

从美国次债危机谈我国 资产证券化的风险防范

谷冬青

摘要：次债危机尽管对我国的金融体系影响有限，但有必要从中吸取教训，加强风险防范。从而保证我国金融市场的平稳运行。本文通过分析美国次债危机的成因，探讨了我国资产证券化面临的主要风险，尤其是重点探讨了提前还款风险、违约风险和利率风险在我国的严重性，阐述了我国应该采取杜绝次级按揭的发行、严格控制房地产市场的大幅波动等措施来防范类似危机的发生。

关键词：次债危机；资产证券化；住房抵押贷款证券化

中图分类号：F810.5 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2008)05-0049-05

自2006年一季度以来，次债危机横扫欧美大陆，全球股市因此暴跌，美联储和G10央行被迫向金融系统注入2 000亿美元救市；金融机构亦频频告急，美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司正式破产，第五大投资银行贝尔斯登濒临破产，连花旗、美林这样的金融巨头也爆出巨亏丑闻（花旗2007年第四季度巨亏98.3亿美元，美林2007年全年亏损77.8亿美元，2008第一季又亏损19.6亿美元，不得不裁员4000人），这场危机甚至影响到一向独善其身的中国股市，中国银行和招商银行就因为持有次级债导致股票大幅波动，那么，次级债究竟为何物？次级债危机因何而起？威力为何如此之大？我国又能从这场危机中得到什么启示？这正是本文所要探讨的。

一、次级债的源头——住房抵押贷款证券化（MBS）

所谓次级债即次级住房抵押贷款支持债券，它根源于次级按揭。次级按揭的利率比传统的高利贷低，比给正常客户的利率高。但是正常的按揭贷款只提供给具有良好信用、还款能力强的客户，信用记录较差、收入也较低的客户很难从正规的按揭公司或银行得到贷款购房，只能向贷款公司申请次级按揭。

次级按揭最近十余年间在美国得到了迅猛发展，原因一是由于房地产价格的持续上扬，低买高卖成为包赚不赔的买卖；二是由于住房抵押贷款证券化（mortgage backed securitization, MBS）这一金融创新工具的风行。MBS是资产证券化（asset backed securitization, ABS）的一种重要形式，具体是指商业银行等金融机构将其所持有的住房抵押贷款债权出售给特设的证券化机构（special purpose vehicle, SPV），然后由该机构以其收购的住房抵押贷款为基础，经过信用增级、信用评级等各项措施之后，在证券化市场上发行住房抵押贷款证券的行为。其最主要的特点是可以将缺乏流动性但能够产生可预见现金流、原先不易被投资者接受的抵押贷款，转换为可以在市场上流通、容易被投资者接受的证券。

传统的MBS是按揭公司（或银行）先发放按揭贷款，然后把已经产生的贷款打包成债券并销售

给投资者。而投资银行发现市场对高收益债券的需求后,开始介入次级按揭这一领域。它们根据投资客户需求设计出不同的MBS产品,然后根据不同的信贷标准向按揭公司“订货”,后者根据投行的要求选择发放按揭贷款的对象,并将同类资质的贷款打包成MBS向投行交货,投行再转手卖给预定的投资客户。因此次级债的发行规模由按揭公司控制变成了市场需求决定——只要有需求,投行就会向按揭公司订购更多产品,按揭公司则发放更多贷款,因此促进了次级债的快速发展。

2000年美国网络股泡沫破灭后,美联储连续十余次大幅降息,使得资本市场上的资金充沛,投资需求尤其是对高收益债券的需求大增,而次级债因为风险较高,利率当然较高,正中投资者的下怀,所以次级债的市场急剧扩大,投资者遍布全球,甚至我国的数家商行也涉足其中,尤其是国际化程度最深的中国银行,据其2007年年报透露,2007年全年投资净收益为-155亿元,其次级债占其集团证券投资总额的2.13%,且账面价值已减少49.9亿美元。

二、MBS在我国的发展现状

住房抵押贷款证券化是房地产业发展到一定阶段的必然产物。发达国家对其的理论与实践研究都基本趋于成熟。我国尽管自1998年以来住房抵押贷款规模得到迅猛发展,年平均增长率接近30%,截至2007年底,我国个人住房按揭贷款已达到27 031亿元,^①但将其证券化,无论在理论还是在实践上都处于初始阶段。理论研究主要集中于MBS在我国的可行性和必要性以及开展模式上,对其风险研究少之又少;从实践上看,首批资产支持证券2005年12月才开始发行,即国开行的“开元信贷资产支持证券”发行和建行的“建元2005-1个人住房抵押贷款支持证券”。作为试点两行发行数量分别仅为44亿和30亿。

