

美国结构性融资行业组织 美国证券化综合指南

中国市场委员会白皮书

2017 年 4 月 18 日

美国结构性融资行业组织（SFIG）2017 版权所有。保留所有权利。



前 言

美国结构性融资行业组织（SFIG）是美国规模最大的，致力于加强结构性融资和资产证券化行业发展的权威行业组织。SFIG 目前拥有大约 350 个机构会员, 70 余个委员会和工作组，是一个会员导向的、富有行业代表性的平台。SFIG 的核心任务是提高证券化市场的流动性、促进证券化市场繁荣与稳定，为证券化与结构性融资行业界提供教育、倡导透明。SFIG 每年举办国际上规模最大的结构性融资行业峰会——SFIG Vegas 峰会。

SFIG 于 2014 年成立其中国市场委员会，并与中国资产证券化论坛（CSF）确定战略伙伴关系。在 2015 年参加中国资产证券化论坛年会期间，SFIG 代表团与监管部门领导进行过深入对话。为回应监管部门领导就美国资产证券化市场发展提出的问题，SFIG 中国市场委员会组织大量华尔街专业人士历经一年时间完成了《美国资产证券化白皮书》，以帮助中国资产证券化行业的监管部门和市场参与者了解美国市场的发展历程、经验教训和最新监管政策动向。

《美国资产证券化白皮书》中文版本由中国资产证券化论坛（CSF）和清华大学五道口金融学院初译，并由 SFIG 的中国市场委员会校译并最后定稿。

SFIG 的官方网站是：<http://www.sfindustry.org>

美国结构性融资行业组织（SFIG）2017 版权所有。保留所有权利。



目录

第一部分： 美国证券化市场.....	1
第一章概述	1
A. 美国资产支持证券的历史.....	1
B. 证券化在美国实体经济融资中的作用	3
1. 信用卡	6
2. 汽车贷款	6
3. 助学贷款	7
4. 住房抵押贷款	8
5. 商业地产抵押贷款.....	9
6. 高收益企业贷款	9
第二章 资产支持证券基本要素.....	10
A. 资产的汇集入池与隔离.....	10
1. 资产的汇集入池和原始权益人信用风险的消除.....	10
2. 资产的隔离：破产隔离机制.....	13
3. 资产的权利完善	14
B. 现金流分析.....	15
1. 证券化交易中常见的结构特点.....	16
a. 信用风险的保护	16
b. 提前偿付风险的保护.....	17
2. 偿付顺序：现金流的分配.....	17
3. 偿付顺序：违约事件.....	18
C. 交易结构.....	18
1. 市场驱动型	18
a. 循环购买结构或静态摊还结构.....	19
b. 静态摊还资产池.....	19
c. 循环资产池.....	19
d. 利息支付-固定或浮动利率	20
e. 证券到期日	20
f. 货币	21
g. 关于资产抵押证券在欧盟证券交易所上市的思考	21

2. 会计驱动型	21
a. 报表合并.....	21
(1) 特殊目的实体.....	22
(2) 美国财务会计准则委员会（FASB）关于合并的指导意见.....	22
(3) 支付给决策者的费用是否作为可变利益.....	23
(4) 财务利益控制.....	23
b. 判断证券化是否是出售行为.....	24
(1) 出售标准.....	24
(2) 未遵守出售标准.....	26
3. 法律驱动型	27
a. 法律意义上的资产隔离.....	27
b. 税收.....	27
(1) 原始权益人/转让人.....	28
(2) 发行人	28
(3) 投资者	29
c. 投资者驱动型法律要求.....	29
D. 必要文件概述.....	30
1. 出售协议	30
2. 服务协议	30
3. 契约	30
4. 归集及服务协议（PSA）	31
5. 贷款协议	31
6. SPE 设立文件.....	31
7. 法律意见	31
a. 真实出售与不并表.....	32
b. 担保物权.....	32
c. 公司事项和可执行性.....	32
d. 特定交易/特定资产事宜.....	33
e. 证券法.....	33
f. 税收	33
8. 发行文件	34

E. 评级	34
1. 初步接触	35
2. 信息收集	36
a. 信息审查	36
b. 发起人和服务商信息审查	36
3. 交易分析以及评级委员会评审程序	37
a. 资产分析	37
b. 融资结构分析	37
c. 发起人及服务商的审查	37
d. 交易对手分析	37
e. 交易相关的文件及法律风险分析	38
f. 评级委员会评审	38
4. 产品售前报告与评级声明的发布	38
a. 披露	39
b. 陈述及担保（《美国证券交易委员会规则》17g-7 条例）	39
5. 确定最终评级	39
6. 后续监控	39
F. 发程序与投资者的沟通	40
1. 注册公开发行对比私募发行	40
2. 书面发行材料	41
3. 证券法律责任	42
4. 《Reg AB》披露原则	43
5. 尽职调查	44
第三章 市场概览	45
A. 特定市场的 ABS 和 RMBS 介绍	45
1. 美国	45
a. 美国 ABS	45
b. 美国住房抵押贷款支持证券（RMBS）	49
2. 欧洲	55
3. 亚洲	58
4. 澳洲	60
B. 危机	61

C. 危机下 ABS 的表现.....	62
第四章 普通资产支持证券的结构.....	64
A. 金融结构.....	64
1. 现金流瀑布	64
a. RMBS 现金流瀑布.....	64
(1) GSE 发行的住房抵押贷款支持证券	65
(2) 非 GSE 的私营部门发行的优质 RMBS.....	65
(3) 转好贷款 (RPL) 和不良贷款 (NPL) 证券化.....	66
(4) GSE 的信用风险转移.....	67
b. CMBS 现金流瀑布.....	67
c. CLO 现金流瀑布.....	67
d. 信用卡支持证券现金流瀑布	68
e. 汽车抵押贷款支持证券和设备抵押支持证券的现金流瀑布	68
f. 其他资产支持证券 (ABS) 现金流瀑布.....	70
2. 超额利差的获取方式.....	71
a. 仅付本金 (PO) 债券与仅付利息 (IO) 债券.....	71
b. 收益补充超额担保 (YSOC) 和收益补充账户 (YSA) 机制	71
c. 来自早偿惩罚与残值实现的外围收入	71
d. 按贴现率重新分类.....	71
e. 残值销售.....	72
3. 对冲机制.....	72
a. 利率上限.....	73
b. 掉期.....	73
c. 套期保值的结构型替代方案	73
d. 助学贷款支持证券的套期保值.....	74
e. 货币掉期.....	74
4. 适应证券化抵押品的本质 (包括同质性)	74
a. 债务人集中度风险	74
b. 地区性集中度风险.....	75
c. 基础资产类型与条款的变化	75

d. 同质性.....	75
B. 法律结构.....	76
1. 证券化资产的法律隔离	76
a. 真实出售.....	76
b. 实质合并.....	77
2. 资金的归集与应用.....	78
3. 担保物权	79
4. 陈述和保证	80
a. 资产的适格性	80
b. 机构问题.....	80
c. 其他问题.....	80
5. 违约和补救措施	81
6. 《投资公司法案》和“沃尔克法则”	81
7. 最常见资产类型中的特定资产变化.....	82
a. 汽车.....	82
b. 信用卡.....	83
c. 住房抵押贷款支持证券（RMBS）	85
(1) RMBS 交易的参与者	86
(2) RMBS 的特征.....	88
d. 商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）	89
(1) CMBS 的类型.....	90
(2) 交易各方	91
(3) 注册要求	92
(4) 监管发展	93
e. 资产抵押商业票据（ABCP）.....	93
f. 银行贷款担保凭证（CLO）	94
g. 无担保贷款.....	96
第五章 资产支持证券的购买与出售.....	97
A. 一级市场与二级市场的对比.....	97
B. 新发行的规模和利差.....	97
C. 二级市场交易.....	100

D. 承销商在资产证券化二级市场中的角色	104
E. 发行流程	105
1. 发行人目的和利益一致性	105
2. 承销商在资产证券化一级市场中的角色	106
4. 证券化一级市场中的主要参与机构	106
4. 资产支持证券化工作流程	108
5. 新发行流程中交易结构机制概要	109
6. 债券的基本属性	111
7. 常见的增信方法	112
F. 资产支持证券一级市场联合定价流程	113
第六章 证券存续期间的运营和服务	117
A. 受托人的职能	117
B. 服务商的职能	118
1. 服务商在住房抵押贷款支持证券交易（RMBS）中的职能	118
2. 服务商在商业地产抵押贷款支持证券交易（CMBS）中的职能	120
3. 服务商在资产支持证券（ABS）交易中的职能	121
4. 服务商的破产和转移	121
第七章 与公司债市场的对比	123
A. 普通资产支持证券与公司债的特征比较	123
B. 现金流对比	124
C. 高投资级评级	125
D. 历史债券价格	125
E. 息差表现	126
第八章 美国监管框架	128
A. 职责分配和范围	128
1. 美联储系统	128
2. 货币监理署	128
3. 联邦存款保险公司	129
4. 美国证券交易委员会	130
5. 商品期货交易委员会	130
6. 金融消费者保护局	131
B. 关于危机的案例分析：资产证券化在其中的角色	132
C. 监管对策	134

1. 《财务会计准则》第 166 条与第 167 条.....	134
a. 《财务会计准则》第 167 条.....	134
b. 《财务会计准则》第 166 条.....	135
c. 结果.....	135
2. 联邦存款保险公司的安全港条例.....	135
3. 《Reg AB II》.....	136
4. 风险自留.....	138
5. 资本和流动性规则.....	140
a. 资本规则.....	140
(1) 未提及巴塞尔银行监督委员会“第 236 号咨询文件”.....	141
(2) 证券化及证券化风险敞口的定义.....	141
(3) 传统定义上的证券化.....	141
(4) 对一般盈利企业的排除规则.....	142
(5) 一定范围的自由裁量权保留.....	143
(6) 定义合成证券化.....	143
(7) 再证券化.....	143
(8) 证券化的尽职调查要求.....	144
(9) 证券化操作要求.....	145
(10) 清偿赎回.....	146
(11) 风险加权资本的其他确定方式.....	147
(12) 风险敞口所需的风险资本.....	147
(13) 避免重复计算.....	148
(14) 服务商垫付资金.....	148
(15) 简化的监管公式方法.....	149
(16) $KA=(1-W).KG+(0.5.W)$	150
(17) 总额计算法.....	151
(18) 特定种类证券化的替代措施.....	151
(19) 证券化风险敞口的信用风险缓释.....	152
(20) 第 N 次违约的信用衍生品.....	153
(21) 证券化信息披露的三支柱原则.....	154

b. 美国大型银行机构和系统重要性非银行金融机构的流动性覆盖比率	154
6. 结算和保证金	156
a. 强制性中央结算	157
b. 保证金要求	158
D. 良性或恶性监管：自信贷危机以来采取或拟定的监管措施是否合适？是对证券化有所帮助还是造成不利影响？	159
1. 原则 vs. 规则	159
2. 以金融活动为基准	160
3. 全球一致性和宏观经济一致性	160
4. 减少失真的精确定位	161
5. 安全性和稳健性设计	162
6. 灵活性	162
7. 效益正当化成本	163
8. 连接措施和目标	164
9. 持续重估	164
第二部分 需要考虑的政策因素	164
第九章 证券化的好处与风险	164
A. 证券化发起机构	166
1. 更低的融资成本	166
2. 资产负债表表外融资	166
3. 较为低的资本监管压力	167
4. 融资渠道多样化	167
5. 流动性管理	167
6. 在困难时期时可行的融资方式	167
7. 信用评级	168
B. 投资者	168
1. 流动性	168
2. 投资组合多样化	168
3. 稳定性	169
4. 灵活性	169
C. 借款人	169
1. 更低的融资成本	169

2. 便利性和适应性	169
D. 牵头行/承销商	169
第十章 资产证券化及政策背景.....	171
第十一章 证券化的未来	173
A. 预防再发信贷危机.....	174
1. 挑战与应对	174
2. 更广泛的看法	174
3. 房地产泡沫的兴起.....	175
4. 市场对价格波动的敏感性.....	175
5. 银行挤兑现象	176
6. 与事实相违背的风险自留监管.....	176
7. 基本预防措施	178
B. 标准化和统一化资产证券化的倡议	180
附录：术语表.....	182
A.....	182
B.....	183
C.....	183
D.....	185
E.....	185
F.....	186
G.....	186
H.....	187
I.....	187
J.....	188
K.....	188
L.....	188
M.....	189
N.....	189
O.....	190
P.....	190
Q.....	191
R.....	191

S	192
T	193
U	194
V	194
W	195
Y	195
Z	195



第一部分：美国证券化市场

第一章 概述

A. 美国资产支持证券的历史

由政府全国按揭贷款协会(Ginnie Mae, 即吉利美)发行的房地产抵押贷款支持证券(MBS)开创了第一单资产支持证券(ABS)¹。吉利美是美国政府支持企业(GSE),其目的是培育充满活力的抵押贷款二级市场²。这些 MBS 交易产生由吉利美担保的过手型证券,将本金和利息收入转移给投资者。尽管早前投资者也曾交易过非证券化的抵押贷款,但银行一般都将这些抵押贷款留在表内,这主要是因为各州的利率和抵押贷款融资的规则有较大差异,并且在公开市场上出售个别抵押贷款所导致的风险聚集。因此银行相当一部分资源受制于未偿付贷款,这严重制约了银行扩大住房抵押业务的能力。

吉利美开创的房地产抵押贷款支持证券交易极大地改变了抵押贷款行业的现状。通过把具有相似利率、地区分布和房产所有人类型的抵押贷款打包出售,房地产抵押贷款支持证券交易极大地降低了房地产购买者的成本,并且把银行放贷所面临的消费者风险降至最低。此外,交易房地产抵押贷款支持证券而非贷款也显著减少了文书工作量和法律费用。

1983 年,另一家政府支持企业,联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae, 即房利美),在标准 MBS 产品上进行了进一步改进,发行了首支房地产抵押贷款担保债券(CMO)。CMO 将利息和本金现金流再次打包和归类,产生了不同久期和利率的债券。国会通过使房地产抵押贷款投资通道(REMICs)合法化推动了这项创新。很快企业开始意识到证券化的各种应用。

斯佩里租赁公司于 1985 年推出了首支非抵押贷款的资产支持证券产品,该产品票据规模 2 亿美元,基础资产为计算机设备租赁所产生的租金。这些证券获得了标准普尔的 AAA³评级,由第一波士顿银行承销。与贷款相似,租赁活动也可以产生可预测的现金流,对客户以及原始

¹ 在本文献中,大写术语反映了资产支持证券交易中的专用名称、缩写及众多参与主体的名称。本文末尾的术语表对这些术语均给出了具体定义。

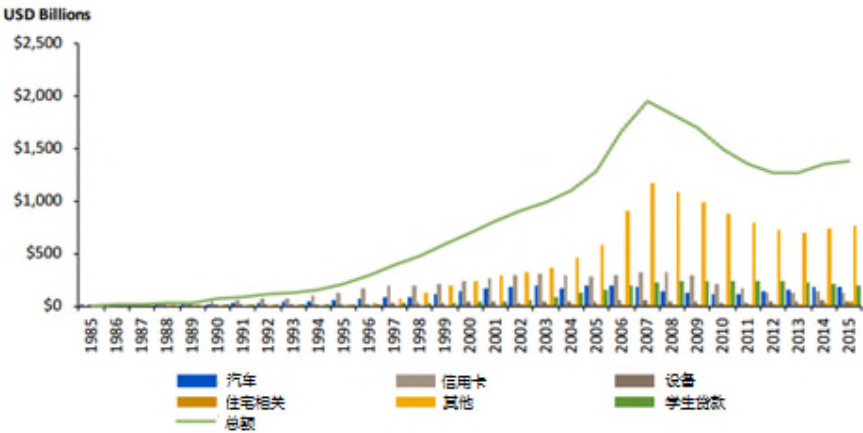
² 参阅 http://www.ginniemae.gov/inside_gnma/company_overview/Pages/our_history.aspx。

³ 参阅下文第二章 E 节,关于评级程序的探讨。

权益人也拥有标准的合同追索权。在斯佩里租赁的这个案例中，资产支持证券方案涉及 1 池 75 笔计算机设备租赁，而斯佩里租赁及其子公司为应对违约而提供的数额担保相对于资产池规模 20%⁴。第一单汽车贷款的资产支持证券于 1985 年成功发行，由峡谷国民银行和美国海丰银行承销。这笔交易规模不大，但引起了三大汽车公司福特、通用和克莱斯勒的关注。在接下去直到 1996 年的 10 年中，美国市场发行了 355 单汽车抵押贷款支持证券产品，资产价值达到 1620 亿美元。从那时起，汽车贷款和汽车租赁资产支持证券交易就成为美国资产支持证券领域规模最大的业务之一⁵。第一单影响较大的信用卡支持证券产品也于 1986 年成功发行，接下来的 10 年里此类资产支持证券的发行规模达到 2309.5 亿美元⁶。主要的发行人包括花旗集团、第一资本银行、第一美国银行以及美信银行（MBNA）。

图表 1⁷ 截至 2014 年底，美国市场资产支持证券产品余额，不包括复杂的担保债务凭证

单位：十亿美元



20 世纪 90 年代，证券化技术获得了巨大的发展，投资者也普遍接受了多种多样的资产类型。21 世纪早期，在互联网泡沫和房价暴涨引发的廉价信用的驱动下，MBS 领域发展迅猛。房价暴涨还导致了诸如汽车和信用卡等其他消费领域资产支持证券产品的增长，原因是在美国住房经常被用于申请房屋抵押贷款，消费者通过这类操作可对其房屋价值“套现”，并使用“套现”现金偿付其他贷款。伴随着 2008 年的信贷危机，资产支持证券的发行和需求也急剧萎缩，详情

⁴ 参阅 <http://www.nytimes.com/1985/02/12/business/finance-new-issues-computer-leases-back-financing-by-sperry.html>。

⁵ 参阅 Anand K. Bhattacharya & Frank J. Fabozzi 《资产支持证券》，第 86 页 (John Wiley & Sons, 1996 年)。

⁶ 参阅美国证券业与金融市场协会出版的《美国资产支持证券发行量及未偿金额》(2015 年 8 月)。

⁷ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

参考图表 1。尽管人们对证券化产品的生存能力提出了质疑，这类产品在这场有史以来最严重的信贷危机中的表现也证明了这类产品具有强大的复原力，而之前针对这类产品的很多负面认知也不攻自破。目前市场正在进行重大调整，欧洲正主动发展“高质量证券化”，美国也在推进证券化的标准化。

B. 证券化在美国实体经济融资中的作用

证券化在美国实体经济中依然扮演着和危机之前同样重要的角色，尤其是它可以通过对信用风险和早偿风险进行分层，使更多的投资者参与风险分担并为实体经济融资。

证券化通过为美国消费者提供信贷资金来支持不同领域的消费，包括住房抵押贷款、信用卡、汽车贷款和助学贷款。证券化也通过提供信贷资金支持了美国的商业发展，例如通过银行贷款担保凭证（CLO）和商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）分别为企业杠杆贷款和商业地产市场提供融资。实际上，2015 年第二季度，私营的和政府支持的证券化达 8.6 万亿美元，约占全国贷款存量 17.3 万亿美元的 50%⁸。这个比例从信贷危机之后相对保持稳定，尽管非 GSE 私营部门发行的证券份额因政府在单户、多户住宅和助学贷款的增加而有所降低。

证券化融资中不同领域的相对份额随着时间推移有所变化。包括信用卡应收款、助学贷款和汽车贷款在内的非住房抵押贷款的消费证券化，从 2007 年第四季度的 31% 降到 2015 年第二季度的 17%。与此同时，住房抵押贷款证券化从 63% 增长到 67%，非消费类证券化维持在 33% 左右。

要使得证券化成为一个有效的工具，准确评价基础资产损失的相关性以便合适地设置劣后级提供的缓冲保护水平是重要的。为达到这个目的，危机之后的证券化以其他证券化产品为基础资产的比重已经降低。某些产品，如 ABS CDO，已经在市场上消失，而其他例如 CLO 已经不再用其他证券化产品为基础资产。这个趋势也受到投资者对更透明、更简化的交易影响的驱

⁸ 参阅美国证券业与金融市场协会，《美国资产证券化发行和流通》（2015 年 8 月）（信用卡、助学贷款和汽车贷款证券化卷）；美国证券业与金融市场协会，《美国抵押相关资产证券化发行和流通》（2015 年 8 月）（个人住房和商业物业抵押贷款资产证券化）；汤森路透和穆迪投资者服务公司，《月度杠杆贷款》（2015 年 7 月）（杠杆贷款和银行贷款担保凭证数据），美联储理事会，Z.1《美国金融账户》，表格 222 和表格 217（2015 年第二季度）（信用卡、助学贷款、汽车贷款、住房和商业抵押贷款余量）；美联储理事会，《美国金融账户》，历史年度报表，2005-2014，表格 222（2007 信用卡、助学贷款、汽车贷款、个人住房抵押贷款和商业物业抵押贷款余量）。贷款存量包括现存于证券化市场，如信用卡、助学贷款、汽车贷款、个人住房抵押贷款，商业物业抵押贷款和公司贷款。投资级和高收益的公司债以及联邦、州和市政债除外。

动，同时也受到政府在制定鼓励交易透明化和简单化的规则的引导。

信贷危机之后出现的另一个趋势是结构金融证券在二级市场流动性降低的风险。《巴塞尔协议 2.5》⁹增加了市场的风险资本要求，《巴塞尔协议 3》¹⁰提高了流动性风险费用支出，这两项举措都增加了维持交易组合的成本。新的市场风险费用在《交易账户的基本回顾》¹¹下最终确定，意味着证券化头寸的风险权重比现在的市场风险权重高出几倍。市场将会如何应对这些改变还有待观察¹²。

总的来说，危机之后的证券化更加关注资产质量。例如，危机之后的住房抵押证券化大部分由高质量单户住房贷款组成，这些贷款满足 GSE 的标准并用其证券化产品名义发行。非 GSE 私营部门发行由高质量大额住房抵押贷款组成的证券自从危机之后大幅减少，这类证券因为单笔规模过大而不能满足政府支持企业规定要求（优质大额贷款），原始权益人更愿意把这些贷款留在表内。在企业贷款部门，后危机时期的 CLO 交易的基础资产，几乎全部都是第一顺位、优先级的抵押贷款，几乎没有高收益债券和结构化金融证券等另类可替代资产。类似的趋势在其他领域的资产支持证券中也有不同程度的体现。

下图 2 提供了 2007 年第四季度和 2015 年第二季度证券化融资份额在不同基础资产领域的比较，这个图表中融资分为私营证券化、政府或 GSE 证券化、非证券化的私人放贷和非证券化政府放贷四大类。基础资产类型包括信用卡应收款、汽车贷款、助学贷款、个人住房贷款、商业和多户住房抵押贷款以及公司贷款。非住房资产类型的消费信贷资产包括了信用卡应收款、汽车贷款和助学贷款。消费信贷资产包括非住房资产类型的消费贷款和个人住房贷款。非消费

⁹ 巴塞尔银行监管委员会市场风险资本金框架一般被认为是《巴塞尔协议 2.5》。巴塞尔银行监管委员会从 2007 年开始着手对市场风险框架作出重要修改，改革旨在解决因信贷危机而凸显的问题。巴塞尔银行监管委员会在其《巴塞尔协议 2 计算交易账户增量风险资本金的市场风险框架指引修订版》中发布了这些变化。

¹⁰ 巴塞尔银行监管委员会于 2010 年 12 月在《巴塞尔协议 3：流动性风险测量、标准和检测的国际框架》中发布了流动性的量化标准，并于 2013 年 1 月在《巴塞尔协议 3：流动覆盖率比率和流动风险检测工具》中更新了这个标准。该标准介绍了巴塞尔 3 流动性覆盖率（LCR），建立了第一个国际量化流动性标准，主要目标是提升国际主要银行机构的短期恢复力。从 2015 年开始，在巴塞尔 3 流动性覆盖率的情况下国际活跃银行机构需要开始持有足够的高质量资产来满足他们在 30 天压力测试期的流动性需要。

¹¹ 2016 年 1 月，巴塞尔银行监管委员会发布了《市场风险最低资本金要求》，制定了最低资本金要求的修订标准，修订框架的关键条例包括修改交易账户和银行账户的边界，修订市场风险的内部模型方式，修改市场风险的标准化方式，从在险价值转移到期望损失值来测量压力下的风险。这标志着在实行巴塞尔 2.5 市场风险规则之后巴塞尔银行监督委员会市场风险框架审查达到了制高点。修订标准必须由监管部门在国内执行。

¹² 参阅下文第 12 章，关于公司债券市场和资产支持证券、房地产抵押贷款支持证券市场的比较的讨论。

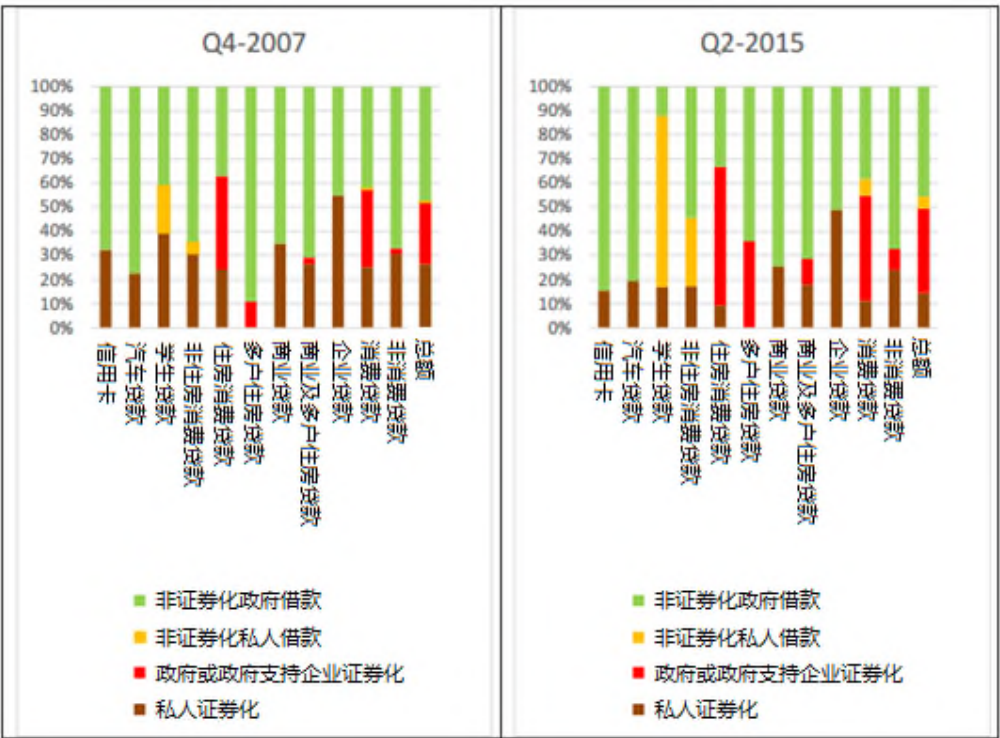
信贷资产包括商业、多户住房抵押资产和公司贷款。

图 2 显示，虽然证券化占总融资存量的份额在信用危机后依然相对稳定，但各个细分市场的份额是不断变化的。从 2007 年第四季度起，非住房抵押贷款的消费证券化从 31% 下降到 17%，住房抵押证券化从 63% 增长到 67%，商业地产抵押贷款证券化一直保持在 29%，公司贷款证券从 55% 降低到 49%。

自从危机之后，相对于政府支持的证券化产品，非 GSE 私营部门发行证券的重要性在各个资产类型都发生了改变。除了住房市场之外，私营部门发行的证券现在构成了证券化存量总额的主要部分。在住房市场，私营部门发行的证券从 2007 年第四季度的 24% 降到 2015 年第二季度的 9%。

一些关键因素导致了上文讨论的不同趋势，而这些因素的相对重要性因基础资产类别不同而异。这些因素包括更谨慎的风险承担环境、影响银行和证券化市场的监管政策、政府直接干预、较低的二级市场流动性和全球危机后缓慢的经济复苏。

图 2 美国 2007 年第四季度和 2015 年第二季度证券化产品未偿份额



1. 信用卡¹³

信用卡应收款领域的证券化趋势受很多因素的影响,但这些因素都与市场的准入条件无关。

根据美国《财务会计准则》第 166 条与第 167 条规定,大部分信用卡证券化的发行人需要把所有交易合并到资产负债表上。尽管大部分的信用风险已通过合同约定转移给了投资者,但发行人仍被要求持有一定的贷款损失准备金,这种储备过剩资本的行为大大降低了证券化的经济效率。为了与资产的再合并相一致,美国监管部门要求发行人持有额外的风险资本,这无疑更加降低了经济效率。

作为持续的信用管理,发行人在经济衰退期间主动降低了一些履约风险有所升高的客户的信用额度,通过降低信用额度,贷款余额也随之降低。此外,发行息差的扩大对交易效率和融资成本都带来了重大的消极影响。

作为美国消费者一个普遍较好的行为特点,当经济下滑的风险加剧时,他们会“束紧腰带”并积极减少信用负担。非必要支出也得到降低,导致信用卡应收账款的减少,信用卡消费从 2007 年的 10020 亿美元降低到 2010 年的 8390 亿美元。经济复苏后,这个数字则在 2015 年二季度回升至 8470 亿美元。

最后,由于消费者信心下降,并且股权投资相比银行存款风险更大,人们开始倾向于选择储蓄,银行存款因此显著增加。经济状况的不利、可证券化贷款数量的减少和持有过剩的廉价存款致使银行大量减少了证券化的发行量。

2. 汽车贷款¹⁴

信贷危机以来,汽车贷款净发行量增长了近 2000 亿美元¹⁵,而汽车贷款证券化占比略有减少。稳步复苏的美国劳务市场使得汽车贷款的借款人可以在保持现有贷款准时付款的同时负担汽车贷款量的净增长。¹⁶复苏同样也提升了那些通过表内融资提供新贷款的发行人的信用质量。类似地,由于信贷危机后信用额度的回升,汽车金融公司也可以以不出表的形式提供汽车贷款融资。

不论是在信贷危机之前还是之后,汽车贷款和汽车租赁一直都有着优异的信用表现,因此

¹³ 更多关于信用卡应收款资产类型的讨论参见第二章 C.1.c 节及第四章 A.1.d 节和 B.7.b 节。

¹⁴ 更多关于汽车贷款资产类型的讨论参见第四章 A.1.e 节和 B.7.a 节。

¹⁵ 讨论中的数据来源于联邦储备委员会,穆迪 2015 展望《Weak credit Quality on New Loan Pools Will Reflect Continued Easing of Underwriting Criteria》。汽车贷款包括提供给零售消费者的贷款,优先和劣后级汽车贷款及汽车租赁,不包括库存汽车贷款。

¹⁶ 失业率已从 2009 年 10 月 10%的最高水平降至 2015 年第四季度的 5%。数据来源于美国劳工统计局提供的失业率数据。

投资者一直很倾向于投资这类资产。信贷危机的经济复苏刺激美国汽车贷款市场的需求不断加大。从 2007 年四季度到 2015 年二季度期间，汽车贷款的发放量增长了约 20%。然而，汽车贷款的增长并没有转化为同比例资产支持证券发行量的高增长。同期间内，资产支持证券发行量只增长了 7%。汽车抵押贷款支持证券在整个汽车贷款发行中的占比由 2007 年四季度的 23% 降低至 2015 年二季度的 19%。同期，整体汽车贷款余额从 8010 亿增长到 9980 亿美元。

汽车抵押贷款支持证券的发行人可以分为两类：一、大多数汽车制造商都有一个附属融资子公司，它们为母公司提供融资服务，以便母公司向零售客户以及经销商客户出售汽车产品。汽车金融公司最主要和最有效的融资方法之一是通过发行资产支持证券产品对应收款项进行证券化；二、银行和类似的金融机构，相比较汽车金融公司，它们有更多融资选择，包括吸收存款。因此，在发行资产支持证券产品上，它们将较为谨慎。

3. 助学贷款¹⁷

自从信贷危机以来，由于政府直接贷款的增加和私人助学贷款的减少，助学贷款的证券化发行份额出现下降。作为一种融资方式，助学贷款资产支持证券的份额已经从 2007 年第四季度的 39% 下降到 2015 年第二季度的 17%¹⁸。同期，政府提供的助学贷款从 1160 亿美元上升到 8850 亿美元，占助学贷款存量总额中的很大一部分比例¹⁹。2010 年 7 月国会终止了联邦家庭教育贷款计划 (FFELP)，并且令所有新增的政府担保的助学贷款都通过直接贷款计划进行发放。在 2010 年 7 月以后发行的所有 FFELP 计划资产支持证券的基础贷款都是在 2010 年 7 月前发放的。截至 2015 年第二季度，在直接贷款计划计划下还有大约 5500 亿美元的存量总额²⁰。

最近，一些市场贷款机构也进入了私人助学贷款领域，他们主要关注那些持有政府或私人助学贷款、具有很强偿付能力的借款人，并为其提供再融资。虽然目前这只占私人助学贷款发行市场中一小部分，但很可能在私人助学贷款的发行和证券化市场中占有越来越高的比重。

¹⁷ 更多关于助学贷款资产类型的讨论参阅下文第四章 A.3.d 节。

¹⁸ 参阅美国证券业及金融市场协会，《资产支持证券发行量及未偿金额》（2015 年 8 月）关于助学贷款证券化数量统计部分。助学贷款余额数据来自于联邦储备委员会监督小组的公开文件。引用的文件在下条脚注中详细说明。

¹⁹ 联储理事会，Z.1《美国金融账户》，表格 L.222；联储理事会，《美国金融账户》，历史年度报表，2005 年至 2014 年，表格 L.222。

²⁰ 参阅还款计划的直接贷款组合部分，资料来源
<https://studentaid.ed.gov/sa/about/datacenter/student/portfolio>。

4. 住房抵押贷款²¹

住房抵押贷款证券的发行量在住房抵押贷款发放量中所占比例有所上升，同时非 GSE 私营部门发行的住房抵押贷款证券所占份额有所下降，从 2007 年第四季度的 24% 下降到了 2015 年第二季度的 9%。一个新的交易治理框架（该框架还在不断完善中）的出现、影响银行和证券化的监管政策的出台以及政府的直接干预造成了这种现象。

自金融危机爆发以来，交易监管就成为了个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）投资者的关注领域。虽然几个关键问题仍未解决，但市场参与者正在改进 RMBS 的产品框架来减轻投资者的担忧²²。RMBS 缺乏流动性是另一个值得关注的问题。流动性缺乏促使持有优质大额贷款支持私营证券化产品优先层级的投资者要求更高的溢价水平。

住房抵押贷款一直是后危机时期监管政策的关注重点。一系列的监管指导方针和规则影响了美国住房市场证券化的规模和特性，包括“合格住房抵押贷款”规则、偿还能力规则、《诚信贷款法案》、《房地产转让程序法案》的综合信息披露规则（TRID）；“不合格住房抵押贷款”的风险自留规则；《Reg AB II》披露规则；与《巴塞尔协议》相关的针对证券化的银行资本化和流动性规则。这些规则共同作用，形成了以下的现状：（1）RMBS 的发行集中在拥有良好信用状况的借款人；（2）提高了对原始权益人的监管要求和披露相关交易情况的标准；（3）通过风险自留的要求使得原始权益人和服务商的利益与证券化股权和债务持有人的利益尽可能保持一致；（4）对于一些想要持有或交易优先级证券化债权的银行来说，增加了它们的资本成本和流动性成本。

然而，尽管监管上、立法上、行业间采取了各项努力来提升市场流动性和投资者信心，似乎一个极大风险问题至今仍然没有得到解决，即契约诚信问题。在全球金融危机爆发后，美国司法部和各州检察长对银行实施了一系列处罚措施，这在一定程度上造成了证券投资者证券收益的抵押资产的损失。投资者认为，这种政府干预会使得交易不能遵循原本合同约定的过程来进行，成为恢复市场信心的巨大阻碍。

美国 GSE 房利美、吉利美和房地美有大约 5.7 万亿美元的 MBS 存量总额²³。由于 GSE 在住房抵押贷款融资中扮演着主要的角色，非 GSE 私营部门发行的证券在这个市场的可发挥空间较小。的确，从市场的角度来看，GSE 发行的 MBS 拥有美国政府的隐性担保，这使得监管审

²¹ 更多关于住房抵押贷款资产的内容参阅下文第四章 A.1.a 和 B.7.c 节及第六章的 B.i 节。

²² 参阅穆迪投资者服务公司，《Prime-Jumbo Market Gradually Recovers as Transaction Governance, Investment Strategies and Capital Requirements Evolve》（2016 年 2 月 2 日）。

²³ 美国证券业与金融市场协会，《美国按揭贷款相关的产品发行量和未偿金额》（2015 年 8 月）。

查集中在了私营部门证券化上，也因此阻碍了如上所述的私营部门证券的发行。由于获得了美国政府的担保，通过 GSE 借款的融资成本有所减少，相比之下私营部门贷款者的融资成本就很高。同时，GSE 债务能够享受比金融机构发债更低的监管资本和流动性成本。

最近，房地美和房利美已经开始通过他们的康涅狄格大道证券（CAS）和结构化机构信用风险（STACR）信用风险转移（CRT）产品将他们在交易中的风险敞口转让至私有市场。自 2015 年三季度起，有约 6790 亿美元的抵押贷款支持的 CRT 产品已经出现在市场上²⁴。CRT 产品通常包括一个单独的优先证券以及多个的夹层证券和一个劣后层证券。优先证券通常由 GSE 持有，同时 GSE 也可保留全部或部分残值证券。在早期的交易中，投资者的主要损失敞口取决于固定的违约回收率。然而，夹层级证券和次级证券的一个突出的特点是：它们是 GSE 直接的、无担保的债务。由此，投资者便暴露在这些 GSE 的信用风险中了。投资者对基础资产并不具备追索权，但其获得偿付的时间和金额却取决于资产池的还款表现。

5. 商业地产抵押贷款²⁵

在 CMBS 总体融资中，证券化的占比相对稳定，这得益于政府对多单元住房 CMBS 的干预，危机后低违约率，直到目前对新发证券违约的良性展望以及相对透明、市场化的基础资产定价机制。虽然商业地产抵押贷款的证券化率已趋稳定，但非 GSE 私营部门发行的证券份额已从 2007 年第四季度的 90% 降至 2015 年第二季度的 62% 左右。

房利美、房地美和吉利美是多单元住房 CMBS 市场的活跃参与者，已经将政府在该市场的参与度从 2007 年的 11% 提高到 2015 年第二季度的 36%。因此，在商业和多单元地产抵押贷款市场中，政府的证券化份额在同期也从 3% 上升到了 11%。

6. 高收益企业贷款²⁶

自金融危机以来，企业贷款支持证券的份额下跌了 6%，达到 2015 年第二季度的 49%。相比私营部门在非住房消费领域证券化的 14% 的跌幅，这并不严重。企业贷款证券化份额占总资金比例之所以没有太大下降的原因有多方面，其中包括政府极少直接提供贷款，监管政策的改变只产生了轻度影响，后危机时期良好的企业违约展望以及相对透明、市场化的对基础资产定价机制。

由于在企业贷款市场政府很少直接干预，因此对私营部门发行的证券没有产生多少排挤效

²⁴ 参阅房利美和房地美 10-Q 2015 第三季度。

²⁵ 更多关于商业贷款资产类型的讨论参阅下文第四章 A.1.b、A.4.d、B.7.d、B.2 节。

²⁶ 更多关于高收益企业贷款资产类型的讨论参阅下文第四章 A.1.c、A.4.d、B.7.f 节。

用。企业贷款持续地通过直接借贷或 CLO 进行融资。此外，贷款投机基金（Loan Opportunity Fund）在金融危机后持续增长，是企业贷款的重要持有者。

监管政策的改变，诸如“沃尔克法则”²⁷ 和“信用风险自留规则”尚未对 CLO 的发行产生重大影响。许多危机前的证券发行人修改了现有的交易合同，移除了与“沃尔克法则”冲突的抵押资产。新项目的发行人已经非常关注在结构和抵押资产上符合“沃尔克法则”的要求。至于“信用风险自留规则”，其影响力较为有限，2016 年 12 月规则生效前，市场仍然在寻求解决方案。若以下因素继续对市场产生影响，CLO 的新发行量必将缩水：（1）债务成本上升导致潜在的套利收入下降（进而导致预期的劣后级收益下降）；（2）杠杆贷款的信用等级持续恶化。²⁸

为了提高投资者收益，同时由于危机后市场的低违约率以及对违约率的良性展望，企业贷款证券化的活跃性有所提高。事实上，早期迹象显示企业贷款的增发可能已经使贷款标准有所放松。美国联邦储备委员会在 2015 年 7 月的高级贷款经理调查报告中指出，银行“已放宽部分例如息差和贷款协议的贷款条件，尤其是对于高净值的公司”。²⁹

第二章 资产支持证券基本要素

A. 资产的汇集入池与隔离

1. 资产的汇集入池和原始权益人信用风险的消除

在证券化交易中，被证券化的资产（大多数情况下是金融资产）汇集在一起形成资产池，并被转移到独立的特殊目的载体（SPE），并通过结构化实现与原始权益人的信用风险隔离。事实上，证券化交易结构的主要目标就是合法地实现证券化资产与原始权益人的信用风险隔离——特别是与原始权益人的破产风险隔离。证券化交易与典型的担保贷款交易之间的关键区别是：资产支持证券投资者依赖证券化资产产生的收益，而不是原始权益人的资产负债表状况获得偿付³⁰。这意味着，如果证券化资产（以及任何其他对证券化交易的信用支持）所带来的现金流不足以偿还投资者时，投资者没有权利向原始权益人索赔，这将给投资者带来无法回收证券本金

²⁷ 《美国联邦法规》12 章 248 节，封闭型基金自营与确定利益的关系。

²⁸ 参阅穆迪投资者服务公司，《*Companies Face Record Maturities; New Issuance Wave Likely in 2017*》（2016 年 2 月 16 日）。

²⁹ 联储理事会，《2015 年 7 月优先贷款专员关于银行贷款实践的意见调查》（2015 年 7 月）。

³⁰ 参阅下文第二章 C.3 节，关于结构化隔离作用的讨论。

的风险。

证券化交易通常在结构设计上将证券化资产“真实出售”，其目标是获证券化资产与原始权益人财务风险隔离，这与以这些资产作为担保进行借款的交易结构迥然不同。因此，证券化过程的第一步通常是将资产转移至 SPE，这是一个与原始权益人独立的法律实体，并且会在公司章程或其他组织文件中规定其经营仅限于购买资产并把这些资产进行证券化的业务。原始权益人通常将应收款项出售给 SPE 以换取现金，或者将资产转移给 SPE，或者两者皆有。这种资产转移方式确保了这些资产在原始权益人破产或其他特殊情况下不被认定为原始权益人的资产。一般来说，这就意味着：这些资产已经以公允市场价值售出；原始权益人不再承诺补偿这些已转让资产的损失，不再承担任何收款风险或者不再保留收取这些资产应收款及相关利益的权利；并且其他交易参与人也一致认同该资产证券化中基础资产的所有权利、所有权和利益已经被出售，而不是原始权益人以这些基础资产作为担保由 SPE 向原始权益人提供一笔贷款。下面的图 3 显示了证券化结构如何实现这一目标。

图 3 证券化的结构图

各类证券化交易在结构上可以与图 3 有所不同。例如，图中 SPE 之下可能没有专门的发行人，SPE 本身可能就发行证券。

为了确保真实出售，证券化交易结构应确保 SPE 取得资产的所有权。为此，美国律师意见（即所谓“关于真实出售的法律意见”）通常会要求对该等法律效果进行陈述：根据《美国破产法》第 541 条例的规定，在原始权益人破产时，这些资产将不视为原始权益人的财产（并且在资产转移至 SPE 的过程中，这些资产也不视为是临时拥有这些资产的任何原始权益人附属机构的资产）。在该法律意见下，需要考虑如下主要因素³¹：

- 是否在资产归集或无法偿付时对原始权益人拥有追索权；
- 哪一方承担风险并享有证券化资产的所有权及其权益；
- 是否以接近公允价值的价格对转让的资产进行交易；
- 原始权益人是否保留了对证券化资产的任何权利或保留了对资产的控制权（例如，替换资产、赎回资产或者回购资产的权利）；
- 所转移资产归集到的现金流是否与原始权益人拥有或保留的其他资产相隔离；

³¹ 参阅下文第二章 D.7 节，关于该项法律意见的讨论。

- 证券化交易参与方如何处理交易的税收、会计及监管事务；
- 各参与方的真实意图是将资产转让作为出售行为，而不是融资行为，特别要透过交易的经济实质进行准确表达，或在较少情况下在交易文本中以明确的语言表述。

如果原始权益人还充当证券化交易的服务商，一般会签署一份涵盖惯例条款的由第三方提供服务的服务协议，并且设立用于管存资产现金流归集的独立账户。

2. 资产的隔离：破产隔离机制

如上文所述，证券化的资产通常转移到破产隔离的 SPE。因此，SPE 不应承担债务或从事除证券化本身之外的商业交易，否则可能导致 SPE 存在其他重要的债权人或交易，因为 SPE 层面的债权人可能会向 SPE 提出索赔或采取其他措施，进而可能会影响到资产对投资者的现金流偿付。

为了实现破产隔离或“资产隔离”，SPE 的结构设计应降低在涉及原始权益人的破产诉讼时破产法院要求就 SPE 的资产与原始权益人的其他资产适用实质性合并原则而，因而导致原始权益人的债权人可以追索被证券化的资产，的可能性。为此，真实出售或真实交付还需要原始权益人和 SPE 的一系列法律承诺，旨在保护其各自都具有法律性质上的独立性。这些被称为“分离契约”。

SPE 的运作通常会受分离契约的约束以使其达到以下目标：根据其预期运营情况维持充足的资本；保持其会计账簿和记录与任何其他法人（包括原始权益人）保持独立和隔离；不将其资产或资金与任何其他实体（包括原始权益人）相混同；确保面向公众的是一个独立而明确的实体；有独立的财务报表；遵循作为公司应有的形式和制度；更正对其独立身份已知的误解；不为任何其他法人的债务提供担保或承担偿付义务（同时，原始权益人也不得为 SPE 的债务提供担保或承担偿付责任）；以自己的名义开展业务并使用自身的办公用品、账户、支票和发票；以其自有资金偿付自身的债务和费用；在没有获得一个或多个的独立董事投票许可之前，不得进入任何破产程序；并且在申请破产前向其债权人发出多次通知。

为了实现隔离，SPE 的结构通常要求满足以下条件：

- SPE 仅具有有限的目的。机构文件应使得 SPE 的业务和运作限制于以下行为：(i) 证券化资产的购买、持有和现金流归集的相关活动；(ii) 向资产支持证券的投资者发行证券；(iii) 其他进行资产证券化活动所必须且适当的行为。

- 机构文件应使得 SPE 的以下行为能力受到严格限制：(i) 修订机构文件中涉及的破产隔离的条款；(ii) 解散或清算；(iii) 在证券化过程以外，与任何实体合并，或将 SPE 下的全部或绝大部分财产或资产进行转移；(iv) 申请或加入任何法人的破产程序。
- SPE 进行借债的行为应受到限制。
- SPE 的管理层应该至少有一个（一般为多个）独立董事。理论上，独立董事要以证券化实体而不是原始权益人的最佳利益行事。事实上，机构文件中规定的独立董事的职责通常有别于那些普通董事，以确保债权人的利益能够优先于股权持有人。

上述标准的执行通常会附带专业的律师意见书（“非合并的法律意见”），其目的是确定在针对原始权益人的破产程序中，联邦破产法院不会将 SPE 的资产和负债与原始权益人的资产和负债进行合并，也即不会使用其司法权力来强制命令就 SPE 的资产和负债与原始权益人或其附属机构的资产和负债适用实质性合并原则。

3. 资产的权利完善

尽管资产证券化是结构化方式下的资产出售，但仍然存在法院判定该交易被视为原始权益人担保贷款的可能性。为了在发生这种情况时保护投资者，交易文件会包括由原始权益人向 SPE 对证券化的基础资产提供预防性担保，还包括 SPE 向受托人、托管人或代表投资者的其他当事人就证券化资产提供担保权益。

关于法人财产中的担保物权一般遵从 UCC 的规定。它们要么通过在债务人注册地（如果债务人不是一个已注册实体，则可能为债务人的所在地）所在州的州政府进行登记，或者通过占有其个人财产，从而证明担保物权有效设立。房地产的担保物权遵守各州的法律，并在财产所在地的县级部门进行房地产档案登记作为有效证明。

《美国统一商法典》规定了法人财产的担保物权，其中第 9 条也涵盖了法人财产的出售情形，包括账户、动产契据、各类承兑票据、许可费、健康医疗保险应收款以及称之为“有偿付能力的无形资产”的各类无形资产等在内的出售行为。因此，在出售这些资产时遵守《美国统一商业典》的规定至关重要。

担保物权必须依附于特定的资产。担保物权可以以协议的方式在未来依附于某些增补资产或替换资产上，并为被担保方的未来款项提供保障。担保协议是用于创建担保物权的常见形式。担保协议是债务人和债权人之间关于担保物权设立的明示授予，必须准确描述担保品及其担保义务。

即使存在担保物权，除非该担保物权已获得了完善，否则仍有可能无法对抗其他债权人。

虽然某些担保物权是自动完善的，但通常担保物权仍然需要以下方式使其完善：（1）登记；（2）被担保方占有担保物；或（3）被担保方对担保物（如一个存款账户或证券账户）拥有实质控制权。

担保物权进行权利完善的方式也与基础资产类型有关。无形担保品（如账户、有偿付能力的无形资产和普通无形资产）的担保物权可以通过登记予以权利完善，登记信息中必须包含债务人、被担保方双方当事人担保的名称和地址及对担保物的描述。有形担保品（如货物、有形动产契据、合约和可转让单证）的担保物权也可能通过占有方式予以权利完善。证券及其他形式投资类财产的担保物权可以通过控制方式予以权利完善。一般情况下，取得控制意味着采取必要的措施让被担保方可以在无需债务人配合的情况下出售相关担保品。在证券化交易中，控制的获得方式通常是将证券化资产转移给担保中介机构，由担保中介机构同意并依照被担保方指令转让或处置担保品。

下面的图表总结担保物权权利完善的主要手段。

资产	权利完善的方法
账户	登记
动产契据（有形）	登记或占有
动产契据（电子文档）	登记或控制
商业侵权索赔	登记
存款账户	控制
货物	登记或实际占有
设备	登记或实际占有
合约	登记或实际占有
文档	登记或实际占有
投资类财产	登记、占有或控制
信用证项下权利	控制
普通无形资产	登记
有偿付能力的无形资产	登记

B. 现金流分析

通过为资产支持证券设置结构化分层和改变向不同券种投资者的偿付顺序，证券化交易能

够实现信用风险隔离和提前偿还风险隔离。风险隔离程度和隔离机制，都会因各种资产类别和同类资产下的各种结构而有所差异。我们特别选出下面一些常见的结构机制。在本文第四章 A 节则为这些机制提供了更详细的讨论。

1. 证券化交易中常见的结构特点

a. 信用风险的保护

优先级别高的债券通常因结构化设计而具备与基础资产信用风险相隔离的特点。当基础资产发生违约时，损失一般首先由劣后级债券的持有人来承担。相反地，已发生违约的资产的回收款却通常用来首先偿付最优先级别债券。优先级别高的债券通常会采取几种不同的方式来实现与基础资产信用风险的隔离，包括：设置劣后级债券，超额抵押担保，超额利差，和信用保护触发机制。

下面对每一类作简要描述。

- **设置劣后级债券：**在高优先级别债券的价值发生违约减值之前，其次顺位券种所对应的本金价值必须首先进行减记。次顺位债券为较高优先级别债券提供了信用保护。在同等情况下，次顺位券种份额越大，就意味着对优先级债券越好的信用保护。
- **超额担保抵押：**担保超额抵押是指基础资产的本金余额价值超过所发行的所有资产支持证券本金余额的部分。它通常是基础资产本金余额的百分比来表示。在同等情况下，担保超额抵押部分越大，就意味着对证券持有人有越好的信用保护。
- **超额利差：**超额利差是指基础资产产生的利息减去应当支付证券持有者利息的超额部分。针对基础资产的信用质量或业绩表现发生恶化而低于预先设置的阈值水平的情形，一些证券化交易会设计吸纳超额利差以用于偿还优先级债券持有者的补偿机制。
- **触发机制：**在一些 RMBS 和 CLO 的证券化交易中，设计有能够改变现金流偿付顺序的内置触发机制，譬如基础资产的信用质量或业绩表现低于预先设置的触发水平时，基础资产的利息和本金收入就会优先向优先级较高债券持有人进行支付。通常这些触发机制体现在劣后级保护水平、担保超额抵押水平等指标上。这些指标必须得以满足，低级别券种持有人才能收到利息和/或本金。
- **损失分配：**损失与现金流分配的顺序相反，是从最低优先级债券种向最高优先级债券传递的。然而，对于不同类型的交易，何时减记也会有所差异。在诸如一些 RMBS 交易中，各类券种本金余额的减记是在损失发生时。如果基础资产后来又产生了回收款，则当时减记的金额需要予以恢复。这种“损失即减记”的过程也减少了对已减记券种持有人的收益支付。在另外一些 CLO 交易中，本金余额并不会发生帐面的减记。

在产品到期或者资产赎回的证券化交易中，基础资产出售得到的本金收入所得按顺序被用于偿还各类券种。因此，如果有未能回收的基础资产损失时，则优先级别较低的债券是无法收回本金的。此外，各类券种的利息金额会基于该券种存量总额而继续计息，与“损失即减记”的过程不同。

b. 提前偿付风险的保护

优先级别较低的债券因结构化设计而对提前偿付风险相对来说不敏感。由基础资产提前还款而引发的不规则本金收入款项将会首先用于偿付高优先级别债券。交易存在各种机制来改变证券对提前偿付风险的敏感度。一些主要的机制包括设置再投资期和利息转移结构。

一些诸如 CLO 的结构化交易中会设置再投资期，在此期间内，无论是还款计划内或是还款计划外的本金收入都将被重新用于投资新的基础资产，只要该基础资产能够满足入池标准和信用表现的要求。对于 CLO 产品而言，在再投资期间收到的本金收入会降低高优先级别债券对提前偿付的敏感性，但如果再投资的抵押物的信用质量较弱或者其票面利率及利差水平比已经提前偿付的基础资产更低，那么这将导致利息覆盖率和超额利差的降低，进而可能增加信用风险敞口。当然，通过采用抵押物质量测试，可以降低这些风险。在再投资期之后的预定本金收入款项会被用于偿还高优先级别债券。此外，如果项目表现测试没有通过，那么经过再投资期之后，非计划内的本金收入也将被用于偿还高优先级别债券。

在类如 RMBS 的交易中，还会有优先级—劣后级利息偿付权益转换结构。该结构允许在锁定期内（比如五年）收到的所有提前偿付款都用于偿还高优先级别债券持有人。并在锁定期过后，只要该产品能够通过某些通常被称为 Step-Down 表现测试（是对基础资产组合中的累计违约率的测试），那么提前偿付款的一部分也会按持有本金余额比例分配给优先级别较低的债券持有人。该部分低级别券种持有人所获得分配的比例通常会伴随产品存续期变长而上升。但一旦产品未能通过信用表现压力测试，那么提前偿付得到的收入都将被用来偿付高优先级别债券持有人。

2. 偿付顺序：现金流的分配

各类资产支持证券与其基础资产的信用风险隔离和提前偿付风险隔离，不仅是通过结构化分层来实现，而且也通过在高和低优先级别债券之间设置现金流偿付顺序来实现。

在大多数交易中，利息收入和本金收入款项都首先被用于向优先级别较高债券持有人支付。这种形式的偿付结构通常被称为“顺序支付”。顺序支付会将收入优先向优先级别较高债券持有人进行支付，避免其因信用风险而受损，但是顺序支付也会使其暴露于提前偿付风险之下。

顺序支付结构在所有资产的证券化中都经常被采用，但也会有些差别。例如，某些顺序支付结构会把所有利息收入和本金收入都优先对优先级别较高的债券进行偿付，其中也包括原本分配给优先级别较低的债券持有人的利息收入。还有些偿付结构不允许将原本分配给优先级别较低的债券持有人的利息收入用于偿还优先级较高的债券。

一些资产类别的证券化，如 RMBS，允许预期本金收入按照各券种的未偿本金比例来进行分配，也即较高与较低优先级别债券持有人收到的现金比例是根据他们应收的利息或名义存量余额来定。允许按比例支付的结构通常会为了补偿这种优先次序，而在特定触发机制触发后转换到顺序支付形式。按比例支付的形式在信贷危机之前被广泛采用，自信贷危机之后，偿付结构变得更加简单，而顺序支付形式已变得更为普遍。

3. 偿付顺序：违约事件

在违约事件（EOD）发生时，通常会完全恢复为顺序支付模式下的现金偿付结构。在 EOD 中，各券种的加速清偿机制也将加快本金的偿还，所有现金流将优先偿付优先级别较高的债券直至该级别完全偿付完毕，随后才进行下一级别证券的偿付，以此类推，直到所有券种都被完全偿付完毕。

C.交易结构

1. 市场驱动型

即便只有一个资产池，ABS 市场通过把证券分为不同层级，依照“现金流瀑布”条款所述（参照第四章 A.1 节）建立分配次序，为不同风险偏好的投资者们提供不同的投资机会。这一过程如同一家公司的投资者在通过银行债务、债券、劣后级债务、优先股和股权等方式投资时需要承担不同级别的风险。资产池主要划分为优先级、次优劣后级（通常被称作“夹层”），以及权益型证券。通过分割和分配资产池现金流的方法，为不同档级的投资者提供不同的风险配置（同一层级可能会进一步根据到期日再细分，从而满足投资者对不同久期的偏好）。

优先级的评级一般为 AAA 级，并且规模通常远大于劣后层级，所以它的目标群体为拥有较大投资金额和更低收益阈值的投资者们。相比之下，夹层级的评级通常为中高投资级，投资者同优先级类似，但他们有不同的战略持有计划，以及有更高的风险承受能力。劣后级和股权性质债券通常没有评级，一般由原始权益人自留或卖给有更高风险承受能力的投资者，比如对

冲基金。优先级，夹层级劣后级和股权性质债券的投资者类型总结如下：

优先级：银行、养老金、资产管理公司、保险公司。

夹层级：投资者与优先级相同，但是对信用风险和最低资本回报有不同的要求。

劣后级：通常被原始权益人自留或卖给有更高风险承受能力的投资者，例如对冲基金。

股权性质债券：原始权益人/资产管理公司、专业金融机构、对冲基金。

a. 循环购买结构或静态摊还结构

发行人通常把 ABS 产品划分为动态循环购买和静态摊还投资模式。发行人通常依靠循环池来逐步累积基础资产，因为循环池的设计本身就是为了在聚集足够份量的基础资产后，用以支持分期摊还证券。以上被称作仓储型结构。然而一些其他基础资产类别由于频繁的月度活动而不能适用于分期摊还结构。对于该类基础资产，将一直使用循环购买结构。许多此类 ABS 的投资者会购买循环型证券。然而在某些情况下，信托发行人也会发行定额债券，例如消费信用卡信托和汽车经销商展厅贷款信托。

b. 静态摊还资产池

分期摊还证券被设计为计划内偿还本金、或期末整付、或自然过手摊还型结构。在每一种情况下，静态摊还结构是根据资产池中某些特定资产的特点而制定。所有债券的偿付方式和债券到期日是根据资产池中相关资产的预期偿付方式确定的，投资和债券评级分析也是由被证券化的资产池特性决定的。尽管这些债券可以在市场上交易，但是通常会由银行、资产管理公司，退休基金或保险公司等投资者持有到期。投资者通常购买这些债券来匹配自己的资产负债以及满足自身的偿付需要。许多人寿保险公司持有长期性投资，他们对于持有资产有更长期的视野。

c. 循环资产池

循环池通常由银行提供给发行人或原始权益人，以满足其对类似基础资产持续性融资的需求。通常这个结构的目的是聚集基础资产用于发行一定资本总额的分期摊还证券。在动态循环池中，基础资产被频繁周转并且不断变化。为了减少这些不断变化资产的表现波动，投资者或银行通常会设定在循环期间资产池的最低入池标准。投资者和评级对循环结构证券的分析同时考虑了基于最低入池标准所可能形成的最差资产池，以及实际最有可能发生的基本情形。

