

高 蓓

gaobeibaby@163.com

张 明

zhangmingcass@vip.126.com

邹晓梅

zouxm8948@163.com

美、欧、日资产证券化比较：历程、产品、模式及监管[△]

Comparative Analysis of Securitization in US, Europe and Japan: Progress, Product, Operation and Regulation

摘要：2008年美国次贷危机的爆发引发了人们对资产证券化的反思。在全球资产证券化发展进程中，中国起步较晚，但随着金融改革的不断深入，预计未来十年内中国资产证券化将在规模与类型上取得突破性进展。本文对美、欧、日资产证券化的发展历程、主要产品、运作模式和监管情况进行了比较分析，并在此基础上对中国未来的资产证券化路径提出了建议。本文的主要结论包括：第一，美、欧、日资产证券化的发展不尽起源于危机，但都是为了解决金融市场的流动性不足；第二，美、欧、日除了都有MBS、ABS和CDO等产品外，还各自出现了具有本国特色的产品；第三，美、欧、日资产证券化运作模式的差异较大，美国为“表外证券化”模式，欧洲为“表内证券化”模式，日本则为“特殊目标机构”和“信托银行”两种模式并存；第四，美、欧、日资产证券化的监管模式也完全不同，美国采取伞形监管模式，英国采取双峰监管模式，日本则采取统一监管模式。

关键词：资产证券化 发展 主要产品 运作模式 监管模式

[△] 对欧洲的研究主要以英国为代表。

Abstract: The subprime crisis of US in 2008 has sparked the reflection to asset securitization. In the development course of global asset securitization, China started relatively late, but with the deepening of financial reform, the asset securitization of China will make breakthroughs in size and type in future ten years. The paper compares the asset securitization progresses, products, operations and regulations of US, Europe and Japan, and on the basis proposes the China's future path of asset securitization. The main conclusions are as follows: The first, the developments of securitization don't derive from crisis completely, but the main purposes are all to resolve the liquidity shortage of financial market. The second, despite MBS, ABS and CDO, there are also products with its characteristics in US, Europe and Japan. The third, the operation patterns of asset securitization have large differences, US is off-balance sheet model, Europe is on-balance sheet model, and Japan coexist special purpose vehicle model and trust bank model. The forth, the regulatory patterns of asset securitization are different completely, US takes umbrella regulatory model, UK takes bimodal regulatory model, and Japan takes unified regulatory model.

Key words: Asset Securitization; development; main product; operation pattern; regulatory pattern

引言

2008 年美国次贷危机爆发后，人们开始对发展已经 40 年之久的资产证券化进行反思，认为导致美国次贷危机爆发的导火索是以次级抵押贷款为基础资产的证券化产品发展过度。资产证券化（securitization）是指将流动性较差的贷款或其他债权性资产通过特殊目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV）进行一系列组合、打包，使得该组资产能够在可预见的未来产生相对稳定的现金流，并在此基础上通过信用增级提高其信用质量或评级，最终将该组资产的预期现金流收益权转化为可以在金融市场上交易的债券的技术和过程（姜建清，2004）。资产证券化改变了传统金融机构的经营模式，在帮助金融机构改善流动性、提高资产负债管理能力、扩大利润的同时，也埋下

了金融危机的种子。此外，证券化通过将信贷市场、货币市场和资本市场三个相对独立的金融市场联系起来，从而强化了金融市场的系统性风险。

在全球资产证券化的发展过程中，中国的资产证券化起步较晚，且在 2008 年美国次贷危机爆发后便归于沉寂。2012 年，被搁置三年的资产证券化重启。可以预见，随着中国金融改革的进一步深入，尤其是随着利率市场化的推进，中国商业银行经营模式和企业融资方式都将随之发生深刻变化，未来十年内，资产证券化有望在规模与类型上取得突破性进展。因此，通过对资产证券化国际经验的比较，探索中国资产证券化的发展道路，具有重要的现实意义。

本文将对比美、欧、日三者资产证券化的发展历程、主要产品、运作模式和监管情况进行比较分析，并在此基础上对中国未来的资产证券化路径提出建议。本文剩余部分的结构安排如下：第一部分比较美、欧、日资产证券化的起源与危机之间的关系，以及快速发展所需要的必备条件；第二部分比较美、欧、日资产证券化的主要产品；第三部分比较美、欧、日资产证券化的运作模式；第四部分比较美、欧、日对资产证券化市场的监管情况；第五部分讨论中国资产证券化的发展道路。

一、起源与发展：不尽相同

（一）美国资产证券化的起源与发展

作为资产证券化的发源地，同时也是全球资产证券化规模最大的国家，美国资产证券化发展的每一个阶段都与危机密不可分，可以说，三次大危机贯穿了美国资产证券化的发展历史。

首先，1930 年代大萧条后，房价下跌和失业率剧增使得银行陷入了危机，为化解危机并促进房地产市场发展，联邦政府为放贷机构提供资金和保险支持，巩固完善了住房抵押贷款的一级市场。

其次，在运行 30 年后，美国住房抵押贷款市场受到战后婴儿潮成年的冲击，对住房抵押贷款的需求激增，资金来源非常紧张，与此同时，高通货膨胀和利率市场化压缩了银行的盈利空间。为解决上述问题，在联邦政府的引导下，资产证券化市场逐渐形成。

