

读懂资产证券化

□ 许余洁

如果追根溯源,20世纪80年代之前,资产证券化一词在欧美主要用来描述通过发行证券替换银行存量贷款,从而实现为银行融资的过程。由于当时发达国家证券市场功能日益凸显,同时银行的媒介作用趋于萎缩,高效的证券市场逐步替代了效率较低、资金成本较高的金融中介,经济学家将资产证券化的融资过程称为“金融脱媒”现象。

伴随着利率市场化和债务融资的发展创新需要,中国的金融改革进入资产证券化时代。美国的资产证券化兴起于20世纪70年代,美国居民投资货币市场基金等产品使得银行存款占居民收入比重一直下降,美国日益扩大的贸易逆差,使得很多国家持有巨额美元,这些美元也以投资国债、股票、公司债券等形式进入美国资本市场。资产证券化的发展与美国的利率市场化几乎是同时开始,又是互相催化的过程。总的来说,正是由于利率市场化和金融脱媒的背景,再加上美元国际化和影子银行的兴起,使得美国成为资产证券化规模最大的国家。

如果未来有什么能够推动中国的资产证券化业务发展,那可资借鉴的除了该书中所强调的利率市场化和人民币国家化(对应于美国经验),还有日韩不良资产证券化经验(债务融资工具丰富、中国式影子银行兴起与债务危机处置),这些“大胆地假设”,需要在结合深入学习金融理论与深切了解中国实际中进一步深化认识,“小心地求证”。

从金融发展的历史进程来看,一个国家金融体系进化存在三个不同阶段,即银行主导阶段、市场主导阶段、证券化阶段。金融体系的进化史就是一部金融效率进化史。更具体些说,交换经济发展史对应了如下五次变革:商品的标准化和业务的专门化;货币的出现;信用的出现,信用有助于降低时间局限性引起的交易成本,解决了时间上错位带来的不确定性和风险问题;货币的商品化和银行业及货币市场的形成;资本市场的形成,信用和债务能在资本市场中自由交易,其中信用对市场发展的重要性不言而喻,而资产证券化是基于资产信用而非主体信用的融资,在资产现金流稳定的时候,通过这种方式能够直接提升信用及对应的评级,降低融资利率。

金融资产结构为什么会从票据融资到货币融资再到证券融资逐级递进?已有研究指

出,一国的相对禀赋结构决定其产业结构,金融结构在其本质上应服从基于产业结构之上的对金融服务的实际需求,金融结构是能根据相应的经济发展阶段而有所调整的。随着经济体富裕程度增加,经济发展对银行业发展变化的敏感度降低,对证券市场发展变化的敏感度增大。这意味着证券市场需要承担的功能和职责越来越大,而资产证券化是货币市场、信贷市场和资本市场之间沟通的桥梁和纽带。

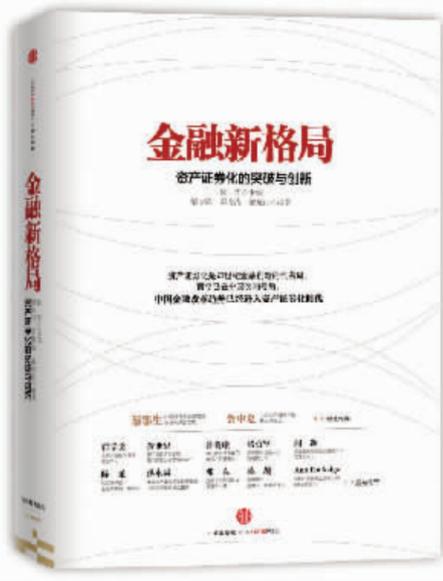
笔者有幸多次近距离聆听过本书作者讲述其在金融危机前后的业务经历。作者林华在美国任职于毕马威结构金融部,先后为GE资本、摩根大通银行、世界银行及汇丰银行设计ABS、CLO、MBS、CMBS等信贷资产的证券化模型,并负责此类定价和会计处理,作者经历了资产证券化从迅速膨胀到危机时萎缩到部分产品理性恢复的状态,这本书正是作者在实战经验基础上,作出的对于资产证券化市场发展的理解、思考与总结。本书有如下三大亮点。

一是“接地气”。本书案例丰富,在理论探讨之后,本书就包括汽车贷款证券化、信用卡资产证券化、住房抵押贷款证券化、商业房产抵押贷款证券化、银行贷款证券化和企业

资产证券化等各种资产证券化产品进行了详细介绍和分析,很多内容不是实际操作过,很难阐述得如此透彻。更难能可贵的是,每一个海外案例之后,都有在中国的对应案例分析或现状、未来应用与挑战,读来有“庖丁解牛”之感。

