

全覆盖债券与资产证券化的国际比较研究

安融信用评级有限公司

【摘要】 20 世纪以来，全覆盖债券和资产证券化由于其自身的吸引力，分别在世界范围内取得了蓬勃的发展。本文首先对全覆盖债券和资产证券化的概念进行界定，然后对两者的特征进行比较分析，并美国为例对两者的属性进行详细对比，最后总结两者在世界范围内的兴起并提出在中国积极探索各种结构化融资工具的建议。

关键词： 全覆盖债券 资产证券化 ABS MBS

Abstracts:, As the influence of its own attractiveness, Covered bond and Assets securitization has made vigorous development among the world ever since the 20 century. In this paper, we first definate the concept of Covered Bonds and Asset Securitization, and then make a comparative analysis between the two securities, taking the United States as an example. Finally, sum up the rising of the two products in the world and suggest that China explore various structured financing instrument.

Key words: Covered Bonds Assets Securitization ABS MBS

一、基本概念界定

全覆盖债券（Covered Bonds, CB），是欧洲最卓越的金融产品之一，它由抵押贷款或公共部门贷款组成的资产池为其提供抵押，并且在发起人破产时，该债券持有人对资产池有优先求偿权的债务融资工具。

各国法律框架下，都对全覆盖债券抵押资产的合格性标准、抵押资产池的动态维护和监管、投资者的优先求偿权等进行严格的规定。在抵押资产的合格性方面，在德国，只有抵押贷款、公共部门贷款和船舶抵押贷款才能作为合格的抵押资产进入抵押资产池。在美国，目前发行的全覆盖债券都是由住宅抵押贷款提供的担保。在抵押资产的动态维护上，各国都要求抵押资产池对发行债券本金和利息的全覆盖，并指定独立的第三方机构对其进行定期和不定期检测，督促发行人及时替换不合格的资产，严格控制抵押资产池的质量。同时，当出现发行人破产或违约事件时，通过特定的风险隔离和破产隔离机制，保持全覆盖债券的延续，并保证投资者对抵押资产池的优先求偿权。

德国在 1770 年为公共设施项目融资时，最先引进全覆盖债券。目前，全覆盖债券在欧洲十分流行，已基本形成较为统一的全覆盖债券体系，全覆盖债券市场已成为继政府债券之后的第二大债券市场。并且，由于其优异的品质，正逐渐受到世界各国的青睐，在欧洲之外，北美、南美、大洋洲、亚洲都出现了全覆盖债券产品，全覆盖债券产品正在全球范围内兴起。

资产证券化(Assets Securitization)是指将缺乏流动性、但具

有可预期收入的资产，通过通过结构性重组，以发行证券的方式出售获取融资，以最大化提高资产的流动性的过程。按照被证券化资产种类的不同可分为住房抵押贷款支持的证券化（ Mortgage-Backed Securitization, MBS ）和资产支持的证券化（ Asset-Backed Securitization, ABS ），其区别在于前者的基础资产是住房抵押贷款，而后者的基础资产则是除住房抵押贷款以外的其他资产。

一般而言，一次完整的证券化融资的基本流程是：发起人将证券化资产出售给一家特定目的实体（ Special Purpose Vehicle, SPV ），或者由 SPV 主动购买可证券化的资产，然后 SPV 将这些资产汇集成资产池（ Assets Pool ），再以该资产池所产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价证券融资，最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。资产证券化在许多国家运用非常普遍，目前美国一半以上的住房抵押贷款、四分之三以上的汽车贷款是靠发行资产支持证券提供的。近年来，资产证券化在日本、韩国等亚洲国家也得到了快速发展。

二、全覆盖债券与 ABS/MBS 的比较分析

从概念来看，我们可以发现全覆盖债券与资产证券化产品存在很多的相似之处。两种证券的发行，都必须以特定的资产组成资产池作为担保，以资产池产生的现金流支付证券的本金和利息，是有资产担保的证券。特别是近年来，由于资产证券化技术的应用，它们之间的界限变得更加模糊。某些欧洲国家已经允许 RMBS 作为全覆盖债券资产池中的资产（如法国、意大利、爱尔兰），而另外一些国家允许将