再次，虽然资产证券化产生初期是为了解决银行流动性不足问题，但 1970 年代末 1980 年代初爆发的储贷危机使得资产证券化的功能开始转向资产负债管理和规避对资本充足率的监管要求。为应对危机冲击并改善银行资产负债结构，MBS 开始大

行其道。储贷危机之后，美国联邦政府开始对金融机构的自有资本比率设限，而银行为了满足资本充足率要求，开始将资产证券化的基础资产从住房抵押贷款扩展至其他金融资产，ABS 于是应运而生。

第四，进入 1990 年代之后，在金融创新的推动下，资产证券化开始转为以套利为主要目的，这完全背离了资产证券化创立的初衷，CDO 开始得到快速发展。

在 2008 年之前接近 40 年的时间里，美国资产证券化市场的发展基本平稳，没有受到重大挫折。但自美国次贷危机爆发以来，整个市场规模出现大幅萎缩。

简言之，美国资产证券化的发展是顺应经济金融发展的需求自发产生的，政府的监管和立法也是顺应市场要求，对资产证券化实践进行规范和推动，从而促成了美国资产证券化市场的快速发展。

（二）欧洲资产证券化的起源与发展

20 世纪 80 年代，资产证券化由美国传入欧洲。最初的形式是欧洲投资者购买美国发行的资产证券化产品。1987 年，全英住房贷款公司（NHLC）发行了英国历史上第一笔 RMBS（居民住房抵押贷款支持债券），这标志着欧洲资产证券化的开端。目前欧洲已成为除美国之外的第二大资产证券化市场，而英国则是欧洲最大的资产证券化市场。

1970 年代末，英国住房抵押贷款市场被建筑协会（Building Society，BS）垄断的格局由于银行的进入而发生了显著变化，银行在住房抵押贷款市场所占份额快速增长，银行的介入使得英国住房抵押贷款市场竞争空前激烈，但与此同时，住房抵押贷款市场的膨胀也导致金融市场资金紧缺，由此催生了资产证券化。

受 1990 年代初期英国经济不景气影响，住房抵押贷款市场趋于萎缩，MBS 市场也因此陷入了衰退。1996 年以来，伴随着经济复苏，英国的 MBS 市场才重新开始快速发展。但受欧债危机冲击，欧洲资产证券化市场的规模比 2009 年峰值时的 10000 亿萎缩了接近 80%。^①

简言之，在欧洲资产证券化的实践中，市场化机制是发展的关键，即资产证券化的进展源于私人部门追求住房抵押贷款一级市场的盈利机会，政府在其中扮演的角色仅仅是从管理角度对资产证券化市场的发展予以规范。

（三）日本资产证券化的起源与发展

相比于美国和欧洲，亚洲资产证券化的整体发展较晚。虽然在 1990 年代初期已

^① 数据来源于 SIFMA。

经出现资产证券化产品，但受管制较多、市场需求较小等因素影响，亚洲的资产证券化发展速度较慢。真正的快速发展是在 1997 年亚洲金融危机爆发之后。同美国和欧洲一样，资产证券化兴起的主要目的是为了解决危机后金融市场的资金短缺问题。

作为亚洲最大的资产证券化市场，日本政府在 1998 年出台了《特殊目的公司法》。在可供证券化的资产种类增加后，日本的资产证券化开始蓬勃发展。2000 年 5 月通过的《资产流动化法》进一步放松了对证券市场的管制，导致产品创新源源不断、市场规模迅速扩大。

日本资产证券化的发展次序不同于欧美市场，前者首先从 ABS 开始，之后是以公司债券和贷款为基础资产的 CDO。尽管 MBS 的出现最晚，但在 2002 年之后已经成为日本资产证券化市场上的最主要产品。

日本 MBS 市场发展主要借鉴了美国经验。二战后，日本政府成立了住房贷款公司（GHLC），为购房者提供长期低利率抵押贷款，以支持本国房地产市场的发展。较低的利率水平导致对房地产抵押贷款的需求增加，GHLC 逐渐成为日本最大的抵押贷款提供者。2001 年小泉内阁施行财政改革，使得 GHLC 的职能由原先的一级市场放贷转向二级市场证券化。2007 年 GHLC 改组为日本住房金融代理公司（Japan Housing Finance Agency, JHF），主要从事抵押贷款证券化，即购买私人金融部门发行的抵押贷款，将其打包后发行 MBS，或者为私人金融部门发行的 MBS 提供担保服务。

简言之，日本资产证券化市场的建立是政府金融改革的产物。2008 年以来，受全球金融危机影响，日本资产证券化市场的规模出现了大幅萎缩。

（四）小结

通过比较分析美国、英国和日本三国资产证券化的起源和发展，从中可以得到如下结论：

第一，三国资产证券化兴起的主要动因都是为了解决金融市场的流动性紧张问题，其中美国和英国的流动性紧张源自住房抵押贷款激增，而日本的流动性紧张则源自泡沫危机后商业银行的资产状况恶化。

第二，三国资产证券化的发展历程与金融危机的相互关系各不相同。在美国资产证券化的发展历程中，金融危机始终贯穿其中；英国的资产证券化发展历程中没有遭遇重大危机；而日本的资产证券化则是由危机爆发直接推动的。

