# 贯域引渠：跨境资产证券化服务中国高水平对外开放

陈春锋

**摘　要**　在低利率与地缘分化交织的全球流动性新格局下，优质资产受限于本土市场难以更广泛地与国际投资者对接，跨境资产证券化成为连接本土资产与国际资金的重要桥梁。本文梳理了跨境资产证券化的内涵及主要国家和地区跨境证券化市场发展概况，论证了跨境资产证券化在“走出去”引入国际资金与“引进来”盘活中国海外资产的双向开放功能，并依次检视和总结了国际标准对标、交叉货币对冲与资金汇兑保护等跨境资产证券化交易设计中的关键问题和国际经验。在此基础上，建议优先以小额、分散、同质化的零售金融资产作为“走出去”切入点，逐步扩大跨境证券化的资产范围，同时支持中资企业基于国际化经营中的海外应收款等资产，回到境内证券化市场进行融资，服务中国高水平对外开放与人民币国际化。

**关键词**　跨境证券化　双 SPV 结构　人民币国际化

全球流动性在低利率与地缘政治共振下急速分化，资本既渴求收益，又惧惮集中。传统资产证券化依托单一法域、单一货币，难以同时满足“风险分散”与“规模扩张”的双重诉求，导致优质资产受限于本土市场，难以更广泛地与国际投资者对接。跨境资产证券化（Cross-border Securitization）以“资产-载体-投资者”位于不同法域进行连接设计，把地域差异、币种差异转化为可交易的投资机会，促进了本土资产与国际资金的广泛对接，助力人民币国际化与中国高水平对外开放。为此，本文梳理2016—2024年韩国、日本、澳大利亚、加拿大及拉美等经济体的跨境证券化市场情况，总结了跨境资产证券化在服务国家高水平对外开放中的双向功效，分析“双SPV”结构中现金流、跨境与评级的主要障碍与国际做法，并回顾中国地方政府债跨境证券化项目的探索经验，为未来中国发展跨境证券化市场提供参考。

## 一、从离岸载体到全球定价：跨境资产证券化的国际实践

跨境资产证券化通过离岸载体与多币种分层设计，将地域差异、币种差异转化为国际投资者更熟悉和接受的投资机会，为其在利率、汇率与资产信用三维内拓展“风险-收益”前沿提供了可能性，并有利于实现国内外资产与资金的双向高效对接。

### （一）跨境资产证券化的法律结构、载体选择与核心特征

资产证券化是指把缺乏流动性但能产

陈春锋，新分享控股有限公司副总裁、和赢商业保理（深圳）有限公司总经理。本文仅代表个人观点，不代表所在机构，文责自负。

生稳定可预测现金流的资产，通过一定的结构化安排，对资产中风险与收益进行重组，进而转换成标准化、高流动性的有价证券的过程。跨境资产证券化指跨越不同司法管辖区进行资产证券化，即把位于一个国家（或地区）可证券化的资产，通过一定的交易安排，转移到一个位于不同司法管辖区的特殊目的载体（SPV），由该SPV以这些资产为支持，在另一个国家（或地区）的金融市场或国际金融市场上向投资者发行资产支持证券的过程。

比较典型的一种跨境资产证券化结构是“双SPV”结构，即一端SPV在资产所在国，依照所在国法律进行破产隔离；另一端SPV在资产所在国的境外，通常在境外离岸中心（如英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大群岛、马恩岛、美国特拉华州等地区）设立SPV来实现破产隔离和资产支持证券发行目的，原因是这些离岸中心提供了非常宽松的法律和税收环境，包括但不限于：① SPV的特殊目的实现便利，包括SPV为资产证券化之目的而设立，破产隔离、真实出售等受法律保护；② SPV的设立和管理便利，包括注册登记、开户销户、监管流程等便利；③ SPV的法律适用便利，包括交易遵从法律、诉讼仲裁地的自主选择等便利；④ SPV的税收优惠与缴税便利，包括享受离岸中心地法律赋予的各种低税率优惠，可优化证券化发行及投资交易的税务负担，清晰的纳税规则及缴税便利等。

因此，跨境资产证券化的核心是交易结构通常横跨多个司法管辖区，涉及跨境的资产转移、法律适用、监管协调及资金流动等环节，需要同时满足资产所在地、SPV设立地、资产支持证券发行地和投资者所在地等多个司法管辖区法律体系的监管要求、税务规定和会计准则，复杂性高，这是其与本土资产证券化的显著区别。跨境资产证券化不仅是一种金融创新工具，更是连接全球资金与本地资产的桥梁，其内涵涉及法律、金融、监管及跨国协作等多个层面。

