



2022年8月22日

资产担保债券和资产支持证券差异浅析

中证鹏元资信评估股份有限公司
结构融资部 分析师
张义斌
zhangyb@cspengyuan.com

主要内容：

(1) 2022年6月21日，盐城城建发行全国首单资产担保债务融资工具（CB），增信措施为子公司的商业酒店和经营收入抵质押，创新融资工具的面市为企业提供了先试先行的政策窗口期。CB 定位于“资产和主体双重追索的结构化融资工具”，在地方融资平台融资渠道受限的环境下，全国首单 CB 的落地对于发挥底层资产信用、拓宽融资渠道、盘活存量资产、改善融资结构、降低融资成本具有重大的现实意义。

(2) CB 起源于 18 世纪 60 年代的欧洲，历史悠久，全球存量规模已达 2.91 万亿欧元，在全球经济下行的背景下，具有稳健属性的 CB 的未来发展空间巨大。得益于完善的法律制度，欧洲银行金融机构长期占据 90% 以上的 CB 发行市场，而不动产抵押贷款和公共部门贷款因具有流动性强、处置周期短、分散性好以及回收率高等特点成为担保资产的主要类型。

(3) 世界各国 CB 的核心特征和交易结构相似。基于 CB 的核心特征，对于投资人而言，CB 具有双重追索权的安全保障，投资人在满足安全性和流动性要求的前提下，可适当选择一些高收益的二级市场投资品种，能够实现更高的资产组合投资的边际收益；对于发行人而言，CB 可以通过优质资产增信取得相较于主体信用评级更高的债项评级，进而降低综合融资成本，特别是银行类发起机构，CB 可以对住房贷款、公共部门贷款等长期贷款业务的发展提供稳定且廉价的资金，改善发行人资产端和负债端的期限错配问题。

(4) 资产担保债券是以欧洲为代表的立法型资产证券化，而资产支持证券是以美国为代表的结构型资产证券化。两种业务模式都是在债务人主体信用基准上通过资产的未来现金流预期流入实现信用增信，但是受限于政治经济环境、法律法规的完善、市场的发展现状等因素，资产担保债券和资产支持证券在结构安排、法律框架、基础资产等方

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

请务必阅读正文之后的免责声明

面存在根本差异。

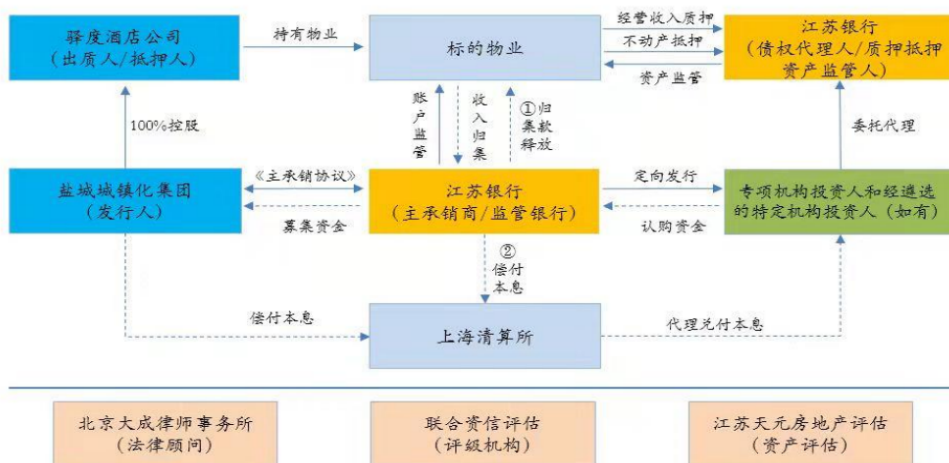
(5) 中国市场的资产证券化主要采用美国的结构模式，2014 年以来虽然取得了长足的发展，但是没有形成关于资产证券化的统一立法，快速的规模扩张可能会给金融系统带来了一定的隐患，CB 出现可以成为缓释风险的有力工具。在 CB 产品试点初期，建议考虑加入加速清偿和交叉违约等预警机制，在发行人偿债能力严重恶化之前，启动提前偿付，保障投资人的切身利益。考虑到投资者对于新型投资品种在初步认知的过程中风险偏好较低，建议发行人优先选取固定息票模式。从评级机构视角来看，CB 产品的信用级别在评估发行人主体级别的基础上，需综合考虑豁免纾困、持续偿付和回收等方面因素对信用增级的影响。

一、研究背景和意义

2022年5月27日，交易商协会正式发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》所称资产担保债务融资工具（CB, Covered Bond），是指发行人为了实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具。CB定位于“资产和主体双重追索的结构化融资工具”，从法律关系上，CB属于“债券”，为债权债务法律关系；从产品分类上，属于结构化产品。《通知》对担保资产、交易结构、注册发行均给予了相关指导意见。在担保资产方面，对于资产池不做同质性要求，优先选择不动产、土地使用权、准不动产等容易变现且流动性强的资产类型，在基于风险可控和真实交易的前提下，也可以选取流通性较强、价值价格体系较为健全的动产和无形资产，原则上应保证担保物价值覆盖债券本息，且存续期内定期跟踪评估、动态调整。在交易结构方面，发行人既可以采用抵质押模式也可以采用结构化模式，在抵质押模式基础上，可开展结构化模式，引入信托计划等破产隔离载体，实现更好的投资人保护效果，根据不同资产的现金流流入和期限结构实现分层设计，可更好地满足投资者多样化的风险偏好。在注册发行方面，发行CB无需备案，企业可以在注册有效期内分期发行CB，为解决由于投资人可能较为分散而导致的办理抵质押登记以及违约后追偿不便等问题，CB应明确债权代理人机制，代理投资人履行接受资产抵押、行使抵押权、处置抵质押资产等职责。

