

研究报告

2016 年第 4 期

2016.1.18

课题组组长：周月秋 樊志刚

执笔人：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

当前形势下重启不良资产证券化的 若干现实问题研究

要点

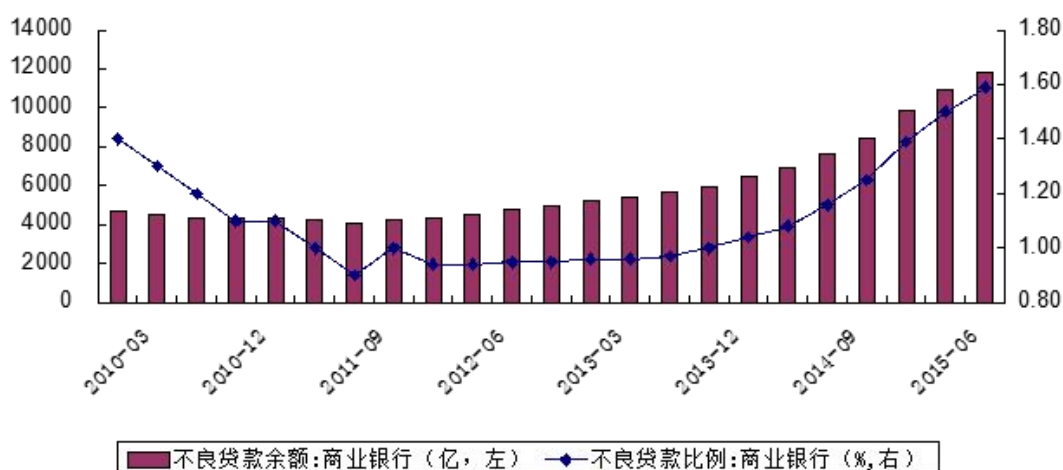
- 自 2011 年四季度出现逆转，中国银行业不良贷款余额和不良率“双升”态势已经持续整整四年，当前银行处置不良贷款的需求和压力剧增，亟需拓展处置不良的正规渠道。不良资产证券化不仅具有在短期内改善商业银行资产质量的优点，而且拓展了不良资产的买方，能够更好地发现不良资产的价格；不会影响贷款后续追讨的积极性，以时间换得了空间，最大程度减少商业银行的损失。人民银行和银监会在多个场合表态正在考虑试点不良资产证券化，预计最快将在 2016 年正式开始启动。
- 当前商业银行不良资产证券化发起方不乏动力，预计不良资产证券化试点面临的最大的问题将是投资需求不足，不少投资者一听到“不良”二字就避之不及。所以不良资产证券化应在总结 2005 年资产证券化试点以来的经验教训的基础上，出台相关政策支持，完善不良资产证券化的软硬件环境。同时，商业银行要针对不良资产证券化基础资产质量较差的特点，设计出有针对性的产品，以增强投资者的投资信心。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

当前形势下重启不良资产证券化的 若干现实问题研究

自 2011 年四季度出现逆转，中国银行业不良贷款余额和不良率“双升”态势已经持续整整四年。2015 年三季度末，商业银行不良贷款余额 11863 亿元，较上季末增加 944 亿元；商业银行不良贷款率 1.59%，较上季末上升 0.09 个百分点。

图 1 2010 年以来不良资产走势图



但是，这些数据并未真实全面地反映出当前我国银行业不良贷款的情况。出于业绩考核、市场影响和同业竞争的压力，部分银行想方设法腾挪不良贷款，或者让问题贷款先不入账，或者用“创新方式”转移事实上的不良贷款。前者表现为借新还旧、调整贷款合同以及暂列关注类贷款科目等方式；后者则体现为信托、基金子公司、上市公司等机构做起了通道，帮银行将不良贷款转移到表外，以后银行再回购。如果算上这部分事实上的不良贷款，目前不良贷款局面则会更加严峻。把实质上已经出问题的贷款“转化”为正常贷款，不良贷款余额和不良率或可以放缓上升步伐，但直接造成拨备提取不足，并干扰监管部门对经济形势把握的准确性，埋下的风险隐患不容忽视。



