



研究报告

(2015 年第 4 期 总第 4 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 6 月 30 日

资产证券化风险自留与豁免-美国经验及对我国政策的借鉴

货币政策与金融稳定研究中心

摘 要

2008 年后美国在资产证券化方面的一项重要改革是建立风险共担机制。五联邦机构在 2014 年 10 月公布了《多德-弗兰克法案》第 941 章，也就是信用风险留存 (Credit Risk Retention) 的最后规则。但规则中又设定了复杂的风险留存的豁免条款。相比之下，我国的风险留存规则比较简单。美国的资产证券化风险留存的规则是如何设定的，为什么需要豁免条款？本文通过对这些问题的展示来探讨对我国资产证券化风险留存制度设定的借鉴。



Research report

2015-4 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

JUNE 30th, 2015

Risk Retention and Exemption Rule in Securitization – the US Experience and Its Suggestions to the Chinese Securitization Policy

Monetary Policy and Financial Stability Research Center

Abstract :

One of the most important financial regulatory reform on asset-backed securities (ABS) is the rule of risk retention. In October 2014, five federal agencies released the final rule to implement the Dodd-Frank credit risk retention requirements for ABS. However, final rules also contain substantial and complicated exceptions and exclusions for certain assets and under certain conditions. In 2013, Chinese government released its ruling on risk retention for ABS. This article compared the difference of two and argued the benefits of certain exemptions of risk retention for Chinese economic development.



一. 信用风险留存来源

在上世纪 70 年初，美国住房贷款资金提供主体是储蓄银行。当时储蓄银行的商业模式基本上是吸储和放贷。贷款大多为长期固定利率。放贷后，银行也是基本持有这些按揭贷款。但随着二战后早期婴儿潮逐渐步入结婚生子新阶段，房贷按揭资金的需要越来越高。市场开始担心银行是否会吸纳足够的储蓄资金来满足贷款需求。这个问题促使了华尔街开始寻求其他资金来源。资产证券化作为一个金融创新由此产生并最终成为按揭贷款的稳定来源。在此后的 30 年里，资产证券化不断向其它基础资产，如车贷、信用卡等，扩充，在结构上也日趋复杂。

2008 年的金融危机使得监管部门意识到资产证券化发起机构¹的道德风险已经成为一个亟待解决的问题。美国国会在对金融危机进行调查后认为，由于缺乏风险共担机制，发行机构在对资产进行证券化过程中过度追求量和利润，完全抛开了产品质量和风险，导致投资人、纳税人利益严重受损。2010 年 7 月奥巴马总统签署了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》。这是自上世纪 30 年代罗斯福新政后力度最大的一次金融改革，并很快对金融机构运营和风险管理产生了显著影响。在历经与市场参与方的多次商谈后²，2014 年 10 月，联邦六个机构（美联储、联邦存款保险公司、联邦住房金融署、美国货币监理署、住房和城市发展部、证券交易委员会）联合公布了期盼已久的《多德-弗兰克法案》第 941 章，也就是信用风险留存（Credit Risk Retention）的最后规则。《多德-弗兰克法案》第 941 章也被补充入《1934 证券交易法案》，成为第 15G 章，并于 2014 年 12 月在《联邦公告》上公示。风险留存规则对住房按揭资产证券化将在 2015 年 12 月生效，其他资产在 2016 年 12 月生效；

¹ 包括资产证券化产品发行方（issuer），发行主体（sponsor）。发行主体定义为组织和发起证券化交易的机构，通常通过直接或间接销售或转移资产给发行方（issuer）。发行方和发行主体可以为同一机构。

² 联邦机构最初是在 2011 年 4 月公布了对《多德-弗兰克法案》第 941 章的实施草案。但由于行业意见太多，联邦机构于 2013 年 9 月再次公布了修改后实施草案，并征求意见。



信用风险留存规则的基本点包括资产证券化发起机构必须自己留存不低于资产支持证券 5% 的信用风险，同时不得为这些自留信用风险进行风险对冲。显然，这些规定是保证发起机构有足够诱因去控制资产证券化的质量，与投资者作到风险共担。但是，规则中也定义了复杂的全部或部分风险留存的豁免条款。规则如何设定？为什么需要豁免条款？本文通过对这些问题的展示来探讨对我国资产证券化风险留存制度设定的借鉴。

