

美国次贷危机对我国住房贷款证券化的启示

作者：浙江工业大学 李明伟

【摘要】美国次贷危机的爆发引起国际社会的广泛关注，本文以美国住房抵押贷款证券化暴露出来的风险隐患因素为切入点，从中国住房贷款证券化的实际情况出发，分析我国住房贷款资产证券化中需要防范的风险，提出 1、稳定房价；2、建立房地产行业风险预警机制；3、规范房地产评估机构。为中国住房抵押贷款证券化安全运作和金融市场稳定提供有益的参考。

【关键词】资产证券化；次贷危机；风险控制；启示

2007年3月，美国新世纪金融公司，由于收不回贷款损失惨重，被迫提出破产保护申请，由此揭开了美国次贷危机的序幕，并产生巨大的蝴蝶效应，掀起世界经济的轩然大波。

一、问题的提出

从美国爆发的次贷危机中，我们发现，资产证券化作为一种金融创新工具，其本身确实存在着一些缺陷，它在分散风险的同时也造成各参与方对风险的漠视；复杂的交易结构增加了监管成本和投资者的认知成本，尤其是资产证券化和金融衍生产品的结合运用，对风险起到了极大的放大作用。但是任何金融创新工具都有利弊，正如银监会主席刘明康[1]所指出：投资手段中的结构性产品以及信用衍生产品，诸如资产证券化等，都会有其长有其短。要确保资本市场的健康发展，就必须对可预见的风险和问题进行深入的分析 and 防范。

二、美国次贷危机成因透视

1、外部原因

从表层看，美国次级债危机爆发是由于利率的连续上升和房地产价格的持续走低造成，这是美国经济发展的顺势而为，是经济周期作用下的必然结果。

2000年开始，美国经济陷入了短暂衰退之中。美联储为了刺激经济，大幅削减联邦基金利率，在短短两年内美国经济就开始进入复苏。美国经济复苏的过程中，房地产市场起到了最重要的作用。而低利率政策在美国房地产市场调控中发挥着核心作用。在极低的利率环境刺激下，大量资金流入了房地产市场，房地产价格节节攀升，房地产市场成为拉动美国经济增长的主要引擎。但是房价上涨并没有大幅度增加购房者的偿付压力。

美国房地产繁荣也催生了较严重泡沫现象。从2004年开始，美国房地产的待售房比例急剧攀升，房地产市场明显处于供过于求的状态。但自2004年6月起，美联储连续17次加息。提升利率对美国房地产产生了多方面的降温作用，有效抑制了房地产信贷消费，加重了购房者的还贷压力，挤压了房地产开发商的利润空间。此时，原来通过次级抵押贷款购买房屋的消费者，在房价下跌而利率又不断升高的双重夹击下，已无力偿还贷款，违约率逐渐上升，最终导致次贷危



机的爆发。

2、深层原因

探究美国次贷危机的深层原因，应该首先从资产证券化流程进行深度剖析。首先，在利益驱使下，次级贷款经纪人通过各种方式，甚至猎杀放贷和欺骗贷款让借款者接受可能并不是很适合他们的贷款。这在一定程度上增加了原始资产贷款的风险。另外，次级贷款经过证券化和再证券化（包括担保债权凭证 CDO 的创设、信用违约互换 CDS 的创设[2]和 ABX 指数的创设）使得建筑在次级抵押贷款基础资产之上的信用衍生品大楼越来越高，经过多次打包重组后，形成了一个巨大的“次贷”信用衍生品泡沫市场。但是随着美国房地产市场的降温 and 加息周期的到来，越来越多的次贷借款人无法按时偿还债务，引起次贷质量的严重恶化，次贷金融衍生产品价格也纷纷下跌。最后，很多对冲基金亏损严重，投资者“用脚投票”，直接导致对冲基金资金链断裂，引发危机爆发。