另外，值得警惕的是，作为不良贷款的先行指标，关注类贷款占比已持续走高。截至 2015 年 9 月末，商业银行当年新增关注类贷款高达 7145 亿，关注类贷款在全部贷款中的占比达到 3.77%，较 2014 年底大幅提高 66 个基点，上升速度快于不良贷款占比上升速度。

监管层目前的判断是：推动不良贷款上升的因素不易消减，信用风险暴露仍将持续一段时期。因此，当前银行处置不良贷款的需求和压力剧增。与其坐视或惩戒商业银行腾挪不良贷款的行为，不如千方百计拓展商业银行处置不良资产的正规渠道。

一、不良资产证券化较传统处置方式优势明显

目前商业银行处置不良资产有三大正规渠道：一是自行清收重组和减免，二是自主核销，三是对外转让不良资产。商业银行通过以上三种渠道处置不良资产的规模约各占 1/3。

清收重组和减免为商业银行处置不良的首选方式。但清收重组需要银行一对一地与债务人商谈债务清偿，或通过法律手段清收，主要面临诉讼判决和执行程序时间长、地方政府和利益相关方干涉、资产重组方案难以达成、处置税费高等问题，而贷款减免则主要针对国有独资或控股金融企业，减免范围有限。

第二种方式是自主核销。不良贷款核销直接消耗银行的拨备，从而影响到银行的利润。而且核销条件严格，税前核销更为困难。近年来，财政部、国税总局等相关部门已经对不良贷款核销政策做了大量简化，给予银行更多自主权，但银行在实际执行中仍感到条件严格、程序复杂、耗时较长。根据现行政策，核销的基本条件是要“穷尽手段”，贷款在核销前需要经过严格的司法追索程序，也就是保全、诉讼、追偿、执行全部终结以后才能核销，执行司法程序时间太长。而且通常只有在法院出具企业破产倒闭等证明文件的情况下，才能允许商业银行贷款损失在税前扣除。有些贷款的回收尚有希望，但需要一定的时间，一旦核销后相关各方都感到万事大吉，没有人再去关注这笔贷款，容易助长商业银行玩忽职守的工作作风和社会上逃废债的社会风气。

第三种方式是对外转让不良资产。目前对外转让不良资产也有三种方式：**批量转让、不良资产证券化和收益权转让**。不良资产转让中批量转让是当前实践中使用最多、最主要的方式。收益权转让属于不良资产证券化的雏形，与不良资产证券化一样都处于市场探索阶段。

批量转让为“阳光化”转让不良资产的最主要方式。2012年1月，财政部与银监会共同发布了《金融企业不良资产批量转让管理办法》，明确金融企业可将10户以上的不良资产进行组包，批量转让给4大资产管理公司或15家地方资产管理公司。然而，目前批量转让模式已经远远无法满足市场需求，主要原因有：一是由于近两年不良贷款集中爆发，批量转让的合格受让机构即“4+15”家资产管理公司数量少、资金来源有限，与总量1.2万亿元并不断上升的存量不良资产相比，其承接能力不相匹配。导致的结果是不良资产转让成为买方市场，商业银行面对资产管理公司时要价能力有限，商业银行普遍反映，资产管理公司收购资产时报价打折过低，不能反映出不良资产的真实市场价值，银行处置损失金额较大且难以成交。二是根据《金融企业不良资产批量转让管理办法》，个人贷款以及10户以下公司贷款不能批量转让，商业银行缺乏转让此类贷款的规范化、阳光化渠道。

