

分类号:

学 号: 20202116016

密 级: 公开

单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



浦发银行“浦鑫归航（2019）” 不良资产证券化案例分析

学 位 申 请 人	赵鑫
指 导 教 师	何剑 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	金融硕士
研 究 领 域	金融机构与投资理财
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

分类号：
学 号：20202116016

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



浦发银行“浦鑫归航（2019）” 不良资产证券化案例分析

学 位 申 请 人	赵鑫
指 导 教 师	何剑 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	金融硕士
研 究 领 域	金融机构与投资理财
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

**A case study on the securitization of the non-performing asset Puxin
Guihang(2019) issued by Shanghai Pudong Development Bank**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Professional Finance

**(Research on Financial Institutions and Investment and Financial
Management)**

May, 2022

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：赵鑫

时间：2022年5月30日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：赵鑫

时间：2022年5月30日

导师签名：何剑

时间：2022年5月30日

摘要

20 世纪 90 年代初至今，中国的资产证券化业务已分别经过了试点、停滞、恢复和常态化的发展阶段，作为一种创新性的金融工具，中国的资产证券化已在国际商业银行金融市场上具有了重要的影响力。尽管如此，中国的资产证券化制度在逐步走向完善的道路上，仍然面临着许多亟需克服的问题和制约因素。本文以中国浦发银行于 2019 年推出的资产证券化产品为主要研究对象，用案例分析的方式针对性地对产品基本状况展开了深入研究，重点研究了案例中产品的具体发行过程以及发行该证券对浦发银行所产生的短期影响与长远经济效益，探讨该资产证券化过程可借鉴的成功经验以及面临的问题，从而对中国的资产证券化业务发展提供对策意见，推动资产证券化在中国的良性发展。

本文研究内容主要分三个方面。首先是在对资产证券化的研究背景和相关理论做细致总结的基础上，以 2019 年“浦鑫归航”四期不良资产支持证券（以下简称“浦鑫归航（2019）”）为研究对象，对其发行背景、交易结构以及发行动因进行分析，经研究，浦发银行发行“浦鑫归航”的内在动因是为了提高资产质量、降低违约风险，外在动因是为了提高流动性，提升市场吸引力，扩大业务规模。其次是对“浦鑫归航（2019）”的发行过程进行详尽分析，进而寻找出了可借鉴的经验与四期证券存在的问题。最后对“浦鑫归航（2019）”的发行效益进行了分析，发现本文研究的资产支持证券并没有取得理想的短期收益，而在商业银行经营的中长期效益方面，浦发银行也是更加注重盈利性而忽视了安全性和流动性。

基于前五章的研究，笔者在第六章得出了启示，并且分别对投资者、商业银行和监管机构提出了一定的建议，比如建议投资者关注银行同类产品的发行频率，了解银行的财务状况，找专业投资者咨询；建议商业银行提高对基础资产池的筛选标准，健全不良贷款催收的奖励机制，适度引入外部信用增级方式并且适当考虑增大产品清洗期，追求质量而非数量；建议监管机构加强二级市场建设，增强中小投资者参与度，同时扩大资产证券化试点范围等。本文可能的创新点：一是采用案例分析的方法，探索浦发银行在资产证券化过程中遇到的问题和实施的效果，更加具有实践意义；二是涉及多个理财产品的横向对比，本文对四期不良资产支持证券对比研究，有利于细微分析浦发银行在产品发行过程中存在的问题，借此可以得出更加详细的结论与建议。

关键词：不良资产证券化；事件研究法；效益分析

Abstract

From the early 1990s to the present, China's asset securitization business has gone through the stages of pilot, stagnation, recovery and normalization. As an innovative financial tool, China's asset securitization has been widely recognized in the international commercial bank financial market has an important influence. Nonetheless, China's asset securitization system is still facing many problems and constraints that need to be overcome on the road of gradual improvement. This thesis takes the asset securitization product launched by China Pudong Development Bank in 2019 as the main research object, and conducts an in-depth study on the basic status of the product by means of case analysis, focusing on the specific issuance process of the product in the case and the issuance of the securities. The short-term impact and long-term economic benefits of Shanghai Pudong Development Bank, discuss the successful experience and problems faced by the asset securitization process, so as to provide countermeasures for the development of China's asset securitization business, and promote the benign development of asset securitization in China. developing.

The research content of this thesis is mainly divided into three aspects. First of all, based on a detailed summary of the research background and related theories of asset securitization, the fourth phase of "Puxin Guihang" non-performing asset-backed securities in 2019 (hereinafter referred to as "Puxin Guihang (2019)") is used as the research The object, analyzes its issuance background, transaction structure and issuance reasons. After research, the internal motivation of Shanghai Pudong Development Bank's issuance of "Puxin Return" is to improve asset quality and reduce default risk, and the external motivation is to improve liquidity and enhance Market attractiveness and expand business scale. The second is to conduct a detailed analysis of the issuance process of "Puxin Homecoming (2019)", and then find out the experience that can be used for reference and the problems existing in the four securities. Finally, it analyzes the issuance benefits of "Puxin Guihang (2019)", and finds that the asset-backed securities studied in this thesis have not achieved ideal short-term returns, and in terms of the medium and long-term benefits of commercial bank operations, Shanghai Pudong Development Bank also pays more attention to profitability Security and mobility are neglected.

Based on the research in the first five chapters, the author draws inspiration in Chapter 6, and gives certain suggestions to investors, commercial banks and regulatory agencies, such as suggesting that investors pay attention to the issuance frequency of similar products of banks, understand the Consult with professional investors for financial status; suggest that commercial banks improve the screening standards for the underlying asset pool, improve the reward mechanism for non-performing loan collection, appropriately introduce external credit enhancement methods and appropriately consider increasing the product cleaning period, and pursue quality rather than quantity ; It is recommended that regulatory agencies strengthen the

construction of the secondary market, increase the participation of small and medium investors, and expand the scope of asset securitization pilot projects. The possible innovations of this thesis: First, the method of case analysis is used to explore the problems encountered by Shanghai Pudong Development Bank in the process of asset securitization and the effect of its implementation, which is more practical; second, it involves a horizontal comparison of multiple wealth management products. The four-phase comparative study of non-performing asset-backed securities is conducive to a detailed analysis of the problems existing in the product issuance process of Shanghai Pudong Development Bank, from which more detailed conclusions and suggestions can be drawn.

Key words: securitization of non-performing assets; Event Research Method; Benefit analysis

目录

摘要.....	I
Abstract	II
第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景和研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 关于不良资产证券化重要性的研究.....	2
1.2.2 关于不良资产证券化产品发行过程的研究.....	3
1.2.3 关于不良资产证券化效益的研究.....	4
1.2.4 文献述评.....	5
1.3 研究思路与方法.....	5
1.3.1 研究思路.....	5
1.3.2 研究方法.....	6
1.3.3 技术路线.....	6
1.4 研究的创新之处.....	7
第 2 章 不良资产证券化的理论基础.....	9
2.1 不良资产证券化的相关概念.....	9
2.1.1 资产证券化的定义.....	9
2.1.2 信用卡不良资产的五级分类划分标准.....	9
2.1.3 信用卡不良资产的产品特性与发行情况.....	9
2.2 不良资产证券化的相关原理.....	11
2.2.1 资产重组.....	11
2.2.2 风险隔离.....	11
2.2.3 信用增级.....	12
2.2.4 商业银行经营的“三性”.....	12
第 3 章 “浦鑫归航（2019）”产品概况.....	14
3.1 发行背景.....	14
3.1.1 信用卡不良资产证券化发展现状.....	14
3.1.2 浦发银行信用卡不良资产证券化现状.....	15
3.2“浦鑫归航”四期产品基本情况.....	17

3.2.1 产品基本情况	17
3.2.2 交易结构情况	18
3.3 发行动因	20
3.3.1 内在动因	20
3.3.2 外在动因	20
3.4 本章小结	21
第 4 章 “浦鑫归航（2019）”产品发行过程分析	22
4.1 资产池分析	22
4.1.1 四期产品资产池质量对比分析	22
4.1.2 预计回收情况分析	24
4.2 内部信用增级分析	25
4.2.1 分层结构分析	25
4.2.2 设立信托储备账户	26
4.2.3 偿付结构安排	26
4.2.4 信用触发机制	27
4.3 风险分析	27
4.3.1 信用风险	27
4.3.2 流动性风险	27
4.3.3 催收风险	28
4.4 产品定价分析	28
4.4.1 无套利定价模型构建	28
4.4.2 “浦鑫归航（2019）”的定价分析	29
4.5 发行过程中可借鉴的经验与存在的问题	30
4.5.1 可借鉴的经验	30
4.5.2 存在的问题	31
4.6 本章小结	32
第 5 章 “浦鑫归航（2019）”不良资产证券化效益分析	33
5.1 基于事件研究法的短期效益分析	33
5.1.1 数据来源与事件窗口期的选择	33
5.1.2 正常收益模型的确定	34
5.1.3 参数估计	34
5.1.4 超额收益率与累计超额收益率的计算	35
5.1.5 均值 T 检验及结果分析	35
5.2 商业银行经营的中长期效益分析	36

5.2.1 安全性分析	36
5.2.2 流动性分析	38
5.2.3 盈利性分析	38
5.3 本章小结	39
第 6 章 结论与启示	41
6.1 结论	41
6.2 启示	41
6.2.1 对投资者的启示	42
6.2.2 对银行的启示	42
6.2.3 对监管机构的启示	43
6.3 研究的不足与展望	44
参考文献	45
作者简介	49
致谢	50
石河子大学硕士研究生学位论文导师评阅表	51

第 1 章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

自 20 世纪 90 年代美国发行第一只不良资产支持证券以来，资产证券化，作为一种新兴的融资性金融工具，广受世界各国商业银行的欢迎。因为不同国家的地理位置、经济发展阶段以及当下的经济制度都各不相同，所以各个国家的资产证券化的过程中都存在较为明显的地域差异。随着资产证券化的飞速发展，各个国家的金融市场也面临着巨大的挑战，对此，各国也在努力完善自身经营管理的能力，以应对资产证券化发展过程中发生的各种各样的突发状况，同时积极颁布各种政策法规来规范资产证券化市场，引导资产证券化朝着健康的方向发展。

2005 年，我国的资产证券化业务开始试点。2008 年，全球爆发金融危机，为控制金融风险，我国不得不暂停了该业务。2016 年，我国再次重新开展这项业务，当年共发行 14 单不良资产支持证券，一种是工商贷款类，另外四种是个人类，包括个人信用卡类、消费贷类、住房贷类、经营贷类。之后，我国不断推动证券化进程，整个资产证券化市场呈现一片欣欣向荣之态势。

我国商业银行的不良贷款率，从 2008 年起就开始维持在 5% 以内，不过从 2012 年开始，我国商业银行的资产质量就开始持续地下滑，通过银保监会的统计了解，我国商业银行不良贷款率已由 2012 年的 0.95% 一路上升到了 2020 年底的 1.84%，到了 2021 年的最后一季度末，我国商业银行不良贷款余额高达 2.8 万亿元，较 2020 年底增加 868 亿元。结合这些数据，我国商业银行推行不良资产证券化势在必行，这不仅有助于促进商业银行走向健康发展之路，也极大程度上有助于降低商业银行的流动性风险。

浦发银行作为证券化交易的发起机构之一，截至 2019 年中，浦发银行的不良贷款的总额达 678.74 亿元，信用卡类不良资产的总额是 104.64 亿元。本文研究的“浦鑫归航”2019 年四期不良资产证券化产品（以下简称“浦鑫归航（2019）”），分别是：“浦鑫归航”2019 年第一期、第二期、第三期、第四期不良资产支持证券。浦发银行也是除国有银行以外业务发展较好，运作较成熟的银行，这四期产品的发行年份为 2019 年，后续的发行效果数据可获得。对这四期产品做案例分析，有一定的研究意义和代表性。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

资产证券化业务在国外兴起较早，相应理论知识技术基础也相对完备，实践成功经验也丰富很多。但由于的资产证券化理论研究工作尚在萌芽阶段，才刚开始发展不久，基础理论研究薄弱，部分研究仍然照搬了国外的相关成就。而且国内学者的研究主要集中在宏观层面，重点放在资产证券化对某行业的整体意义和影响。本文则侧重于对特定银行——浦发银行的 2019 年的四期同类产品进行案例分析，可以给同行后续发行同类产品提供数据和经验。

(2) 实践意义

因为兴起时间比较晚，我国不良资产证券化行业的发展还没有完善，对于不良资产证券化实践的研究仍面临着不足。本文对我国这项新兴业务展开了深入研究，通过对浦发银行 2019 年四期不良资产证券化产品发行过程的详细介绍与分析，结合相关的基础理论，较为全面地分析了浦发银行 2019 年在该业务开展过程中取得的实施效果。浦发银行这四期产品的经验及教训对各个银行后续开展类似业务提供了参考意义，相关银行可扬长避短发行更完美的资产证券化产品，而投资者也可以根据本文的研究思路去了解相关理财产品，提高投资能力，同时监管层也可以通过本文的分析发掘监管漏洞，提升监管的全面性。

1.2 文献综述

1.2.1 关于不良资产证券化重要性的研究

刘书晨（2020）指出，商业银行开展不良资产证券化有五点好处：一是有效转移了银行不良信贷的风险，二是有效提高了银行的资本充足率，三是提升了不良资产的处置效率，四是扩大了投资者的投资渠道，五是有效推动了金融服务领域的创新与发展。面对不良资产率的逐年上升，商业银行要想健康发展，就要积极地参与资产证券化，完善相关法律法规、会计制度以及信用评级制度，大力培育专业化的投资主体。作为一种新型的经济投资证券，不良资产证券化能够帮助商业银行减少投资风险，提高银行的经营收入与资金运作能力，还能促进金融市场的发展，创造更多的投资机会。黄鸿星（2020）分别从不良资产的市场价格和不良资产处置的创新方式、政策与实务方面来讲述不良资产处置的急迫性和重要性。作者指出自 2016 年施行不良资产证券化以来，对公不良资产证券的发行非常稀少，甚至出现 2019 年全年没有对公不良资产支

持证券发行的惨淡情况，而且市场上次级档证券不如优先档证券受投资者青睐。监管机构必须以“市场化”为核心，不断强化并创新不良资产处置的技术手段。

当然，也有学者结合当前大背景——新冠疫情，对资产证券化的发展展开了研究。詹昕（2021）认为我国不良资产证券化存在相关法规政策不完善和流动性风险大的问题，对疫情防控期间我国不良资产证券化的市场环境和政策支持进行了分析，并建议我国商业银行完善相关法规制度，培育投资主体，创新产品模式以加快资本市场发展。

1.2.2 关于不良资产证券化产品发行过程的研究

（1）关于资产质量的相关研究

Sporta F（2018）认为不良资产率是确定财务困境对肯尼亚商业银行资产质量的影响时所必需的比率。不良贷款率由两个变量表示：不良资产占贷款总额的比率和贷款损失准备金率。实证结果表明，不良资产率对肯尼亚商业银行资产质量确实有不良影响。段云华（2020）认为，在当前新冠肺炎疫情下，我国商业银行的贷款质量在逐渐下降，实施不良资产证券化，银行可以在尽职调查、资产估值、信用增级、发行定价、产品路演与销售等方面发力，较快降低不良贷款率，提高银行的资产质量，促进银行稳定经营。

