

保监会对资产支持计划的监管特点及未来展望

詹昊、李佩

自 2005 年中国建设银行和国家开发银行的资产证券化两项试点交易成功发行开始，在金融监管当局的大力推进和金融机构的积极参与下，中国资产证券化经历了从无到有、快速发展和不断突破的过程。

目前，从资产证券化监管角度来看，主要的业务类型有三种：央行、银监会监管体系下的信贷资产证券化业务，证监会监管体系下的资产证券化业务，保监会监管体系下的资产支持计划业务。

保监会监管的资产支持计划业务是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动，是保监会监管体系下的资产证券化业务。

资产支持计划开始时间较晚，但制度设计有一定的后发优势，给保险资金运用开拓了新的渠道和领域，具有很大的发展潜力。

一、资产支持计划的主要监管规定

2012 年 10 月 12 日，保监会颁布实施了《中国保险监督管理委员会关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发[2012]91 号），就保险资金投资类证券化金融产品的相关事项进行了规定，金融产品包含了“项目资产支持计划”。该通知对项目资产支持计划的受托人以及参与投资的保险公司的资质进行了简单的要求，并非针对项目资产支持计划的专门规定。

为规范项目资产支持计划试点业务，保监会保险资金运用监管部于 2014 年颁布了《项目资产支持计划试点业务监管口径》（中国保监会保险资金运用监管部资金部函〔2014〕197 号，以下简称“《监管口径》”），该监管口径对项目资产支持计划投资的基础资产以及项目资产支持计划的交易结构有了更加明确具体的规定。

在经过一段时间的摸索之后，2015 年 9 月 11 日，保监会印发了《资产支持计划业务管理暂行办法》（保监发〔2015〕85 号，以下简称“《暂行办法》”），

系统的规定了资产支持计划的各项具体要求。相较于《监管口径》，《暂行办法》扩大了基础资产的范围，对于基础资产权属、交易真实性等提出基本要求，提出了实施动态负面清单管理以及对基础资产实施穿透原则等要求。《暂行办法》是目前保险机构投资资产支持计划的主要监管依据，替代了《监管口径》，同时又将以往的项目资产支持计划更名为资产支持计划。

二、资产支持计划的监管特点

通过分析资产支持计划的几部监管规定，其主要的监管特点如下：

（一）基础资产

1.基础资产的类型

监管机构	银监会	证监会	保监会
主要监管规定	《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	《资产支持计划业务管理暂行办法》
主要内容	<p>一、基础资产。信贷资产证券化入池基础资产的选择要兼顾收益性和导向性，既要有稳定可预期的未来现金流，又要注意加强与国家产业政策的密切配合。鼓励金融机构选择符合条件的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、经清理合规的地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、汽车贷款等多元化信贷资产作为基础资产开展信贷资产证券化，丰富信贷资产证券化基础资产种类。信贷资产证券化产品结构要简单明晰，扩大试点阶段禁止进行再证券化、合成证券化产品试点。</p>	<p>第三条 本规定所称基础资产，是指符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产，也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。前款规定的财产权利或者财产，其交易基础应当真实，交易对价应当公允，现金流应当持续、稳定。</p> <p>基础资产可以是企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利，基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权，以及中国证监会</p>	<p>第七条 本办法所称基础资产，是指符合法律法规规定，能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合。</p> <p>第八条 基础资产应当满足以下要求：</p> <p>（一）可特定化，权属清晰、明确；</p> <p>（二）交易基础真实，交易对价公允，符合法律法规及国家政策规定；</p> <p>（三）没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制，或者能够通过相关安排解除基础资产的相关担保责任和其他</p>

		认可的其他财产或财产权利。	权利限制； (四) 中国保监会规定的其他条件。
--	--	---------------	----------------------------

从基础资产的类型来看，银监会主要以信贷资产作为证券化产品的基础资产，而证监会和保监会的基础资产类型范围较广。与证监会不同的是，保监会并未列举具体的基础资产的类型，而是通过明确基础资产的特征以及应当满足的条件，以开放的形式加以规范，为基础资产的类型开放了更多的创新空间；同时在立法技术上也更加成熟。也就是说，在无其他禁止性规定的情况下，能够满足《暂行办法》第七条规定的基础资产均可以作为设立资产支持计划的基础。

