



什么是资产证券化？

Andreas Jobst

2007年开始的次贷危机，使资产证券化这一已有10年之久的概念拥有了一个不好的名声。资产证券化是指将某种形式的资产进行汇集并重新打包成带息证券。资产的本金和利率被转化为购买者的证券。

资产证券化自20世纪70年代开始，当时家庭抵押贷款得到美国政府的支持。自20世纪80年代开始，其他收益生产资产开始证券化，最近几年，资产证券化市场已有相当大的增长。在一些市场，例如美国风险较大的次级抵押贷款支持的证券市场，基础资产的质量难以预料的恶化削弱了投资者的信心。随后而来的信贷危机的规模和持续时间似乎表明，资本证券化以及较差的信用来源、不完善的评估方法以及制度监管的缺失，极大地破坏了金融稳定性。

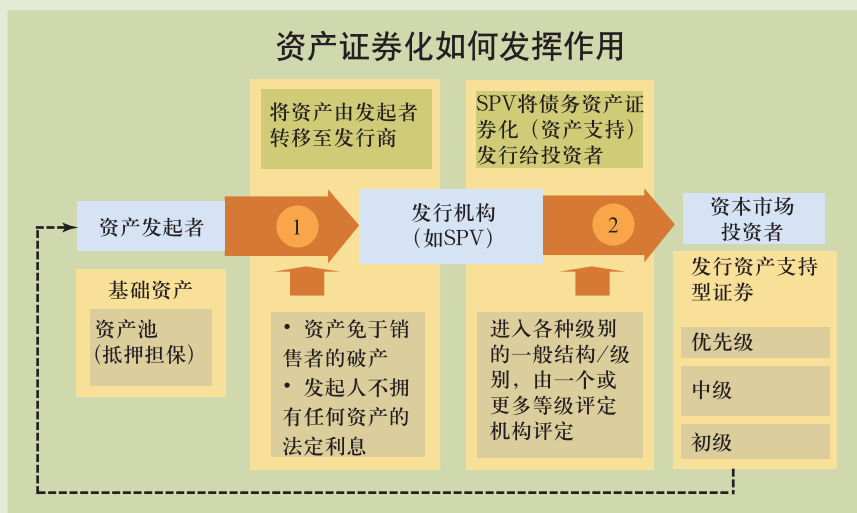
越来越多的金融机构利用资产证券化，将其资产负债表中资产的信贷风险转移至其他金融机构，例如银行、保险公司和对冲基金。他们这样做有许多原因。通过资产证券化积累资金通常成本较低，而且由于金融监管机构对证券化资产的标准不同，银行持有证券化资产要比持有支撑证券化的资产本身更为便宜。原则上，这种独创而分散的途径同样带来了广泛的经济利益——将信贷风险加以扩散，从而分散集中的风险，减少系统的脆弱性。

在次贷危机开始显现之前，资产证券化的影响在很大程度上似乎是积极和良性的。但是当常规信贷产品收益较低、默认汇率低于历史经验，以及大量可获得的对冲工具鼓励投资者承担更多风险以获得更高的收益时，资本证券化同样被一些人指责破坏了发起人确保审慎贷款的最低标准、风险管理和投资的积极性。可能为了鼓励发起人减少对借款者的审查和监管，许多贷款并没有保留在那些将其证券化的资

产负债表中，从而可能导致贷款和担保标准的降低。

资产证券化过程

就最基本的形式而言，该过程包括两步：第一步，一家拥有贷款或其他带来收益的资产的公司即发起人，确认希望从资产负债表中转移的资产，并将这些资产打包成所谓“资产池”。然后将“资产池”出售给发行者，例如“特殊目的公司”（SPV）。SPV这一实体通常由金融机构设立，专门用于收购资产并出于法律和核算目的，实现资产负债表外的处理。第二步，发行者通过发行销售给资本市场投资者的可交易的固定利率证券为所获得的“资产池”融资。投资者从托管账户接受固定或浮动利率付款，托管账户资金由“资产池”的现金流产生。在大多数情况下，发起人以证券方式提供贷款服务、从原始借款者募集款项，并将这些贷款和借款以较低的服务费直接提供给特殊目的公司或托管人。实质上，资产证券化是一种基于将信贷风险（可能包括利率风险和汇率风险）从发行者转移给投资者的可选择和不同来源的融资。



