

国际住房抵押贷款 市场的发展与演变

潘渭河

摘要 住房抵押贷款可以分为传统的“不脱离资产负债表”型(on-balance-sheet)和新型的“脱离资产负债表”型(off-balance-sheet)或称之为美国风格的住房抵押贷款两种类型。资产经营融资是住房抵押贷款市场的创新发展,目前已成为一个宽泛的概念,包括了一系列的金融技术。一般认为是指个别的缺乏流动性的资产和现金流,经过重新安排,由第三者在资产现金流的基础上提供融资,用于描述一系列广泛的商业、管理、会计目标的融资结构。

关键词 住房抵押贷款 资产经营融资 市场构成

中图分类号: F830.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2000)06-0046-04

英语“Mortgage”指传统的不动产抵押,通常为房屋抵押贷款。由贷款人向房屋买主提供购买房屋的贷款,购房人以所购房屋作为借款抵押。为了解决贷款机构流动性不足的问题,由专门机构收购不动产抵押贷款的抵押品,并以此为基础,发行证券,吸引社会投资,称为不动产抵押贷款的证券化,从而形成了不动产抵押贷款的二级市场。传统的不动产抵押贷款市场,在美国主要存在于20世纪的20~60年代。

英语“Securitisation”,本文译为“以资产经营为基础的债务融资”,以下简称资产经营融资。资产经营融资70年代首先出现于美国,是住房抵押贷款市场的创新发展。80年代,住房抵押贷款市场的这项技术,推广于其他市场,于是资产经营融资成为美国金融市场的主要工具,并在国际金融市场上获得了突出的发展。资产经营融资目前已成为一个宽泛的概念,包括了一系列的金融技术。一般认为是指个别的缺乏流动性的资产和现金流,经过重新安排,由第三者在资产现金流的基础上提供融资,用于描述一系列广泛的商业、管理、会计目标的融资结构。与传统的银行贷款方式不同,对投资者支付的本金、利息和其他费用,仅限于对企业不良资产或由其产生的现金流的追索。这种不良资产可以是企业房地产、应收帐款等。资产经营融资是一种复杂的结构性融资,在融资过程的每一个步骤上,由一个能够最有效率承担风险的实体承担一种风险。1992年,美国进入资产融资市场的资产总量在1.5千亿美元左右,占当年美国GNP的25%。除美国之外,英国是最大的市场。本文在此通过对国外市场作进一步分析,以期推动资产经营融资在我国的发展。

一、住房抵押贷款市场的演变

资产经营融资是首先从住房抵押贷款演变而来的。从住房抵押贷款向资产经营融资的转变,经历了3个发展阶段。从历史上说,美国房屋信贷市场是以长期固定利率为其特征的,一般在30年左右。住房抵押贷款市场的大量发展,使得商业银行面临资金流动性不足的问题。在大萧条之后,出现了二级抵押贷款市场。投资银行从商业银行买进抵押贷款的经营权,然后在二级市场上出售,从而增强了贷款机构的资金流动性。这是住房抵押贷款的第一阶段。

抵押转递证券的出现,将抵押资产从贷款机构的资产平衡表上除去,是不动产抵押贷款市场发展的第二个阶段,也是新型的不动产抵押贷款市场的重要标志。1968年,一些抵押资产的持有人将众多抵押资产形成一个组合,并将抵押资产组合出售给投资机构。与早期的二级市场不同的是,出售的是抵押资产所有权,而不是经营权。投资机构以组合为基础,向社会发行抵押转递证券,筹集购买资产所需的资金。投资者通过购买证券对住房抵押贷款市场进行投资,就如同通过股票组合投资于股权市场一样,有利于分散投资风险。抵押转递证券成为MBS(Mortgage backed securities,住房担保证券)市场的开端。而MBS市场既是资产经营融资的开始,又是它的重要组成部分。70年代早期出现的MBS市场,是由于两个方面的重大发展促成的。首先,利率波动性的加剧,导致了住房贷款期限不对称的风险。其次,联邦政府所属的保险机构对住房担保贷款进行了担保,支持证券的发行,将其出售给投资者。有3个联邦机构从事MBS的业务。它们从储蓄机构买进抵押资产,然后将其从储蓄机构的资产平衡表上除去。由美国政府代理机构支持的MBS,已经成为资产经营融资最大的市场。其信用风险与财政部证券相同,而收益略高。1993年,Federal agency MBS的发行量已经达到1.7千亿美元,仅次于美国财政部债券的市场份额。

