



银行资产证券化中的 重大风险转移分析与监管 ——基于欧盟经验

Analysis of Significant Risk Transfer in Bank Asset Securitization —the European Union Experience

李杰

摘要：本文在回顾欧盟证券化市场发展的基础上，对银行证券化重大风险转移（SRT）的基本原理和欧盟监管实践进行了系统梳理和总结，包括监管文件要求、SRT测试框架与定量测试原理、针对信用风险的关键假设、SRT监管改进的方向等。本文结合我国银行证券化市场发展以及判断重大风险转移的现状，识别了当前市场中存在问题并提出了改进建议。

关键词：银行 资产证券化 重大风险转移 监管

Abstract: This paper reviews the development of the EU securitization market and summarizes the basic principles of bank securitization significant risk transfer (SRT) and EU regulatory practices, including regulatory document requirements, the SRT testing framework and quantitative testing principles, key assumptions for credit risk, and the direction of SRT regulatory improvement. The paper examines the development of China's bank securitization market and the current environment of judging significant risk transfer. It identifies existing problems in the market and puts forward some suggestions for improvement.

Keywords: Banks, Asset Securitization, Significant Risk Transfer, Regulation

李杰，信永中和会计师事务所金融业务合伙人。



资产证券化，是指以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券（ABS）的过程。

对于银行等资产证券化发起人而言，资产证券化是银行管理资产负债表信用风险敞口和风险水平的重要工具，可缓解监管资本压力、降低资本消耗、释放信贷资源。资产证券化允许银行将与初始资产相关的风险转移到证券市场，并为银行提供更多资金以扩大对客户的贷款，从而促进全社会的金融资源供给。

从银行监管角度，如果发起人通过证券化实现了与基础资产相关的重大风险转移，则会降低对银行持有证券化风险敞口的监管资本要求。但是，如果事实上银行证券化相关资产的重大风险没有实现转移，而监管资本要求被不当降低，则证券化实际将加大银行的风险。通过市场积累、沉淀和传递，未能实现重大风险转移的证券化，可能会威胁到整个金融体系的稳定性。

自2014年开始，欧盟银行监管机构针对证券化中的重大风险转移进行了密切的观察和研究，先后发布了一系列的监管文件和报告。本文在对欧盟监管实践经验和

进展进行系统梳理总结的基础上，结合我国银行证券化市场中判断重大风险转移的现状，针对当前市场中存在不足提出改进建议。

欧盟证券化市场发展回顾

证券化可以提高银行向实体经济提供贷款的能力，为银行提供额外的资金，并使风险转移给投资者^①。运作良好的证券化市场是欧洲金融架构的重要组成部分。欧盟曾经拥有巨大的证券化市场，2000—2008年间欧盟证券化规模的年均增长率达40%。但在2008年金融危机发生后，欧盟证券化项目发行量急剧萎缩。随着时间的推移，持续低迷的证券化市场引起欧盟委员会的高度关注。

为促进证券化市场的恢复，2014年欧盟委员会发布的《欧盟投资计划》中，将重新激活高质量的资产证券化市场列入主要的短期工作，并授权欧洲银行监管局（EBA）评估和分析高质量资产证券化产品的特征和该类产品进一步支撑实体经济发展的模式，以及对高质量资产证券化产品的差异化资本监管要求。这些措施，从一定程度上促进欧盟证券化市场的回暖。2020年新冠疫情暴发后，欧盟证券化市场再次出现萎缩趋势。证券化产品发行规模

① Elizabeth McCaul. Supervisory priorities and securitization[EB/OL]. (2022-06-14)[2022-10-09]. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2022/html/ssm.sp220614_1~df3feb220d.en.html.



