相较被列为复杂交易的，简单、透明、规范的交易涉及的风险承担方或利益关切方所面临的监管形势将更有利。

2015 年 7 月，欧洲监管部门发布了一系列可被视为简单、透明、规范交易的特征，包括：

- 证券化交易所涉标的风险资产不包含自身为证券化头寸的资产；
- 证券化交易标的资产的资质标准应提前进行明确界定，不得酌情进行积极型投资组合管理；
- 证券化交易中的标的资产应“真实出售”³⁴，不得包含严重的“追回”³⁵风险；
- 标的资产在资产类型和货币方面应该是单一的；
- 标的资产不得为不良资产；
- 证券化交易应规定资不抵债的相关触发事件，提醒发起人和服务机构；
- 证券化交易应包含标的资产违约风险级别的触发机制；
- 证券化交易的服务机构或者管理机构应具备服务或管理特定类型标的资产的专业能力；
- 规定证券化交易说明书披露内容和信息的须达到的最低水平；以及，
- 法律上有可能的话，确保投资者能够接触到所有标的资产文件。

哪些交易可归于简单、透明、规范之列，归于此列又将面临何种后果，这些都需要谨慎考虑。即便达不到该标准，也并不意味着该交易为不良交易，监管机构不应（根据本报告的观点和报告来看，监管机构也并无此意）禁止或轻视此类交易，而应予以简单、透明、规范的交易更有利的监管待遇以促进其发展。

3. 定义问题

要清晰明了地用语言定义证券化交易的本质对监管者和市场参与主体来说都是件困难事。对于某类交易是否应包含在定义中，总有人支持也总有人反对。就其适用的交易类型来看，《巴塞尔 III》³⁶协定所列出的交易类型既过于广泛又过于狭窄。比如，某运营公司用于杠杆融资的企业分级债可实施“证券化交易”，但来自于隔离栏资产组合的单一类债务则不能。

³⁴ 真实出售：术语，指资产（无论是住宅抵押贷款、公司贷款、贸易应收账款还是其他资产）资产从发起人向特殊目的实体的转移，该转移被视为出售，且包括宣布发起人破产的监管部门在内的所有第三方予以认可。若发起人已得当转移、出售相关资产，则该资产不构成其破产时的偿债财产。

³⁵ 追回：术语，指发起人资不抵债时，宣布其资不抵债的监管部门或任何其债权人，可主张该发起人已出售之资产并未售出，应计入偿债财产之列。例如，在很多司法辖区，若资产低价出售，或因发起人对债权人的偏好售出，则已出售之资产可追回，并作为发起人的偿债财产，可分配予其债权人。

³⁶ 《巴塞尔协议 III》将传统“证券化”定义为“一种交易结构，其中标的风险资产池中的现金流服务至少两种不同级别或档次的风险头寸，反应出不同程度的信用风险。向投资者偿付权益取决于具体标的风险资产的表现，而不属于创设风险资产的交易实体的义务。证券化采用的分级/分档结构与普通的优先级/次级债工具不同，不同点在于低档次的证券化可以吸收损失，与此同时继续向更高档次的合约进行权益偿付，而优先级/次级债结构中的次级债则要根据清算权益的优先顺序决定。”



证券化交易可能涉及的另一个定义范围问题，在于监管层面旨在减少或禁止不良资产证券化交易、承认并鼓励优良资产证券化交易的举措，因为前者有导致金融危机之嫌，而后者则认定为经济增长中不可或缺的有益存在。认清将某特定交易称为证券化交易会产生什么后果至关重要，同时应该参考应该个别产品类型或交易的本质。若交易需要采用单一类目下的多种金融技术，那么要给该交易做出定义在实际操作层面是十分困难的。

这是因为关于“证券化究竟是什么”尚未形成一个统一的概念，如同第二章所述，证券化远算不上是一种产品，但又不只是一个技术工具箱，能直接组合在一起作为交易一部分。所谓“一体适用”证券化的监管是不可能实现的。

针对中国和亚洲的证券化监管提出的一些措施建议将在第六章进行探讨。

4. 监管交叉和监管过度

证券化监管方式需要考虑的最后一点，就是与其他监管领域的交叉。证券化交易参与主体众多，有很多机构早已处在监管之下了，比如银行、保险公司和基金等。针对“影子银行”监管的讨论也越来越多，而证券化也常被与此混为一谈。

各类领域的监管是交叉的，监管的主次先后通常不甚明了，究竟是互不相干，还是可以共同存在也并不清楚。在未适用新的监管之前，对此进行发问也是理所应当，比如当前已实施的监管是否对参与主体形成了约束，监管是不是足够等等。

毫无疑问的是，某几类证券化可成为促进经济增长的积极力量，但对证券化或其参与主体监管过度可能会阻碍其在经济上发挥助益。

免责声明：请参阅附录部分，第 83 页。



九、中国证券化的未来发展和结论（亚洲证券业与金融市场协会/高伟绅律师事务所）

本报告已从多个方面对证券化进行了阐述，介绍了美国和欧洲证券化发展的历史、作为证券化交易需满足的特征、中国为什么要积极发展证券化市场、法律层面和实际操作层面上证券化如何操作如何发展，以及各种不同的监管选择。