### （二）全球版图：跨境证券化的规模、资产与区域分布

韩国、日本、澳大利亚、加拿大以及拉美等国家，在本土证券化的同时，也经常开展国际证券化或跨境证券化。加拿大和拉美国家（如墨西哥、巴西、智利等）离美国近，经常跨境进入美国发行资产支持证券。表1[①] 列出了国际市场一些主要国家或地区的跨境资产证券化发行情况。

## 二、“走出去”与“引进来”：跨境资产证券化服务高水平对外开放的双向功效

跨境资产证券化的发展不仅有助于提升中国金融市场的国际化水平，还能够促进国内外金融市场的互联互通。通过跨境资产证券化，国际投资者也可以更好地参与中国市场的投资，分享中国经济发展的成果，加强中国与外部的联系与合作；国内企业可以获得更多的国际融资机会，降低融资成本。此外，跨境资产证券化还能够推动中国金融标准体系的国际化，促进人民币国际化，提高中国在全球金融体系中的话语权和影响力。

① 表1~2，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

### （一）跨境“走出去”

跨境资产证券化常见的形态是跨境“走出去”，即基于中国境内资产的跨境证券化，通过“双SPV”结构，面向国际市场发行，主动“上门”对接境外资金，即通过跨境证券化连接中国内地资产与国际市场资金。在境外发行的资产支持证券，可以依托Euroclear等基础设施登记托管，在法兰克福交易所、卢森堡交易所等境外交易所挂牌交易，相当于中国境内的资产证券化主动“上门”到境外，以国际规则、国际标准对接境外投资者。在这种模式下，境外投资者无须在中国境内开户，也无须QFII、RQFII等资质，可以在其所在地基于境外基础设施、市场网络、投资群体、语言环境，且基于境外法进行投资与交易，这将大大便利投资者的投资交易操作，也将大大便利国际投资者之间基于境外基础设施、法律及语言环境进行证券质押回购、货币或利率掉期及相关交易做市，有利于扩大投资者群体范围，提高了国际投资者的积极性。有些国际投资者偏好中国资产，但因种种原因如对中国内地市场不熟、语言不通、地缘政治顾虑等无法或不愿进入中国内地市场开户，而有些国际投资者即便可以进入中国内地市场开户，但也偏好在母国市场以母国法律及金融市场基础设施进行投资交易，而且可以有更多、更灵活的金融衍生工具可以使用。这些投资者都是中国内地资产跨境“走出去”进行证券化，主动“上门”对接的重点。

比如，注册于卢森堡的SPV，通过中国银行间市场直接开户，进入中国境内市场认购资产支持证券，再在欧洲遵从欧盟法律、面向欧洲或国际市场机构投资者发行资产打包票据（Repackaged Notes），配套国际评级，纳入Euroclear登记托管，在法兰克福交易所挂牌交易。底层资产以人民币计价，资产打包票据可以分优先、夹层、劣后，不同分层可以按不同货币计价，比如，按欧洲离岸人民币计价对接持有离岸人民币资金的机构投资者，既支持人民币国际化，也通过此种方式加强了中欧合作，为欧洲投资者创造良好收益又高安全边际的投资品，引入国际资金服务中国实体经济。

### （二）跨境“引进来”

高水平对外开放是包含“走出去”和“引进来”的双向开放。“引进来”不仅引入国际资金，还可以借鉴日本的跨境资产证券化经验，将中资企业出海国际化经营中的海外应收款等资产跨境“引进来”进行资产证券化融资，再汇出境外，支持跨国经营，应对国际化竞争。考虑到中资海外主体通常较弱，在海外展业的时间相对较短，在海外市场融资往往面临融资难、融资贵的问题，上述“引进来”的跨境证券化方式，有利于发挥国内银行间市场或交易所市场的母国本土优势缓解融资约束。

经过20多年的发展，截至2024年年末，中国境内债券市场存量规模达177万亿元（约合24.2万亿美元），位列全球第二，仅次于美国（46.8万亿美元），2024年发行总额达79.3万亿元（约10.9万亿美元），接近美国当年的发行量。[①] 中国境内

