

基础资产质量、真实出售条款与信贷 ABS 直接金融发展

王剑锋, 徐万肖

摘要: 监管部门针对信贷 ABS 基础资产质量的监管理念和相应措施, 虽然提高了基础资产质量, 但也导致信贷 ABS 偏离“缓解银行流动性压力、减少资本占用”的本源。本文以真实出售条款为切入点, 在对表内信贷 ABS 和真实出售型信贷 ABS 进行比较分析的基础上, 探究了基础资产质量对信贷 ABS 直接金融发展的影响机制。利用我国 2012—2020 年的信贷 ABS 数据进行检验, 实证得到如下结论: 在既定的资产总额下, 基础资产质量越低, 信贷 ABS 发行规模越大。与大型银行相比, 中小银行对基础资产质量更加敏感。机制检验显示: 第一, 基础资产质量越低, 原始权益人采用真实出售条款的概率越高。第二, 信贷资产真实出售的概率越高, 金融机构的贷款投放能力越强, 从而能够为发行信贷 ABS 提供更多的基础资产来源。进一步分析表明, 当原始权益人与计划管理人相互独立、计划管理人管理能力较强时, 降低基础资产质量标准对促进信贷 ABS 直接金融发展的作用更大。此外, 本文还发现适度扩大合格基础资产质量的浮动范围并不会显著增加信贷 ABS 违约风险。本研究能够为信贷 ABS 准入政策改革及中国特色直接金融渠道建设提供启示。

关键词: 信贷 ABS; 真实出售; 基础资产质量; 直接金融; 合约理论

中图分类号: F832.4 文献标识码: A 文章编号: 1671-0169(2023)01-0132-15

DOI:10.16493/j.cnki.42-1627/c.20221227.002

一、引言

我国金融体系中间接融资比重过高, 信贷资产证券化 (Credit Asset-Backed Securitization, 以下简称“信贷 ABS”) 是提高直接融资比重的重要工具之一。在本文的语境下, “信贷 ABS 直接金融发展”指的是, 通过适度扩大合格基础资产质量的浮动范围来增加真实出售的概率, 在腾出表内空间以增强贷款投放能力的同时, 提高信贷 ABS 在贷款资金来源中的占比, 增强直接金融服务实体经济的能力。为了严控风险, 中国人民银行提出“优先发展优质资产证券化”^①, 并在这一监管理念的指导下, 制定了偏向于大银行而对中小银行不够友好的信贷 ABS 发行资质名单制度。实践中, 我国 90% 以上的信贷 ABS 评级达到 AAA^②, 呈现出高抗风险性, 保持着“零违约”的记录。但优质资产真实出售的动力不足, 仅占 30%^③。大量的表内信贷 ABS 占用着资本, 限制了金融机

作者简介: 王剑锋, 对外经济贸易大学金融学院教授、博士生导师, wjfruc@126.com (北京 100029); 徐万肖, 对外经济贸易大学金融学院博士研究生

① 人民银行就进一步扩大信贷资产证券化试点答问 (2013 年 8 月 28 日)。

② 数据来源: 整理 Wind 数据库中信贷 ABS 的评级数据 (截止到 2020 年末) 计算而得。

③ 数据来源: 整理 Wind 数据库中信贷 ABS 基础资产是否出表的数据计算而得。

构的贷款投放规模,进而减少了发行信贷ABS的基础资产来源。受上述因素影响,2018—2021年我国信贷ABS发行增速分别是56%、3.4%、-16.5%和7.3%^①,整体上呈下滑趋势,信贷ABS市场对直接金融渠道的推动作用减弱。从较为成熟的资本市场来看,美国信贷ABS在直接金融中的占比始终高于20%,而我国信贷ABS的比重刚刚达到4%,这意味着我国信贷ABS市场还具有较大的发展空间^②。此外,我国债券和股票市场的基础设施还不发达,能够发行普通债或股票的企业仅有五六千家,短期中难以承担起拓宽直接金融渠道的重任。相比之下,商业银行贷款资产的形成过程较为严格,质量总体可控。因而,在当前国情下,厘清基础资产质量与信贷ABS直接金融发展之间的关系,增强信贷ABS作为直接金融渠道服务实体经济的能力,具有重要的现实意义。

从现有文献来看,与本文所做研究相关的文献可以分为以下几个层次:第一,部分研究关注到基础资产质量对信贷ABS真实出售条款选择的影响。其中,不少学者认为出售信贷资产意味着银行需要让渡ABS的收益,同时,服务费、转让折扣等其他利益也要和市场上其他机构分享,银行往往没有足够的动力出售贷款^{[1][2][3]}。张明等^[4]提到商业银行能从优质贷款中获得稳定的利差收入,所以并不愿意将这部分贷款真实出售。如果贷款资产质量较差,那么银行更有动力选择真实出售。还有些研究则进一步从风险转移视角指出,银行倾向于将低风险资产保留在表内,并将高风险资产出售给投资者,从而达到降低表内风险的目的。这意味着以低质量资产发行的信贷ABS采用真实出售的概率更高^{[5][6][7][8]}。第二,还有些文献分析了信贷ABS是否真实出售对金融机构贷款投放能力的影响。相关研究普遍认为信贷资产在表内会挤占信贷额度,资产出表会减少资本占用,腾出贷款规模,增加信贷增速^{[9][10][11][12]}。第三,另一些研究进一步提到了贷款投放与信贷ABS直接金融发展之间的关系。商业银行的贷款增长率越高,流动性压力越大,资金需求越强,因而发起信贷ABS的可能性越高,且发起规模越大^{[13][14]}。前期文献在提供诸多洞见的同时仍存在以下不足:第一,已有研究并没有明确指出基础资产质量标准对信贷ABS直接金融发展的影响,也未认识到大型银行和中小型银行对信贷ABS的需求存在差异,不利于信贷ABS监管领域有效施策。第二,现有文献尚未充分认识到信贷ABS真实出售条款所蕴含的权责分配、激励制度安排及其对信贷ABS直接金融作用的影响机制,也没有进行相应的理论分析和实证检验。第三,前期文献提到银行出售信贷资产动力小的原因在于收益不够高,但并没有明确收益的具体含义,尚未厘清真实出售型信贷ABS所涉及的交易环节和定价机制。

论文的研究设计如下:首先,廓清相关部门对基础资产质量标准的监管原则及其对发行市场结构的影响,并使用合约理论分析真实出售条款的选择逻辑及其直接金融效应,进一步深化和拓展主流价格理论。其次,构建能够体现信贷ABS业务差异性选择的三层次通用分析框架,对不同信贷ABS进行比较分析。在此基础上,探究基础资产质量对信贷ABS直接金融发展的影响,并提出具有现实意义的假说。第三,在实证研究部分,笔者收集2012—2020年的信贷ABS样本数据,对理论分析部分提出的假说进行验证。最后,总结文章结论并提出政策建议。

文章的边际贡献主要表现在以下三个方面:首先,本文尝试廓清微观金融产品与宏观金融发展间的内在关联,具有一定的方法论意义。在三层次分析框架基础上,将真实出售型信贷ABS界定为“售后回租”型固定租金合约,而将表内信贷ABS视为“担保融资合约”,并对它们在宏观金融层面的含义进行了阐释。第二,实证研究发现,在资产总额既定的情况下,基础资产质量越低,信贷ABS发行规模越大。与大型银行相比,中小银行对基础资产质量更加敏感。文章还验证了基础资产质量影响信贷ABS直接金融发展的几个重要环节——“基础资产质量→真实出售概率→金融

