



资产担保债券和资产支持证券： 洞察、比较与展望

张义斌

摘要：本文回顾资产担保债券的发展历史，总结资产担保债券典型的交易结构和核心特征，并与资产支持证券进行比较分析，发现两种资产证券化业务模式在资产端、证券端和发行端均存在较大差异。基于上述研究并结合中国实际情况，本文从发行主体、法律法规、产品要素和信用评级等方面提出针对性建议。

关键词：资产担保债券 资产支持证券 核心特征 差异分析

资产担保债券的中国化

党的二十大报告做出关于“提高直接融资比重”的战略部署，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）为服务“稳增长、稳就业、稳物价”的经济目标，充分发挥资产和主体的“双重增信”机制，引入除资产支持证券（ABN、ABCP和类REITs等）之外的第二种结构化产品，即资产担保债券（Covered Bond, CB）。2022年5月27日，交易商协会正式发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》（以下简称《通知》）。《通知》所称“资产担保债务融资工具，是指发行人为实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产

生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具”。CB定位于“资产和主体双重追索的结构化融资工具”。法律关系上，CB属于广义“债券”，为债权债务法律关系，属于表内融资，但和普通债券有所不同，CB对发行主体和担保资产具有双重追索权；产品分类上，CB属于结构化产品，通过直接注册登记或者间接转让给特殊目的载体进而避免担保资产成为破产财产，属于资产证券化的另一种模式。也就是说，资产担保债券是介于普通债券和资产支持证券之间的创新债务融资工具。

资产担保债券致力于盘活存量资产、扩大有效投资和畅通投融资渠道，

张义斌，中证鹏元资信评估股份有限公司。

重点支持绿色发展、新型基础设施建设和保障性租赁住房等领域。^①在地方融资平台（特别是AA等级）融资渠道受限的环境下，资产担保债券的中国化对于企业拓宽融资渠道、盘活存量资产、改善融资结构、降低融资成本具有重大的现实意义。

资产担保债券的起源和发展历程

CB的起源最早可以追溯到18世纪60年代“七年战争”时期的普鲁士，为了复苏经济，降低融资成本，封建贵族创新了以土地作为担保并且具有完全追索权的债券产品。CB自从出现以来，迅速得到欧洲和其他国家的青睐，特别是随着近年来欧洲低利率环境下出现的借贷泡沫、宽松的监管环境、金融危机的爆发等因素进一步促

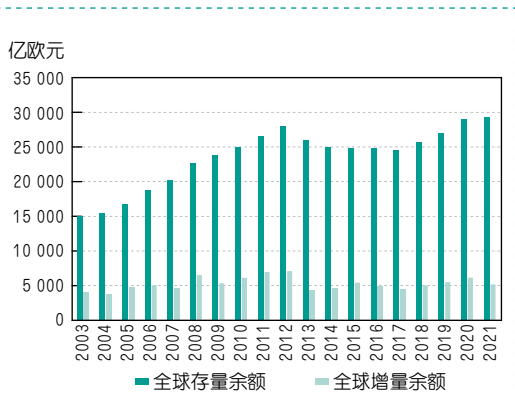
进了CB的迅速发展。目前欧洲市场仍然是全球最大的CB市场，主要是因为欧洲市场相比于其他市场，资产担保债券的法律和监管制度更加完善。

CB在全球的认可度稳步提升

从全球视角来看，2003—2021年，CB每年新发行金额约为5 000亿欧元左右，存量未偿金额呈现震荡上行的趋势，从1.5万亿欧元上升至2.9万亿欧元，复合年增长率为3.95%，表明全球资本市场对CB的认可程度正在稳步提升。