相比上述传统处置方式，不良资产证券化拓宽了银行及资产管理公司处置不良资产的手段与融资方式，适用于大规模处置，处置效率更高，有利于短期内改善商业银行的资产质量。更为重要的是，资产证券化拓展了不良资产的买方，将不良资产出售范围扩大到市场上所有证券投资者，有助于扭转目前不良贷款买方市场的状况。通过这种方式能够更好地发现不良资产的价格，有利于提高银行对于不良资产的回收率水平。不良资产证券化之后，仍有专业的贷款服务机构（在中国通常还是原有的贷款银行）负责不良贷款的回收，超额回收部分构成证券投资人和贷款服务机构额外的收益，所以有效避免了“一核了之”背后隐含的道德风险。因此不良资产证券化不仅具有在短期内改善商业银行资产质量的优势，而且不会影响贷款后续追讨的积极性，以时间换得了空间，最大程度减少商业银行的损失。随着商业银行不良资产形势的日益严峻，和人们



对于资产证券化认识的不断深入，利用证券化处置不良贷款的必要性和优势越来越清楚地被认识到，人民银行和银监会也在多个场合表态正在考虑试点不良资产证券化，预计最快将在2016年正式开始启动。

二、理解资产证券化是理解不良资产证券化的前提

所谓资产证券化是将缺乏流动性、但能够产生可预见稳定现金流的资产，转换成可在金融市场上出售和流通的证券的过程，并以该资产所产生的现金流支付资产支持证券的收益。它一般涉及三方面的参与体：1. 资产持有人（证券的发起人）；2. 受托机构构建用来处理资产的特殊目的载体（SPV）；3. 购买证券的投资人。以信贷资产证券化为例，当商业银行发放贷款之后，没有将贷款持有到期，而是将贷款出售给SPV；SPV对资产池的现金流进行重组、分层和信用增级，并以此为基础发行有价证券，以资产池资金（利息+本金）的回流归还投资人的本金和债券收益。简而言之，信贷资产证券化就是商业银行将贷款标准化为证券出售给公众的过程。

由此可见，资产证券化的必要条件是基础资产未来能够形成可预见的、稳定的现金流。所以华尔街有句名言：只要一种资产能产生稳定的现金流，就可以将它证券化。资产证券化的创新之处主要包括：**一是真实出售下的破产隔离。**当发起人将资产转移给SPV后，资产支持证券的偿就不依赖于发起机构经营情况，而是以资产池中的现金流为支撑。而传统的证券发行是以企业为基础的。当资产池转让给SPV后，风险资产就从发起人的资产负债表中移出（即真实出售原则），即便发起人出现破产，投资人的投资也能得到偿付（即破产隔离原则）。如果没有这两项原则，就无法真正厘清任何资产支持证券交易前后手的权利和义务，都可能陷入无休止的相互纷争或诉讼，资产支持证券在市场上就不可能有生命力。**二是熨平现金流的资产重组。**基础资产的现金流分析是资产证券化的核心技术。由于对投资人投资收益的返还有时间和收益率的硬性要求，所以要通过对大量不同金额、期限的资产进行重组，避免出现现金回流地暴涨暴跌，熨平整个资产池的现金流。**三是提高证券等级的信用增级。**信用增级的手段包

括内部信用增级和外部信用增级，外部信用增级包括第三方（如保险公司）提供金融担保、政府部门担保等，内部信用增级则主要包括超额抵押、分层结构、回购证券承诺等。超额抵押通常指资产池的现金流价值超过资产支持证券的票面价值，俗称打折发行。回购证券承诺通常指发起人回购一部分次级证券，增强投资人对次级证券的信心。资产支持证券分层则是资产证券化中最有特色的做法，发行人将拟发行的资产支持证券分为几层（至少为两层，即优先偿还和次级证券）。在证券开始偿付时，流入的现金流已经不再区分是哪笔贷款产生的，扣除必要的开支后，优先偿还高级证券的本金和利息，然后才会开始偿还次级证券的本金。由于次级证券承担了整个资产支持证券的绝大部分风险，所以收益率远高于优先级证券，被风险偏好较高的投资者所青睐，但是由于其发行成本高，通常次级证券的厚度（即占比）设计地越薄越好。