2022年6月21日，盐城市城镇化建设集团（以下简称“盐城城建”）发行全国首单资产担保债务融资工具（CB），江苏银行担任主承销商和债权代理人，项目规模为3亿元，期限3年，债券募集资金主要用于偿还发行人盐城城建并购融资，并以并购资产江苏驿都国际大酒店（盐城城建子公司）和该资产产生的现金流为抵质押物。在地方融资平台融资渠道受限的环境下，全国首单CB的落地对于发挥底层资产信用、拓宽融资渠道、盘活存量资产、改善融资结构、降低融资成本具有重大的现实意义。

图 1 盐城城建 2022 年度第一期定向资产担保债务融资工具交易结构



注：主承销商系指江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”或“主承销商”）；监管银行、债权人、质押/抵押资产监管人系指江苏银行盐城分行；上图为简化统一使用江苏银行指代，具体含义以此备注为准
资料来源：主承销商提供

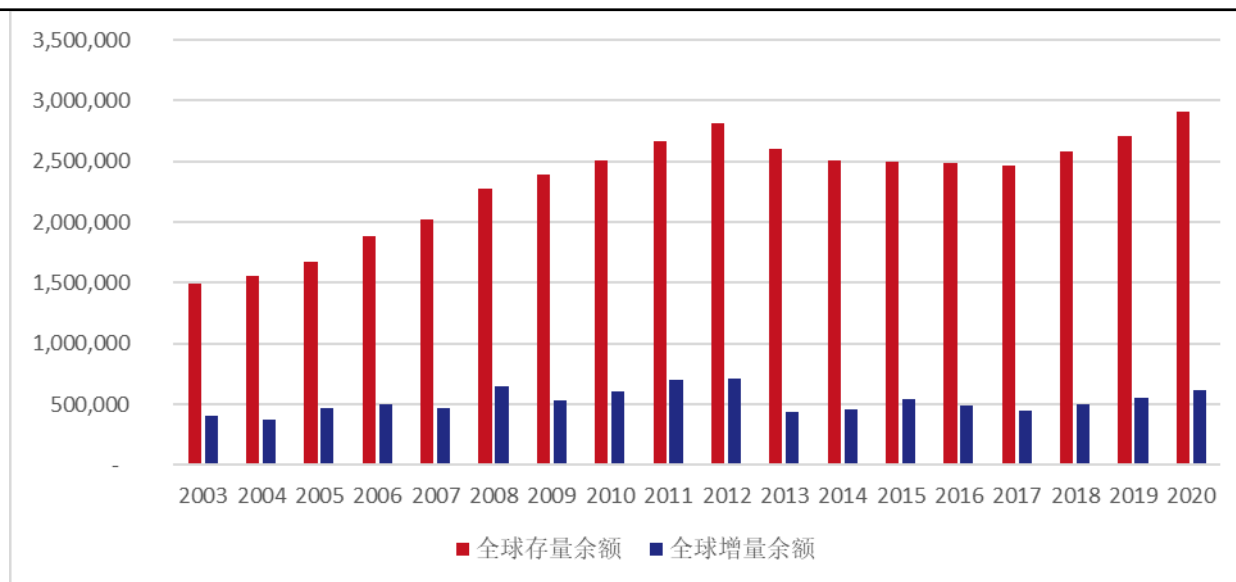
资料来源:公开资料, 中证鹏元整理

二、资产担保债券的起源和发展

CB 的起源最早可以追溯到 18 世纪 60 年代“七年战争”时期的普鲁士，为了复苏经济，降低融资成本，封建贵族创新了以土地作为担保并且具有完全追索权的债券产品，成立了贵族土地所有人协会，约定会员均可以用土地担保向协会申请廉价贷款，所有会员对协会所发行债券本息偿付承担连带责任。这种模式显著缓解了信贷供给不足并降低了融资成本。CB 自从出现以来，迅速得到欧洲和其他国家的青睐，特别是随着近年来欧洲低利率环境下出现的借贷泡沫、宽松的监管环境、金融危机的爆发等因素进一步促进了 CB 的迅速发展。纵观全球市场，在欧洲之外的很多国家也出现了 CB 的交易，例如：韩国 2009 年、新加坡 2015 年、日本 2018 年都出现了首单 CB 的发行。目前欧洲市场仍然为全球最大的 CB 市场，存量规模占比超过 90%，主要因为欧洲市场相比于其他市场的资产担保债券的法律和监管制度更加完善。总体来看，CB 未来会在全球范围内成为一个极具发展前景的债券品种。

从全球的视角来看，2003-2020 年，CB 每年新发行金额约为 5000 亿欧元左右，存量未偿金额呈现震荡上行的趋势，从 1.5 万亿欧元上升至 2.9 万亿欧元，复合年增长率为 3.95%，表明全球资本市场对于 CB 的认可程度正在稳步提升。