循环池有一个循环期，在循环期结束时，证券会根据池中资产的偿付特点进行摊还。投资者的预期到期日是根据循环期和循环期后的支付方式这两者来确定的。

这些循环结构的可能投资者通常为银行或由银行管理的资产支持商业票据(ABCP)通道。银

行和通道具有为循环池提供日常所需资金的能力。但是，资产管理公司和保险公司通常不具有为资产池提供所需的持续性定期性资金的能力。因此，当这些机构借给循环结构资产池资金时，它们通常会购买信托的固定金额证券。有一些资产池是结合摊还型和循环型分层来融资的。

d. 利息支付-固定或浮动利率

如果资产池包括生息资产，并且该利息被用以支付 ABS 的票面利率，那么发行的 ABS 票息会根据目标投资者的偏好与资产池的收益特点，或为固定利率或为浮动利率。投资者群体的一般偏好可能会影响他们对固定利率或浮动利率的证券的选择。相关的利率指标也与这种选择有密切的关系。在低利率的市场环境下，未来利率有大幅攀升的预期，在需要按市价计值的情况下，固定利率证券有可能出现负收益记账，投资者更可能青睐浮动利率证券。对发行人而言，优先的选择是将资产池中的固定收益与相关证券的固定票面利率进行配对，以此来消除交易中产生的利率风险，让两者相匹配，但仍需要指出的是，当投资者偏好不允许作出这样的配对时，发行人可能会选择在交易中嵌入利率掉期。

银行购买的 ABCP 和其他证券通常是浮动利率，与伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）或商业票据（CP）的资金成本挂钩。固定收益类型的基础资产需要有足够高的利率来支持浮动利率的无限度风险，或者为证券设立对冲、利率上限，来尽量降低从固定转为浮动利率的风险。循环结构的利息通常按月支付，而固定利率的证券可以于其他时间段支付一次利息。

e. 证券到期日

一些特定的资产根据其偿还的特点需要有更长的存续期（比如住房抵押贷款和助学贷款），因此投资者需要接受较长的偿还期。证券化资产的到期时间从相对较短（大约 2 年的加权平均期限（WAL）的汽车贷款/租赁资产抵押证券）到较长的 RMBS（WAL 为 7 年）。资产支持证券发行经常有多个按顺序到期的层级，尤其在优先级的类别里。比如，汽车资产抵押证券中有为货币市场投资者设计的 9 个月或更短到期的部分，也有为其他 AAA 级投资者设计的 3-5 年到期的部分。这些不同层级证券的持有者根据他们资产组合管理中的收益目标和现金需求而产生不同期限偏好。

ABS 经常涉及预期到期和法定最终到期的概念，前者基于基础资产的还款计划，后者则包含缓冲的时间段用以等待资产池中还款较慢或违约的资产全额付清。这通常被称为额定到期，即允许额外的时间段使证券免于被认定为无法偿还而违约。大体上所有资产支持证券都是在预期到期日前由基础资产还款或新发行证券的回流融资来偿还的。

f. 货币

为了分散和提升一项交易的投资者数量，也为了投资者需求的最大化，发行人可能期望能够利用可替代的或额外外国货币市场。这种策略很适合到期一次支付型的交易结构，如信用卡证券化，外汇掉期是一种相对简单直观的结构与执行方式。

g. 关于资产抵押证券在欧盟证券交易所上市的思考

有些原始权益人与交易安排人可能希望提供资产支持证券给欧洲投资者，他们会安排证券在欧洲证券交易所上市和交易。这样做有几个优势，主要是，它使证券更容易被欧洲投资者购买和交易，所以证券对欧洲投资者而言将更具吸引力。上市证券必须符合一定的披露和报告标准，因此对投资者而言，证券上市意味着符合这些要求。随着时间推移，特定类型的 ABS 在欧盟交易所上市有助于欧洲投资者熟悉这些产品和经常参与的发行人。

想让证券在欧盟证券交易所上市的非欧盟原始权益人可以在多个不同市场之间作选择。对于非欧盟发行人，通常所选择的交易所包括伦敦证券交易所、爱尔兰证券交易所和卢森堡证券交易所。这些市场由相关的欧盟成员国的金融监管机构进行监管，其细分市场符合欧盟立法下的“监管市场”要求。此外，也有一些替代的市场被称为“交易所监管市场”，这通常是更新、更小的发行人，和不太常见的基础资产类型和产品的选择——伦敦证券交易所、爱尔兰证券交易所和卢森堡证券交易所都有交易所监管市场部分，分别称为专业证券市场（PSM）、国际交易市场（GEM）和欧元多边交易市场（MTF）。在考虑选择哪一个交易所的时候，发行人、原始权益人和交易安排人会考虑：目标投资者的市场和这些投资者的需求及偏好，交易所提供历史数据的不同标准，信息披露文件的具体形式，定期报告要求和其他关于投资者的信息，上市所需的成本和时间，以及其他一些事项。

2. 会计驱动型

在证券化的相关核算中，为了确定一笔特定的交易是否可以算作表外业务，有两个基本的问题需要弄清。一是参与其中的 SPE 是否必须与原始权益人并表，二是转让的资产是否已经因会计记账目的而被出售。许多证券化过程涉及不止一次的资产转让，因此在一笔交易中，我们经常需要多次考察这些表格合并与出售问题。在证券化的不同阶段，或者为了不同的财务报告，这些问题的答案可能是不同的。

a. 报表合并

作为不确认判断分析的一部分，美国《通用会计准则》要求一个报告实体确认资产转让是

否包括转入一个合并范围内的子公司。因此，在考察出售记账是否发生之前，先要确定证券化实体是否需要与转让方进行合并。

(1) 特殊目的实体

对于采用美国《通用会计准则》的公司而言，合并的指导意见来自美国《会计准则汇编 810》，特别是，可变利益实体（VIE）这一章节。VIE 是拥有可变化利益的实体，可变化利益是指投资利益，或其他承担部分预期损失或获取部分预期剩余回报的利益。并非所有广义的 SPE（SPE）都是 VIE，然而在证券化范畴内，SPE 通常都是 VIE。

确定谁对证券化实体进行合并的第一步，是确认交易的所有参与方以及哪些参与方拥有可变利益。尽管对交易参与方没有比较会计结果上的要求，但为了对理解如何会计处理各参与方在发行人处的利益，每个参与方还是需要了解赋予各方的权利与义务。理论上，只有一个主体可以得出其具有 SPE 的控制权。

在美国《通用会计准则》中，《会计准则汇编 810》要求确定主要受益方，即在可变利益实体中拥有财务收益控制权的参与者。这主要是因为主要受益方具备：（1）主导最能影响可变利益实体经济表现活动的权力；（2）在可变利益实体中承担非微小损失的义务和获取非微小回报权利。

值得注意的是，看似重大的承担损失的义务可能只是交易中的很小一部分，甚至不足 5%。信息披露驱动的美国《通用会计准则》和风险驱动的管制会计是没有关联的，但是，美国监管机构错误地使用美国《通用会计准则》来作为风险的替代，这个错误我们强烈警告中国监管机构要尽量避免。

(2) 美国财务会计准则委员会（FASB）关于合并的指导意义

2015 年 2 月，美国财务会计准则委员会（FASB）发布了会计准则更新《会计准则更新 2015-02》³²，修订了《会计准则汇编 810》中关于合并的要求。这次修订影响了主体对于以下事项的评估：管理一个基金或资产支持融资结构产品所获得的收入是否导致主体的合并；有限合伙和相似的主体是否应当被合并；报告主体的关联方或实际代理商所持有的可变利益是否会影响合并的最终决定。另外，修订后的指导中，许多有限责任的合伙企业属于可变利益实体，并且无论合并是否发生，都可能需要遵循可变利益实体的信息披露要求。

此次修订对证券化行业影响最为深远的部分是该法案规定了报告主体关联方如何持有可变

³² 美国财务会计准则委员会更新《会计准则更新 2015-02》会计准则，《合并分析修正案》。

利益，以及支付给决策者或服务商的费用将如何影响合并分析，尤其在涉及 CLO 主体的情况下。

(3) 支付给决策者的费用是否作为可变利益

在当前美国《通用会计准则》下，尤其经《会计准则更新 2015-02》修订《会计准则汇编 810》后，对于是否将支付给决策者或服务商的费用记为可变利益的评估因素主要包括三点：（1）上述费用是否被用作对决策者或服务商提供服务的补偿，以及费用支出是否与其服务工作付出程度相称（参阅《会计准则汇编 810-10-55-37(a)》）；（2）决策者和服务商是否在具有承受损失能力的可变利益实体中拥有其他利益（通过关联方获得直接与间接利益，或共同管控下由关联方持有的大多数利益）（参阅《会计准则汇编 810-10-55-37(c)》）；（3）协议是否仅包含与市场类似服务协议拟定协议中常见且符合市价的条款、条件或金额（参阅《会计准则汇编 810-10-55-37(d)》）。因此，可以预计仅有少数的费用会被算作可变利益。

《会计准则更新 2015-02》并未对当前用来评估某报告主体是否满足具有潜在重大利益条件的阈值进行修订。然而根据新的合并要求，如果支付给可变利益实体决策者的费用额度适当且符合市场价格，则无论报告主体在可变利益实体中是否拥有其他经济利益，这些费用都不应被考虑在可变利益实体的决策者的经济风险敞口评估中。在新的规定下，某些由于具有显著费用安排而实行合并的特定架构可能将需要解除合并。

(4) 财务利益控制

(a) 权力

通常在证券化过程中，影响主体经济效益的最主要因素是其基础资产的经济表现，而影响基础资产经济表现的最典型因素是服务商对于不可控的拖欠与违约事件的管理，抑或管理型 CLO 中的抵押品管理人对抵押资产的筛选、监控、以及交易行为。在分析一个主体是否拥有主导上述活动的权力时，需要首先确认该主体是否单方面拥有这种权力，抑或其他主体是否也有相关的权利与责任，比如具有做出或者同意重大决定，指挥主体机构采取必要措施，或无需理由即可更换主体的权利或权力。

(b) 共享权力

在《会计准则汇编 810-10》的 VIE 模型中，在以下情况下权力被认为是共享的：（1）两个或两个以上的无关联主体同时拥有指挥 VIE 的重大事项的权力；（2）上述重大事项的决定需要

所有主体的一致同意方能实行。

(c) 关联方与代理关系

美国《通用会计准则》要求在合并评估中对关联方或实际代理人的参与进行考虑。美国《通用会计准则》中的 VIE 模型设有规则，要求合并分析的全过程都要考虑关联方或实际代理人。无论报告主体是否可以令关联方代表其进行投票表决，关联方所持有的利益都可能导致 VIE 与某关联方合并。即使关联方没有单独凌驾于 VIE 之上的权力，此种合并仍是可以进行的。根据美国《通用会计准则》规定，当没有任何主体可以单独同时具有决策相关事务的权利及具有潜在的重大经济利益时，但相关集团的成员团体可以同时满足上述标准时，则需要评估上述相关团体的成员中，哪一方与原主体关系最为密切，从而进行合并。

b. 判断证券化是否是出售行为

并非所有证券化都会被记作是对被证券化资产的出售。一些会被记为融资，另一些，如用抵押贷款来交换 MBS，则因为除了被转让资产产生的利益之外，没有任何额外的收入，因而既不会被记为出售，也不会被记为融资。证券化可记作出售的条件是资产转让人必须完全放弃被转让资产的支配权，而只有当以下三条出售标准均被满足时，方可认定转让人放弃了对资产的支配权。

(1) 出售标准

在金融资产、部分金融资产或金融资产池的证券化过程中，当转让人放弃被转让资产的支配权，并收到现金或其他形式的收入时，这个证券化将被记为出售或部分出售。并且，基于相同基础资产的收益权不被记作出售所得收益。在证券化过程中，当且仅当以下出售标准同时满足时，转让人才被认定放弃支配权：

- 1、被转让资产与转让人隔离，也就是，被转让资产需要脱离转让人、转让人的附属集团以及债权人，即使转让人或其附属集团发生破产、或破产接管下³³。
- 2、受转让人拥有抵押或交换转让资产的能力。
- 3、转让人、其附属集团或其代理人还没有通过资产回购或重新取得资产权力的协议，对转让资产或与转让资产相关的第三方收益权保持有效的支配权。

³³ 参阅《会计准则汇编 860-10-40-5.a》。

(a) 资产隔离

为了达到真实出售，被转让资产需要与转让人、与转让人合并的附属集团以及债权人相隔离，即使在转让人或其合并的附属集团发生破产、破产接管情况下³⁴。这需要基于以下三点作出事实判断：（1）转让人或其附属集团可能陷入的破产与破产清算类型；（2）该转让是否在法律层面被认定为真实出售；（3）转让人与受让人是否存在隶属关系。

多数证券化采纳两步转让来确保转让资产脱离转让人及其债权人。第一步，转让人将资产转让给 SPE，尽管该 SPE 完全由转让人拥有，但会被设计成转让人或其债权人无回收资产的可能。这个设计，部分由于不会为 SPE 提供过多的信用和收益保护，而在法律上使得资产转让被判定为真实出售。第二步，该 SPE 将资产转让给托管机构或其他法定媒介，此过程需要提供信用和收益保护（通过劣后级收益权或其他手段），以达到投资者要求的高信用评级。第二笔转让在法律上可能被判定为真实的出售，但也可能不被，并且理论上可以被 SPE 的破产托管方获取。但是，第一个 SPE 的架构、规章和目标起到了破产隔离的可能性³⁵。

转让人需要出具法律意见书来显示资产已达到法律上隔离要求。在某些情况下，法律意见书并不是必须的，如果转让人有足够的理由和条件来声明在要求提供法律意见书时，相关机构可随时获取此法律意见书。例如，转让人在满足以下条件时，可以不通过咨询律师即采取以上做法：（1）该转让是金融资产的常规转让并且未来转让方不会有任何后续参与；或者（2）转让人已经有过在同样法律法规下类似情况的转让经验。

(b) 受让人抵押或交换被转让资产的权利

第二个出售标准是受让人必须拥有抵押或交换被转让资产的权力。但是，当受让人是证券化的载体时，由于证券化载体在抵押或交换被转让资产方面受限，因此任何受益权的第三方持有者必须有抵押或交换该受益权的权利。假如抵押或交易行为可以为持有人提供非微小的利益，则没有条件可以限制持有人行使该权利。

任何对持有人通过抵押或卖出这些受益权来兑现现金（金融资产的主要经济收益）行为的限制或约束，都需要被谨慎评估，从而来确定该限制是否妨碍了出售结算，特别在该限制能为转让人提供非微小利益的情况下。正如《会计准则汇编 860》中所述，FASB 会推定，在缺乏相反例证情况下，转让人施加于受让人的限制会为转让人提供非微小的利益。

分析资产出售的重要因素之一，是确认转让人是否会继续涉入被转让资产当中。在转让人

³⁴ 参阅《会计准则汇编 860-10-40-5.a》。

³⁵ 参阅下文第二章 A 节。

确定不会继续涉入被转让资产，或者转让人无法继续从被转让资产中获取更多利益的情况下，被转让资产被认定为不再属于转让人的资产，并需要从转让人财务报表中移除。继续涉入被转让资产的例子包括：资产服务职责；除标准声明与保证外的追索义务；管理职责；包含被转让资产实体的全部或部分所有权；以及有关未来现金流的其他涉入。

转让人的继续涉入是否会构成对受让人的约束，以及是否最终将为转让人提供非微小利益，上述两点是需要判断的。当转让人意识到此约束存在的时候，即使这个约束并非转让人有意施加，这个约束也必须被评估。

SPE 的证券持有人有时会被限制其转让受益权的能力。这是由于交易条款约定转让仅在被《1933 年证券法》规则豁免后方能实施。证券法的“144A 条例”规定潜在二级购买者必须为成熟投资者，但这并不排斥会计出售处理，即便在缺乏一个活跃的市场时，也不排斥会计出售处理。

(c) 转让人放弃有效控制权

出售要求转让人对被转让资产不保留“有效控制”。转让人、其合并附属公司及其代理人均不能通过如下方式对被转让资产或与被转让资产相关的第三方利益保留有效控制：

- 1、要求转让人在资产到期前回购被转让资产的协议，例如远期合同或重新收回协议；
- 2、促使 SPE 归还特定资产的单边权利，仅向转让人传输细微利益的结清权除外；
- 3、允许受让人要求转让人以优惠价格回购转移资产的协议，且事实上受让人很有可能会执行此协议。

最后一种情况中，如果存在任何契约机制，使受让人可以持有看跌期权而要求转让人回购特定资产并获取明显收益，且在合同签订时，该看跌期权为实值看跌期权（即价格低于市场价格），会计准则将会做出售结算排除处理。因为在上述情况中，受让人的期权定价如此有利而受让人极可能要求转让人回购资产，因此，转让人仍然对被转让资产维持有效控制。如果看跌期权为平价期权或价外期权，则期权被执行的可能性低，该期权将不作出售结算排除处理。

(2) 未遵守出售标准

如证券化不符合出售标准，则收入（除证券化资产的受益权外）将被计作负债，即抵押借款的形式入账。资产将继续留在转让人资产负债表上且不做计量变更，即不会体现盈亏。由于不体现盈亏，此类资产应与未作抵押的资产相区分。

对基于转让人或其合并关联公司合法持有的被转让资产相关的证券，也就是，不是为向第

三方发行而谋求收益的证券，这些证券将不体现在转让人的合并资产负债表中。其经济效应体现在资产负债表中证券化资产与证券化负债之间的差额。

即便证券化被计作融资，仍在会计上持续需要很多主观判断和预估，并且鉴于诸如提前还款、信用损失及利率浮动这类常规因素，仍可能引发收入的波动。毕竟，公司仍实际继续持有剩余部分。会计处理为融资的证券化，与会计处理为出售的证券化相比，通常在经济层面区分不大。因此，在经济层面上，证券化资产（继续留在资产负债表上的部分）超过相应债务（以登记的证券化债务形式）的部分，是非常类似于保留的剩余价值。

3. 法律驱动型

a. 法律意义上的资产隔离³⁶

从法律角度看，SPE 中证券化的资产隔离是证券化结构中最为重要的部分。一般而言，法律隔离是指将证券化资产置于原始权益人的债权人可追索范围之外的过程。

证券化资产隔离是资产证券化产品与其他企业债务证券的最大区别。试想一下，当购买企业发行的无担保债券时，投资者必须分析企业偿付债券的能力，即需要对企业的资产负债表、现金流和未来商业计划进行分析理解。当购买企业发行担保债券时，尽管该债券的抵押品可以相对缓释此类债券的投资风险，投资者也必须时刻关注上述事项。与之不同的是，证券化资产隔离使得资产证券化产品的投资者能够专注于基础资产的信用特性，且无需担心证券化资产在破产程序中被用于偿还原始权益人的债权人。因此，资产证券化产品相对于到期日相近的传统公司债券，可能具有较低收益率，有时可降低企业的融资成本。

综上所述（第四章会有更详细讨论），真实的证券化资产隔离一般具有以下要求：(a)原始权益人向 SPE 真实出售证券化基础资产；(b)原始权益人与 SPE 不存在交易或关系会使得，当原始权益人涉及破产程序时，SPE 的资产被破产法院合并入原始权益人资产的情景。为达成具有法律效益的证券化资产法律隔离，除需遵守上述破产法规外，还需遵守其他相关法律原则和程序（如 UCC）项下关于完善对出售应收账款支配权的相关条例）。

b. 税收

从税收角度看，建立证券化交易的最主要的目标是确保税收中性和税收确定性。这两项税收目的同等地适用于纯境内证券化以及涉及多国税务管辖和跨境支付款项的证券化。税收中性

³⁶ 参阅上文第二章 A 节，关于对法律隔离和完善更详尽的讨论。

是指减小或排除任何因证券化结构而产生的重大的、额外的税务成本。换言之，税收中性化的目的是使得证券化的税务金额和发生时间与基础资产未进行证券化情况下的税收金额和发生时间无重大区别。

在可能导致额外税务成本的拟定交易中，税收的确定性尤为重要。在此类情况下，尽早获悉这些税费对原始权益人就确定是否继续证券化项目而言是至关重要的。证券化税收结果的确定性对于评级机构也同样重要，评级机构（如有）希望交易中不会发生无法预期的税务变动（如发行人层面税费），上述税务确定性需求通常以税务意见书（参阅下文第 II 章 D.5.f 节）或者补偿条款形式满足。

在为证券化搭建最优税务架构时，主要需针对下列三类纳税人的税赋情况进行设计，即原始权益人/转让人的税赋、发行人的税赋、以及投资者的税赋。下文将讨论上述三类纳税人主要涉及的税务问题。除此之外，资产证券化交易过程其他潜在参与方的税赋情况也应被赋予重视，如服务商的税赋结果、以及掉期或其他融资工具对手方的税赋结果。

(1) 原始权益人/转让人

原始权益人/转让人在向发行人转让基础资产时，产生的税赋主要涉及到以下方面：

- 此转让是否构成转让人对资产的应税处置，举例而言，此转让被视为转让人对资产的出售，或是担保借款的资产出质。
- 如果此转让被视为出售或其他应税资产处置，则因转让而产生的任何收入或损失是否应被认定为转让人当前的应税项，是否应延期认定，是否完全免税。
- 转让是否涉及任何实质转让税项或其他间接的税赋，如增值税。

此外，还需考虑因原始权益人/转让人从发行人处获得剩余利润或损失所产生的应税问题：

- 原始权益人/转让人是否在被转让资产或发行人中保留权益。
- 如何确认从原始权益人/转让人自留资产或发行人持有权益中获得应税利润或损失的赋税项税务发生时间。
- 原始权益人/转让人在证券化终止后的相关税赋如何认定。

(2) 发行人

在发行人层面需重点考虑的税收问题之一是确保其证券化资产所得收入不需纳税或税赋小至可被忽略。上述目的实现方式将取决于发行人作为纳税主体的所在地所适用的管辖区税务法律的相关规定。

- 税收透明性：发行人在相关法律管辖区中被视为税收透明体，从而针对证券化终止前的证券化资产收入，仅向原始权益人/转让人或投资者课税。
- 税收抵扣：发行人有可能会面临企业层面的税赋，但允许发行人从证券化资产所产生的收入中抵扣向投资者支付的利息/收益。
- 离岸管辖：发行人在资产所在法域以外的税收优惠的法域成立，资产所在法域不会向发行人征收企业层面的税赋。

在证券化交易中，发行人还需要考虑的其他税务问题包括：

- 确保发行人就其资产产生的收入不适用预提税。
- 确保发行人不会被拟定的司法辖区以外的其他司法辖区视为纳税主体。
- 确保发行人不涉及任何实质转让税项或其他间接的税赋，如增值税。

(3) 投资者

- 确保向投资者支付的款项中不引起任何当地国家的预提税，或此类预提税可在保持交易目标不变的情况下尽可能降到最低。
- 根据当地国家的税法或适用税务条约，预提税可否进行扣减或免除。这需要考虑征税国家是否拥有广泛的税收条约关系网。
- 确保当地国家不对投资者处置或赎回其投资权益所得盈利征收任何所得税或预提税。
- 确保投资者不涉及任何实质转让税项或其他间接的税赋。

c. 投资者驱动型法律要求

在证券发行流程当中，某些特定法律架构的建立是为满足相关投资者的特殊要求，而非证券化过程本身的基本要求。举例而言，养老基金投资者要求法律架构设计符合《雇员退休收入保障法》³⁷项下要求。同理，货币市场基金要求法律架构设计符合《投资公司法案》³⁸。美国资产证券化市场中投资者的多样化催生出多样化的法律架构设计，以满足投资者的需求。

投资者需求和特性同样促成了美国资产证券化市场非常重要的分类，即公开市场（公开注册发行市场）与私募市场（或“144A 条例”市场）。公开市场以及所有公募证券的法律要求均以满足非机构投资者和投资者对流动性最大化的需求为出发点。私募市场以及其略显不同的法律要求均以需满足投资者愿意投资流动性相对小或不符合公开发行业要求的债券，且具有更高独立尽职调查能力的投资者。

³⁷ 《美国法典》第 29 卷 1001 节以及下列。

³⁸ 《美国法典》第 15 卷 80a 节 1 条以及下列。

D. 必要文件概述

1. 出售协议

原始权益人通过售出协议，向 SPE 出售证券化基础资产。为了实现 SPE 资产的法律隔离，双方必须通过售出协议达成资产的真实出售。因此，该协议旨在以公平市价出售资产，且在资产发生任何不良信用表现时，不得向原始权益人追索。

售出协议通常包括原始权益人或其它转让人就所售资产属性作出的陈述及保证担保。例如，典型的陈述及保证担保可以包括，所售资产是原始权益人或其它转让人遵循其信贷指导方针而发放或获得的。通常而言，售出协议将规定，若发生违反陈述或保证担保的情形，原始权益人或其它转让人将需平价回购相关资产，即价格等于资产的本金余额及累计利息之和。

2. 服务协议

鉴于其自身的有限目的性，SPE 不招聘员工也并不进行实质意义上的业务运营。因此，尽管 SPE 是证券化基础资产池的最终所有人，SPE 必须聘用第三方服务商，为其以及投资者将基础资产产生的应收款项归集和入账。服务协议就服务商的职责设立条款及条件。

对任何资产证券化交易的整体业绩结果而言，服务商能够最大化地归集基础资产池产生收益的能力是极关键性的因素。除日常的归集服务，例如处理和入账正常交易过程中获取的付款，之外，服务商必须尽可能从迟延支付或违约的债务人处获取并处理相关付款。此等归集服务采取的措施可以包括修定贷款条款以使借款人赎回负担适度减轻，也可以包括止赎、执行抵押物的强制出售程序，以保障贷款得到回收。

3. 契约

在证券化基础资产被转让给 SPE 组成资产池后，SPE 通常将发行以资产池收益为现金流支持的证券。多数资产证券化项目，证券发行是基于 SPE 与受托人之间的契约。在其他资产证券化项目（尤其是 RMBS）中，证券发行则是基于 SPE、受托人及服务商之间的归集及服务协议。

在契约中，SPE 将证券化的资产出质给受托人，受托人为投资者的利益持有此等资产。通常情况下，契约作为一份交易文件，将定明支付先后顺序，即现金流瀑布。契约也将列明各种违约事件（例如 SPE 未能按时支付利息，SPE 或服务商严重违反了合同承诺）。若发生违约事件，受托人及投资者可以采取的主要措施包括将资产证券化产品加速清偿（在实际可行的情况下），止赎拍卖（在允许并可行的情况下），或者开除或更换服务商。

4. 归集及服务协议（PSA）

通常情况下，尤其在 RMBS 产品发行中，出售协议、服务协议、契约及信托条款被整合成为归集及服务协议（PSA）。PSA 作为综合性文件，涵盖下述条款内容：转让应收帐款等基础资产；完善发行人的应收账款权益；服务商的职责；设信托及将应收账款转让给此等信托；受托人的权利及职责；转让人的陈述及保证；及现金流“瀑布”（即列明现金流在各方、各优先级别及各组证券中支付先后顺序）。

5. 贷款协议

很多情况下，证券化参与各方因交易的架构与目的各种需要，会使用贷款协议。例如，发起人为筹建规模足以进行证券化的资产池而储纳应收账款等基础资产，贷款方向储纳载体提供资金，储纳载体通过购买应收账款以归集资产池。类似地，有时当发起人将应收账款资产池转让给一个 SPV 的子公司，而非继续将该池应收账款转让给另一个 SPV（例如信托）时，该 SPV 可以将该应收账款资产池作为担保，从贷款方处借到所需资金。

绝大多数贷款协议的条款与一般贷款协议类似，但是会更侧重于担保物及担保物质量。

6. SPE 设立文件

不少证券化交易需要运用两个 SPE，即一个存入机构和一个发行人。存入机构作为 SPE，从原始权益人或其他转让人处获取或购买证券化资产，并将上述资产转让或出售给发行人。发行人作为 SPE，拥有并持有证券化资产，并以自己的名义发行以上述资产为基础资产的证券。

存入机构通常以特拉华州有限责任公司的形式设立。有限责任公司协议是其运营的主要机构文件，通常由董事会管理。为了保持存入机构的有限目的，并确保其与母公司（一般是原始权益人）之间的破产隔离，有限责任公司协议包含了多项承诺，一方面限制存入机构的活动，另一方面要求存入机构遵循必要的手续以保证与母公司的独立性。

发行人通常以特拉华州法定信托或纽约州普通法信托的形式设立。信托协议是其运营的主要机构文件。鉴于发行人不雇佣任何员工或管理人员，信托协议通常还伴随着管理协议。管理协议规定第三方机构（通常是原始权益人或其关联公司）将承办受托人所不处理的信托事务。

7. 法律意见

证券化中普遍需要出具多种法律意见，以便解决证券化过程中的一些常见问题，以及与特定交易或者特定资产相关的问题。大多数法律意见需要由发行人律师出具，并同时提供给受托人、承销商以及其他交易关联方。

a. 真实出售与不并表

发行人律师通常被要求，就原始权益人构成《破产法》项下的债务人，且其所涉破产案件为合理呈递并已作出判决的情形的假设下，出具涵盖下述内容的法律意见：

1. 破产法庭会判定，依据出售协议进行的证券化资产移转，属于原始权益人将此财产出售给 SPE，而非一笔贷款。因此，被证券化资产不属于原始权益人的破产财产，且《破产法》也不禁止原始权益人以服务商的身份根据服务协议的规定分配被证券化资产所产生的现金流。
2. 破产法院不会从实质上对原始权益人和 SPE 的资产与负债进行并表。

出具上述法律意见需要基于广泛的法律与事实分析。对整体框架分析的详述请见上文第 II 章 A.1 节和下文第 IV 章 B.1 节。

b. 担保物权

在典型的证券化中，发行人律师还需要就担保物权出具法律意见。该类法律意见一般涵盖如下结论：

- 根据 UCC 适用条例，出售协议为 SPE 就原始权益人在证券化资产和任何可识别的收益中的权利设立有效担保物权。
- SPE 就原始权益人在证券化资产和任何可识别的现金收益中的权利享有完整的担保物权。
- 根据 UCC 适用条款，契约条款为受托人就 SPE 在证券化资产与任何可识别的收益中的权利而设立有效担保物权。
- 受托人就 SPE 在证券化资产和可识别的现金收益中的权利享有完整的担保物权。
- UCC 项下的针对原始权益人和 SPE 的检索报告确认，无被担保方曾递交满足下列条件的融资备案文件：（1）该融资备案文件在检索报告出具日有效；（2）该融资备案文件将原始权益人或 SPE 列为债务人或卖方；（3）该融资备案文件将证券化资产列为担保物。

c. 公司事项和可执行性

资产证券化中的各重要当事方律师通常就该方在参与资产证券化及履行义务的能力的相关事项出具法律意见。典型的法律意见包括以下几种：

- 当事方是适用其机构成立所在州的法律的有效存续并正式认可的企业或有限责任公司等法律实体，且作为资产证券化交易文件的有关方，就签署、交付相关文件及履行相关义务具有充分的权力及授权权限。

- 当事方已经采取必要措施，就相关文件的签署与交付以及相关义务的履行，获得了正式授权。
- 证券化交易文件均以相关当事方的名义正式签署和交付，并对当事方构成有效且具约束力的义务。当事方必需根据文件条款执行相应职责。
- 证券化交易文件由当事方签署并交付，将按文件约定进行交易，不会违反任何法律、成文法典、政府规章或法规。

d. 特定交易/特定资产事宜

除此之外，具有特定结构的证券化或特定基础资产的证券化可能需要更具针对性的法律意见。举例来说，在对集中于加利福尼亚州的资产进行证券化时需要按照加利福尼亚州法增添相关法律意见，比如加利福尼亚州要求汽车贷款证券化需要出具相关的产权证明。

e. 证券法

在公开注册发行的 ABS 中，核心证券法律意见包括：

- 相关注册证券申请登记表（包含发行说明书），在其生效日，符合《证券法》及其相关法律法规的要求。
- 相关注册证券申请登记表各项生效，并且发行说明书已按照《证券法》要求的形式和时间提交给美国证券交易委员会注册。

“144A 条例”中对于 ABS 发行的核心法律意见是，ABS 发行与交付无须按照《证券法》的规定进行销售登记。

对于公开注册发行和“144A 条例”下私募发行，承销商通常会收到一封来自发行人律师以及承销商律师的函件（被称之为“消极保证函”），确认该方律师并未发现相关发行说明书或募集备忘录（若存在）中存在任何对重要事实的不实表述，或者漏述关键事实而导致陈述可能具有误导性的情况。承销商要求发行人和承销商各自的代理律师出具此种函证，从而在发行说明书或募集备忘录出现重大事实的虚假陈述或重要事实的漏述而产生法律责任时，使用该函证支持其进行尽职调查抗辩。

f. 税收

在交易的主要税务问题被确认并解决后（详见上文第 II 章 C.3.b 节），按照惯例，需要就上述税务问题出具一份有利、无保留的税务意见，以完成交割的必要前提。这类意见一般由发起人的税务律师出具并提交给发起人和/或发行人、承销商或配售代理人、评级机构和相关受托人（如有）。税务律师的意见可以起到加强并确认各当事方关于交易的税务结论，因而赋予交易课

税结果必要的确定性，进而确保证券化融资的执行和发行的可行性。

鉴于资产证券化本质上是无追索权的担保融资，多数的税务意见以不同形式表达如下结论：发行人就证券化的资产及相关收益无需发行人缴纳课税或产生高额税赋。

8. 发行文件

涉及在资本市场发行 ABS 的证券化交易需要使用发行文件。发行文件包含对证券化资产的特征、交易的架构及条款、风险因素及其他对投资决策具有重要影响的其他信息。

在公开注册发行市场上，发行文件被称为“证券发行说明书”。发行人需将注册文件提供给美国证券交易委员会，交易中使用的证券发行说明书是以上述注册文件中的概括性证券发行说明书为基础的。在“144A 条例”下私募发行中，发行文件被称为“私募备忘录”或“发行说明书”。

公开注册发行市场上，证券发行说明书的格式和内容在很大程度上受《Reg AB》³⁹的约束。尽管在专业技术层面，《Reg AB》理论上并不适用于“144A 条例”下的私募发行，但是《Reg AB》中规定的众多信息披露原则仍为“144A 条例”市场所用。

美国证券交易委员会的反欺诈规则，即《10b-5 规则》⁴⁰，同时适用于公开发行业及私募发行。根据《10b-5 规则》，任何人不得在购买或出售证券中，就重大事实进行任何不实陈述；或者漏述关键事实而导致陈述可能具有误导性。

E. 评级

评级机构各自在进行商业接洽，初次评级以及后续监控时，具有严格的政策和规范的流程。虽然每家评级机构之间在流程和方法上会有所差别，但其目标是一致的：避免内部利益冲突，管好发行人、承销商及评级公司内部部门（信用分析、业务关系管理等）的互动，保障信息披露的透明度，提供高质量的信用分析意见。

虽然每家评级机构会有其各自的评级流程，但是总体来说，评级机构的对证券化产品的评级过程如下：

- 初步接触；
- 预先评审/筛选(适用于部分评级机构)；
- 信息收集；

³⁹ 参阅《美国联邦法规》第 17 卷 229 节 1100 条。

⁴⁰ 参阅《美国联邦法规》第 17 卷 240 节 10b-5 条。

- o 合理调查和信息审查；
 - o 发起人和服务商信息审查。
- 交易分析以及评级委员会评审；
 - o 资产分析；
 - o 融资结构分析；
 - o 发起人及服务商审查；
 - o 交易对手分析；
 - o 交易相关的文件及法律风险分析；
- o 评级委员会评审。
- 产品发行前的评级报告与声明；
 - o 信息披露；
 - o 陈述及担保(《美国证券交易委员会规则》17g-7 条例)。
- 确定最终评级；
- 后续监控。

1. 初步接触

一般评级过程始于初步接触，即发起人或承销商在拟定交易后，联系评级机构的商务团队(不参加评级，非评级分析师)。评级机构的商务团队全权负责处理交易相关方的商务关系，所有评级费用讨论及相关商业事项均由商务团队来负责。评级机构的行为准则禁止任何参与信用评级的分析师加入到与交易相关方的费用或商务讨论当中。

在处理非典型资产类型、交易结构复杂或特殊、发起人是首次或不经常发行此类产品交易、发起人来自新司法管辖区等评级要求时，评级机构会进行预评/过滤，以确定其数据充足性、信用情况、以及其他可能约束评级公司分析行为或意愿的因素是否存在，从而确定是否可以进行后续的评级分析部署。

接下来的步骤是评级机构的商务组准备相关的商务合约文件发送给发起人和承销商。该合同文件进一步列明了评级事务中的各项条款和规定。

交易双方签署合同之后，评级机构的商务组负责通知分析师团队开始评级。分析师团队一般包括首席分析师及分析师助理，首席分析师负责牵头对交易作全面分析并给予最初的评级推荐意见。

在某些司法管辖区内（如欧洲），评级公司需要实行分析师轮转制度。该制度下，服务于同一发起人或原始权益人的首席分析师需至少每四年轮换一次，该分析师两年内不得为此发起人或原始权益人提供评级服务。轮转周期按情况所需可能会被缩短。

2. 信息收集

一旦评级机构的商务部门通知分析师团队可以开始评级后，首席分析师可直接从发起人、发行人、承销商处，或从根据《美国证券交易委员会规则》17g-5 条例设立的被密码保护的网站上，取得资产池的相关数据以及交易结构的信息。

作为评级分析的一部分，评级机构一般需要发起人提供与资产证券化基础资产相关的历史数据，且该数据的期限应为以下时间较长者：五年、或涵盖至少一个经济周期各阶段的时间段。如果发起人提供的信息不足，可以用同时间段市场重要的历史表现数据作为参考信息。

a. 信息审查

当进行评级时，评级机构会查阅大量相关信息。评级机构设立严格的政策及规范的流程，规定评级分析只能依赖于质量和可靠性足够高的信息。如果有第三方制作针对某种债券或者某管辖区的确认报告，评级机构也会查阅此报告。此外，对于某些资产类别，比如美国的 CMBS，评级分析会依赖于评级机构对产品基础资产数据的分析。

依据交易种类的不同，评级过程还会评估考察其他信息，包括：

- 交易对手的质量与稳定性；
- 交易的财务与法律结构；
- 法律规范是否支持评级机构的评级观点；
- 分析资产的过程中，评级模型对基础资产假设的合理性；
- 后续监控过程中维持评级监控所需要的信息的可靠性和充足性。

b. 发起人和服务商信息审查

评级机构对结构化产品基础资产的信用分析是评级过程中的一个关键，然而基础资产的运营风险通常不明显表现在担保物的特征当中，而是体现在资产池的表现里。为了评估这一风险，评级机构通常需要在初次评级之前对发起人和服务商进行前置检查并持续监控该评级。

评级机构对发起人和服务商的审查通常采取与管理层会面的形式，以评估如下要素：公司运营的稳定性、财务状况、管理层和员工的经验、贷款发放和后续服务的规范、技术储备情况、公司政策和程序、内控、以及发起人与服务商历史表现等。评级机构会把这些收集到的信息用

以初次评级和后续的评级分析。

3. 交易分析以及评级委员会评审程序

a. 资产分析

资产分析一般包括基础资产的信用分析、风险因素、模型输出、基础资产历史表现、以及相似资产的表现趋势等。评级机构在资产分析中会结合信息审查结果，确定基础资产的基础或预期损失率，之后评级机构用不同的情景对基础资产的基础情景与预期损失率进行压力测试。这些压力测试得出的数据会成为后续交易中融资结构分析（包括对发行人或承销商建议的支付顺序、增信结构）的重要决定因素。

b. 融资结构分析

融资结构分析的目的是确定融资结构和增信是否可以覆盖各种压力情景下与信用等级相当的损失。评级机构使用内部研发的现金流模型或者第三方模型，比如 INTEX 进行测算；在某些情况下，评级公司还会将发行人或承销商的现金流模型结果纳入考虑范畴。在实践中，不同评级机构按各自标准对提前偿还情况、利率、违约时间和息率基准风险压力测试等数据进行分析采纳。

评级机构通常采用敏感度测试来测试不同情景下关键变量的变化对评级结果的影响。例如，对某证券产品的敏感度测试可以包括如下情景：使评级结果降低一个整级别，降低至非投资评级，或至“CCCSf”评级。

现金流模型和敏感度情景分析的结果会呈现给评级委员会。

c. 发起人及服务商的审查

参阅上文第二章 E.2b 节。

d. 交易对手分析

大部分结构金融（SF）产品在交易对手上有一定程度的依赖性，或者是运营上的依赖，或者是信用上的依赖（比如支付义务），但更多的是两种都依赖。典型的运营依赖性的例子包括对服务商、支付与结算代理人、受托人和托管人的依赖。典型的支付义务依赖性的例子包括掉期交易对手、流通量供应者、发行人资金保管银行。

评级机构对 SF 产品的评级意见包括对各交易对手方在交易中所承担的职责以及潜在的风险的评估。SF 产品的一大原则是实现产品表现与交易对手方的信用或运营风险敞口的隔离，从

而使得产品表现主要由基础抵押品决定，并在很大程度上与影响交易对手的特定风险隔离。就评级意见而言，如若无法充分实现隔离，该结构化产品的评级则可能无法超过其所有交易对手方的最低评级--如果此交易对手的违约会对交易影响深远。

评级机构对交易对手方分析具有详细评估标准。

e. 交易相关的文件及法律风险分析

评级机构需审查交易文件以判断交易结构、交易各方的职责、服务和报告的条款，以及其他与评级相关的重要文件。此外，评级机构还会审查交易方对基础资产池相关的陈述和担保，上述陈述和担保将确保抵押品与交易方的可靠性。

评级机构将任命内部或聘请外部法律专家就结构化产品的核心内容发表法律意见，例如对真实出售与不并表的法律意见。

f. 评级委员会评审

所有上面讨论的与信用评级相关的信息，包括资产分析、融资结构的分析、发起人及服务商的审查、交易对手分析、交易相关的文件及法律风险的分析，最终会呈送给评级委员会进行评审。

评级公司评级委员会的组建由相应章程规定。评级委员会主要由报告者、委员会主席、一名独立委员和其他委员构成，且上述成员的入选需达到相应的资格要求。假如该交易的评级需要依赖于评级公司内部其他部门评审的结果，如公司评级部，那么相关部门成员也需要列席在评级委员会中。

假如评级委员会未能对评级建议达成共识，各评级机构均具有提报或申诉流程，确保最终的评级结果是可靠的。

4. 产品售前报告与评级声明的发布

对于多数国际结构化产品交易，评级机构需准备售前评级报告或其他形式的评级声明（如新闻稿），向投资者描述了他们的评级分析结果，并在交易公布时发布。评级机构会在发布上述报告或声明前，将这份售前报告或声明发给发起人和承销商，以确认报告或声明的属实性，以及其中未包括任何非公开信息。

鉴于在发布售前评级报告的时候，交易并未完全结束且评级机构并未收到最终文件，所以评级机构为表明此次评级并非最终评级结果，会在描述评级时在之前加上“预期”或者“初步”字样。

a. 披露

为了增加评级结果的透明度，评级机构会在他们的评级报告中披露评级结果的适用标准、影响评级结果的关键因素，以及任何与已公布的评级标准具有重大例外、调整或背离的事项。一般情况下，报告也会对评级敏感性分析作出描述。

b. 陈述及担保（《美国证券交易委员会规则》17g-7 条例）

依据《多德-法兰克法案》，美国证券交易委员会制定了 17g-7 条例⁴¹，要求国家认可统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs）为结构化产品出具信用报告时须包括《陈述、担保和实施机制报告（Representation, Warranty, and Enforcement Mechanism Reports, RW&E Reports）》。此报告向投资者描述了陈述、担保和实施机制，且此描述内容在募集说明书、私募备忘录、或其他发行相关或基础资产相关的文档中公开披露⁴²。同时，国家认可统计评级机构需要将目标证券与近似证券的陈述、担保和实施机制报告进行对比。因此，根据评级机构与法律管辖区的不同，售前报告和/或评级公告公布的同时，有可能会发布陈述、担保和实施机制报告。

5. 确定最终评级

当所有风险因素被评估完成，所有最终信息和文件提交至评级机构时，评委会将举行最终会议并确定最终评级。评级函和最终评级公告将被草拟好，当交易完成时，评级机构一般以新闻稿形式发表证券最终评级结果。

据监管机构规定，多数评级机构会在评级中增加一个符号，以代表这是 SF 产品的评级结果。例如，SF 产品的 AAA 评级，会被计作“AAA_{sf}”，或“AAA(sf)”。这个“sf”符号仅表示这是一个 SF 产品，而不改变该评级含义或定义。

6. 后续监控

评级机构针对交易的监控机制同上述的首次评级方法类似。对交易的持续监控的关键在于基础资产的表现变化是否脱离评级机构的初始预期范围。评级机构对结构化产品的评级至少每年会复查一次，如果其基础资产的表现预期之外，评级机构会进行更加频繁的审查。

评级机构通过分析服务商、受托人、其他交易方和第三方数据来源所提供的交易偿付明细

⁴¹ 参阅《美国联邦法规》第 17 卷 240.17g 节 7(a)(1)(ii)(N)条。

⁴² 国家认可统计评级机构（NRSROs）对报告名称没有统一规则，而是使用各自惯用规则，例如：预售附录中《Representations and Warranties》；《SEC Rule》17G 卷 7 节中《Report Of R&Ws》；以及 17g 卷-7(N)节中《Representations & Warranties Disclosure Reports》。

来监控结构化产品交易的表现。交易的监控通过使用一系列的定量和定性分析来评估评级证券的表现，监控流程包括对其资产池的表现指标在目前增信情况跟预测或压力情景下进行对比测试，对市场发展如何影响本交易的表现进行评估。在特殊情况下，评级机构可能会有不同于评估新评级的一些特殊的监控规则。

F.发行程序和与投资者的沟通

1. 注册公开发行对比私募发行

也许在资产支持证券交易市场中设计与发行证券时遇到的最基本的问题是，此证券是在公募市场还是私募市场发行。如果是私募市场，投资者对发行产品的特性有更大的包容度。私募与公募发行间主要的实质区别在于，公募需要根据《1933 年证券法》在美国证券交易委员会进行登记。这可能意味着私募发行拥有较差的二级市场流动性以及较少潜在投资者。然而，符合“144A 条例”⁴³的交易可能实质性地减少了二者之间的差别。

根据《1933 年证券法》的要求，除非拥有注册豁免，否则所有证券的发行和销售都需要依据美国证券交易委员会（SEC）的要求申报注册说明书，并且由 SEC 宣布有效。在应收账款或者其他金融资产的证券化交易中，被注册的证券是 SPE 的受益权或 SPE 发行的证券，而不是底层应收账款或者其他基础资产。在没有豁免的情形下，ABS 的信用支持条款（如，保证或者其他追索结构）可能会形成一个受制于注册的独立证券。

《1933 年证券法》的第 3、4 章节提供了大量关于注册要求的豁免。与此特别相关的是章节 3（a）（2），该节豁免了各种不同种类的证券，包括由机构、美国银行、各州、当地政府，以及受制于中央联邦或者州法规的外国银行的国内分支机构或者代理，发行或担保的证券⁴⁴。章节 3（a）（2）所提及的豁免对银行有效，但仅针对对其有追索权而发行的证券，不管是直接或通过担保追索，包括信用函，都可以。在有担保的情形下，注册豁免只在担保覆盖范围达到 100% 的程度时适用。因此，举例来说，使用信用函来增强对于非银行卖方的追索权将不会获得此项证券注册的豁免，除非信用函的金额总是等于或者超过追索的金额。同样地，对于信托发行的证券，此时银行既是卖方又是信托投资组合应收账款的服务商，除非卖方或者另一家银行提供了全额担保，否则必须进行注册。

⁴³ 参阅《美国联邦法规》17 卷 230 章“144A 条例”。

⁴⁴ 这里不包括储蓄机构，针对储蓄机构相关证券的豁免规定在第三章 a.5 节中。参阅《1933 年证券法》3 章(a)(5)节，《美国法典》15 卷 77 章 c.(a)(5)节（1994 年）。

同样需要特别注意是章节 4(a) (2) 关于“发行人的不涉及公开发行的交易”作为豁免的依据。大部分机构发行的证券依赖于这一章节来豁免注册。为了达到合格性的要求，发行只能针对一定数量的成熟受要约人，而不进行大范围召集或者广告。受要约人有权获得全部相关信息，并且购买只能出自投资目的。SEC “D 规则”⁴⁵ 为第 4 章 (2) 节的豁免权的有效性提供了一个安全港⁴⁶。“144A 条例”也提供了一种规避《1933 年证券法》中注册要求的方法，在大多数情况下允许卖方或者承销商在发行中自由交易⁴⁷。“S 规则”⁴⁸为在美国以外地区发行的证券提供了豁免于《1933 年证券法》注册合规要求的规则方法⁴⁹。

2. 书面发行材料

“发行说明书”被广泛定义为以销售证券为目的的要约，包含任何公告、通知、宣传、信件或者交流，不论是通过书面或广播或电视的方式传递。《1933 年证券法》对“要约”进行了广泛的定义，并且这一术语已经由法院和 SEC 作了宽泛的解释，例如，在计划发行中对公众思想状态产生影响，以及激发了公众对于发行人或其发行证券兴趣的公开信息、声明以及宣传努力⁵⁰。

通常，《1933 年证券法》5 (b) (1) 章节禁止在一段期间散发说明书，也即在发行说明书申报注册日之后，与交易员不再被要求就相关交易递交发行说明书之前的期间，除非发行说明书中包含着由证券法第 10 章节规定的被称为“法定募集说明书”的信息。在 SEC 宣布注册申请具备有效性之后，这一规则将有一定程度的放松⁵¹。

《Reg AB》要求在初次向投资者销售前须提供初步的法定募集说明书。《Reg AB》规定了初

⁴⁵ 参阅《美国联邦法规》17 卷 230 章 501 条及其下列。

⁴⁶ “D 规则”第 506 条允许发行人向无名额限制的“合格投资者”提供无数量限制的证券，以及允许发行人向不超过 35 名未根据《1933 年证券法》进行注册的“成熟”投资者提供证券。为了满足第 506 条安全港的资质要求，发行人必须遵守“D 规则”节关于信息披露、发行方法、转受限制以及（文件）建档的一般性要求。

⁴⁷ “144A 条例”允许转售证券给合格的机构买方。“合格的机构买方”包括：（1）机构（而非个人）拥有并自由投资至少 1 亿美元的证券资产；（2）根据《1934 年证券法》注册的拥有并自由投资至少 1000 万美元证券资产的经销商（包括个人）；（3）由合格的机构买方全资拥有的实体。

⁴⁸ 参阅《美国联邦法规》17 卷 230 章 901 条至 904 条。

⁴⁹ 证券交易委员会调整离岸证券发行和出售的方法反映在了“S 规则”的综述中。该综述陈述了证券交易委员会的政策，即《1933 年证券法》关于注册申报的要求不适用于在美国之外的发行和销售证券。

⁵⁰ 参阅《挂牌证券信息公开的指导意见》，证券交易委员会第 33-5180 条（1971 年 8 月 20 号）。

⁵¹ 在注册说明书被宣布有效之后，发行人可以传播不符合法定募集说明书要求的书面材料，只要这些材料先于或与法定募集说明书同时提供。

步公开说明书以及最终公开说明书的内容。

除了初步法定募集说明书与定期发布的事实陈述、前瞻性陈述、研究报告等信息外，证券发行改革制度允许在最终法定募集说明书发布前提供一些其他类型的书面文件，包括满足 164 和 433 条例要求的补充说明书，以及经纪人或者交易员满足 137 到 139 条例要求的研究报告。

3. 证券法律责任

《1933 年证券法》的第 11 章节确立了以下情形中各参与方需承担法律责任：当注册声明生效时，任何一方对于重要事实做出了不实陈述，或者遗漏了被要求阐明的重要事实，或者对于此种情况下对必须声明的事项存在误导性陈述。“重要事实”可以是任何“可能在一位理性投资者决定是否购买已经注册的证券时将予以重视”的事实⁵²。为了落实第 11 章节对法律责任的要求，法定募集说明书被认为是注册声明的一部分并包含于其中。第 11 章节所提及的法律责任涉及以下参与人：（1）发行人；（2）承销商；（3）会计师以及其他经他们本人同意在注册声明中列示的专家。除了发行人，其他各方享有“尽职调查”抗辩，去辩护他们没有理由相信陈述中包含了虚假陈述或者遗漏。

以违反《1933 年证券法》第 5 章方式发行或销售证券是承担《1933 年证券法》的 12（a）（1）章节规定的法律责任的前提条件。第 5 章节禁止在注册声明提交前的任何债券销售要约，以及任何发行说明书不满足《1934 年证券法》第 10 章节要求的债券书面销售要约。《1934 年证券法》第 10 章节授予 SEC 广泛的制定规则条例的权力来规制法定募集说明书的内容和形式。该法案 12（a）（1）章节规定的法律责任适用于所有在提供或销售中违反了《1934 年证券法》第 5 节规定的卖方。

章节 12（a）（2）规定了如下情形需承担法律责任：当发行说明书或者关于发行说明书的口头交流涉及到了关于重要事实的不实陈述，或者对于必须在发行说明书中进行阐明而不至于误导的事实遗漏。为了明确章节 12（a）（2）所提及的法律责任，条例 159 条规定只有在销售证券（包括但不限于销售协议）发生之时或者之前，发行说明书以及口头的陈述会被考量去评估其内容是否包含不实陈述或者存在重大遗漏。章节 12（a）（2）内规定的法律责任适用于通过发行说明书（或口头涉及发行说明书相关内容的交流）来进行发行或销售的卖方。

此外《1933 年证券法》的第 11 和 12 章节、《1934 年证券法》10b-5 条例对法律责任进行了规定，任何对于重要事实以及必须阐明事实的有意或鲁莽的不实陈述或重大遗漏是非法的，

⁵² 参阅《美国联邦法规》17 卷 230 章 405 条。

其目的在于保证在任何情形下做出的声明都是非误导性的。法院已经判定投资者有基于 10b-5 条例的私人诉求权。10b-5 条例同时适用于公开募集和私募。另外《1933 年证券法》的 17(a) 章节同样规定了任何通过对于重要事实以及必须阐明的事实的有意或疏忽的不实陈述或重大遗漏所获得的财务都是非法的，其目的亦在于在保证任何情形下做出的声明都是非误导性的。尽管法院已经判定投资者没有基于章节 17(a) 的私人诉求权，但本节将能作为 SEC 提起诉讼的依据并导致刑事责任。发行参与方也可能因违反证券法规而招致州法律上的重大责任。

4. 《Reg AB》 披露原则

在《Reg AB》 实施之前，在《1933 年证券法》及其附属规定中，没有对 ABS 发行提出特别的信息披露要求。SEC 开始担心在 SEC 评价程序中的非正式的披露实践以及行业操作对于发行人和投资者来说不是完全透明的。为了解决这个问题，SEC 在《Reg AB》中采用了新的披露制度⁵³。新的制度确定为原则导向型，而非罗列每种资产类别需要披露项目的详细清单，并且其不仅仅规范现存的资产类别也同样适用于未来可能发展出来的新型资产类别。新的规定也旨在带来披露程序的更大一致性。《Reg AB》是“S-K 规则”的一部分，并且构成了《1933 年证券法》对 ABS 注册声明中信息披露要求的基础以及《1934 年证券法》对于定期报告要求的基础。Reg AB 的结构如下：

- 第 1100 条 陈述了《Reg AB》 的普遍适用的项目；
- 第 1101 条 提出了信息披露的定义；
- 第 1102-1120 条 提供了资产支持证券注册声明以及定期报告中的基本披露方案；
- 第 1121 条 为基于 10-D 表格的收益分配报告中的信息披露提供了依据；服务商提供的定期报告在 10-D 表格的规则下提交；
- 第 1122 条 规定了通过注册的会计师事务所的评估报告来评价对于服务标准以及所出具的宣示性报告的遵守程度；
- 第 1123 条 规定了服务商关于自身遵守特殊服务协议的合规报告的形式。⁵⁴

《Reg AB》 提出了 ABS 发行中额外的披露要求，包括关于交易方、静态资产池数据、入池资产、交易结构、增信、衍生工具、关联交易以及信用评级等。

⁵³ 参阅《Reg AB Release》第三章 B.1 节。参阅见 *generally* Jon D. Van Gorp & Christopher B. Horn, 《REG AB 对汽车抵押和融资租赁支持证券的影响》，11 J. of Structured F. 18 (2005 年第一季度)。

⁵⁴ 参阅《美国联邦法规》17 卷 229 章 1100-1123 条以及《Reg AB Release》第三章 B.1 节。

5. 尽职调查

如上所述,《1933 年证券法》的第 11 章节规定对注册声明里不实陈述和重大遗漏的有关义务人的责任,同时第 12(a) (2) 章节规定公开说明书的不实陈述和重大遗漏的有关义务人的责任。在第 11 章节和第 12(a) (2) 章节都有不同类型的尽职调查抗辩。按照第 11 章节,除了发行人,任何一方都可以行使尽职调查抗辩从而免责,只要他可以证明“经合理调查,在注册声明中该部分生效的时间点,他有合理的理由相信并且确信说明是真实的并且对于要求陈述的重要事实没有遗漏,或者必须做出的说明没有误导性……”⁵⁵。按照第 12 章(a) (2),任何一方都可以行使尽职调查抗辩从而免责,如果他可以证明“他的确不知道,并且在尽到了合理的注意后还是无法知道这些不实陈述或者遗漏。”⁵⁶

此外,为了支持尽职调查抗辩,承销商通常要求进行现场或“实地”的尽职调查,会计师出具关于数据和统计信息披露的“告慰函”,和外聘律师(事务所)出具“消极保证函”⁵⁷。会计师的告慰函、律师出具的消极保证函,在发行人试图主张第 12 章(a) (2) 项下的尽职调查抗辩时可能会起一定的作用。

⁵⁵ 参阅《1933 年证券法》第 11 章 b.3 节。

⁵⁶ 参阅《1933 年证券法》第 12 章 a.2 节。关于节尽职调查抗辩的严格解读,建议提出抗辩的人无需展示他/她实际实施了尽职调查。相反,此抗辩能够被维持,当这个人“已经尽到了合理注意,但仍不能发现这些不实或者遗漏”时。这种表达与第 11 章规定的尽职调查抗辩中需实施一项“合理调查”的陈述形成对照。然而,至少一个法院已经肯定了积极的尽职调查在依据第 12 章 a.2 节主张抗辩时的必要性。See *Sanders v. John Nuveen & Co., Inc.*, 619 F.2d 1222 (7th Cir. 1980 年), cert. denied, 450 U.S. 1005 (1981 年)。

⁵⁷ 参阅上文第二章 D.7 节,有关相关文件要求的讨论。

第三章 市场概览

A. 特定市场的 ABS 和 RMBS 介绍

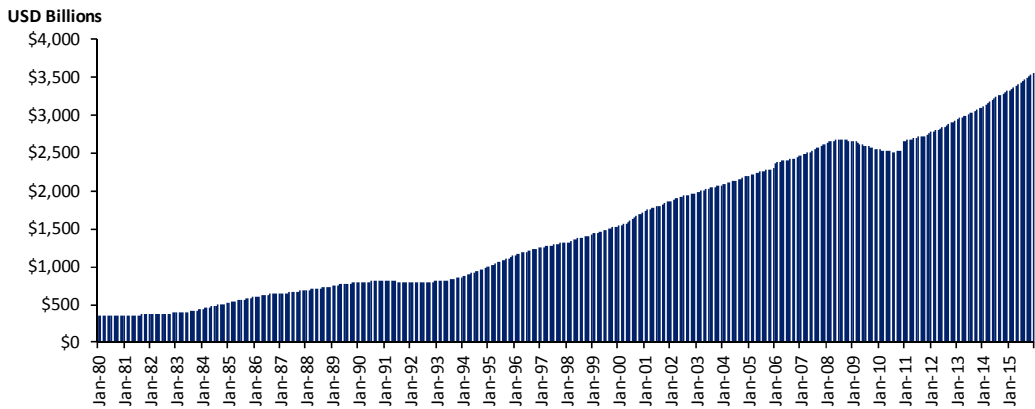
1. 美国

a. 美国 ABS

根据世界银行提供的数据显示，在过去数年里大约 70%的美国国内生产总值都是由家庭支出构成的。而这些消费支出中有不少是通过贷款产生的，因此消费者信贷成为消费的主要来源之一。截至 2015 年第二季度，美国消费信贷的债务总额已突破 3.4 万亿美元。相比之下，美国的经济总量约为 17.6 万亿美元，美国的消费信贷大概是美国国内生产总值的 20%左右。

消费信贷大约占家庭总贷款的 25%左右，并且这个比例在信贷危机之后不断上升。消费贷款的年增长率从 2011 年起一直保持在 6%以上，与 2006 年到 2007 年的增长水平相接近。图 4 展示了从上世纪九十年代至今，除在信贷危机期间美国家庭支出普遍减小杠杆之外，消费信贷一直在平稳地增长。

图 4⁵⁸ 消费信贷 （单位：十亿美元）



⁵⁸ 资料来源：美国联邦储备委员会。

根据芝加哥联邦储备银行的一份分析报告⁵⁹，“信贷扮演着一个重要的角色，它使资金从想放贷给投资者的储户转移至想借贷的消费者。”⁶⁰这类的资金流通对国家的整体经济发展起着至关重要的作用，因为美国经济的增长在很大程度上是由稳健的消费信贷来带动的。资产证券化市场提供了一个平台，促进并增长了这类的资金流通。

