

The Reflection of Us Subprime Crisis on China's Mortgage-Backed Securitization

Yun Sun^{1*}, Xun Zhao^{1,2}, Xifan Zheng¹

¹Beijing Normal University, Zhuhai, Zhuhai Guangdong

²University of Macau, Macau

Email: *samsunyun@163.com

Received: Dec. 24th, 2016; accepted: Jan. 10th, 2017; published: Jan. 13th, 2017

Copyright © 2017 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

With the development of the China's real estate market, the rapid growth of bank mortgage business and continuous expansion of housing mortgage loan, China started a pilot project on MBS. The 2007 American sub-prime mortgage crisis exposed the problem of MBS in America. It also has a profound influence on the development of China's MBS. On the basis of the lessons learning from the American sub-prime mortgage crisis, this paper aims to analyze the current situation and problems of MBS in China and put forward some advices.

Keywords

Asset Securitization, Mortgage-Backed Securitization (MBS), USA Subprime Crisis

从美国次贷危机看我国住房抵押贷款证券化

孙云^{1*}, 赵勋^{1,2}, 郑西凡¹

¹北京师范大学珠海分校, 广东 珠海

²澳门大学, 澳门

Email: *samsunyun@163.com

收稿日期: 2016年12月24日; 录用日期: 2017年1月10日; 发布日期: 2017年1月13日

*通讯作者。

文章引用: 孙云, 赵勋, 郑西凡. 从美国次贷危机看我国住房抵押贷款证券化[J]. 金融, 2017, 7(1): 32-37.

<http://dx.doi.org/10.12677/fin.2017.71004>

摘要

随着中国房地产市场，银行房贷业务和住房抵押贷款规模的不断扩大，中国住房抵押贷款证券化也开始试点运行。美国因其住房抵押贷款市场规模庞大，发展成熟成为了主要借鉴对象。然而2007年美国次贷危机也将住房抵押贷款证券化的一系列问题显现了出来，对中国住房抵押证券化的发展造成了深远影响。本文旨在通过对我国住房抵押贷款证券化的发展现状及问题进行探析，在借鉴美国次贷危机经验教训的基础上，通过具化住房抵押贷款证券化流程，比对同阶段中美住房抵押贷款证券化的差异，研究适合我国住房抵押贷款证券化的发展道路。

关键词

资产证券化，住房抵押贷款证券化，美国次贷危机

1. 引言

20 世纪 70 年代初，资产证券化作为一个创新的金融工具出现在人们的视野。而作为起源地的美国，则是拥有了世界上规模最为完善的住房抵押贷款市场。据瑞士联合银行的数据显示，2008 年美国住宅房地产规模约 17 万亿美元，其中住宅抵押贷款市场规模约占 6 成，为 10 万亿美元，而抵押贷款证券化市场规模已高达 6 万亿美元[1]。美国住房抵押证券化市场的巨大成功也使得世界各国纷纷效仿，在其后十几年里，欧亚各国也都掀起了一股证券化的浪潮。

随着“建元 2005-1MBS”于 2005 年在全国银行间债券市场的发行交易，同时政府《信贷资产证券化的试点管理办法》的颁布，我国也开始走上了资产证券化的道路。随着试点的不断扩大，“建元 2007-1MBS”正式发行，总规模达到 41.6 亿元，优先级资产约 40.2 亿元，次级资产约 1.4 亿元[2]。然而，由于沉浸在利益中的人们忽视了风险，一场波及全球的美国次贷危机悄然而至。在其弊端显露的同时也致使中国住宅抵押贷款证券化的发展戛然而止。因此，如何向证券化发展成熟的美国借鉴经验、如何从美国次贷危机中得到对中国证券化发展的启示有着重要的研究意义和研究价值。因此，本文对我国住房抵押贷款证券化进行综述性研究，以期对该类研究有所帮助。