由2019年的2 209亿欧元回落至2020年的1 947亿欧元（图1）。

为促进经济恢复，2020年11月欧盟委员会发布关于重振欧洲资本市场联盟（CMU）的行动计划。该计划明确指出，证券化的兴起是建立欧洲资本市场的关键措施。2022年6月14日，欧洲央行监事会成员Elizabeth McCaul在第26届全球ABS年度会议上的主旨演讲中再次明确：证券化作为银行和资本市场之间的桥梁可以发挥重要作用。

银行证券化重大风险转移的基本原理和欧盟监管实践

银行证券化重大风险转移的基本原理

在大多数情况下，证券化发起银行在执行证券化时考虑的主要目标是将风险敞口组合中的全部或部分信用风险转移给第

三方或降低资本。

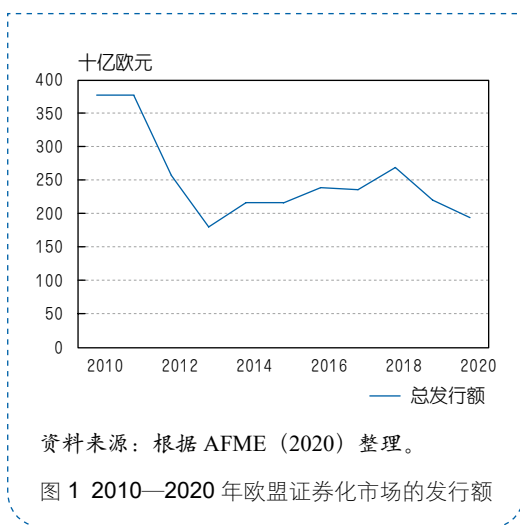
从资本监管角度而言，通过证券化转移信用风险可能使发起人有权获得资本减免。欧盟的《资本要求条例》（CRR）中规定的用于管理证券化导致的资本减免框架被称为“重大风险转移”（SRT）。该框架的主要原则是，除了完全转移投资组合的全部风险外，任何部分风险转移必须重大、相称和有效。

重大。即，发起人必须转移基础资产池对应的一定的风险，其保留的证券化头寸不得超过某些预先确定的定量阈值。

相称。即使信用风险转移达到了“重大”的最低阈值，发起人证券化前资本要求的降低，应真实反映转移给第三方的信用风险金额（换言之，发起人保留的证券化风险敞口不应存在资本不足的重大风险）。

有效。即，证券化风险敞口的所有权（对于传统证券化），以及与之相关的信用风险（对于传统证券化和综合证券化），应进行真正的转移，以使发起人没有义务重新获得该所有权或重新评估该信用风险。

因此，SRT框架的主要目的是为发起人在证券化中的地位提供一个真正的“彻底突破”，以最大限度地降低发起人重新承担最初被视为已经转移给第三方的基础资产的风险。监管机构SRT评估框架的最终目标是保护发起人的安全和稳健，以及





金融市场的完整性和信心。

欧盟对证券化重大风险转移（SRT）的监管框架

《资本要求条例》和《证券化交易的重大风险转移指南》

2013年6月，欧洲议会和理事会根据《关于信贷机构和投资公司审慎要求》的相关条例，授权欧洲银行管理局（EBA）就证券化交易重大风险转移（SRT）有关的领域，发布准则并进行监测、评估和处理。

2014年7月，EBA根据欧盟委员会的《资本要求条例》（Capital Requirements Regulation, CRR）第243条和第244条，制定发布《证券化交易的重大风险转移（SRT）指南》（简称《指南》）。《指南》适用于证券化发起机构和监管当局，对所有欧盟成员国之间的重大风险转移进行协调评估和处理，并在这一领域实现公平的竞争环境。

《指南》主要包括以下内容：在从事SRT证券化交易时，对发起人机构的要求；对监管当局评估发起人SRT的要求；在评估相应的信用风险是否已转移给独立第三方时，对主管当局的要求；向监管当局提供一个标准模板，说明监管当局应如何向EBA提供已批准的SRT的交易

的信息。

综上，欧盟对于证券化交易中的重大风险转移（SRT）监管框架在CRR以及《指南》中进行了规范，主要内容概述如下。

SRT测试的总体框架

CRR为证券化交易的SRT转移提供了两种可能的方式，即：符合两种可用的定量测试之一；或主管机关认为已实现SRT，而无论交易是否符合定量测试。其中，定量测试使用定量测试公式来评估与证券化风险暴露相关的大部分信用风险是否转移给第三方。

CRR提供了两种定量测试：（1）夹层测试，适用于具有夹层结构^①的证券化头寸。要求发起人将至少50%的夹层产生的风险敞口值（RWEA）转让给第三方。

（2）首层损失测试，适用于没有夹层头寸的交易。规定发起人最多可以保留20%的首层损失层敞口金额，即要求将至少80%的此类头寸风险敞口转移给第三方。它还要求相应层级部分要充足，以足够超过证券化风险敞口合理估计的预期损失（EL）。