本章将探讨证券化在中国应该如何监管方能充分发挥其对经济的各种助益。

1. 中国经济的独特性

中国经济呈现出了很多独特性，与美国和欧洲经济大相径庭。认为美国和欧洲的监管法规应该（或者可以）简单照搬到中国，还能收到效果，这是错误。首先，就这些监管法规在中国能否跟在美国和欧洲一样奏效已经引起了争论；其次，中国经济存在着不同之处，这就意味着实施专门的针对性措施可能会收到更好的效果。

中国经济的某些特征包括：

- 过度依靠银行融资；
- 资本市场欠发达；
- 银行杠杆率高；
- 银行资金主要依赖客户储蓄款；
- 较少使用复杂的信用中介结构和金融工程技术；
- 借款中很高的比例是用于投资而非消费；
- 借款多是企业为之而非个人和政府；以及
- 证券化交易的历史数据很少。

2. 证券化如何助益中国

第二章已列出了多种证券化可以为经济发展提供助益的方式。在中国，有几种助益类型是相关的。

银行去杠杆

在像中国这种银行高度杠杆化（可以说在中国国内金融市场上形成了系统性风险），同时政府、监管者和银行自身都有意降低杠杆率的市场上，证券化可以是非常有用的工具。

在分散金融体系风险方面，证券化技术可以用来减轻会计层面和监管层面的资本压力，让那些创设贷款资产组合的机构可以借此解放资本降低杠杆率。

贷款证券化还可以连接非银行投资者和原始债务人，这意味着那笔信贷被转至常规银行体系之外了。以这种方式转移部分资产是有好处的，杠杆率会比由银行将信贷转至经济中要好很多，而且这种转移方式是非到期日转换（即投资者财产的期限大体与借款者债务相匹配）。如此，金融体系的恢复力也得到了增强。



在中国这种经济体中，很多借款以投资为目的。诸如基础设施和房屋贷款等长期资产，与依靠短期资金来源的银行与天然不匹配，但却与其他类型的投资者极其匹配，比如保险公司或养老基金，这些投资者是有意投资此类长期资产的。

加大资本市场深度

一般认为，中国债券资本市场深度和流动性不及欧美市场。实行证券化有助于改善这一状况，具体体现在以下三个方面。

第一，证券化为投资者提供新的投资产品。汽车贷款或基础设施债务等非流动资产通过证券化再包装，可供一系列资本市场参与者投资，这些资产如果未经证券化，那些资本市场参与者就得不到这样的投资机会。面对股市动荡，证券化债券和票据等固定收入证券很可能成为广受欢迎的投资选择。

第二，证券化产品的风险与企业债券或政府债券风险全然不同。证券化产品的风险来自资产池，而非某一营业机构的信用。这种新投资产品可以帮助投资者分散风险。

第三，监管框架下开展的证券化业务十分透明，并能提供有关标的资产的大量重要数据及信息。这意味着投资者可以在充分知情的基础上做出投资决定，同时，也让投资者相信证券化产品是一种可靠的投资产品。

风险分散

一旦银行试图减债，借款人就会担心银行没有充足的信贷满足其借款需要。这一点在欧美金融危机后格外明显，当时许多银行直接将一些产品线从业务中取消，停止向风险较高的辖区放贷。实体经济的中小型企业受信贷减少的影响较为显著。

在抵御银行信贷减少的风险时，如果非金融类机构或企业能够进入资本市场，就能拥有新的资金来源。企业原先无法进入资本市场，证券化技术使得企业得以进入资本市场，并使信贷源源不断地流入实体经济。

同样，中国的银行资金来源主要依赖客户存款，证券化可使银行资金来源多样化，满足其一部分整体资金需求。有了新的资金渠道，尤其是有别于客户存款等短期债务的资金来源，银行在面对金融冲击时就更有弹性。

中国需要继续推行证券化

显然，中国有充分的理由发展证券化。中国现行法律和监管制度也认同这一点。但是，随着证券化市场不断成长，中国需要思考如何调整现行法律和监管制度，才能在未来更好地适应证券化市场。

3. 证券化类型

本报告第三章重点介绍了中国通常开展证券化的不同资产类别，并且总结了进行证券化交易的机构类型。

很明显，目前证券化交易总体分为以下两种类型：



- 第一类是特殊目的信托结构下进行的交易，主要为投资者提供资产组合所有权，此类交易可称为“证券形式资产所有权”；
- 第二类是在专项资产管理计划下进行的交易，主要将投资者资金提供给抵押自身财产的非金融机构，此类交易可称为“证券形式企业资产贷款”。

其他一些常见于欧美的证券化结构在中国并不常见，例如：

- 中国的银行没有实施担保融资平台，这种平台往往采取统合信托和担保债券结构，利用资产组合作为抵押品为银行资金管理部提供持续资金。这种平台的特点是要求发起人不断向结构中补充资产并发行新产品；
- 更加多样化的投资产品在中国也不常见，例如涉及标的证券再包装和重新分档次的产品；
- 综合风险转移产品利用衍生工具将资产组合的相关风险从发起人转移到投资者，欧美银行常用以降低监管资本，但中国很少见。

有趣的是，中国目前繁荣发展的证券化结构恰好能使证券化技术给中国经济带来益处：

- 允许投资者以证券形式拥有资产组合，一方面能通过使投资者分担银行风险，帮助银行减债，另一方面通过为投资者提供新的投资产品，拓宽资本广度和深度；
- 以资产组合为抵押的证券形式担保贷款为非金融类机构提供新资金来源，使得非金融类机构不必依赖甚至过度依赖银行融资。