2. 背景及文献综述

资产证券化是指将缺乏流动性的资产，转换为在金融市场可自由买卖证券的行为，增强其流动性。广义的资产证券化指某一资产或资产组合采取证券资产价值形态的资产运营方式；狭义的资产证券化指信贷资产证券化。按照资产种类的不同，信贷资产证券化可分为住房抵押贷款支持的证券化(Mortgage-Backed Securitization, MBS)和资产支持的证券化(Asset-Backed Securitization, ABS) [3]。

住房抵押贷款证券化是指金融机构(主要是商业银行)把所持有的流动性较差但具有未来现金收入流的住房抵押贷款汇聚重组为抵押贷款群组，由证券化机构或有特定目的机构(Special Purpose Vehicle, SPV)通过现金方式买进，经过信用增级或担保后以证券的形式出售给投资者的融资过程[4]。这致使原本缺失流动性、不易被出售给投资者但能够产生可预见性现金流的资产，转换成可以在市场上流动的证券。增强了固定资产的流动性，盘活了金融资产。

住房抵押贷款证券化的运作主要通过 6 个步骤进行[4]：

首先，发起人(一般为商业银行)根据自身的贷款情况和融资需求选择并确定要证券化的资产，对资产按照利率、期限等进行重组和估算，确定规模，然后组建资产池。其次，发起人将设立一个特别目的机

构，从发起人处购买基础资产。为了满足投资者关于偿付，信用等方面的需求，避免因信用较低致使投资者亏损以及降低融资成本，特别目的机构将在购买后对其进行信用增级。信用增级后，特别目的机构聘请信用评级机构(如:标准普尔公司)审查信用增级的合法性,并对证券未来产生现金流的能力进行评估,并给出公正的评级供投资者参考。紧接着，特别目的机构将委托证券承销商把经过信用评级后的资产进行公开或私募发行。最后，特别目的机构将会安排机构对资产池进行管理，按时收取本息并对其实施监管，当偿还完毕，若现金流还有剩余，最终将会返还交易发起人。

根据上述描述，住房抵押贷款证券化运作流程如图 1。

住房抵押贷款证券化在美国已有了 40 多年的历史。因此，国外学者研究成熟，研究日趋微观，早已形成体系。例如 MBS 定价中住房抵押贷款证券的价值主要取决利率环境的整体状况[5]；或“有条件的提前偿付率(CPR)”，即 PSA 基准来对提前偿付行为进行预测研究[6]。

自 1998 年我国住房制度改革的实施，住房分配制度逐渐被住房按揭制度取而代之，我国的住房抵押贷款得到了快速的发展。从 2006 年至 2013 年的数据显示(表 1)，住房抵押贷款无论从余额还是从比率都上都呈现平稳上涨的趋势，贷款增速从 2010 年起明显回落。然而贷款的持续增长也会给银行带来更多风险。

我国证券化发展无论是理论和实践至今都仍处于起步阶段。但我们也分阶段推行了试点，积累了一定的经验。2007 年 12 月，规模为 41.6 亿元的“建元 2007-1”正式试点发行。然而据中国资产证券网的资料显示，2008 年后受美国次贷危机影响，中国资产证券化进程中断，2011 年券商资产证券化率先重启[7]。

在重启资产证券化后，目前，我国资产证券化主要集中在信贷资产证券化，截止 2013 年，我国计划实施了 6 个信贷资产证券化项目(表 2)，除了建元 2005 和建元 2007 之外几乎没有专门的住房抵押贷款证券化项目，其业务更多地包含在银行的不良信贷资产证券化中。

我国住房抵押贷款证券化于 2005 年开始试点，证券化发展仍处于初期阶段，所以证券化一级市场仍存在一些问题。由于国家仍向住房中投入产权，标的资产没有具备清晰的产权，标的资产缺乏统一和明确的产权界定。