常见的消费信贷包含了汽车贷款、信用卡应收款、助学贷款和其他非住房抵押贷款。提供贷款的机构包括银行、金融机构和政府机构。考虑到资产负债表的限制，随着消费信贷市场的拓展，贷款机构需要创造更多的资产负债表空间来满足借贷者的需求。

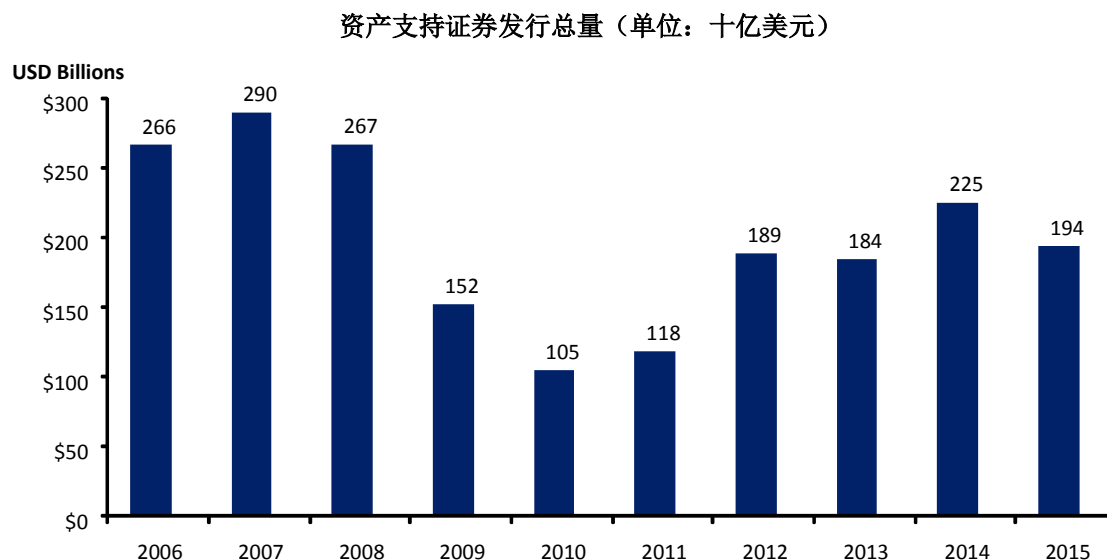
证券化市场起步于 20 世纪 70 到 80 年代，为银行和财务公司资产负债表提供了更多的灵活性。初始的基础资产类别除了住房抵押贷款外，还有汽车贷款和信用卡应收款。根据芝加哥联邦储备银行的数据，1986 年资产支持证券（ABS）的发行量只有 100 亿美元，仅占了消费信贷的冰山一角。然而到了 2007 年，ABS 的年发行量如图 5 所示突破了 2,900 亿美元，创造了信贷危机前的最高纪录。

在信贷危机和后危机时期，ABS 每年的平均发行量大约 1,700 亿美元左右。在信贷危机期间，ABS 主要依靠定期资产支持证券贷款工具计划（TALF）来推动发行量。而在 2009 年停止使用 TALF 之后，ABS 的发行量开始逐步增加，并在 2014 年达到了 2,250 亿美元左右的高峰。从那之后，资产支持证券发行量在利率波动（2013 年发生的“削减恐慌”）和助学贷款减少等非危机因素的影响下降低了。

⁵⁹ 参阅 Sumit Agarwal, Jacqueline Barrett, Crystal Cun, and Mariacristina De Nardi, 《资产证券化市场》，《金融危机》和《美国定期资产抵押证券贷款工具》（2010 年第二季度）。

⁶⁰ 同上，第 1 页。

图 5⁶¹



在信贷危机前发行的 ABS 中,有一部分是非传统资产支持证券。例如以房屋净值贷款(HEL),房屋净值信用贷款(HELOC)和移置式房屋发行的 ABS。这些非传统的 ABS 因为在危机期间的不良表现和极少的信贷投放量,在危机后已经不复存在。事实上,大多数的业内人士都认为发行量不会再达到 2006 年至 2007 年的水平,因为危机后的 ABS 市场上缺少私人抵押贷款类的产品。在 2015 年,资产支持证券的发行量接近 2,000 亿美元。

信贷危机后,汽车抵押贷款支持证券的发行占据了“2.0 版”资产支持证券市场的半壁江山。根据图 6 数据显示,汽车抵押贷款支持证券的发行量占 2015 年 ABS 发行总量的 50%以上。汽车抵押贷款支持证券包括了汽车贷款(优质和次优级贷款),汽车租赁和汽车分销商贷款。

⁶¹ 资料来源: 美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

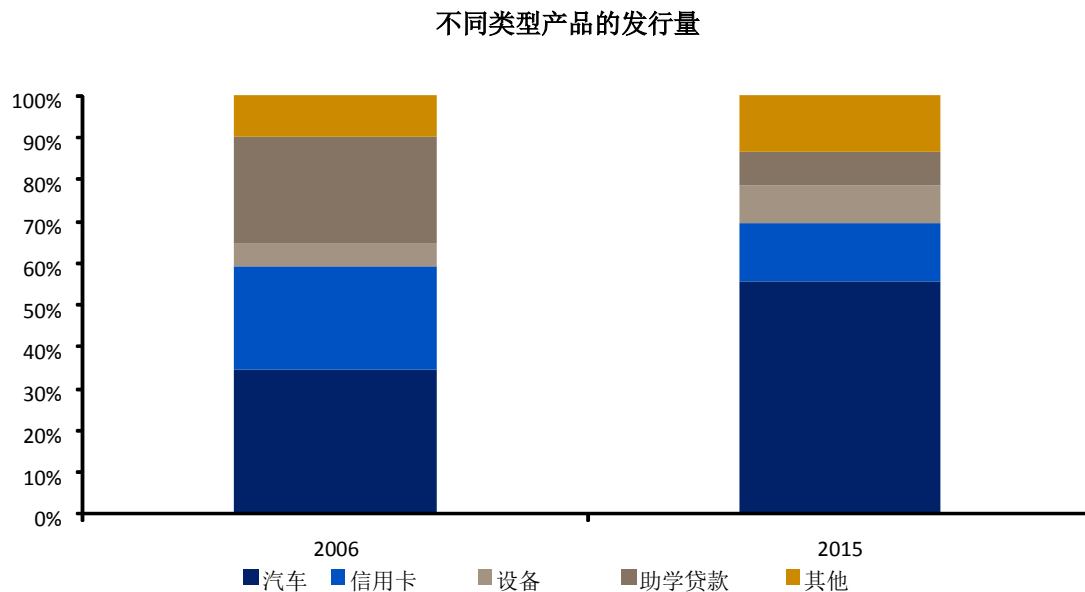
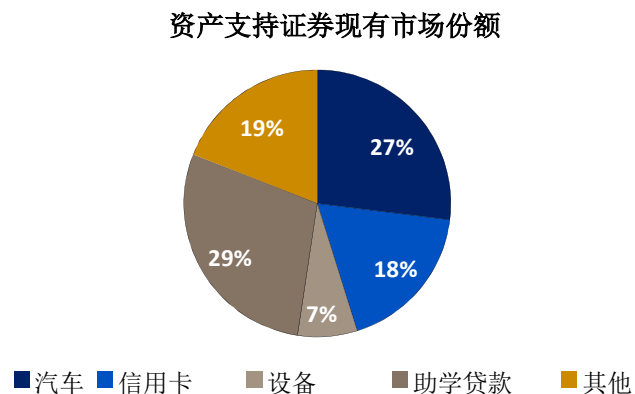
图 6⁶²

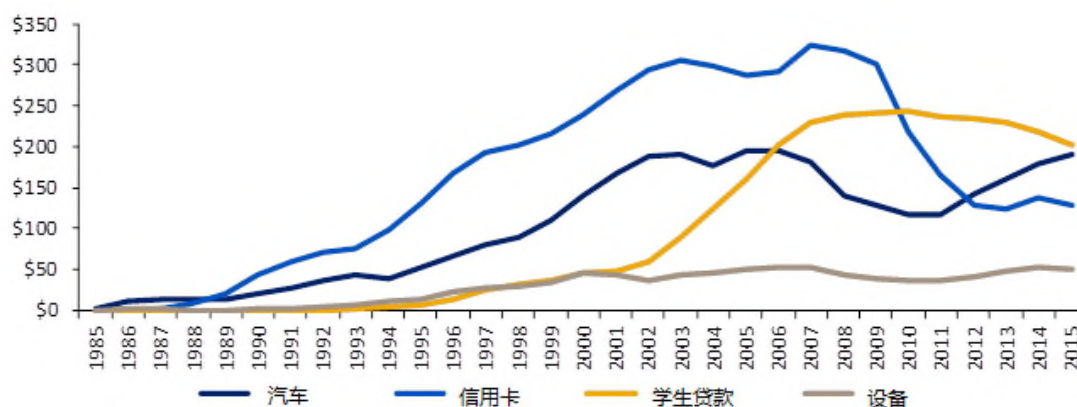
图 7 和 8 按照基础资产类别和存量总额把 ABS 市场进行了划分。助学贷款是占比最大的基础资产类型，它占据了资产支持证券市场 29% 的份额（图 7 所示）。在信贷危机期间，当其他消费类贷款都在减少的时候，助学贷款却成为了唯一增长的类型（图 8 所示）。助学贷款有着很长的还款周期，因此会在市场持续偿付很长一段时间。但是由于美国政府现已终止了政府担保的助学贷款，从而导致助学贷款支持证券的发行量大幅下降。

图 7⁶³

⁶² 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

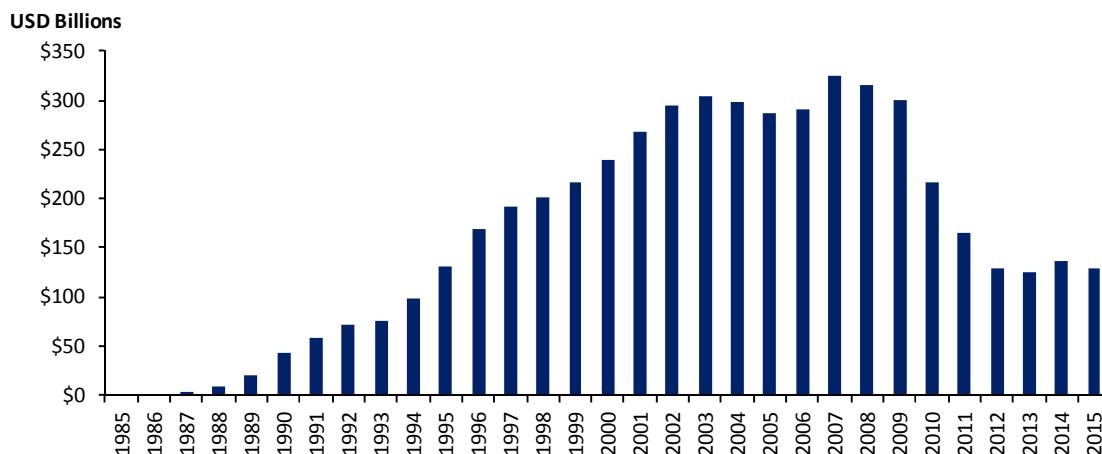
⁶³ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

图 8⁶⁴ 美国资产支持证券存量总额（单位：十亿美元）



信用卡支持证券在资产证券化市场中也扮演着重要的角色，占据了 18% 的市场份额。但是由于发行方（通常是美国大型银行）有充足的零售和商业存款作为融资渠道，导致信用卡支持证券的市场份额在逐步减少。

图 9⁶⁵ 信用卡支持证券发行量（单位：十亿美元）



b. 美国住房抵押贷款支持证券（RMBS）

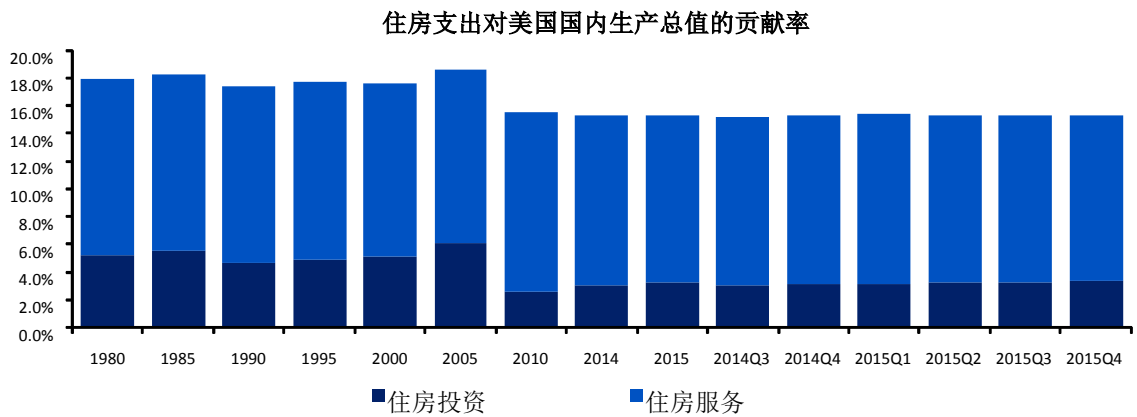
根据全美建筑商协会的统计，住房投资和住房相关服务的消费在信贷危机爆发前占美国国内生产总值的 18%。由于美国经济在危机后的复苏非常迟缓，住房投资和住房相关服务的消费

⁶⁴ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

⁶⁵ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

对美国国内生产总值的贡献相比危机前减少了 3%左右。但是整个住房市场在美国国内生产总值中的占比仍然超过了 15%。

图 10⁶⁶



在美国，通过贷款购房是非常常见的。住房抵押贷款在美国未偿债务总额中所占的比重超过了 20%，在家庭信贷中的比重为 66%左右。

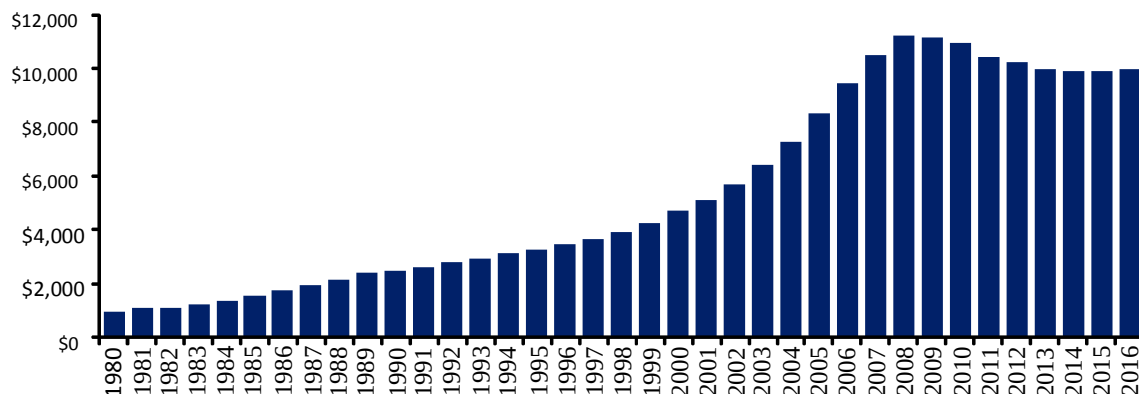
根据美联储的统计，信贷市场未偿债务总额在 2015 年第二季度达到了 44 万亿美元左右。其中家庭住房抵押贷款余额高达 9.4 万亿美元，占信贷市场未偿债务总额的 21%。未偿住房抵押贷款余额在 2007 年达到 10.6 万亿美元的峰值，大约占当时美国债务总额的 32%。

图 11⁶⁷

⁶⁶ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

⁶⁷ 资料来源：美国银行美林证券/全美建筑商协会。

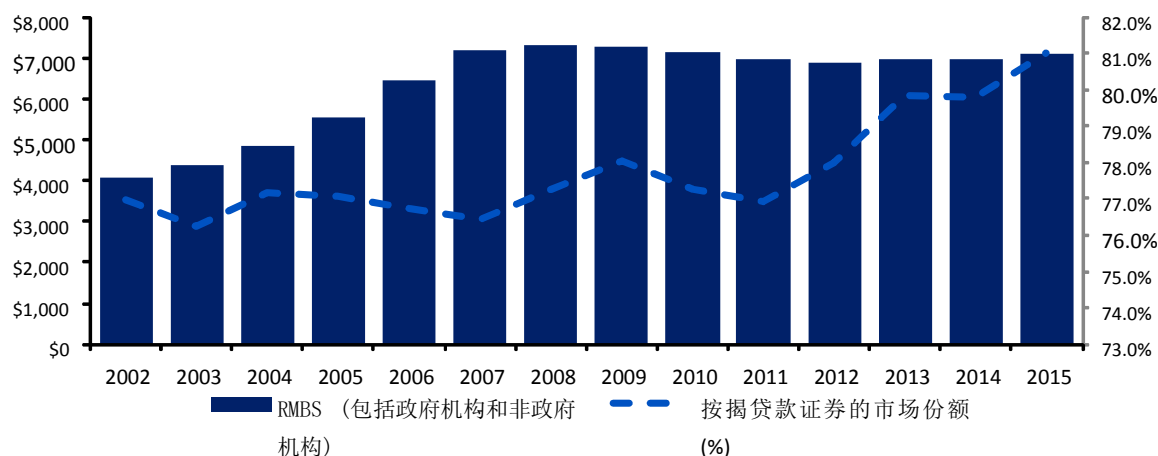
未偿住房抵押贷款余额（单位：十亿美元）



信贷危机发生后，美国家庭普遍去杠杆化，导致未偿住房抵押贷款余额自 2008 年以来逐年递减。这种趋势直到 2014 年第四季度才得以扭转。随着大家重拾对市场的信心，借款人重新开始增加贷款。未偿抵押贷款余额在 2013 至 2014 年期间基本持平，在 2015 年有小幅增长。

图 12⁶⁸

住房抵押贷款支持证券市场余额（单位：十亿美元）和对按揭贷款的贡献率

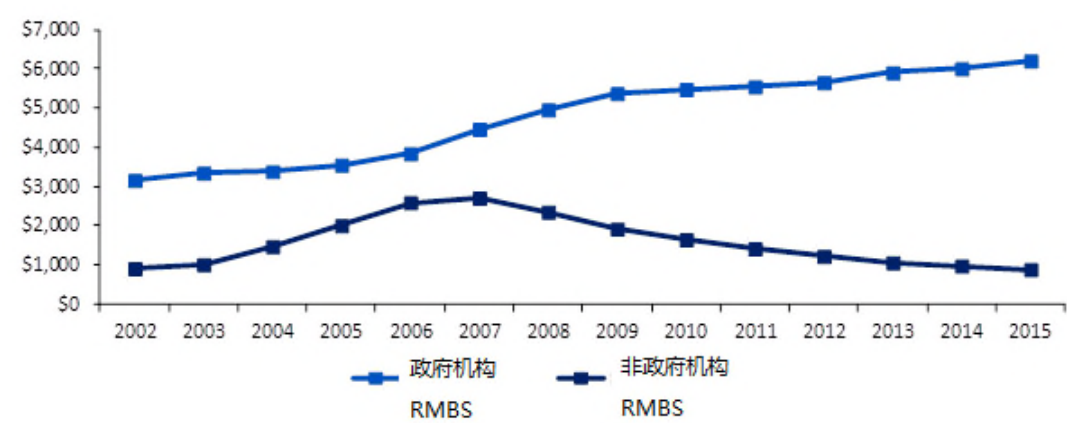


证券化市场为抵押贷款业务提供了一个很好的融资渠道。图 11 和图 12 分别显示了历年住房抵押贷款支持证券未偿债务余额和住房抵押贷款支持证券在整个抵押贷款市场中所占比例。住房抵押贷款支持证券市场在住房市场扮演着重要角色，美国的住房抵押贷款大约 80% 的资金

⁶⁸ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

是由 RMBS 融资提供的。另外值得注意的是，在 2008 年市场大跌之后通过 GSE 发行的 RMBS 进行的融资显著增加了，而通过非 GSE 发行的证券进行的融资减少了。

图 13⁶⁹ 转型中的住房抵押贷款支持证券市场（单位：十亿美元）



信贷危机导致了 RMBS 市场的转型。如图 14 显示，由 GSE 发行的 RMBS 是如今市场的主要组成部分，而非 GSE 的住房抵押贷款支持证券在 2006 年达到峰值后大幅萎缩。一级市场发行量的减少，导致了非 GSE 的 RMBS 市场持续萎缩。

图 14⁷⁰ 非政府机构住房抵押贷款支持证券净发行量（单位：十亿美元）

信贷危机前信用良好的 RMBS 的债务人，很可能已经通过重新贷款或者提前偿付而脱离资产

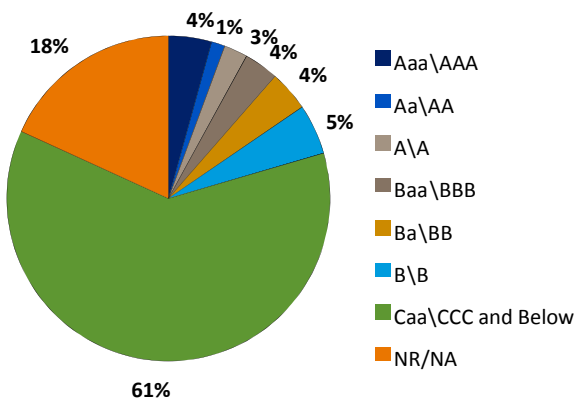
⁶⁹ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会。

⁷⁰ 资料来源：证券业和金融市场协会。

池，因此资产池里剩下的大多是信用欠佳的债务人。欠佳的信用和较高的风险也可以通过非 GSE RMBS 目前的评级体现出来。截至 2015 年第二季度，非 GSE 发行的 RMBS 市场中超过 88%的未偿证券属于不评级级别或是非投资级级别。大约有 61%的证券是 CCC 以及更低的评级，并且其中有大约 18%的不评级级别证券。

图 15⁷¹

非机构住房抵押贷款支持证券的评级分类

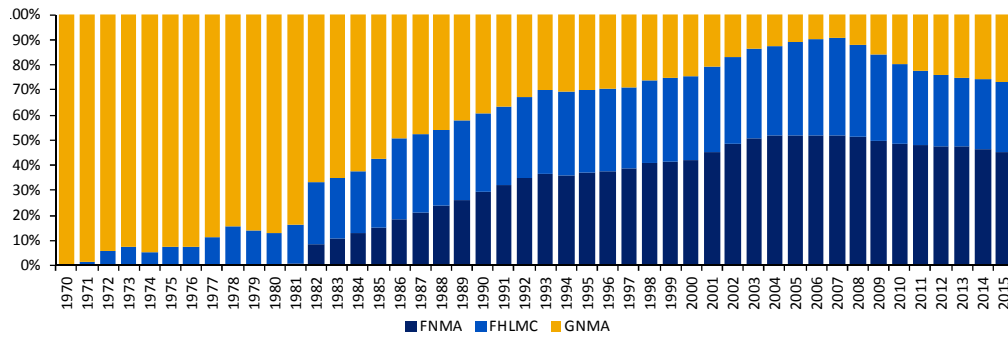


GSE 发行的 RMBS，弥补了非 GSE 发行的 RMBS 减少发行后产生的缺口。GSE 发行的 RMBS 的未偿余额在过去十年间的增长超过 2 万亿美元，并且预计在 2015 年将会继续增长。美国政府授权房利美、房地美和吉利美提供保障性住房。近几年，房利美和房地美维持了他们在市场上的足迹，而吉利美在发行量和市场份额上也重新占有一席之地。

图 16⁷²政府机构发行的住房抵押贷款支持证券的市场份额

⁷¹ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会 2015 年第四季度的数据。

⁷² 资料来源：美国证券业与金融市场协会财政年度 2015 年的数据。



2. 欧洲

欧洲 ABS 的发行量从来没有接近过美国所达到的水平。和美国的市場相反，欧洲的资产支持证券发行量在 2008 年停滞不前。但从 2009 年开始，市场开始慢慢地复苏，目前每年的发行量能稳定在 1000 多亿欧元。

欧洲发行的 ABS 主要集中分布在以下几种分类：汽车（特别是德国汽车），英国和荷兰的住房抵押贷款支持证券和 CLO。美国市场和欧洲市场最大的一个区别在于出售证券和自留证券的不同。出售证券通常出售给第三方投资者，例如资产管理公司或保险公司。自留证券是指保留在银行原始权益人资产负债表内的那些证券。在欧洲，发行人会把自留证券抵押给欧洲央行（ECB）作为回购协议机制的证券进行融资。回购协议机制是一种证券借贷机制，其运作模式是专门将证券卖给融资交易对手方，而卖方需要履行在未来特定时间以特定价格回购并支付利息的义务。在 2014 年 10 月，欧洲央行公布了最新的回购资产支持证券计划。而在美国，资产支持证券市场没有和欧洲类似的政府支持的针对资产支持证券的回购机制。图 18 展示了出售和自留证券的比例。

欧洲 ABS 的主流资产种类，如英国和荷兰房产抵押贷款支持证券和汽车抵押贷款支持证券，没有像同类的美国证券一样在信贷危机中承受重大损失和评级下调。作为美国信贷危机的罪魁祸首之一，美国“个人住房抵押贷款承销标准”从未被英国和荷兰的市场所使用。

另外一个不同，就是欧洲有一个完善和深入的资产担保债券市场（有指定资产池的银行担保抵押债务），而美国在过去 4 年里每年发行了 1 到 1.2 亿欧元的资产担保债券。大多数的发行机构集中在欧洲，一小部分在加拿大和澳洲。欧洲央行的回购协议机制为欧洲资产担保债券市场提供了主要的融资来源。

欧洲 ABS 市场（不包含资产担保债券）的主要组成部分在图 17 至图 22 进行了诠释⁷³。

⁷³ 单位符号为 €。资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会，欧盟金融市场协会(AFME)和Crédit Agricole 企业和投行(CACIB)。

图 17

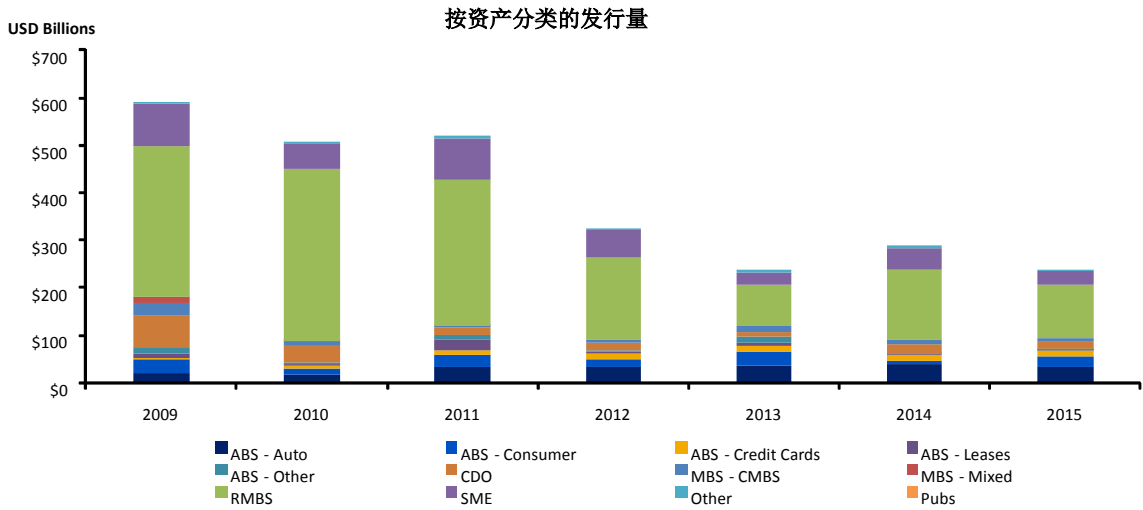


图 18

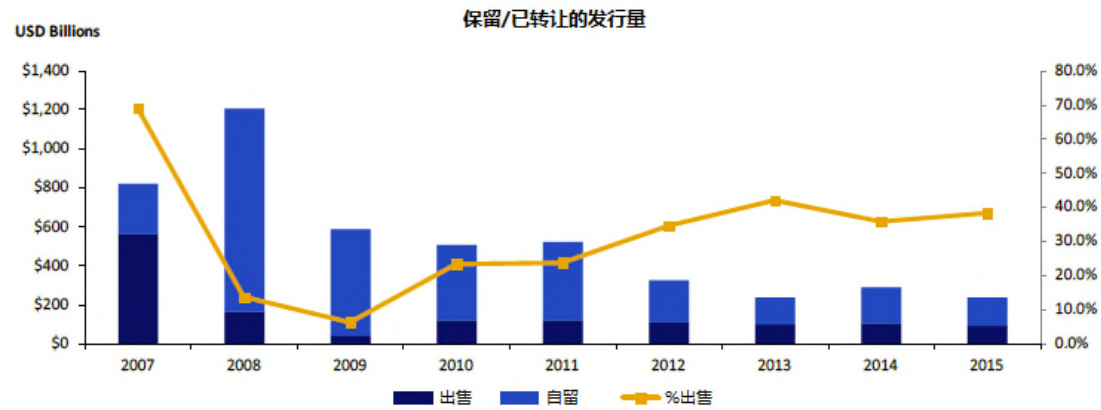


图 19

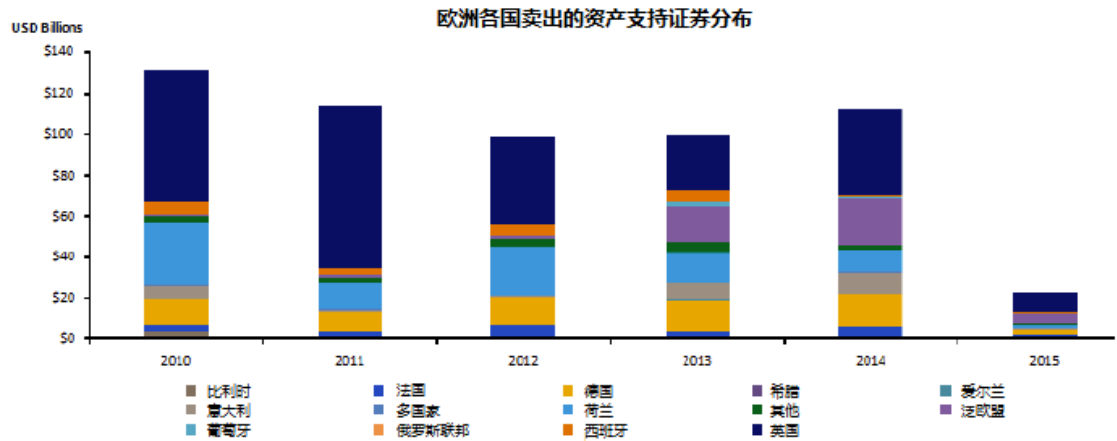


图 20

图 21

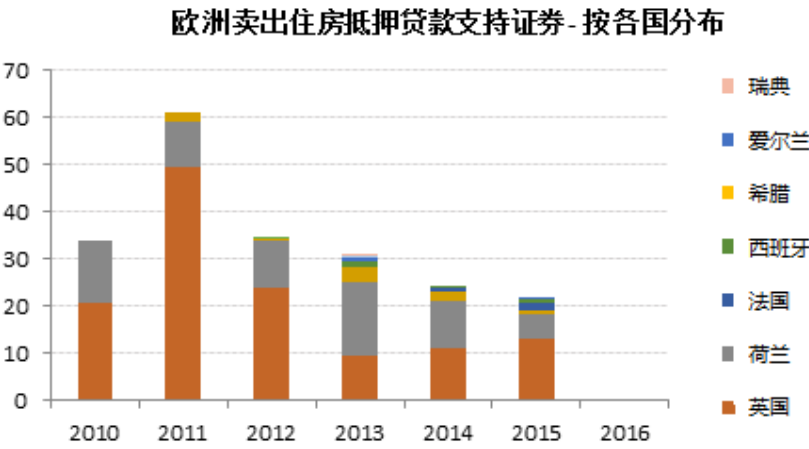


图 22

3. 亚洲

亚洲的证券化市场的发展可以分为三个阶段。第一阶段始于八十年代末九十年代初，在1997 亚洲金融危机时达到鼎盛期。第二阶段处于亚洲金融危机与2007 年的全球金融危机期间。而第三阶段起始于全球金融危机前，一直到今天成为了亚洲最大的债券市场。

亚洲的证券化市场其实起步于新加坡。1986 年新加坡发行了第一单小额 CMBS，随后在 1992 年开始发行房地产抵押贷款支持证券。然而在当时，基本上所有的操作都是借助其他国家有经验的银行、会计事务所、律师事务所、评级机构和投资者进行协作安排，结构设计以及管理。亚洲第一个有规模的跨境市场是香港，主要得益于香港拥有一套利于债权人的灵活的法律体制（和新加坡相似），在国际金融市场上的有着比较重要的地位，以及大量的不动产资产敞口。通常与香港基本利率挂钩的资产会被转换成香港银行同行业拆借利率，然后再转换成伦敦同业拆借利率给大量国际投资者进行交易。在 1994 年到 2000 年期间，香港一共发行了 4 单 CMBS 和 6 单住房抵押贷款支持证券，除此之外还有信用卡应收帐款支持证券、用港币发行的汽车贷款支持证券和无担保的个人贷款支持证券各一单。

除了资本的不断积累之外，在这个时期另一个证券化市场发展的推动力来自于亚洲经济较为发达的国家（泰国，印尼，日本，韩国和菲律宾）对于金融市场监管力度的放宽。金融市场监管的放宽为结构化的套利交易敞开了大门。资产的现金流由不受监管的金融实体发起，并使用当地货币进行计价，然后作为抵押物用日元再融资（当时的日本利率很低），再通过掉期兑换美元套利。在 1996 年，泰国发行了两单汽车租赁贷款支持证券，而印尼也发行了一单摩托车贷款支持证券。

证券化市场的第三个推动力是寻找新的融资来源，这种需求在亚洲金融危机期间显得尤为迫切。菲律宾在 1997 年发行了一单以航空公司的应收帐款作为基础资产的资产支持证券，随后在 1998 年又发行了一单以私人电话公司的应收帐款作为基础资产的资产支持证券。中国外运集团在 1997 年发行了一单附带回购保证条款的以未来运输应收帐款作为基础资产的资产支持证券。在 1997 年的夏天，由于国内银行遭受到了信用降级的波及，新的贷款人为了筹集营运资本或救助资金将注意力转向了资产支持证券。韩国政府在当地证券化相关法律通过后，发行了一系列以消费信贷和贸易信贷作为抵押物的资产支持证券。从 1997 年开始，日本的非银行金融机构发行的证券化产品数量翻了十倍，从 4 万亿美元增长到 40 万亿美元（1 美元 = 100 日元），其中大多数是 ABS 和 CDO。

当境外投资者纷纷撤出亚洲市场之后，亚洲的证券化市场转向国内市场的基础建设。在二十一世纪初期，泰国、马来西亚、印尼和台湾在借鉴了日本的证券化相关法律后都颁布了适合自己国情的证券化法律，而中国也引入了信托法。资产管理公司于 90 年代末在泰国、韩国和中国兴起，主要管理减值贷款，而证券化被考虑或用于处理这类贷款。

图 23

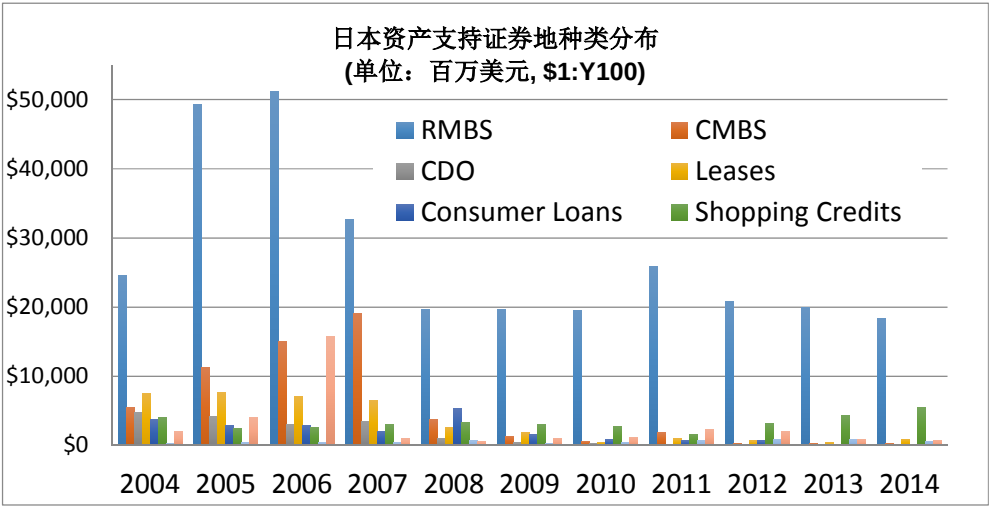
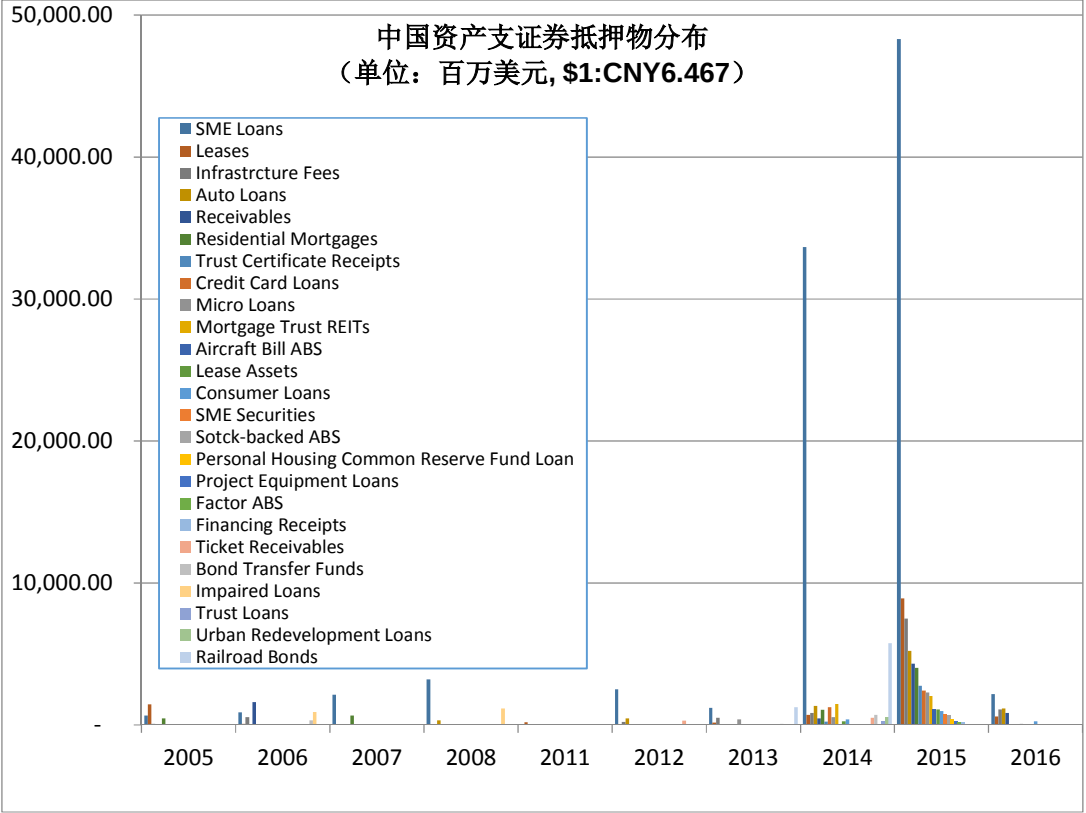


图 24



各国陆续成立政府金融机构，像马来西亚的 Cagamas of Malaysia (1984)，印度的 National Housing Bank of India (1988)，香港的 Hong Kong Mortgage Corporation (1997)，和泰国的 Secondary Mortgage Corporation of Thailand (1997)。随后，韩国的 Korea Housing Finance Corporation (2004) 取代了 Korea Mortgage Corporation (1999)，日本的 Japan Housing Finance Agency (2007) 取代了其前身 Government Housing Loan Corporation (1950)。印尼在 2005 年成立了 SMF 机构，蒙古也在 2006 年建立了 Mongolia Mortgage Corporation。尽管并不是所有的政府金融机构都在推进资产证券化，但只要是债券市场比较活跃的国家，住房抵押贷款支持证券总是舆论热点。截至 2003 年的数据估算⁷⁴，除去日本的统计数据，韩国成为了亚洲最大的证券化市场，占据市场 81.8% 的发行量，印度占 7.8%，新加坡占 4.7%，马来西亚占 2.4%，台湾占 1.4%，香港占 1%，其他亚洲国家的占比少于 1%。

这个排名在过去的十年里基本保持不变，直到中国在 2005 年进入证券化市场才打破了这一格局。现在中国、韩国、日本和印度拥有着规模相当的证券化市场。不过日本和印度的市场在逐渐萎缩，而中国自 2014 年起以指数方式在成倍增长。

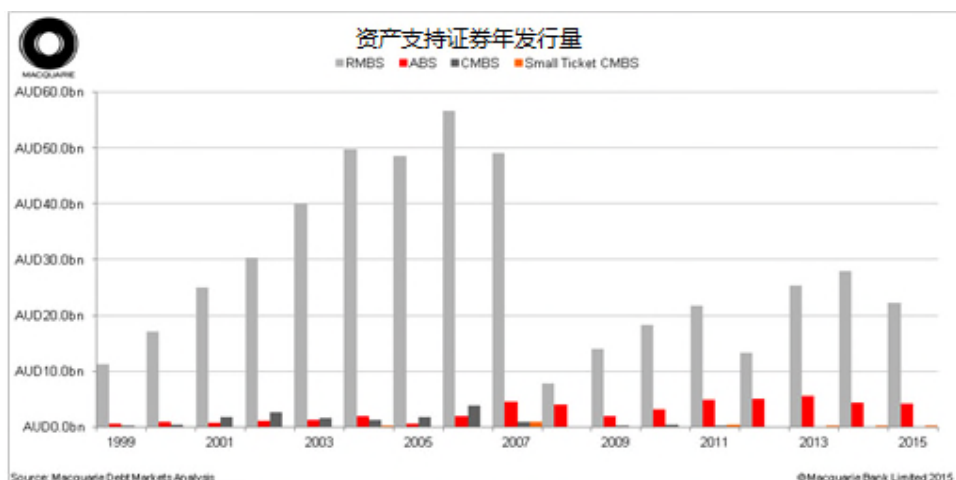
4. 澳洲

相比于美国和欧洲的资产支持证券市场，澳洲的资产支持证券市场规模较小（2015 年 12 月的适用汇率为 1 澳元=0.73 美元及 1 澳元=0.69 欧元）。从下图中我们可以看到，澳洲资产支持证券市场几乎全部都是住房抵押贷款支持证券。与所有资产支持证券市场相同，其发行量在次贷危机期间降至非常低的水平。然而澳洲的房屋抵押贷款并不存在与美国次贷危机期间所遇到的相同问题，因此澳洲的市场得到了稳步的复苏。

图 25⁷⁵ 资产支持证券的年发行量

⁷⁴ Diane Lam, 《国际金融法》亚太地区, 2004 年 6 月 22 号。

⁷⁵ 资料来源: 麦格理银行。



B. 危机

次贷危机始于 2007 年的下半年，以部分房屋抵押贷款原始权益人的破产作为起点。随后在 2008 年，积极参与房地产抵押贷款证券化市场的几家主要金融机构相继破产或被接管，标志着次贷危机进入高潮。这些金融机构包括美国国家金融、贝尔斯登、雷曼兄弟、华盛顿互惠、因迪美、房利美、房地美和美国国际集团。美国国内最大的三家汽车生产厂商中的两家也相继破产。这些破产事件的连带效应，严重地打击了消费者信心，尤其是投资者对预期收益和市场流动性的信心。消费者信心的缺乏，使得大部分资本市场在 2008 和 2009 年处于冰冻状态，导致了全球股市总市值蒸发了数万亿美元。固定收益证券市场也遭受了同样的损失，一夜之间无人问津。这些市场的动荡，导致了人们对市场预期的下降，美国家庭净资产的大幅缩水以及美国 GDP 与全球 GDP 的大幅下降。

由危机导致的市场信心缺乏以及流动性缺失，促使了全球央行向金融体系注入流动性的趋势。因而美联储、欧洲央行及英国央行的资产增加了数万亿美元，这些中央银行的高资产水平一直延续到了今天。截至 2015 年，尽管美国大部分的固定收益资本市场已经恢复流动性（私营部门的住房抵押贷款支持证券除外），但欧洲资产支持证券市场的流动性主要还是依赖于欧洲央行的回购项目。

美联储除了通过央行和主要交易商提供的流动性额度直接扩大其资产负债表以外，还通过建立一系列作为最后贷出人的金融工具来间接扩大资产负债表。比如“问题资产救助计划”（TARP）、定期证券借贷工具、资产支持商业票据、货币市场流动性工具以及商业票据融资机制。尽管美联储依靠这些工具获取了丰厚的收益，但这些工具仍然是私募市场无法或不愿进

行正常金融活动的大环境下的产物。

归咎这场危机发生的原因，通常认为是在全球（尤其是金融机构）的高杠杆背景下，房屋抵押贷款的信用审查不严格，以及被扭曲的基础房产资产的担保价值导致的房地产泡沫造成的。然而，经济活动和家庭财产所承受的损失远远超过这些不良房地产抵押贷款证券的直接损失。除了雷曼兄弟、华盛顿互惠和因迪美的破产，很多幸存的金融机构也遭受了严重的影响。整个债券保险行业由于对大量房屋抵押贷款相关证券提供保险而彻底垮塌。在 2007 年初，有 7 家债券保险公司被评为 AAA 级。而到了 2015 年，除了 Assured Guaranty 以外的其他债券保险公司都已经在破产边缘或不再经营。危机前在 RMBS 和 CDO 以及很多其他领域都广泛使用的通过打包证券以达到 AAA 级的策略已经不复存在。⁷⁶

C. 危机下 ABS 的表现

尽管很多人把危机归咎于评级机制，评级的竞争和评级机构的激励机制等问题饱受争议，但我们应该注意到许多结构化产品的实际表现其实好于大众的感觉。根据惠誉评级发布的研究结果（数据涵盖了全球所有在 2000 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日期间发行的由惠誉评级的结构金融债券的层级，见下图 26），已发生或预期会发生的损失仅占有惠誉评级的结构金融债券的 4% 以及 AAA 评级债券的 2%。图 26 可以看出，在危机期间大多数结构金融产品的表现与预期相符甚至超过预期。但是，美国 RMBS 和有关的 CDO 的表现要远比业内人士估计的差。

图 26 结构性金融产品损失明细

⁷⁶ 参阅上文第八章 B 节，关于金融危机的讨论。

尽管美国住房抵押贷款支持证券及相关结构金融担保债务凭证存在上述缺点，但监管、信用审查以及信用评级机构审查过程的改善使得后危机时代的市场表现出乎意料的好，实际损失几乎为零。

第四章 普通资产支持证券的结构

A. 金融结构

1. 现金流瀑布

证券化交易中的术语“现金流瀑布”指的是将从基础资产（被证券化的资产）归集的现金按照优先次序在不同等级的投资者之间分配的机制。因此现金流瀑布是资产证券化交易的关键构成之一。归集的本金和利息都有各自的现金流瀑布。然而在一些情况下只有一个可用资金账户，用于归集从基础资产回收到的所有资金。此外，当违约事件或摊还事件发生并触发对投资者的加速清偿时，会有不同的现金流瀑布规则⁷⁷。

对于循环购买结构，如信用卡支持证券和汽车经销商展厅贷款支持证券，信托会把归集的现金分配到金融费用账户和本金账户，并将超额利差放入一个交叉担保账户，以此来支持整个偿付顺序。⁷⁸归集的资金根据各自的现金流瀑布分配给投资者，然而这些现金流瀑布会受提前偿还事件、服务商终止事件和违约事件等影响。一旦这些事件发生，可能会停止循环购买期或解散信托。

对于诸如优质汽车和设备抵押支持证券的静态摊还结构，倾向于用“普通型”结构和单个可用资金账户。归集的现金流一般首先用于支付限额内的费用，然后用于支付投资者的利息和偿还本金，继而用于维持超额抵押目标额及补充储备账户，最后支付之前超出限额未付的费用。如果仍有剩余现金流，这些现金会用于支付给残值证券持有者或者归还给发行人。

a. RMBS 现金流瀑布

大部分住房抵押贷款支持证券的交易结构取决于基础资产的类型（比如：优质贷款、次优级贷款、次级贷款、转好贷款、二次抵押贷款），它们的发行机构（比如：私人企业、GSE）和现金流来源（比如：贷款还款或者租金收入）。以下会着重讨论四种类型的交易：（1）GSE 发行的房地产抵押贷款支持证券；（2）非 GSE 的私营部门发行的优质房地产抵押贷款支持证券；（3）转好贷款和不良贷款交易（RPLs 和 NPLs）和（4）GSE 信用风险转移交易（CRTs）。

⁷⁷ 参阅上文第二章 B.1 节和 B.2 节，关于现金流瀑布更全面的讨论。

⁷⁸ 交叉担保是指在特定情况下，不同资产池产生的超额利差或其他现金流，用于支持各个资产池从而进行互相担保。

(1) GSE 发行的住房抵押贷款支持证券

GSE 发行的住房抵押贷款支持证券具有隐含的联邦政府担保。它主要的结构特点是通过转化本金来设计具有不同到期日与提前偿付配置的债券。GSE 发行的房地产抵押贷款支持证券包括计划摊还债券（PAC）、目标摊还债券（TAC）和无加速优先级债券（NAS）。它们的结构目标是提供提前偿付保护。为了设计不同到期日或不同类型的债券，例如固定利率债券、仅付利息型债券、仅付本金型债券、浮动利率债券、反向浮动利率债券和零息债券，基础资产的加权平均利率会被完全重组。此外，可调整型和组合型的房地产抵押投资管道（MACR）的创设通常是为了允许投资者交换或者合并证券，以反映他们对期限组合和利率风险的偏好。由于联邦政府对 GSE 发行的住房抵押贷款支持证券的信用损失有担保，此类证券不发行劣后级债券。

(2) 非 GSE 的私营部门发行的优质 RMBS

非政府支持的优质住房抵押贷款支持证券采用优先-劣后级结构，该结构由一档或多档优先级证券搭配多档劣后级证券，通常情况下劣后级证券有 6 档。因此，这种类型的住房抵押贷款支持证券被俗称为“优先-劣后级权益转换”或“6 层”住房抵押贷款支持证券。权益转换是指将一部分计划外地提前偿还给劣后级证券的本金转给优先级的本金分配规则。这样做的影响是可以很快地建立对优先级证券的增信，特别是在快速提前偿付十分普遍和抵押物损失不多的时候效果显著。

非政府赞助优质住房抵押贷款支持证券的权益转换结构本质上是按顺序支付和按比例支付结构的混合体。根据交易的表现，归集的现金可能按证券的优先级顺序支付给各层级，也可能转为按比例支付给各层级。归集的本金会进一步地区分为计划内还本金和计划外还本金。在第一个三年到七年的归集期内，优先级证券按比例收到计划内偿还的本金和 100% 的计划外偿还的本金。这个归集期的时间长度取决于基础资产的抵押贷款类型和可调利率抵押贷款的利率是否调整。相比之下，在这个“锁定”期内，劣后级证券只能按比例收到计划内偿还的本金。一旦这个“锁定”期结束，劣后级证券按照预先决定的比例收到逐渐增加的计划外的本金还款。下表展示了一个典型的预先决定的劣后级证券的早偿比例转换规模的举例说明：

表 27：预先决定的劣后级证券的早偿比例转换规模的举例说明

早偿的第 0~5 年	0%
第 6 年	30%

第 7 年	40%
第 8 年	60%
第 9 年	80%
以后	100%

非政府支持的优质住房抵押贷款支持证券会有各种的逾期触发机制、累积损失触发机制和增信触发机制。当资产的表现低于预先设定的目标水平时，这些机制用于保证将劣后级证券计划外地提前偿付的本金转给优先级证券。该结构的目标是保持对优先级证券的增信。然而，当资产的表现好于预先设定的目标水平，劣后级证券会从只收取计划内的本金还款逐渐转变为收取全部份额的本金还款，最终完全按与优先级证券的比例分配所有本金还款。不同的发起人可以根据各自情况调整转变比例，触发机制发挥的作用也会因此有所不同。

(3) 转好贷款（RPL）和不良贷款（NPL）证券化

由转好贷款和不良贷款组成的住房抵押贷款支持证券通常由一层或两层优先级和多层劣后级组成。有时转好证券不包括证券化中的劣后级证券，或者包括劣后级证券但由发行人持有来为优先级证券提供增信，并通过这种共担风险的方式来体现与投资者利益保持一致。

由回复正常付款的抵押贷款组成的转好贷款证券通常会由评级机构进行评级。这些交易区分本金归集和利息归集，将归集的利息用于支付证券利息，归集的本金用于偿付证券本金。如果抵押物的加权平均利率相对较高，仅付利息型证券会被剥离出来。如果存在超额利差，会被用于偿还未付的证券的本金余额。此外，归集的本金可以先用于偿还证券的应付利息，然后再按证券的优先级顺序偿还证券的本金。

不良贷款支持证券由表现不良的贷款构成，而且通常没有评级。房地产经纪商评估价或第三方的估值对票据的抵押率很关键。归集的可用资金被混合存到一个现金账户里，因为信托十分依赖于清算净额所得或者基础资产的出售收入。其中可包含转好贷款产生的利息归集和本金归集。

基于转好贷款和不良贷款的高信用损失预期，转好贷款和不良贷款证券通常优先支付服务费、其他费用和交易费用，然后按证券的偿付顺序支付证券的利息，接着用信托内的全部现金按照相同的优先级顺序偿还证券的本金以保护信用。支付完这些后，多余的现金分配给残值证券持有者。

(4) GSE 的信用风险转移

GSE 的信用风险转移，比如房地美的结构化机构信用风险（STACR）交易和房利美的康乃狄克大道证券（CAS）交易等一般有一层优先级证券、多层中间级夹层证券、和一层劣后权益层。GSE 通常会保留优先级证券，同时可能保留全部或者部分的权益层证券。

信用风险转移交易的夹层和劣后级的一个突出特点在于 GSE 保证直接发行的无抵押债务。相应地，投资者承担了 GSE 的信用风险敞口。投资者对基础资产池没有追索权。然而，投资者收到款项的时间和数额取决于基础资产的抵押贷款的表现。

信用风险转移交易参照指定的优质抵押贷款的现金流进行支付，同时区分计划内的本金还款和计划外的本金还款。计划内的本金还款是按比例在优先和劣后级间分配，计划外的本金还款在绩效表现触发机制没有被触发前按比例分配。当触发事件发生时，计划外的本金还款是按照次序分配。

b. CMBS 现金流瀑布

CMBS 交易中，评级 Aaa 的优先级证券可以进一步细分为：超优级 Aaa 证券、夹层 Aaa 证券和/或劣后级 Aaa 证券。除了这些优先级证券，还有评级从 Aa 到 Baa 的夹层证券以及低等级的信用证券。低等级的信用证券包括低于投资级证券和/或劣后级“B-级块”证券（最先承担损失的无评级证券）。本金通常按照证券等级依次从高级到低级偿还，首先超优级 Aaa 证券，然后夹层优级 Aaa 证券，然后次优级证券，然后夹层证券，最后劣后级证券。

c. CLO 现金流瀑布

本章节讨论的大多数结构性的特点可以在 CLO 的交易结构中找到，但是在不同交易中侧重的程度是不同的。

大多数的 CLO 交易有一个规模很大的 Aaa 级证券，评级从 Aa 到 Baa 的层级即夹层证券，BB 和 B 级证券即是劣后级证券。除了这些有评级的证券，还有一个权益级，该层级收取交易中的超额利差。

在 CLO 交易中，普遍使用按照证券优先等级对投资者按序分配，但是对 Aaa 证券的投资者可以按比例分配。在一些情形下，CLO 交易会设置加速清偿事件。加速清偿事件是在较低优先级别的债券的超额抵押测试被触发的情况下，超额利差在偿还优先级证券的本金前先偿还较低等级证券的本金。

d. 信用卡支持证券现金流瀑布

信用卡支持证券交易通常是以综合信托结构发行的。综合信托被设计成一个永久的发行工具，每个发行的债券有一个共同的资产池，这个资产池以信用卡应收款为基础资产，从指定的相关账户不断地补充应收账款，而每个债券对这个资产池享有不可分割的所有权利益。与该结构形成对比的是，大多数资产支持证券交易都是由一个单独信托中的由无补充摊销资产构成的独立资产池为支持。

信用卡支持证券交易已经发展到包括 2 种不同类型的结构，即脱钩信托和挂钩信托。在脱钩信托中，只要给预先存在的劣后级债券提供足够的增信措施，发起人可以发行独立于劣后级债券的优先级债券。这使得发起人可以根据市场条件和投资者需求来量身定制发行债券。脱钩信托在美国市场上处于主导地位，同时也普遍存在于英国市场。在挂钩信托中，每一笔交易都同时发行优先级和劣后级债券，并且劣后级债券只为与其配套发行的优先级债券提供信用支持。

信用卡支持证券在同一系列内按照优先级和劣后级的顺序依次进行支付。整个系列中同一优先次序的证券按比例支付款项。

e. 汽车抵押贷款支持证券和设备抵押支持证券的现金流瀑布

汽车抵押贷款支持证券是美国发展最早的资产证券化品种之一。汽车抵押贷款支持证券主要包括优质的汽车抵押支持证券、次级汽车抵押贷款支持证券和汽车租赁支持证券。优质的汽车抵押支持证券被认为是最基本的类型，并被作为利差、流动性和风险特征的基准。作为基础资产的汽车贷款一般都具有同质、分散、短期合约的特性，因此，预期的信贷损失在统计学上可以依据相似类型的贷款池的历史追溯表现来进行推算。创设一些偏离上述基本特征，并寻求通过结构化特性和更高的增信措施来抵消额外风险的资产池成为汽车抵押贷款支持证券产品的近期趋势。

优质的汽车抵押贷款支持证券发行人主要包括汽车制造商拥有的汽车金融公司、银行和非银行第三方金融机构。次级汽车抵押贷款支持证券往往由非银行第三方金融机构作为发行人。

汽车租赁支持证券交易通常是由汽车制造商下属汽车金融公司发行。这些交易因为将有形剩余资产证券化而增加了另一层的市场风险。在评估租赁终止时的残值实现风险、汽车制造商融资实力及其对下属汽车金融公司提供支持时，通常需要额外的增信。

当复印机和打印机等小型设备抵押支持证券的债务人集中度很小时，它类似于汽车租赁支持证券。然而，这些交易包括设备租赁的有形残值，虽然有形残值风险敞口一般在 2% -

10%，大幅低于汽车抵押贷款支持证券，但是有形残值的现金流可达到预期现金流量的 50～60%。

由于更大的合同金额，中型或大型设备抵押资产支持证券可以具有较高的债务人集中度风险。它也可以包括有形残值作为资产的一部分。这就需要额外的增信以抵消增加的风险。

从汽车与设备支持证券的发展空间角度来看，人们可以看到发行资产支持证券的 SPE 如何兼容和统筹新的风险。这些例子展现了美国证券化市场是如何发展进化的。

大多数汽车抵押贷款支持证券交易采用优先-劣后级结构，包括 Aaa 优先级证券和 Aa-Baa 的劣后级证券。Aaa 证券通常按照时间进一步分级为货币市场债券（0.3-0.5 年）、1 年、2 年以及残值证券。汽车抵押贷款支持证券交易可以由单个优先级过手型证券构成，或针对小型的新兴发行人或者次级交易设计 A1 级和 A2 级的证券。对于区域银行的汽车抵押贷款支持证券，有形残值证券可以发行和出售。而对于次级资产支持证券，许多发行人还会发行到 Ba 或 B 评级的证券提高抵押率水平。设备支持证券在分层结构上类似于汽车抵押贷款支持证券。

尽管汽车抵押贷款支持证券被视为最基础的证券化交易，它包含最多样的按顺序与按比例分配的现金流瀑布。设备抵押资产支持证券在这方面类似于汽车抵押贷款支持证券。

从市场条件和投资者偏好看，按比例分配结构在信贷危机之前深受欢迎，而且现在仍然在次级证券交易中使用。在优先级证券未清偿时，劣后级证券会被支付一定比例的本金。尽管如此，如果特定触发条件发生，该劣后级证券的本金分配将被关闭或重新分配。如果投资者不要请求优先级证券拥有更高的利差，按比例分配结构对发行人而言是最符合成本效益的发行方式，尤其是当优先级债券持有人很关注信用保护触发机制。次贷危机以来，交易结构已被简化，按照优先次序分配的结构逐步成为现金流瀑布结构的主要方式。

