

资产证券化与不良资产处置——中国的实践与反思

洪艳蓉

（北京大学法学院副教授，兼《金融法苑》主编）

摘要：不良资产证券化作为我国高效处置不良资产的预设方式，直接套用信贷资产证券化制度进行试点。尽管项目由市场主导顺利发行，但大量试点额度剩余反映出如下问题：一是对证券化处置不良资产制度功能的认识误差；二是不良资产证券化有别于信贷资产证券化，需要更多配套制度和市场环境配合，现实存在操作误差；三是不良资产的形成深受宏观政策调控影响，证券化发挥高效处置不良资产功能需要国家信用大力支持的政策误差。应理性认识证券化处置不良资产功能的有限性，通过推出契合不良资产属性的配套规则和注入必要的国家信用，才能发挥其积极作用，形成市场优选的不良资产处置制度。

关键词：不良资产处置；资产证券化；试点评估；功能有限性；制度改进

问题：证券化是高效的不良资产处置制度吗？

伴随着我国经济结构转型和发展速度放缓经济新常态的到来，商业银行的贷款不良资产“双升”¹问题再次引起普遍关注。按照《贷款风险分类指引》第五条的规定，通常将“次级”“可疑”“损失”²三类贷款统称为“不良贷款”，银行应计提贷款损失准备，³以应对未来核销贷款之需。据银保监会统计，截止2018年第二季度，我国商业银行不良贷款余额共计19572亿元，不良贷款率1.86%，⁴在经历1999年、2004年、2005年几次剥离不良资产给四大国有金融资产管理公司（以下简称资产管理公司）⁵（唐岫立，2015）⁶之后，银行的不良贷款自2015年第二季度起又开始突破万亿且呈上升趋势，这种状况令人担忧。

银行主要依靠吸收公众存款发放贷款，高杠杆的经营方式具有内在的金融脆弱性，加之银行已成为现代社会的信用中心，保障银行的资产安全与稳健经营，成为维护金融稳定和促进经济增长的基础。不良贷款的存续意味着银行面临着借款人无法足额偿还贷款本息的信用风险，这虽是商业经营的正常现象，但如果规模和占比过大且长期呈上升趋势，势必会极大地侵蚀银行的利润和资本，降低抗风险能力，严重的还可能危及银行资产安全，触发银行危机乃至金融危机等一系列恶性后果。也因此，寻求能够高效处置商业银行不良资产的制度安排，是最重要的公共政策之一，这已成为2016年以来我国政府的工作重点。

不良资产，主要是不良贷款的证券化，是指将不良贷款通过“风险隔离”的结构设计转移给特定目的载体（以下简称SPV）作为基础资产，以之产生的现金流偿付SPV发行的资产支持证券（以下简称ABS）本息。这一以资产信用为融资基础的金融工具，被美国、日本、韩国等国用于批量处置不良资产，取得了满意的效果（庞明、谷涛，2007）⁷，我国以海外经验为鉴，预设证券化技术为高效的不良资产处置机制并迅速做出试点的政策安排。⁸从2016

年2月我国正式启动不良资产资产化试点至2018年1月底，银保监会共批准18家银行⁹作为试点单位，总发行额度1000亿元人民币（下同）；2年间共有12家银行累计发行了33单不良资产证券化产品，发行规模累计285.71亿元，处置不良资产总额1004.35亿元（参见文后附表1、2）¹⁰，不但市场热情不高，而且证券化所处置的不良资产数量相对于近两万亿的存量微乎其微，制度效果难如人意。

相比商业创新，不良资产证券化是监管者处置不良资产的制度创设，其成败关系制度资源的合理利用，更攸关金融风险的有效防范。面对试点呈现的巨大落差，未来是要暂停试点，还是要原样扩大，抑或予以完善后常态化，对这些问题的回答需要建立在审慎评估不良资产证券化试点制度绩效的基础上。从银行角度看，其处置不良资产需要满足时效性、经济性和合规性的要求；从投资者角度看，其购买金融产品需要符合安全性、流动性和收益性的标准。一项不良资产证券化制度安排唯有满足并协调银行和投资者的上述需求，并具有区别于其他不良资产处置方式的比较优势，才能获得成功。本文试图在分析证券化机理契合不良资产处置需求且成功运作所需条件的基础上，考察我国不良资产证券化两年来的试点实践，采用科学和合理的方法“回头看”制度绩效（汪全胜，2010）¹¹，分析制度预期与实践效果之间的反差原因并得出初步结论，以助力不良资产证券化未来的公共决策。

回顾：不良资产处置要求与我国不良资产证券化试点的特色

一、不良资产处置的特殊性与商业银行的需求

相比正常贷款，不良贷款的现金流产出具有显著的不稳定性，不仅借款人因出现信用风险存在还款与否、何时还款、还款多少的不确定性，而且担保品（如有）处置受制于外部环境何时回收、回收多少也存在不确定性。从银行的角度看，不良资产的信用风险已暴露且日益恶化，其现金流回收难以像正常贷款那样依赖于信用良好的借款人定期还本付息形成稳定的预期，被形象地称为具有“冰棍效应”又需要“根雕艺术”予以处置的一类特殊资产。

“冰棍效应”表明了不良资产的易耗性和处置的紧迫性。因借款人已暴露信用风险，其还本付息能力的大概率是加剧恶化而非变得更好。如为信用贷款，这种信用恶化将使风险最终成为损失；如为附担保贷款，尽管本息偿付多了一重保障，但有赖于担保人的信用状况或担保品的处置效果。实践表明过度担保和相互担保的普遍存在，很大程度上损害了担保人的清偿能力，而担保品处置的高难度、长周期和高折价率，乃至经济下行周期担保品价值可能的贬损，都大大降低不良资产的回收率。相比1999年、2005年之前两次不良资产的质量，这次的不良资产形成于2008年金融危机过后的经济膨胀期，许多贷款集中投放于产能过剩领域，处置时又面临经济增速放缓的外部环境，尽管不少贷款附有担保，但可能“资产不再随时间简单增值”（崔宇清，2016）¹²，同时实现资产处置收益的难度也将明显加大。

“根雕艺术”表明了不良资产处置的高难度和专业性要求。相比正常贷款依据标准化的贷

款合同从信用良好的借款人那儿定期回收本息的流程化管理，不良贷款的类别和发生信用问题的时间、领域等各不相同，借款人陷入困境的原因千差万别，担保品（如有）的价值波动及如何处置也是各有千秋，处置机构首先面临的是不良资产的信息不对称问题，随后是针对情况各异的不良资产如何采取有效处置手段最大程度回收资金的巨大挑战。基于不良资产的“冰棍效应”，处置机构在成本约束之下既要眼明手快，又要富有经验，并可调度拍卖、司法等多方资源，其专业水平很大程度上决定了不良资产的回收率，“不良资产的回收率并不是一个不可变量，它是催交拖欠款努力程度的函数”（毛可、管莉莉，2008）¹³。

与此同时，银行处置不良资产要受到时效性、经济性和合规性的约束。“时效性”因不良资产的“冰棍效应”自不待言，一旦拖延过久，不良资产的价值下降过大乃至最终无法处置，只能动用银行的损失准备金核销。“经济性”指银行处置不良资产需以适当的成本取得合理的收益，不能不计成本或过度折价资产求快出表，这既是银行作为自主经营、自负盈亏的市场主体效益性的内在要求，也是监管者为制约银行滥用核销权，防范国有资产流失和保护存款人的外部约束。“合规性”指银行处置不良资产应方法得当，只有真正处置信用风险，符合监管要求的才能取得出表的效果，而不能采取各种手段规避信用风险指标，进行监管套利。也因此，随着不良资产规模上升及处置要求趋严，银行直观地表现出大批量、低成本、高效率处置不良资产的需求，寻求有效的处置方式成为必然。