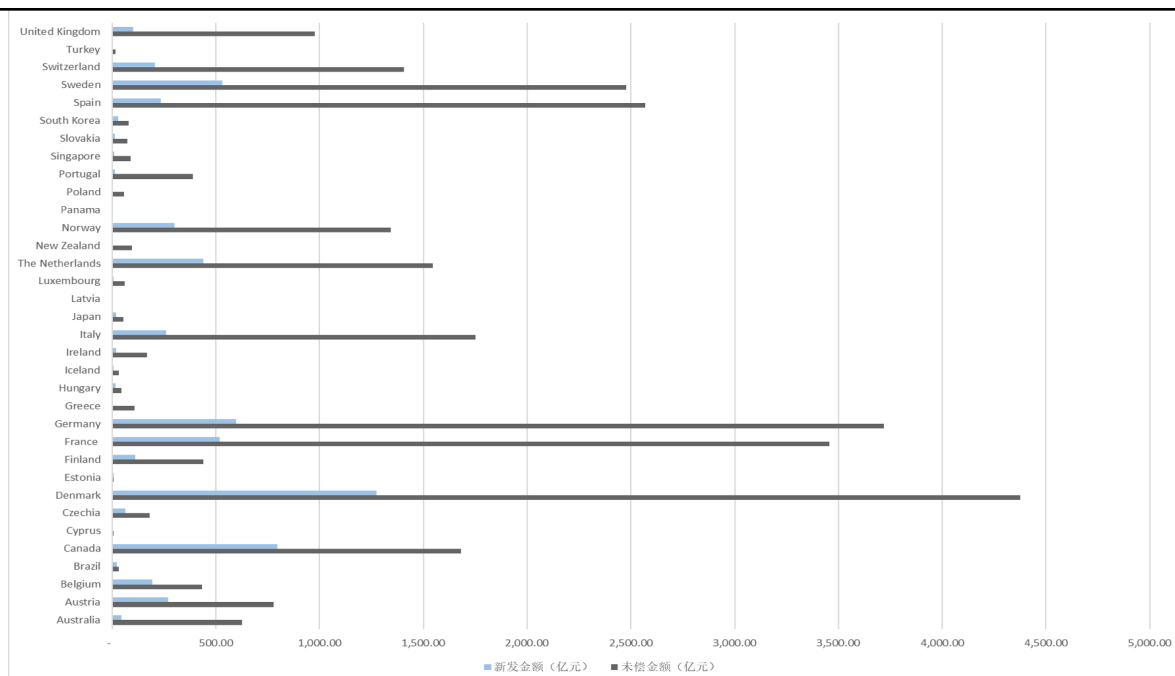
图 2 全球 CB 存量和增量情况 (单位: 百万欧元)



资料来源: EMF-ECBC, 中证鹏元整理

从全球的视角来看, 2020 年静态数据显示, 未偿存量金额前三大国家为丹麦、德国、法国, 新发增量金额前三大国家分别为丹麦、加拿大、德国, 无论是存量规模还是增量规模, CB 主要集中在欧洲国家, 值得注意的是, 加拿大作为美洲新兴市场每年新增规模在迅速增长。

图 3 2020 年全球 CB 分国别情况 (单位: 百万欧元)

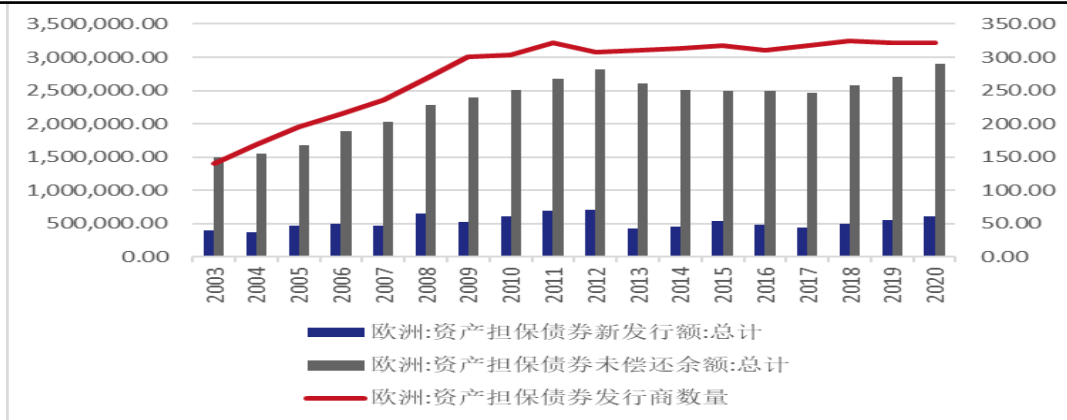


资料来源: EMF-ECBC, 中证鹏元整理

资产担保债券在欧洲的发展历史具有典型的借鉴意义，以下从发行人、国别、资产种类、发行方式等方面进行分析总结

1) **发行人**。欧洲 CB 发行人数量变化呈现两个阶段，2003-2011 年，发行人数量由 141 个增加至 322 个，年复合增长率为 10.87%，2012-2020 年数量基本保持稳定，主要系欧债危机之后监管机构对于 CB 发行人准入趋严所致。在欧洲，不同国家市场间监管的竞争提高了担保债券工具的质量，CB 发行者也出现了多样化的趋势，例如：德国、意大利、卢森堡、葡萄牙和西班牙等国家规定由专门的发起机构作为发行人，而法国、爱尔兰等国家规定由特定的银行担任发行人，但发行人都是银行金融机构。

图 4 欧洲 CB 发行人数量 (单位: 百万欧元)