2.基础资产穿透原则

监管机构	银监会	证监会	保监会
主要监管规定	——	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》《资产证券化基础资产负面清单》《资产证券化业务风险控制指引》	《资产支持计划业务管理暂行办法》
主要内容	无明确约定	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》 第十三条 管理人或其他信息披露义务人应当根据不同的基础资产类别特征，依据穿透原则对底层基础资产的情况按照本指引第九条的规定进行信息披露。 ➢ 《资产证券化基础资产负面清单》 八、最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。 ➢ 《资产证券化业务风险控制指引》 第四条 基础资产在法律上能够准确、清晰界定，符合《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》相关规定。 原始权益人应当拥有基础资产相关权属证明或运营许可。按照穿透原则，基础资产不应附带担保负担或者其他权利限制，能够通过资产支持专项计划（以下简称专项计划）相关安排解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的除外。 	<p>第八条 基础资产应当满足以下要求：</p> <p>（一）可特定化，权属清晰、明确；</p> <p>（二）交易基础真实，交易对价公允，符合法律法规及国家政策规定；</p> <p>（三）没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制，或者能够通过相关安排解除基础资产的相关担保责任和其他权利限制；</p> <p>（四）中国保监会规定的其他条件。</p> <p>基础资产依据穿透原则确定。</p>

《暂行办法》第八条明确规定了资产支持计划的基础资产依据穿透原则确定。即对基础资产应追本溯源，源头资产也必须符合第八条规定的四项基础资产应当满足的条件。这对于一些嵌套、结构化的产品，此条规定无疑从实质上更加明确地规定了基础资产的特征，也更加符合资产证券化的本质要求。

3.负面清单

银监会	证监会	保监会
无负面清单	有负面清单，2014年12月24日，中国证券投资基金业协会颁布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	有负面清单，目前暂未公布

《暂行办法》第十一条规定：“中国保监会根据基础资产风险状况和监管需要对基础资产的范围实施动态负面清单管理。”

目前，银监会主导的资产证券化产品没有实施负面清单管理，中国证券投资基金业协会于2014年颁布了《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，为证监会主导的资产证券化产品列明了基础资产的禁止性红线。

尽管《暂行办法》规定了资产支持计划实施动态负面清单管理，但是截至目前，保监会尚未公布该负面清单。从可操作性出发，保监会以后应当公布负面清单，确保基础资产的合规性。

4.基础资产现金流

《项目资产支持计划试点业务监管口径》

《资产支持计划业务管理暂行办法》

<p>三、支持计划投资的基础资产应当符合以下要求：</p> <p>2、可特定化的财产，能够产生独立、可持续现金流，支持计划存续期间内预期产生的累计现金流能够覆盖支持计划预期投资收益和投资本金；</p>	<p>第九条 支持计划存续期间，基础资产预期产生的现金流，应当覆盖支持计划预期投资收益和投资本金。国家政策支持的基础设施项目、保障房和城镇化建设等领域的基础资产除外。本款所指基础资产现金流不包括回购等增信方式产生的现金流。</p>
--	---

自《监管口径》开始，对保监会对于项目资产支持计划存续期内，基础资产预期产生的现金流就有一定的要求。相较于《监管口径》，《暂行办法》更是在基础资产现金流方面有了更明确及严格的规定。可以看出，保监会对于资产支持计划的基础资产的预期产生的现金流，监管态度是较为严格的。此种要求，也是对保险资金投资从“看主体”向“看项目”、“看资产”进行转变的一种趋势体现。

（二）产品监管类型

监管机构	银监会	证监会	保监会
审核模式	机构注册&产品备案	备案	初次申报核准，同类产品事后报告
主要监管规定	《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》 《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	《资产支持计划业务管理暂行办法》
主要内容	<p>➢ 《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》</p> <p>银行业金融机构开展信贷资产证券化业务应向我会提出申请相关业务资格。</p> <p>➢ 《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》</p> <p>一、已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册，并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券。申请注册发行的证券化信贷资产应具有较高的同质性。</p> <p>三、中国人民银行接受注册后，在注册有效期内，受托机构和发起机构可自主选择信贷资产支持证券发行时机，在按有关规定进行产品发行信息披</p>	<p>第三十六条 管理人应当自专项计划成立日起5个工作日内将设立情况报中国基金业协会备案，同时抄送对管理人有辖区监管权的中国证监会派出机构。</p>	<p>第二十二条 受托人发起设立支持计划，实行初次申报核准，同类产品事后报告。中国保监会依规对初次申报的支持计划实施合规性、程序性审核。支持计划交易结构复杂的，中国保监会可以建立外部专家评估机制，向投资者提示投资风险。</p>

