

资产证券化 STC 标准国内外比较分析 及其在国内的实践探索

王娟
赵晓丽
黄丹

摘要：STC 标准是对资产证券化产品简单性、透明度和可比性的评估规则，将 STC 标准纳入资产证券化监管框架对于证券化市场及其参与者具有重要意义。2015 年巴塞尔银行监管委员会将 STC 判定标准纳入资产证券化资本监管框架。自 2019 年起，欧盟 STS 标准正式开始实施。2023 年 2 月 18 日，我国在《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》中引入了 STC 标准。巴塞尔协议 III（Basel III）STC 标准推出、欧盟 STS 标准的实践以及国内 STC 标准的出台为我国探索实施 STC 标准奠定了基础。

关键词：STC 标准 EU STS 标准 CN STC 标准

资产证券化“简单、透明、可比”的国际标准

（一）资产证券化国际监管标准出台的背景

2007 年美国次贷危机爆发并引发全球金融危机暴露出巴塞尔协议 II 下资产证券化监管框架存在亟待弥补的缺陷。为恢复市场信心，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）和国际证监会组织（IOSCO）制定了简单、透明的资产证券化结构标准，以推动证券化市场可持续发展。2015 年 7 月，BCBS 与 IOSCO 联合发布资产证券化“简单、透明、可比”（STC）判定标准，并于 2015 年将其纳入资产证券化资本监管框架。

欧盟委员会和理事会于 2017 年 12 月颁布了《证券化条例》（2017 / 2402）和《CRR 修正案》（2017 / 2401），制定了统一的监管框架（EU STS 标准）。EU STS 标准自 2019 年 1 月 1 日起正式适用于新发行的证券化交易。

（二）Basel III STC 标准介绍

在 BCBS 的推动下，STC 标准于 2015 年末被纳入 Basel III 监管框架，是对资产证券化产品简单性、

透明度和可比性的评估规则。其中，“简单”是指资产支持证券（ABS）基础资产特性简单、具有同质性且交易结构不过于复杂；“透明”是指向投资者充分披露资产、交易结构及参与机构信息，帮助投资者更全面、深刻地理解交易风险；“可比”是指在考虑各地司法实践差异的前提下，所提供的信息可以帮助投资者实现同一类型下资产证券化产品的直接比较。

Basel III STC 标准聚焦于三类主要风险，即资产风险（关注入池资产通用标准）、结构风险（关注交易结构透明度）、受托和服务风险（关注各参与方的履职能力），基于上述三个风险维度，Basel III STC 标准覆盖了资产性质、资产筛选与转让、发行文件披露与审查、受托和契约责任等方面的要求。

由于一般资产证券化（Term Securitisation, Non-ABCP）和短期资产证券化（Short-term Securitisation, ABCP/ABCP Programme）产品结构上存在差异，Basel III STC 标准可进一步划分为适用于一般资产证券化产品和适用于短期资产证券化产品的标准（见表 1）。其中，适用于一般资

产证券化产品的 Basel III STC 标准共计 16 条，分为 14 条一般标准和 2 条适用监管资本优惠的附加标准；符合 STC 标准的资产证券化产品在满足 2 条监管资本附加标准后，所适用的风险权重下限为 10%，其他产品适用的风险权重下限为 15%。

（三）EU STS 标准

1. EU STS 标准介绍

EU STS 标准自 2019 年 1 月 1 日起正式实施，

风险类型	一般资产证券化产品		短期资产证券化产品	
	序号	评估标准	序号	评估标准
基础 资产风险 (A)	1	资产性质	1	资产性质
	2	资产历史表现	2	资产历史表现
	3	贷款状态	3	贷款状态
	4	贷款发放标准的一致性	4	贷款发放标准的一致性
	5	资产的筛选与转让	5	资产的筛选与转让
	6	发行及存续期数据披露	6	发行及存续期数据披露
结构性 风险 (B)	7	基础资产出售或再融资限制	7	发起机构的信用支持
	8		基础资产出售或再融资限制	
	8	货币与利率错配	9	货币与利率错配
	9	支付优先次序及可观察性	10	支付优先次序及可观察性
	10	投票和执行权	11	投票和执行权
	11	发行文件披露与审查	12	发行文件披露与审查
信托和 服务 机构风险 (C)	13	受托和契约责任	13	利益一致性
			14	期限上限
	14	发行信息披露和定期信息披露要求	15	持牌金融机构
	15	发行信息披露和定期信息披露要求	16	受托和契约责任
附加要求 ——适用 于监管 资本优惠 (D)	15	底层风险敞口信用风险限制	17	发行信息披露和定期信息披露要求
	16	资产池分散度	18	底层风险敞口信用风险限制
			19	资产池分散度