中国缺乏欧美的某些证券化结构，并不意味着中国需要“迎头赶上”，而是体现了中国经济当下的发展方式、个体需求及特点。

4. 监管证券化业务，促进经济发展

考虑到目前中国证券化结构的类型，以及这些结构的发展可能优先于其他类型，中国需要思考如何对这些结构进行最好的监管。

风险自留

既然证券化结构可将资产组合风险转移到投资者身上，那么就有理由保证证券发起人或发行人与投资者之间利益一致。上文第八章已详细阐述这一点。

在中国，这意味着如果证券化结构将资产组合所有者权益转移给投资者，就需要保证利益一致，并要求发起人自留一部分风险。

以资产组合为抵押的担保贷款等类似结构本身即存在利益一致，因为资金接收机构需要确保自身持续经营。因此，无须另外要求其自留风险。

正如第五章所述，中国监管机构已实施自留风险政策，即对于以证券形式提供资产组合所有权的特殊目的信托结构，必须自留 5% 的风险。而专项资产管理计划更类似于以资产组合为抵押的担保贷款，无需专门要求其自留风险，也无需对其提出监管要求。

确保简单透明

与许多欧美证券化结构相比，中国的特殊目的信托和专项资产管理计划结构相对简单直白。这让投资者在做投资决定时更易直接理解。随着证券化市场发展，对于公开交易而言，更



简单的结构从支持性监管政策中获益更大，因为这些结构中存在更低的证券化头寸风险加权，既可将证券化头寸用于央行融资，也可以将其计入流动性或其他融资比率。



适用范围

同时，也应思考合适的政策监管范围。对于目前最为常见的特殊目的信托和专项资产管理计划结构，中国监管部门已经建立了良好的监管基础。但随着新证券化类型不断发展，它们也理应得到正视，因为现行结构可能不适用于对这些类型。监管既要维持灵活性，也要在行业和监管部门间进行开诚布公的对话，以促进周全适当、切实可行的监管制度建立。

5. 展望未来

欧美监管制度是在应对辖区证券化市场系统性风险的过程中完善的。中国很少受到此类风险的影响，但中国市场也有本地风险。中国必须建立最适合其证券化市场的监管制度。目前，这项工作正在进行中，证券化不断发展的同时也受到监管制度的平衡，以趋利避害。

证券化能为中国经济发展继续保持稳定、繁荣、弹性做出重大贡献。



十、跨境发行前景与结论（亚洲证券业与金融市场协会）

证券化监管与市场框架目前还处于较为初级的阶段，对中国而言尤其如此，这一点已在前文进行详尽讨论。此外，一般来说，我们已经证明亚洲各国证券化市场较其他地区证券化市场更为活跃。的确，亚洲各国过去和现在的跨境发行量只是欧美发行量的零头。2008年前，亚洲跨境发行的绝大部分债券都是债务抵押债券，2008年债务抵押债券基本停发后，跨境发行量大幅下降。至于完全针对国内市场投资者发行的证券化产品，韩国是发行大国，但快速增长的中国市场已处于领军位置。

2007年，亚洲证券化产品发行量创下记录，达80亿美元（资料来源：标准普尔，国际清算银行），达国际评级水平，其中基本都是跨境证券化产品。这一发行量在2008年锐减至58亿美元，在2009年和2010年分别大幅降至23亿美元和17亿美元（资料来源：标准普尔，国际清算银行）。国际评级跨境发行量的减少主要是因为亚洲地区债务抵押债券发行量下跌，过去，债务抵押债券发行规模较大，2006年为30亿美元，2007年达50亿美元，2008年约为40亿美元，但随后两年几乎为零（资料来源：标准普尔，国际清算银行）。2008年前的几年，债务抵押债券帮助评级较低的亚洲发行人满足了本地区投资者对高评级票据的需求。低信用评级的多元化投资组合通过一定结构的债务抵押债券可以获得较高评级，但在2008年金融危机过后，由于亚洲投资者的风险偏好降低，这些结构市场骤减。

贷款抵押证券吸引力不减

然而，虽然债务抵押债券声名饱受重创，贷款抵押证券却未在金融危机中遭此打击，其全球发行量在2009年到2011年的下降之后经历大幅回弹。贷款抵押证券主要由企业债券作为担保，而贷款抵押证券在全盛时期存在标的抵押资产堆积问题，这是导致后者在金融危机中表现不佳的一个原因。的确，在低利率环境中，具有投资级别评级的中间档次贷款抵押证券对于亚洲投资者而言格外具有吸引力，例如曾向客户承诺只要投保或购买其他保险产品即可获得高回报的韩国和日本保险公司等。一般来说，贷款抵押证券还将继续流行，随着亚洲投资者愈发成熟，开始考虑新的资产类别，这一流行趋势还将愈演愈烈。不可否认，最大的市场当属开始接触全球此类资产的中国国内贷款抵押证券市场，中国这一市场正经历跨越式发展，有助于转变亚洲证券化局面。