① 境内债券市场数据来源：中国人民银行《2024年金融市场运行情况》；美国债券市场数据来源：美国证券业与金融市场协会（SIFMA）官网（https://www.sifma.org/）。为便于计算，人民币兑美元汇率使用2024年12月31日的收盘汇率。

债券市场不仅规模巨大，在市场基础设施、规则制度、发行和交易便利性、信息披露透明度等诸多方面，也大大领先于亚非拉、中东等诸多“一带一路”沿线国家的债券市场发展水平。因此，中资企业出海国际化经营中的海外应收款等资产，难以依托上述经营所在国的资本市场融资，而回到境内银行间或交易所市场利用资产证券化融资，可更有效地支持中资企业跨国持续经营和应对国际化竞争。比如，随着中资汽车产业出海，汽车金融配套也亟须出海，汽车金融资产具有“小额、分散、标准化”的特征，在中资企业全球化经营过程中，海外形成的汽车金融资产与境内形成的汽车金融资产均可通过资产证券化做出国际评级AAA，在中国境内发行证券化，对接境内外专业机构投资者，募集人民币资金后再汇出境并换成经营所在国货币，支持中资企业海外经营。同样，中资企业在“一带一路”沿线国家中的基础设施建设、项目开发、产业发展等形成的诸多应收款资产，也可以同样方式返回境内证券化融资。

## 三、裂隙与范式：跨境资产证券化关键环节和全球经验

在跨境证券化的“多法域拼图”中，任何一块“拼图”的误差都会影响到交易的最终落地。以下循着结构设计的思路，依次检视国际标准对标、交叉货币对冲与资金汇兑保护等跨境资产证券化的关键环节，总结可复制、可推广的交易范式。

### （一）国际标准对标问题与STC/STS标准落实

跨境资产证券化是对标国际标准进行设计和发行证券化的过程。金融危机后，美国证监会对2004年12月发布的《资产支持证券注册、信息披露和报告规则》（简称Reg AB）进行了多次修订，最新版“Regulation AB”（简称Reg AB Ⅱ）于2014年11月24日生效，对证券化底层资产信息披露等提出了更高要求，RMBS、CMBS、Auto Loan ABS、Auto Lease ABS、Debt Security ABS以及以上资产的再证券化这六类须逐笔披露基础资产明细信息。2023年全面实施的《巴塞尔监管框架》(The Basel Framework，简称巴塞尔新规Ⅲ）全面体现了巴塞尔银行监管委员会（BCBS）与国际证监会组织（IOSCO）历经多年起草的证券化业务“简单、透明、可比”(Simple, Transparent and Comparable）的原则（简称STC标准)，并对符合STC标准的证券化产品在资本计提等方面给予监管优惠。2017年12月12日，历时近四年的讨论，欧洲议会和理事会最终颁布了两大欧盟法规《证券化条例》(2017/2402）和《CRR修正案》(2017/2401)，为证券化所有参与方制定了统一的监管框架，确立了“简单、透明和标准化”(Simple, Transparent and Standardized）的原则（简称STS标准)。2019年1月1日，STS标准正式适用于欧洲所有新发行的证券化交易，对符合STS标准的证券化产品，欧洲监管部门在资本金要求等方面也相应给予监管激励。

由于对标STC标准及STS标准的资产证券化产品，国际投资者在资本金计提、流动性覆盖比例、保险偿付能力要求、货币市场基金集中度等方面可以享受更好的监管激励。因此，为提高跨境证券化发行的成功率，境内端和境外端都需要积极引入国际先进做法，具体要点包括以下三方面。①交易安排上，对标STC标准

及STS标准，力求简单、透明、可比/标准化；②穿透校验上，对标国际市场中德国的SVI/英国的PCS等独立第三方验证（Verification）标准[①]，底层资产全流程逐笔穿透校验和资金强化管控；③备位服务（Back-up Service）上，对标国际评级机构的评价标准，通过“热/温/冷备位”防范极端风险，提升国际评级。[②]零售类资产证券化天然容易符合STC标准/STS标准，关键是用技术解决底层资产逐笔披露和穿透校验问题，包括债权真实性校验、全套影像资料及资金流水校验等问题，同时引入“热/温/冷备位”，解决极端情况下底层资产服务可转移、不中断的要求，提高跨境证券化的交易安全性。