定量测试为评估风险转移的重要性设定了基准。然而，通过定量测试并非实现SRT的充分条件。CRR赋予主管机关酌情决

① 根据CRR第242(18)，夹层头寸是指证券化中劣后于高级证券化头寸但优先于首层损失层、风险权重<1250%且>25%的证券化头寸。



定权，以逐案确定风险加权敞口的减少是否适用（图2）。

定量SRT测试的基本原理

CRR中规定的定量测试侧重于衡量转移给第三方的风险的“重要性”。通过比较发起人的证券化后资本需求（即发起人保留的证券化头寸的资本需求）和第三方在相关部分持有的证券化头寸的资本需求来实现。

除了这些定量SRT测试之外，CRR还提出了转移风险“相称性”的概念，对RWEA或发起人在证券化前后的资本要求进行比较。但是，风险转移的相称性概念既没有与CRR中的任何测试绑定，也没有通过任何客观基准阈值来定义。由于缺乏标准门槛，监管机构和证券化发起人之间在如何测试风险转移的相称性上存在实践差异。

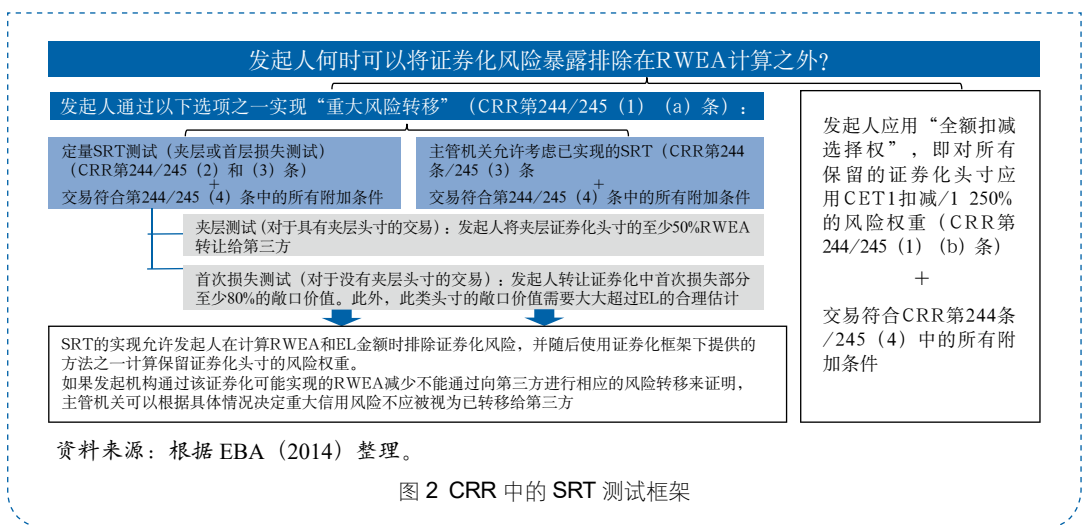
反映信用风险框架的预期损失和非预期损失假设

定量测试建立在CRR中信用风险框架的基本假设之上，根据适用的会计框架，敞口的预期损失通常由适用于该敞口的信用风险准备（EL）所覆盖，而该敞口的非预期损失（UL）由资本覆盖。

夹层测试的基本假设

夹层测试基于以下假设：A.首层损失层吸收的主要或全部是证券化风险敞口的预期损失；B.夹层主要或专门吸收非预期损失。

考虑到这些假设，夹层测试的重点是非预期损失，旨在让发起人将至少50%的证券化敞口转移给第三方。为此，当存在多个夹层时，该测试有效地通过与每个层对应的风险权重来衡量非预期损失的转移，使分配给次级夹层头寸的非预期损失





权重高于高级层（图3）。

首层损失层SRT测试的基本假设

对于没有夹层的证券化头寸，采用首层损失测试。其基于以下假设：在不存在夹层证券化头寸的情况下，首层损失证券化头寸的厚度不仅要足以覆盖基础风险敞口的预期损失，而且还要足以覆盖大部分基础风险敞口的非预期损失。这反映在CRR的要求中，即，此类证券化头寸的风险敞口值超过对基础风险敞口的预期损失的合理估计。