展望未来，近期监管变动对跨境贷款抵押证券发行的影响还尚待揭晓，这些变动主要包括“沃克尔规则”和欧美证券化风险自留要求的出台。“沃克尔规则”限制银行自营交易，因此银行自营交易部门不能持有特定档次的遗留贷款抵押证券，这使得最高评级档次息差扩大，也意味着在其他情况不变的条件下，低评级档次息差相应收窄。投资者对中间档次的兴趣可能会因此受到轻微负面影响。最后，虽然目前尚未证实，但欧盟《资本要求指令》和美国《多德-弗兰克法案》要求贷款抵押证券管理公司到期日前自留5%风险，这一要求也会影响贷款抵押证券发起。

其他资产类别和担保债券

对于亚洲其他证券化跨境资产类别，韩国拥有最发达的证券化监管框架。亚洲金融危机过后，韩国于1998年9月通过了《资产证券化法案》，建立了“真实出售”框架，一段时间后，又出台了促进担保债券发行的法规，极大促进了韩国跨境资产担保债券市场发展。除韩国信用卡和汽车贷款资产担保债券外，大韩航空公司于2011年进行“未来现金流”证券化，虽然这一证券化结构并非新出现，早先在亚洲和世界其他地区也曾进行过，但仍值得关注。

新加坡也通过了担保债券法规，亚洲地区担保债券的进一步发行将取得积极进展。



监管框架与结论

如上文所述，自 2005 年银监会和中国人民银行联合开展证券化试点项目，以及证监会于同年单独开展试点工作以来，中国证券化监管框架已有较大完善。例如，银监会、证监会和中国人民银行近年来已放宽现行规定，建立新的业务备案制，取代过去较为严格、逐笔审批的审批制。此外，证监会还宣布，资产担保证券发行人可采用特殊目的实体结构，这是中国法律尚未明确规定的一点，同时扩大了资产担保证券支持资产的范畴。即便如此，我们认为要落实的工作依然很多。

就最基本的监管而言，一方面，银监会和中国人民银行出台了信贷资产证券化监管框架，另一方面，证监会发布了类似指南，但这些框架指南本质上都是行政指导方针，不具有成文法效力（能制定法律的只有人民代表大会）。另外，受托人与贷款服务公司的角色在证券化较为发达的辖区已有清晰规定，而中国还在探索中。最后一点，针对评级、税收、互换单据、净额结算以及破产后标的资产的有关事宜还需保持更高的透明度，投入更大的决心，才能使国际投资者对于中国证券化产品拥有更多信心。

我们的结论是，随着中国在全球经济中扮演的角色愈发重要，通过央行持有等手段，人民币会以更快的速度实现国际化，而且人民币目前已经是一种实际储备货币。越来越多的投资者希望持有以人民币资产，因此证券化给予他们一个很有吸引力的多样化投资选择。更重要的是，在发行人看来，证券化是去除资产负债表风险和提升资本使用效率的良好选择。最后，监管机构同样有动力鼓励证券化产品发行，以帮助其实现政策目标。显然，有了中国这一新前沿市场，证券化将成为未来大有保障的资产类别。

十一、 附录

1. 第六章“证券化评级框架”附录：结构融资信用研究过程

研究信用基础，得出评级结论并使市场参与者知晓穆迪评级，这一研究结构融资的过程与研究信贷市场其他细分的过程无异。整个评级过程旨在为投资者及时提供评级信息。

首先，穆迪分析师针对待研究交易与发行人开展初步非交易详细讨论，例如资产类别与高级交易结构等。我们的分析师也会解释适用评级方法。

具体交易的评级过程从发行人客户向我们提出交易评级请求开始。评级过程包括以下步骤：

- 获取详细交易信息，包括标的资产、运营情况和交易结构描述等；
- 与交易保荐人开展运营回顾会议，在可行情况下会见交易相关各方，如律师和评估师等；
- 评估交易信用风险；



- 审核所有交易文件，包括相关法律和税务意见书等；
- 通过评级委员会程序做出恰当评级；
- 利用穆迪网站和新闻专线等诸多途径发布新闻和评级报告，传播评级结果；
- 全程跟踪交易，持续开展评级监督；
- 以信用档案变更为准，进行合理评级。

除了对特定交易开展监督，穆迪分析师还持续监督法律监管环境以及发行人或第三方信用支持提供机构的信用质量变更，以便评估是否需要重估评级。

2. 公司介绍

1.1 金杜律师事务所

金杜律师事务所是全球首家总部设于亚太地区的国际律师事务所，由中国、澳大利亚和欧洲的顶尖律师事务所合并而成。

金杜律师事务所的市场主导型证券化和结构融资团队经验丰富，熟悉中国、韩国、新加坡和澳大利亚等亚太国家发行的众多资产类型支持的结构型产品。

证券化和结构融资排名

2014 年国际金融法律评论：

- 结构融资和证券化：第一级别
- 银行借款：第二级别

2014 年亚太法律 500 强：

- 结构融资和证券化：第一级别
- 债务资本市场：第二级别

2014 年钱伯斯亚太法律指南：

- 债务资本市场：第二级别
- 证券化：第二级别，相关顶尖律师荣登第一级别
- 衍生品和结构型产品：第二级别

3. 作者与参与者介绍

高伟绅律师事务所



杨铁成

中国金融监管团队负责人；合伙人

杨铁成是中国金融监管团队负责人，高伟绅律师事务所北京代表处金融市场业务部合伙人。

杨铁成在中国金融服务业方面拥有 20 多年咨询经验，涉及沪港通、上海自贸区、人民币国际化、银行业、衍生物、结构型产品（证券化产品）、基金（合格境外机构投资者、合格境内机构投资者和人民币基金）、证券及保险等方面。杨铁成特别关注中国金融监管环境，多年来为监管环境发展做出重大贡献。