全覆盖债券作为综合证券化交易的抵押品。但两者仍然有很多的不同之处，下表总结了欧洲全覆盖债券与 ABS 主要特征的比较。

表 1：欧洲 CB 与 ABS 特征的比较

项目	全覆盖债券（CB）	ABS
发行人动机	再融资	降低风险、监管套利、再融资
发行人	一般是贷款发起人	特殊实体（SPE）
对发起人的追索权	有	一般无
结构	抵押资产一般保留在发起人的资产负债表里，但属于覆盖池。	抵押资产转让给特殊实体
对发行人资本要求的影响	无	降低
对发行人或合格抵押资产的法定限制	有（如果在全覆盖债券法下发行）	一般无
资产池的管理	一般为动态的	主要是静态的
资产池对投资者的透明度	有限的（但质量由信托人或评级机构定期控制）	一般很高
资产的提前偿还	通过资产替代（不给投资者）	一般全部给投资者
分层结构	无	普通
利息	主要是固定利率	主要是浮动利率

1. 两者最本质的区别在于是否实现资产池的真实销售

ABS 利用流动性较差的资产融资，其主要的目的在于实现资产的流动性，通过各种安排将资产池真实出售，完全转移风险和报酬，该资产不在发起人资产负债表里反映。在具体实施中，采取将抵押资产池真实出售给特殊目的实体（SPV）的方式发行。

而全覆盖债券发行的目的在于以优质资产担保发行高信用等级、高流动性、低利率的债券，由资产池的资产为全覆盖债券的偿付提供足额、可信的担保，但抵押的资产仍然保留在发起人的资产负债表中，不实现抵押资产的真实出售。法定的全覆盖债券一般由发起人以资产负债表中的资产按照一定的原则组成资产池，以资产池中的资产为担保发行全覆盖债券，只要发行人没有违约或者处于破产状态，资产池中的资产一直保持在发行人的资产负债表中，由发行人进行管理和控制。较特殊一点的是结构化全覆盖债券，引进了类似 SPV 的中介机构，但其与 ABS/MBS 主要的区别仍然在于没有实现抵押资产的真实出售。如法国巴黎银行（BNPP）全覆盖债券，这种债券由专门负责全覆盖债券发行的信贷机构（BNPP 的子公司）负责发行。这个特殊的发行机构通过发行程序为发起人（BNPP）提供资金，而抵押贷款依旧保持在 BNPP 的资产负债表中，并用于担保这笔款项的偿还。

2. 对证券持有人的保护程度不同

全覆盖债券的持有者拥有“双重保护”，而ABS/MBS的持有人没有对发起人的追索权。当发行人违约或破产，且资产池中的资产不足以偿付偿付证券的本金或利息时，全覆盖债券和ABS/MBS的持有人所享受的待遇是不同的。对于ABS/MBS，由于资产池已实现真实出售，发行人对债券的偿付不再承担义务，持有人没有对发起人的追索权。而全覆盖债券的发行人为发起人本身，全覆盖债券的持有者除了对抵押资产池的优先求偿权外，仍有对发行人的一般求偿权，可实现对全覆盖债券持有人的双重保护。全覆盖债券的持有者同时拥有对资产池

中资产的优先求偿权和对发行人的追索权，享受双重信用保障，可有效地分散投资风险，因而，全覆盖债券通常获得AAA信用评级。而高信用等级一方面可使发行银行以低成本融资，另一方面，为保守的投资者提供了一种安全的投资方式。

3. 信用增级原理不同

所谓信用增级，是指发行人为了吸引更多的投资者，改善发行条件，通过自身或者第三方来提高证券信用等级的行为。全覆盖债券以优质、动态的抵押资产池作为其高信用等级的保障，ABS/MBS主要通过分层等方式进行信用增级。