（2）关于不良资产证券化过程中的风险研究

资产证券化可以降低银行的流动性风险和信用风险等。李沐（2020）认为当前整个经济大环境下行，资产证券化虽然能够解决发起银行的部分资金流动性问题，但是也不能忽视发行该证券会给自身带来的流动性潜在风险——短暂的现金流缺口、多个证券产品交易引发的流动性储备需求以及商业银行过度依赖不良资产证券化这一处置方式。

针对流动性风险，赵慧敏和苏雪艳（2018）对信贷资产证券化危及资产流动性的途径进行了研究剖析，分别从信贷资产证券化的公司投融资水平、管理商业银行金融负债以及增强商业银行资金效率三个方面进行研究。同时，作者还对信贷资产证券化直接影响流动性的机理进行了系统分析，并指出了信贷资产证券化对资产负债比重以及对投融资管理能力的正面影响。吴玉兰（2021）根据实证研究的结果提出，杠杆率和信用贷款比例的增大都可以减少企业的信用风险，但同时又需要严格控制杠杆比率以防止短期流动性风险增加。因此当务之急是提升我国市场货币化水平，并促成中国经济自由化，才能真正从根源上减少企业的信用风险和短期流动性风险增加。

针对信用风险，Sharifi S 和 Haldar A（2019）对印度银行的风险管理人员开展了调查，实证研究了商业银行的信用风险成分对印度商业银行信用风险管理业绩和不良资产增长的影响。李佳（2019）指出，商业银行的信用风险转移功能与银行微观行为

的变化都能对商业银行的信用风险的产生影响，虽然银行初期注重资产池质量不利于降低信用风险，但是在政策力量的长期推动下，不良资产证券化最终对缓解银行的信用风险还是有正面影响的。孔大鹏和孙明（2021）都认为，尽管中国的证券化市场的规模一直以来都在不断扩大，中国政府部门也仍在积极推进政府引导，但是当前中国证券化的二级市场发展仍然受限，不良资产支持证券的水平参差不齐，商业银行内部仍然要面对大量基础资产的违约风险。

（3）关于资产证券化产品发行动因的研究

易萍（2020）通过实证分析，得出我国大型国有银行因其仍能借助存贷利差获取收益，所以进行信贷资产证券化的内生动机并不强烈，与之相比，中小型商业银行为解决银行自身的安全性、流动性和盈利性问题则具有较强的动力发展信贷不良资产证券化。何涌和修宇雯（2021）分析指出商业银行是出于流动性管理、改善经营能力、信用风险转移和监管资本套利的的需求，才积极实施信贷不良资产证券化，通过混合效应估计法进行回归分析并借助 F 检验和 LM 检验，最终得出的结果也验证了开始的猜想。

1.2.3 关于不良资产证券化效益的研究

资产证券化对银行的盈利性和流动性的都有影响。国内学者安丛梅，张虹和马强（2021）借助 45 家商业银行的半年报数据，实证分析了得出商业银行实施资产证券化可以显著增强其自身的行盈利能力。具体到微观角度，可以发现银行通过实施资产证券化提升了其自身的流动性水平、杠杆水平以及非利息收入，进而影响了盈利能力。资产证券化对商业银行盈利能力的提升作用在高创新性的银行中表现更为显著。张献（2019）经过对 2018 年至 2018 年 11 家商业银行的面板数据进行分析，得出资产证券化与银行的流动性直降呈一种倒“U”型关系，即商业银行在实施证券化的初期，流动性得到了显著提高；而随着证券化业务的深入，商业银行的流动性比率又开始逐渐下降。国外学者也在积极探索资产证券化对银行业效益的影响。Mehta C K 和 Swaroop S 等（2020）指出不良资产的逐渐增加有可能导致商业银行收入减少，降低银行的盈利水平。Pazhouhi A 和 Marzban H 等（2020）用倾向得分匹配法对比分析得出不良资产证券化对银行的净利润的影响是显著为正的，并借助贝叶斯向量自回归模型证明了不良贷款对提高银行的盈利能力的影响为负。

一些学者也指出了对不良贷款率有影响的经济指标。Bardhan S 等（2019）使用面板阈值框架调查银行特定因素对印度银行系统不良资产的作用，不平衡面板选取 1995 年至 2011 年这一时间段，共有 82 家商业银行。作者将资本与风险加权资产比率和信贷增长视为替代阈值变量，以及被视为独立于制度的相关银行特定变量。研究结果

表明，一旦资本与风险加权资产比率达到临界阈值，就会对系统不良资产产生负面的重大的影响。以信贷增长为门槛并依赖于制度，作者观察到信贷增长对不良资产的统计上显著的非线性影响。超过阈值，信贷增长对不良资产产生显著的负面影响。从银行的角度来看，Fei 等（2019）认为商业银行竞争力的下降和不良贷款的增多是分不开的，同样我国银行业的发展革新与经济大环境健康发展与不良贷款率也是分不开的。作者选取了 10 家上市银行的面板数据，通过多元回归模型探讨不良贷款率的影响因素。实证结果指出，商业银行的拨备覆盖率这一重要指标对其自身的不良贷款率有着负面的影响，会降低银行的盈利能力，同样的指标还有净利息差等。

1.2.4 文献述评

从以上国内外学者的相关研究中可以看出，国内外学者都在积极寻求降低不良贷款率的方法，探索不良资产证券化在发行过程中面临的问题和解决办法，分析不良资产证券化带来的经济效益及其实施的重要性。然而，梳理文献发现，学者们侧重于研究资产证券化的银行不良资产证券化在宏观层面的影响及其对银行业的作用，较少涉及微观个体案例，故而在实践方面缺乏参考性。而且现有的文献也缺少对产品发行过程中细节方面的研究，故而对商业银行发行相关资产证券化产品的指导意义不大。本文在借鉴已有的经验的基础上，对具有代表性的银行——浦发银行 2019 年发行的资产证券化产品进行分析，并且选取了多期产品进行对比分析，具体到发行情况、发行过程与发行效益的分析，可为不良资产证券化在实践方面提供参考，丰富相关案例分析的经验。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究思路

本文共有六章，内容分别如下：

第一章为绪论。依次介绍本文的研究背景和意义，参考的文献以及创新点。

第二章是不良资产证券化的理论基础。阐述了不良资产证券化的相关概念和原理。

第三章为 2019 年“浦鑫归航”产品概况。首先介绍产品发行背景，然后介绍“浦鑫归航”四期产品基本情况，最后分析其发行的内在动因与外在动因。

第四章为 2019 年“浦鑫归航”产品发行过程分析。首先是资产池分析，通过对比分析四期产品的资产池资产构成，判断其资产质量的优劣，并对交易结构做详细的分析。其次是内部信用增级分析，依次对分层结构、设立信托储备账户、偿付结构以及

信用触发机制进行分析，寻找其中存在的问题。然后对发行过程中存在的风险进行分析，依次为信用风险、流动性风险、催收风险。最后是产品定价分析，考察四期产品的定价是否合理。通过总结本章研究的内容，对发行过程中可借鉴的经验和存在的问题进行梳理。

第五章为2019年“浦鑫归航”不良资产证券化效益分析。短期效益分析：选2019四期产品作为四个事件，选产品公布日或信托交付日作为事件日，前后十天为窗口期。先用事件日前120天的数据做回归求出参数，进而求出该事件的超额收益率与累计超额收益率，对超额收益率和累计超额收益率进行均值T检验并分析结果。商业银行经营的中长期效益分析：从银行经营的安全性、盈利性、流动性这三个角度对其中长期效益进行分析。

第六章为研究结论与启示。首先总结核心章节的研究结论，然后根据结论提出对投资者的启示、商业银行发行资产证券化产品方面的启示以及对监管机构在资产证券化监管方面的启示。

1.3.2 研究方法

案例研究法：本文以“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券为研究对象进行案例分析，从案例的背景、发生的过程与过程中面临的问题、以及整个案例存在的不足来依次展开。

事件研究法：作为案例分析常用的研究技术手段，它的作用是当某一事件发生时，观测其发生前后较短的时间区间内的股价波动情况，进而计算超额收益率。事件研究法大多被用来判断该事件对公司股东财富和企业价值的影响。

文献研究法：通过检索大量关于不良资产证券化方面的有关研究成果，并总结现有的资料、总结研究方法，从而确立本文研究的总体思想和重点研究内容。

1.3.3 技术路线

如下图所示，整篇文章的技术路线为：绪论——不良资产证券化的理论基础——“浦鑫归航（2019）”产品概况——“浦鑫归航（2019）”产品发行过程分析——“浦鑫归航（2019）”不良资产证券化效益分析——结论与启示。每一章节都有对应的小节，逻辑顺序严格按照层层递进的关系展开。

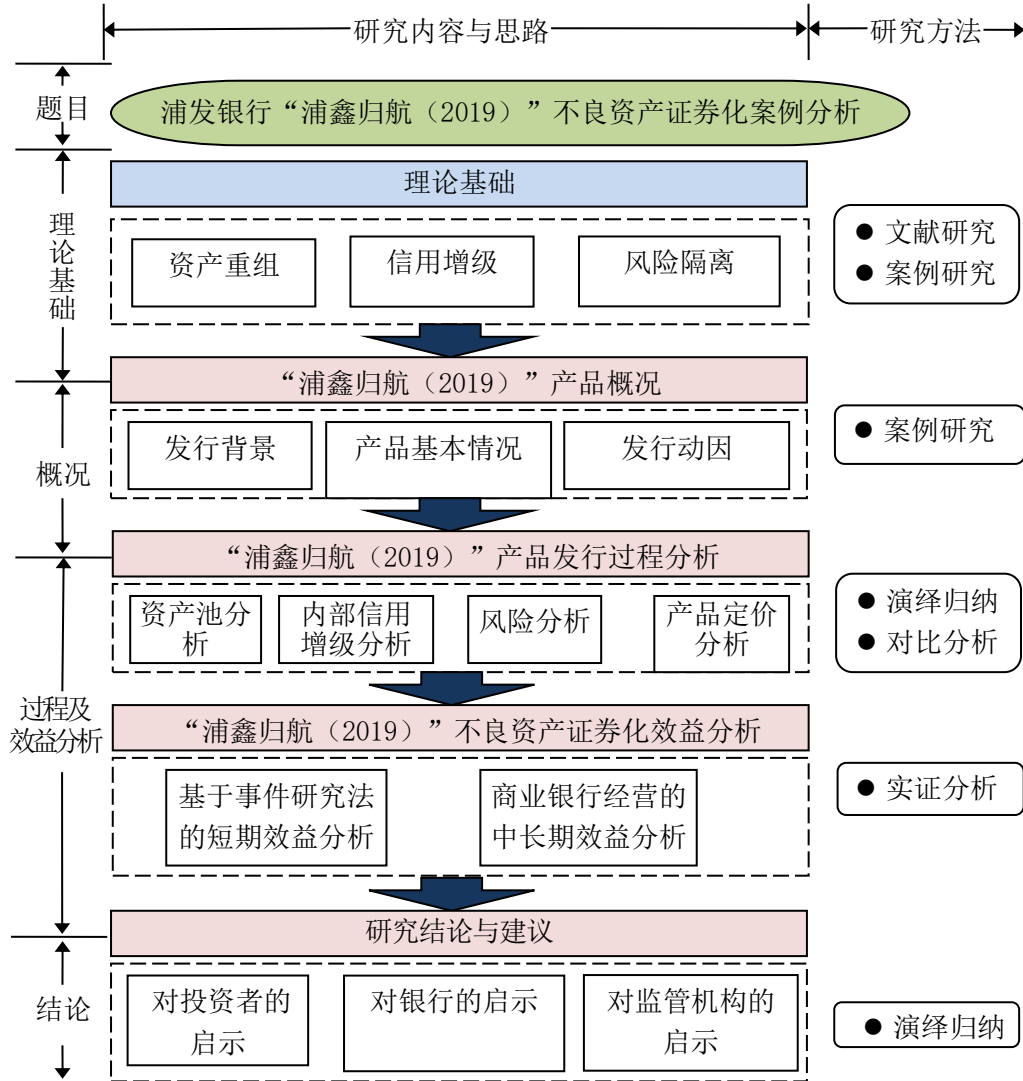


图 1-1 技术路线图

1.4 研究的创新之处

(1) 采用案例分析的研究方法

通过本文的文献综述可知，过往的研究方法大多采用了定性分析、定量分析或实证分析的方法。本文则运用了案例分析的方法，通过对浦发银行在 2019 年不良资产证券化业务中的个案剖析，深入探讨了浦发银行在资产证券化过程中面临的问题和以及所得出的实践经验，从而对商业银行资产证券化的发展提供了合理化建议，使得本文用案例分析的方法研究理财产品具有了实际价值。

(2) 四期产品对比分析

笔者查阅文献发现大多数学者在资产证券化的案例分析方面都是选取研究单一的

理财产品作为研究对象，较少涉及多个理财产品的横向对比。本文对于浦发银行 2019 年发行的四期不良资产支持证券做对比研究，不仅可以了解浦发银行“浦鑫归航”不良资产支持证券的发行特点，还可以深入了解浦发银行 2019 年连续发行四期同类产品的内在逻辑和发行动因，同时，对四期产品的研究有助于探索浦发银行发行“浦鑫归航”后的效益与影响，进而可以得出更加详细的结论与建议。

第2章 不良资产证券化的理论基础

2.1 不良资产证券化的相关概念

2.1.1 资产证券化的定义

不良资产，从商业银行的角度来看，是指某些借款人因个人情况导致无法按时还本付息，这样就产生了不良资产。资产证券化是利用专业的金融方法将银行无法处理的不良资产转化成可供出售的理财产品的过程。狭义的资产证券化则是指信贷资产证券化，本文所研究的对象“浦鑫归航（2019）”就是把信用卡不良资产打包重组之后得到的信用卡不良资产支持证券。

2.1.2 信用卡不良资产的五级分类划分标准

根据中国人民银行颁布的《贷款风险分类指导原则》，信用卡资产按照其风险等级分为五类：正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类，具体划分标准如下：

正常类贷款是借款人有充分的实力归还的贷款；关注类贷款是借款人有能力归还贷款但还款能力受一些因素制约的贷款。这两种贷款的借款人均有能力偿还贷款，无法还本付息的概率极小，并不属于信用卡不良资产的范畴。

次级类贷款表示借款人在还款方面存在明显困难，或者不能通过自身经营收入偿还贷款，一般需要担保人代为偿还或者变卖抵押物；可疑类贷款表示借款人已经无法足额偿还贷款，即便实施了质押担保等方法也会导致较大经济损失且无法估计损失为多少；损失类贷款表示借款人已经根本没有能力偿还贷款，而银行即使能够回收也收效甚微，这部分就被银行通过注销的方式来处理。

次级类、可疑类和损失类贷款因无法按时偿还本息，为商业银行带来了流动性风险，属于信用卡不良资产的范畴。

2.1.3 信用卡不良资产的产品特性与发行情况

（1）基础资产池的资产分散性较高

商业银行信用卡业务的特点是银行信用卡贷款额度有大有小且数量繁多，因为该

业务都是面向分散的个人客户，贷款额度比起对公类不良贷款或住房抵押不良贷款来说，会相对较低。因此，信用卡不良资产证券化产品的资产池是由高度多样化的单一小额信用卡违约贷款构成，分散性极高。我国早在 2016 年发行的信用卡不良资产证券化产品，因信用卡的借款人来自全国各个不同的地区并且从事不同的职业，所以分散性很高。同时，比起基础资产池的不良贷款总额，每一笔不良贷款额度都很小，故而单一借款人无法偿付并不会过多影响整个资产池的质量，保障了整个资产池的现金流回收稳定性。