“利息-利息-本金-本金”（IIPP）偿付顺序和“利息-本金-利息-本金”（IPIP）偿付顺序的两种机制经常在证券偿付顺序中被采用。这两种机制在具有多重优先和劣后级结构的资产支持证券中适用。两者之间关键的区别在于较低等级的证券支付利息顺序是否在较高等级证券本金偿还之后。然而最近，优先顺序结构被越来越普遍地使用，其中需要一个显露或隐含得本金分配账户（PDA）来优先分配本金。下面我们来看一下这三个偿付顺序。

假设有四级债券：

- A 级（AAA 评级）
- B 级（Aa 评级）
- C 级（A 评级）

- D 级（Baa 评级）

在每一个变动中，可用资金账户被应用如下（在支付费用和费用之后）：

IIPP	IPIP	优先顺序
A 级利息	A 级利息	A 级利息
B 级利息	A 级本金	PDA 分配至 A 级本金
C 级利息	B 级利息	B 级利息
D 级利息	B 级本金	PDA 分配至 A、B 级
A 级本金	C 级利息	C 级利息
B 级本金	C 级本金	PDA 分配至 A、B、C 级
C 级本金	D 级利息	D 级利息
D 级本金	D 级本金	PDA 分配至 A、B、C、D 级 补足储备金账户至目标金额 PDA 到各级达到超额提供抵押目标

当所有其他条件相同时，IIPP 结构对 A 级、B 级和 C 级证券有一个稍稍更高的增信要求，因为此结构下较低优先级别的债券的利息支付并不在优先级证券的本金支付之后。而在 IPIP 结构下，B 级、C 级和 D 级证券利息支付顺序在优先级证券本金支付之后，这对较低优先级别的债券持有人显然有所不利。优先顺序结构的特点介于 IIPP 和 IPIP 结构之间。只有当优先级证券在基础资产抵押不足的情况下，本应支付给较低优先级别的债券利息的部分将重新分配以满足优先级证券的抵押要求。这种结构是汽车和设备支持证券发行人经常使用的。

对于在损失准备金前具有足够超额利差的交易，结构设计往往通过设定超额抵押目标来锁定超额利差。当超额抵押目标实现后，如果抵押资产在预先设定的历史损失触发水平条件之下运作良好，则支付投资者之后的剩余现金流会给予有形残值证券持有人。上述触发水平通常设置在一个略高于基础损失情形的水平。通过设置累积损失触发、年化损失触发、逾期触发和增信触发等机制，以便在抵押资产表现恶化的情况下重新锁定超额利差。

f. 其他资产支持证券（ABS）现金流瀑布

资产支持证券结构适用于众多其他抵押资产类型的现金流分层，包括货柜集装箱、飞机、火车、助学贷款和复杂的抵押资产包括太阳能、电池塔和中小企业（SME）贷款。涵盖所有资产支持证券结构的更深度研究将超出本文范围。简单而言，这些交易通常包括不同加权平均期限的 Aaa 级证券和夹层证券（Aaa 至 Baa）。他们倾向于使用顺序支付方式，即使是在 Aaa 层级之间。

2. 超额利差的获取方式

超额利差是抵御损失的第一道防线。然而对优质资产交易而言，超额利差被剥离出来分配给不同层级债券。超额利差的获取有多种方式。

a. 仅付本金（PO）债券与仅付利息（IO）债券

正如前面所述，房地产抵押相关交易将资金归集账户分为利息归集账户与本金归集账户，因而需要额外关注利息的精确分配。抵押类交易可发行仅付本金证券与仅付利息证券，从而将超额的利率从抵押资产的净加权平均利率中剥离出来，或用于弥补债券票面利率与抵押资产加权平均利率之间的差额。同时，这类交易还会运用可分配资金限额法来确保债券只能够获得与扣除了经过天数调整和费用后的利息相当的收益。

混合型抵押贷款在利率由于最高限额重置前会有 2 到 10 年的收益率固定期。可分配资金限额法就是用来处理抵押资产收益随时间的不确定变化问题。

b. 收益补充超额担保（YSOC）和收益补充账户（YSA）机制

对于由汽车制造商下属的汽车金融公司发行的优质的汽车抵押贷款支持证券，优质借款人通常能够因制造商在后端的资金补助而获得更低的利率。因此，在资产池中有可能存在相当大一部分受到补助的低年化收益率资产。为了解决这个问题，收益补充账户机制（YSA）和收益补充担保超额抵押（YSOC）的概念被引入到信托过程中。年化收益率低到不足以支付债券利息的贷款会按一定的贴现率进行折算，折算以收益补充账户的现金账户或收益补充担保超额抵押预定超额抵押目标额度的形式进行。通过收益补充担保超额抵押和收益补充账户机制的实行，超额利差得以被获取或释放。

c. 来自早偿惩罚与残值实现的外围收入

通常，早偿惩罚与收益率维持有不同的分配规则。提前还本罚金与残值实现产生的收入被视为可用资金的一部分，或者进入利息账户作为利息归集，且遵从各自现金流瀑布的分配。

d. 按贴现率重新分类

贴现率可以是针对整个信托产品存续期间内的单一贴现率，也可以是针对每笔贷款的不同贴现率，即最大贴现率与每笔标的贷款或租赁的年收益率。贴现率被普遍运用于设备租赁交易中，这些交易中抵押资产的加权平均利率远远高于负债端的成本与服务费之和。通过贴现的方式，一部分高收益资产的现金流转化为超额抵押部分，然后被作为信托机构增信的一部分。

与之相反的情况也会出现。当池内抵押资产加权平均利率低于要求的贴现率时，抵押资产的一部分本金被重新分配作为额外的资产收入。

e. 残值销售

这里的残值指的是信托机构残值。它指在支付信托费用及付清债券之后的超额利息、储备金账户释放、超额抵押收益释放或者其他未分配的现金收益。

由于过去几年市场环境逐步回暖，低利率市场环境驱使投资者寻找更高收益的产品。优质的汽车抵押证券发行人成为残值销售的主力军。对于发行人来说，在发行人的会计人员认可以及遵守相关规定的条件下，这些残值销售可被作为表外业务处理。⁷⁹尽管残值销售的成本较高，但发行人能够减缓监管资本压力，改善财务指标，或获得出售收益。销售残值是将超额收益变现的最直接方式。

3. 对冲机制

当利率或货币不匹配时，证券化信托机构通常需要采用对冲机制。在一些案例中，允许存在无对冲的浮动收益，最常见的利率对冲形式是利率掉期与利率上限。

当抵押物的为固定利率资产，且部分或全部的债券属于浮动利率负债时，发行人可以签订利率掉期协议来支付固定的利息、收取浮动利息付款，然后将浮动利息付款支付给债券持有人。然而，由于某些信用评级机构的交易对手风险标准发生了变化以及更严格的资本规则导致了利率掉期成本增加，发行人越来越不愿意签订任何利率掉期协议。

久期短的债券有时不需要掉期，取而代之的是发行无上限的浮动利率证券，考虑到利率压力，这些证券拥有更高的增信水平。优质资产发行人与次级发行人相比，对杠杆不那么敏感。同时，优质资产发行人的证券化项目的增信只需达到基本水平，因此发行无上限的浮动利率证券在一些情况下也是一种优化资本结构的方式。

在目前接近零利率的环境下，由于存在利率最终会升高的预期，因此有些投资者更青睐浮动利率债券。然而，大多数的汽车抵押贷款支持证券都是以固定利率汽车贷款或租赁作为抵押物。为了满足浮动利率的需求以及减少一年期债券的供给，发行人将 50%或更多一年期债券以无上限浮动利率的形式发行，或根据需求设定浮动利率债券的发行量。事实证明这种方法是有效的，它使得汽车证券发行人不再过于依赖发行一年期固定利率证券，故而减少了潜在的利差扩大的可能性。

⁷⁹ 参阅上文第二章 C.2 节，关于表外报告会计准则的讨论。

a. 利率上限

在证券产品中引入利率上限是减少利率上涨冲击的简单方法。上限溢价提前付清，不会影响现金流瀑布。利率上限的执行需依据事先制定好的计划，该计划通常可以降低在历史情景分析下需要对冲的债券余额。因此，如果实际早偿率偏离提前规定的利率上限，那么考虑到利率风险，就有可能造成信托机构对冲过度或不足。

b. 掉期

利率掉期分为两种：余额保证型和非余额保证型。非余额保证型的掉期与利率上限合约类似，它依据历史早偿数据来推导出一个掉期计划，且信托机构可以支付固定或浮动利率，获得浮动或固定利率并转移给证券持有人。掉期付款在服务费和信托费用后，与优先级证券利息的偿付具有同等的优先级。掉期破损费用通常与月度净掉期付款具有同等优先级，但是可以分开支付。掉期的提供者和优先级债券的持有者可以协商哪一项付款在现金流瀑布中具有更高的优先级。然而，掉期付款通常在瀑布结构中具有最高的优先级，这是因为掉期是信托机构基础结构的一部分。

在余额保证型的掉期中，名义本金可以自动调整以保持与该掉期所对冲的债务余额一致。对于不想承受利率风险的投资者而言，这看起来是一种最理想的方式。然而，余额保证型掉期要比固定计划的掉期更昂贵。这种掉期的对手方承担了额外的早偿风险，除非该风险可以被发行人消除在信托之外。余额保证型掉期在某些情况下会对信托机构造成不可预知的影响。例如，面对长期的高利率压力，在结构不合理的情况下，余额保证型掉期会将可用资金从债券持有人手中转移出去。由于近期监管资本维持要求的变化，余额保证型掉期现在并不经常被采用。

c. 套期保值的结构型替代方案

对冲的结构型替代方案的目的是将资产与负债进行匹配。若资产一部分为固定利率，一部分为浮动利率，则可以使用 H 型结构或 Y 型结构来将固定利率资产的收入转移到固定利率债券中、将可调整利率资产的收入转移到浮动利率债券中。Y 型结构创设了占资本结构大多数的两组优先级债券，以及一组劣后级债券。该劣后级债券可以是固定利率也可以是浮动利率。H 型结构创设一组固定利率的优先级与劣后级债券用来对应有固定回报率的资产，此外还有另一组浮动利率的优先级与劣后级债券对应回报率可调整的资产。这种方式通过内部结构很大程度上地缓解了利率不匹配的状况，而非通过外部机构来处理问题。

当下更简单的一种情况是，资产为可调整利益类型，债券为固定利率类型。如果给定一个利率上升的环境，则没有必要进行对冲。

d. 助学贷款支持证券的套期保值

助学贷款支持证券交易经常用到对冲。标的贷款的利率可以用不同的基准利率来作为指标，例如，1 月期伦敦银行同业拆借利率、3 月期伦敦银行同业拆借利率、国债利率和优惠利率等等。在负债端，固定利率证券与浮动利率证券只由 1 月期伦敦银行同业拆借利率作为指标。这决定了固定-浮动利率掉期与基点风险掉期对于助学贷款资产证券化的必要性。这种基本利率风险可以通过上述的几种方法减轻。

当固定-浮动利率掉期应用于助学贷款资产支持证券时，它的运行机制与其他类别资产支持证券的掉期相似。不同的是，助学贷款资产支持证券掉期计划可以基于贷款余额或债券余额，而非其他类别资产中的掉期一般基于债券余额。这主要是由于极大一部分的助学贷款利率是可调节利率，只有一小部分的负债利率是固定利率。

此外，很大一部分标的助学贷款是由优惠利率标注的。因此为了偿还 1 月期伦敦银行同业拆借利率浮动利率的负债，基点风险掉期被用于保持优惠利率与 1 月期伦敦银行同业拆借利率之间的利差，以确保两者之间的净头寸来维持交易。

主要将证券化作为融资来源的助学贷款的新原始权益人进一步设计了基于 1 月期伦敦银行同业拆借利率的贷款。通过将较少使用的指标转化为债券适用的 1 月期伦敦银行同业拆借利率，利率不匹配的风险在贷款产生阶段就被减轻。

e. 货币掉期

汇率风险的减轻过程与利率风险类似，但它会将国家的主权风险评估包含在交易中。

4. 适应证券化抵押品的本质（包括同质性）

a. 债务人集中度风险

债务人集中度风险通常低于 0.1%。对于拥有全国资质的发行人而言，资产在地域上具有多样性。考虑到证券化有相对较长的历史，且表现追踪记录十分全面，我们可以使用统计学方法来推断资产证券化交易中的预期损失和增信。

经过不断发展，证券化市场已经可以反映市场过去的表现。随着时间的推移，资产池中的抵押资产逐渐出现了新型风险。SPE 因此从结构方面以法定约束、表现触发和运营触发事件的形式来建立交易结构的风险缓释。

当个人贷款达到较大规模（通常以 1%为阈值）时，就会产生额外的债务人集中度风险。一些信用评级机构要求更多增信措施以支持不同信用级别各类违约问题，而其他信用机构要求资产池通过 CLO/C 模型评估，来判断大型债务人之间的风险相关性。如果集中度过高，则会设置评级上限。

b. 地区性集中度风险

出于增信目的，还应对有区域特征的发行人进行额外的地区性集中度风险因素的评估。这是为了缓释区域性经济衰退或区域经济面临其他压力带来的风险。

c. 基础资产类型与条款的变化

贷款和租赁一般是独立分类的，除非租赁是刚性需求并且被归类为贷款，而非出于会计或税务目的。

与标的抵押物相关的融资条款有很多。合同期限通常集中于加权平均，而长期应收款项由于其长久性和经济适用性会具有更高的风险。为了避免影响资产池的属性，长期资产的额度同样是有限的。有较高加权平均利率的应收款项也存在同样的问题。

d. 同质性

由于资产的同质性会增加资产组合模型的可预测性和可靠性，因此一些资产组合必须进行结构调整，来解决缺乏同质性的问题。这些资产包括，CLO、CMBS 和助学贷款（或助学贷款资产支持证券）。

对于 CLO 和 CMBS，单个贷款往往占有的比重更大，并且每一笔贷款都有一系列不同的条款。助学贷款资产证券必须适用于还款情况不同的学生，继而产生不同的还款条款和契约。

B. 法律结构

1. 证券化资产的法律隔离⁸⁰

如上文所述，一笔证券化交易的法律结构中最为重要的要素就是针对 SPE 中证券化资产的法律隔离。本节讨论构建证券化资产法律隔离中通常必须满足的两项标准。第一，证券化资产必须由原始权益人通过真实出售转移给 SPE。第二，在交易环境下以及原始权益人与 SPE 的关系中，必须不能包含任何足以导致破产法院将 SPE 的资产与破产原始权益人的资产进行实质合并的事由。

a. 真实出售

美国《破产法典》第 541 (a) 条例规定，一项破产案件始于对“破产财产”的确认，这一财产中包含启动破产程序时债务人所拥有的所有法律及衡平权的财产权益。《破产法典》规定了各项特定财产权益是否属于债务人的破产财产。然而，州法律以及非破产法律通常规定了债务人财产权益的范围和性质，也因此能够直接影响破产法院对于债务人破产财产是由何等权益组成的决定。

在原始权益人破产的事件中，原始权益人破产财产中是否包含证券化的资产，取决于适用非破产法律规定下的销售协议的特点描述和处理。如果原始权益人将证券化的资产无条件出售给 SPE，那么原始权益人不再享有证券化资产的利益，证券化的资产也就不属于破产财产。另一方面，如果销售协议被描述成基于 SPE 为原始权益人提供贷款的担保而进行的财产转移，那么原始权益人对于证券化的资产享有实际利益，且 SPE 将被视为原始权益人的债权人。如果出现此种情况，破产受托人或者作为债务人的原始权益人可以强制执行《破产法典》第 362 条例下的“自动冻结”，以此来阻止 SPE 对于证券化资产的归集以及其他支配。

对于真实出售分析的调查界限是，交易方是否有意将交易视为无条件销售而非借贷。当熟练的交易方意图进行一项无条件销售并依此构建交易时，一些法院会就该意图给予推定的权重并且维持交易方对于销售交易的描述。

尽管交易方的意图是真实出售分析的重要因素，大多数法院也会检查交易的经济后果来确定其是否与交易方明示的意图相一致。这些法院会对比权衡一项交易中关于真实销售的特性与担保贷款的特性，以决定交易的经济后果更类似于一项真实销售或者一项担保贷款。

⁸⁰ 参阅上文第二章 A 节与 C.3.a 节，关于法律隔离的更多讨论。

一项首要的决定因素是，卖方是否将基于所有权的风险随同资产一并转移给了买方。金融资产的所有者通常应该承受资产不可回收的风险。然而，一些可追溯至卖方的追索权的存在，并不要求转移被视为一项借贷。这只是需要考虑的一项因素。

在大部分证券化交易中，证券化资产的销售是无条件且不可撤销的。原始权益人并不保证证券化资产的偿还，并且如果证券化资产的收益小于购买价格或者资产被证实无法回收，SPE 均无对于原始权益人的追索权。销售协议下原始权益人收取的代价，被交易方看作代表了证券化资产的公允价值，并且购买价格不受之后基于回收款重新计算的影响。最后，原始权益人没有义务维持 SPE 的偿付能力。

其他决定是否真实出售的因素之一是买方是否获得了通常与所有权相关的利益。对于一个金融资产来说，那通常意味着买方有权获得因持有资产所有权而产生的利益。在大部分证券化交易中，证券化资产的销售是不可撤销的，并且在销售协议的条款中不会赋予原始权益人享有证券化资产任何利益或剩余价值的权利。

b. 实质合并

实质合并原则是指破产法院基于衡平法原则对分离但关联的实体的资产和负债进行合并，并把这些资产和负债看作由单一实体控制。合并两个或者多个商业实体的权力在《破产法典》中并未详细列出。相反这一原则是从破产法院的衡平权衍生而来，此权力的法定渊源来自于 105（a）节，该节赋予法院通过“发布任何必须的命令来执行《破产法典》相关规定”的权力。

法院已经制定了不同的测试，用以决定破产法院做出实质合并的决定是否合适。大部分法院将他们的分析建立在一到两项测试或它们的变体的基础上。在经常被引用的 Augie / Restivo⁸¹测试下，合并仅当满足如下二者之一时被允许：（1）各实体的事务有很多关联以致于合并对于所有的债权人均有好处；（2）债权人视该等实体为单一经济单位并与之交易，并且在信贷延展方面不依赖于他们的单独身份。许多其他法院采用了一项被称为 Auto-Train⁸²测试的平衡测试。在汽车-火车测试之下，分析通常聚焦于实质合并所带来的好处是否远胜于强行合并所带来的损害。

不管采用何种测试，法院一致警告实质合并原则应该保守实施并且仅适用于个别案件。那种警告是必须的，因为此原则给债权人带来了不公平的潜在可能性。警告同时也是适当的，鉴

⁸¹ 其为一宗著名破产法案例。

⁸² 其为一宗著名破产法案例。

于最高法院针对破产法院衡平权的警戒。最高法院认为该等衡平权不是无拘无束的并且必须与《破产法典》的法定框架相一致的方式加以运用。

在某一案例的特定事实中应用这些测试时，许多法院会考虑所谓的“合并要素”。“合并要素”的内容被明确地表述在 *In re Vecco Construction Industries, Inc.*, 4 B.R. 407 (Bankr. E.D.Va. 1980) (“Vecco”) 案中。Vecco 合并要素包括：（1）分开资产和负债的困难程度；（2）存在合并的财务报表；（3）在单一实地合并而带来的盈利能力的增加；（4）混合的资产和业务功能；（5）权益和所有权的一致性；（6）存在公司间的贷款担保；以及（7）未遵循公司正式手续的资产转移。

当应用 Vecco 要素时，破产法院应该将典型证券化中的一些情形视为不利于实质合并。这些因素包括：

- 1、原始权益人和 SPE 的财务和业务记录精确反映他们各自的资产、负债以及金融事务；
- 2、原始权益人和 SPE 各自相分离的资产和负债能够被容易并且廉价地被分离、确定和识别；
- 3、原始权益人和 SPE 会坚持履行公司的正式手续来进行资产转移以及二者之间的其他交易。

另一方面，在典型证券化中的一些因素被视为有利于实质合并。例如：

- 1、原始权益人拥有 SPE 全部所有权，且原始权益人和 SPE 拥有相同的董事及高级管理人员；
- 2、原始权益人和 SPE 业务机能的一体化将在有限范围内存在；
- 3、原始权益人如果也是服务机构，将保留关于证券化资产的账簿和记录。

在大部分证券化中，这些因素中没有一个因素（无论单独或者一起）能够证明实质合并是正当的。大部分证券化的设计能确保 SPE 的资产和负债是能够容易、廉价地辨认的，并且第三方（主要是资产支持证券的投资者）依赖 SPE 的独立性，视其为独立于原始权益人的法律实体。

2. 资金的归集与应用

一旦证券化信托的资产（例如，抵押贷款、汽车贷款、信用卡应收账款等等）在 SPE 中实现了法律隔离，关注点就转移到了确保那些资产的归集款项——最主要是基础资产的债务人支付的利息和本金——被迅速地存入存款账户或者其他银行或者为证券化而特别建立的投资账户（归集账户）。从财务角度来看，将归集的金额及时存入归集账户对于决定下一个分配日有

多少现金可供分配而言是必要的，同时对于适当地匹配证券化预期支付义务与预期收入的时机也是必需的。从法律的观点看，将归集的金额及时存入归集账户帮助减少了混合的风险——这种风险是指证券化资产的收款与原始权益人的其他资产相混合，因而在原始权益人寻求破产保护时这部分收款会被认为是其财产的一部分。

在一小部分案例中，是通过法律契约要求原始权益人指示债务人将他们的付款直接汇入归集账户（或者一个与归集账户相连接的加密箱）来完成收款存入归集账户的任务。然而，在绝大部分案例中，债务人可以直接向原始权益人汇款，原始权益人随后在证券化交易文件中指定的确定期限内将收到的现金支付存入归集账户。在可适用的评级机构标准下，评级非常高的原始权益人可能被允许在将收款存入归集账户前持有收款长达 30 天。然而，大部分原始权益人必须在收款后的两个营业日内将其存入归集账户。

证券化交易文件将要求已存入的收款定期分配。大部分证券化预期资金的分配在每月的固定日期（分配日）进行，每月分配的金额主要由上一个日历月内归集账户存入的收款组成。

每月可分配金额在每个分配日根据相关协议所指定的优先顺序，即现金流瀑布，进行支付。现金流瀑布用每月可分配金额按顺序支付，以履行各种证券化信托的各种支付义务，直到（a）没有资金剩余以履行现金流瀑布中剩余的支付义务或者（b）所有现金流瀑布中的支付义务均已履行。

在典型的现金流瀑布中，证券化信托最重要的义务是支付优先头寸，其资金的可用性更为确定。其次重要的义务是支付劣后级头寸。由于评级机构主要评价每个分配日利息支付的及时性以及到期日最后一笔对本金的偿还，因此在现金流瀑布的支付中，资产支持证券产品利息的支付往往被看作是优先头寸，这是为了让利息的支付最大可能地满足必备的“及时性”基础。本金的支付可能处于现金流瀑布中更为劣后的水平，因为评级通常并不强调本金偿付的及时性问题。

3. 担保物权

任何证券化交易的核心都是金融资产的有效、高效的转移。如果希望将一项业务中产生现金流的资产与业务中更具风险的部分相隔离，那么交易文件必须满足一定的法律要求，该要求规定有效、可执行的资产转移需要从原始权益人（作为卖方）到 SPE、再从 SPE 转移到投资者。为了从一个成功的隔离上获益，投资者会希望获得卖方权利来收取金融资产的偿付，以及在相关债务人未进行支付时采取针对相关金融资产的补救措施的权利。

《统一商法典》第 9 条作为允许有效转让的法律规则的支柱，在许多方面规制着金融资产卖方与买方之间的关系。同时它还在许多方面规制着金融资产买方与那些资产债务人之间的关系。第 9 条建立了在大多数情形下买方为了获得在金融资产上针对债务人的相关权利所必须遵守的程序，并且决定着买方所享有的针对债务人的权利范围，以及享有的为相关义务提供担保的抵押品的权利与卖方出售前享有的权利是相同还是不同。⁸³

4. 陈述和保证

一个典型的证券化要求原始权益人、SPE 和其他参与者作出各种各样的陈述和保证。下面会对一些典型的陈述和保证进行描述。

a. 资产的适格性

原始权益人经常会为了 SPE、受托人和投资者的利益，围绕证券化资产的特征作出一系列的陈述和保证。一些典型的资产陈述和保证会要求证券化资产：在发行截止日没有违约或者拖欠债务的情况；发起时符合原始权益人制定的发起指导方针；发起日不多于（或少于）截止日前的月数要求；符合现行法律。

如果相关陈述或保证被发现违背某项陈述或保证，通常销售协议会要求原始权益人平价回购资产，即以现在未偿付的本金加上应计利息进行回购。

b. 机构问题

原始权益人、SPE 和交易的其他参与者一般会针对他们的机构状态和相关问题作出各种陈述和保证。这种陈述和保证的例子为该机构：在其所在地适当地成立、合法地存在且就签署、交付相关文件及履行相关义务具有充分的权力及授权权限；在任何相关的法律管辖范围之内有资格从事交易；能够全权签订证券化交易协议并充分履行协议中的职责。证券化交易协议可针对该机构被强制执行。

c. 其他问题

证券化交易会包含其他多种多样的陈述和保证条款，很多是围绕特定资产类别或者证券化结构的。例如，在消费贷款证券化的过程中，原始权益人经常作出陈述和保证，表明他们有必要消费借贷执照。在使用循环结构的证券化中，SPE 会作出陈述和保证，表明每一笔借款的先决条件都符合要求。

⁸³参阅上文第二章 A.3 节，关于法律隔离的更多讨论。

5. 违约和补救措施

资产证券化结构和资产类别具有多样性，因此也有各种各样的违约类型和相应的补救措施。一个典型的构造通常会包含下列要素：

- **违约事件：**违约事件是由契约或类似的协议规定的事件。一旦资产支持证券与其基础资产的支付条款不完全一致时，允许受托人或投资者宣布资产支持证券立即到期并进行偿付，并且对于作为资产支持证券抵押物的证券化资产行使止赎权，或者采取其他补救措施。典型的违约事件包括未能按时支付利息、未能在最终到期日之前完全偿还本金和违反（通常要求是实质性的）某些实质性条款等。
- **服务商违约事件：**服务商违约事件在服务协议中列出。如果服务商违约，受托人或投资者有权免任并更换服务商。典型的服务商违约事件是指未在规定期间将资金汇往归集账户以及其他一些违反实质性服务条款的行为。
- **提前摊还事件：**一些没有升级到违约事件或服务商违约事件的不良事件可以触发较轻微的补救措施，如加速偿还资产支持证券本金。资产表现触发机制——例如累积违约触发机制或逾期触发机制——通常用于此种事件。需要注意的是，该补救措施仅适用于资产池可以被补充或摊销阶段开始前采用某种循环方式的情况。如果一项交易从第一个月起就进行清偿，那么它就不会有摊销或者加速偿还的补救措施，因为这些措施是多余的。

6. 《投资公司法案》和“沃尔克法则”

1940 年《投资公司法案》要求每一个投资公司都在美国证券交易委员会登记并且对投资公司有着众多繁琐的限制。投资公司被定义为一个“主要在商业中从事证券投资”的实体。SPE 不是投资公司，不能以实践上或者盈利的模式对应收账款证券化，因为应收账款和大多数其他金融资产在《投资公司法案》下都被看做是证券。因此，将 SPE 投资者构造成能够豁免于《投资公司法案》的注册要求的合格投资者十分重要。

有一些豁免可能是可用的。尤其，美国证券交易委员会基于《投资公司法案》颁布了 3a-7 规则，几乎把所有证券化交易都从法案的注册要求中排除了，只要他们遵守一定的为满足市场实践活动所制定的要求。特别地，3a-7 规则下投资公司的定义不包括那些购买或收购并持有金融资产并把他们的资产在有限期内转化成现金的发行人，只要这些发行人满足下列条件：1）发行人不发行可赎回的证券，而是发行能够让其持有者收取主要依靠证券化资产产生的现金流的证券；2）只有评级高的“固定收益证券”能够被卖给公众，其他由发行人发行的证券只能卖

给特定的被认定为能够管理好自身利益的投资者；3）发行人不能买卖合格的资产，除非有某些具体的限定；4）发行人任命独立的受托人来行使特定的（也是有限定的）有关证券化资产的功能（也存在一些受托人不被要求的例外情况）。

不是所有的证券交易都能够适用于 3a-7 规则。《多德-弗兰克法案》在 1956 年的《银行控股公司法》下新加了第 13 章节，使得依赖于《投资公司法》3(c)(1)章节或 3(c)(7)章节的涉及 SPE 的证券化交易产生了新的问题。⁸⁴新的第 13 章节收录了“沃尔克法则”。除了大量限制了“银行主体”的自营财产交易，“沃尔克法则”还禁止了（除了一些重要的例外情况）银行主体收购或持有任何对冲基金或者私募股权基金的股份、所有者权益或与之合营，同时银行也不得发起任何对冲基金或私募股权基金。该禁止条例声称是针对对冲基金和私募股权基金制定的，因此国会把这一类基金主要定义为其发行人依赖于 1940 年法案第 3(c)(1)或 3(c)(7)章节从而豁免于《投资公司法》注册要求。

因此，有一些在传统上不是对冲基金或者私募股权基金但是依赖于第 3(c)(1)或 3(c)(7)章节豁免于《投资公司法》注册要求的参与方可以被包含在“沃尔克法则”中。例如，禁止条例可能被用于特定的积极管理的担保债务工具和其他类似的银行贷款基金，也被用于混合担保的特定交易，因此想要依赖于《投资公司法》下的其他豁免权就变得很困难。《多德-弗兰克法案》也包含了例外情况，允许支持银行实体的财产销售或“贷款”的证券化（在法律不允许的前提下）。这一规定为基于第 3(c)(1)或 3(c)(7)章节的 SPE 的资产证券化提供了支持，只要它们结构化的“贷款”证券化产品符合条例定义，就依然能被排除在“沃尔克法则”之外。

7. 最常见资产类型中的特定资产变化

a. 汽车⁸⁵

汽车抵押贷款支持证券由汽车贷款或汽车租赁资产池支持。汽车抵押贷款支持证券按照不同层级或者风险水平出售给投资者，从而使定制的风险敞口和预期收益满足投资者的要求。

汽车抵押贷款支持证券一般采用包括以下要素的“普通型”证券化结构。原始权益人根据第一级销售协议将一池子汽车贷款卖给 SPE（存入机构）。销售协议的设计是为了使汽车贷款真实出售给存入机构。之后存入机构根据第二级销售协议将一池子汽车贷款卖给另一个 SPE

⁸⁴ 这些章节主要与对冲基金和私募股权基金的豁免要求相关。然而，许多资产证券化也以这些豁免要求为依据，尤其是资产抵押商业票据通道。

⁸⁵ 参阅上文第四章 A.1.e 节，关于汽车贷款应收款交易证券化财务结构的讨论。

（发行人）。原始权益人作为服务商与发行人达成服务协议代表发行人收集汽车贷款。发行人根据与契约受托人签订的契约条款发行资产支持证券。

汽车抵押贷款支持证券增信措施主要包括：（1）超额抵押，如汽车贷款的总本金余额超过资产支持证券的总本金余额；⁸⁶（2）优先级别排序关系，如资产支持证券中一层或数层证券相对其他一层或数层证券的优先权，使相对劣后级的证券先于优先级证券吸收损失；（3）超额利差，如发行人从汽车贷款池中能够收到的利息收入与发行人利息支出和其他费用支出（如托管和服务费）间的差异；（4）合适的现金担保账户，包括组成收益补充担保超额抵押的现金。

汽车租赁支持证券交易结构经常会使用一个单独的 SPE，称作“产权公司”。在这种交易中，租赁合同和相关租赁车辆在法律上属于产权公司。一个典型的汽车租赁证券化包括了受益权凭证或产权公司的有担保票据的转移，而非将租赁合同和租赁车辆转移给证券化 SPE。作为受益权凭证或有担保票据的持有者，发行人有权把从租赁合同和租赁车辆收集的现金流分配给相关受益权凭证或票据持有人。产权公司的主要益处是在无需将租赁汽车的所有权从原始权益人转让给发行人的条件下实现了租赁合同和租赁车辆的证券化。如果没有这种机制，所有权转移将消耗很多时间和成本，因为在大部分州为了实现车辆的合法所有权转移必须由机动车辆管理局为每台车辆颁发新的产权证书。

b. 信用卡

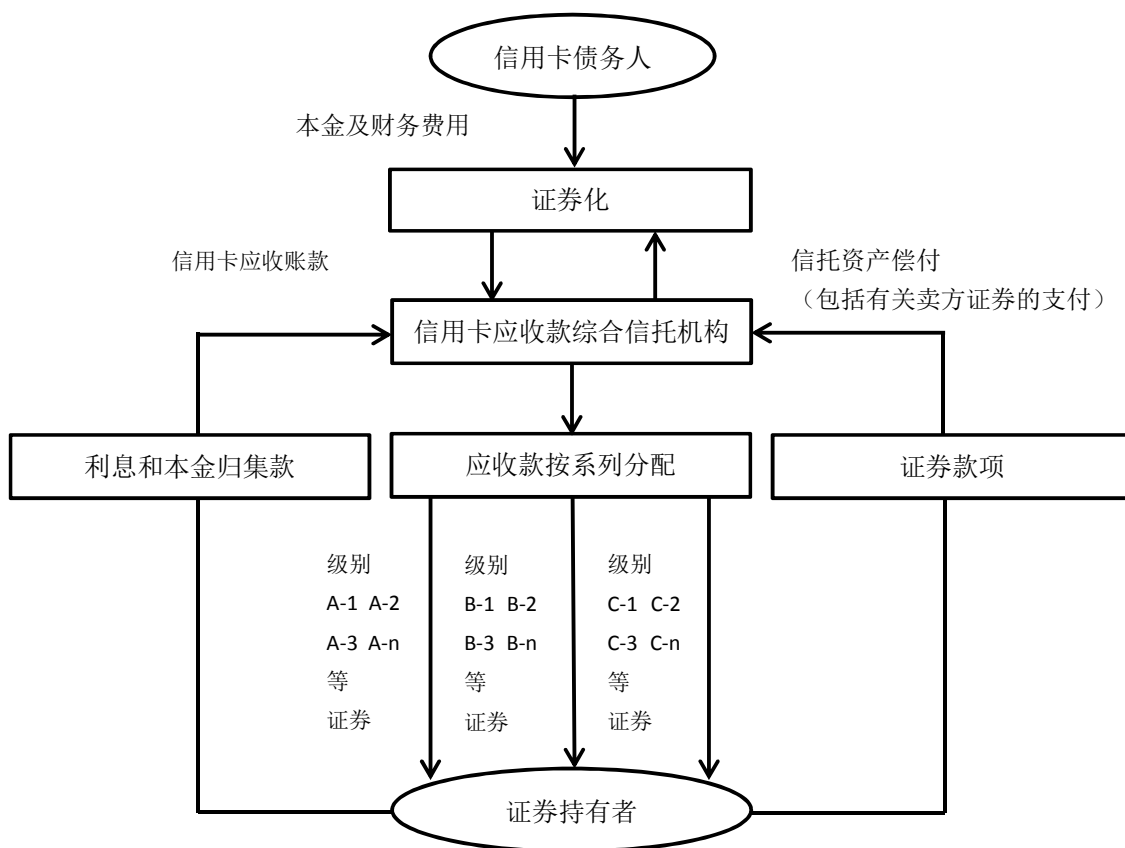
信用卡应收款的证券化已经逐步发展成应收款通常采用综合信托或发行信托的结构进行证券化。这些结构以特定的法律结构为基础，这些法律结构规制了资产分类以及信用卡应收账款的独特特征。⁸⁷

不同于分期摊销资产的固定资产池的证券化，循环综合信托结构通常会不时地按系列多次发行证券，结构流程见下图。

图表 28 循环综合信托结构

⁸⁶ 当标的汽车贷款的利率低于市场利率时，发起人会在交易中增加一笔额外的现金以弥补标的贷款收益率的不足（通常被称作收益补充超额担保（YSOC））。

⁸⁷ 参阅上文第四章 A.1.d 节，关于信用卡应收款证券化财务结构的讨论。



一个普通信用卡证券化结构用上图进行了详细的展示，并且是一个分为三个级别的系列：A 级（AAA 或等价评级）；B 级（AA 级或等价评级）；和 C 级（BBB 或等价评级）。A 级由较劣后级的 B 级和 C 级提供增信，B 级由较劣后级的 C 级提供增信。

此证券化结构的主要特点是所有的系列共享同一资产池的本金。受任何复原机制的约束，每一系列可以用于支付的本金归集数量不能超过三级证券初始本金总和。所以，如果分配给系列的本金归集用来支付利息或如服务费之类的费用的话，就没有足够的本金归集可以用于偿付证券本金。因此，所有的系列共享同一资产池的本金可以使多余的本金归集分配给任何一个处

在累积或摊还期的系列。由于每一系列在循环期内都没有本金支付要求，分配给该系列的本金归集可以重新分配。另外，超出这一系列控制量的本金归集也可以重新分配。受托本金的使用必须受到追踪以确保该系列只使用本系列拥有的本金份额。考虑到跟踪归集款的必要性，综合信托结构通常要求对证券化应收款的本金余额和各系列对本金归集的使用权进行限制。

不同系列的证券化产品有不同的层级结构、不同的（或没有）信用评级、不同的利率、增信措施和其他一些重要的差异。所有不同系列的产品分享同一资产池的应收款。由于多个系列共享同一资产池的应收款，信用卡应收款证券化主要考虑怎样将基础资产的现金流分配给不同系列。

一种常见的选择是分配给各个系列各自的应收账款份额以及相应费用。在一个多级系列里，财务费用归集款通常优先用来支付优先级证券的利息，而后支付较劣后级证券的利息。如果分配给该系列（包括其他系列的多余份额）的财务费用归集款不足够覆盖月度支出，那么该系列所有的增信措施都将用来（按特定顺序）填补资金缺口。很多信托机构允许应收账款折价转移给信托，通过将本金归集算作财务收入来增加证券化组合的收益。如果用优先级别排序关系来增信，这意味着将用本金归集（或本金余额）来填补缺口。

核销额指因无法收回而注销的贷款，出现在合同条款中或持卡人破产时。应收本金因无法收回而核销时通常被认定余额为零来测算资产池中应收本金数额。因此，信用损失有降低资产池中总的应收本金余额的作用。当信托有足够的超额利差来弥补应收账款账面价值的降低，那么损失实际上由卖方承担。当超额利差的现金流不足以弥补损失，投资者就要承担账面价值下降的损失。最劣后级的证券作为“核销投资者”最先吸收本金账面价值降低的损失，当最劣后级完全核销后，下一劣后级继续吸收，并以此类推直到损失被完全吸收。

财务收入的固定分配允许在摊销事件后将大部分的财务费用归集款分配给投资者，因为此时是最需要现金的时候。事件被触发后，卖方财务费用归集款的一部分将被用来弥补投资者部分的利息或服务费损失（或核销额）。在没有这种特征的交易结构里，投资者在偿还期内按所占份额比例获得他们应得的财务费用归集款。

c. 住房抵押贷款支持证券（RMBS）⁸⁸

RMBS 是由一池子住房抵押贷款支持的债券。合格的房产类型通常包括独立住宅，一到四户的联体住宅，独立产权的公寓或共有产权公寓以及计划当中的单位开发项目。移置式房屋通

⁸⁸ 参阅上文第四章 A.1.a 节，关于 RMBS 证券化财务结构的讨论。

常会单独进行证券化，多户联体住宅如住房公寓大楼一般在 CMBS 市场进行证券化。执行证券化交易的前提是，通过将住房抵押贷款形成的金融资产进行隔离并打包，RMBS 会创建有以下特征的资产：（1）经济表现可以用统计模型进行预测，（2）经济收益可以被设计进而达到投资者的要求，（3）销售后可以释放出更多资金用于再投资其他的抵押贷款。RMBS 按照不同层级或风险度卖出，因此可以根据投资者的需求设计对应的风险敞口和预期收益的 RMBS 产品。

美国住房抵押贷款二级市场的参与者囊括了美国政府及 GSE 的几个下属机构，其中最有名的是吉利美，房利美和房地美。房利美和房地美从大量的原始权益人那里购买整笔贷款，然后在资产池中将其转为证券，并发行 RMBS。吉利美不购买抵押贷款，而是为担保发行人归入资产池的住房抵押贷款为基础资产的 RMBS 提供偿付担保。所有的参与者都在严格、公开的标准下进行交易，通常会提供规范的报告承诺、陈述和保证以及相关发行披露资料。除了纯财务的条款之外，无需针对逐笔交易洽谈条款，这样大大加快了交易的执行与完成。信贷危机以来，绝大多数住房抵押贷款证券化由一个或多个这样的 GSE 完成。

对 RMBS 投资者来说，与 GSE 交易的关键好处在于 RMBS 是美国政府的直接债务（在吉利美提供担保的情况下），或者获益于美国政府的潜在支持。因为房利美和房地美目前受政府监护从而受益于美国财政部的支持。在金融危机之前，投资者认为美国政府会拯救任何要破产的 GSE 以保护个人住房市场和美国经济的国际信用，并以此为依据给这些证券定价。投资者关于这件事情的看法是正确的。

非政府支持的 RMBS，是由原本的运营者或者第三方原始权益人作为发起人发行的一池子抵押贷款。住房抵押贷款的原始权益人包括银行、信用合作社和私人抵押贷款公司。RMBS 的发起人如果自身没有抵押贷款则会从基础资产原始权益人那里购买。从事结构化交易的银行家们会和发起人一起构建最优的抵押贷款池使其特征满足潜在投资者的需求。RMBS 的特征包括：不同的评级、不同的利率计算方法与基准以及不同的本金归还权利，例如仅付利息债权、仅付本金债权以及零息债券（如 Z 债券）。本节余下部分将介绍非政府支持的资产证券化，但是大部分步骤流程是直接类比 GSE 交易的，第一单私人证券化产品就是照此建模的。

(1) RMBS 交易的参与者

在一个典型的两个层级结构的 RMBS 结构中，证券化资产通过真实出售实现破产隔离。真实出售通常在抵押贷款的原始权益人或卖方将资产转移给存入机构时生效。随后存入机构再

将抵押贷款转移给发行人（通常是代表信托计划的受托人作为发行人），用来交换 RMBS。第一次转移给存入机构的出售是真实出售，第二次转移允许在产品结构中搭建超额抵押以便 RMBS 出售给投资者。存入机构把 RMBS 卖给承销商，承销商再把 RMBS 卖给市场上的投资者。在某些结构中，如资产担保债券，原始权益人将抵押贷款直接卖给发行人来满足相应的法律制度以实现法律上的隔离。

卖方会通过抵押贷款的陈述和保证，自留 RMBS 交易的部分风险。例如，抵押贷款是依法承销并且可依法强制执行，或是用于抵押的资产处于良好状态。如果某一抵押贷款出现重大的违反陈述和保证的行为，则卖方必须回购或替换这笔贷款。贷款卖方为了最小化他们所承担的这种风险，会通过“转让、承担及认可协议”要求基础资产原始权益人在证券化时接受不同的陈述与保证，使证券化交易方和原始权益人之间实质上达成关于“陈述与保证”的合约相对关系。

一旦一笔交易结束，主服务商、每一级贷款的服务商、受托人以及证券管理者（通常就是主服务商或受托人）将共同参与交易管理。服务商执行的任务中，其中最值得关注的是：从基础资产抵押人处回收资金；管理基础资产抵押人关于还款以及贷款的变更要求；强制执行抵押贷款文件；若抵押人发生违约需出售抵押资产或行使止赎权；为不被托管资金所覆盖的未付月贷款、税款或保险金额提供垫付；以及支付在抵押贷款文件中规定的其他费用。当有多个服务商时，主服务商承担所有贷款层面的服务商义务并且为其他服务商支付垫付款的义务提供后续保障。所有服务商和主服务商的行为必须遵守规定的服务标准，该标准通常要求服务商遵照适用的法律以及 RMBS 交易文件和抵押贷款文件的条款。⁸⁹

通常，受托人为了 RMBS 投资者的利益持有 RMBS 信托计划的资产所有权，同时承担交易的各种管理职责，包括：为投资者的利益持有资金；向投资者分配资金；提供投资者报告；维护与投资者相关的信息；监督原始抵押贷款文件。⁹⁰一些证券化管理职责可以由为此目标专门指定的证券管理商执行，也可以让受托人承担此角色。

认购投资级及以上的 RMBS 的投资者通常不会亲自对基础资产抵押贷款进行尽职调查。相反，这些投资人更依赖于交易发行文件（通常包括发起人雇的第三方公司对证券化之前资产的尽职调查报告总结）来做相应的投资决策，同时利用抵押贷款池固有的分散度来控制损失。不同于其他章节描述的 CMBS 交易，RMBS 交易会包括数百甚至数千个人抵押贷款。因此，

⁸⁹ 参阅下文第六章 B 节，关于服务商角色的讨论。

⁹⁰ 参阅下文第六章 A 节，关于受托人角色的讨论。

一笔贷款的财务表现不太可能会对整体交易形成重大影响，除非就像信贷危机中所遇到的，大部分的抵押贷款人都面临着同样的糟糕情况。典型的投资级投资者包括共同基金、商业银行、养老基金、人寿保险公司和房地产投资公司。

RMBS 交易通常是由一个或多个美国全国认可的评级机构（NRSRO）进行评级，包括对交易进行评估，发布评级并在交易持续期内进行监督。在对 RMBS 交易文件进行相关的修改时，交易各方可以要求评级机构发布评级机构认定。⁹¹

(2) RMBS 的特征

大部分 RMBS 交易都是按顺序支付交易，即所有基于基础资产抵押贷款收回的资金将被优先偿付优先级债券持有者然后再偿付劣后级投资者。反过来，损失首先由最劣后级债券承受然后按顺序分配给更优先级的债券。

非政府支持的 RMBS 交易绝大多数使用房地产抵押贷款投资渠道结构，它允许税收过手型处理，意味着房地产抵押贷款投资渠道在实体层面不被征税。然而，投资者获得的收入将被征税。房地产抵押贷款投资渠道状态对于结构以及支持 RMBS 交易的担保物有着诸多限制，对于基础资产抵押贷款的任何修改必须仔细分析以确保符合房地产抵押贷款投资渠道的要求。

92

美国证券法要求 RMBS 的公开发行需要在美国证券交易委员会登记。⁹³这意味着发行人必须提交包括发行文件在内的登记文件。每个 RMBS 交易的发行人必须提交一份初步发行文件和最终发行文件，文件中需包括关于交易中的抵押贷款和将要发行的 RMBS 结构等要求披露的信息。

被美国证券交易委员会豁免登记的非公开交易通过非公开发行文件来发行，文件需包括公开发行文件中的一些信息，但有不同的要求。非公开 RMBS 通常是发售给有经验的投资人，一般是合格的机构投资者（在“144A 条例”再销售中定义）或经认可的投资者根据“D 条例”进行投资。

大多数的 RMBS 交易包含了投资级债券和非投资级债券，非投资级的 RMBS 通常是非公开发行的。

⁹¹ 参阅上文第二章 E 节，关于评级机构角色的讨论。

⁹² 参阅上文第二章 C.3.b 节，关于不同税收结构和要求的讨论。

⁹³ 参阅上文第二章 F 节，关于证券发行要求的讨论。

源于《多德-弗兰克法案》⁹⁴中各种监管条例的变化影响了美国 RMBS 市场。美国证券交易委员会的《资产支持证券披露和注册规则》(《Reg AB II》)⁹⁵针对信贷危机提出了几个关于上架资质的新披露要求和登记要求。尽管上述要求给投资者提供了更多的信息,但是随着信息披露框架的实施,《Reg AB II》很可能会增加发行人与发起人的成本。⁹⁶

此外,近期依据《多德-弗兰克法案》941(b)条例生效的《信用风险自留规则》⁹⁷要求 RMBS 的证券化机构在每一个交易中保留权益。⁹⁸采纳该规则的多部门任务小组⁹⁹指出证券化的发起人通常在证券化管理以及挑选被证券化的资产的过程中是活跃而且直接的角色,这个角色也使发起人成为被证券化资产的信用质量的最合适监管者和控制者。因此任务小组认为发起人是适合留存所要求的信用风险的一方。对于 RMBS,如果发起人保留了 RMBS 最劣后级的 5%或者 RMBS 交易中发行的每一级的 5%,且保留至少 5 年,则是履行了该等责任。根据交易中被证券化抵押贷款的类型和质量,风险自留要求可以减少或者完全免除。这可以通过打包满足合格住房抵押贷款(QRMs)标准和与此紧密一致的符合合格抵押贷款(QM)¹⁰⁰标准的抵押贷款来实现,前者由任务小组建立,作为《信用风险自留规则》一部分,后者由美国消费者金融保护局制定。

d. 商业地产抵押贷款支持证券 (CMBS) ¹⁰¹

CMBS 是指基于商业地产(包括商业、多户家庭、酒店及移置式住房社区地产)担保的抵押贷款或抵押贷款池发行的债券。与 RMBS 类似,CMBS 以不同的层级或风险等级向投资者出售,从而满足投资者对于风险敞口及预期收益的不同偏好。CMBS 交易一般具有两大特征:其一,标准化的投资者汇报;其二,有一类情迷 CMBS 劣后级债券(即 B-级块)的投资者,其为 CMBS 交易中承担最先损失的风险。

尽管在信贷危机期间 CMBS 在美国的发行量显著减少(2007 年总计约 2305 亿美元,但 2009 年仅稍多于 28 亿美元),但随着美国 CMBS 市场的慢慢复苏,2014 年的发行总量约为 899 亿美元,2015 年超过了 1000 亿美元。

⁹⁴ 参阅《美国法典》第 12 卷 5301 至 5641 章。

⁹⁵ 参阅《联邦监管规定》79 章 57 节 184 条(2014 年 9 月 24 日)。

⁹⁶ 参阅上文第二章 F.4 节,关于《Reg AB》的讨论。

⁹⁷ 参阅《联邦监管规定》79 章 77 节第 602 条(2014 年 12 月 24 日)。

⁹⁸ 参阅下文第八章 C.4 节,关于风险留存的讨论。

⁹⁹ 多部门任务小组由 6 个联邦机构组成,它们分别是美国联邦储备委员会、美国住房和城市发展部、美国联邦存款保险公司、美国联邦住房融资机构、美国货币监管署以及证券交易委员会。

¹⁰⁰ 参阅《美国联邦法规》12 章 1026 节。

¹⁰¹ 见上文第四章 A.1.b 节,关于商业地产抵押贷款支持证券现金流瀑布的讨论。

(1) CMBS 的类型

美国境内发行的 CMBS，大体分为如下几种类型：单项资产型，通道型或混合型。

单项资产型 CMBS 交易由单个借款人所借的一笔大额抵押贷款构成，并且由单个房地产或房地产组合进行担保，一般只包含投资级别的债券。与通道型 CMBS 交易相比，单项资产型 CMBS 的交易并不常见，主要原因在于资产池缺乏多样性且投资者需要共同承担相关的特定事件风险。因此，单项资产型 CMBS 交易的大额贷款通常被拆分成多笔同级的债券，并出售给不同的通道型交易。单项资产型 CMBS 交易一般没有 B-级块。

通道型 CMBS 交易由多笔小额固定利率贷款构成。混合型 CMBS 交易与通道型交易的区别在于，前者包含了部分可能会严重影响标的 CMBS 偿付的大额贷款。通道型 CMBS 的交易一般包括了位于不同地区的多种类型房地产担保抵押贷款。最为普遍的房地产类型包括零售、办公、多户家庭及酒店。

通道型及混合型抵押贷款一般为无追索权的固定利率贷款，此类贷款通常含有保护收益处罚条款或废止条款，以防止早偿风险。评估 CMBS 抵押贷款信用风险，主要有三个指标：

- （1）负债收益率（即净运营收入或房地产净现金流与贷款余额的比率），用来表明若贷款人止赎该房地产可能获得的回报；
- （2）偿债覆盖率（即房地产净现金流与抵押贷款项下的本金与利息的比率），用来表明若房地产表现或收入发生不可预见的变化，是否有足够的缓冲空间；
- （3）贷款价值率（即未付本金余额与抵押房地产价值的比率），用来表明抵押资产对抗价值波动的能力和抵押贷款到期偿付的能力。

大多数 CMBS 按顺序支付的交易，即相关抵押贷款产生的全部资金最先用于偿付优先级债券的持有人，最后偿付 B-级块购买者。相应地，损失最先由 B-级块购买者承担，然后各级证券依次承担，最后由优先级证券承担。

B-级块购买者投资通道型及混合型 CMBS 交易中最先损失的部分。一般而言，B-级块购买者为“控制层级”凭证持有人，因此相对于其它级别的投资者而言，其可更多地控制不良贷款的处置并获得更多的相关信息。

B-级块购买者往往极度关注交易所涉及的标的房产。相应地，作为 CMBS 交易尽职调查的一部分，B-级块购买者对抵押贷款进行重新承销并可能将某些抵押贷款从资产池中移除。由于 B-级块购买者在交易开始时即成为“控制层级”凭证持有人，其有权（按照一定的服务标准）指定并指导特殊服务商并对交易所涉抵押贷款进行修订及修改。

投资者对任何通道型或混合型资产池中的大额贷款的审查非常重要。然而，CMBS 交易中投资级别的投资者一般不会对交易所涉抵押贷款进行尽职调查，而是基于交易发行文件作出投资决定。典型的投资级别投资者包括共同基金、商业银行、养老金、人寿保险公司和房地产投资公司。

与 RMBS 交易相同，绝大多数 CMBS 交易使用房地产抵押贷款投资渠道架构，它允许过手型税收处理，意味着房地产抵押贷款投资渠道在公司层面不被征税。然而，投资者获得的收入将被征税。房地产抵押贷款投资渠道状态对于结构以及支持 CMBS 交易的担保物有许多限制，对于作为基础资产的抵押贷款的任何修改必须仔细分析以确保符合房地产抵押贷款投资渠道的要求。¹⁰²

(2) 交易各方

通道型 CMBS 贷款人一般与代表抵押贷款借款人的商业抵押中间人进行合作，发起商业抵押贷款。贷款人一旦聚集了足够的贷款，便将贷款打包出售给 CMBS 存入机构。通道型 CMBS 交易中的存入机构是首要贷款出售人设立的实体，主要职责是从贷款出售人处购入抵押贷款，然后将全部资产转让给代表信托的受托人。信托通过向存入机构发行过手凭证以取得抵押贷款，随后存入机构将过手凭证出售给承销商，承销商再将凭证在市场上向投资者出售。

贷款出售人就特定抵押贷款的信用质量作出陈述和保证，从而自留 CMBS 交易的部分风险。若贷款出售人严重违反陈述和保证，则必须回购或替代相关抵押贷款。

一旦交易完成交割，主服务商、特别服务商、受托人、经营顾问及资产陈述监察员将协同合作共同运营并管理交易。主服务商收取基础资产借款人的付款，检查抵押的房地产，制作各项报告，并且可能和特殊服务商合作处理基础资产借款人提出的特定修订、弃权或修改请求。主服务商同时也负责为未付的本金、利息、税款、托管资金不覆盖的保险金以及其他特定费用提供垫付，除非其认定该笔垫付不可回收。主服务商必须将其就相关抵押贷款收取的资金存入相关账户用于支付凭证持有者。主服务商的一切行为必须符合特定的服务标准，一般要求遵守适用法律、CMBS 交易文件条款、抵押贷款文件及任何债权人间的协议。

受托人为了凭证持有者的利益持有 CMBS 信托资产的所有权，并承担交易中的各项管理职责。他们负责提供备用垫付（当主服务商未能按要求提供垫付的情况下），并通常作为抵押

¹⁰² 参阅上文第二章 C.3.b(2)节，有关于税收一些考虑的讨论。

档案的文件保管人。受托人的管理职责包括为凭证持有者保管、支付资金，提供投资者报告以及维护凭证持有者的相关信息。这些职责有时由指定的凭证管理人来承担。

特殊服务商的职能是管理有还款压力的贷款。CMBS 交易文件详述了转为特殊服务的触发事件，当该事件触发，主服务商会将服务转交给特殊服务商。特殊服务商与控制层代表（一般情况下为 B-级块购买者；但是若由于发生抵押贷款违约导致劣后级债权购买者已不再存在，控制层则为 CMBS 中继劣后级债权购买者之后的劣后级层）密切合作，以决定如何修改及处置相关抵押贷款。

经营顾问负责监督特殊服务商，特别是当控制层凭证持有人在交易中的利益降低到预设的阈值后。经营顾问必须监督特殊服务商的表现并就其发现的问题提供年度报告。CMBS 交易文件也规定，特殊服务商须就特定的服务决策咨询经营顾问。

若资产池内发生拖欠的资产超过一定阈值以及投票要求审查的投资者达到规定数目，资产陈述监察员应对资产池内发生拖欠的资产进行审查，以决定此等资产是否符合陈述和保证。资产陈述监察员为独立实体，且不得是（a）发起人、存入机构、服务商、受托人或其关联方；（b）决定不合规是否构成违约的一方；或（c）发起人或承销商聘用的，交割前对池内资产进行尽职调查的一方或其关联方¹⁰³。

CMBS 交易一般需要由多个评级机构进行评级。¹⁰⁴评级机构需要对交易进行评估，出具初始评级并在交易存续期间持续监控。若 CMBS 交易文件、抵押贷款文件或抵押房地产自身发生特定修订或修改，交易各方可以要求评级机构出具评级机构确认书。

(3) 注册要求

根据美国证券法的规定，公开发行的 CMBS 必须在美国证券交易委员会进行登记。这意味着发行人必须递交包含发行文件的登记声明。每一笔 CMBS 交易的发行人必须递交初始发行文件及最终发行文件。最终发行文件中会对交易中特定抵押贷款以及拟发行的 CMBS 产品的结构按照规定进行信息披露。美国证券交易委员会的登记要求并不适用于私募交易，私募交易的发行文件需包含公开发行人文件中的部分信息，但无须遵循相同的要求。私募的 CMBS 一般仅向成熟的投资者发行，例如，“144A 条例”交易中的合格机构买方。大多数 CMBS 交易包括公开发行的投资级债券及私募发行的非投资级证券¹⁰⁵。

¹⁰³ 《Reg AB》，《美国联邦法规》第 17 卷 229 章 1101(m) 条 (2016 年)。

¹⁰⁴ 参阅上文第二章 E 节，关于评级机构的讨论。

¹⁰⁵ 参阅上文第二章 F 节，关于发行程序的讨论。

(4) 监管发展

源于《多德-弗兰克法案》的多种监管发展对美国的 CMBS 市场产生了深远的影响，尤其是美国证券交易委员会的《Reg AB II》就上架注册资质新设了诸项披露要求及登记要求。

《Reg AB II》旨在为投资者提供更大的信息透明度，但是随着披露要求框架的落实，发行人及发起人的预期成本将上涨。

此外，信用风险自留规则¹⁰⁶要求自 2016 年 12 月起，CMBS 发起人必须就每一笔 CMBS 交易留存一定的利益份额。满足此项义务有两种途径：其一，由 B-级块购买者购买交易中最劣后级的 5% 份额，并至少持有五年；其二，由发起人持有整个 CMBS 交易中垂直或水平切分的 5% 份额。尽管 B-级块证券架构并非 CMBS 交易中的新元素，但是目前大多数 B-级块购买者的购买份额并未达到 5% 的要求。

进一步而言，多数单项资产型交易仅由投资级债权购买者构成而不会涉及 B-级块购买者。就此类交易而言，信用风险自留就需要通过 B-级块债之外实现。最后，由于风险自留持有人需要持有相关证券份额达到五年之久，他们可能就此义务要求得到相应的补偿，这可能会增加发起人的资产证券化成本。

e. 资产抵押商业票据 (ABCP)

ABCP 通道以破产隔离的 SPE 的形式设立。该 SPE 通过发行商业票据，用其所得收益购买各类资产权益。ABCP 一般为短期债务。ABCP 通道的唯一目的是购买和持有金融资产，通常是为发起人的客户提供融资。然而，一般情况下任何可以通过定期或银行融资市场进行融资的资产都可以通过 ABCP 通道融资（当然，视投资者的喜好而定）。破产隔离主要由项目主要当事人签订的协议，通过限制通道业务活动范围、限制通道可能产生的负债和要求禁止起诉及付款限制条例而实现。ABCP 项目的相关文件规定了为通道提供服务的各类服务提供商之间的关系，通常包括管理人、配售代理、流动性提供方和担保受托人之间的相互关系。

ABCP 通道最常见的类型是多个出售方的项目，通道从各主体（通常是发起银行的客户）处购买资产。一些常见的通过 ABCP 通道融资的资产包括贸易应收账款、消费者负债应收账款、汽车和设备贷款及租赁性负债和担保债务。这些融资可以采取传统的资产购买或担保贷款的形式。通常，ABCP 交易涉及循环资产池中不可分割的权益，而不是购买的单独资产。

¹⁰⁶ 参阅上文第七章 C.4 节，关于信用风险自留规则的讨论。

单个出售方的 ABCP 项目涉及的通道是由单个原始权益人发行的商业票据。在多数情况下，该原始权益人亦为该通道的发起人。大部分单个出售方的 ABCP 通道主要给信用卡应收账款、抵押贷款、房地产抵押贷款支持证券和汽车贷款提供资金。

发起银行通常是知名的商业银行，由其为 ABCP 通道提供流动性支持，管理日常事务，并且有时还通过信用证或其他形式实现整个项目的增信。项目的增信可以有许多不同的形式。如果损失超出了交易或项目增信的阈值，ABCP 通道可能无法全额偿还到期的 ABCP。不过目前为止，尚未出现多个出售方的 ABCP 项目未能支付支持该项目的商业票据的情况。

ABCP 通道也设有较灵活的借债融通机制，以便维护流动性，确保除了资产组合的信用风险外的其他因素不会影响 ABCP 的按时偿付。当 ABCP 通道无法通过发行新的 ABCP 来偿付已到期的票据时，融通机制亦可用于偿付这部分到期的 ABCP。

ABCP 通道通过付息或者更为普遍的折价来发行短期的 ABCP，为其购买资产融资。ABCP 的期限可达 270 天，但平均期限为 30 天左右。ABCP 通道资产的到期期限一般长于负债到期期限，所以 ABCP 通道项目需要定期重新发行债务，用新发行获得的资金和通道的投资收益偿付到期的商业票据。

ABCP 通道发行的 ABCP 最终还款主要取决于来自通道的基础资产的现金流。ABCP 投资者主要面临的风险来自于基础资产的信用质量下降、潜在的基础资产现金流和到期 ABCP 之间偿付时序的不匹配、通道无法发行新 ABCP 的风险和破产风险。为了保护投资者免受这些风险，ABCP 项目以及通过其融资的资产权益引入了各种缓释措施，如增信、流动性支持和 ABCP 发行测试。

ABCP 通道向货币市场基金和其他类似投资者出售 ABCP 以实现资产融资。通常情况下，ABCP 不受《1933 年证券法》相关登记规定的约束。因为 ABCP 非公开发行且只面向合格投资者¹⁰⁷，所以符合证券法第 4（2）节的豁免规定。

f. 银行贷款担保凭证（CLO）

CLO 作为结构性融资交易的一种，其资产池主要由杠杆贷款组成。与其他资产支持证券一样，CLO 的各级证券出售给不同层次或不同风险偏好的投资者。CLO 市场可以细分为资产负债表 CLO 和公开市场 CLO 两类。资产负债表 CLO 类似于传统的资产支持证券，他们由原始权益人或杠杆贷款池所有人设计，向 SPE 出售或转让资产池，SPE 再向证券投资者发行证

¹⁰⁷ 参阅上文第二章 F 节，关于发行程序的讨论。

券。与之相反，公开市场 CLO 大多由资产管理人运作，资产管理人通过 CLO 投资和主动管理杠杆贷款池。由于公开市场 CLO 是 CLO 市场的主导，本节着重描述公开市场 CLO。

公开市场 CLO 在很多关键之处不同于传统的资产支持证券。组成公开市场 CLO 的杠杆贷款通常依据资产管理人的指令从银团和 / 或在二级市场购买。虽然由资产管理人发出购买指令，但是资产管理人既不是 CLO 所购买贷款的所有者也不是原始权益人，这与由贷款原始权益人或所有者运作的传统资产支持证券有所不同。公开市场 CLO 和传统资产支持证券的不同之处还在于，CLO 通常由投资顾问进行主动管理。投资顾问需遵循 1940 年的《投资顾问法》，对 CLO 和其购买者负有诚信义务。一般情况下，公开市场 CLO 的资产管理人在初始资金募集期之后的三至四年期间，通过买卖部分贷款来主动管理 CLO 的资产池。之后当资产池自我清算时，资产管理人仅参与有限的交易（一般仅限于处理受损或违约的贷款）。相比之下，传统的资产支持证券资产池（循环的债务，如贸易应收款、信用卡账户，或汽车经销商账户除外）通常是一个静态的、自我清算的资产池。最后一点的不同就是，公开市场的 CLO 是私下募集的，投资者仅限于机构和高净值人群。

公开市场 CLO 是逐步建立的。首先，投资者与 CLO 的资产管理人协商并设定约束 CLO 和资产管理人投资的参数。其次，依照资产管理人的指示 CLO 从银团或者二级市场购买部分杠杆贷款。CLO 最初通过批发贷款工具为购买资产池提供资金。一旦资产购买量达到了足够数量，CLO 就向投资者发行债券和股权来偿还批发贷款工具和购买剩余部分的基础资产。此后，资产管理人运作 CLO 并管理其杠杆贷款池。通常来说，CLO 基础资产包含 100 至 150 笔贷款，大约价值 5 亿美元。CLO 用基础资产产生的利息和本金，依照设定的现金流瀑布来分配给投资者。

在一个典型的公开市场 CLO 中，具有最优分配权的证券通常具有最高的投资级评级。证券层级对 CLO 资产池资产的受偿权越低，则其对应的信用风险越高，其利率越高。CLO 证券中的最劣后级，也就是股权，不享有任何特定收益的权利。但是，股权持有人可以得到支付更高级证券层级后所剩下的所有偿付款。

公开市场 CLO 资产管理人的薪酬很大程度上取决于资产池的表现。资产管理人的费用通常包括三个部分：高级管理费、劣后级管理费和激励管理费。劣后级管理费作为资产管理人的主要定期付款，只有在所有 CLO 债权人得到他们应得的偿付时才会支付给资产管理人。激励管理费构成资产管理人薪酬的很大一部分，只有在股权持有人收到预先设定的回报后才会支付给资产管理人。

在一个给定的偿付期间内，资产池的利息和本金回收款的偿付顺序如下：首先是 CLO 最优级别证券持有人（根据他们的应得权益）；其次是其他各低优先级别 CLO 证券持有人；股权持有人只有当其他 CLO 证券持有人都偿付完之后才能得到偿付。

公开市场 CLO 的增信通常包括担保超额抵押（即资产池里的杠杆贷款资产的本金总额超出 CLO 发行债券总额的 1 本金 1 总额）和劣后级缓冲层提供的保护（即一个或多个优先级别较低的 CLO 券相比其他一个或多个优先级别较高的 CLO 证券的相对优先权利，使得 CLO 的劣后级证券在更高优先级别的证券之前吸收损失）。

g. 无担保贷款

涉及无担保消费贷款的所谓“市场借贷”业务是一个快速增长的市场。市场借贷的放贷资金对非存款资金的依赖正在推动证券化规模的增长。根据克罗尔债券评级公司的研究报告，美国线上的市场借贷量从 2010 年起每年翻一番，至 2014 年已有约 120 亿美元。通过线上融资的产品包括助学贷款、小企业贷款、房地产贷款和消费贷款。但需要明确的是，虽然市场借贷作为发起平台是相对新颖的，但是通过这个渠道发起的包括无担保消费贷款在内的所有资产并非“新”的种类，事实上已经有数百亿美元规模的这类资产实现了证券化。

最近一项关于某位消费者借款人签署的借贷协议的法庭判决对二级市场参与者获取和归集市场借贷贷款的能力导致不确定性。这引发了市场借贷行业的大量关注。2015 年 5 月，美国第二巡回上诉法院（其管辖权涵盖纽约州、康涅狄格州和佛蒙特州）在 *Madden v. Midland Funding*¹⁰⁸一案中判决，购买已核销信用卡应收款的债权人不得适用《国家银行法》下的州法律的联邦优先权，该法案允许国家银行向其他州的借款人使用银行所在州所批准的利率。在这一判决前，几乎每个审理此类争议的法院都判决合法贷款可根据原贷款人与借款人之间的合同条款由第三方强制执行。“发生即有效”的原则能够在贷款发生后保护贷款人和其后的买家不受变更情况的影响（例如，借款人搬到一个不同州或州法律随后改变的情况）。如果此等判决扩大并适用于其他类型的贷款购买人或其他类型的贷款项目，或超出第二巡回法院管辖范围，它可能会在市场借贷行业造成严重影响。第二巡回法院已决定不再复审该案。虽然被告人已向美国最高法院请求复审，最高法院已经决定不审理此案。

¹⁰⁸ 786 F.3d 246 (2d Cir. 2015).