二． 信用风险留存及豁免规则

相比我国由央行、银监会在 2013 年 12 月颁发的《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》，《多德-弗兰克法案》第 941 章很细致。比如，对资产证券化，对发起机构的定义都有具体描述。同时，该章又很复杂。由于美国资产证券化基础资产广泛，结构多样，在对不同资产的处理上规则有很大不同，为了便于在有限的篇幅里进行描述，我们在这里介绍的仅仅是最基本情况。

2.1 风险留存规则

风险留存主要是定义了留存的量、计算方法、和形式。主要包括：

1. 资产证券化发起机构³持有的经济利益 (economic interest) 不得低于该单支持证券基础资产 5% 的信用风险，并不得对持有证券信用风险进行出售、对冲或转移；
2. 风险留存持有方式有多种，或是水平 (horizontal residual interest 也即资产证券化产品中最先承受经济减损的一层) ，或垂直 (vertical interest 每一层都持有相同比例) ，

³ 如果是有多多个发起机构，那么其中一个需要满足风险留存规定。



或上面两种方法的混合（水平和垂直具体持有比例分配并没有设定，但总和至少需要为 5%）⁴；

3. 对于垂直持有，那么每一层自持比例都需要至少为该层规模的 5%。对于水平持有，那么持有的公允价值（fair value）与该单证券化产品公允价值的比例至少为 5%。公允价值需要在销售资产证券化产品的一定时间前后向投资者公开；
4. 如果发行主体希望持有最底层，那么在资产证券化产品设计完成时(closing)，可以成立一个被信托持有并全额注资的现金备用账号，这个账号可以取代全部或部分风险留存；
5. 发行主体除了可以向自己绝对控股的或自己被绝对控股的相关机构⁵，一般不允许转让任何为满足风险留存规定而持有的资产。发行主体和自己的相关机构也不可以对冲或签订任何协议降低所持有资产的信用风险。规则也不允许发行主体和相关机构在没有完全的追索权情况下，动用为满足风险留存规定而持有的资产去作为抵押物进行抵押（pledge）；
6. 第三方提供的信用支持，如保险、担保、流动性机制（liquidity facilities）等不能替代风险留存；
7. 风险留存对公募、私募、甚至受证券法下免于注册的资产证券化产品都适用；
8. 对住房按揭资产证券化（RMBS）和其他资产支持证券（ABS），风险留存的期限也不同。RMBS 风险留存的期限要至少五年，并且在风险留存取消时，资产池未还款本金（UPB，unpaid principal balance）总额需要低于产品开始时 UPB 总额的 25%。但在 7 年后，风险留存规定不再适用（也就是说风险留存最多 7 年）。由于其他 ABS 一般久期较短，因此风险留存期限相对也较短，但必须维持至少两年，且基础资产池剩余 UPB 为最初 UPB 的 33%。对于循环池，没有相应的风险留存过期期限；等。

