

从美国次级抵押贷款风险控制 谈我国房地产融资优化

王 兰

(西南政法大学民商法学院 重庆 400031)

【摘要】 本文基于美国的次级抵押贷款模式分析了我国房地产行业的融资渠道单一化危机,并提出应构建多元化融资降险组合机制来促进我国房地产贷款市场的进一步繁荣。

【关键词】 次级抵押贷款 住房融资优化 多元化融资组合

一、美国次级抵押贷款模式

美国次级抵押贷款是金融贷款机构提供给那些信用等级或收入较低、无法达到普通信贷标准的客户的一种贷款。美国抵押贷款市场以不同借款人的信用等级来划分次级抵押贷款和优惠级抵押贷款,并相应地形成了两个层次的市场。尽管次级抵押贷款利率通常比优惠级抵押贷款的利率高2%~3%,但次级抵押贷款仍具有良好的市场发展前景。这主要是因为次级抵押贷款可以为那些受到歧视或者不符合抵押贷款市场标准的借款者提供一定条件的按揭服务,从而缓解社会抵押压力,并促进金融业尤其是金融衍生产品的发展。

由于次级抵押贷款对借款人的信用要求较优惠级抵押贷

款低,借款者信用记录较差,因此次级房贷机构面临的风险也更大。近期美国发生的次级抵押贷款风波就是这种信用风险的集中体现,并引起了全球金融市场的波动。然而即使如此,标准普尔、瑞士银行等全球著名的金融评估机构依旧认为美国次级抵押贷款产生的风险仍属局部危机,有望继续得到控制。也有经济分析师认为,由于美国次级按揭只占当地整体按揭市场份额的10%左右,所以不必过于担忧次级按揭问题拖累美国经济。

在信用和房市的双重打击下,作为发放次级抵押贷款的美国银行业并未受到根本性的影响,其根本原因是美国金融市场拥有较为发达的金融衍生工具,利用次级抵押贷款证券

文化背景。③由于我国产权改革时间较短,我国企业和个人所积累的可抵押(或质押)财产少或产权不明晰,这使得企业的抵押(质押)能力不足,从而缺乏其他有力的担保工具与保证担保相互替代和竞争。这些是上市公司保证担保偏好形成以及发挥弱化作用的重要原因。④上市公司治理结构不完善为上市公司保证担保偏好的形成及其作用的发挥提供了“可乘之机”。

另外,从银行和金融系统的角度来看,上市公司保证担保发挥弱化作用还主要有以下原因:①利率市场化改革没有到位,利率结构单一,利率下限没有放开,银行缺乏贷款定价自主权。②银行风险定价能力不高,为降低风险,一味要求“没有担保,一概不贷”;而对担保的过分关注又反过来增加了银行对担保的依赖。③我国法律对于银行作为债权人利益的保护程度不高,尤其在实际操作中,经常以牺牲银行的利益来推进国有企业改革和维护社会稳定。

四、相关建议

通过对我国上市公司担保筛选机制、“关系—担保”机制与借款人自强功能弱化的关系进行了分析,笔者认为在我国上市公司担保行为偏好形成的情况下,银行的担保筛选机制发生扭曲,借款人与上市公司的“关系—担保”机制形成,这促使借款人(包括上市公司)放弃“自强,求发展”而选择“不

自强,拉关系”的方式获取发展所需资金,借款人的自强能力弱化,而上市公司保证担保最终成为导致借款人(企业)自强能力弱化的主要原因。

根据以上结论,笔者对规范上市公司担保行为提出以下建议:①提高抵押和质押等“物的担保”在上市公司担保中的份额和比例,减少银行对保证担保的依赖和偏好;②建立上市公司与银行共担风险的机制,可要求银行在上市公司担保贷款的清偿中承担一定的清偿责任(比如5%~10%),激励银行发挥其信息优势,主动进行监督;③深化利率市场化改革,提升银行的风险定价能力,建立并有效发挥银行的“利率—担保”筛选机制。

【注】 本文受到国家社会科学基金项目(项目编号:05BJL023)和教育部人文社会科学研究2005年度规划基金项目(项目编号:05JA790064)资助。

主要参考文献

1. 马亚军. 西方融资担保理论综述. 经济社会体制比较, 2005;1
2. 邓舸. 上市公司对外担保存在的问题与风险防范. 证券市场导报, 2004;12
3. 冯根福, 马亚军, 姚树洁. 中国上市公司担保行为的实证分析. 中国工业经济, 2005;3