第五章 资产支持证券的购买与出售

这一章节主要讨论资产支持证券的一级市场与二级市场，以及新证券的发行流程。因为一级市场与二级市场的共生性，所以将两者放在一起介绍。本章节的讨论将从两个市场的比较开始，然后讨论新证券发行的规模和利差。

A. 一级市场与二级市场的对比

在本章节里，资产支持证券指由非住房抵押贷款，比如信用卡、汽车贷款和助学贷款支持的证券。一般来说，资产证券化市场可以被分为新发行市场和二级市场。在新发行市场(一级市场)中，发行人通过企业联合将新发行的资产支持证券出售给投资者。简单来说，就是发行人在市场上向投资者借钱而投资者借款给发行人的交易。在二级市场中，投资者通常通过证券公司的二级市场交易柜台，针对已发行的资产支持证券在彼此之间进行交易。图 29 归纳了新发行市场和二级市场的定价和结算机制的。

图 29 一级市场和二级市场的对比

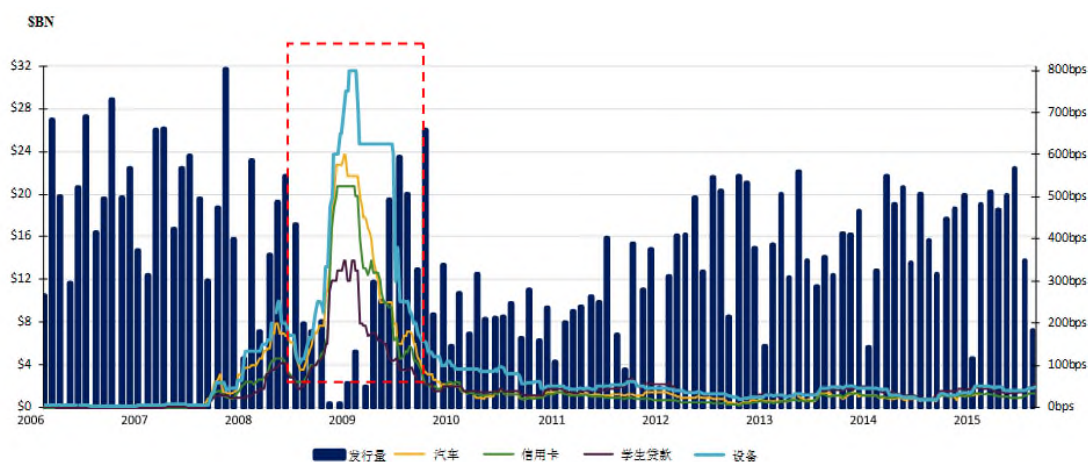
	新发行市场	二级市场
证券	■ 新发行证券	■ 投资者间交易的已发行证券
定价	■ 由发行人与投资者共同定价	■ 由买方和卖方投资者通过银行交易柜台或经纪人定价
	■ 由二级市场的利差、新发行证券的结构特征以及竞争性供给驱动	■ 由近期交易数据，历史表现，基础资产质量和交易已发行时间驱动
	■ 通常定价等于或略低于票面价值	■ 根据信用利差和利率折价或溢价发行
	■ 小幅折价发行而无需溢价发行同样能使需求收紧	
结算	■ 通过存托公司进行电子结算	■ 通过存托公司进行电子结算

B. 新发行的规模和利差

资产证券化市场从 80 年代后期首创一直到金融危机前一直在稳步增长。资产支持证券受益于强劲的信用表现、稳健的结构，以及持续增长的投资者认可度。资产证券化市场的新发行量于 2007 年达到顶峰，月发行量持续保持将近 300 亿美元。如下图表 30 所示，发行量到达顶

峰的同时信用利差降至历史低谷。

图 30¹⁰⁹ 新发行规模



在金融危机最严重的时候，利差急剧扩大，新发行量下降至接近零。显而易见，在此期间资产支持证券的信用利差和其他市场产品一样在扩大，而尽管利差急剧变大，资产支持证券是仍在交易的为数不多的结构性产品之一。同时值得注意的是，资产支持证券在金融危机期间的信用表现十分强劲。如果投资者在金融危机之初买了资产支持证券并在金融危机期间一直持有，那么他们一般都能按时收到本金和利息。这个结果由发行人和投资者之间的利益一致性所驱动，将在下面具体讨论。

金融危机中发行量下降（如上图 30 中红色虚线框所表示）的另一个驱动因素，是 2008 年年末纽约联邦储备银行宣布了定期资产抵押证券贷款工具（TALF）计划，但直到 2009 年初才公布该计划的具体细节。资产支持证券的发行人保持观望，直到该计划的细节被公布（即政府给合格投资者发放贷款以供其购买新发行的资产支持证券，使投资者能够充分利用资产杠杆作用，赚取更高的回报）。然而，当美国定期资产抵押证券贷款工具计划启动并运行，对重振市场发挥了巨大的作用。

虽然新发行量没有恢复到金融危机前的水平，但市场是依旧开放并正常运作的。二级市场保持流动性和双向性，并且有广泛的投资者参与性。近几年，在资产证券化的新发行市场中，基础资产的构成一直都在变化。如下图表 31 所反映的，2007 年，信用卡支持证券占资产证券化发行总量的最大部分（34%）。汽车抵押贷款支持证券是第二大基础资产类别（29%）。助学贷款抵押支持证券占总发行量的 21%，排在第三位。不过在 2014 年，汽车抵押贷款支持证券

¹⁰⁹ 2006 年至 2015 年证券化的每年发行规模与利差。资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会(截至 2015 年 12 月 31 号)。

占总发行量的 44%，而信用卡支持证券的发行量下降到 24%。资产证券化领域中转变最大的部分是助学贷款抵押支持证券，从占总量的 24% 下降到 6%。在过去的八年中，复杂型资产支持证券和设备抵押支持证券在发行规模上有所增加，填充了信用卡支持证券和助学贷款抵押支持证券发行量的减少。

图 31¹¹⁰ 按基础资产类型分布的新发行规模

Sector (\$Bn)	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Volume	Δ vs. '06	Volume	Δ vs. '07	Volume	Δ vs. '08	Volume	Δ vs. '09	Volume	Δ vs. '10	Volume	Δ vs. '11	Volume	Δ vs. '12	Volume	Δ vs. '13	Volume	Δ vs. '14
Automobiles	\$83.58	-9%	\$71.15	-15%	\$64.38	-10%	\$58.19	-10%	\$66.02	13%	\$88.04	33%	\$88.49	1%	\$94.90	7%	\$97.89	3%
Credit Cards	\$99.03	53%	\$117.04	18%	\$46.09	-61%	\$6.12	-87%	\$12.28	101%	\$30.06	145%	\$33.26	11%	\$51.96	56%	\$23.90	-54%
Equipment	\$14.19	-2%	\$6.14	-57%	\$8.89	45%	\$8.39	-6%	\$11.27	34%	\$20.13	79%	\$18.67	-7%	\$17.58	-6%	\$16.19	-8%
Student Loans	\$52.07	-9%	\$56.70	-9%	\$20.66	-64%	\$15.45	-25%	\$13.96	-10%	\$25.34	81%	\$17.85	-30%	\$14.10	-21%	\$13.58	-4%
Housing-Related	\$0.00	N/A	\$0.00	N/A	\$2.68	N/A	\$1.84	-31%	\$1.95	6%	\$2.04	5%	\$6.84	236%	\$17.39	154%	\$18.29	5%
Other	\$31.06	19%	\$15.60	-50%	\$9.03	-42%	\$14.56	61%	\$12.55	-14%	\$22.92	83%	\$19.24	-16%	\$21.16	10%	\$23.72	12%
Total	\$289.9	9%	\$266.63	-8%	\$151.74	-43%	\$104.56	-31%	\$118.03	13%	\$188.53	60%	\$184.36	-2%	\$217.09	18%	\$193.59	-11%

以下是在美国证券化市场的主要基础资产类别。

汽车贷款：汽车贷款是资产证券化市场的主要的基础资产类别。汽车抵押贷款支持证券提供了与汽车贷款相匹配的资金，而且，对于大多数汽车抵押支持证券发行人而言，这提供了最低的融资成本。汽车抵押贷款支持证券发行规模的增加或减少在很大程度上受汽车销售的变化影响。近年来，汽车抵押贷款支持证券的最大发行人包括福特，艾利银行，桑坦德，日产和通用。

信用卡应收款：信用卡支持证券发行量下降的关键因素在于对信用卡应收款的综合信托，即信用卡支持证券的发行人，在会计处理上的变化。以前，在美国《通用会计准则》和监管资本的规则下，综合信托是可以表外化处理，因此信用卡支持证券对银行非常有吸引力。然而 2010 年后，在美国《通用会计准则》和监管资本的规则下，主信托需要合并资产负债表。这使信用卡支持证券变得不那么有吸引力，因为资产支持证券的资金成本，尽管非常低，但还是比零售存款的成本要高很多。并表也意味着，此类交易不能节省风险资本。大部分银行现在会适时地用信用卡支持证券来使资金来源多样化，并有助于满足特定融资监管要求。信用卡支持证券的最大发行人近期包括大通，第一资本，同步银行，探索银行和美国银行。

助学贷款：该市场主要由政府担保的 FFELP 计划下的助学贷款抵押证券构成，尽管事实上 FFELP 计划在 2010 年已经终止¹¹¹。私人信贷的助学贷款证券化市场在不断增长。其中有很大

¹¹⁰ 资料来源：美国银行美林证券/证券业和金融市场协会，每年发行量和增长率(2007 年至 2015 年)。

¹¹¹ 联邦政府资助的助学贷款现在直接记录在美国教育部的资产负债表上，不以出表方式进行处理。

一部分新发行人专门针对毕业生设计产品，为其已有的贷款进行再融资。近期助学贷款支持证券的最大发行人包括 Navient, Nelnet, Sallie Mae, Social Professional Loan 和 PHEAA。

设备抵押支持证券：设备抵押支持证券始终占新发行市场约 10%，涉及各类需要融资的设备，包括农业和建筑设备、小型办公设备，和大型机器。设备抵押支持证券的最大发行人近期包括凯斯纽荷兰，迪尔，通用电气，戴尔和万通。

另类资产支持证券：资产证券化市场还包括各类复杂的资产，突出了资产证券化的多功能性和发展变化。这个类别的基础资产包括以下资产的债权或收益权：海运集装箱、电影库、飞机租赁、整体业务证券化、分时度假房应收款、太阳能相关债务、市场借贷贷款和发射塔。另类资产支持证券的吸引力从金融危机爆发以来一直在稳步增长，因为投资者一直在这一历史性的低利率环境中寻求收益。近期，另类资产支持证券的最大发行人包括特克斯组箱公司，通用电气资本航空服务，唐恩品牌，温蒂餐饮和万豪酒店。

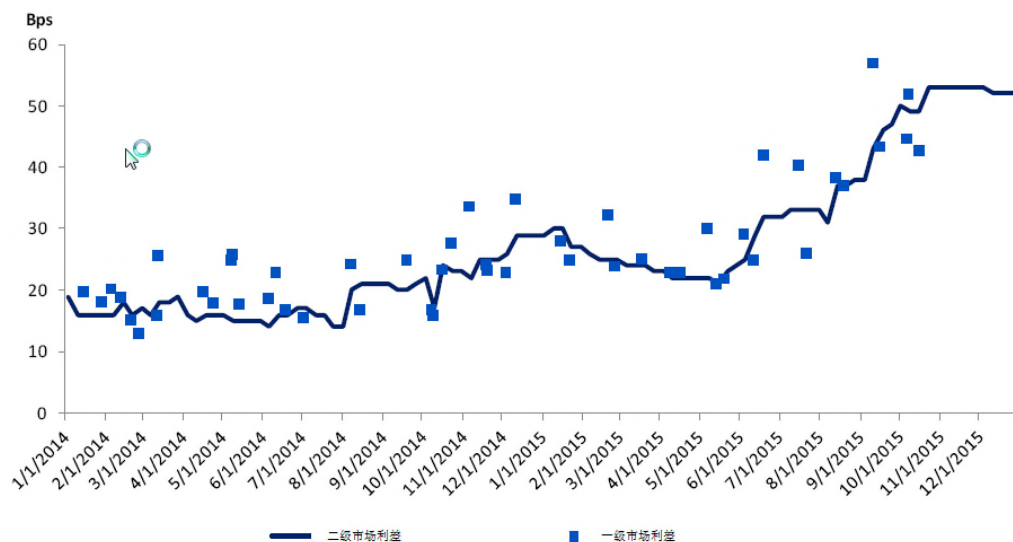
C. 二级市场交易

随着 ABS 市场每年 2000 亿美元左右的新发行规模，承销商提供的二级市场交易凸显了重要的功能，其为资本市场中这块庞大的领域创造了流动性。事实上，一个活跃的二级市场对于一个运作良好的一级市场来说是必不可少的。本章节讨论一级市场和二级市场的利差关联，影响二级市场供给和需求的因素，二级市场交易量，以及二级市场的近期发展。

新发行一般都有一个溢价，即与在二级市场交易已发行的证券相比，新发行的定价会有一个更大的利差。造成新发行溢价的一个关键原因是，每笔新发行的资产支持证券规模约有 7 亿美元，而二级市场平均交易只有 500 到 1000 万美元。与在二级市场找到一个对规模较小的资产支持证券感兴趣的投资者相比，一级市场上需要足够多的投资者来满足较大的新发行量，这也要求较高的结算利差。

一级和二级市场的 ABS 利差往往是正相关的。在基本层面上，这两种类型的利差遵循供求定律。影响供给减少或需求增加的因素将导致利差收紧，而任何导致供给增加或需求减少的因素将导致利差扩大。在一级市场的利差收紧的情况下，从相对价值的角度来看，在二级市场上类似的债券会显得便宜，因此投资者将会争相购买，哄抬价格。相反，一个较弱的一级市场可能会造成二级市场上类似债券的利差变的更宽。更宽或更窄的二级市场利差也可以作为 ABS 投资者需求的一个指标。因此，他可以作为新发行产品定价的一个指标。图表 32 聚焦试地展示了这种关系。

图 32¹¹² 2014-2015 优质汽车抵押贷款支持证券二级市场交易利差与 AAA 级一级市场利差对比



导致 ABS 需求增加或供给减少，从而使得交易量增加以及利差收紧的因素包括：

- 资本因市场情绪或美联储决策等原因流入固定收益类基金，使可投资资金增加；
- 欲进入资产证券化市场或特定资产证券化细分市场（如复杂性证券）的投资者增加；
- 其他市场利差收紧（如 RMBS、CMBS、CMO、公司债券等）使得资产支持证券相对价值（风险/回报）表现更好；
- 其他企业市场的利差相对较紧，发行人可选择在其他市场而非资产证券化市场进行融资，以获得更有利的发行条件。

导致 ABS 需求减少或供给增加，从而使得交易量减少以及利差增大的因素包括：

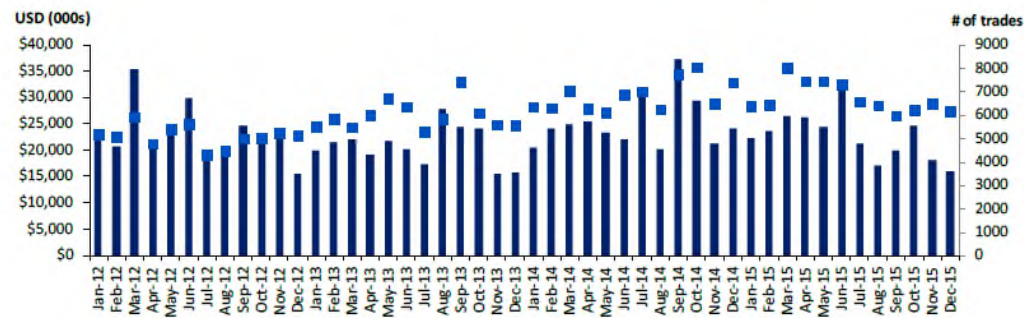
- 资本因市场情绪或美联储决策等原因流出固定收益类基金，使可投资资金减少；
- 欲进入资产证券化市场或特定资产证券化细分市场（如复杂性债券）投资者的减少，可能由于在某个特定市场领域遭受的负面新闻、监管审查，或者资产支持证券资本计提方面出台新法规、评级机构调整评级等；
- 其他市场利差扩张，使得资产支持证券相对价值表现较差；
- 新发行债券量较大时，市场为了吸收增加的供给量，会推动资产支持证券一级市场利差扩

¹¹² 包括留存的劣后级。资料来源：美国银行美林证券/英富曼集团全球市场；数据截至 2015 年 12 月。

大，从而扩大二级市场利差。

二级市场利差也会受到季节性因素的影响。夏季和 12 月，由于只有少量投资者积极地参与并购买新发行的债券和二级市场上交易的债券，交易量会有所下降。春季和秋季，一级市场和二级市场交易都较为活跃。图表 33 描述了资产支持证券二级市场按月计算的交易量。

图 33¹¹³ 资产支持证券二级市场交易量季节波动



尽管二次市场交易量会由于不同基础资产类别（以及发行人）有所差异，但对优质汽车抵押支持证券而言，二级市场交易量占未偿付债券的占比往往在20%-30%。

图表34描述了六个不同的优质汽车抵押支持证券，其资产支持证券余额及各自二级市场交易量。正如表中所示，资产支持证券是流动性相对较好的证券品种。这六个优质汽车抵押支持证券10个月的交易量占证券总余额的比例均占14%-31%。

图表34¹¹⁴ 二级市场交易量按发行分布

资产支持证券零售平台	资产支持证券存量总额	二级市场交易量	交易量占资产支持证券存量总额比率
发行人 1	\$6,916.28	\$1,545.95	22.35%
发行人 2	\$7,354.16	\$2,312.42	31.44%
发行人 3	\$6,059.53	\$1,870.67	30.87%
发行人 4	\$6,001.62	\$1,699.91	28.32%
发行人 5	\$3,053.72	\$877.74	28.74%
发行人 6	\$5,539.95	\$793.35	14.32%

虽然资产支持证券具有较好的流动性，但仍然不如复杂性较低的公司信用债（无担保市

¹¹³ 资料来源：美银美林。

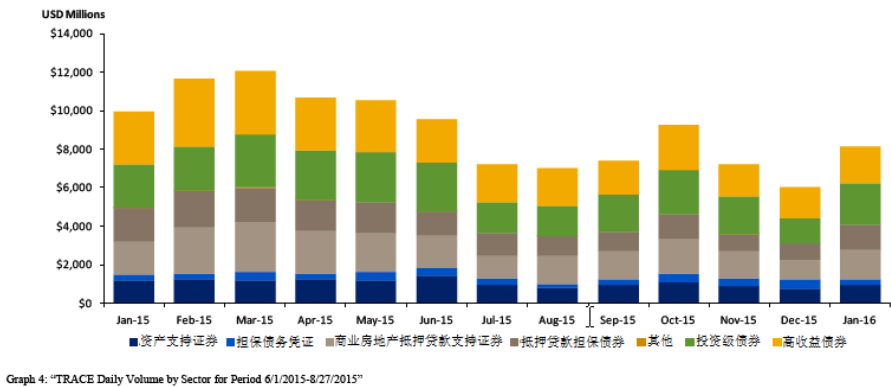
¹¹⁴ 资料来源：Intex and BofAML Trading Desk; 数据截至 2014 年 11 月。

场)。因此，ABS投资者从相对流动溢价中获得收益，即提高利差。在资产支持证券中，消费类基础资产类别，例如汽车贷款和信用卡应收款（利差较低）流动性最高，而其他基础资产类别（如消费贷款、分时度假房应收款、船运集装箱资产、飞机、发射塔、整体业务、轨道车等）流动性最低同时有更高的利差。

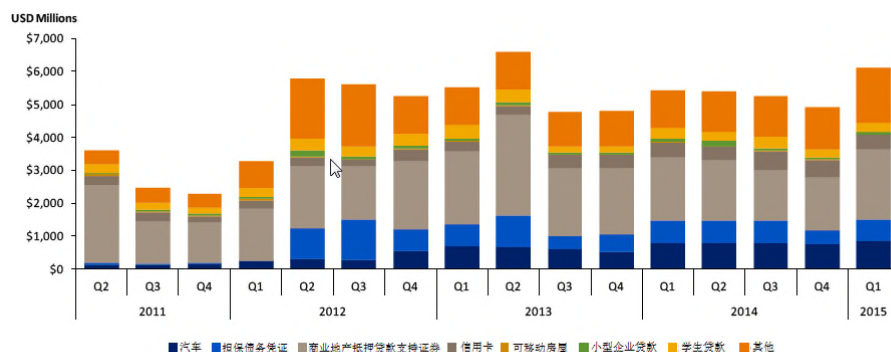
2015年6月，经纪交易商被要求向交易报告与合规性引擎系统（TRACE）提交资产支持证券的交易情况。这个系统记录了所有被交易的债券、相应的交易量（尽管超过1000万美元仅显示为“\$10+mm”）和成交价格。

图表 35 显示了 2015 年 1 月到 2016 年 1 月间二级市场不同类型债券的月交易量。资产支持证券的交易量低于部分债券类型（主要是高收益债券、投资级债券，和商业地产抵押贷款支持债券），高于其他债券类型（以担保债务凭证为主）。在此期间的资产支持证券的月交易量和抵押担保债券大致相同。二级市场的交易活动反应了各个市场的相对流动性。其交易量越小，说明投资者越倾向于持有他们原已购入的证券。此时他们对流动性较差的债券会要求“流动性溢价”。这会体现在更大的利差，使发行人成本更高。ABS 市场的交易量相对较为稳定，并且与高收益债券市场及投资级债券市场相比，作为一个规模相当的市场，ABS 市场是一个流动性较好的市场。

图表 35¹¹⁵ 二级市场月交易量按基础资产类别分布



¹¹⁵ 资料来源：美银美林/FINRA TRACE, IDC.



D. 承销商在资产证券化二级市场中的角色

如前所述，ABS一级市场和二级市场是紧密关联的。与资本市场中的其他领域相同，ABS二级市场的流动性为一级市场投资者提供了出售资产支持证券头寸的平台。在证券到期前能够出售持有份额提高了资产支持证券一级市场的需求，同时降低了利差。图表36提供了竞争报价（BWIC）和资产支持证券二级市场定价机制的补充细节。

图表 36 竞争报价情形

做市

- ABS二级市场的交易现象和支持与一级市场的新发行紧密相关。一般来说资产支持证券的承销商是二级市场做市商，积极调动二级市场资金，为第三方投资者提供流动性。

竞争报价

- 投资者向做市商提供从其他公司获得报价的证券列表（竞争报价）。
- 列表提供持有债券的信息包括：原始及现有票面价值、证券名称、CUSIP编号、评级和当前加权平均期限，即未偿付本金余额每美元的平均年数。

定价

- 根据当前信用市场环境、基础资产表现及提前偿付假定的调整，溢价或折价出售
- E曲线（欧洲美元现货曲线）用于为2年期以内的固定利率证券定价，N曲线（美元掉期曲线）用于为2年期以上固定利率证券定价，贴现率差（“DM”）用于为浮动利率的资产支持证券定价。
- 证券的预期现金流根据预期收益率（利率曲线与二级市场利差之

和) 贴现后得到票面价格。

下面是一个通过彭博发布的竞争报价的例子。

E. 发行流程

资产支持证券的发行需要各方相关机构的共同合作。以下章节将详细阐释如何成功执行一单资产支持证券交易。

1. 发行人目的和利益一致性

当一家企业决定通过发起资产支持证券第一次为其应收账款融资,或是当一个有计划的发行人希望通过一个成熟的平台为其新发起的债权或收益权进行融资,一单新的资产支持证券项目就开起发行周期。

发行人通常将资产支持证券视为其融资策略的一个不可或缺的部分。对于没有投资信用评级的发行人而言,资产支持证券往往是一个成本最低的融资渠道。即使是能在无担保市场以较低成本融资的发行人,为了拓宽融资渠道和维系与投资者关系,也可能继续发行资产支持证券。当信用市场情况恶化或是发行人的主体信用评级下降时,资产支持证券的发行将成为其维持企业运营的重要融资渠道。¹¹⁶

对于不同发行人而言,资产支持证券在其整体融资决策中扮演着特定的角色。资产支持证券的益处包含:

- 它为部分借款人提供了最低的融资成本;
- 它是一种拓宽融资渠道和增加流动性的方式;

¹¹⁶ 参阅上文第九章 A 节,关于资产证券化价值的讨论。

- 它是一个为部分或是全部的资产组合提供相匹配资金的有效载体。

资产支持证券的一个关键层面是发行人和投资者之间利益的一致性。发行人/发起人会担任资产服务商并持续与其客户沟通。同时，发行人/发起人往往优先承担损失，即持有股权级证券或者残值证券。通过持有残值证券和维系客户关系，发行人的利益和投资者得以保持一致。此外，资产支持证券交易是以发行人及项目冠名的。因此，这会推动发行人确保其资产支持证券在存续期间表现良好。绝大多数发行人都是有计划性的或常规发行人，因此为了未来能够继续通过资产证券化进行融资，发行人会从投资者的利益角度考虑问题。

2. 承销商在资产证券化一级市场中的角色

承销商在资产证券化一级市场担任的职责被分成两个团队，共同协作交易的执行。承销（或银行）团队负责设计交易结构、与评级机构沟通以及制作营销材料；定价团队负责与投资者沟通并确定合适的发行价格。

图 37 承销

承销团队	■ 交易结构牵头经办人：负责推动评级过程，并协调交易后勤
	■ 联席牵头经办人：负责管理交易过程
	■ 联席经理人：提供定价建议，并为投资者提供信心该债券不会只在牵头经办人之间交易
	■ 承销团队所有成员均签署承销协议和/或认购协议，以上协议对证券发行的具体条款做了相关规定
定价团队	■ 定价团队与销售团队协同，与投资者沟通、确认投资者需求来获取利益
	■ 交易结构牵头经办人的定价团队：负责向投资者配售

4. 证券化一级市场中的主要参与机构

资产支持证券的发行是个高强度的过程，需要许多参与方来成功完成发行。发行流程始于发起人或发行人决定发起一个资产支持证券交易。

发行人首先将委托一家投行作为交易结构牵头经办方来协助设计交易结构并与评级机构沟通以获得目标评级。交易结构牵头经办人是发行流程的主承销商并从发行最初就参与整个过程。在发行的后续阶段，即该资产支持证券交易即将上市时，将有其他承销商加入，来协助在定价过程中向投资者配售证券。采用多家承销商将更大程度地拓展所面向的投资者并加速簿记过程，同时确保该资产支持证券在二级市场得到广泛支持。

此外，发行人会聘请法律顾问以协助起草发行和交易文件。发行人往往在一个持续发行计划中与固定的法律顾问合作，这使法律顾问能更好地了解该发行计划，以及该资产支持证券计划的历史记录。

会计师事务所在资产尽调过程扮演重要角色。会计师事务所仔细核查所抽样的合同并确认发行人系统或资料库里所储存的基础资产相关信息与合同所载相符。会计师事务所同时也负责发行流程的建模工作与确认发行文件中所有经过商定而成的数据，确保所提供信息的正确性。这过程协助承销商和发行人确保发行文件中的信息是准确无误的。

在发行人发布交易前，评级机构一般会为该证券结构一个预售评级。基于特定评级机构的评级方法，实际的评级是依据交易法律结构、资产池中基础资产的历史表现、债券增信和资本结构所决定。¹¹⁷

图表 38 列出新发行流程中的主要参与机构以及其功能。

表 38 新发行涉及各个职能		
	功能	资产支持证券参与者举例
发起人	- 发起应收账款/资产并担任资产服务商 - 推动项目进展 - 获取交易收益	美国银行控股公司、戴姆勒、福特、通用电气、希尔顿、本田、现代、美国迪尔公司、丰田、艾利银行、车美仕、探索银行、太阳城
承销商	- 设计交易结构，在与评级机构沟通过程中起主要作用 - 与发起人和法律顾问协作准备投资者路演推介材料 - 向投资人配售证券 - 提供二级市场	美银美林、巴克莱、花旗、瑞士信贷、德意志银行、摩根大通、摩根士丹利、加拿大皇家银行、美国富国银行
发行人的法律顾问	- 通常负责起草交易发行文件 - 出具有关原始权益人和交易本身合法性的法律意见，包括真实出售、破产处理和税务意见	罗森曼律师事务所、凯易律师事务所
承销商的法律顾问	- 在交易中代表承销商 - 通常负责起草承销协议和认购协议	美亚博律师事务所、摩根易斯律师事务所

¹¹⁷ 参阅上文第二章 E 节，关于评级程序的讨论。

会计师事务所	■ 进行合同和基础资产审查 ■ 负责交易中的建模工作并确认发行文件中所有经过商定而成的数据	德勤、普华永道、安永
受托机构	■ 维护投资者的利益 ■ 通常是银行或信托机构 ■ 负责对交易相关的所有现金流分配进行管理	美国合众银行、 纽约银行梅隆公司
评级机构	■ 对资产支持证券进行评级，通常依据： ➢ 交易的法律结构 ➢ 基础资产历史信用表现 ➢ 增信水平	穆迪、标准普尔、惠誉

4. 资产支持证券化工作流程

下图 39 是新发行流程的各个阶段，通常为期总计 8-14 周。对于在已有完整计划的定期发行规划内发行而言，发行周期可以大幅缩短。下面将详细介绍各发行阶段。

图 39 新发行流程

■ 项目启动：

在项目初始阶段，各参与机构由发行人委任或聘用。在后续阶段，发行人与各参与机构沟通并说明其发行目标与预期项目周期。最后，各参与机构被分派其具体角色和责任。

■ 设计交易结构：

本阶段将搭建此项目的框架。若是要成功执行项目，对发行人目标有清晰的理解是非常重要的。同时，承销商会去了解此次资产证券化如何与公司财务管理整体目标相匹配。举例而言，若发行人所看重的是如何以最低的成本进行融资，则承销商将设计一个能达到最低融资成

本的交易结构，例如一个短期的、只销售优先级证券的本息摊还结构。

■ 结构与交易成本分析——发行人目标与可销售性的协调：

承销商需要协调与平衡发行人的目标和投资者需求。在金融危机过后，发行人仍然需要通过资产证券化市场融资，但投资者变得更加谨慎。因此发行人与承销商以更加保守的交易结构来吸引规避风险的投资者，例如采取更多增信措施并减少对发行人的现金流支付。无论在哪个市场，都能在执行发行人目标和建立投资者对资产证券化信用的信任中找到平衡点。

■ 评级阶段：

发行人通常希望取得一至两家评级机构的评级。在信贷危机后，美国证券交易委员会实施17g-5 条例试图管理由“发行人向评级机构付费评级的模式”所引发的利益冲突。17g-5 条例要求发行人在一个加密网站上向未聘用的美国评级机构提供所有披露给受聘评级机构的信息。¹¹⁸

评级机构依据交易的法律与经济结构、基础资产类型和其历史表现给予评级。¹¹⁹

■ 起草交易文件：

发行人的法律顾问起草交易文件，其后由承销商的法律顾问复核。有些文件须由双方律师共同起草与审查，包含：初步与最终发行文件、真实出售与非合并意见、税务意见（出于避税考量，通常所发行证券为债券）和雇员退休收入保障法（ERISA）适用性意见。¹²⁰

■ 定价与项目发行：

此阶段发生在项目最后几个星期，定价团队对外公布此次发行并进入预路演阶段。此时，定价团队制定定价区间（即其预期发行价格水平）并向潜在投资者进行推介。在收到来自投资者的价格反馈之后（亦即审视各级证券的投资者需求情况），定价团队会为各级证券进行定价，设定其相应的利差。最后，定价团队出售该证券，并在资金由投资者转移到发行人之后（一般在项目定价后 3 到 5 天），正式完成发行项目。

5. 新发行流程中交易结构机制概要

如上所述，设计一个能平衡发行人目标与投资者需求的交易结构是新发行流程中重要的一部分。宏观而言，结构性融资通过两个主要因素降低风险：证券化资产的真实出售，以及增信与分层设计（该设计提供的资本结构和优先顺序将债券分为不同等级，由劣后级证券先吸收资产池违约损失，从而提供信用支持和损失缓冲）。

¹¹⁸ 参阅上文第二章 E.5 节，关于尽职准则的讨论。

¹¹⁹ 参阅上文第二章 E 节，关于评级程序的讨论。

¹²⁰ 参阅上文第二章 D 节，关于相关文件要求的讨论。

具体到资产支持证券的交易层面，虽然投资者看重不同项目之间交易结构的一致性，改善资产证券化平台的结构可提升融资效率和投资者需求。图表 40 指出结构设计中每个阶段应考虑的重要因素。

表 40 交易结构设计过程

分析基础资产池	■ 资产池分层：以诸如剩余期限、地理位置和 FICO 评分等细分条件对资产池特征进行统计分析，以了解应收账款的质量 ■ 净信用损失预期：来自静态池数据分析，和基础资产的质量一同构成增信措施的框架
增信	■ 资本结构的建立基于净损失预期和评级机构压力测试结果 ■ 至盈亏平衡的损失：考虑偏离净损失预期的情况下，设计证券的交易结构可以承受的最高损失额 ■ 依据发起人的需求，如有需要，设置偿付优先级别关系、超额抵押比例或储备金额，和增信机制 ■ 更多的增信措施将降低抵押率（收益），但可保护投资者免于损失并且增加投资者需求
债券结构设计	■ 为基础资产的现金流回收设计预期摊还模式（资产支持证券的资金来源） ■ 明确基础资产现金流按预先设定的偿付规则支付债券（如依次支付各级债券本金和利息（现金流瀑布）） ■ 债券最优化：基于投资者需求，在相同的资本/增信水平上设计特定的层级 ■ 期限层级：为各级证券设定相异到期日以吸引不同期限需求的投资者 ■ 债券定价：设计票面利率
其他考量	■ 供货币市场投资者购买的层级 ■ 代表性资产：能代表整个资产组合的“贷款”（将基础资产限定为几个特定的群组以简化建模工作） ■ 提前还款：借款人的早偿规模和速度是影响再投资风险的重要因素 ■ 加权平均期限：考虑早偿速度的假设计算出证券的加权平均期限
残值证券的分配	■ 与债券不同，在给定假设的提前偿还速率和累计净亏损率，劣后级证券获得的剩余分配会用于计算其收益率

6. 债券的基本属性

不同的资产支持证券类别和发行人有着不同的交易结构和债券属性。图表 41 展示了一般汽车抵押贷款支持证券的结构和典型的债券属性。

图表 41 汽车抵押贷款支持证券结构和属性

Illustrative Transaction										
A Class	B Rating	C Fix/Float	D Size (%)	E Size (\$)	F WAL (y)	G Principal Window	H Expected Final	I Legal Final	J Coupon	K Yield
A-1	P-1 / A-1+	Fixed	24.01%	\$240,100,000	0.32	8	Jan-13	Oct-13	0.23%	0.23%
A-2	Aaa / AAA	Fixed	29.83%	\$298,300,000	1.17	13	Dec-13	Sep-15	0.38%	0.39%
A-3	Aaa / AAA	Fixed	29.83%	\$298,300,000	2.37	19	Feb-15	Apr-17	0.51%	0.52%
A-4	Aaa / AAA	Fixed	10.58%	\$105,800,000	3.50	11	Apr-16	Jan-18	0.68%	0.68%
B	Aa2 / AA+	Fixed	1.50%	\$15,000,000	3.68	3	Jun-16	Feb-18	1.07%	1.07%
C	A1 / AA-	Fixed	2.45%	\$24,500,000	3.68	6	Jun-16	May-18	1.37%	1.37%
D	Baa1 / A-	Fixed	1.80%	\$18,000,000	3.68	6	Jun-16	May-19	2.11%	2.12%
Offered Notes				\$1,000,000,000						

A	层级	不同层级的名字（如果是通过存托公司进行评级和结算，则也会有一个 CUSIP 号码）
B	评级	信用评级机构（如标普、穆迪、惠誉或 DBRS）给出的评级
C	固定/浮动	票面利率有两种，一种是在定价日固定的，另一种是随着基准利率浮动的
D	规模（%）	各层级占发行总规模的比率
E	规模（\$）	各层级的发行规模，以美元为单位
F	加权平均期限	本金回收的不同时间段的加权平均。通过每期偿付本金数额与期限乘积之和除以本金总数计算得出
G	预期到期日	最后一笔预期本金回收的日期
H	法定到期日	规定债券在该日期前偿付完全（否则构成违约事件）
I	本金回收窗口	该层证券收到本金偿付的时间段，以月份表示
J	票面利率	债券发行时承诺的利率，一般每半年支付一次
K	到期收益率	基准利率加上信用风险溢价

7. 常见的增信方法

增信是获得理想债券评级和防止投资者受到损失的有效方式。发起人可以将多种增信方式结合使用，使投资者免受基础资产损失所带来的影响。常见的增信方式被列在下表 42。

表 42 增信

	超额利差：
	■ 作为一种软性增信手段，超额利差就是基础资产的收益率（利息支出），与服务费用和债券平均利息总和的差额部分。这部分“超额”现金流可用于弥补应收款上可能出现的损失。
	现金储备账户/储备金：
	■ 资产支持证券结构一般维持 0.5%-2.0% 的现金储备，尽管该比例可能更高以覆盖最初的损失。这部分现金储备在发行交割时就要预留，因此发行人在收到最终收益需要减去所要求的现金储备金这一部分。
常见	偿付优先级别关系：
增信	■ 正如本金和利息按顺序首先支付给 A 级投资者，然后 B 级投资者以此类推，损失则按反方向顺序吸收（从次证券开始）。优先级别劣后的投资者会要求更高的利差来弥补这部分额外的风险，但是劣后级对优先级的本金的保护，降低了优先级投资者的利差，从而使得发行人整体的融资成本降低。
方式	超额抵押：
	■ 当基础资产的本金回收金额大于证券发行金额时则存在超额抵押。这部分超额资产为损失提供了更多的担保并保证投资者可以收到全额偿付。
	到期收益率补偿（现金/超额抵押）：
	■ 通过贴现的方式对基础资产的收益率进行补偿。

F. 资产支持证券一级市场联合定价流程

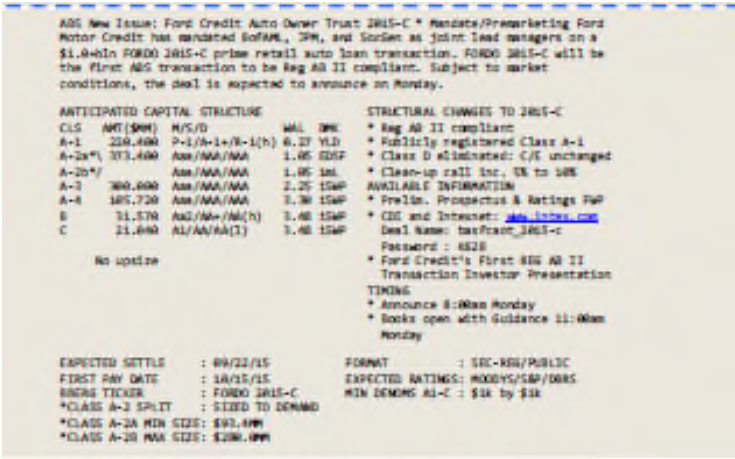
资产支持证券一级市场的定价流程可分为非公开阶段和公开阶段。非公开阶段在上图表 39 中被标志为“设计符合发行人要求的交易结构”和“结构与交易成本分析——发行人目标与可销售性的协调”。在非公开阶段，定价团队为投资者提供情报，以确定一个合适的资本结构和最优的发行时间。最优发行时间的确立会考虑多种因素，如发行人的节奏（或该发行人一般间隔多久发行一次资产支持证券）、资产支持证券的其他发行竞争者、投资者的资金到位情况等。

一旦最优发行时间被确立同时产品开始预推介，则项目开始进入公开阶段。这个阶段在表格 39 中被标志为“定价和交割”。在公开阶段，定价团队联合销售团队与投资者广泛交流以确定投资意向和需求。投资者可能通过查阅发行材料、评级机构预售报告、关于交易结构/现金流的

文件、可获得的推介材料（如项目路演材料），和其他资料来做出决定。参考价格区间一般通过投资者的反馈和市场情况来确定。当足够的投资意向建立后，利差将会被确定，紧接着产品将会被定价。每级证券在获得至少一倍的认购量后才会进行销售。定价团队会专注于寻求一个合理的利差，以使得每级证券都可以获得至少一倍的认购量，同时避免给予投资者过高的价差使得发行人的成本过高。如果某档证券被大规模超额认购，则说明该资产定价的利差可能偏高。

图 43 展示了资产支持证券定价过程中非公开阶段，以及项目正式开展预推介后的公开阶段的其他细节过程。

图表 43 定价流程

步骤		描述，以及定价团队在彭博发布的信息示例
非公开阶段	结构设计	■ 根据投资者情报和市场情况对资本结构和证券分层情况提出建议，以实现投资者在各级证券的兴趣得到最优化
	计过程	■ 对投资者推介期间提出建议，并安排与投资者会面或电话会
	预推介	■ 宣布预期发行结构和发行日期
公开阶段 (向市场 公布)		■ 与投资者进行预推介，让他们对项目的发行公布有所预期，可能包括私下定价水平
		■ 发布发行材料、推介材料和评级机构预售报告使得投资者在正式发行前就能熟悉产品情况
		

续表

- 产品发布阶段
- 在彭博上向投资者正式发布，提供项目的基本情况概要（可能包括私下沟通的产品价格）
 - 正式开始簿记建档，允许投资者对资本结构下的各级证券进行投标

```
$1.05+bln Ford Credit Auto Owner Trust 2015-B -- Reg AB II Compliant Joint Leads:
BoFA/NL, JPM, SG
Co-Managers: BNY, Bradescot, Mizuho, TD
Selling Grp: Drexel, Loop

CL  $SIZE(MM) WAL  PWDM EXP  LGL  MDY/SP/DBRS  BENCH
-----
A1** 220.400 0.27 1-7 4/16 9/15/16 P-1/A-1+/R-1(h) YIELD
A2a* 373.400 1.05 7-20 5/17 8/15/18 Aaa/AAA/AAA EDSF
A2b*/ 1.05 7-20 5/17 8/15/18 Aaa/AAA/AAA 1stL
A3 300.000 2.25 20-36 9/18 2/15/20 Aaa/AAA/AAA 15MPS
A4 185.720 3.30 36-42 3/19 2/15/21 Aaa/AAA/AAA 15MPS
B 31.570 3.40 42-42 3/19 3/15/21 Aa2/Aa+/AA(h) 15MPS
C** 21.040 3.40 42-42 3/19 3/15/22 A1/AA/AA(1) 15MPS
-----
* Class A2 split, sized to demand
Class A2a min size: $01.0mm / Class A2b max size: $200.0mm
** Classes A1 and C offered subject to reserve

>> BOOKS WILL OPEN WITH OFFICIAL PRICE GUIDANCE 11:00AM EDT <<

EXPECTED PRICING: TUE REGISTRATION : ALL CLASSES ARE PUBLIC
EXPECTED SETTLE : 09/22/15 ERISA ELIGIBLE : YES
FIRST PAY DATE : 10/15/15 EXPECTED RATINGS: Moody's/S&P/DBRS
DEMOS : $1k/$1k PKG SPEED : 1.4% ABS to Call
BBS TICKER : FORD2015-C INTERNET : basfact_2015-c KGB
BILL & DELIVER : BAS
```

- 参考价
- 通过彭博发布参考价格水平，一般是一个区间，投资者可以参考该区间得知发行价格和定价团队的发行价格预期

```
$1.05+bln Ford Credit Auto Owner Trust 2015-C -- Reg AB II Compliant Joint Leads:
BoFA/NL, JPM, SG
Co-Managers: BNY, Bradescot, Mizuho, TD
Selling Grp: Drexel, Loop

CL  $SIZE(MM) WAL  PWDM EXP  LGL  MDY/SP/DBRS  BENCH PX TALK
-----
A1** 220.400 0.27 1-7 4/16 9/15/16 P-1/A-1+/R-1(h) YIELD 0.38-0.40%
A2a* 373.400 1.05 7-20 5/17 8/15/18 Aaa/AAA/AAA EDSF + 36-38
A2b*/ 1.05 7-20 5/17 8/15/18 Aaa/AAA/AAA 1stL + 36-38
A3 300.000 2.25 20-36 9/18 2/15/20 Aaa/AAA/AAA 15MPS + 47-49
A4 185.720 3.30 36-42 3/19 2/15/21 Aaa/AAA/AAA 15MPS + 52-54
B 31.570 3.40 42-42 3/19 3/15/21 Aa2/Aa+/AA(h) 15MPS + 70-75
C** 21.040 3.40 42-42 3/19 3/15/22 A1/AA/AA(1) 15MPS +100-110
-----
* Class A2 split, sized to demand
Class A2a min size: $01.0mm / Class A2b max size: $200.0mm
** Classes A1 and C offered subject to reserve

EXPECTED PRICING: TUE REGISTRATION : ALL CLASSES ARE PUBLIC
EXPECTED SETTLE : 09/22/15 ERISA ELIGIBLE : YES
FIRST PAY DATE : 10/15/15 EXPECTED RATINGS: Moody's/S&P/DBRS
DEMOS : $1k/$1k PKG SPEED : 1.4% ABS to Call
BBS TICKER : FORD2015-C INTERNET : basfact_2015-c KGB
BILL & DELIVER : BAS
```

- 测试/扩大发行规模
- 若产品获得超额认购，则发行人可能会压低定价水平，以获得更低的发行成本
 - 在测试环节过后，如果有扩大发行规模的可能，则将最终发行规模披露给投资者

续表

- 以最终定价的水平正式发行产品
- 根据投资者的认购情况分配证券

\$1.05+bln Ford Credit Auto Owner Trust 2015-C -- Reg AB II Compliant Joint Leads: BoFA, JPM, SG Co-Managers: BNY, Bradesco, Mizuho, TD Selling Grp: Dresel, Loop									
CL	\$SIZE(MM)	WAL	EXP	LOL	MDY/SP/DBRS	BENCH	LAUNCH		
A1	228.488	0.27	1-7	4/16	9/15/16	P-1/A-1+/R-1(h)	YLD	0.38%	
A2A	273.488	1.05	7-20	5/17	8/15/18	Aaa/AAA/AAA	EDSF	+ 36	
A2B	188.000	1.05	7-20	5/17	8/15/18	Aaa/AAA/AAA	1ML	+ 36	
A3	388.000	2.25	20-36	9/18	2/15/20	Aaa/AAA/AAA	1SWPS	+ 47	
A4	105.720	3.30	36-42	3/19	2/15/21	Aaa/AAA/AAA	1SWPS	+ 52	
B	31.570	3.48	42-42	3/19	3/15/21	Aa2/AA+/AA(h)	1SWPS	+ 75	
C	21.040	3.48	42-42	3/19	3/15/22	A1/AA/AA(1)	1SWPS	+100	

EXPECTED PRICING: 11:00am					REGISTRATION : ALL CLASSES ARE PUBLIC				
EXPECTED SETTLE : 09/22/15					ERISA ELIGIBLE : YES				
FIRST PAY DATE : 10/15/15					EXPECTED RATINGS: Moody's/S&P/DBRS				
DEMOS : \$1k/\$1k					PKG SPEED : 1.4% ABS to Call				
BBG TICKER : FORDO 2015-C					BILL & DELIVER : BAS				

- 为每级证券确定基准利率，并且确定其到期收益率、票面利率和证券价格
- 向投资者披露最终定价细节并进行债券数额分配

\$1.05+bln Ford Credit Auto Owner Trust 2015-C -- Reg AB II Compliant Joint Leads: BoFA, JPM, SG Co-Managers: BNY, Bradesco, Mizuho, TD Selling Grp: Dresel, Loop									
CL	\$SIZE(MM)	WAL	EXP	LOL	MDY/SP/DBRS	BENCH	YLD	PRICE	
A1	228.488	0.27	4/16	9/15/16	P-1/A-1+/R-1(h)	YLD	0.38%	100.00000	
A2A	273.488	1.05	5/17	8/15/18	Aaa/AAA/AAA	EDSF	+ 36	0.953	
A2B	188.000	1.05	5/17	8/15/18	Aaa/AAA/AAA	1ML	+ 36	100.00000	
A3	388.000	2.25	9/18	2/15/20	Aaa/AAA/AAA	1SWPS	+ 47	1.423	
A4	105.720	3.30	3/19	2/15/21	Aaa/AAA/AAA	1SWPS	+ 52	1.754	
B	31.570	3.48	3/19	3/15/21	Aa2/AA+/AA(h)	1SWPS	+ 75	2.027	
C	21.040	3.48	3/19	3/15/22	A1/AA/AA(1)	1SWPS	+100	2.277	

EXPECTED PRICING: 11:00am					REGISTRATION : ALL CLASSES ARE PUBLIC				
EXPECTED SETTLE : 09/22/15					ERISA ELIGIBLE : YES				
FIRST PAY DATE : 10/15/15					EXPECTED RATINGS: Moody's/S&P/DBRS				
DEMOS : \$1k/\$1k					PKG SPEED : 1.4% ABS to Call				
BBG TICKER : FORDO 2015-C					BILL & DELIVER : BAS				

在整个定价过程中，定价团队会通过彭博向投资者提供一系列信息就定价过程的不同阶段与投资者进行沟通。上图表 43 展示了最近一个名为“FORDO 2015-C”的福特信贷的优质零售汽车贷款支持证券的预推介、发行公告、参考价格、发行和定价信息。

第六章 证券存续期间的运营和服务

A. 受托人的职能

在美国的资产证券化市场，根据不同的基础资产类型以及和发起人之间的协议条款，受托人拥有众多职能。总体而言，受托人取决于管理协议的职能其实是可以划分为四大分类的一系列行政管理职能：（1）按照流程将现金流从发行人/信托/服务商偿付给投资者；（2）为投资者和其他交易方收取或为其提供（如适用）契约合规文件或出具服务商报告；（3）为发行人和投资者，以及投资者和投资者之间，提供交流协作平台；（4）根据投资者的要求或指示采取补救措施。在以上四大分类中，受托人或其他交易方可能要承担以下所列不同的契约职能：

1. **文件保管。**文件保管人负责检查和保管部分贷款文件，并对部分纸质文件进行妥善收存。有时保管人还需要负责追踪和更新贷款文件的状态，和/或库存的异常情况。在某些交易里，第三方机构可以代替受托人来行使这项职能。
2. **代持产权。**与其他有实质性职能的职能不同，这项职能包括代表投资者持有证券份额，或持有信托资产所有人的法律产权。
3. **注册和转移交易代理。**这项职能包括更新和维护证券交易记录或证券的所有权，以此来反映这些证券是否曾经被转手，并对现任和历任实名注册投资者留存完整记录。
4. **支付代理。**支付代理要为注册的投资者偿付归集的本金和利息，以及为持有残值证券的发行人支付相关权益，有时也会按美国国税局要求填报税务文件。
5. **认证代理。**这项职能包括在发行的证券上签字，以鉴定证券的真伪。
6. **计算代理/证券分析。**这项计算代理职能包括为可调整利率的证券重新计算利率、需要支付给投资者的本金和利息，以及基于基础资产表现的其他现金流支付和测试。如果合同中有相关规定，那么这项职能还会包括根据其他交易中介机构提供的信息为投资者撰写报告。
7. **现金管理。**现金管理者负责指定账户的资金存取，这些账户可能包括密码箱。
8. **核实代理。**这部分核实代理职能包括为某些特定基础资产的触发机制进行跟踪汇报、对服务商提供的资料数据进行核查，并按照协议要求进行汇报。
9. **现金管理代理。**这部分职能管理指在授权机构指示下进行指定交易资金的投资和赎回。
10. **最后手服务商。**当卖方/发行人被评定为非投资级时，一般会要求有这项职能要求。当触发服务商违约事件时，受托人被委任承担基础资产的部分或所有的服务义务。银行作为受托人

时可能会成为最初的备选服务商，或者当没能找到合适的继任服务商时直接担任服务商。

11. 证券持有人沟通平台。在过去的近几年，部分投资者和潜在投资者要求有一个能与其他投资者或发行人沟通交流的平台。根据协议规定，受托人、证券契约受托人或证券管理人需将发行人和其他相关交易方的通知发布给投资者。然而现在的投资者们寻求的是一个更全面有效的与其他投资者交流的沟通平台。这一职能可以由受托人或其他潜在的能提供一个沟通平台的机构承担。

资产证券化的受托人需承担的职能，会受到基础资产类型、结构、评级机构标准和其他因素所影响。上述所列职能可能在协议中被单独列出，也可能被合并至其他契约方（如服务商、主服务商或其他非受托人的交易方）的职能里。

B. 服务商的职能

在结构化金融交易中，服务商的作用是协助确保利息和本金能够及时偿付证券持有者，并在需要时就贷款明细的修改及贷款清算进行协商。同时，服务商确保相关债务人按照合同进行支付。服务商的策略在不同基础资产的结构融资中都比较相似，当然也有着重要的差异。本节主要讨论在 RMBS 化中服务商的职能，并阐述在其他结构中主要的相似和差异之处。