通过对次贷证券化过程流程剖析，本文认为次贷危机爆发的深层次原因除了资产证券化这一金融创新工具本身具有的缺陷，主要是美国在次贷证券化过程中的风险防范不到位。

三、美国次贷危机对我国住房贷款证券化的启示

1、防范宏观经济风险

宏观经济风险主要是指原始资产池风险中的系统性风险。美国次贷危机的爆发有着非常明显的外部环境因素。从美国房地产市场的繁荣和衰退历程中，我们可以看出个人住房贷款市场景气度对国家宏观调控的敏感性较高。一旦国家大力推行紧缩性宏观调控政策，便会推动个人住房贷款市场由繁荣走向萧条，而原本在繁荣期掩盖起来的危机就会在这一时期充分暴露，甚至大规模爆发，从而影响商业银行乃至国家金融体系的稳定。近几年，国内银行业把个人住房贷款视为银行的优质资产，积极抢占个人住房贷款市场的同时忽视了风险防范。然而从美国次贷危机的例子可以看出，个人住房贷款实际上是一种风险较高且风险隐蔽性较强的贷款。随着时间的推移和国家宏观调控力度的加大，个人住房贷款的风险正日渐浮出水面。

目前，我国已经处在一个加息的周期当中，仅 2007 年度，央行进行了 6 次加息，利率上行风险已不可避免。所以要充分的认识到利率上升给住房抵押贷款资产造成的的风险，做好充分的风险损失准备。在央行不断调高利率水平的背景下，利率上行风险将会进一步暴露出来。

2007 年我国的房地产市场正处在一个加速上升的阶段，跟美国次贷危机爆发前的房地产市场有着极大的相似性，但是正如前面所说，繁荣的背后往往潜藏着危机，随着央行通过各种政策手段紧缩社会流动性，势必导致房地产市场货币流量减少。长期下去，将在较大程度上提前终止我国房地产市场的繁荣景象，导致房价大幅缩水，一旦出现借款人违约，将可能引发巨大危机。因此，把握宏观经济趋势，提足风险准备以外，结合中国目前的实际情况进行宏观经济风险防范非常必要。

(1) 稳定的房价是个人住房信贷市场健康发展的重要保证。美国政府在面临次级抵押贷款危机时，采取了一系列措施，有效减少了市场损失，避免了金融危机加剧。中国政府应该采取以下措施：首先，政府应时刻监控住房抵押贷款市场的危机聚集情况，及时向放贷者和投资者发出警告，并坚定市场信心，防止市场过度反应，减少或停止新的危险住房抵押贷款；其次，政府应该稳定借贷者，减少其被银行和抵押贷款公司收回房屋资产以降低收回的速度，保障房价稳定；最后，组织有实力的金融机构担负社会责任，购买风险资产以平衡和分散风险。

(2) 房地产行业的风险预警系统主要依赖于一些宏观和产业经济指标来对房地产市场及整个社会经济环境进行预测，使银行灵活应变，避免大面积的损失。对行业的风险预警系统主要依赖于两方面的指标，一是宏观经济指标，如国民经济增长率与国民收入、物价指数



与通货膨胀率、中长期贷款利率和就业率等；二是房地产行业指标，如房地产贷款增长率与贷款总额增长率之比、地价增长率与 GDP 增长率之比、房价与家庭平均收入之比、商品房销售价格等。

(3) 房地产评估机构为银行提供客观公正的评估结果，是银行规避房地产风险的第一道屏障，有助于减少房贷风险，提高信贷资源分配效率。房地产评估作为新兴中介行业，必须从多方面促使其规范发展。首先，应完善中介业立法，对房地产评估机构的设立、资质条件、收费标准、行为规范等做出具体明确的规定，做到费、权、利清晰，以维护公平、公正、公开的市场秩序。[3]其次，要求房地产估价单位和人员具有高度的责任心、实际工作经验和良好的职业道德修养；再次，评估机构不能仅依赖于委托方提供的资料，而要对资料的真实性进行仔细检查，增加评估报告的可信度；最后，应建立规范的估价报告复核制度，避免估价的随意性，改进估价方法的流程和准确性。