截至目前,我国共发行了两批信贷资产证券化产品。第一批发行了三单产品,包括以上两单和国开行的开元2006年ABS。沉寂一年多之后,央行决定第二批试点,头筹由浦发银行拔得,该行于2007年9月11日发行了规模43.8326亿的ABS。工行也于2007年9月发行了首批40.21亿元的资产支持证券;2007年12月14日,建设银行第二次进行房贷的资产证券化,拿出41.6亿元个人住房抵押贷款的优质资产,发行“建元2007-1个人住房抵押贷款支持证券”;民生银行的CMBS(商业房地产抵押贷款证券化)刚刚通过审批尚未正式发行。

信贷资产证券化对于商业银行意义重大:首先是调整商业银行资产结构的手段。通过资产证券化,银行可以调整资产的地区和行业结构,使资产分布更趋合理;可以将贷款出售,减少风险资产,以减轻资本充足率的压力。其次,是扩大商业银行融资渠道和经营规模的有效手段。资产证券化作为一种直接融资方式,可以扩充银行的资金渠道。银行可以通过资产证券化回收资金,再根据市场情况开拓新的贷款市场。再次,是增加商业银行盈利的手段。通过为证券化资产继续提供管理和服务等中间业务,银行可以获得中间业务收益,形成新的盈利增长点。所以除以上各行之外,招行、农行、中信银行甚至一些城市商行也纷纷表示有意愿参与试点,种种迹象表明各家银行在流动性过剩的大环境下依然对证券化兴趣高涨。一旦流动性逆转,ABS的大规模推出将指日可待,因此加大对其风险的防范研究,具有重要的现实意义。

三、MBS的主要风险

MBS尽管存在着可将流动性较差的抵押贷款变现等诸多优点,但由于其交易主体众多,交易结构复杂,风险隐蔽性强,处理不当,就会对金融系统的稳定性造成潜在风险。美国的次级债危

机,对资产证券化刚刚起步的中国来说是非常值得借鉴和参考的。

MBS的风险主要为利率风险、违约风险、提前还款风险、再投资风险、流动性风险以及交易结构风险等,这些风险中,在我国表现最突出的就是提前还款风险和违约风险,近一年以来,由于通货膨胀的压力加大,利率风险也日趋突出。

1. 提前还款风险 提前还款是指借款人随时支付部分或全部抵押贷款的余额,这种行为会对MBS的现金流产生重大影响,给贷款银行带来利息损失,甚至是改变证券的偿还期限,给债券投资者带来风险。

美国在大规模发展MBS之前,住房抵押贷款的提前偿付行为已取得丰富的经验数据,通过准确预测,有效地规避与转移了提前还款风险。而我国在这方面的的工作几乎为空白,提前偿付率根本无法预测。据笔者观察,我国居民的提前还款行为具有三大特点,一是对利率的变动极其敏感,主要原因是我国目前的住房抵押贷款绝大多数是浮动利率贷款,而且商业银行对提前还款行为仅收取象征性违约金或罚款,每当利率升高,提前还款行为即成倍增加;二是提前还款行为具有普遍性。这与“无债一身轻”的传统观念有关,几乎没有人真的打算归还几十年的贷款,而是一有余钱马上就还。贷款利率偏高也是原因之一,就目前我国的个人投资渠道而言,保证具有7.87%无风险收益率的投资项目几乎没有,资金的机会成本如此之高,最优选择就是提前还贷。三是与股市楼市的兴衰呈负相关性。股市楼市红火,提前还款行为就减少,甚至还有人千方百计贷款炒股;反之则提前还款行为增加。

正因为我国的提前还款行为呈现出较高比例,偿付时期与金额又缺乏共性,提前偿付的经验数据又不足,这就使提前偿付率的预测非常困难。而MBS的关键环节就是对住房抵押贷款未来的现金流量进行预测,从而进行恰当的定价。提前偿付率不确定,则不能简单套用国外有关提前还款行为的计量模型,只得采取现金流现值定价法与再投资收益分析法,用这两种方法定价的资产支持证券蕴含较大风险,不宜大规模发行,否则将给发起人、SPV、投资人甚至整个金融市场带来致命风险。

