



热门文章

- 用多元线性
- 国外汇储备
- 何加强会计
- 国衍生金融
- 国有商业银行
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment boutique discover

[2006年12月]谈谈信用衍生产品与合成资产证券化在我国的推出

【字体: 大 中 小】

作者: [徐吟川] 来源: [本站] 浏览:

合成资产证券化 (Synthetic Securitization) 的产生大概始于20世纪90年代中期的美国, 化在美国的发展已经十分的成熟, 然而商业银行在进行证券化的时候经常要面临的一个问题 银行将贷款资产售卖给特别目的机构SPV的时候, 等于将自身的客户转让给了SPV, 虽然从实 很多SPV都是由发起行成立的, 但银行仍然会面临着客户关系遭到损害的危险。于是一种不 池 (Assets Pool) 转售给SPV但是仍然可以将贷款的信用风险和利得有效转让出去的证 便应运而生了, 这就是合成资产证券化 (下文称为“合成证券化”)。

一、合成证券化与传统证券化的差异

(一) 信用衍生产品在合成证券化中的作用

合成证券化指的是不通过贷款资产的实质转让, 而是通过信用互换 (Credit Swap) 的方式 风险的证券化形式。一般来说, 在合成证券化中, 风险保护买方 (Protection buyer) 就是 发起银行, 风险保护卖方 (Protection seller) 则是证券化的特别目的机构, 买方需要证 组合称作参考资产组合 (reference portfolio), 相当于传统证券化中的资产池。

合成证券化的第一步总是信用互换, 在信用互换中, 发起人银行按照协议向SPV支付一笔信 金 (credit swap premium), 这笔权利金使得银行获得了对于参考资产组合的完全信用风 参考资产组合中的贷款发生违约事件的时候, 违约损失由SPV承担。通过这样一个信用互换 银行虽然没有出售自己的贷款组合, 但是与传统的证券化一样将贷款的信用风险转让给了SP 上来说, 风险权利金的价格应该就等于贷款组合的收益率和无风险收益率之间的差额即风险 实际中, 这一价格是由双方根据债务市场的情行和贷款组合的信用状况来协定的。

(二) 合成证券化与传统证券化的结构差异

图1是一个最常见的完全融资合成证券化 (fully funded synthetic securitization) 的结 这种证券化中, 如传统的证券化流程一样, 特别目的机构发行证券并对其付息还本。但是完 成证券化与传统证券化的不同之处体现在以下两点:

1. 发行证券所得收入的用途不同。传统的证券化发行证券的所得是SPV用来购买资产池的; 而 化发行证券的所得却是SPV用来购买无风险证券的。这里的无风险证券可以是国债或者定期 假定这种无风险证券的收益率接近零, 那么当需要归还ABS的本金之时, SPV只需要出售相应 种高流动性无风险证券即可。

2. ABS的利息本金来源不同。在传统的证券化流程中, ABS的利息和本金的支付来源于资产池 利息和本金的支付; 而在合成证券化中, ABS的本息支付来源却是风险互换权利金和无风险 和利息。在无风险证券利息很低的情况下, ABS的利息基本上来源于权利金, 而本金偿还来 风险证券获得的收入。因此: 无风险证券本息+权利金=资产池贷款利息+本金, 合成证券 成”一词就体现在用无风险证券加上信用风险互换“合成”了传统证券化中的资产池, 两者 风险和收益从理论上都是一样的。

(三) 完全融资合成证券化与部分融资合成证券化

所谓完全融资合成证券化, 指的是在贷款违约事件发生之前, 信用风险买方已经收到了一 旦违约时候应得的损失赔偿。在上述的例子中, 发起人银行实际上通过SPV发行的ABS预先收到 生的赔偿损失, 贷款发生违约产生的损失都将从支付给ABS持有人的本金和利息中扣除, 因 融资合成证券化。

在部分融资合成证券化中 (图2), 只有一部分的可能产生的损失赔偿通过发行ABS的方式得 资”, 而剩下的那部分则是通过向另外一个具有良好资信金融机构 (一般是OECD银行) 购 换协议来获得。之所以称之为部分融资, 是因为单纯的购买信用互换协议而没有发行相应 的话, 一旦发生贷款违约, 有可能产生信用保护卖方拒绝按协议付款的风险。当然由于信用保 是OECD银行, 这种可能性是非常小的。在部分信用融资合成证券化中, 信用互换如同债券一 按照其索偿优先级分层的。当参考资产组合的贷款发生违约损失的时候, 其损失由最次级 的卖方承担, 一般说来第一损失首先转嫁给最次级ABS证券或者商业票据的所有人, 当最次级A 失殆尽时再将损失依次转移到其上级证券。

商业银行采取部分融资证券化的原因是完全融资的成本是高昂的, 在银行认为参考资产组合 发生一个小部分的损失的前提下, 只需要对于这一小部分进行融资的合成证券化, 而剩余部 失的概率非常小, 只需要于一个资信状况良好的银行签订信用互换协议就可以了, 这种信用衍生产品 的交易一般通过OTC市场进行, 无需发行证券, 可以节约大量的ABS证券发行成本。

二、合成证券化在我国的应用分析

我国的证券化尚在初步发展阶段, 采用的主要是信托机构发行ABS的方式, 资产池以房地产抵押贷款和 企业贷款为主。合成证券化如果能在我国实施, 其主要的优点和障碍如下。

(一) 优点

合成证券化如能在我国实行, 具有以下两大优点:

1. 信息披露: 传统资产证券化中很可能产生发起人银行和借款企业间的一个难以调和的矛盾: 那就是 发行ABS所必需的信息披露要求, 商业银行对于贷款客户的信息都负有严格的保密义务, 但是一旦将 这些贷款证券化, 就必须满足该国证券监管机构的相应信息披露要求。而这往往是许多借款企业所不 愿意发生的。为了避免这一矛盾, 许多企业和银行在签订贷款合同时可能会附加证券化保密条款以 备可能产生的证券化信息披露要求。然而, 这些条款往往在严格的证券法信息披露条款前显得没有 效力, 因此导致的后果只能是银行放弃对于一些企业贷款的证券化。

中国人民银行2005年6月13日颁布了第14号公告《资产支持证券信息披露规则》, 其中规定了必须公 布的重大事项, 特别要注意的几条信息披露要求如下: “发生或预期将发生受托机构不能按时兑付资产 支持证券本息等影响投资者利益的事项”; “资产支持证券的信用评级发生变化”; “资产池提前还 款、拖欠、违约、处置、处置回收及损失等情况”; “本期的资产池本金细项分列 (含正常还本金 额、本金提前结清金额、部分提前还本金额、处置回收本金金额及回购贷款本金金额等) 和利息 (含 税费支出) 细项分列的说明。”

可以看到, 《规则》虽然没有直接要求披露资产池借款企业财务状况和经营情况, 但是对于资产池发

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment boutique discover

生的违约事件和信用状况变更事件却有着比较严格的信息披露要求。如果企业的财务状况恶化，就有可能导致其信用等级发生变化，或者拖欠和债务重组等状况，这些情况在传统的商业银行融资方式中，都是通过银行内部的风险管理部门与企业之间协议解决，不会对外公布，也不会影响到企业的声誉，但是在一般的资产证券化中，这些情况却成为必须披露的信息。另外次级ABS证券的投资者往往都是富有经验的机构投资者，这部分投资者对于风险十分敏感，会要求银行提供信息披露要求以外的企业其他详细信息，银行为了将高风险的次级债券销售出去，往往会提供一些资产池中资信状况值得怀疑的企业信息，甚至可能根据投资者要求将某些企业的贷款从资产池中划离。以上这些情况的发生都可能影响到银企之间的关系。

在合成资产证券化中，这一问题却可以得到有效地避免，由于银行并没有将贷款转售给SPV，发行的ABS的本息的支付也不是来自企业的还贷现金流而是来自无风险证券和风险互换权力金，因此企业的资信状况和违约事件也就没有必要公布。新的巴塞尔协议对于传统证券化信息披露要求有着严格的界定，分为定性与定量两部分内容，但是对于合成证券化的信息披露却只是一笔带过。从我国的相关法规来说，由于合成证券化在我国尚未存在，因此也没有相应的约束法规，但是可以肯定的是合成证券化的信息披露要求肯定是要低于传统证券化产品的。这能够有效的解决目前银行界对于证券化的顾虑。

2. 发行成本：如前文所述，合成化证券相比传统证券化产品的一大优点就在于由于其结构的特殊性，采取了信用互换协议来进行风险的转移，这就是使得部分融资证券化成为了可能，目前欧洲银行进行的证券化业务主要采取的形式也是部分融资证券化，这种方式对于大规模的证券化项目尤其具有意义。一般来说根据一个项目的分层结构，大约顶层的70%-85%的证券都是属于超高级（Super Senior），这一层的债券对应的资产池企业信用良好，更重要的是有着其下层的次级债券或者权益证券为其进行超额抵押，所以其信用风险非常低（几乎都是AAA或者Aaa信用等级）。这一部分的证券其实并非银行想要转让的，但是在传统的证券化结构中，这部分证券的发行又是不可避免的，导致了高额的发行费用。然而在部分融资证券化中，可以采用经济的OTC市场来进行信用风险互换，节省了不少融资成本。

（二）障碍

在我国实行合成证券化最大的问题就是信用衍生产品的缺乏，因为诸如信用互换之类的信用衍生产品是合成证券化实行的前提条件。从长远来看，在我国商业银行受到资本充足率不足困扰的背景之下，信用衍生产品的出现可以为银行提供一个有效的缓解监管资本要求的压力的工具，根据新巴塞尔协议的内容，经过了信用互换的资产其风险加权系数要低得多，甚至接近于零。我国信用衍生产品开发的主要障碍有两个，一是定价，二是法规。虽然银监会主席刘明康表示要鼓励信用衍生产品的开发，但是要解决这两个问题还是需要一定的时间的摸索。另外合成证券化相比与传统证券化虽然有着诸多的优点，但是也有其不利之处，我国商业银行实行资产证券化业务的一个主要目的就是减轻资本金的压力，但是由于在合成证券化结构中，贷款资产并没有完全转让给SPV，所以从缓解监管资本压力的角度来说，可能没有传统证券化那样的彻底，当然这要取决于相适应的商业银行会计处理准则，合成证券化是否算是转移出了资产负债表将会是一个有待解决的争议问题。

参考文献：

【1】 Anthony R.G. Nolan Sweet Basel II: The Regulatory Capital Treatment of Securitization and Credit Derivatives Activities of Banking Institutions working paper Jan 2006

【2】 Jan Pieter Krahen and Christian Wilde Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking 武汉大学学报（哲学社会科学版） 2004 7

【3】 中国人民银行 资产支持证券信息披露规则 2005 6

【4】 黄勇 ABS信息披露对传统证券制度的突破 [J] 武汉大学学报（哲学社会科学版） 2004 7
（作者单位：上海工程技术大学）

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融

XML RSS 2.0

POWERED BY
54NB

EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格：经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