杨铁成也是中国银行间市场交易商协会法律专业委员会委员、清华大学法学院法学硕士项目客座教授。

+86 106535 2265

TieCheng.Yang@CliffordChance.com



Peter Kilner

合伙人

Peter 是高伟绅律师事务所合伙人之一，就职于香港办事处的银行和金融组。1998 年，彼得成为事务所的合伙人，并于 2003 年至 2012 年中在日本办事处供职。**Peter** 在融资业务领域经验丰富，擅长银行债务和资本市场相关业务，传统和结构性业务。特别是在日本供职期间，他为不少证券化交易提供了独到的建议。

+852 2825 8899

Peter.Kilner@CliffordChance.com



Maggie Zhao

合伙人

Maggie Zhao 是高伟绅律师事务所合伙人，就职于伦敦资本市场结构性债务组。她擅长为客户提供关于结构性债务和融资交易建议，尤其是与汽车行业相关的证券化方案（包括私人和公共车队证券化、汽车贷



款和租赁业务应收账款证券化）、住宅和商业的购置不动产借款、中小企业结构性融资、整体业务、信用卡、融资渠道和重组。除欧洲的结构性的债务业务外，她的工作领域还涵盖亚洲尤其是中国的证券化业务。Maggie 于 1999 年至 2001 年在高伟绅北京办公室供职，她是极少数熟悉中国证券化制度和结构的欧洲律师之一。她带领高伟绅中国办公室积极开展各项业务。

+44 20 7006 2939

Maggie.Zhao@cliffordchance.com



James Pedley

高级律师

James 律师是伦敦资本市场结构性债务组的高级律师。擅长领域为结构性债务业务，以及各种资产类型的公共和私人证券化业务，包括跨境交易、住房抵押贷款证券、基建贷款、汽车贷款和租赁、信用卡、消费者贷款、代理经营项目、贸易应收账款融资和资产支持商业票据融资渠道。

+44 20 7006 4921

James.Pedley@CliffordChance.com



安永会计师事务所



James Badenach

亚太金融司合伙人、国际税务部负责人

James 从事国际企业税业务长达 22 年，经验丰富。自 2001 年起便在香港办公室任职，主要业务领域涵盖国际税务、转让定价和香港税务。他还曾在澳大利亚、英国和拉丁美洲任职。

James 的许多客户都是全球金融机构和亚太地区的金融机构，涵盖银行和资本市场、保险、资产管理和商品交易等领域。他主要为国际和亚太地区与税务相关的项目提供建议，包括双重税收协定、国际税务问题、监管资本和混合资本的税务影响、跨境金融交易和运营税问题。

此外，James 为香港地区的大宗商品交易商和企业财务中心提供咨询建议，助力解决企业在运行过程中遇到的国际税务问题，包括债务和资产净值的增长、现金池和预扣税问题。

电话: +852 2629 3988

手机: +852 6119 3342

传真: +852 3753 8590

邮箱: james.badenach@hk.ey.com



Rohit Narula

安永亚太金融司国际税务部总监

Rohit 是驻安永香港办公室的金融服务总监，也是安永亚太金融服务组成员。

Rohit 负责广大金融集团和资本市场的多个管辖区域的税收项目。他负责的项目涵盖多种跨境税务领域，包括向亚洲市场开展境内投资，如印度、中国和日本，外国银行销售的管辖区域税务贷款组合，银行税务分析和资本市场产品。

Rohit 还负责亚太地区许多外国银行和资本市场上多个管辖区域的运营税项目（包括健康检查）。



他擅长的领域包括：进入和退出战略、国际税收、跨境税收、税务尽职调查、税务计划和资本结构。

电话：+852 2629 3549

手机：+852 5630 6565

传真：+852 2118 4132

邮箱：rohit.narula@hk.ey.com

摩根士丹利

Ajay Gandhi

副总裁

电话：+852 2848 5200

传真：+852 2848 8851

邮箱：ajay.gandhi@morganstanley.com

惠誉国际



Claire Heaton

高级董事

Claire 是惠誉国际澳大利亚悉尼办事处的高级董事，就职于担保债券组，主要负责亚太地区担保债券的评级工作。她撰写的《惠誉亚太国家季度担保债券评级》涵盖了所有澳大利亚、新西兰、新加坡和韩国担保债券领域的评级项目。

Claire 自 2010 年起在伦敦的惠誉国际担保债券组任职，2013 年中旬调往悉尼办公室。在悉尼，她主要从事爱尔兰、荷兰、加拿大、英国和挪威等国家的担保债券评级工作。

她于 2006 年 10 月加入惠誉国际澳大利亚悉尼办事处，主要负责结构性融资评级，涵盖澳大利亚和新西兰的住房抵押贷款证券、商业抵押担保证券和资产担保证券领域。她在证券化产业工作了将近 10 年。

