

资产证券化信用增级方式研究

李苗淼

北方工业大学, 北京

收稿日期: 2022年2月15日; 录用日期: 2022年3月10日; 发布日期: 2022年3月18日

摘要

资产证券化是一种较为成功的金融创新工具, 提高下层资产的流动性和灵活性、降低风险, 也让投资者多了一种新的投资方式的选择。资产证券化过程中所不可缺少的一个重要环节就是信用增级, 信用增级的方式分为两类: 内部增信和外部增信。通过信用增级, 投资者可以节约其“甄别成本”, 同时也拓宽了理财人的投资渠道; 发行人可以对其资产的风险结构进行重组, 同时也能减少其融资开销、降低发行风险。

关键词

资产证券化, 信用增级, 内部增信, 外部增信

Research on Credit Enhancement Method of Asset Securitization

Miaomiao Li

North China University of Technology, Beijing

Received: Feb. 15th, 2022; accepted: Mar. 10th, 2022; published: Mar. 18th, 2022

Abstract

Asset securitization is a relatively successful financial innovation tool, which improves the liquidity and flexibility of grassroots assets, reduces risks, and provides investors with new ways of investment. An indispensable part of asset securitization is credit enhancement, which can be divided into two types: internal credit enhancement and external credit enhancement. Through credit enhancement, investors can save their “screening cost”, but also broaden investment channels; issuers can restructure the risk structure of assets and reduce their financing costs and risks.

Keywords

Asset Securitization, Credit Enhancement, Internal Credit Enhancement, External Credit Enhancement

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

20 世纪 60 年代末, 美国住房抵押贷款市场首次出现了资产证券化, 而我国最早资产证券化是在 1996 年。资产证券化作为一种融投资工具, 对资本市场和银行都具有重要影响, 在增加资产流动性、优化负债结构、壮大资本市场规模、丰富资本市场结构、减少融资成本和风险等方面意义重大。目前, 我国资产证券化产品主要分为四种类型——信贷资产证券化、企业资产证券化、保险资产证券化和资产支持票据[1]。

一个完整的资产证券化过程主要包括原始债务人、发起人、服务人、信用评级机构、证券承销商和投资者。发起人将基础资产出售给特定机构, 这些机构把资产汇集在一起, 并想办法让其产生资金流入, 用这些资金流入作为有价证券发行的基础, 并用资金流入来偿还有价证券的本金和利息。

2. 资产证券化信用增级的意义

信用增级, 指发行人利用自身或者外部第三方来减少原始资产的不确定成分并将所发行证券的信用等级进行提升, 一般是通过对所发行证券的风险结构进行重组, 减少发行证券与基础资产的损失与风险联系, 降低可预见风险, 从信用角度提高证券的信用级别并确保其顺利发行[2]。高信用等级可以吸引投资者从而提高证券发行成功的概率, 还可以节减发行人的筹资成本。一般来说, 所发行证券的信用级别依赖于发行人, 所以其信用等级一般比发行人的信用级别低。但是, 经过资产证券化信用增级这一过程后, 其信用等级会得到提升, 甚至可能会超过发行人的信用评级。

资产证券化信用增级对发行人来说有以下利益:

一、能够拓宽投资者的融资渠道。资产证券化的风险隔离特征, 能把单项资产与整体风险进行隔断, 使得信用等级略低的发行者也可能发行证券。

二、能够增加发行成功的概率。投资者一般不会选择风险较大的产品, 这有可能造成资源的浪费, 通过资产证券化增信之后, 能够改变其原始信用状态, 提高其被投资者选择的几率。

资产证券化信用增级对投资者来说也有如下好处:

一、保障投资者的权益。经过信用增级后的资产证券化产品能够实现保值升值, 能够最大程度的确保到期按时还本付息, 满足投资者对高信用等级投资产品的需求的同时减少其承担的风险。

二、减少投资者的甄别成本。信用增级可以提高资产证券化产品的可信度, 减少投资者考察资产证券化产品的时间, 也可以节减投资者搜寻资料的成本, 节约投资者对于资产证券化产品的考察成本[3]。

3. 资产证券化信用增级方式分类

3.1. 内部信用增级方式

内部信用增级, 指通过调整资产证券化的内部结构, 改变现金流结构, 调整风险, 以提高证券产品

的信用等级。内部信用增级的风险保障主要是依赖资产池自身，主要分为三大类：证券产品设计、偿付机制设计和资产池设计。

3.1.1. 证券产品设计类有直接追索权和超额抵押担保两种方式

1) 直接追索权，指发起人承担资产证券化产品的全部或一些损失。当发行人不履行或延迟履行偿付义务时，投资者可以根据之前签订的协议或担保行使追索权用以维护自身的利益。追索权可以维护投资者的利益，还可以起到监督作用，但是因为“真实出售”的原则，这样的信用增级方式在资产证券化产品中并不常见。