因此，首层损失测试要求将大部分首层损失头寸转让给第三方，以确保将大部分非预期损失转让，这与夹层测试的主旨一致。同时，由于将实际损失平等分配给首层损失头寸的持有人（无论这些损失与预期损失还是与非预期损失相关），首层损失测试可能实际上要求发起人将部分预

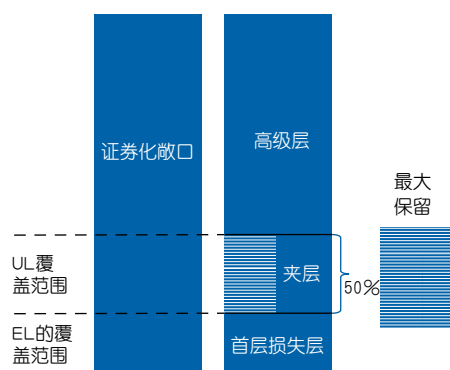
期损失也进行转让，这取决于交易的具体结构，特别是非预期损失的哪一部分实际上被首层损失头寸覆盖（图4）。

为实现与夹层测试下可比的非预期损失转移程度，并考虑到部分但不是全部非预期损失都被首层损失头寸覆盖，因此，首层损失测试对SRT测试设置的门槛为80%，高于夹层测试的门槛（50%）。

对SRT监管进行改进的方向

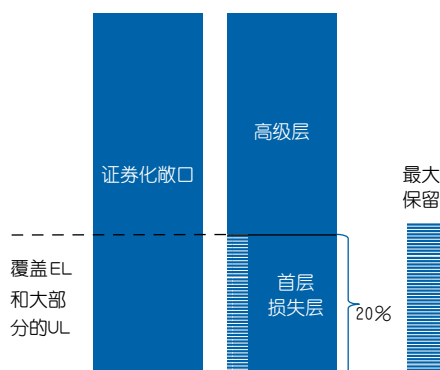
《指南》发布后，EBA对证券化交易重大风险转移进行了持续监测，发现目前生效的某些条款中存在缺陷。2020年11月，EBA向欧盟委员会提交《关于证券化交易中重大风险转移（SRT）的报告》，在以下三个关键领域提出了建议：评估证券化交易的结构特征；SRT定量测试的应用；在单个交易中评估SRT的监督过程。

EBA在前述三个关键领域的建议，对



资料来源：根据EBA（2014）整理。

图3 夹层SRT测试的基本原理



资料来源：根据EBA（2014）整理。

图4 首层损失层SRT测试的基本原理



于SRT的管理具有非常重要的建设意义。概述如下。

证券化交易的结构特征

存在缺陷的领域

虽然证券化各方可以自由地构建他们认为合适的交易，但使用某些结构特征可能不利于持续遵守重大风险转移要求。例如，在传统证券化的情况下，某些结构特征的存在，增加了证券化风险暴露额被带回到发起人资产负债表的可能性。在合成证券化的情况下，某些结构特征可能会增加信用保护不够有效或在交易到期前终止的风险。

证券化交易中广泛存在的、可能影响SRT的结构特征主要包括6类：按比例摊还结构；某些看涨期权；某些其他提前终止条款；超额利差；保护成本；信用事件。

未来改进的建议方向

为提高监管当局进行SRT评估的透明度和可预测性，针对SRT的结构特征的改进建议如下。

(1) 结构特征不合格的证券化交易不应获得SRT认可。不合格的结构特征可能包括但不限于：

A. 按比例摊还计划。顺序摊还可确保首层损失层（劣后级）承担最大的损失，从而确保最大程度的风险转移。但按比例摊还计划可能造成损失不仅仅由首层损失层 / 中间级承担，而且也由优先级 / 中间级承担。

B. 某些看涨期权。证券化交易中存在某些发起人的看涨期权可能会阻碍从发起人向第三方的有效风险转移。例如：发起人的看涨期权提供额外的有利于投资者的信用增强，并避免投资者应承担的分配损失；或，看涨期权由市场上定价根据吸引力的替代品的潜力，而不是由重大风险转移交易效率驱动。