二、我国不良资产证券化的制度框架与主要特点

1. 我国不良资产证券化的试点框架与操作流程

目前不良资产证券化套用信贷资产证券化的制度框架，由银保监会和中国人民银行（简称央行）共同监管，主要适用 2005 年的《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》和 2012 年的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》等相关规定。总体而言，除了因处于试点阶段，其发起机构准入和产品发行需要监管部门审批外，不良资产证券化直接适用现行的信贷资产证券化法律框架，以高效而合法地落地实施试点；尽管专门规定了《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》这一信息披露内容，但并非特例，监管者针对个人住房贷款、棚户区改造项目贷款等其他类别基础资产的证券化也制定了相应的信息披露要求。自 2012 年重启资产证券化业务以来，伴随着监管者简政放权和产品操作走向成熟，我国资产证券化日益呈现市场自治特色，在不良资产证券化操作上也体现了这种市场化倾向，除上述必要的审批，产品的结构设计、发行交易、日常管理及清算等环节，都由市场参与方自主进行，其最终结果能够真实地反映市场对不良资产证券化的态度。

在我国，套用了信贷资产证券化模式的不良资产证券化，一般需要经历如下流程（胡喆、陈府申，2017）¹⁴：（1）银行作为发起人（原始权益人）挑选适格不良贷款组成基础资产池；

(2) 银行聘请律师等中介对不良贷款尽职调查, 聘请评估机构预估现金流, 作为资产出售的报价基础; (3) 银行聘请信托公司作为受托机构, 以基础资产作为信托财产设立 SPV, 利用“信托财产独立性”的法律规定¹⁵实现基础资产的“风险隔离”(risk remoteness), 并办理基础资产转移和资料交割事宜; (4) 受托机构重组基础资产池的风险与收益, 如有必要聘请第三方提供信用增级和/或流动性支持; (5) 受托机构聘请资产服务商(通常由发起人银行担任)管理并追偿不良贷款, 聘请保管机构保管基础资产现金流; (6) 由受托机构以基础资产为支撑, 在银行间债券市场发行 ABS 并聘请评级机构进行债项评级, 用所募集资金向银行支付资产转让对价; (7) 受托机构管理不良贷款资产池, 要求银行替换不合格资产(如有), 利用回收的现金流向投资者偿付 ABS 本息, 到期或符合条件时清算项目, 处置剩余资产权益。

2. 两年不良资产证券化试点的概况与特点

从试点银行和不良资产处置效益看。两年间共有 5 家国有银行、5 家股份制银行和 2 家城商行参与, 占 18 家试点银行的 2/3; 共发行 33 单不良资产证券化产品, 处置不良资产 1004.35 亿元, 累计发行规模 285.71 亿元, 远低于批准的 1000 亿元发行额度。扣除农业银行“农盈 2016 年第一期”单笔规模高达 107 亿元的产品, 实际上国有银行单笔处置不良资产规模最高 83.47 亿元, 最低 10.7 亿元, 发行规模最高 40.80 亿元, 最低 1.88 亿元, 回收率¹⁶最高 54.18%, 最低 8.80%; 股份制银行和城商行单笔处置不良资产规模最高 24.06 亿元, 最低 2.82 亿元, 发行规模最高 6.70 亿元, 最低 1.33 亿元, 回收率最高 47.25%, 最低 8.52%。

从基础资产类型和构成看。试点涉及对公贷款、个人抵押贷款和信用卡消费贷款¹⁷几种常见不良贷款类型, 发行次数最多的是信用卡消费贷款, 共计 13 单, 约占所处置不良资产的 32.98%。从不良资产的风险分类看, 信用卡消费贷款以损失类、可疑类为主, 其他两类资产以次级类、可疑类为主, 损失类占比少。对公贷款和个人抵押贷款大都附有高额担保, 担保覆盖率高达 80%以上。不良贷款逾期时间多在 1-2 年之内。上述因素有力保障了不良资产的回收率, 除了没有担保的信用卡消费贷款证券化的平均回收率只有 11.55%外, 其他资产类型的回收率都比较高, 个人抵押贷款更因主要担保品房屋的价值保障, 取得了高达 47.09%的平均回收率(见附表 2)。

从基础资产的风险隔离机制看。不良资产证券化套用信贷资产证券化操作模式, 同样将不良资产作为信托财产, 设立特定目的信托, 利用信托财产独立性原理使之隔离于银行、信托机构的破产风险, 以实现回收的不良资产现金流专用于偿付 ABS 本息。设立信托涉及不良贷款转移和变更抵押权(如有)登记和通知不良贷款借款人(债务人), 以使受托机构作为贷款债权受托人向借款人主张还本付息和行使担保权。但对公贷款和个人抵押贷款的债务人动辄几百至上万人, 信用卡消费贷款更有十几万债务人, 在法律未规定可批量办理抵押权变更及认可公告通知债务人的情况下, 逐一办理抵押权变更和债务人通知手续势必耗费大量时间

与金钱，并不经济，且银行如此操作可能损害与客户的关系，未必乐于施行。为此，不良资产证券化常采用信贷资产证券化中被称为“权利完善”的操作方式，¹⁸ 这种做法客观上虽然降低成本并提高了效率，但隐含着一定的法律风险，详见下文分析。

从资产服务商的选择和基础资产现金流回收机制看。原始权益人因全面了解基础资产，又具有比作为通道的 SPV 更专业的管理优势，通常被聘为资产服务商，在项目设立后继续提供日常资产管理和现金流回收等服务。试点中的原始权益人银行大都受聘担任资产服务商，担负催收不良贷款、处置担保品、归集现金流并按约定划付给 SPV 的职责；为鼓励银行积极催收贷款，试点项目大多设置了超额回收激励机制，允许银行在收取基本资产服务费之后分享一定比例的超额回收不良贷款现金流。为避免资金混同风险，试点项目设立闭环的现金流回收机制，要求银行开立专门账户归集不良贷款现金流并按约定的时间和频率将账户资金划付给 SPV。由于暂未办理不良贷款抵押权变更登记，虽不影响 SPV 享有抵押权，但仍需借原始权益人银行之手向抵押人主张权利，以及由于未及时通知借款人，在债务人仍向银行还款的情况下可能诱发资金混同风险，存在被银行用于优先偿还自身债权或进行债务抵销等隐患，导致闭环的现金流回收机制可能无法从法律上真正保障 SPV 的权益。

从证券化的信用增级措施和流动性安排看。证券化虽以资产为信用，但为应对基础资产所生现金流的不稳定，匹配证券化产品的定期偿付要求，通常引入信用增级措施和/或流动性安排。试点项目采用优先级/次级产品结构这种常见的内部信用增级方式，以高比例¹⁹的次级 ABS 的劣后清偿为优先级 ABS 的优先偿付提供保障；用不良贷款提前封包产生的回收款（实质是贷款银行的折扣让利）²⁰和项目运营时从当期不良贷款回收款提取的一定比例资金存入流动性储备账户，作为不良资产池现金流回收不足的补充。此外，引入外部流动性支持机构来缓解不良资产现金流一时不足以偿付 ABS 本息的困难。这些举措虽缓解了不良资产证券化现金流的不平稳状况，但客观上会增加运作成本，甚至造成对它们的过度倚重，改变证券化的资产信用融资属性。

