

# 后危机时代我国发展资产证券化之思考

邹海涛

(天津师范大学经济学院 天津 300387)

**【摘要】** 尽管资产证券化与此次金融危机有内在联系,但不能因次贷危机而否定资产证券化。基于我国资产证券化发展的现状,后危机时代我国应继续稳妥推进资产证券化的发展;完善相关法律法规,加强对资产证券化的监督管理;强化市场参与主体内部风险管理;扩大资产证券化产品合格发起人、合格投资者范围;完善信用评级制度,规范信用评级机构。只有这样能推进我国资产证券化稳定、健康、持续发展。

**【关键词】** 资产证券化 后危机时代 次贷危机

## 一、资产证券化及其特点

资产证券化是以特定资产组合或特定现金流为支持发行可交易证券的一种融资形式。传统的证券发行以企业为基础,而资产证券化则是以特定的资产池为基础发行证券。根据产生现金流的证券化资产的类型,我们常常把资产证券化划分为住房抵押贷款证券(MBS)和资产支持证券(ABS)。它们之间最大的区别在于:前者的基础资产是住房抵押贷款,后者的基础资产是除住房抵押贷款以外的其他资产。与MBS相比,ABS的种类更加繁多,具体可以细分为以下品种:汽车消费贷款证券、学生贷款证券化、信用卡应收款证券化、贸易应收款证券化、设备租赁费证券化等。

资产证券化起源于20世纪60年代末美国的住房抵押贷款市场。1968年,美国政府国民抵押协会首次公开发行“过手证券”,从此开启了全球资产证券化之先河。资产证券化自20世纪六七十年代产生以来发展迅速,尤其是MBS在20世纪90年代到本世纪初发展更加迅猛,当前MBS市场已成为仅次于美国国债市场的第二大市场,ABS在欧洲也发展迅速。在亚洲,资产证券化发端于20世纪90年代,目前日本、韩国和中国香港等地资产证券化发展迅速。

资产证券化形式多样,其主要特点有:①资产证券化的基础资产主要是贷款、应收账款等具有可预见的未来现金流的资产,其中对资产未来能够产生现金流的可能性和数量的估计是实施资产证券化的关键。②资产证券化是一种结构化的过程,将贷款、应收账款重新组合、打包并以证券的形式出售,通常为表外融资。③标的资产规模较大,且具有较高的分散度,整体上信用评级较高,融资成本或资产处置成本较低。④资产证券化可增强资产的流动性,将原先难以兑现的资产转换为可流动的证券。通过实施资产证券化,抵押贷款的风险不再集中于贷款发放部门,而是分散到愿意通过承担风险获得更高收益的投资者手中。

## 二、资产证券化与金融危机的关系

2007年的金融危机由美国次级贷款抵押产品开始,而后

迅速蔓延到非抵押产品领域,并冲击全球金融市场。在美国,金融机构将证券化产品与不断上涨的住房市场相结合,使与住房贷款(特别是次级住房贷款)相关的证券化产品发展迅猛,这就出现了房地产价格和金融资产价格的上涨、金融机构的业务扩张和收入增加乃至全球流动性的进一步泛滥相互刺激的景象。可以说,资产证券化的膨胀正是次贷危机酝酿的温床。因此,次贷危机与资产证券化之间有着必然的联系。

在美国,绝大多数住房抵押贷款的发放者是地区性的储蓄银行和储蓄贷款协会,地方性的商业银行也涉足按揭贷款。这些机构的资金实力并不十分雄厚,大量的资金被投放于住房抵押贷款上对其资金周转构成严重压力。一些拥有金融创新工具的金融机构便将这些信贷资产打包并以此为担保,用于发行可流通的债券,许多银行和资产管理公司、对冲基金、保险公司、养老基金等金融机构投资于这些债券。抵押贷款企业有了源源不断的资金来源,制造出快速增长的新的次贷。2001年以来伴随着美国次级抵押贷款的大规模扩张,次贷的证券化也在加速发展。美国的金融衍生产品和金融创新是全世界最先进的,各种各样的金融衍生工具使得投资机构的现金流得到更合理的利用,利益得到了分解和共享,风险也得到了分摊。但金融创新制度给金融机构发展带来风险分散机制的同时,也会产生风险放大效应。次贷危机爆发后,次级贷款违约率上升,造成次级贷款金融产品的信用评级和市场价值直线下降。随着信用风险从次贷领域扩展到其他金融衍生产品领域,更大的金融动荡产生了,并引发了全球金融危机。

## 三、后危机时代我国资产证券化的发展

美国次贷危机所带来的“蝴蝶效应”,使得人们对我国资产证券化的发展前景也产生了疑问。后危机时代我国如何发展资产证券化,是摆在政府和业界人士面前的一个重要课题。笔者认为,后危机时代我国资产证券化的发展需要做好以下几方面的工作:

1. 继续稳妥推进资产证券化的发展。与美国相比,我国

资产证券化的发展还处于起步阶段。据统计,到2006年我国证券化产品累计发行规模达471.51亿元,与2005年相比增幅达175.19%;在沪深证券交易所上市的企业证券化产品规模达164.05亿元,比2005年增长了65.04%;在银行间市场发行和交易的资产证券化产品,总规模近123.8亿元,比2005年增长了72.49%。虽然我国的资产证券化已有了长足发展,但与发达国家或地区相比还存在巨大差距,远远不能满足国内银行业和其他企业发展的要求。