Claire 曾获堪培拉大学信息管理专业学士学位，以及澳大利亚证券业协会应用金融与投资专业的硕士学位。



近期担保债券项目：

- 星展银行房地产抵押担保债券项目（新加坡）
- 国民银行房地产抵押担保债券项目（韩国）
- 澳新银行集团房地产抵押担保债券项目（澳大利亚）
- 澳洲联邦银行房地产抵押担保债券项目（澳大利亚）
- 澳大利亚国民银行房地产抵押担保债券项目（澳大利亚）
- 新科一美威房地产抵押担保债券项目（澳大利亚）
- 西太平洋银行房地产抵押担保债券项目（澳大利亚）
- 澳新银行集团（新西兰）有限公司房地产抵押担保债券项目（新西兰）
- 奥克兰储蓄银行房地产抵押担保债券项目（新西兰）
- 新西兰银行房地产抵押担保债券项目（新西兰）
- 几维银行(Kiwibank)房地产抵押担保债券项目（新西兰）
- 西太平洋银行（新西兰）房地产抵押担保债券项目（新西兰）

金杜律师事务所



张宁

合伙人

张宁律师是金杜律师事务所合伙人，就职于深圳和香港办事处，执业领域为债务资本市场、结构性融资和私筹资金。

张律师擅长私筹资金和产权筹资交易领域，主要从事杠杆融资、结构性融资和技术相关项目。张律师多次代表商业和投资银行、私人股本、创业资本投资人、产业赞助商、私企和上市企业参与各领域业务交易，包括负债收购和融资、战略并购、收购和合资经营、少数股权投资、债务和股权重组。其执业领域广泛，包括金融服务、能源、生物技术、医疗保健、采矿和矿石、物流和运输，以及基础设施领域。

张宁律师于 2006 年作为合伙人加入金杜律师事务所。此前，他在 2001 年作为合伙人加入中国另一家著名律师事务所。



近期证券化交易项目

- 上汽通用汽车金融有限责任公司 2012 年发行一单零售汽车贷款证券
- 上汽金融公司 2012 年发行一批零售汽车贷款证券
- 中国华融 2014 年发行一批重组贷款证券
- 东风日产汽车金融公司 2014 年发行一批零售汽车贷款证券
- 花旗银行 2014 年发行一批担保贷款凭证证券
- 顺德银行 2014 年发行四批担保贷款凭证证券

深圳: +86 755 2216 3315

香港: +852 3443 8538

邮箱: roy.zhang@cn.kwm.com



Paul McBride

合伙人

Paul 是金杜律师事务所的合伙人, 就职于香港办事处, 执业领域为结构性融资和衍生工具。

Paul 在结构性融资领域经验丰富, 多次代表不同行业市场的参与者, 包括金融家、筹备人、单一险种保险人、项目发起人、掉期交易方、评级机构和投资人。

代表项目

- 中华人民共和国房地产融资, 使用在岸/离岸担保贷款和商业抵押做担保的证券结构
- 跨市场开展由多种资产类别担保的证券化项目, 包括住宅和商业抵押贷款、个人贷款、信用卡应收账款、贸易应收账款和保险应收账款。
- 发起多个隔离担保中期票据项目、单纯中期票据项目和商业票据项目。
- 综合衍生工具、信贷扶持和贸易单据, 包括国际掉期与衍生工具协会、全球回购主协议和全球证券借贷主协议。
- 企业衍生工具、股本、利率、外汇、债券、大宗商品和信贷衍生工具, 包括亚洲第一财产衍生工具。



- 使用跟单信用证、借贷、回购和债务偿还资金结构的资产担保的贸易融资项目。

名誉

“金杜律师事务所的 Paul McBride 律师在香港的证券化市场领域成绩卓越。”

2014 年《国际金融法律评论》(IFLR1000)

“Paul McBride 律师在证券化领域的经历令人称赞。”

2013 年 Chambers Asia Pacific

“Paul McBride 律师以服务客户为本，专注提供解决方案，获得业界的高度认可。”

2013 年亚太法律 500 强

香港: +852 3443 1142

邮箱: paul.mcbride@hk.kwm.com



胡喆

合伙人

胡喆律师是金杜律师事务所的合伙人，擅长结构性融资和贸易融资。

胡律师自 2004 年起在中国执业，他经验丰富，为大型国际商业银行、投资银行、资产管理公司、对冲基金、私募股权投资基金、开发商和项目发起人中国境内的相关融资项目，以及兼并与收购、结构性融资、并购融资、房地产融资、金融机构间并购、不良资产重组项目提供优秀的法律服务。

胡律师为多家银行、汽车金融公司、金融公司的资产担保证券化交易提供法律支持。

胡律师于 2007 年加入金杜律师事务所。此前，他在三菱商事担任内部法律顾问。

此外，胡律师还拥有注册会计师、注册税务师、注册资产评估师资格。

近期证券化交易项目

- 上汽通用汽车金融有限责任公司 2012 年发行一批零售汽车贷款证



券

- 上汽金融公司 2012 年发行一批零售汽车贷款证券
- 中国华融集团 2014 年发行一批重组贷款证券
- 东风日产汽车金融公司 2014 年发行一批零售汽车贷款证券
- 大众汽车金融公司 2014 年发行一批零售汽车贷款证券代表惠誉国际参与宁波银行 2014 年发行一批担保贷款凭证证券
- 花旗银行 2014 年发行一批担保贷款凭证证券