对于银行而言，资产证券化有利于发起者将风险资产从资产负债表中剔除出去，满足资本监管的要求，扩大业务规模。所以信贷资产证券化对商业银行来说，是一条总资产并不无限扩大，但盈利能力却可以持续增长的路径。**对于投资者而言**，资产支持证券不是单一品种证券，而是通过对现金流的分割和组合，“创造”出投资者需要的特定证券品种，具有特定的到期日、偿付结构和收益率，满足不同投资者对期限、风险和利率的不同偏好。

正因为资产证券化对“供需双方”都大有裨益，该业务于1969年起源于美国后风靡全球。我国于2005年正式启动信贷资产证券化试点，2008年受金融危机影响暂停，2011年重启，2013年下半年开始大力推进。两年多以来，虽然我国资产证券化业务取得了长足的进展，但在规模上与发达国家相比仍有较大的差距。2014年底我国资产支持证券存量规模464亿美元，占国内债券市场规模不到1%，占GDP比重不到0.5%，而信贷资产证券化规模占银行贷款规模仅0.3%。反观美国，虽说2008年爆发金融危机后资产支持证券饱受争议，但目前资产支持证券仍是仅次于国债的第二大债券类别，2014年末美国资产支持证券存量规模超过10万亿美元，占债券总存量比重超过25%。最近10年，美国资产支持证券存量规模与GDP的比值均在50%以上。更严重的是，资产证券化市场一直萎靡



不振，一级市场主要是银行在参与，二级市场则基本停滞。所以有人说资产证券化是商业银行为了完成监管要求的一场集体作秀，为了证券化而证券化，你发我买，互相“捧场”。

资产证券化在西方发达国家发展地如火如荼，为什么在我国的实践中却一直不温不火？

2008年金融危机后，为控制证券化业务整体风险，监管层要求“证券化资产应以好的和比较好的资产为主”，“风险较大的资产不纳入试点范围”。从供给方看，资产证券化对于商业银行来说，最大的功能在于将风险资产由表内转向表外。然而，目前正是中国经济的下行期，资产质量下降，信贷需求不足。所以商业银行对于优质贷款宁愿持有到期，因为证券化过程不仅需要让渡一部分收益给投资者，而且把优质贷款转让出去，不一定能找到合适的替代贷款。那么为什么前些年经济上行期，资产证券化也没有发展起来？因为在表外扩大业务的任务被银行理财产品履行了。银行理财好比资产证券化的简化版，流程简单，参与中介较少，节约费用，对于信息披露的要求也没有那么高，商业银行纷纷利用发售理财在表外从事信贷投放，并一度形成中国庞大的影子银行体系。所以无论是经济上行期还是经济下行期，商业银行始终都没有强烈的证券化动力。

从需求方看，无论一级市场还是二级市场，证券化产品的投资者都只限于机构投资者，个人投资者不允许直接投资证券化产品。而且，由于沪深交易所和银行间债券市场相互割裂，银行类资产支持证券（资产支持证券的绝对主力）被银行间市场垄断，这意味着大多数非金融企业也被排斥在投资者之外。尽管监管规定商业银行、保险公司、证券投资基金、企业年金、全国社保基金等金融机构都可以投资信贷资产证券化产品，但由于市场上资产证券化产品普遍期限较短（资产池加权平均剩余期限平均值不到18个月），难以满足适合于中长期投资的社保基金、保险公司等投资者的需求，这些金融机构的投资规模也十分有限。2014年末的数据显示，信贷资产支持证券的80%为银行机构之间互相持有，且少数资金充裕的大行交互持有现象突出。在国外成熟市场，银行、保险公司

