



资产担保债券的国际市场观察

Covered Bonds—An International Market Perspective

王令哲 徐亚平 田雨农

摘要：资产担保债券是由抵押贷款或公共部门贷款组成的资产池为其提供抵押，并且在发起人破产时，债券持有人对资产池有优先处置权的债务融资工具。本文对资产担保债券在国外的发展历史、产品特征以及国外评级机构的评级方法进行介绍，并与国内相似产品进行对比分析，以期为该产品在国内外发展提供有价值的借鉴。

关键词：资产担保债券 评级方法 国际市场

Abstract: Covered bonds are debt financing instruments that are secured by an asset pool composed of mortgage loans or public sector loans. Bondholders have priority in disposing of the asset pool when the sponsor goes bankrupt. This paper introduces the development history, product characteristics and rating methods of foreign rating agencies of covered bonds in foreign countries. It also compares them with similar products in China in order to provide a reference for the development of this product in China.

Keywords: Covered Bonds, Rating Methodology, International Market

国外市场资产担保债券发展概况^①

资产担保债券又名全覆盖债券，是由抵押贷款或公共部门贷款组成的资产池为其提供抵押，并且在发起人破产时，该债券持有人对资产池有优先处置权的债务融资工具。

王令哲、徐亚平、田雨农，中债资信评估有限责任公司ABS团队。本文系个人观点，与所在机构无关。

① 参考巴曙松等（2010）。

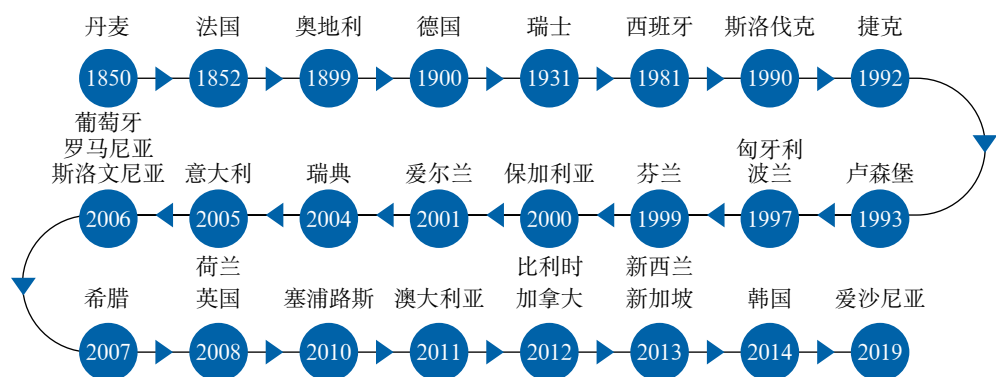


资产担保债券是欧洲最卓越、历史最悠久的金融产品之一。它起源于希腊的抵押单据及意大利、荷兰的债券。1770年，普鲁士在为公共设施项目融资时首次推行资产担保债券，称为潘德布雷夫抵押债券。丹麦随后于1797年引进，并于1850年发布首部相关法律。从此欧洲及世界其他国家陆续引入该债券，并颁布相关法律。20世纪中期，零售存款规模增长和银行间市场的发展为抵押贷款提供了充足的资金来源，资产担保债券在许多欧洲国家重要性有所下降。

20世纪末，资产担保债券市场迎来井喷式发展。1995年，德国潘德布雷夫债券的基准形式债券（Jumbo）发行，该债券为投资人提供流动性，并为公共部门贷款提供了更多的资金来源，自此Jumbo市场

增长强劲。1999年统一使用欧元后，欧洲各国投资者的跨国投资不再需要考虑货币问题，只需要寻求流动性产品，在此背景下，资产担保债券被欧洲各国重新启用，并成为资本市场上富有竞争力的融资工具。时至今日，资产担保债券已成为欧洲资本市场的重要组成部分，一些新兴国家也开始确立相关法律。

进入21世纪以来，资产担保债券在欧洲市场及新兴市场发展迅速。21世纪初，以德国为代表的欧元区国家是资产担保债券的主要发行市场。近年来，欧元区国家的发行量较2005年明显降低，以丹麦为代表的其他欧洲国家，以及以加拿大为代表的非欧洲国家市场发展迅速。截至2020年末，全球资产担保债券总存量达2.91万亿美元，已有包括韩国、澳大利亚、巴西等