① 数据来源:整理 Wind 数据库中信贷ABS的发行规模数据计算而得。

② 数据来源: https://mp.weixin.qq.com/s/pQrzt3iROv_ykSAH4n93jg。

机构贷款投放能力”。“管理激励检验”和“风险溢价检验”则进一步揭示了其中蕴含的微观机制。第三，基础资产质量对信贷 ABS 是否真实出售的作用存在异质性，受到原始权益人与计划管理人之间的独立性以及计划管理人管理能力的影响，这能够为监管部门分类施策提供启示。

二、理论分析和假说

（一）制度背景

2013年8月28日，国务院决定在严格控制风险的基础上，进一步扩大信贷资产证券化试点。中国人民银行在《进一步扩大信贷资产证券化试点答问》中特别指出，“优先发展优质资产证券化”。但从实践来看，在信贷资产的借方实际违约前，监管部门又无法判断信贷资产质量的真实情况，不得不退而求其次，将“资产信任”转变为更具可操作性的“机构信任”，只允许监管部门“信得过”的机构发行信贷 ABS。在这样的背景下，我国监管部门制定了偏向于大银行而对中小银行不够友好的信贷 ABS 发行资质名单制度，导致绝大多数中小银行被排除在白名单之外。监管部门的干预虽然实现了提高基础资产质量的初衷，但忽视了对“真实出售”市场机制造成的扭曲，使得中小银行原本可以“生长”出来的信贷 ABS 直接金融渠道，在实践中因“金融抑制”而被阻断。其原因在于：相比于大银行，中小银行的流动性和资本金更为紧张。同样是信贷资产证券化，与大银行相比，中小银行回收流动性后，通过发放新的贷款，往往能获得相对更高的边际收益。在一定程度上，可以把中小银行由此获得的额外收益视为信贷 ABS 业务的正外部性。故而，中小银行出售信贷资产获得的价格，应该是计划管理人支付价格与上述额外收益的加总。这意味着，在大银行与中小银行都出售质量相同的信贷资产且面临同一投资者群体（或计划管理人）的情况下，中小银行由于能从后续业务中获得“补贴”，会更愿意以较低的价格实现信贷资产的真实出售。中小银行愿意“低价”出售，大银行不愿意“低价”出售，都是市场自发的选择，也均可以实现各自的“适配”。然而，监管部门将绝大多数中小银行排除在白名单之外，这在客观上阻碍了市场作用的发挥，使得在市场机制下原本可以“真实买入”信贷资产的投资者无法买入，限制了信贷 ABS 直接金融作用的发挥。

（二）信贷 ABS 直接金融的含义

我国信贷 ABS 的特殊目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV）是信托。《信托法》规定信托资产具有独立性，区别于委托人其他资产。这意味着，未来如果信贷 ABS 发生违约，银行不需要用其他资产来弥补投资者的损失。在这种情况下，信贷 ABS 作为“资产型”债券和主体债券具有很大不同。尽管银行作为原始权益人发行了信贷 ABS 债券，但银行只是一个名义上的负责人，最终负责人是信贷基础资产所对应的底层借款人。对银行来说，使用存款等资金来源发放的贷款通过信贷 ABS 已经实现了资金回收。故而，银行以贷款作为基础资产发行的信贷 ABS 属于直接金融。按照基础资产是否出表，我国信贷 ABS 可划分为表内信贷 ABS 和真实出售型信贷 ABS。无论是发行哪种信贷 ABS，回收的资金都有助于缓解流动性压力，均能促进直接金融发展，但所涉及的场景存在差异：根据相关的监管规定，表内信贷 ABS 会占用资本，而真实出售型信贷 ABS 有利于释放表内空间，腾出的资本额度能够用于发放更多的贷款。如果银行的资本较为充足，发行表内信贷 ABS 也能满足流动性需求，因而选择真实出售条款的动力不足。若银行的资本比较紧张，对增加信贷供给方面的需求较为迫切，那么采用真实出售条款可以减少资本占用，进一步增发贷款，并拓宽直接金融渠道，而选择发行表内信贷 ABS 会继续占用资本，甚至造成回收的资金无法发放贷款。这意味着，信贷资产不出表仅适用于资本宽裕的情形，而真实出售则同时适用于资本宽裕和资本紧张这两种情形。

(三) 信贷ABS的合约逻辑

本文将贷款资产划分为三种状态,分别是未被证券化的贷款资产、表内信贷ABS以及真实出售型信贷ABS。在不同的状态下,原始权益人和计划管理人之间的权责分配存在差异。对于未实施证券化的贷款资产,可视为一种极端情形,原始权益人承担所有权责,而计划管理人并不存在任何权责。后两种状态则体现了权责由原始权益人向计划管理人的逐步过渡。

如果贷款资产没有被证券化,原始权益人兼具三个层次的权责:一是需要承担全部的信用风险,二是掌握影响事前专用投资积极性的贷款资产的剩余控制权,三是直接负责事后贷款存续期间的日常监督工作。如果信贷资产被证券化,原始权益人收回本金后,实际上不再需要承担相应贷款资产的信用风险^①。根据相关会计准则的规定^②,真实出售需要同时满足“金融资产转移^③+终止确认^④”两个条件。金融资产转移包括两种情形:一种是企业将收取金融资产现金流量的权利转移给另一方。另一种是企业保留了收取金融资产现金流量的权利,但承担了将收取的现金流量支付给另一方的义务,并且满足不垫付、不处分、不拖延的条件。信贷ABS涉及的金融资产转移就属于后者。金融资产转移并且能够“终止确认”的情况有两种:一是企业转移了金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬。二是企业未转移也未保留金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬,但放弃了对该部分金融资产的控制。参考Grossman等^[15]对剩余控制权的阐述,企业掌握剩余控制权能够获得更大的利润份额,因而才有更强的事前投资激励。而在“终止确认”的两种情形中,原始权益人增加事前投资都不会带来未来收益的提高,这也意味着原始权益人已经丧失了剩余控制权。表内信贷ABS只发生了信贷资产转移,但未能终止确认,原始权益人仍拥有对该部分资产的剩余控制权,并负责资产服务工作,同时向计划管理人转移了一组“具体”的权利,包括管理信托资产、分配收益、披露信息、终止清算等。参考Grossman等^[15]对合约权利的分类,这是一组“具体权利”,并非剩余控制权。原因在于,原始权益人仍保留了信贷资产所有权上几乎所有的风险和报酬并且拥有对信贷资产的控制,而计划管理人没有能力去控制未通过合同明确规定的其他方面。相比之下,真实出售型信贷ABS发生了信贷资产转移并终止确认,对该部分资产的剩余控制权由原始权益人转移至计划管理人。在中国场景下,贷款真实出售后,原始权益人仍然担任资产服务机构,负责贷款存续期间的日常管理,包括收取信贷资产产生的现金流、催收过期欠款等。这样一来,原始权益人三个层次的权责进一步缩小到一个层次。图1(a)描述的是未被证券化的贷款资产权责分配情况,图1(b)描述的是表内信贷ABS的权责分配情况,图1(c)描述的则是真实出售型信贷ABS的权责分配情况。