二是“技术强”。本书最后一章详细介绍了房地产住房抵押贷款资产证券化的模型构建技术和流程,其中现金流建模宏程序引用的计算函数和代码程序就有接近50页,这些内容在同类型书籍中是绝无仅有的。作者们还同时强调硬技术可以借鉴国外经验,相对较易学习,通过掌握建模的框架、步骤和设计理念,有助于强化对资产证券化交易的理解,模型本身也是随着资产证券化交易结构创新而变化的。

三是“立意高”。资产证券化是一个系统工程,书中认为资产证券化成功发展取决于三个要素:与资产证券化相关的硬技术(如现金流模型技术)、市场需求以及资产证券化的软环境(与我国法律、会计、税务体系有关,需要配套改革)。印象最深刻的是作者强调的“软环境”,特别是作者在美国会计准则的演变方面所作出的研究和梳理,意义重大,作者从会计处理方式与金融危机角度分析了资产



出版社:中信出版社
作者:林华
书名:《金融新格局:资产证券化的突破与创新》

风口的猪飞起来后如何不摔下来



出版社:浙江人民出版社 图书品牌:湛庐文化
作者:张涛
书名:《柳问:柳传志的管理三要素》

□ 王利芬

从我有限的观察来看,中国的创业者们从来没有像今天这样惶惶不安,无论是来自传统产业的,还是从根儿上就在互联网领域创业的,少有人内心不恐惧,少有人不如履薄冰;他们每天都感到危机四伏,每时都会听到惊悚言论。移动互联网时代夹杂着O2O、大数据、人工智能、粉丝经济、C2B、智能家居等等这些你懂也得懂,不懂也得懂的一股股科技风和新商业形态的风,把创业者思维决策的水准拉得越来越高,把他们适应的节奏弄得越来越快,这一高一快让许多创业者虽生活在和平环境,却有兵荒马乱之感。

做一个企业,创业者们首先需要弄清楚一些诸如战略管理、市场营销、人才培养等等企业生存发展的基础性商业管理智慧,这些东西在西方以市场经济为主体的国家集中沉淀在商学院的授课科目中,它们是西方市场经济100多年实践经验的总结。这些学科化了的东西要消化在中国30多年的企业发展中本来就困难,再加上科技引领的新趋势呼啸而来,就让创业者的决策变得更加困难,而竞争白热化的市场则要求一个企业必须把商业智慧和新技术同时理解消化并迎接一波又一波的挑战。在应付挑战的疲惫中,还有不时刺激

一些正在往下掉。

作为一个涉水不深的创业者,我也日日惶恐,我也会受到来自企业管理基本功和抓住新趋势或者说抓风口的双重夹击,风口的企业家上市之际我也会反思自己脚步太慢、做法不新等等。但我定下神来时,让我说出一个企业的核心是什么,我会毫不犹豫地回答:它是一个企业的核心团队有升级迭代的能力,它是一个企业摸索出来适合自己道路的能力,它有能够打造一支价值观且不断壮大的队伍的能力。当我把这几句话写下来的时候,我发现它们其实可用9个字概括:建班子、定战略、带队伍。而这9个字就是柳传志的管理三要素。

14年前,我记得柳传志到《对话》做节目,那时他领导联想已创业16年,当时他在节目里就说了这9个字,那时候我的确觉得听懂了,因为这9个字从字面上理解并不难。但今天看来,我只听懂了发音,所有的内涵是在我几年创业实践后才有所体会的,而且恐怕以后的创业时光也会浸泡在这9个字中。当然,这9个字是动态的,不是静态的;是有机的,不是割裂的。

建班子、带队伍这两点作为企业发展的基石即便在今天的环境下也基本没有大的改变,而在战略的制定上,由于移动互联网大潮的到来,与工业时代制定战略的方法也将有所不同。工业时代是在相对静态的环境下制定出来的战略,而移动互联网时代是在试错中完成的迭代;工业时代制定战略是自上而下,而移动互联网时代更多的是自下而上;工业时代是以产品生产为核心,而移动互联网时代是在用户对产品的高频次参与中不断完善产品升级并以运营用户为核心;工业时代的战略以年为单位制定并且还有三五年发展计划,而移动互联网时代则随时调整、迅速拥抱变化并付诸行动;工业时代制定战略是想清楚了再干,而移动互联网时代是边干边想,在一系列试错中完成道路选择,因为时间上的延后会付出惨重的代价。但这些只是定战略中的做法不同而已,柳总三要素中的战略取其其实就包含着这个内容,取其其实就是找风口。

有一系列三五年就上市的公司,人们看到这些公司好像是风口加资本的结果。它们似乎不用费很大力气带队伍,无须定什么大战略就可以上市,就可以拿回很多钱。其实,上市只是一个公司发展中的一个阶段,或者说是企业发展中融资的一个重要手段,能否持续发展仍然需要时间的检验。而在时间的检验中,班子的力量和队伍的力量、制定战略