全覆盖债券通过对资产池实施动态管理来保证资产池质量，并定期对资产池进行资产覆盖测试以保证资产对债券的全覆盖，因此全覆盖债券投资者的债权有充分的保障。发行银行对所有发行的全覆盖债券设定一个资产池，不存在某一特定的资产池或某一单笔贷款与某次发行之间的一一对应关系，发行的全覆盖债券由资产池中所有的资产整体担保。如果资产池中的资产不再满足法定条件或发行约定的条款，它就会被其他合格的资产替换，以保证整个资产池的质量。只要发行人仍有偿付能力，都将保持对资产池中资产的管理和控制。一旦资产池不能覆盖全覆盖债券余额，并且发行人不能通过替代、增加资产或回购全覆盖债券等方式保持对全覆盖债券余额的全覆盖，全覆盖债券将提前到期。总之，由高质量资产组成的动态资产池为全覆盖债券的高信用等级提供了保障。动态的资产池也给全覆盖债券投资者带来了若干风险。如管理者不能将合格的资产投入资产池以满足全覆盖

的要求；由于全覆盖债券通常需要支付固定的利率，资产池要不断的更新，如当抵押贷款到期时必须再投资并加入到资产池中，这可能导致高信用风险和高市场风险。

而ABS一般是实施静态的资产管理，一般不允许替换资产，投资者承担了抵押资产贬值的风险。为保障其信用级别，ABS/MBS可以运用多种信用增级手段。信用增级的形式大体上可分为两种：外部信用增级和内部信用增级。外部信用增级是指由发起人（如银行）借助抵押贷款组成的资产池之外的财力以提高贷款组合的信用增级方式，外部信用增级可以为发起人保持商业秘密，同时一些初次发行的企业也可以通过金融机构来提供外部信用增级，从而获得较好的发行条件。主要技术方式有：相关方担保、备用信用证、单线保险和多线保险等；而内部增级法一般由证券化的发起人提供追索权，或者由设计资产证券化不同的结构（如优先/次级结构等）来完成，主要形式有：优先—次级证券结构、超额担保、直接追索权、差额账户、现金抵押等，都是为了减少投资者承担与资产组合有关的信用风险。

4. 抵押合格资产的范围不同

欧洲全覆盖债券的抵押合格资产在CRD中有统一的规定，CRD规定住宅和商业抵押贷款，公共部门贷款和船舶抵押贷款可作为全覆盖债券的合格资产，各国对此有更具体的规定。在结构化全覆盖债券中，存在允许其他类型的资产（如汽车贷款）作为合格资产的迹象。在法国、意大利和爱尔兰，RMBS已经允许出现在全覆盖债券资产池中。爱尔兰新发布的法律甚至将RMBS划入全覆盖债券的范畴。总体而言，全

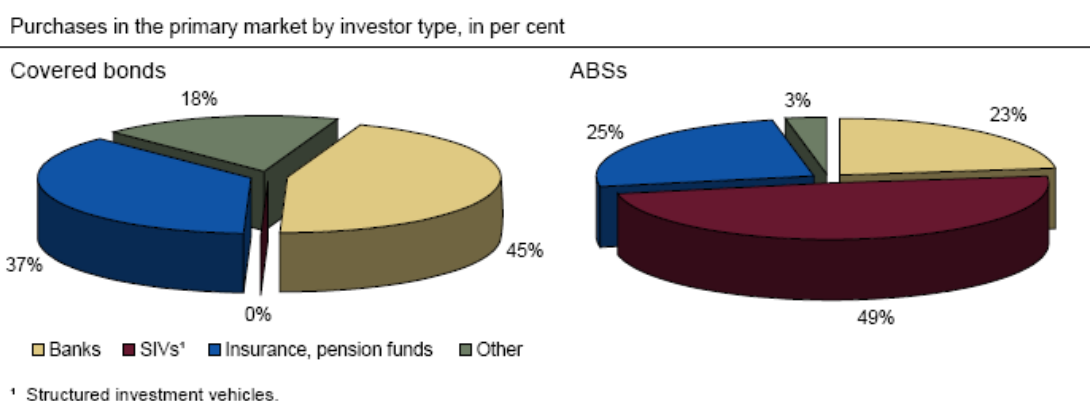
覆盖债券要求优质的资产提供担保。

而资产证券化的原理是把原本不易流动资产转换为证券以获得流动性，对合格抵押资产的要求则较为宽松，不一定要求是优质资产，甚至可以是不良资产的组合。20世纪60年代，资产证券化最初兴起时，抵押资产主要为银行的住宅抵押贷款，后来逐渐发展到汽车贷款，信用卡应收款，计算机贷款和其他商业应收款等等。