当信贷资产没有实现真实出售时,信贷资产事实上是作为担保品而存在的。如果信贷ABS发生违约,该担保品可优先用于偿还信贷ABS投资者。此时,计划管理人需要做好担保品的价值清算以及收益分配。故而,表内信贷ABS合约的本质是“担保融资合约”,是原始权益人出于融资目的把基础资产作为担保品抵押给计划管理人的合约模式。在我国真实出售型信贷ABS场景下,原始权益人将信贷资产出售给计划管理人后仍担任资产服务机构,参考Cheung^[16]对农业生产合约的分类,本文认为该场景下的信贷ABS合约可被视为“售后回租”型的固定租金合约。“出售”指的

① 无论是否存在追索权,信贷ABS原始权益人都不再需要承担相应贷款资产的信用风险。原因在于,信贷ABS是以信托为载体进行发行的,信托资产独立于委托人和受托人的其他财产。当基础资产出现损失时,投资者的追索权也仅限于资产本身,而不能追溯至原始权益人。

② 《企业会计准则第22号——金融工具的确认和计量》,《企业会计准则第23号——资产转移》(简称“第23号准则”)。

③ 金融资产转移:企业(转出方)将金融资产让与或交付给该金融资产发行方以外的另一方(转入方)。

④ 终止确认:将金融资产或金融负债从企业的账户和资产负债表中予以转销。

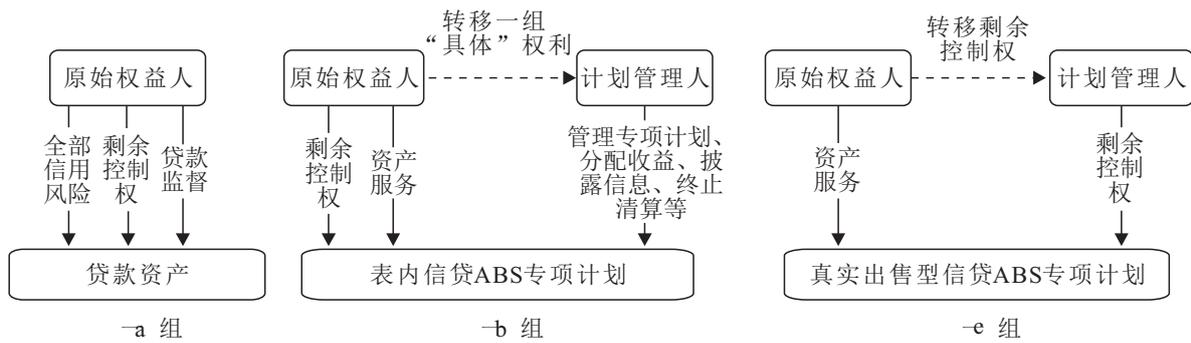


图 1 不同状态下贷款资产权责分配示意图

是原始权益人将信贷资产转移给计划管理人并终止确认，“回租”指的是原始权益人将信贷资产真实出售后仍继续担任资产服务机构，这部分信贷资产可视为“租赁物”，优先级投资者的收益可视为原始权益人缴纳的“租金”。

哈特的剩余控制权理论讲述的是企业之间的并购^[15]，是以某个企业只有单一业务为前提，但实际情况更为复杂。受多种因素的限制，现实中某类业务层面上的剩余控制权与剩余索取权的分配模式未必都通过法律意义上的并购来实现。但经济规律又着实在发挥作用，只能采取变通的形式。信贷 ABS 合约的真实出售条款涉及信贷资产相关权利的转移，即信贷资产所有权从原始权益人转移到计划管理人的过程，双方各自享有的权利会发生变化。在我国信贷 ABS 场景下，真实出售前，原始权益人拥有信贷资产的剩余控制权和剩余索取权。真实出售后，计划管理人获得该部分资产的剩余控制权和剩余索取权。一方面，计划管理人拥有剩余控制权后具有处置该部分资产的权利，包括用信贷资产交换其他商品和服务，或将资产作为担保贷款的抵押品。这就意味着，在监督和管理过程中，若发现原始权益人的持续经营情况和基础资产现金流状况发生重大异常，计划管理人无需和原始权益人进行谈判协商就能在短时间内对该部分资产进行处置，从而将损失控制到最小，保护投资者的利益。另一方面，在回租状态下，计划管理人获得剩余索取权。这里的剩余索取权是基于出表的信贷资产而言的，具体指的是，计划管理人获得的租赁性固定收入—购买信贷资产所投成本的机会成本—其他服务费—其他可能的损失（比如，固定租金能否正常收回与包括原始权益人在内的参与者是否努力配合、积极作为密切相关）。为了将潜在的损失控制到最小，即把上述差值尽可能做大，计划管理人需要尽职尽责，提高自身的监督和管理能力，这有利于降低信贷 ABS 违约风险，保护投资者的利益。这样一来，在“售后回租”合约模式下，计划管理人拥有了信贷资产的所有权，其管理激励增加。而对于原始权益人而言，真实出售后丧失了对证券化资产的剩余控制权，收益表达式为：出售贷款后回收资金的再投资收益+资产服务费—固定租金—其他可能的损失。从该式可以看出，为了最大化自身的利益，原始权益人会尽力将后两项的值压到最低水平，这意味着原始权益人缺少向计划管理人按期足额缴纳租金的动力，故而管理激励下降。只有当以上两类管理激励的综合绩效增加时，“售后回租”模式才有助于缓释信贷 ABS 风险，投资者才会为此索取较低的风险溢价，由此带来原始权益人融资成本的下降。

本文认为，我国真实出售型信贷 ABS 可被视为“售后回租”的固定租金合约，该合约模式会通过影响管理激励作用于信贷 ABS 的发行利率。原始权益人是否采用真实出售取决于该条款能否降低发行利率。这样一来，理性诱导下的真实出售条款的选择就成为特定条件下交易成本最小化的合约选择结果。从已有研究来看，尽管一些文献已经认识到原始权益人选择真实出售既有成本也有收益^{[1][2][17][18][19]}，但仍停留在以美国 ABS 为标准、对真实出售利弊的分散性阐述层面，并不适用

于我国当前的信贷ABS场景。为了弥补已有研究的不足,本文构建出一个能够反映我国信贷ABS原始权益人选择真实出售条款的完整行为逻辑框架,并探究了基础资产质量如何影响真实出售比重进而作用于信贷ABS直接金融发展,据此提出具有重要现实意义的假说。

(四) 基础资产质量与信贷ABS直接金融发展

首先,基础资产质量会影响真实出售条款的选择。从前面的分析来看,真实出售后,计划管理人的工作激励增加,原始权益人的工作激励下降。基础资产质量通过影响双方管理激励的变化幅度进而作用于原始权益人对真实出售条款的选择。当质量较低的基础资产出表时,计划管理人预期到信贷ABS违约风险较高,那么其更需要努力做好监督和管理,以便顺利收回原始权益人支付的固定租金,这样一来,计划管理人的工作激励增幅更大。同时,由于原始权益人仍继续持有次级ABS,伴随着信贷资产违约风险的增加,次级ABS投资风险也会上升。在这种情形下,原始权益人为了减少次级ABS的投资损失,即使失去信贷资产所有权后管理激励的降幅也比较小。上述分析表明,基础资产质量越差,真实出售后,计划管理人工作激励的增幅越大,原始权益人工作激励的降幅越小。这有助于缓释信贷ABS风险,投资者为此会索取较低的风险溢价。如果基础资产质量较高,计划管理人预期信贷ABS违约风险较低,那么即使计划管理人获得了信贷资产的所有权,其工作激励的增幅也比较小。同时,原始权益人预期次级ABS投资风险也比较低,因而其管理资产的努力程度下降,工作激励的降幅要比基础资产质量低时的降幅大。故而,高质量基础资产真实出售总体上不利于降低信贷ABS发行利率。上述分析表明,基础资产质量越低,采用真实出售条款越有助于降低信贷ABS发行利率,进而原始权益人选择真实出售条款的比例越高。