证券化和金融危机二者之间的联系,这点尤其值得中国发展资产证券化业务借鉴。无论规则制定的监管层面,还是市场参与者与研究人員,都可以从中吸取价值。

书中也有可以继续深化之处,比如投资人保护角度可以深化,从买方角度加深研究,可以与本书发行人的视角相映成趣。另外,还可以结合当前国内市场和债务压力进一步深化认识,除了美国经验之外,日韩处理不良资产证券化的经验也可以适当借鉴,或许不良资产的市场化需求,会成为利率市场化之外的资产证券化重要动因。

总之,被寄予厚望的“盘活存量”的资产证券化业务,由于投资人和发行人对资产证券化动力不足、我国现行法律制度与资产证券化业务内在需求的不匹配、投资银行能力亟待提升等多方面的原因,离降低企业融资利率、调整存量债务结构、化解当前地方融资债务难题还很遥远。具体而言,当前我国的资产证券化市场规模小、投资者群体单一、流动性差,使得资产证券化降低融资成本的关键优势没有发挥出来,而银行同业、理财、非标等“影子”业务盛行对应了当前的高利率环境(使当前投资人对收益率的要求易升难降),与标准的资产证券化发展障碍形成了一种恶性循环。在书中,笔者多次看到美国的低利率环境,比如在汽车贷款证券化一章的案例中,本田2013-3证券化产品利率最高为1.13%,最低利率为0.22%,一开始我还不相信利率这么低,以为小数点点错了位置。而对应于我国的上汽通用汽车贷款案例,通用2008-1产品发行利率最低为“基准利率+1.15%”,最高为“基准利率+2.50%”,而当时的5年贷款基准利率,超过了6%,与美国的低利率环境差别很大。对于我国当前已经更高的利率环境,我们只能喜忧参半,因为利率过低会引发过度投机,则不会是好事;而利率高一点,至少还是可以吸引投资人的。如果没有非标等影子业务,并且能适当考虑好提前赎回的风险与相应的技术安排的话,高利率的负债对应了高收益的资产,都将是未来资产证券化的好基础和好原料。

虽然监管层采取多种措施,锐意推进金融创新,但发展中仍面临许多障碍。金融理论研究和实务操作工作,都是任重而道远,资产证券化由于其创新示范作用,表现更为突出。笔者在感叹资产证券化理论如此成熟而实践如此难以成行的同时,本书让我们看到了证券化时代来临的一些希望。

的能力将会成为丈量企业生命力的三把最要命的尺子。也就是说,抓住风口飞上去了,班子不强,战略能力不强,核心团队以及队伍的力量跟不上去,还会掉下来。对于那些上市企业来说,他们相当于在风口飞上去的猪,这些猪的压力会大大超过还没有飞上去的猪,因为在舞台聚光灯下穿着三点式的猪,比舞台下的人更容易被一眼看出身材如何。所以风口不风口,明星公司或普通公司,其实扎扎实实把这“建班子定战略带队伍”做到位才是王道。

在本书出版时,我们看到许多关于联想的评论和关于柳总与新媒体人对话的文章。我只想道,20世纪最伟大的管理学家彼得·德鲁克自己并没有做个通用电气或者英特尔出来,但这并不影响人们从他那里获取管理的思想;今天的联想集团或者联想控股,也许成不了阿里巴巴和小米,但这同样不影响柳总的管理三要素成为创业者把企业做实做强的武器。

近10多年来,联想的管理三要素在制造业和IT业中已广泛被模仿被学习,但在互联网企业中似有怀疑,好像风口一来,这三点就没有那么重要似的。我想说,如果互联网的风把这三点也吹跑了,企业的寿命也不会长了,无论现在看起来多么光鲜也不会有长久的生命力。

这也就是为什么我要向创业者们推荐这本《柳问》的原因。这本书中,张涛以“士不可以不弘毅”作为第一部分,这一点其实把握了创业企业发展的起点。创业企业弘毅之后,企业中就有一股子看不见摸不着的气,它是一股正气,一股求生存谋发展的勇气,它是力量的来源,是奋斗的发动机,是心灵深处的能量矿。每一个企业在开始创业时,无论是核心员工还是普通员工,其实大部分都是普通人,而一旦一群普通但是有追求有斗志有勇气的奋斗人汇合在一起就不是人的数目的相加,而是一个巨大的能量场,在这个场中,普通人也就慢慢变得出色乃至卓越了。