2) 超额抵押担保，指原始资产的价值高于所发行的资产证券化产品的价值，当原始资产出现问题时，可以使用两者之间的差额进行弥补。这种方式的实质是发行人购买产品时是以比原价低的价格买进的，当出现亏损时由超额的部分进行补足。一般情况下，超额金额有一个基准线，在抵押资产的数额小于这个基准线时，发行人需要投入资金进行填充。如果资产证券化产品的出现可能亏损的问题，超额金额最先承受风险损失。超额抵押担保的实质是通过折价购买基础资产的方式，补足现金流，降低现金流可能出现问题的风险。

3.1.2. 偿付机制设计类有优先级/次级分层结构和信用触发机制两种方式

1) 优先级/次级分层结构，指按照约定的利润分配顺序将证券划分为优先级资产证券化产品和次级资产证券化产品，优先级偿付次序在前。无论资金池里的总额为多少，都要按照设定的偿付顺序进行偿付。次级资产证券化产品的存在为优先级产品的发展提供了一定的资信保障。当资产池中的现金流在支付完优先级资产证券化产品的本金和利息后，如果仍有剩余，那么就会对次级资产证券化产品的理财者进行偿付。其实质就是，优先级获得首先分配收益的权利，而损失则由次级率先承担。优先级/次级的结构设计降低了发行的综合成本，把风险进行再分配，满足了不同偏好的消费者的需求。

2) 信用触发机制，指事先商定后加入特定的条件，当发行人信用状态不佳时即达到触发条件时，改变支付顺序、增加现金流，加强基础资产的独立性，启动对投资者权益的加速清偿，保证资产证券化产品的本金和利息的到期偿付，降低投资者的风险。但是，这一增信方式需要定期检测触发机制是否可以使用。

3.1.3. 资产池设计类有现金储备账户、现金流转付机制和利差账户三种方式

1) 现金储备账户，指发行人或 SPV 根据要求设立的特殊的现金储备账户，建立准备金制度，在开始时能够有充足的资金作为还本付息的保障，用以防止支付危机的发生。当基础资产的现金流不理想所以不能偿付投资者的本息时，就要动用现金储备账户为这一差额进行付款。但是这一信用增级方式的资金代价较高，因为其现金流来自资产池所形成的资金，当原始资金增加时就按一定的比例提取到现金储备账户中，而这一部分资金如果不提取会产生其他的现金流，所以其成本较大。

2) 现金流转付机制，指通过改变转付日期来确保资产支持证券产品的稳定性，但是要基于发行人的信用评级，其本质是当发行人信用下降时，保证资金的快速回流。通常状况下，大部分资产证券化产品使用的是回收款项转付机制。当发行人评级下降时，由债务人支付给原始权益人，再由原始权益人对资产证券化产品进行偿付。有些情况下，资产支持证券产品使用的是保证金转付机制。当发行人的长期信用等级偏低时，发行人应将其持有的全部保证金转到计划账户，然后经专业人员记入保证金科目。

3) 利差账户，指发行证券的机构或代理人用放入资产池中的基础资产所生成的现金流入，支付完各服务机构和投资者所应获得的相应金额后的差额部分。在资产证券化过程中，发行人一般会设置专门账户用以存放这一差额，当发行人信用评级下降或出现无法履约的情况时，用这一专门账户的资金来弥补投资者的本金和利息，并补足资产证券化过程中出现的损失。利差账户为支付优先级资产证券化产品的本息提供了保障。基础资产的利率水平对利差账户的效果有很大影响，因此这一增信方式在拥有固定利

息率的基础资产中使用较多。但是，由于一些现实原因，在基础资产以未来收益为主的资产证券化计划中这一增信方式使用较少。

3.2. 外部信用增级方式

外部信用增级，指发行人向第三方机构，如银行或担保公司等，支付一定的费用来获得资产证券化产品的外部信用担保，目的在于将资产支持证券的信用等级进行提升。外部增信的核心是及时偿付足额的优先级证券的本息。外部信用增级主要是依靠发行人和投资者之外的其他方来提供风险保障，主要有两个方面不同的信用提升者：第三方机构和发起人。

3.2.1. 第三方机构主要包括第三方担保、信用证、保险和信用违约互换四种方式

1) 第三方担保，指在发行人信用水平较弱或资产池的资产不足时，第三方担保人要提供连带责任进行担保，增加产品的信用等级，使其达到预期等级。第三方机构主要涵盖了政府、银行、金融机构等，属于与基础资产没有联系的外部担保。这类信用增级方式要看外部增信主体的信用，所以在各类第三方机构中，政府所提供的担保是最有力的，市场接受度也最高。第三方担保机构也会尽职调查基础资产的实际情况，对不同的产品进行不同程度的担保。当资产池产生的现金流不够充足，不能支付当期优先级资产证券化产品的本金和利息时，担保人要在责任履约日将款项划至相应账户。第三方担保作为一种传统的资产证券化增级方式，其增信效果有保障而且可以很容易的衡量其效果，所以在现实中使用较多。