上述理论逻辑可以解释中国、美国以及欧洲ABS真实出售情况的差异。欧美国家对基础资产质量的干预较少,主要是市场自发选择的结果。美国证券业及金融市场协会(SIFMA)的数据显示,截止到2020年末,美国ABS评级为A及以上的占比为46%,Caa/CCC及以下产品占比8%,在金融危机前后的2007—2010年期间,美国ABS违约率高达7.7%,这表明美国ABS基础资产质量较差、风险较高。在这种情形下,表外ABS成为美国的主流模式。欧洲ABS评级为A及以上的占比为73%,Caa/CCC及以下产品占比为2%,2007—2010年间的ABS违约率为0.95%,这说明欧洲ABS基础资产质量高于美国,这也是欧洲ABS真实出售比例较低的重要原因之一。欧美ABS真实出售情况的差异受到当地法律制度的影响,Ayotte等^[17]提到美国担保制度更保护融资者,欧洲担保制度更保护投资者。这使得美国对真实出售型ABS需求更大,欧洲对真实出售型ABS需求相对较小。此外,欧洲的担保债券对ABS具有较大的替代作用,也能够分流欧洲市场对低质量资产ABS真实出售的需求。而我国信贷ABS基础资产质量普遍较高,近十年来零违约,具有高抗风险性,这是当前我国ABS出表比例低的重要原因。由于我国法律仍将担保财产认定为破产财产,因而不利于保护投资者。在这种情况下,我国放松基础资产质量标准后,市场主体对真实出售型信贷ABS的需求会更大。

其次,信贷资产是否真实出售会影响金融机构的贷款投放能力。受资本充足率等监管指标的影响,如果信贷资产仍在表内,这些资产就会继续占用资本,无法有效增强金融机构的贷款投放能力。尤其是在金融机构资本较为紧张的情形下,若基础资产没有实现真实出售,那么通过发行信贷ABS回收的资金可能无法用于发放贷款。如果信贷资产得以真实出售,这部分资产就不再占用表内空间,由此可以支持金融机构向实体经济投放更多的贷款。这就意味着,信贷资产真实出售的比重越高,金融机构的贷款投放能力越强。

第三,金融机构的贷款投放能力会作用于信贷ABS直接金融发展。金融机构的贷款投放能力较弱,一方面会减少信贷ABS的基础资产来源,导致信贷ABS直接金融渠道受阻;另一方面会减小金融机构的流动性压力,造成其发行信贷ABS的动力下降。如果金融机构的贷款投放能力增强,

那么信贷 ABS 的基础资产来源扩大，能够进一步拓宽信贷 ABS 直接金融渠道。并且，在贷款投放规模增多的同时，金融机构的流动性压力上升，资金需求增大，发行信贷 ABS 的动力增强。也就是说，金融机构的贷款投放能力越强，越有利于信贷 ABS 直接金融发展。

基于以上分析，本文提出假说：在既定的资产总额下，基础资产质量越低，信贷 ABS 发行规模越大。

综上，我们可以描绘基础资产质量影响信贷 ABS 直接金融渠道建设的机制。如图 2 所示，基础资产质量越低，选择真实出售条款越有助于降低信贷 ABS 发行利率。信贷 ABS 真实出售后能够释放金融机构的表内空间，由此可以支持其向实体经济投放更多的贷款。贷款投放规模增大，一方面会扩大信贷 ABS 的基础资产来源，另一方面会因流动性压力而产生更大的资金需求，这两者都能提高金融机构发行信贷 ABS 的动力，进而拓宽信贷 ABS 直接金融渠道。

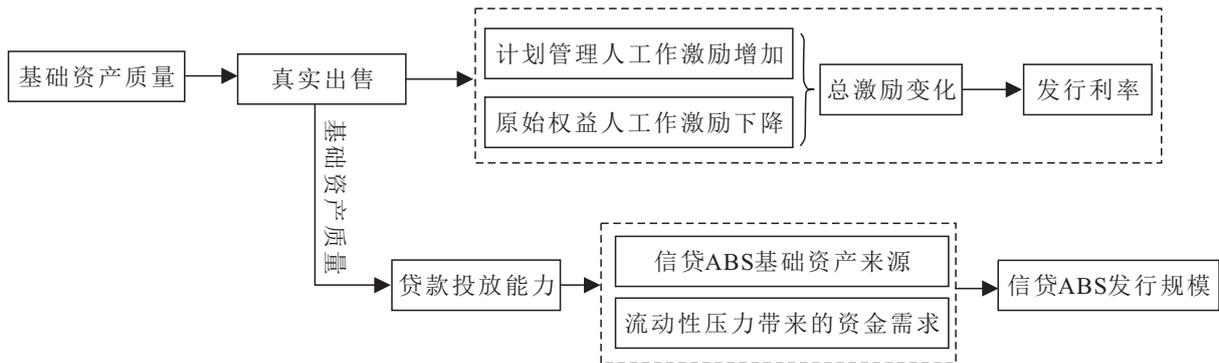


图 2 理论逻辑示意图

三、研究设计

（一）数据来源

本文以 2012—2020 年我国发行的信贷 ABS 合约为研究对象，构建了样本量为 908 的混合截面数据。其中，资产是否出表 ($Sfcb$)、发行利差 ($Spread$) 来源于 Wind 数据库。基础资产是否为正常类贷款 ($Zcdk$)、贷款笔数 ($Lndks$) 以及借款人地域分布集中度 (Jzd) 来自于 CNABS 数据库。金融市场化程度 (Fin) 和法治环境质量 (Law) 取自樊纲等 (2018) 编制的《中国市场化指数》。计划管理人的管理能力 ($Spvnl$) 来自于信托网。贷款投放能力 ($Dktfnl$) 来源于中国研究数据服务平台 (CNRDS)。其余信贷 ABS 数据在 Wind 数据库和 CNABS 数据库中均有披露。

（二）变量定义

1. 基础资产质量。本文用借款人地域分布集中度 (Jzd)、基础资产是否为正常类贷款 ($Zcdk$) 以及贷款笔数 ($Lndks$) 来衡量基础资产质量，这些数据从 CNABS 数据库中手工收集而得。从现有研究来看，借款人地域分布集中度对不良贷款率具有正向影响^{[20][21]}，这意味着借款人地域集中度越高，贷款风险越高，基础资产质量越差。根据人民银行制定的标准，按照风险程度可将贷款分为五类，分别是正常、关注、次级、可疑和损失，如果被证券化的信贷资产属于正常类贷款，可以认为基础资产质量较高，而其他类贷款的质量较差。此外，不少资料提到，入池资产笔数越多，分散度越高，单笔贷款的违约对资产池信用状况的负面影响越小^①，按此逻辑，贷款笔数越多，基础

