

# 当前我国实施房贷证券化的障碍及对策初探

□王 勉<sup>1</sup> 张玲娜<sup>2</sup>

(1.厦门大学金融系, 福建 厦门 361005; 2.福建省工程咨询建筑设计有限公司, 福建 福州 350003)

**摘要:**随着人民银行住房抵押贷款证券化(MBS)试点方案进入上报程序,以 MBS 作为信贷资产证券化的突破口已成为我国金融理论界和实务界的共识。但法律体系和制度环境的现实制约,使得 MBS 这一创新性的金融制度安排真正落地中国尚需时日。文章理性地分析目前我国全面推行 MBS 的制约因素,提出当前应着眼于 MBS 的金融内涵,在尽快完善经济、法律和制度等环境要素的同时,可在有内部规则和内控制度的前提下先启动试点,在产品运行中总结经验,为全面实施 MBS 铺平道路。

**关键词:**金融创新; 房贷证券化(MBS); 实施障碍; 对策探讨

**中图分类号:**F832.45 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-2740(2004)10-0045-02

住房抵押贷款证券化(以下简称房贷证券化或 MBS)是指将住房抵押贷款产生的现金流包装成易于出售的证券的过程,通常由原始贷款银行将住房抵押贷款债权转让给特设证券发行机构(SPV),再由后者集中起来进行标准化处理后,转化为抵押贷款支持证券(主要是债券)出售给市场投资者,借款人每月的还款现金流成为该证券的收益来源。可见,房贷证券化既是银行长期资产的变现过程和集中风险的分散化过程,也是其资产业务活动的现金流预期接受市场检验、监督的过程。尽管我国目前发行真正的住房抵押贷款证券的时机与条件尚未成熟,但作为一种重要的金融产品创新,MBS 的实施对于中国这样一个正处于金融改革与金融深化关键阶段的国家来说,无疑具有重大的理论与现实意义。本文分析了当前房贷证券化在我国的实施障碍,并就我国如何稳步推进 MBS 从理论探索走向实证检验作初步考察。

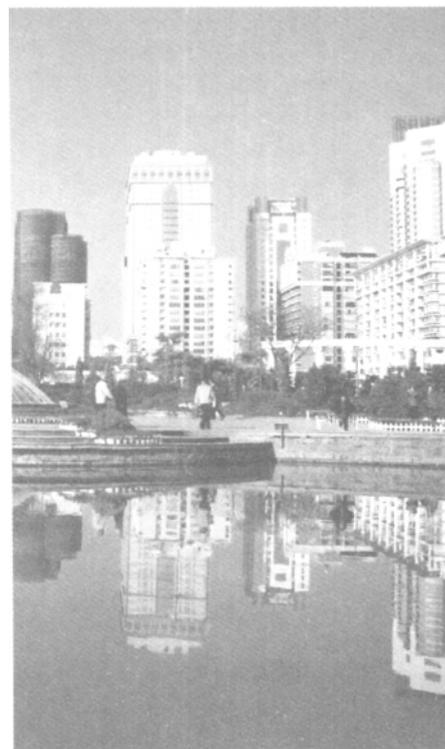
## 一、我国住房抵押贷款证券化的实施障碍

(一)住房抵押贷款一级市场发育尚不完善。其突出表现:一是贷款市场规模偏小。自从我国 1998 年正式推出个人住房抵押贷款以来,尽管该项贷款年均增长 84.5%,至 2003 年末余额已达 1.18 万亿元,但其占金融机构各项贷款余额的比重仅为 7.41%。在缺乏相当规模的贷款积累的情况下,要找出足够多的在还款期限、利率标准、房产性质、违约率及提前清偿率等方面相同的抵押贷款债权就存在困难,从而难以构建 MBS 市场运作所需的标准资产池。二是贷款结构单一。目前若要进行房贷证券化,就应当首选原始贷款的现金流较为稳定的贷款品种进行组合上市。而我国现行的住房抵押贷款均为可变利率贷款。贷款利率的一年一定以及对贷款利率幅限制的缺乏,使得未来的现金流会随市场利率的变化而难以预测。这将导致投资于住房抵押贷款证券的风险加大,并造成在技术上对抵押贷款证券进行定价的难度增大。三是贷款条件不统一。我国 1997 年出台的《个人住房担保贷款管理试行办法》对具体的实施细则并未明确规定,造成各地、各银行之间在贷款标准、贷款格式、发放程序、信息管理等方面的做法不一,全国统一的住房抵押贷款体