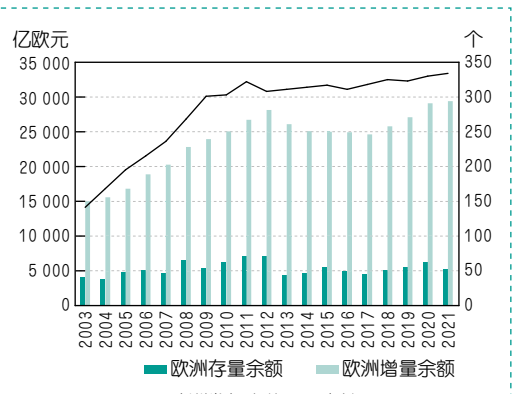
欧洲CB多采用公募发行固定息票

欧洲CB具有260余年的发展历史，存量规模长期占据全球CB规模的90%以上，基本呈现稳步增长的态势。发行人方面，欧洲CB发行人都是银行类金融机构。基础资产方面，欧洲CB基础资产主要包括公共



数据来源：EMF-ECBC，中证鹏元整理。

图1 2003—2021年全球资产担保债券存量和增量



数据来源：EMF-ECBC，中证鹏元整理。

图2 2003—2021年欧洲资产担保债券存量和增量

^① 2022年6月21日，盐城市城镇化建设集团（以下简称“盐城城建”）发行全国首单资产担保债务融资工具（CB），项目规模3亿元，期限3年，债券募集资金主要用于偿还发行人盐城城建并购融资，并以并购资产江苏驿都国际大酒店（盐城城建子公司）和该资产产生的现金流为抵质押物。

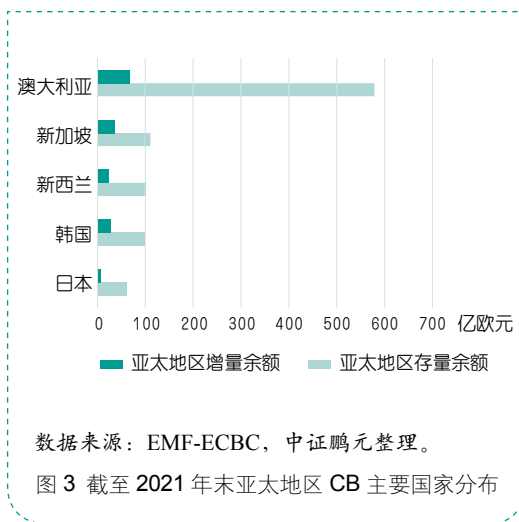


部门贷款和不动产抵押贷款等类型，上述资产具有流动性强、处置周期短、分散性好以及回收率高等特点。发行方式方面，公募CB是主流产品，存量规模占比约为70%。利息支付方式方面，固定息票和浮动息票比例约为4：1，CB的发行人更偏好固定息票。

亚太地区CB的覆盖倍数和抵押物跌价比率差异较大

亚太地区CB的发展历史较晚，存量规模较小，大多数国家均先进行试点、再在总结经验的基础上完善相关的法律法规。^①

从亚太地区主要国家发行的CB产品对比可以看出，澳大利亚发行的CB产品覆盖倍数^②相对较低且平均账龄较长，主要是其银行主体级别较高以及抵押物跌价比率^③较低导致。新西兰与新加坡资产特点较为相似，但是同一国家不同银行之间的覆盖倍数差距比较明显。韩国由于其国内资产价格波动性较大，抵押物价值跌价比率较高，故其覆盖倍数明显高于其他国家，发行主体也以银行为主。



资产担保债券的核心特征和交易结构

虽然CB在海内外不同的国家和地区的具体定义和表现形式有所差异，但基本具有以下核心特征：（1）CB的发行人法律或监管机构认可的机构；（2）CB和资产池均保留在发行人的资产负债表内；（3）CB的投资人均对于发行人和资产池具有双重追索权且投资人对资产池中的担保资产享有优先求偿权；（4）CB的发行人有义务维持资产池中有充足且满足要求的底层资产，且资产池中担保资产的充足

① 2009年，韩国国民银行（Kookmin Bank）基于现有ABS法案及信托法案，发行了亚洲第一只具有双重追索权的结构化资产担保债券，成为对CB的首次探索，并于2014年制定了《资产担保债券法案》；而新加坡于2013年制定了关于CB的相关法律法规，2015年星展银行（DBS）率先发行了100亿美元CB。日本至今尚未出台CB配套相关法律、法规。2018年三井住友银行（SMBC）在合同法的框架下，成功发行了首单CB。澳盛银行于2011年发行了澳大利亚首个CB，随后西太平洋银行、澳大利亚联邦银行、澳大利亚国民银行等金融机构陆续发行CB产品，主要系之前通过政府借贷担保的方式通过公开市场融资受限，成本较低的CB成为银行业较好的替代融资工具。