### （二）货币和利率错配问题与交叉货币掉期（CCS）

由于跨境资产证券化交易中基础资产端和资产支持证券端的币种及利率类型往往错配，因此在设计交易结构时需要引入交叉货币互换（Cross Currency Swap, CCS）。韩国是亚洲市场中跨境资产证券化发行量最大、最活跃的国家[③]，相关实践经验丰富，因此，我们以一个典型的韩国信用卡资产跨境证券化的交易结构（图1）为例介绍CCS。在基础资产端，信用卡应收款以韩元计价、固定利率，而证券化之后发行的ABS则以美元计价、固定或浮动利率，由注册于韩国的银行根据证券化本息兑付现金流提供匹配的CCS交易。

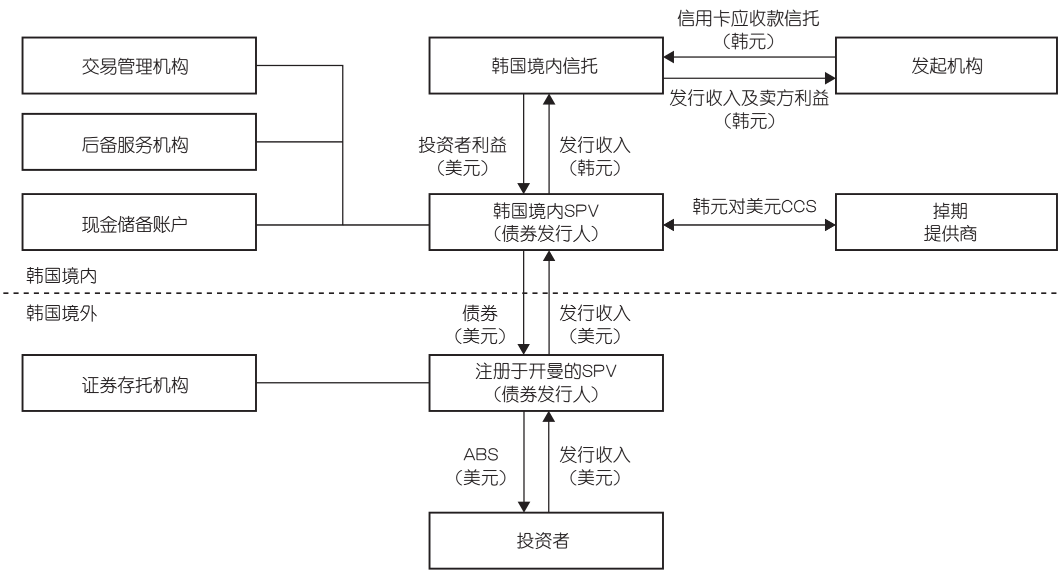
### （三）外汇管制问题与资金汇兑保护（T&C Protection）

资金汇兑（Transfer and Convertibility, T&C）是跨境资产证券化交易安排中必须考虑的另外一个问题。如果一个国家宣布进行资本流动管制，则跨境资产证券化交易的本息兑付将出现困难，证券化的债项评级将受影响，因此评级机构通常要求非本地的国际性金融机构对CCS交易提供资金汇兑保护（T&C Protection）。继续以韩国为例，掉期提供商1对证券化交易的境内SPV提供CCS掉期服务，掉期提供商2再以利率互换（Interest Rate Swaps, IRS）的方式对掉期提供商1的履约能力提供资金汇兑保护。实务中往往是国际性银行在韩国本地的分/子行首先提供本地CCS掉

① 目前欧洲的两大STS验证机构是真实出售国际有限公司（True Sale International GmbH, TSI）和优先抵押证券欧洲非营利协会（Prime Collateralised Securitisation Europe ASBL, PCS）。TSI成立于2004年5月，TSI全资子公司STS Verification International GmbH（SVI）提供证券化STS认证服务；PCS成立于2012年11月，通过英国和法国的子公司PCS UK和PCS EU提供证券化STS验证服务以及资本金要求条例（CRR）、流动性覆盖条例（LCR）的合规评估服务。

② “备位服务”是指对初始服务商的后备服务，在发生风险触发事件（最常见的是现有服务商无法履行职责或现有服务商破产）后接管资产或资产组合相应管理职责的后备服务。国际证券化市场参照信息科技学中的专业术语，根据服务商的接替工作准备到位程度（Readiness）的不同，把“备位服务”区分为“热备位（Hot BUS）、温备位（Warm BUS）、冷备位（Cold BUS）”。温备位或冷备位服务转移交接准备的到位程度（Readiness）低于热备位。热备位一般要在一周内完成转移交接，而温备位要在30~60天内完成交接，冷备位要在两个月内完成交接。