5. 投资者基础存在差异

下图统计了全覆盖债券和ABS的投资者结构比较。从投资者结构来看，全覆盖债券的主要投资者来源为银行机构，占到市场份额的45%左右，其次为保险公司、社保基金等，占37%；而ABS的主要投资者为基金，占到市场份额的49%，其次才是银行和保险公司。可以发现，投资与全覆盖债券的大多为投资策略保守的投资者，而ABS的投资者则较为激进。其中，最本质的原因还在于全覆盖债券的高信用等级为其还本付息提供了保障，是一种保险的投资品种。

图 1： CB 与 ABS 投资者类别的对比



三、美国全覆盖债券与资产证券化产品的比较分析

1. 美国全覆盖债券概况

在美国，尚未制定专门的全覆盖债券法律，全覆盖债券是从既定的美国法律框架而非通过政府机构正式立法建立的结构化债务。到目前为止，仅两个美国银行机构发行过全覆盖债券计划。现存的结构化利用一个双重构造，全覆盖债券通过一种信托方式发行。这种全覆盖债券主要由发起行发行的抵押债券担保。每一种为相关全覆盖债券提供担保的抵押债券预期产生的资金能满足相应全覆盖债券的到期支付。在发行银行破产时，这种双重结构主要用于保护全覆盖债券持有人免受提前偿付风险。

全覆盖债券可以以一个或多个系列，代表对发行人限定的追索债务的方式发行。每一系列全覆盖债券由相关系列的抵押债券担保，这种抵押债券是用全覆盖债券的发行收益从抵押债券发行人手中购买的。发行人也会与一个或多个互换提供者签订一个或多个互换协议。这些互换协议的主要目的是规避货币和利率风险。在一个相关系列抵

押债券出现加速情形前，全覆盖债券发行人会与每一个合适的互换提供者交换等于全覆盖债券本息金额的抵押债券本息金额。

在抵押债券出现加速情形时，抵押债券契约信托人可行使对全覆盖资产池的权利，清算构成全覆盖资产池的住宅抵押贷款。全覆盖债券发行人把抵押贷款清算获得的收益投入一个投资工具。这些投资工具（例如以担保投资合同形式）在发行之初就已成立。在合适的时间，从投资工具获得的投资收益将付给发行人，并且与每一个合适的互换提供者交换收到的等于偿付全覆盖债券本息的投资收入。因此，通过使用投资工具，抵押债券的加速情形不会自动引起相关系列的全覆盖债券发生加速偿还情形。

到目前为止，对两个已发行全覆盖债券计划的美国银行而言，全覆盖资产池由住宅抵押贷款构成。包括在全覆盖资产池中的抵押贷款类型可随时间发生改变。然而，全覆盖资产池也只能包含评级机构认可的贷款类型。全覆盖资产池需满足评级机构要求的任何其他适用性标准，抵押贷款必须满足抵押债券契约规定的通常的贷款等级表征和特约条款。

全覆盖资产仍保留在发起人银行的资产负债表上。尽管美国没有采用专门的全覆盖债券法律框架，但是统一商法典（UCC）对抵押资产的第一优先完善担保利益提供了法律框架。对全覆盖资产池的担保利益由抵押债券发行人通过合同授予，并在抵押债券发行人记录中确认抵押贷款担保。因此，分配给全覆盖资产池的抵押贷款没有发生出售或所有权转移情形。抵押债券契约信托人对全覆盖资产池中资产拥

有第一优先担保利益。

两个现存的全覆盖债券发行人都受联邦破产法约束，然而，每个发行人是作为破产隔离特殊目的载体而成立的，因此，只有全覆盖债券持有人、全覆盖债券互换提供者及全覆盖债券契约信托人才是特殊目的载体的债权人。