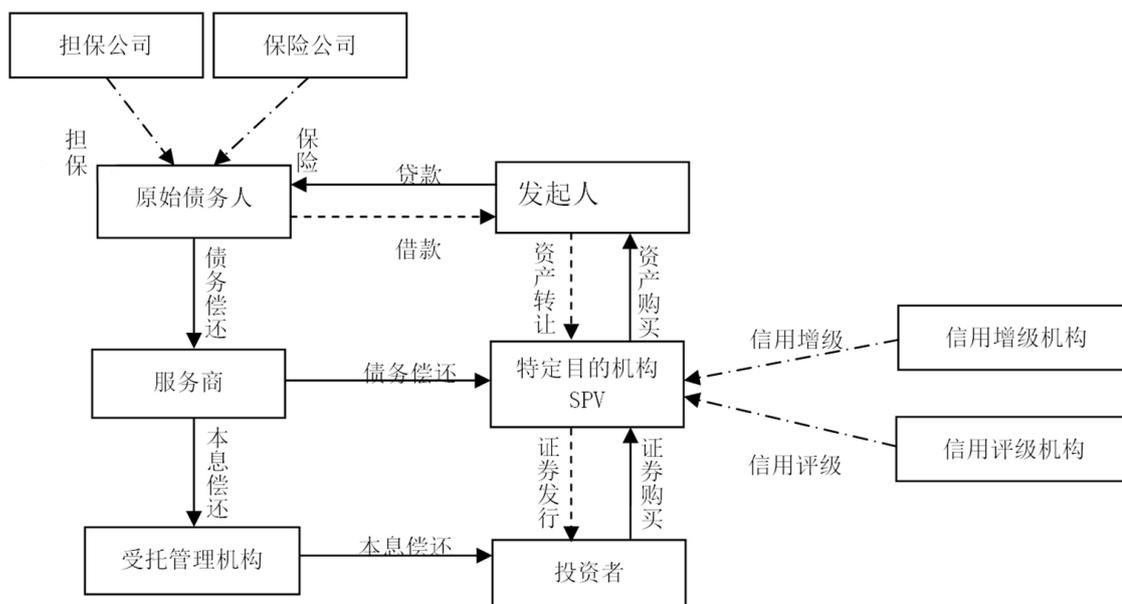


Figure 1. The flow chart of Mortgage-Backed Securitization [5]

图 1. 住房抵押贷款证券化流程图[5]

Table 1. Personal home mortgage loan in China (unit: trillion yuan)**表 1.** 我国个人住房抵押贷款发展情况表(单位: 万亿元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
余额	1.99	2.7	3.31	4.76	6.16	6.94	8.1	9.8
增长率	8.07%	35.9%	22.4%	47.9%	29.4%	16.8%	13.5%	21%
占贷款比率	8.8%	10.3%	10.9%	11.9%	12.74%	13.12%	12.86%	13.6%
占GDP比率	9.5%	11.0%	11.0%	14.2%	15.5%	14.7%	15.6%	17.22%

数据来源:《金融机构贷款投向统计报告》2006年~2013年。

Table 2. 2013 credit assets securitization project**表 2.** 2013 年信贷资产证券化项目实施表

序号	项目	发起人	规模(亿元)
1	工元 2013 年第一期信贷资产支持证券	工商银行	35.92
2	2013 年第一期发元信贷资产证券化	农业发展银行	12.74
3	2013 年第一期开元铁路专项信贷资产证券化项目	国家开发银行	80
4	2013 年第一期进元资产证券化项目	进出口银行	10.4
5	邮元 2013 年第一期信贷资产证券化	邮储银行	5
6	2013 年民生第一信贷资产支持证券	民生银行	13.67

数据来源:《中国资产证券化年度报告》2013年。

3. 美国的住房抵押贷款证券化

美国已拥有了最为成熟的住房抵押贷款证券化市场。然而 2007 年美国次贷危机的爆发,全球金融市场都受到了波及,也使得刚起步的中国证券化中止了脚步。因此,美国的经验教训对我国有很好的借鉴意义。