② 覆盖倍数=担保资产池金额/资产担保债券余额。

③ 抵押物跌价比率系指抵押物在特定经济情景下市场价格可能下跌的幅度。

性应受行政机关或独立机构监督；（5）CB需要进行资产充裕度测试，包括资产覆盖测试和摊还测试，本质上都是判断债券未偿规模和资产池调整规模的差额是否满足法定要求和合同约定。

CB的核心特征决定了其优势：对投资人而言，CB具有双重追索权的安全保障，

投资人在满足安全性和流动性要求的前提下，可适当选择一些高收益的二级市场投资品种，能够实现更高的资产组合投资的边际收益；对发行人而言，CB可以通过优质资产增信取得相较于主体信用评级更高的债项评级，进而降低综合融资成本，特别是银行类发起机构，CB可以为住房贷

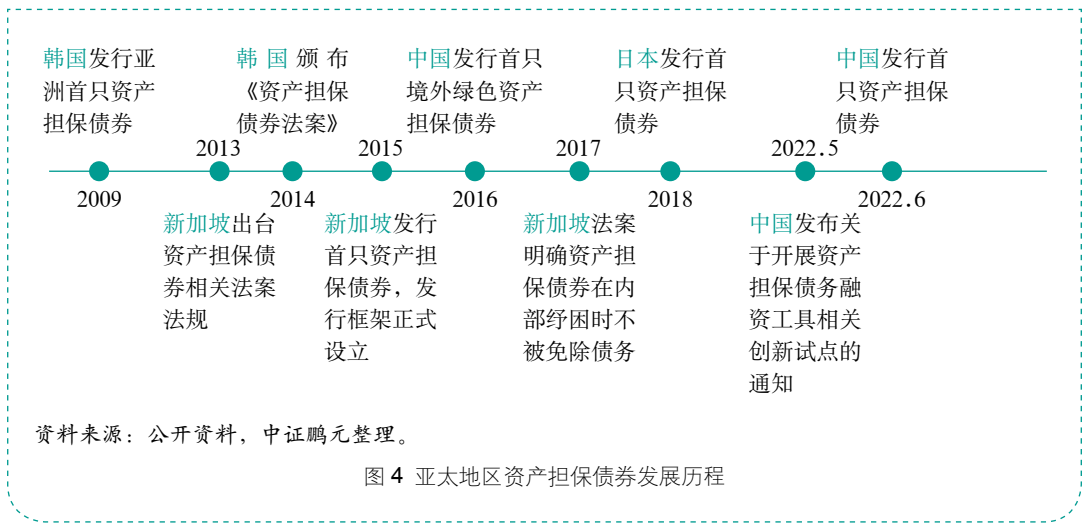


表 1 截至 2021 年末亚太地区主要国家 CB 的发行情况

国家	发行人	资产池金额	债券余额	覆盖倍数	抵质押率	平均账龄（月）
韩国	韩国国民银行	25.9万亿韩元	6.77万亿韩元	3.83	48.6%	21.0
	韩亚银行	3.62万亿韩元	0.67万亿韩元	5.40	53.2%	9.8
新加坡	星展银行	107亿新元	43亿新元	2.49	51.8%	—
	华侨银行	69亿新元	40亿新元	1.72	53.2%	—
新西兰	新西兰澳洲银行	113亿纽币	40亿纽币	2.83	54.5%	47.4
	新西兰国家银行	47亿纽币	29亿纽币	1.62	45.9%	60.0
澳大利亚	澳大利亚联邦银行	287亿澳元	269亿澳元	1.07	53.9%	64.1
	西太平洋银行	276亿澳元	245亿澳元	1.12	59.2%	58.0
	澳大利亚国民银行	273亿澳元	207亿澳元	1.32	56.0%	57.1
	澳新银行	148亿澳元	101亿澳元	1.47	59.3%	56.4
	昆士兰银行	30亿澳元	23亿澳元	1.30	55.9%	59.0