系尚未形成。四是缺乏规范有效的保险担保制度。西方发达国家的 MBS 均是在住房抵押贷款一级市场的担保与保险机制比较健全的基础上进行的,目前我国则缺乏这样一套制度,致使推行证券化后二级市场对 MBS 担保的风险大或信用增级成本高。

(二)抵押贷款支持证券定价困难。住房抵押贷款支持证券发行上市的一个很关键的条件就是对证券的定价,但就目前我国住房抵押贷款市场的发展来看,对住房抵押贷款支持证券进行科学定价的条件还不成熟。美国自 1970 年向机构投资者推出住房抵押贷款证券以来直到 1977 年,抵押贷款支持证券都是在第 12 年提前还款的假定条件下进行定价的,之后才借助于提前还款模型来对抵押贷款支持证券进行定价,出现了提前还款期权的定价以及随之提出的期权调整价差法,以精确地对住房抵押贷款证券进行定价。在我国,目前对住房抵押贷款的提前还款尚缺乏系统性研究,特别是缺少长期经验数据作为实证分析的基础,因而给抵押贷款支持证券定价带来了很大困难。

(三)非真实出售给原始贷款银行带来信用风险。一是违约风险。一般情况下,房贷支持证券发行对违约问题的处理方式主要是拍卖作为抵押品的房屋。倘若住房拍卖价款不足以偿还发放的贷款金额,则证券发行方将遭受损失;即使拍卖额足以偿付,拍卖变现收入转到公司账上



也存在一个较长的时滞,因此有提高资金成本的风险;而且较高的拍卖成本费用,也会影响债券的偿还。证券发行方为避免这种风险带来的损失,则有可能在贷款转让协议中要求银行必须对按揭贷款的质量进行担保,一旦有违约情况发生,银行有责任对发生的损失进行赔偿。可见,违约风险并未随着证券化由原始贷款行转嫁到发行人身上。二是早偿风险。早偿风险亦即提前还款风险,是指在楼价下跌,重新借款条件比原来借款条件好时,借款人提前将全部或部分的贷款余额偿还,造成按揭资产的现金回流与对应的房贷支持证券的本息偿付不匹配所形成的信用风险。由于提前还款,证券发行人难以为这笔未预料到的现金及时找到合适的投资渠道,或即使找到了,但这项投资的边际收益率可能低于原来的投资,结果造成贷款组合的现金流入量不匹配或不平衡。为规避早偿风险,证券发行方可能采用各种限制策略,包括与原始贷款行在贷款购买协议中约定,一旦发生提前还款行为,银行必须提供相同条件的贷款卖给证券发行方。这种约定使得银行仍要承担提前还款风险。

(四)推行房贷证券化目前存在较大的法律风险。由于MBS的运作涉及金融、基金、担保、法律、会计、税收、评估等诸多领域的业务范畴,因而需要一整套适合我国国情的相关法律制度的支持。而我国现行的法律制度却对MBS的推行形成“瓶颈”制约。一是现行法律制度对抵押贷款支持证券的性质及发行上市条件等均未作出清晰的界定,使SPV发行抵押贷款支持证券面临法律障碍。二是对作为房贷证券化核心步骤的真实出售(即已出售资产与银行资产的完全、真实剥离)的标准,现有法律框架和会计准则均未作出明确规定,使得对证券化资产真实出售的判断及对该业务的会计处理具有不确定性。三是SPV无论采取公司模式还是财产信托模式,均缺乏有力的法律支撑。此外,现行的土地房屋和抵押权法律制度、资产证券发行人为改善证券发行条件而实行的信用增级制度和信用保障制度、涉及各类市场主体的税收制度等,均存在与MBS不相衔接之处。