化、次级抵押贷款保险业务、次级抵押贷款资产信托等形式,将风险分散在证券市场、保险产业、信托产业等,使得与房地产行业直接相关的银行业避免遭受严重打击,并防止由银行产业危机而引发的金融市场动荡。可以说,这一点对我国建立完善房地产融资系统具有重大的借鉴意义。

二、我国房地产行业的融资渠道单一化危机

1. 我国住房贷款融资激励。对我国来说,房地产市场是否能够在短期内迅速发展,关键在于银行是否能系统地推出住房按揭贷款产品,使得远期支付的范式能够拉动当前不能直接支付的潜在购买者的实际购买能力。其造成的结果是:房地产的价格升高,房地产价值得以提升,从而形成了良性的偿付模式;而对于银行而言,由于住房按揭贷款存在房产抵押担保,这种房产价值的不断攀升也能为金融贷款债权提供更安全的保障。

值得注意的是,由于我国银行系统实行严格的分业经营,银行的利润被压缩在传统的贷款业务以及中间业务环节,而中间业务水平的低下使得住房按揭贷款这种收益稳定、安全性高的盈利工具逐渐被广泛使用。

就房地产开发企业而言,若能借助既有的项目寻求银行贷款并保证资本链条的通畅,则可以将银行贷款作为杠杆,撬动已有资金以开发更大的项目。在房地产市场前景被普遍看好的情况下,这种资金链条会因高预期而不断有买家进入,销售资金的回流就不会出问题。在此背景下,我国房地产市场逐步从供给推动型向需求拉动型转变,并进一步放大了房地产市场的需求效应。住房按揭贷款业务可因此形成规模效应而迅速盈利,住房按揭准入门槛就会不断降低,很多低资质的投资者将大量涌入,并再次使得房地产的个人投资变得可行,从而形成投资需求和按揭贷款的双向内生激励体系。故而,住房按揭贷款成了国内房地产行业、消费者以及银行业共同博弈的最为理想的工具。

上述三方博弈的结果,使得我国房地产市场的个人住房融资渠道高度集中于银行按揭贷款产品上。据央行统计,截止到2006年年底,我国银行系统房地产贷款总量近4.1万亿元,约占人民币贷款余额的18.1%,其中:开发贷款为1.4万亿元,个人购房贷款近2万亿元。

2. 个人住房按揭贷款渠道单一化危机。

(1)单一化危机产生的外因:虚高的住房价格。从美国次级抵押贷款风波可知,在房地产市场繁荣时,房价的上涨会导致各种住房信贷机构都进行信贷规模扩张,并因此降低住房按揭贷款者的市场准入标准,让一些无资格或没有偿还能力的人进入房贷市场。而对于住房按揭贷款者而言,由于融资的市场准入标准降低,他们能够轻易地借助金融机构提供的资金炒作房地产,因此这些人有进入房地产市场的强烈动机;而且投资者在进入房地产市场时,考虑更多的是资金的可获得性而不是融资成本。如此一来,正常的房地产供求关系就被这种纯粹逐利性的冲动所搅乱,并且投机交易者之间的“羊群效应”也会导致恶性的房价虚高,也增大了后续房地产市场调整的价格风险。

(2)单一化危机产生的内因:逆向选择效用。逆向选择是指,由于交易的一方比另一方拥有更大的商品质量信息优势,若商品价格不能真实地反映出商品的质量,那么高质量的商品会被低质量的商品逐出市场,商品平均质量水平就会降低。在下一轮的交易中,理性的消费者只能根据其偏好和新的平均质量出价,如此重复,直至全部厂商退出交易。于是次货市场会逐渐萎缩至瓦解,出现零值均衡。当房地产市场非理性的投资逐步取代了正常的投资诉求时,房地产市场上将会充斥着短期逐利者,而那些具有较为充分信息的谨慎投资者则会更加审慎地观望甚至退出市场以规避高风险,从而形成房地产市场投资的逆向选择效应。这种效应的不断衍化,又会再次加剧逆向选择行为,从而进一步降低房地产投资者的资质,恶化投资基础。由此,单一化的融资情形使得房地产市场中的“建—买—炒—卖”四个环节都充斥着银行的资金,而在持续的增值预期循环中再次推高房地产价格。