从证券化产品特征和投资者构成看。证券化产品通常采用分级结构，以分割和重组现金流满足不同投资者需求。试点项目尽管采用产品分级结构，但只有优先级、次级各一档产品，不同于信贷资产证券化的多档优先级产品设计；而为尽量减少不良资产现金流回收不稳定的冲击，产品的本息偿付多采用过手方式（pass through），取代证券化常用的转付方式（pay through）²¹；在产品期限上，优先级的多为 2-3 年，次级多在 5 年之内，且不少设置了清仓回购条款。如上所述，试点项目设置了高比例的次级 ABS 提升信用，除原始权益人银行按监管规则要求做 5%风险自留外，剩余部分需要对外销售。但不良资产证券化作为新生事物有待市场认同，获得 AAA 评级的优先级 ABS 较好销售，但次级 ABS 承载着吸收不良贷款回收损失的风险，其回报存在诸多不确定性，市场更多处于观望期。从试点实践看，它们主要由国有

或地方资产管理公司认购，未跳脱出传统金融体系和脱离原来的不良资产处置框架。

从证券化项目的运营状况看。试点期间项目运行良好，未出现违约事件，但已有一些触发事件：例如有项目的流动性支持机构的主体信用评级被下调，SPV 根据合同约定要求其将流动性支持款项划入信托账户，以为证券化提供保障；再如在项目设立日，SPV 发现原始权益人银行转让的部分资产不符合标准，触发不合格资产赎回条款，银行为此支付相应的赎回价款。值得注意的是，不良贷款的清收不稳定，加上试点项目大多进行提前封包，一些项目在设立时已回收过半资金，导致提早偿付 ABS 本息，结束运作。²² 尽管这终结了当事人各方责任，帮助投资者提前实现投资权益，但客观上投资者不得不面临早偿风险。

反思：我国不良资产证券化试点的效果分析与制度挑战

一、谁是最优选择：向资产管理公司批量转让或不良资产证券化

1. 向资产管理公司批量转让不良资产的优点和困境

传统上，银行除了通过内部保全部门自行清收不良资产外，主要向资产管理公司转让不良资产进行批量处置。²³ 采用这种方式，不但银行短期内可出表大量不良资产，释放资本金并回收现金开展新的业务，而且资产管理公司可充分利用经验和国家给予的诸多优惠和便利措施高效处置不良资产且并收益不菲，可谓双方共赢。但这种方式近年来却遭遇挑战，主要原因是：

其一，数量有限的资产管理公司因资本充足率监管约束和盈利目标考虑，无法足额吸纳银行的万亿不良资产并保持同步处置能力。根据《金融企业不良资产批量转让管理办法》等文件的规定，银行对外批量转让（3 户/项以上）不良资产，只能定向转让给取得金融许可证的全国性资产管理公司和地方资产管理公司，而《金融资产管理公司监管办法》、《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》等文件要求资产管理公司满足 12.5% 的资本充足率监管标准，目前两类资产管理公司的数量和注册资本规模有限²⁴，难以充分满足大规模收购银行不良资产的需求。尽管资产管理公司可通过对外转让不良资产的方式来释放资本金，但民间不良资产收购市场本身有待培育，转让操作也需要时间，赶不上不良资产增长的速度；如果采用重组方式处置不良资产，不仅会大量占用资产管理公司的人手和资金，短期内也难见效益，同样无法扩大其承接不良资产的规模，加之四大资产管理公司在 2007 年之后已向全面金融业务转型，不再专做不良资产处置，出于盈利考核未必有充分意愿首选收购不良资产。其二，监管政策要求不良资产只能向资产管理公司批量转让，造成人为的“买方市场”，后者在收购时可能存在垄断性压价并提出种种要求，银行为避免损失扩大和问责往往不愿让利和全盘接受，容易形成僵局，同时批量转让的一次性定价困难和得失考虑，也阻碍了双方顺畅交易。

2. 不良资产证券化的比较优势与挑战

相比向资产管理公司卖断不良资产，运用证券化技术也能发挥这种传统方式的部分功效：

证券化要求规模化操作，同样可批量处置不良资产；监管者鼓励不良资产证券化试点，不良资产风险隔离合规的可做出表处理，契合银行的处置目标。更重要的是，不良资产证券化可弥补资产管理公司收购能力不足、银行地位被动的缺陷，具有理论上的显著优势：

第一，证券化拓宽了银行处置不良资产的途径，其批量操作可缓解不良资产规模快速上升与银行有限处置能力之间的矛盾，打破资产管理公司单边收购的垄断性压价，更好地实现资产回收价值。特别是证券化允许处置传统方式中禁止批量转让的个人贷款，²⁵ 对于银行化解这类资产风险，发展壮大消费金融业务，拓展新利润来源具有突出意义。也因此，33 单试点中有 23 单是个人贷款证券化，占所处置不良资产规模的 64.27%，多家银行不乏多次尝试。

（参见表 1 和表 2）

第二，证券化引入资本市场资金，将不良资产信用风险通过 ABS 转移给具有相应风险偏好的投资者承担。这种面向广大投资者得以源源不断引入新资金的处置方式，可化解银行利用理财资金表外接盘不良资产，被诟病为“监管套利”的尴尬，也可突破资产管理公司受限于资本金规模难以同步大批量收购不良资产的瓶颈，为银行批量处置不良资产提供巨大空间。而且，以证券化处置不良资产有助于将信用风险转移出银行业，维护金融体系安全，监管者乐见其成。

第三，证券化模式下，银行兼任发起人、资产服务商、次级 ABS 持有人等多重角色，负责挑选基础资产、沟通协调资产评估、现金流预测、产品评级乃至销售等事宜，必要时还要回购不合格资产或配合实施清仓回购，证券化成功与否与银行的准备、配合和提供的（信用）支持等息息相关。从证券化交易中，银行不仅取得不良资产出售款，还可收取资产服务费（超额回收激励）、分享剩余资产权益（次级 ABS），还能掌握不良资产处置主导权，体现出证券化工具回应使用者的灵活性。

第四，证券化有着传统方式不能比拟的资产处置长信用链条，在其中专业而多元的市场主体各尽其责（Lamia Obay, 2000）²⁶，形成更开放和市场化的外部环境，客观上有助于促进贷款转让市场的发展和不良资产价值发现机制的形成，利于银行提高不良资产回收率；同时，证券化相对透明的操作也有助于银行避免采用传统方式“一卖了之”可能滋生的道德风险。

但这种看似完胜传统方式的理论推演经由试点检验，却反映出以证券化方式处置不良资产在中国语境下面临的挑战，申言之：

其一，不良资产处置的信息不对称问题仍未解决，面向资本市场的证券化对不良资产有更高的透明度和准确性要求，当银行运用证券化技术时，需要聘请中介机构投入更多时间和成本进行资产尽职调查，整体拉长了处置周期。从试点来看，不良对公贷款因债务人数在几十至几百人左右，多采用逐一尽调方式。但个人抵押贷款，尤其是信用卡消费贷款等个人贷款，笔数多且单笔数额小、地域分散，只能采用抽样调查替代全面摸排的方式。因我国尚未