C. 某些提前终止条款（仅限合成证券化）。提前终止条款的使用非常普遍，是保护合同双方的重要组成部分。然而，在合成交易的情况下，提前终止事件通常会引起与重大风险转移相关的担忧，因为会增加信用保护在交易到期之前终止的风险。从发起人的角度来看，在因发起人破产而终止合同的情况下，资不抵债的发起人将无法再依赖信用保护，同时面临监管资本资源减少的问题。由此，重大风险转移的结果也将出现问题。

(2) 明确其他结构性特征的证券化交易，应符合一套保障措施，以获得SRT认可，并有资格参加SRT快速通道评估过程。

(3) 证券化发起方应在其风险转移自我评估中，向监管机构提交一份关于结构特征的定量分析报告，以说明结构特征如何在交易环境中相互作用以及如何影响转移给第三方的风险。

定量SRT测试

当前定量SRT测试的限制

当前的SRT测试提供了一个简单和标



准化的衡量标准。但是，也存在一些局限性。主要包括：

(1) 不能适当地捕捉所有可能的证券化结构。

(2) 对使用厚度不足的证券化分层没有明确的保障措施。

这主要是指CRR测试基于监管假设，但关于整个证券化结构中相关风险敞口的信用风险损失分配，可能与某些交易中预期损失和非预期损失的实际分配并不一致。

例如，首层损失和夹层测试都隐含地依赖于这样一个假设，即进行测试的层的厚度足以覆盖证券化敞口的预期损失（首层损失测试）和非预期损失（夹层测试）的相应份额。这些测试没有包括明确的保障措施，无法确保在相关分层太薄而无法覆盖预期损失和非预期损失时，相应份额的证券化无法通过测试。

(3) 没有额外要求评估SRT的可持续性。

定量SRT测试提供了对信用风险转移给第三方的重要性的时间点评估，但没有明确考虑证券化风险暴露和SRT证券化头寸对交易到期日的影响。从监管角度，SRT应该是可持续的，以避免发起人使用SRT交易仅仅为了个别报告日期的资本比率的短期优化，这会导致发起人资本比率显著的波动。

(4) 对转移风险的相称性的优先关注。

定量SRT测试通常基于对相关部分中发起人和第三方持有的证券化头寸的证券化后资本要求的比较。相比之下，对信用风险相称转移的评估依赖于将信用风险转移给第三方与RWEA的可能减少。换言之，相称的信用风险转移测试包括对证券化前后发起人的RWEA或资本要求进行比较。但是，CRR不包括任何标准化测试来确定从定量角度转移的风险的相称性。

SRT测试建议

(1) 提供一个简单、协调和标准化的框架来增强SRT测试的一致性，该框架将减少主管机关和发起人不同解读的范围。

(2) 尽可能地修复和解决当前框架内已确定的测试限制。

(3) 增强SRT的可持续性。包括要求在长期内考虑SRT的实现，以反映可持续的监管目标，避免SRT导致资本比率的波动性增加的交易。

(4) 防止使用厚度不足的分层。进一步规定首层损失层的最小厚度，以补充首层损失测试；同时，指定有助于量化风险转移的“相称性”的测试。

SRT评估流程和标准文件编制

当前SRT评估流程和文件编制的缺陷

不同的监管当局在SRT评估流程和文件编制方面存在不一致之处。包括：对在执行前还是执行后提交SRT通知/申请的要求；监管当局对于是否满足SRT，向发起人反馈的类型和时间；与SRT相关的通知/



信息的类型。

统一的SRT评估过程能够导致：监管当局的决策过程更加透明和一致；加强市场参与者（即证券化的发起者和投资者）的法律确定性预期；更大的产品标准化和更有活力的证券化市场整体。

SRT评估流程和文件编制的建议

（1）SRT评估应遵循共同监管的双轨程序，即“合格证券化”将遵循独特的快速轨道，而对“非合格证券化”（结构特征审查）应用更长的和更深入的程序。

（2）统一协调发起人提交给监管当局以证实SRT的交易文件。

对我国银行资产证券化市场的启示

我国银行资产证券化的发展概述

我国资产证券化市场自2014年步入常态化以来，一直表现出良好的发展态势，逐步形成了标准化类别的资产证券化市场。其中，银行间市场信贷资产证券化占据了重要位置，至2021年末我国信贷资产ABS存续总量达到1.75万亿元，对银行缓解资本压力，降低资本消耗，释放信贷资源，支持实体经济发挥了巨大作用。