（2）证券本息偿付依靠不良贷款的催收

具有如抵押、质押之类担保方式的对公类不良贷款和住房抵押贷款，其借款人即使无法如期偿付本息，也可以通过变卖抵押物而保证银行的利益。但信用卡不良资产则不同，大多数信用卡贷款都是靠借款人的信用支持，没有任何可以变现的抵押资产为提供贷款的商业银行保驾护航。即便是信用卡分期购车的特殊业务，商业银行采取了抵押方式，但是由于汽车的可移动性和随时间增长的贬值性，即使需要查找追回也很困难，大概率没有办法偿还银行的损失。可见，商业银行所推出的信用卡不良资产证券化产品若想要如期还本付息就只能依靠服务机构的催收，而催收的结果也直接关系到信用卡不良资产证券化产品的整体现金流回收情况。如果现金流回收情况不乐观，那么该证券化产品的投资者的利益也无法得到保障。

（3）信用增级方式固定

资产证券化产品的信用增级的方式主要分为两种：内部信用增级与外部信用增级。内部信用增级，顾名思义，就是对证券化过程中的交易结构进行设计，比如设立现金储备账户、把要发行的证券化产品分为优先档和次级档等。外部信用增级，顾名思义，则是指通过外部或第三方金融机构对证券化产品实施信用增级，包括担保、保险等。正如前文所说的那样，由于银行信用卡不良贷款的基础资产池分散度比较好，现金流回收的稳定性较高，所以我国大多数信用卡不良资产证券化产品中通常都只会采用内部信用增级方式，很少涉及外部增级方式。

（4）优先档期限较短

因为信用卡不良贷款拖欠的时间越长，收回的可能性就越小，所以信用卡不良贷款大部分回收的金额是由前期能够回收金额的多少决定的。由此可见，优先档证券因期限较短，其本金能在前期尽快收回，一旦结清本息，优先档产品就可以宣告结束。这就吸引了大量对流动性有较高要求的投资者。

2.2 不良资产证券化的相关原理

2.2.1 资产重组

鉴于商业银行在资产证券化的设计过程中持有多项资产，就必须从中严格选择能够贡献未来现金流的资产。又因为现金流的回收完全依赖于贷款服务机构向借款人催收，用收回的本息支付投资者的报酬，考虑到这些因素，商业银行在选择不良资产证券化的资产池时，更倾向于选择风险较低而回收可能性较大的不良资产，这样筛选得到的资产便组成了资产池。此外，为进一步分散风险，就要对形成的资产池进行打包重组。在资产重组时，既要降低投资组合的正相关性，又要合理分配劣质资产的规模，整体上提高资产处置效率。

总之，资产重组就是发起机构筛选出符合标准的预期可以产生稳定现金流的资产，进行搭配组合，组成基础资产池。在资产重组过程中把风险对冲原理结合实际，实现多元化资产组合，降低资产组合内部的正相关性，释放非系统性风险。借助资产重组的原理，可以分析不良资产支持证券的资产池的资产质量，依据其基础资产的组合分布特点，考量该证券的风险水平和预计回收情况，从而判断出该不良资产支持证券的优劣。

2.2.2 风险隔离

风险隔离，顾名思义，就是把基础资产的最初持有者的风险与基础资产重组之后证券化产品的风险隔离开来，互相不影响。信用卡不良资产证券化产品一经发行，投资者投资证券时所承担的风险就仅仅与该证券相关的资产有关，至于那些资产最初所有者自身的风险，并不在投资者顾虑范围内，因此风险隔离原理极大地保护了投资者的利益。

SPV，在证券行业是指特殊目的载体，其主要作用是在整个不良资产证券化交易过程中，购买发起机构的资产组合，并发售以此为支持的证券的特殊实体。当证券化的发起机构——商业银行把基础资产卖给 SPV 之后，SPV 就变成了基础资产的所有者，这些资产与原来的商业银行也再没有关系，商业银行也没有权利对其进行追索。同时，即使日后商业银行因经营不善发生财务问题甚至破产，这些基础资产也不会被清算。不良资产证券化产品的投资者的投资风险仅仅与资产本身相关，无论投资是获得收益还是遭受损失，投资者只能自己承担后果，与商业银行无关。

风险隔离的原理为商业银行提供了一种转移资产风险的思路，通过将不良资产卖

给 SPV，实现自身的不良资产剥离出表，将自身的风险转移给投资者；同时也给投资者提供了风险可控的投资机会，在仅仅承担基础资产自身风险的基础上就可以获得较高收益。本文研究的“浦鑫归航（2019）”不良资产证券化产品就是使用了风险隔离原理的典型案例，浦发银行将基础资产卖给上海信托公司，实现了资产风险的转移，对于“浦鑫归航”的投资者来说，即使浦发银行发生重大财务问题，所投资的资产池也不会被当成银行的破产清算资产，投资者的权益保障性高。

2.2.3 信用增级

因商业银行基础资产池中的资产的风险很高，都是无法按时收回本息的不良贷款，所以会担心不良资产支持证券发行之后投资者不买账的问题。为降低融资成本，商业银行会使用信用增级方式。信用增级，顾名思义，就是运用一定的金融方法将不良资产的信用等级提高，进而可以帮助商业银行顺利完成不良资产证券化产品的发售。信用增级的方法主要分为两种：内部信用增级和外部信用增级。内部信用增级就是在不良资产证券化产品发行过程中对其交易结构等进行特殊的设计，比如将该产品划分为优先档不良资产支持证券与次级档不良资产支持证券，优先档产品虽然风险较低但收益也较低，次级档产品风险较高但收益也较高，如此便可以满足不同投资者的投资偏好，实现正常发售。外部信用增级就是经由外部第三方机构干预，通过对证券化产品进行担保等方式实现信用增级。

借助信用增级的原理，商业银行提高了其证券化产品的信用等级，降低了市场风险，与投资者实现了双赢。本文可以对研究对象“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券深入探讨其在信用增级方面取得的成效和存在的不足之处，尤其是在优先档和次级档的分层方面，利用该原理可以分析“浦鑫归航（2019）”的发行是否能做到风险可控，保证投资者的利益。

2.2.4 商业银行经营的“三性”

商业银行经营的“三性”是指商业银行在日常经营管理中所坚持的安全性、流动性和盈利性的原则。安全性原则要求商业银行具有足够的清偿能力，当发生金融风险或巨大损失时有足够的准备来应对突发事件，保证银行的正常经营。银行的资产规模、资产分布策略以及资产的风险程度都决定着商业银行的安全性程度。流动性原则要求商业银行需要留有一部分现金以应对客户的取款需求，如果商业银行现金不足，不足以支付客户的提款额度，那就有可能引发挤兑危机，进而导致银行破产，甚至会影响整个银行业。盈利性原则要求银行管理者在保证商业银行平稳运行的前提下，尽可能

地追求利润最大化。良好的盈利能力不仅可以为商业银行扩大规模和发展业务提供资金支持，还可以为股东提供更高的回报，相应提高银行的股价，为银行借贷提供便利。此外，良好的盈利能力还可以提高银行的声誉，增加公众对银行的信心。

商业银行“三性”原则之间有彼此统一的一面，也有彼此矛盾的一面。只有安全性得到保障，银行才能稳健经营，进而获得利润；只有资金具备流动性，银行的各项业务才能正常运转，实现盈利，因此安全性和流动性是银行实现盈利性的前提条件。但是“三性”之间也存在着矛盾：通常情况下，资产的安全性越高，盈利水平就越低；资产的风险越大，安全性越低，那么盈利水平就越高。所以保障了安全性和流动性，就必然会牺牲盈利性；想要盈利，就只能适当牺牲安全性和流动性。故而本文分析浦发银行不良资产支持证券的发行效益时，要从“三性”原则出发，全面考察该证券的发行对商业银行带来的安全性、流动性和盈利性三方面的影响，进而综合比较才能得出客观理性的结论。

第3章 “浦鑫归航（2019）”产品概况

3.1 发行背景

鉴于“浦鑫归航（2019）”的基础资产是个人信用卡不良债权，那么本章着重从信用卡不良资产证券化的角度来探究“浦鑫归航（2019）”的发行背景，分别从信用卡不良资产证券化的发展现状和浦发银行信用卡不良资产证券化的现状两个方面进行阐述。

3.1.1 信用卡不良资产证券化发展现状

关于不良资产证券化产品的基础资产，按照担保方式和主要用途的不同，可以分为三大类，分别是对公类不良资产、个人抵押类不良资产、信用卡类不良资产。其中，对公类不良资产，是指企业无法如期偿还给银行的贷款，其抵押物或质押物可以在无法偿还的时候被执行清收以弥补银行的损失；个人抵押类不良资产，是借款人用自有的房屋等不动产作为抵押物向银行借款但却因资金问题无法按时偿还的贷款，单笔额度较大，多为日常生活与经营使用；而信用卡类不良资产则与前两种不同，它没有抵押物，完全凭借个人信用来保障还款。从2016年开始我国这三大类不良资产支持证券的市场发行数量在不断发生变化，具体情况如表3-1所示：

表 3-1 三大类不良资产支持证券发行数量统计

年份	对公类	个人抵押类	信用卡类	发行规模（亿元）
2016	7	4	3	156.1
2017	2	7	10	162.46
2018	2	13	19	158.81
2019	0	7	22	143.49
2020	8	8	39	282.60

数据来源：新浪财经

根据表3-1中的数据不难发现我国不良资产证券化重启后，各家商业银行开始积极探索，发行规模日益增大，信用卡类不良资产支持证券的数量占据整个资产证券化市场的半壁江山。

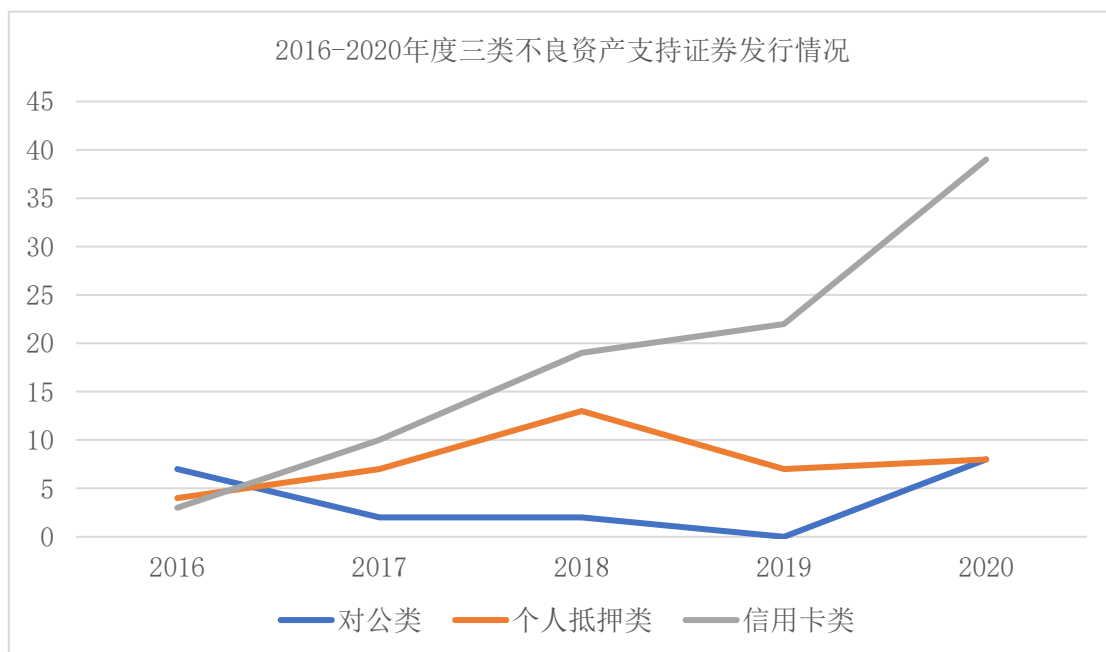


图 3-1 2016-2020 年三类不良资产支持证券发行情况统计图

由图 3-1 可以看出，以对公不良资产为基础资产的不良资产证券化产品发行效果有限，仅在重启之初发行过几单后就淡出市场。以个人抵押类不良资产为基础资产的不良资产证券化产品基本上牢固占据不良资产证券化产品发行规模的一半，但从发行趋势来看逐渐放缓。而信用卡消费类不良资产正逐渐成为不良资产证券化的主力。无论从发行单数还是发行规模上都呈现出增长趋势，其发行规模在 2019 年也已经接近当年发行总规模的一半，2020 年已占领市场四分之三的部分。可以看出，以信用卡类不良资产为基础资产的证券化产品深受各家银行的追捧。信用卡不良资产证券化产品发行单数和发行规模均呈上升趋势，一方面因为个人信用类资产受监管限制不可以批量转让给资产管理公司，另一方面信用卡消费交易额的高速增长产生了大量的信用卡不良资产。运用不良资产证券化来化解信用消费类不良资产会成为未来的一种普遍的选择。

3.1.2 浦发银行信用卡不良资产证券化现状

浦发银行从 2003 年起就重点研究资产证券化业务，从 2007 年开始，截至 2020 年底，浦发银行已在我国商业银行间市场共发售 26 单，总额价值 621.69 亿元的信贷资产支持证券。在每个项目中，浦发银行以贷款服务机构的身份，参与到产品定价和产品交易结构设计之中，故而在资产证券化项目管理方面积累了大量宝贵的经验。浦发银行 2020 年之前发行的所有信贷资产支持证券如下：

表 3-2 浦发银行发起信贷资产证券化项目（截至 2020 年底）

项目名称	基础资产	发行日期	发行规模 (亿元)
1 浦鑫归航 2020 年第六期不良资产支持证券	不良贷款	2020.12	2.00
2 浦鑫安居 2020 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券	个人住房抵押贷款	2020.12	71.31
3 浦鑫归航 2020 年第五期不良资产支持证券	不良贷款	2020.12	3.42
4 浦鑫归航 2020 年第四期不良资产支持证券	不良贷款	2020.09	2.65
5 浦鑫归航 2020 年第三期不良资产支持证券	不良贷款	2020.08	0.89
6 浦鑫归航 2020 年第二期不良资产支持证券	不良贷款	2020.06	1.91
7 浦鑫归航 2020 年第一期不良资产支持证券	不良贷款	2020.03	0.80
8 浦鑫安居 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	个人住房抵押贷款	2020.02	40.22
9 浦鑫归航 2019 年第四期不良资产支持证券	不良贷款	2019.12	2.28
10 浦鑫安居 2019 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	个人住房抵押贷款	2019.11	60.72
11 浦鑫归航 2019 年第三期不良资产支持证券	不良贷款	2019.09	1.94
12 浦鑫 2019 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	个人住房抵押贷款	2019.07	50.51
13 浦鑫归航 2019 年第二期不良资产支持证券	不良贷款	2019.06	2.58
14 浦鑫 2019 年第一期信用卡分期资产支持证券	信用卡贷款	2019.03	20.91
15 浦鑫归航 2019 年第一期不良资产支持证券	不良贷款	2019.03	2.45
16 浦鑫 2018 年第三期不良资产支持证券	不良贷款	2018.11	5.00
17 浦鑫 2018 年第一期不良资产支持证券	不良贷款	2018.06	4.00
18 浦鑫 2017 年第一期信贷资产支持证券	企业贷款	2017.11	44.84
19 浦鑫 2017 年第一期不良资产支持证券	不良贷款	2017.11	1.64
20 鑫浦 2016 年第二期信贷资产支持证券	企业贷款	2016.11	44.10
21 鑫浦 2016 年第一期信贷资产支持证券	企业贷款	2016.08	54.53
22 浦发 2015 年工程机械贷款资产支持证券	工程机械贷款	2015.01	14.66
23 浦发 2014 年第三期信贷资产支持证券	企业贷款	2014.09	47.90
24 浦发 2014 年第二期信贷资产支持证券	企业贷款	2014.09	45.94
25 浦发 2014 年第一期信贷资产支持证券	企业贷款	2014.02	50.66
26 浦发 2007 年第一期信贷资产支持证券	企业贷款	2007.09	43.83