第三，美国的资产证券化最初由政府主导，但随后逐渐转变为由市场主导的商业

化发展模式；英国资产证券化的发展主要源于市场力量的推动，即私人部门对利润的追求；日本资产证券化的发展主要由政府主导，即当政府意识到资产证券化的必要性，并对相应法律进行修改后，日本的资产证券化业务才得以快速发展。

第四，资产证券化的可持续发展需要健全的金融法律制度的保护，而市场需求旺盛才是资产证券化得以快速发展的主要原因。

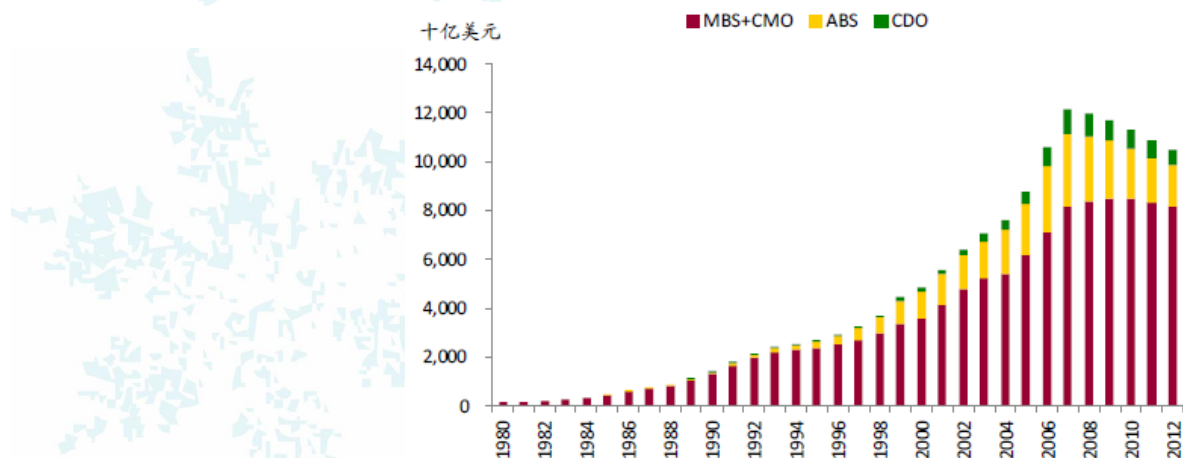
第五，资产证券化的产生初衷是为了解决金融危机造成的流动性紧张，具有重要的正面意义。但当资产证券化的发展脱离其初衷而进入以套利为目的的阶段时，其过度发展可能造成金融风险的累积甚至金融危机的爆发。

二、发展现状与主要产品：各有千秋

（一）美国资产证券化的发展现状与主要产品

美国资产证券化市场发展时间较久，其深度和广度也非其他国家的市场所能比拟。在次贷危机爆发前的近 40 年时间里，美国资产证券化的市场规模一直呈扩张态势，并且在不同的历史阶段形成了不同的主流产品。目前美国的主要资产证券化产品包括三大类，即 MBS、ABS 和 CDO。图 1 显示了 1980 年至今美国市场上上述三种主要证券化产品的规模演变。

图 1 美国资产证券化产品构成



资料来源：SIFMA。

抵押贷款支持证券（MBS）是以住房抵押贷款作为基础资产，并以其产生的未来现金流为支撑的证券化产品。MBS 是美国发展最早和规模最大的资产证券化产品，而储贷危机是美国 MBS 市场快速发展的动因。

资产支持证券（ABS）是指以某种资产作为基础资产，以其产生的未来现金流为支撑的证券化产品。ABS 有广义和狭义之分，广义 ABS 的基础资产包括住房抵押贷款、应收账款、消费贷款、设备租赁贷款和信用卡等，狭义的 ABS 即为除去 MBS 与 CDO 之外的资产证券化产品，其中汽车贷款、信用卡应收款和学生贷款是三种最重要的 ABS 标的资产。1985 年美国 ABS 的发行规模仅为 12 亿美元，2005 年达到 7000 亿美元的峰值，2008 年金融危机后，美国 ABS 的发行规模大幅萎缩至 2000 亿美元以下。

担保债务权证（CDO）以诸如 MBS、ABS 等产品形成的信贷资产池作为基础资产，以其产生的现金流为支撑的证券化产品。虽然 CDO 在本质上也属于 ABS 的一种，但其发行目的却与 MBS 和 ABS 完全不同，主要是用于套利需求和资产负债表管理。CDO 从 1990 年代开始发行，至 2008 年金融危机前达到鼎盛时期，其中美国市场占比高达 80%，但危机后这一市场出现了快速萎缩。