③ 韩国前几大信用卡公司如Shinhan Card、KB Kookmin Card、Samsung Card以及韩亚航空（KAL）、韩国住房金融公司（KHFC）、现代资本（Hyundai Capital）、宝马韩国金融服务公司（BMW Fiancial Service Korea）等都曾面向国际金融市场投资者发行过跨境证券化。




资料来源：作者绘制。

图 1　典型的韩国信用卡资产跨境证券化交易结构

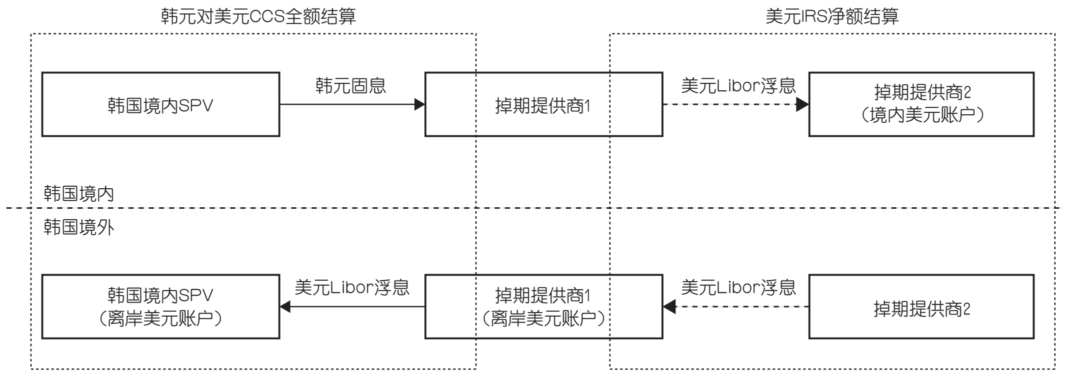
期服务，同时由该国际性银行的海外母行提供资金汇兑保护。

在资金汇兑事件（T&C Event）发生前，掉期提供商 1 提供的韩元对美元 CCS 照常进行，因为币种、利率不同，只能按全额结算，在没有外汇管制下正常兑付投资者；而掉期提供商 2 提供的美元 IRS 按净额结算，同为美元 Libor 浮息，名义本金、期限等全部相同，但方向相反，因此净额结算为零，无实际现金流交换（图 2）。

当在资金汇兑事件发生后，掉期提供商 1 提供的韩元对美元 CCS 的跨境汇兑无法实现而部分终止，而掉期提供商 2 提供的美元 IRS 按全额结算，掉期提供商 1 向掉期提供商 2 的境内美元账户支付美元 Libor 浮息，掉期提供商 2 在境外直接向韩国境内 SPV 的离岸美元账户支付美元 Libor 浮息，韩国境内 SPV 再将离岸美元账户中的美元 Libor 浮息支付给境外 SPV，再转付给证券化的投资者，从而在外汇管制的情况下仍然能正常完成 CCS 的间接交割结算（图 3）。