经历一个完整的经济周期，银行对这类资产的损失率普遍缺乏充分的历史数据，而调查的抽样基数、方法等主要仰赖中介机构的主观判断和经验，欠缺令人信服的统一标准，加之受限于时间和成本，其有效性尚待检验。也因此，证券化技术未如预期的那样更有效地进行不良资产的风险甄别和价格发现，信息缺失和定价难题限制了银行对不良资产证券化的运用，也限制了市场对不良资产 ABS 的投资。

其二，证券化作为高端金融工具，“是用更高级的关于特定资产预期财务表现的知识，并辅以结构设计使融资更有效率”（Jason H.P. Kravitt, 1996）²⁷，需要操作者掌握基础资产的有效信息并在未来高效管理资产现金流偿付 ABS 本息。证券化看似通过风险隔离机制将不良资产与原始权益人银行一隔了之，实质上对银行有着高于一般债权转让人的要求：银行须按证券化标准从大量不良资产中挑出合格资产，交割账务与合同资料；配合中介做好尽调、核查、评估、评级等工作，随时准备调换不合格资产；后续如兼任资产服务商，还需安排人员做好债务催收、回收现金流管理与及时划付等事宜。这些工作既涉及银行内部分布各地的资产信息和管理统合，也涉及银行与各类中介的信息沟通和服务对接，证券化过程对银行而言不仅准备周期长、环节多、配合程度高，还需从零搭建证券化专用系统/数据库，组建联系/管理团队，以及支付各类中介服务费用，在证券化市场发展早期这些成本与投入可谓不菲，特别是对尝试首单或证券化资产规模不大的银行而言，极有可能“赔本赚吆喝”，证券化远非银行预期的低成本高效率的不良资产处置方式。

其三，国内不良资产证券化处于起步阶段，银行为确保项目成功发行通常较为审慎，可能因此增加操作成本和负担，削弱证券化效益。从实践情况看，试点银行要么挑选相对较好的不良资产入池，不少个人抵押贷款、对公贷款项目的次级类贷款占比高达七八成，很少纳入损失类贷款；要么尽量缩减资产规模，减少发行失败风险，例如浙商银行“臻金 2017 年第一期”的资产规模只有 2.81 亿元，发行规模 1.33 亿元。为提升不良资产证券化现金流的充足度和稳定性，还有上述的提前几个月进行资产封包、设置高比例次级 ABS 进行增信、配置流动性支持机构等。也因此，证券化技术看似“高大上”，但银行存在多方让利和费用支出，试点项目处置的不良资产规模一般不大，平均回收率 28.45%，实质与不良资产批量转让给资产管理公司的效果相差无几。

其四，银行在证券化操作中除了作为原始权益人，还可充任资产服务商、次级 ABS 投资人等多重角色，获取多元化收入。但实践表明，银行至多收取处置收入 1% 的资产管理基本服务费，如扣除前述几方面的投入和成本，恐难有“新收入”；而担当多重角色，特别是继续提供资产管理服务，看似让银行在转移不良资产之后仍掌握主导权，但如回归证券化目的，不难发现：银行本想出表不良资产之后更专注发展信贷业务，却因负责资产清收又被占用大量人力资本和资源，这种做法与银行自行清收不良资产无异，既非银行的强项还受缚于证券化

运作机制；银行充当资产管理服务人等多种角色，难免涉嫌资金混同和隐性担保，可能无法满足监管标准而被要求计提风险资本，落空出表目标。实践表明，市场对不良资产证券化产品的审慎，“最终导致银行发起的证券化产品主要购买主体仍以银行体系里其他银行的自营单位为主，银行间相互持有且大多选择持有到期，没有真正的市场”（代玉簪、郭红玉，2016）²⁸，无法发挥证券化技术的价格发现和风险分流功能，更因 ABS 流动性受限反过来制约一级发行市场发展，落空监管者寄望证券化将风险转移出银行系统的目标。

二、不良资产证券化套用信贷资产证券化模式的缺陷

不良资产证券化套用信贷资产证券化的操作模式，既是迅速落地试点政策，更是二者在证券化原理运用上有共通之处：其一，利用证券化汇集基础资产池的功能，借助大数定律和现金流重组技术整合债务人、行业、地域、期限、利率、信用等要素不一的债权资产，形成具有一定稳定性、可预期的资产现金流作为证券化的基础；其二，利用证券化的结构金融（structured finance）属性，综合运用信用增级、闲置资金再利用、优先/次级证券结构等方式，重组资产池的风险和收益，转换成证券销售给不同风险偏好的投资者，实现证券化的价格发现和风险分流功能；其三，利用证券化的专用分工和长信用链条，形成资产尽调、资产管理、信用增级、信用评级、证券承销等环节的专业服务和竞争合作，为需求者提供质优价廉的金融服务，增进效益。

尽管不良资产和信贷资产作为两类基础资产，在功能上都可被证券化帮助银行处置表内资产，更好地满足资本充足率监管要求，但不良资产的特殊性及更侧重出表处置风险而非融资的证券化目的，客观上决定了二者存在诸多差异，如银行为求操作落地而简单套用信贷资产证券化模式，难免影响最终的效果。

其一，对原始权益人的要求不同。不良资产需要原始权益人银行提供更全面、更细化和更长周期的资产历史数据，也需要后期银行更多的投入与配合。不良资产信用状况能否明晰，将直接决定资产转让价格和证券化整体运作的成败，远非信贷资产证券化可通过适当增加担保弥补基础资产信息的不足。

其二，基础资产现金流产生方式不同。不良资产回收更多地呈现不确定性和非规律性，当债务人暴露信用风险，现金流的产生将主要依赖清收机构的追偿成效和处置担保品的结果，可能一时潮涌也可能断流，投资者面临的早偿问题突出，不像信贷资产证券化主要依赖信用良好的债务人按期还本付息，现金流产生具有脉冲般的规律性。

其三，所需信用增级方式不同。不良资产因现金流回收不稳定，除进行优先/次级证券分档并设置高比例次级证券进行信用增级外，还需更多的信用支持熨平资金波动，采取提前封包不良资产和引入流动性支持机构成为常规，运作成本远高于现金流稳定并可预期的信贷资产证券化，后者通常只依靠资产产生的现金流就足以支撑，原始权益人银行应监管要求风险

自留的次级证券也往往只有 5%。

其四，信用评级方法不同。不同于正常信贷资产，不良资产是已违约的贷款，评级关注的是贷款的预期回收金额和回收时间分布，因信用恶化的原因不一加上信息不对称，“很难完全从定量的角度、通过模型来测算”这些要素，实践中需根据不良资产的类型（对公或零售业务），依据重要性和可代表性原则，进行抽样或逐笔尽职调查，分析交易结构风险并采用相应的现金流估值方法（徐承远，2016）²⁹，这种操作主要取决于评级机构的经验和投入，难有令外界信服的统一标准和结论。

其五，对资产服务商的要求不同。不同于正常信贷资产，资产服务商只需常规督导债权合同就能较好地履行职责，不良资产主要依靠清收回笼现金流，看重的不是资产服务商的程序化管理功能，而是清收不良资产的能力，要求其在接管不良资产后调度各方资源，结合经验制定合理策略多方出击，最大程度地实现清收。这种充满挑战的主动专业化管理，远非从事资金融通业务的银行所擅长，而恰恰是专业的清收机构才可能具备的。