数据来源：产品发行说明书

由表中数据可知，截至 2020 年初，浦发银行至今已经发行了 7 单以不良贷款为基础资产的资产证券化产品，7 单产品兑付情况都良好。根据各期项目受托报告公告的回收数据，截至 2019 年 10 月，浦鑫 2017 年第一期不良资产支持证券中债资信预计回收 20125.32 万元，实际回收 22635.77 万元；浦鑫 2018 年第一期不良资产支持证券中债资信预计回收 42137.29 万元，实际回收 42528.70 万元；浦鑫 2018 年第三期不良资产支持证券中债资信预计回收 50903.74 万元，实际回收 52140.17 万元。浦鑫归航 2019 年第一

期不良资产支持证券中债资信预计回收 27351.52 万元，实际回收 26673.83 万元；浦鑫归航 2019 年第二期不良资产支持证券中债资信预计回收 23453.39 万元，实际回收 23616.70 万元；浦鑫归航 2019 年第三期不良资产支持证券中债资信预计回收 16831.22 万元，实际回收 21224.85 万元。由此可见，浦发银行不良资产证券化产品兑付情况比较乐观，每期产品都能超预期兑付。

3.2 “浦鑫归航”四期产品基本情况

3.2.1 产品基本情况

浦发银行近年来推出了多种资产证券化产品，“浦鑫归航”系列的不良资产支持证券从 2019 年开始发行，直至 2021 年，共发行 14 期同名同类型的证券（2019 年发行 4 期，2020 年发行 6 期，2021 年发行 4 期）。之所以选择 2019 年发行的这四期产品进行研究，是因为发行初期的案例比较有代表性，是没有同类经验的前提下在市场上直接进行尝试的，而之后 2020 年和 2021 年发行的同名同类的产品，有 2019 年的经验，所以会更多的有更新改进之处，再加上市场已经对 2019 年发行的产品有所了解，会借助之前的经验选择是否投资 2020 年和 2021 年新发行的产品，从市场的角度来看，选择后面发行的产品进行研究的意义不大。而 2018 年初，浦发银行刚刚因为 775 亿元贷款造假案面临着声誉受损的风险。在这种情况下，2019 年浦发银行发行的理财产品是极具挑战的，它是否会被市场认可，是否会得到想要的结果，都是值得我们去探究的。

“浦鑫归航（2019）”的发起人是上海浦发银行，上海国际信托有限公司作为受托机构将投资指令或划款指令书面通知资金保管机构。建行厦门分行作为资金保管机构，根据受托机构的投资指令或划款指令，调拨资金，将信托账户中有关资金投资于合格投资。浦发银行需要按要求持有大于等于当期资产支持证券发行总金额的 5%，而且各档证券都应该持有大于等于其发行总金额 5%，持有期限不能低于各档证券的存续期限。

“浦鑫归航（2019）”的每期产品在初始起算日（即资产池“封包”日）就分为两个层次：优先档和次级档，两个档次的证券都采取平价发行，面值均为 100 元。信托生效日就是信托交付日，每期产优先档的产品的预期到期日都会比次级档的预期到期日晚两年左右，但是优先档和次级档的法定到期日都为同一天，即法定到期日为次级档的预期到期日。四期产品优先档发行规模分别为 1.55 亿元、1.95 亿元、1.47 亿元和 1.55 亿元；而四期产品次级档的票面金额分别为 0.73 亿元、0.63 亿元、0.27 亿元和 0.73 亿元。每期优先档证券都采取固定利率，中债资信和中诚信国际两个评级机构对

每期优先档不良资产支持证券评级为 AAAsf；因次级档不良资产支持证券没有被评级，故而次级档证券都没有票面利率。四期产品相关的发行要素如表 3-3 所示。

表 3-3 “浦鑫归航（2019）”产品概况

	第一期	第二期	第三期	第四期
优先档发行规模（亿元）	1.55	1.95	1.47	1.55
优先档占比（%）	67.98	75.58	75.77	67.98
次级档发行规模（亿元）	0.73	0.63	0.27	0.73
次级档占比（%）	32.02	24.42	24.23	32.02
每张面值（元）	100	100	100	100
发行价格	按面值发行	按面值发行	按面值发行	按面值发行
初始起算日	2018.10.31	2019.01.21	2019.04.30	2019.07.14
信托交付日	2019.03.22	2019.06.25	2019.09.29	2019.12.18
优先档预期到期日	2020.04.26	2020.06.26	2020.04.26	2020.01.26
次级档预期到期日	2022.01.26	2022.03.26	2022.07.26	2022.07.26
法定到期日	2022.01.26	2022.03.26	2022.07.26	2022.07.26
中债资信评级	AAAsf	AAAsf	AAAsf	AAAsf

数据来源：产品发行说明书

3.2.2 交易结构情况

“浦鑫归航（2019）”每期产品的交易结构图如下：

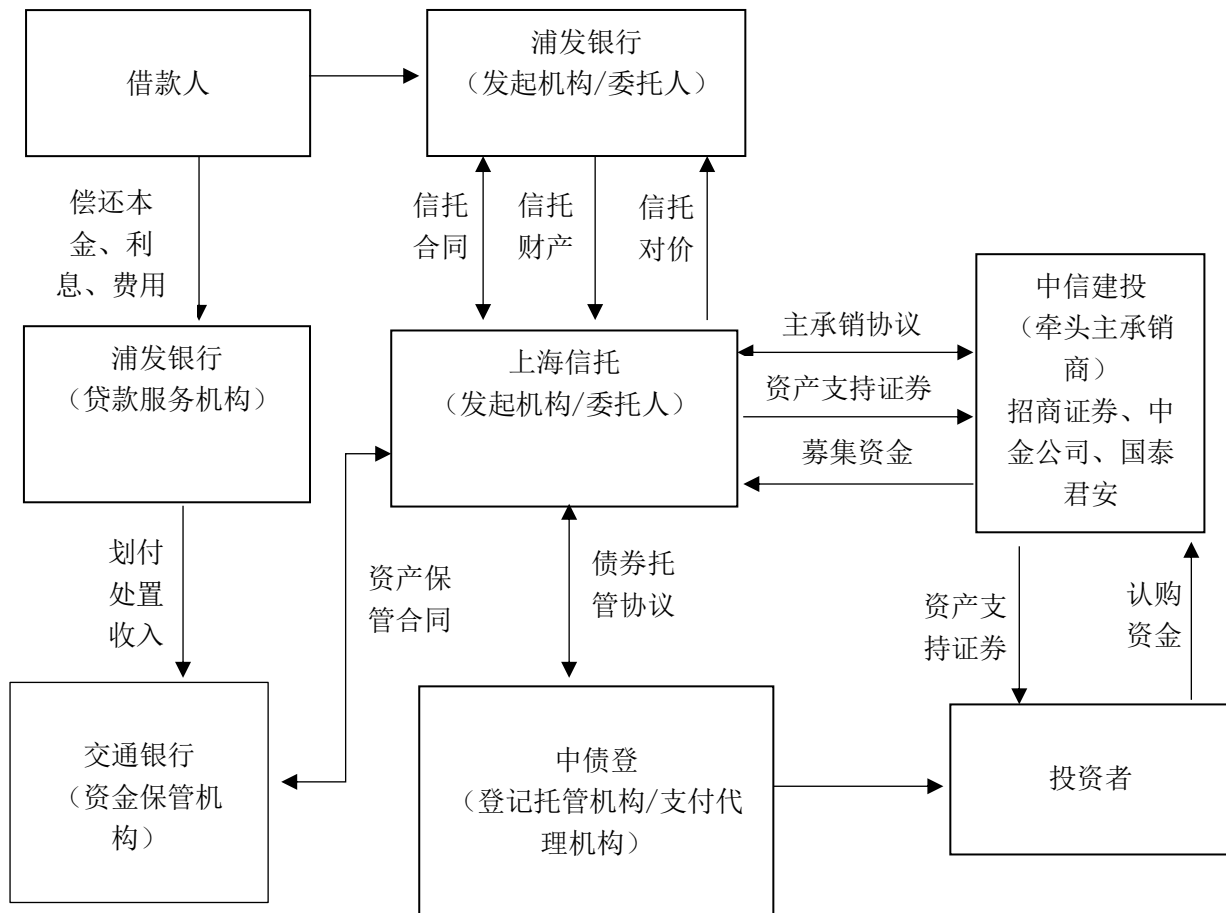


图 3-2 交易结构图

数据来源：产品发行说明书

如图 3-2 所示，浦发银行作为发起机构以不良类个人信用卡债权作为信托财产委托给受托人——上海信托公司，设立“浦鑫归航 2019 年第 n 期不良资产证券化信托”（n 分别为一、二、三、四）。受托人向投资者发售本期资产支持证券，并以信托财产所形成的现金流为限，承担发售费用、税费、服务费等各项费用支出及本期资产支持证券的全部本金和收益。发行人与发起机构、主承销商签署协议，信托存续期间内，受托人浦发银行对信托财产的日常回收进行管理和服务。对于信托财产所产生的现金流，受托人委托交通银行提供资金保管服务。“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券除发起机构自持的部分外将在银行间债券市场上市流通。“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券的整个交易过程精密复杂，环环相扣，每个环节都至关重要。

3.3 发行动因

3.3.1 内在动因

表 3-4 浦发银行近三年不良贷款率和拨备覆盖情况

	2018 年	2017 年	2016 年
不良贷款率 (%)	1.92	2.14	1.89
拨备覆盖率 (%)	156.38	132.44	169.13

数据来源：浦发银行年报

表 3-4 展示了发行“浦鑫归航”证券之前浦发银行近三年的不良贷款率和拨备覆盖率情况。根据表中数据可以看出，2018 年浦发银行的总资产高达 62896.06 亿元，同比上升约 2.48%。浦发银行的不良贷款率虽然不是逐年降低，但是 2018 年相较于 2017 年还是有大幅减少。2018 年不良资产拨备覆盖率为 156.38%，与 2017 年相比，提高了 23.94%，对浦发银行来说是一个很好的进步。不良贷款的拨备覆盖率是考察银行贷款损失准备金计提情况的一个重要指标，虽然浦发银行 2018 年和 2016 年的拨备覆盖率都超过了银保监会规定的 150%，但是与此同时，别的商业银行的拨备覆盖率都远远高于 150% 的最低标准，可见浦发银行在拨备覆盖率这一指标方面并不具备同业竞争的优势。因此浦发银行联合上海信托公司发行“浦鑫归航”不良资产支持证券，旨在提高银行自身的资产质量，强化经营能力，在银行业竞争中取得更好的成绩。

3.3.2 外在动因

近年来，银保监会对商业银行不良资产问题越来越重视，而资产证券化的出现则为商业银行解决这一难题提供了希望。另外，随着中国乃至整个世界的经济发展逐渐放缓，商业银行的信用卡资产质量问题逐渐暴露出来，应运而生的资产证券化高效推动了银行处理不良资产的进程。

银行重点发展信用卡不良资产支持证券，有利于盘活银行内部的存量资产，扩大信贷规模，同时解决不良资产问题，进而提高银行经营的流动性。更何况，信用卡不良资产支持证券作为金融市场上较为新颖的理财产品，不断发行该产品，不断试错并改进，也可以提高银行业的资产证券化水平。

3.4 本章小结

本章着重介绍了信用卡不良资产证券化的发展现状以及本章研究对象“浦鑫归航（2019）”的发行方——浦发银行的信用卡不良资产证券化现状，可以看出以信用卡消费类不良资产为基础资产的不良证券化产品已经占据了资产证券化市场上的大片江山。而浦发银行过往的不良资产证券化产品兑付情况都比较乐观，每期产品都能超预期兑付，可见“浦鑫归航”的发行背景良好。鉴于四期产品基本情况相似，所以统一介绍了“浦鑫归航（2019）”产品的整体基本情况和交易结构，继而分析了浦发银行发行这四期产品的内在动因和外动因。可以发现作为当下银行业处置不良资产的一种创新方式，不良资产证券化不仅可以提高银行的资产质量、降低违约风险、改善银行财务状况，还可以帮助银行盘活存量资产、释放信贷规模、改善流动性状况。从大体上了解了浦发银行和“浦鑫归航”产品的基本情况以后，接下来笔者将重点剖析“浦鑫归航（2019）”的发行过程。

第4章 “浦鑫归航（2019）”产品发行过程分析

第三章详细介绍了“浦鑫归航（2019）”的产品概况，在此基础上，本章将对“浦鑫归航（2019）”的发行过程做具体分析，主要包括资产池分析、内部信用增级分析、风险分析和产品定价分析，通过这些分析寻找该产品在发行过程中值得借鉴的经验与存在的问题。

4.1 资产池分析

4.1.1 四期产品资产池质量对比分析

不良资产证券化产品的基础就是资产池，资产池中不良资产的占比影响着整个不良资产支持证券的质量。我们可以通过对比四期产品的资产五级分类情况和借款人所从事的职业分布来了解“浦鑫归航（2019）”的资产池质量。

图4-1与表4-1均为“浦鑫归航（2019）”五级分类资产分布情况。根据前文2.1.2的内容可以知道，资产五级分类中，正常类和关注类并不构成信用卡不良资产，所以我们重点关注次级类、可疑类和损失类的分布情况。从图4-1中可知，第二期“浦鑫归航”不良支持证券的次级类占比最高，损失类占比最小，单从资产质量来看，第二期产品的资产质量最好，风险最低。而第一期和第三期产品的损失类占比都超过了10%，资产质量较差，尤其是第三期，次级类占比最小。整体来看，后两期产品相对前两期来说，降低了次级类占比，增大了可疑类占比，说明浦发银行愈加关注资产质量差的可疑类产品，进而让不良资产证券化发挥更加充足的作用。