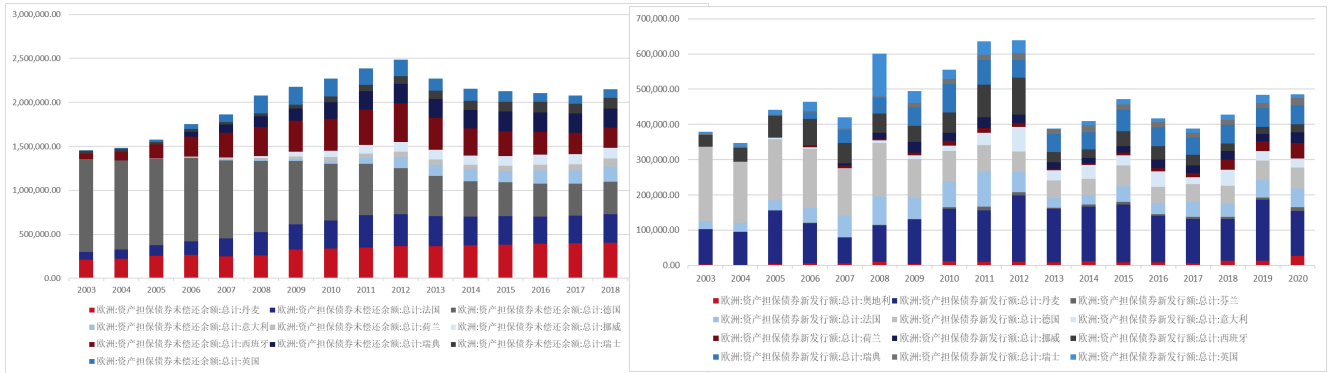


资料来源: EMF-ECBC, 中证鹏元整理

2) **国别**。CB 在欧洲市场的存量规模基本呈现稳步增长的态势，早期只有德国、丹麦、法国、西班牙等少数国家发行，且德国存量规模最大，后期瑞典、瑞士、英国等欧洲国家相继发行 CB 产品，特别是德国存量 CB 规模呈现逐年减少的趋势，而丹麦、法国等国家的存量规模逐年递增。CB 在欧洲市场的新增规模呈现三个阶段，分别是 2003-2007，2008-2012，2013-2020 年，2008-2012 年每年新发行规模出现阶段式骤增的现象，主要系金融危机和主权债务危机爆发后欧洲央行大力支持 CB 产品的发行所致。分国家来看，德国虽为最早发行 CB 的国家，但每年新发规模呈现逐年递减的趋势，2003-2020 年，降幅为 71.72%；相比之下，丹麦的每年新发规模呈现震荡上行的趋势，同期增幅为 27.47%。英国在 2003-2008 年每年新发规模从 50 亿欧元增长至 1,209.06 亿欧元，呈现爆发式增长，年复合增长率为 89.10%，但 2009 年出现了断崖式下跌，后续每年新发规模逐渐减少。

图 5 存量欧洲 CB 主要国家分布 (单位: 百万欧元)

图 6 增量欧洲 CB 主要国家分布 (单位: 百万欧元)



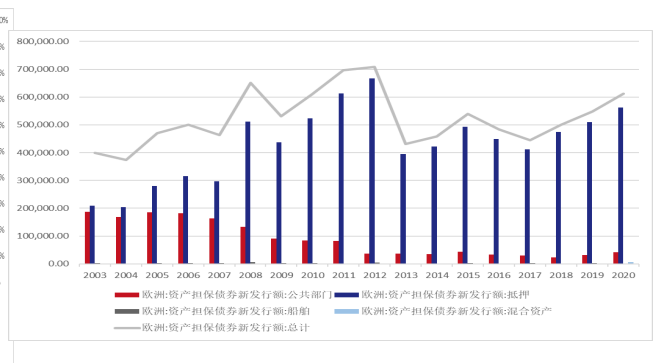
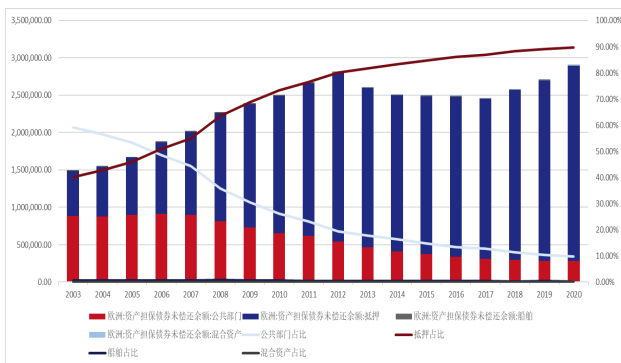
资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

3) 资产种类。CB的基础资产主要包括公共部门贷款、不动产抵押贷款、船舶和其他混合资产贷款，上述资产具有流动性强、处置周期短、分散性好以及回收率高等特点。总体来看，2003-2020年，公共部门贷款的CB新发规模逐年大幅下降，近年来每年新发规模基本在300亿欧元左右，存量规模则从2003年的9,150.03亿欧元下降至2020年的2,827.09亿欧元，存量规模占比也从59.19%下降至9.81%。与此同时，不动产抵押贷款的CB新发规模逐年上升，近年来每年新发规模基本在4,500亿欧元左右，存量规模从2003年的6千亿欧元增长至2.6万亿欧元，存量规模占比也从40.13%上升至89.65%。船舶贷款和混合资产贷款的CB的存量规模相对较小。值得关注的是，欧洲发行的CB产品允许混包形式，例如：西班牙格拉纳达储蓄银行发行的CB产品，其中资产池包括住宅抵押贷款占比为66.1%、中小企业贷款占比24.3%和房地产开发贷款占比9.7%。

图7 存量欧洲CB资产种类分布（单位：百万欧元）

图8 增量欧洲CB资产种类分布（单位：百万欧元）

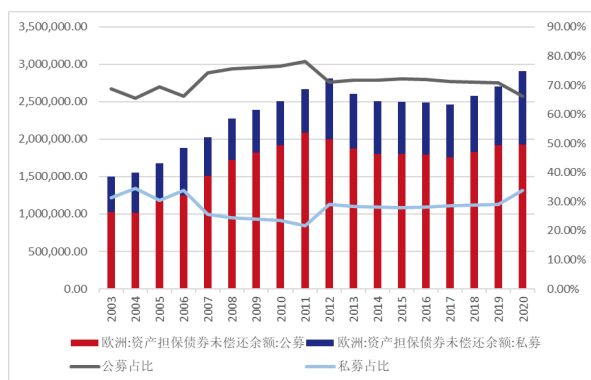


资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

4) 发行方式。CB 的发行方式分为公募和私募两种。2003-2011 年，公募 CB 新发规模呈现震荡上行，2011 年达到峰值 6,000 亿欧元；2012-2020 年公募 CB 新发规模出现阶段式下滑，每年约为 3,800 亿欧元；2003-2020 年，私募 CB 每年新发规模约为 1,000 亿欧元，其中 2012 和 2020 年出现峰值，最高达 2,750.19 亿欧元。2003-2020 年，公募发行的存量规模占比最高为 78.23%，最低为 65.48%，私募发行的存量规模占比最高为 34.52%，最低为 21.77%。一般而言，公募 CB 是主流产品，但是经济不景气时私募 CB 更受欢迎。

图 9 存量欧洲 CB 发行方式分布 (单位: 百万欧元)



资料来源: Wind, 公开资料, 中证鹏元整理

图 10 增量欧洲 CB 发行方式分布 (单位: 百万欧元)