其六，证券化产品分档及支付方式不同。信贷资产规律性的现金流回收，为 SPV 灵活切割资产风险和期限，嵌入转付结构，设计多层的优先级 ABS 和低比例的次级 ABS 提供了可能，而不良资产不稳定的现金流回收，导致 SPV 需重点保障现金流的回收数量与时点契合偿付 ABS 本息的需要，为此往往只设优先/次级两档证券，且不再对闲置资产现金流进行特别管理，直接过手给投资者；同时，不良资产证券化的次级 ABS 既要担负吸收优先级 ABS 信用风险的作用，还要起到吸收流动性风险损失和市场风险损失的作用（彭惠，2004）³⁰，其比例远超 5% 的信贷资产证券化常规，负担也更重。

其七，对投资者的要求不同。信贷资产证券化已是成熟操作，所发行的中短期高评级的 ABS 常能吸引各类投资者参与，而不良资产证券化因存在基础资产现金流回收不稳定和信息不对称等问题，除优先级 ABS 能引来一些机构投资者参与之外，次级 ABS 的销售很是考验投资者对项目的判断和风险承受能力；同时，如不良资产处置采取债务重组的方式，则需更长的时间，这无疑对资本市场是否可提供长期投资者提出了严峻挑战。

当下的不良资产证券化试点未跳出信贷资产证券化模式，操作上既面临信贷资产证券化的普遍障碍，³¹ 也未能结合二者的上述差异设计出更契合不良资产这一类型资产的构造。尽管不良资产通过证券化得以处置，但本质上可能更多地呈现为引入外部资金批量购买不良资产，以及主要依靠银行主体信用和较多的让利吸引投资者，而非充分利用证券化的价格发现和风险分流功能，更好地清收不良资产的价值和更有效地处置风险。在这一过程中，银行过多地陷入不良资产证券化操作承担义务和提供隐性支持，总体上恐难以助力银行出表处置不良资产而弱化其持续证券化的动力，而主要由银行体系内投资者持有次级 ABS 的状况，又可能落空监管机构对证券化的期待，无法有效防范金融系统性风险。

三、不良资产证券化成功的推动力量：市场自治与政府扶持

从海外经验来看，不良资产证券化的成功操作离不开成熟法律制度和国家信用的适当支持（Hui (Hannah) Cao, 2002³²；尹太顺、李鲜花，2011³³；Mee-Hyon Lee, 2002³⁴）。从国内处置银行不良资产的历史来看，也可发现国家力量介入的身影。资产管理公司几次处置政策性不良资产或改制银行的不良资产，都获得了商业性收购不良资产所没有的大量国家信用和政策优惠支持。³⁵ 不少优惠政策和举措沿用至今，成为四大资产管理公司处置不良资产的有力保障。

再看不良资产证券化试点，采取完全市场自治的模式，监管部门除批准试点额度和行使项目审批权外，未给予任何优惠或便利。虽然试点套用信贷资产证券化的操作模式，并在原始权益人银行投入大量资源和成本后顺利发行，但正如上述，这次不良资产的形成深受宏观政策变化影响，有着加快处置的迫切需求，完全市场化的试点未能取得预期效果，不仅证券化后的不良资产风险仍滞留于银行业体系内，ABS 市场需求不旺，而且作为原始权益人的银行本身意愿也不强烈，尤其是不良资产证券化需要设置高比例的次级证券提升信用，银监会对此要求银行按 12.5 倍计提风险加权资本³⁶，更限制了银行通过证券化释放风险资本金，提高资本充足率的愿景，进一步抑制了其发起和投资不良资产证券化的动力。为此，有必要在试点的后续推行上，探讨国家力量对采用证券化技术处置不良资产的适度支持问题。

改革：规则配套、市场自治与国家信用合力下的不良资产证券化

一、正确认识证券化处置不良资产的功效及其有限性

证券化技术虽与不良资产处置具有高度契合性，可助银行一次性大规模剥离不良资产，将它们转换成流通性良好的证券出售给投资者，及时取得现金对价美化银行的资产负债表，但证券化并非全能的“点金术”（Steven L. Schwarcz, 1994-1995）³⁷，在帮助监管部门和商业银行实现处置不良资产的目标上存在有限性，并因此限制了自身的普遍适用。

其一，证券化没有消灭不良资产的信用风险，只是通过证券载体增强了不良资产的流动性并将信用风险转移给资本市场上更有风险承受力的投资者，这一过程能否成功有待成熟投资者的参与。

其二，证券化提供的是事后处置不良资产的便利，无法反向约束并激励银行改进放贷模式，提高审慎经营水平，相反还可能因这种风险转移便利滋生银行的道德风险，松懈放贷标准。为此，监管部门在倡导运用证券化处置不良资产的同时，需要加强对银行的审慎经营监管。

其三，证券化作为复杂的金融工具，只有规模化的成熟操作才能降低证券化带来的较高操作成本，取得良好的经济效益，规模过小或浅尝辄止的证券化操作可能使银行不堪重负或得不偿失。也因此，需要银行认知证券化操作的成本递减规律，具有构建不良资产证券化处

置新机制的开放思维，才能破除保守心态，产生更多动力参与证券化业务。

其四，证券化作为高端金融工具，对银行充当不良资产证券化原始权益人有更高的要求。信息不对称仍是制约不良资产证券化成功的关键，一旦贷款银行缺乏统摄资产的历史资料和有效数据，没有配合证券化各方管理不良资产的能力和配套设施，那么即使未来监管部门放开证券化试点银行的准入限制，这种银行的内在缺陷可能一时无法通过更多成本投入得到改善或弥补，从而制约这类银行短时间内运用证券化处置不良资产的可能性。更进一步的，因这种缺陷与银行的业务经营和内控流程等紧密相关，如银行未能有效调整，难免陷入马太效应中，可能始终无缘于证券化。

其五，证券化是以资产信用为基础的金融工具，对基础资产的甄选有着严格要求。从海内外经验看，可证券化的资产至少应满足：（1）未来能产生可预期的现金流；（2）在资产种类、信用特征、期限等结构方面具有同质性；（3）来源多样，尤其是债务人主体多元和地域分布广泛，以利于分散风险（洪艳蓉，2004）³⁸。我国多元化的银行体系、不良资产状况的复杂性和目前的法制框架，可能影响挑选适合证券化的不良资产而制约其普遍适用，申言之：

第一，如果以基础资产甄选要求衡量，可能业务发展地域性强的城市商业银行、农村商业银行很难在不良资产规模和分散度上符合要求，从而限制不良资产率较高且有迫切处置需求的这两类银行无法利用证券化技术。

第二，可能的创新是监管部门允许某类机构从城商行和农商行中购买不良资产组成资产池进行证券化，但该模式与将不良资产剥离给资产管理公司，再由它们进行证券化操作无异，已非目前政策推广的贷款银行直接进行的不良资产证券化操作；同时汇集放贷标准不一、风险各异的城商行、农商行的不良资产，其整合资产信息和协调各家银行的成本可能远高于证券化收益，恐难以引发市场兴趣。

第三，即使全国性的国有控股银行和股份制银行要满足基础资产入池要求，也需要具备从千万亿不良资产中提取合格资产的有效机制才可能启动。一些银行在不良个人贷款证券化项目中混合了个人经营贷款、个人住房贷款或个人消费贷款多种贷款类型，混搭方式虽有助于利用异类资产的不同回收率进行信用互补，提升资产池整体信用和现金流回收稳定性，减少其他信用增级措施的投入，但需要异类资产具有趋同的放贷标准和处置方式并考虑适当的搭配比例才可能节约成本，取得成效。这一模式对银行而言仍属于没有定律和有待探索的领域。