资料来源：作者根据公开资料整理

从简单、透明、标准化三个层面对资产证券化的相关参与方、基础资产、交易结构及信息披露等进行约束。以一般证券化产品为例，EU STS 标准的主要内容见表 2。

2. STS 标识的申请流程

根据《证券化条例》（2017 / 2402），欧洲证券和市场管理局（ESMA）负责在其官网上公布 STS 产品清单目录及相关数据；只有被登记列入清单的证券化产品才能宣称其满足了 STS 标准。

从具体的申请流程来看，发行参与方应准备合格公告资料提交至 ESMA，并有权自行决定是否引入监管机构授权的独立第三方验证机构进行 STS 合格认证。目前，欧洲市场上主要有 STS Verification International GmbH（SVI）和 Prime Collateralised Securities（PCS）两家 STS 验证机构为证券化产品提供 EU STS 标准认证服务。截至 2020 年末，96% 的公募 STS 资产证券化产品接受了独立第三方验证机构提供的认证服务。

3. EU STS 标准的实施现状

截至 2022 年 5 月末，欧盟已有 659 单证券化产品获得 STS 标识，其中约 57.21% 为私募产品（377 单），基础资产类型以贸易应收款（34.60%）、汽车抵押贷款和汽车租赁（27.01%）、个人住房抵押贷款（17%）为主。

国内“简单、透明、可比”（STC）认可标准

（一）中国 STC 标准（CN STC 标准）出台的背景

2023 年 2 月 18 日，原银保监会、中国人民银行发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，正式引入了“简单、透明、可比”标准，符合 CN STC 标准的证券化风险暴露可以享受相关资本优惠。

（二）CN STC 标准与 Basel III STC 标准的比较分析

CN STC 标准与 Basel III STC 标准整体框架基

表 2 一般资产证券化产品 STS 标准摘要

对标 STC 标准	STS 标准
简单	
A5	1. 基础资产应实现真实出售及破产隔离
A5	2. 基础资产符合明确约定的合格标准
A5	3. 无主动管理
A1/A5	4. 底层资产具有同质性（单一资产类型、现金流特征相似、明确的定期回款）
A5	5. 无再证券化
A4	6. 入池资产应产生于原始权益人的正常业务，发放标准不低于其未被证券化资产，发放标准重大修订应及时披露
A3	7. 底层借款人未涉及违约或信用受损
A3	8. 入池资产应有至少一次偿付记录
B7	9. 券端偿付不应依赖于基础资产出售
透明	
A2	1. 定价前向投资者提供逾期和损失数据
A6/B11	2. 底层资产抽样样本须经独立第三方审查
B9	3. 在定价前 / 存续期内向潜在投资者提供券端现金流模型
—	4. 底层资产为个人住房抵押贷款、个人汽车抵押贷款或租赁款时，应当披露涉及环境绩效相关的信息
B11	5. 符合资产证券化法关于信息透明度的规定，在定价前向潜在投资者提供相关信息
标准化	
B12	1. 发起人应满足风险自留要求
B8	2. 适当对冲利率及汇率风险
A1	3. 参考利率以及折价率应基于市场利率或行业通行利率，不应参考复杂公式或衍生品
B9	4. 强制执行事件及加速清偿事件触发因素
B9	5. 支付优先顺序及顺序变更触发事件
B9	6. 提前摊还事件及循环终止事件触发因素
C13/C14	7. 交易文件应明确规定各参与方职责及替换条款等
B9/C14	8. 交易文件应明确资产表现相关定义、补救措施、支付优先顺序触发事件及相关报告义务
C13/C14/B10	9. 交易文件约定及时处理不同类别投资者之间冲突的适用措施