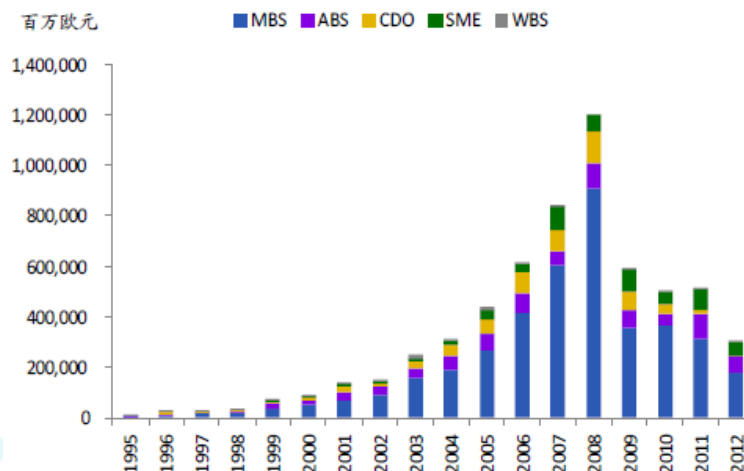
此外，资产支持商业票据（ABCP）也属于资产证券化产品的范畴，这是指发起人以各种应收账款、分期付款等资产为抵押发行的一种商业票据。ABCP 有着不同于其他证券化产品的特征，例如期限较短且循环发行、抵押资产构成灵活等。2008 年次贷危机爆发前，美国 ABCP 市场的规模快速增长，从 2004 年 6 月的 6324 亿美元扩大至 2007 年 6 月的 1.2 万亿美元，但之后大幅下降，截至 2013 年 9 月，ABCP 规模为 2556 亿美元，萎缩了将近 80%。^②

（二）欧洲资产证券化的发展现状与主要产品

欧洲的资产证券化实践在借鉴了美国经验的基础上，但又有其自身特色。欧洲的主要资产证券化产品除了 MBS、ABS 和 CDO 外，还包括整体业务证券化（WBS）和中小企业证券化（SME）。图 2 显示了 1995 年至今欧洲市场上上述五种主要证券化产品的规模演变。

^② 数据来源于 SIFMA。

图 2 欧洲资产证券化产品构成



资料来源：SIFMA。

WBS 在 1986 年由野村国际发明，是指以某项业务产生的未来现金流为支撑的证券化。能够产生持续的现金流是整体业务证券化能够成功的关键所在。与一般证券化产品相比，WBS 的特点在于，一般证券化产品对资产实行破产隔离管理，且只有被隔离资产所产生的现金流才可用于偿付证券化债务；而 WBS 是对正在运营的资产进行证券化，并将这些资产的运营收益用以偿付债务，而没有实现破产隔离。因此，WBS 产品具有公司债券的性质。但与传统公司债券相比，WBS 的期限结构较长，一般在 20-30 年左右。此外，由于适当的信用增级和严格的业务运作管理体系，WBS 的信用评级要比基础公司的信用水平高出 1 至 4 级，因此 WBS 的融资成本较低。2000 年之后，WBS 由欧洲陆续传入美国、日本及其他亚太国家，成为资产证券化技术回流美国的典型案例。

SME 是指以中小企业的贷款为基础资产，以其产生的现金流为支撑的证券化产品。与一般贷款相比，中小企业贷款存在金额小、频率高等特点，因此中小企业资产证券化交易中存在转贷机构，以实现规模效应（图 3）。针对普遍的中小企业融资难问题，欧洲利用资产证券化来对其提供融资支持。欧洲的 SME 自产生以来，其发行规模持续走高，即使在欧债危机中也未受显著负面影响。2012 年，欧洲 SME 的发行量高达 570 亿欧元，资产证券化已经逐渐成为欧洲中小企业的主要融资方式之一。^③

^③ 数据来源于 SIFMA。

构选择不同地区、不同类型的房地产项目进行组合投资，在有效降低风险的同时，通过将出租不动产所产生的收入以派息的方式分配给受益凭证持有者，从而使得投资人获取长期稳定的投资收益。^④与一般证券化产品的不同点是，REIT 需要先募集资金，然后投资于特定的不动产。REIT 市场的快速发展，与日本政府 2000 年修改《投资信托法》，将投资信托范围扩大至不动产密切相关。2001 年 9 月日本 REIT 市场的规模仅为 2600 亿日元，到 2005 年 8 月已达到 2.5 万亿日元，在短短 4 年间增长了 9.6 倍。^⑤

（四）小结

通过对美国、欧洲、日本三国主要资产证券化产品的分析比较，可以得出如下结论：

其一，MBS、ABS 和 CDO 在各国均是主要的资产证券化产品。

其二，由于资产证券化的发展背景和历程不同，造成各国均出现了具有本国特色的资产证券化产品：美国的 ABCP 市场规模较大；欧洲由于资本市场没有美国发达，因此类似于债券发行的 WBS 业务发展较快，同时 SME 也获得较快发展；日本由于信托业整体发展水平较高，因此 REIT 市场在全球位列第一。

三、运作模式：大相径庭

所谓资产证券化运作模式，是指将基础资产证券化之后销售给投资者的具体方式。一般而言，证券化的主要参与者包括发起人、特殊目的载体（SPV）、专门服务机构、受托人、信用增级机构和信用评级机构等。由于各国法律制度不同，资产证券化的运作模式也存在显著差异。

（一）美国资产证券化的运作模式

美国的资产证券化架构相对简单，如图 5 所示。首先，由住房抵押贷款机构充当发起人(Originator)，以真实销售(True Sale)方式将其持有的抵押贷款债权合法转让给 SPV。SPV 是为证券化目的而成立的特别机构，它以受让的抵押贷款基础资产为支撑，经信用评级或增级后，在资本市场上发行抵押贷款支持证券以募集资金，并用募集来的资金购买发起人转让的抵押贷款债权；其次，在上述过程中，由信用增级机构参与其中，通过评估、担保或保险等形式对特设载体进行信用增级，此后再由信用评级机构给出最终信用评级；再次，由服务机构负责向原始债务人收款，然后将源自证券化