美国的住房抵押贷款证券化主要是以政府主导型模式为主(即政府组织并在二级市场构建有国家信用的机构),来推动住房抵押贷款证券化的实施。美国住房抵押贷款证券化的开展主要有两个主要特点[8]:政府或准政府机构提供担保,以减少投资者对于违约风险的担忧;及拥有完善的法律制度保障,政策支持

早在 1934 年,为转变公民住房情况,美国国会《国家住房法案》,在推行住房抵押贷款证券化的过程中,美国又制定了《房地产投资信托法》、《住宅抵押再贷款法》、《加强二级抵押贷款市场法案》等。通过等政府机构设立规定种类、金额、收入的统一的标准化合约,以明确住房抵押债券的法律地位,保障住房抵押贷款证券化的正常实施。此外,美国也加强了会计制度建设、提出了联邦住房管理署税收优惠政策。例如:1986 年《税收改革法》的提出,免除了特别目的机构的“双重税负”,有效地激励了证券化发展[9]。

次级抵押贷款是指一些贷款机构提供贷款给收入较低、信用较差的借款人。它是一个高风险、高收益的行业,因为次级贷款对贷款者还款能力和信用记录的要求不高,而贷款利率较高,受到了因信用记录不好而被银行拒绝的人的喜爱[10]。2001 年至 2006 年短短 5 年时间,次级抵押贷款占总抵押贷款规模的比重上升了 11.4 个百分点。据美国证券行业和金融市场协会的数据可知,2001 年机构抵押贷款证券发行量为 108.6182 亿万,较 2000 年相比上涨了 128%,在接下来的几年里,机构抵押贷款证券发行量也一直处于平稳上升阶段,见表 3。除此之外,为吸引借款人,金融机构普遍降低了门槛,加大了次贷发行

Table 3. US mortgage securities issuance (unit: million dollars)
表 3. 美国抵押贷款机构证券发行量表(单位: 百万美元)

Year	Fannie Mae (房利美)	Freddie Mac (房地美)	Ginnie Mae (吉利美)	Total
2000	204,189	166,901	103,300	474,390
2001	521,971	389,611	174,600	1,086,182
2002	725,742	547,046	174,000	1,446,788
2003	1,199,549	713,280	217,900	2,130,729
2004	524,885	365,148	125,000	1,015,033
2005	498,549	397,867	86,900	983,316
2006	479,773	360,023	83,300	923,096

数据来源: 《US Agency MBS and CMO Issuance》2000 年~2006 年。

力度[10]。金融监管机构的监管不力使得市场制约机制失效,加上次贷的过量发行,为危机的产生埋下了伏笔。

4. 美国次贷危机对我国的启示及对我国的发展建议

美国次贷危机的发生,也给我国住房抵押贷款证券化带来了启示和反思,如何安全的发展对于我国的住房抵押贷款证券化至关重要。

首先,我国在进行住房抵押贷款证券化试点时曾出现了特别目的机构难以建立,住房抵押贷款法律地位不明确的问题。因此,建立健全的法律制度,给予特别目的机构特殊的法律地位就显得比较重要,例如,修改证券化与《公司法》、《担保法》中的部分冲突性条款,以便住房抵押贷款证券化的正常实施。

其次,推动个人信用制度建设也是当务之急。美国的次贷危机,如先前所述,是由于对于优质贷款者的发掘殆尽,金融机构才开始谋求信用较低贷款者的利益。所以,及时修改和补充住房抵押贷款的信用条款,及时曝光违约者,及时惩罚机制等措施对于建立健全个人信用制度有比较合理的帮助。这类手段的运用将有利于规范低信用贷款者的信用行为,提高守信意识,更好地促进住房抵押贷款市场的平稳发展,从根本上减少次级贷款的发生。

再次,继续加强建立权威的评级机构及监督也是可行建议。针对我国信用评级制度不完善的情况,我国应模仿美国走“少而精”的发展道路,通过国际借鉴培育权威的最具影响力的信用评级机构[11]。规范评级机构的运作模式和组织结构,对于评级过程实施监督,提高评级过程的透明度,保证投资者的权益和知情权。提出统一的评估标准,使评估更加独立、公平、公正。