资料来源：作者根据公开资料整理

本一致。不同的是，Basel III STC 标准划分为一般标准和监管资本附加要求 / 标准；CN STC 标准则未作如上划分，证券化产品需要满足全部 16 条细则才可以被认定为符合 STC 标准，商业银行才可以采用“简单、透明、可比”规则计算风险加权资产。

1. CN STC 标准与 Basel III STC 标准的相似性分析

（1）基础资产筛选及其披露

在基础资产状态方面，两个标准均要求入池资产需满足同质性要求，不得包含违约、逾期、已有证据表明预期损失将明显增加、将被采取强制执行措施的资产，均将不良贷款 ABS 排除在外。

在基础资产主动管理的限制方面，两个标准均要求封包后不对入池资产进行主动选择、管理或挑选。这项要求旨在避免代理风险的增加，确保证券化产品的偿付能力取决于基础资产的回收表现。国内 ABS 市场中存在一些证券化产品赋予原始权益人在出现或可能出现逾期 / 违约基础资产时回购基础资产的选择权，这种回购权的行使可能被认为是主动管理，因此此类证券化产品可能不符合 CN STC 标准的要求。

在基础资产分散度方面，Basel III STC 标准适用于监管资本优惠的附加标准以及 CN STC 标准，两个标准均要求单一债务人的风险暴露值不得超过基础资产池全部风险暴露合计值的 1%。对信贷资产证券化，如果发起方或支持方自持次级档且覆盖至少 10% 的第一损失，单一债务人风险暴露占比上限可以提高到 2%。该要求将资产集中度高的证券化产品排除在外。

在资产池数据披露方面，两个标准均要求在产品发行前需向潜在投资者披露逐笔贷款数据，但若资产池非常分散，则可以提供资产池分类汇总数据。此外，也规定了投资者报告的频率下限为季度。目前主流的汽车抵押贷款 ABS、住房抵押贷款 ABS、个人消费贷款 ABS、小微企业贷款 ABS

等分散度较高的产品基本符合相关要求，但数据披露范围、程度方面仍需细化政策进行标准化约束。

（2）交易结构设计及交易文件内容

在证券偿付来源方面，两个标准均明确规定，证券化产品的偿付不应依赖于基础资产出售或再融资，除非基础资产足够分散且还款分布足够分散。这是为了避免增加投资者在评估产品信用风险时面临的流动性风险、市场风险和期限转换风险。需要注意的是，“不应依赖”并不意味着将所有抵押担保类别的产品都排除在外。

在证券端信息披露方面，两个标准均要求在发行前和存续期间向投资者提供产品现金流模型或与现金流有关的充足信息，以使投资者能够对证券化产品的现金流瀑布进行建模。然而，这两个标准并未明确定义现金流模型的内容或必须提供的信息。参考 EU STS 标准的要求：该模型应准确体现基础资产现金流入和“发起机构、支持机构、投资者、其他第三方及资产证券化特殊目的实体之间”的现金流出的合同关系。根据该定义，现金流模型或其相关信息可能至少需要包含动静态池历史数据、还款计划表以及其他相关信息（日期设置、参与机构费用、分层方案等）。就市场实践而言，当前证券化产品的信息披露涵盖部分上述内容，但仍需进一步完善信息披露以满足投资人的建模需求。

在支付顺序方面，两个标准均强调证券化产品应按照预先规定的支付优先顺序进行偿付，并要求发行文件中不得包含基础资产按市场价值立即清算的条款，除非触发违约或加速清偿事件。这是为了避免增加投资者在进行风险分析和尽职调查时面临的市场风险，并确保 ABS 的收益表现不依赖于基础资产的清算价值。目前国内 ABS 产品从偿付顺序看基本符合这一要求。而 EU STS 标准对支付顺序的要求较为宽松，其适用范围包括未采用严格优先级顺序偿付的证券化项目，仅要求此类项目设置触发机制并在触发后恢复为优先级顺序偿付。