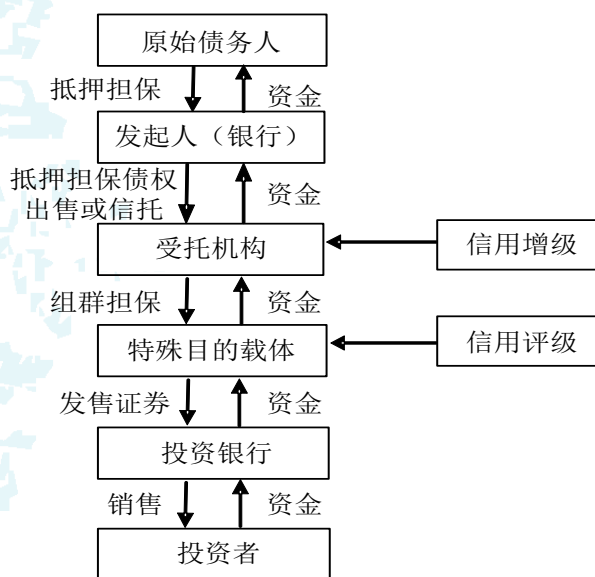
^④ 参阅维基百科。

^⑤ 数据来源于 JSDA。

抵押贷款债权所产生的现金流转交给 SPV 的受托管理人，再由该受托管理人向抵押贷款支持证券的投资者支付本息。

美国的资产证券化属于“发起-配售”模式，即通过证券化，把基础资产相关所有风险打包转移给证券化产品的投资者。银行的资产负债表上将不再出现上述资产，也无需占用银行资本金，从而实现了真正的“表外证券化”。这种发行模式通常选择浮动利率。投资者可能面临提前偿还风险。由于担保品在债券存续期内不变，其担保能力可能会减弱，因此投资者权益有受损风险。

图 5 美国典型资产证券化模式



(二) 欧洲资产证券化的运作模式

与美国的表外证券化不同，欧洲资产证券化运作模式的特征为表内证券化。银行等存款性金融机构以住房抵押贷款或对公共部门的贷款等高质量资产为担保，直接或间接发行债券。但相关资产仍然在银行资产负债表表内，因此银行需要为此保留一定的资本金。与此同时，投资者具有双重追索权，即当所购买债券出现问题时，投资者既可要求处置担保资产，也可向作为债券发起人的银行要求赔偿。因此，这类债券也可称为表内双担保债券(Covered Bond, CB)。CB 的利率通常是固定的，一般在本息到期后一次性偿还，而期限通常为 2 至 10 年。相关担保资产要接受公共或独立机构的监督，并需要进行动态调整以保证偿付能力。

传统 CB 的发行模式较为简单，即银行等金融机构以资产负债表上高质量的资产为担保，直接向投资者发行债券(图 6)，但在少数欧洲国家，由于相关法律法规尚未

健全，银行需要更多地以合约方式发行结构性 CB。虽然银行仍是债券的发行人，但必须将担保资产转到一个 SPV 代为管理(图 7)。

欧洲的资产证券化运作多以自有资产为基础发行抵押贷款证券，在没有政府信用担保的前提下，金融机构需要依赖信用增级来提高证券的信用等级。其中外部信用增级的办法包括寻求大金融机构或保险公司提供第三方担保、购买信用保险等；内部信用增级的办法包括将组合抵押贷款按照不同信用等级发行优先级、中间级和股权级证券。但无论采取何种信用增级方式，都将显著增加融资成本。因此，欧洲各国抵押贷款证券化的信用等级普遍比美国低，市场发展也因此而明显滞后。

图 6 欧洲传统表内双担保债券

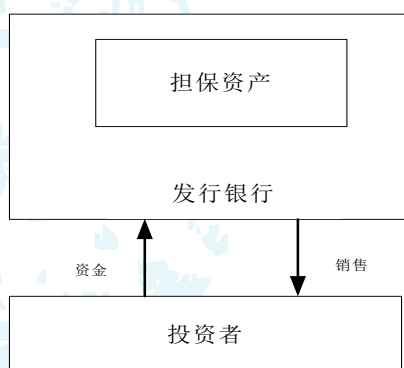
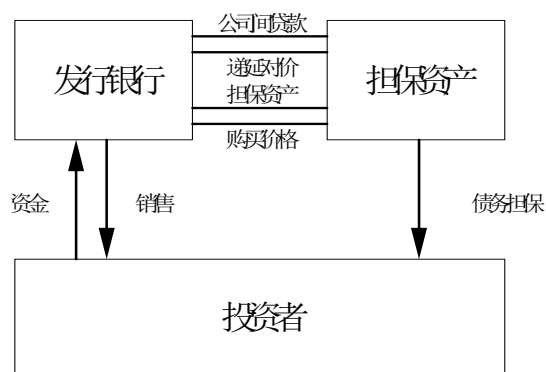