	露前5个工作日，将最终的发行说明书、评级报告及所有最终的相关法律文件和信贷资产支持证券发行登记表（见附件）送中国人民银行备案。		
--	---	--	--

从上述表格可以看出。保监会对资产支持计划的监管要求是初次申报核准，同类产品事后报告。银监会对其资产证券化产品的监管要求是：受托机构和发起机构在银监会取得相关业务资格后，向中国人民银行申请注册；注册完成后，在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券，并在按有关规定将规定的材料报送中国人民银行备案。证监会的监管要求为：将专项计划的设立情况报中国基金业协会备案，同时抄送对管理人有辖区监管权的中国证监会派出机构。

因此，相比较而言，资产支持计划对于产品监管的设计，既通过初次审核保障了同类产品整体上的合规性，同时也提供后续产品的报告制度，提高了监管的效率。资产支持计划涉及到的监管机关，也只有保监会，受理程序更加方便。

此外，对于交易结构复杂的资产支持计划，保监会专门规定可以建立外部专家评估机制，向投资者提示投资风险。外部专家评估机制的设立，可以借助第三方力量，更好的保障审慎监管初次申报的资产支持计划，更好的达到监管的目的。

（三）发行及交易市场

监管机构	银监会	证监会	保监会
发行场所	全国银行间债券市场	交易所、股转系统、机构间系统	保险资产登记交易平台
主要监管规定	《信贷资产证券化试点管理办法》 《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	《资产支持计划业务管理暂行办法》

主要内容	<p>➢ 《信贷资产证券化试点管理办法》</p> <p>第三条 资产支持证券由特定目的信托受托机构发行,代表特定目的信托的信托受益权份额。资产支持证券在全国银行间债券市场上发行和交易。</p> <p>➢ 《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》</p> <p>四、按照投资者适当性原则,由市场和发行人双向选择信贷资产支持证券交易场所。</p>	<p>第三十八条 资产支持证券可以按照规定在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他证券交易场所进行挂牌、转让。</p>	<p>第二十五条 受益凭证可按规定在保险资产登记交易平台发行、登记和转让,实现受益凭证的登记存管和交易流通。</p> <p>保险资产登记交易平台对受益凭证发行、登记和转让及相关信息披露进行自律管理,并与中国保监会建立信息共享机制。</p>
------	--	--	---

从上述表格可以看出,银监会的信贷资产证券化产品的主要发行及交易场所为全国银行间债券市场,2015年人民银行发布的《信贷资产证券化试点管理办法》有打开信贷资产证券化发行交易平台的趋势。证监会资产证券化的产品发行及交易平台较多。根据《资产支持计划业务管理暂行办法》,保监会也开始设立专门的资产支持计划发行和交易平台,以达到优化保险资金配置,加强保险产品流动性的目的。

近期,上海保险交易所保险资产登记交易平台的试运行。2016年11月10日,“长江养老—太平洋寿险保单贷款资产支持计划”在上海保险交易所保险资产登记交易平台正式挂牌发行并交易,上海保险交易所的设立以及首单资产支持计划产品的挂牌发行,正是对上述规定的一种回应。

(四) 增信方式

监管机构	银监会	证监会	保监会
主要监管规定	<p>《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》</p> <p>《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》</p>	<p>《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》</p>	<p>《资产支持计划业务管理暂行办法》</p>

<p>主要内容</p>	<p>➢ 《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》 三、风险自留。扩大试点阶段，信贷资产证券化各发起机构应持有由其发起的每一单资产证券化中的最低档次资产支持证券的一定比例，该比例原则上不得低于每一单全部资产支持证券发行规模的5%，持有期限不得低于最低档次证券的存续期限。……</p> <p>➢ 《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》 第三十条 信用增级可以采用内部信用增级和/或外部信用增级的方式提供。内部信用增级包括但不限于超额抵押、资产支持证券分层结构、现金抵押账户和利差账户等方式。外部信用增级包括但不限于备用信用证、担保和保险等方式。</p>	<p>第三十一条 专项计划可以通过内部或者外部信用增级方式提升资产支持证券信用等级。……</p>	<p>第十九条 支持计划可以通过内部或者外部增信方式提升信用等级。内部信用增级包括但不限于结构化、超额抵押等方式，外部信用增级包括但不限于担保、保证保险等方式。</p>
-------------	---	--	--