① 资料来源：https://mp.weixin.qq.com/s/at__ntfksrtKjUb7rr2kfUg；<https://mp.weixin.qq.com/s/f59MqG2QjXR8zq0XVmEmXA>。

资产整体质量越高。

2. 真实出售。一般而言，基础资产通过出表实现真实出售，真实出售要求发起机构将基础资产所有权上几乎所有风险、报酬以及控制权转让给计划管理人^{[1][18][22][23]}，所以我们用资产是否出表 (*Sfcb*) 作为是否真实出售的代理变量，Wind 数据库对该信息进行了披露。

3. 发行规模。本文使用每份信贷 ABS 合约的优先级发行规模 (*Lnfxgm*) 作为信贷 ABS 直接金融规模的代理变量。原因在于，一份信贷 ABS 合约包括优先级 ABS (都存在)、夹层 ABS (可能存在)、次级 ABS (一般都存在)，但优先级 ABS 占比最高，夹层和次级占比很低，并且次级往往由原始权益人自身持有，这样一来，优先级 ABS 规模越大，也就决定了信贷 ABS 合约的总体发行规模更大，即信贷 ABS 直接金融规模更大。尽管监管部门对信贷 ABS 的基础资产设定了较高的质量标准，但在这个标准之上，基础资产质量仍存在一定的浮动空间。在质量浮动范围内，银行对哪类贷款进行证券化，可以视为市场自发选择的行为。从已经发行的信贷 ABS 来看，样本中基础资产质量与信贷 ABS 发行规模之间的关系，也能够衡量贷款资产质量与证券化比例之间的关系。

4. 控制变量。次级占比 (*Cjzb*) 用次级 ABS 规模占总规模的百分比表示；是否存在内部增级 (*Nbzj*) 是虚拟变量，若存在内部增级则取 1，否则为 0；是否存在外部增级 (*Wbzj*) 是虚拟变量，若存在外部增级则取 1，否则为 0；主体性质 (*Xz*) 是虚拟变量，若原始权益人是国有企业则取 1，否则为 0；主体评级 (*Ztpj*) 是有序离散变量，AAA 评级取 4，AA+ 评级取 3，AA 评级取 2，AA 以下评级取 1；金融市场化程度 (*Fin*) 是虚拟变量，若原始权益人所在省份当年的“金融业市场化指数”得分排名前十则取 1，否则为 0；法治环境质量 (*Law*) 是虚拟变量，若原始权益人所在省份当年的“市场中介组织的发育和法治环境指数”得分排名前十则取 1，否则为 0。此外，还控制了年份 (*Year*) 和省份 (*Province*) 固定效应。

(三) 描述性统计

表 1 为主要变量的描述性统计结果。数据显示：(1) 合约条款特征：信贷 ABS 发行规模自然对数的均值为 3.110 亿元，发行利差均值为 0.004，真实出售的比重为 30.9%，存在内部增级的比例

表 1 描述性统计结果

| 变量符号 | 变量名称 | 单位 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|---------------|------------|----|-----|-------|-------|--------|-------|
| <i>Lnfxgm</i> | 发行规模 | 亿元 | 908 | 3.110 | 1.272 | 0.844 | 5.100 |
| <i>Spread</i> | 发行利差 | % | 908 | 0.004 | 0.015 | -0.014 | 0.044 |
| <i>Sfcb</i> | 资产是否出表 | 无 | 908 | 0.309 | 0.462 | 0 | 1 |
| <i>Cjzb</i> | 次级占比 | % | 908 | 0.143 | 0.068 | 0 | 0.405 |
| <i>Nbzj</i> | 是否存在内部增级 | 无 | 908 | 0.995 | 0.074 | 0 | 1 |
| <i>Wbzj</i> | 是否存在外部增级 | 无 | 908 | 0.032 | 0.175 | 0 | 1 |
| <i>Zcdk</i> | 是否为正常类贷款 | 无 | 908 | 0.854 | 0.353 | 0 | 1 |
| <i>Jzd</i> | 借款人地域分布集中度 | % | 908 | 0.423 | 0.494 | 0 | 1 |
| <i>Lndks</i> | 贷款笔数 | 笔 | 908 | 8.039 | 3.615 | 0 | 18 |
| <i>Xz</i> | 原始权益人性质 | 无 | 908 | 0.533 | 0.499 | 0 | 1 |
| <i>Ztpj</i> | 原始权益人信用评级 | 无 | 908 | 3.602 | 0.809 | 1 | 4 |
| <i>Fin</i> | 金融市场化程度 | 无 | 908 | 0.461 | 0.499 | 0 | 1 |
| <i>Law</i> | 法治环境质量 | 无 | 908 | 0.894 | 0.308 | 0 | 1 |

注：发行利差、次级占比、借款人地域分布集中度为比例，原始权益人信用评级是离散变量，其余是虚拟变量。

为 99.5%，有外部增级的比例为 3.2%。（2）基础资产质量特征：85.4%的信贷 ABS 基础资产是正常类贷款；42.3%的借款人地域分布集中度大于均值；信贷 ABS 合约涉及的贷款笔数的自然对数均值为 8.039。（3）公司特征：53.3%的原始权益人为国企。主体评级均值为 3.602，说明企业评级水平普遍分布在 AA+到 AAA 之间，信用质量较高。（4）宏观环境特征：46.1%的发行公司处于金融市场化程度较高的地区，89.4%的发行公司处于法治环境质量较高的地区。

（四）实证模型

根据假说“在既定的资产总额下，基础资产质量越低，信贷 ABS 发行规模越大”，建立模型（1）。

$$\ln f x g m = \alpha + \beta_1 Q u a l i t y + \beta_2 N b z j + \beta_3 W b z j + \beta_4 C j z b + \beta_5 X z + \beta_6 Z t p j + \beta_7 F i n + \beta_8 L a w + Y e a r + P r o v i n c e + \epsilon \quad (1)$$

在模型（1）中，信贷 ABS 优先级发行规模（ $\ln f x g m$ ）是被解释变量，基础资产质量（ $Q u a l i t y$ ）是解释变量，用三种方式来衡量，分别是借款人地域分布集中度（ $J z d$ ）、是否为正常类贷款（ $Z c d k$ ）以及贷款笔数（ $L n d k s$ ）。控制变量包括是否存在内部增级（ $N b z j$ ）、是否存在外部增级（ $W b z j$ ）、次级占比（ $C j z b$ ）、主体性质（ $X z$ ）、主体评级（ $Z t p j$ ）、金融市场化程度（ $F i n$ ）、法治环境质量（ $L a w$ ）， $Y e a r$ 和 $P r o v i n c e$ 分别为年度、省份固定效应， ϵ 代表扰动项。