对MBS证券的支付,是以住房抵押贷款的现金流为基础的。在贷款的生命期里支付本金和利息,本金的支付随时间积累,通常允许借款者提前支付本息。在利率上升的情况下,住房抵押贷款的现值下降,借款者的提前支付对投资者产生了价格风险。1983年,MBS市场出现了CMO(Collateralised Mortgage Obligation),对提前支付的价格风险进行管理。CMO证券将抵押贷款的归还分成几段,每一段创立一个独立价值的证券。CMO对作为其基础的住房抵押贷款的现金流进行了转换,形成其特定的收益/风险模式。投资者得到的是预先规定A、B、C、Z顺序的一组支付,在A、B、C的支付未完成之前,Z的支付不准进行,因而改善了投资者的交易能力。CMO开辟了证券融资与迅速发展的衍生金融工具交易相结合的新时期,是不动产抵押贷款市场发展的第三阶段。与CMO相似,有各种各样的对现金流进行转换的方法,可以将月度的转化为季度,也可以将固定或浮动利率进行转化。在80年代后期、90年代早期类似CMO的转换机制出现了许多。

二、资产经营融资的主要特征

综上所述,住房抵押贷款可以分为传统的“不脱离资产平衡表”型和新型的“脱离资产平衡表”型。传统的“不脱离资产平衡表”型的抵押贷款,在欧洲国家存在很多年了。其中最主要的是住房抵押,土地和装备也常作为抵押资产。还有“市政债券”,它以市政当局或其他公

共部门的应收帐款作为发行债券的抵押。目前其最大的市场在德国,澳大利亚、法国和意大利也有存在。所有这些国家传统型的抵押贷款证券的市场,总量约1千亿美元。但是在当前的国际金融市场上,抵押债务市场就是指新型的“脱离资产平衡表”型的资产经营融资,新型的住房抵押贷款 MBS 市场是其主要组成部分。它具有以下3个方面的结构特征:

(1)在资产经营融资中,需要融资的法人发起(以下简称项目发起人)创立一个法人实体 SPV(Special Purpose Vehicle),并将项目发起人缺乏流动性的、呆滞的资产出售给 SPV。资产一旦出售之后,项目发起人失去对资产的所有权,出售资产不再作为项目发起人资产平衡表的一部分。SPV 的主要目的,是将作为融资基础的资产和与此相联系的现金流与项目发起人隔离。SPV 是资产经营融资的核心,由介于项目发起人和投资者之间的第三团体所有,它的任务包括安排融资工具的流动性和信用支持,管理融资工具的发行,特别是监督资产购买和融资操作,保证交易的组织、项目组合和项目管理的继承性。

通过 SPV 进行资产经营融资是相当复杂的。资产经营融资的一个先决条件是,要出售的资产所产生的现金流,必须有可靠数据的存在。一个较小的贷款者,不可能有充足的历史数据,令人满意地提供给信用评级机构及最终的投资者。作为面向公众的一个替代方法,通过“渠道”也可以进行资产经营融资。“渠道”是银行经营的专门从事资产经营融资的机构,能够集中许多小型资产,创立较大的、流动性更强的证券,从而更易于为投资者所接受。对借款者而言,能够获得较高的信用等级,成本更有利。

(2)项目发起人所出售的资产组成一个独立的“资产池”。所谓“资产池”,意味着证券的发行基础,并不依赖于项目发起人的支付能力,而是与特定资产的预期产生的现金流相挂钩。投资者是否购买证券的选择,与融资企业的信用标准相分离。取而代之,投资者必须判断作为证券基础的资产是否能够产生足够的现金流,以满足对投资者的支付要求,在证券的支付安排中是否对这一点给予了保护。“资产池”对债务人的有利之处在于,债务人有可能取得高于其自身总体信用状况的债务等级。1999年,中国国有商业银行为了支持处于困难状况的国有企业的发展,将贷款与企业的特定的有效益的项目挂钩的做法,与“资产池”的做法是一致的。

资产经营融资需要对大量的统计数据进行比较。从财务上说,进行资产经营融资的一个先决条件,是所出售的资产产生的现金流,有可靠的统计数据的存在。它的历史数据可用以估算可能的违约比例。特别是必须具有不景气的时期中,与抵押资产类似的资产的经营数据。数据的产生必须具有透明度,必须符合国际标准会计程序。资产经营融资市场的发展,强烈地依赖于大量的历史数据的统计,这些数据记录了许多可比较的资产的损失的实验。对于不同的借款者,不同的行业,不同的贷款,损失的概率分布须有可靠的估计。而这种估计的质量,又受到统计的限制。一旦项目发起人克服了初期的障碍,就会获得巨大的益处,它能够使项目发起人以高于其自身的信用等级进入资金市场。为了使“资产池”适合于资产经营融资,其风险必须相对可识别。贷款的组织者一般具有专业经验,能够从很困难的所有者对象,识别出较好的信用风险。