2.2 风险留存豁免规则

⁴ 对于一些特别资产，如商业支持票据，风险留存的方法又有不同。

⁵ 对于循环池结构（revolving pool）的资产证券化产品，这些关联机构必须是全资控股。



在定义了风险留存方法后，规则又给出了很多风险留存减免、豁免条款。主要包括：

1. 虽然绝大多数第三方的信用支持不可替代风险留存规定，但两房（房利美、房地美）的担保可以替代；
2. 两房的资产证券化产品不受风险留存规则的限制；
3. 如果所有基础资产都是合格住房按揭⁶（qualified residential mortgages），那么风险留存可以豁免。其他满足高承保质量（high quality underwriting）的资产，包括合格商业贷款，合格商业地产贷款，合格车贷，或非合格住房按揭但以社区为中心的住宅贷款等也可豁免；
4. 允许发起机构将部分风险留存转移到基础资产的原始受益人（originator），但是该原始受益人提供的基础资产必须超过该单总基础资产的 20%，且风险留存需要与发起机构有相同的比例。原始收益人不得为所持风险留存进行对冲或转移，其合规由发起机构负责；
5. 政府关注的一些民生资产证券化产品可以豁免。比如，由联邦政府（如，住房金融署），或政府指定部门（如，住房和城市发展署指定的社区住房发展组织），或部分合格的为中低收入消费者提供信用的非盈利组织，管理的项目。由联邦政府或政府机构提供担保、保险的住宅，农业信用，卫生保健设施抵押贷款资产证券化产品。此外根据 2008 年经济稳定紧急法案的一些项目；
6. 虽然再证券化产品并未受到监管部门的欢迎，但仍有两类产品享受到豁免：1.由仅有一层（single class）的过手型（pass-through）证券组成的再证券化产品，2.由第一留置权抵押贷款（first-lien mortgage）为基础资产的最优先级证券组成的再证券化产品；
7. 虽然对于混合了合格住宅按揭和非合格住宅按揭的资产池，风险留存不得减少，但是当非合格住宅按揭资产与关注社区为主（community focused）的住宅按揭组成资产池时，规则准许发起机构风险留存做相应减少，但不得超过 50% 的风险留存。也就是说，风险留存比例占全部基础资产不得低于 2.5%；
8. 对于与留存信用风险非显著相关的一些其他风险，如汇率风险，房价、利率，对冲是

⁶ 规则中合格住房按揭定义基本上采用了消费者金融保护局（Consumer Financial Protection Bureau）关于合格按揭（Qualified Mortgage）的定义，主要是从产品特点和借款人还债能力来度量信用风险。比如，按揭不可以超过 30 年，每月总债务还款/收入比低于 43% 等。



允许的；

9. 对于美国境外的资产证券化产品，如果满足一定条件，风险留存可以免除⁷。比如，如果资产证券化产品不需要依照证券法注册的，不超过 10% 的产品经济利益被转移或出售给美国人或有益于美国人的，等。

三 . 中国信用风险留存规则

中国人民银行、银监会在 2013 年 12 月颁发了《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》对信贷资产证券化产品中的风险留存进行了规定。但企业资产证券化产品目前还没有任何监管规定，虽然在实际操作中，发起机构大多也有自持。

规定包括：

1. 信贷资产证券化发起机构需持有发起产品的一定比例，该比例不得低于全部发行规模的 5%；
2. 持有最底层的证券比例不得低于该层发行规模的 5%；
3. 如果持有除最底层之外的证券，各层都应该有，且占各层发行规模比例应该相同；
4. 持有期限不低于各层支持证券存续期限 (duration, 又称为久期)。

在这儿，我们看到，中美虽然都是 5% 的风险留存，但对于最底层，5% 的计量基础不同。美国是基于资产包的公允价值，而不是发行规模。当公允价值低于账面价值 (sub-par) 时，公允价值就会比发行规模低。此外，我国条例中没有任何豁免设定，对持有模式也没有所谓的混合型。

四 . 信用风险留存及豁免规则的意义及对我国的借鉴

⁷ 从下面条件可以看出，对于美国境外的资产证券化产品，如果希望在美国销售，那么豁免风险留存的可能性基本没有。



在金融危机后，美国联邦政府对资产证券化产品设置风险留存规则，其风险共担意义非常明显。但信用风险留存之所以在金融危机之后七年还没能够实施的主要原因是资产证券化发起机构的强烈反对。的确，信用风险留存增加了发起机构的资金占用，按照财务会计标准陈述（Statement of Financial Accounting Standards），No.166，167，显著风险留存将导致整个资产证券化产品陈列在资产负债表上。在巴塞尔 3 等一系列会计准则改革实施后，风险留存会极大增加准备金预留，减弱发起机构资产证券化积极性。部分费用甚至会被转嫁给融资方或投资方，增加社会融资成本。为了减少信用风险留存规则带来的负面作用，《多德-弗兰克法案》才增加了豁免条件。对于满足条件的优质基础资产或者联邦政府关注的行业/项目，风险留存豁免条款不但避免了发行机构因新规则受到的负面影响，而且使得社会资金向这些项目倾斜。

因此，政府对资产证券化市场的特点和实际操作模式进行了广泛调查。金融服务管理理事会（Financial Services Oversight Council）被国会要求就信用风险留存所带来的宏观经济影响向国会递交研究报告。比如，原有的提案对合格住宅按揭有更为严格的规定（如，必须为主要自住房产，第一留置权抵押贷款，贷款住房价值比低于 70%等），但这些条件最终被取消。监管机构认为，这些严格条件的实施对社会信用额度的冲击远大于对违约可能性的减少，不但极大地影响中低收入，少数种族，以及第一次购房者的贷款来源，而且推延私有按揭市场的恢复。