资料来源：S&P Global Ratings' Covered Bond Primer，中债资信翻译。

图1 各国颁布资产担保债券法律时间线



共计35个国家发行过该债券，新兴市场存量的大幅提升抵消了欧元区国家存量的萎缩（图2）。2020年，全球资产担保债券发行总量为6 124.48亿欧元，其中丹麦发行金额为1 275.24亿欧元，已成为发行量最大的市场（图3）。

相较于欧洲市场，资产担保债券在美国发展缓慢。美国市场于2006年首次发行资产担保债券，但由于投资人对其特征不了解或不确定，反馈褒贬不一，2007年后美国市场不再发行。

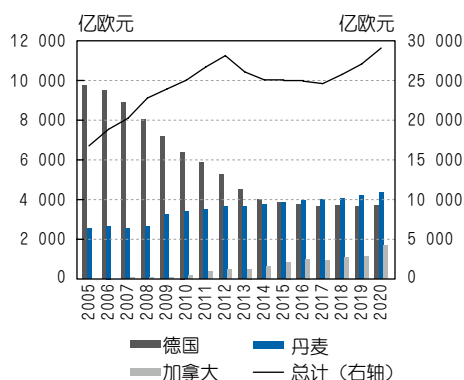
国外资产担保债券特点

资产担保债券被证明是在市场动荡剧烈时依然具有较强适应力的有效融资手段。资产担保债券又被称作表内双担保债券，即担保资产仍然留在银行资产负债表

内，投资人对发行人和担保资产具有双重追索权，因此具有较高的抗风险性。基于优质的抵质押物资产池以及发行人的雄厚实力，资产担保债券通常具有很高的信用评级，例如AAA级或AA级。得益于高其抗风险性，资产担保债券在次贷危机和欧债危机中表现稳健，在受到危机影响最大的欧洲国家（例如意大利和西班牙），银行仍可通过资产担保债券进行融资。

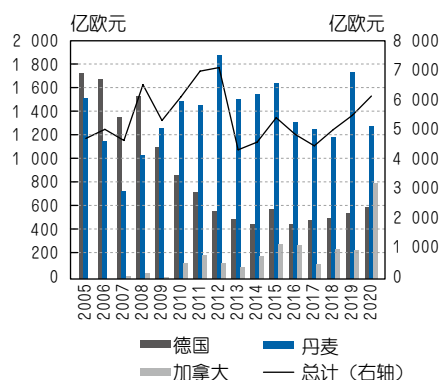
基础资产特点

基础资产合格要求。资产担保债券的资产主要包括抵押贷款和公共部门贷款。二者是最为常见的入池资产，此外少数国家允许船舶抵押贷款、小微企业贷款等入池。21世纪初，公共部门贷款在资产池中总量占比超过50%，但随着市场的逐步发展，抵押贷款在入池资产的份额已超过



数据来源：European Covered Bond Fact Book 2021。

图2 全球及代表市场近年资产担保债券存量



数据来源：European Covered Bond Fact Book 2021。

图3 全球及代表市场近年资产担保债券发行量



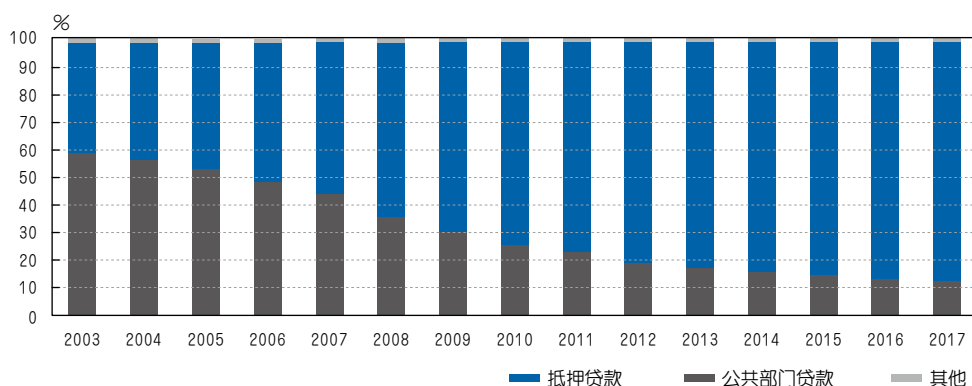
80%（图4）。随着资产证券化在全球范围内的兴起，部分国家将ABS引入了担保资产池，但在数量、质量、品种上均有限制。