资料来源：公开资料，中证鹏元整理。



款、公共部门贷款等长期贷款业务的发展提供稳定且廉价的资金，改善发行人资产端和负债端的期限错配问题。

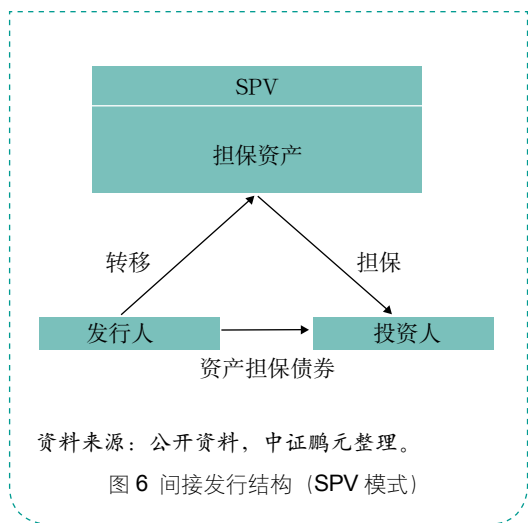
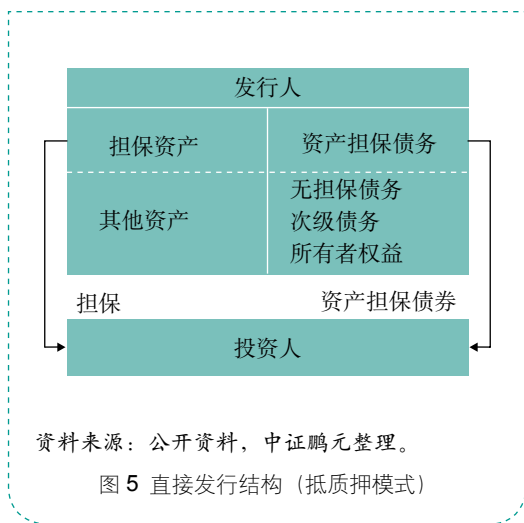
CB的交易结构可以分为两种模式，直接发行结构（抵质押模式）和间接发行结构（SPV模式）。大多数CB的发行都采用直接发行结构，前提是有关地区已经具备了完善的法律法规，因为投资人对于特定担保资产的优先受偿权依赖于法律的保障和约束。在这种结构下，发行人既可以是贷款发起机构，也可以是其子公司。正常情况下，发行人可以按照合同约定对债权人进行偿付，并通过补足差额和留存资金等方式缓解担保资产和担保债券的现金流错配，存续期内需要动态管理资产池以满足最低的超额担保率要求。当发行人进入破产重组之后，监管机构等将会继续管理担保资产。

少数CB的发行采用间接发行结构，

在相关法律法规不太健全的地区，一般发行人需要将担保资产转移至特殊目的载体（SPV），再由SPV向投资人提供特定债项的担保，从而实现资产隔离的效果。这种结构相对复杂，CB的发行人一般是贷款发起机构或其分支机构，发行人承担无条件偿付义务。正常情况下，发行人通过发行资产担保债券募集资金，然后将资金借贷给SPV，SPV将以真实出售的形式从发起人手中购买并持有资产池。在其存续期间，贷款服务机构可以是发行人或者独立的第三方，负责归集担保资产产生的现金流并将其转移给发行人。当发行人违约或破产重组时，SPV一般会将担保资产转移给监管机构继续管理。

资产担保债券和资产支持证券的差异分析

目前全球主要有两种资产证券化业务



模式：一是以欧洲资产担保债券为代表的立法型资产证券化，通过专门的立法规范证券化产品的发行和交易；另一种是以美国为代表的结构型资产证券化，通过合同构造产品和交易。虽然两种业务模式都是在债务人主体信用基准上通过资产的未来现金流预期流入实现信用增信，即将债务人名下可以带来现金流的资产构造成融资主体，发行证券进行融资，但是受限于政治经济环境、法律法规和债券市场的发展现状等因素，资产担保债券和资产支持证券在基础资产类型、资产池管理、交易模式、增信措施、偿债来源和风险敞口等方面存在较大差异。