图 7 欧洲结构性表内双担保债券



资料来源：American Securitization Forum(2008)。

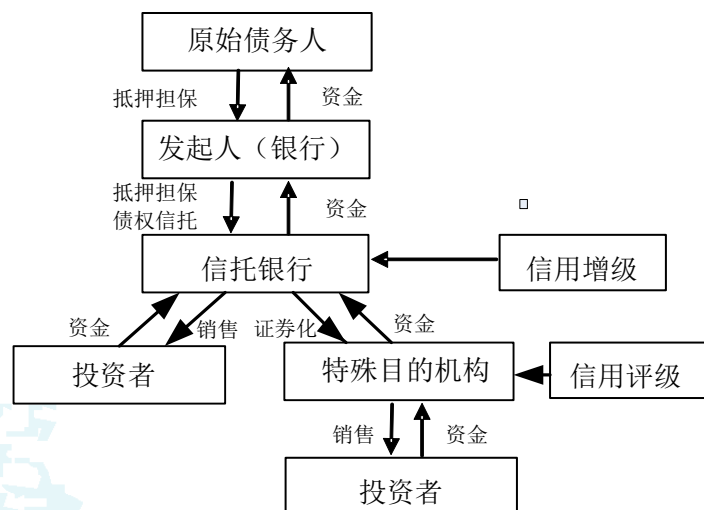
(三) 日本资产证券化的运作模式

日本资产证券化的运作模式主要是由 SPV 模式和信托银行模式共同实现的，具体选择哪种模式和投资人的不同需求有关。

在 SPV 模式下，发起人将债权卖给 SPV，SPV 再通过外部信用增级以提升债务信用等级后，最终将债权证券化并出售给投资者。此过程即为基本的资产证券化过程。

信托银行模式是日本特殊的资产证券化模式，在此模式中，SPV 仅扮演辅助角色，投资者所购买的最终产品也体现为信托凭证。如图 8 所示，发起人首先取得债权，再将债权转售给信托银行，信托银行经过信用增级后，分别发行优先信托凭证和次级信托凭证，以供一般投资者和发起人购买。如果投资者偏好债券，则可将所购信托凭证出售给 SPV，由 SPV 转换成债券后，再出售给投资者。值得一提的是，日本资产证券化产品的投资者多为同业机构。

图 8 日本信托银行模式



(四) 小结

通过对美国、欧洲和日本资产证券化发行模式的比较分析，可以得出如下结论：

美国的发行模式是最基本的资产证券化运作模式，也即表外证券化模式；欧洲由于法律制度的不同，其发行模式为表内证券化模式，也即表内双担保模式。两者之间存在较大差异：第一，在欧洲模式下，债券发行的基础资产仍然在银行资产负债表内，风险仍由银行承担，且银行需要为此保留资本金。但在美国模式下，债券发行的基础资产不在银行资产负债表内，因此银行不承担风险，无需保留资本金，后者实现了真实销售和破产隔离；第二，在欧洲模式下，投资者对债券有追索权，既可要求处置担保资产，也可向发起人求偿。在美国模式下，投资者权益完全由基础资产来提供保障；第三，在欧洲模式下，担保资产需进行动态调整以充分保证偿付能力。在美国模式下，担保资产在资产存续期内不会变动；第四，在欧洲模式下，债券利率为固定利率，本息到期一次偿还。在美国模式下，债券利率为浮动利率，在债券到期前随时可能偿还；第五，表内融资模式的目的主要是解决银行的流动性问题，而表外融资模式则重在改善银行的监管指标，比如资本充足率。

日本的资产证券化模式除了类似美国的 SPV 模式外，还存在信托银行模式，后者是日本特有的证券化模式。

四、监管模式：各有侧重

在资产证券化发展初期，监管机构认为只要实施了资产证券化，就能够将相关资

产转移至资产负债表外，从而通过减少风险加权资产来提高资本充足率。对资产证券化可能产生的风险，没有给予充分重视，更谈不上提出监管要求。巴塞尔委员会 1988 年的《资本协议》基本没有涉及证券化业务，直到 1992 年 9 月，巴塞尔委员会发布了一份指导性文件《资产转移与资产证券化》，第一次系统性地提出了资产证券化的监管问题，在其指导下，美国、英国等资产证券化业务比较发达的国家，开始对资产证券化实施监管的探索与实践，陆续制定了关于资产证券化的监管规定，并在后来为其他许多国家和地区的银行监管当局所借鉴。从监管实践来看，英美法系国家一般都没有对资产证券化进行专门立法，而大陆法系国家通常会针对资产证券化制定专门立法。但无论英美法系国家还是大陆法系国家，其监管机构都针对资产证券化业务制定了相应的监管法规。^⑥

（一）美国资产证券化的监管模式

美国虽然没有关于资产证券化的专门立法，但《证券法》(1933 年)、《证券交易法》(1934 年)、《投资公司法》(1940 年)和《蓝天法》等几部主要法律，事实上构成了资产证券化业务的监管框架。与此同时，美国没有针对资产证券化的专门监管机构，而是由已有机构对其进行监管。这些机构形成一个以美联储为中心、各专业监管机构为辅的伞形监管模式。这种多头监管模式虽然具有监管专业化和分工细致等特点，但在金融业逐渐走向混业的时代却容易出现监管缺位和监管无效等问题。

受次贷危机影响，近年来全球范围内均开始加强对资产证券化业务的监管。2009 年，巴塞尔委员会的《新资本协议框架完善建议》要求全面提高对资产证券化产品风险的认识。2010 年，美国的《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)规定了发起机构风险自留模式、加强了对评级机构等市场中介的监管、引入中央对手方清算机制、要求更加透明的信息披露。美国次贷危机之后，资产证券化市场的一大变化就是产品结构更加简单透明、一些复杂的证券化和再证券化产品逐渐退出市场。