2、控制证券化风险

根据美次贷危机爆发的深层次原因可以发现，房贷资产证券化的风险需要从两个方面双管齐下，首先，需要防范证券化前的风险，主要是原始资产池违约风险；其次，要防范证券化结构设计中的风险。

(1) 控制原始资产池违约风险。加快建设我国个人征信系统。美国次贷危机的爆发源于原始资产池中次级房借款者的大量违约，所以为了防范中国房贷资产证券化的原始资产池出现类似违约风险，首先要对中国与美国房贷申请标准做一个比较。通过对贷款构成要素的比较可知，中国的住房贷款申请人具有相当的还款能力，能在一定程度上抵制违约风险的发生。但是在贷款期限和再融资性方面，两国相差不大，更值得引起我们注意的是中国个人信用评价制度的缺失，贷款机构和借款人之间存在着严重的信息不对称，因此，加快建设中国的个人征信系统迫在眉睫。

表 美国次级贷款与中国住房贷款申请标准比较表

要素 美国次级房屋抵押贷款 中国住房按揭贷款（一般）

信用记录 有，每一个借款者都有个人信用记录 无，目前还没有建立完善的个人信用评级系统

贷款对象及条件 信用分数低于 620 分，收入证明缺失，负债较重的申请人 有合法的身份，有稳定的经济收入，信用良好，有偿还贷款本息的能力的申请人

贷款额度与首付比例 低首付，甚至零首付，全额贷款 最高为所购住房全部价款或评估价值（以低者为标准）的 70%或 80%，首付比例至少三成或两成（第二套住房首付比例四成）

贷款期限 一般最长不超过 30 年 一般最长不超过 30 年

贷款利率 浮动性利率，比普通房贷利率高出 2%—3%的利息，存在利率项的限制 按中国人民银行规定，最低按相应档次基准利率 0.85 倍的下浮利率执行（第二套住房利率上浮）

抵押再融资 可以房产增值部分再贷款 可以房产增值部分再贷款

还款方式 还款方式可自由选择 以等额还本法为主

目前，我国个人信用制度的首要任务就是建立完备的个人信息档案和个人信用调查机制。从我国现行体制及社会体系来看，可由政府牵头，以公、检、法等司法部门及财税、金融、工商行政管理部门参与，联合成立个人信用评估机构。由该机构建立完整的包括消费者个人信息（如职业、职务、收入、住址）、正反记录等在内的个人资信档案，通过信用评分卡评定消费者信用等级，需要消费者资信信息的银行可向该机构购买。

(2) 加强银行信贷风险控制。银行和借款者之间的信息不对称是造成非系统性风险的主要原因，也是影响基础资产池质量好坏的关键所在。在发放贷款的过程中，银行应该采取规范严格的程序来加强信贷风险的管理。首先，发放住房贷款前，要对贷款项目进行评价。通过对市场前景、开发商素质的全面调查，以及财务盈亏平衡分析和风险分析，选择较好的



项目；其次，对拟提供贷款支持的按揭住房的期房价格进行市场评估，确定合理的贷款成数，避免项目选择和销售价格风险。在此过程中，要注意不相容职务分工明确、应用先进的信用评级技术，准确识别和量化风险，制定明确的风险控制指标；最后，建立高效的信用甄别机制以区分高风险和低风险的借款者，银行可以针对这两种不同风险偏好的人采取不同的方式进行管理。如提供不同利率与贷款价值比 LTV 相结合的贷款组合，或者提供固定利息和可变利率合同选择。

3、防范“破产隔离”风险

(1) 第一层“破产隔离”风险的控制

第一层破产隔离风险其实就是来自于原始权益人的破产风险，它的关键是银行对 SPV 是否实现了真正的“真实销售”，本文认为在认定真实售出时可以参考以下标准，以防范第一层次的破产隔离风险：第一，证券化资产的风险应该完全转移给 SPV；第二，发起人必须完全放弃对证券化资产的支配权；第三，发起人与 SPV (spv 是指特殊目的的载体也称为特殊的机构。其职能是购买、包装证券化资产和以此为其发行资产化证券，向国外投资者融资。是指接受发起人的资产组合，并发行以此为支持的债券特殊实体。)之间要有明确的“真实销售”的真实意思。应该指出的是，在“真实销售”的认定上，韩国资产证券化法第 13 条[4]“对证券化资产的转移方式”的有关规定值得借鉴。