此外，政府在制定风险留存规则时也有仔细考虑。事实上，风险留存模式（水平型，垂直型和混合型）已经充分考虑到资产证券化基础资产的非同质性以及各类资产证券化实际操作模式的多样性，力图降低风险留存给发起机构以及对信用成本带来的负面影响。同时根据不同资产证券化市场交易模式，在风险留存上规则又有不同。比如，商业地产按揭资产证券化（CMBS）的风险留存规定就比较宽松。这主要是因为在实际操作中，非投资级（也就是投资评级 BBB-以下的证券）的投资者会在产品设计时对每一个基础资产做大量的信用风险调查而且积极融入产品设计过程之中。因此，当这些投资者（所谓 B-Piece 投资者）满足了风险留存规定，CMBS 的发起机构可以免除风险留存。但即便如此，



最后规则仍然面临挑战。贷款辛迪加和交易协会 (The Loan Syndications and Trading Association) 已经根据《1946 年行政程序法》 (the Administrative Procedure Act of 1946) 向联邦法庭就风险留存规则中对抵押贷款证券 (CLO) 的规定提出上诉。

由于风险留存和豁免规则的设定对实体经济影响并不一目了然，因此政府特别强调了对规则的跟踪是必须的。比如，《多德-弗兰克法案》定义了非常重要的合格住房按揭，同时要求监管机构在风险留存规则生效后 4 年内对该定义进行审核，并允许各监管机构在任何时候对定义提出审核申请。美证券交易委员会主席 Luis A. Aguilar 特别表示，这种审核安排可以确保合格住房按揭的定义能够在金融市场发生无可避免的改变时仍然是合适的。

当前，我国面临着极大的基础建设投资需求，在一些方面资金严重缺乏。政府已经意识到资产证券化对经济发展的重要性。5 月 13 日，国务院常务会议决定新增 5000 亿信贷资产证券化试点规模，鼓励投资于铁路、水利、棚户等国计民生项目。这充分利用到资产证券化在实体经济发展中的精准投放的功能。但是也要看到，行政鼓励与利用市场机制进行诱导有不同效果。在我国当前资产证券化实际操作中，发行机构大都持有劣后证券，风险完全自留。在资产证券化中，会计或利润计算对各类项目并无特别对待。因此，只要发起机构仍然有充分的贷款额度，新增资产证券化规模多少并不一定会转移发起机构的注意力。从一定层面上来说，发行机构的行为可能更容易受到市场和利润影响。但如果我们可以借鉴美国风险留存豁免规则，在对政府关心的国计民生项目上进行风险留存豁免或减免，发起机构并不需要持有劣后级证券，这有助于风险准备金的减少，调动发行机构积极性，同时由于社会资金对这些项目的跟进，不但使得资金精准投放到政策需要的领域，而且从根本上降低融资成本。

风险留存与豁免的根本目的是在宏观层面上达到风险与信用成本的平衡。过份倾向任何一方都会为经济带来灾难。我国资产证券化业务还处在培育期，总量还很微小。如何根据我国国情制定出合适规则，值得进一步探讨。



研究目录：

1. 中国资产证券化的部分问题和发展方向- Asset-backed Securitization in China: Current Issues and Recommendations-----2015-01
2. 债务长城：中国地方政府债务信用利差分析-The Great Wall of Debt: The Cross Section of Chinese Local Government Credit Spreads-----2015-02
3. 资产证券化风险自留与豁免-美国经验及对我国政策的借鉴⁸- Risk Retention and Exemption Rule in Securitization – the US Experience and Its Suggestions to the Chinese Securitization Policy-----2015-03

（作者：郭杰群⁹）

⁸文章得到许多在美投行和对冲基金，以及国内的朋友帮助，包括高任远, Rachel Lu, Alex Wei, Vincent Zhu, 张立等。但文中遗留缺点和错误，如果有，皆为作者之责

⁹上海联和金融董事总经理，清华大学国家金融研究院兼职研究员，海淀区成府路 43 号清华五道口金融学院，邮编 100083，联系作者



报 送:

联系人: 李易辰

邮箱: liyech@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