(3)“资产经营融资”的整个融资结构安排中,规定了“信用支持”。信用支持有各种方式,它的主要任务是在出现信用风险的情况下,保证对投资者的支付。在美国,既有政府代理机构发行的资产经营融资的证券,也有私人发行的,包括银行、住宅建筑商等。购买资产经营融资证券的投资者,对项目的发起者是没有追索权的,投资者买入的证券利益依赖于证券化资产的现金流,并承担资产所有风险,包括信用、市场和支付风险。必须确保:1)应收帐款所产生的现

金流足以保证对证券的支付。2)在收益不足时提供担保。3)投资者对应收帐款产生的现金流有明确的合法权益,并有适当的保护以防止拖欠。为了对信用风险进行评估并减少信用风险,在资产经营融资市场上发展了2项技术:信用支持和信用评级机构所发挥的显著作用。

如果没有信用支持措施的安排,与资产融资相联系的融资项目,就不可能在发生意外损失时维持其信用。信用支持措施的安排可分成2种基本类型:由内部(不良资产的卖方)提供的保证措施;由外部(第三方)提供的保证措施。

由不良资产的卖方提供的保证措施有许多做法。卖方可向第三方,例如银行、保险公司买进一个信用保证,支持不良资产的买方对卖方的追索权。也可以采取买方在取得不良资产的所有权时,在初期,仅支付一部分款项,买方通过取得一部分不良资产的收益后,再支付其余的款项。在卖方出售的金融资产的盘子中,仍然保留卖方的部分利益,但是卖方的利益居于从属地位,是为了保证资产的买方对于资产的利益受到损失时,将从卖方的利益中得到补偿。由第三方通常是银行、保险公司提供的保证措施一般采取信用证、不可撤销的贷款委托书形式。最具有意义的由外部提供的信用担保,是第三方保证卖方资产的完整性,即没有被任何方面抵押或者清偿。

信用支持表明,银行加强了在直接融资市场上的业务存在和作用程度。在过去的20年中,资产经营融资已经成为美国金融制度的显著特征。在一定的程度上反映了一个事实,在美国存在着2条金融市场渠道——银行系统和资本市场,这两者之间的竞争性平衡常随时间而改变。特别是近些年来,银行系统非中介业务的发展程度远远超过了其他OECD国家,资产经营融资就是这个过程的反映。

资产经营融资在证券发行之时,必须经一家或多家信用评级机构对信用风险评定等级,并向投资者对利率、汇率和预支风险提供咨询。在资产经营融资中,项目发起人的信用等级并不能表明风险程度,所以证券的信用等级必须在资产现金流的基础上评定。更因为整个融资项目分为依顺序先后支付的几个分支,对每个分支常常给予不同的信用等级。信用评级机构将检查应收帐款的历史状态,并进行重点测试,在最不利的历史时期,检查其记录。如果涉及支付方式的任何改变,信用评级机构需要检查其内部机制是否合适,例如支付从月度变为季度,是否存在预支风险。信用评级机构将检查服务者是否有信息系统跟踪支付,以一种可接受的方式识别、报告债务拖欠,并进行处理。信用评级机构检查外部信用支持的信用等级,证券的信用等级不能高于信用支持机构的信用等级。在检查了现金流和信用支持机构的可靠性之后,信用评级机构保证证券的合法结构向投资者提供适当的保护。

资产融资市场所发展的一系列技术,使金融机构能够创造一系列证券支持各种资产,并使投资者和金融机构能够管理金融资产的现金流和信用风险,表明了在国际金融市场上直接融资和间接融资相结合的趋势,表明了银行业务发展的新方向,从单纯的银行贷款向为企业的资产管理提供各种信用服务,谋求银行的利益。由于金融操作涉及了项目发起人、投资银行、信用评级机构、经纪人和投资者,风险变得较透明,价格变得更有效,从而有利于消除存量资产重组中的各种障碍,实现资源的最佳配置,值得我国在实现国有资产的重组过程中作为借鉴。在美国不动产抵押贷款市场的发展和演变过程中,政府的支持,例如提供保险、流动性支持,发挥了巨大的作用。在我国,如何适当而有效地发挥政府对住房抵押贷款市场的支持作用,是其进一步发展的重要关键。

(作者单位:上海对外贸易学院)