尽管资产证券化与此次金融危机有内在联系,但不能因次贷危机而否定资产证券化。资产证券化可以提高商业银行资产的流动性和资本充足率,有助于商业银行分散风险。目前,我国企业的融资仍十分依赖银行,使得风险大量聚集在银行系统。通过实施资产证券化,可以使原来由银行承担的风险转由别的主体来承担,从而降低整个金融体系的风险。另外,资产证券化产品的发行,可以帮助企业解决融资问题。因此,我国目前必须积极稳妥地推进资产证券化的发展,重点是要选择较优质的资产进行证券化,以控制风险,为资产证券化未来的发展打下一个良好的基础。

2. 尽快完善相关的法律法规,加强对资产证券化的监督管理。综观世界各国各地区资产证券化的发展历史,要想顺利地展开资产证券化并使之成熟发展,完善的法律法规是必不可缺少的。在我国目前的法律法规中,有关资产证券化的规定还相当缺乏,应该加紧研究制定与资产证券化相关的法律法规,确立统一的发行、上市、交易规则,建立资产证券化专门、统一的法律体系。除要对资产证券化进行全面、系统的规范以外,还要针对现行法律法规中与资产证券化相冲突的情况规定例外条款,通过这些例外条款来解决发展资产证券化的法律障碍问题,使资产证券化操作有法可依、有章可循。

在制定和完善相关法律法规的同时,还要加强对资产证券化的监督管理。此次金融危机发生的原因之一就是对金融创新的监管出了问题,把资产证券化做过了头。而我国的资产证券化才刚起步,资产证券化市场还不成熟,法律环境还不完善,因此,我国要发展资产证券化,监管就会面临更大的挑战。从对资产证券化监管的本质和资产证券化在我国的发展阶段来看,监管不仅要规范市场、防范和化解风险,还要创建新的市场体制,清除由制度带来的障碍,这就需要在监管体制构建和制度创新之间进行协调和平衡。可以设立对资产证券化进行监管和协调的专门机构,使资产证券化在法律法规的约束和相关职能部门的监督下健康发展。

3. 强化市场参与主体内部风险管理。在此次危机中,市场参与主体的盲目经营弱化了市场约束,一定程度上导致了资产证券化工具的滥用,成为危机形成的诱因。贷款机构为了扩大贷款规模,不惜降低借贷标准;投资银行、信用评级机构为了创设更多的证券,不惜降低执业标准,过度包装质量不好的基础资产,将原本不值钱或者有风险的资产,通过分拆打包,分割出各种不同的产品,以远远高于实际价值的价格出售;而投资者特别是保险基金、养老基金等机构投资者,为了追求高收益,不惜降低风险溢价,参与高风险投资。这一系列

不审慎的行为导致证券市场内在的约束机制失灵,导致了危机的形成。当前,国内金融机构面临的竞争越来越激烈,金融机构创造利润的内部驱动也越来越强烈,但是追求利润的同时不能忽视防范风险。此外,在房地产和股票等资产价格持续上涨时期,金融市场资本流动更加活跃,金融机构在努力创造利润的过程中,应进一步加强内部控制制度建设,引入更全面和更丰富的风险管理技术和手段,引进风险管理的智力经验,提高自身的风险管理能力,避免风险的跨市场传递。

4. 扩大资产证券化产品合格发起人、合格投资者的范围。目前,国内的资产证券化产品主要在沪深两地交易所和银行间市场上发行和交易。相对于一级市场的加速扩容,资产证券化产品的二级市场交易情况不容乐观,市场流动性低,已严重制约了资产证券化的发展。因此,必须开拓创新,扩大资产证券化产品合格发起人、合格投资者范围,鼓励中介机构参与。应逐步放开对中小商业银行开展资产证券化业务的限制,特别应鼓励中小商业银行积极开展住房抵押贷款证券化试点,以满足中小商业银行资本扩张的需要;扩大合格投资者范围,允许保险公司及社保基金等机构甚至一定范围的个人投资者投资资产证券化产品;加大投资者培养力度,提高投资者对各类证券化产品进行分析和风险定价的能力。

5. 完善信用评级制度,规范信用评级机构。资产证券化产品是一种高风险的投资工具,由于信息不对称,一般投资者无法准确判断所购买证券的内在价值和风险,所以信用评级机构发布的信用评级信息就成为投资者的主要决策依据。另外,在实施资产证券化的过程中,对资产池中的资产进行严格、公正、准确的信用评级对于证券化资产的定价也具有至关重要的作用。客观、公正的信用评级能够较为真实地度量资产所蕴含的风险,从而间接决定了证券化后资产的价格。自从2000年美国大规模发行次级抵押债券以来,各信用评级机构就一直给予次级抵押债券最高信用评级。后来,次级贷款的违约率不断上升,暴露出了非常高的信用风险,而信用评级机构却没有及时做出风险预警,从而误导了投资者。

现阶段我国信用评级机构普遍规模不大,评级标准不一,其权威性受到较大质疑,难以为投资者提供客观、公正的信用评级服务。投资者不得不承担国外信用评级机构高额的服务费用,从而降低了投资者的收益以及证券化资产对投资者的吸引力。针对信用评级机构数量少、评估质量不高的状况,我国建立具有国际影响而且权威的信用评级机构势在必行。与此同时,应对这些评级机构进行统一管理,使其独立发挥作用,不受其他因素影响,客观、公正地开展评估工作。应要求信用评级机构公布评级标准,使信用评级结果具有较强的客观性和可预见性,从而使信用评级标准对证券化产品设计有指导性作用。应学习其他国家成熟的评级制度经验,用法律手段阻断评级机构和被评估者之间的往来,最终提升我国信用评级机构的威信。

#### 主要参考文献

中国证券业协会编. 证券经纪业务营销基础知识与实务. 北京:中国财政经济出版社,2008