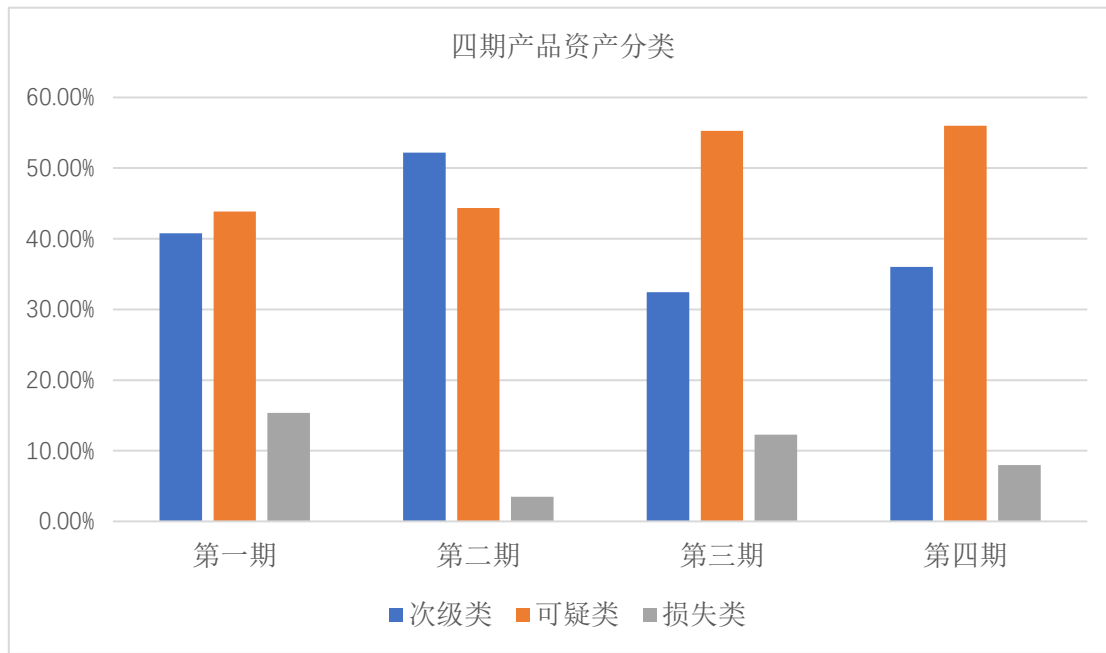


图 4-1 四期产品资产分类图

数据来源：产品发行说明书

由表 4-1 可知，四期产品的平均单笔未偿本息余额在 3-6 万元左右，第二期产品最高，达到 5.6 万元，结合上文的分析，虽然从资产分类来看暂时是第二期产品的资产质量最好，但是他的平均单笔未偿本息余额却是最高，这意味着回收风险加大。可见判断资产质量好坏并不能只看次级类、可疑类和损失类占比情况，还应该结合别的指标综合考虑。而第三期和第四期产品，虽然可疑类占和损失类资产比较大，但是平均单笔未偿本息余额却比前两期要低一些，说明回收风险小，资产质量也是不错的，整体风险可控。

表 4-1 “浦鑫归航（2019）”资产分类

	次级类占比	可疑类占比	损失类占比	平均每笔余额（万元）
第一期	40.79%	43.86%	15.35%	4.93
第二期	52.18%	44.35%	3.47%	5.60
第三期	32.43%	55.29%	12.28%	3.90
第四期	36.01%	55.99%	7.99%	3.25

数据来源：产品发行说明书

表 4-2 为“浦鑫归航（2019）”借款人所从事的职业分布及各个职业对应的未偿本息余额的占比。由表中信息可以得出，证券借款人从事职业占比前三位分别是职员、管理人员、销售，未偿本息余额占比分别达到 40%左右、27%左右和 11%左右，这三类职业共计占比 70%-80%。而像政府机关、教师、专业人员等收入来源稳定，福利待遇较好的职业的未偿本息余额占比很少，均不超过 5%。由此可见，“浦鑫归航（2019）”

借款人的职业分布非常集中，但分布范围也相对较广，共计 13 种职业类型。

表 4-2 职业分布与四期产品未偿本息余额占比（%）

	第一期	第二期	第三期	第四期
职员	38.01	39.19	42.60	44.12
管理人员	29.00	27.67	26.35	25.49
销售	12.33	11.80	11.02	10.80
金融业	4.02	4.64	4.25	4.13
人力资源	4.33	4.34	4.13	3.96
政府机关	4.09	4.13	3.99	3.37
私营业主	2.39	2.45	2.58	3.33
工人	2.74	2.61	2.27	2.17
教师	1.06	1.14	0.98	0.87
专业行业	1.05	1.14	0.89	0.86
服务行业	0.69	0.64	0.65	0.67
其他	0.25	0.18	0.23	0.16
户外合作	0.05	0.07	0.05	0.18
总计	100	100	100	100

数据来源：产品发行说明书

4.1.2 预计回收情况分析

不良资产支持证券的预计回收情况直接影响着资产池的质量。“浦鑫归航（2019）”的基础资产全部是信用类贷款，信用类贷款是指借款人只需要凭借自己的信用就可以向浦发银行借到资金，而不需要向银行提供担保品或者担保人，这类贷款也会给浦发银行回收资金带来一定的麻烦，无法通过任何实物的参考价值合理预测处可回收金额。因此需要根据往期浦发银行不良贷款的回收数据，借助抽样的方法，重新进行预测。通过观察表 4-3，我们可以看到预计现金流回收情况。

表 4-3 四期产品贷款预测回收金额占比（%）

回收率（%）	第一期	第二期	第三期	第四期
≤5	0.05	0.12	42.14	34.75
(5,10]	39.19	44.18	25.36	33.92
(10,15]	28.70	25.15	4.70	3.53
(15,20]	11.21	9.69	1.55	1.13
(20,25]	6.25	5.24	1.08	0.88
(25,30]	2.01	1.60	0.92	0.84
>30	12.60	14.02	24.24	24.95
总计	100	100	100	100

数据来源：产品发行说明书

表 4-3 为“浦鑫归航（2019）”不良贷款预测回收金额占比分布情况。可以看出，第一期和第二期产品预测回收率主要在 5%-15%左右，第三期和第四期产品预测回收率主要在 10%以内，四期产品预测回收率都不高。当然，影响回收率预测结果因素有很多，例如逾期期限、借款人的年龄、职业、地域等。另外，中国近年来整体经济不景气，金融机构的业务水准和能力也有所下降，催收机构是否能尽职尽责，以及催收机构在尽力的情况下是否能真正收回账款，借款人是否联系的到，这些都是可能会影响实际回收情况的重要因素，不可忽略。

4.2 内部信用增级分析

信用增级可以通过内部信用增级和外部信用增级两种方式实现。“浦鑫归航（2019）”主要用到了内部信用增级的方式，内部信用增级是对证券化过程中的交易结构进行设计，本节以相关理论为基础，将内部信用增级分为四部分来分析，分别是：分层结构分析、设立信托储备账户、偿付结构安排和信用触发机制。

4.2.1 分层结构分析

“浦鑫归航（2019）”把不良资产支持证券划分为优先档、次级档两个档次。优先档，顾名思义，在利益方面会比次级档优先，即一旦该不良资产支持证券不仅没有获得如期利润反而还产生了损失，次级档便会挡在优先档前面，先行承担损失，直到次级档的损失被其投资者承担完，才能轮到优先档证券的投资者承担损失。这样的设计安排能够为优先档证券提供信用增级。

首先，优先档不良资产支持证券的付息期限是每半年一次，在优先档证券本息偿付完毕之前，次级档证券不能计算收益。优先档与次级档证券的偿付安排是固定的，信托账户中的资产对优先档证券的偿付在前，优先档证券的本息清偿完毕之后，再进行对次级档不良资产支持证券的偿付。

但是，“浦鑫归航（2019）”仅仅把不良资产简单划分为优先档和次级档，还是略显单一了。虽然大部分银行对不良资产证券的分层也都是只分为优先档和次级档，但是也有一些银行对不良资产证券的划分更为多样。如招商银行发行的“招元 2015-2 期”证券交易中采用了细化的结构设计，其中就包括了优先 A1 级、优先 A2 级、优先 A3 级、优先 B 级，以及高收益档资产证券化产品。细致的划分说明这家银行的资产更加优质，更加吸引投资者的青睐。

4.2.2 设立信托储备账户

信托储备账户，能够最大化程度保证投资者的本息可以按约定得到兑现支付，它的设立保证了商业银行的流动性。根据产品发行说明书规定，每一个信托分配日，由浦发银行向资金保管机构（中国建设银行股份有限公司厦门市分行）下达分配指令，资金保管机构就会按如下方式对该日信托储备账户内的资金进行分配：

（1）将超出“必备流动性储备金额”的款项转入信托收款账户。

（2）如信托收款账户在信托分配当天不足以支付《信托合同》的应付款项，则将等值于短缺金额的款项转入信托收款账户。

（3）将剩余金额保留在信托储备账户。在清偿完全部优先档不良类资产支持证券的本金之后，浦发银行应及时通知中国建设银行厦门分行将信托储备账户中的全部剩余资金转入信托收款账户。此后，信托储备账户中就不需要再储备资金了。在发生违约事件时或之后的信托分配日或信托终止后，浦发银行应通知中国建设银行厦门分行将届时信托储备账户中的全部金额转入信托收款账户。

4.2.3 偿付结构安排

在违约事件发生前、违约事件发生后、信托终止后的现金流支付顺序中规定，贷款服务机构基本服务费的收取在优先档资产证券本息偿付之后，这种偿付结构设计充分保证了优先档证券投资者的利益。其实，不仅仅是“浦鑫归航（2019）”是这样的偿付结构，其他银行的不良资产支持证券也都是这样的偿付安排，凡是设立了优先档和次级档的分层形式的证券，都是优先保证优先档投资者的利益。

4.2.4 信用触发机制

“浦鑫归航（2019）”四期证券由于设计了违约事件等良好的信用触发机制，保证了优先档证券的投资者的利益。不良资产支持证券的基础资产中某些资产的借款人会在浦发银行有存款，当借款人通知浦发银行对该证券中的资产行使抵销权时，浦发银行如果不能把该抵消款项及时支付给信托机构，就有可能导致最终账面上该证券的基础资产处置的收入减少。根据说明书中的抵销处理条款，浦发银行用自身的违约风险承担了抵消风险，但是由于浦发银行在银行业的信用评价良好，投资者面临的抵消风险较低。此外，由于浦发银行发展状况稳定，在证券存续期内发生倒闭、无法偿债的可能性微乎其微，评级机构的评级结果中显示“浦鑫归航（2019）”四期证券的混同风险很低。此外，超额回收奖励机制的设立也很好地提高了催收机构的工作积极性，一定程度上加快了资金的回收速度。

结合本节分析的内容，我们可以发现浦发银行在发行过程中合理利用了信用增级的方法，提高了“浦鑫归航（2019）”的信用评级，从而合理降低了融资成本，增强了证券吸引投资者的能力。接下来，笔者将对“浦鑫归航（2019）”面临的风险进行具体分析。

4.3 风险分析

4.3.1 信用风险

“浦鑫归航（2019）”资金池中的基础资产全部为无抵押担保的不良信用卡不良资产，属于纯信用类不良资产，没有抵押质押物可以处置，也没有相应的担保可以执行，如果持卡人拒不还款，将产生很高的现金流回收风险。入池资产中任何借款人的拒绝还款所构成的违约行为都将会对信托财产预期现金流水平产生影响。

4.3.2 流动性风险

流动性风险是指当期资产回收不足以支付该期应付优先档证券利息及在优先档证券利息支付前必须支付的各项税费。根据交易安排“浦鑫归航”系列设置了流动性储备账户来缓解流动性风险。根据违约事件发生前的每一信托分配日的现金流支付顺序，信托指示资金保管机构将一笔等同于必备流动性储备金额的金額从信托收款账户转入信托储备账户，该设置能够一定程度上缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动

性风险。此外，如果贷款服务机构被解任，在原服务机构与继任服务机构的交接过程中，需要支付服务机构转换或交接费用、通知费用，以及接任贷款服务机构正常行使服务职能前须支付的限额内优先费用、优先档证券利息等，会给交易带来一定的流动性风险。

4.3.3 催收风险

催收风险是指专业的催收机构不能尽职导致无法按时回收或贷款回收金额较低的风险。浦发银行往往会选择业务能力较强的外部催收机构来协助浦发银行自身催收工作的开展。虽然浦发银行对合作的催收机构有一套良好的考核机制，也做到了合理激励和约束催收机构，但是面对外部经济环境的影响、催收行业的整体发展形势以及催收机构内部可能存在的一系列问题，催收机构能否尽职催收和工作积极性都会受到影响，从而无法保证“浦鑫归航（2019）”的实际回收现金流。再加上信息不对称和利益分配不均等现实问题，在完成双方约定的总回收任务后，催收机构是否还能继续保持催收的意愿也存疑。

4.4 产品定价分析

根据无套利定价原理，投资者要想获得超额收益，尤其是想要实现自身持有的证券的收益率高于市场上的无风险债券的收益率，就必然要承受一定的风险。如果最终预料到的风险没有发生，那么风险证券的投资者便会获得比无风险债券更高的收益，如果预期的风险发生了，那投资者的收益会低于连市场无风险债券的收益。因此，商业银行发行不良资产支持证券的发行成本率应该低于其票面利率与市场上不良贷款的平均利差。接下来，我们就构建无套利定价模型并实际分析“浦鑫归航（2019）”的定价情况。

4.4.1 无套利定价模型构建

首先提出假设：市场上存在无风险债券，且该债券的利率设为 R_f 。市场上实施证券化效益成本，那么不良资产支持证券发行的成本率设为 a ，其收益率设为 r 。与此同时，市场上要想开展不良资产证券化，那么适配于该行业的不良贷款的平均利率设为 R 。该证券定然存在一定的风险，该证券的综合风险程度设为 x ，且风险大于 0 而小于 1。不良资产支持证券从发行开始到法定到期日的时间为 T ，该证券的面值为 P 。那么就可以算出投资者持有不良资产支持证券 T 年后的收益为： $P(1+r)^T*(1-x)$ ；对比之下， T

年期无风险债券的收益计算得到： $P(1+R_f)^T$ 。

根据前文对无套利原理的分析，现在应该满足如下约束条件：

$$P(1+r)^T*(1-x) < P(1+R_f)^T < P(1+r)^T \quad \text{公式 (4-1)}$$

对于不良资产支持证券存在的风险 x ，现实中定然存在一个风险值 X ，使得

$$P(1+r)^T*(1-X) \leq P(1+R_f)^T \quad \text{公式 (4-2)}$$

即

$$R_f \leq r < \frac{1+R_f}{(1-X)^{1/T}} \quad \text{公式 (4-3)}$$

且要想让发行该证券的商业银行有溢出利润，就应该满足 $r < R - \alpha$ ，所以为保证计算出的结果有实际意义，就必须满足如下条件：

$$\frac{1+R_f}{(1-X)^{1/T}} - 1 \leq R - \alpha \quad \text{公式 (4-4)}$$

接下来就需要带入真实数据进行观测，我们可以先预期一下，如果不良资产支持证券的定价偏高，其票面利率就会超过市场上不良贷款的平均利率与该证券的发行成本率之间的差值；但是如果不良资产支持证券的定价偏低，即使能够满足票面利率小于不良贷款平均利率与发行成本率的差值，也没有经济意义，因为投资者无利可图，还不如去购买无风险债券。而从证券的发行期限的角度看，如果该期限过短，那么商业银行发行该不良资产支持证券的边际成本会很高，进而导致银行的收益变差。总而言之，一个成功的不良资产支持证券，应该同时满足投资者可接受的风险水平、恰当的票面利率、不能过短的投资期限以及合理的成本范围。