资产担保债券对于入池资产一般有较为严格的合格标准。首先，欧盟委员会（European Commission）在2006年6月公布的《资本要求指令》（Capital Requirements Directive, CRD）中对资产担保债券的资产池合格标准进行了定义。其次，各国在CRD的基础上，根据本国市场情况做出额外规定。以德国为例，其资产担保债券相关法律对商业贷款和住房抵押贷款的贷款价值比规定上限为60%，超过部分不计入抵押资产池总价值。另外，德国允许衍生工具在某些情况下进入抵押资产池，但其比例不能超

过抵押资产总价值的12%，发行人需在每个季度和年度的财务报表附注中公布抵押资产的有关信息。房产、政府部门项目的购买建设一般为长期投资项目，信用风险较低，成为资产担保债券高信用级别的基础。

资产池管理。资产担保债券一般采用动态资产池。一般要求担保池中某些资产的质量下降时，只要发行人仍有偿付能力，就必须用其他优质资产替代不合格资产。

资产担保债券要求资产池对债券余额全覆盖。如果资产池不能覆盖债券余额，且发行人不能通过替代、增加资产或回购等方式保持全覆盖，资产担保债券将可能提前到期。另外，发行人需始终提供超额抵押，维持资产池价值超过债券名义价值



数据来源：S&P Global Ratings' Covered Bond Primer。

图4 存续期资产担保债券基础资产分布



或净现值。许多国家规定了强制性的最低超额抵押作为重要的缓冲工具。例如，西班牙规定以抵押贷款做资产池的最低超额担保率为25%等（表1）。

交易结构特点

发行目的。银行发行资产担保债券的主要目的是再融资。资产担保债券相较于一般债券有更高的信用等级和更低的融资成本，扩充了发行人的融资来源。由于担保资产仍保留在银行的资产负债表中，一般不以资产出表为发行目的。

发行方式。根据发行人不同，资产担保债券有两种较为典型的交易结构，即发行人是发起人自身或其直属子公司。发起人自身为发行人的典型代表是德国，德国资产担保债券发行人并非仅限于银行，各类经营信贷业务的金融机构满足相应法律规定并取得发行执照后均可发行。以发起人子公司为发行人的典型代表是法国，法国巴黎银行（BNP Paribas, BNPP）的资产担保债券由其子公司BNPPCB发行，再由子公司将发行所得资金贷款给母公司，贷款由抵押资产池提供担保，但担保资产仍然保留在母公司的资产负债表上。

近年来，部分国家市场上出现了结构化资产担保债券的新品种，即发行人使用一般ABS的结构复制传统资产担保债券的特征（图5）。该产品最早由希望发行资产担保债券但缺少相关法律的国家发起，随后在设有专门监管规范的国家也开始发行，目的是在入池资产等方面获得更多的灵活性。允许发行结构化资产担保债券的国家包括英国、法国、加拿大、澳大利亚等。一般情况下通过SPV或合约安排保证投资人的双重追索权，但也可能在权利义务方面针对特殊投资人做出相应调整，以满足不同的风险需求。欧洲各国对于结构化资产担保债券形成了不同的模式，例如意大利将公共管理机构Cassa Deposite Prestiti（CDP）转变为一个政府绝对控股的联合股份公司，专门用于发行结构化资产担保债券，CDP管理维持一个统一的担保资产池，为其发行的所有未偿债券提供担保。

