

研究报告

2019 年第 114 期

2019.12.30

执笔人：邓翔欧

xiangou.deng@icbc.com.cn

SPV 与资产证券化在美国的发展及对中国的借鉴作用

要点

- 随着实体经济的高速发展和金融改革的不断深化，资本市场的多层次特性越来越清晰地展现在人们眼前。作为一项意义深远的金融创新，同时作为资本市场中重要的一个层次，自 1970 年第一例以来，资产证券化在美国发展已有 40 余年历史。
- 在中国，2005 年之后资产证券化实践才得以开展。资产证券化的复杂之处在于其繁杂的步骤，在于税制与法律条款的设置，在于多机构的协同与制约，而特殊目的机构（SPV）无疑是这些复杂之处的中心。
- 本文梳理了 SPV 在美国的发展历史，对比了中美宏观经济、资本市场及法律监管的异同，希望能对未来资产证券化及 SPV 在中国的发展有所启示。

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现代金融研究院所有，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。

SPV 与资产证券化在美国的发展及对中国的借鉴作用

资产证券化指的是以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，并在此基础上发行资产支持证券（Asset-backed Securities, ABS）的过程。自 1970 年以来，资产证券化已经成为了上个世纪最具有革命性的金融创新工具，并在新世纪伊始逐渐发展成为金融市场的主要力量之一。

中国在上世纪 90 年代初，也产生过资产证券化的萌芽。而后，在 2005 年银监会和中国人民银行先后颁布了《信贷资产证券化试点管理办法》以及《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，这为资产证券化在国内的发展奠定了初步的法律基础，使得资产证券化实践在中国得以开展。资产证券化的内在逻辑理解起来并不复杂，其复杂之处在于其繁杂的步骤，在于税制与法律条款的设置，在于多机构的协同与制约，而特殊目的机构（SPV）无疑是这些复杂之处的中心。目前我国的主要 SPV 类型有两种，分别是有特殊目的信托和专项资产管理计划。同西方发达金融市场多元化的 SPV 相比，我国面临着 SPV 种类单一、功能不足的缺陷。在大资管时代的背景下，金融创新势在必行。为满足我国资产证券化业务的发展需要，本文梳理了 SPV 在美国的发展历史，对比了中美宏观经济、资本市场及法律监管的异同，希望能对未来资产证券化及 SPV 在中国的发展有所启示。

一、SPV 的起源和发展

SPV 的形成和资产证券化在美国的发展密不可分，两者

有千丝万缕的联系，不可分开讨论。SPV 的起源，来自于资本市场和宏观经济对资产证券化这种金融创新的需求，而最初对资产证券化的需求来源于美国房地产贷款市场的发展和演变。上世纪 30 年代前，美国住房贷款主要为短期的气球型贷款，借款人在贷款期限之内不偿还本金只付利息，而在到期日时支付本金。随着 30 年代大萧条的出现，美国失业率升高，很多的住房贷款者无力偿还贷款，从而导致了大面积的违约，很多国民失去住宅的同时，银行、储贷协会等提供贷款的金融机构也面临倒闭。美国政府为了挽救实体经济、稳定社会，必须同时解决住房危机和金融机构大面积破产的危机，不仅要为国民提供足够的贷款资金，且要为金融机构提供保险，分担贷款者违约的风险。在这样的主导思想下，美国政府于 1932 年成立了联邦住房贷款银行（FHLB），从财政部得到拨款后，将资金借贷给需要资金的银行或储蓄贷款协会等机构，以达到让国民在买房时有款可贷的目的；又与 1934 年成立联邦住宅管理局（FHA），为提供贷款的机构提供保险，为其分担有可能的破产风险。另外在二战结束后，考虑到退伍军人的住房需求，美国国会授予退伍军人管理局（VA）类似 FHA 的提供贷款保险的职能，以帮助退伍军人取得贷款。这些都是美国政府在住房贷款一级市场所做出的操作，而在二级市场方面，1934 年颁布的全国住宅法中，赋予了 FHA 核发抵押贷款协会执照的权限。在不久后的 1938 年，华盛顿国民抵押协会取得此执照成立了，并于同年改名为联邦国民抵押贷款协会，此协会在 70 年代之前是一家有公共事务目标的政府信用企业，主要负责为联邦住宅管理局和退伍军人管理局所担保的抵押贷款提供二级交易市场。此后直至 70 年代左右，住房抵押贷款二级市场并不繁荣，原

