

# 我国住房抵押贷款证券化问题探讨

胡延平(博士)

(华南农业大学经济管理学院 广州 510600)

**【摘要】** 本文从我国住房抵押市场的发展、投资需求以及证券市场的发展角度分析了我国实施住房抵押贷款证券化的可行性及实施中存在的障碍,并提出了我国住房抵押贷款证券化的设计思路。

**【关键词】** 住房抵押贷款 证券化 品种

## 一、住房抵押贷款证券化实施的可行性

### 1. 从住房抵押市场发展的角度分析。

(1)我国对住房抵押贷款的需求巨大。我国现有城镇居民约4.9亿人,到实现全面小康的2020年,我国城市化水平将达到55%~60%,城镇居民将增长到8亿~8.5亿人。在此期间约有3亿~3.5亿的新增城镇人口需要解决住房问题。另外,原有城市人口同样存在改善住房条件的需求。根据国外相应发展水平的经验和我国过去城镇居民住房改善的速度,2020年城镇居民的人均住房面积可能要达到35平方米。也就是说,每个城镇居民的人均住房面积要在目前的基础上再增加10平方米以上。由于我国居民收入水平过低,居民收入与房价之比为1:10~1:8,因此迫切需要通过金融市场融通资金。但是,我国抵押贷款市场发展缓慢,无法满足我国居民的住房融资需求,这就为住房金融制度的创新提供了机遇。

(2)我国的住房抵押一级市场已经粗具规模。住房抵押贷款在全国各地都得到了不同程度的发展,其一级市场已经具备了一定的广度和深度,为住房抵押贷款证券化提供了必要条件。由于不同期限和利率的抵押贷款所具有的风险不同,因此只有具备了为数众多的单个住房抵押贷款,才有可能把这些贷款期限、利率相同的贷款汇集并重组为抵押贷款组群,然后据以发行相应风险程度和收益水平的抵押证券。

### 2. 从社会投资需求角度分析。

(1)居民储蓄存款不断增长。我国居民持有的资产中,约10%用于金融投资(股票、债券、基金),其余的都以银行存款的形式持有。目前,我国金融市场结构品种单一,尚不能满足居民多方位投资的需求。因而,人们强烈希望国家能提供新的、较为安全的金融产品和投资渠道,以满足居民的投资需求。

(2)我国的各种机构投资者迫切需要住房抵押贷款证券化。经过几年的发展,我国的证券投资基金得到了迅速的发展,而与投资基金规模不断扩大形成鲜明对比的是投资基金的证券品种单一,发展缓慢,因而,投资基金可投资的风险小的证券就只有国债了。而住房抵押贷款证券这一投资新品种的出现将可以解决这一问题。与基金相似的是各类保险机构也存在投资面狭窄的问题,同时由于保险机构的投资对资

金的安全性要求更高,因而,保险公司对住房抵押贷款证券化的要求更为迫切。随着我国社会保障体系改革的深化以及人口老龄化问题的出现,社会保障基金在我国的发展空间会非常大,其也将会成为住房抵押贷款证券市场的主要机构投资者之一。

3. 从证券市场发展的角度分析。我国证券市场经过十几年的发展,已经具备了开展住房抵押贷款证券化的条件。住房抵押贷款证券化的实施需要一定规模证券市场的有效支持,以便为其提供评估、发行、上市、交易等方面的便利。一个高效的证券市场对证券化业务的顺利进行起着决定性的作用,美国住房抵押贷款证券化的成功已经证明了这一点。目前,我国的股市已经有了一定的规模,股票、基金、债券已经全部实行无纸化发行与交易,沪深证券交易和结算网络已经覆盖全国各地,主要技术手段已经达到国际水平。同时,我国已经形成了银行、非银行金融机构、证券经营机构组成的一个较为完整的金融体系,也就是说已经具备了住房抵押贷款证券化的基础条件。

目前,我国股市存在的问题不是技术的问题,而是缺乏好的投资品种。而实施住房抵押贷款证券化可以提供这样一个流动性高、信用风险低、收益较为稳定的证券,从而有利于树立投资者对我国股市的信心。

## 二、我国住房抵押贷款证券化的障碍

1. 商业银行缺乏动力机制。一方面,由于目前住房抵押贷款占商业银行资产的比例还不够大,没有对商业银行的流动性造成太大威胁;另一方面,由于个人住房抵押贷款的不良率低,是银行的优质资产,银行没有动力再对它进行证券化。笔者认为,虽然我国住房抵押贷款的发展历史较短,但从其高增长的势头来看,到2010年后,我国住房抵押贷款在银行资产中将占举足轻重的地位,对银行资产的流动性将造成威胁。造成我国目前住房抵押贷款违约率低的原因正是我国住房抵押贷款发展缓慢的原因:住房抵押贷款的对象只是一少部分收入较高且稳定而又受到流动性约束的群体,这种群体在我国当前房地产市场火爆的大环境下,违约率当然会低。而在今后的发展过程中,随着住房抵押贷款覆盖面的扩大,违约率有上升

的可能。

2. 住房抵押贷款存在的问题。一是住房抵押贷款自身存在的问题,如目前我国的住房抵押贷款规模太小、当前抵押市场形成的时间不长、住房抵押贷款的标准化程度低、缺乏针对住房抵押贷款的信用保险和保证机制等。二是缺乏相应的法律法规、会计制度进行规范,以及投资者不够成熟等。笔者认为,我国当前住房抵押贷款规模小、期限短、住房抵押贷款的标准化程度低正是要对住房抵押贷款进行证券化的原因:由于缺乏住房抵押贷款二级市场的支持,才会导致住房抵押贷款规模偏小;由于缺乏必要的竞争,才会产生期限短、标准化程度低、缺乏针对住房抵押贷款的信用保险和保证机制问题。住房抵押贷款证券化所引起的竞争必将彻底解决这些问题。同样,相应的会计制度和法律法规不健全、投资者不成熟等问题不应成为实施住房抵押贷款证券化的障碍。