此外，两个标准在利率与币种错配、投票权和执行权转让、发起机构自留风险敞口、发行文件披露与审查、参与机构履职能力方面的要求基本一致。

2. CN STC 标准与 Basel III STC 标准的差异分析

（1）基础资产的性质及转让

在基础资产的同质性评估方面，CN STC 标准提出了更明确的要求，要求“支持基础资产具有同质性的证明信息应对外公开披露”。

在资产真实出售认定方面，Basel III STC 标准考虑了基础资产转让的特殊形式，比如需要通知与该转让相关的所有债务人的转让，要求如果基础资产转让存在这些特殊形式，应当在发行时就明确披露可能影响资产真实出售的法律风险以及向最终债务人追索的方式。相比之下，CN STC 标准未单独说明这些特殊情况，当基础资产通过其他方式进行转移、真实出售被延迟或者取决于某些特定事件时，一般不符合国内基础资产真实出售的认定，也并非国内 ABS 产品主流结构设置。

（2）历史数据的信息披露

在资产历史表现方面，CN STC 标准更为严格，要求公开披露基础资产的相关损失数据、数据来源和数据获取方式。相比之下，Basel III STC 标准仅要求向投资者披露与基础资产相关的损失数据；只有此类数据的来源、获取途径以及历史数据与入池资产风险特征具有相似性的判定依据需要向所有市场参与者披露。另外，EU STS 标准则只要求向潜在的投资者披露上述信息，因此某些私募 ABS 也可以被认证为 STS 产品。根据目前国内的情况，信贷 ABS 和公募资产支持票据（ABN）能够满足 CN STC 标准关于公开披露数据的要求。未来需要进一步明确相关数据公开披露的要求，以确定其他资产证券化产品是否适用 CN STC 标准。

（3）独立第三方的审查评估及验证服务

CN STC 标准除了与 Basel III STC 标准类似规

定了基础资产信息披露和发行前披露文件需要由独立第三方进行审阅外，还额外强调了服务机构为非银行机构的，信息系统和报告机制应由独立第三方进行评估。然而，具体由哪些机构来履行这些职责仍需要进一步明确。

此外，欧盟允许发起机构和证券化特殊目的载体聘请经监管授权的独立第三方机构对产品是否满足 STS 标准进行验证。CN STC 标准除第三方审阅外，尚未具体提及独立第三方验证相关事项，监管部门是否会参照 EU STS 标准引入第三方验证服务以推动 STC 标准的统一落地实施有待探索。

CN STC 标准实施的建议

（一）考虑扩大适用范围

CN STC 标准在银行间信贷市场实施的可操作性较强，主流的分散类正常资产更容易满足要求。目前国内信贷 ABS 市场各类资产在“信息披露指引”的约束下公开披露信息，信息披露相对完善、标准，与当前 CN STC 信息披露要求更为接近。因此，前期 CN STC 在银行间信贷市场实施的可操作性较强。与此同时，依照 CN STC 标准，不良资产及分散度不足的资产未被纳入 STC 认证范围，主流的以分散度较高的正常类资产为基础资产的 ABS 产品更容易满足要求。

参照国际实践，CN STC 标准在国内私募发行的 ABS 产品市场实施具有一定可行性且意义重大。参考 Basel III STC 标准，其在证券化产品的适用范围上并未限制证券化产品发行方式是公开发行人还是私募发行，且根据 EU STS 标准的实践情况，一些仅向潜在投资人提供数据信息的产品也可被认证为 EU STS 产品。国内后续可参照国际实践研究对私募发行的 ABS 产品实施 STC 标准的可能性。国内私募市场发行量较大，如能纳入 STC 认证范围，可提升市场透明度和信息披露水平。

（二）强化信息披露

建立或指定满足 CN STC 标准的产品信息披露渠道，细化适配 CN STC 标准的信息披露要求。虽然目前国内 ABS 市场信息披露制度不断完善，但是信息披露指引等制度内容尚待细化。以《个人住房抵押贷款 ABS 信息披露指引（修订）》为例，要求对资产证券化涉及的每一笔基础资产的核心要素信息进行持续披露，却尚未出台针对该项要求的具体文件（如需要明确披露的数据点、披露格式等）。此外，国内尚无专门适用于 STC 标准的信息披露指引或模板。基于该现实情况，我国应尽快明确细化 STC 合格认证的信息披露要求，以及参照国外实践建立或者指定 CN STC 标准的信息披露渠道，以更好地推动 STC 标准落地。