2) 信用证，指由银行或金融机构开具的有具体数额的信用支持凭证，承诺在满足协定的条件下，当发行人无法履行按时支付投资者的本金和利息时，不可撤销的无条件偿还部分或全部债务。资信良好的信用证可以使资金池的信用水平独立于发行人的信用等级，提升 SPV 的信用条件，起到信用增级的作用 [4]。信用证的收费标准是根据资产池中资产的现金流具有多大的稳定性和信用证所包含的期限和范围来决定的。但是由于使用信用证的代价有点过高，所以在资产证券化增信过程中较少使用。

3) 保险，外部信用增级中所用的保险一般分为单线保险和多线保险。单线保险一般只承担金融担保项目的单线业务，主要是以保单的形式出现。单线保险一般可以为所投保的资产证券化产品提供百分之百的担保，在发行人无法进行履约时，会对投资者的损失进行担保和补偿。单线保险会对资产证券化产品承诺保障其投资风险，提高其信用等级，增强投资者辨别产品风险的能力，为投资者的理财活动提供保障。多线保险承担的是一些特别规定的资产的价值，虽然是对资产证券化产品的整个结构进行担保，但实际上不能被称作是担保，因为它对其他方面的损失不会进行赔偿而且也不直接对投资者本息损失提供偿付。一般来说，多线保险的收费标准往往要低于单线保险的保费。

4) 信用违约互换，指发行人会按照事先约定的时间定期向其他金融机构支付相应的费用以换取之后转移风险的权利，当资产证券化产品出现支付投资者资金的风险时，金融机构在一定程度上对发行人进行补偿，按照约定补偿既可以是事先约定的某一定值数额的资金，也可以是偿付不足的差额。信用违约风险形式多样且可试不同的情况加以改变，可以适用于不同结构特征的资产证券化产品，而且其所支出的开销要比担保和信用证等低，不会给发行人过重的发行成本压力。在发行人违约时，信用违约互换保障了投资者的利益，保证了资产证券化产品的按时履约，降低资产证券化产品的信用风险问题，实现风险转移。

3.2.2. 发起人方面主要包括基础资产抵押、回购承诺、差额补足承诺三种方式

1) 基础资产抵押，指发行人将部分基础资产进行质押担保，当发行人出现信用状况不好可能出现违约风险且所采取的其他外部增信措施全部失效时，可以按照签订的协议或约定处置这部分基础资产，用处置基础资产换取的资金来确保发行人履行按时向投资者还本付息的责任。

2) 回购承诺，指发行人向投资者承诺，无论资产证券化产品产生的现金流能否偿付本息，都将准时

向投资者还本付息。当资产证券化过程出现问题时，发行人会回购基础资产中部分或全部，回购的资金用以支持向投资者还本付息。回购承诺可以把风险从投资者手中转移到发行人身上，但是对发行人的周转资金量有较大的要求。

3) 差额补足承诺，指由发行人出具差额支付承诺书，承诺如果在资金到期日资产池中的基础资产出现亏损或者其生成的现金流不能支持所规定的投资目标时，发行人将按要求把资产证券化产品的本金、利息和其他费用差额补足来确保准时还本付息。虽然差额补足承诺对资产证券化产品提供了担保，但是其原有资产所具有的“真实出售”的实际效力会受到不好的影响。

4. 总结

资产证券化在我国得到了良好的发展，为保证资产证券化的可持续发展，信用增级方式也要受到重视。不同的信用增级方式有其各自的优缺点。

内部信用增级，目的在于解决基础资产可能出现的各种风险，其增信效果的大小与原始权益人或发行人的信用水平没有太大的关系，而且可以在一定程度上做到成本控制。但是其也存在一些缺点，如：在优先级/次级分层结构中，权益人可能会遇到一种两难境况，即如果基础资产出现问题，会面临亏损的可能，但是如果基础资产良好，那么现金流的使用效率就会大打折扣。

外部信用增级，其操作简单有效，效果明显。但是对外部增信主体的信用等级要求高，如果发行人不能找到合适的外部增信主体，那么就要增加发行开销去专业增信机构寻求帮助来增加其资产证券化产品的信用。

虽然信用增级的方式很多，但是受到各种因素的影响，我国资产证券化产品所使用的信用增级方式较为单一。我国的资产证券化产品大多采用的是外部增信方式，过分依赖银行和政府信用。如果采用了内部增信也主要是优先级/次级分层结构，但是采用这一方式后，资产证券化产品的风险还是集中在原始权益人身上，其风险没有得到很好的分散。[5]

参考文献

- [1] 王丽婷. 我国资产证券化 SPV 模式的现有弊端及优化建议[J]. 审计观察, 2021(11): 90-93.
- [2] 曲悦, 赵颖初. 我国资产证券化增信方式探究与改进[J]. 中国城市经济, 2011(21): 38-39.
- [3] 刘少波, 张霖. 金融创新中的信用增级及其定价问题——以资产证券化为例[J]. 金融研究, 2006(3): 131-137.
- [4] 初峻光, 许媛. PPP 项目资产证券化增信模式与案例研究——以华夏幸福固安 ABS 为例[J]. 企业科技与发展, 2018(11): 215-218+220.
- [5] 张长全, 杨红伟, 贾将贤. 我国资产证券化信用增级模式研究[J]. 学术界, 2010(7): 66-74+286.