4.4.2 “浦鑫归航（2019）”的定价分析

开展证券化的不良贷款平均利率 R 可以用 2019 年浦发银行的贷款利率代替，根据浦发银行官网的数据，浦发银行 2019 年各类贷款的利率根据期限划分，不同种类的贷款在相同期限内的利率都是一致的。市场无风险债券的收益率 R_f 可以用 2019 年的国债利率代替，2019 年国债只有三年期和五年期国债利率。因“浦鑫归航（2019）”四期产品期间均为三年左右，故重点关注三年期利率即可。表 4-4 为 2019 年贷款平均利率与同期无风险利率情况。

表 4-4 贷款平均利率与同期无风险利率

期限	贷款平均利率（%）	无风险利率（%）
一年期	4.35	无
三年期	4.75	4
五年期	4.75	4.27

数据来源：浦发银行官网

结合我国现行的不良资产证券化发展态势与国内经济情况，商业银行应该合理控制风险，银行所发行的不良资产支持证券的信用风险至少应该等同于公司债券。国际上证券化业务发展比我国要快得多，结合国际学者的研究，不良资产证券化的信用等级一般比较高，至少要达到穆迪 A1 或国民银行 AA 以上，债券的预期违约概率应该不高于 0.4%，所以公式（4-2）中的 X 确定为 0.4%。

把表 4-4 的数据代入公式（4-3）与公式（4-4），可计算出“浦鑫归航”各期产品的票面利率应该在区间（4%，4.14%）内。而根据各期产品的簿记建档发行结果公告可知，四期产品的票面利率分别为 4%，4%，3.69%，3.75%，可见只有前两期产品的定价是在计算得出的区间之内的，后两期产品的定价偏低，进而缺乏市场吸引力，投资者可能宁愿去购买国债而非不良资产支持证券。

但是，从浦发银行的角度来看，定价偏低说明银行相对自信，并不担心因定价低于国债利率而影响自身产品的发售。结合 3.2.1 的内容，“浦鑫归航（2019）”第三期优先档证券的信托交付日是 2019 年 9 月 29 日，预计到期日是次年 4 月 26 日，间隔 7 个月，而第四期优先档证券的交付日是 2019 年 12 月 18 日，预计到期日是次年 1 月 26 日，间隔仅仅一个月。因为在法定到期日之前，优先档资产支持证券的本金大概率已经清偿完毕，所以预期到期日也是值得借鉴的时间节点。相比之下，前两期优先档证券的信托交付日到预期到日有一年左右的时间，而第三期和第四期优先档证券的时间间隔则更短。浦发银行之所以对后两期证券的票面利率定价偏低，也是考虑到后两期证券可以在短期内提前偿付，这样对于投资者来说，相当于短期债券，即使利率偏低也因为时间短而有利可图。

4.5 发行过程中可借鉴的经验与存在的问题

4.5.1 可借鉴的经验

通过本章节的分析，“浦鑫归航（2019）”在发行过程中值得借鉴的经验主要体现在以下的几个方面：

第一，切实做到了基础资产池的不良资产与发行银行的风险隔离。一旦浦发银行将基础资产打包卖给 SPV 后，SPV 获得了基础资产的所有权和使用权，浦发银行与基础资产池就相当于变成了两个互不影响的个体，互相不承担对方的盈亏。这样一来即使浦发银行出现重大经营问题或面临风险，基础资产池保函受到影响，投资者也不会因此受到损失，当然基础资产池自身的问题也不会影响到浦发银行的利益。

第二，“浦鑫归航（2019）”在支付顺序上优先支付其优先级证券的本息，其次才支付次级档证券的本息，等大降低了兑付难度。

第三，“浦鑫归航（2019）”所设立的流动性储备账户降低了优先档证券的流动性风险，增强了投资者的信心。

第四，“浦鑫归航（2019）”的合同条款规定严明，从根本上避免了基础资产池中资产原始借款人要求提前偿付的情况，投资者不用担心存在偿付风险，利益有保障。

4.5.2 存在的问题

结合前四节的内容，“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券在发行过程中存在的问题如下：

第一，借款人的职业分布非常集中，主要是职员，销售和管理人员。分布过于集中可能会影响到贷款回收情况，一旦这些人大批次失业，那么这四期证券的不良贷款回收率难以保证。

第二，没有外部信用增级方法。与内部信用增级相比，外部信用增级的优势在于第三方机构更加专业，能够为发行不良资产支持证券的商业银行提供更好更可靠的提升信用的技术。如果“浦鑫归航（2019）”能够合理应用外部信用增级，则有可能会更吸引投资者的青睐。

第三，“浦鑫归航（2019）”是信用类不良贷款，催收费用较高，不良贷款回收依赖与机构对借款人的催收，获得足额回款的可能性较低。另外，证券在同收款中全额扣除相关的催收费用，若实际发生的催收费用大于预计的催收费用，则证券优先档正常兑付将存在一定风险。若疫情未来出现反复，将导致部分借款人的收入水平下降和还款能力降低，以及催收效果不及预期，会给贷款的实际回收率和回收时间带来一定的不确定性。

第四，四期产品清洗期短，相似度高，没有创新。一年发行四期非常相似的产品，平均两个产品之间的清洗期不足三个月，没有足够的时间沉淀，最终未必能带来理想的效果。

4.6 本章小结

本章对“浦鑫归航（2019）”的产品发行过程分四个方面展开了详尽的分析，得出如下结论：

第一，通过资产池分析得出“浦鑫归航（2019）”的资产质量尚可，整体风险可控；但是四期产品预测回收率都不高，且借款人职业分布集中，考虑到各个因素，笔者认为可能会有催收风险。

第二，内部信用增级分析发现“浦鑫归航（2019）”仅仅把不良资产简单划分为优先档和次级档，这样的分层结构略显单一，而且只设立了内部信用增级方式，没有考虑外部信用增级方式。但是“浦鑫归航（2019）”设立了信托储备账户，实现了流动性的提升，同时，在偿付结构安排上优先保障优先级档证券的偿付，最大程度上为投资者保驾护航。

第三，风险分析发现“浦鑫归航（2019）”存在着信用风险、催收风险和流动性风险，这些风险其实也是多数不良资产支持证券普遍存在的风险。当然，即使普遍存在这些风险，也不能否认“浦鑫归航（2019）”证券的成功之处：不仅成功实现了不良资产与商业银行的风险隔离，而且其设立的流动性储备账户，这一定程度缓释了证券的流动性风险。同时，严格的合同条款降低了提前偿付风险，保护了投资者的利益。

第四，基于无套利定价模型的定价分析得出“浦鑫归航（2019）”第三期和第四期产品定价偏低的结论，定价偏低会导致市场吸引力不足，可能会影响该证券的发行效果。但是后两期产品的预期到期日较早，从银行的角度看相当于短期债券，利率偏低也相对合理。

综上，通过对“浦鑫归航（2019）”发行过程的分析我们既可以收获可借鉴的经验，也可以寻找到它的问题所在。结合这些优劣，笔者可以在下文最后的讨论中提出一些针对性的建议。此外，在了解了“浦鑫归航（2019）”的产品发行过程的基础上，进一步分析其发行效益也有一定的必要性，接下来第五章的讨论就是对“浦鑫归航（2019）”产品的效益分析。

第5章 “浦鑫归航（2019）”不良资产证券化效益分析

近年来，国内众多银行都在实施不良资产证券化，他们这样做的目的无非是想通过发行这些证券来改善现有的财务状况，调整资产结构，增加银行业务规模，促进经营业绩等。为验证银行是否真的通过该方式达到了这些目的，本章分别从短期效益与商业银行经营的“三性”两个视角来探究浦发银行发行的这四期产品对银行效益的影响。

5.1 基于事件研究法的短期效益分析

本节通过使用事件研究法对浦发银行 2019 年发行的四期资产支持证券的短期效益进行研究，通过分析每一期证券在信托交付日前后的股价波动情况，总结出关于该系列不良资产支持证券的发行对浦发银行短期效益的影响情况。

在进行研究之前，本文提出三个假设：第一，根据有效市场假说，中国的金融市场是半强势有效市场，即所有公开的信息都反映在浦发银行的股票价格中；第二，由于浦发银行发行该证券无法被大众预料，所以计算得出的超额收益率可以用来衡量股价对发行该证券这一突发事件的异常反应程度；第三，浦发银行概况发售该证券的窗口期间没有其他事件造成混合效应。

5.1.1 数据来源与事件窗口期的选择

本文的事件日（图 5-1 中的零时刻点）选取浦发银行产品说明书中规定的信托交付日。从浦发银行的官网得知，浦发银行于 2019 年一共发行了 4 期不良资产支持证券，一共得到 4 个事件日，分别为 2019 年 3 月 26 日、2019 年 6 月 25 日、2019 年 9 月 30 日（原为 9 月 29 日，但因是周日，故延后一天）、2019 年 12 月 18 日，分别命名为事件一、事件二、事件三、事件四。浦发银行的股价信息和相关银行指数的信息均来源于同花顺。

窗口期的长短的选择也是一个重要因素。窗口期时间过长，有可能最终实证结果混杂其他因素的影响；窗口期时间过短，可能会导致部分相关信息缺失。借鉴相关文献，本文认为选取【-10，10】作为事件窗口期是相对合适的。估计期是用来估计如若没有发生该事件，那么股票的收益率应该是怎样的情况。学者们往往会将事件窗口

期之前的一段时间作为估计期，且估计期与窗口期不可以重叠。为使最后实证结果可靠，本文选取窗口期的前 120 天作为估计期，即【-130，-11】。事件日、事件窗口期及估计期示意图如下：

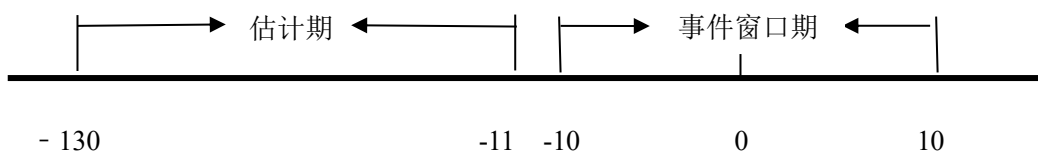


图 5-1 事件日、事件窗口期及估计期示意图

5.1.2 正常收益模型的确定

正常收益率是指在没有发行“浦鑫归航（2019）”的前提下，浦发银行在该时间内预期的收益水平。结合各个学者的研究，正常收益率模型包括均值收益模型和市场收益模型。均值收益模型仅适合每个事件间隔很久久的情况，显然本文的四个事件相隔期不符合这个条件，而且每个事件的估计期甚至与前一个事件的窗口期有所重叠。而市场模型直接使用市场收益率作为实际收益率，借助 CAPM 模型，对估计期的数据做回归，便可以得到正常收益模型的参数，从而得到正常收益率，因此市场模型有助于降低估计误差。相较之下，市场模型更适合本文的研究。

5.1.3 参数估计

根据 5.1.1，四个事件的发生日和估计期、事件窗口期如表 5-1 所示：

表 5-1 四个事件窗口期整理表

	估计期	事件窗口期	事件发生日
事件一	2018-09-06 至 2019-03-11	2019-03-12 至 2019-04-10	3 月 26 日
事件二	2018-12-07 至 2019-06-10	2019-06-11 至 2019-07-09	6 月 25 日
事件三	2019-03-22 至 2019-09-12	2019-09-16 至 2019-10-21	9 月 30 日
事件四	2019-06-11 至 2019-12-03	2019-12-04 至 2020-01-02	12 月 18 日

数据来源：产品发行说明书

为计算参数，本文选取上证银行股指数作为银行板块的风向标，上证银行股指数以上证全指中所有银行股作为指数样本股，包括浦发银行（股票代码 600000）、民生银行（股票代码 600016）、招商银行（股票代码 600036）、农业银行（股票代码 601288）、交通银行（股票代码 601328）、工商银行（股票代码 601398）、建设银行（股票代码 601939）、中国银行（股票代码 601988）等。该指数就代表了中国大部分

银行的股价的平均表现。市场模型下正常收益率表达式为：

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_t \quad \text{公式 (5-1)}$$

其中 R_t 为浦发银行在 t 交易日时的实际收益率， R_{mt} 为上证银行股指数在 t 交易日的实际收益率。 α 和 β 分别表示线性回归方程的截距和斜率， ε_t 是随机扰动项。实际收益率的计算公式为：

$$\text{实际收益率} = (\text{当日收盘价} - \text{昨日收盘价}) / \text{当日收盘价} \quad \text{公式 (5-2)}$$

借助 stata 软件，通过回归分析求得的四个事件的参数如表 5-2 所示：

表 5-2 回归结果

事件	α	β	R^2	正常收益率
事件一	0.000234	1.016535	0.8573	$R_t = 0.000234 + 1.016535R_{mt}$
事件二	-0.00014	1.038116	0.8010	$R_t = -0.00014 + 1.038116R_{mt}$
事件三	0.000561	0.996458	0.6656	$R_t = 0.000561 + 0.996458R_{mt}$
事件四	0.00019	1.131194	0.6532	$R_t = 0.00019 + 1.131194R_{mt}$

数据来源：同花顺软件和 stata 软件

由回归结果得知，四个事件的回归模型中的 R^2 均大于 0.65，说明四个模型拟合优度很都很好，因此，求得的 α 和 β 是可以用来预测正常收益率的。

5.1.4 超额收益率与累计超额收益率的计算

根据事件研究法，浦发银行在各个事件窗口期的超额收益率为实际收益率与预期正常的差值。累计超额收益率则是超额收益率加总求和得到的。超额收益率 AR_t 与累计超额收益率的 CAR_t 的计算公式如下：

$$AR_t = R_t - (\alpha + \beta R_{mt}) \quad \text{公式 (5-3)}$$

$$CAR_t = \sum AR_t \quad \text{公式 (5-4)}$$

5.1.5 均值 T 检验及结果分析

表 5-3 超额收益率 T 检验结果

事件	均值	标准差	T 值
事件一	-0.002302	0.0037657	-2.8013**
事件二	0.0000208	0.0093924	0.0102
事件三	0.0013539	0.0084722	0.7323
事件四	-0.0002259	0.0037425	-0.2766

** 表示在置信水平为 5%的情况下显著，下同。

运用 Stata 15.0 对四个事件的超额收益率进行均值 T 检验，以验证四个事件是否使得浦发银行获得了超额收益率，结果如表 5-3 所示。由表中结果可知，事件一取得了负的平均超额收益率，且在置信水平为 5%的情况下显著。事件二和事件三取得正的平均超额收益率，但并不显著。事件四得到了负的平均超额收益率，但并不显著。

表 5-4 累计超额收益率 T 检验

事件	均值	标准差	T 值
事件一	-0.0239074	0.013211	-8.2929**
事件二	-0.0018557	0.0106324	-0.7998**
事件三	0.0096221	0.0168749	2.6130**
事件四	0.0018726	0.0034876	2.4605**