因在于 FHA 和 VA 两大机构只为满足特殊条件的贷款担保，这推动了住房抵押贷款向长期化、标准化的演变，加之这段时期之内宏观经济复苏且发展温和，储蓄贷款协会等提供贷款的机构的收益稳定，整个经济和市场都没有激励发展抵押贷款的二级市场，资产证券化也就没有得以出现。

站在回顾历史的角度我们可以看出，30 年代末至 70 年代初这段时期住房抵押贷款市场的变迁虽未直接催生出资产证券化，但却为其的出现打下了基础，这个基础主要体现在抵押贷款结构的变化上。首先是贷款期限，由原来的 5 年为主的短期贷款演变成了 25-30 年为主的长期贷款，这降低了贷款提供机构的流动性，为贷款提供机构的长期运营埋下了隐患；其次是还款方式，由以前的气球型转变为更为标准化的固定利率、每期本息一同偿还的形式，这使得贷款提供机构每一期所收到的现金流更为平稳和稳定。这两方面的演变，前者是为什么市场需要资产证券化的一部分原因，后者是为什么住房抵押贷款可以被证券化的一部分原因。

到了 60 年代末、70 年代初，战后婴儿潮的成年导致住房贷款需求骤然增加，而贷款提供机构因吸收短期存款却提供长期贷款的经营模式，积累了过多的流动性风险及期限错配的压力，市场呈现出资金不足且机构面临破产风险的局面。一方面考虑到社会的稳定及实体经济的发展，贷款提供机构流动性不足和期限错配的问题需要被解决；另一方面，金融自由化不断发展，美国政府对金融业的管制也不断放松，资产证券化这一项金融创新应运而生。

因旧联邦国民抵押贷款协会的设立初衷便是帮助建立住房抵押贷款的二级市场，故作为资产证券化这项创新的前期准备，美国政府计划依照当前经济状况和市场形势改组旧

联邦国民抵押贷款协会。1968 年，旧联邦国民抵押贷款协会分立为两个机构，其一为沿用原名的民营公司，即为如今的联邦国民抵押贷款协会（FNMA，也称房利美）；另一为政府全资机构，隶属于住房与城市发展部（HUD），名为政府国民抵押贷款协会（GNMA，也称吉利美）。房利美与吉利美同时成立，但分工各有不同：房利美于 1968 年同年获权发行按揭支持证券，于 1970 年获权购买未经 FHA 及 VA 担保的普通贷款，以此促进抵押贷款二级市场的发展；而吉利美的职责在于为购买抵押贷款的投资者提供及时还本付息的担保，吉利美基于美国国家信用，担保投资者能得到定时、稳定的现金流，这为二级市场的繁荣提供了助力。因房利美购买的主要是经 FHA 和 VA 担保的抵押贷款，而市场上占到所有住房抵押贷款 80% 的普通贷款在 60 年代末少有人问津，于是 1970 年美国国会通过了《紧急住房融资法案》，此法案授权成立联邦住房贷款抵押公司（FHLMC，也称房地美），并赋予其购买普通住房抵押贷款的权限。至此，吉利美、房利美及房地美三大机构组建完成，三大机构一方面各司其职，另一方面在业务有重叠的领域又良性竞争。1970 年，资产证券化前期准备大致完成，随后美国资产证券化的实践才得以大面积开展。作为美国资产证券化发展史上的标志性事件，1970 年吉利美发行了第一单抵押贷款支持证券（MBS）。

吉利美、房利美及房地美这三大机构虽无 SPV 之名，但却有 SPV 之实。它们都通过购买或担保抵押贷款，并以此贷款为基础发行证券（吉利美通过私人实体发行证券）来为贷款提供机构增加流动性，但它们本身和提供贷款的机构是独立开来的。通过三大机构成立的时间可见，具有 SPV 功能的机构是在资产证券化大规模开展之前就被设立的，SPV 不仅

是资产证券化的重要环节，甚至是资产证券化的先决条件和必要条件。如果没有 SPV 的存在，发起人与基础资产没有有效隔离，那么发起人的融资成本会非常高，资产证券化就没有发展的动力和空间了。