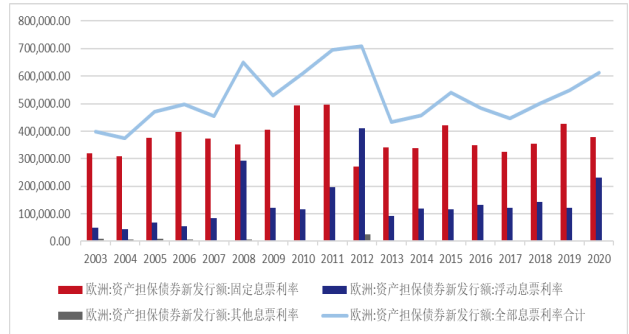
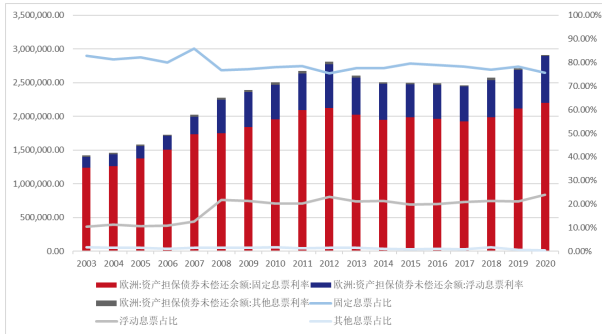


资料来源: Wind, 公开资料, 中证鹏元整理

5) 利息支付方式。CB 的利息支付方式分为固定息票、浮动息票和其他息票三种。2003-2020 年，固定息票 CB 每年新发规模为 3,500 亿欧元左右，其中 2010 和 2011 年出现峰值，最高达近 5,000 亿欧元；浮动息票 CB 每年新发规模则呈现缓慢上升的趋势，其中 2008 年、2012 年和 2020 年出现峰值，最高达 4,100 亿欧元。从占比上看，2003-2020 年，固定息票的存量规模占比呈现震荡下行的趋势，最高为 85.85%，最低为 75.44%；浮动息票的存量规模在 2008 年以前基本维持在 10% 左右，2008 年之后大幅上升，约为 20% 左右。其他息票相对和绝对的存量规模一直较小。可见，固定息票 CB 是主流产品。

图 11 存量欧洲 CB 利息支付方式分布 (单位: 百万欧元)

图 12 增量欧洲 CB 利息支付方式分布 (单位: 百万欧元)

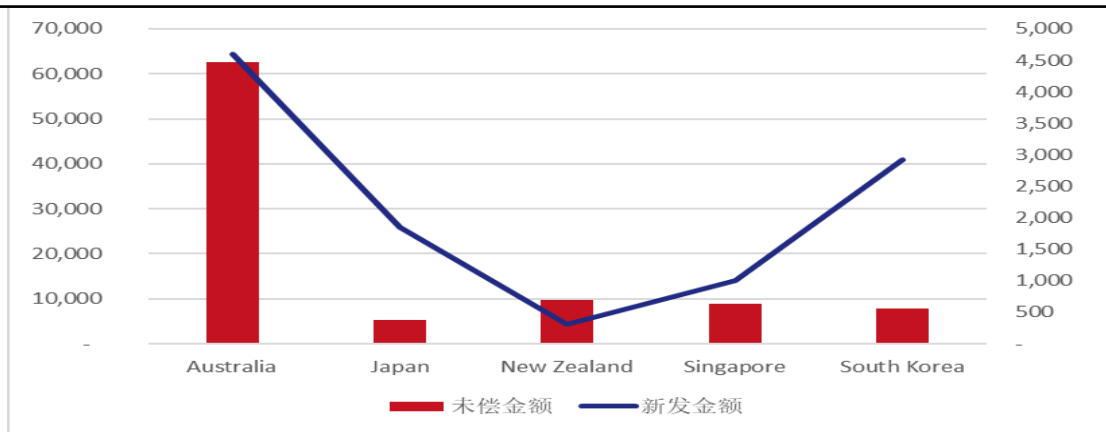


资料来源: Wind, 公开资料, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 公开资料, 中证鹏元整理

亚洲 CB 的发展历史较晚, 存量规模较小, 大多数国家均先进行试点、再在总结经验的基础上完善相关的法律法规。2009 年, 韩国国民银行 (Kookmin Bank) 基于现有 ABS 法案及信托法案, 发行了亚洲第一只具有双重追索权的结构化资产担保债券, 成为对 CB 的首次探索, 并于 2014 年制定了《资产担保债券法案》; 而新加坡于 2013 年制定了关于 CB 的相关法律法规, 2015 年星展银行 (DBS) 率先发行了 100 亿美元 CB。此外, 日本至今尚未出台 CB 配套相关法律、法规。2018 年三井住友银行 (SMBC) 在合同法的框架下, 成功发行了首单 CB。澳盛银行于 2011 年发行了澳大利亚首个 CB, 随后西太平洋银行、澳大利亚联邦银行、澳大利亚国民银行等金融机构陆续发行 CB 产品, 主要系之前通过政府借贷担保的方式通过公开市场融资受限, 成本较低的 CB 成为了银行业较好的替代融资工具。

图 13 截至 2021 年末亚洲 CB 主要国家分布 (单位: 百万欧元)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从亚洲主要国家发行的 CB 产品对比表中可以看出, 澳大利亚发行的 CB 产品覆盖倍数相对较低且平均账龄较长, 主要是其银行主体级别较高以及抵押物跌价比率较低导致。新西兰与新加坡资产特点较为相似, 但是同一国家不同银行之间的覆盖倍数差距比较明显。韩国由于其国内资产价格波动性较大, 抵押物