第四，目前不良资产处置方式多元化，证券化技术面临同业竞争，可能只是处置某些类型不良资产的首选。长期以来，对公不良贷款一直批量卖断给资产管理公司处置，试点实践反馈证券化的回收率相比于这一方式并没有显著提升，其价值发行功能没有得到充分发挥（王隽、梅杰，2016）³⁹。在证券化操作更复杂且成本更高，而卖断给资产管理公司可一劳永逸的

情况下，对公不良贷款选择证券化处置存在不确定性。不良个人贷款受限于《金融企业不良资产批量转让管理办法》的规定不能向资产管理公司批量转让，貌似证券化的最佳对象？但如果这类贷款附有房地产等担保，在房地产看涨预期下，通常回收率不低而被银行保留为自行催收的资产，只有那些没有担保、金额小、债务人多而分散，且逾期之后信用迅速恶化的不良资产类型——主要是信用卡消费贷款和其他消费贷款类不良资产，才是最适宜的证券化对象。试点项目中，这类资产的单数最多（13 单），佐证了这一推论。

综上所述，尽管证券化能够帮助银行合规地批量剥离不良资产，减缓不良资产的“冰棍效应”，但考虑到实施证券化需具备的条件和经济利益得失，证券化技术可能只是部分银行处置部分不良资产的可选方式，不具备制度适用的普遍性。对证券化处置不良资产功效这种有限性的理论认识，是我们进行制度评价、政策调整和制度推广的前提与基础。

二、不良资产证券化成功操作需要专门的配套制度和市场环境支持

资产证券化诞生于 1970 年的美国资本市场，是一种高端金融工具，不良资产证券化在一般资产证券化常规化操作的基础上于 1991 年才开始运用，其成功有赖于配套的法律制度和成熟的市场环境。尽管不良资产证券化试点套用信贷资产证券化模式得以快速以市场化方式落地，但我国 2014 年才重启的信贷资产证券化还处于初步阶段，其自身面临的一些法律障碍尚待解决，从根本上难以为操作上存在显著差异的不良资产证券化提供更好的金融中介服务、投资者吸引和法律架构等方面的支持。也因此，试点阶段的不良资产证券化，是以贷款银行的更多角色承担、更多信用担保和更多费用投入等为代价的。这种捆绑银行前行的操作，即使银行大费周章后仍深陷不良资产处置泥潭，也使资本市场投资者难以分享不良资产处置盛宴，未能充分发挥证券化技术更好地挖掘不良资产价值的“根雕”功能，显然脱离了不良资产的属性和背离了银行、投资者的诉求。为此，将来有必要在信贷资产证券化的基础上做好如下工作：

从完善制度配套角度看，包括但不限于：其一，将银行向资产管理公司卖断不良资产的制度平等适用于银行向 SPV 信托不良资产的环节，例如允许采用公告方式通知债务人债权转移事项，允许抵押权人批量办理抵押权变更登记等。二者在将不良资产剥离银行进行处置上异曲同工，消除这种制度歧视有助于增强证券化操作的确定性并降低成本，也能打破资产管理公司收购资产的单方垄断，促进证券化与之同台竞争，更好地挖掘不良资产的价值。其二，明确不良资产证券化产品的证券定位，推动其进入资本市场交易，以提升流动性并引入更多成熟的机构投资者。根据规定，不良资产支持证券由受托机构发行，代表 SPV 的信托受益权份额，在全国银行间债券市场发行和交易，⁴⁰ 目前不良贷款证券化的次级 ABS 流动性欠佳且主要仍为资产管理公司和少数私募基金持有，如能到具有更好流动性和存在更多元成熟投资者的证券交易所交易，将有助于缓解困境，真正引入资本市场资金处置不良资产。其三，完

善不良资产证券化的信息采集和披露规则。信息不对称是阻碍证券化技术发挥功效的重要原因，尽管制定有《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，但大多是程序性和纲要性的内容，而不良资产作为泛概念包含着多种资产类型，对应资产陷入不良需要披露的情况存在明显差异，同时不良资产证券化更关注资产催收、担保品处置与资产服务商的专业能力问题，这些区别于信贷资产证券化的特色在该信息披露指引上体现得并不明显。因此，有必要在参考同类正常信贷资产信息披露内容的基础上，针对该类资产陷入不良时在尽职调查、现金流预测、交易结构设计、资产服务等方面呈现的差异性强化对应的信息披露内容。

从完善市场环境角度看。证券化的长信用链条体现了各参与主体的专业分工和高效合作，一旦某一环节运转不畅，将影响其处置不良资产的效益。除了上述的需要贷款银行具备启动证券化的良好条件⁴¹外，未来有必要促进如下市场环境的发展：其一，大量培育善于处置不良资产的机构并鼓励他们充任证券化的资产服务商。高效处置不良资产需要专业机构的“根雕”技术，目前主要由银行充任资产服务商，通过其内部催收团队或采用外包合作方式处置不良资产，不但严重影响银行的主业经营和占用大量人力、物力资源，而且未必能充分体现不良资产处置的专业和快捷，一些需要通过重组等方式处置的不良资产，更不宜由银行主导。因此有必要将这一决定不良资产证券化成败的重要功能从贷款银行那剥离出来，交给专业的市场服务机构，当然这一过程仍需要银行的辅助和配合。其二，推进评级机构评估不良资产的共识并形成行业认同的评级方法和标准，这一方面应与不良资产证券化的信息披露相结合，通过行业协会或监管部门的推动，建立某一类型不良资产尽职调查要求和估值要素选取标准，倡导公认的定价模型，以降低证券化成本并获取市场信任。其三，培育更多具有不同风险偏好的机构投资者，引导其投资不良资产证券化产品。不良资产证券化的次级 ABS 是典型的高风险、高收益产品，未来在逐步缓解不良资产证券化信息不对称的基础上，有必要引入具有更高风险偏好的机构投资者助力这类证券的投资，以增强市场流动性和解决不良资产风险仍滞留银行系统的问题。

三、证券化高效发挥处置不良资产功效需要国家信用的大力支持

不良资产证券化试点采用市场化操作模式，契合风险自负的市场规律，是制衡银行冒险经营的有效手段，但这轮不良资产的形成始于国内为应对 2008 年金融危机的信贷扩张期，加之我国正处于经济发展方式的转型阶段，许多不良资产的产生都与国家宏观调控和政策变动密切相关，只靠市场主导不良资产证券化，其处置速度赶不上不良资产规模的增长，恐累积更多的金融风险。这种客观状况为通过提供国家信用/优惠政策/便利措施等公共政策帮助银行加快处置不良资产，摆脱经营负累，更好地服务于经济发展提供了正当理由。也因此，央行在总结国内不良资产证券化业务存在的问题和不良资产证券化的国际经验后，提出“政府适当支持，是成功通过不良资产证券化处置不良资产的重要保障”（中国人民银行金融市场司，