等构成了高级别证券化产品的主要投资者，而对冲基金、私人投资者、资产管理公司等构成了低级别证券化产品的主要投资者。相比之下，国内投资者类型单一，投资偏好集中，风险并没有真正从银行体系转移出去。

由于市场存量规模小，证券化产品流动性普遍较差，一级市场的投资者通常采取持有到期策略，二级市场交易基本停滞，难以培育出独立成熟的收益率曲线。没有二级市场流动性的产品，投资者必然要求流动性溢价，对一级市场定价带来一定的影响。2014年，信贷资产支持证券相对于同期限、同评级的中期票据和短期融资券等非金融企业债券，溢价水平多在20~50BP。投资人宁愿买低评级的中票，也不愿接受高评级的资产支持证券，因为其缺乏流动性。发行利率定价偏高，与贷款利率的利差空间收窄，银行和中介机构盈利空间不大，反过来也影响了银行出售资产进行证券化的动力。

总之，正是因为资产证券化缺乏由供需双方推动的、内在的强劲动力，被动由政策推动着从审批到注册，从试点到铺开，才会使得资产证券化的市场沦为资产证券化的“秀场”。这种状况既不符合监管部门推动贷款证券化的初衷，也很难实现商业银行盘活贷款存量，增强资金流动性的需要。

三、商业银行不良资产证券化的操作要点

不良资产证券化是指发起人将其不良贷款转让给一个特殊目的载体（SPV），由该SPV以不良贷款资产池为抵押，以资产池未来产生的现金流作为偿付来源而发行资产支持证券的过程。

2003年华融资产管理公司、信达资产管理公司都曾在不良资产证券化方面做过有益的尝试。2005-2008年是我国资产证券化首轮试点时期。在此期间，我国共发行了四单不良资产证券化产品，包括东方资产管理公司所发行的“东元2006-1重整资产支持证券”、信达资产管理公司所发行的“信元2006-1重整资产支持证券”和“信元2008-1重整资产证券化信托”、建设银行所发行的“建元2008-1重整资产证券化信托”。“建元2008-1”是我国商业银行首次“真正意义上”运用不良资产证券化处置不良资产。上述四单不良资产证券化产品发行规



模合计100多亿元，截至目前，这四单产品均已完成完全兑付，未出现过任何违约事件。

表 1 不良资产证券化产品回顾

	东元 2006-1 重整资产证券化		信元 2006-1 重整资产证券化		建元 2008-1 重整资产证券化		信元 2008-1 重整资产证券化	
发行日	2006-12-18		2006-12-18		2008-1-24		2008-12-26	
年限	5 年		5 年		5 年		5 年	
基础资产笔数	2114		7619		1000		1632	
资产池本金	60.20 亿元		210.37 亿元		95.50 亿元		150.25 亿元	
初始债务人	建设银行		中国银行		建设银行		中国银行、交通银行、建设银行、国开行	
贷款类别	可疑		——		次级：13.39% 可疑：73.29% 损失：13.32%		可疑	
层级	优先级	次级	优先级	次级	优先级	次级	优先级	次级
发行量	7 亿元（占比 66.7%）	3.5 亿元（占比 33.3%）	30 亿元（占比 62.5%）	18 亿元（占比 37.5%）	21.5 亿元（占比 77.8%）	6.15 亿元（占比 22.2%）	20 亿元（占比 41.7%）	28 亿元（占比 48.3%）
利率	3.7%	——	3.8%	——	6.08%	——	4.9%	——
评级	AAA	——	AAA	——	AAA	——	AAA	——
发行方式	银行间债券市场公开发	发起人自留	银行间债券市场公开发	发起人自留	银行间债券市场公开发	发起人自留	银行间债券市场公开发	发起人自留
超额抵押率	573.4%		438.2%		345.4%		312.9%	
优先级证券实际到期日	2008-6-30		2008-5-19		2009-9-23		2010-6-29	
优先级证券本息偿付情况	正常兑付		正常兑付		正常兑付		正常兑付	
信托结束日	2011-7-31		2008-5-21		2009-9-23		2010-9-10	
资产池累计回收现金	21.85 亿元		33.11 亿元		30.44 亿元		21.91 亿元	
次级档证券偿付情况	13.03 亿元		0.1897 亿元现金+剩余债权		4.83 亿元+剩余债权		771.4 万元+剩余债权	