好时代也好,坏时代也罢,创业者要建造一个组织带领一批人谋生计求发展这一点是不会变的;找好弘毅过的同道人,选好自己走的路,带好一支走长路的队伍,这三点是我们创业中躬身前行时,永远都不要丢掉的。创业者前进的道路上,总有各种风,但路对了,人心顺了,风会助你前行;路不对,人别扭,什么风都是不顺的。即便这些风偶然把你吹离了地面,你还是会摔下来的,现在没有摔下来,那只是一个时间问题。

■ 新书快递

投资的常识

作者:(美)伯顿·马尔基尔,查尔斯·埃利斯
出版社:中国人民大学出版社

内容简介:

你是不是很难存下钱来?是不是面对花样繁多的投资选择感到无所适从?如果你是第一次走进金融市场,应该为自己找到可以信赖的引路人。毫无疑问,伯顿·马尔基尔与查尔斯·埃利斯是两位最好的引路人。

本书是两位华尔街大师为普通投资者打造的诚意之作,是一本简短、直白的投资类图书。通过阅读本书你可以做出更好的投资决策,保证资金安全,走向投资成功,从而享受舒适、有保障的退休生活。

本书讲述了家庭和個人投资理财的普世定理,它以短小精悍、通俗易懂的方式,将复杂的投资原理传递给广大读者。两位大师写作本书正是为了服务普通读者,去除累赘的叙述和艰深的理论,回归最精髓的部分。他们真正遵循了爱因斯坦的名言:“世上的一切都应该简单到无法再简单的地步。”

作者简介:

伯顿·马尔基尔,著名经济学教授,畅销书《漫步华尔街》,曾任美国总统经济顾问理事会会员,耶鲁大学管理学院院长。

查尔斯·埃利斯,格林威治治运营公司创始人,并担任首席合伙人十余年,众多大型投资机构和组织的投资顾问,出版过《高盛帝国》、《赢得输家的游戏》等15本著作。



风口

作者:八八众筹

出版社:机械工业出版社

入库时间:2015年2月6日

内容简介:

经过近20年的发展,以百度、阿里巴巴和腾讯(BAT)为代表的互联网巨头,在搜索、电商和社交领域,分别建成了自己的商业帝国。以BAT为代表的互联网公司,对人们日常的生活,进行着日新月异冲击,不断改变着消费者旧的思想观念和认知,不断改变着大家的工作和生活方式。在互联网高速发展的20年中,以消费为主线的互联网,迅速渗透至人们生活的每个领域,使消费互联网时代逐渐走向顶峰。

对创业或二次创业的企业来说,在消费互联网大门越来越难以叩开之际,另一个窗口刚刚打开,它就是传统产业的互联网化。未来20年,互联网将从最初改变消费者个体(小C),逐渐渗入到改变各个行业(大B),包括制造、农业、地产、医疗、交通、通信、教育等行业,即互联网开始从消费者为核心的“小C”时代逐步过渡到以生产者为主要用户的“大B”时代。

产业互联网的风口即将到来,你准备好了吗?

作者简介:

八八众筹是由国内策划公司折易国际螞蟻团队与众多互联网、媒体、投资界大咖联合成立的众筹线上线下平台。



权力的终结

作者:莫伊塞斯·纳伊姆

出版社:中信出版社

内容简介:

在这本书中,作者莫伊塞斯·纳伊姆揭示了一个无可争议的事实:权力进入了新时代,社会、商业、教育、宗教和家庭生活等领域的权力都在稀释、衰退乃至终结,今天的当权者在运用权力时受到的束缚更多,更易陷入失去权力的危险。这一权力变化,不仅将重塑我们生活的世界,还将影响我们看待世界的视角,因为在权力从西方到东方、从精英到草根、从男性到女性发生转移的同时,权力的神秘面纱也在一点点揭开,挑战者集聚前所未有的力量奋力一搏。此外,作者着重探讨这一变化对人类生活的影响。数量革命、迁移革命与心态革命的来袭,帮助人们挣脱地域与时间的禁锢,树立挑战权威、改变传统的勇气。

纳伊姆结合其多年担任专栏作家、政界要员时与世界顶尖政商精英对话的亲身体会,深入掌权者内部,以一种变革性的视角探讨了权力衰退的必然性。连美国前总统克林顿、巴西前总统卡多佐、投资大师索罗斯都不禁感叹,纳伊姆道出了他们当权时难以言表的心声。如果你对权力还充满无限美好遐想,该读一读《权力的终结》,这本书将彻底改变你对权力的看法。

作者简介:

莫伊塞斯·纳伊姆,是卡内基国际和平基金会专家、国际知名专栏作家,曾担任《外交政策》杂志主编十余年。在他任职期间,该杂志广受赞誉,三次获得美国国家“卓越杂志奖”,并成为全球具有非凡影响力的关于国际问题的出版物之一。纳伊姆还曾担任委内瑞拉贸易和工业部部长及世界银行执行董事。