资产端的差异集中在基础资产、资产池管理和追索权等方面

基础资产方面，资产支持证券的基础资产必须为权属明确并能够产生独立、可预测现金流的财产或者权益，但是资产担保债券无此要求，基础资产也可以是无法产生或者不可预测现金流的不动产、无形资产等，资产种类限制更小。资产池管理方面，资产支持证券的资产池一般是静态的，有资产池循环购买和不合格资产替换条款；而资产担保债券的资产池需要动态管理，当抵质押资产价值对于债务覆盖情况触发相应条款时，发行人需要动态调整入池资产，使投资者不会因此遭受损失。追索权方面，资产支持证券由于已经实现真实出售和破产隔离的资产出表，投资人只有资产池的单一追索权，本息还款全部依赖于资产池现金流，而资产担保债券并

没有实现资产的真实出表，投资人具有主体和资产的双重追索权，本息还款以发行人日常经营现金流为主，资产池现金流为辅。

证券端的差异集中在券端分层、风险敞口和增信措施等方面

券端分层方面，资产支持证券通常会进行分层分级，利息形式多元化，既有固定利息也有浮动利息，而资产担保债券并不进行分层，利息形式单一化，基本为固定利息。风险敞口方面，资产支持证券属于表外融资，风险全部由投资人承担，融资人持续监控和管理基础资产的动力较弱，并且资产支持证券可以通过层层打包使得风险在资产服务机构之间传导，容易诱发系统性金融风险。资产担保债券属于表内融资，发行人承担了资产池的全部风险敞口，包括违约风险和早偿风险等，因融资主体的经营现金流为第一还款来源，其对担保资产的管理动力较高，可以避免潜在的道德风险和逆向选择问题。增信措施方面，资产支持证券的外部增信一般包括主体担保、差额补足等，内部增信一般有优先/次级结构、超额抵质押、超额现金流覆盖等，而资产担保债券的增信措施主要是超额担保，相对较少。

发行端的差异集中在发行方式、发行规模和期限错配容忍度等方面

发行方式方面，资产担保债券的国际通行做法为同一个资产池可发行多笔债券，同时定期对资产池进行动态调整，可通过向资产池内注入资产而发行新的债



券。而资产支持证券一般仅在设立时确定唯一资产池，发行新债券时需要额外提供对应新资产池且资产池之间相互独立。发行规模方面，资产支持证券的发行规模受基础资产现金流覆盖倍数的制约，而资产担保债券的发行规模受资产池价值覆盖倍数的约束。期限错配容忍度方面，资产支持证券的现金流流入和现金流流出的期限理论上应该是严格匹配的，后续出现违约和早偿事件导致现金流不匹配的风险将由投资人承担。而资产担保债券允许存在资产/负债的期限错配，如果错配程度高，发行人的流动性管理更加重要，其性质更加接近企业债；如果错配程度低，相对而言资产池的动态管理会更加重要，其性质更加接近资产支持证券。从这个角度来看，资产担保债券是企业债和资产支持证券的结合体。

虽然资产担保债券和资产支持证券有利于构建双轮驱动的结构化融资体系，但目前国内已发行CB试点产品仍有一定的局限。CB发行人出于发行成本和发行便利的考虑，目前全部采用直接抵质押模式，担保资产的所有权并没有发生转移，相较于CMBS或CLO产品，破产隔离效果较差，但是投资人的双重追索权可以形成有效补充。国内CB产品全部采用固定利率，证券期限多为3年或180天，且到期一次性还本，相较而言，CMBS或CLO产品利率可以是固定或者浮动形式，证券期限也灵活多样，还款方式多为固定摊还或者过手摊还。随着国内CB产品的资产类型和交易结