四、实证分析

（一）基础资产质量对信贷 ABS 发行规模的影响

表 2 报告了基础资产质量对信贷 ABS 发行规模的影响结果。第（1）—（5）列用借款人地域分布集中度（ $J z d$ ）衡量基础资产质量。第（1）列仅加入借款人地域分布集中度（ $J z d$ ），在此基础上，第（2）列控制年度和省份固定效应，第（3）列进一步控制 ABS 合约其他特征变量，第（4）列加入企业特征变量，第（5）列控制宏观环境变量。第（1）—（5）列的结果均显示：借款人地域分布集中度（ $J z d$ ）越高（基础资产质量越差），信贷 ABS 发行规模越大，假说得以验证。本文还检验了金融机构规模对上述关系的调节作用，第（6）列设置了交乘项“借款人地域分布集中度（ $J z d$ ）*是否为中小银行或金融公司（ $Z x y h$ ）”，该项系数在 5%的水平上显著为正，这说明降低基础资产质量更有助于提高中小银行和金融公司的信贷 ABS 发行规模。其中的原因在于，与国有五大行相比，中小银行和金融公司更容易缺乏资金，更有动力通过发行信贷 ABS 来改善资金流动性。这意味着，降低基础资产质量标准对信贷 ABS 直接金融发展的促进作用在金融机构内部存在异质性，中小银行和金融公司对这项政策更加敏感，这与理论分析的结果具有一致性。

（二）稳健性检验^①

本文从以下五个方面进行稳健性检验：第一，改变基础资产质量的衡量方式，使用“是否为正常类贷款（ $Z c d k$ ）”以及“贷款笔数（ $L n d k s$ ）”度量基础资产质量。第二，将标准差在企业层面进行聚类（Cluster）。第三，考虑到政策性银行与其他商业金融机构在行为目标和激励方面存在差异，我们排除政策性银行发行的信贷 ABS 样本后进行回归。第四，控制原始权益人类型。信贷 ABS 的原始权益人涉及银行、汽车金融公司、消费金融公司等类型的金融机构，主体类型差异可能会影响信贷 ABS 发行规模，故而进一步控制原始权益人类型以缓解内生性问题。第五，使用 PSM 方法。考虑到基础资产质量较差的债券与基础资产质量较好的债券的基本面信息可能存在差异，

^① 为节省篇幅，稳健性检验结果并未列出，留存以备索。

表 2 基础资产质量与信贷 ABS 发行规模

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-----------------------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|
| <i>Jzd</i> | 0.134* | 0.155** | 0.167** | 0.152** | 0.153** | 0.047 |
| | (1.79) | (2.12) | (2.32) | (2.11) | (2.11) | (0.53) |
| <i>Cjzb</i> | | | -11.461*** | -11.653*** | -11.665*** | -11.467*** |
| | | | (-22.91) | (-23.11) | (-23.09) | (-22.36) |
| <i>Nbzj</i> | | | 0.195 | 0.266 | 0.266 | 0.215 |
| | | | (0.48) | (0.66) | (0.66) | (0.54) |
| <i>Wbzj</i> | | | -0.390** | -0.418** | -0.417** | -0.484*** |
| | | | (-2.19) | (-2.35) | (-2.35) | (-2.72) |
| <i>Xz</i> | | | | 0.136* | 0.136* | 0.111 |
| | | | | (1.90) | (1.90) | (1.47) |
| <i>Ztpj</i> | | | | 0.084* | 0.083* | 0.108** |
| | | | | (1.81) | (1.79) | (2.27) |
| <i>Fin</i> | | | | | 0.505 | 0.575 |
| | | | | | (0.59) | (0.68) |
| <i>Fz</i> | | | | | 0.158 | 0.116 |
| | | | | | (0.30) | (0.22) |
| <i>Jzd * Zxyh</i> | | | | | | 0.326** |
| | | | | | | (2.36) |
| <i>Zxyh</i> | | | | | | -0.318*** |
| | | | | | | (-3.13) |
| <i>Constant</i> | 3.180*** | 2.775*** | 3.262*** | 2.885*** | 2.878*** | 2.870*** |
| | (4.56) | (4.62) | (5.65) | (4.85) | (4.84) | (4.83) |
| 年份/省份 | No | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R</i> ² | 0.003 | 0.084 | 0.567 | 0.571 | 0.572 | 0.576 |
| <i>N</i> | 908 | 908 | 908 | 908 | 908 | 908 |

注: (1)***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平; (2) 括号中的数值为 *t* 值。下表同。

为了克服潜在的内生性问题, 本文采用 PSM 方法进行一对一匹配, 处理变量为借款人地域分布集中度是否大于均值, 协变量分别为是否存在内部增级、是否存在外部增级、发行期限、次级占比、主体性质、主体评级、金融市场化程度、法治环境质量。在考虑变量误差、样本误差以及内生性问题后, “基础资产质量越低, 信贷 ABS 发行规模越大” 的结果仍具有稳健性。

五、机制检验

理论分析部分表明, 基础资产质量影响信贷 ABS 直接金融发展存在一个过程, 即基础资产质量-真实出售比重-贷款投放能力-信贷 ABS 直接金融规模。接下来, 我们分层次进行机制检验。首先, 检验基础资产质量对真实出售条款选择的影响, 包括管理激励检验和风险溢价检验。其次, 检验真实出售条款的选择对金融机构贷款投放能力的影响。具体内容如下^①:

^① 为节省篇幅, 本文在机制检验部分只展示了使用“借款人地域分布集中度”衡量基础资产质量的回归结果。采用“是否为正常类贷款”以及“贷款笔数”度量基础资产质量时, 相关结果并未发生实质变化, 未列出, 留存以备索。

（一）基础资产质量与真实出售条款

1. 直接作用机制检验。为了验证基础资产质量对真实出售条款选择概率的影响，本文以借款人地域分布集中度 (Jzd) 作为自变量、以资产是否出表 ($Sfcb$) 作为因变量进行实证分析。表 3 第 (1) 列的结果显示，借款人地域分布集中度 (Jzd) 与资产是否出表 ($Sfcb$) 在 1% 的显著性水平上呈正相关。这意味着，基础资产质量越低，原始权益人选择真实出售条款的概率越高。

表 3 机制检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|-------------------|------------------|
| | 资产是否出表 | 累计违约率 | 累计早偿率 | 发行利差 | 发放贷款/ 吸收存款 | 发放贷款/ 总资产 |
| Jzd | 0.037*** (4.20) | -0.001 (-0.73) | -0.002 (-0.45) | 0.150** (2.02) | | |
| $Sfcb$ | | 0.005** (2.17) | 0.002* (1.68) | -0.000* (-1.68) | | |
| $Sfcb * Jzd$ | | -0.001** (-2.37) | -0.001* (-1.70) | -0.001** (-2.16) | | |
| $Sfcb_{ic}$ | | | | | 0.028** (2.18) | 0.002* (1.68) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 年份/省份 | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R^2 | 0.535 | 0.299 | 0.278 | 0.481 | 0.534 | 0.548 |
| N | 908 | 216 | 216 | 908 | 908 | 908 |

2. 间接作用机制——管理激励检验。根据前文的理论分析可知，基础资产质量会影响真实出售后计划管理人管理激励的增幅。对于该影响渠道，本文以信贷 ABS 基础资产的累计违约率和累计早偿率^①来衡量计划管理人的管理激励，一般而言，计划管理人的管理激励越强，基础资产的违约率和早偿率越低。笔者从 CNABS 网站手工收集上述两个指标，为了使数据具有可比性，只保留已到期的信贷 ABS 样本，剔除存续期的信贷 ABS 样本。本文设置了“资产是否出表 ($Sfcb$)”与“借款人地域分布集中度 (Jzd)”的交乘项，表 3 第 (2) — (3) 列分别使用累计违约率和累计早偿率来度量管理激励。结果显示，当借款人地域分布集中度较高时，真实出售后基础资产的累计违约率和累计早偿率会显著下降，这意味着该情形下计划管理人的管理激励较强，这印证了理论分析部分提出的观点“基础资产质量越低，真实出售后计划管理人的工作激励增幅越大”。

