

摘要

自十八大以来,中国金融改革开放取得了瞩目成就,为国家实现高质量、可持续的发展提供了强大的动力。但是,在我国金融市场上,拥有大量不良资产的商业银行仍然是金融改革的较大难题。2016年前后,在宏观经济下滑周期下,银行的风险偏好在不良资产比例持续提高的影响下不断降低,使其配资风格更加稳健,导致当时出现资产荒的现象。为了缓解银行不良资产堆积压力,提升银行风险偏好进而支持实体企业发展,不良资产证券化于2016年得到重启。随着不良资产证券化业务的不断发展,与不良ABS有关的课题也逐渐丰富。然而,有关不良ABS财务效应的研究,不同学者始终有不同的定论。本文以最新入围试点名单的邮储银行为主体,以其发行的首单具体产品为研究对象,通过对案例的全面分析,明确不良ABS对邮储银行产生的财务效应,以期为此领域的研究做出贡献。

本文采用案例分析法研究“邮赢惠泽”2021年第一期不良资产证券化对邮储银行财务绩效的影响。首先梳理回顾国内外文献明确不良资产证券化的概念及我国具备开展不良资产证券化业务的条件;其次阐明不良资产证券化涉及到的基本原理,为后续分析做铺垫;最后进行案例分析,在详细介绍“21邮赢惠泽1期”的发行背景、参与机构、交易流程、资产池情况以及信用增级措施后,以流动性、安全性、盈利性作为邮储银行经营绩效的衡量指标,检验本期项目实施前后邮储银行年度存贷比、流动性比例、不良贷款率、资本充足率等数据的变化情况,理论分析与案例数据相结合,得出具有说服力的研究结论。

本文的研究结果表明,本次不良资产证券化对邮储银行的流动性、安全性及盈利性均产生正向影响。具体表现在以下方面:将不良信用卡贷款打包出售,换回流动性更高的资产,缓释存贷比,增加流动性比例;风险资产“出表”,对应贷款减值准备转回,邮储银行以其自身资本吸收风险的能力提升,

资本充足率和拨备覆盖率随之提升；中间业务收入的增加以及释放出的流动性带来的放贷能力提高邮储银行盈利水平。根据上述结论，结合本期项目发行情况，本文从资产规模、资产质量、评级方式、信息披露四个方面提出建议，启示邮储银行在接续项目中设计出更合理的交易结构，收获更好的发行效果，有效处理不良贷款，并期待可以为其他类型性质与规模的银行提供借鉴价值。

关键词：不良资产证券化；银行“三性”；邮储银行

Abstract

Since the 18th Party Congress, China has achieved remarkable results in financial reform and opening-up, which has strongly supported the high-quality development and modernization of the national economy. However, in China's financial market, commercial banks with a large number of non-performing assets remain a bigger challenge for financial reform. Around 2016, the increasing proportion of non-performing assets under the macroeconomic downturn cycle reduced banks' risk appetite and made their placement style more prudent, leading to an asset shortage at the time. In order to relieve the pressure on banks' non-performing assets pile, enhance banks' risk appetite and thus support the development of real enterprises, securitization of non-performing assets was restarted in 2016. As the securitization business of non-performing assets continues to develop, the topics related to non-performing ABS are gradually enriched. However, studies on the financial effects of non-performing ABS have always been determined differently by different scholars. In this paper, we take PSBC as the main subject and the specific products issued by it as the research object, and clarify the financial effects of non-performing ABS on PSBC through a comprehensive analysis of the cases, in order to contribute to the research in this field.

This paper uses a case study to investigate the impact of the securitization of "YouYingHuiZe" 2021 Phase I non-performing assets on the financial performance of PSBC. Firstly, to review the domestic and international literature to clarify the concept of securitization of non-performing assets and the conditions for securitization of non-performing assets in China; secondly, to clarify the basic principles involved in securitization of non-performing assets and to prepare for the subsequent analysis; finally, a case study is conducted to introduce in detail the release background, participating institutions, transaction process, asset pool and credit enhancement measures of "YouYingHuiZe" 2021 Phase I Non-Performing Asset-Backed Securities, and then use liquidity, safety and profitability as indicators

of PSBC's business performance to test the changes of PSBC's annual deposit to loan ratio, liquidity ratio, non-performing loan ratio and capital adequacy ratio before and after the implementation of this project. The combination of theoretical analysis and case data adds to the persuasiveness of the paper's findings.

The results of this paper show that this securitization of non-performing assets has a positive impact on the liquidity, safety and profitability of PSBC. This is manifested in the following ways: packaging and selling non-performing credit card loans in exchange for more liquid assets, easing the deposit-to-loan ratio and increasing the liquidity ratio. Risk assets are moved off the balance sheet and the provision for impairment of corresponding loans is reversed, PSBC's ability to absorb risks with its own capital has increased, and the capital adequacy ratio and provision coverage ratio have improved accordingly, the increase in intermediate business income and the lending capacity from the released liquidity improve the profitability of PSBC. Based on the above findings, and taking into account the issuance of the current project, this paper makes suggestions in four aspects, namely, asset size, asset quality, rating method and information disclosure, to enlighten PSBC to design a more reasonable transaction structure in the succession project, reap better issuance results and effectively deal with non-performing loans, and expects that it can provide reference values for other types of banks of nature and size.

Keywords: Non-Performing Assets Securitization; “Three Principles”; PSBC

目 录

1.绪 论.....	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与研究方法	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 创新点与研究不足	5
1.3.1 创新点	5
1.3.2 研究不足	6
2.不良资产证券化文献综述.....	7
2.1 不良资产证券化基本原理与可行性研究	7
2.1.1 基本原理的相关研究	7
2.1.2 不良资产证券化的可行性研究	8
2.2 不良资产证券化的财务效应研究	9
2.3 文献述评	12
3.基本原理与影响路径.....	13
3.1 不良资产及资产证券化概念界定	13
3.2 商业银行不良资产证券化基本原理	14
3.2.1 资产重组原理	14
3.2.2 信用增级原理	14
3.2.3 风险隔离原理	15
3.2.4 现金流分析原理	16

3.3 不良资产证券化引发财务效应的路径	16
3.3.1 对商业银行流动性的影响路径	16
3.3.2 对商业银行安全性的影响路径	17
3.3.3 对商业银行盈利性的影响路径	17
4.“21 邮赢惠泽 1 期”案例介绍	18
4.1“21 邮赢惠泽 1 期”发行背景	18
4.1.1 邮储银行不良资产概况	18
4.1.2 邮储银行历史不良资产处置方法对比	19
4.1.3“21 邮赢惠泽 1 期”发行动因	19
4.2“21 邮赢惠泽 1 期”发行情况	20
4.2.1“21 邮赢惠泽 1 期”发行结果	20
4.2.2“21 邮赢惠泽 1 期”清算情况	20
4.3 参与机构介绍	21
4.3.1 发起机构/贷款服务机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司	21
4.3.2 受托机构：建信信托有限责任公司	22
4.3.3 资金保管机构：兴业银行股份有限公司	23
4.3.4 法律顾问：上海市融孚律师事务所	23
4.3.5 牵头主承销商：招商证券股份有限公司	24
4.4 交易结构和流程	24
4.5 基础资产情况分析	25
4.5.1 基础资产质量分析	25
4.5.2 基础资产预计收回情况分析	28
4.6 信用增进措施	29
4.6.1 优先/次级结构设计	29
4.6.2 信用触发机制	29
4.6.3 流动性储备账户设置	30
5.“21 邮赢惠泽 1 期”财务效应分析	32
5.1 对邮储银行流动性的影响	32
5.1.1 缓释存贷比	33

5.1.2 增加资产流动性	34
5.2 对邮储银行安全性的影响	35
5.2.1 降低不良贷款率	35
5.2.2 提升拨备覆盖率	37
5.2.3 提高资本充足率	38
5.3 对邮储银行盈利性的影响	39
5.3.1 赚取服务报酬	39
5.3.2 获取投资收益	40
5.3.3 支付发行费用	41
5.3.4 短期内提升股票收益	41
5.4“21 邮赢惠泽 1 期”清算分析	44
6.结论与启示.....	46
6.1 结论	46
6.1.1 增加邮储银行资产流动性	46
6.1.2 提高邮储银行经营安全性	46
6.1.3 加强邮储银行资产盈利性	47
6.2 启示	47
6.2.1 扩大入池资产规模，盘活不良资产	48
6.2.2 提高入池资产筛选标准	48
6.2.3 多种增级方式并举	48
6.2.4 加强信息披露	48
参考文献.....	50
致 谢.....	55

1.绪 论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

近年来，我国商业银行资产规模不断扩大。根据银保监会相关数据，2022年末我国商业银行总资产为312.75万亿元。银行资产中主要是贷款，截至2022年第三季末，我国商业银行贷款规模为180.49万亿元，占商业银行总资产的57.25%，是2012年51.88万亿元的3.48倍，近10年年均增速超过12.0%。随着贷款规模不断扩大，加上新常态下我国经济增长放缓以及新冠肺炎疫情对经济金融的冲击，商业银行不良贷款余额与不良贷款率也随之增长。不良贷款余额从2012年的0.49万亿元增长至2022年第三季度末的2.99万亿元，10年间年均增速已超过19.0%，增速远快于贷款规模的增速。近十年我国商业银行不良贷款余额如下图所示（单位：万亿元）：

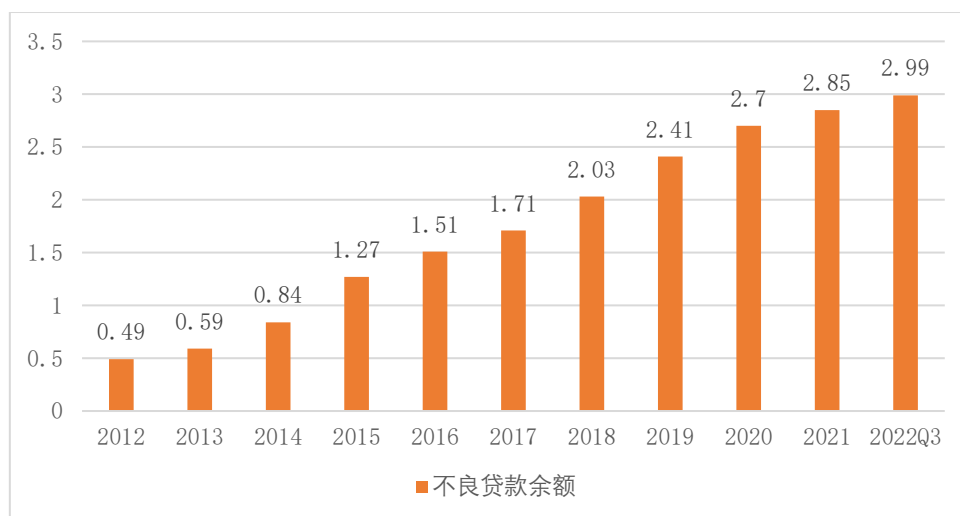


图 1-1 近十年我国商业银行不良贷款余额情况

数据来源：中国银保监会

结合上述数据，我国商业银行资产质量连年下滑，致使其处置不良资产的压力不断增大。因此，为维护金融市场稳定，提高银行业整体资产质量，不良资产证券化作为银行处置不良贷款的创新方式于 2016 年得以重新启用。自启用后至今，随着不良贷款处置力度的加大，叠加疫情防控进入常态化并逐渐放开，国内经济逐渐复苏，商业银行不良贷款率开始下降，不良资产支持证券也成为部分银行处置不良资产的常规手段。

尽管如此，目前我国商业银行贷款规模仍然庞大，对不良资产的处置压力依然不减。面对仍然庞大的不良贷款处置规模，不良资产支持证券是否可以真正称为解决我国商业银行不良资产积压难题的有利方式始终没有定论。有关数据显示，2016 年以来，不良资产证券化产品发行规模及单数虽然波动上升，但累计发行规模刚达到总试点额度上限的一半，且获得试点资格的银行中采取不良资产证券化方式处理其不良贷款的只有 20 家，有将近一半的获批银行仍采用传统方法，如依靠金融资产管理公司核销。本文认为此种现象的主要原因是由于不良资产证券化作为一种创新金融工具，其对发起机构所产生的财务效应具有不确定性。证券化业务一方面可以拓宽银行资金来源，增加中间业务收入，处置积压的不良资产进而降低银行风险；但同时不良 ABS 可能诱发银行降低流动性储备或道德风险倾向，对其正常经营造成负面影响。

因此，本文以邮储银行发行的“21 邮赢惠泽 1 期”作为案例进行分析，通过具体的产品来探究不良资产证券化会对发起机构的财务状况产生何种影响。邮储银行属于国有控股大型商业银行，为中国经济转型中最具经济活力的客户提供服务，致力于建成一流大型零售银行。2017 年起，邮储银行的不良贷款率逐年上升，至 2021 年末不良贷款总额达 526.85 亿元。在 2019 年入围第三批不良资产证券化试点金融机构名单后，于 2021 年发行了首单信用卡债权不良资产支持证券。撰写本文时，此单证券化产品已经清算完毕，各项数据易于获取，综合考虑邮储银行的性质及规模，对本期案例进行分析具有一定的研究意义。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

党的二十大报告提出要加快构建新发展格局，守住不发生系统性风险的底线，加强贷款投放的全流程风险管控，避免风险传导。而不良资产证券化作为事后处理银行不良贷款的创新有效手段，对商业银行安全、稳健地经营发展具有重要作用。然而，资产证券化业务最早由国外学者提出并兴起，无论是理论基础、制度环境和技术手段，还是实践经验或成功案例等均十分丰富。反观国内，由于起步较晚加上金融危机后暂停了证券化业务一段时间，使得我国在该项业务发展上落后其他国家 20 余年，基础理论研究相对薄弱。目前，我国学者在重启不良资产证券化业务后加强了对这方面的研究，但大量研究集中在宏观层面，且多为实证研究。本文利用邮储银行“邮赢惠泽”2021 年第一期不良资产证券化项目的相关发行过程及数据，以期通过对个案的分析对理论及实证研究结果进行补充验证并丰富此方面的研究内容。

（2）实践意义

我国处置银行不良资产的传统方式有诉讼追偿、债转股、资产重组、资产置换、转让等。但随着近年经济总体增速放缓，银行业不良贷款总额提升，不良资产处置金额屡创新高，仅依靠四大金融资产管理公司集中性的通过附带行政性质的手段，已经无法满足“井喷”的不良资产市场，因此 2016 年重启的不良资产证券化的作用愈发凸显。然而，目前我国关于不良资产证券化实践的研究相对不足。本文通过对“邮赢惠泽”2021 年第一期不良资产支持证券参与机构、交易流程与结构、基础资产情况分析以及信用增级措施等发行过程的介绍，结合基础原理分析其对发起机构邮储银行所产生的财务效应，以期对邮储银行未来开展同类业务或类似性质与规模的银行提供参考。

1.2 研究内容与研究方法

1.2.1 研究内容

本文探究自 2016 年我国开启首轮不良资产证券化试点后，邮储银行作为最新一批入围的国有大型商业银行，其开展不良资产证券化业务对自身经营绩效的影响。

全文共包含六个部分，包括不良资产及不良资产证券化的概念界定及我

国不良资产证券化可行性研究的文献回顾，重点阐述了不良资产证券化所运用的主要原理，采用案例研究法介绍邮储银行发行“21 邮赢惠泽 1 期”不良资产支持证券的参与机构与交易流程等案例背景，最后结合本次证券化业务对邮储银行所产生的财务效应的分析做出总结和启示。

第一部分为绪论。阐述本文选题背景与研究意义，概括全文的研究内容、研究方法与创新点。

第二部分为不良资产证券化的文献综述。梳理并学习不良资产证券化可行性研究与不良资产证券化财务效应研究等多方面的前人研究成果并进行文献综述。

第三部分为基本原理和影响路径。在概括多位学者、协会对于资产证券化的定义后，结合本文研究内容，明确不良资产证券化的概念。接着着重介绍不良资产证券化涉及的包括资产重组原理、信用增级原理、风险隔离原理及现金流分析原理等在内的主要基础原理。最后说明不良 ABS 引发的银行财务效应的路径。

第四部分为“21 邮赢惠泽 1 期”案例介绍。这一部分从邮储银行本期项目的发行背景出发，对本期项目的基本内容做出分析，具体包括参与机构的基本概况、交易结构与流程、基础资产情况及信用增级措施。

第五部分为“21 邮赢惠泽 1 期”案例分析。主要从流动性、安全性与盈利性三个方面探究邮储银行不良资产证券化项目产生的财务效应。另外为丰富本文研究，还通过对项目的风险分析来探究对投资者的影响并深入思考证券化项目清算后对于不良资产的处置问题。

第六部分为结论与启示。依次总结本期项目对邮储银行经营“三性”的影响并做出综合评价。之后从入池资产规模、资产集中度、信用增级措施、信息披露等方面给出建议，以期邮储银行在后续项目中能够设计出更加合理的交易结构，妥善处理不良资产。

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法

阅读国内有关不良资产证券化可行性研究的相关文献，从制度基础、法

律环境、技术方法等方面认识到我国开展不良资产证券化切实可行；梳理归纳国内外学者关于不良资产证券化财务效应的理论分析与实证研究，在结合相关原理并进行理论推演的基础上发现：一方面对于不同性质、不同规模的银行而言，证券化处置其不良资产对银行流动性、安全性与盈利性的影响是不同的；另一方面现有研究多为实证分析。由此通过对文献的学习与研究，明确本文的研究内容与写作思路。

（2）案例研究法

选取国内银行业中典型的、最新取得不良资产证券化试点资格且已经成功发行不良资产支持证券的中国邮政储蓄银行作为本文的案例主体，搜集整理其证券化前后衡量“三性”水平的指标数据，结合对邮储银行发行的“邮赢惠泽”2021年第一期案例介绍，分析国有大型商业银行开展证券化业务的财务效果，以此深化对不良资产证券化的理解，并期望结合研究结论提出切实且有价值的建议。

（3）事件研究法

以本次发行不良资产支持证券作为特定事件探究其发生前后邮储银行股票收益率的变动情况以及是否会产生“超额收益率”，以此了解股价波动与证券化活动是否相关，进而明确不良 ABS 是否会对股东财富及邮储银行短期收益产生影响。

1.3 创新点与研究不足

1.3.1 创新点

不良资产证券化开启试点后，有关其学术研究不断增加，但大都集中在理论与实证研究，且研究的主题多数为评级、风险等方面。本文则运用案例研究的方法，探究不良资产证券化产生的财务效应。选用最新一批进入试点范围的邮储银行发行的首单不良资产支持证券作为案例对象，运用发行前后的财务指标并结合事件研究法，通过定性分析与定量说明，探究不良 ABS 对邮储银行“三性”的影响，并通过对案例发行至清算的全过程分析提出现实改进建议。

1.3.2 研究不足

本文选取邮储银行发行并已完成清算的首期信用卡债权不良资产支持证券来说明不良资产证券化业务对发起机构产生的财务效应。尽管在进行案例分析时采用了数据与理论相结合的分析方式，但无法避免此类个案分析中的共性问题，即相对于邮储银行庞大的资产量级与贷款规模，仅使用一期不良 ABS 的数据，不免使得研究结论不够精确完善。

2.不良资产证券化文献综述

2.1 不良资产证券化基本原理与可行性研究

2.1.1 基本原理的相关研究

资产证券化作为一种创新金融工具必然会有风险，而重视其风险进而管理风险的基础就是坚守资产证券化的基本原理（郭杰群，2018）。

Carlstrom 和 Samolyn（1993）较先开启了对贷款销售的研究，其在工作论文中搭建了模拟银行贷款销售的理论框架，为后续的研究提出了多个可延伸的主题（Oldfield, 1995）。在资产证券化的多个环节中信用增级尤为重要，尤其是对于不良资产证券化而言，入池的资产都是商业银行逾期没有收回的不良贷款，基础资产质量较差。此时为了提高资产支持证券的评级并确保证券投资者的利益能够实现，信用增级措施就显得尤为关键，信用增级原理也成为国内外学者在有关资产证券化的研究中讨论最多的一个专题。Bonsall *et al.*（2015）关注信用评级机构持续监测银行信用风险的动机如何影响其信用评级的“长期”准确性。研究发现，由于对现有评级的持续监督所产生的收入照比对新债券进行评级相对较低，因此评级机构对债务证券的定期监督投入不足导致其无法捕捉到银行信用风险的变化。同样是从提升资产支持证券安全性的角度出发，Bhattacharya *et al.*（2015）建议发行机构同时采取多种信用增级方式以提高资产支持证券的信用评级。国内学者赵红丽和阎毅（2018）认为信用增级可以有效避免风险的发生并提出多借鉴发达国家的做法，多使用外部信用增级等先进的方式。除信用增级外，在资产重组原理、风险隔离原理及会计准则方面，Kane（1997）较先强调了与资产证券化相关的一些基本会计问题。通过案例的形式，简单讨论了如何对资产证券化交易进行核算，给出了当时及未来的处理方案。李鑫胤等（2004）认为资产证券化是对流动性差但

能产生稳定现金流的资产的收益和风险进行分离与重组的一种技术和过程，涉及对符合条件的资产进行资产重组。陈裘逸和张保华（2003）分析比较了两种风险隔离方式，真实出售方式与从属参与模式。他们的研究结论是，发起人需要考虑表内融资还是表外融资、是否保留对剩余财产的索取权及税收负担等因素，而非一味地使自己不再受投资者追索权的影响而采用真实出售方式。张文强和赵会玉（2008）从风险防范的设计原理出发，总结出资产证券化风险隔离机制的基础，得出资产合格、SPV 合格、真实出售、重组增值、管理牵制和持续的信息披露是资产证券化风险防范的六道防线。

2.1.2 不良资产证券化的可行性研究

资产证券化诞生于国外，不良资产证券化也最早应用于国外并在国际上被证明是成功的，那么这一舶来的创新金融工具在我国是否也能成为处理不良资产的有效方式，我国学者对此进行了大量研究。何德旭（2000）认为并非所有资产都可以证券化，加之我国银行特别是国有银行不良资产的特殊形成根源导致其在证券化运用上的限制性。朱怀念和唐棣（2002）较早的探究了不良资产证券化在化解我国不良资产时的有效性和实用性。两位学者从法律视角分析了商业银行是否有权出售贷款、出售行为是否合法、信用增级的法律环境以及资产转移的税收问题等，为不良资产证券化在我国的运行做出了法律指引。张衢（2002）从明确不良资产证券化的前提条件出发，探讨了我国商业银行不良资产证券化的操作模式并指出有待处理的定价问题、法律问题、不良资产证券化投资主体的培育问题、文化方面的认同问题、税收政策问题及会计处理问题。彭惠（2004）通过回顾不良资产证券化在不同国家的演化趋势和发展特点，结合不良资产证券化的基本交易结构和现金流匹配机制、不良资产的价值评估，从理论上分析了不良资产证券化在我国的可行性。王东翔（2005）认可资产证券化是解决银行不良贷款的有效途径但仍对我国推行不良资产证券化将面临的障碍存在担忧。他认为当时的我国客观环境不完善、法律制度不健全、特殊目的载体缺位、市场不成熟、监管和协调体系不完善、缺少适合的证券化模式。沈炳熙和马贱阳（2007）首先从宏观层面和微观层面分析了我国开展不良资产证券化的必要性，其次结合信达和东方资产管理公

司的不良资产证券化案例从制度基础、技术安排和法律背景等三方面说明了我国开展不良资产证券化是可行的，并在最后给出了推动我国不良资产证券业务发展的若干建议。李丽萍（2016）在不良资产证券化重启试点前，从政策支持、市场环境、价值评估机制、信用增级与信用评级、金融资产管理公司辅助等五个方面对我国商业银行不良资产证券化可行性做出分析，给出了进一步完善制度体系、大力培育投资主体和发展资本市场的完善路径。

可以看出，不同学者在不同时间点对我国能否实施不良资产证券化的看法不同，由最初对不良资产支持证券本土化的怀疑到再次尝试试点的信心，表明随着我国制度基础、法律环境、技术条件等客观实力的不断提升，不良资产证券化变得可行且成为我国解决银行不良贷款的重要途径。

2.2 不良资产证券化的财务效应研究

流动性、安全性和盈利性（统称“三性”）是商业银行经营管理的基本原则，本文以其作为度量标准探究不良资产证券化的财务效应（迟国泰等，1999；左晓慧等，2010）。

（1）对流动性的影响

国内外已有多数学者认为增加流动性是商业银行开展资产证券化的初衷而对此项金融创新活动展开研究。

Affinito 和 Tagliaferri（2010）实证调查了金融危机前几年银行的事先决策因素，分析了 2000 年至 2006 年的意大利个别银行数据。基于各种模型、测试并控制内生性及异方差问题后的结果表明，在意大利，银行贷款证券化是一个多面的决定。资本较少、利润较少、流动性较差和风险较高的银行更可能将其贷款证券化，它们证券化的程度更高、时间更早。Carbo-Valverde *et al.*（2015）利用非均衡模型研究了西班牙银行在非金融危机期间的信贷配给，研究发现，与更多参与证券化的银行合作的企业在正常时期的信贷约束更宽松，这从侧面反映出实行资产证券化的西班牙银行更能满足企业的正常贷款需求，流动性更高。Andres *et al.*（2015）认为资产证券化从根本上影响了银行执行的金融中介过程，扩大了银行的融资可能性，银行将资产负债表上的非流动性资产转化为可销售的证券，为资产增长提供资金。他们利用 1988-

2006 年期间西班牙银行系统的数据，研究证明了具有更强流动性限制的银行更多地使用证券化工具。

国内的研究有李志辉等（2016）引入贷款组合流动性指数并结合美国大型商业银行 2003-2014 年的数据研究得出资产证券化降低了资产负债表内流动资产的占比，替代了传统流动性，并且这种替代性在大银行中表现的更加明显，但无论银行规模大小，资产证券化都提高了其信贷资产的流动性。张献（2019）基于我国 11 家上市商业银行 6 年的面板数据实证分析资产证券化对银行流动性的影响，研究得出资产证券化程度与银行流动性之间呈现出倒“U”型的非线性关系，即随着资产证券化程度的提高，流动性比率会先得到促进然后走向下降。安丛梅（2021）基于我国银行 2012 年起共 8 年的半年报数据分析得出银行在得益于资产支持证券的发行而易于获取流动性后，会诱发其降低流动性储备的倾向，进而引发风险。

（2）对安全性的影响

资产证券化被引入的重要动因之一就是银行监管资本套利，即银行利用金融创新在总经济风险几乎没有降低的条件下提高其资本充足率。基于此，国内外学者就资产证券化对商业银行安全性的影响展开了大量研究。

Dionne 和 Harchaoui（2003）使用 1988-1998 共 11 年的加拿大商业银行数据研究信贷资产证券化业务对商业银行资本充足率的影响情况，研究结果显示开展资产证券化会降低商业银行的资本充足率，因此导致银行的破产风险增加，但部分结果并不是很显著。Omneya Abdelsalam *et al.*（2020）利用位于 21 个国家的不同银行研究在双重银行体系下资产证券化对银行绩效和金融稳定性的影响。他们以 CAMEL 指标作为稳定性的衡量标准，得到的一致研究结果是参与证券化的银行（无论何种银行类型或证券化模式）在整个样本期间的风险更大，财务安全性较差。

在我国，刘玄（2011）利用美国金融市场数据，通过建立数理模型分析证明，在资本金一定的情况下，风险资产总量可以通过部分风险贷款“出表”的方式减少，进而在资本金补充不足情况下，也可以实现资本充足率的提高。陈玮和傅亚平（2017）使用美国银行控股公司的信贷资产证券化面板数据实证研究发现，开展信贷 ABS 业务后，银行更加倾向于从事高风险业务，疏于对贷款的审核与监督，致使经营收益波动性上升。宋清华和胡世超（2018）基于

我国 2006-2016 年上市银行的非平衡面板数据分析资产证券化对银行系统性风险的影响, 研究发现, 证券化业务会同时显著提升商业银行的信用风险和银行系统性风险。李佳(2019)通过我国银行业数据识别出资产证券化会诱发银行道德风险倾向, 使风险资产比重提高, 导致银行信用风险更加无法得到缓解, 甚至上升。

(3) 对盈利性的影响

Obay (2000) 在其《银行业的金融创新》一书中提到, 资产证券化可以使银行的融资成本降低, 且当银行将证券化变现的资金贷给借款人的利息高于其融资成本时, 资产证券化便使银行从中获利。Battaglia *et al.* (2004) 认为使用证券化的主要目的是为了获得额外的资金, 并将风险转移给第三方投资者, 产生费用收入, 管理利润, 但其利用 2000-2009 年期间意大利上市银行的样本实证研究后发现, 证券化会增加发行银行的系统性风险和特异性风险而降低银行盈利能力。Michalak 和 Uhde (2012) 使用来自欧盟和瑞士共 14 个国家的 60 家上市银行在 1997 年至 2007 年期间发行的 749 笔现金组合证券化交易的特有样本, 提供了实证证据, 证明信用风险证券化对发行银行的财务健全性有负面影响。此外, 该学者调查了信用风险证券化和单一 Z-score 成分之间的关系, 发现证券化会对银行盈利能力和资本环境产生负面效果。

我国学者也有相关研究, 邹晓梅等(2015)使用 2001 年起共 12 年的美国商业银行季度数据探析 ABS 强度与商业银行净资产收益率(ROE)之间的关系及具体影响路径, 研究发现, 二者之间具有显著的正相关性。曹彬(2017)选用我国资产证券化重启后共 5 年的上市银行数据, 引用 Loutskina (2010) 构建的“证券化指数”作为代表信贷资产证券化程度的指标, 实证分析得出大型银行的盈利能力与信贷资产证券化无关, 小型银行的盈利能力显著受到资产证券化的正向影响。与上述学者的研究结论相反, 宋清华和肖心蕙(2018)利用 2012-2017 年共 75 家中国商业银行发行的信贷资产证券化产品数据证明, 商业银行的盈利能力在证券化业务开展后反而下降。郭江山和解亚(2019)运用双重差分法考察信贷资产证券化对银行盈利能力的影响, 在排除了其他可能影响银行盈利水平的因素后, 实证结果为国有银行与非国有银行的盈利性水平平均会因资产证券化的重启得到提升, 且国有银行的效果更明显。

2.3 文献述评

资产证券化作为一项重要的金融创新，在其首次被提出后，国外学者便对其可能产生的经济后果等展开了广泛讨论。我国在重启资产证券化后，国内学者发表的关于其交易结构、风险承担等方面的文献也日益增多。本文根据研究主题回顾、总结了不同时期我国学者对于实行不良资产证券化的看法、梳理了有关银行经营“三性”原则的国内外文献。有关资产证券化对商业银行财务效应的研究，无论是流动性、安全性还是盈利性，国内外学者就资产证券化对商业银行产生的影响都持有对立意见。

国内现有文献已在理论与实证方面做出较为全面的研究，但少有文章针对某一期资产支持证券做出具体分析，且实证研究中有不少学者使用的都是国外银行数据或金融数据。因此本文使用我国商业银行不良资产证券化数据，通过具体银行的性质与财务情况、证券化产品的发行过程与发行后效益来探究我国不良资产支持证券对银行“三性”的影响，以期在案例上丰富国内相关研究。

3.基本原理与影响路径

3.1 不良资产及资产证券化概念界定

(1) 不良资产的概念

2001年12月以前，国有商业银行按照《贷款通则》的规定将不良贷款划分为呆账、呆滞和逾期贷款三类，但是对商业银行不良贷款的概念界定不是十分明确，多种口径混用致使其提法并不统一，如不良债权、问题贷款、呆坏账、呆账、坏账等（施华强，2005）。直到2002年，除中国农业银行外的其他商业银行全面采用五级分类法的披露口径，不良贷款的概念与统计标准才得以明确。根据贷款五级分类制度，银行按照贷款的风险程度将信贷资产分为五类：正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类。不良贷款指其中的次级、可疑和损失类贷款。不良贷款的流动性低、风险高，会影响银行的放款能力及对经济的支持能力。

(2) 不良资产证券化的概念

资产证券化最早诞生在20世纪60年代末的美国住宅抵押贷款市场，1977年美国投资银行家Lewis Rainieri提出Securitization后，资产证券化从此作为专有名词沿用至今。但由于不同学科看待资产证券化的视角不同，加之其有许多不同的类型和形式（张超英和翟祥辉，1998），因此造成资产证券化定义的多样性。

综合国内外学者的研究，本文认为资产证券化是指通过特殊目的信托或特殊目的机构对特定资产增信并实现风险隔离后将之证券化的过程。

在上述讨论的基础上，结合我国央行与银保监会发布的《信贷资产证券化试点管理办法》，本文认为不良资产证券化的内涵是：以银行及资产管理公司等金融企业作为发起机构，将不良贷款打包信托给受托机构，之后以其产

生的现金流来偿付受托机构发行的证券投资者的融资活动。

3.2 商业银行不良资产证券化基本原理

3.2.1 资产重组原理

资产重组原理是使得不良资产得以证券化处置的重要前提。所谓资产重组是指资产的控制者对资产的分布状态进行重新组合、选择、配置的过程，或对设在资产上的权利进行重新配置的过程。因此商业银行不良资产证券化过程中利用的资产重组原理即指通过将不良贷款筛选打包形成资产池后再出售以改变其流动性，使不良资产以重组后的新形式来重新实现价值。

具体而言，归集到资产池中的资产要能够在未来产生可预见的、相对稳定的金额来为发行的各档证券提供现金流回收支持。但单笔不良贷款无法达到这样的预期，因此要视基础资产的类型不同将几万笔或几十万笔不良贷款按筛选标准汇集到一起重组成资产池。在实践中，金融机构一般的筛选条件有：资产权属清晰，符合法律规定，可以进行合法有效的转让，能够产生现金流等。这样由足够数量的单笔不良贷款重组成的资产池产生的回收款便可能偿付证券本息。因为经验证明，资产池内单笔资产的叠加能够产生 $1+1>2$ 的效果，大大提高资产池的整体质量。在此基础上结合专家的分析、设计与测算，资产池作为一个整体，其回收期限便能相对确定，同时也具有了一定的安全性和一定水平的收益率。

3.2.2 信用增级原理

通过上述资产重组原理将资产池预期回收金额及回收期限估算出之后，不良资产证券化的基础资产整体回收率及收回时间仍然无法百分百确定。因此，为了降低资产支持证券的违约风险，确保证券化产品成功发行并吸引市场的投资者，需要为不良资产证券化安排信用增级环节。

信用增级是指运用金融工具等有效手段来提高资产证券化交易的质量和安全性及资产支持证券的接受度。信用增级分为内部信用增级和外部信用增

级。内部信用增级是指以交付抵押物或在各种交易档次间调剂风险的方式达成信用提升，主要形式有超额抵押、建立储备账户和证券分档。外部信用增级指包括专业保险公司等在内的第三方机构提供信用增级工具，如保险、信用证和现金抵押账户等。实务中一般采用内外部信用增级结合或同时运用多种内部信用增级的方式来提高证券评级，以此确保在将不良贷款的流动性风险及信用风险转移给投资者后，能够按时全额向其支付债券本息。常用信用增级方式及定义如下表所示：

表 3-1 不良资产证券化常用信用增级方式

信用增级方式	类型	定义
优先/次级结构设计	内部增信	设置各档证券的受偿先后顺序，劣后受偿档的投资者为优先档投资者提供信用增级
超额抵押	内部增信	利用额外利差来支付债券本金
储备金账户	内部增信	部分回收款储备至此账户，其金额将保证在资金回收不足的情况下也可支付证券利息，提升证券安全性
信用证	外部增信	由金融机构发行的保险单，发生损失后，金融机构必须弥补指定金额
现金抵押账户	外部增信	向信托机构提供的再投资于短期合格投资的贷款

数据来源：根据公开资料整理

3.2.3 风险隔离原理

与股票、企业债券等常见融资方式相区别，风险隔离原理是资产证券化作为借助信托法律关系进行的结构性融资活动所特有的技术。顾名思义，风险隔离原理的目的是将信托财产与发起机构和受托机构未设立信托的其他财产相隔离，从而隔绝两家机构的破产清算等风险，具体包含两方面含义。一方面，打包给受托机构的不良贷款与发起机构的其他财产相区别，亦与受托机构的所有财产相区别。这样发起机构或受托机构依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，证券化的资产不属于其清算财产，保护证券投资者免受资产池之外的风险影响。另外，基于不良贷款与发起机构的其他财产隔离开来，资产支持证券可以脱离发起机构单独进行评级，这样在上述信用增级原理的作用下，不良贷款支持证券的评级可能高于发起机构本身。另一方面，投资者的追索权也因风险隔离原理而限定在资产池所包含的不良贷款范围内，当资产池出现问题致使回收的现金流不足以按时偿付证券本息时，投资者只能按事

先约定受偿，不能向发起机构等追究连带赔偿责任。

利用风险隔离原理实现了将基础资产从原始权益人中彻底剥离出来，这样既保护了证券投资者的利益，又明确了发起机构等的责任范围，可以在提升资产支持证券接受度及吸引力的同时推进证券化业务的顺利进行。

3.2.4 现金流分析原理

目前，资产池估值的主要方法为通过历史回收数据预测资产池未来现金流，而恰好商业银行不良资产证券化项目打包进入基础资产池的不良贷款多为住房抵押贷款或其他类信用卡贷款，这类贷款具有期限长的特点，因而也有较多历史回收数据可供使用，这便为资产池估值提供了可能。有了估值基础之后，鉴于基础资产数量庞大，且其申请、使用、还款以及催收等过程同质化较强，又均采用格式化的领用合约等文本，因此从操作可行性出发，采用抽样估值方式。如此尽可能地准确预测资产池的总体回收率是因为由其估测分析出的资产池价值与投资者的投资风险息息相关，未来现金流能否为各档资产支持证券提供足够的现金流回收支持，是会影响证券信用评级以及投资者的投资意愿的重要决定因素。因此，对未来现金流地准确分析及预测是会影响不良资产证券化能否顺利开展的重要条件。

3.3 不良资产证券化引发财务效应的路径

3.3.1 对商业银行流动性的影响路径

发行不良资产证券化产品可以通过真实出售将低流动性的不良贷款转变为高流动性的出售价款。证券化业务使存量不良资产得到合理使用，如满足存款客户的现金支取需求。在此过程中，不良资产证券化加快了商业银行资金流动，对资产端和负债端流动性做出有效补充，既提高了资产流动性，又降低商业银行的负债流动性风险。但是，包括发行费用、证券评级费用等在内的成本可能反而占用银行现金流，对流动性产生负面影响。

3.3.2 对商业银行安全性的影响路径

商业银行将不良贷款打包出去，减少风险资产的比例，提升了银行整体的资产质量。此外，可将证券化业务获取的现金流贷给新客户，继续为银行创造价值，实现经营稳健性的提高。但同时，不良资产证券化过程可能由于信息不对称等原因导致定价不准而导致发行效果不理想，造成商业银行投入精力的损失，制约银行的安全发展。

3.3.3 对商业银行盈利性的影响路径

证券化业务对商业银行盈利性的影响需要从收益和成本两方面综合考虑。收益方面，不良资产证券化会为银行带来回收资金再放贷的利差收益，即间接拓宽融资渠道进而接续开展信贷业务，扩大信贷规模。收回的资金除进行信贷还可以用于投资赚取投资收益，提高资产盈利性。成本方面，为发行证券化产品而支付给各参与机构的费用会抵消一部分证券化收益。同时我国不良资产支持证券仍属于新型投资产品，为吸引更多投资者购买，会筛选质量较高的不良贷款打折出售，以确保足够的资产回收率，这便会损失部分利息收入，对银行盈利造成影。

4. “21 邮赢惠泽 1 期” 案例介绍

4.1 “21 邮赢惠泽 1 期”发行背景

4.1.1 邮储银行不良资产概况

从下面邮储银行 2017-2021 不良贷款与不良贷款率变化图可以看出，在 2021 年邮储银行发行不良资产支持证券之前，其不良贷款总额与不良贷款率呈现连续“双升”趋势。本文认为可能是由于近年邮储银行履行大行职责、加大对重点领域和薄弱环节的资金支持导致不良贷款攀升。尽管如此，在国有大型商业银行中，邮储银行不良贷款率水平一直处于行业优秀水平并多次排在首位。

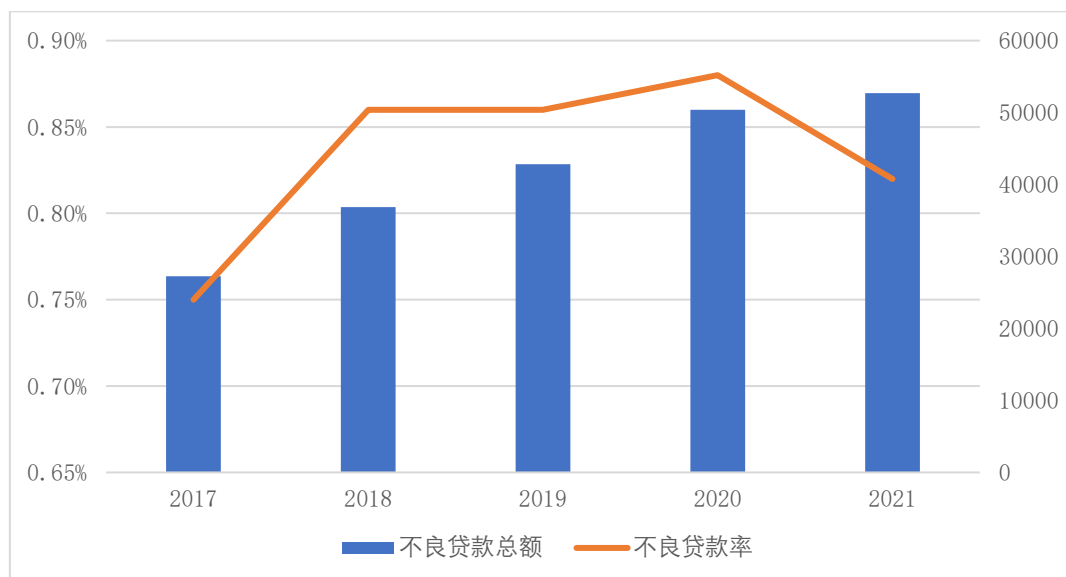


图 4-1：邮储银行 2017-2021 不良贷款情况

数据来源：邮储银行 2017 年-2021 年年度报告

4.1.2 邮储银行历史不良资产处置方法对比

邮储银行 2020 年加快不良处置，组织开展清收专项活动，共计处理不良资产 379.24 亿元。2021 年同样为提升处置效益，开展“固堤清淤”大行动，加大现金清收力度，共计处理不良贷款表内外本息 397.15 亿元。按处置方式的不同，邮储银行近两年不良资产处置情况表如下所示：

表 4-1 邮储银行不良资产处置情况表 **单位：亿元**

项目	现金清收	呆账核销	不良资产 证券化	其他方式	合计
2020	181.92	147.21	0	50.11	379.24
2021	206.50	140.66	32.36	17.63	397.15

数据来源：邮储银行 2020-2021 年年度报告

根据表 4-1，邮储银行 2021 年较比去年多处置不良贷款共 17.91 亿元。其中，通过现金清收及呆账核销两种方式累计比 2020 年多处置 18.03 亿元，相当于邮储银行通过其他方式处置不良贷款的规模不变。而在其他方式处置不良贷款规模没有较大变化的情况下，2021 年邮储银行在“其他方式”中增加了不良资产证券化的方式，且这一新增方式的处置比例占“其他方式”处置总额的 64.73%。本文认为，邮储银行新增不良资产证券化来替代部分传统不良资产处置方式的原因主要是传统方式如批量转让、债转股等具有交易难度大、定价能力不足等缺点，于是在获得试点资格后便准备并发行不良资产支持证券来处置部分不良贷款。

4.1.3 “21 邮赢惠泽 1 期” 发行动因

根据上述介绍，尽管邮储银行不良贷款率一直处于行业优秀水平，但面对经济下行压力加大及新冠肺炎疫情所导致的企业经营情况恶化和个人收入水平下降，未来不良率势必会有上升压力。加上邮储银行近年来不良贷款与不良贷款率“双升”会对其安全经营造成威胁，促使其加速处置不良资产的需求更加强烈。除其自身因素外，国家政策的支持和引导也是促成邮储银行发行不良资产支持证券的必要条件。自重启试点以来，我国不断出台法律法规、补充相关制度、加强市场监管以确保不良资产证券化业务的有序发展。随着试

点范围及发行规模的不断扩大，邮储银行最新一批加入试点，因此本文认为，在内外因素的共同作用下，邮储银行发行“邮赢惠泽 2021 年第一期”不良资产支持证券来加大对不良资产的处置力度。

4.2 “21 邮赢惠泽 1 期”发行情况

4.2.1“21 邮赢惠泽 1 期”发行结果

“21 邮赢惠泽 1 期”的发行总额 23000 万元，其中优先档为 18500 万元，占比 80.43%，次级档为 4500 万元，占比 19.57%。中债资信和中诚信国际对优先档评级均为 AAA_{sf}。公开配售后确定的优先档证券票面利率 3.29%，次级档证券发行价格 100 元/百元面值，无票面利率。

表 4-2 “21 邮赢惠泽 1 期”发行情况

证券简称	21 邮赢惠泽 1 优先	21 邮赢惠泽 1C
发行总额	185,000,000	45,000,000
票面利率	3.29%	不适用
发行日	2021 年 6 月 22 日	2021 年 6 月 22 日
预期到期日	2023 年 1 月 26 日	2024 年 4 月 26 日
计息方式	固定利率	零息式
发行价格	100 元/百元面值	100 元/百元面值

数据来源：邮赢惠泽 2021 年第一期不良资产支持证券发行结果公告

4.2.2“21 邮赢惠泽 1 期”清算情况

本期项目信托设立日为 2021 年 6 月 25 日并于该日起息，优先档证券按季付息一次。信托清算日为 2022 年 10 月 22 日，根据信托受托机构的清算报告，本期项目优先档证券和次级档证券均按时得到本金兑付且没有出现利息延迟支付的情况。

表 4-3 “21 邮赢惠泽 1 期” 清算情况

证券分层	21 邮赢惠泽 1 优先	21 邮赢惠泽 1C
发行总额	185,000,000	45,000,000
票面利率	3.29%	不适用
是否按时兑付	是	是
付息金额	1,599,572.22	8,719,204.82
本期兑付本息总额	186,599,572.22	53,719,204.82

数据来源：邮赢惠泽 2021 年第一期不良资产证券化信托受托机构清算报告

4.3 参与机构介绍

4.3.1 发起机构/贷款服务机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司

中国邮政储蓄银行股份有限公司成立于 2007 年 3 月 6 日，2012 年 1 月 21 日由有限责任公司整体改制为股份有限公司，2015 年 12 月引入十家境内外战略投资者，2016 年 9 月在香港联交所挂牌上市，2019 年 12 月在上交所挂牌上市，截至 2022 年 11 月，注册资本为人民币 923.84 亿元。

成立 15 年来，邮储银行坚持服务“三农”、城乡居民和中小企业的大型零售银行定位，支持实体经济发展，积极落实国家战略，履行国有大行社会责任。坚持“洞悉市场，先行一步”的经营理念，发力普惠金融、财富金融、产业金融、绿色金融四大领域，实现自身高质量发展。邮储银行秉持“普惠城乡，让金融服务没有距离”的使命，现在已经拥有近 4 万个营业网点，服务个人客户超 6 亿户。

截至 2022 年第三季度，邮储银行资产总额 13.52 万亿元，较上年末增长 7.43%；客户贷款总额 7.15 万亿元，较上年末增长 10.81%；负债总额 12.71 万亿元，较上年末增长 7.74%；客户存款总额 12.27 万亿元，较上年末增长 8.02%。2022 年 1-9 月，邮储银行实现归属于股东的净利润 738.49 亿元；实现营业收入 2571.93 亿元。

2012 年信贷资产证券化试点重启以来，邮储银行作为发起机构分别以对公贷款和个人住房抵押贷款为基础资产，实施八次信贷资产证券化项目，均取得了良好的市场效果。

邮储银行近五年财务状况数据如下：

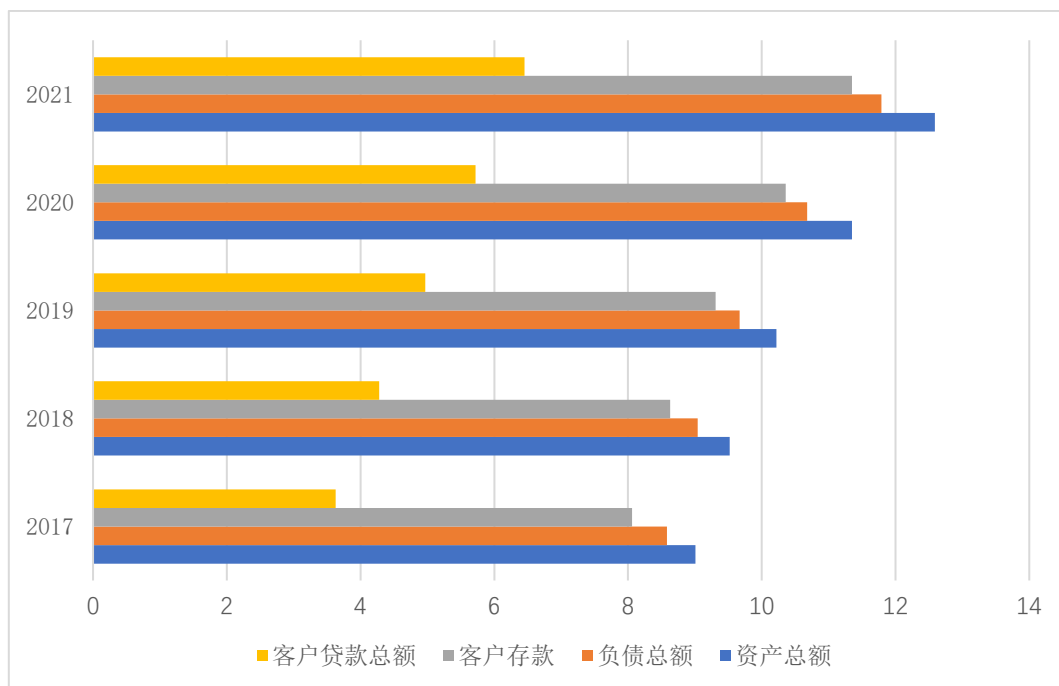


图 4-2 邮储银行 2017-2021 财务状况

数据来源：邮储银行 2017 年-2021 年年度报告

4.3.2 受托机构：建信信托有限责任公司

建信信托有限责任公司于 2009 年经国务院、原银监会特别批准，由中国建设银行收购合肥兴泰信托而成立，2010 年 1 月正式揭牌运营，目前注册资本 105 亿元。作为中国建设银行投资控股的非银行金融机构，建信信托致力于打造一流全能型资管机构，于 2012 年 11 月获得“特定目的信托受托机构”资格，可以管理特定目的信托财产并发行资产支持证券。截至 2021 年末，建信信托受托管理信托资产规模接近 1.70 万亿元，居行业第一；信贷资产证券化累计发行规模突破 1.2 万亿元，蝉联行业榜首；全年实现净利润 24.27 亿元，居行业前十。

建信信托秉承“心系社会、客户至上、守正出新、拥抱科技、协同主动、执行有力”的核心价值观，积极发挥信托功能优势，坚持立足国家经济建设主战场，持续提升专业化经营能力，深耕投资银行等三大业务板块，逐步形成自身的特色优势。凭借高速成长的业绩、创新发展的活力，建信信托已成长为行业内领先的信托公司。

建信信托近五年主要财务数据如下：

项目	2017	2018	2019	2020	2021
资产总计	191.10	222.75	315.86	437.02	485.48
负债总计	75.70	86.94	107.84	211.36	238.53
归属于母公司所有者权益合计	114.07	134.43	206.64	223.48	244.63
营业利润	24.39	26.90	29.50	32.76	32.36
净利润	18.52	20.56	22.18	25.29	24.27

数据来源：建信信托 2017-2021 年年度报告

4.3.3 资金保管机构：兴业银行股份有限公司

兴业银行股份有限公司于 1988 年诞生在福建省福州市，是首批经国务院、中国人民银行批准成立的股份制商业银行之一，已在上海证券交易所挂牌上市 15 余年。开业三十多年，兴业银行始终将自身发展融入时代洪流，并秉承“以客户为中心”的服务理念，为客户提供全面而卓越的银行服务。截至 2021 年末，兴业银行共有包括资金运营中心、信用卡中心以及私人银行部等在内的 2,024 家分支机构。

2005 年 2 月，兴业银行资产托管部成立，全面负责兴业银行资产托管业务的运作和管理。十七年来，兴业银行资产托管部不断提高自身专业能力和服务水平，陆续获得证券投资基金、信托计划、券商资产、QDII 等产品的托管业务资格。2021 年末，兴业银行资产托管规模超过 14 万亿元，稳居行业第一梯队，在线托管产品 31634 只，位列全行业第二。托管合作机构合计超过 1000 家，对服务于各类的投资管理团队具有较为丰富的经验。

4.3.4 法律顾问：上海市融孚律师事务所

上海融孚律师事务所于 2010 年经多家律所合并后正式更名成立。经过芳华十余载，融孚律所的从业人员上升至 240 多名，业务收入超过亿元。执业范围涵盖金融资本市场、资产证券化与金融衍生工具、私募股权投资、兼并与收购等，范围辐射全国。上海融孚律师事务所在结构融资--资产证券化领域取得了领先的成绩。融孚提供法律服务的信贷资产证券化基础资产类型涵盖了

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/706220051001010033>