2. 违约风险 违约风险是指借款人无法按时支付债券利息和偿还本金的风险。尽管目前个人住房抵押贷款是各家银行资产质量最好的贷款品种之一,但实际上由于期限长、数额大、客户分散、地域固定、流动性差等特点,发放住房抵押贷款实际具有高风险性。我国近年来处于经济高速发展时期,各项经济指标运行良好,民众普遍对未来收入充满信心,同时由于住房制度的改革,自2000年以来,住房抵押贷款呈现出井喷式增长,各家银行不遗余力地开发,主要原因就是看中住房抵押贷款的低违约率。据人民银行统计数据显示,2004年我国四大国有银行个人购房贷款不良贷款率仅为1.5%左右。^②但这并不说明住房抵押贷款的风险不值得一提,宏观环境稍有变化,住房抵押贷款的违约率就会成倍上升。据新闻媒体报道,2006年以来,由于房地产市场的紧缩,上海市的住房抵押贷款违约率上升了一倍多,从0.30%飙升至0.67%,^③这更充分说明住房抵押贷款的违约风险不可小觑。一旦人们的收入预期发生恶化,违约风险将会大大增加,类似美国的次级债危机就有可能在中国上演。

3. 利率风险 利率风险是指由于利率的变化而使发放抵押贷款的机构或者证券所有者所遭受损失的风险。也是MBS交易中,最难以规避与管理的一种基本的风险。一般而言,抵押支持证券的价格与利率呈反向变化,即利率上升/下降时,抵押支持证券的价格会下降/上升。如果投资者将抵押支持证券持有至到期日,那么证券到期前价格的变化不会对投资者产生影响。但是,如果投资者在到期之日前出售证券,那么利率的上升就会导致资本的损失。这就是利率风险。不同特征的抵押支持证券对于利率风险的敏感程度也不同。在其他条件相同的情况下,抵押支持证券的息票利率越高,其价格对利率的变化就越敏感;抵押支持证券的到期期限越长,其价格相对于利率的变化

就越敏感;利率水平越低,抵押支持证券的价格对利率的变化就越敏感。

譬如浦发发行的第一批ABS产品,考虑到投资者对加息的担忧,采用了浮动利率,即以一年期存款基准利率为基数,加上招投标确定的利差来定。按照本次招投标的结果,A档的中标利差为73个基点,以此计算,A档的年收益率达到了4.33%,与当前的10年期国债收益率大体相当。这个结果让浦发仅能保本。从央行最近几次加息的手段来看,未来不对称加息可能性依然存在,当存款利率上调幅度大于贷款时,银行利差缩小,而债券收益率却会随着存款利率的上升而水涨船高,浦发面临着不可回避的亏损风险。

四、MBS风险的防范

从这次席卷全球的次债危机可以看出,危机的根源来自于美国楼市的持续走高,贷款公司为了扩大收入来源大量提供次级按揭,低收入者为了套利利用次级按揭买卖房屋,投行为了巨额佣金提供MBS的承销,投资者为了高收益购买MBS。只要房价继续上涨,参与者人人都有好处,但其中的风险早已埋下。我国的MBS尽管目前规模不大,但从各家银行在资金尚未吃紧的情况下跃跃欲试可以看出其证券化冲动早已存在,况且今年以来随着货币政策的从紧,商业银行贷存比持续攀升,个别银行甚至已接近监管部门75%指标上限,资产证券化的种种优势表明其大规模的推出指日可待。为了避免次债危机在我国重演,我们必须做好以下几个方面的工作:

1. 严控甚至杜绝次级债的发行 中国目前的货币情况与2000年以后的美国有相似之处,流动性过剩,资本到处搜寻高收益产品,但由于投资对象有限,资金不停地转战股市和楼市,使得两市轮番上扬。如果再将次级按揭和次级债推向市场,不仅会给虚高的楼市火上浇油,同时亦会将大量资金引入次级债市场,为今后的危机埋下隐患。但从现实来看,正常贷款尤其是个人住房抵押贷款是银行的优质资产,即使不将其证券化,银行也能获得稳定收益,比如目前我国的住房抵押贷款的最终收益在5%左右。相比之下银行更愿意将信用等级不高的贷款打包出售。浦发发售的ABS就分为优先级和次级,考虑到市场需求疲软,收益权排在最后的次级则由浦发自己持有。对于现阶段的银行来说,证券化的更多意义在于产品创新,主要是“练技术、熟悉市场和建立投资者关系”。一旦市场对高收益产品需求旺盛,次级按揭和次级债的推出必将水到渠成,所以严控甚至杜绝次级债券的大规模推出,无异于从源头上防止了危机的发生。

2. 加强宏观调控,严控房产价格大幅上涨 从美国次债危机的形成原因可以看出,房地产价格泡沫催生了这场危机。中国的住房信贷和股市监管对金融风险的承受和化解能力,要远远低于建立在分层控制体系基础之上的美国金融市场。所以为了减轻房地产价格波动对整个经济的负面影响,我国应采取有效而谨慎的措施,加强宏观调控和微观管理,同时加大经济适用房和廉租房的供给,严控房产价格继续大幅度上涨,从而将投机性资本从房产市场中引出,推动房产市场乃至整个经济实体的健康发展。