在最近的定义中，“资产池”被分为几部分称为“级”，每一级拥有与其相关的不同程度的风险并单独销售。投资回报（本金和利息款项）和损失将根据其优先程度在不同级别之间分配。例如，风险最低的级别可首先要求基础资产所产生的收入，风险最高级别的则最后要求其收入。常规的证券化结构采取三层的安全设计——初级、中间级和优先级。这一结构将预期的证券风险集中在初级或者第一损失点。初级通常是最少的部分，但也是承受信贷风险最多和回报最高的部分。优先级资产的预期损失较少，这是因为投资者通常通过借款为其购买证券融资，并且对基础资产的质量变化非常敏感。这一敏感性正是导致去年次级抵押信贷市场出现问题的最初来源。当还款问题在风险最高的级别显现出来时，信心缺乏在优先级持有者之间扩散，导致投资者的恐慌并追逐更安全的资产，造成证券化债务的大量抛售。

资产证券化最初只是用于为简单、可迅速变现资产（例如抵押）融资。但任何具有稳定现金流动的资产在原则上都可以被组合成“资产池”，以支持证券化债务。证券化不仅可以由抵押支持，而且还可以由公司和主权贷款、消费者信用贷款、项目融资、租赁/贸易应收账款和个人借款协议支持。对这些工具的通用名是资产支撑证券化（ABS），得到抵押贷款（住房或商业贷款）支持的证券化交易被称为抵押贷款支撑证券化。一个变化的形式是抵押债务证券，该证券采用了与ABS同样的结构技术，但包括更广泛和更分散的资产。

资产证券化的吸引力

资产证券化开始是用于为金融机构和公司找到新的融资渠道——或者通过将资产从其资产负债表中分离，或将这些资产作为担保来借款，从而以相对公平的市场利率为发起人重新融资。当银行调低了规定的最低市场需求时，这种方式降低了借贷成本。

例如，假设一家租赁公司需要增加现金。按照标准程序，该公司需要取得贷款或售出债券。这家公司能够这样做的能力和成本将取决于其整体的金融状况和信用等级。如果这家公司能够找到买家，那么它就能够直接出售一些租赁物，有效地将未来收入流转化为现金。问题在于实际没有任何次级市场适合个人租赁业务。但通过这些租赁物汇集，公司能够通过向发行者出售整体租赁物而募集现金，随即将租赁物转化为可交易证券。

而且，这些资产游离于“发起人”的资产负债表（以及信用等级）之外，使发起人能够增加经费购买

更便宜的资产，而不是仅仅依赖发起人的资产负债表。例如，一家整体为B级的公司通过预定AAA级资产，就能够通过将这些资产证券化，增加AAA级而不是B级的经费。与传统债务不同，资产证券化并不会导致一家公司的债务膨胀，相反，它可能会为未来投资创造资金而不会导致资产负债表的增长。

投资者通过资产证券化不仅仅能够获得更大范围的可投资资产。资产证券化交易的灵活性同样有助于发行者将“级别”的风险收益调整到适合投资者承受的风险。例如，除政府能够提供的国债融资外，养老金和其他集体投资项目需要不同的高等级长期固定收入投资。如果将证券化的债务进行交易，投资者就能够迅速使其个人风险适合信用敏感型资产，以应对个人风险敏感、市场感受、低交易成本的消费偏好。

有时发起人并没有将证券完全卖给发行者（称为真实出售资产证券化），而是仅仅将与资产有关的信用风险出售，而不转让权利证书（合成型资产证券化）。合成型证券化有助于发行者利用可获得资产（通常为流动性资产）的价格和投资者愿意支付的价格（如果在更大范围资产内进行多元化经营）之间的价差。

资产证券化的增长

过去10年，资产证券化的前景已有极大的改观。资产证券化不再与具有特定名称的传统资产相联系，例如抵押贷款、银行贷款或消费者贷款（称为自偿资产）。经过改进的建模和风险量化以及更多可获得的数据鼓励发行者考虑更大范围的资产类型，包括家庭财产贷款、租赁应收账款、小型商务贷款等。尽管大部分发行集中在成熟市场，但资产证券化在新兴市场已有极大增长。在新兴市场，大型、高等级的公司实体和银行已使用证券化，将未来现金流从硬通货出口代收或汇款转化为现金。

在将来，资产证券化产品可能变得更加简化。经过多年实质上没有资本储备而是依靠高等级资产证券化债务的过账，发行者将很快面临规章制度的改变，将需要更高的资本支出和更全面的评估。振兴资产证券化交易和恢复投资者信心，可能同样需要发行者保持对每一不同优先级证券化资产业绩的兴趣，而不仅仅是初级证券化资产。

Andreas Jobst, IMF货币与资本市场部经济学家。