1. 服务商在住房抵押贷款支持证券交易（RMBS）中的职能¹²¹

个人住房抵押贷款证券化交易通常需要雇佣贷款服务商，即基本服务商。该主体的职能为处于非正常偿付状态的抵押贷款向信托垫付资金，同时通过修正、出售（资不抵债方式）、止赎以及没收房产等方式协助处置贷款。通常服务商承担的工作包括从借款方收回贷款本息、向第三方托管资金账户支付房产税、降低出现的亏损、通过行使止赎权和以资不抵债的方式出售资产以恢复贷款本金，以及在必要的时候向 RMBS 信托垫付本息。如果某月出现某个借款人/债务人的回收款不足，并且服务商有充足的依据认为垫付的资金最终可以从该借款/债务人手中收回，服务商就需要垫付未能收回的本息，而且需要为保护贷款人和以免银行行使止赎权而预付必要的支出。通过这种方式，当借款人逾期支付每月应付本息的时候，服务商的垫付款为信托提供了必要的流动资金。

入池及服务协议（PSAs）通过向贷款服务商支付一笔费用来为其提供补偿，该补偿通常为约定的贷款存量总额乘以一个百分比（例如 0.25%）。此外，服务商可能还会获得一次性的或是

¹²¹ 参阅上文第四章 B.7 节，关于住房抵押贷款支持证券结构全方面的讨论。

附加费用的补偿，如逾期费用、账款不足费用或是与贷款修改和出售相关的费用。

除了独立贷款服务商外，个人住房抵押贷款证券化交易中可能还需任命一个主服务商，以协调各贷款服务商向借款人回收本息，以及向 RMBS 信托垫付资金等工作。入池及服务协议允许主服务商向基本服务商在汇款余额、未偿余额或回收款项的基础上额外收取一定的服务费用，以此作为对主服务商的补偿。

入池及服务协议通常允许服务商在向证券持有人支付应付本息前，从现金流瀑布的顶端提取现金以进行自我补偿。通常，服务商垫付的资金将首先由被垫付贷款中收回的本息和清算所得进行清偿。如果这些资金不够偿还，则服务商垫付的资金将从该信托中其他贷款收回的现金中得到补偿。

如果服务商无法按照入池及服务协议向相关信托履行其应尽义务，受托人可以替换服务商并且指定新的继任服务商。入池及服务协议中先进先出的规定通常要求新的服务商用信托回收款优先偿还已有的垫付资金，然后才能偿还新的垫付资金。

服务商对于贷款表现的战略、策略以及操作在很大程度上取决于借款人的信用质量。对于高质量的借款人而言，服务商的核心运营能力（如资金偿付和评估贷款表现等）是关键。对于低质量的借款人来说，服务商的违约和索赔相关的能力是非常重要的，包括主服务商监督基本服务商的违约管理、审核基本服务商减轻亏损的方式，以及能够在贷款层面审查所有交易中发生的亏损情况的能力。

服务的具体落实根据服务商是否涉及银行业务有所差异。鉴于对不良贷款监管审查的力度，银行服务商对于贷款的修改采取了比非银服务商更为保守的策略，然而非银行服务商对于减轻亏损的策略则更加激进¹²²。

自金融危机以来，这些服务的落实一直受到监管部门的干预。通常要求服务商对其服务提供更透明的信息披露，更详实的基础贷款信息（如《Reg AB II》），并且更加重视独立第三方对证券化标的基础贷款的评估。

在 2011 年 4 月，美国货币监理署、储蓄机构监理局（现在是美国货币监理署的一部分），以及美国联邦保险存款公司发布了 14 条同意执行令，专门针对国家大型银行在服务和控制过程中的薄弱环节。这些同意令要求银行采取所有必须的步骤来修正其在个人住房抵押贷款服务中的不足，这些服务包括止赎诉讼的开展和处理。上述同意令中的提议大多要求服务商提供附

¹²² 参阅穆迪投资者服务公司，《非银行服务商在应对不良贷款时比银行更为激进》（2013 年 12 月 16 号）。

加报告，升级控制步骤，加强审计协议，采用先进技术，以及雇佣第三方监督者在止赎之前对贷款进行审查¹²³。

2. 服务商在商业地产抵押贷款支持证券交易（CMBS）中的职能

和个人住房抵押贷款证券化交易相类似，在商业地产抵押贷款证券化交易中基本服务商和主服务商负责按时归集本金和利息¹²⁴。然而不同的是，商业地产抵押贷款证券化交易中会聘用特殊服务商，负责处理诸如评估贷款修改申请以及为“特殊服务”贷款进行清算和止赎等事务。在贷款发生违约或是转入特殊服务之前，主服务商对贷款修改申请的批准很多时候取决于特殊服务商是否许可。

在个人住房抵押贷款证券化交易中，贷款服务商一般不会拥有抵押房产的剩余权益有所不同。商业地产抵押贷款证券化交易中，特殊服务商通常是 B-级块的持有者。一些商业地产抵押贷款有 A 类和 B 类债，其中 A 类债出售给 CMBS 信托，B 类债券则由 CMBS 信托外的投资者持有，并且由 B 类债持有人指定的特殊服务商提供服务。对 B 类债或者 B-级块债券的所有权，以及 CMBS 交易中对服务商的补偿结构，可能会激励服务商使贷款尽可能的“存活”越久越好。但这对标的贷款的最终回收可能产生负面影响。尽管如此，如评估减值一类的机制可以减轻这种利益冲突，该机制将服务商的控制权从没有实质性利益关联的层级转向享有实际剩余经济权益的层级。

特殊服务商为控制层证券持有人（通常持有发行的证券中最劣后级的部分）的利益服务，因为控制层有权依照他们的意志撤换特殊服务商。通常情况下，如果现有的控制层证券持有人遭受的损失超过原始证券余额的 75%，则控制权将会转移到比原有控制层高一层级的证券。由于资产估值和实现的损失在交易的不同阶段各不相同，因此控制层的界定也有所变化。控制层的变化可能导致特殊服务商的变化，造成管理的不连贯，并导致贷款出售以及修改流程的效率也随之降低。

和个人抵押贷款支持证券一样，商业物业抵押贷款支持证券的特殊服务商收取一笔基于存量总额的服务费。此外，他们也对贷款修改和清算收取一次性费用。

¹²³ 参阅穆迪投资者服务公司，《银行监管者对于住房抵押贷款支持证券的批准程序会增加服务商的成本并使住房抵押贷款支持证券的损失很严重》（2011 年 4 月 18 号）。

¹²⁴ 参阅上文第四章 B.7d 节，关于商业地产抵押贷款支持证券的讨论。

3. 服务商在资产支持证券（ABS）交易中的职能

对于涉及信用卡和汽车贷款的资产支持证券交易，交易的发起人通常也是基础资产的服务商。服务商的特性会根据发起人规模的从大到小、离散度以及评级的从高到低而大相径庭。¹²⁵

资产支持证券服务商和住房抵押贷款支持证券/CMBS 服务商在职责上的最大区别，就是资产支持证券服务商通常不需要为本金和利息的按时归集而负责。作为替代，资产支持证券结构用其他设计对未偿回收款进行补足。比如，资产支持证券结构通常允许本金与利息回收款合并后再偿付证券的本金和利息。资产支持证券结构还设有流动储备金账户，用于确保现金流能够及时偿付证券持有者。这些账户通常在发行结束日注入资金，用于覆盖资金短缺的情况。当储备金降至目标水平以下时，存续期的回收款会被优先用于补充储备金账户。因此服务商的职责着重于违约事件发生后的回收款归集和现金流回收。¹²⁶

4. 服务商的破产和转移

在美国，很多类型的基础资产都发生过大量的服务商转移，期间并不伴有重大的服务中断事件。在美国，一旦原始的服务商被终止任用，服务商转移工作都能及时进行。

虽然在美国，安排新的服务商所需的时间相当短，但是要终止一个服务商却需要花费较多的时间。这是因为美国证券化交易通常允许投资者仅在发生与服务商相关的违约事件的前提下才能撤换服务商，这类事件包括服务商破产、实质性合同条款的实质性违约，或者是未能成功将现金转交给正确的交易方。

此外，在某些管辖权限中，转移服务的决定权在破产法庭而不是投资者。一个破产的服务商可能拒绝服务转移，并且可能向破产法庭申请允许其继续担任服务商，或者向其他机构出售其服务业务。

在美国的大多数交易中，如果一个服务商被终止业务，则受托人有责任寻找合适的继任者。某些交易允许继任的服务商收取比原来的服务商更高的服务费，但是多数交易要求继任服务商收取一样的费用。历来，增加的服务费费用是通过现金流支付的，而这些现金流本应用于支付投资者的本金和利息。

表 44 服务商责任与利益一致性

¹²⁵ 参阅上文第四章 B.7a 和 b 节，关于汽车抵押贷款支持证券和信用贷款支持证券应收账款结构的全面讨论。

¹²⁶ 参阅上文第四章 A.1 节，关于现金流瀑布如何运作的讨论。

		服务商
	关键职责	利益一致性
RMBS	■ 归集和垫付本息。 ■ 减轻损失。 ■ 通过出售物业（资不抵债形式）、止赎等方式恢复本金。	■ 服务商或其附属机构通常是贷款的原始权益人，并且在信托中享有剩余利益。 ■ 补偿结构可能刺激某些服务商使贷款“存活”的时间尽可能延长，而且服务商的关联性可能影响其动机。
商业物业 抵押贷款 支持证券	■ 基本服务商负责归集及垫付本息。 ■ 主服务商（通常须获得特殊服务商许可）负责损失缓解和恢复本金，或由特殊服务商对特殊服务贷款负责执行。	■ 通常由特殊服务商持有信托全部或部分 B-级块债权份额，或是基础贷款中的 B 类债。 ■ 补偿结构可能刺激某些服务商使贷款存续期尽可能延长。 ■ 特殊服务商通常由控制层指定，而控制层在交易的不同阶段可能会改变。
资产支持 证券	■ 归集本息。 ■ 本金损失后的回收。	■ 服务商通常也是资产证券化交易的原始权益人，而且如果他们持有劣后级证券或者管理着类似的贷款池，通常可能与他们有利益关联。

第七章 与公司债市场的对比

普通资产支持证券（Plain Vanilla ABS）与公司债的不同主要体现在整体结构以及综合收益上。相较公司债而言，AAA 级的优先级资产支持证券由于其较高的评级，有稳定现金流的应收账款作为担保，分散的资产池，以及对于利率上升风险的低敏感度，对投资者更具吸引力。本章节将着重阐述公司债与 AAA 级普通资产支持证券的主要结构性差异。

A. 普通资产支持证券与公司债的特征比较

公司债中的借款人仅为单一实体¹²⁷。投资者对公司资产和现金流仅拥有普通受偿权，因此，一旦公司出现违约，优先级无担保债券持有人将比劣后级无担保抵押债券持有人拥有更优先的受偿权。此外，当破产、清算或者未能履行偿付条款等情况发生时，无担保公司债券既没有担保人进行保护，也没有特定的资产进行抵押¹²⁸。事实上，公司的债权人不仅包括债券持有人，还包括银行、供应商、消费者、养老金领取者等等，其均拥有和公司债持有人相同甚至更优先的受偿权¹²⁹。

相比之下，资产支持证券拥有多个借款人的结构特性使得风险更加分散，其中借款人数从 100 个到 100 万个以上，由债务人偿付和抵押物作为担保。投资者在整个资产支持证券产品周期或预期的还款日都将收到本金。一些例如汽车抵押贷款支持证券的特定的普通资产支持证券通过本金摊销使信用风险随着未偿还本金余额的减少而逐渐降低。摊销最大程度上减少了借款人是否有能力在到期日一次性偿付大额贷款¹³⁰的不确定性。相对于公司债，摊销结构的另一个优势在于更低的利率风险。投资者可以在投资周期中将偿还的本金用于再次投资，这在利率上升的环境下优势尤为突出。

另一些普通资产支持证券不具有摊销特性，例如信用卡应收款或者汽车分销商抵押贷款支持证券。虽然投资者在投资周期中不会收到本金，但这些债券的流动性很高，通过设立债务人分散度高的资产池，优次级偿还顺序和其他类型的增信措施，令投资者从中获益。

¹²⁷ 参阅《秋沙鸭资本管理》，结构化产品案例，第 1 页（2012 年）。

¹²⁸ 参阅美国证券交易委员会，投资者教育与宣传办公室，《什么是企业债券？》，第 2 页（2013 年）

¹²⁹ 同上。

¹³⁰ 参阅上文《秋沙鸭资本管理》，第 2 页。

下图 45 总结了公司债和资产支持证券的重点区别

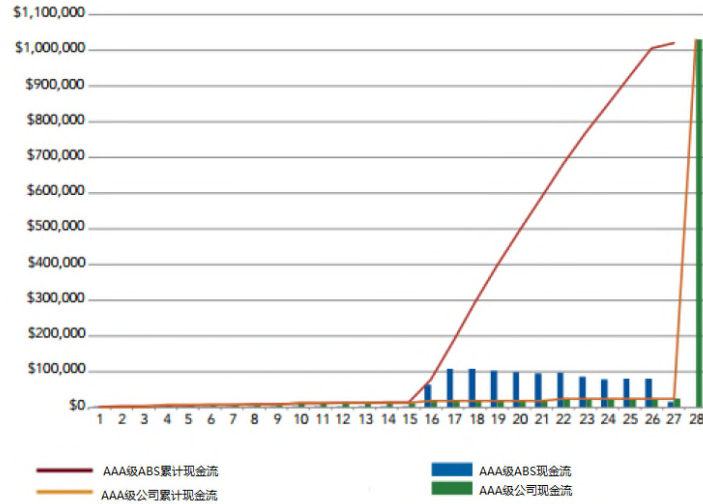
特征	公司债	普通资产支持证券
抵押物受偿权、 债务人偿付款	无担保	抵押担保
债务人	单一	分散的抵押池
偿付时间	固定利率，半年付息， 到期一次偿还本金	摊销结构-按月付本息 循环结构-周期性利息偿还，到期一次偿还本金
信用、违约风险	公司可能做出损害公司 债持有人的决议	独立的服务商，多个债务人
评级因素	公司本身的信誉	与交易结构、资产表现、增信措施措施挂钩， 不随公司评级而改变

B. 现金流对比¹³¹

公司债与资产支持证券另一显著差异体现为两者产生的现金流。下表展示了具有类似期限和评级的公司债和资产支持证券之间现金流的差异。两者有相同的面值且均在 2014 年第二季度到期。摊销资产支持证券从发行初开始按月付息并于 2013 年 5 月开始偿还本金，最后一次本金偿还于 2014 年 5 月。本金的分期偿付使得违约风险得以降低。相反，公司债为半年付息，并在 2014 年 5 月份一次性偿付本金。这种情况下，由于本金不是分期偿付，不确定性更大，利息收入产生的累计现金流增长缓慢。

¹³¹ 同上。

图表 46 现金流对比



C. 高投资级评级¹³²

普通资产支持证券得以获得 AAA 评级的因素很多，其中最重要的包括资产抵押和结构性增信措施¹³³。资产支持证券抵押担保的本质在于通过用资产池中多样化的现金流来为发行的有价证券作担保，以保证还款的顺利进行。普通资产支持证券（以及很多其他类型的资产支持证券）的结构特征也使得优先级债券能够从劣后级债券和其他增信措施上受益。以上这些因素，加上资产质量和基础资产的真实销售，构成普通资产支持证券获得高评级的关键因素。

D. 历史债券价格

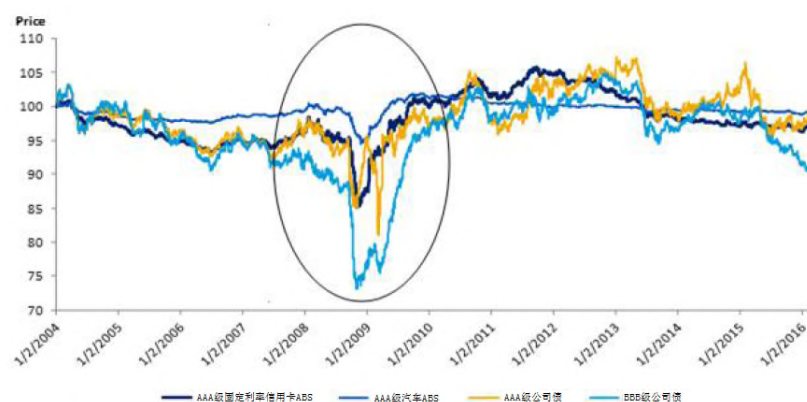
下图展示了不同债券的价格变动幅度，在选定的资产类别中上市交易的 AAA 级资产支持证券，与上市交易的投资级公司债券的历史价格相比，表现持平或者更优。¹³⁴

¹³² 参阅上文《秋沙鸭资本管理》，第 3 页。

¹³³ 参阅上文，第二章 E 节 关于评级程序的讨论。

¹³⁴ 参阅结构金融行业组织，《关于流动性覆盖比率要求的意见函》，第 21 页（2014 年 1 月），参阅 https://www.fdic.gov/regulations/laws/federal/2013/2013-liquidity_coverage_ae04-c_39.pdf。

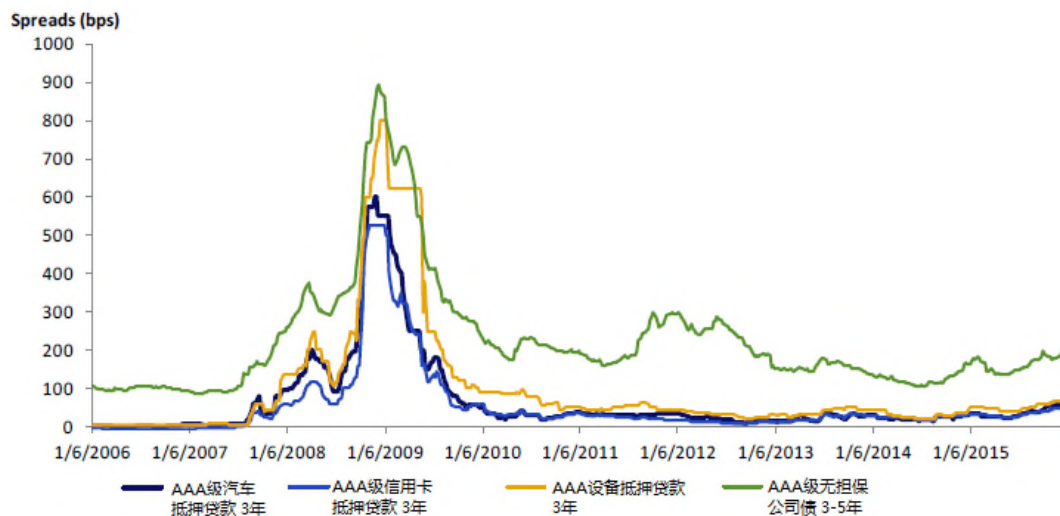
图表 47¹³⁵ 历史债券价格



E. 息差表现¹³⁶

信贷危机期间，普通资产支持证券的表现比投资级公司债更加优秀。尤其是信用卡应收款和汽车抵押贷款支持证券的优先层级在危机中的息差扩大幅度低于同期的投资级公司债，并且在危机爆发 2 年后依然表现更好。下图可见，AAA 级信用卡及汽车抵押贷款支持证券的息差已经回归到了接近危机前的水平，而无担保公司债的息差即使在危机过后很长的一段时间内，依然相对高于危机前的水平。

图 48 资产支持证券的流动性特征



¹³⁵ 资料来源：美银美林指数。

¹³⁶ 资料来源：美银美林指数及研究。

第八章 美国监管框架

A. 职责分配和范围

1. 美联储系统

美国联邦储备系统（美联储）是美国的中央银行，也是部分州立银行、银行控股公司、储蓄和贷款控股公司以及外国银行机构的主要联邦监管机构。美联储的主要职责可以分为四个部分：（1）实施国家货币政策；（2）监管和规范州立联储成员银行、银行控股公司、储蓄和贷款控股公司、外国银行机构以及被金融稳定监管委员会（FSOC）指定为具有系统重要性的非银行类的金融机构；（3）维持金融体系的稳定和控制金融市场可能产生的系统性风险，以及（4）向存款机构、美国政府以及外国官方机构提供金融服务，包括在国家支付系统的运营中扮演重要职能。

在美国，银行特许经营许可可由州政府或联邦政府（例如货币监理署）发放。被州政府特许的银行有权选择是否加入联邦储备系统。美联储是州立联储成员银行和储蓄机构的主要联邦监管机构。美联储拥有广泛的立法权以助于履行其主要职责，并与货币监理署和联邦存款保险公司共同负责对银行和银行控股公司的资本及流动性标准的实施。此外，美联储通过联邦储备银行的贴现窗口操作为银行提供流动性。

联邦储备系统由国会于 1913 年成立。美联储的理事会有七名成员，每名成员都由美国总统提名，并由美国参议院任命。理事的完整任期为 14 年。每一两年开始一次任期，理事履职任期结束后不会被重新任命。任期内履职未到期的理事可能连任。美联储的主席和副主席由总统在理事中指定，并由参议院确认。主席和副主席的每一任期为四年，并且可能连任直到其作为理事的任期结束。

2. 货币监理署

货币监理署特许、管理和监督所有国有银行和联邦储蓄协会以及外国银行的联邦分支机构。货币监理署有权：检查以上机构；批准或否决关于新的特许、分支机构、资本或其他公司或者银行结构变化方面的申请；对违反法律法规或涉及不良行为的单位采取监管措施；撤职高级管理人员；就改变银行业行为的协议进行商讨；颁布禁止令和民事罚款；发布规则、条例、法律解释以及关于投资、贷款和其他业务的公司决议。

货币监理署成立于 1863 年，是美国财政部下的独立机构。经参议院建议和批准，总统任命

货币监理署署长领导该机构，任期 5 年。署长同时也是联邦存款保险公司的理事。货币监理署不会接收来自于美国国会的拨款。货币监理署的运营经费主要由国有银行和联邦储蓄协会进行评估。国有银行和联邦储蓄协会为货币监管署接受的审查和货币监理署对其企业申请的处理支付相关费用。

3. 联邦存款保险公司

联邦存款保险公司主要承担以下职责。第一，它是美国所有投保的存款机构的存款承保人，总共承保约 9 万亿美元存款。作为该项职责的一部分，联邦存款保险公司会审查和批准新机构关于存款保险的申请，以及投保的存款机构的其他申请，不受特许当局的任何影响。第二，联邦存款保险公司是非美联储成员的州立银行和储蓄机构的主要联邦监管机关。第三，联邦存款保险公司是其余被保险银行和储蓄机构的协助监管机关。最后，联邦存款保险公司通常被任命为已破产投保的存款机构的接管人或管理人，以及在某些系统重要性的金融机构破产时担任接管人，如下文讨论。

2010 年，《多德-法兰克法案》扩大了联邦存款保险公司的法定监管职责，监管对象从投保的存款机构扩大到资产超过 500 亿美元的银行控股公司以及被金融稳定监管委员会（FSOC）指定为具有系统重要性的非银行类的金融机构。该法案指定美联储为以上公司的主要联合监管机关，并授权联邦存款保险公司和美联储审查和评估这些公司在财务危机发生时，是否可以依照美国破产法快速有序地提出解决方案。

当某个投保的存款机构破产时，联邦存款保险公司通常会被任命为该投保的存款机构的接管人或管理人。在这项职责中，其需要通过破产管理资产的处置和破产管理求偿权的追索以最大程度上有效地回收财产。根据《多德-法兰克法案》第 2 章，联邦存款保险公司也可能被要求解决大型的、系统重要性的金融机构的破产。如果没有可行的非 GSE 私营部门的替代方案以阻止公司违约，以及如果通过破产程序的决议将对美国金融稳定产生重大不利影响，那么该法案第 2 章旨在为将已破产或濒临破产的金融机构纳入联邦存款保险公司的破产管理程序提供后备法律支持。

联邦存款保险公司是由国会在 1933 年成立的独立政府机构。联邦存款保险公司由一个 5 人组成的董事会进行管理，全部由总统经参议院建议和批准后进行任命，来自同一政党的董事不得超过 3 人。联邦存款保险公司的经费来源于银行为限额存款保险支付的保费及投资美国国债的收益。

4. 美国证券交易委员会

美国证券交易委员会是首要的联邦证券监管机关，其主要职责是保护投资者，维持公平、有序、高效的市场环境，并促进资本市场的形成。美国证券交易委员会的职责包括：联邦证券法律的诠释和实施；新规则的颁布及既有规则的修订；针对证券公司、经纪商、投资咨询和评级机构的监督检查；针对证券、会计和审计领域的私人监管组织的监督；以及就美国的证券法规与联邦、各州和外国机构的协调沟通。

美国证券交易委员会有 5 个部门：（1）交易与市场部；（2）公司融资部；（3）投资管理部；（4）执法部；（5）经济和风险分析部。交易与市场部负责证券市场主要参与者的日常监管，即：证券交易所；证券公司；自律监管机构，包括金融业监管局、市政证券规则制定委员会以及协助促进交易结算的结算机构；过户代理机构（保管证券持有人记录的机构）；以及证券信息处理机构。公司融资部协助美国证券交易委员会对公司向公众投资者的重要信息披露进行监管。投资管理部协助美国证券交易委员会对投资管理行业进行监管和规范以保护投资者。执法部通过以下几个方面来协助美国证券交易委员会履行执法功能：建议开始调查证券违法行为的时间；在联邦法院提起民事诉讼或向行政法官提起行政诉讼；以及代表美国证券交易委员会起诉相关案件。经济和风险分析部通过将稳健的经济分析和严谨的数据分析融入美国证券交易委员会的工作中来协助保护投资者。

美国证券交易委员会由国会在 1934 年成立，由总统经参议院建议和批准后任命的 5 名委员构成。委员的任期为 5 年并且交错安排，从而使每年都有 1 名委员任期截止。属于同一政党的委员不得超过 3 人。主席同样也由总统指定 1 名委员担任。美国证券交易委员会通常由国会拨款资助。

5. 商品期货交易委员会

商品期货交易委员会（CFTC）旨在培育一个开放、透明、富有竞争力和财务健康的市场以避免系统性风险，保护市场使用者及其资金、消费者和公众免于欺诈、市场操纵，以及与衍生品和其他受《商品交易法案》（CEA）规制的产品相关的滥用交易行为的侵害。¹³⁷在《商品交易法案》下，商品期货交易委员会有权通过立法程序颁布新的规则及修订既有规则。为达成这一使命和提升市场诚信，商品期货交易委员会对衍生品市场的各种滥用行为进行监管并致力于确保客户资金的安全。此外，商品期货交易委员会致力于降低期货和掉期交易市场对经济和公众

¹³⁷ 《美国法典》第 7 卷第一节以及下列。

造成的风险。为履行这些职责，商品期货交易委员会监管指定合约市场、掉期交易设施、衍生品结算机构、掉期交易数据储存机构、掉期交易商、期货经纪商、商品基金经理和其他中介机构。

商品期货交易委员会包括四个部门：(1) 结算和风险部；(2) 执法部；(3) 市场监管部 (DMO)；(4) 掉期交易商和中介机构监管部 (DSIO)。结算和风险部对衍生品结算机构 (DCOs) 及其他结算程序中的市场参与者进行监管，包括期货经纪商、掉期交易商、主要掉期参与者和大型交易商。其监控期货、期权和衍生品结算机构掉期交易的结算，评估衍生品结算机构是否遵守商品期货交易委员会规定的合规情况以及进行风险评估和监测。执法部负责对涉嫌违反《商品交易法案》和商品期货交易委员会规定的行为进行调查和起诉。潜在的违法行为包括欺诈、市场操纵，和其他威胁到市场诚信、市场参与者和大众的商品衍生品及掉期交易行为的滥用。市场监管部对交易执行设施和数据存管机构进行监管，实施监测，审查新的交易申请以及检查现有交易以确保其遵守所适用的核心原则。市场监管部同样也会评估新产品以确保其不易引发市场操纵以及审查交易所备案的规则以确保其遵守核心原则。掉期交易商和中介机构监管部监管中介机构和期货业自律监管组织的合规和登记情况，包括美国衍生品交易所和国家期货业协会。根据《多德-弗兰克法案》，掉期交易商和中介机构监管部也负责制定关于注册登记、商业行为标准、资本充足率、掉期交易商和主要掉期参与者保证金要求的规章条例，并对其是否合规进行监管。

商品期货交易委员会由国会在 1974 年成立。商品期货交易委员会由总统经参议院建议和批准后任命的 5 名委员构成。每位委员的任期为 5 年并且交错安排。主席由总统经参议院同意后指定 1 名委员担任。任何时候来自同一政党的委员不得超过 3 人。商品期货交易委员会通常由国会拨款资助。

6. 金融消费者保护局

金融消费者保护局 (CFPB) 为《多德-弗兰克法案》第 10 章于 2010 年设立。为在联邦政府设立 1 所单一的消费者金融保护机构，《多德-弗兰克法案》合并了很多过去由 7 所联邦机构共享的消费者金融保护职权，并且赋予了金融消费者保护局额外的权力：(1) 有关联邦消费者金融法律规则的制定、监督和执行；(2) 处理消费者申诉和质询；(3) 促进金融教育；(4) 研究消费者行为；(5) 监测金融市场对消费者的风险。特别地，金融消费者保护局拥有对消费金融产品，大型银行服务（例如资产超过 100 亿美元的银行）和某些非存款机构及其各自的关联公司进行监督、检查和执法的权力。纳入金融消费者保护局监管和检查职权范围内的非存款机构

包括住房抵押贷款机构和服务提供商，发薪日贷款机构，私人助学贷款原始权益人和汽车融资、个人征信、商账追收和助学贷款服务市场的大型参与者。此外，金融消费者保护局拥有对一系列联邦消费者金融保护法律的立法权和解释权。金融消费者保护局有广泛的执法权，并与其他联邦和州消费者保护机构紧密合作。

虽然金融消费者保护局在美联储系统内运行，并且主要由美联储资助，但其作为独立机构运转而不受美联储的直接监督和干涉。局长由总统经参议院建议和批准后任命，任期 5 年。同时，局长也是联邦存款保险公司的董事之一。

B. 关于危机的案例分析：资产证券化在其中的角色

无论应得与否，很多评论员，甚至公众当中的大多数人，都相信是资产证券化引发了那场自 2007 年持续至 2009 年，影响全球绝大多数金融市场的信贷危机，其影响之深远至今仍未消除。当然通常情况下，成因往往比普通认知要复杂得多，并且我们很难准确认识到其中的真正成因及其影响。但毫无疑问，资产证券化，或者更准确的说是资产证券化的实践方式，在激化这场危机中扮演了重要角色。¹³⁸监管机构可能会就该行业应该受到多大程度的处罚而展开辩论，但即使是他们也普遍认识到资产证券化需要的是完善而不是摒弃。因为如果运用得当，资产证券化将成为所谓的“实体经济¹³⁹”进行融资的重要手段。

信贷危机的罪魁祸首往往被认为是非政府信用支持和 GSE 债券市场上的劣后级和次级住房抵押贷款支持证券，及那些以住房抵押贷款支持证券为基础资产的担保债务凭证（CDO）。一些辩论质疑政府是否通过国会对 GSE 制定的目标，实际放宽了劣后级债承销标准，从而扩大适合申请抵押贷款的人口基数以达到其硬性指标。无论劣后级债承销标准的降低是因为政府目标还是非政府信用支持产品的过度发行，亦或是二者皆有，从中得到的教训就是为了达成社会性，或一味地追求盈利性目的而去调整承销标准是不明智的。如果标准降得太低，实质上会降低中低收入借款人获取信贷的可能性。设立合适的标准，与其说是一门科学，不如说是一门艺术。从长远来看，设立硬性指标并不能够增加贷款渠道，其通常没有考虑到达成此目标所需相应的承销质量。

如今人们普遍接受了这样的观点：即使承销标准变得很糟糕，如果不是全球范围内的金融

138 Jason Kravitt, 《资产证券化：发生了什么；是否值得拯救；我们的改革是否正确；它向何处去？》，信贷市场与次贷困局，第 57 页，（Daniel T. Brown & Jon D. Van Gorp, 2009 年 10 月）（下称 Kravitt, 《发生了什么》）。

139 参阅上文第一章 B 节与第三章 A 节，以及下文第二部分，关于相关问题的讨论。

系统被过度杠杆化，金融机构承担的后续损失¹⁴⁰也不会如此严重。几年前“科技泡沫”造成的损失巨大，但也远不及金融机构的混乱程度。这是因为科技股的投资大多没有资产证券化的参与，而金融机构对次级和次优级住房抵押贷款支持证券的投资都以高杠杆的方式进行¹⁴¹。投资失败或即将失败的一级交易商们，无一例外，都曾经采用高杠杆的方式进行投资（贝尔斯登杠杆最大，雷曼兄弟次之）。¹⁴²

从信贷危机中学到的另一课是，资产证券化产品之间，甚者资产证券化和金融市场间都是高度关联的。¹⁴³市场应该把这种关联性纳入规则制定中，以降低其影响。这种市场的相互关联性一部分源自市场互联互通的不断增长。而关联性与这种互联互通也导致了一个典型的“多米诺效应”。随着住房抵押贷款支持证券的违约情况越发严重，投资此证券的SPE和其他实体开始承受损失，进而引发实体经济金融机构，包括银行、房产抵押融资公司等，的投资价值损失。美国的《通用会计准则》在很多情况下要求按市价计值投资，而该准则使情况更加恶化。其未考虑到在已遭受损失的情况下，很多投资者仍然愿意继续持有这些低质量证券。因为盯市制度迫使很多SPE或者金融机构记录账面损失，并使其被迫依照根据特定的合同条款出售其投资，而过多的证券涌入市场将导致证券价格的进一步下跌，所有证券面临进一步贬值的风险。按照市价计值准则，证券帐面价值进一步下降，迫使更多的证券被出售，如此循环。因而，金融市场陷入了一场教科书式的恶性循环¹⁴⁴。为了在这个重要的会计问题上更明确：如果投资者能够以其预期价值或最终可实现价值的方式记录资产，整个金融体系中上百亿的资产净值就不至于被侵蚀掉。财务会计准则委员会和美国《通用会计准则》在系统性的去杠杆化演变成全球混乱的过程中扮演的角色，并没有被立法监管机构修正。

同样地，就金融危机产生原因的讨论还有很多，但其目的在于监管者认为他们需要进一步规范资产证券化以降低此前资产证券化的实践方式带来的潜在风险。这包括改进信息披露机制使整个过程完全透明，或至少在可行范围内尽可能透明；进一步整合SPE，以改进关于SPE对其赞助人的内部固有风险的信息披露，同时要求SPE通过一定程度的资产净值来支撑风险；在可行性范围内促进文件材料和程序的规范化；进一步完善尽职调查流程；改革评级机构；增加权益资本，降低杠杆率和流动性比率；一方面协调原始权益人和发行人之间的利益，另一方面协

140 Kravitt, 《发生了什么？》，第五十九页。

141 参阅《金融危机反思》，第 139 页，（Alan S. Blinder, Andrew W. Loh, & Robert M. Solow, 2012 年）。

142 参阅 Kravitt, 《发生了什么？》，第 59 页。

143 参阅 Kravitt, 《发生了什么？》，第 57 至第 59 页。

144 参阅 Kravitt, 《发生了什么？》，第 63 至第 67 页。

调其与投资者之间的利益。当然，利益协调不可能达到百分之百的平衡，发生的偏差程度及带来的损失也富有争议，“发起-分销模式”（originate-to-distribute）的概念被认为是引发危机的主要成因之一，因此通过结构化进行利益协调以消除上述模式受到了监管层和立法层的大力支持。

下述章节将分析为完成上述改进而采用或提出的规章条例。

C. 监管对策

1. 《财务会计准则》 第 166 条与第 167 条

美国《通用会计准则》下，《财务会计准则》第166条¹⁴⁵与第167条¹⁴⁶就资产证券化是在发起人资产负债表表内还是表外处理做出了规定。在这些规则中，资产证券化的表外化处理包含2个重要步骤，即：（1）《财务会计准则》第167条防止发行人与发起人的财务报表合并；（2）《财务会计准则》第166条确保发起人对发行人进行会计销售。

a. 《财务会计准则》第 167 条

《财务会计准则》第167条条款就存入机构和发行人作为可变利益实体是否必须与发起人进行财务报表合并做出了规定¹⁴⁷。如果存入机构和发行人必须与发起人合并，即使相关的资产证券化交易符合《财务会计准则》第166条的会计销售要求，出于财务目的，这些交易不会成为表外交易。

在典型的资产证券化中，因为存入机构由发起人全资拥有且发起人有权对存入机构的重大活动进行指示，出于财务目的，存入机构会与发起人合并。因此，《财务会计准则》第167条款下最重要的问题在于发行人是否必须为了财务目的而与发起人合并。

《财务会计准则》第167条款下，可变利益实体的首要受益人必须合并该可变利益实体的100%的资产和负债。可变利益实体的首要受益人（若存在）是一个在财务上对可变利益实体有控制权的实体。可变利益实体不能有一个以上的首要受益人。一个在可变利益实体中有财务控制权的实体，如果满足下列三个条件，就是可变利益实体的首要受益人：

1. 该实体在可变利益实体里享有“可变利益”；
2. 该实体有权指示对可变利益实体的经济业绩有重大影响的活动；和

145 参阅《会计准则汇编 860-10-40》。

146 参阅《会计准则汇编 810-10》。

147 关于更详细的可变利益实体适用于资产证券化的财务报表合并和会计出售讨论，参阅上文第2章C.2节。

3. 该实体有义务承担可变利益实体潜在的重大损失或有权利从可变利益实体潜在的重大利益中获益。

b. 《财务会计准则》第 166 条

《财务会计准则》第167条中防止发行人被发起人合并只是资产证券化交易取得资产负债表外化处理的第一步。另一要求是在《财务会计准则》第166条款下，发起人对发行人的会计销售。

为促成会计销售，发起人必须将基础资产的控制权移交给发行人，以交换获得现金或其他收益权。几乎每一次资产证券化中，发起人都会通过基础资产的转移交换收取现金或其他收益。因此，达成《财务会计准则》第166条款下会计销售的核心要求是发起人必须把基础资产的控制权移交给发行人。这就意味着发起人必须移交财产的控制权（不仅是法律意义上的控制权，还包括实际及有效控制权）。

c. 结果

美国财务会计准则委员会采用《财务会计准则》第166条与第167条的结果是现在大多数资产证券化对发起人属于资产负债表表内交易，而在此之前大多数资产证券化对于发起人属于资产负债表表外交易。

2. 联邦存款保险公司的安全港条例

2010年9月27日，联邦存款保险公司针对于资产证券化的破产清算或投保的存款机构（银行）的破产清算和接管中如何处理资产证券化一事出台了新的安全港条例。¹⁴⁸ 新的安全港条例替代了此前因美国《通用会计准则》的修改而大部分不再适用的安全港条例。

在2000年采用原有条例时，联邦存款保险公司阐明了它作为管理人或接收人否认或拒绝履行投保的存款机构与证券化或者资产分割有关的转移金融资产的合同的法定权限。原条例规定了联邦存款保险公司作为管理人或者接收人，不得使用其法定权限来否认或拒付上述合同以求对进入破产管理的任何投保的存款机构因证券化或资产分割形式转移的金融资产做回收，挽回或重新定性。前提是这些转移满足美国《通用会计准则》项下销售的会计处理方式（除非该要求已被联邦存款保险公司自身的安全港条例“修改”）。

《财务会计准则》第166条和第167条下的销售与合并的会计准则使投保的存款机构们想要在原规则下获取豁免更加困难。因而联邦存款保险公司采用新的安全港条例来修正这一困难，

148 参阅《美国联邦法规》第 12 卷，第 360 节，第 6 项。

同时也是为了修正资产证券化自金融危机后出现的不足。

新规则下安全港条例的适用性以满足一些条件为前提假设，包括针对资产支持证券发行文件广泛的信息披露要求。其中一些更为重要的特征如下：

- 联邦存款保险公司承保的银行发行的资产支持证券要求5%的信用风险自留。当《多德-弗兰克法案》要求的机构间信用风险自留规则生效时，这项要求将自动被取代。¹⁴⁹
- 2010年12月31日以后银行发起的资产支持证券交易需实行《Reg AB》形式的信息披露和汇报机制，除非该交易由适用无溯及力原则的现有综合信托发行。
- 2010年12月31日后完成的由银行发起的住房抵押贷款支持证券交易，包括下列重要的额外要求：资本结构的限制，即最多不超过六个信用级别以及没有资产池级的外部增信；关于资产服务机构的权力和激励机制的强制性条例；对评级机构基于绩效的延期补偿；除5%的信用风险自留外，还需为不合格的应收账款回购准备5%的准备金账户；以及就标的贷款合规性的第三方评估。

新的安全港条例增加了重要条件以使那些适用溯及力原则的资产证券化才能从安全港条例中获益。联邦存款保险公司认识到资产证券化作为银行流动性来源的重要性，但同时也认为资产证券化在近期的信用与市场危机的形成中扮演了重要角色。因此，在联邦存款保险公司通过对其拒绝履行投保的存款机构的法定权限提供安全港条例的否认、规避与自动中止以继续帮助促进银行资产证券化发展的同时，也试图通过新的安全港条例重塑资产证券化市场。

美国财务会计准则委员会的新《销售与 SPE 合并规则》于 2009 年 6 月开始采用，因此在某种程度上不仅可以将其看作对金融危机所做出的回应，还可以作为以引导 SPE 从表外转换为表内的资产负债表信息披露为目的¹⁵⁰的尝试。然而新规定事实上最重要的方面不在于资产负债表的信息披露。新规定最突出的方面是于美国联邦银行监管者通过对银行采用新的基于风险的资本规则，使得这些资本足以和合并后 SPE 的风险相匹配。因此，为信息披露设计的规则——《会计准则》——被做为资本准则的基准来使用，但此基准应当基于风险，而不是基于信息披露。

3. 《Reg AB II》

2014年8月27日起，美国证券交易委员会开始实施修改后的《Reg AB》最终规则，即现在

¹⁴⁹ 对于住房抵押贷款支持证券交易，信贷风险自留规则于 2015 年 12 月 24 日生效。对于其他种类的资产支持证券，信贷风险自留规则于 2016 年 12 月 24 日生效。

¹⁵⁰ 参阅下文第 8 章 C.5 节。

的《Reg AB II》¹⁵¹。《Reg AB II》针对2015年11月末后的注册有效的资产支持证券交易采用了新的规则、表格及披露形式。¹⁵²《Reg AB II》引入了诸多会影响市场销售流程、交易条款、披露要求、注册程序及注册交易定期汇报要求的相关规定的改变，但其不适用于注册豁免的资产支持证券的销售（例如根据“144A条例”，“D规则”或“S规则”进行的发行）。《Reg AB II》的四个最主要部分是：（1）修改有关“资产支持证券”的定义；（2）针对上架登记新的适用条件；（3）特定资产类别的资产层面资料披露及相关信息保密问题；（4）其他新发行说明书相关披露要求。

修改有关“资产支持证券”的定义。《Reg AB II》对资产支持证券的定义进行了修改。资产池在发行时尚未得到充分构建但可能已经具备将其资产证券化处理的条件，原有定义下投资者无法取得有关该资产池的充分信息，为此美国证券交易委员会对相关规定进行了修改。美国证券交易委员会尤其关注该资产池是否为真实可变现的明确资产池。为此，美国证券交易委员会降低了资产支持证券所需的预先集资限制，即从发行收入的50%降至25%，针对综合信托，则从总体资产池本金余额的50%降至25%。

针对搁置注册新的适用条件。《Reg AB II》针对通过使用《Form SF-3》注册资产支持证券以在美国公开发行的注册人，制定了一批新的注册人和交易适用要求，包括：

- 存入机构的首席执行官需提供就发行说明书中的证券化基础资产的披露和在每次下架发行最终发行说明书时对资产证券化结构提供证明；¹⁵³
- 交易文件条款中包括：（1）如已触发不良资产测试条件且投资者要求相关审查，则应由资产陈述审查者审查相关不良资产是否符合相关陈述与保证；（2）针对180天后仍未解决的回购要求争议确立争议解决程序；（3）促进投资者之间的沟通交流。
- 关于及时提交《交易法》报告和《Form SF-3》所要求的交易文件（包括年度合规检查）的注册人要求；

特定资产类别的资产层面资料披露。《Reg AB II》针对以住宅抵押贷款、商业抵押贷款、汽车贷款、汽车租赁、债务证券、再证券化为基础的资产支持证券，要求资产层面的信息披露。美国证券交易委员会尚未针对其他资产类资产支持证券要求资产层面的披露，但是其声

¹⁵¹ 参阅《联邦监管规定》第79卷第184页（2014年9月24日）。

¹⁵² 对于《Reg AB》的详细讨论，参阅上文第2章F.4节。

¹⁵³ 此外，相关官员必须保证有合理依据支持得出证券化结构可以生成预期现金流，以便按时足额支付资产支持证券应付款项的结论。

称将会进一步考虑此类披露是否利于投资者。

针对上述相关资产类别，发行人应以标准化XML机读格式提供相关披露信息，使其通过EDGAR在《Form ABS-EE》上归档并公开查阅。发行人应当在发行说明书初稿和终稿中提供相关信息，并在资产支持证券交易存续期间在交易法项下定期报告中持续更新相关信息。

美国证券交易委员会声明其要求标准化资产层面披露的目的在于允许投资者更便捷的对比和分析特定资产池下的资产层面的信息，并将其与近期发行的类似的资产支持证券进行比较。美国证券交易委员会声明的目标是为了缓和投资者之前因无法获得对资产支持证券项下资产的必要信息从而无法考虑和了解相关风险而引发的问题，并提供相关信息以便追踪资产支持证券的发行表现。

其他新发行说明书相关披露要求。《Reg AB II》还包括如下关于注册发行的说明书的其他披露要求：(1)针对特定交易主体的进一步披露要求；(2)在发行说明书中的摘要部分突出所发行资产支持证券的主要特点的要求；(3)针对服务商对基础资产变更的更详细的披露要求；(4)静态资产池信息披露要求的修改，以增加静态资产池信息的明确性、透明性、可对比性；以及(5)取消依赖于信用级别的特定披露要求。

4. 风险自留

2014年10月22日，货币监理署、美联储、联邦存款保险公司、美国证券交易委员会、联邦住房融资机构及住房和城市发展部联合颁布了最终版《风险自留规则》以执行《交易法》第15章G节有关信用风险的相关要求。¹⁵⁴风险自留规则主要规定了资产支持证券交易的发起人至少留存支持该证券的资产的5%信用风险。住房抵押贷款支持证券交易适用该规则的时间为2015年12月24日，所有其他类型的资产支持证券交易适用日期为2016年12月24日。

一般来讲，证券化交易的发起人必须按照下述三种标准风险留存方式之一留存证券化资产信用风险的5%（以交易交割日的数据确定）：(1)符合条件的水平残值（eligible horizontal residual interest (EHRI)）；(2)符合条件的垂直值（eligible vertical interest）；(3)前述两种方式的混合。发起人可以下述方案代替EHRI留存方式，即设立一个符合条件的水平现金储备账户，金额相当于EHRI部分或全部的公允价值。此外，针对特定资产类别，主要的特殊替代方案如下：

- 对于住房抵押贷款支持证券，《风险留存规则》允许符合特定条件的合格住房抵

¹⁵⁴ 参阅《联邦监管规定》，第 79 卷第 602 页 (2014 年 12 月 24 日)。

押贷款（QRM）证券化豁免风险自留。满足下述条件的合格住房抵押贷款后可适用豁免：（1）作为资产支持证券抵押品的资产全部是合格住房抵押贷款或服务业务权益类资产；（2）资产支持证券的抵押资产中没有资产支持证券；（3）交易交割时，所有作为资产支持证券抵押品的合格住房抵押贷款均未逾期超过30天；并且（4）存入机构已认证其内部监管控制的有效性。

- 对于CMBS，《风险自留规则》提供B-级块选项，即在一个或两个第三方购买了EHRI（即 B-级块）时视为发起人已满足其风险留存要求。此选项需要满足的条件之一是为交易指定经营顾问。经营顾问代表所有CMBS持有者的利益，并有权建议辞退特殊服务商。

- 《风险自留规则》项下，要求CLO管理人满足标准风险自留要求，除非CLO基础资产只由适格贷款层级的CLO组成，且满足“主牵头行”选项的其他要求。无需CLO管理人履行风险留存义务，然而此选项下只需满足在贷款抵押证券所投资的贷款项目中牵头行的风险留存要求即可。¹⁵⁵

- 《风险自留规则》只针对循环池结构的资产证券化的发起人提供了另外的风险自留模式。该规则将循环池结构的资产证券化定义为在多个发行日期发行多系列、类别、次分类或资产支持证券份额而设立的，且该资产支持证券以随时间改变构成的证券化资产池作为抵押，并且不会将其证券化资产中额外的利益和费用变现的发行方。¹⁵⁶在交易交割日且在一个固定周期（不少于月付）中，直至发起人无剩余利益或利益持有人不是其全资子公司，如果发起人或其的全资子公司持有至少5%的剩余未偿付本金，则该循环池的发起人满足风险自留需求。通过多数控股的关联公司留存风险这一适用于其他资产类型（如贷款抵押债券）的方式，不适用于循环池结构资产证券化。

- 对于资产抵押商业票据（ABCP）通道，若SPE发起人通过标准风险自留选项或者循环池证券化选项对持有基础资产的信用风险保留一定的自留利益，且该自留利益被导管公司所获得，则可认为信用风险自留机制允许该类合格的ABCP导管公司的发起人符合风险自留规定。在《信用风险自留规则》下，ABCP通道的发起人无需以ABCP通道模式留存风险，而选择使用标准风险自留模式之一来满足其风险留存义务。“适格ABCP渠道”定义的要求之一是ABCP渠道的抵押品只能是以下类别之一：首发取得的资产支持证券权

¹⁵⁵ 但实践中，此模式很难实现，因为绝大多数牵头行不愿意承担此类风险。

¹⁵⁶ 参阅《Regulation RR》第5F节第5条a项。

益抵押，且此资产支持证券权益全部源自原始权益人—卖方发起资产抵押的；

SUBIs¹⁵⁷；由原始权益人—卖方取得的类似资产支持证券权益；全部由原始权益人—卖方发起的资产抵押的源自循环池结构资产证券化的资产支持证券权益。

如果相关资产证券化交易存在一个以上发起人，风险自留规则要求至少一个发起人（或其控股或全资的关联公司，如适用）遵守5%风险自留要求。¹⁵⁸ 该规则不认可代表性抽样留存风险方式为有效的风险自留方式（而在审议制定本规则时，代表性抽样曾作为联邦存款保险公司安全港条例针对银行发起的资产证券化允许的两种风险自留模式之一），同样不被认可的包括参与者权益、未备资金的信用支持、相关单据和超额抵押。

5. 资本和流动性规则

a. 资本规则

各家美国银行监管机构，即美联储、货币监理署、联邦存款保险公司（合称为，“监管机构”），联合颁布了一项针对美国境内银行机构的《巴塞尔协议3》资本框架规范¹⁵⁹的《最终规则》¹⁶⁰（就联邦存款保险公司而言，仍为暂行最终规则）。¹⁶¹《最终规则》反映出资产证券化框架仍在不断完善的过程中，巴塞尔银行监督委员会正在进行中的工作安排和其他活动可能会对证券化框架有潜在的巨大影响，监管机构就此影响以及《最终规则》实施所带来的其他结果保持持续监管。

与《巴塞尔协议2》¹⁶²项下美国银行采用的进阶资产证券化方式一致，《最终规则》更新了资产证券化框架的术语，包括将证券化风险敞口的定义扩大到覆盖更广泛的类似风险特性的风险敞口范围。此外，如在2012年6月《裁决通知书》中所建议的，《最终规则》就证券化风险敞口实行了新的尽职调查和相关运营要求。

¹⁵⁷ Special Unit of Beneficial Interest，收益权特别单位，相当于我国的信托单位 - 译者注。

¹⁵⁸ 参阅《Regulation RR》第5F节第3条b项。

¹⁵⁹ 我们假设本文读者对于《巴塞尔协议3》框架基本熟悉。更多详细信息参阅 <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?ql=1>。

¹⁶⁰ 《最终规则》及 FDIC 暂行最终规则实质上类似，参阅 <http://www.federalreserve.gov/bcreg20130702a.pdf> (美国联邦储备委员会)；<http://occ.gov/news-issuances/news-releases/2013/2013-110a.pdf> (货币监理署)；以及 <http://fdic.gov/news/board/2013/2013-07-09noticedisares.pdf> (FDIC)。

¹⁶¹ 《最终规则》的相关法律更新参阅 <http://www.mayerbrown.com/Bank-Regulators-Approve-Final-Rule-to-Implement-Basel-III-Capital-Requirements-in-the-United-States-07-15-2013/>。

¹⁶² 《联邦监管规定》第72卷第288页(2007年12月10日)。

(1) 未提及巴塞尔银行监督委员会 “第 236 号咨询文件”

奇怪的是,《最终规则》并未提及巴塞尔银行监督委员会中2012年12月的咨询文件¹⁶³,该文件提出对于《巴塞尔协议3》资产证券化框架的额外修改建议。基于“监管公式方法”的“修正的监管公式方法”,此次修改建议包括针对框架整体引入新的到期特征。业内评论对此提案有以下质疑:新的到期因素造成对资本金的要求显著增长,投资方银行最可能使用的各项方案的风险敏感性相对有限,众多替代方案下银行所需资本的要求缺乏一致性。与未提及巴塞尔银行监督委员会“第236号咨询文件”形成鲜明对比的是,《最终规则》大篇幅引用了当时巴塞尔银行监督委员会在其他方面的工作流,包括中央交易对手风险敞口、场外交易衍生工具风险敞口,且特别批注了当其他工作项结束时,《最终规则》很可能做相应调整。

(2) 证券化及证券化风险敞口的定义

与2012年6月《裁决通知书》和美国《巴塞尔协议2》保持一致,《最终规则》将“证券化风险敞口”定义为由传统型资产证券化或合成型资产证券化(包括再证券化)引发的表内或表外信用风险敞口(包括增信陈述和保证),或者直接或间接基于其他证券化风险敞口的风险敞口。监管机构驳回了认为提案所定义的风险敞口范围过广的反对意见,此类反对意见认为风险敞口应限于一个池资产所相关的信用风险分级的敞口范围。监管机构认为,《最终规则》项下不论是将风险敞口定为证券化风险敞口(或再证券化风险敞口)还是对证券化风险敞口基于风险性的资本要求的计算,均以交易的经济实质为导向而非其法律形式。考虑到信用风险分级,证券化风险敞口可能包括:资产支持证券和房地产抵押贷款支持证券、贷款、信用额度、流动资金工具、融资保证备用信用证、信贷衍生产品和保证、贷款服务权益类资产、服务者现金垫支融通、准备金账户、增信陈述与保证、以及增信仅付利息债券。证券化风险敞口还包括保留层级的所售资产。

(3) 传统定义上的证券化

《最终规则》基本上沿用了2012年6月《裁决通知书》(以及相应的美国《巴塞尔协议2》)中有关传统资产证券化的定义,即要求一个或多个标的风险敞口的信用风险转移到一个或多个第三方(需以信用衍生工具或担保以外方式转让),将标的风险敞口的信用风险分为至

¹⁶³ 巴塞尔银行监管委员会,《巴塞尔资产证券化框架-咨询文件》(2012年12月)第8页,参阅<http://www.bis.org/publ/bcbs236.pdf>. 讨论此提案的相关法律更新参阅<http://www.mayerbrown.com/revisions-basel-framework/>。

少两级以区分不同的优先次序。《最终规则》还包括其他特定条件，如要求全部或绝大部分风险敞口应为财务风险敞口。

然而，《最终规则》也排除了一些资产证券化框架中特定风险敞口。具体而言，尽管金融资产相关的信用风险敞口分级往往意味着资产证券化，监管机构发现资产证券化框架并不适用于工商业公司或非金融资产的信用风险敞口分级。例如，《最终规则》明确规定，用于向大型项目或产品建设或收购提供融资的专业贷款不计为证券化风险敞口，原因是此类贷款的抵押资产（多为融资项下的项目设施或产品）的非金融性。

(4) 对一般盈利企业的排除规则

《最终规则》保留了 2012 年 6 月《裁决通知书》关于排除一般运营公司作为传统证券化的提案（该禁止规则现已写入美国《巴塞尔协议 2》中），即便这些企业的绝大部分资产是金融资产。一般运营公司通常是指通过和客户进行交易获取盈利的企业，并且其主要从事除投资、再投资、控股和金融资产交易以外的产品生产或服务提供业务。因此，该种一般运营公司的产权投资通常将被计为产权风险敞口。在《最终规则》条款条款下，银行机构类的运营公司并不满足传统证券化的定义。然而主营业务通常不是除投资、再投资、控股、金融资产交易之外的产品生产或服务提供的投资公司并不一定符合一般运营公司的定义，但也不一定排除在传统资产证券化的范围之外。

尽管有些评论指出需要扩大对传统资产证券化投资公司的排除范围，但《最终规则》只对部分养老基金提出了排除的提案。《最终规则》也为银行机构的首席联邦监管人保留了将部分交易排除在传统资产证券化范围之外的自由量裁权。这些交易的基础资产风险敞口为投资公司所有，并且这些投资公司对其本身的规模以及资产、负债和表外风险敞口的构成拥有“基本上不受约束的控制权”。

在决定是否要将一家投资公司排除在证券化框架之外时，监管机构需要考虑多方面因素，包括评估交易的杠杆、风险概况和经济实质。此项监管排除给予了首席联邦监管人一定的自由裁量权，监管单位可以从那些灵活投资公司（如某些对冲基金和私募股权基金）中区分出证券化框架适用的结构性融资交易。在这项条例下，只有那些容易改变其资本结构的规模和构成以及其资产和表外风险敞口的规模和构成的投资公司才符合被排除在传统资产证券化定义之外的要求。监管机构认为债务担保凭证机构、结构性投资机构(SIV)，以及类似的交易结构不能拥有“基本上不受约束的控制权”。上述所指的交易结构，对资产组成的管理具有相当大的灵活性，

但对于资本结构存在较多限制。因此，此类交易仍将满足《最终规则》对于传统的证券化的定义。这些规定在很大程度上重复了6月的《裁决通知书》以及现有的美国《巴塞尔协议2》，因此并没有对其中出现的模糊点提供额外指导，包括对于对冲基金的各种风险敞口的处理问题。

(5) 一定范围的自由裁量权保留

在一些情况下，证券化风险敞口与非证券化风险敞口的界限难以明确。因此《最终规则》保留了首席联邦监管人酌情扩大证券化框架的权利，通过交易的经济实质来判定是否将其他交易放入证券化的框架中去。类似于将部分投资公司排除出传统的证券化的思路，监管机构将考虑具体交易的经济实质、杠杆、风险概况，以确保适当的风险资本处理方法。机构在评估交易的经济实质时将要考虑诸多因素，例如股权在整个结构中的占有量，整体杠杆率（包括表内外），股权投资者是否有赎回权利，以及劣后层级在不中断较优先层级合同规定的支付前提下吸收损失的能力。

(6) 定义合成证券化

正如提案和美国《巴塞尔协议2》提到的，合成证券化被定义为这样一种交易：（1）通过一个或多个信用衍生品或担保（而非通过只能将个人的零售风险敞口进行转移的担保），将全部或部分的一个或多个基础资产风险敞口的信用风险转让给一个或多个第三方。（2）与基础资产风险敞口相关的风险至少被划分为两个拥有不同优先级的层级。（3）证券化风险敞口的表现取决于基础资产风险敞口的表现；以及（4）绝大部分或全部的基础资产风险敞口是金融风险敞口，如贷款，承诺，信用衍生品，担保，应收账，资产支持证券，房地产抵押贷款支持证券，其他债务证券或股权证券。《最终规则》进一步说明，通过信用衍生品将部分风险留存（不仅仅是转移）的交易属于资产证券化框架的范畴。

(7) 再证券化

业界请求立法机构在“再证券化”定义中排除那些仅包含极小比例的其他证券化敞口的再证券化风险敞口（例如，贷款抵押债券的交易池中最多5%的投资组合包含了结构化证券）或者对其仅按比例处理。《最终规则》未采纳该请求而保留了2012年6月《裁决通知书》中提出的对于再证券化的定义。“再证券化”的定义是一种归结于再证券化产品的表内或表外风险敞口或者一种直接或间接涉及再证券化风险敞口的风险敞口。与《巴塞尔协议3》保持一致，《最终规则》也规定如果一个ABCP项目的风险敞口满足以下任一条件则不能算是再证券化风险敞口：