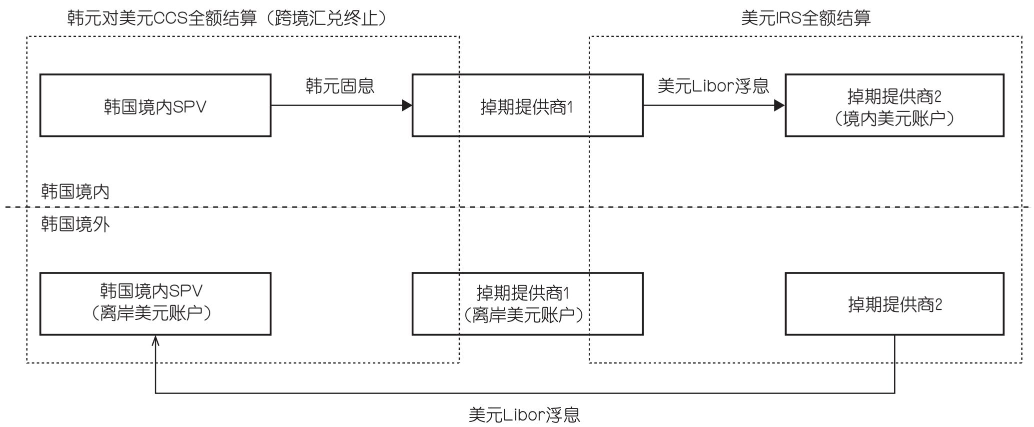
## 四、过往探索：“中国机会系列”跨境证券化的结构验证

跨境资产证券化在中国市场已有先例。2016 年下半年，主承销商渣打银行、中国银行新加坡分行，基于中国银行总行表内持有的地方政府债，推出跨境资产证券化项目，通过在开曼设立破产隔离的境外 SPV（China Opportunity International Limited，中国机会国际有限公司），由该境外 SPV 在中国银行间债券市场开户，受让中国银行总行转出的地方政府债，然后




资料来源：作者绘制。

图 2　韩国跨境证券化交易中的资金汇兑保护：资金汇兑事件发生前的现金流向




资料来源：作者绘制。

图 3　韩国跨境证券化交易中的资金汇兑保护：资金汇兑事件发生后的现金流向

在境外发行以该地方政府债支持的资产打包票据（Repackaged Notes），以美元标价，由穆迪国际进行评级，遵从境外法，面向国际投资者发行，从而实现了基于中国境内资产的跨境证券化。

该项目共设立 50 亿美元中期票据储架（MTN Program），自 2016 年底起分多单以“中国机会系列”冠名发行。以“中国机会国际有限公司 -2017 系列 -1（China Opportunity International Limited -Series 2017-1）”这单跨境证券化为例，交易要点如下表 2 所示，交易结构如图 4 所示。

在以上跨境资产证券化中，境内交易基于银行间债券市场现行法律法规；境外发行基于英国法（English Law）按国际规则发行。唯一需要境内监管部门支持的是准许新设的 SPV 以投资者的身份进入中国银行间债券市场开户，新设的 SPV 作为破

产隔离实体，与一般的机构投资者不同，市场准入上也不违背中国现行规定，只是新设的SPV为跨境证券化特殊目的、空壳等特点，需事先得到监管部门认可。“中国机会系列”跨境证券化项目的成功落地为市场发展积累了宝贵经验，也为现行政策框架下复制推广跨境证券化提供了市场先例。

## 五、总结与展望

中国境内证券化市场历经多年试点和发展，目前已跃居世界前列。2024年，中国境内证券化发行量约为1.98万亿元（约2 710亿美元），比欧盟市场略高（2 449亿欧元，约合2 525亿美元），但仍远低于同期美国的发行量（2万亿美元）。①中国境内证券化市场的存量规模为3.82万亿元（约合5 230亿美元），在全球仅次于美国和欧盟②，但中国跨境证券化目前几乎是空白。

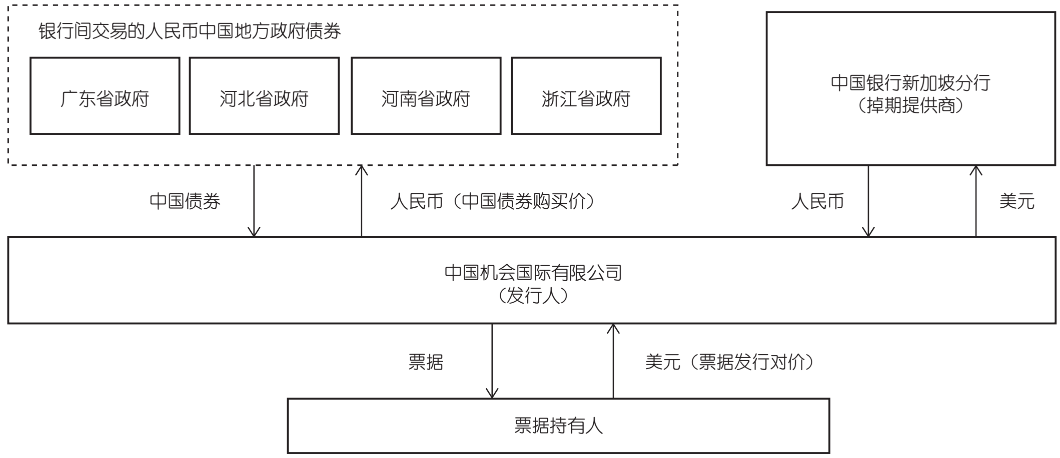
支持人民币国际化，服务中国高水平对外开放和高质量发展，离不开跨境金融的发展，跨境资产证券化是跨境金融的重要组成部分，具有很大的挖掘潜力。中国数量庞大的金融资产可以通过跨境证券化的方式主动“上门”对接欧洲、中东等各类境外资金，且证券化是“舶来品”，全球统一语言交流，相对其他债券而言更具国际化的可行性。具体建议通过以下策略推动跨境资产证券化“走出去”。①首选具有小额、分散、同质化特点的零售金融资产，这类基础资产规模达到数十万亿元人民币，证券化后的产品有较大概率达到AAA的国际评级。一是汽车金融等国际投资者比较熟悉的基础资产，可先从欧美日韩车企在中国境内经营中投放的汽车消费贷款入手，再延伸到中国车企在中国境内投放的汽车金融资产；二是逐步扩大到小微企业贷款/小额贷款/租赁分期/购物分期等“大零售、大消费”相关的金融资产；②基于产业园区、基础设施、航空和绿色产业的存量资产巨大，通过CMBS、REITs或其他类型的跨境证券化产品，也有一定的发展前景。