（三）完善证券化数据服务设施

完善证券化数据服务设施，鼓励建立跨机构、跨市场的数据存储服务机构。在数据的公共服务上，国内证券化市场缺少可供投资人进行数据对比、分析的数据渠道，数据的储存、检索、校验等要素并不完善，目前仅银行业信贷资产登记流转中心（银登中心）在信贷资产证券化领域为证券化产品提供信息登记服务，对相关产品的基础资产明细和 ABS 信息实施初始登记和存续期变更登记。参考欧盟资产证券化市场经验，欧洲建立了欧洲数据仓库（EDW），用于提供证券化交易的数据储存、验证和下载等服务。建议国内完善证券化数据服务设施，在监管授权下提供跨机构、跨市场的数据存储服务，向符合监管要求的投资者及市场参与机构开放，并规范机构数据披露形式。

（四）建立健全 STC 标准第三方验证服务体系

尽快明确 CN STC 标准中涉及的第三方机构的服务职责以及可履职的机构范围，建立健全 STC 标准第三方验证服务体系。借鉴 EU STS 标准的实施经验，为保障 STS 标准的统一落地实施，可引入第三方验证服务体系，但提供 CN STC 标准的第三方验证服务所需的监管授权、机构资质、认证流

程等方面亟待监管部门进一步明确。银登中心为信贷资产证券化产品提供信息登记服务，发挥了监管支持作用，第三方验证服务中可充分发挥银登中心等机构的积极作用。

结论

尽管我国证券化市场起步较晚，但 CN STC 标准相关监管政策的制定已在很大程度上吸收了国际经验。国内 STC 标准出台、Basel III STC 标准的推出以及欧盟 STS 标准的实践，对国内探索实施 STC 标准具有很大的借鉴意义。

CN STC 标准与 Basel III STC 标准的框架和内容大致相同。CN STC 标准是基于对中国经济、司法环境和证券市场情况的综合考虑制定的，细则内容更符合国内证券化市场实际情况。CN STC 额外强调了对非银行机构的服务机构进行信息系统和报

告机制的独立第三方评估，其对基础资产的同质性评估要求，以及对资产历史数据信息披露的要求都较 Basel III STC 更严格。

随着国内 ABS 信息披露不断完善，在进一步提高自身信息披露水平后，大部分主流产品能满足 CN STC 标准要求。参照国际实践，推动国内 STC 标准落地仍需进一步通过细则给予指导以及加强配套服务设施、服务体系的建设。目前，国内 ABS 市场仍面临着诸如各市场信息披露口径及标准存在差异、二级市场和存续期信息披露欠缺等问题。为此，需要加快证券化市场信息披露、交易数据储存管理等基础服务设施的建设；研究不同发行场所的证券化产品 STC 标准的适用性，制定 STC 产品认证指导细则；尽快建立 STC 标准第三方验证服务及相关管理体系，帮助投资者更有效地评估资产证券化产品的质量及其所涉及的风险¹。

注：

1. 联合资信评估股份有限公司总裁助理、结构部总监罗伟成，资深分析师杨润泽，分析师沈柯燕对本文亦有贡献。

作者：联合资信评估股份有限公司结构部总经理
联合资信评估股份有限公司结构部技术总监
银行业信贷资产登记流转中心有限公司证券化信息登记部
编辑：印颖 鹿宁宁

参考文献

- [1] Basel Committee on Banking Supervision. Basel III Document. Revisions to the securitisation framework [R/OL]. (2016-07-11)[2023-06-15]. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d374.htm>.
- [2] Basel Committee on Banking Supervision. Board of the International Organization of Securities Commissions. Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations [R/OL]. (2018-05-14)[2023-06-02]. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d332.pdf>.
- [3] Joint Committee. Report on the implementation and functioning of the securitisation regulation (article 44) [R/OL]. (2021-05-17)[2023-06-02]. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_31_jc_report_on_the_implementation_and_functioning_of_the_securitisation_regulation_1.pdf.