（1）整个项目的增信不满足再证券化风险敞口的定义要求；或者（2）项目的发起人为商业票据提供充分的流动性支持，因此这些商业票据的持有者的风险实际上来自于发起人的违约风险而不来自于基础资产的风险敞口。在《最终规则》中，特定资产池 ABCP 的流动性工具通常不被定义为再证券化风险敞口。因为当单个资产池本身包含未证券化风险敞口时，特定证券流动性工具代表了该单个资产池的层级（也即一个适用的金融风险敞口池）。

然而，《最终规则》阐明了两点有意义的规则：单一的风险敞口（如 re-REMIC）的重分层级并非再证券化；过手证券由于不对信用保护进行分层级故不属于证券化风险敞口。

(8) 证券化的尽职调查要求

和提案一致，《最终规则》要求银行机构对于证券化风险敞口要满足特定的尽职调查和其他操作要求。包括银行机构应该表现出对证券化风险暴露敞口将严重影响业绩表现这一特性有全面了解，以满足其首席联邦监管人的要求。银行机构的分析必须与风险敞口的复杂性以及与银行机构资本相关的风险敞口的重要性保持一致。在持续的基础上（时间间隔不长于一季度），银行机构必须根据《最终规则》的要求针对每个证券化风险敞口进行评估、审查和更新适当的分析。对于购买资产前证券化风险敞口特征的分析，以及此后周期性的证券化风险敞口特征的分析，都需要去考虑以下方面：

- 1、本质上会影响风险敞口表现的证券化结构性特征，例如：合约的现金流瀑布，现金流瀑布相关的触发条款，增信，流动性增级，市场价值触发指标，服务商的表现，交易特有的违约定义。
- 2、关于基础资产信用风险敞口表现的相关信息；例如：贷款中 30 天，60 天，和 90 天逾期未还款的比例，违约率，提前还款率，不附带赎回权的贷款，财产类型，占有率，平均信用评分或用以评判信用水平的其他指标，平均贷款与估值(LTV)比率，与基础资产风险敞口相关的行业和地域等多元化数据；
- 3、证券化的相关市场数据；例如：买卖价差，最近成交价和历史价格波动率，成交量，默认的市场评级，规模、深度、市场集中度；
- 4、对于再证券化风险敞口，基础证券化资产风险敞口的表现信息；例如：发行人名称，信用质量，标的证券化风险敞口的特征和表现。

未能满足这些尽职调查的要求会导致资产证券化风险敞口增加 1250%的风险加权。尽管监管机构拒绝了依据失败程度和频率给予更温和结果的请求，《最终规则》的序言表明监管机构在

一定情况下可以允许适当的灵活性，例如，在市场数据缺失（如国外风险敞口）或贷款层面的数据不可获得情况下（在这种情况下，监管机构会允许资产池层面的数据的使用）。

(9) 证券化操作要求

一般性要求。《最终规则》和提案以及美国《巴塞尔协议 2》协议对于相关操作要求保持了一致意见。银行机构将其自有或已购买资产的风险敞口转移给证券化 SPE 或其他与传统资产证券化有关联的第三方时，可以将基础资产风险敞口排除在风险加权资产的计算之外，而实现的前提是满足下列每个条件：

（1）风险敞口没有出现在根据通用会计准则（GAAP）下编制的银行机构的合并资产负债表中；

（2）银行机构已经将基础资产信用风险敞口相关的信用风险转移到一个或多个第三方；

（3）与证券化相关的所有清偿赎回均为合格的清偿赎回。

符合这些条件的发行银行机构必须持有风险资本，这些风险资本需能够抵御其保留的或获得的任何有关于资产证券化的信用风险。未能满足这些条件的发行银行机构必须持有风险资本来应对转移的基础资产风险敞口，就如同该银行机构并未进行过证券化且必须从其普通股一级 (CET1) 资本中扣除交易中获得的税后出售收益。

此外，和提案保持一致，在对于现有规则的改变方面，如果一个证券化包括一个或多个基础资产风险敞口，该风险敞口允许借款方在信用额度内改变提取金额并且包含提前摊还的条款时，发行银行机构必须持有风险资本来应对基础资产的风险敞口，就如同该银行机构并未进行过证券化且必须从其普通股一级 (CET1) 资本中扣除交易中获得的税后出售收益。

合成证券化的特殊要求。一般来说，《最终规则》下合成证券化的操作要求和传统的证券化的操作要求并无大的差异。然而，针对于合成证券化的操作需求更详细，以确保发行银行机构真实地将基础资产信用风险敞口的信用风险转移给了一个或多个第三方。在 2012 年 6 月《裁决通知书》中提到，只有“合成证券化”定义中每个条件都满足时，发行银行机构才能够在风险资本框架下使用信用风险缓和来对冲基础资产的风险敞口。然而，为了确保由分级担保和信用衍生品组成的合成证券化符合资产证券化框架的范围，《最终规则》将除了担保（或责任）必须为无条件的要求外的其他操作要求进行了修改以便更适用于认定担保和信用衍生品是否满足合格担保或合格的信用衍生品的所有的标准规定。因此，提供分级担保的担保或信用衍生品不会被排除在合成证券化操作要求之外。

如合成证券化产品未能满足这些业务操作要求，则已经购买了一个或多个风险敞口相关的分级信用保护的证券化产品的发行银行机构就无法针对相关的风险敞口采取资产证券化框架。相反地，银行机构必须持有风险资本来应对对基础资产的风险敞口，就如同该银行机构并未进行过合成证券化。在满足操作需求的前提下，通过购买信用保护而最终持有合成资产证券化产品的银行机构可能通过证券化框架来决定其风险敞口的风险资本要求。另外，银行机构可能会选择无视信贷保护和使用一般信用风险框架。即使在发行银行机构未能满足一个或多个合成证券化操作要求的情况下，以合成资产证券化形式提供分级信用保护或直接对合成证券化提供信用保护的银行机构必须使用证券化框架来计算风险资本是否符合合成证券化的风险敞口相关要求。

(10) 清偿赎回

与美国《巴塞尔协议 2》一致，为了满足证券化的操作要求，同时使得发行银行机构在风险资本要求的计算中排除基础资产风险敞口，《最终规则》要求任何与证券化有关的清偿赎回必须是一个合格的清偿赎回。对于传统的证券化过程来说，当基础资产风险敞口或剩余的证券化风险敞口的数量低于指定水平时，清偿赎回通常是通过原始权益人回购剩余的证券化风险敞口来完成的。对于衍生品构成的证券化，清偿赎回可以通过约定当基础资产风险敞口低于某一特定水平后，可以终止信用保护机制。

《最终规则》定义了一个合格清偿赎回是一个允许发行银行机构或服务商在到期日或赎回日期前赎回证券化风险敞口的合同条款。并且满足以下条件：（1）仅仅在发行银行机构或者服务商的自由裁量权内是可执行的；（2）既不是基于投资者逃避承担持有的证券化产品的损失而进行的结构化设计，也不是为了证券化产品的增信构建出来的（例如购买不履约标的风险敞口）；以及（3）（a）对于传统资产证券化，只有当 10%（证券化初期就确定了该比例）或更少的基础资产风险敞口或证券化风险敞口的本金留存时，才可以执行，（b）对于合成证券化来说，只有当标的风险敞口中 10%（证券化设计的最初就确定了该比例）或更少的参考投资组合的本金留存时才可以执行。

当证券化 SPE 被作为综合信托时，当未偿还的本金在特定的由综合信托发行的系列或层级中小于等于初始系列本金的 10%，与该系列或份额有关的清偿赎回即符合标准（3）中对于“合格清偿赎回”的定义。

(11) 风险加权资本的其他确定方式

与 2012 年 6 月《裁决通知书》一致,《最终规则》中向证券化风险敞口分配风险加权资本要求的框架规定银行业金融机构针对证券化风险敞口计算其风险加权资本时,应当使用简化的监管公式方法(SSFA)计算;不适用市场风险规则的标准化银行可以使用“总额计算法”,该方法与一般的风险基础资本计算规则相似。银行业金融机构应对所持的所有证券化风险敞口保持统一的计算方法。高级银行如果拥有必要数据支持(可能包括贷款层面的详细数据),则应依据美国《巴塞尔协议 2》的要求,采用对风险更敏感的监管计算模型,并在必要时加以调整,确保计算出更高的资本占用结果。高级银行并不能适用总额计算法。

按照《多德-法兰克法案》939A 条例的规定,美国废除了现存的美国资本条例(包括《巴塞尔协议 2》)中规定的基于评级的模式。监管机构认为简化的监管公式方法在计算风险资本要求方面优于信用评级方法,应当适用于所有金融机构。尽管业界认为该方法不利于资本留存率高于监管最低要求的银行,监管机构坚持要求按照 1250%的风险权重来计算证券化风险敞口对应的风险加权资产,而不是针对特定证券化风险敞口扣减资本(对《最终规则》中的其他部分也做类似规定)。监管机构认为使用 1250%的风险权重更加简单,并且使不同机构持有相同风险敞口时计算得到的风险加权资产结果具有可比性。

证券化框架中有一些和一般风险资本规则并行的例外通用规则。一是银行业机构应当向只付息的住房抵押贷款支持证券分配不低于 100% 的风险权重。机构指出,这类证券的价格波动性较大,设定不低于 100%的风险权重更加稳妥。二是按照联邦法规的要求,对小企业贷款证券化和原始权益人为资本充足的存款类机构转移的个人房产租赁,同时转让资产时按照协议保留了风险敞口的证券化继续使用特殊规定。

依据提案,《最终规则》针对资产支持商业票据项目和特定的出售收益的证券化风险敞口,增信仅付利息风险敞口设定了其他处理方式。下文将进行进一步的描述。类似于一般的风险基础资本规则,《最终规则》对于仅付利息的住房抵押贷款证券化设定了不低于 100%的风险权重,对特定的小企业贷款和衍生品的证券化规定了例外条例,后文也将描述。银行业机构可以在证券化框架下使用证券化信用风险缓释规则来调整资本要求,来反映特定抵押、信用衍生品和担保的风险敞口。

(12) 风险敞口所需的风险资本

按照《最终规则》,银行业金融机构在资产负债表内持有的证券化风险敞口金额如果不是回

购型交易、合格的保证金贷款、场外衍生品协议，或已结清的衍生品交易，则其证券化风险敞口的金额等于其账面价值。然而，如果该证券化风险敞口来源于场外衍生品协议，或者包含了对基础资产风险敞口（尽管存在利率或者货币衍生合约中的应付金额、应付费用或者其他类似的支出）有优先现金流索偿权的已结清衍生品协议（非信用衍生品协议），那么银行业机构可以选择将证券化风险敞口的风险加权资产金额设定为基础资产风险敞口的金额。

资产负债表外的证券化风险敞口如果不是合格的资产支持商业票据流动性工具、回购型交易、合格的保证金贷款、场外衍生品协议（非信用衍生品协议），或者是已结清的衍生品协议（非信用衍生品协议），其风险敞口金额等于证券化风险敞口的名义金额。

与 2012 年 6 月《裁决通知书》一致，为了将表外的证券化风险敞口的金额换算为资产支持商业票据的证券化风险敞口金额，例如流动性工具，银行业金融机构无论采用标准法还是高级法，都可以把名义金额减少到能满足资产支持商业票据项目现有基础资产所需资金的最大值（计算时无需考虑这些资产的信用质量）。

按照《最终规则》下的标准法，隶属于简化的监管公式方法的合格资产支持商业票据流动性工具的风险敞口金额等于该风险敞口的名义金额乘以 100% 的信用转换因子。对于不隶属于简化的监管公式方法的资产支持商业票据流动性工具，标准银行可以使用 50% 的信用转换因子。基础资产是回购型交易、合格的保证金贷款、场外衍生品协议（非购买的信用衍生品协议），或者已结清的衍生品协议（非购买的信用衍生品协议），应当依照《最终规则》的 34 节（场外衍生品协议）或者 37 节（抵押交易）来计算其证券化风险敞口金额。

(13) 避免重复计算

和提案及美国《巴塞尔协议 2》的规定一致，《最终规则》包含了一些规定，在包含重复风险敞口的情况时来避免对特定证券化风险敞口重复计算其风险资本的风险。在一些情况下银行业机构会持有多个证券化风险敞口，这些风险敞口重复覆盖了某个证券化产品，比如银行为某个资产支持商业票据计划提供了覆盖整个计划的增信和多个特定流动性工具。在此情况下，银行不需要为重叠部分风险敞口重复准备风险资本。但是银行应当按照证券化框架的规定，采用适当的计算方法，为重叠部分风险敞口计算最高的风险资本要求。

(14) 服务商垫付资金

传统的资产证券化通常要求引入一家银行充当服务商，每天负责从证券化基础资产收取利

息、本金及其他支付，然后向证券化 SPE 或者投资者支付这些款项。¹⁶⁴如若作为服务商的银行机构为证券化提供一个现金垫付工具，来向证券化投资者垫付资金，以保证证券化的现金流不被中断。垫付的资金包括止赎费用等，以保证及时归集基础资产应当产生的现金流。为满足资本监管要求，充当服务商的银行的现金垫付工具应当列做证券化风险敞口。与提案相同，按照《最终规则》的要求，银行业机构必须选择简化的监管公式方法、总额计算法或者按照 1.250% 的风险权重来计算现金垫付工具的风险资本。对该工具没有计提的部分，要根据该工具是否是“合格现金垫付工具”的定义来确定。满足“合格现金垫付工具”定义的条件包括：（1）服务商有权要求全额偿还其垫付的资金。但是对于那些按照合同规定，垫付金额所占存量总额比例较低的特定的潜在风险，服务商可以承担义务垫付无法偿还的资金；（2）服务商要求偿付资金的权利优于其他权利方对支付证券化风险敞口资金的索偿权；（3）如果服务商认为有可能得不到偿付，服务商没有提供资金垫付的法律义务。

根据提案的要求，如果在合同中满足“合格服务商现金垫付工具”定义的作为服务商的银行机构，即使相关合同可能要求服务商提供现金垫付，该服务银行也无须为应对其未来可能发生的现金垫付持有风险资本。那些不满足该定义的服务银行，应为现金垫付工具中的未计提部分按照和其他表外证券化风险敞口相同的方式计算风险资本。但是《最终规则》明确表示，没有满足“合格服务商现金垫付工具”的银行机构服务商必须为应对未来的 12 个月内潜在的合同约定必须提供现金垫付的费用持有风险资本。

(15) 简化的监管公式方法

为了代替此前在分配证券化风险敞口风险权重时采用的基于评级的方法，2012 年 6 月《裁决通知书》引入了简化后的美国《巴塞尔协议 2》中使用的监管公式方法（SFA），被称为简化的监管公式方法（SSFA）。在《最终规则》中，监管机构认同按照简化的监管公式方法和巴塞尔资本框架中的基于评级的方法计算出的风险资本会存在差异，并指出在任何情况下采用其他任何替代机构标准都无法得到和评级法相同的结果。但是监管机构坚持认为，使用简化的监管公式方法在总体上可以得到和评级方法可相匹的资本计算结果，同时没有增加运算的复杂性。管理机构未来将根据监管经验密切关注该方法的具体实施情况，并根据需要改进简化的监管公式方法使之不断完善。

管理机构基本未作任何改动采用了简化的监管公式方法，但通过对拖欠率参数（参数 W）

¹⁶⁴ 参阅上文第六章 B 节。

的修正，更好地诠释证券化合同条款允许借款人延迟支付本息时的处理模式。根据简化的监管公式方法，如果银行直接持有的证券化风险敞口，为了达到《最终规则》的 D 节(标准化方法)的所需吸收损失的资本金额，银行应对该证券化风险敞口按照 1250%的比例分配风险权重。尽管充满争议，《最终规则》仍然采用了提案中关于证券化风险敞口最低 20%风险监督权重的规定。

在资产证券化之初，简化的监管公式方法使得在整个交易层面所需的资本高于基础资产被证券化之前所需的金额。如果银行业金融机构持有全部层级的证券化风险敞口，其所需的资本将高于银行自己持有所有非证券化基础资产的资本。针对业界对此提出的批评，机构简要阐述了他们对《最终规则》的信任与支持，并强调这样的处理有利于降低借助证券化进行监管套利的可能性。

2012 年 6 月《裁决通知书》提议用于简化的监管公式方法计算的数据期限不应超过 91 天。有评论要求，对于基础资产付款周期较长的证券化产品应放宽此项要求。作为回应，《最终规则》要求使用最新的数据，但对于按月、按季付息的基础资产的风险敞口数据维持了 91 天的要求。

使用简化的监管公式方法时，银行业机构必须取得或者决定基础资产的平均风险权重(KG)，以及根据银行机构在证券化结构安排中的附着点或者分离点。计算“平均风险权重”时应当使用标准法下的风险加权资产，并用 0 到 1 之间的小数来表示（例如“100%的平均风险权重”表示 KG 等于 0.08）。银行机构在计算附着点或者分离点时，应当确认在证券化交易中相对优先程度，以及所有以现金形式的增级安排。有评论担心平均风险权重计算方法需要信息数据的详细程度，尤其是涉及住房抵押贷款支持证券的情形。作为回应，监管机构认为《最终规则》放弃了对住房抵押贷款支持证券采用更加复杂和更具争议的风险加权法，已经缓解了这些担忧。此外，针对一些评论批评平均风险权重参数对风险不够敏感，尤其是没有充分考虑依次支付款结构，以及其他现金流瀑布结构的特殊性，《最终规则》仍然采纳了平均风险权重参数，在《市场风险规则》中率先使用调整的平均风险权重(KA)参数（即：按照基础资产不同的违约率调整平均风险权重值），使得简化的监管公式方法对风险更加敏感，更具前瞻性。调整的平均风险权重被设为平均风险权重的加权平均数和一个固定参数值 0.5。

$$(16) KA=(1-W).KG+(0.5.W)$$

依据 2012 年 6 月《裁决通知书》的相关规定，在确定参数 W 时应当首先以美元计算逾期不少于 90 天、基础资产的借款人已破产或在破产清算流程中、丧失抵押品赎回权、房地产被接

收、发生违约或者按照合同规定延期支付利息不少于 90 天的证券化风险敞口的总额，然后除以基础资产风险敞口的期末余额。有评论表示该方法对于和借款人信用状况无关的延期付款提出了额外的资本要求，例如有担保的助学贷款。监管机构对这些评论做出了正面回应，在《最终规则》计算 W 参数时，排除了可按合同约定延期支付的联邦助学贷款，以及其他借款人可以按照合同约定延期付款并同时不影响借款人信用状况的其他消费类贷款。

(17) 总额计算法

总额计算法仅适用于标准化银行，用于此类银行简易计算应对证券化风险敞口所需的风险资本。以总额计算法计算风险加权资产时，银行需要考虑四个参数：（1）分摊比例；（2）风险敞口金额；（3）增级金额；（4）适用的风险权重。分摊比例等于银行持有的证券化风险敞口面值与该证券化所处层级的面值的百分比。增级金额等于所有受偿顺序先于银行所持证券化风险敞口所在层级的证券化风险敞口的面值。适用的风险权重为按照标准法计算的基础资产风险敞口的平均风险权重（与简化的监管公式方法的平均风险权重参数相似）。

总额计算法要求银行业金融机构计算信用等值额，信用等值额等于银行持有的证券化风险敞口金额和增级金额的总和与分摊比例的乘积。为了计算总额计算法证券化风险敞口对应的风险加权资产，银行应当向信用等值额分配适用的风险权重。如上文所述，在所有情况下证券化风险敞口的最低风险权重为 20%。

(18) 特定种类证券化的替代措施

根据《最终规则》，如果银行机构不是通过监管公式方法、简化的监管公式方法或者总和法来计算资产证券化风险敞口，它一般会给资产证券化风险敞口设定 1250% 的风险权重。然而，《最终规则》为如下描述的特定资产证券化风险敞口提供了替代措施，前提条件是银行机构始终知悉这些风险敞口的组成。

合格的资产支持商业票据（ABCP）的流动性工具。《最终规则》规定在标准方法下银行机构有权计算合格的资产支持商业票据流动性工具的风险加权资产数额，计算方法为风险敞口数额乘以适用于该流动性工具所涉任一基础资产风险敞口的最高风险权重（与巴塞尔资本框架相一致）。

资产证券化风险敞口处于第二损失位置或者优于 ABCP 项目。《最终规则》规定在标准方法下，银行机构可以计算决定位于第二损失位置或者优于 ABCP 项目的资产证券化风险敞口的风险加权资产数额，计算方法为风险敞口数额乘以 100% 或适用于资产支持商业票据项目中基础

资产风险敞口的最高风险权重两者中的较高者，前提条件是风险敞口符合以下标准：

1. 该风险敞口不属于合格的 ABCP 流动性工具；
2. 从经济效益角度考虑，该风险敞口属于第二损失或更优的位置，且第一损失位置为第二损失位置提供充分信用保护；
3. 该风险敞口符合投资级别；且
4. 持有该风险敞口的银行机构未保留第一损失位置或者为第一损失位置提供担保。

(19) 证券化风险敞口的信用风险缓释

《最终规则》对资产证券化风险敞口的信用风险缓释与其他风险敞口的信用风险缓释的处理略有不同。为了确认金融抵押物、合格担保或者由一个合格担保人提供的合格信用衍生品的风险缓释效用，购买信用保护的银行机构使用《最终规则》第 37 节抵押担保交易的方法或者《最终规则》第 36 节中描述的担保和信用衍生品的替代措施。如果对冲资产证券化风险敞口发生到期日或者货币的错配，或缺乏重组事件的触发事件时，对于任何对冲资产证券化的风险敞口，银行机构必须根据第 36 节（担保和信用衍生品以及替代措施）对合格的担保或者信用衍生品的担保数额做出适当调整。对于合成证券化，当合格担保或者合格信用衍生品涵盖多个对冲风险敞口，且该多个对冲风险敞口有不同剩余期限，银行机构应使用最长的剩余期限作为所有对冲风险敞口的剩余期限。根据《最终规则》，监管机构指明银行机构无须计算信用衍生品交易对方的信用风险资本要求，前提是该措施适用于其所有场外交易的信用衍生品。然而，如果场外交易的信用衍生品属于市场风险规则中的担保范畴，银行机构必须计算交易对方信用风险。

若银行机构购买的场外交易信用衍生品（第 N 次违约信用衍生品除外）被认定为是资产证券化风险敞口信用风险缓释且并未被纳入到市场风险规则中的担保范畴，则该银行机构并不被要求计算另外的交易对方信用风险资本要求。前提是该银行机构对所有的信用衍生品都执行统一标准。如果这类衍生品受制于合格的主要净额结算协议，那么基于风险的考虑银行机构必须将所有这类信用衍生品包含或者排除于衡量交易对方相对于其他相关的交易对方信用风险敞口的措施中。如果银行机构不能或者选择不将资产证券化敞口的信用衍生品作为信用风险缓释，银行机构必须根据《最终规则》中场外交易衍生品措施确定该信用衍生品的风险敞口数额。《最终规则》阐明，如果银行机构从作为资产证券化的对手购买信用担保，银行机构必须根据资产证券化框架决定对手信用风险的风险权重。如果银行机构从非资产证券化的交易对手那里购买信用担保，银行机构必须根据《最终规则》项下的一般风险权重规则确定对手信用风险的风险

权重。银行机构若以担保或者信用衍生品（第 N 次违约信用衍生品除外）的形式提供保护，且该保护覆盖资产证券化风险敞口的本金及利息的整体或者按比例份额，则其必须按照假设其持有担保或者信用衍生品所担保的相关敞口来确定风险权重。

(20) 第 N 次违约的信用衍生品

根据《最终规则》，为第 N 次违约的信用衍生品提供信用担保所需的资本取决于使用简化的监管公式方法（适用于标准银行，如果是垫付银行且数据是可获取的，则必须使用监管公式计算法）或者使用 1,250% 的风险权重。提供信用担保的银行机构必须将第 N 次违约的信用衍生品的风险暴露敞口名义金额作为所有基础资产中的最大名义金额。当适用简化的监管公式计算法时，接入点（参数 A）为次位于银行机构风险暴露敞口的基础资产的名义金额与所有基础资产名义金额之比。如果银行机构持有的是初次违约的信用衍生品，那么说明没有任何标的风险敞口次位于该银行机构。如果银行机构持有的是第二次或者更多次的违约信用衍生品，最小（n-1）的基础资产的风险暴露敞口都是次位于银行机构的风险暴露敞口。根据简化的监管公式计算法，断开点（参数 D）为接入点和银行机构风险敞口名义金额占所有基础资产的风险敞口名义总额中所占比例之和。不采用简化的监管公式计算法来计算第 N 次违约的信用衍生品风险权重的银行机构会为该项风险暴露敞口指定 1,250% 的风险比重。如果银行机构通过购买初次的违约衍生品获得一组基础资产风险暴露敞口的担保，并且该类衍生品符合《最终规则》下的担保和信用衍生品认定的规则，那么必须计算基础资产风险暴露敞口的风险基础资本要求，就如该银行机构以最低风险权重资产对基础资产的风险敞口进行合成证券化且不就其他基础资产风险暴露敞口进行信用风险缓释一样。如果不能满足第 36(b) 章节规则对初次级违约信用衍生品的认定，银行机构必须根据《最终规则》的 34 章节（场外交易衍生合同）计算交易对方的基于风险的资本需求。

对于第二次或随后即将多次违约的信用衍生品，银行机构将通过符合《最终规则》第 36(b) 章节认可规则的第 n 次违约的信用衍生品（除第一次违约的信用衍生品外）来获得其潜在风险敞口的信用保护，如果该银行机构通过第一次到第(n-1)次违约的信用衍生品的方式针对同一组潜在风险暴露敞口同样也获得了信用保护，或者如果其第(n-1)次违约信用衍生品的潜在风险敞口已经发生违约，则该银行机构有可能获得该衍生品信用风险的缓释好处。如果银行机构满足了以上的这些要求，该机构就可以确定针对其潜在风险暴露敞口的风险资本要求。这就好比银行机构仅仅用第 n 次最小的风险权重资本金额协同证券化了其潜在风险暴露敞口，并未从其他

潜在风险暴露敞口获得任何信用风险缓释。对于不符合《最终规则》第 36(b) 章节认可规则的第 n 次违约的信用衍生品，银行机构必须根据《最终规则》的 34 章节（场外交易衍生合同）计算交易对方的基于风险的资本需求。

(21) 证券化信息披露的三支柱原则

因缺乏银行机构资产证券化相关风险敞口的信息披露，导致近年来金融危机期间市场的不确定性很大，所以《最终规则》采纳了 2012 年 6 月《裁决通知书》中提出的关于增强信息披露的提议，包括披露下列事项：

- 1. 银行机构证券化资产固有的风险特质；
- 2. 银行机构监控证券化风险敞口的信用和市场风险变化的政策描述；
- 3. 银行机构关于运用证券化风险敞口信用风险缓释的政策描述；
- 4. 银行机构用于证券化风险敞口的 SPE 的清单和银行管理或经营的投资于证券化风险敞口或相关 SPE 的关联实体清单；
- 5. 银行机构关于证券化活动的会计政策概述。

b. 美国大型银行机构和系统重要性非银行金融机构的流动性覆盖率

流动性覆盖率的目的是为了增强大型金融机构的资金流动状况。这是第一次提出标准化的最低流动覆盖率。美国批准了这一规则，在 2015 年 1 月 1 日正式生效,并有一个为期两年的过渡期。该规则比巴塞尔委员会 2014 年 9 月的制定的版本更为严格。

流动性覆盖率完全适用于资产 2500 亿美元及以上或者资产负债表内交易的外汇风险敞口达到 100 亿美元及以上的美国银行，也适用于同等重要的非银行金融机构。2016 年 1 月 1 日，相对并不严格的修订版规则生效，更改为适用于资产在 500 亿美元或以上的银行，且监管者有权要求其他银行遵循该等规定。外国银行在美国的分支机构或代表处并不包括在内，但在美国有大量业务的外国银行可能最终会受制于类似的要求。

流动性覆盖率的目的是确保银行有充足的无产权负担的能够容易转变并立刻变现（在私募市场）的优质流动资产，以满足其 30 个日历日压力状况下的资产流动性需求。流动性覆盖比率的计算方式如下：

分子	=	优质流动资产的公允价值
优质流动资产	=	一级资本+ 二级资本（2A 级别+ 2B 级别）
分母	=	经过特定调整后的 30 天压力状况下的总净现金流量

二级资本 = 2A 级别资本+ 2B 级别资本

$\frac{\text{分子}}{\text{分母}} = \text{必须超过 } 100\%$

一级资本是质量最优流动性最强的资本。它包括了在美国联邦储备银行的超额准备金，外国央行的可撤回准备金，以美国信用担保或发行的证券以及由特定主权实体、中央银行或者其他零风险加权的国际组织担保或声明的资产（经济合作与发展组织（OECD）主权债务，除非违约或者重组）。

2A 级别资本包括特定的美国 GSE 的债务（包括 GSE 发行的房地产抵押贷款支持证券），其中风险加权比例不超过 20%（评估为 AA 或者以上的公司债券）。州或者地方发行的证券目前被排除在外，但是国会的一些监管者和议会成员正在寻找机会允许至少将部分投资级的州和地方债券纳入其中。2A 级别资本的扣减率为 15%，且与 2B 级别资本的总和不得超过优质流动资产的 40%。

2B 级别资本包括特定投资的公司债券和满足特定条件的普通股股本的公开交易。二级资本不得超过优质流动资产的 40%。2B 级别资本不得超过优质流动资产的 15%。特定的二级资本须遵循扣减率。2B 级别资本的扣减率为 50%，且不得超过优质流动资产总和的 15%。

如前述所说，流动性覆盖比率的分母等于 30 天压力状况下的总净现金流量，即等于预计的现金流出减去预计的现金流入。现金流流出额等于各种类型的资产余额乘以其指定监管径流率（例如存款的监管径流率是 3%-40%，基于存款的性质、顾客的类型、联邦存款保险公司保险总额等）。现金流入额等于各类应收账款余额乘以类似预计流入的监管评估利率。现金流入额不能超过现金流出的 75%。

资产证券化在美国的《最终规则》中并未得到优待。美国 GSE 的债务不被涵盖在 1 级资本中，而仅仅被视为 2A 级资本。2B 级别资本中并没有被评估为 AAA 的资产支持证券或者房地产抵押贷款支持证券。与《巴塞尔协议》流动性覆盖率不同，美国的流动性覆盖率将资产担保债券从优质流动资产中排除。甚至 FFELP 计划资产支持证券（FFELP ABS）也被亦然排除，因为其并未完全由美国政府担保（政府为其 97%-98%的比例进行担保）。

承诺金是现金流出的一部分，因此对资产证券化也很重要。需要再次指出，资产证券化在当时的进展不佳。流出率计算如下：

(a) 零售信贷和流动性贷款的流出率为 5%；

- (b) 批发信贷和流动性贷款（提供给金融产业实体的情况除外）流出率分别为 10% 和 30%；
- (c) 向金融产业实体提供的信贷及流动性贷款流出率分别为 40% 和 100%；
- (d) 向银行提供的流动性贷款及信用贷款，流出率为 50%（或如果向附属公司提供，则为 0%）；
- (e) 向 SPE 提供的承诺金——无论是信用或流动性贷款——流出率为 100%（但下述第(f)和(g)中所列的 SPE 除外）；
- (f) 对于由银行发起的非并表 SPE，如果适用于以下两项金额中的较高者：(x)30 日内到期的、用于购买 SPE 资产的所有债务及承诺金，及(y) 30 天内银行向 SPE 承诺的最大资本，则其流出率假定为 100%；及
- (g) 对于仅向其母公司发行证券的 SPE 而言，若该 SPE 是与母公司并表的子公司，其流出率与该母公司相同。

通常营运资金贷款工具（包括循环贷款）不属于流动性贷款。

6. 结算和保证金

《多德-弗兰克法案》引入了场外交易衍生产品市场交易商和主要参与者（掉期实体）的注册要求，强制要求中央交易对手方结算掉一定的掉期和其他衍生品，并对注册掉期的实体与其金融交易对手方之间未结算的衍生品提供具有流动性的担保物，作为可变的（对于规模较大的参与者而言，初始的）保证金，以保障合同的执行。

证券化 SPE 为了对冲其资产和负债之间的利率和货币错配，可能会采用各种场外衍生品。在一种常见的交易模式中，掉期提供商获得 SPE 担保其债务资产的抵押物权，并且 SPE 在衍生品合同中所享有的利益本身也可以被质押给 SPE 的债权人。在这种传统模式下，为了对其签订的衍生品合同提供担保，SPE 不需要购买与其持有的证券化资产之外的特殊类型的流动性资产。并且也无需运营性的机制来与结算经纪人，或是其未完成结算的掉期方来进行定期的担保物转让。如果强制中央结算或未结算保证金要求适用于这类合同，那么该模式注定将无法持续下去。因为强制性中央结算或未结算保证金要求这两种管理方式，均要在结算所或交易对手方过帐具有流动性并可用于交易的担保物，且后续保证金数额因市场价值的变动和（就初始保证金而言）其他风险因素而发生波动时，还会发生过帐或退回。

a. 强制性中央结算

现行的强制性结算规定适用于以美元、欧元、英镑或日元作为货币结算单位的单一货币利率掉期交易，以及特定的指标信用违约掉期交易。属于强制结算范畴的利率掉期交易，由两个反向的要素进行制约。具体而言，如果利率掉期交易属于以下两种情况中的一种，则不需要进行结算：（1）含有期权；或（2）具有条件性的名义金额（即，在协议签订后可根据所定义的事件或条件而变化的名义金额）。属于强制结算范畴且未被上述两种情况排除的掉期交易，必须提交到商品期货交易委员会注册或豁免的衍生品结算机构来结算，除非存在例外情况或没有符合条件的衍生品结算机构接受此类掉期交易结算。出现后者的情况可能是一个本可进行结算的掉期交易，却包含了非适格衍生品结算机构提供的特别条款。如果没有合理的商业目的而去列入或保留此类条款，可能会构成逃避结算要求的行为。

商业终端用户为对冲或减缓商业风险而签订掉期能够豁免强制性结算，但证券化 SPE（除了下文所述的专属融资公司子公司外）一般被认定为属于“金融实体”，无法享受此豁免。尽管如此，证券化 SPE 仍会通过以下两种方法之一进行非结算利率对冲交易：（1）通过使用不属于现行强制结算范围的对冲工具，例如利率上限衍生品或余额保证掉期；（2）依赖于交易含有不为衍生品结算机构所接受的特别条款的掉期，例如有限追索权，与支付先后顺序对应的次位等级，或由 SPE 资产水平变化或未偿还债务本金金额变化触发的终止事件。尽管行业一再要求，商品期货交易委员会（负责管理利率掉期的结算）仍未针对资产证券化 SPE 参与的对冲交易的特性是否归类为掉期交易的特殊条款这一问题提供任何指导性意见，因此针对衍生品结算组织的允许的参量是没办法进行测试的。相反地，如果这类特征被认为是双方之间的信贷关系条款，这可能也不足以作为免除掉期结算的理由，因为强制结算安排的首要政策目的之一就是降低交易对方的信用风险暴露敞口。

“金融实体”的定义有一个法定例外，如果主营业务是提供融资并使用衍生品对冲与利率及外汇风险敞口相关的潜在商业风险的实体（“专属融资公司”），并且其 90% 以上的商业风险源于购买或租赁由母公司或母公司的其他子公司生产的产品，其提供的融资就可以享受特例。商品期货交易委员会的工作人员在解答信函中阐明，即使该资产证券化 SPE 自身不发放贷款，其仍有可能被认定为主要从事融资业务。如果资产证券化 SPE 为一家专属融资公司全资所有的并表子公司，且仅参与专属融资公司的融资业务，因而可认定为潜在适用终端用户的特殊规定免于结算的专属融资公司。

b. 保证金要求

注册掉期实体须遵循由商品期货交易委员会、美国证券交易委员会、或者负责掉期实体审慎监管的美国银行监管机构实施的保证金归集和公布要求。《多德-弗兰克法案》要求这类机构相互协商，并在最大的可行范围内建立具有可比性的保证金要求。我们的讨论是基于迄今为止唯一确定的银行监管机构和商品期货交易委员会的保证金条款。该条款设立了一系列的分步施行日期，其中适用于具有最大规模衍生品投资组合实体的第一条规定于 2016 年 9 月起开始执行。

保证金要求适用于注册掉期实体与“金融终端用户”之间的非结算交易，但专属融资公司和其他特定实体的对冲交易除外。银行业监管机构和商品期货交易委员会拒绝了豁免结构性融资工具和资产担保债券的行业申请，并指出此实体的金融及市场活动与金融终端用户定义所涵盖的实体所从事的活动范围一致。从字面上看，“金融终端用户”定义沿用了 1940 年《投资公司法》中特定豁免（而非其他规定）的实体，而此特定豁免为资产证券化特殊目的的实体普遍所使用，由此可将资产证券化 SPE 纳入到“金融终端用户”的范畴；另一种可能的路径是，将资产证券化 SPE 归集为以转售或处置为目的进行资产投资或交易的一类工具。由于缺乏监管机构的明确指引，他们还不确定是否要把符合《投资公司法》的豁免规定，但未纳入金融终端用户定义的资产证券化 SPE 排除在保证金要求之外。

在与“金融终端用户”交易过程中，注册掉期实体将被要求归集并公布特定类型的流动性担保（合格担保）作为变动保证金（即用以担保现行逐日盯市计价制度的风险的保证金）。若金融终端用户存在“重大掉期风险阈值”（即与其并表附属公司合计，衍生品名义金额日平均总量超过 80 亿美元），注册掉期实体必须另外归集并公布合格抵押品作为初始保证金，其数额需依据相关监管规则确定，但双方的并表集团间的衍生品风险必须超过 5000 万美元的阈值（低于此阈值，不必交换初始保证金）。根据银行监管机构的规则，如果金融终端用户不存在实质性掉期风险，注册掉期实体必须按照其认为合适的金额收归集初始保证金，以解决信用及其他风险，不需要遵守关于初始保证金形式和金额的具体要求。由于实质掉期风险 80 亿美元阈值的数量级，可以预见仅有少数非并表资产证券化 SPE 需要遵从初始保证金的限定性要求。然而，需要与银行或其他大型机构进行财务并表的 SPE 则极有可能超过阈值。

直至最近才明确表明，资产证券化 SPE 将不会作为例外排除，在新的保证金制度下的套期保值运作模式仍有待制定。可能的方案包括：通过利率上限衍生品，或其他全额付款的进行

对冲交易的不需要 SPE 公布保证金；订立流动性承诺机制和相关运营安排从而保证 SPE 满足保证金提交要求；或与不需要进行掉期实体注册的机构进行对冲交易。

D. 良性或恶性监管：自信贷危机以来采取或拟定的监管措施是否合适？是对证券化有所帮助还是造成不利影响？

自信贷危机以来，大量监管措施频频出台。提案、重新提案、《临时最终规则》及《最终规则》的连续并强烈地冲击着金融行业。面对信贷危机给全球经济带来的巨大的代价，这可以理解决策者们在力求谨慎保护金融产业。自危机以来的发布的监管措施中，有一部分有其存在的道理。然而大部分提案和规则无法有效控制局面并起到了反效果，这导致了意想不到的不利后果。

在本节中，我们将回顾一下我们所认为的“良性”监管基准。所谓的“良性”监管，我们指的是可以妥善解决关键问题而不引起新问题的规则。我们深信金融机构的良性监管应具备以下九大特征。

1. 原则 vs. 规则

首先需要考虑的关键因素是，监管框架是该基于原则还是规则。我们认为，基于原则的监管比适用于特殊情景所积累起来的规则更为有效。正如公众利益监督委员会前主席 Stavros Thomadakis 指出的，原则所固有的启发性是规则所无法支撑的。例如，要通过制定一项规则提高服务的品质和可靠性，或者改变公共利益是非常困难的。另一个非常真实的特征是，应对不断变化的市场动态，原则不需要像规则那样进行不断的修正。行动的一致性可以提升信心，而频繁地修正规则会破坏信心。¹⁶⁵

信贷危机后的资产证券化产业受限于广泛的规则，涵盖了资本、流动性、衍生品、交易、市商、信息披露以及很多的领域。其中的一些规则甚至并非为了应对危机的而制定。部分规则甚至会引发严重的、意想不到的后果。虽然制定原则可能需要政策制定者和监管部门花费更多的时间并进行更多的协调，但是监管部门在发布更多的规则之前制定关键性的原则将会达到更好的效果。事实上，在目前的节点上有必要对现行的监管措施进行重新评估（可能需要合理化），以确保主要规则与关键性原则相匹配。

¹⁶⁵ Stavros Thomadakis, 《是什么造就了良好的监管》，国际会计师联合会研讨会，2007 年 11 月 14 日，第 4 页。

2. 以金融活动为基准

政策制定者必须有一个大局观并深刻理解整个金融体系，由此方能制定相应的法律法规。在信贷危机爆发前，金融体系的某些部分并没有受到有效监管，或者根本没有受到特定监管部门的监管。正如 Ben Bernanke 在 2012 年演讲中强调的：

“很显然，信贷危机前金融监管的法律框架存在严重的漏洞。尤其是影子银行非常活跃，没有受到统一的和有效的监管。大部分影子银行缺乏有效的和审慎的监管，包括各种 SPE、资产支持商业票据通道和许多非银行抵押贷款发起公司。没有监管机构限制此类实体的杠杆率和流动性决策，并且几乎没有监管标准是专门针对其风险管理的质量水平和其承担风险的审慎程度。”¹⁶⁶

因此至少在原则上，我们非常赞同金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council, FSOC）的设立，其任务是“全面监控我们国家金融体系的稳定性。”¹⁶⁷ 金融稳定监督委员会被赋予了限制金融系统风险过大的职权。例如，如果必要的话金融稳定监督委员会可以指定一个非银行金融机构进行监管。虽然人们可能会质疑金融稳定监督委员会到目前为止的实际作用，但是理论上讲监控整个金融体系的活动肯定比零碎的、特定机构的监督更为有效。

3. 全球一致性和宏观经济一致性

与上文以金融活动为基准的监管相类似，良好的监管必须从宏观的角度看待金融体系。政策制定者必须深刻地理解不同地区与部门之间的金融活动和潜在的问题之间的关联性。Andreas Dombret 是德意志银行执行董事的一员，他曾对监管的一致性提出了很有说服力的观点。他在 2014 年的讲话中特别指出：当监管环境越复杂，坚持以下三个层次的一致性原则就越重要：

- 第一，监管必须保持跨国界的一致性。他强调，“我们有全球性的金融体系，因此该体系也需要全球性的金融监管。在监管政策因国家而异的环境中，我们将会面临着银行将业务转移到监管政策最宽松的国家以此谋取监管套利的风险。从这些交易当中产生的风险可能会潜在地影响整个金融体系。”¹⁶⁸
- 第二，监管必须实现跨部门的一致性，否则我们可能再次面临着监管套利的风险。

¹⁶⁶ 参阅 <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>。

¹⁶⁷ 参阅 <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>。

¹⁶⁸ Andreas Dombret, 《是什么造就了良好的监管》，德意志联邦银行研讨会，2014 年 7 月 9 日，第 2 页。

- 第三，规则制定的内容必须一致。Dombret 举了一个资本监管的例子来体现由规则制定的内容可能会不一致，这个例子是一项与主权债券相关的零资本规则。他说：“与其他所有其他形式的信贷不同，银行不必持有资本来抵御由政府债券带来的风险，而这种不一致会导致非常严重的边际效应。”¹⁶⁹

第三点是至关重要的。资本（或流动性）的监管能够很好的反映政府面对金融风险时的应对手段。在金融危机发生之后，当所有的资产或抵押贷款接连被质疑，新的资本和流动性规则对这些证券会带来不同程度的惩罚。虽然研究表明，许多类型的资产证券化在金融危机期间表现良好，并且在大多数情况下表现得比其他类型的证券更好，但是他们最终的流动性框架并没有获得政府的认可。¹⁷⁰ 金融部门时常会为了满足特定的流动性要求，而投资规定范围内的资产类型。可能会有其他表现更好的资产类型在之后被证明更有投资弹性，并且在下一次金融危机中能有更大的多样性。所以不能反映真实性的监管无疑会导致不利的后果。

4. 减少失真的精确定位

虽然对金融体系有一致的宏观上的认知至关重要，但与此同时监管者的监管方式必须要有适当的针对性。良好的监管必须能够解决具体的问题，而不用迎合所有人。例如，金融危机清楚地表明一些机构缺乏足够的资本和流动性。我们相信《多德-弗兰克法案》和巴塞尔银行监管委员会（由各国监管机构实施）双方共同规定的强化审慎标准是完全适当和必要的。尽管在某些情况下我们会不同意某些监管的细节，但是为了保持金融体系的持续健康发展，更严格的资本和流动性门槛是非常必要的。同样的，金融机构通过进行压力测试去确定其资本充足率是否能不仅有助于恢复人们对金融体系的信心，同时也确保了整个体系的不断走强。

然而当监管政策试图解决尚未发生（防范于未然）的问题时，我们将面临新的问题。对新型衍生品市场的监管就是一个很好的例子。鉴于在金融危机发生前和发生时衍生品活动伴有的具有关联性和传递性的风险暴露敞口，而衍生品活动却受益于该类监管机制，因为该机制要求机构在必要时持有更多的资本，以及提供更大的透明度。然而，衍生品监管致力于成为市场上的“万灵药”就冒险导致新的问题，例如涵盖 SPE 的掉期。监管要求 SPE 掉期每日提供头寸抵押不仅毫无必要，而且极难操作或甚至无法操作，会减少融资公司的融资选择，进而对实体经济的融资带来不利影响。

¹⁶⁹ 同上，第 3 页（加了强调标注）。

¹⁷⁰ 参阅上文第八章 C.5b 节，关于所需流动资金比率的讨论。

5. 安全性和稳健性设计

此外，监管的本质应侧重于安全性和稳定性。监管不应该试图解决或提高某些地区或部门的竞争力。与之相反，它更应该简单地寻求能使金融体系稳健长久运行的关键参数，以保护系统弱点、漏洞或是潜在的波动。正如 Admati 和 Hellwig 在他们的论文中就良好的监管所指出的那样，“对银行和其他金融机构进行监管的理由是他们的失败会对金融体系的其它部分和整体经济带来重大的负面影响。”¹⁷¹

相比之下，文中提到“对全球竞争力的担忧以及对资助那些获得政府支持项目的顾虑不应该影响到银行监管。”¹⁷² 在这方面，我们相信欧洲的政策制定者和监管者通过采用“简单的/标准的/可比的/透明的”的规则（即允许银行对投资于资产证券化或房地产抵押贷款支持证券化中的资本实行优惠待遇，其中所述基础资产均属欧洲资产）来重振资产证券化市场的努力是错误的。这些将无益于建立安全和稳健的金融体系，并可能导致市场分裂和其它意外的后果。一个更令人不安的例子是美国国会在金融危机发生前为了 GSE 的利益，给中低收入借款人延期还款的配额。国会授权要求次级和次优级抵押贷款的配额由中低收入借款人来满足，直接导致了贷款承销标准的降低以及信贷市场的崩溃。这正是引发一连串违约并导致金融危机的原因之一。¹⁷³

6. 灵活性

良好监管最重要的特征之一就是灵活性。市场在不断的变化，创新是一个重要的指标。正如 Stavros Thomadakis 指出的，就算是在危机开始时灵活性也是良好监管的一个重要指标。他在 2007 年年底的一次演讲中指出：

如果我们对所提供的服务寻求持续的改进，那么政府监管必须允许创新。我们相信专业人员将利用他们的经验并且结合个人的判断寻求创新，但与此同时我们也必须承认善意的行为有时也可能导致错误的抉择或促成意料之外的结果。如果对这些行为施加惩罚，那么将会扼杀创新力和决断力。¹⁷⁴

¹⁷¹ Anat R. Admati & Martin Hellwig, 《好的监管需要明确的目标，合理的方法以及政治意愿》，2011 年 12 月 1 日，第 3 页。

¹⁷² 同上，第 4 页。

¹⁷³ 参阅上文第八章 B 节。

¹⁷⁴ Stavros Thomadakis, 《是什么造就了良好的监管》，国际会计师联合会研讨会，2007 年 11 月 14 日，第 9 页。

例如，监管机构和政策制定者针对市场贷款的政策已经反映了上述观点。美国财政部已经承认了这一政策的潜在利益，财政部并没有马上撤回这个政策，而是着力研究这一贷款框架的各个方面，并要求行业给予反馈。

正如在财政部的信息请求书中所写的，“从历史上看，许多美国家庭、小型企业和有前途的新企业都面临从传统借款方获得可负担信贷的障碍。到目前为止，大多数的线上消费贷款已经开始面向优先级或者次优级抵押贷款消费者来为现有债务进行再融资。线上消费贷款经常提供比传统银行更低的成本和更短的决策时间，进而满足了这些借款人的需求。”¹⁷⁵进一步而言，“通过此信息请求书，财政部正在研究如何开发线上信贷的潜力，以及如何发展金融监管框架来支持该行业的安全增长。”¹⁷⁶

7. 效益正当化成本

良好的监管必须是收益大于成本的。正如上文所述，缺乏一致性、灵活性或整体观念的对被监管事项可能会导致对金融体系的破坏以及带来意料之外的后果。在新的法律法规颁布之前，进行全面的成本效益分析是至关重要的。回顾一些论文，主题与我们所讨论的问题相类似，即“是什么造就了良好的监管？”——我们可以发现所有的论文都将成本/效益分析作为衡量监管效果的关键标准之一。

联邦通信法律期刊上有一篇文章，虽然其主题与专门的金融市场监管不相关，但是却生动地强调了这一标准的重要性：

如果市场失灵，一项具体的监管措施可能会使现状改善，当然也可能不会。很多情况下，监管机构只关注既定的监管方案是否能带来的预期收益而不检查实际成本...，就具体提案的监管条例的实施问题，无论该决定是否允许自由裁量，都应该通过成本效益分析来作出最终的结论。拟议的监管收益将会超过成本吗？提出这个问题远比回答它要容易的多。大部分针对监管效果的成本和收益都只能在将来才可知晓，我们只能做出不精确的、推测性的预估。经济和监管不是在实验室那样可控的条件下实施的，市场监管的确切影响是很难被梳理清楚的。监管机构至少应该对该规则潜在的收益和成本，或是其评估做出简要的说明。¹⁷⁷

¹⁷⁵ 参阅

<http://www.treasury.gov/connect/blog/Documents/RFI%20Online%20Marketplace%20Lending.pdf>。

¹⁷⁶ 同上。

¹⁷⁷ Harold W. Furchtgott-Roth, 《如何制定好的监管是一门艺术》，《联邦普通法杂志》第三期，第 1 页和 3-4 页（2000 年）。

美国法律规定，监管部门在颁布一项新的法规前要进行成本/效益的分析，我们深信越严格的分析将制定出越好的监管规则。银行做市业务的减少就是监管带来意料之外的后果的例子。我们听说许多银行已经削减了他们的交易储备以满足流动性覆盖率和最近提出的巴塞尔交易规则中的要求。如果银行不能做市，那么整体市场的流动性会受到影响，原始发行量也会减少。

8. 连接措施和目标

与做一个合理的成本效益评估相类似，潜在的政策应使用与实际目标相关联的标准进行评估。例如由巴塞尔委员会制定并在全球实施的流动性覆盖率已经卓有成效，银行普遍增加了在主权债务和其他同样信用安全级别的证券（如 GSE 的房地产抵押贷款支持证券）的投资。制定这些新标准的背后，是为了确保银行有足够的资产在危机到来时可以容易被清算。然而银行将投资都集中于有限的证券组合，这样做是否可以真正地使金融体系更加安全还有待商榷。在银行账户缺乏多样性的情况下，这可能会使未来可能发生的金融危机更加恶化。正如 Admati 和 Hellwig 所断定的那样，“考虑到系统性风险，我们必须清晰并实际地考虑哪些监管措施能够实现监管目标，并且这些措施是如何促进目标被实现的。”¹⁷⁸

9. 持续重估

最后，我们还认为监管机构对他们所制定的规则应该进行严格持续的评估，并将结果公之于众。只有不断的评估才能使包括监管机构和政策制定者在内的所有市场参与者更细致入微地理解金融体系，从而使其更具有稳定性和进一步发展的创新性。

第二部分 需要考虑的政策因素

第九章 证券化的好处与风险

美国结构性融资行业组织 (SFIG) 认为，中国的政策制定者在根据中国经济国情合理制定证券化业务的监管框架时，不能仅仅局限于操作、原理、会计、法律以及监管方式的层面，更

¹⁷⁸ Anat R. Admati & Martin Hellwig, 《好的监管需要明确的目标，合理的方法以及政治意愿》，2011 年 12 月 1 号,第 4 页。

应考虑政策的影响与意义。监管者作为国内证券化市场不可或缺的一部分，应当留意证券化业务对经济与社会的影响。

在深度探讨证券化业务相关的政策前，监管者与从业者应当对证券化业务的内涵与前提有一个清晰的认识。资产证券化的一个有参考价值的广义定义（即使很抽象），可以说是“基于对隔离的资产池中金融资产未来表现的可靠预测，以结构化的方式从资本市场获得更有效融资的行为”。¹⁷⁹以上述定义为出发点，政策制定者可以开始探索稳定的证券化市场对金融体系与宏观经济作出贡献的方法。发行人与投资者可通过证券化的方式，分散、转移来自不同资产类别、不同地域、不同行业、不同设施和信用的风险。¹⁸⁰证券化业务通过把缺乏流动性的资产装入“资产池”的方式，将其转换为可公开交易的证券，为市场提供了一个连结资金融出方与融入方的、具有重要意义的信用通道。¹⁸¹发行人也可通过证券化创造出高评级的、可为各种融资与衍生交易提供可置换担保的固定收益证券。¹⁸²此外，各类学术文献也对证券化的各种优势进行了大量研究。¹⁸³

然而与其他金融工具一样，证券化也蕴含着需要监管者注意的、与之收益特征对应的特定风险与潜在成本：证券化业务颇有在银行体系内外为各类发行人增加投放信贷量的能力，监管者要注意防范松弛资产支持证券的发行标准，以防止可能造成的信用额度过高与资产价格水平的过度上涨；监管者必须注意证券化业务与其他衍生工具之间产生的协同作用，确保这种协同

¹⁷⁹ 参阅《欧洲资产支持证券》，（T.Baums & E. Wymeersch eds., 1996）。

¹⁸⁰ 参阅 Darrell Duffie, 《信用风险转移新概念：财务稳定性的含义 1》（国际清算银行工作文件 No. 255, 2008 年）。

¹⁸¹ 提及“可公开交易的证券”时，需要注意的是相对于交易价值而言，投资价值应排在首位。当发行的首要目标是创造可交易资产而不是投资资产时，它可能面临本质遭到改变的风险。参阅 Jason H.P. Kravitt, 《美利坚合众国：从中国市场学到的经验》，2015 中国资产证券化年度专题研讨会第 8 课评论。（副本参阅：http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzAxNDMxNDUyOA==&mid=401660456&idx=1&sn=22b57a6f7a7fdd55b80528b16cd76479&scene=0#wechat_redirect）

¹⁸² 参阅 Gary B. Gorton, 《被看不见的手重击：2007 年的恐慌》，《金融管理协会调查及综合系列》（2010 年 Kindle 版）第 1003-1009 页。

¹⁸³ 参阅，例如，James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, 《关于信贷资产证券化经济学益处的分析》，1J. Applied Corp. Fin. 32(1992 年)；Steven L. Schewarcz, 《结构化金融》，资产证券化原则指导§§1:1, 11:1-11:2 (第三版，2008 年修订版)；Steven L. Schewarcz, 《后安然时代的资产证券化》，25 Cardozo L. Rev. 1539, 1565 (2004 年)；Thomas E. Plank, 《资产证券化证券及证券的未来》，25 Cardozo L. Rev. 1655, 1667-68 (2003 年 4 月)；Charles W. Calomiris & Joseph Mason, 《信用卡资产证券化及监管套利 4》(Fed. Reserve Bank of Pa., Working Paper No. 03-7, 2003 年)；Martin Hellwig, 《金融领域的系统性风险：次贷危机的分析 7》（2008 年 11 月马克思·普朗克集体财产研究协会预印本，波恩，第 2008/43 号）；Gorton 《前沿》，第 2429 页。

作用不会造成信用泛滥以及价格水平过度上涨；证券化交易中必须保证各交易方在信息获取与激励机制层面的对称，以避免潜在的利益冲突与道德风险；证券化交易的复杂程度也必须被谨慎对待，以防止可能造成的不良后果。¹⁸⁴

尽管如此，证券化已经被证明在不同市场环境中均有稳定且可靠的表现。尽管住房抵押贷款支持证券与担保债务凭证市场都曾经出现过崩溃，但包括汽车金融、信用卡、助学贷款与贷款抵押债券在内的各种基础资产，在金融危机前后展现出的良好表现，是资产支持证券在承受压力时展现出强大韧性的生动写照。证券化市场也仅仅是复杂多变的信贷市场中的一部分。因此，具有不同基础资产、操作方式的证券化交易在不同环境中的表现可能大相径庭，金融危机时不同基础资产证券化品种的不同表现可以证明这一点。

以下列举了一些资产证券化可为交易各方带来的潜在利益：

A. 证券化发起机构

1. 更低的融资成本

如果发起人的主体信用评级低于其相关资产支持证券所获得的评级，那么与发行公司债相比，资产证券化可使发起人以更低的成本进行融资。但是因为现在市场上的证券化产品通常都会有溢价，因此“A”以上评级的公司获得融资套利的空间较小，甚至可能不足以支持证券化融通。并且对于同一资产池的非流动性资产而言，在将其进行证券化后，证券便可在二级市场上交易。因此会带来正的流动性溢价，从而使非流动性的基础资产本身获得更高的总估价。

2. 资产负债表表外融资

在大多数资产证券化的结构中，发起人都会将需要进行证券化的资产转移到一个SPE名下。如果发起人出于会计核算目的将资产真实出售给SPE，并且这个SPE不是发起人集团内的一员，那么这部分资产的风险和控制权已经被有效转移到SPE中，从而在发起人的资产负债表中就可不必记录这些资产及其相关的债务了。在某些情况下，通过这种表外融资的方式，银行还可以降低发起人的财务杠杆比率及他们所需要披露的负债，这将可能对净资产收益率或其他财务比率带来正面影响。而更为重要的一点是，表外融资使发起人能够发行更多的金融资产从而给实体经济提供更宽的融资渠道。

¹⁸⁴ 参阅 Miguel Segoviano, Bradley Jone, Peter Lindner, Johannes Blankenheim, 《资产证券化：由未来之路学到的 7》（IMF 工作文件 WP/13/255, 2013 年）。

3. 较为低的资本监管压力

如上文所提到的，在美国会计准则下，如果将金融资产转移到非集团内部的 SPE 中，银行便可以相应地减少其在风险资本规则下的资本监管压力。¹⁸⁵因此，银行在借助于表外资产证券化参与特定交易的同时不会给他们带来若在表上开展所有业务所需要的资本监管压力。在一定程度上，资产证券化可以使银行得以在相同的资本监管下开展更多的业务，并通过一系列表外业务，有效地提高潜在盈利能力和净资产收益率。¹⁸⁶

4. 融资渠道多样化

购买发行人发行的资产支持证券产品的投资者不同于购买同一发行人的传统公司债券的投资者。而且，一些企业债的购买者可能对于资产支持证券产品有额外的偏好，并将其与企业债的信用风险区别看待。因此证券化类产品为发行单位开放了额外的融资渠道，也为投资者提供了新的信用类产品选择。

5. 流动性管理

从发行人的角度，证券化的主要功能就是把一个流动性差的资产转化为现金或者流动性高的证券。这种从长期资产到现金或可流通证券的转换解决了“短债长投”的期限错配问题。另一方面，当资产进行证券化后，资产支持证券或者房地产抵押贷款支持证券的期限将对基础资产产生的现金流进行匹配（要么是通过匹配到期日，要么是将现金流进行结构化处理，而实现）。证券化也为发行人提供差异化的市场，尤其是高评级的债券。例如，高评级债券可以方便的做抵押式回购或者作为衍生品交易的抵押品。因此在某些情况下，发行人会保留部分权益自用，这样能有效的将部分流动性弱的资产转化为相对可互换的自有可支配的资产。¹⁸⁷

6. 在困难时期时可行的融资方式

在某些情景下当其他融资渠道无法运作时，资产证券化仍然可以提供融资。举例说明，在信贷危机期间，资产证券化成为了汽车行业非常重要的融资渠道。同样的，在 1997 年亚洲金融危机和 1998 年俄罗斯主权债务违约期间，公司债券市场遭到冻结，而证券化市场则只是经历了很短暂的低迷。

¹⁸⁵ 资本准则参阅上文第八章 C.5 节，会计准则参阅上文第二章 C.2 节。

¹⁸⁶ 在对证券进行评级时，评级机构当然不仅仅只是分析其会计处理方法，他们还会分析该证券是否真正地降低了风险。

¹⁸⁷ 参阅上文 Gorton，第 344 页。

7. 信用评级

如果基础资产满足规定的合格标准并被提交到评级机构之后，评级机构会根据公开的评级方法来分析交易的信用风险。在某些情况下，这些评级会高于按照传统方式发行的债券。信用评级结合了稳定的交易结构之后，可以让发行人获得相对于未做资产证券化的基础资产更高的定价（不论发行人是否对资产提供担保与否）。这也是金融市场上，如何利用破产隔离让资产池获得更高的离散度。¹⁸⁸