随着 1970 年吉利美发行首单过手型 MBS，三大有政府背景的机构扮演 SPV 的角色在后续几年里发行了多种贷款支持证券。1971 年，房地美发行了参与凭证（Participation Certificate），其特殊之处在于参与凭证的基础资产是未受到 FHA 及 VA 担保的一般贷款；1972 年，房利美也购买了普通的未受担保的抵押贷款，并作为一项资产持有。可以看出，在资产证券化发展的初期，SPV 的角色扮演者有很明显的政府背景。这在当时的环境下是合理且高效的，为了缓解住房贷款资金的紧缺和增加提供贷款机构的流动性，政府出面成立专门机构，以国家信用来推动资产证券化是最迅速和节约成本的方式。

70 年代中期至 80 年代中期，MBS 作为主要资产证券化的形式逐步完善，并具有了一定的规模。在这个过程中，MBS 也有了一些发展，动力来自于 MBS 过手证券自身的一些缺陷，例如期限过长过于固定，针对的投资者较为单一；也来自于 MBS 二级市场的渐渐饱和。为了迎合不同风险偏好的投资者，房地美于 1983 年首次将过手证券的现金流进行重新组合，发行了多组期限不同的住房抵押支持的债券，这种新型的产品即为第一单担保住房抵押贷款凭证（CMO）。这段时期之内资产证券化产品所用的 SPV 还是以三大机构为主的政府背景的公司，但在 CMO 出现以后，人们意识到对现金流的包装可以并不止于配置不同期限，各种大量的创新开始逐步出现。以担保住房抵押贷款凭证（CMO）为例，此

时的 SPV 可对基础资产所产生的现金流按照不同期限分割和组合，创造出了不同期限、不同风险水平的证券化产品，迎合了不同投资者的需求。但此时的 SPV 显然已经不再消极，而是积极地创造了价值，那么就再无不纳税的道理了。银行家们为了解决这一问题，设计出了双层 SPV 的结构（为了简要说明，我们将双层 SPV 称为 SPV1 和 SPV2）。SPV1 为由发起人投资设立的单一目的公司，其负债表合并入发起人的负债表，因 SPV1 不产生利润，故其并入发起人负债表时，会降低发起人整体的净利润，从而降低了应付税款，达到了避税的目的。之后再由 SPV1 将基础资产转移给具有破产隔离功能的独立信托机构（即 SPV2），即达到了表外证券化的目的。在 SPV1 和 SPV2 的转移过程中，基础资产可被视为一笔贷款，故 SPV1 和 SPV2 之间是债权关系，而非买卖，那么 SPV2 也无需纳税。这样一来，便达到了双层 SPV 避税的目标。

随着现金流结构和交易的复杂化，80 年代中后期的资产证券化业务对 SPV 的要求越来越高，美国政府为了在保持资产证券化市场繁荣的同时控制风险，出台了一系列相关的法规。1984 年，美国国会通过了《抵押贷款二级市场增强法案》，该法案确立了抵押贷款支持证券产品在更为广泛的范围内的合法性，使得机构投资者增加，此类证券的发行成本也得到了降低。1986 年，《税收改革法案》又得到通过，该法案创造了新的资产证券化 SPV 形式，即不动产抵押贷款投资载体（REMIC），REMIC 具有先天的免税主体身份，只需满足一定条件，资产证券化产品的发行人就可选择 REMIC 作为 SPV。而在选择 REMIC 作为 SPV 的形式后，发行人就无需再为 SPV 的税务问题发愁而设计繁复的解构了，REMIC 的

出现大大提高了资产证券化业务的效率。

当资产证券化种类越来越多，规模越来越大，SPV 也随之演化，渐渐不带有政府的背景，变得越来越市场化。在 SPV 演化的过程中，破产隔离是不变的主题，而“真实出售”是 SPV 能否做到破产隔离的关键，也是评判 SPV 是否设计成熟的重要因素。为了做到“真实出售”，SPV 和资产证券化的发起人之间必须是独立的个体。然而若是两个个体之间的资产出售，又必然导致税收，这看似违背了 SPV 设计的初衷。美国资产证券化的先行者们还是在本国法律体系下找到了解决之道，那就是利用信托（Trust）来充当 SPV 的角色。授予人信托（Grantor Trust）是美国 SPV 发展早期的形式，授予人信托与资产证券化发起人是两个独立的个体，故而能实现“真实销售”，达到将基础资产移出发行人表外的目的。作为投资者与发起人之间的桥梁，早期的授予人信托型的 SPV 是过手型（pass-through）的，只是简单的把来自发起人的现金流，按照投资者的认购比例发放给投资人。这样类型的 SPV 是“被动”的，一旦建立就不能再购买新的应收款或替换现有的应收款，也不能将持有的现金流进行再投资或再分配。这些特性都符合了“消极”经营原则，根据 1988 年生效的《美国国内税法》671 和 679 条，这种类型的 SPV 可以达到免税的目的。