证券还款方式。资产担保债券一般使用到期一次性还本付息的还款方式，只要发行人有偿付能力，就应在规定到期日全部偿还；但若发行人在存续期内失去偿付

表 1 欧洲各国对资产担保债券超额抵押的最低要求

国家	丹麦	德国	希腊	西班牙	英国
最低超额抵押	8%	2%	5.26%	25%	8%
计算基数	风险加权资产	净现值	名义价值	名义价值	名义价值

资料来源：S&P Global Ratings' Covered Bond Primer, 中债资信翻译。



能力，则通过资产池的现金流或处置资产偿还证券。

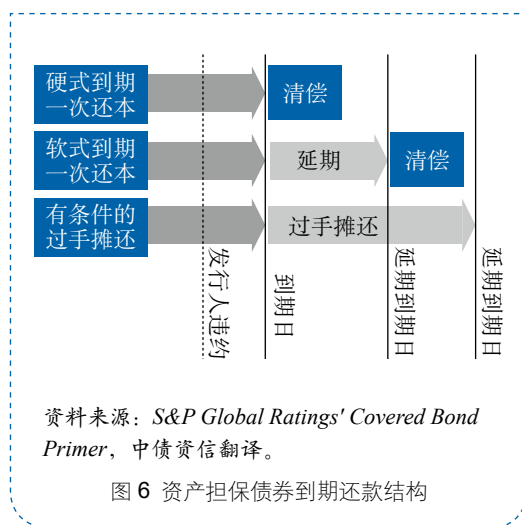
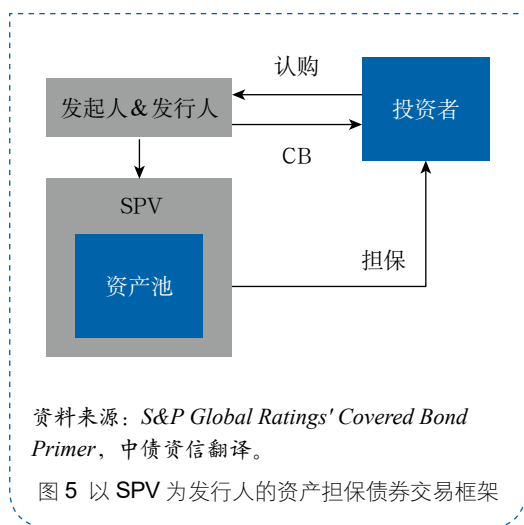
常见的资产担保债券还款结构有三种（图6）。一是硬式到期一次性还本（Hard Bullet），即债券到期日确定且到期一次性还本，若发行人在到期日前失去偿付能力，则须清算变卖抵押资产，以保证债券到期偿付。二是软式到期一次性还本（Soft Bullet），即在债券到期日后，视发行人资金情况，可将债券延期，一般延长一年。在此期间，发行人仍可通过其他方式筹集资金，避免抵押资产清算。三是有条件的过手摊还型（Conditional Pass-Through, CPT），即在某些触发事件后，债券偿付转为过手摊还，触发事件一般包括发行人无力偿付债务后资产池内资产不足以支付债券、存续期间未通过压力测试

等。在过手摊还模式下，信托不需要立即清算抵押资产，债券也会相应延期，发行人在延期期间的每个还款日用抵押资产所得兑付。具体延期时间一般取决于抵押资产的到期时间，以便发行人保留在市场条件合适时通过清算抵押资产偿还债券的可能。

法律层面特点

资产担保债券最重要的特点是设置了双重追索权，即投资人对发行人和担保资产均有追索权。债券发行人承担还本付息的第一责任，当发行人无力清偿时，投资人拥有对基础资产的优先处置权。这种设置对于交易各方均能带来一定益处。

对于发行人，双重追索权是资产担保债券高评级的保障，允许发起机构以较低成本筹集较长期限的资金，优化融资组合





配置。对于投资人，双重追索权在一定程度上保证了投资人的权益，显著降低其面临的违约风险，成熟的资产担保债券法律体系使投资人免受内部纾困^①的影响。对于监管机构，资产担保债券在欧洲金融系统中扮演着重要角色，是欧洲央行认可的可用于抵押的金融资产，是央行货币政策操作重要的执行手段。