构的丰富和完善，未来其市场前景广阔。

资产担保债券的展望和评级关注

欧洲模式的资产担保债券具有较高的安全性，无论是2008年的全球金融危机还是2009年的欧洲主权债务危机，CB都成为欧洲央行缓释危机的有力工具，欧洲央行在此期间通过购买CB为资产市场提供充分的流动性支持，进而稳定了欧洲的金融市场。近些年全球政治和经济形势的不稳定性逐渐增大，具有稳健属性的资产担保债券中国化对于完善中国债券市场和防范化解金融风险具有重要的实践意义。我们从发行主体、法律法规、产品要素和信用评级等方面提出针对性建议。

CB发行主体若为金融机构需完善配套规则

在发行主体方面，根据《通知》，中国CB市场初期主要助力企业盘活存量商业地产和基础设施项目等资产，拓宽企业直接融资渠道，发行人主要是非金融机构，而国际CB市场通常由银行和其他金融机构发行。未来若CB发行人推广到银行等金融机构，有必要完善监管资本计量等方面的配套规则，否则该产品可能对发行人和投资机构缺乏吸引力。

CB试点初期应加入加速清偿和交叉违约等预警机制

在法律法规方面，中国目前尚无CB相关的法律法规，根据《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《破产法》）第44条、第48条有关规定，当发行人破产时，

CB投资者作为债权人可以申报破产债权，且根据《破产法》第109条规定，CB投资者对资产池享有优先受偿权，但根据《破产法》第19条^①、第20条^②等规定，一旦进入破产程序，CB投资者对作为担保物的

资产池的优先受偿权的行权时间、方式都会受到破产程序影响，担保权利将暂停行使，且担保物的变现和分配将由破产管理人统一执行，在此情况下CB投资者获得兑付的时间将具有较大不确定性。因此，在

表 2 资产担保债券和资产支持证券的主要差异

要素	资产担保债券	资产支持证券
发行目的	再融资、盘活存量资产	风险管理、再融资、盘活存量资产、资产负债表调整
发行人	主体（直接发行）或者SPV（间接发行）	SPV
风险敞口	发行人承担基础资产违约风险和早偿风险	发行人不再承担超过信用支持水平的违约风险，早偿风险完全转移给投资人
交易结构	底层资产可以转给SPV也可以不转移	必须转给SPV实现资产的真实出售和破产隔离
法律框架	立法型证券化，设立专门法律法规规范产品的发行和交易	结构型证券化，主要依靠合同构造产品和交易
交易模式	发起-持有	发起-转移
发行规模	受资产池价值覆盖倍数限制	受基础资产现金流覆盖倍数限制
增信措施	担保资产池抵质押担保	优先/次级分层、基础资产质押担保、优质主体担保或差额补足
资产类型	不动产、土地使用权、准不动产、流通性较强、价值价格体系较为健全的动产和无形资产、贷款债权等	可特定化地产生现金流的资产
资产池管理	动态管理，满足超额担保要求	静态管理，但有资产池循环购买和不合格资产替换条款
本息偿付来源	发行人日常经营现金流为主，资产池现金流为辅	主要依赖资产池现金流
追索权	主体和资产的双重追索权且发行主体为第一追索权	仅资产的单一追索权
利息形式	基本为固定利息	固定和浮动利息均有
资产是否出表	否	可出表
信用评级是否独立	不独立，但可以高于发行人主体级别	独立
发行方式	同一资产池可发行多笔债券	同一资产池对应一笔债券

资料来源：公开资料，中证鹏元整理。

①《破产法》第19条规定，人民法院受理破产申请后，有关债务人财产的保全措施应当解除，执行程序应当终止。

②《破产法》第20条规定，人民法院受理破产申请后，已经开始而尚未终结的有关债务人的民事诉讼或者仲裁应当中止；在管理人接管债务人的财产后，该诉讼或者仲裁继续进行。



CB产品试点初期，建议考虑加入加速清偿和交叉违约等预警机制，在发行人偿债能力严重恶化之前，启动提前偿付，保障投资人的切身利益。

公募发行固定息票CB更适合新兴市场国家

在产品要素方面，由于投资者对于新型投资品种在初步认知的过程中风险偏好较低，固定利率比浮动利率更适合CB新兴市场。另一方面，公募发行比私募发行能够减少信息不对称程度，提高市场的透明度，有利于保护投资者的利益，建议参考欧洲市场成立资产担保债券标签基金会（CBLF），其职能是为符合要求的CB提供标签，发行人按照统一的透明度模板（HTT），定期提供信息，增强投资人对于发行人经营和财务情况以及动态资产池的了解。