(3)单一化危机的表现:恶性银贷关系。要保证银贷双方之间贷款关系的稳定和安全,必要的前提就是房地产实际价值必须同房产需求和贷款幅度本身相适应甚至有所提高,才能确保银贷之间回流资本的流动性和安全性。但如果存在实际价值低于需求或抵押估价,危机将会产生:①需求不足导致资金回流不畅,即因缺乏终端的需求而危及房地产开发企业的资金回笼,并对房地产贷款回收造成压力;即使银行最终行使抵押权,也同样会因缺乏买方而无法变现抵押物。②房价攀升后进入的投资者会形成恐慌性抛售,这会进一步扩大房地产的供给,导致供给过量,从而消除投资者缴纳按揭款的利好激励,尤其是那些低信用的投资者,将会因无力支付按揭款而破产。然而,最终无法变现的银行抵押权会进一步加剧资金压力,从而导致银行资金链条的断裂。③大量集聚的抵押房地产单方扩大了房地产供给,面对投资需求的萎缩,又再次形成巨大的供求矛盾,并因此不断进行恶性循环。

三、构建多元化融资组合以降低风险

1. 组合融资降险原理的经济学分析。针对法律滞后性所带来的不可预期性风险,运用经济学中“管理不可测投资风险的模式”可以较好地解决金融现代化中的这一难题。

对于目前的房地产市场而言,依据证券组合投资理论,可以将风险分为系统风险与非系统风险两种。系统风险属于全局性风险而不能规避,但对于非系统风险可以采用多样性投资方式来分散。我们可以通过适当的制度设计规避那些非系统风险,如由于个人住房融资渠道过多地集中在房地产贷款和个人按揭贷款,造成局部银行业贷款危机。为了化解这种危机,就要构建多元化的住房融资渠道,以形成不同的住房融资方式,并借助功能不同的金融衍生工具将上述融资方式再向次级投资者延伸,从而形成一个覆盖面更广、能吸纳更多风险的群体性风险降解基面。

多元化融资渠道的构建主要有两种方法:①在既有的融资渠道上构建更多的融资渠道,将其他行业资本注入个人住房融资业务中;②通过出售资产组合以及其他金融衍生工具来降低单一融资风险,实现产业风险的群体性承担。

2. 多元化融资渠道的细化设计。

(1)个人住房按揭贷款的资产证券化。资产证券化是指,发起人将缺乏流动性但是能在未来产生可预见的稳定现金流量的资产或资产组合出售给独立的SPV,由其通过一定的结构安排分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成由资产产生的现金流作担保的可自由流通的证券,并最终销售给金融市场上的投资者。美国在次级抵押贷款危机中就是因为借助了资产证券化业务,从而将集聚在银行的风险转移出去,为预防危机集中爆发提供了保证。银行个人住房按揭贷款债权是符合资产证券化条件的较优质资产,如果能够交由独立的SPV,由其对这些资产进行证券化,并发行给金融市场上的投资者,则可以较好地分散银行单独持有按揭贷款债权的风险。

(2)个人住房按揭贷款信用保证保险。信用保证保险是以信用利益为保险标的一种财产保险。信用保证保险包括信用保险和保证保险,前者是指权利人向保险人投保,当债务人不履行义务时,保险人代为履行或者承担赔偿责任;后者是指义务人按权利人的要求或者主动向保险人投保,当义务人不履行义务时,保险人代为履行或者承担赔偿责任。通过保险费的分担,银行的一部分风险可向保险行业转移。不过,宏观的金融制度设计绝不能单纯地只是将银行业的风险转移至保险行业,还必须考虑到按揭贷款信用保险的发生频度以及保费收入与射幸因素的关系。因此,个人住房按揭贷款信用保证保险实际上类似于按揭贷款系统中的预提基金,由保险公司统一运营管理。