(2) 第二层“破产隔离”风险控制

第二层次的破产隔离风险就是 SPV 自身的破产风险。美国次贷证券化中，SPV 没有实现第二层的破产隔离，从而导致了资产证券化的失败。目前，我国是由信托公司担任资产证券化的 SPV。中国信托业的业务都处于起步阶段，业务范围涉及多个方面，经营风险难以预测，不符合 SPV 作为远离破产的实体与业务仅限于资产证券化范围这两项基本规定，所以，作为“破产隔离”的主体与“真实出售”的受让体 SPV，国内大部分信托公司无法达到这一资格，也就无法很好地实现“第二层”的破产隔离。要想继续利用 SPV 这种特殊目的实体设立模式，必须加强对我国的信托业的规范，提高信托行业的整体业务水平。

4、控制信用增级风险

从美国次贷危机看出：内部增级手段中的优先/次级结构设计要适度，高级证券和低级证券的比例不宜过大，以免风险过度集中在低级证券，一旦原始资产池质量开始恶化，低级资产证券将无法承受风险，最终会影响到高级证券的偿付。首先，必须考察信用增级者的质量，提供信用增级的第三方的信用等级应该大于或等于所发行证券的级别。其次，在信用增级过程中要尽量降低基础资产与信用增级机构的相关程度。最后，加强对信用增级机构的监管，防范出现违反合同条款的现象。

5、防范第三方风险

第三方是指资产证券化中除了商业银行、SPV 和投资者以外的各参与方，主要包括：贷款服务商、资金托管人、信用评级机构等。第三方风险其实可以用委托—代理模型来解释，它的产生其实是由于信息不对称造成的对执行合同的负面影响，即通常所说的代理人的道德风险问题。[5]我国证券化过程中防范第三方道德风险的途径包括(1)调查：努力收集掌握信息，使双方在信息对等的条件下订立合约；(2)市场：利用竞争性市场的“优胜劣汰”机制，在一定程度上提高代理人客观公正地履行职责的意识，防范道德风险；(3)监管：比如防范信用评级过程中道德风险，需要对信用评级机构加强监督。例如我国人民银行网站披露了 2007 第 16 号公告，首次重点针对信用评级监管问题提出要求。

四、结束语

资产证券化作为近年来最具影响力的金融创新工具，我国也在积极地尝试利用这一工具解决我国银行业流动性风险等问题。但是美国次贷危机的爆发，让我们更加清醒地认识到，目前最重要的是要做好资产证券化的风险控制工作。房贷资产证券化的成功运作，首先需要



一个健康的宏观经济环境, 并需要参与方对宏观经济变化趋势有比较客观的预期和充足风险准备; 其次, 要注意严格按照资产证券化各个流程的运作规则进行, 严格控制各环节中可能蕴含的风险, 任何一个环节出现纰漏都可能引发巨大的危机。

[参考文献]

- [1]刘明康. 防范金融创新风险加强金融稳定[J]. 新金融., 2006, (07).
- [2]Tim Backshall . The Barra Credit Series:Improving Performance with Credit Default Swaps[J]. Journal of Money Credit and Banking , Vol.30,No.4, November3 2004.
- [3]张燕敏.建立科学统一的资产评估行业标准体制[J].中国资产评估, 1999, (04).
- [4]李健男.论资产证券化中的“真实销售”[J].湖南师范大学社会科学学报,2005,(1): . 79-81.
- [5] 杨军. 银行信用风险—理论、模型和实证分析 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.

[作者简介]

李明伟 (1975 年 10 月-), 女, 河北人, 讲师, 浙江工业大学之江学院, 上海财经大学管理学硕士, 研究方向:资本市场 财务管理。