3. 优化商业银行经营模式,将其利润重心转移到中间业务上来 楼市的持续高温,商业银行难辞其咎。我国商业银行的大部分利润来自于存贷差,即使在资本市场暴涨,手续费及佣金收入大幅增长的2007年,和国外同行相比其中间业务占比依然少得可怜,最大的招商银行不过15.72%,^④而且除招行、工行、交行及中行外,其他银行的中间业务占比均在10%以下。巨大的存贷差使得商行专注于贷款市场,尤其是质量极优的个人住房抵押贷款,各家银行均不遗余力地开发,即使央行三令五申,各商行依然千方百计地打擦边球以扩大规模,2007年全国金融机构个人住房按揭贷款已占整个个人贷款的82.5%。但是随着我国通货膨胀率的持续高涨,货币政策的从紧,商业银行流动性已经发生逆转,拥有众多优势的MBS业已受到各商行的关注,通过MBS不

但可以提高资本充足率,还能回收资金开拓新的贷款市场。若银行盈利模式不变、业务重心仍旧停留在信贷业务, MBS 甚至次级债券的推出均有可能实现突变,整个金融系统必将面临巨大风险。

4. 禁止专业贷款公司的成立 美国次债危机是从其第二大贷款公司——新世纪金融公司的破产开始的。贷款机构和拥有天然资金来源——存款的商业银行不同,其资金来源除有限的股东投入外,更多地依靠将贷款打包成 MBS 出售获得,许多放贷机构为了扩大资金来源,甚至不要求次级贷款借款人提供包括税收表格在内的财务资质证明,做房屋价值评估时,放贷机构也更多依赖机械的计算机程序而不是评估师的结论,潜在的风险就深埋于次级贷款市场中了。本次危机的爆发,贷款机构的违规行为难逃干系。

我国尽管目前尚未成立专门的贷款公司,所有的住房抵押贷款均由银行发放,但不得不清醒地看到,在房产市场的持续升温下,银行的放贷冲动与日俱增,2007 年个人住房抵押贷款增量即是 2006 年的 5 倍,其中难免泥沙俱下,只不过短期内信用情况尚未暴露,银行若将其中的不良贷款打包出售,长此以往,风险累积,岂不是危机也将在中国重演。

5. 审慎开放资本市场 从此次美国次债危机可以看出,具有极强风险偏好特征的对冲基金等投资机构,其行为常常会放大和扩散风险,成为金融市场的不稳定因素,甚至对经济造成实质性伤害。我国半封闭式的资本市场对这些“横冲直撞”的对冲基金起到天然隔绝作用,但是来自美国的压力似乎要让这种天然屏障即将消失,美国财长保尔森几次就开放资本市场问题对我国施压。一旦国门大开,外资金金融机构的长驱直入必将扰乱我国尚未成熟的金融市场,系统风险必然急剧放大,所以开放资本市场之事应该慎之又慎。

五、结 语

次债危机的发生是次级按揭的风行、投行的推波助澜、资本的逐利共同作用的结果。尽管从目前看来我国还不存在次债危机发生的根本诱因,但我们应该从美国次债危机中总结经验、吸取教训,清醒地认识到我国在资产证券化过程中面临的各种风险,未雨绸缪,防微杜渐,从而促进我国的金融创新工作长期健康的发展,保证我国金融市场健康有序的运行,保证国民经济的持续稳定增长。

(作者单位:上海应用技术学院)

注 释:

- ① 《2007 年 7147 亿!个人住房按揭贷款 5 倍增量狂飙》,搜狐财经网站,2008-2-17。
- ② 《2004 年中国房地产金融报告》,中国人民银行房地产金融分析小组,人民银行网站,2005 年 8 月 5 日。
- ③ 新闻晨报财经版,2006 年 7 月 27 日。
- ④ 《银行 X 报告》,理财周报 D3 版,2008-04-14。

参考文献:

- [1] 王建.美国次债危机影响分析[J].开放导报,2007,(5).
- [2] 王博.汤敏-次级债危机对中国的启示[J].新财经,2007,(9).
- [3] 谢利.银行资产证券化再升温 浦发银行先行一步[N].金融时报,2007-09-14.
- [4] 杜艳.资产证券化试点凸显两大硬伤.http://www.sina.com.cn,2007-09-16.
- [5] 施方.住房抵押贷款证券化—运作与定价[M].上海:上海财经大学出版社,2005.
- [6] 余力.危机的始作俑者是整个资本市场[N].南方周末,2007-08-23.