虽然能实现“真实销售”以及有效避税，但授予人信托的形式过于消极，使得资产证券化发展又面临了老问题：产品期限单一，使投资者面临基础资产贷款的期限风险，且无法满足不同风险偏好的投资者的需求。为了克服这种不利因素，另一类信托---所有人信托（Owner Trust），在 1992 年之后被广泛应用起来。所有人信托在设立方式上和授予人信托

没有太大差异，其特殊之处在于既能发行权益类证券也能发行债券类证券，并且能发行多种证券的组合体。在满足投资者不同风险偏好的同时，所有人信托又利用了当时美国税法中的漏洞，规避了税收。但所有人信托也有其劣势，那就是其利用税法漏洞的计划并不是总能成功，这种不确定性显然是资产证券化市场所不能长期接受的。银行家、券商以及投资者们都需要一个稳定的、低成本的 SPV 来促进交易，帮助各方获利。

资产证券化历史发展至 90 年代，还没有一个标准化的、能适用于多种类型证券的 SPV 出现。在以往的发展中，SPV 的构建者们都多关注于其功能，思考的方向是“我们（或市场）需要什么”，而不是“什么能适应我们的市场条件及法律税制”。SPV 说到底是一个法律的定义；其历史，也就是其相关法律法规演变的历史。在资产证券化的探索阶段，SPV 通常被定性为投资公司，面临十分严格的监管。例如《1940 年投资公司法》，这是一部为了保护投资者权益而制定的法律，对投资公司的监管十分复杂。被视为投资公司的 SPV 需要向美国证券交易委员会递交一份包含发起人、投资策略等信息的报告书，后续还有长期的信息披露义务。但与传统的发行证券的公司不同，SPV 的业务仅仅限于以所购入的资产为担保发行资产支持证券，其固有资本很少，没有专门的董事会，股东结构简单，有时甚至没有自己的雇员。那么若要 SPV 也遵从《1940 年投资公司法》的监管要求，无疑阻碍了资产证券化的效率，也增加了成本。美国政府和监管部门敏锐的察觉了立法的滞后给经济带来的阻碍，于是美国证券交易委员会于 1992 年 11 月专门颁布了针对结构融资的规则 3a-7。按此规则，当满足某些特定条件时，SPV 将不再被视为投资

公司。3a-7 规则的出台，提高了资产证券化交易的效率，使其发挥了应有的作用，促进了实体经济的发展。可以说，从《1940 年投资公司法》到 3a-7 规则的转变，就是从投资公司到真正意义上 SPV 的转变。

信托和双层 SPV 都是在资产证券化早期所采用的 SPV 形式，基本上是碰到了问题才设法解决，是被动的权宜之计，并不是主动的争取立法和税制的关照。随着资产证券化基础资产种类越来越多，熟悉这一项新的投资渠道的投资者也越来越多，投资者和业内人士的需求都在促使美国国会出台相应的法律来为资产证券化的进一步发展开通道路。1997 年，美国国会颁布了《金融资产证券化投资信托法》，此法案适用于几乎所有类型的证券化，并确立了金融资产证券化投资信托（FASIT）的免税地位。发起人在选择 SPV 形式时，只需达到以上两法案的标准，便可申请被认定为 FASIT，因 FASIT 的免税主体地位是有法律依据的，被认定为 FASIT 的 SPV 便自然享受了免税的宽松待遇，不必要在为了避税而绞尽脑汁设计复杂的结构了。这是 SPV 标准化的一个步骤，在这之前，不同的基础资产和发起人可能设计或选择不同的 SPV，这对监管和风险控制也是一个挑战。而在这之后，免税主体地位的事先确立，大大减小了设立 SPV 的复杂程度，给 SPV 的选择设立了一个大的框架，在这个框架内，资产证券化的各项业务得以用很小的成本运营。可以看出，FASIT 与 REMIC 很类似，但 90 年代才诞生的 FASIT 不仅传承了 REMIC 的功能，更加在 REMIC 的不足之处取得了长足进步。REMIC 只能用于抵押类资产的证券化，而 FASIT 能用于非抵押资产的证券化，例如汽车贷款和信用卡应收款等。FASIT 的确立，是资产证券化发展历程中非常重要的一个步骤。