有人质疑：“搞资产证券化的基本前提是这个资产必须有稳定的可预期的现

现金流。都已经是不良资产了，从哪来的现金流，这不是要把自己身上的风险转移到其他投资者身上去吗？”“以不良资产为基础资产的资产支持证券肯定风险大，不具备投资价值”。这是社会上普遍的担心，甚至怀疑商业银行会通过证券化把不良资产抛给公众。

然而不良资产不能按期还本付息是事实，但与其是否有可预期的稳定的现金流不完全等同，因为他可以有处置收入。比如一笔100亿贷款无法足额收回本息，因而被称为不良贷款，但它的抵押物是一个未竣工的写字楼、一块土地的使用权，通过种种处置，例如向债务人追债、向保证人主张权益、处置抵押品等，也许能收回20亿、30亿元现金流，甚至更多。

不良资产支持证券也并不必然意味着“没有投资价值”。不良资产证券化是在严格科学的资产尽职调查和审慎稳健的重新估值基础上进行的。对不良资产重新估值(即“打折”)之后，其资产支持证券的设计以“打折”后的价值为依据，所以对投资者而言，理论上在产品安全性方面与其他证券化产品没有本质的区别。以东方项目为例(见表1)，其基础资产池是辽宁地区的一个可疑类资产包，资产包的本金余额为60.2亿元，通过项目团队的尽职调查和审慎评估，再通过压力测试等科学方法进行模拟，在99.75%的可能性上，能产生8.45亿元的现金，基于这个现金流，决定向市场公开发行人7亿元的优先级资产支持证券，这显然具有很强的安全性和投资价值。所以不良资产证券化并非向投资者转移风险，而是给金融市场增加了新的投资品种。

不良资产证券化是资产证券化的一个品种，业务模式、操作流程、法律责任完全一样，唯一不同的是基础资产的优劣不同，导致其业务操作相对复杂。主要体现在：一是尽职调查工作量大。不良贷款证券化项目贷款情况相对复杂，很多涉及诉讼与抵质押等，需要对全部贷款的借款人、保证人进行实地尽职调查，包括访谈银行客户经理、企业现场调研、押品考察和评估等，尽职调查压力较大；二是资产池现金流难以预测。包括处置回收款金额与处置回收时间均难以准确预测，实际操作中需要对每笔资产进行逐一估值，对每一个样本都要制定详细的处置方案，并根据处置方案估算现金流回收时点和金额。由于现金



流预测情况直接关系到资产支持证券发行金额，如何确保获得较为公允的现金流评估结果成为难点；三是可能面临更多的法律、会计等方面的问题。包括信托机构成立的SPV作为诉讼主体和抵质押权人的有效性、风险自留要求与不良贷款出表的判断等。正是因为这些特殊性，与普通资产证券化相比，不良资产证券化在操作需要注意以下几点。

首先，评估贷款回收情况要关注地方法律环境。因不良贷款本身就是违约贷款，不能再依据贷款合同的约定偿还时间和金额预计现金流，而是依据合同项下的抵押物或可用于抵偿债务的其他资产的处置变现进行资产价值的评估。换句话说，不良资产的现金流主要来源于抵质押物的处置，所以回收程度与当地区域环境、政企关系、司法环境、担保物处置等各方面情况休戚相关。