资产担保债券参与机构

资产担保债券的发起人与发行人一般是同一机构。除贷款服务机构、信托等常见参与机构外，资产担保债券项目还具有资产监察机构，负责确保资产池内的资产数量和质量始终合规。资产担保债券的投资人主要包括商业银行和基金，2014年欧洲央行将资产担保债券加入其资产购买计

划中后，中央银行所占份额提升至与前两者相当。

资产担保债券与国内信贷ABS的对比 (表2)

资产担保债券与信贷ABS的重要区别是资产担保债券投资人拥有双重追索权。相较而言，信贷ABS一般通过SPV实现破产隔离和发行，发行人将用于资产证券化的资产出售给SPV，不再承担债券偿付义务，因此信贷ABS的持有人没有对发行人的追索权；通过SPV实现破产隔离和发行后，信托资产在符合监管要求的前提下实现出表，但在实操中也存在不出表的情况。

资产担保债券一般采用动态资产池，担保资产池中某些资产的质量下降时，只

表 2 资产担保债券与国内信贷 ABS 的特征对比

	资产担保债券	信贷ABS (以RMBS/CLO为例) ^②
发行人	一般为发起人自身	SPV
对发行人追索权	对发行人全额追索	无法对发行人追索
资产池是否出表	一般留在表内	表内/出表
资产池	动态池	一般为静态池
证券分层	不分层	一般有优先级/次级分层结构
债券还款方式	一般为到期一次还本	一般为过手型或固定摊还
券端利率类型	固定利率	固定利率/浮动利率
证券期限	2~10年	各品种证券期限有所不同

① 在银行面临危机时，内部纾困 (bail-in) 制度要求股东及无担保债权人，包括低级和高级债权持有人以及某些储户共同承担损失。

② 由于CB的入池资产一般以住房贷款和公共部门贷款为主，选取信贷ABS中基础资产具有一定可比性的RMBS和CLO进行对比分析。



要发行人仍有偿付能力，就必须用其他优质资产替代不良资产。相较而言，信贷ABS资产一般使用静态资产池，且不允许替换资产。与之相比，资产担保债券的动态高质量资产池对发行人的资产管理能力和信用风险控制水平提出了更高的要求。

交易结构方面，资产担保债券一般不分层，即仅设一档证券，一般级别很高；信贷ABS一般设置分层结构。资产担保债券一般在到期日一次性还本付息；信贷ABS一般采用过手型或固定摊还，在存续期内逐步还本付息，在到期日前偿付完毕。资产担保债券一般使用固定利率，到期还本付息，且期限较长，为2~10年；目前国内信贷ABS浮动利率与固定利率均有，期限受入池贷款剩余期限影响而有较大区别，比如CLO期限一般2~3年，RMBS可能在10年以上。

国外资产担保债券评级方法

国外对资产担保债券的信用风险主要关注四个方面^①。首先，资产担保债券资产池的信用状况与发行人整体的信用状况存在着很大的相关性，一旦资产池信用质量下降，发行人的信用状况也会相应恶化。其次，司法环境影响资产担保债券交易结构的实现，资产担保债券需要成熟的

司法体系和监管体系支持，才能保证包括双重追索权、优先处置权在内的各项交易结构设计顺利实施。再次，动态资产池给投资人带来若干风险，比如管理者不能将合格资产及时投入资产池以满足全覆盖要求带来的风险等。最后，担保资产的期限与债券期限容易出现错配情况，涉及抵押的担保资产期限多超过30年，远长于债券2~10年的存续期限。

惠誉资产担保债券评级思路

资产担保债券拥有双重追索特性，其债券级别与发行主体自身信用级别高度相关，因此惠誉对其评级起始于发行机构的长期违约级别（Long-term Issuer Default Rating）；然后在机构级别基础上，从三个模块，即处置优先级（Resolution Uplift）、回款连续性（Payment Continuity Uplift）、回收率（Recovery Uplift）判断受评资产池可用的级别提升数量；最后根据现金流模型及压力测试计算债券面临的信用损失和资产负债错配损失，选择相应的模块依次对债券级别升级，直到债券级别达到可允许的最高值，并得到相应要求的超额抵押（图7）。