我们简单梳理了美国资产证券化发展过程中 SPV 的演变。根据经济体宏观环境和法系的不同，SPV 有不同的法律结构，其设计主旨是为了破产隔离和免除税务。但是我们应认识到，破产隔离并不等同于风险隔离。前者为法律概念，而后者中含有市场和投资者的预期因素。在资产证券化的实务操作中，若发起人是银行等金融机构，他们也常常扮演了资产支持证券发行人的角色。这意味着 SPV 的设计虽能做到资产出表和破产隔离，但资产支持证券作为一项投资品，还是包含了发起人的道德风险和发行证券过程中的操作风险。其次，无论在美国还是在中国，相关法律都规定资产证券化的发起人需要自持一部分资产支持证券，而且一般是分级后风险较高的一部分，这也使得发起人也必须承担一部分基础资产的风险。可以看到，资产证券化发起人与基础资产之间不可能做到绝对的风险隔离，但这正是处于风险控制考虑的一个折中的办法，SPV 的发展轨迹也会因投资者、监管、风险等因素的考虑而趋向均衡。正因为破产隔离和风险隔离并不等同，SPV 的广泛应用有时成为了金融市场，乃至实体经济的一个隐患。

二、美国经验对中国的借鉴作用

发展具有中国特色的资产证券化，要辩证的看美国经验，至少有以下几点值得我们思考：

（一）弄清促使资产证券化发展的推力

我们首先来看中美两国资产证券化的首例，这是具有代表性的案例。在美国，被认为是首例资产证券化案例的是 1970 年联邦国民抵押贷款协会推出的全美第一张住宅抵押贷款证券；而中国，为 1992 年三亚开发建设总公司以地产销售和贷款利息为支撑，发行的 2 亿地产投资证券。我们再

来看按照基础资产分类的比例（依 2013 年发行量），在美国占比最大的是住房贷款担保抵押债券（RMBS），比例为总量的 87%；在中国，信贷类证券化产品（CLO，非抵押类资产）占比最多，大约占总量的 68%；且以中小企业贷款为基础的产品只占这类 CLO 的 8.7%，其他大部分的都是以国有企业贷款为基础的产品。以上数据是以 2013 年证券化产品发行状况统计的，在未来几年，正如上一节中最后一个例子所提及的，LGFV 虽被禁止举债，但政府部门现有的债务若无法有效清偿，有可能再次采取资产证券化的方式筹集资金，以延后债务的真正到期日。由以上典型例子及数据统计我们可以看出，美国的资产证券化的发展很大程度上来自于国民私人的购房贷款需求的推动；而在中国，我们可以推测，未来几年资产证券化发展的推手极有可能是因为政府部门的财务赤字。这使中国无法照搬美国的发展经验，美国的大部分资产证券化产生的现金流是产生于国民且流入国民的，这是经济发展足够市场化的一种体现，政府在制定法规及税制来控制风险之外，没有太大必要干涉和限制。在中国，若大部分资产证券化产生的现金流是产生于国民而流入政府部门，那么政府部门还需要对资本做合理有效的重新分配，这显然难度大得多。

（二）二级市场的成熟程度

二级市场的成熟程度是影响资产证券化产品需求的重要因素。美国的二级市场建设历史久远，层次丰富，能满足投资者和融资者的多元化需求；机构投资者和追求长期回报的价值投资者是市场的主力。中国的二级市场机制还不够健全，无法进行有效的风险对冲；市场中短期的投资者及资质不高的散户占了很大比例，很容易引起市场整体的大幅波动。

引申而谈到中国的整体投资环境，层次两极分化十分严重：一极为过于保守，将定期存款当作唯一理财手段；一极过于激进，追逐投机套利机会，导致资本市场的泡沫。而处于两级之间的策略性的、系统性的投资占比不高，不足以维持资本市场的稳定。资产证券化作为一项复杂的金融创新，其产品的风险高于定期存款，期限对于习惯炒短线的投资者又过长。最重要是其收益，对比于大跌大涨的股票市场，并不能吸引足够的资金进入。二级市场的成熟导致的需求面的疲软，是资产证券化在中国发展的一个阻碍。