其次，确保入池资产必须能够产生稳定的现金流。第一，按照贷款的五级分类，贷款共分为：正常、关注、可疑、次级、损失等五档，不良资产池的贷款应当以可疑和次级为主。第二，选择的贷款企业应该具有良好的基本面，经营状况良好，有较好发展前景，但因债务负担过重使得财务状况阶段性受到影响。第三，一笔贷款合同由多份借据构成，入池贷款应以每一份借据为单位，这样将能够产生现金流的借据和不易产生现金流的借据进行分离，以确保资产池的整体质量。第四，资产池的基础资产笔数要多，行业与区域具有一定的分散性，这样损失和回收情况在大数定律上相互抵消，使得现金流具有内在的稳定性。

第三，多管齐下加强信用增级。在超额抵押方面，不良资产证券化在发行时要进行一次性的打折，证券发行总额小于资产池预期回收现金流总额。在证券分层上，不良资产证券化分层要简单，最好采用优先级和次级两层设计，而且次级证券厚度要比正常贷款证券化的次级要厚。从表1来看，次级厚度（占比）在20—50%之间，而普通资产证券化的次级占比通常不超过10%。在流动性支持方面，由于不良资产回收额、回收时间不确定，现金流在金额、时间、速度分布上不均匀，可能出现相对于预期回收值的阶段性亏损或盈余，这就要求发起机构建立现金储备账户进行流动性支持，防范可能出现的兑付风险。最后，发起机构

必须自持不低于一定比例的次级证券，在增信的同时，也防范“将不良资产抛给社会”的道德风险。

第四，更加严格信息披露的要求。资产证券化实质上是向大众出售贷款信息，由评级机构给出信用评级，由公众自己决定是否投资于贷款的过程，所以对信息披露的要求非常高，不良资产证券化更是如此。作为法律上不良资产的真实所有者，SPV（在中国通常为信托机构）应对资产池基础信息、不良资产的尽职调查、价值评估方法、律师和会计师的审查意见、信用增级方式以及流动性支持等事项内容向投资者进行完整、充分的信息披露，定期向市场披露资产处置、资产异动等信息，以便投资者及时掌握资产池信息，调整投资决策。评级机构要对信用评价方法技术体系和信用评级的尽职调查等做详细的披露，并定期向市场发布跟踪持续评级报告。对于在资产池信息披露中出现明显违规或故意隐瞒的信托机构，对于在信用评级中出现重大失误或明显违规的评级机构，取消其参与资产证券化的资格。

第五，建立对贷款服务商的约束和激励机制。不良资产证券化以处置抵押物为主，回收难度大，未来现金流的多少主要取决于贷款服务商（通常也是发起行）的尽职情况。所以要建立对贷款服务商的约束和激励机制，将一定比例的超额回收部分做为服务费支付给服务商作为奖励，充分发挥贷款服务商的最大潜能。

四、不良资产证券化亟待改善的软硬件环境

自2005年资产证券化试点以来，不仅供需双方动力不足，在政策法规、税收要求、会计处理、交易平台等软硬件设施方面也存在诸多不足之处。当前商业银行不良资产处置压力较大，不良资产证券化发起方不乏动力，预计不良资产证券化试点面临的最大问题将是投资需求不足，不少投资者一听到“不良”二字就避之不及。所以不良资产证券化需要诸多政策支持，在完善软硬件环境的同时，增强投资者的投资信心。

首先，建议从立法层面清除不良资产证券化的障碍。资产证券化过程牵涉众多交易主体，交易结构复杂，SPV需要保持绝对的独立性，这些都必须有完善



的法律法规体系来保证其运作。目前我国缺乏专业层级较高的法律来统一规范资产证券化业务，SPV 的法律地位没有清晰的界定和授权。所以需要尽快出台一部统一、完善、权威的资产证券化业务法规体系，解除不良资产（包括公司类和个人类）做为资产证券化基础资产的限制，为今后开展各类资产证券化业务提供法律保障。近期，可由国务院针对商业银行不良资产证券化单独出台专门法规，允许商业银行作为发起机构开展不良资产证券化业务。