惠誉的资产担保债券评级思路有两个重要组成部分。

^① 参考巴曙松等（2010）。



债券级别提升机制方面，处置优先级模块是指定性判断资产担保债券免于陷入发行人内部纾困风险的可能性，其判断标准为发行人对债券的保护程度，保护程度越高，此模块可提升的子级数量越多。偿付连续性模块主要考察当资产担保债券需要从资产池获得现金流时，资产池的流动性情况；一般而言，子级提升的数量与还款方式及资产池能保证的流动性持续时间相关；使用该模块升级时，需获得相应目标级别的超额抵押支持。回收率模块考察资产池回收率，根据资产池回收率的不同，确定可提升子级的数量。使用该模块升级时，需获得相应目标级别的超额抵押支持。

超额抵押的确定方面，使用偿付连续性模块和回收率模块对资产担保债券升级时，均需要获得相应目标级别的超额抵押

支持，并通过相应级别的压力测试。超额抵押包含信用损失和资产负债错配损失，前者主要通过考量抵押房产的地理位置等资产自有属性，判断抵押资产的期望回收；后者考量现金流的净现值差异和资产出售/再投资损失等。具体而言，在现金流模型中设定违约率、早偿率等参数，分别针对回收率模块和偿付连续性模块进行压力测试，得出必要的超额抵押。

标普资产担保债券评级思路

标普的资产担保债券评级起始于发行人信用级别（Issuer Credit Rating, ICR），首先进行资产隔离分析，对发行人法律监管风险及操作管理风险进行初步判断，确定债券级别能否高于发行人级别；然后进行处置机制分析，判断债券是否有完善的机制避免受内部纾困的影响，并确定参考评级级别（Reference Rating Level, RRL）；继而进行司法支持分析，评估面临压力时，债券从政府资助计划中获得支持的可能性，确定司法支持评级级别（Jurisdiction-supported Rating Level, JRL）；接着进行抵押物支持分析，计算用于覆盖信用风险和再融资风险所需的超额抵押，并以此为资产担保债券提升级别，判断其可达到的最高评级级别；最后考虑其他因素，如交易对手风险和国家风险，调整决定最终的资产担保债券评级级别（图8）。

标普的资产担保债券评级思路有四个

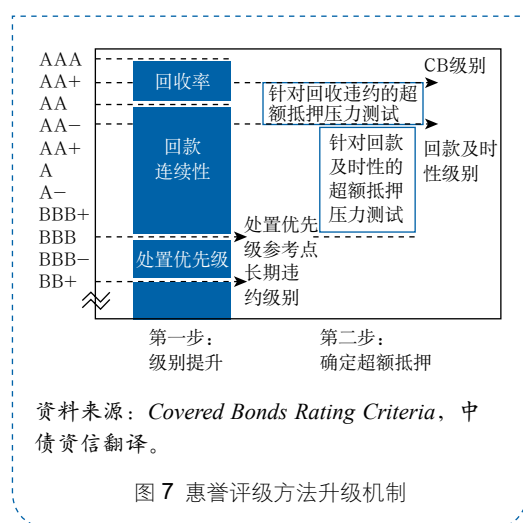


图7 惠誉评级方法升级机制



重要组成部分。

资产隔离分析方面，由于当债券不发生违约时，发行人是支付的主要来源，因此标普认为资产担保债券的级别不低于发行人信用级别（ICR）。当项目能满足相应最低要求的法律规定时，受评债券能基于ICR获得后续的级别提升。

处置机制分析衡量债券是否有完善的机制避免受到内部纾困的影响，并确定受评债券的参考评级级别（RRL）。标普认为，当处置机制完善时，根据资产担保债券在发行人国家金融市场的系统重要程度，确定基于ICR的子级提升个数。同时标普对部分发行人进行清算对手方评级（Resolution Counterparty Rating, RCR），用以判断该发行人发行的优先债务的相对违约风险。RRL等于上述两者中