同样运用 Stata15.0 对四个事件的累计超额收益率进行均值 T 检验，以考察这四个事件的发生有没有给浦发银行带来累计超额收益率，结果如表 5-4 所示。根据表中所示结果可知，事件一与事件二的累计超额收益率，在置信水平为 5%的情况下小于 0，这表明“浦鑫归航（2019）”第一期和第二期资产支持证券的发行分别给浦发银行带来了 -2.39%与 -0.19%的累计超额收益率；而事件三与事件四的累计超额收益率，在置信水平为 5%的情况下大于 0，表明浦发银行在 2019 年发行“浦鑫归航”第三期和第四期资产支持证券分别使浦发银行得到了 0.96%与 0.19%的累计超额收益率。

综上，“浦鑫归航（2019）”的短期效益不容乐观。上半年发行的前两期证券并没有如期带来正向收益，而下半年发行的两期证券还算不错，获得了微薄的正向收益。相当于一年间发行这样的理财产品获得正向收益的概率为 50%。究其原因，笔者认为四是四期产品清洗期太短，加上早年间浦发银行就在不停地发行资产证券化产品，所以该类产品的发行并不能使投资者感兴趣，进而达不到想要的短期效果。

5.2 商业银行经营的中长期效益分析

为了准确研究浦发银行不良资产证券化的效果，本节从商业银行经营的“三性”——安全性、流动性以及盈利性的角度出发，利用浦发银行在发行前（2018 年）与发行后（2019 年）的各项指标数据进行对比，逐一剖析四期证券在安全性、流动性和盈利性方面对浦发银行经营的中长期效益产生的影响。

5.2.1 安全性分析

表 5-5 是四期产品发行前后指标的数据，2018 年底是尚未发行“浦鑫归航（2019）”

的时间节点，2019 年底是已经发行了所研究的四期产品的时间节点。从表 5-5 可以看出，2019 年发行四期“浦鑫归航”不良资产证券化产品后，后三类不良贷款余额在当年年底就比上一年年底后三类不良贷款余额增加了 132.1 亿元，客户贷款和垫款总额也上升了 4227.28 亿元。不良贷款率从 1.92% 上升至 2.05%。拨备覆盖率从 2018 年的 156.38% 降低至 133.85%。

表 5-5 四期产品发行前后指标变化

	2018 年底	2019 年底
后三类不良贷款余额（亿）	681.43	813.53
客户贷款及垫款总额（亿）	35493.58	39720.86
不良贷款率（%）	1.92	2.05
拨备覆盖率（%）	156.38	133.85

数据来源：浦发银行年报

后三类不良贷款余额增加和客户贷款和垫款总额的上升说明了发行理财产品并没有改善浦发银行的不良贷款情况，2019 年不良贷款率超过了 2%，高于当年大多数商业银行。我国银保监会早在 2018 年就将银行的拨备覆盖率从 150% 调整到 120% 和 150% 之间，浦发银行的拨备覆盖率远不如其他商业银行虽在规定范围内，但是并不高。拨备覆盖率低说明浦发银行抵御风险的能力较低，安全性响起了警钟。

由表 5-6 得知，2019 年浦发银行资本充足率的各项指标都比 2018 年有所提升。资本充足率是商业银行能够用自有资本承担存款人与债权人损失能力的指标。浦发银行资本充足率的提高，说明其抵御风险的能力在提升。虽然风险加权资产总额也在增多，但是幅度不大。总体来看，比起 2018 年，2019 年浦发银行的资本充足率还是呈上升态势的。

表 5-6 四期产品发行前后资本充足率

	2018 年底	2019 年底
核心一级资本充足率	10.09%	10.26%
一级资本充足率	10.79%	11.53%
资本充足率	13.67%	13.86%
风险加权资产总额	4,311,886	4,731,354

数据来源：浦发银行年报

综上，浦发银行在安全性方面的表现不是很理想。虽然在“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券发行后，浦发银行资本充足率方面的数据比较乐观，但是前文提到的浦发银行在发行证券后不良贷款率的上升、后三类不良贷款余额的增加以及客户贷款和垫款总额的上升，都给浦发银行在安全性方面留下了隐患。安全性对于商业银行

来说具有极其重要的影响，如果不顾及安全性，那么浦发银行无论是盈利性还是安全性都得不到真正意义上的保障。

5.2.2 流动性分析

存贷比和流动性比例是衡量上市银行流动性的重要指标。表 5-7 为四期产品发行前后存贷比和流动性比例数据，如表 5-7 所示，2018 年和 2019 年浦发银行的人民币流动性比例相差不大，从数字上来看流动性水平适中合理。

表 5-7 四期产品发行前后存贷比和流动性比例

	2018 年	2019 年
存款总额	33270.18 亿	36278.53 亿
贷款总额	35492.05 亿	39720.86 亿
存贷比	106.68%	109.49%
人民币流动性比例	55.43%	51.64%

数据来源：浦发银行年报

通过发行“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券，浦发银行的存贷比有所上升，由 18 年的 106.68% 上升到 19 年的 109.49%。

存贷比，即银行贷款总额与存款总额的比值。存贷比越高，说明银行越有能力获取利润。但是，如果存贷比太高，即银行存款不足，那就不能应对客户的取款需求，可能会造成挤兑，危及银行业。浦发银行如此高的存贷比，说明之前采取了相对激进的发展模式，通过同业资金投放、表内外资产投放等方式来带动企业存款，这就无法保证资金的流动性，有非常高的流动性风险。根据商业银行“三性”的关系，安全性与流动性，二者是正相关的，流动性差的资产，风险比较大，安全性也就较低。结合 5.2.1 的讨论，我们发现浦发银行在发行 2019 年的不良资产支持证券之后，安全性和流动性都无法保证。可以推测，浦发银行会更加重视盈利性，因为盈利性与安全性和流动性是呈负相关关系的。接下来 5.2.3 就来分析浦发银行的盈利性。

5.2.3 盈利性分析

盈利性是商业银行得以持续发展的动力，如果银行持续亏损，那边没有继续维持经营的意义。衡量盈利性，本文借鉴前人的经验，采取了净资产收益率与每股收益总开关指标。

净资产收益率（ROE），是税后利润与净资产的百分比，该指标可以反映股东权益状况，进而展示企业自有资本使用效率。数值越高则企业的投资收益越高。从表 5-8

中可以看出，虽然浦发银行 2019 年 ROE 水平在稳步增长，但是 2019 年年底的 ROE 略低于 2018 年年底。

每股收益（EPS），是指税后利润与股本总数的比率。该指标可以反映企业的股票的可获得的利润水平和投资购买该股票所面临的风险大小，是众多投资者做投资决策时重点关注的一个指标。由表 5-8 可知，浦发银行 2019 年的每股收益略高于 2018 年，2019 年整体水平也在稳步增长。

表 5-8 各季报、年报 ROE 与 EPS 情况

	2018 年报	2019 一季报	2019 半年报	2019 三季报	2019 年报
ROE (%)	13.14	3.47	6.89	10.32	12.29
EPS (元/股)	1.85	0.53	1.07	1.61	1.95

数据来源：产品发行说明书

以上可以看出浦发银行在盈利性这方面的效果比较可观。这就验证了前文的推测，因为商业银行如果优先保障了盈利性，那么必然会在安全性和流动性方面存在不足。可见，浦发银行在经营策略方面更加侧重盈利性，发行的不良资产支持证券也是如此。

结合 2018 年浦发银行的背景来看，2018 年浦发银行程度分行发生了总金额高达 775 亿元的贷款造假事件，整个银行业关注者都大为震惊。浦发银行为了遮掩其巨额的不良贷款，通过各种违法手段编造财务信息，违规办理多项资金业务，骗取众多企业的信任以让这些企业替自己承担那些不良贷款，最终得到了银保监会的惩罚。由此可见，浦发银行忽视安全性与流动性而过度追求盈利性的经营方式并不合法合理，甚至影响了公司声誉。

5.3 本章小结

本章分别对“浦鑫归航（2019）”发行之后给浦发银行带来的短期效益和中长期效益进行了系统的分析，得出了可靠的结论。

首先从短期效益来看，2019 年上半年发行的两期证券并没有如期带来正向收益，而下半年发行的两期证券获得了微弱的正向收益。笔者分析原因，认为是四期产品清洗期太短，加上早年间浦发银行就在陆续发行资产证券化产品，导致该类产品的发行并不能使投资者感兴趣，进而达不到想要的短期效果。

其次，从商业银行经营的中长期效益来看，浦发银行重视盈利性，轻视安全性和流动性，风险较大。结合浦发银行 2018 年发生的贷款造假案，可以看出浦发银行的发展策略存在问题，进而影响了“浦鑫归航（2019）”的发行效益。银行发行不良资产

支持证券的出发点是好的，但如果仅看重盈利性，忽视安全性和流动性，最终都会影响到自身的声誉和产品的市场好感度。

综上，我们可以发现“浦鑫归航（2019）”的发行并没有收获理想的结果，这也说明了商业银行在经营策略方面不能采用太过于激进的经营方式。无论是一年连续发行四期产品致使产品之间清洗期过短，还是重盈利性而轻视安全性和流动性，这样的市场表现都不能真正让浦发银行健康稳定发展，浦发银行应该认真吸取 2018 年财务造假案的教训，恰当合理地发行理财产品，这样才能对我国资产证券化业务起到好的推动作用。

第6章 结论与启示

6.1 结论

本文对“浦鑫归航（2019）”不良资产支持证券进行了详细的分析，结合每一章的分析过程，可以得出以下结论：

首先，基于第一章宏观背景的介绍和第二章理论基础的阐述，本文第三章就“浦鑫归航（2019）”产品的发行背景和交易结构进行分析，继而剖析了浦发银行发行这四期产品的内在动因和外因，可以发现作为当下银行业处置不良资产的一种创新方式，不良资产证券化不仅可以解决银行的财务问题，改善银行的资产质量，还可以帮助银行提高流动性，提升市场吸引力，扩大业务规模。

其次，第四章从资产池、内部信用增级、风险以及定价四个角度继续深挖“浦鑫归航（2019）”的详细发行过程中存在的问题并寻求其可借鉴的经验。根据第四章的研究结果得知，“浦鑫归航（2019）”的资产质量尚可，但是借款人职业分布集中，有回收压力；实现了不良资产与商业银行的风险隔离；每半年进行一次偿付，降低了无法偿付的风险；设立了流动性储备账户，一定程度缓释了证券的流动性风险。除此之外，没有外部信用增级方法，催收效果不及预期，四期产品清洗期短，这些都是“浦鑫归航（2019）”所存在的问题。

最后，第五章对“浦鑫归航（2019）”的短期效益和商业银行的经营的中长期效益进行了分析，结果发现四期产品仅仅第三期和第四期获得了短期收益，笔者分析认为四期产品清洗期太短，加上早年间浦发银行就在不停的发行资产证券化产品，所以该类产品的发行并不能使投资者感兴趣，进而达不到想要的短期效果。而从商业银行经营的中长期效益来看，浦发银行重视盈利性而相对轻视了安全性和流动性，风险较大。

6.2 启示

结合全文的分析与得出的结论，笔者得到了一些关于投资者、商业银行和监管机构的启示。

6.2.1 对投资者的启示

对于投资者来说,在购买理财产品的时候,应该多方面考察该产品的特点,不能盲目跟风。结合本文的讨论,笔者建议投资者在选择不良资产证券化产品时应该注意以下几点:

(1) 考察银行同类不良资产支持证券产品的发行频率,如果类似的不良资产支持证券发行频率太高,清洗期太短,就要适当考虑是否该银行会因此而无法保障产品质量。

(2) 关注银行的财务状况或近期新闻,了解银行近两年是否有类似财务造假的情况。投资者在选择投资产品时不应该仅仅关注该产品的信息,产品的发行银行的财务状况和经营风格也是值得慎重考虑的条件。

(3) 因为银行和投资者之间存在信息不对称的情况,发行银行也会为了吸引投资者而“包装”自己的产品,建议投资者在投资的时候可以寻求专业投资者的帮助,避免因自身不了解产品的实际情况而错误购买。

6.2.2 对银行的启示

作为发起机构的商业银行,要防范资产证券化过程中的风险,应该至少从几个方面入手:

(1) 提高对基础资产池的筛选标准

根据前文的分析可知,鉴于本文所研究的不良资产证券化产品的基础资产都是单一无抵押的个人信用卡贷款,如果基础资产池中借款人的职业、地域、年龄等因素过于集中,那么该基础资产池便无法实现均衡配比,进而容易因每笔资产情况大幅度雷同引发风险,影响投资者的利益。像“浦鑫归航(2019)”就存在借款人职业过于集中的问题,一旦从事某一职业的人大量失业,将导致不能按期偿还贷款的风险。所以在筛选资产池时,可以有意识地让借款人的职业和地域均匀分布,防止出现“浦鑫归航(2019)”这样的集中分布情况。

(2) 健全不良贷款催收的奖励机制

信用卡不良资产证券化产品本息的偿付完全依赖于贷款服务机构对不良贷款的催收,如果催收机构不能积极履行职责,那么受影响的就是发行机构,即商业银行。虽然催收业务本身是催收机构的职责所在,他们应该有行业自律性,但是毕竟不能完全保证他们尽职尽责,所以为了提高催收团队的效率与工作热情,可以设立明确的奖励机制。比如可以从回收的不良贷款中提取一定比例的金額,作为催收人员的奖金。催收人员的积极性提高,催收效率自然提升。

(3) 适度的引入外部信用增级方式

我国现有的信用评级体系不是十分完善，评级的方法也比较单一，就本次案例来看，“浦鑫归航（2019）”仅使用了内部信用增级方式，没有使用外部信用增级的方式。适度引入外部信用增级方式，可以为发起机构提供更好的担保，获得投资者的信赖，吸引更多的投资者投资，从而提高商业银行的产品盈利性。

(4) 适当考虑增大产品清洗期，追求质量而非数量

本文所研究的四期产品清洗期短，一年发行四期产品，每期产品的间隔都不到三个月。这就导致每期产品的相似度高，没有创新。对于投资者来说，看到商业银行不断地发行类似的产品，会质疑该银行发行理财产品的频率与产品质量是否成正比，也会疑惑选取哪一期理财产品作为投资对象。笔者认为浦发银行等的商业银行应该考虑到这一点，发行不良资产支持证券时应该更多考虑到所发行产品的质量而非数量，正如第五章短期效益研究分析结果所示，四期产品的短期效益都不尽如人意，与其这样，不如增大产品之间的清洗期，可以一年只发行两期产品，但是可以保证产品质量，从而获得更好的发行效果。

(5) 增强定价的合理性。本文所研究的四期产品之中，第一期和第二期产品的定价在合理区间之内，而第三期和第四期产品的定价却偏低，这样不利于吸引投资者。商业银行在为理财产品做定价时，应该考虑好其合适的范围，偏高或偏低的定价都会影响自身产品的市场吸引力。

(6) 商业银行的运作管理工作应该对“三性”基本原则相互加以统筹地配合，从现实经济效益出发，找到合适的平衡点。毕竟，综合各个风险因素以后计算得出的总利润，才能代表商业银行的实际收益情况。

6.2.3 对监管机构的启示

(1) 加强二级市场建设

因为目前不良资产证券化产品没有在二级市场发行，这就导致该不良资产支持证券的持有者很被动，只能持有到期，无法中途卖掉。如果能够允许不良资产证券化产品进入证券交易所，这样便可以为二级市场增添新的活力，打通证券化与二级市场的联系，极大促进我国证券化事业的发展，之后，无论是产品的定价管理还是风险控制，都会得到很好的解决方式。