此外，中国企业出海跨国经营目前仍处于早期阶段，但发展势头强劲、增长迅猛、前景广阔，依托和发挥国内银行间或交易所证券化市场的母国本土优势，通过“引进来”的跨境证券化方式，支持中资企业基于国际化经营中的海外应收款等资产，回到境内证券化市场进行融资，以更好地应对国际竞争，并支持“一带一路”倡议发展。

综上所述，基于中国境内外资产的跨境证券化，不仅可支持人民币国际化，加强中国与世界的联系与合作，也促进国内

① 中国境内证券化市场数据来源：中央国债登记结算有限责任公司研究中心发布的《2024年资产证券化发展报告》。美国证券化市场数据来源：发行数据来自美国证券业与金融市场协会（SIFMA）。欧洲证券化市场数据来源：欧洲金融市场协会（AFME）发布的《2024年第四季度及全年证券化数据报告》。为便于计算，人民币兑美元及欧元兑美元汇率均采用2024年12月31日的收盘汇率。

② 尽管SIFMA不再公布ABS和MBS的存量总规模数据，但预计美国证券化市场的存量规模将高于中国内地。其依据在于，仅2024年美国证券化市场的年度发行总量便已显著超过中国内地证券化产品的存量总规模。根据AFME发布的数据，2024年欧盟证券化产品［含抵押贷款凭证（CLO）］的存量总规模为1.2176万亿欧元（约合1.255万亿美元）。




资料来源：渣打银行、Moody's（2017）。

图 4 “中国机会国际有限公司 -2017 系列 -1” 交易结构

金融市场与国际接轨，逐步提高中国在全球金融体系中的话语权和影响力，或将成为服务中国高水平对外开放和高质量发展的“新支点”之一。N ①

学术编辑：张毓

**Cross-Border Securitization: Serving China's High-Level Opening-Up**

CHEN Chunfeng[1,2]

[1. WeShare Holdings Co., Ltd.; 2. Heying Commercial Factoring (Shenzhen) Co., Ltd.]

**Abstract** Amid the new global liquidity landscape characterized by low interest rates and geopolitical fragmentation, high-quality assets are often confined to local markets, making it difficult to connect with international investors more broadly. Cross-border securitization has thus emerged as a vital bridge linking domestic assets with international capital. This paper outlines the concept of cross-border securitization and provides an overview of its development in major countries and regions. It demonstrates the two-way opening function of cross-border securitization. This entails the facilitation of a "going global" strategy to attract international funds and the "bringing in" approach to revitalize China's overseas assets. The paper also examines key issues in the design of cross-border securitization, such as alignment with international standards, cross-currency hedging, and transfer and convertibility protection. It also summarizes typical solutions to these issues in international practice. On this basis, it recommends prioritizing granular, diversified, and homogeneous retail financial assets as the entry point for "going global" and gradually expanding the scope of cross-border securitization. Simultaneously, it supports Chinese enterprises in leveraging overseas assets, such as accounts receivable from international operations, to raise funds in the domestic securitization market, thereby serving China's high-level opening-up and the internationalization of the renminbi.

**Keywords** Cross-Border Securitization, Dual SPV Structure, RMB Internationalization

**JEL Classification** F30 G15 G21

① 参考文献[1]~[12]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。