5. 结语

实施住房抵押贷款证券化在我国有其可行性及其必要性。首先,从提高银行资本利用率,盘活金融产品来看,商业银行总是存在着流动性较差的住房抵押贷款,且发行年限一般为 10~30 年,期限较长,这一切都导致了银行资本利用率低下,信贷结构流动性不足的问题。而住房抵押贷款证券化的实施,使得流动性低的资产充分得到了利用,银行也就此增加了资金来源。

其次,分散银行风险,提高盈利能力。随着房地产市场的迅速发展,商业银行的发放贷款金额不断上涨。截止 2013 年,商业银行发放的住房抵押贷款余额已达 9.8 万亿元,这也导致了银行较高的违约风险。而通过对银行不良资产的证券化,将风险合理的分散给了投资者,商业银行的不良资产率得到降低。

从 2009 年末, 全国个人住房贷款不良率为 0.60%, 较 2008 年末下降 0.62 个百分点的这一数据中此作用也得以体现[12]。与此同时, 证券化也为银行创造了新的盈利方式, 通过证券化收取服务费和手续费, 使得银行有了新的利润来源, 提高了盈利能力。

最后, 证券化还能帮助拓宽金融市场投资渠道, 促进资本市场发展。目前, 中国的金融产品种类有限, 主要集中在国债、基金、股票等, 证券化的出现, 拓宽了金融市场的投资渠道。与此同时, 此类证券期限较长、收益稳定、风险较低, 更好地吸引了投资者的眼球, 有效地扩充了资本市场, 促进了资本市场的发展。

综上所述, 住房抵押贷款证券化对于我国企业、商业银行、资本市场有着重要的意义。因此本文在提高对住房抵押贷款证券化的理解和研究方面有能提供一些有益的总结。并希望籍此能有助于建立及完善我国住房抵押贷款证券化的发展道路。

基金项目

北京师范大学珠海分校管理会计双语教学示范课, 编号: 201447。

参考文献 (References)

- [1] 张明. 风险转移: 接棒者遍布全球[N]. 上海证券报, 2007-08-22 (B06).
- [2] 建元 2007-1 个人住房贷款证券化信托发行说明书[R]. 2007.
- [3] 陈朝琳, 叶丰滢, 黄静如. 企业资产证券化相关问题探讨[J]. 财会通讯, 2016(8): 77-79..
- [4] 施方. 住房抵押贷款证券化[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2005.
- [5] 周晖, 刘曙. MBS 定价模型构建及其实证研究[J]. 统计与决策, 2011(2): 138-141.
- [6] 王建红. 住房抵押贷款提前还款行为的衡量与预测[J]. 科技信息, 2012(31): 461-462.
- [7] 过新伟, 王学鸿. 关于我国住房抵押贷款证券化(MBS)的思考[J]. 经济问题探索, 2009(3): 169-173.
- [8] 杨元章. 我国住房抵押贷款证券化的发展研究[D]: [硕士学位论文]. 厦门: 厦门大学, 2008.
- [9] 王化争, 谈俊琦. 住房抵押贷款证券化模式比较及启示[J]. 数量经济技术经济研究, 2005(4): 156-161.
- [10] 齐华. 美国次贷危机的引发对我国住房抵押贷款证券化的思考[J]. 长沙铁道学院学报(社会科学版), 2009(2): 25-27.
- [11] 陈钊. 美国住房抵押贷款证券化的现状——兼议我国推行住房抵押贷款证券化的可行性[J]. 金融研究, 2000(3): 129-134.
- [12] 苗燕, 李丹丹. 个人住房贷款不良率持续下降[N]. 上海证券报, 2010-06-09 (F03).

期刊投稿者将享受如下服务:

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: fin@hanspub.org