B. 投资者

1. 流动性

从投资者的角度看，资产证券化提供具有流动性的证券。相比被资产证券化的基础资产而言，这类证券可在二级市场进行更为活跃的交易。此外，投资者可将该类高评级的流动性高的债券作为能够克服信息不对称的种类物的抵押物，为信贷回购和衍生品交易提供抵押。¹⁸⁹

2. 投资组合多样化

通过资产证券化，发行人可以向各类型的投资者提供其他途径无法进行投资的基础资产类别。此外，通过证券化结构处理，发行人可以向投资者提供蕴含内部风险分散的计划，即，因为此类投资对应的风险暴露敞口是一个资产池，可以通过设计合适的资产入池标准来实现分散风险的目的。评级机构会把基础资产风险分散的益处作为对证券化交易进行评级的考虑要素之一。¹⁹⁰这是利用资产池本身的信息披露优势进行更高效资金募资的又一个例证。¹⁹¹然而市场参与者应当警惕对于入池资产各项资产间的相关性普遍被低估的风险，此类风险在过去几年中席卷了全球市场，并最终导致信贷危机。¹⁹²读者也应当注意，在出现压力的情况下，资产池的资产离散度将趋于急剧增长。¹⁹³

¹⁸⁸ 参阅上文资产证券化的定义。

¹⁸⁹ 参阅上文 Gorton，第 344 页。

¹⁹⁰ 参阅上文第二章 E.3 节，关于评级机构的运作。

¹⁹¹ 参阅上文关于资产证券化的定义。

¹⁹² 参阅上文 Segoviano 等，第 23 页。

¹⁹³ 参阅上文 Kravitt，关于第 5 课的评论。也可以参阅，例如 Roberta Romano，《黑暗时代中的监管及对金融监管铁律的评估》，《Hofstra 法律杂志》Hofstra L. Rev 回顾，43 期 (2015 年)；Nicholas Chan 等，《系统性风险及对冲基金 13》（国家经济统计局工作文件 11200, 2005 年）（主要讨论“相位锁定风险”）。

3. 稳定性

从历史的角度看，证券化工具在一轮又一轮的信用周期中一直呈现稳定、可靠的表现（不过在一些反常的经济泡沫期间，也有一些例外情况发生，具体的讨论详见下文第十一章 A 节的内容）。

4. 灵活性

证券化的一个重要优势之一，就是它能为金融工具的设计提供巨大的灵活性来满足不同特定投资者的不同风险管理和投资期限需要。结构化的分层可以包含从 AAA 到 B 的信用评级分布，在许多结构中还会有未评级的剩余分层。久期可以短至一天也可以长达数年，而偿付频率由客户需求而定。偿付频率通常为月付或者季付，或者根据需要可以设计成半年付甚至是日付。利率可以根据投资者的偏好设置为固定利率或者是浮动利率，并且可以使用不同的币种进行结算。

C. 借款人

1. 更低的融资成本

通过资产证券化融资能够比传统银行等融资渠道获得更低的融资成本，这或许是其最吸引人的部分。¹⁹⁴在不牺牲融资相关条款的竞争力和吸引力的同时，一部分被省下的资金可以使基础资产借款人的融资成本相对降低。

2. 便利性和适应性

当配备了健康的基础资产以及管理系统，资产证券化也能成为融资链的组成部分，它能帮借款人在非常短期的时间内筹集款项。证券化还可以在新兴的金融创新服务领域提供广泛的融资服务，如 P2P 贷款等。简而言之，资产证券化可以被灵活地应用于各类创新型的金融服务中，帮助借款人在不同的金融市场中获利。

D. 牵头行/承销商

对投资银行来说，资产证券化是极具吸引力的业务领域。当投资银行参与到资产证券化市场，不但增加了其产品线的多样性，拓展了投行的业务量、服务费收入和利润，同时也提供了

¹⁹⁴ 参阅前文资产证券化的定义。

将业务延伸至新市场、发展行业专业化、提高运行效率的机会。作为做市商的承销商在维持二级市场的活力和流动性扮演着非常重要的角色。这也是一个互惠互利的关系：捍卫二级市场流动性的做市商一般从债券的买卖价差中获利，更何况在市场运行中能赢得交好的市场名誉从而赚取较款的买卖价差，并且因其在二级市场承担的做市承诺而得到更高的承销收入和发行配额。作为高盈利收入的代价，做市商需要承担一定的市场流动性风险，将其自有资金注入市场以维持市场流动性，从而保证持有证券的投资者即使市场承压时依然可以卖出证券，从而，使得市场和做市商双方实现共赢。

第十章 资产证券化及政策背景

在1970年代初期，吉利美开始发行美国政府担保的抵押转手凭证，房地美开始发行常规的抵押贷款担保证券。资产证券化融资从此开始成为美国联邦住房政策的重要辅助手段，并成为美国经济的显著特点。

作为各自业务的重要组成部分，三大美国GSE——房地美、房利美和吉利美均发行或担保了以合格的住房抵押贷款支持证券作为基础资产的证券。资产池中的抵押贷款来源主要有两种：由GSE发起然后从二级市场购入的；或是在一级市场上发起后直接被放入资产池的，这些相关的证券都由GSE所担保。GSE发行或担保的证券均受益于美国联邦政府的现有的或潜在的担保。

GSE利用住房抵押贷款支持证券有效地落实美国政府保障性住房政策是阐明资产证券化使得商业利益和政策利益是相辅相成的好例子。¹⁹⁵确实，商业导向显著的资产证券化融资项目和做法仍然受社会利益政策影响并不罕见。在基本层面上看，当资产证券化被视为获取良好社会影响的有效工具时，政策制定者通常会为之而提供政策方面的便利和优惠。然而，在资产证券化被认为会带来负面社会影响时，政策制定者便可能对其进行压制。

当然，准确地判断在社会舆论上谁的看法最起作用的政策分析的关键要素。在像美国这样的民主国家，公民投票的意见是影响联邦政府政策导向的重要因素。¹⁹⁶然而这并不阻碍美国政府对国家经济的运行和监管实施积极主动的干预（此类干预通常以调解各利益群体与民众之间的矛盾为特征）。在美国，由总统领导的行政部门和国会把关的立法部门所构成的联邦政府，得时刻清晰地把握民意，认真选择未来的发展方向，为国家的可持续发展奠定基础。

美国政府在制定政策时面临的挑战往往源于美国联邦政府的自身结构，州政府与联邦政府之间经常性的拉锯使得他们没办法步调一致，除非议案本身具备广泛的民意诉求。六十年代末期，美国国家航空航天局的登月计划就是广泛的民意诉求促使政府形成统一行动的极佳例证。此案例中，广大民众对实现“人类的伟大一步”的热情给了政府足够的动力和雄心，并为昂贵的载人登月计划买单。但是大部分行动的统一并非源于致力于社会进步的民众意愿，而是一致对抗社会公敌的成果。战争就是很好的例子，而在普通的商界中则有其他例证。例如1929年大股灾发生之后，国会通过《证券法案》要求证券发行人在发行、交易证券时作全面可信的信息披

¹⁹⁵ 参阅 Edward J. Pinto, 《前金融危机时代政府住房供给政策：一个争论性的研究》，美国企业研究所（讨论稿日期为2011年2月5日），参阅 <http://www.aei.org/wp-content/uploads/2010/10/Pinto-Government-Housing-Policies-in-the-Lead-up-to-the-Financial-Crisis-Word-2003-2.5.11.pdf>。

¹⁹⁶ 参阅前文 Romano, 第28页。

露，以防止其对信息获取不全的投资者进行诈骗。国会在 2002 年通过了《萨班斯·奥克斯利法案》，禁止企业会计作假、公司治理混乱，防止诸如 2000-2001 年间的安然丑闻出现。国会还于 2010 年通过《多德-弗兰克法案》，严防金融危机再次发生。

第十一章 证券化的未来

在信贷危机之前，美国联邦政府的政策制定者和监管者密切观察资产证券化的发展，并且连续颁布了法律法规来促进资产证券化融资的发展。¹⁹⁷但是，在信贷危机爆发之后，立法者和监管者开始从更谨慎的角度来看待资产证券化。主要是因为他们断定资产证券化是加剧“房地产泡沫”以及房地产市场崩溃后流动性急却的后续影响的因素之一。¹⁹⁸因此，危机发生后，以改革为驱动的新政策改显著反映了立法者和监管层对资产证券化更为谨慎和质疑的态度，甚至带有批判和惩罚的色泽。尽管在金融危机刚刚爆发后资产证券化市场受到了严厉的监管限制，但是如今各个相关公共部门和私立机构于全球范围内依然达成了向来的重要共识，那就是：有效的资产证券化融资是经济发展的重要催化因素之一。¹⁹⁹

大量学者和专家已经研究分析了包括资产证券化在内，错综复杂的可能造成信贷危机的因素。这些研究分析的最终目的是为了能制定出能防止类似危机再次发生的政策，同时继续保持经济的高速发展并努力提供最理想的社会福利。在这篇文章里，我们会举例一些具有代表性的研究和讨论（但我们并不试图展示研究的全部内容）。

除了避免下一次信贷危机的发生，政策制定者们还面临一个更加微妙的挑战，那就是找到能同时从经济和社会角度全面提升社会福利的途径。多个政府部门的政策制定者如今正在探讨该如何谨慎地放宽现在的政策限制，在通过鼓励金融创新（包括资产证券化）来促进经济稳定增长和避免因为经济扭曲、过度开发以及滥用职权造成的市场不稳定之间找到一个平衡点。²⁰⁰像中国这样经济正处于转型期的国家，政策制定者诚然渴望实施与资产证券化金融创新业务相关的政策，以便刺激国家金融业的发展。但是，这样的积极态度要带有谨慎的态度并且遵循实践经验的导向。

不管是对美国还是对中国的政策制定者们而言，现在都可能恰好是定位资产证券化在长远的社会和经济目标中该扮演什么样角色的关键时期。事实上，中国可以学习世界各国证券市场

¹⁹⁷ FDIC 关于资产证券化避风港的条例，参阅 2010 年 10 月 1 日更新的 Mayer Brown Legal（文件链接：<http://tinyurl.com/jy5rlyb>）。对于通过建立房地产抵押投资管道来维持固定抵押贷款资产池，向投资者提供结构利率的相关法律法规，参阅《Tax Reform Act》（1986 Pub.Law No.99-514）第六章 H 节。对于建立名为金融资产证券化投资信托（FASIT）的新型税务工具的法律法规，并使其豁免于税务，参阅《Small Business Job Protection Act》（1996 年 Pub.Law No.104-188）第 1621 部分（该条例在《American Job Creation Act》（2004 年）中被废除）。

¹⁹⁸ 参阅上文第八章关于监管反应机制的讨论。

¹⁹⁹ 参阅 2015 年 11 月 10 日的穆迪投资者服务公司，《资产证券化改革目标》（2015 年 11 月 10 号）。

²⁰⁰ 同上。

的实践经验，包括好的经验和失败的教训。确实，中国金融业恰好处在一个独特的时机，可以参照世界各国资产证券化业务经验，斟酌地思考资产证券化在金融体系框架里的恰当角色，从而慢慢地将资产证券化业务系统地、科学地、理智地融入中国的金融改革方针之中。

A. 预防再发信贷危机

1. 挑战与应对

政策制定者和学者们在详细调查了信贷危机余波后，他们意识到道德风险和利益冲突是致使房地产抵押贷款支持证券市场动荡的主要起因之一。一些行内思想领袖认为由于原始权益人对次级贷款和次优级贷款的盲目承销，以及原始权益人通过证券化的渠道，在最短的时间内将该次级和次优级贷款资产卖给住房抵押贷款支持证券的发行人的运作模式，是造成信贷危机的主要原因之一。²⁰¹也正是因为很多这样的住房抵押贷款被证券化，导致资产证券化被牵连于信贷危机并最终被指责为信贷危机的起因之一。

美国国会的反映是在《多德-弗兰克法案》中通过了大量条例，以保障投资者和借款人免受掠夺性贷款人和投机性证券化机构造成的伤害。²⁰²该法案中就有两条是关于风险自留的要求和偿还能力的规定。这两条法条都建立在一个假定之上，就是住房抵押贷款的承销问题都是由资产证券化机构和抵押贷款原始权益人这两个经验丰富的市场参与者从相对无知的借款人和投资者手中得到不正当利益造成的。²⁰³

2. 更广泛的看法

但是，其他的专家研究员也发现，次级贷款和次优级贷款通过原始权益人和发起人快速转手证券化的承销模式，可能只是住房抵押贷款支持证券市场更深层问题的表面现象。专家们报告中指出，自 1997 年开始的十年房地产市场井喷以及全球金融机构的过渡杠杆化，才是信贷危机更基本的起因。²⁰⁴其中，美联储的政策使大量流动资金涌入资本市场，也助长房地产井喷和金融机构过渡杠杆化。

²⁰¹ 参阅上文 Segoviano 等，第 15 页。

²⁰² 参阅 Ryan Bubba 和 Prasad Krishnamurthy，《监管与泡沫：监管为什么能够从中产阶级与资本巨头自身的角度来维护他们的安全》（163 U.Pa. L. Rev 1539, 1542(2015 年 5 月)）。

²⁰³ 同上，第 1566 页。

²⁰⁴ 同上，第 1555-1557 页；也可参阅上文第八章 B 节关于金融危机的讨论。

3. 房地产泡沫的兴起

要找到曾经使房地产市场长期繁荣的要素并不是一件简单的事情。按一种解释，是美国联邦政府的房地产政策促进了次级贷款的承销，并且在某种情况下甚至为促进这类贷款的承销提供了保障。²⁰⁵比如说，国会给予 GSE 的放贷目标可能引导了美国联邦政府的房地产政策走向了更宽松的承销标准，这一标准也助长了次级贷款市场的发展。国会设立这些目标某种程度上是默许了由像国民诉讼组织（National People's Action）和社区组织协会（Association of Community Organizations For Reform Now）之类的公民房屋权益卫护组织发起的房产维权行动。²⁰⁶这是一个关于市场如何深远地、微妙地也是出乎意料地回应社会舆论和政策信号的例子。政策制定者们应该时时刻刻地对他们做政策决定时无意间造成的意外后果有所警觉，同时也应该时时刻刻地注意失衡的监管架构和特殊利益优先权可能造成的市场动荡。²⁰⁷

4. 市场对价格波动的敏感性

次级和次优级抵押贷款是为中低收入借款人提供住房贷款融资的金融创新工具。这种住房抵押贷款的重要前提假设之一，就是借款人能够基于房地产的升值在短期内转按揭，用所贷购的房屋在房地产市场上的市价升值来进行再融资。房地产价格的持续上涨是抵押贷款可以再融资的依据。中低收入借款者在贷款头 2-3 年内，可以享受很低的贷款利率，被称之为“诱惑利率”。但随着时间推移，当贷款的“诱惑利率”期满，变为较高利率时，这些次级抵押借款者将要面临四个选择：（1）支付显著增加的抵押贷款利率账单；（2）利用房地产在诱惑利率期间由于房价上涨带来的净值增加，对抵押贷款进行再融资；（3）出售房地产并且用价款还贷；（4）贷款违约。很显然，第一个选择对于这类财务受限的低、中下收入借款人而言并不具有实际可行意义。所以除非房地产的升值足以对抵押贷款进行再融资，或者借款人有能力在房子出售之前支付贷款月度账单，否则贷款违约是最有可能的结果。

正因为借款人十分依赖房地产的升值，次级和次优级的抵押贷款违约率对房价波动异常敏感，这也对这类抵押贷款的证券化带来影响。更进一步推理，由这种敏感住房抵押贷款作为标的组合发起的证券化工具就是担保债务凭证的基础资产标的，而该担保债务凭证的低级其中的层级

²⁰⁵ 参阅 Edward J. Pinto, 《政府房屋政策在金融危机形成中的作用：一个有争议的研究》，2011 年 2 月 5 号讨论，参阅 <http://www.aei.org/wpcontent/uploads/2010/10/Pinto-Government-Housing-Policies-in-the-Lead-up-to-the-Financial-Crisis-Word-2003-2.5.11.pdf>。

²⁰⁶ 参阅上文 Pinto，第 2 页。

²⁰⁷ 参阅上文第八章 D. 4、5、8 和 9 节的相关讨论。

经常被出售给表外实体或进行负基差交易。投机者也通过信用违约掉期，以金融衍生品的形式将次级和次优级抵押贷款组成为衍生担保债务凭证，从而将起风险蔓延到更广阔的范围。

5. 银行挤兑现象

在房地产市场的不断泡沫化，终于碰撞到了市场的最大可承受上限。房价的停滞上涨，使得那些诱惑利率到期的次级或者次优级贷款借款人再也无法通过重新抵押进行融资，也没办法通过出售房产而还款，从而导致次级和次优级抵押贷款违约率的上升。那些以次级和次优级抵押贷款为基础资产的结构化产品和衍生品的透明度也很低。当遇到实际问题时，实际上没有现实可行的方法分析其交易层面或者模拟其交易步骤，因此没有办法科学地定位其风险所在。

相应的，当上述交易开始面临压力时，市场参与者很快对自己投资头寸的市价失去信心。²⁰⁸金融市场各个环节的参与者，在泡沫上涨时段都持有一定的信贷合约。而上升的违约率以及对所导致损失的不确定性，导致资金的大量回撤。²⁰⁹一些观察者把这种信贷在短时间内的巨大回撤并导致危机的现象视为典型的系统性“银行挤兑”恐慌。在这过程中，部分银行和金融机构作为其他银行和金融机构的大额储户，突然间从市场中撤资。²¹⁰

在美国，联邦政府通过对银行存款提供政府支持保险，使得能够防止 1928 年大萧条前发生的那类银行零售储户挤兑恐慌。然而，政府对每个受保的账户提供的存款保险额度有较低的限额，当有问题的资产远超可担保额度时，政府存款保险并不能有效防止像信贷危机这类高风险恐慌事件的发生。除非将所有银行国有化，是否还有其他解决方法能够有效防止此类事件再次发生呢？将银行国有化与美国的宪法原则及其实行的自由市场经济不一致而富有争议，所以美国的立法者并不打算将银行国有化作为应对信贷危机的解决方法。²¹¹然而，他们在《多德-弗兰克法案》中提出将资产证券化进行标准化监管的方式作为回应。²¹²

6. 与事实相违背的风险自留监管

Bubb 和 Krishnamurthy 认为，相对与考虑如何控制恐慌性挤兑，不如考虑如何将经济泡沫扼杀于摇篮，以此来预防恐慌性挤兑造成的尾部风险。²¹³而且，他们也指出，尽管《多德-弗兰克法案》基于旨在引导微观经济行为的间接管理措施能够有效的防止交易一方在市场交易中占

²⁰⁸ 参阅上文 Gorton，第 1149 页 58 条。

²⁰⁹ 同上，第 1149 页 58 条。

²¹⁰ 同上，第 1120 页 25 条。

²¹¹ 参阅上文 Romano，第 59 页。

²¹² 参阅上文 Bubb & Krishnamurthy，第 1539 页。

²¹³ 同上，第 1608 页。

据不平等的优势地位，但是在双方都对结果有过高期盼的时候，这种间接管理方式是较为低效的。信贷危机表明了泡沫经济的一个特征，就是无论是没有经验的投资者还是经验丰富的政策制定者都会被其所感染。²¹⁴举个例子来说，学者用证据表明同一银行发起和承销的次级或次优级贷款不仅仅是把这些有风险的财产转移到了另一方，同时他们自己也保留了相当大的风险敞口。²¹⁵在信贷危机发生前的住房抵押贷款支持证券市场中，一些主要的资产证券化机构持有数千亿美元的高风险性住房抵押贷款支持证券资产，结果却遭受了极大的损失。²¹⁶在这个前提下，Bubb 和 Krishnamurthy 对强制性风险自留的要求是否真的能够有效地在牛市气氛中有效控制风险提出了疑问。证据表明，许多市场参与者在危机前的抵押信贷市场中自愿承担了比强制性风险自留更多的风险。²¹⁷因此 Bubb 和 Krishnamurthy 指出，经济泡沫在某种程度上是建立在不切实际的、对市场过度乐观的基础之上才产生的。监管者试图通过平衡交易各方的利益以达“公平”的结果是没有效果解决或者规避如此之大的市场系统性紊乱的。承上启下，政策制定者应该强烈质疑这些旨在控制具体的微观经济行为的管理措施是否能够解决如此庞大的结构性金融系统紊乱。譬如，质疑贷款发放者和借款者之间的利益冲突问题（即《多德-弗兰克法案》偿付能力规则所意图解决的问题）或是证券化机构和投资者之间的道德风险和利益冲突（即《多德-弗兰克法案》信用风险自留规则所意图解决的问题体）是否能够有效降低下一次挤兑的概率。因为，这些局部的矛盾只是复杂的交易网络之中的两个因素，意图通过规范这样细节而治系统性大乱可就是舍本逐末。

作为另一个选择，Bubb 和 Krishnamurthy 建议对负债权益比和负债收入比设置刚性上限。这种限制可以减少抵押信贷市场中可用的杠杆堂口，并能够进一步减缓、缩小泡沫的扩张。就像他们所指出的，在经济泡沫时期的物价上涨速度通常要比借款人的支付预付款能力上升速度还快，所以一个持续牛市依赖于宽松的信贷环境。²¹⁸在他们看来，在负债权益比上设置强制性的上限是一个相对来说最直接、有效的抑制泡沫增长的方式，并且能够在泡沫破裂时防止恐慌性挤兑的尾部风险。

值得注意的是《多德-弗兰克法案》在对于免除合格住房抵押贷款（即“QRM”）风险自留的规定中，明确授权了金融监管机构在定义合格住房抵押贷款条例时可以考虑“由历史贷款轨

²¹⁴ 同上，第 1554 页。

²¹⁵ 参阅上文 Gorton，第 2311 页 86 条以及 Bubb & Krishnamurthy，第 1586 页。

²¹⁶ 参阅上文 Bubb & Krishnamurthy，第 1581 页。

²¹⁷ 同上，第 1586 页。

²¹⁸ 同上，第 1612 页。

迹表现造成较低违约风险的承销和产品功能特征”。²¹⁹可以理解这项规定以允许设置负债权益比和负债收入比的最高上限值。然而金融监管机构却选择了按照消费者金融保护局关于合格抵押贷款的定义确定合格住房抵押贷款条例，实际上是直接使用了消费者金融保护局关于合格抵押贷款的定义。而对此罗马诺表示²²⁰，该定义不包括首付款的要求，并且可允许的后端负债权益比限制也相对宽松的设置为 43%。²²¹尽管美国证券交易委员会，银行的监管者和住房和城市发展规划部门根据风险自留条例于 2011 年一起提出了合格房地产抵押贷款定义提出了更加严禁的要求，例如 20%首付款比例，以及 36%后端负债权益比限制，但是这些条例在规定最终颁布时被大幅削减。²²²立法者，房地产企业，消费者权益组织，和社区积极分子纷纷游说监管机构对于合格房地产抵押贷款的风险自留采取消费者金融保护局的较为宽松定义。最终他们在 2013 年重新提出了这一规则重稿，并且该规则在 2014 年得到了定稿。²²³²²⁴

7. 基本预防措施²²⁵

政策制定者不应该期望能够找到简单方法来解决复杂的系统性问题。领导者需要不断地关注细微的和错综复杂的市场动态，同时也要有足够的勇气在问题恶化前指出市场的扭曲以及监管的不足。政策制定者们必须要时刻提醒自己，每个危机都是不同的。如果政策制定者过分关注过去危机的起因，那么在不同情况下，他们将无法识别潜在的可能触发金融危机的其他因素。

226

尽管如此，政策制定者可以从上次信贷危机中吸取一些简单的、明确的教训和具有普遍适用性的规则，这些经验教训有助于减少类似事件再次发生的可能性和严重程度。

为了确保资产证券化交易基础资产抵押物的质量，政策制定者应该监控贷款的发放。再妙的交易结构都不足以弥补低劣的承销措施。²²⁷为此，政策制定者可以提出更严格审慎放贷政策，强调现金流和收入而降低对未实现资本利得的情迷。

正如上文在考虑资产证券化步骤时提到的那样，风险自留或许不足以保证资产证券化市场

²¹⁹ 参阅《Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection 法案》第 15 章 G. e4 节, Pub. L. No. 111-203, § 941(b)节, 124 Stat. 1376, 1891 (codified at 15 U.S.C. § 78o-1 1(a)(1) (Supp. IV 2010 年))。

²²⁰ 参阅上文 Romano，脚注 126。

²²¹ 参阅《美国联邦法规》第十二卷 1026 章 43(e)(vi)节 (2013 年)。

²²² 信用风险自留，《联邦记录簿》第 76 卷 24,090, 24,123-24 (起草于 2011 年 4 月 29 号)。

²²³ 信用风险自留，《联邦记录簿》第 78 卷 57,927, 57,989 (起草于 2013 年 9 月 20 号)。

²²⁴ 同上，第 1609 页及其下列。

²²⁵ 这段内容由上文 Segoviano 衍生而来。

²²⁶ 参阅上文 Kravitt，第 10 课的注释。

²²⁷ 同上，第 1 课的注释。

的安全运作。政策制定者也应该注意整个资产证券化链条中的其他动因，使所有市场参与者在单笔交易或者一系列的交易中能有一致的利益。

通过商讨可靠和客观可行的声明与保证,并加大执行力度,或许是一种使市场参与者都拥有共同利益导向的机制。声明与保证是抵押贷款证券化过程中的核心元素，因为该声明和保证给出原始权益人在放贷环节必须满足的一系列条件。原始权益人通常给发行人声明与保证，然后发行人提供给投资者同类的声明与保证。如果发行人违反了声明或保证，则投资者对发行人拥有追索权。相对应的，发行人对发起人或原始权益人有追索权，后者之一要对非标准贷款资产进行赎回。

发行人和其他金融机构应该采取措施来保持在证券化交易过程中其雇员和高管的利益和机构本身的利益一致。²²⁸研究人员提供了大量证据表明，一些主要金融机构的员工和高管出于增加个人津贴而做出的决定，使公司而不是他们个人面临重大的尾部风险。²²⁹考虑到这些因素，一些观察者将金融危机期间大量的证券化机构破产归因于公司和公司高管及员工之间的利益不一致。

评级机构应该继续努力保持评级的质量和诚信，从而使得投资者和发行人享受公平对待。评级机构应该继续力求提供关于债务发行人和债务工具之间的信用对比的具有前瞻性的观点，以此来降低债务发行人和潜在购买者之间的信息不对称。为了更有效地使用信用评级，应该告知市场参与者评级模型的特点和局限性。评级机构有责任对其评级方法、评级政策和评级整体表现尽可能透明。

政策制定者应该致力于为同类的资产证券化交易建立统一报告标准，尤其是相关融资和信用风险的披露，可以促进和支持投资者的尽职调查工作。信息披露要求应该按照各个资产类别进行标准化，方便投资者进行科学的和有效的公司间对比。SPE、渠道载体，以及它们的发起机构和经理商，都应该对公司业务以及股东、创建人和发起人之间的各种交易上和非交易上的关系保持完全透明，让投资者完全知晓且意识到任何潜在的利益冲突和内部交易。

政策制定者应该确保证券化机构、承销商和投资者有动机听取他们各自律师、会计和其他顾问的职业意见，且应当制定相应的政策以打击服务商通过偷工减料或走捷径获取不妥当的商

²²⁸ 同上，第 6&7 课的注释。

²²⁹ 参阅上文 Bubb & Krishnamurthy，第 1586 页；也可参阅 The Fin. Crisis Inquiry Comm'n, 《The Financial Crisis Inquiry Report 17》(2011 年 1 月)(引用自 Raghuram Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier*, NBER 工作文件第 11728 号 (2005 年 11 月))。

业利益。²³⁰走捷径的方式通常会起到损害经济的反作用。²³¹

当然了，从最近的金融危机中也学到的一个可以广泛应用的教就是：如果一个政策或者金融策略对国民经济的影响似乎太好，甚至似乎好到不可置信的水平，那么该政策或策略是否很稳妥可能是要质疑的。政策制定者通过这类常识性准则进行审慎的观察，可以抑制那些看上去生机勃勃，但是却不合常理、不能维持，并且可能导致大规模金融危机的超额收益，使市场走的更远。²³²

除此以外，本文的第一部分的第 VIII. D. 章节进行了关于良好监管措施特点的深入探讨，而且阐述了 9 个能够解决关键问题并不引发新问题的监管特征。

B. 标准化和统一化资产证券化的倡议

近期以来，一些国家和地区的决策者和思想领袖发出了公开倡议，力求恢复投资者对资产证券化市场的信心。这些倡议一般都是为了寻求制定《简单、透明、可比》（Simple, Transparent and Comparable, STC）以及《简单、透明、标准化的资产证券化》（Simple, Transparent and Standardized Securitization, STS）等框架下的交易标准，旨在达到更好的信息披露、标准化和可比性。这其中，来自欧盟、欧洲银行管理局、巴塞尔银行监管委员会及国际证券委员会、澳大利亚审慎监管局的提议尤其值得关注。²³³美国证券交易委员会的《Reg AB II》中诸如各类资产占比的信息披露规则等条例也很有参考价值。这些提议的目标一般都是为高质量资产证券化搭建框架，使之较之前的资产证券化体系更简化，并且能够更好地保护投资者。同时也有助于在稳定、可持续的资产证券化市场中募集资金。

应外界要求而做出的一系列书面回复中，²³⁴美国结构性融资行业组织（SFIG）已经对欧洲的《简单、透明、标准化的资产证券化》和巴塞尔银行监管委员会/国际证券委员会的《简单、透明、可比资产政权化》提议的有效性表达了一定的保留态度。美国结构性融资行业组织提出的一个担忧就是欧洲的提议过于复杂又缺乏灵活性，无法在实际中奏效。美国结构性融资行业组织建议对这些提议进行修订，以建立一套更为灵活、适应性更强、更有据可依的框架。美国结构性融资行业组织还指出，欧洲拟定的提议将合格的资产证券化限定在欧盟发行的基础资产

²³⁰ 参阅上文，第 9 课的注释

²³¹ 参阅上文，第 2 课的注释。

²³² 参阅上文，第 3&4 课的注释。

²³³ 参阅穆迪投资者服务公司，《资产证券化改革提议》，(2015 年 11 月 10 号)。

²³⁴ 参阅 <http://www.sfindustry.org/advocacy/categories/C247>。

上，这将会导致更严重的市场分化，以及将潜在的风险分散度和流动性降低。

这些简化、透明化、可比化和标准化提议的另一个目的是希望推动全球金融市场的进一步整合。提议发起者认为，这些提议有助于拓展融资渠道，分散风险，吸引更多的借款人和投资者进入资产证券化市场。对此，思想领袖指出，除了要在各国内部努力建设更高质量的资产证券化市场，决策者还应该共同努力，促进全球市场的协调发展。但是目前欧洲提出的《简单、透明、标准化的资产证券化》提议却与协调整合全球市场的意愿相违背。例如这些提议认为只有源于欧盟境内资产的证券化产品才符合标准。

中国的决策者可能会认为参与到这样的全球性协调行动中来很有裨益，而且可能会发现为自己国内的资产证券化市场制定一套灵活高效的资产证券化框架很有必要。不过或许应该谨慎地看待欧洲的提议。我们要强调的是，各国监管当局现在都开始关注对资产证券化进行规范和重塑的构思。我们建议中国监管当局贯彻能反映这类构思的最佳方案，但与此同时与各国市场协调一致，避免闭门造车。

附录：术语表

A

AFC 见 Available Funds Cap

AIG 见 American International Group

ABS 见 Asset-Backed Securities

ABCP 见 Asset-Backed Commercial Paper

ASU 见 Accounting Standards Update

ASC 见 Accounting Standards Codification

AFC 见 Available Funds Cap

ABCP Conduits 资产抵押商业票据通道：特殊目的实体（SPEs）通过发行资产抵押商业票据（ABCP）对要购买的金融资产进行融资。资产抵押商业票据通道主要有以下两种形式：（1）单个出售方的资产抵押商业票据通道，即只从经常发起此类通道的合并集团处购买资产（2）多个出售方的资产抵押商业票据通道，即从与通道发起机构无关的第三方发起机构或其他卖方处购买资产（通常是银行或其他金融机构）。

Accounting Standards Codification（ASC）《会计准则汇编》（美国）：ASC 由 FASB 制定，是通用会计准则(GAAP)的来源，适用于非政府实体。

Accounting Standards Update（ASU）会计准则更新：即 FASB 对 ASC 的更新。ASU 文件涵盖以下内容：（1）会计指南的变化，包括对 FASB 汇编细节上的修正；（2）FASB 修订会计指南的理由，以及与修订相关的背景；（3）修订的生效时间及过渡方案。

Affordable Housing 保障性住房

Alt-A Mortgage 次优抵押贷款：缩写为“Alternative A-paper”，是一种美国抵押贷款类型。由于各种原因，次优级抵押贷款被认为风险高于 A 级或者是优先级抵押贷款，低于风险最高的次级抵押贷款。

Amortization Event 摊还事件

Annual Percentage Rate 年化百分比

Asset-Backed Securities (ABS) 资产支持证券

Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) 资产抵押商业票据

Asset Manager 资产管理人：代理进行投资活动的专业金融机构，比如企业年金基金或保险公司。

Asset Representations Reviewer 资产陈述监察员：由独立的第三方服务商基于对违约比例的调查和投资者后续的共同决议，出具关于基础资产的审查报告，并判断该资产是否符合陈述与保证条款。

American International Group (AIG) 美国国际集团

Asset Representations Reviewer 资产陈述监察员

Auto Captives 汽车自融资公司：汽车制造商所拥有的汽车融资公司。

Available Funds Account 可用资金账户: 存有质押给信托的资产池所有可分配现金流款项的现金账户。

Available Funds Cap (AFC) 可分配资金限额: 用以确保收到的债券票息不超过按日调整的总利息减去费用的差值, 这种方法用来计算同等偿付顺序的债券。

B

BCBS 见 Basel Committee on Banking Supervision

BWIC 见 Bids Wanted in Competition

BSW 见 Balance-Guaranteed Swap

B-piece: B-级块, 即 CMBS 交易中最劣后, 最先将承受损失的债权。

B-Piece Buyer B-级块的购买者: 因为他们通常是控制层债券持有者, 意味着他们对不良贷款资产有更多控制权和比其他层级投资者有更多权利获得相关信息。

Back-end Debt to Income 后端债务收入比

Balance-Guaranteed Swap (BSW) 余额保证型互换: 一种自动调整名义本金的互换, 从而保证债务的本金余额可以被套期保值。

Bankruptcy Remoteness 破产隔离

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) 巴塞尔银行监督委员会

Basis Risk Swap 基点风险互换

Bear Stearns 贝尔斯登公司

Bids Wanted in Competition (BWIC): 投资者提供给做市商的不同交易商的报价清单。

Board of Governors of the Federal Reserve System (Federal Reserve or FRB) 美国联邦储备委员会: 简称美联储, 履行美国中央银行的职责, 并制定货币政策, 同时也是美国某些州立特许银行, 银行控股公司, 储蓄机构, 和外国驻美国的银行机构的主要监管者。

Borrower 借款人

Brokers Price Opinions 房地产经纪商评估价 [Jin Fei: this was wrong, context should be real estate broker, rather than market maker]

C

CAS 见 Connecticut Avenue Securities

CCF 见 Credit Conversion Factor

CCP 见 Central Counterparties

CDO 见 Collateralized Debt Obligations

CEIO 见 Credit-enhancing Interest-only Strips

CFPB 见 Consumer Financial Protection Bureau

CFTC 见 Commodity Futures Trading Commission

CLO 见 Collateralized Loan Obligations

CMBS 见 Commercial Mortgage-Backed Securities

CMO 见 Collateralized Mortgage Obligation

CRT 见 Credit Risk Transfer Calculation Agent 数据分析代理商：也被叫做债券分析服务商，为投资者计算债券回报。同时计算代理也进行现金流瀑布和触发事件计算，并出具投资者报告。

CARD Act:《信用卡问责、责任和信息披露法》，该法案修改了《Truth in Lending Act》。

CFE：抵押融资主体。

Central Counterparties (CCP) 中央交易对手方：介入金融合约交易的对手方之间，成为买方的卖方、卖方的买方的特设结算所。

Charged-off Credit Card Loan: 注销信用卡应收款

CLO/CDO Evaluator: CLO/担保债务凭证评估模型：由各评级机构就 CLO 或 CDO 所建立的债务人违约概率模型的统称。

Clean-up Calls 清偿赎回

CLO-eligible Loan Tranches 适格贷款层级的 CLO

Collateralized Debt Obligations (CDOs) 担保债务凭证

Collateralized Loan Obligations (CLOs) 银行贷款担保凭证

Collateral Manager 抵押品管理人：抵押品管理人是专门管理抵押品，保护以及衡量其对于投资者的价值的一方。这个术语尤其常见于 CLO 和 CDO 中。事实上，在 ramp-up 期以及再投资期间，抵押品管理人会代表相关的 SPE 机构购买并出售抵押品，以此来最大化交易的价值。同时，抵押品管理人也会在此期间管理抵押品来保证其价值。

Collection Account 归集账户：专门设立的存款账户或其他银行账户、投资账户，用来接收资产证券化所得资金，尤其是由基础债务人支付的利息和本金。

Collateralized Mortgage Obligation (CMO) 房地产抵押贷款担保证券

Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) 商业地产抵押贷款证券，即以商业地产，包括商铺、多户居民房屋、旅游、游乐或移置式住房社区地产按揭收益权所为保品所支撑的债权

Commercial Paper Funding Facility 商业票据融资机制

Commodity Futures Trading Commission (CFTC) 商品期货交易委员会：美国政府部门，其职能是培养开放、透明、竞争和财务稳健的大宗商品市场，保护市场用户和他们的资金、消费者以及公众，免受大宗商品交易法所涉及的衍生产品和其他产品的欺诈、操纵和滥用行为。

Connecticut Avenue Securities (CAS) 康涅狄格大道证券

Consumer Debt Receivable 消费者负债应收账款

Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) 美国的消费者金融保护局：美国政府部门，拥有对大型银行（资产超过 100 亿美金）以及某些非存款机构和各自的分支机构所提供的个人金融产品以及服务的监督、检查和执法权，且对于许多联邦消费者金融法案具有规则制定权。

Controlling Financial Interest 财务控制权益：指主要受益人在一个可变利益实体中所持有的一种权益。

Counterparty Risk Criteria 交易对手风险标准

Covered Bond 资产担保债券：一种通常由银行发行的债券，由银行的特定资产作担保（通常是

房地产抵押贷款)。拥有该债券的债权人对银行的信贷拥有追索权。通常有一套监管方案或结构来保证债权人能够获得抵押品。

Credit Card Receivable: 信用卡应收账款

Credit Conversion Factor (CCF) 信用转换系数

Credit Derivatives and Guarantee 信贷衍生产品和保证

Credit Enhancement Triggers 增信触发机制

Credit-enhancing Interest-only Strips (CEIOs) 增信拆息债券

Credit Risk Retention Rules 信用风险自留规则: 由美国多个监管机构(即美联储、住房和城市发展部、联邦存款保险公司、联邦住房金融署、美国货币监理署、及美国证券交易委员会)联合制定的规则,规定资产证券化发起机构必须自己留存交易中的信用风险。最终规则颁布于联邦公告 79 Fed. Reg. 77,602 (Dec. 24, 2014)。该规则贯彻了《多德-弗兰克改革和消费者保护法》(简称为《多德-弗兰克法案》)关于风险保留的要求。

Credit Risk Transfer (CRT) 信用风险转移

Cumulative Loss Triggers 累积损失触发机制

Currency Swap 货币互换

D

DLP 见 Direct Loan Program

Delinquent Asset 久期资产

Delinquency Triggers 逾期触发机制

Department of Housing and Urban Development (美国) 住房和城市发展部

Depositor 资产存入机构: 在证券化交易过程中常用的一个实体(通常是个 SPE),它把基础资产组合转让与资产证券发行人(也是个 SPE)。作为回报,它会得到现金、对已证券化资产的一些权益、或两者兼得。

Direct Loan Program (DLP): 直接贷款计划。

Distribution Date 分配日: 证券化交易文件中规定的将资产支持证券收益分配给投资者的每月固定日期。

Dodd-Frank Act 《多德-弗兰克法案》: 多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法。

E

EHRI 见 Eligible Horizontal Residual Interest

EOD 见 Event of Default

Early Amortization Events 提前偿还事件: 指提前偿还 ABS 事件的发生。

EDGAR: 由美国证券交易委员会管理的一个电子数据集合、分析和检索系统。美国证券交易法所规定的各种文件报表,比如年报(10-K)和定期报告(10-D),都需通过 EDGAR 进行备案。

Eligible Horizontal Residual Interest (EHRI) 符合条件的水平残值 符合风险自留规则的最低当权

息

Eligible Vertical Interest 符合条件的垂直值 符合风险自留规则的各当权息

Equitable power 衡平权

European Central Bank 欧洲中央银行

Event of Default (EOD)违约事件：与利息按时支付、最终的本金支付、资产表现触发事件、服务标准和合同保证相关的一系列事件，违反这些事件可能导致信托解散，或对债券持有人的加速偿付。

Excess spread 超额利差

F

FFELP 见 Federal Family Education Loan Program

FAS 见 Financial Accounting Standards

FASB 见 Financial Accounting Standards Board

FSOC 见 Financial Stability Oversight Council

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) 联邦全国按揭贷款协会（房利美）

Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) （美国）联邦存款保险公司：是美国的联邦政府机构，主要职责有：（1）为美国所有银行和储蓄机构的存款提供保险（2）是那些由州特许经营又没有加入联邦储备体系的银行或其它储蓄机构的主要监管者（3）是已投保银行和储蓄机构的后备监管人（4）通常会被任命为破产的储蓄机构的接管人。

Federal Family Education Loan Program (FFELP) 联邦家庭教育贷款计划

Federal Housing Finance Agency 联邦住房融资机构

Federal Reserve 美联储

Federal Reserve Bank of Chicago 芝加哥联邦储备银行

Financial Accounting Standards (FAS) （美国）《财务会计准则》

Financial Accounting Standards Board (FASB) 财务会计准则委员会

Financial Stability Oversight Council (FSOC)金融稳定监督委员会：主要任务是全面监控美国金融系统的稳定。

Financial Standby Letters of Credit 融资保证备用信用证

Fixed-Rate Bonds 固定利率债券：利率在整个偿付期内固定的债券。

Fitch Rating 惠誉评级

Floater 浮动利率债券：利率在偿付期内浮动变化的债券。

Freddie Mac （Federal Home Loan Mortgage Corporation）联邦住房贷款按揭公司（房地美）

Funding Arbitrage 融资套利

G

GAAP 见 Generally Accepted Accounting Principals

GSE 见 Government Sponsored Enterprises
Generally Accepted Accounting Principals (GAAP) (美国)《通用会计准则》
Geographic Concentration 地区性集中度
Ginnie Mae (Government Housing Loan Corporation) 美国政府全国按揭贷款协会(吉利美)
Government Sponsored Enterprises (GSE) 美国政府支持企业, 即是 Fannie Mae, Freddie Mac 和 Ginnie Mae。
GSE-issued MBS 美国政府支持企业发行的房地产抵押贷款支持证券

H

HQS 见 High Quality Securitization
"Hell or High Water" Clause 无免责事由条款: 租赁合同中的一个条款, 支付方无论发生什么困难都必须履行支付义务 (通常与租赁资产的使用有关)。
HIBOR 香港银行同业拆借利率
High Quality Securitization (HQS) 《高质量资产证券化议案》
Home Equity Loan 房屋净值贷款
Home Equity Lines of Credit 房屋净值信用贷款
Hong Kong Mortgage Corporation Ltd. 香港按揭证券有限公司
Hong Kong Prime 香港基准利率
Household Mortgage Debt 家庭按揭贷款

I

IDI 见 Insured Depository Institution
IIPP 见 Interest Interest Principal Principal (IIPP) Sequence
IO 见 Interest Only
IOSCO 见 International Organization of Securities Commissioners
IPIP 见 Interest Principal Interest Principal (IPIP) Sequence
IndyMac 因迪美
Insured Depository Institution (IDI) 已投保的存款机构
Integrated Disclosure Rules 综合信息披露规则
Interest Distribution Account 利息分配账户
Interest Interest Principal Principal (IIPP) Sequence “利息-利息-本金-本金”偿付顺序
Interest Principal Interest Principal (IPIP) Sequence “利息-本金-利息-本金”偿付顺序
Interest Rate Cap 利率上限衍生品
Interest Rate Swap 利率互换
INTEX: 一家公司, 其主要开发和供应一套分析软件, 专门对 RMBS、ABS、CMBS、CDO、

CLN、担保债券交易模型的现金流预测和价格/收益分析。

Inverse Floater 反向浮动利率债券: 息票与短期利率或参考利率成反比关系的债券。

Investment Company Act (美国) 投资公司法案

Investor 投资者: 投资或持有 SPE 发行的证券化产品的人或实体。

Investor appetite 投资者偏好

Interest Only (IO) 仅付利息债券

International Organization of Securities Commissioners (IOSCO): 国际证监会组织。

Issuance Trust 发行信托

Issuer 发行人: 发行证券化产品或其它投资产品的特殊目的实体。

Issuer Account Bank 发行人开户行: 证券化机构发行方主要使用的银行, 持有各种交易相关的资金, 包括分配给持票人的资金以及准备金账户, 合约方通常要求这类银行的评级最低要在 A 级或以上, 因为对方需要确保其有能力向持票人及时支付。

J

Japan Housing Finance Agency 日本住房金融代理公司

K

Korea Housing Finance Corporation 韩国住房融资公司

Korea Mortgage Corporation 韩国抵押贷款公司

L

LLC 见 Limited Liability Company

LCR 见 Liquidity Coverage Ratio

Lehman Brothers 雷曼兄弟

Libor 1M 1 月期伦敦银行同业拆借利率

Libor 3M 3 月期伦敦银行同业拆借利率

Limited Liability Company (LLC) 有限责任公司。

Liquidity Coverage Ratio (LCR) 流动性覆盖率。

Liquidity Facilities 流动性贷款

Liquidity Facility Provider 流动性贷款提供商: 一个金融机构, 以银行为典型, 提供流动性以确保还款人在特定条件下能够及时付款 (但其目的并不是保护证券化产品不受基础资产违约的影响)。一些交易在结构上由外部流动性贷款支持, 从而保证交易及时支付持票人的能力。外部流动性贷款能够一定程度上规避以下风险: (1) 资产和负债期末错配 (2) 合约对方 (比如服务商) 违约引起的汇集款项中断。评级机构的“交易对方评估标准”通常设定流动性贷款提供商的最

低评级，比如 A 或者以上，因为交易对方的资质对交易能否向持票人及时支付至关重要。

Liquidity Premium 流动性溢价

M

MACR 见 Modifiable and Combinable REMIC

Manufactured Housing 移置式房屋

Marking to Market 盯市计价

Master Servicer 主服务商：负责协调各服务商所执行的利息预付和本金偿付等任务，在住宅和商业抵押贷款证券化交易中尤为典型。

Master Trusts 综合信托

Material Swaps Exposure 重大掉期风险

Modifiable and Combinable REMIC (MACR): 可调整和组合的房地产抵押投资通道; REMIC 的特殊种类，其允许投资者用一种证券来交换其它证券，但交换的证券都必须由相同的现金流作为支持。

Modified Supervisory Formula Approach (MSFA) 修正的监管公式方法

Money Market Liquidity Facilities 货币市场流动性工具

Mortgage Backed Security (MBS) 房地产抵押贷款证券

N

NBA 见 National Bank Act

NPL 见 Non-Performing Loans

NPR 见 Notices of Proposed Rulings

NPV 见 Net Present Value

NAS 见 Non-Accelerating Senior (NAS) Bonds

NRSRO 见 Nationally Recognized Statistical Rating Organization

NSF 见 Non-Sufficient Funds

National Association of Home Builders 全美房屋建筑商协会

National Bank Act (NBA) 国家银行法

National Housing Bank of India 印度国家住房银行

Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) 美国全国认可的，在美国证券交易委员会注册过的评级机构

Negative Basis Trades 负基差交易

Net Present Value (NPV): 净现值。

Non-Accelerating Senior (NAS) Bonds 无加速优先债券；一种 ABS 证券，持有者在一段时间内完全免受预付款风险，并且在保护期以后可以收到一部分预付款。

Non-Balance-Guaranteed Swap 非余额保证型互换

Non-GSE MBS 私营部门发行的房地产抵押贷款证券

Non-Mortgage Debt 非住宅抵押贷款

Non-Performing Loans (NPLs) 不良贷款

Non-Sufficient Funds (NSF) 非充足资金。

Notices of Proposed Rulings (NPRs) 裁决通知书

O

OTC 见 Over-the-counter

OCC 见 Office of Comptroller of Currency

Obligor 债务人：所有证券化金融资产的基础债务人。若基本债务是贷款，则债务人也可称为“借款人”。

Obligor Concentration 债务人集中度

Obligor Exposure and Concentration Risk 债务人集中度风险

Off-balance-sheet Treatment 表外化处理

Office of Comptroller of Currency (OCC): 美国货币监理署：美国政府机构，对所有全国性银行和联邦储蓄协会以及外国银行的联邦分支机构进行授权，监管和监督。

Operating Advisor 经营顾问：在商业房地产抵押贷款证券（CMBS）交易中，对特殊服务机构在有关抵押贷款相关行动进行监督的无关联的第三方服务提供商。

Operational Trigger Event 经营触发事件

Originator 原始权益人

Overcollateralization 超额抵押

Over-the-counter (OTC) Derivatives 场外交易衍生工具

P

PO 见 Principal Only

Performance Trigger 表现触发机制

Placement Agent 承销商：承销商通常是金融机构，作为代理商发售证券（但未必自己首先购买）。该证券由发行人向投资者发行，并且投资者通常以私募方式购买这些证券。

Planned Amortization Class Bonds (PAC Bonds) 计划摊还类债券：ABS 投资者在一定预付款速度内分摊预付款风险。

Principal Only (PO) 仅付本金债券

Pooling and Servicing Agreement (PSA) 入池及服务协议。

Pre-funding 预先集资

Primary Beneficiary 主要受益人：在可变利益实体（VIE）中拥有“控制权益”的一方，因为它同时具有：（1）权力去指导 VIE 的活动，对其经济效益产生重大影响；以及（2）义务去承担或接

受对 VIE 可能有重大影响的损失或收益。

Prime-jumbo Loans 优质大额贷款

Principal Distribution Account 本金分配账户

Priority Sequential Repayment 优先顺序结构

Q

QRM 见下

Qualified Residential Mortgage (QRM) 合格住房抵押贷款

R

REMIC 见 Real Estate Mortgage Investment Conduit

REO 见 Real Estate Owned

RMBS 见 Residential Mortgage Backed Securitization

ROE 见 Return on Equity

RW&E 见 Represenatation, Warranty and Enforcement Mechanism Reports

Rating Agency 评级机构：美国全国认可的评级组织（NRSRO），例如标准普尔、穆迪投资服务公司、惠誉评级、等等。

Rating Ceiling 信用等级上限

Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMIC): 房地产抵押贷款投资渠道：允许“穿透性税收待遇”的交易结构。这意味着 REMIC 不在企业层面征税，予以代替的是对投资者层面的收入进行征税。

Real Estate Owned (REO) 为债权人所拥有的房地产/ 不动产。

Reference Portfolio 参考投资组合

Reg AB II: SEC 制定的关于公开发行 ABS 和 MBS 的披露要求的准则。详见 79 Fed. Reg. 57,184 (2014 年 9 月 24 日)。

Reinstatement Mechanisms 复原机制

Re-performing Loans (RPLs) 转好贷款

Repo Facilities 回购机制

Representations and Warranties 陈述和保证

Represenatation, Warranty and Enforcement Mechanism Reports (RW&E Reports) 陈述，保证和执行机制报告（RW&E 报告）：据《多德弗兰克法案》，SEC 制定了准则 17g-7（17 C.F.R. § 240.17g 7(a)(1)(ii)(N)），要求 NRSRO 在结构化融资交易的信用报告中（1）描述投资者所能得到的陈述，保证和执行机制（RW&E）并（2）与类似其它证券的 RW&E 做比较。只有在招股说明书，私人配售备忘录或其他发售文件中披露的与证券化所依据的资产池相关的 RW&Es 需要在 RW&E 报告中披露。

Reserve Accounts 准备金账户

Reserve Account Release 储备金账户释放

Residential Mortgage 住房抵押贷款

Residential Mortgage Backed Securitization (RMBS) 住房抵押贷款支持证券

Residual Realization 残值实现

Return-on-equity (ROE) 资产收益率

Revolvers 循环贷款

Revolving Pool 循环池

Revolving Pool Securitization 循环池证券化：为在多个发行日期发行不同系列、种类、子类和部分的 ABS 而设立的发行实体。这些 ABS 由一组共同的证券化资产抵押，这些资产将随着时间的推移而发生变化，并且不会从其证券化资产中的额外利息和费用中获得收益。

Risk-based Capital Rules 风险资本规则

Risk Retention 风险留存

Risk Retention Rule 风险留存规则

S

SEC 见 Securities and Exchange Commission

SFA 见 Supervisory Formula Approach

SFIG 见 Structured Finance Industry Group

SLABS 见 Student Loan Asset Backed Securities

SME 见 Small / Medium Enterprise

SPE 见 Special Purpose Entity

STACR 见 Structured Agency Credit Risk

STS 见 Simple, Transparent and Standardized (STS) Securitization

Secondary Mortgage Corporation of Thailand 泰国二级抵押贷款公司

Securities Act 证券法：1933 年美国证券法修订本。

Securities and Exchange Commission (SEC) 美国证券交易委员会

Securities Offering Reform 证券发行制度改革：SEC 根据 1933 年证券法（“证券法”）制定的准则，旨在使注册和发行证券（包括 ABS 和 MBS）的流程现代化。这些规则自 2005 年 12 月 1 日起生效。 详见：70 Fed. Reg. 44722（2005 年 8 月 3 日）。

Self-liquidating 自偿性的

Senior-subordinate Structure 优先-劣后级结构

Senior-sub Shifting Interest 优先劣后级权益转换

Separateness Covenants 分离契约：由证券化资产发起人和 SPE 共同创建的关于证券化交易的一系列承诺与条约，旨在保护各方在法律上的独立性。

Sequential Pay Transactions 按顺序支付交易：在 ABS 交易中，所有基础按揭贷款产生的资金最先支付给最高级的债券持有人，最后支付给最初级的投资者。

Servicer: 服务商, 及 Master Servicer 和 Special Servicer 的统称。

Servicer Cash Advance Facilities 服务商现金垫支融通

Servicer Termination Event 服务商终止事件: 依据合同 (通常是契约或者资金池及服务条款), 发生了允许或要求受托人或其他第三方移除或者更换服务机构的事件。

Servicing Agreement 服务协议: 该协议规定了关于服务机构在 ABS 交易中的职责的条款和条件。

Servicing Asset 贷款服务权益类资产

Shelf-eligibility 上架资质

Shelf Registration 上架登记

Shifting Interest Structure 利益转移结构: 某些证券化交易的特征, 如 RMBS, 在锁定期 (例如 5 年) 内收到的所有预付款将用于支付高级票据持有人。在锁定期之后, 只要交易通过某些压力测试 (测试通常基于基础投资组合中的违约金额), 预付款的一部分将依据本金余额按比例进行分摊, 并支付给初级票据持有者。分摊金额通常随着交易时间的变长而增加。在任何时间段, 若交易无法通过压力测试, 预付款收益将被转回以支付高级票据持有人。

Simple, Transparent and Standardized (STS) Securitization 简单、透明并且规范的证券化过程。

Small / Medium Enterprise (SME) 中小企业

Special Purpose Entity (SPE): 特殊目的载体: 一种特殊实体, 其章程或其他基本文件限制其仅从事涉及在证券化交易中购买、证券化或以其他方式持有资产或为资产融资等方面的业务。在其章程及董事会构成中包含其他保护, 目的在于尽可能地降低其资不抵债或申请破产保护的发生概率。

Special Servicer 特殊服务商: 负责处理诸如贷款修改申请和在商业住房抵押贷款证券化交易中, 对具有“特殊服务目的”的贷款进行延期、止赎和清算等业务的实体。

Sponsor 发起人: 发起并组织证券化交易的实体。大多数情况下 (但并不是所有情况), 发起人也是原始权益人。

Structured Agency Credit Risk (STACR) 结构化机构信用风险交易

Structured Finance Industry Group (SFIG) 美国证券化行业组织

Student Loan Asset Backed Securities (SLABS) 助学贷款资产支持证券

Substantive Consolidation 实质合并原则: 应用于美国破产程序中基于公平原则的补救法: 将两个关联公司的资产和负债合并起来。

Supervisory Formula Approach (SFA) 监管公式方法

Swap Counterparty 互换对立方: 一方参与掉期交易。互换是一种衍生工具, 双方将一方金融工具的现金流转换为另一方的金融工具的现金流。 相关利益取决于所涉及的金融工具的类型。

Syndicate Bank 银团

T

TAC 见 Target Amortization Class

TALF 见 Term Asset Loan Facility

TARP 见 Troubled Asset Relief Program

TILA 见 Truth in Lending Act

Term Asset Loan Facility (TALF) 定期资产支持证券贷款工具计划

Tangible Residuals 有形残值物品：被租赁的汽车、有形交通工具或其他机器设备，在其现有租赁期终止时可出售或再租赁。

Taper Tantrum 削减恐慌

Target Amortization Class (TAC) Bonds 目标摊还债券：以单个提前还款速度为目标的债券摊销。

Term Asset-Backed Securities Loan Facility 定期资产支持证券贷款工具

Term Securities lending Facility 定期证券借贷工具

Trade Receivable 贸易应收账款

Transferor 转让人：交易中的一方将证券化资产或其中的权益转移给证券化中的另一方。转让人可以是原始权益人，也可以是转让链中的任一方。

Treasury（美国）财务财政部

Troubled Asset Relief Program（TARP）问题资产救助计划

True Sale 真实出售：资产从一方转让到另一方，使资产在转让方任何后续破产程序中不再属于转让方。

Truth in Lending Act (TILA) 诚信贷款法案

Turbo feature 加速清偿事件

U

UCC 见 Uniform Commercial Code

Uniform Commercial Code (UCC): 美国各州一般采纳的《统一商法典》。

Underwriter 承销商：银行或其他类似实体，作为发行人的代表，为其寻找购买发行于证券化市场中的 ABS 或 MBS 的投资者。在公开或者私募 144A 交易中，承销商通常会购买证券并将其重新出售给投资者。

Unfunded Credit Support 未备资金的信用支持

V

VAT 见 Value-Added Tax

VIE 见 Variable Interest Entities

Value-Added Tax（VAT）增值税

Variable Interest Entities (VIE) 可变利益实体

Volcker Rule 沃尔克法则：《多德弗兰克法案》（12U.S.C. § 1851）中§ 619[1]的一条准则。具体内容是 1）实质上限制了“银行实体”的自营交易；2）（除一些特例外）禁止银行实体获得或保留对冲基金或私募股权基金的任何股权，合伙人或其他所有者权益。这项禁令明确针对对冲基金和私募股权基金。国会把“对冲基金”和“私募股权基金”这些类别主要定义为那些基于（美

国）投资公司法案的第 3(c)(1)或 3(c)(7)节免于注册为投资公司的发行人（或执行规则中确认的类似基金）。美国经济学家和前美国联邦储备委员会主席保罗·沃尔克最初提出了这个规则。

W

WAC 见 Weighted Average Coupon

WAL 见 Weighted Average Life Washington Mutual 华盛顿互惠

Waterfall 现金流瀑布：在证券化交易管理协议中指定的付款优先级列表。瀑布流准则采用每月支付方式，按顺序完成证券化信托的各种支付义务，直到以下两种情况中任何一种发生为止：
a) 没有剩余资金来完成瀑布流列表中的剩余付款义务，或 b) 瀑布流中的所有支付义务已经全部完成。

Weighted Average Coupon (WAC) 加权平均利率

Weighted Average Life (WAL): 加权平均期限。

Working Capital Facilities 营运资金贷款工具

Y

YSA 见 Yield Supplement Account

YSOC 见 Yield Supplement Overcollateralization

Yield Supplement Account (YSA) 收益补充账户（机制）

Yield Supplement Over-Collateralization (YSOC) 收益补充担保超额抵押

Z

Z-Bonds Z 债券：也称为应计或增值债券，z 债券无权获得任何息票支付。相反，用于支付 z 债券的利息将用于支付在抵押担保债务证券中具有较高优先级付款顺序的本金。Z 债券只有在其他部分已经清偿后才支付本金和利息。