## 二、稳步推进房贷证券化试点的对策建议

在我国现行的法律、法规和制度框架下,严格按MBS的技术内涵(即实现资产的“真实出售”和建立风险隔离机制)来推行真正的MBS是暂时难以做到的。而就MBS的金融内涵来看,它的意义在于这种金融产品和融资体制创新所能达到的金融效果。根据我国现实状况,基本满足证券化合格资产要求的正是以住房抵押贷款为代表的按揭类债权资产,该类资产本身在未来一个时期内可获得稳定的预期收入,资产抵押物具有较高变现价值,资产拥有较高的信誉,资产的违约风险相对较低。目前我国商业性个人住房抵押贷款不良率不到0.5%,个人住房公积金贷款的不良率仅为0.24%,可见住房抵押贷款比其他信贷资产更具有证券化的优势。一旦MBS得以成功实施,其意义不仅仅在于住房抵押贷款的证券化本身,而且

可为其他信贷资产的证券化,特别是国有商业银行大量不良资产的证券化处置提供借鉴。因此,当前亟需完善房贷证券化基础资产市场的建设,着力构建房贷证券化的外部法律和制度环境,为抵押贷款支持证券的试点发行、全面推行铺平道路。

(一)调整改进住房抵押贷款产品品种结构。宜于证券化的资产最关键的或者最基本的条件,是该资产能够带来可预测的相对稳定的现金流。目前我国的住房抵押贷款以可变利率为主,这种可变利率贷款明显不适宜实施MBS,也不利于丰富抵押贷款支持证券的投资品种。笔者以为,从现在起可考虑在各商业银行内适时推出不同还款方式的固定利率贷款,同时完善可变利率贷款。对于固定利率贷款,由于其可形成可预测的稳定现金流,便于证券化的实施。同时,可以发展不同调整期限及不同还款方式的可变利率贷款,这种可变利率贷款,随着我国金融衍生产品交易市场的发展,通过金融衍生工具将可变利率相对固定化,这种相对固定化的可变利率贷款类似于固定利率贷款,也是较为适合证券化的品种。这种一级市场产品的多样化有利于丰富二级证券的投资品种,有利于抵押贷款支持证券市场的发展。

(二)加快建立住房抵押贷款信用风险分摊机制。住房抵押贷款市场的顺畅运转离不开完善的抵押担保体系的支持。借鉴美国的经验,在推行MBS的初始阶段,应由政府出面提供担保,由此可考虑成立国家住房抵押贷款担保机构,专门为中低收入家庭提供抵押贷款担保。同时进一步提高商业性保险公司的参与度,促成保险公司加大对相关新保险产品的开发力度,以建立政策性担保和商业性保险相结合的双重担保机制。

(三)加强对住房抵押贷款经验数据的收集、整理和分析工作。我国住房抵押贷款一级市场起步较晚,经验数据的缺乏为抵押贷款支持证券的定价带来了困难。以30年期住房抵押贷款为例,美国早期的定价是依据提前12年还款为假定条件的,这种还款期限的假定必然是通过长期经验数据的积累和分析而得来的。因此我国当前亟需加强对相关经验数据的收集、整理和分析工作,特别是对提前还款期限以及提前还款理由等的收集和整理。这些数据资料的积累为理论探索准备了条件,便于为抵押贷款支持证券进行准确定价。

(四)夯实住房抵押贷款的信贷管理基础工作,将信用风险降到最低程度。首先,要做好个人住房抵押贷款前期评估工作,通过对贷款项目市场前景、开发商资质的全面调查,以及财务盈亏平衡分析和风险分析,筛选出较好的项目。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。通过前期评估,可以选择市场前景好的项目给予贷款支持,从而避免项目选择风险和销售价格不实风险,并在一定程度上避免资本价值风险和开发商恶意套现的风险。其次,逐步整合各部门的个人信用数据,建立科学统一的个人信用的联合征

# 对加强金融企业文化建设的几点思考

□王珍娟

(兴业银行总行, 福建 福州 350003)

摘要:金融企业作为高风险的特殊行业,提高员工职业道德素质,增强法制观念,防范金融犯罪是其管理中一项十分重要的工作,加强金融企业文化建设,无疑为金融企业内部加大自控力度、防患于未然提供了新的思路。

关键词:企业文化; 金融企业; 建设

中图分类号:F270 文献标识码:A 文章编号:1002-2740(2004)10-0047-02

企业文化主要是指一个企业长期形成的、为广大员工所认同的价值观、行为准则、道德规范、传统习惯等。每一个企业都会自发或自觉地形成先进或落后的企业文化。我国加入WTO后,国内外银行同业的竞争不仅仅是市场的竞争,文化的竞争也同样重要。