2017) ⁴²。当然，为防范市场主体的道德风险，避免公共政策滥用，应在坚持市场化导向的基础上采用明确而公开的标准，可为之处包括但不限于：

其一，适当放宽银行核销不良资产的自主权，以便银行在无法充分提供不良资产信息的情况下以有吸引力的价格推进证券化交易的完成，加快处置进程。在市场化条件下，银行无法再按账面价值剥离不良资产，只能遵循国际惯例采用折价转让法，如银行因受限于严格的核销要求而在不良资产转让价格上过于锱铢必较，难免挫伤市场积极性和可能的获利空间，同时也不契合银行可通过持有次级 ABS 适当回收资产权益的证券化结构设计，无法体现证券化处置不良资产的制度优势。

其二，适当降低对银行持有次级 ABS 的风险资本计提比例，避免银行因证券化承受更重的资本计提要求，削弱其证券化动力和投资热情。与信贷资产证券化只要求 5% 的风险自留不同，试点项目往往设置 20% 以上的次级 ABS 来提升信用且多为银行系统内机构自持。如按照目前 12.5 倍的风险资本计提要求，银行很可能因操作证券化反而需要计提比未证券化多得多的资本，相比资产管理公司只需按 8 倍计提的要求⁴³更处于劣势。为此有必要向资产管理公司的标准看齐，或者不应超过银行未证券化前的水平，二者以高者为准，体现对银行的适当约束。

其三，给予购买不良资产支持证券的投资者以适当的税收优惠，以提升市场投资热情。不良资产证券化因现金流回收具有不稳定性，需要投资者具有更高的风险识别和承受能力，加之在市场发展初期其产品流动性不足，因而需要赋予产品更多的流动性风险补偿才能吸引投资者。为此可适当减免目前投资者购买和交易不良资产支持证券所需缴纳的企业所得税⁴⁴，以减轻发行人的操作成本，提升产品的吸引力，这也是国家助力某类市场发展的常用方法。

其四，适时由政府部分出资，吸引社会资本共同组建具有一定国家信用支持的不良资产处置基金或引导基金参与到不良资产证券化操作中，通过提供流动性支持、增信服务，直接投资优先级或次级证券等活跃市场，增强投资者信心并适度降低证券化操作成本，助力证券化处置不良资产进程。

附表 1：各家商业银行不良贷款证券化发行状况

（截至 2018 年 1 月）单位：万元

发起机构	项目名称	资产类型	未偿本息额	预测现金流	发行规模	回收率
工商银行 (7 单)	工元 2016 年第一期	对公贷款	452149.49	126556.64	107700	23.82%
	工元 2016 年第二期	信用卡消费贷款	312922.03	40788.45	35100	11.22%
	工元 2016 年第三期	个人抵押贷款	752985.92	503652.83	408000	54.18%
	工元 2017 年第一期	信用卡消费贷款	331413.64	44685.52	40600	12.25%
	工元 2017 年第二期	个人抵押贷款	834729.18	448855.49	360000	43.13%
	工元 2017 年第六期	信用卡消费贷款	508053.24	59238.70	51000	10.04%
	工元 2017 年第七期	个人抵押贷款	571829.29	446810.10	235000	41.10%
		总计	3764082.79	1670587.73	1237400	32.87%

中国银行 (4单)	中誉 2016 年第一期	对公贷款	125382.67	42492.19	30100	24.02%
	中誉 2016 年第二期	对公贷款	315395.01	88131.01	61540	19.51%
	中誉 2017 年第一期	信用卡消费贷款	213871.47	30484.64	18791	8.80%
	中誉 2017 年第二期	个人抵押贷款	107056.41	64978.49	53600	50.07%
		总计	761705.56	221798.03	164031	21.53%
建设银行 (5单)	建鑫 2016 年第一期	对公贷款	244533.30	85366.58	70200	28.71%
	建鑫 2016 年第二期	个人抵押贷款	299276.41	242241.95	156000	52.13%
	建鑫 2016 年第三期	信用卡消费贷款	281046.76	65200.41	47400	16.87%
	建鑫 2017 年第一期	个人抵押贷款	267080.15	242863.45	140000	52.42%
	建鑫 2017 年第二期	信用卡消费贷款	297184.89	72099.72	50000	16.82%
		总计	1389121.51	707772.11	463600	33.16%
农业银行 (2单)	农盈 2016 年第一期	对公贷款	1072668.27	437281.13	306400	28.56%
	农盈 2017 年第二期	信用卡消费贷款	213007.01	30941.98	19500	9.15%
		总计	1285675.28	468223.11	325900	25.35%
交通银行 (2单)	交诚 2016 年第一期	对公贷款	568889.75	192227.85	158000	27.77%
	交诚 2017 年第一期	对公贷款	137412.52	73233.64	57000	41.48%
		总计	706302.27	265461.49	215000	30.44%
招商银行 (7单)	和萃 2016 年第一期	信用卡消费贷款	209769.75	23994.59	23300	11.11%
	和萃 2016 年第二期	个人抵押贷款	115542.44	59304.66	47000	40.68%
	和萃 2016 年第三期	对公贷款	236245.75	78339.09	64300	27.22%
	和萃 2016 年第四期	个人抵押贷款	115396.58	55755.69	46000	39.86%
	和萃 2017 年第一期	信用卡消费贷款	169911.20	30421.87	23000	13.54%
	和萃 2017 年第二期	个人抵押贷款	50803.31	30997.49	21000	41.34%
	和萃 2017 年第三期	信用卡消费贷款	157938.98	113817.30	21000	13.30%
		总计	1055608.01	392630.69	245600	23.27%
民生银行	鸿富 2017 年第一期	信用卡消费贷款	240603.70	25657.75	20500	8.52%
兴业银行	兴瑞 2017 年第一期	信用卡消费贷款	161950.37	24357.34	15900	9.82%
华夏银行	龙兴 2017 年第一期	对公贷款	202244.95	90030.79	67000	33.13%
浦发银行	浦鑫 2017 年第一期	信用卡消费贷款	214708.52	23569.38	16400	7.64%
江苏银行	苏誉 2017 年第一期	对公贷款	233324.13	95817.32	72500	31.07%
浙商银行	臻金 2017 年第一期	个人抵押贷款	28150.52	22910.75	13300	47.25%
总计			10043477.61	4008816.49	2857131	28.45%

附表 2：各类不良贷款证券化发行单数与回收率（截至 2018 年 1 月）

单位：万元

基础资产	发行单数	未偿本息额	预测现金流	发行规模	回收率
对公贷款	10 单	3588245.84	1309476.24	994740	27.72%
个人抵押贷款	10 单	3142850.21	2114082.60	1479900	47.09%
信用卡消费贷款	13 单	3312381.56	585257.65	382491	11.55%

总计	33 单	10043477.61	4008816.49	2857131	28.45%
----	------	-------------	------------	---------	--------

原文发表于《证券市场导报》2018 年第 12 期，为作者主持的教育部人文社会科学研究规划基金项目“民办教育资产证券化的法律构造与风险管理”（批准号 17YJA820007）的阶段性研究成果。

注释

¹ 指银行不良贷款余额和不良贷款率（不良贷款占总贷款额的比重）同时上升。

² 次级类贷款指借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失；可疑类贷款指借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失；损失类贷款指在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

³ 根据《商业银行贷款损失准备管理办法》，损失准备指银行在成本中列支、用于抵御贷款风险的准备金，不包括在利润分配中计提的一般风险准备。银监会设置贷款拨备率（贷款损失准备与各项贷款余额之比）和拨备覆盖率（贷款损失准备与不良贷款余额之比）考核银行贷款损失准备的充足性。目前，贷款拨备率基准为 2.5%，拨备覆盖率基准为 150%，以较高者为监管标准。

⁴ 商业银行主要监管指标情况表（法人）（2018 年）[EB/OL]. [2018.08.13].