（三）利率市场化与资产证券化

上世纪 70 年代，美国进入一段通胀高企的时期，民众储蓄意愿低落，美国政府开启了利率市场化的改革。储蓄贷款协会因在前期过多地将个人短期的存款投入住房抵押贷款市场，在这一时期，利差的缩小和期限错配大大地增加了其流动性风险。为缓解这种压力，发行住房抵押贷款证券化产品成为最好的解决方案。可以说，利率的市场化是美国资产证券化的催化剂。在中国，利率市场化也在进行之中，银行间拆借利率已得到释放，但商业银行储贷利率还未见动摇。因银行所持有的高额证券化基础资产所产生的现金流和储贷利率直接相关，又因资产证券化产品投资者的收益是由这些现金流支付的，则投资者的收益率也和商行的储贷利率直接相关。在储贷利率未市场化的环境下，资产证券化产品的收益率很难在市场上有竞争力，吸引投资者。所以，利率是否市场化也是中美资本市场环境的一大区别。

（四）法律环境与监管方式

SPV 和资产证券化的发展离不开法律的监管和推动。从欧美的经验来看，主要有以下两种风格的监管。一是以美国

和英国为代表的市场自主的风格，强调最大限度地发挥市场的配置资源的力量，而监管作为旁观者尽量少干预；另一是以法国为代表的政府管制风格。从资产证券化的历史来看，在发展初期很多具有 SPV 功能的机构都是有政府背景的，这些机构在扮演 SPV 角色的同时，为开拓、规范资产证券化市场，及培养投资者群体都做了很大的贡献。在一个并不成熟且有待开发的市场中，私有机构很难有能力和资源去替代政府机构。在中国大规模开展资产证券化业务前，政府设立了试点区域，这是值得肯定的举措。但与美国直接立法确立 SPV 免税主体不同，中国资产证券化市场有着自己的问题和探索。拿信托型的 SPV 来举例，中国《信托法》中并未明确受托人对受托财产的法定所有权，也未明确委托人与受托财产的隔离，那么发起人与 SPV 之间是否存在“真实出售”存在争议。另外，受托权益证书并未被《信托法》或《证券法》承认为有价证券，那么发行方或承销商在发行受托权益证书时，并没有坚实的法律依据。在 2014 年 11 月 19 日，中国证监会颁布了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（下称“规定”），将资产证券化交易的 SPV 确立为资产支持专项计划。从法律角度来看，资产支持专项计划所持资产与各参与机构的关系不再是《合同法》所描述的委托关系，而应当由《证券投资基金法》来确定。在“规定”颁布后，资产证券化交易的模式可以描述为：作为基金管理人的券商或基金管理公司子公司代表资产支持专项计划向发起人购买基础资产，并用发行资产支持证券所得到的资金支付购买对价。只要支付的对价是公允价格，则构成“真实出售”，那么资产支持专项计划所得的基础资产将不再属于发起人的破产清算范围，从而实现了破产隔离。可以看出，与美

国的 SPV 发展历程不同，资产支持专项计划将 SPV 嵌入了资产支持证券的承销商内部，并由证监会进行监管。这种方式大大增加了广大券商的参与热情，也使得资产证券化产品更加贴近二级市场，对于资产证券化的发展大有裨益。

三、结论

相比美国，中国大部分的资产证券化产生的现金流是产生于国民而流入政府部门，使得政府部门对资本的合理有效的重新分配变得至关重要。而二级市场的成熟导致的需求面的疲软，成为了资产证券化在中国发展的一个阻碍。同时在储贷利率尚未完全市场化的环境下，资产证券化产品的收益率很难在市场上有竞争力，吸引投资者。因此，中国资产证券化未来的发展需要相关机构在监管方面对症下药，方能为中国金融市场的创新保驾护航。

资产证券化是随着宏观经济和资本市场的环境和需求而产生的。当我们谈论和摸索其发展规律时，应该对其所在的经济体有一个全面的认识，而非盲人摸象一般把资产证券化当作一个独立的对象来看。美国的经验值得学习，其教训也值得反思，然而更重要的，我们需要对中国的经济环境和国情有深入的研究，对税制和法律有细致的了解，这样才能找到中国特色的资产证券化发展之路。