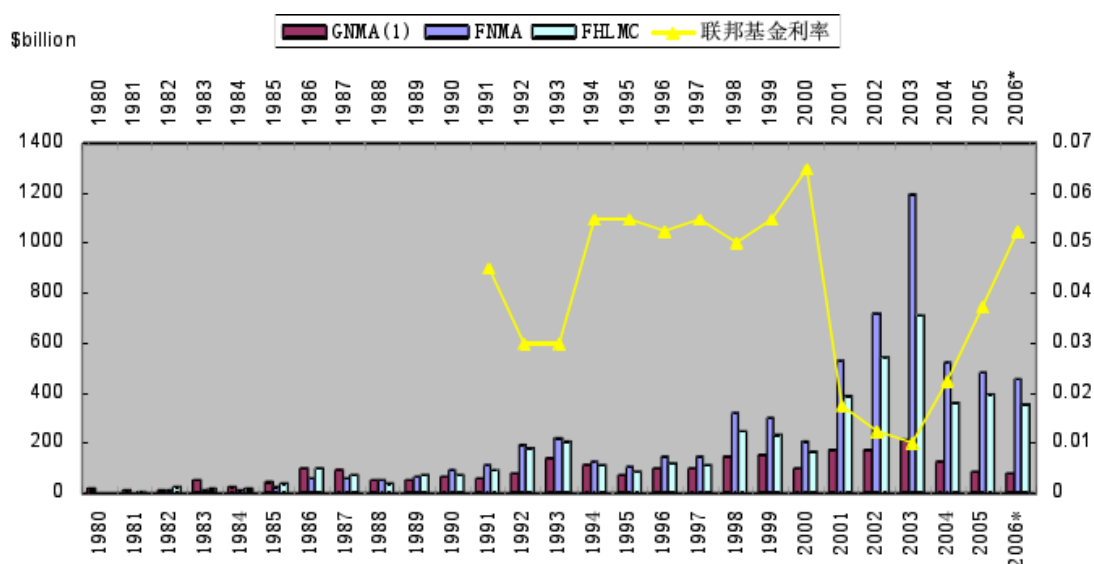
美国的银行监管机构，可任命 FDIC 作为抵押债券发行银行的管理人或接管人。若 FDIC 被指定为管理人或接管人，则其拥有更多权力，要么可以作为管理人保留银行的资产和财产，要么作为接管人清算银行资产。不管是作为管理人还是接管人，FDIC 有权拒绝或认可发行人银行的抵押债券项下债务。如果 FDIC 既不拒绝也不认可，且抵押债券已触发加速情形或违约，抵押债券契约信托人可以行使对全覆盖资产池的权益。如果 FDIC 拒绝抵押债券，则有义务支付补偿赔偿金，即支付面值加上与直至约定日期的应计利息。全覆盖债券互换为互换协议规定期间利息差额提供覆盖。

2. 美国资产证券化发展概况

20 年代 60 年代末，承担美国住宅抵押贷款业务的储蓄金融机构（储蓄协会和储蓄银行），在投资银行和共同基金的冲击下，储蓄资金被大量提出，利差收入不断减少。为了提高竞争力，改善经营状况，政府国民抵押协会 (GNMA) 决定有效利用其存量资产，通过启动住房抵押贷款二级市场，缓解资产流动性不足的困难。1968 年，“过手证券” (pass-through) 在美国公开发行，从此揭开了全球性的资产证券化的序幕。

进入 20 世纪 80 年代，以商业银行为主的金融机构陆续尝试推出以信贷资产为支撑的证券，如汽车贷款证券和信用卡应收款证券等。商业银行的传统角色是“资金的出借者”，即通过直接吸收公众存款筹资、发行贷款运用资金，资产证券化的出现赋予其“资产出售者”的身份。资产证券化的蓬勃发展出现在 20 世纪 80 年代后期，银行业的困境推动着金融机构本身和企业探索和运用新型融资工具。