(2) 增强中小投资者参与度

根据中国目前的信用卡不良资产证券化发展水平来看，大多数投资者均为机构投资者，实质上是各个商业银行互相持有对方的产品，这就不能完全发挥不良资产证券化这一措施的作用。因为各个银行互相承担了对方不良资产证券化产品的投资风险，

那么市场经济就不能发挥其风险重新均衡配置的能力，产品实现不了在二级市场上广泛交易的预期，资本对实体经济的调动作用也没机会发挥出来。没有市场这一无形的手帮忙，产品的定价也存在不合理的可能性，投资者也会丧失投资积极性。

因此，信贷资产证券化产品的投资者不应该局限于银行系统，应该扩大投资者范围。增加中小投资者的投资机会，可以让符合一定条件的民营银行和互联网金融加入到资产证券化的投资当中。加强对个人投资者的风险管理，允许个人投资者加入。同时加快资产证券化产品的二级市场建设，打通银行间债券市场和交易所市场。如果信贷资产证券化业务能够跨市场开展，将有助于扩大其发现规模和增加参与主体，从而提高投资者的投资热情，加速产品在银行间市场的流通

（3）增大资产证券化试点范围

结合本文开头的背景研究，我国的证券化道路应该继续扩宽，国家应该继续增大证券化的试点范围，鼓励商业银行积极实施不良资产证券化，不断试错，不断创新，让证券化市场更加繁荣，跟上国际的脚步。

6.3 研究的不足与展望

本文以 2019 年浦发银行发行的四期不良资产证券化产品为研究对象，对其发行背景、发行动因、产品概况、发行过程以及发行效益依次进行了阐述和分析，并且提出了针对性的启示。但本文在研究过程中仍然存在如下两点不足之处：

（1）部分数据尚未获取

由于本文研究的不良资产证券化产品尚未到法定到期日，所以现下无法获取完整的发行效果的数据资料，因此对于案例分析中发行效益部分的研究结果会有一定影响。

（2）研究范围局限

本文研究内容局限于浦发银行在 2019 年发行的名为“浦鑫归航”的不良资产支持证券。事实上，“浦鑫归航”系列产品从 2019 年开始每年都在陆续发行，2019 年发行了四期，2020 年发行了六期，2021 年发行了四期，本文为实现最大的研究意义选取了“浦鑫归航”最早发行的四期，即 2019 年的产品，没有研究之后发行的同名的十期产品，在研究全面性上有一定的不足。

尽管浦发银行在本文所探讨的资产证券化产品的发行过程中还有一些待解决的问题，但是我们依然可以看好国内的资产证券化市场。随着中国乃至世界经济的蓬勃发展，资产证券化必然会成为主流的不良资产处置方式，资产证券化进程中存在的问题和风险也会寻找到良好的解决途径，类似金融工具的创新也会层出不穷。相信监管机构也会不断完善相应的法律法规，为投资者和银行打造一个更加健康发展的金融市场。

参考文献

- [1] 曾丽雪,赵彬琰,余汛哲.我国商业银行不良资产证券化发展探析[J].商业文化,2021(19):74-75.
- [2] 祝嫚嫚.资产证券化对商业银行的流动性影响分析[J].上海商业,2021(06):58-59.
- [3] 黄庆元.商业银行抵押贷款证券化:如何判断转出资产终止确认?[J].现代商业银行,2021(11):64-67.
- [4] 祝新维.我国商业银行不良资产证券化的障碍与对策[J].生产力研究,2021(06):129-132.
- [5] 沈江,赵海洲.商业银行信贷资产证券化 EVA 比较研究[J].现代金融,2021(06):3-5+20.
- [6] 张泽旭.商业银行不良资产证券化分析[J].中小企业管理与科技(上旬刊),2021(06):70-71.
- [7] 吴茜.商业银行不良贷款处置方式探析[J].银行家,2021(06):54-58.
- [8] 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.
- [9] 吴玉兰.资产证券化对商业银行风险承担的实证研究[J].特区经济,2021(05):63-66.
- [10] 王晓煜.信用风险转移市场发展及监管趋势研究[J].新金融,2021(05):50-54.
- [11] 安丛梅,张虹,马强.资产证券化与商业银行盈利能力研究——来自中国银行业的经验证据[J].金融论坛,2021,26(05):18-27.
- [12] 朱子超,刘金龙.银行授信风险视角的我国林业产业资产证券化融资模式探析[J].世界林业研究,2021,34(03):96-101.
- [13] 孙菲.浅谈商业银行住房租赁支持证券化业务的模式以及风险防范措施[J].中国商论,2021(08):75-77.
- [14] 詹昕.新形势下商业银行不良资产证券化可行性分析[J].中小企业管理与科技(上旬刊),2021(04):176-177.
- [15] 饶丽.巴塞尔资产证券化资本监管改进趋势对我国资产证券化发展的启示[J].时代金融,2021(09):73-75.
- [16] 陈玉馨,陈伟.异质化视角下信贷资产证券化动因研究——基于 2014 年~2019 年我国商业银行面板数据[J].全国流通经济,2021(08):123-126.
- [17] 王晓,李佳.资产证券化对商业银行盈利的影响——异质性视角下的研究[J].金融论坛,2021,26(03):48-59.
- [18] 马松.民营银行信托受益权资产证券化研究[J].中国管理信息化,2021,24(05):130-132.
- [19] 陈钦昊.新形势下国内资产支持商业票据发展探讨[J].金融市场研究,2021(02):108-116.
- [20] 何涌,修宇雯.商业银行参与信贷资产证券化的动因研究[J].湖南工业大学学

- 报,2021,35(02):73-80.
- [21]刘书晨.商业银行不良资产证券化完善路径探究[J].时代金融,2020(36):45-47.
- [22]李沐.新形势下我国商业银行不良贷款资产证券化风险分析[J].时代金融,2020(34):27-29.
- [23]苟洲旻.商业银行不良资产证券化的法律思考[J].企业改革与管理,2020(18):139-142.
- [24]易萍.我国商业银行不良资产证券化现状及对策研究[J].现代商业,2020(25):144-146.
- [25]朱琳.中国农业银行不良资产证券化研究[J].科技经济导刊,2020,28(21):234.
- [26]段云华.商业银行不良资产证券化:原理与操作[J].金融市场研究,2020(07):94-99.
- [27]黄鸿星.商业银行不良资产处置的难点与建议[J].银行家,2020(07):57-59+6.
- [28]苟洲旻.浅析我国商业银行不良资产的成因及处置[J].全国流通经济,2020(18):154-157.
- [29]孟令瑶,杨姗.商业银行发行信用卡不良资产支持证券的风险分析——以招商银行“和萃一期”为例[J].中国集体经济,2020(16):105-106.
- [30]郑鸽.我国商业银行不良资产问题研究[J].全国流通经济,2020(11):142-143.
- [31]王舒.商业银行不良资产证券化运行现状的调查研究[J].企业科技与发展,2020(03):152-153.
- [32]姚建锋.商业银行不良资产证券化审计风险的评估与应对[J].财会通讯,2020(05):138-142.
- [33]张令荟,王引,王玥.深化中小银行不良信贷资产证券化的路径研究[J].中国集体经济,2020(05):101-102.
- [34]王亮亮,王跃.不良资产证券化的国际经验[J].中国金融,2020(02):69-70.
- [35]杨迪川.商业银行不良资产证券化:进展、交易特点与建议[J].福建金融,2019(12):54-58.
- [36]张献.资产证券化对商业银行流动性影响的实证分析[J].西部金融,2019(12):36-40.
- [37]张婷婷.我国商业银行不良资产证券化的法律制度研究[J].环渤海经济瞭望,2019(12):159-160.
- [38]肖航.我国商业银行信贷资产证券化的动因分析[J].时代金融,2019(34):27-28.
- [39]李佳,王晓,邓修英.资产证券化发展与商业银行风险——影响机制与经验证据[J].金融论坛,2019,24(12):14-26.
- [40]杨智斌,王波.我国商业银行信贷资产证券化动因及其差异化研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2019,21(05):55-66+147.DOI:10.13916/j.cnki.issn1671-511x.2019.05.007.
- [41]郑焯,张勇,莫宏敏,隆照金.基于商业银行面板数据的信贷资产证券化动因实证[J].吉首大学学报(自然科学版),2019,40(06):66-70.
- [42]李杰,殷培培,邱雪玲.我国银行资产证券化存在监管资本套利吗[J].金融监管研究,2019(11):36-49.
- [43]王婕妤.绿色资产证券化的特征模式与建议[J].金融纵横,2019(11):83-88.

- [44]廖静仪.信贷资产证券化对银行风险承担的影响——基于中国上市银行的面板数据[J].经济研究参考,2019(03):82-95.
- [45] 吴成颂,王超,倪清.互联网金融对商业银行系统性风险的影响——基于沪深股市上市商业银行的证据[J].当代经济管理,2019,41(02):90-97.
- [46] 朱波,刘文震.信用评级对我国资产证券化产品发行定价的影响机理[J].财经科学,2019(09):14-25.
- [47] 李佳.资产证券化能否缓解银行信用风险承担?——来自中国银行业的经验证据[J].国际金融研究, 2019(06):57-66.
- [48]周芹.资产证券化中信用评级机构的作用与监管探究[J].大众投资指南,2019(20):276.
- [49]赵慧敏,苏雪艳.信贷资产证券化对商业银行流动性风险管理的影响分析[J].经济论坛,2018(04):51-59.
- [50] 赵耀腾.资产证券化、内部控制与商业银行经营稳定性[J].统计与决策,2019,35(20):165-168.
- [51]尚丽媛.国外银行不良资产证券化的做法及启示[J].河北金融,2019(10):41-45.
- [52]佟训舟,王幕星.关于银行资产证券化的构建实现研究[J].全国流通经济,2019(27):160-161.
- [53]董雪芹.资产证券化对银行风险承担的影响:一个文献综述[J].营销界,2019(37):189-190.
- [54] Siakoulis V . Fiscal policy effects on non-performing loan formation[J]. Working Papers,2017.
- [55] Bardhan S , Sharma R , Mukherjee V . Threshold Effect of Bank-specific Determinants of Non-performing Assets: An Application in Indian Banking[J]. Journal of Emerging Market Finance, 2019, 18(1_suppl):S1-S34.
- [56] Sporta F . The Distressing Effect of Non-Performing Assets to Asset Quality for Commercial Banks in Kenya[J]. International Journal of Innovation and Economic Development, 2018, 3.
- [57] Fei, Zhou, Xuanfeng, et al. Research on the Factors Affecting Non-Performing Loan of Chinese Commercial Bank[C],2019.
- [58] Sharifi S , Haldar A , Rao S V D N . The relationship between credit risk management and non-performing assets of commercial banks in India[J]. Managerial finance, 2019,45(3):399-412.
- [59] Chen S T , Haga K Y A . Using a var model to investigate which factors determine Non-Performing Loans: from the perspective of bank behavior theory[J]. Humanities & Social Sciences Reviews, 2020, 8(4):1348-1362.
- [60] Mosaddak Ahmed Chowdhury,Md. Abdul Gaffar Salman. Bank-specific and Macroeconomic Determinants of Profitability: Empirical Evidence from Bangladeshi Private Commercial Banks[J]. American Journal of Theoretical and Applied Business,2021,7(4).

[61] Mehta C K , Swaroop S . Acceptance Letter Role of increasing levels of Non-Performing Assets in Bank's deteriorating financial position : A review of literature[J]. Test Engineering and Management, 2020, 83(March -April 2020):23600-23606.

[62] Mendonça Helder Ferreira, Barcelos Vívian Íris. Securitization of assets and risk transfer in a large emerging market: Evidence from Brazil[J]. Bulletin of Economic Research, 2021, 73(4).

[63] Solomon Y. Deku, Alper Kara, Yifan Zhou. Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature[J]. International Review of Financial Analysis, 2019, 61.

[64] Pazhouhi A , Marzban H , Dehghan Shabani Z , et al. The Effects of Asset Securitization on Banks' Performances (Case Study: Bank Saderat Iran 2005-2015)[J]. Journal of Money and Economy, 2020, 15.

作者简介

赵鑫，女性，生于 1997 年 01 月，籍贯山西。2019 年毕业于山西大学经济统计学专业，获经济学学士学位。2020 年 9 月起在石河子大学金融（专业硕士）专业学习。

在学期间发表的文章：

赵鑫,新疆棉纺织业金融支持研究[J].品牌研究,2020,25:0157-01.

获奖情况：

2020-2021 年度石河子大学研究生三等奖学金；2021-2022 年度石河子大学研究生三等奖学金。

致谢

时光匆匆，转瞬即逝。2020 年秋天我入学的情景仍然历历在目，转眼间就要面临毕业了。在石河子大学读研的这两年，是我人生中最幸福快乐的时光，在石河子收获的知识和友情，都是我之后漫漫人生路上的宝贵财富。

自入学以来，我的导师何剑教授一直很关心我们的学习和工作，无论是平时的上课学习与实习，还是毕业论文的开题、修改以及答辩过程，何老师都倾注了极大的关怀与心血。何老师的悉心指导，让我在读研期间少走了不少弯路，在学业和生活上更加高效顺利。得遇良师，何其有幸；师恩难报，怎一个谢字了得！

我还要感谢父母对我读研期间的支持和帮助，家人的鼓励让我有了源源不断的进取之心；感谢我可爱的室友、热心的同门师哥师姐以及团结友爱的同班同学，感谢他们的陪伴，让我在北疆的生活不再孤单，每一天都快乐美好。感谢石河子大学为我们提供的优越的学习生活环境，资源丰富的图书馆和 19 号楼研究生公寓舒适的宿舍条件让我两年的研究生生活倍感充实和幸福。母校永远是我的骄傲，我会永远思念北疆。

长风破浪会有时，直挂云帆济沧海，衷心祝愿同学们前程似锦，祝愿石河子大学的诸位老师工作顺利，生活愉快，也祝愿石河子大学越办越好，不断超越，屡创辉煌！

石河子大学硕士研究生学位论文导师评阅表

研究生姓名	赵鑫	学制	两年
专业	金融	研究方向	金融机构与投资理财
学术评语： <p>赵鑫同学的硕士毕业论文《浦发银行“浦鑫归航（2019）”不良资产证券化案例分析》在相关文献研究和浦发银行真实数据的基础上，研究了不良资产证券化的发行过程以及发行效益，其选题具有一定的理论价值和现实意义。经过分析，发现“浦鑫归航（2019）”有以下优点：实现了不良资产与商业银行的风险隔离；降低了无法偿付的风险；设立了流动性储备账户等，同时也存在几点不足：借款人的职业分布非常集中；催收费用较高；四期产品清洗期短，相似度高，没有创新等。并且也发现“浦鑫归航（2019）”前两期产品在短期内有负向的股东财富效益，后两期产品在短期内有正向的股东财富效益，而且在经营方面更加注重盈利性而忽视了安全性和流动性。论文观点鲜明，论据充分可靠，数据准确，资料详实，文献综述丰富而规范。不足之处在于写作深度不够，创新点不足。</p> <p style="text-align: right;">指导教师签字：何弘</p> <p style="text-align: right;">2022年5月30日</p>			