价值跌价比率较高，故其覆盖倍数明显高于其他国家，发行主体也以银行为主。

表 1 截至 2021 年末亚洲主要国家 CB 的发行情况

国家	发行人	资产池金额	债券余额	覆盖倍数	抵质押率	平均账龄 (月)
韩国	韩国国民银行	25.9 万亿韩元	6.77 万亿韩元	3.83	48.6%	21.0
	韩亚银行	3.62 万亿韩元	0.67 亿韩元	5.40	53.2%	9.8
新加坡	星展银行	107 亿新元	43 亿新元	2.49	51.8%	-
	华侨银行	69 亿新元	40 亿新元	1.72	53.2%	-
新西兰	新西兰澳洲银行	113 亿纽币	40 亿纽币	2.83	54.5%	47.4
	新西兰国家银行	47 亿纽币	29 亿纽币	1.62	45.9%	60.0
澳大利亚	澳大利亚联邦银行	287 亿澳元	269 亿澳元	1.07	53.9%	64.1
	西太平洋银行	276 亿澳元	245 亿澳元	1.12	59.2%	58.0
	澳大利亚国民银行	273 亿澳元	207 亿澳元	1.32	56.0%	57.1
	澳新银行	148 亿澳元	101 亿澳元	1.47	59.3%	56.4
	昆士兰银行	30 亿澳元	23 亿澳元	1.30	55.9%	59.0

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

三、资产担保债券的核心特征和交易结构

虽然 CB 在海内外不同的国家和地区的具体定义和表现形式有所差异，但是基本上都具有以下核心特征：(1) CB 的发行人法律或监管机构认可的机构；(2) CB 和资产池均保留在发行人的资产负债表内；(3) CB 的投资人均对于发行人和资产池具有双重追索权且投资人对资产池中的担保资产享有优先求偿权；(4) CB 的发行人有义务维持资产池中充足且满足要求的底层资产且资产池中担保资产的充足性应该受到行政机关或者独立机构的监督；(5) CB 需要进行资产充裕度测试，包括资产覆盖测试和摊还测试，本质上都是判断债券未偿规模和资产池调整规模的差额是否满足法定要求和合同约定。

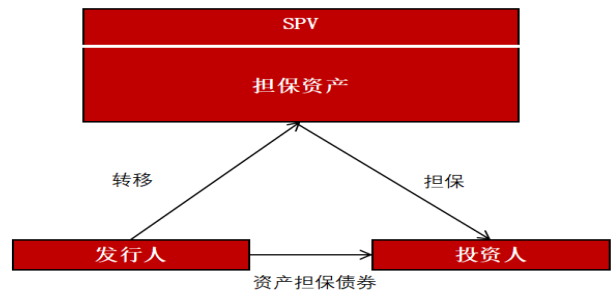
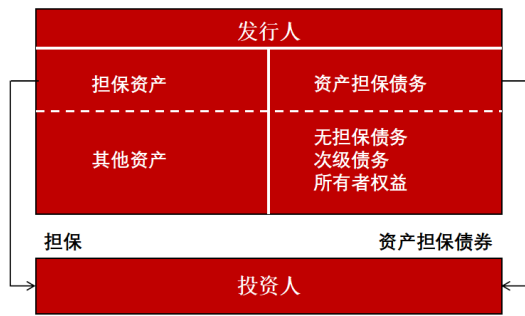
CB 的核心特征决定了其核心优势：对于投资人而言，CB 具有双重追索权的安全保障，投资人在满足安全性和流动性要求的前提下，可适当选择一些高收益的二级市场投资品种，能够实现更高的资产组合投资的边际收益。对于发行人而言，CB 可以通过优质资产增信取得相较于主体信用评级更高的债项评级，进而降低综合融资成本，特别是银行类发起机构，CB 可以对住房贷款、公共部门贷款等长期贷款业务的发展提供稳定且廉价的资金，改善发行人资产端和负债端的期限错配问题。

CB 的交易结构可以分为两种模式，一种是直接发行结构（抵质押模式），另一种是间接发行结构（SPV 模式）。大多数 CB 的发行都采用直接发行结构，前提是有关地区已经具备了完善的法律法规，因为投资人对于特定担保资产的优先受偿权依赖于法律的保障和约束。在这种结构下，发行人可以是贷款发起

机构并通过发行 CB 为自身融资，也可以是发起机构的子公司。正常情况下，发行人按照约定对投资人进行偿付，并且通过留存剩余资金或者补足差额的方式调节担保资产和担保债券的现金流错配，存续期内需要动态管理资产池以满足最低的超额担保率要求。当发行人进入破产重组之后，担保资产将由监管机构及其指定机构继续管理。

图 14 直接发行结构(抵质押模式)

图 15 间接发行结构 (SPV 模式)



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

少数 CB 的发行采用间接发行结构，在法律法规不太健全的国家，一般发行人需要将担保资产转移至特殊目的载体（SPV），再由 SPV 向投资人提供特定债项的担保，从而实现资产隔离的效果。这种结构相对比较复杂，CB 的发行人一般是贷款发起机构或者其分支机构，发行人承担无条件偿付义务。正常情况下，发行人发行资产担保，将募集的资金贷放给 SPV，后者用所得资金向发起机构以真实出售的方式购买并持有资产池。存续期间，贷款服务机构可以是发行人担任，也可以是独立的第三方，负责归集担保资产所产生的现金流并划转给发行人。当发行人违约或者破产重组时，SPV 将担保资产转移给监管机构及其指定机构继续管理。

四、资产担保债券和资产支持证券的差异分析

目前全球主要有两种资产证券化业务模式：一是以欧洲资产担保债券为代表的立法型资产证券化，通过专门的立法规范证券化产品的发行和交易；另一种是以美国为代表的结构型资产证券化，通过合同构造产品和交易。虽然两种业务模式都是在债务人主体信用基准上通过资产的未来现金流预期流入实现信用增信，即将债务人名下可以带来稳定现金流的资产构造成融资主体，发行证券进行融资，但是受限于政治经济环境、法律法规的完善、市场的发展现状等因素，资产担保债券和资产支持证券在结构安排、法律框架、基础资产等方面存在根本差异。

立法型资产担保债券的最大优点在于高度确定性的投资者权益。法律明确规定了资产池的法律地位和投资者的各项权利，特别规定了资产担保债券的资产池完全隔离于破产资产，杜绝了证券化交易的系统性风险，为债券持有人提供了确定的法律保障。当然，过于严格的法律约束限制了产品的创新，一定程度上也阻碍了业务的发展。相反，结构型资产支持证券的交易主要受限于业务合同和普通法律的约束，优点主要是业务结构灵活，产品创新程度较高，但是法律关系不完善容易导致信用风险的迅速积累，最终可能引发金融危机。

以下就资产担保债券和资产支持证券二者在基础资产类型、资产池管理、交易模式、增信措施、偿债来源和风险敞口等方面的差异进行分析。

1) 基础资产的区别。资产支持证券的基础资产必须为权属明确并能够产生独立、可预测现金流的财产或者权益，但是资产担保债券无此要求，基础资产也可以是无法产生或者不可预测现金流的不动产、无形资产等，资产种类约束更小。强周期产业类发行人或者弱资质发行人可以通过增加担保资产发债融资，获得长期稳定的廉价资金，优化债务结构。

2) 资产池管理的区别。资产支持证券的资产池一般是静态的，有资产池循环购买和不合格资产替换条款；而资产担保债券的资产池需要动态管理，当抵质押资产价值对于债务覆盖情况触发相应条款时，发行人需要动态调整入池资产使得投资者不会因此遭受损失。

3) 风险敞口的区别。资产支持证券属于表外融资，风险全部由投资人承担，融资人持续监控和管理基础资产的动力较弱，并且资产支持证券可以通过层层打包使得风险在资产服务机构之间传导，容易诱发系统性金融风险。资产担保债券属于表内融资，发行人承担了资产池的全部风险敞口，包括违约风险和早偿风险等，因融资主体的经营现金流为第一还款来源，其对担保资产的管理动力较高，可以避免潜在的道德

风险和逆向选择问题。

4) 交易结构复杂程度的区别。资产支持证券相对于资产担保债券的发行结构更加复杂，因为其需要将资产池所有权转移给专门设立的 SPV，而资产担保债券只需要以注册登记的方式将发行人和担保资产分离开来。另外，资产支持证券参与机构数量较多，一般包括发起人、借款人、资产服务机构、资产托管机构、差补方、担保方等，资产担保债券的发行人一般也是借款人，同时存续期内也要充当资产管理机构的角色，参与机构相对较少，交易结构相对简单。

5) 增信措施的区别。资产支持证券的增信方式比较丰富，内部增信一般有优先/次级结构、超额抵押担保、超额现金流覆盖等，外部增信一般包括主体担保、差额补足和外部流动性支持等，而资产担保债券的增信方式相对比较单一，主要是超额担保。

6) 追索权的区别。资产支持证券由于已经实现真实出售和破产隔离的资产出表，投资人只有资产池的单一追索权，本息还款全部依赖于资产池现金流，而资产担保债券并没有实现资产的真实出表，投资人具有主体和资产的双重追索权，本息还款以发行人日常经营现金流为主，资产池现金流为辅。

7) 券端分层的区别。资产支持证券通常会进行分层分级，利息形式多元化，既有固定利息也有浮动利息，而资产担保债券并不进行分层，利息形式单一化，基本为固定利息。

8) 发行规模的区别。资产支持证券的发行规模受基础资产现金流覆盖倍数的制约，而资产担保债券的发行规模受资产池价值覆盖倍数的约束。

9) 期限错配容忍度不同的区别。资产支持证券资产端的现金流流入和负债端的现金流流出的期限是严格匹配的，后续出现违约和早偿事件导致现金流不匹配的风险将由投资人承担。而资产担保债券允许存在资产/负债的期限错配，如果错配程度高，还款来源主要依赖于发行人的流动性管理能力，其性质更加接近企业债，如果错配程度低，还款来源主要依赖于资产池的动态管理，其性质更加接近资产支持证券，从这个角度来看，资产担保债券是企业债和资产支持证券的结合体。

10) 发行目的的区别。资产支持证券和资产担保债券都具有再融资和盘活存量资产的功能，但是资产证券化的资产出表要求可以实现转移相关信用风险，特别是金融机构可以通过优化报表满足监管机构的要求，并且为资本市场提供边际收益较高的投资品种。而资产担保债券从创始之日，其发行目标就是单一的融资，交易结构也比较稳定，风险相对较小。

11) 发行方式的区别。资产担保债券的国际通用做法为同一个资产池可发行多笔债券，同时定期对资产池进行动态调整，可通过向资产池内注入资产而发行新的债券。而资产支持证券一般仅在设立时确定唯

—资产池，发行新债券时需要额外提供对应新资产池且资产池之间相互独立。

表 2 资产担保债券和资产支持证券的主要差异

要素	资产担保债券	资产支持证券
发行目的	再融资、盘活存量资产	风险管理、再融资、盘活存量资产、资产负债表调整
发行人	主体(直接发行)或者 SPV(间接发行)	SPV
风险敞口	发行人承担基础资产违约风险和早偿风险	发行人不再承担超过信用支持水平的违约风险，早偿风险完全转移给投资人。
交易结构	底层资产可以转给 SPV 也可以不转移	必须转给 SPV 实现资产的真实出售和破产隔离
法律框架	立法型证券化，设立专门的法律法规规范产品的发行和交易	结构型证券化，主要依靠合同构造产品和交易
交易模式	发起-持有	发起-转移
发行规模	受资产池价值覆盖倍数限制	受基础资产现金流覆盖倍数限制
增信措施	担保资产池抵质押担保	优先/次级分层、基础资产质押担保、优质主体担保或差额补足
资产类型	不动产、土地使用权、准不动产、流通性较强、价值价格体系较为健全的动产和无形资产、贷款债权等	可特定化的产生现金流的资产
资产池管理	动态管理，满足超额担保要求	静态管理，但有资产池循环购买和不合格资产替换条款
本息偿付来源	发行人日常经营现金流为主，资产池现金流为辅	主要依赖资产池现金流
追索权	主体和资产的双重追索权且发行主体为第一追索权	仅资产的单一追索权
利息形式	基本为固定利息	固定和浮动利息均有
资产是否出表	否	可出表
信用级别是否独立	不独立，但可以高于发行人主体级别	独立
发行方式	同一资产池可发行多笔债券	同一资产池对应一笔债券

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、资产担保债券的未来展望和建议

目前中国的资产证券化产品主要采用美国的结构型资产证券化模式，交易结构采用真实出售和破产隔离的方式。虽然 2014 年以来，资产证券化业务在中国市场得到了迅速发展，中国人民银行、银保监会、证监会等监管机构颁布了各项规范性文件，但是中国并没有形成关于资产证券化的统一立法，快速的规模扩张可能会给金融系统带来了一定的隐患。与之相反，欧洲模式的资产担保债券具有更好的安全性，无论是 2008 年的全球金融危机还是 2009 年的欧洲主权债务危机，CB 都成为了欧洲央行缓释危机的有力工具，欧洲央行在此期间通过购买 CB 为资产市场提供充分的流动性支持，进而稳定了欧洲的金融市场。作为具有 260 余年历史的融资工具，欧洲资产担保债券对于完善中国债券市场具有重要的借鉴意义。

值得注意的是，根据《通知》，中国 CB 市场初期主要助力企业盘活存量商业地产和基础设施项目等资产，拓宽企业直接融资渠道，发行人主要是非金融机构，而国际 CB 市场通常由银行和其他金融机构发行。未来若 CB 发行人推广到银行等金融机构，有必要完善监管资本计量等方面的配套规则，否则该产品可能对发行人和投资机构缺乏吸引力。

此外，中国目前尚无 CB 相关的法律法规，根据《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《破产法》”）第 44 条、第 48 条的有关规定，当发行人破产时，CB 投资者作为债权人可以申报破产债权，且根据《破产法》第 109 条的规定，CB 投资者对资产池享有优先受偿权，但根据《破产法》第 19 条¹、20 条²等规定，一旦进入破产程序，CB 投资者对作为担保物的资产池的优先受偿权的行权时间、方式都会受到破产程序影响，担保权利将暂停行使，且担保物的变现和分配将由破产管理人统一执行，在此情况下 CB 投资者获得兑付的时间将具有较大不确定性。因此，在 CB 产品试点初期，建议考虑加入加速清偿和交叉违约等预警机制，在发行人偿债能力严重恶化之前，启动提前偿付，保障投资人的切身利益。

在产品要素方面，由于投资者对于新型投资品种在初步认知的过程中风险偏好较低，固定利率比浮动利率更适合 CB 新兴市场。其次，公募发行比私募发行能够减少信息不对称程度，提高市场的透明度，有利于保护投资者的利益，建议参考欧洲市场成立资产担保债券标签基金会（CBLF），其职能是为符合要求的 CB 提供标签，发行人按照统一的透明度模板（HTT），定期提供信息，增强投资人对于发行人经营和财务情况以及动态资产池的了解。

¹ 《破产法》第 19 条规定，人民法院受理破产申请后，有关债务人财产的保全措施应当解除，执行程序应当终止。

² 《破产法》第 20 条规定，人民法院受理破产申请后，已经开始而尚未终结的有关债务人的民事诉讼或者仲裁应当中止；在管理人接管债务人的财产后，该诉讼或者仲裁继续进行。

从评级视角来看，由于发行人是债券还本付息的第一还款来源，无论担保资产的表现如何，只有发行人仍然具有偿付意愿和偿付能力，发行人都会在债券到期时偿还债券。因此，发行人的主体评级是其 CB 评级分析的起点，评级机构在评估 CB 的信用等级时需要考量的因素有以下几点：

1) 豁免纾困。即 CB 是否在发行人内部纾困时不被免除债务。根据欧盟的银行破产法案，银行濒临破产时，银行可以先进行内部纾困，损失不仅由股东承担，而且由债务人承担，这样就会导致部分银行债务可能会被免除。

2) 持续偿付。即 CB 资产池对于偿付中断风险的保障程度。当 CB 的第一偿付来源出现问题时，担保资产就成为替代偿付来源，所以在此种情况下，担保资产的流动性就成为衡量债券偿付保障程度的重要指标，另外，债券偿付的连续性可能受资产池是否有效隔离、资产池的第三方管理人替换机制等因素的影响。

3) 回收。即 CB 违约时资产池的回收情况。CB 出现违约后，债券持有人仍然可以受益于资产池的较高回收水平，关于回收水平的评估，主要是基于资产池对于债项的超额抵押规模是否能够覆盖相应压力情景下资产池的信用损失以及资产池与债项期限错配出现的损失。

参考文献：

- [1] 宋旭.盐城市城镇化建设投资集团有限公司 2022 年度第一期定向资产担保债务融资工具信用评级报告[R]. 2022 年 2 月 24 日
- [2] 王乐兵.欧洲资产担保债券与中国资产证券化:改革、比较与借鉴[J].法学杂志,2017,38(10):120-130.DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2017.10.012.
- [3] Sascha Kullig .ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK2021[R].2021.10
- [4] Sascha Kullig. ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK2020[R].2020.10
- [5] Directive (EU) 2019/2162 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directives 2009/65/EC and 2014/59/EU (Text with EEA relevance)[R].2019

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市东城区建国门内 大街 26 号新闻大厦 8 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区东三里桥 路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区万 家丽中段 36 号喜盈门范城 2 号 栋 14007 室 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	吉林	西安
地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：吉林省长春市南关区人 民大街 7088 号伟峰国际商务广 场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：西安高新区唐延路的金 辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈 顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室 总机：0371-60308673 传真：0371-60308673	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140	