



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：资产证券化如何在中国试行(3月30日)

文章作者：

央行3月21日宣布，经国务院批准，信贷资产证券化与住房按揭证券化的试点工作正式启动。国家开发银行和中国建设银行作为试点单位，将分别进行信贷资产证券化和住房抵押贷款证券化的试点。

资产证券化已成为目前国际金融市场最具活力的金融创新之一。1992年，海南三亚曾发行过房地产投资证券，但由于当时国内的经济、法律和其他社会环境的限制，它还无法在国内生根成长。

2000年9月，建设银行、工商银行被央行正式批准为住房贷款证券化的试点单位。近年来，无论是央行的《2003年货币政策执行报告》，还是《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，都提出了“积极探索并开发资产证券化”意见。

启动资产证券化，对国内金融市场来说，是一件大好事。资产证券化不仅扩展国内金融市场，加快了银行、证券、信托等金融市场融合，增强了银行信贷资产的流动性，而且也增加了金融市场的品种，促进国内金融产品的创新。就目前的情况而言，尽管国内民众进入该金融市场仍然有许多障碍，但随着资产证券化市场进一步发展，肯定能够为国内民众增加一些有利的投资渠道，从而减少一些金融市场的压力（如个人储蓄存款太高）和一些市场泡沫（如目前不少资金流入房地产市场），降低整个金融市场的系统风险。

当然，对国内金融市场与金融机构及广大投资者来说，资产证券化还是一种十分陌生的产品与市场，这一产品与市场应该如何设计、规则如何制定、如何启动、如何运作、如何监管等问题还需要进行更多地研究、分析和可行性论证。否则，资产证券化的产品刚一进入市场就可能出现一大堆的情况，国内证券市场以前在这方面就曾有过很多教训，如国债期货的推出与关闭、股票询价制推出的问题，都是十分明显的例子。因此，启动国内证券化市场，再沿用以往那种边干边学的方式已经完全不适应当前金融市场的需要了。我们对资产证券化不仅要有一个透彻的了解，而且更重要的是如何在现有的条件下设计出适应中国国情的资产证券化产品、市场、规则及监督方式。

一般来说，资产证券化是以被证券化资产可预见的未来现金流为支撑在金融市场上发行证券的过程，其本质是被证券化资产未来现金流的分割和重组过程。被证券化的资产可以采取多种形式，如实体资产、证券资产、信贷资产等，但必须有一个先决条件，就是这些资产能产生可预见的现金流。也就是说，资产证券化表面上看是以某种资产为支撑，实际上是以这种资产的现金流为支撑。如果被证券化的资产不能够产生现金流，那么该资产就不可能资产证券化。而现金流实际上就是资产的可预见收益。

任何一项成功的资产证券化都必须要对基础资产进行成功的重组以组成资产池，并实现资产池和其他资产的风险隔离。同时，必须对资产池进行信用增级。而资产证券化作为一种固定收益证券，由于特殊的法律制度和现金流重组制度，需要运用复杂的现代信用工程核心技术，这样就更加导致了资产证券化产品与市场设计与运作的复杂性。

比如，资产证券化是在“风险隔离”与“真实出售”这一基本功能上展开。通过资产证券化，银行把一部分资产（主要是长期的信贷资产）出售给资产支持证券的投资者。由于这种出售是资产所有权的出售，所以这些资产所能带来的收益及可能包含的风险都被一并出售出去。这就是常说的“真实出售”。同时，“真实出售”还包括了证券化的资产与原始权益人的其他资产完全剥离，即使原始权益人破产清算后，其债权人对证券化的资产也没有追索权，这部分资产所产生的现金流必须优先支付资产支持证券的投资者。而“风险隔离”是指证券化的资产不再与银行存在产权所属关系，而且与其他在证券化过程参与某一活动的机构也无产权所属关系。这些机构即使破产清算，证券化资产也不被列入清算的资产，它所产生的现金流仍然按照证券化交易合约的规定，支付给资产支持证券的投资者，以此来保护资产支持证券投资者。

也就是说，资产证券化是一个十分专门化的金融产品，它通过信用工程的引入，来切断信用风险的传递与扩散，从而使信用风险的总量得以控制；或在信用风险总量不变的情况下，改善信用风险结构，提高市场参与者的融资条件。这里既包括了信用风险结构性分解，也包括了信用风险测定与评估、信用资产的风险定价、信用资产的风险隔离与重组、信用增级等方面。而这些方面都得在严格的专业范围内进行，要有专业化的人才与专业机构来设计才能启动与运作。

可以说，通过资产证券化或国内正准备试点的信贷资产证券化和住房抵押贷款证券化，能够降低发行主体的融资成本，缓解国内商业银行流动性的风险（如目前国内银行用短期的存款做长期个人住房信贷可能导致银行流动性风险），增强金融资产的流动性，从而为银行的发展聚集所需要的资金，提高银行资金的周转效率，化解银行资金长短期及供求失衡的矛盾，避免银行利率变化可能带来的风险。

更为重要的是，通过资产证券化不仅可以将资产的风险与收益进行有效识别与细分，用准确的价格信号引导资金向高效率的地方流动，而且能够根据不同的需求分散和有效转移风险提供条件，从而能够有效充分地动员整个社会储蓄，发展企业所需要的资金来源，加快储蓄向投资转化，满足投资者的特殊要求，从而化解我国金融中介机构机制不畅通的缺陷。同时，资产证券化的发展也能促进打破国内金融业分业经营之现状，增进国内金融业的市场竞争，促进国内金融业由分业向混业经营转化，促进传统的金融组织、金融机构与金融制度向现代转化。

当然，以上的种种方面，是我国要发展资产证券化市场与产品的目标，但是从资产证券化的专业性与技术要求来看，相关的专业人才在哪里？相关的法律制度如何来制定？如果在这些方面不先行，这个市场是否能够成功是相当令人质疑的。

首先面临的最大问题是相关的法律如何来确立。目前，《信贷资产证券化业务试点工作管理办法》征求意见稿已由中国人民银行下发到业内征求意见，该文件对该产品与市场及各部门职责分工作了原则性的规定。但是如果仅由相关的职能部门按各自职责分工，周密设

计有关政策方案，建立和完善规章制度，那么资产证券化法律制度的利益单位化就不可避免。而这种法律制度的利益单位化必然会导致这个市场的利益机制不能建立在公正公平的基础上，必然导致市场的利益机制向少数部门倾斜。因此，应该先由一些专家提出法律框架，然后在此框架内由社会相关利益者来讨论与博弈。在反复博弈的基础上，才能够建立起真正的资产证券化的市场规则。

同时，资产证券化不仅涉及到多个金融市场，而且涉及到多个职能部门，如果没有一个先设定的法律框架，对于这些部门之间的关系与利益协调不仅会十分困难，也可能会增加相关的协调成本。因此，还需要相关法律法规方面的“创新”。发达市场体系下的资产证券化的经验表明，资产证券化相关的会计制度创新与金融监管制度的创新是确保资产证券化顺利开展的重要方面。对此，政府相应的职能部门考虑得如何？

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所