CB的信用评级应综合考虑豁免纾困、持续偿付和回收情况

国外发行的CB资产池通常仅限于金融资产，主要系类金融债券的定位所决定的，相较而言，国内发行的CB资产池主要是不动产、准不动产和土地使用权等，主要系企业信用债券的补充属性所决定的。虽然两者存在较大的差异，但是担保资产具有稳定的价值是其共同属性。

从评级视角来看，无论是抵质押模

式还是SPV模式，理论上CB的还款来源既可以是发行人的自由现金流，也可以是担保资产现金流，但受限于担保物权的限制^①，目前国内试点CB产品均采用发行人的自由现金流作为产品的第一还款来源。鉴于发行人是债券还本付息的第一还款来源，无论担保资产的表现如何，只要发行人仍然具有偿付意愿和偿付能力，发行人都会在债券到期时偿还债券。因此，对于采用直接抵质押模式或者以发行人自由现金流作为第一偿债来源的SPV模式的CB产品，发行人的主体评级是其CB评级分析的起点。若底层资产为不动产，重点关注标的物业所在区域经济环境，标的物业所属行业，标的物业经营情况，比如出租率、历史租金收缴率和历史空置率等，以及标的物业资产评估情况，应以收益法为主，比较法或成本法为辅；若底层资产为债权，重点关注资产的分散性、同质性和信用损失情况；若底层资产为收费收益权，重点关注资产的运营情况。

综上，评级机构在评估CB的信用等级时需要考量的因素有以下几点。豁免纾困，即CB是否在发行人内部纾困时不被免除债务。一般而言，企业濒临破产时可以先进行内部纾困，损失不仅由股东承担，而且由债务人承担，这样就会导致发行人部分债务可能会被免除。持续偿付，即CB

^①《民法典》386条规定，担保物权人在债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形，依法享有就担保财产优先受偿的权利，但法律另有规定的除外。

资产池对于偿付中断风险的保障程度。当CB的第一偿付来源出现问题时，担保资产就成为替代偿付来源，所以在此种情况下，担保资产的流动性就成为衡量债券偿付保障程度的重要指标。另外，债券偿付的连续性可能受资产池是否有效隔离、资产池的第三方管理人替换机制等因素的影响。回收，即CB违约时资产池的回收情

况。CB出现违约后，债券持有人仍然可以受益于资产池的较高回收水平，关于回收水平的评估，主要是基于资产池对于债项的超额抵押规模是否能够覆盖相应压力情景下资产池的信用损失以及资产池与债项期限错配出现的损失。[N](#)

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 林晚发,刘岩,赵仲匡.债券评级包装与“担保正溢价”之谜[J].经济研究,2022,57(02):192-208.
- [2] 王乐兵.欧洲资产担保债券与中国资产证券化:改革、比较与借鉴[J].法学杂志,2017,38(10):120-130.
- [3] 张洪斌.我国发展全覆盖债券的适用性研究[D].中央财经大学,2010.
- [4] Sascha Kullig.ECBC European Covered Bond Fact Book 2022[R].2022-10.
- [5] Sascha Kullig.ECBC European Covered Bond Fact Book 2021[R].2021-10.

A Comparative Study of Covered Bonds and Asset-backed Securities

ZHANG Yibin

(China Securities Pengyuan Credit Rating Co., Ltd)

Abstract This paper reviews the development history of covered bonds and describes their core characteristics and transaction structure. It also compares covered bonds with asset-backed securities and identifies significant differences between the two securitization business models in terms of assets involved as well as the securities employed and their issuance. Based on the above research, this paper examines the current situation of these instruments in China and puts forward targeted suggestions concerning issuers, products, laws and regulations, and credit ratings.

Keywords Covered Bonds, Asset-Backed Securities, Core Characteristics, Difference Analysis

JEL Classification E44 G21 G28