3. 间接作用机制——风险溢价检验。基础资产质量会影响真实出售后计划管理人管理激励的增幅，进而作用于信贷 ABS 违约风险，影响投资者索取的风险溢价。原始权益人是否选择真实出售取决于该条款在特定条件下能否降低信贷 ABS 发行利率。为了验证“基础资产质量越低，选择真实出售越有助于降低信贷 ABS 发行利率”，本文设置了交乘项“资产是否出表 ($Sfcb$) * 借款人地域分布集中度 (Jzd)”，使用优先级发行利差 ($Spread$) 作为被解释变量。表 3 第 (4) 列的结果显示， $Sfcb * Jzd$ 的系数显著为负，这验证了理论分析部分的观点。

（二）真实出售条款与贷款投放能力

为了检验“选择真实出售条款的比重越高，贷款投放能力越强”，本文利用金融机构当年“真实

^① 早偿是指基础资产的相关债务人提前偿还欠款，导致基础资产的现金流产生与预期不同的流入大小与流入时间，影响资产池的质量。

出售型信贷 ABS 规模/信贷 ABS 总规模”^① 来衡量信贷资产真实出售的比重 ($Sfcb_{it}$), 使用“发放贷款/吸收存款”和“发放贷款/总资产”^② 来衡量金融机构的贷款投放能力, 两个指标越高, 意味着贷款投放能力 ($Dktf_{it}$) 越强。表 3 第(5)列用“发放贷款/吸收存款”来衡量贷款投放能力, 结果显示, 信贷 ABS 真实出售的比重越高, “发放贷款/吸收存款”的值越大。第(6)列用“发放贷款/总资产”来衡量贷款投放能力, 结果显示, 信贷 ABS 真实出售的比重越高, “发放贷款/总资产”的值越大。上述结果均表明, 在统计意义下, 金融机构信贷资产真实出售的比重对贷款投放能力具有显著的正向影响。即信贷资产真实出售的比重越高, 金融机构可以腾出的表内空间越大, 因而能够向实体经济投放的贷款越多。

六、进一步分析

前文证实了基础资产质量会影响真实出售概率, 但这一作用机制的强弱存在异质性。本节进一步考察原始权益人与计划管理人间的独立性以及计划管理人管理能力对上述关系的调节作用。同时, 本节还检验了适度扩大合格基础资产质量的浮动范围对信贷 ABS 违约风险的影响^③。

(一) 异质性分析

1. 原始权益人与计划管理人间的独立性。信贷 ABS 的计划管理人都是由信托公司担任, 而部分信托公司是原始权益人所控股的金融机构, 这样一来, 原始权益人和计划管理人之间的关系状态按照独立性可分为两种, 分别是关联方和相互独立。当两者是关联方时, 他们属于相同的利益共同体, 无论基础资产质量高低, 剩余控制权和剩余索取权的转移与否对双方工作激励的影响都比较小, 因而选择真实出售条款的概率较低。如果两者相互独立, 基础资产质量越差, 真实出售后计划管理人的工作激励增幅越大, 发行利率降幅越高, 真实出售条款的选择概率越高。可见, 当原始权益人与计划管理人相互独立时, 基础资产质量对真实出售条款选择与否的影响更强。表 4 第 (1) 列设置了交乘项“借款人地域分布集中度 (Jzd) * 是否相互独立 ($Xhdl$)”, 结果表明, 在原始权益人与计划管理人相互独立的情况下, 基础资产质量对真实出售采用与否的作用更强。

表 4 基础资产质量影响信贷 ABS 是否真实出售的异质性检验

| 变量 | (1) | (2) |
|---------------|----------------------|--------------------|
| Jzd | -0.160*** (-2.81) | 0.101** (2.47) |
| $Jzd * Xhdl$ | 0.205*** (3.09) | |
| $Xhdl$ | -0.140*** (-3.10) | |
| $Jzd * Spvnl$ | | 0.162*** (3.23) |
| $Spvnl$ | | 0.109*** (3.23) |
| Controls | Yes | Yes |
| 年份/省份 | Yes | Yes |
| R^2 | 0.400 | 0.470 |
| N | 908 | 908 |

2. 计划管理人管理能力。计划管理人的管理能力主要影响真实出售后计划管理人工作激励增

① 真实出售型信贷 ABS 规模: 该金融机构当年发行的真实出售型信贷 ABS 规模总和。信贷 ABS 总规模: 真实出售型信贷 ABS 发行规模与表内信贷 ABS 发行规模的总和。

② 数据来源: 中国研究数据服务平台 (CNRDS)。

③ 为节省篇幅, 本文在进一步分析部分只展示了使用“借款人地域分布集中度”衡量基础资产质量的回归结果。采用“是否为正常类贷款”以及“贷款笔数”度量基础资产质量时, 相关结果并未发生实质变化, 未列出, 留存以备索。

幅带来的实际效益。当基础资产质量较差时，如果计划管理人的管理能力较强，真实出售后更有助于带来管理效益的增加，利率降幅更大，而若计划管理人管理能力较差，真实出售后虽然其工作积极性上升，但由于能力有限，实际管理效益的增幅往往较小。如果基础资产质量较高，那么真实出售对计划管理人工作激励的影响较小，计划管理人管理能力对管理效益的作用较弱。可见，当计划管理人管理能力较强时，基础资产质量对真实出售条款选择与否的影响更强。本文使用计划管理人当年净利润排名是否前十作为计划管理人管理能力的衡量指标^①，表4第（2）列设置了交乘项“借款人地域分布集中度（ Jzd ）*计划管理人的管理能力（ $Spvnl$ ）”，结果显示，计划管理人管理能力越强，基础资产质量对真实出售选择与否的影响越大。

（二）适度降低基础资产质量标准与信贷 ABS 违约风险^②

降低基础资产质量标准会增加信贷 ABS 的违约概率，但并不意味着会绝对提升违约风险。首先，本文强调的是适度扩大合格基础资产质量的浮动范围，并不是无限制地降低基础资产质量标准。其次，信贷 ABS 违约风险与多种因素相关，基础资产质量监管只是其中的一环，适度降低基础资产质量标准并不意味着同时放松其他标准。本文使用信贷 ABS 是否被纳入观察名单以及基础资产累计违约率^③衡量违约风险，检验适度扩大合格基础资产质量浮动范围是否会明显提升信贷 ABS 违约风险。结果显示，在已发行的信贷 ABS 合约中，基础资产质量与信贷 ABS 是否被纳入观察名单没有显著相关关系，基础资产质量与信贷 ABS 基础资产累计违约率也没有显著相关关系。这表明在一定程度内降低基础资产质量要求并没有明显增加信贷 ABS 违约风险。