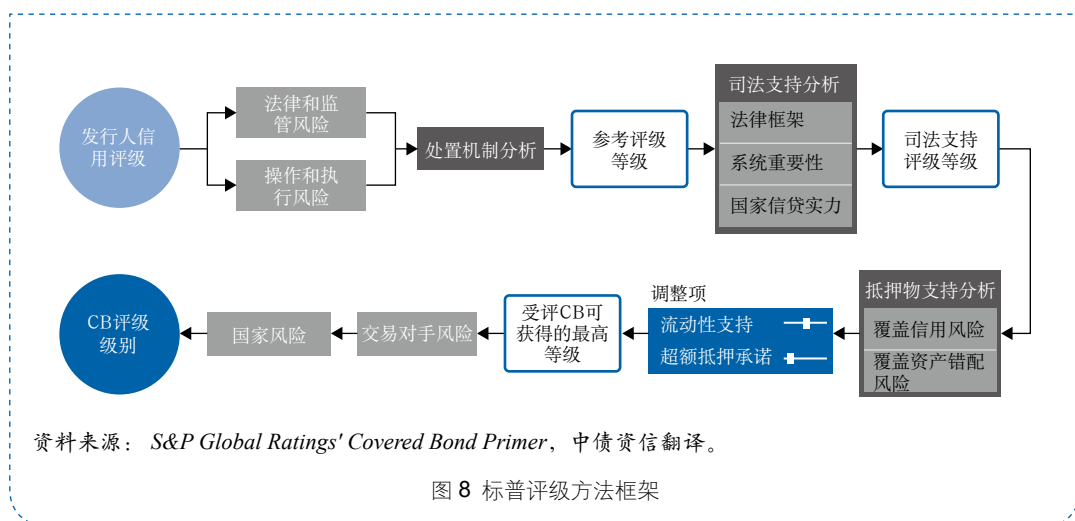
的孰高值。

司法支持分析评估面临压力时，资产担保债券从政府资助计划中获得支持的可能性，此部分不涉及抵押资产。标普主要从法律框架、系统重要性、国家信用实力三个因素评估司法支持，仅当三因素都至少达到某一等级时，受评债券的司法支持才能获评该等级。

抵押物支持分析评估资产担保债券的超额抵押，标普认为，受评债券所需的超额抵押至少应覆盖信用风险，并获得一定的提升；然后依据资产池中的资产是否存在活跃二级市场，考虑是否增加对资产负债错配风险的覆盖。

资产担保债券评级方法对比

惠誉和标普的评级方法整体思路框架一致，均以发行人主体级别为基础，再对





其从多个模块提升债券级别，使受评债券达到最高级别。受评债券可能不需要使用全部可用模块即可达到最高级别，具体选用的升级模块视情况而定（图9）。

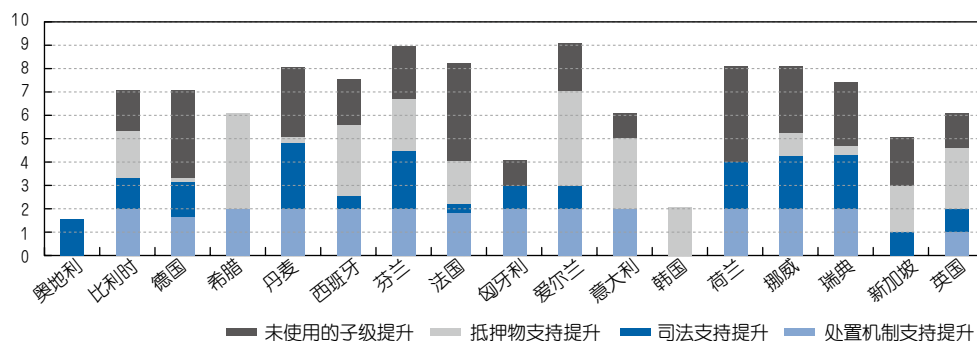
惠誉和标普的评级方法在升级模块和超额抵押计算时考虑的风险因素是类似的。从各个债券升级模块来看，惠誉和标普均首先考虑“处置优先级”模块，即对内部纾困风险进行考量的角度相似；除此以外，在超额抵押的计算上，二者均考虑了信用风险和资产错配风险两个维度。