根据上述表格，资产支持计划主要包括内部和外部增信方式，肯定了保证保险可以作为外部信用增级的一种形式。保监会的规定比较灵活，适应了当前信用增级措施多元化的需求。

（五）信用评级

监管机构	银监会	证监会	保监会
<p>主要监管规定</p>	<p>《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》</p>	<p>《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》</p>	<p>《资产支持计划业务管理暂行办法》</p>
<p>主要内容</p>	<p>四、信用评级。资产支持证券在全国银行间债券市场发行与交易初始评级应当聘请两家具有评级资质的资信评级机构，进行持续信用评级，并按照有关政策规定在申请发行资产支持证券时向金融监管部门提交两家评级机构的评级报告。鼓励探索采取多元化信用评级。参与资产支持证券评级的各信用评级机构要努力提高资产支持证券信用评级的透明度和公信力。同时，资产支持证</p>	<p>第三十二条 对资产支持证券进行评级的，应当由取得中国证监会核准的证券市场资信评级业务资格的资信评级机构进行初始评级和跟踪评</p>	<p>第二十条 受托人应当聘请符合监管要求的信用评级机构对受益凭证进行初始评级和跟踪评级。支持计划存续期间，每年跟踪信用评级应当不少于一次。 第四十九条 信用评级机构应当在每年6月30日前向受益凭证持有人披露受益凭证上年度</p>

券投资者应建立 内部信用评级体系 ，加强对投资风险自主判断，减少对外部评级的赖。	级。	定期跟踪评级报告，并及时披露不定期跟踪评级报告。
---	----	--------------------------

根据上述表格分析，可以看出保监会与其他监管机构的要求基本一致，对于资产支持计划的监督较为严格，不单单要进行初始信用评级，还需在每年确定的时间内进行定期跟踪评级，及时进行不定期跟踪评级，这样可以随时监督资产支持计划的进展情况，保障监管的有效性和持续性。

（六）信息披露

《暂行办法》第七章规定了保险资产支持计划的信息披露的监管要求。受托人作为信息披露的主体，在每年6月30日和8月31日前，向受益凭证持有人分别披露支持计划年度和半年受托管理报告，同时报送中国保监会。如有重大事件发生，受托人应履行信息披露义务。除受托人之外，托管人、原始权益人和其他服务机构也应履行相应的信息披露义务。

通过上述几项主要规定，可以看出，保监会对于资产支持计划，采取了比较严格的监管措施，运用负面清单、穿透原则、信用评级、信息披露以及初次申报核准制度等，从不同的层面把控资产支持计划。但保监会的监管措施也并未限制资产支持计划创新的空间，开放式的基础资产类型、同类产品事后报告制度以及专门的保险资产登记交易平台等，给予资产支持计划一定的自由，并提高了监管的效率。

三、资产支持计划主要审核要点

根据《暂行办法》，资产支持计划主要应从以下几个方面加以审核：

（一）当事人

资产支持计划涉及的当事人主要包括：受托人、原始权益人、托管人、委托人及受益凭证持有人。如资产支持计划通过保证担保等担保措施实现信用增级，则当事人还包括担保人。

（二）基础资产

《暂行办法》第二章对基础资产做了专门的规定。除了根据第七条（基础资产的定义）第八条（基础资产应满足的条件）以及第十一条（负面清单）确定基础资产是否符合基本要求之外，还对基础资产预期产生的现金流，以及基础资产转让登记手续等有明确的要求。

（三）增信方式及信用评级

增信方式可以有效的保障投资者的利益，信用增级措施是否合法合规，是否可以有效的提供应有的保障，是资产支持计划的一项审核要点。

（四）信用评级

根据《暂行办法》的规定，信用评级机构应对资产支持计划出具初始信用评级报告，并按规定持续跟踪评级。信用评级机构的评级能力以及信用评级的真实、准确性以及及时性，可以对评估资产支持计划的实施情况起到很大的作用。

（五）交易结构及法律文件

资产支持计划的交易结构和法律文件构建了整个资产支持计划，其合法合规性是保障资产支持计划顺利实施的依据。因此，交易结构和法律文件是审核的要点之一。

四、资产支持计划未来展望

资产证券化业务本身具有很好的优势，对有效基础资产的合理运用提高了有效资产的使用效率，破产隔离实现了投资者的权益与原始权益人信用状况的分离，多样的基础资产可以为投资者带来更多选择，信用增级及信用评级可以为投资者提供保障并降低风险。作为保监会监管体系下的资产证券化业务，资产支持计划无疑是未来保险资金投资的一项重要的重要途径。

对于保险资金来讲，因其较长的期限特征和比较稳健的风险偏好，未来期限较长且安全性较高的基础资产将成为资产支持计划的主要来源。依托高速公路、轨道等基础设施项目、部分不动产项目、信贷产品与应收账款、主题公园与商业性医疗机构、租赁权益（包括融资租赁权益）、信托受益权等等多元化的基础资产，资产支持计划将具有极大的发展前景。