### 三、我国住房抵押贷款证券化的设计思路

1. 特别目的载体的选择及交易结构设计。在我国目前的国情下,是否应设立独立的特殊目的载体(SPV),如果设立SPV,是设立地区性的还是设立全国性的?如果设立全国性的,是设立独立于政府机构的还是政府参与设立?下文将对这些问题作一回答。

一种思路是先不设立独立的SPV,而是由银行(公积金管理中心)直接以一组贷款为抵押发行债券,或者成立全资或控股子公司,由子公司作为SPV购买住房抵押贷款,并发行债券。结合我国的现实情况,这种做法的好处在于:依托银行或住房公积金管理中心的信用背景,可以缩减成本、减少证券化的环节、提高银行推行证券化的动力、减小银行方面的阻力。不利之处在于:不能做到真正的“破产隔离”,不是严格意义上的抵押贷款证券化、不利于贷款合约和证券化操作的标准化,并会产生一系列新的税收和会计问题。另一种思路是设立独立的SPV,其好处在于:可以实现破产隔离,通过信用增级可以减少相关的信用风险,有利于抵押贷款二级市场的形成和一级市场的完善。

按经营区域,可以分为地区性的SPV和全国性的SPV。虽然我国地区经济发展不平衡,各地贷款业务并不均匀,但根据住房抵押贷款证券化的特点——规模性和标准化,SPV的设立必须是全国性的,这一点学术界已经达成了共识。

如果设立全国性的SPV,政府是否需要参与设立和经营呢?由于住房金融体系的建立不仅仅是出于经济发展的角度,更重要的是它关系到国计民生,在我国这一点尤为重要,SPV必须借助政府提供的法律、经济、行政手段进行发展。在我国住房抵押贷款证券化发展的初期,各项市场制度不完善、社会信用基础差、中介机构服务能力有限,SPV的发展必须借助政府背景来降低成本和稳定市场的信心。另外,SPV还可以成为政府调节经济、规范房地产市场的有效工具。

因此,我国应当设立SPV,其设计的思路是:由政府部门或者四大国有银行出资设立SPV。目的在于,在设立初期,利用政府信用来提高SPV的信用等级,减少制度安排的成本,

同时,政府可以利用其控制权引导住房金融体系的建立,使住房金融体系走上健康发展的道路。但随着SPV以及住房抵押贷款证券化的发展,政府部门应当逐渐退出,按照市场化原则,使其走上依靠自身持续发展的道路。

2. 住房抵押贷款证券品种的设计。在我国发行住房抵押贷款证券应结合我国的国情。首先,由于我国当前证券市场不发达,住房抵押贷款证券化刚刚起步,证券的发行应当遵循发行的品种由简单到复杂的思路。其次,要充分考虑证券化各方的利益,特别是对将住房抵押贷款当做优质资产的商业银行,应给予留下一定的盈利空间,以调动其积极性。最后,要认真分析当前我国个人投资者和机构投资者的风险偏好,设计出满足其要求的证券。根据发行的类别,我国可以发行以下几种住房抵押贷款证券品种:

(1)信用证券。在SPV没有独立和设立的初期,需要较高的信用。此时,可以充分利用政府部门提供的信用,但没有对应资产作担保。这有点类似于国债,理论上风险较大,但实际上有了政府担保,还是比较安全的,在住房抵押贷款证券化的初期有利于培育市场。

(2)担保证券。在这里,担保债券是指在表内证券化时,发起人以抵押贷款组成的资产池为支撑发行证券。与抵押证券相比,无需太多的交易机构,也无需第三方担保,它是通过折让和债券机构设计实现信用增级的。

(3)抵押贷款基金收益凭证。即发行人以一定量的抵押贷款组合为担保向公众发行等额的封闭式的基金受益凭证,它兼有债券和股票的特征,有较大的流动性和可赎回性,且没有收益率的规定。这种证券比较适合我国中小投资者持有投资的需求,但由于其存在环节多(需要对基金进行日常管理)和需要受益凭证的特性,它还难以成为我国住房抵押贷款的主要品种,也不适合机构投资者持有。

(4)抵押证券。即经过破产隔离、信用增级后以抵押贷款为支撑发行的证券。抵押证券中又有两个不同的层次证券:过手证券和转付证券。过手证券是指证券化的所有权随着证券的出售而转移给证券投资者,资产的现金流只是简单地“过手”给投资者,投资者自行承担贷款的早偿风险。属于股权类投资工具。转付证券才是真正意义上的住房抵押贷款证券,也是最终的标准证券形态。在此结构下,资产产生的现金流不是简单地“转手”给投资者,而是成为证券,属于证券类投资工具。在实施住房抵押贷款的早期可以采用转手证券,然后逐步过渡到以转付证券为主的住房抵押贷款证券化成熟化的发展阶段。

### 主要参考文献

1. 秦慈. 我国应实行住房抵押贷款证券化. 金融研究, 1998;12
2. 何小峰. 资产证券化:中国的模式. 北京:北京大学出版社,2002
3. 孙建平. 抵押银行债券:住房抵押贷款证券化的替代方案. 中国房地产金融,2003;2