(3)房地产信托融资。房地产投资信托是指以公司拥有资产的形式将股东的资金吸引到房地产投资中,把所获得的收益以红利的形式分配给投资者,而且投资受益证券可以在证券市场上进行买卖的一种组织形式。房地产投资信托一般包括股权信托、抵押信托和混合信托三种形式。股权信托的标的主要是房地产所有权,投资者取得的是房地产企业的股份;抵押信托的标的主要是房地产抵押贷款,投资者取得的是抵押贷款债权;混合信托则兼有股权信托和抵押信托的双重性质和特点。股权信托可以为中小投资者提供专业的房地产投资组合,能有效克服个体非理性的逆向投资行为,并因股权的变动灵活而具有较强的流动性,进而增强了房地产市场的价值稳定性。而抵押信托本身可以分散房地产按揭贷款风险,从而提供了银行风险的独立外部流出机制,此外还可以引起非风险偏好的投资者的市场投资冲动。

(4)夹层融资。夹层融资的本质是一种资本的混合形式,该资本处于底层的股权资本和上层的高级债权资本之间,即在传统股权、债权的一元融资结构中增加了一层。在偿付的优先权次序上,它次于高级债权,但优先于普通股股权,而其融资额度也比股权融资额和优先债权融资额都要小。对于房地产融资而言,夹层融资使得借款人能够以较低的贷款价值比获得高级抵押贷款,降低了初级债务的融资成本,减少了房地产融资对高级债权资金和股权资金的需求,并提高了银行贷款等高级债权资金的安全度,为贷款人提供了更好的债务偿

还保障比率。

3. 多元化融资方式的风险控制。

(1)次级金融产品的风险评估控制。当房地产市场前景较好时,第一手抵押人为了获得更高的贷款额度而将房地产再次抵押给他人,如此多次的抵押往往容易导致超额抵押,最终会因抵押人无力承受抵押财产负担的债务而造成大量违约事件的发生。此时,因次级贷款的多元化分解方式,初始银行债权就被层层衍生成不同等级的投资品种,而前述金融衍生产品市场就会由于投资链条过长,导致根源债权的基本面被忽略,进而带来基本面信息的准确性降低,造成金融产品自我约束和外部监管失效。为避免这种金融衍生产品的过度介入,则要从基本面着手,即房地产信贷债权在经过多级衍生投资之后,其实际价值与金融衍生产品价值总和应保持一个平衡的比例。在具体操作中,当推出下级相关金融衍生产品时,发行人必须获得监管部门的平衡定价评估许可,以避免次级衍生金融工具的发行机构对次级金融衍生产品的信用进行虚构,从而避免投资风险的进一步增大。

(2)按揭贷款违约率与评估值的动态关系评估。从房地产信贷危机的核心分析,主要从借款者个人违约而形成的示范效应进而导致的连锁反应入手。因此,以地区(楼盘)为识别单位,依据该地区房地产信贷违约情况来动态地评估该地区房地产的实际价值,会使得这种放贷与违约的风险在基层就得到有效控制。并且,依据金融衍生工具的杠杆效用,这种基层的控制作用会在随后的次级衍生产品交易中逐步增强,以形成有效的风险控制机制。同时,这些信息本身也为后续投资提供了更为准确和详细的数据,引导理性投资者介入,从而减少前述市场逆向选择的情形。

(3)大众层面的金融文化引导。毋庸置疑,美国次级抵押贷款风波的社会层面肇因,很大程度上是在经济利好消息刺激下的大众投资狂潮。这种狂潮使得很多投资者在申请次级抵押贷款时,不知何为复利,也不会计算未来按揭成本,而申请了自己本无力偿还的房贷。一旦房地产市场的泡沫突然破灭,必然会给这些弱势群体带来伤害。因此,正确的投资引导、理性的风险教育及基础金融知识的普及,应是在目前我国公众投资热潮中必须大力推行的。特别是在目前我国金融投资工具还相当匮乏的情形下,房地产市场存在的易操作性和保值预期造成了房地产投资热潮。鉴于此,正确地引导投资者和开发更多的金融衍生工具是分散投资风险、消除单一化投资瓶颈的有效举措。

主要参考文献

1. 叶檀.我国还不具备住房抵押证券化基础.每日经济新闻,2007-3-16
2. 陈序.借鉴次级贷款危机不能以思想预支未来.东方早报,2007-9-4
3. 张亦春,郑振龙.证券投资理论与技巧.厦门:厦门大学出版社,2000
4. 杨冬梅.我国房地产信托若干问题分析.商业时代,2006;1