我国银行证券化产品判断重大风险转移的现存问题

我国银行证券化产品判断重大风险转移的现状

我国现行的银行资产证券化发行过程中，对于发行人的贷款出表，主要基于会

计准则中的相关要求进行分析 and 计量。

根据《企业会计准则第23号——金融资产转移》的规定，判断金融资产终止确认、实现出表有两种情形。第一种是收取现金流量权利的转移，第二种则是企业承担了将收取的现金流支付给最终收款方的义务，且风险报酬转移，实际操作过程中主要是第二种，需要进行“过手测试”及风险报酬转移测试。

其中，对于风险转移的判断，实务中通常比较金融资产转移前后发起人所承担的该金融资产未来净现金流量金额及其时间分布变动的风险。在计算和比较金融资产未来现金流量净现值的变动时，应当考虑所有合理、可能的现金流量变动，对于更可能发生的结果赋予更高的权重，并采用适当的市场利率作为折现率。实务中经常使用现金流变化的标准差统计作为确定发起机构已经转让和保留变化程度的基础。现金流的各种结果经常根据相关方的经验判定。如果计算结果表明通过资产证券化转移了超过90%的风险和报酬，则可认为其已经转让了几乎所有的风险报酬。

一旦能够满足会计准则的终止确认标准，发起人的财务报表和监管报表上都不再体现该金融资产，也不会再要求相应的资本。

现存的问题及建议

对比欧盟对于证券化重大风险转移判断的相关规范，我国对银行信贷资产



证券化中重大风险转移的监管不够明确和具体。除前述按照会计准则所进行的分析外，监管机构并没有对证券化中的重大风险转移提供判断标准。EBA对SRT领域的市场和监管做法的监测表明，在某些情况下，证券化交易机构实现了会计终止确认，但并未能确认SRT。在这些情况下，发起机构仍须将证券化风险敞口纳入RWEA的计算中。需要注意的是，在没有确认SRT的情况下，发起人的审慎资产负债表始终反映证券化投资组合产生的风险。

近年来，商业银行一直是我国资产支持证券的主要持有者。由于银行体系交叉持有大量的信贷资产ABS，基础资产违约风险仍主要停留在了银行内部。一方面，如果发起银行的证券化资产被确认出表，则发起银行本身将不再为这些资产匹配资本。而投资购买证券化高级档的银行，对应资本要求较低。因此，

尽管从整个银行体系而言，该证券化的底层资产（贷款）的风险并没有实质上改变，但是，却通过证券化交易使银行为之匹配的总资本降低。如果发起行的证券化资产实际上并不能严格满足重大风险转移的条件，则资产证券化产品在银行间的互持现象会进一步加大银行业的系统性风险。

综上，建议我国监管机构参考借鉴国际经验，在大力发展我国证券化市场的过程中，充分关注证券化过程中的风险监管。对于证券化中的重大风险转移判断，不应仅仅依靠会计准则的标准，而是应该结合对银行资本的监管，制定系统的证券化交易结构特征判断标准和切实可行的定量测试方法，提高证券化重大风险判断中的标准化程度，以便更好地发挥证券化市场的积极作用。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]安丛梅.资产证券化与银行业系统性风险——基于“去一”分析法的应用[J].金融监管研究,2021(05):1-15.
- [2]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(03):81-87.
- [3]孔大鹏,张明.中国资产证券化的最新进展:特征事实、驱动因素与主要问题[J].金融市场研究,2021(05):15-31.
- [4]Association for Financial Markets in Europe (AFME),Securitisation Report[R].Q4 2020.
- [5]European Banking Authority (EBA),EBA Final draft regulatory technical standards[S].2022-04-01.
- [6]European Banking Authority (EBA), Report on STS framework for synthetic securitisation under article 45 of regulation (EU) 2017/2402[R].2020-05-06.
- [7]European Banking Authority (EBA),Guidelines on significant risk transfer (SRT) for securitisation transactions[Z].2014-07.
- [8]van der Plaats, Mark T,How to Measure Securitization: A Structural Equation Approach[R].MPRA Paper No. 109735,2021-09-18.