上海: +86 21 2412 6202

邮箱: huzhe@cn.kwm.com



林御诚

注册外国律师

林御诚是金杜律师事务所香港办公室银行和金融组的成员，主要向韩国、中国、新加坡等亚洲地区国家提供证券化和企业贷款交易项目。

他作为重要参与者参与了首批由在岸见索即付保函担保的单笔贷款再包装交易。自 2013 年第一批单笔贷款再包装的商品上市以来，他就多次承接了此类项目。

除了在银行和金融领域有所建树，林律师在企业相关项目中也拥有丰富的经验，包括跨国私人并购业务、要约收购、日常企业工作，以及向与管理法和证券法相关的问题提供咨询服务。他精通英语和汉语（普通话）。

代表事项

- 首次发行的由中国政策性银行担保的额定单笔贷款再包装股票在各大证券交易所上市。
- 参与跨市场多种资产类别担保的证券化项目，包括住宅和商业抵押贷款、个人贷款、信用卡应收账款、贸易应收账款和保险应收账款。
- 参与包含贸易和租赁应收账款的资产担保贷款证券项目。
- 综合衍生工具、信贷扶持和贸易单据。
- 使用跟单信用证、借贷、回购和债务偿还资金结构的资产担保的贸易融资项目。

商品融资包括三方定制债务偿还和回购安排。

香港: +852 3443 1086

邮箱: yucheng.lin@hk.kwm.com



穆迪公司



郑志杰

高级副总裁，结构性融资组

郑志杰在穆迪公司工作 17 年有余，目前担任香港办公室结构性融资组高级副总裁。

他主要负责亚洲地区（除日本外）的资产担保证券和结构性融资交易。擅长领域包括债务抵押债券，商业抵押担保证券，住房抵押贷款证券和各种类型的资产担保证券。

他曾对亚洲大量的一手资产担保证券和结构性融资发行进行分析，如韩国和新加坡的资产担保证券，以及中国跨境商业抵押担保证券。此外，也对大量中国汽车贷款资产担保证券进行评估。

他从香港大学获得艺术学士学位，从曼彻斯特城市大学获得法律学士学位。

香港：+852 3758 1309

邮箱：jerome.cheng@moodys.com

Georgina Lee

副总裁助理兼研究撰写人

Georgina 目前是穆迪亚洲结构性融资组香港办事处的助理副总裁兼研究报告撰写人。

她主要负责发起研究内容以及撰写亚洲结构性融资市场的发展。

2014 年加入穆迪公司前，Georgina 曾担任 15 年的金融记者，报道多个领域的动态。当时她主要负责为亚洲风险杂志撰写金融风险管理，衍生工具和结构性信贷。

Georgina 从中国香港大学获得地理社会科学学士学位。

香港：+852 3758 1560

邮箱：georgina.lee@moodys.com



4. 个体企业免责声明

高伟绅律师事务所

本报告不一定涉及每一重要议题，或涵盖所涉及议题的每一方面；其目的不在于提供法律或其他方面的建议。在此之前的结论不能保证获得类似的结果。

安永会计师事务所

本材料仅供参考，不作为会计、税务或其他专业意见的依据。具体建议请咨询您的顾问。

惠誉国际

惠誉国际的所有信用评级受到一些条款和免责声明的限制。点击以下链接阅读这些限制条款和免责声明：

[HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings)。此外，评级定义和使用此类评级的条件可以在本公司的公共网站‘www.fitchratings.com’上查阅。已公布的评级、标准及方法可以随时在该网站查阅。在该网站“行为准则”部分，可以看到惠誉国际的行为准则、保密协议、利息冲突协议、防火墙、合规性及其他相关政策和规程。惠誉国际还可以向获得评级的实体或有关第三方提供权限内的其他服务。此评级服务的具体细节可在惠誉国际网站发行人的实体摘要页面查阅。

金杜律师事务所

本材料仅供参考，不提供法律或其他专业意见。依据本材料相关信息采取或不采取任何行动之前，应咨询合适的建议。

因获得、使用或依赖此类信息而造成任何损失的，金杜律师事务所概不负责。

穆迪公司

©2015 穆迪公司，穆迪投资者服务公司，穆迪分析公司和/或其授权人及关联公司（统称为“穆迪公司”）。 版权所有。

穆迪投资者服务公司及其关联公司发布的信用评级代表穆迪公司当前对实体未来的信用风险、信用承诺、债务或债务类型的证券所持的观点；穆迪公司（穆迪公司的出版物）发布的信用评级及科研著作可能包括穆迪公司当前对实体未来的信用风险、信用承诺、债务或债务类型的证券所持的观点。穆迪公司将信用风险定义为实体无法按合同履行、金融义务以及因发生违约而可能导致的经济损失。信用评级不解决任何风险，包括但不限于：清算风险、市场价值风险或价格波动风险。信用评级以及穆迪公司的出版物中所述的穆迪公司的观点不是穆迪公司对当前及历史事实的陈述。穆迪公司的出版物也可能包括基于模型的对信用风险的定量估计以及穆迪分析公司发布的相关观点或评论。信用评级以及穆迪公司的出版物不构成或提供投资或理财建议，也不对购买、销售、持有何种证券做任何推荐。信用评级及穆迪公司的出版物对任何个人投资者的投资选择均不予评论。穆迪公司发布信用评级以及出版刊物，希望每一位投资者都能够谨慎考虑、科学评估自己购买、销售或持有的证券。