惠誉和标普的评级方法对司法环境因素的重视程度不同。标普方法注重司法环境对资产担保债券的升级，同时考虑超额抵押对级别的提升，而惠誉方法以超额抵押为重点。

启示

资产担保债券业务在国内开展的可行性研究具有一定价值。资产担保债券拥有严格的监管框架和优质资产作担保，信用风险较低。这种设计对各参与机构均有一定的利处，资产担保债券的证券信用风险以发行人的信用水平为基础，同时以入池资产对证券兑付提供担保，发行人可以利用自身信用以及表内优质资产以较低的价格进行融资；对于投资人，资产担保债券或具备高于国债的收益率同时风险又相对可控；对于债券市场，可以增加长期债券交易品种，完善收益率曲线，推进利率市场化进程。

完善的基础设施建设是开展资产担保债券业务的前提和基础。首先，法律支持对开展相关业务至关重要。资产担保债



资料来源：S&P Global Ratings' Covered Bond Primer，中债资信翻译。

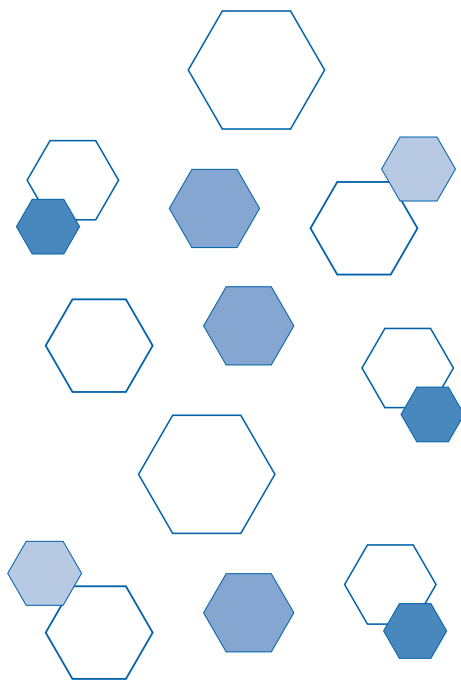
图9 各国资产担保债券升级使用模块分布



券的动态抵押资产池需要严格的合格标准和监管机构的实时监督,以保证双重追索权等交易结构的实现。从本质上讲,资产担保债券可以看作一般金融债加上一个严格的特殊的担保。另一方面,虽然我国市场目前还缺乏业务相关的法律框架,但金融债和信贷ABS业务有较为成熟的法律体系,因此若要在国内开展该业务,可以金融债和信贷ABS经验为基础,设立资产担保债券相应法律,明确发行人与投资人间的权利义务关系,并根据国内市场实际情况进行金融创新,形成真正适合中国市场的资产担保债券产品。其次,形成适合我国国情的资产担保债券分析方法,有助于充分揭示产品信用风险。如果在国内开展该业务,在确定了产品设计模式和相关法律要求之后,可适当借鉴国外经验,重视对发行人主体和入池资产的考量,同时充分考虑国内实际情况,以目前国内已相对

成熟的信用风险分析思路和模型为基础,或可形成适用于中国市场的资产担保债券信用风险分析方法。^[N]

学术编辑: 曾一已



参考文献:

- [1]巴曙松,孙隆新,周沅帆.全覆盖债券的国际经验及中国的现实选择[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2]陈雪岑.全覆盖债券的国际经验及其启示[J].新金融,2012(3).
- [3]孙隆新.全覆盖债券的发行模式研究及借鉴[J].中国货币市场,2010(5).
- [4]Antonio Farina,Casper Andersen.Covered Bonds 2020 Outlook[R].S&P,2019-11.
- [5]Antonio Farina,Natalie Swiderek.Covered Bonds 2021 Outlook[R].S&P,2020-11.
- [6]Antonio Farina,Casper Andersen.Covered Bonds Outlook 2022[R].S&P,2021-12.
- [7]Carmen Munoz,Cosme de Montpellier.Covered Bonds Rating Criteria[R].FitchRatings,2020-06.
- [8]James Manzi,Tom Schopflocher.Global Structured Finance 2021 Outlook[R].S&P,2021-01.
- [9]Antonio Farina,Marta Escutia.S&P Global Ratings' Covered Bond Primer[R].S&P,2019-06.
- [10]Luca Bertalot,Jennifer Johnson.European Covered Bond Fact Book 2021[R].ECBC,2021-10.