七、结论及政策建议

本文利用合约理论构建了能够体现我国信贷 ABS 业务差异性选择的三层次通用分析框架，对表内信贷 ABS 和真实出售型信贷 ABS 进行比较分析。在此基础上，探究了基础资产质量对我国信贷 ABS 直接金融发展的影响路径。以 2012—2020 年的信贷 ABS 为样本进行了实证检验，结果表明，合理降低基础资产质量标准有助于拓宽信贷 ABS 直接金融渠道，并且中小银行对该项政策会更敏感。其中蕴含的影响机制是：基础资产质量越低，采用真实出售条款的概率越高，这有助于减少资本占用、增加金融机构的贷款投放规模，从而为信贷 ABS 的发行提供更多的资产来源。此外，基础资产质量对真实出售条款选择与否的作用强弱还受到原始权益人与计划管理人间的独立性以及计划管理人管理能力的影响，这意味着降低基础资产质量对信贷 ABS 直接金融发展的促进作用存在异质性。

本文提出如下政策建议：第一，在监管理念方面，相关部门应适度放松对信贷 ABS 基础资产质量的监管标准，引导市场参与者增加对基础资产的风险包容度，实现“防风险”和“促发展”之间的平衡。第二，在政策层面，鉴于中小银行对流动性的需求更加迫切，在拓展信贷 ABS 直接金融方面具有更大的作用，监管部门未来应把更多的中小银行纳入信贷 ABS 发行资格名单，充分发挥中小银行在信贷 ABS 直接金融渠道建设领域“先行一步”的功能，切实提高信贷 ABS 与银行业之间的“适配性”。尽管对中小银行经营风险存在各种顾虑，但发展中出现的问题应该在进一步发展中予以解决，相关部门完全可能平衡好“扩大对中小银行开放”与“中小银行风险防范”之间的

^① 若计划管理人当年净利润排名为前十，则意味着管理能力相对较强，取值为 1，否则为 0。原因在于，净利润是反映计划管理人管理能力的重要指标，净利润越高，说明计划管理人的管理能力越强。

^② 为节省篇幅，该检验结果未列出，留存以备索。

^③ 数据来源：中国资产证券化分析网（CNABS）。

关系。第三,进一步加强对基础资产专业运营管理团队的建设,提高中介机构对实体企业的服务能力,这有助于增加信贷ABS真实出售后管理团队的实际管理效益。第四,从长期来看,相关部门还要在法律基础、实施条件、相关基础设施配套环境等方面逐渐化解真实出售的制度障碍,充分释放真实出售条款的潜在功能,以此推动信贷ABS在中国特色直接金融领域中发挥更重要的作用。

参考文献

- [1] 何小锋. 资产证券化:中国的模式[M]. 北京:北京大学出版社,2002.
- [2] 陈袭逸,张保华. 资产证券化定义和模式的检讨——以真实出售为中心[J]. 金融研究,2003(10).
- [3] 甘勇. 资产证券化的法律问题比较研究[M]. 武汉:武汉大学出版社,2008.
- [4] 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).
- [5] 洪艳蓉. 资产证券化与不良资产处置——中国的实践与反思[J]. 证券市场导报,2018(12).
- [6] Elul, R. Securitization and mortgage default[J]. *Journal of Financial Services Research*, 2016(2).
- [7] Piskorski, T., A. Seru, V. Vig. Securitization and distressed loan renegotiation: Evidence from the subprime mortgage crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010(3).
- [8] Tobias, W. S., H. Benjamin, U. André. Risk allocation through securitization: Evidence from non-performing loans[J]. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2022(5).
- [9] 高蓓,张明,邹晓梅. 资产证券化与商业银行经营稳定性:影响机制、影响阶段与危机冲击[J]. 南开经济研究,2016(4).
- [10] 邹晓梅,张明,高蓓. 资产证券化与商业银行盈利水平:相关性、影响路径与危机冲击[J]. 世界经济,2015(11).
- [11] Carbó-Valverde, S., D. Marques-Ibanez, F. Rodríguez-Fernández. Securitization, bank lending and credit quality: The case of Spain[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2011(15).
- [12] Bedendo, M., B. Bruno. Credit risk transfer in U. S. commercial banks: What changed during the 2007—2009 crisis? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012(12).
- [13] 于宝亮,鲁晏辰,张明. 我国商业银行信贷资产证券化的驱动因素研究——基于2012年试点重启以来的实证数据检验[J]. 投资研究,2016(1).
- [14] Farruggio, C., A. Uhde. Determinants of loan securitization in European banking[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 56.
- [15] Grossman, S. J., O. D. Hart. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration [J]. *Journal of Political Economy*, 1986(4).
- [16] Cheung, S. N. S. Private property rights and sharecropping[J]. *Journal of Political Economy*, 1968(6).
- [17] Ayotte, K., S. Gaon. Asset-backed securities: Costs and benefits of “bankruptcy remoteness”[J]. *Review of Financial Studies*, 2011(4).
- [18] 彭冰. 资产证券化的法律解释[M]. 北京:北京大学出版社,2001.
- [19] 王剑锋,徐万肖,吴京. 破产隔离与资产证券化交易成本——一个基于比较金融组织的实证分析[J]. 金融论坛,2020(1).
- [20] 刘春志,范尧熔. 银行贷款集中与系统性风险——基于中国上市商业银行(2007—2013)的实证研究[J]. 宏观经济研究,2015(2).
- [21] 李超. 商业银行集中度风险资本计量模型研究[J]. 投资研究,2016(11).
- [22] 黄荷懿. 我国资产证券化“真实出售”之探析与完善刍议[J]. 法学杂志,2010(10).
- [23] Iacobucci, E. M., R. A. Winter. Asset securitization and asymmetric information[J]. *The Journal of Legal Studies*, 2005(1).

Underlying Asset Quality, Real Sale Terms and Direct Financial Development of Credit Asset-Backed Securitization

WANG Jian-feng, XU Wan-xiao

Abstract: The regulatory concept and corresponding measures of Chinese regulatory authorities on the underlying asset quality of credit asset-backed securitization have improved the underlying asset quality, but also led to the deviation of credit asset-backed securitization from the source of “easing the liquidity pressure of banks and reducing the capital occupation”. Taking the real sale terms as the starting point, this paper makes a comparative analysis between on-balance sheet and true-sale asset-backed securitization business to explore the impact of the quality of the underlying assets on the direct financial development of the credit asset-backed securitization. The empirical conclusions are drawn by using the credit asset-backed securitization samples from 2012 to 2020 in China: When the total amount of assets is set, the lower the underlying asset quality is, the larger the issuance scale of credit asset-backed securitization will be. Compared with big banks, small and medium-sized banks will be more sensitive to the underlying asset quality standard. The mechanism test shows that: first, the lower the quality of the underlying asset is, the higher the probability that the originator adopts the true sale clause. Second, the higher the probability of the real sale of credit assets, the stronger the lending capacity of financial institutions, thus providing more basic asset sources for the issuance of credit asset-backed securitization. Further analysis shows that when the originator and the special purpose vehicle are independent from each other and the special purpose vehicle has strong management ability, reducing the underlying asset quality standard has a greater effect on promoting the direct financial development of credit asset-backed securitization. In addition, the paper finds that moderate expansion of the floating range of eligible underlying asset quality will not significantly increase the default risk of credit asset-backed securitization. The study can provide enlightenment for the reform of credit asset-backed securitization access policy and the construction of direct financial channels with Chinese characteristics.

Key words: credit asset-backed securitization; real sale terms; underlying asset quality; direct financing; contract theory

(责任编辑 周振新)