图 2： GNMA, FNMA, FHLMC 三大机构 MBS 发行量



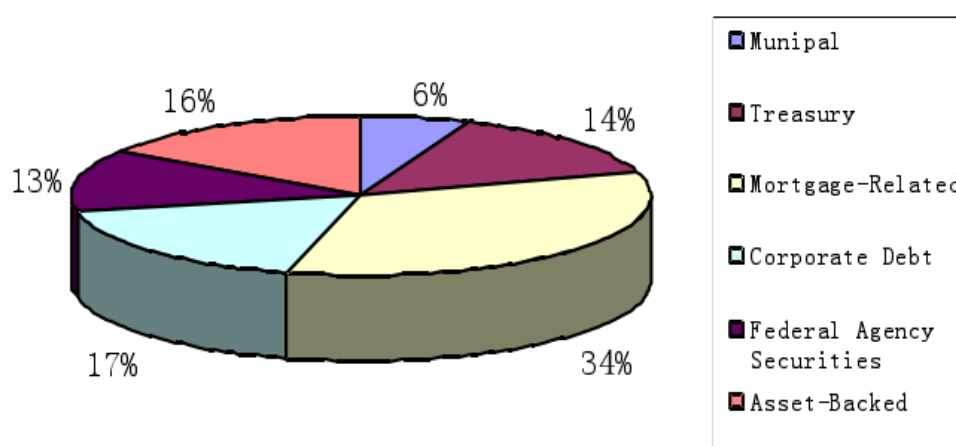
数据来源：GNMA, FNMA, FHLMC

进入 20 世纪 90 年代，随着各类企业（贸易、服务、基础设施）的进入，无论从规模、速度还是品种上，资产证券化都上了一个新台阶。资产支撑证券在 20 世纪 90 年代初经受了经济萧条的考验，尽管许多债务的违约率大幅提高，发行在外的资产支撑债券除少数信用等级被调低以外，无一发生违约。资产证券化成为主流的融资技术之一，并保持了较高的增长速度，20 世纪 90 年代中期年均增幅在 30% 以上。

1998 年美国 ABS 和 MBS 的市场总和超过国债市场规模，而到了 1999 年，单个 MBS 市场(余额 33, 342 亿美元)就超过了国债市场(余额为 32, 810 亿美元)，成为名副其实的第一大市场。

数据显示，进入 1998 年以后，美国三大证券化机构的 MBS 产品发行量出现显著的增长，并在 2003 年到达顶峰，Ginnie Mae 发行量为 2, 179 亿美元，Fannie Mae 为 11, 986 亿美元，Freddie Mae 则为 7, 133 亿美元。目前美国有一半以上的住房抵押贷款和四分之三以上的汽车贷款是靠发行资产支撑证券提供的。抵押贷款支持证券（MBS）的发行量占比最大，达到 34%，公司债券和资产支持证券分别占 17%和 16%的占比紧跟其后，代表了投资者对资产证券化产品的偏好。

图 3： 美国债券市场发行量的分配（2006 年）



数据来源：SIFMA

3. 美国全覆盖债券和资产证券化产品的比较分析

上文简要介绍了两种产品在美国的发展情况，总体来讲，美国在

ABS 和全覆盖债券上无专门的立法，他们需要在原有法律框架下发行，并适应原有法律框架。下面我们从发行人、法律框架、抵押资产、外部监管以及风险隔离机制几个方面对其进行简要的比较。

(1) 发行人

在美国 ABS/MBS 已成为一种成熟的产品，政府抵押贷款协会、联邦国民抵押贷款协会和联邦住宅抵押贷款公司三大带有官方或半官方性质的机构是目前的主要发行人，但同时《1933 年证券法》第 4 章第 2 项的“私募发行”的豁免允许非官方性质的机构发行。发行成功后，抵押资产实现真实出售，不再在发行人资产负债表内反映。

目前，美国仅两个机构发行过全覆盖债券计划，即美国华盛顿相互银行和美国银行，发行后，抵押资产仍然直接体现在发行人的资产负债表上。两个机构都是银行，由于美国没有专门的法律制度对全覆盖债券的发行进行约束，以后的全覆盖债券是否由其他类型的机构发行目前还难以定论。

(2) 法律框架

ABS/MBS 目前都无特定立法，破产时遵从美国破产法的约束。同时，两类证券活动都受到联邦立法和所属各州“蓝天法”(blue sky laws)的监管，各州的立法不一，联邦证券法体系主要由 7 项立法组成，包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1935 年公用事业控股公司法》、《1939 年信托契约法》、《1940 年投资公司法》、《1940 年投资顾问法》、《1970 年证券投资者保护法》、《统一商法典》和《破产法》，其具体执行受契约安排管制。