（二）欧洲资产证券化的监管模式^⑦

英国也没有专门针对资产证券化制定法律，但证券法和其他法律文件为资产证券化的发展留下足够空间。英国在 2000 年对金融监管体制进行全面改革，成立了金融服务监管局 (FSA)，作为唯一的金融监管机构，实行对银行、证券和保险机构的全

^⑥ 资产证券化监管法规不同于资产证券化立法，两者具有不同的法律地位、目标和功能。资产证券化立法是开展资产证券化业务的基本法律规范，通常规定资产证券化的交易结构、交易流程以及各交易主体的权利、义务等法律关系；资产证券化监管法规是在资产证券化立法所确定的法律框架之下，由银行监管机构制定的资产证券化业务监管规定。

^⑦ 欧洲各国资产证券化监管模式各不相同，因此本文主要以英国为例。

面监管。至此，英国完成由传统自律型分业监管模式向统一监管模式的转变。金融监管制度变化的原因，在于金融从分业经营转变为混业经营，因此需要监管制度进行相应变化以避免监管真空或监管重叠。

2007 年全球金融危机对一向以稳健著称的英国金融体系带来了沉重打击。英国金融监管当局开始重新审视消费者保护和审慎监管问题。英国政府在金融危机后进行了系统的金融监管改革，进一步强化对金融消费者的保护，包括将 FSA 的金融监管职能分拆为金融政策委员会、审慎监管局和金融行为局三个机构，其中设立金融政策委员会与审慎监管局是为了强化宏观审慎监管，增设金融行为局是为了加强消费者保护与金融机构行为监管。换句话说，本轮金融危机后英国政府转为实行“双峰监管”（Twin Peaks）模式，即将宏观审慎监管与金融行为监管分离开来。

（三）日本资产证券化的监管模式

日本作为大陆法系国家，针对资产证券化制定了整套专门立法。日本资产证券化的法律规范始于 1992 年的《特债法》，其后逐步形成了目前的法律规范体系。其中，1998 年的《特殊目的公司法》以及之后的《资产流动化法》是日本构建资产证券化法律规范体系的重要基石。1998 年，金融监管厅（简称旧 FSA）的成立标志着日本的金融监管体制开始走向相对独立的阶段。2000 年，金融监管厅和大藏省的金融规划局合并成立金融厅（简称新 FSA）。日本由以往的纵向行业监管转变为以保护投资者为目的的横向金融监管，实现了对金融行业的统一监管。这种监管模式最大限度地平衡和协调了金融创新与金融监管的关系，例如场外交易的各类金融衍生产品也必须受到金融厅的全面监管。此外，日本银行和存款保险机构虽不是法定监管机构，但也负有稳定金融体系的职责。具体来说，日本银行负责监测和评估金融机构的流动性风险，存款保险机构承担保护性监管的角色。三者既独立行使职责，又相互合作、彼此协调。

2008 年次贷危机爆发后，日本金融机构由于较少涉及“有毒资产”，因此没有遭受太大的直接损失。而危机之后，不同于欧美等国加强金融监管的趋势，日本金融改革延续了自由化和综合经营的方向，希望通过增强金融市场竞争力和改进金融监管，使得日本金融监管体系变得更加高效、透明和一致。其中针对资产证券化的监管改革包括加强对金融机构证券化资产的信息披露、确保资产证券化的基础资产真实、逐步将信用评级机构纳入监管范围等。

（四）小结

通过对美国、英国和日本三者监管模式的比较分析，可以得出如下结论：

第一，受英美法系影响的国家一般都没有对资产证券化进行专门立法，而大陆法系国家通常会针对资产证券化制定了整套专门立法。但无论英美法系国家还是大陆法系国家，其监管机构都针对资产证券化业务制定了相应的监管法规。

第二，美国没有专门的资产证券化监管机构，而是由已有相关机构对其监管。这些机构形成一个以美联储为中心、各专业监管机构为辅的伞形监管模式；英国在金融危机前实行以金融服务监管局为中心的统一监管模式，之后改革为审慎监管与金融行为监管相分离的双峰监管模式；日本则实行以金融厅为主导的横向统一监管模式。

第三，美国次贷危机爆发后，全球范围内均加强了对资产证券化业务的监管，造成资产证券化产品的结构变得更加简单透明，部分复杂的证券化和再证券化产品逐渐退出市场。然而与欧美等国在危机后显著加强了金融监管不同，日本的金融监管改革延续了自由化和综合经营的方向。

五、中国资产证券化的道路选择

中国的资产证券化实践起步较晚，且受美国次贷危机影响而曾经一度停止。直到2012年5月，央行才决定重启资产证券化。2013年8月，国务院总理李克强召开国务院常务会议，决定进一步扩大信贷资产证券化试点。据相关媒体报道，中国的信贷资产证券化额度可能从当前的500亿元扩大至3000亿元人民币，市场广度和深度都有进一步提高的空间。因此，深入总结美、欧、日资产证券化的成功经验，对于推进资产证券化业务在中国的持续快速发展意义重大。

