

## 我国商业银行不良资产证券化的实施及定价探讨

文/钱炜

我国商业银行作为金融体系的主体，承担了主要的融资功能，但由于各种原因形成的不良资产影响了银行资金周转、造成了银行资产损失、制约了社会资源的合理配置。截至2007年一季度末，我国商业银行不良贷款额12455.7亿元，不良率6.63%（来源银监会网站），而目前银行处置不良资产的方式只有常规催收、债务重组、以物抵债以及核销等传统方式，因此本文就试图分析资产证券化方式处理银行不良资产的途径，并对其定价进行初步的探讨。

### 一、银行不良资产证券化的作用

资产证券化的一个重要作用在于规避风险，增加资产的流动性，释放资本，以从事具有更高边际收益的项目。如果通过证券化将优良资产变现后，又无好的贷款项目，则实施证券化不但不会增加商业银行的总收益，反而会减少其绝对收入。况且，目前商业银行通过吸收存款来筹集信贷资金的成本，要低于通过证券化筹资的成本（由于资产支持证券风险要高于国债及银行存款，根据一般定价原则，其利率必然要高于国债及银行存款），因此，商业银行在资金充裕又无合适贷款项目的情况下，对优良资产证券化缺乏经济效益。而不良资产证券化，对加快批量处置不良资产，提高不良资产的处置效率与效益，解决商业银行资产流动不足、资本充足率低等问题则具有重要意义。

首先，不良资产证券化有利于提高商业银行资产的流动性。通过证券化，可以将流动性较差的不良资产转化为在市场上交易的证券，在不增加负债的前提下，商业银行可以获得一块资金来源。从商业银行资产负债管理的角度看，不良资产证券化能够加快银行资产的周转，提高资产的流动性。

其次，不良资产证券化有利于提高商业银行资本充足率。按照《巴塞尔协议》和《商业银行法》，一个稳健经营的商业银行，其资本充足率应不低于8%。将高风险权重的不良资产，变为风险权重相对较低的证券，一定程度上能够减少风险资产的比例。

### 二、银行不良资产证券化的运作模式

根据我国商业银行不良资产的特点和资产证券化的运作模式，建议操作步骤如下：

1、对贷款进行分类，建立资产池根据银行所出售贷款的性质、期限、损失发生的概率等情况，将相似的资产归集到一起组成新的资产集合。

2、对资产组合的证券进行信用增级，在资产打折、超额担保和资产储备之外，还可以采取由国家专门成立的担保机构提供担保；或设计证券的高级低级结构。低级证券由银行自身认购，必须在高级证券偿还完毕之后才开始偿还。高级证券向社会公众和机构投资者发行，采用转付证券形式，分不同档次，不同期限，不同利率。这些证券可以采用在最初几年内不偿付或支付比较低的偿付额，以后随企业经营状况好转逐年递增。这些证券的总收益水平应高于市场上一般证券的收益水平。

3、信用评级，在市场尚未健全的情况下，可以先由政府出面组建信用评级机构。以国库券为最高等级，市场上资产担保证券进行评级。待市场容量扩大，各方条件成熟后，信用评级机构与政府脱钩。

4、证券发行，SPV委托投资银行、通过证券承销机构的销售渠道销售出去，并可以通过二级市场自由转让买卖。

5、服务机构，银行自身可以作为服务机构，资产管理公司也可以作为服务机构，定期收取贷款本息，由SPV转付给各证券持有者。

### 三、我国银行不良资产证券化的实施

#### 1、特设机构的设置

我国银行业的不良资产主要是不良债权。不良债权证券化的交易结构应该是：SPV从银行收购不良债权，不是将债权转为股权，而是将这些债权重新组合，组成一个资产池，以这些资产的收益（还本付息收入和处置资产收入）为抵押发行资产担保债券，用债券所筹资金归还向银行购买不良债权的款项，以债权到期收益归还债券本息。

#### 2、不良资产证券化的信用增级方式

从目前推出的不良资产证券化方案看，主要通过基础资产打折、超额担保和资产储备等多种方式对证券进行信用增级。这些信用增级方式并没有什么不妥的地方，但是其最终担保人仍然是银行，最终结果是风险都由银行承担。因此，不良资产证券化的信用增级过程也必须融入更多的利益主体参与，充分发挥资本市场转移与分散风险的功能作用。

### 3、构造证券化资产一贷款基础

进行不良贷款证券化的第一步是构造贷款基础。在具体操作中，首先要进行彻底的清理，确定不良贷款的不同质量。能够进入证券化贷款组合的应该是那些债权债务关系清楚的贷款，即有明确的债务人、债权人，存在有效的凭证，贷款属于五级分类法中的次级或可疑类资产，并且债务企业应该有一定能力偿还贷款。对于有些债权债务关系不明确的贷款，或者是贷款质量形态反映失真，实际已经损失的贷款，缺乏有效的实物资产相对应，是难以进行证券化的。

### 4、不良资产的市场定价

不良资产是否能够顺利地实现证券化，就看其定价是否合理。如果按一般贴现值对不良资产进行定价，由于贷款偿还的不确定性，决定了未来现金流不易预测，贷款本息什么时候还，还多少，或者到底还不还，都难以确定，这就使对不良贷款的定价失去理论基础。由于不良贷款本身所具有的性质，因此，不良资产的转让价格应根据不良资产的实际情况或风险来确定。可采取折价转让、议价转让、协商转让等方式，也可以采取公开拍卖方式转让。在操作中，还可以借鉴贷款准备金的计提参考值。