一、企业文化建设是企业改革、发展和生存的需要

实践证明,先进文化是企业持久的核心竞争力,现代金融企业越来越重视加强企业文化建设,靠先进的企

业文化制胜。

(一)企业文化可以弘扬企业精神,增强企业凝聚力。企业精神,源于企业经营生产管理活动中形成的共同价值取向,即企业文化。这种共同的价值取向,产生企业的感召力、亲和力、向心力、凝聚力和战斗力,是激励员工实现奋斗目标拼搏的精神武器和动力源泉。

(二)企业文化可以培养员工对企业的忠诚度和团队意识。现代金融企业十分重视通过企业文化的途径来培养员工对企业的忠诚,增强员工的团队

意识,改变员工原来只从个人角度出发的价值观念,潜意识地产生强烈的向心力,达到自觉关心企业,承担企业责任的目标。

(三)企业文化可以促进员工队伍素质的提高。企业文化塑造的过程,也是对员工从思想、文化、业务等方面培训和提高的过程。员工诸多素质的提高,有赖于企业有计划、有针对性、长期不懈地系统教育,除了搞好党的路线方针政策教育外,还要把企业精神贯穿于各项教育之中,并针对行业特点

信评估体系。可由政府牵头制定统一标准,构筑统一的技术平台,在实现相关部门个人信用信息系统联网的基础上,将整个体系的数学模型设计、评估方案以及翔实的数据资料汇总,使银行较容易审查借款人的资金来源、先期债务状况、抵押物情况等,审查借款人的“还贷与收入比率”和“贷款与房价比率”,从而建立对借款人财务状况的有效监控体系。

(五)在金融大法和民事相关基础法律基本完善和相衔接的前提下,对MBS这一在我国尚属新生事物、但在国际市场上已相当成熟的金融产品,可在有内部规则和内控制度的条件下先启动试点。一是监管部门要在现有的法律框架内,尽快制订MBS试点暂行管理办法。建议先由金融监管部门制订一个与当前政策法规基本吻合的MBS试点暂行管理办法,作为规范试点行为的部门规章,同时财政部、税务总局等相应制定一些会计、税收等方面的暂行规定,尽快启动试点,在随后的实践中逐步形成比较规范的专门条例,乃至最后上升为法律。二是明确试点的基本对象、范围、规模及目标。现阶段应从小范围、小规模着手开展业务试点,着重解决我国商业银行在住房抵押贷款一级市场上的合约标准化、风险防范制度化等方面的缺陷,支持商业银行加大对中低收入家庭购房的贷款支持力度。可选择市场基础条件较好、金融基础设施比较完备的地区进行试点,如北京、上海、深圳等地,这些地区个人住房抵押贷款业务发展迅猛,部分中小商业

银行已经面临较大的流动性压力,客观上已经具有实施证券化的现实需求。三是设立以政府为背景的证券化专门机构,推动MBS试点运作。借鉴国际经验,结合我国市场经济和法律环境现状,可首先由政府出资组建专门机构试行房贷证券化业务,这既有助于防止民间自发性试点所带来的额外改革成本,也有利于充分体现政府公共政策的具体目标。这个机构的运作模式为:按标准购买住房抵押贷款资产,过渡性地开发一些以住房抵押贷款为基础的结构化金融产品,并提供担保服务,以实现风险隔离,即在基础资产出卖人与证券发行人和证券持有人之间筑起一道“防火墙”。在组建全国性的证券再发行机构之前,可先建立地方性的抵押贷款支持证券发行机构。

## 参考文献:

- [1] 黄湃,王桂堂.国有商业银行改革制度安排与路径[M].北京:经济科学出版社,2003,11.
- [2] 中国人民银行研究局课题组.中国房地产发展与金融支持[N].金融时报,2004-03-15.
- [3] 杨涛.住房抵押贷款证券化之战略[N].证券时报,2004-07-07.
- [4] 刘克崮.个人住房抵押贷款证券化还需铺垫[DB/OL].中国金融家网, www.zgjrj.com,2004-02-20.

(责任编辑:鄢庆英)

(责任校对:鄢庆英 王华娅)