穆迪公司的信用评级及出版物并不适用于散户投资者。散户投资者根据穆迪公司的信用评级或者出版物做出投资决定是轻率的。如有疑问，应联系相关财务顾问。

本报告包含的所有信息受法律保护，包括但不限于版权法。注意，未经穆迪公司事先书面同意，不得以任何方式或为任何目的复制、包装、翻译、传播、分发、销售或储存以备后续使用此类信息。

本文所有信息都是穆迪公司从自认为准确且可靠的来源获取。然而，由于有可能存在人为失误、机械误差或其他因素，本文所有信息均“按原样”发布，我们不作任何类型的保证。穆迪公司采取所有必要措施，确保其在信用评级时使用的信息优质可靠，并在适当的时候，确保信息来源于独立的第三方。然而，穆迪公司并非审计机构，并不能对其在评级过程中获得的信息或其准备公布的评级进行逐一核实和确认。

在法律允许的范围内，穆迪公司及其董事、职员、代理、代表、授权者和供应商对任何人或实体因使用或不使用此信息而造成的间接、意外及特殊损失或损害不负责任。即使穆迪公司及其董事、高管、职员、代理、代表、授权者和供应商事先已被告知可能发生此类损失或损害，包括但不限于(a)现在或预期的利润损失(b)因相关金融工具不是穆迪公司信用评级的主体而造成的损失或损害。

在法律允许的范围内，穆迪公司及其董事、职员、代理、代表、授权者和供应商对个人或实体的任何直接或赔偿损失或损害不负责任，包括但不限于因疏忽（但不包括为避免疑议，依法不能排除的欺诈、故意违规或其他类型的责任）、因穆迪公司及其董事、职员、代理、代表、授权者和供应商控制范围以内或以外的意外事故，因此处所含信息或使用或不使用此类信息所造成的损失或损害。

对于以任何形式或方式所提供的此类评级、观点或信息，无论是否准确、及时、完整、合适，穆迪公司不做任何明示或暗示的担保。

穆迪投资者服务公司，穆迪公司的全资信贷评级子公司，在此披露：债券的大部分发行人（包括企业和政府债券、公司债券、票据和商业票据）以及穆迪投资者服务公司所评定的优先股在获得评级之前，已经同意向穆迪投资者服务公司支付 1500 美元至 250 万美元不等的评价和评级服务费。穆迪公司和穆迪投资者服务公司也贯彻实施相关政策和规程，以解决穆迪投资者服务公司评级及评级过程的独立问题。穆迪公司和相应实体的董事之间、持有穆迪投资者服务公司评级的各实体之间、以及公开向美国证券交易委员会汇报穆迪公司 5%以上股份的实体之间的关系的有关信息每年都会发布在 www.moodys.com 上，在“投资者关系—公司治理—董事及股东关系政策”的标题下。

澳大利亚：在澳大利亚发布的与本文件相关的任何出版物均依据穆迪公司的子公司澳大利亚金融服务执照、穆迪投资者服务公司澳大利亚商业注册号码(ABN)61 003 399 657 澳大利亚金融服务执照 336969 和/或穆迪分析澳大利亚有限公司 ABN94 105 136 972 AFSL 383569（如适用）的规定。根据澳大利亚 2001 年公司法第 761G 条，本文件仅对“批发客户”适用。通过在澳大利亚继续评估本文件，你向穆迪公司传达出一个讯息：作为“批发客户”的一位代表，你正在评估该文件，而且你和你所代表的实体不会直接或间接地向“零售客户”散布此文件或文件的内容。就发行人承担债务责任的信誉而言，穆迪的信用评级可供参考，但对于发行人的股票或零售客户的任何股票而言，却并非如此。“零售客户”根据穆迪公司公布的信用评级做出任何投资决定都将是危险的。如有疑问，可以联系财务顾问或其他专业顾问。



日本：穆迪日本分公司(“MJKK”)是 Moody's Group Japan G.K. 全资拥有信用评级机构的子公司，而 Moody's Group Japan G.K.则由穆迪集团全资拥有的子公司 Moody's Overseas Holdings Inc.全资拥有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是 MJKK 全资拥有信用评级的子公司，并不是国家认可的统计评级机构 (“NRSRO”)。因此，由 MSFJ 发布的信用评级是非 NRSRO 信用评级。非 NRSRO 信用评级不由 NRSRO 发布，因此，评定的义务不受美国法律管辖。MJKK 和 MSFL 是在日本金融厅注册的信用评级机构，注册号分别是 FSA Commissioner (Ratings) 2 号和 3 号。

MJKK 或 MSFK（如适用）在此披露，债券的大部分发行人（包括企业和政府债券、公司债券、票据和商业票据）以及 MJKK 或 MSFK（如适用）所评定的优先股在获得评级之前，已经同意向 MJKK 或 MSFK(如适用)支付 200,000-350,000,000 日元不等的评价和评级服务费。

MJKK 和 MSFK 也贯彻实施相关政策和规程，以达到日本的监管要求。

本出版物并未宣布任何信用评级行为。对本出版物中提到的任何信用评级，请参照 www.moody's.com 发行人 / 实体页面的信用评级选项，查看最新及以往的信用评级信息。





UNIT 3603, TOWER 2

LIPPO CENTRE

89 QUEENSWAY

ADMIRALTY

HONG KONG

TEL +852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG