

欢迎按以下格式引用:高敏,吴徽希.资产证券化发展及其效用文献综述[J].长江大学学报(社会科学版),2021,44(3):81-87.

资产证券化发展及其效用文献综述

高敏¹ 吴徽希²

(1. 珠海华发实业股份有限公司, 广东 珠海 519030; 2. 珠海三盈股权投资基金管理有限公司, 广东 珠海 519000)

摘 要:资产证券化作为金融创新的代表对宏观资本市场改革具有重要意义。梳理了国内外资产证券化相关文献,主要围绕产生动因、国内外实践、效用三个方面。对我国而言,资产证券化有助于缓解银行资产流动性,扩大信贷供给从而增强营运能力以及增加融资方式,并且进一步促进中国债券市场的发展,因此在国内有较大的发展空间。对于资产证券化的后续研究,建议从企业资产证券、创新类业务模式以及理论研究展开。

关键词:资产证券化;动因;国内外实践;效用

分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2021)03-0081-07

资产证券化起源于美国 20 世纪 70 年代,自诞生以来,经过迅猛的发展,成为美国金融市场一种主流融资技术,这种信用制度也深刻改变了全球的金融结构^[1]。在次贷危机之前,美国住房市场次级抵押贷款的总量占整个住房抵押贷款的 12%^[2],而次贷危机的主要原因就是次级抵押贷款违约,深层原因在于过度发展的资产证券化。因此,普遍认为资产证券化与美国次贷危机息息相关^[3,4]。在次贷危机前,研究资产证券化的文献主要关注于其积极功能,例如减少信息不对称^[5]和提高流动性^[6]。危机后,证券化所带来的负向作用开始为学者们所重视,资产证券化通过降低金融机构的审核标准^[7]来提升流动性而非风险转移^[8],因此带来了一系列的监管问题^[9]并且降低了政策的效率^[10]。

我国从 20 世纪 90 年代开始探索资产证券化之路。2005 年之前,由于国内资产证券化相关法规不健全,企业选择在离岸市场成立特殊目的载体(SPV),通过发行海外产品来实现资产证券化的探索。例如 1996 年的珠海公路资产证券化项目和 1997 年的中国远洋项目,都是发行的美元资产证券化产品^[11]。2005 年之后,颁布了《信贷资产证券化试点工作管理办法》,国开行和建行作为试点单位,

分别以信贷资产和个人抵押贷款为基础资产,启动资产证券化工作^[12]。2008 年在美国次贷危机的影响下,资产证券化被暂停,直到 2012 年央行宣布资产证券化重启。

一、资产证券化的定义

资产证券化初期的定义指的是一个广泛的过程或者金融工具,能够在金融市场匹配或者部分匹配资金拥有者和资金借款者^[13]。而 Gardener 将其分为一级证券化和二级证券化,其中融资主体直接在资本市场发行债券、票据或者股票为一级证券化;具有良好现金流但流动性较差的资产在金融市场通过证券化融资的过程为二级证券化。在理论上资产证券化的广义定义包括了除间接融资外的直接融资,但金融界主流定义指的是其狭义定义^[14]。

资产证券化的狭义定义更丰富、更形象。Pavel(1989)认为资产证券化指的是将包装成证券产品的贷款组合在资本市场上出售^[15]。Kendall(1996)指出资产证券化的内涵是将个人贷款和一些债务进行重组打包形成一种证券,然后出售给投资者,同时提升这些证券的信用评级^[16]。Frank. J. Fabozzi 提出资产证券化是一种行为,将类似的贷款、分期合同、

收稿日期:2021-01-21

第一作者简介:高敏(1990-),女,陕西西安人,博士,主要从事房地产金融、产业链管理研究。

通信作者:吴徽希(1990-),男,湖北荆州人,主要从事资产证券化研究,E-mail:287737036@qq.com。

租约、应收账款等等打包成含息证券,使其具有投资价值。美国证券交易委员会2005年公布了《资产支持证券规则》对资产证券化做出定义:资产证券化指的是一种过程,将未来能产生现金流但缺乏流动性的资产,通过结构性安排转化成含息证券产品。在该过程中,资产的拥有者会将这些拥有未来现金流的资产“真实出售”给SPV(特殊目的实体),通过该SPV发行证券,而未来的现金流和其他担保措施则满足了偿付要求。

在我国资产证券化实践之初,大量学者对资产证券化的内涵做了深入探讨。一些学者认为重点在于技术流程操作,将一系列具有相同特征(用途、期限、现金流)的资产打包组合,通过SPV和内外部增信措施发行证券进行融资^[17]。另外一些学者认为资产证券化的内涵在于资产未来能够产生现金流,可以作为证券化的基础资产共同的、显著的特点在于未来能够产生现金流并以此满足证券化后的资金偿付需求,因此资产证券化指的是一种制度安排,在一定的资信基础上增信或者担保其所对应的未来现金流,最后通过资本市场进行融资^[18]。

虽然学者们对于资产证券化的定义并未完全一致,但是从他们的定义中能得到三个核心:现金流、风险隔离、信用增级。即资产证券化是将具有未来现金流的资产打包“真实出售”给SPV,然后通过外部担保和内部增信后,在金融市场转让给投资者。

二、资产证券化的产生与动因

(一) 储贷协会危机

在20世纪60年代,由于战后婴儿潮的原因,市场对于住房贷款的需求日益增加,储贷协会的资金来源日益紧张。在整个通货膨胀的背景下,银行的利率无法及时调整,直接导致市场上的资金转移到共同基金等新兴的投资工具,从而引发金融脱媒的现象^[19]。为解决危机,银行将住房抵押贷款出售给房地美和房利美从而缓解自身流动性不足的问题,作为美国联邦政府的支持机构,两房则将这些贷款打包重组后,在资本市场证券化进行融资^[20]。

(二) 监管套利

商业银行通过资产证券化可以开展监管套利,改善银行的负债结构以及提升资本充足率,有效地增强了银行资产的流动性与安全性^[21]。1988年,巴塞尔协议确定了银行基于风险权重资产的最低资本充足率必须达到8%,而在风险权重计算方面,信用评级高的资产权重较低,企业贷款等信用评级较低

的贷款权重较高,直接导致两种不同评级的资产的悬崖效应^[22]。由于资产证券化经过多重内外部增信措施,往往可以获得较高的评级,因此对于银行而言,可以通过资产证券化将信用评级低的信贷资产转移至表外,然后购入信用评级高、风险权重低的资产证券化产品从而降低其风险加权资产,在维持更高杠杆率的同时满足最低资本充足率的要求^[20]。Benmelech&Dlugosz(2009)对信贷资产证券化做了实证分析,在样本分析中85%的基础资产平均信用评级为B,8%为BB,但71%的证券化后产品信用评级为AAA。他们将资产证券化的结构性评级称为炼金术^[23]。

(三) 安全资产

资产证券化可以在资本市场实现风险重置效应从而实现对投资者充足的安全资产供应。Gennaioli(2011)指出投资者只对安全资产感兴趣,都是风险厌恶型^[24]。因此金融中介可以将风险资产证券化,再加以内外部增信措施,满足投资者对于无风险资产的需求。20世纪70年代美国资本市场兴起共同基金来规避利率管制,1990年到金融危机前,管理规模达到3.8万亿美元^[25]。共同基金受到《投资公司法》的约束,青睐于国债、银行承兑汇票、回购协议等低风险或者无风险资产。但是57%的国债、21%的政府机构债被外国投资者持有^[26],无法满足国内投资者对于安全资产的需求,因此资产证券化成为重要的替代品。资产支持证券由于基础资产池的存在,受到非系统性风险的影响较小,价格比较平稳^[20];而且该证券本身可以和发起人实现破产隔离,避免受到企业重整和破产风险的影响。

(四) 更多中间业务,解决信息不对称

资产证券化可以解决融资者和投资者之间信息不对称的问题,从而拓宽融资渠道、降低融资成本、缓解流动性、以及拓宽收入来源。Akerloff(1970)指出,当市场上的交易双方存在信息不对称时会出现柠檬困境,可能会出现逆向选择从而导致交易市场的萎缩^[27]。而资产证券化解决了信息不对称的问题——柠檬困境^[28]。首先,资产证券化对基础资产进行打包与拆分,这样消除了不同资产之间的异质性风险从而降低信息敏感度以及获取成本。资产拥有者的私人信息的敏感度决定了证券的流动性^[29],对基础资产进行分层,降低了信息拥有方拥有的信息的价值^[5],而且使得基础资产风险的相关性较低实现了风险分散效应^[6]。其次,资产证券化过程中评级机构会对证券进行评级,这些机构一般

规模较大、实力比较专业,能够得出详尽的调研报告,这样也减轻了投资者的信息收集难度^[28]。最后,资产证券化由于真实出售,将证券与原公司的整体风险隔离开,使得投资者的风险和信息收集成本变小^[30]。总而言之,资产证券化就是将信息敏感、流动性较差的基础资产转化为信息不敏感、流动性较好的金融资产,而通过这种方式发行的证券融资成本一般低于直接发行债券和股票的成本^[31]。随着经营环境的变化,银行的运营重点逐渐向中间业务倾斜,因为不像以前那样通过存款贷款就可以获得可观的利润^[20]。通过资产证券化,金融机构资产的流动性得到缓解以后,其资金的周转效率得以提升,并且随着业务规模的增加还可以增加其他的中间收益^[32]。通过对西班牙和意大利商业银行数据进行实证分析,发现商业银行开展资产证券化的主要动因就是缓解资产流动性^[33],拓展融资渠道^[34],提高经营业绩^[35]。

三、资产证券化的国内外实践

(一)美国资产证券化实践情况

美国是全世界资产证券化发展最早、市场规模最大的国家,品种主要包括住房抵押贷款支持证券(MBS)、资产支持证券(ABS)、担保债务凭证(CDO)和资产支持商业票据(ABCP)。20 世纪 60 年代最新出现以住房抵押贷款为基础资产的资产证券化 MBS,由于储贷危机及获得美国三家政府机构的担保,信用等级获得提升等同于美国国债,因此迅速得到发展。后面以信用卡贷款、学生贷款、贸易应收款等其他资产作为基础资产的证券化产品陆续出现。到了 20 世纪 90 年代,二次证券化产品 CDS (credit default swap,信用违约互换)、CDO 相继出现^[19]。

MBS:住房抵押贷款支持证券基础资产包括居民抵押贷款和商业住房抵押贷款,偿付来源是住房抵押贷款做产生的利息收入。联邦国民抵押贷款协会、政府国民抵押贷款协会以及联邦房贷贷款公司的成立使得其进入了快速发展,次贷危机前,美国房贷抵押贷款支持证券市场规模达到国债的 1.6 倍,达到 9.2 万亿美元,危机后出现了明显萎缩,余额为 8.5 万亿美元^[20]。

ABS:20 世纪 80 年代后,资产证券化市场开始逐步走向完善,各个领域的资产支持证券开始涌现出来。1985 年世界首支 ABS 由美国佩里斯金融租赁公司发起并发行成功^[36]。基础资产池慢慢拓展

到汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、设备租赁款、贸易应收款和税收留置权等。而整个 ABS 市场的规模也从最开始的 12 亿美元增加到金融危机后的 1.2 万亿美元^[20]。

CDO:担保债务凭证是以证券化产品,例如 MBS 和 ABS 作为基础资产进行再证券化,与 MBS 和 ABS 不同的是,它是以管理资产负债表进行套利需求^[14]。CDO 出现于 20 世纪 90 年代,最开始只有 29 亿美元,到了次贷危机前,规模膨胀到 1.4 万亿美元。然而重复的证券化拉长了整个证券化的链条,导致了进一步的信息不对称,并且基础资产往往是低质量的,加剧了违约风险^[20]。

ABCP:是指具有证券化特点的商业票据,通过将基础资产出售给 SPV,然后再在资本市场发行商业票据。与传统 SPV 不一样的是,ABCP 基础资产可以分为单一卖方和多卖方,前者指的是基础资产来自同一个发起人,为同一类型的资产,例如汽车贷款、学生贷款等;后者指的是,基础资产来自多个发起人,且为多个类型的资产,发起人一般为大型银行。ABCP 市场规模从 2004 年的 6000 多亿美元增加到 2007 年的 1.2 万亿美元,然而次贷危机后,截至 2013 年萎缩到 2500 亿美元^[20]。

(二)欧洲资产证券化实践情况

欧洲的资产证券化开始于英国,1987 年第一笔居民住房抵押贷款的产生成为了资产证券化的开端。与美国所不同的是市场品种除了常见的 MBS、ABS、CDO,还有两种特殊的证券化产品:整体业务证券化(WBS)和中小企业贷款证券化(SMESEC)。SME SEC 是基础资产为中小企业贷款,以未来产生的现金流作为偿付来源的资产证券化;WBS 是以企业在未来某项业务产生的现金流作为偿付来源的资产证券化^[37]。整体业务证券化与一般的证券化不一样,没有进行破产隔离,偿付来源仅依靠项目未来产生的现金流,因此可以理解成为一种公司债券,但期限比较长,能达到 20~30 年。中小企业由于规模、信用的限制往往需要多次、高频率的借贷,而中小企业贷款证券化恰好满足了这一需求^[38]。

(三)日本资产证券化实践情况

亚洲的资产证券化市场发展程度相较于欧美整体比较落后,目前发展最完善、规模最大的是日本。亚洲金融危机之前日本开始出现资产证券化的萌芽,然而由于主管机构限制严厉再加上市场其他配套措施也不完善,因此发展极为缓慢。金融危机之后,市场迅速发展,规模不断扩大,产品创新不断出

现,并在20世纪快速发展。原因是一方面市场上资金紧缺,对资产证券化的需求增加;另一方面政府推出《特殊目的公司法》与《资产流动化法》,为资产证券化在日本的进一步发展建立了充分的法律保障。日本的资产证券化产品包括MBS、ABS、CDO,但是与美国资产证券化发展的顺序不一样,最开始是ABS,然后是CDO,最后是MBS。虽然MBS最晚才开始发展,但发展速度很快,已经是整个市场上最重要的分支^[14]。目前,日本资产证券化主要基础资产包括住房抵押贷款、汽车贷款、消费贷款等9种,在数量上不及美国资产证券化市场的种类丰富,但富有自己的特色,REITs产品规模已经做到整个证券化市场的70%^[36]。

(四)我国资产证券化发展现状

我国的资产证券化市场起步比较晚,而且发展受政策的影响比较明显,市场自发性比较弱。我国资产证券化进程分为5个阶段^[39]:1992~2004是探索阶段,由于我国资产证券化相关法律法规和其他资本市场配套并不完善,国内企业主要通过在国外资本市场设立离岸SPV来开展资产证券化工作;2005~2008是试点阶段,银监会和央行联合出台政策《信贷资产证券化试点工作管理办法》,对资产证券化的要求做出了规范;2008~2011是暂停阶段,受美国次贷危机的影响,我国资产证券化市场陷入停滞;2012~2013是恢复阶段,2012年央行、银监会、财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,宣布重启国内资产证券化业务,并且逐渐增加尝试的额度;2014至今,快速发展阶段,中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外管局相继发布《关于规范金融机构同业业务的通知》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《个人住房抵押贷款及个人汽车贷款资产支持证券化指引(试行)》《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》,资产证券化的发展进入快车道。

我国资产证券化种类主要包括信贷资产证券化、企业资产证券化以及资产支持票据。信贷资产证券化一般由商业银行、资管公司或者其他类金融公司发起,以信贷资产作为基础资产,最后由央行和银监会负责监管和审核。企业资产证券化一般由非金融企业作为发起人,以企业能产生稳定现金流的资产作为基础资产,以证券公司作为管理人设立SPV,由证监会进行监管和审核。资产支持票据指

的是非金融企业在银行间市场以未来能产生现金流的资产作为基础资产进行证券化融资,由银行间市场交易商协会负责监管和审核。总的来说这三种模式的区别在于基础资产、风险隔离程度以及监管机构,在作用上信贷资产证券化主要是提高金融机构资产流动性,其他两种给非金融企业创造新的融资途径^[40]。

在2019年,我国总共发行规模为23439.41亿元,同比增长17%。其中信贷资产证券化发行规模为9634.59亿元,同比增长3%,占当年发行总规模的41%;企业资产支持计划发行规模为10917.46亿元,同比增长15%,占当年发行总规模的47%;资产支持票据(ABN)发行规模为2887.36亿元,同比增长129%,占当年发行总规模的12%。截至2019年末,资产证券化存量市场规模为41961.19亿元,同比增长36%,其中信贷资产证券化存量规模为20127.63亿元,同比增长32%,占整个存量市场的48%;企业资产支持计划存量规模为17801.48亿元,同比增长28%,占整个存量市场的42%;资产支持票据存量规模为4032.08亿元,同比增长118%,占整个存量市场的10%^[41]。

四、资产证券化的效用

(一)资产证券化的宏观效用

资产证券化的宏观效用主要体现在对金融市场效率和货币政策的影响以及加深信息不对称和增加金融机构风险。

1. 金融效率

资产证券化的发展加速了资金的金融脱媒效应,模糊了银行和资本市场之间的界限,使得间接融资向直接融资的转变,优化资本市场结构,促进金融系统的效率^[42]。作为直接融资工具,资产证券化减少了间接融资过程中的繁琐步骤提高了资金的使用率。另外扩大融资途径和通过信用增级降低融资成本,也为提升金融效率做出贡献^[43]。在融资途径方面,资产证券化实现了银行住房贷款的流动性增加资金来源从而减少自身资本消耗,进而促进深层次的金融效率与潜能^[13]。在降低成本方面,James(1988)通过对通用汽车贷款证券化实证分析发现,与传统融资相比,资产证券化降低了融资成本,提升了金融市场效率^[44]。

2. 货币政策

美国货币政策对于产出和物价的传导效应在20世纪80年代后出现明显的下降,而资产证券化

恰恰是在那个时间段迅猛发展^[45]。银行体系是货币政策发挥作用的重要载体,资产证券化对于银行具有重要作用,从而最终对货币政策的机制和效果产生影响。资产证券化对政策机制和效果的影响体现在三个方面:信贷、利率和资产价格^[46]。

根据对欧洲银行业的样本分析,对于证券化程度比较高的银行,货币政策对其信贷供给的影响较小。一方面资产证券化使得金融机构增加了融资渠道,减轻其资金成本对于获得资金的制约。另一方面,通过对欧洲 3000 家商业银行进行样本分析,资产证券化增加了金融机构资产的流动性,从而减少了资金的需求,因此降低了货币政策对信贷供给的效用^[47]。还有一些学者有不同的意见,Scopelliti (2013)指出资产证券化为金融机构开拓了新的融资来源,从而可以增加信贷供给,但同时资产证券化也加大了金融机构的信用衍生品相关风险,这会减少贷款供给^[48]。通过对 1998~2008 美国银行业样本分析,表外信用敞口对长期信贷供给有消极影响,对短期信贷供给有积极影响。

在利率和资产价格方面,Kolari 和 Fraser (1998)指出资产证券对抵押贷款里产生负相关,即资产证券化程度增加会降低利率^[49]。但是这种相关性可能存在双向的因果关系^[50],并且达到证券化资格的抵押贷款利率和市场利率相关性更强。而在利率下降时,对金融资产价格两个维度——投资和消费均产生影响。一方面,市场资金变多、股票交易频繁,企业估值得到提升进而扩大生产规模;另一方面,资产价格波动后影响个体的财富,可以促进投资和消费^[46]。

3. 信息不对称

重复证券化普遍存在于美国证券化市场,因为证券化的节点被增加,流程被拉长,增加信息披露的真实性难以保证^[51]。资产证券化一般有 3 个用途,一是出售给投资者;二是再次证券化;三是发起人预留一部分作为担保品^[9]。一般来说高质量的基础资产融资过程三步就能完成,低质量的资产往往需要更多个步骤。CDO 就是重复证券化产品,用更多的步骤对低质量基础资产进行打磨而使其满足投资者的高等级需求^[52]。重复证券化导致的信息不对称削弱了金融市场的稳定性,一方面,当违约出现时,投资者对于基础资产的不了解会造成市场恐慌性抛售;另一方面,信息不对称促使投资者对于评级机构的过度依赖,但资产证券化种类的繁多、历史数据不全、评价模型不可靠、独立性等会使得评级机构的结

果并不准确,从而进一步加剧收益、风险的不匹配^[20]。

4. 银行道德风险

资产证券化可能会导致金融机构的道德风险,也就是商业银行贷款的审核、执行标准被拉低。Nadauld and Sherlund(2013)分析了证券化和次级抵押贷款扩张之间的关系,发现证券化程度的加深会导致低质量信贷产品的增加,因为贷款审核员的激励程度被弱化^[53]。Mian and Sufi(2009)在实证分析中发现,美国不同地区证券化程度和次级抵押贷款违约率呈正相关性,因此得出银行的信贷标准被降低^[54]。在传统的融资方式中,银行会持有信贷产品至期满,为了控制持有产品的风险,金融机构会鼓励审核员去审核贷款的质量并严格执行。而在资产证券化模式中,银行的经营模式为“发起并分销”,不断地将信贷资产证券化转移至表外,理论上可以转移所有风险。过度的风险转移降低了金融机构审核信贷产品的程度,使得重心从贷款质量向贷款数量转移,导致信贷资产质量不断下降^[20]。

5. 银行隐性担保风险

洪艳蓉(2005)认为在资产证券化过程中存在的隐性担保问题,使风险未能有效转移^[55]。而在定量分析中发现,发行人的信用等级与资产支持证券的利差有正向联系,隐性担保是融资方和资金之间多次博弈的结果^[56]。在违约发生时,如果存在隐性担保,发行人为品牌和未来融资便利性会选择兑现承诺进行偿付,破坏了风险隔离制度^[20]。

(二)资产证券化的微观效用

资产证券化的微观效用主要体现在微观主体经营能力、微观主体风险管理能力。

1. 经营能力

Jiangli 等(2007)通过对 2001~2007 年美国商业银行样本进行分析,发现住房抵押贷款证券化可以有效提升银行的经营业绩^[57]。首先,商业银行在资产证券化的过程中,既是信贷资产供应者又是发起人,还可以作为专项计划的管理人,这样的多重身份在增加资产流动性的同时又获得管理费收入,有效提升了商业银行的经营业绩^[58]。其次,资产证券化使得金融机构业务运作模式更加透明、规范,对于商业银行提升利润也产生积极作用。最后,资产证券化帮助金融机构拓宽融资渠道,可以使金融机构开拓更多业务,将更多的资金放在更高效收益的项目上,有效增加未来收益^[44]。还有其他学者持有不同意见,Sarkisyan et al. (2009)通过对 2001~2008

年美国商业银行样本分析,发现尽管理论上资产证券化有助于增加金融机构收益以及降低成本,但是在实证中,商业银行利润更高、成本更高,资产证券化并不比其他的融资技术更优秀^[59]。

2. 风险管理能力

信贷资产证券化改变了银行传统的业务模式,其市场化的融资模式避免风险集中在银行内部,成功分散金融机构的风险。Casu 等(2010)对美国2001~2007年商业银行进行样本分析,发现资产证券化程度越深,其住房抵押贷款和房屋净值贷款资产组合的总体风险越低^[60]。其他一些学者持有不同的意见,资产证券化会使得商业银行的系统风险增加^[61]。一方面,资产证券化模式降低了金融机构的资本充足率,导致金融机构风险增加^[62];另一方面,资产证券化也会导致银行风险加权资产占比发生变化,结果显示房屋抵押贷款资产证券化增加影响金融机构的稳定性,非房屋抵押贷款资产证券化损害金融机构的稳定性^[63]。

五、过往研究评论与建议

笔者梳理了国内外资产证券化相关文献,主要包括产生动因、国内外实践、效用三个方面。对我国而言,资产证券化有助于缓解银行资产流动性,扩大信贷供给,从而增强营运能力以及增加融资方式,并且进一步促进中国债券市场的发展,因此在国内有较大发展空间。但是美国次贷危机的出现让我们必须重视在资产证券化发展中需要注意的问题:第一,避免盲目学习西方资产证券化制度,根据中国国情设计出适合中国金融发展的产品;第二,严管重复证券化,会加剧信息不对称,增加金融市场的风险,偏离证券化的初衷;第三,完善法律框架,例如信息披露、会计税收等制度建设,使得更多的机构能够参与到资产证券市场的发展中来;最后,建立科学的监管体系,减少过多的行政干预,使得金融市场健康发展。

至今为止,国内资产证券化的文献仍有一些局限,对于后续研究者建议如下:第一,目前关于资产证券化的微观研究主要集中在银行业,也就是信贷资产证券化,对于企业资产证券化微观研究较少,后续可以围绕企业做更多的案例以及量化研究;第二,国内资产证券化种类单一,相关研究种类也很匮乏,可以围绕资产证券化丰富的种类,探讨中国资产证券化创新业务;第三,增强资产证券化理论研究,我国资产证券化市场还在发展过程中,只有扎实的理

论基础才能为监管政策提供支持。

参考文献:

- [1]李传全.资产证券化的信用工程特征分析[J].经济与管理研究,2001.
- [2]王国刚.资产证券化中的老问题和新问题[N].经济参考报,2013-10-17(2).
- [3]Brunnermeier, M. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08[R]. NBER Working Paper, 2008.
- [4]Gorton, G. The Panic of 2007[R]. NBER Working Paper, 2008.
- [5]Gorton, G. and G. Pennacchi. Financial Intermediaries and Liquidity Creation[J]. Journal of Finance, 1990(45).
- [6]DeMarzo, P. The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation[J]. Review of Financial Studies, 2005(18).
- [7]Keys, B. J., Mukherjee, T. et al. Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans[J]. Quarterly Journal of Economics, 2010(125).
- [8]倪志凌.动机扭曲和资产证券化的微观审慎监管——基于美国数据的实证研究[J].国际金融研究, 2011(8).
- [9]Gorton, G. and A. Metrick. Securitization[R]. NBER Working Paper, 2012.
- [10]Goswami, M., Jobst, A., et al. An Investigation of Some Macroeconomic Linkages of Securitization[R]. IMF Working Paper, 2009.
- [11]刘元根.中国资产证券化现状及发展探讨[J].经济研究导刊, 2013(5).
- [12]付敏.我国资产证券化问题讨论综述[J].经济理论与经济管理, 2006(4).
- [13]张超英,翟祥辉.资产证券化:原理、实务、实例[M].北京:经济科学出版社, 1998.
- [14]曹彬.中国资产证券化模式、定价及监管问题研究[D].中央财经大学, 2017.
- [15]Pavel, C. Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/asset-Backed Securities Markets[J]. Probes Professional Pub, 1989.
- [16]Kendall, L., Fishman, M. A Primer on Securitization[M]. Massachusetts: The MIT Press, 1996.
- [17]李扬,王国刚,何德.中国金融理论前沿[M].北京:社会科学文献出版社, 2001.
- [18]陈文达,李阿乙,廖咸兴.资产证券化理论与实务[M].北京:中国人民大学出版社, 2004.
- [19]袁灏,杨绍闻.资产证券化:一个文献综述[J].金融理论与实践, 2018(2).
- [20]邹晓梅,张明,高蓓.美国资产证券化的实践:起因、类型、问题与启示[J].国际金融研究, 2014(12).
- [21]张启文,康青山.资产证券化对商业银行的影响[J].商业研究, 2001(4).
- [22]Basel Committee on Banking Supervision. Revisions to the Basel Securitization Framework[R]. BIS Working Paper, 2012.
- [23]Benmelech, E. and J. Dlugosz. The Alchemy of CDO Credit Ratings[R]. NBER Working Paper, 2009.

- [24]Gennaioli, N., A. Shleifer et al. A Model of Shadow Banking [R]. NBER Working Paper, 2011.
- [25]周莉萍. 影子银行体系:自由银行业的回归[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2013.
- [26]Gorton, G., Metrick, A. Securitized Banking and the Run on Repo[J]. Journal of Financial Economics, 2012(104).
- [27]Akerloff, G. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1970(84).
- [28]Hill, C. Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons[J]. HeinOnline, 1996.
- [29]DeMarzo, P. and D. Duffie. A Liquidity-based Model of Security Design[J]. Econometrica, 1999(67).
- [30]Schwarcz, S. Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown[J]. American Law & Economics Association Annual Meeting, 2008.
- [31]Schwarcz, S. The Alchemy of Asset Securitization[J]. Stan. J. L. Bus. & Fin., 1994.
- [32]吴清云. 银行资产证券化及其效益[J]. 现代金融, 1994(7).
- [33]Oliver, Martin and J. Saurina. Why Do Banks Securitise Assets [EB/OL]. <http://www.finance-innovation.org/risk08/files/3433996.pdf>, 2007.
- [34]Mazucca, Maria and Agostino, Mariarosaria. Why Do Banks Securitise? Evidence from Italy[J]. Bancaria, 2009.
- [35]Cardone-Riportella, Clara and Samaniego-Medina, et al. What Drives Bank Securitisation? The Spanish Experience[J]. Journal of Banking and Finance, 2010(34).
- [36]陈忠庆. 我国国有企业资产证券化研究[D]. 中国社会科学院, 2017.
- [37]邹晓梅, 张明, 高蓓. 欧洲的资产证券化:发展历程、特色产品及其对中国的启示[J]. 上海金融, 2015(1).
- [38]高蓓, 张明, 邹晓梅. 美、欧、日资产证券化比较[J]. 国际经济评论, 2016(4).
- [39]郭树华, 李晓玺, 霍祖梅. 我国资产证券化历史回顾、现状分析、问题研究[J]. 生产力研究, 2016(11).
- [40]张明, 邹晓梅, 高蓓. 中国的资产证券化实践:发展现状与前景展望[J]. 上海金融, 2013(11).
- [41]李波. 2019 年资产证券化发展报告[J]. 债券, 2020(1).
- [42]Hirshleifer, D. Investor. Psychology and Asset Pricing[J]. Journal of Finance, 2001(56).
- [43]Fabozzi, Frank, Khotari, Vinod. Securitization: The Tool of Financial Transformation[R]. Yale ICF Working Paper, 2007(7).
- [44]Rosenthal, J., Ocampo, J. Securitization of Credit[J]. John Wiley and Sons, 1988(7).
- [45]Giannoni, M. and Woodford, M. Part 2: Recent Developments in Monetary Economics How Forward-Looking Is Optimal Monetary Policy? [J]. Journal of Money Credit & Banking, 2003(35).
- [46]陈凌白. 中国信贷资产证券化效应研究[D]. 辽宁大学, 2014.
- [47]Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques-Ibanez. Securitization and the Bank Lending Channel [R]. European Central Bank Working Paper Series, 2007.
- [48]Scopelliti, A. Off-Balance Sheet Credit Exposure and Asset Securitization: What Impact on Bank Credit Supply? [R]. MPRA Working Paper, 2013.
- [49]Kolari, J., Fraser, D. et al. The effects of securitization on mortgage market yields: A cointegration analysis[J]. Real Estate Economics, 1998(4).
- [50]Heuson, Andrea, Wayne Passmore et al. The accumulation of residential capital [R]. Regional Science and Urban Economics, 1998.
- [51]Rajan, U., A. Seru. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults [R]. University of Chicago, Unpublished Working Paper, 2011.
- [52]Pozsar, Z., Adrian, T., et al. Boesky, H. Shadow Banking [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 2010.
- [53]Nadault, T. and S. Sherlund. The Impact of Securitization on the Expansion of Subprime Credit [J]. Journal of Financial Economics, 2013.
- [54]Mian, A. and A. Sufi. The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence From the 2007 Mortgage Default Crisis [J]. Quarterly Journal of Economics, 2009(1).
- [55]洪艳蓉. 资产证券化监管: 巴塞尔委员会的经验与启示 [J]. 证券市场导报, 2005(1).
- [56]Gorton, G., Souleles, N. S. Special Purpose Vehicles and Securitization [R]. NBER Working Paper, 2005.
- [57]Jiangli, W., M. Pritsker et al. Banking and Securitization [R]. Unpublished Working Paper, 2007.
- [58]杨晓坤, 孙健. 多角度透析银行信贷资产证券化 [J]. 社科纵横 (新理论版), 2006(1).
- [59]Sarkisyan, A., B. Casu, A. Clare. Securitization and Bank Performance [D]. Cass Business School, City University London, 2009.
- [60]Casu, B., A. Clare, et al. Does Securitization Reduce Credit Risk Taking? Empirical Evidence from US Bank Holding Companies [R]. Centre for Banking Research Cass Business School City University London, Working Paper Series, 2010.
- [61]Hansel, D. and J. Krahnen. Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market [R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [62]Dionne, G. and T. Harchaoui. Banks' Capital, Securitization and Credit Risk: an Empirical Evidence for Canada [R]. HEC Working Paper, 2003.
- [63]Salah, N. and H. Fedhila. Effects of Securitization on Credit Risk and Banking Stability: Empirical Evidence from American Commercial Banks [J]. International Journal of Economics and Finance, 2012.