首先，从美、欧、日资产证券化的起源和发展来看，在发展初期都是为了解决金融市场的流动性紧张问题，而这也是当前中国金融市场面临的一大难题。一方面是金融机构对流动性的旺盛需求，另一方面是国内相关投资渠道的不足。推进资产证券化，能够帮助金融机构将流动性较差的信贷资产剥离出资产负债表，增加资产的流动性，扩大信贷供给能力，同时也能够为投资者提供多样化投资工具、为投资银行和保险公司等非银行金融机构提供新的收入增长点。因此，中国政府决定在当前大力推动资产证券化的时机选择非常恰当。此外，由于同受东方文化影响，中国资产证券化的发展路径可能类似于日本的政府主导模式。目前来看，配套法规和业务监管都处于试点探索阶段，“试点”与“立法”正在平行推进。

其次，从美、欧、日资产证券化的发展现状和主要产品来看，MBS、ABS和CDO均为主要产品。中国目前的主流资产证券化产品包括信贷资产证券化、券商专项资产

证券化和资产支持票据三种。总体来说规模较小，且基本属于 ABS 范畴。未来随着中国住房市场价格拐点的来临，MBS 有望获得快速发展，并成为中国资产证券化市场上的主要产品。此外，REIT 也可能成为中国资产证券化过程中的主要产品之一。而由于中国存在严重的中小企业融资难问题，因此在欧洲流行的 SME 也可能成为中国资产证券化的另一发展方向。

再次，从美、欧、日资产证券化的运作模式来看，美国采取表外证券化模式，欧洲采取表内证券化模式，日本是特殊目标机构和信托银行模式并存。迄今为止，中国资产证券化运作模式与美国大致相同，均采用表外业务模式，但在受托机构的选择上，受《公司法》和会计税收制度限制，只能采取特殊目的信托（SPT）形式。从未来发展出发，为降低金融机构道德风险，中国也可考虑平行发展欧洲的表内证券化模式。

第四，从美、欧、日资产证券化的监管模式来看，欧美国家没有针对资产证券化的专门立法，而日本对资产证券化制定了专门立法；美国采取伞形监管模式，英国采取双峰监管模式，日本采取统一监管模式。对中国资产证券化的监管来说，由于属于大陆法系国家，而且其原有法律存在很大不完善，因此在资产证券化快速发展之前需要制定专门的法律法规。对于监管模式的选择，短期来看，由于现有三种资产证券化产品分属央行、银监会、证监会和交易商协会等不同部门。因此，首先需要将资产证券化的监管工作划归为单一机构负责；而从长期来看，由于资产证券化明显具有混业的特点，因此在监管中需要协调好不同监管部门的职责，以避免监管重复或者监管缺位等问题。

参考文献：

- 黄志强，2012：“英国金融监管改革新架构及其启示”，《国际金融研究》，2012，5。
- 高海红、高蓓，2014：“银证合作：现状、风险和政策建议”，《国际经济评论》，2014，2。
- 巩勋洲、张明，2009：“透视 CDS：功能、市场与危机”，《国际经济评论》，2009，1。
- 姜建清，2004：《商业银行行资产证券化——从货币市场走向资本市场》，中国金融出版社，2004。

王爱俭、牛凯龙, 2010: “次贷危机与日本金融监管改革: 实践与启示”, 《国际金融研究》, 2010, 1。

王松奇、高广春、史文胜, 2008: “结构金融产品系列讲座(摘登)——整体业务证券化(一)”, 《银行家》, 2008, 6。

王松奇、高广春、史文胜, 2008: “结构金融产品系列讲座(摘登)——整体业务证券化(二)”, 《银行家》, 2008, 7。

宣昌能、王信, 2009: “金融创新与金融稳定: 欧美资产证券化模式的比较分析”, 《金融研究》, 2009, 5。

张明, 2008: “透视 CDO: 类型、构造、评级与市场”, 《国际金融研究》, 2008, 6。

张明、邹晓梅、高蓓, 2013: “中国资产证券化实践: 发展现状与前景展望”, 《上海金融》, 2013, 11。

Acharya, V., Schnabl, P., Suarez, G., 2013. “Securitization Without Risk Transfer”, *Journal of Financial Economics*, 2013, 107.

Anderson, R.G., Gascon, C.S., 2009. “The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2009, 6.

Basel Committee on Banking Supervision., 2012. “Revising the Basel Securitisation Framework”, *Bank of International Settlement working paper*, December 2012.

Cadwalader, Wickerham & Taft LLP (Cadwalader), 2008. “What are covered and why should you care?”, *Clients and Friends Memo*, 2008, 10.

Covitz, D., Liang, N., Suarez, G., 2009. “The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market”, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, working paper, 2009.

European Central Bank (ECB)., 2008. “Covered Bonds in the EU Financial System”, 2008, December.

FSA., 2009. “The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”, *Consultation Paper*, 2009.

Gorton, G., Metrick, A., 2010. “Regulating the Shadow Banking System”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2010.

Gorton, G., Metrick, A., 2012. “Securitization”, *NBER Working Paper*, 2012, No. 18611.

Gorton, G., Metrick, A., 2012b. “Securitized banking and the run on repo”, *Journal of Financial Economics*, 2012, 104.

Loutskina, E., Strahan, P., 2006. “Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations”, *Journal of Finance*, 2006, 2.

Masaaki Shirakawa., 2008. “Global Financial Crisis and Policy Responses by the Bank of Japan”, December 22, 2008. <http://www.boj.or.jp/en>.

Peltzman, S., 1965. “Entry into Commercial Banking”. *Journal of Law and Economics*, 1965, 8.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。