#### 四、银行不良资产证券化的定价

严格意义上说，资产证券化需要进行两次定价，第一次是发起人将资产出售给SPV的过程，即对拟出售的资产池进行定价；第二次是SPV以购买的基础资产为担保发行资产支持证券时对资产支持证券的定价。实际上这两次定价的基本机理相同，即如何预测资产池未来现金流在剔除有关风险（如早偿风险、违约风险）期权价值后的折现价值，常用的方法有静态现金流收益率法（SS法）和蒙特卡罗模拟法（OAS法）。

SS法应用的前提假设是债券的收益率曲线与国债收益率曲线之间的利差是稳定的，即在任意两点两者的差值恒定，设这一差值就是SS的话，应有：

$$P = \sum [CF_i / (1+r_{0i}+SS)^i]$$

式中 $CF_i$ 为该券种各年现金收入（含本息）， $r_{0i}$ 为不同期限上国债的即期利率，因此运用SS法要知道国债的即期利率曲线数据，且SS值也需要通过市场上与证券化产品相同信用等级的交易债券进行计算得出。

对于OAS法，则比SS法更加复杂，需要模拟利率变动的多种路径，选择利率的变动范围（上限和下限）、波动频率（增减单位）等参数。在不同的路径中，根据利率的水平确定投资者是否提前偿还、何时提前偿还，进而测算现金流。

而作为资产支持证券的投资者，在建立和使用现金流量模型对资产支持证券的价值及风险作出定量的分析和评价时，需要解决的问题是，怎样选择和确定能够正确反映证券风险的贴现率，并使用这一贴现率计算投资收益和净现值，评价投资决策。

资本资产定价模型（简称CAPM）是在结构融资中被广泛接受和使用的一种确定贴现率的方法。CAPM模型与结构融资评价CAPM模型的理论假设可以归纳为以下几点：第一，资本市场是一个充分竞争和有效的市场。在这个市场上可以不用考虑交易成本和其它制约因素（诸如借贷限制、资产转让限制等）的影响；第二，在这个市场上在相同的风险水平下，投资者追求收益率最高的投资组合；第三，在相同的收益率水平上，投资者追求风险较小的投资组合；第四，在这个市场上，对某一特定资产，所有的投资者都是在相同的时间区间作出投资决策，即所有投资者对同一资产的未来风险和收益率的预期都是相同的。

根据CAPM模型，投资者在作出投资决策时，只需要考虑投资项目的系统性风险。因为非系统性风险可以通过项目资产的组合得以分散。系统性风险是指与资本市场上其它投资机会相比较所具有的带有共性的风险。一个项目的投资收益率可以表示为：

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

其中， $R_i$ 为在给定风险水平 $\beta$ 条件下项目 $i$ 的合理预期投资收益率，也即项目 $i$ 带有风险校正系数的贴现率（风险校正贴现率）， $R_f$ 为无风险投资收益率， $\beta_i$ 为项目 $i$ 的风险校正系统，代表项目对资本市场系统风险变化的敏感程度， $R_m$ 为资本市场的均衡投资收益率。将风险校正贴现率 $R_i$ 带入项目现金流量净现值的计算公式中： $NPV = \sum (I / (1+R_i)^t) - I$ ，我们就可以计算出考虑到项目具体风险因素后的项目净现值。其中，NPV为净现值， $I$ 为项目的初始投资， $t$ 为年份。

按照上述公式计算，如果 $NPV > 0$ ，说明项目投资者在预期的项目经济生命期内至少可以获得 $R_i$ 的平均收益，项目收益将大于或等于项目投资的机会成本；如果 $NPV < 0$ ，说明该项目投资的机会成本过高。换句话说，在资本市场上投资者承担同样的风险可以投资在其它项目，而获得更高的投资收益。

运用CAPM模型计算项目的合理资金成本为决策提供定量的依据时，共有以下几个步骤：第一步，根据所要投资项目的性质和规模，在资本市场上寻找相同或类似的公司资料来确定项目的风险校正系数 $\beta$ 值；第二步，根据CAPM模型计算投资者股本资金的机会成本；第三步，根据各种可能的债务资金的有效性和成本，估算项目的债务资金成本；第四步，将以上两种资金成本加权平均，即可计算出项目投资的综合成本，也即确定了项目的风险校正贴现率。

随着我国商业银行改革的逐步深化，以及证券市场的逐步培育与发展，资产证券化作为解决流动性问题的一种途径引起了广泛的讨论。尤其是随着不良资产处置方式的逐步创新以及资产管理公司(AMC)多年的实践探索，资产证券化必将成为一种重要的经营手段。资产证券化作为一种金融创新工具，对于缓解和处理银行不良资产也应能够发挥作用（作者单位：中国银行总行）

#### 相关链接

住宅抵押贷款证券化中的逆向选择研究  
从连续融资视角探讨可转换债券问题  
证券非公开发行制度研究  
国库的发展路径：文化视角  
企业可转换债券融资动机及利弊探析  
论价值投资在我国证券市场中的应用基础  
我国商业银行不良资产证券化的实施及定价探讨  
我国体育产业资本市场投融资现状与发展对策研究

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心