<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/3954F0B0DF6C47F2AB36C1085791F448.html>.

⁵ 包括东方、信达、华融、长城四大资产管理公司，规模约为 2.85 万亿元。

⁶ 参见唐岫立.挥不去的梦魇——商业银行之不良贷款[M].北京：中国金融出版社,2015:167-168.

⁷ 参见庞明、谷涛.不良资产证券化的国际比较与借鉴[J].经济问题,2007(7):35-37.

⁸ 2016 年 2 月 14 日，中国人民银行、发改委、银监会等八部委联合发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出“在审慎稳妥的前提下，选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点”。

⁹ 包括第一批的工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行；第二批的国家开发银行、中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、兴业银行、平安银行、浦发银行、浙商银行、北京银行、江苏银行和杭州银行。

¹⁰ 表格数据根据中国债券信息网（<http://www.chinabond.com.cn/>）公布的不良资产证券化产品发行文件资料，由北京大学法学院 2017 级法学硕士雷昀协助作者制作。文章有关数据如无具体说明，均来源于中国债券信息网资料。

¹¹ 参见汪全胜.法律绩效评估机制论[M].北京：北京大学出版社,2010:19.

¹² 参见崔宇清.培育不良资产处置的市场化环境[J].银行家,2016(8):12.

¹³ 参见毛可、管莉莉.信用增级——商业银行不良资产证券化的关键[J].会计之友,2008(6)(上旬刊):88.

¹⁴ 参见胡喆、陈府申.图解资产证券化：法律实务操作要点与难点[M].北京：法律出版社，2017:56-64.

¹⁵ 《信托法》第三章“信托财产”专门规定了信托财产与委托人未设立信托的财产相区别、与受托人的固有财产相区别等“信托财产独立”内容。

¹⁶ 回收率=发行规模÷未偿本息额。如扣除项目发行费用等，银行的实际回收率会更低。

¹⁷ 按贷款对象分为对公贷款和个人贷款，后者根据有无抵押分为个人抵押贷款和个人信用贷款。在证券化试点中，前者主要包括个人经营贷款、个人消费贷款和个人住房抵押贷款，后者主要指信用卡消费贷款。

¹⁸ 指证券化项目设立时暂不办理贷款抵押权变更登记和通知借款人手续，一旦日后触发约定条件再予以办理或通知。

¹⁹ 试点项目中，次级 ABS 比例最低 15.72%（例如“兴瑞 2017 年第一期”），最高 38.37%（例如“工元 2016 年第一期”），平均 24.02%，远高于《关于进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为的公告》要求的 5%。

²⁰ 例如首单不良资产证券化“中誉 2016 年第一期”的基础资产从 2015 年 9 月 30 日起开始封包，到 2016 年 5 月 27 日正式发行 ABS 并开始计息时，其资产池的回收款已有 15457.19 万元。参见《中誉 2016 年第一期不良资产支持证券发行说明书》。之后的不良资产证券化操作大多也进行了资产的提前封包。

²¹ 二者的区别在于 SPV 是否对资产现金流进行结构化重组，前者被动持有，到期支付给投资者；后者则分割重组现金流，使证券本息偿付机制发生变化，以满足对风险、收益、期限等具有不同偏好的投资者。

²² 例如“和萃 2016 年第一期”在 2016 年 5 月 26 日发行时已回收 0.89 亿元资金，占发行规模 2.21

亿元的 40%，该项目于同年 12 月 26 日进行清算，远早于法定到期日 2020 年 5 月 26 日。

²³ 例如，2016 年银行卖出不良资产包 5130 亿元，四大资产管理公司占据了其中 90% 的份额。参见东方资产管理公司, 2017: 中国金融不良资产市场调查报告[EB/OL]. [2017.07.19]. http://www.coamc.com.cn/dfkx/jtyw/201707/t20170726_54514.html.

²⁴ 截至 2017 年底，4 家全国性资产管理公司和 50 家地方资产管理公司的注册资本合计约为 3154 亿元。

²⁵ 《金融企业不良资产批量转让管理办法》第八条第（四）项规定，个人贷款（包括向个人发放的购房贷款、购车贷款、教育助学贷款、信用卡透支、其他消费贷款等以个人为借款主体的各类贷款）不得进行批量转让。

²⁶ See Lamia Obay. Financial Innovation in the Banking Industry: the Case of Asset Securitization [M], Garland Publishing, 2000:58.

²⁷ See Jason H.P. Kravitt. Introduction[C] // Theodor Baums & Eddy Wymeersch ed., Asset-backed Securitization in Europe, Kluwer Law International Ltd., 1996:1.

²⁸ 参见代玉簪、郭红玉. 商业银行不良资产证券化现实需求与制约因素[J]. 当代经济管理, 2016(7):82.

²⁹ 参见徐承远. 不良资产证券化评级方法与实践[J]. 债券, 2016(8):20.

³⁰ 参见彭惠. 不良资产证券化的交易结构分析[J]. 金融研究, 2004(4):30.

³¹ 例如，随基础资产转移批量办理担保品变更登记、基础资产债务人的批量通知、原始权益人充当资产服务商的资金混同问题等。

³² See Hui (Hannah) Cao. Asset Securitization: Is It a Resolution Option for China's Non-Performing Loans [J], 28 Brook. J. Int'l L. (2002):588.

³³ 参见尹太顺、李鲜花. 韩国资产证券化法律制度及其对我国的启示[J]. 延边大学学报（社会科学版）, 2011(6):57-58.

³⁴ See Mee-Hyon Lee. Securitization in Korea [J], 2 J. Korean L. (2002):101-124.

³⁵ 例如承认原债权银行在全国或省级有影响力的报纸上发布债权转让公告或通知的，可视为资产管理公司履行了通知债务人的义务；资产管理公司受让有抵押担保的债权后，可依法取得对债权的抵押权，原抵押权登记继续有效；资产管理公司承接不良资产取得的利息收入，免征营业税；资产公司处置不良资产的，免征相应合同的印花税等。

³⁶ 《商业银行资本管理办法（试行）》附件 9《资产证券化风险加权资产计量规则》三（二）3。

³⁷ See Steven L. Schwarcz. the Alchemy of Asset Securitization [J], 1 Stan. J. L. Bus. & Fin.(1994-1995):134.

³⁸ 参见洪艳蓉. 资产证券化的法律问题研究[M]. 北京：北京大学出版社，2004：25-26.

³⁹ 参见王隼、梅杰. 不良资产的证券化处置效用几何？[J]. 金融市场研究, 2016(12):83.

⁴⁰ 《信贷资产证券化试点管理办法》第 3 条。

⁴¹ 试点实践证明，那些在某类资产领域具有更成熟放贷机制和管理制度，具备较完善信息系统和良好历史数据积累的银行能够更早和更多地采用证券化处置不良资产。例如，建设银行在不良住房抵押贷款证券化、招商银行在不良信用卡消费贷款证券化上的操作。

⁴² 参见中国人民银行金融市场司. 中国资产证券化探索与发展——信贷资产证券化试点十年发展回顾和展望[M]. 北京：中国金融出版社, 2017:117.

⁴³ 《金融资产管理公司资本管理办法（实行）》之附件 2《资产证券化风险加权资产计量规则》三（二）3。

⁴⁴ 《财政部、国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》三（四）。