(3) 抵押资产

ABS/MBS 的抵押资产较为广泛，囊括住宅抵押贷款、汽车贷款、信用卡应收款、消费分期付款、租金、版权专利费、高速公路收费等。所发行 ABS/MBS 的价格与抵押资产的市场价值基本相等。

到目前为止，对两个发行全覆盖债券计划的美国银行而言，全覆盖资产池由住宅抵押贷款构成，并且要求抵押资产的价值超过全覆盖债券的面值，即所谓的“超额担保”。

(4) 对抵押资产池的监管

ABS/MBS 由特定目的实体 (Special Purpose Vehicle, SPV) 对抵押资产池进行持续的监督和管理。SPV 的组织形式，可以是公司，信托，合伙制或是其他的形式。而全覆盖债券由专门的外部资产监督机构对抵押资产池进行监督，最主要的外部监督机构是三大评级机构。

(5) 资产区隔和破产隔离

美国资产证券化过程中，通常会要求律师必须就其审核资产与特殊目标机构的结果，出具“非实质合并意见书” (non-Consolidation Opinion Letter)，以表达在未来遭遇发起人破产时，特殊目标机构的资产，将不会与发起人进行实质合并。另外，在实务运作方面，为避免法院将特殊目标机构在破产程序中视同为单一债务人，通常会在特殊目标机构的设立文件或资产转移文件中加入发起人与特殊目标机构分离的特别合约。全覆盖债券根据合同条款与一般性的破产法保证抵押资产的资产区隔和破产隔离。

四、结论与启示

从以上的分析可以看到，作为有担保的债券，全覆盖债券和 ABS/MBS 存在很多的相似之处，两者都是有担保的证券，都是由抵押资产的现金流作为证券本金和利息偿付的保证。由于其发源地的不同，在发展过程中存在着法律环境、历史机遇和人文环境等的差异，两者也表现出众多不同的特点。其中，最为本质的区别在于是否实现抵押资产池的真实出售。全覆盖债券抵押资产池的风险和报酬未完全转移，不实现真实出售，仍保持在发起人的资产负债表上，而 ABS/MBS 的抵押资产池已真实出售给 SPV，不在发起人的资产负债表上反映。此外，在抵押合格资产的规定，抵押资产池的管理，信用增级的原理和对投资者的保护等方面也有所差异。

本世纪以来，全覆盖债券和资产证券化由于其自身的吸引力，分别在世界范围内取得了蓬勃的发展。其中，全覆盖债券是在欧洲逐渐萌芽和发展起来的，最初的发源地是德国，目前已经在欧盟框架内建立了较为完整的全覆盖债券法律体系，全覆盖债券市场已成为继政府债券之后的欧洲第二债券市场。由于全覆盖债券体系的普及，欧洲的资产证券化发展相对较为缓慢。而美国的情况正好相反，美国是资产证券化技术的发源地，是全球运用证券化技术创新最多的国家，目前，资产证券化市场已成为美国最大的资本市场，并且由于资产证券化的发展，直到 2007 年才开始全覆盖债券的尝试。尽管由于各国国情的差异，各国发展的侧重点有所不同，但其中很明显的一个趋势是：无论是全覆盖债券还是资产证券化，都在不断的走向世界，成为全球性

的产品。

中国从 2005 年开始推行资产证券化的试点，至今已推出了很多资产证券化产品，但在实施过程中仍然面临流动性不足等诸多的问题。在此背景下，积极探索多样化的结构性融资工具，具有特别的意义。作为一种高信用等级、高流动性的债券，全覆盖债券在欧洲的成功经验可为我们借鉴，在具体实施过程中，可参考没有全覆盖债券法律的国家，如美国的做法，以现有法律为基础，由国家的有关部门给予相应的政策支持，并吸取资产证券化过程中的经验教训，通过结构化安排发行全覆盖债券产品，逐步建立完整的全覆盖债券法律体系。