第二，建议建立健全基础资产抵质押变更登记制度。基础资产要实现“真实出售”，建立覆盖面广、法律效力高的抵押变更制度尤为重要。目前我国缺乏统一的抵押变更登记系统，使得基础资产抵押变更登记存在操作困难和法律风险，建议建立健全基础资产抵质押变更登记制度。

第三，建议给予不良资产证券化业务税收优惠。税收是影响资产证券化发展的重要因素，直接决定了证券化运作各方的成本和收益。资产证券化涉及环节包括：资产转让给 SPV；SPV 发行资产支持证券；SPV 取得项目收益；投资者买卖资产支持证券；中介服务机构收取服务费，几乎每一个环节都会涉及到税收的问题，涉及税种包括营业税、所得税和印花税，很容易产生重复征税的问题。在国外，SPV 几乎不用纳税，投资资产证券化产品也可以获得税收优惠，这是国外资产证券化业务蓬勃发展的重要原因。但在我国，按照目前的税法规定，信贷资产证券化会产生重复征税的问题，SPV 从其受托管理的信贷资产中取得的贷款利息收入要全额征收营业税。同时，发起人做为贷款服务商在收到利息收入也需要缴纳营业税。如果不良资产证券化开始试点，建议明确交易行为及所得的性质认定，避免重复征税，并考虑赋予证券投资者一定的税收减免优惠。

第四，建议明确不良资产出表的会计标准。为了防范商业银行向公众转移不良资产的道德风险，必须要求商业银行自持不低于一定比例次级证券。在这种情况下不良资产能否出表？多少出表？这些都需要在会计标准中予以明确。建议根据不良资产证券化制订专门的会计准则，将不良资产的出售与回购作为两个完全独立的过程处理，不良资产一经出售，一律表外处理，符合“真实出售”的原则；将次级证券的回购作为一项新的资产购买，按照持有证券计算风

险资产。

第五，不良资产证券化同样需要核销政策支持。由于不良资产入池需要打折，通常发行规模仅是未偿本金余额的一定比例，所以在会计处理上还会涉及到核销问题。例如：未偿本金余额是 1000 万，发行规模是 30%，即为 300 万，被折扣掉的那 700 万，应该在会计处理上做为核销处理。因此不良资产证券化的顺利推进，同样需要监管层放宽商业银行不良资产的核销条件，给予银行更多自主权。

第六，建议政府对不良资产支持证券提供外部增信。为了增强投资者的信心，建议政府财政部门通过特别国债的发行或专项基金的设立等方式，在不良资产产生的现金流不足以支付债券的本息时，对优先级证券提供偿付保证，次级债券则完全没有保证。这样不良资产支持证券的信用级别必然增高，发行价格自然降低，从而增强不良资产支持证券发起方和投资方的动力。

最后，建议增强资产证券化市场的流动性。一是实现银行间市场和交易所市场互联互通，允许证券化产品跨市场发行、跨市场托管、交易，为资产证券化的发展提供更大空间。二是进一步扩展资产证券化交易平台。建议借鉴公司债的分类管理方式，对资产证券化产品设置一定标准（如要求债项评级达到 AA 级以上），对于符合这些标准的产品可以通过在交易所集中竞价系统、固定收益平台、大宗交易系统/综合协议平台进行交易。除了在银行间市场、证券交易所上市交易之外，还可以让市场主体根据自身条件自主选择、依据规则，在全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场等交易场所与平台挂牌、转让。三是逐步完善做市商制度。目前信贷资产支持证券多为持有到期，其有针对性的做市商机制还没有建立起来，建议逐步完善做市商制度，提升资产支持证券流动性。四是丰富投资者结构。引进多种类型的市场投资者，涵盖银行、保险、基金、资管、QFII 等。由于我国是储蓄大国，私人投资者有望成为未来资产支持证券最大的潜在投资者，建议择机放宽个人直接投资资产支持证券的限制。