

从美国次贷危机看资产证券化

◆杨璇 叶宇

【摘要】美国次贷危机对全球经济产生了巨大的影响。本文从资产证券化的角度全面解析美国次贷危机爆发的原因、全过程及其对资本市场的影响,总结本次次贷危机中所暴露出的问题,并探究次贷危机对中国资产证券化市场发展的启示。

【关键词】资产证券化 美国次贷危机 资本市场

2007年爆发的美国次级债危机是继1998年美国长期资本管理公司危机以来,全球发达国家金融系统爆发的规模最大和程度最深的危机。迄今为止,次级债危机已经造成美国和欧洲数十家次级抵押贷款供应商破产,多家对冲基金宣布解散或停止赎回,多家投资银行和商业银行发布预警。虽然美国及世界多国央行迅速反应,纷纷向金融市场注入巨资以求救市,但收效并不明显。继2007年9月18日美联储宣布降息50个基点后,又多次下调了银行利率,但降息究竟对救市作用有多大,还需市场的进一步验证。

一、美国次级债危机之前世今生

1 次级债券的大规模发放

美国自2000年IT产业泡沫破灭后,房地产信贷的扩张成为金融业发展新的增长点。低利率政策便利了美国中低收入家庭的房产贷款,与此同时衍生金融产品的创新为放贷的发放提供了便利性,并增加了房地产等中长期贷款的流动性。20世纪90年代中期,源于估价风险的技术创新,减少了进行信用评估与风险管理的成本,从而使贷款机构将目光由优质的抵押贷款转向信用记录交叉的次优抵押贷款人群,次级房贷迅速发展。

2 次贷危机的爆发

次级抵押贷款违约率上升造成的第一波冲击,针对的是提供次级债的房地产金融机构。房地产金融机构不可能将所有抵押贷款证券化,它们必须承受违约成本,因为债权停留在自己资产负债表上而未实施证券化。以2007年4月美国第二大次级债供应商新世纪金融公司申请破产保护为代表,大量的次级债供应商纷纷倒闭或申请破产保护。

第二波冲击,针对的是购买信用评级较低的MBS CDO的对冲基金和投资银行。抵押贷款违约率上升导致中间级或股权级MBS CDO的持有者不能按时获得本息偿付,造成这些产品的市场价值缩水,恶化了对冲基金和投资银行的资产负债表。对冲基金面对投资人赎回、商业银行提前回收贷款的压力,以及中介机构追加保证金的要求,被迫抛售优质资产,甚至破产解散。

第三波冲击,针对的是购买信用评级较高的MBS CDO的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等。当较低级别的MBS CDO发生违约,评级机构也会对优先级产品进行重新评估,调低其信用等级。尤其对商业银行而言,不仅所持优先级产品市场价值缩水,对冲基金用于申请贷款而作为抵押品的中间级和股权级MBS CDO也发生更大程度的缩水,造成银行不良贷款比重上升。

次级房贷的迅速发展,得益于这一时期美国经济的升温,而也正是这一时期房价的持续升温 and 房地产的一时繁荣,让这些房贷机构忘乎所以,忽略了次级房贷的潜在的巨大风险。在这种“一派大好”的形势下,金融机构视次级房贷为优质资产而不遗余力的大肆扩张,致使许多本来无意购房的弱势群体成为次级房贷的消费者,同时也成为这次次级债危机最严重的受害者。

宽松的贷款资格审核成为房地产市场空前活跃的重要推动力,同时也为危机的爆发埋下了隐患,而这一隐患随着美联储近两年的17次加息,美国经济的降温和房地产价格的急剧下跌最终爆发出来。原因是在次级房贷债券的销售过程中,次级房贷机构为了转移风险,把次级抵押贷款打包成债券销售给投资者,而由于在债券发行过程中信息不够透明,或者由于发行债券的金融机构故意隐瞒一些对发行不利的信息,导致债券投资者无法确切了解次级放贷申请人的真实还贷能力,一旦债券投资者发现借款者无力还款,自己持有的以房屋抵押贷款为证券化标的债券可能贬值,必然因为恐慌而急于抛售赎回。这样势必导致次级房贷这一金融衍生链条的断裂,而构成这一链条的德金融机构众多,特别是购买次级房贷债券

的金融机构和个人投资者遍及世界各地。那么,因为链条的断裂而形成世界性的危机就不足为奇了。

二、次贷危机爆发的原因

1 贷款机构风险控制不到位

2001~2004年,美联储实施低利率政策刺激了房地产业的发展,美国人的购房热情不断升温,次级抵押贷款成了信用条件达不到优惠级贷款要求的购房者的选择。

放贷机构间竞争的加剧催生了多种多样的高风险次级抵押贷款产品。如只付利息抵押贷款,它与传统的固定利率抵押贷款不同,允许借款人在借款的前几年中只付利息不付本金,借款人的还贷负担远低于固定利率贷款,这使得一些中低收入者纷纷入市购房。但在几年之后,借款人的每月还款负担不断加重,从而留下了借款人日后可能无力还款的隐患。

一些贷款机构甚至推出了“零首付”、“零文件”的贷款方式,即借款人可以在没有资金的情况下购房,且只需申报其收入情况而无需提供任何有关偿还能力的证明,如工资条、完税证明等。宽松的贷款资格审核成为房地产市场空前活跃的重要推动力,但也埋下了危机的种子。

总的来说,在美国,许多放贷机构认为,住房价格会持续上涨,于是在贷款条件上要求不严甚至大大放宽,降低信贷门槛,忽视风险管理,如不要求次级贷款借款人提供包括税收表格在内的财务资质证明,做房屋价值评估时,放贷机构也更多依赖机械的计算机程序而不是评估师的结论等。最终导致需求方过度借贷,多年来累积下了巨大风险。

2 预期之外的加息

美联储连续17次加息,联邦基金利率从1%提升到5.25%,是次贷危机爆发的直接导火索。利率大幅攀升不仅加重了购房者的还贷负担,还使美国住房市场开始大幅降温,房价持续走低,这些都出乎贷款公司的意料之外。

在进行次级抵押贷款时,放款机构和借款者都认为,如果出现还贷困难,借款人只需出售房屋或者进行抵押再融资就可以了。但事实上,由于美联储连续17次加息,住房市场持续降温,借款人很难将自己的房屋卖出,即使能卖出,房屋的价值也可能下跌到不足以偿还剩余贷款的程度。这时,很自然地会出现逾期还款和丧失抵押品赎回权的案例。案例一旦大幅增加,必然引起对次级抵押贷款市场的悲观预期,次级市场就可能发生严重震荡,这就会冲击贷款市场的资金链,进而波及整个抵押贷款市场。与此同时,房地产市场价格也会因为房屋所有者止损的心理而继续下降。两重因素的叠加形成马太效应,出现恶性循环,加剧了次级市场危机的发生。

连续的降息使次级抵押贷款市场风险立即暴露出来,而美国信贷资产证券化程度又很高,风险很快就传递到整个债券市场以及欧美、日本市场。

三、资产证券化的概念及其流程

资产证券化是指将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流的资产,通过一定的结构安排,对资产中风险与收益要素进行分离与重组,并以这些资产为担保发行可在二级市场上交易的固定收益证券,据以融通资金的技术和过程。其主要特点是将原来不具有流动性的融资形式变成流动性的市场性融资。

根据产生现金流的资产类型不同,资产证券化可以划分为资产支持证券(简称ABS)和住房抵押贷款证券(简称MBS)。MBS在美国次级房贷市场上大量发行,其流程可以划分为以下八个部分:

1 商业银行发起次级抵押贷款,并根据证券化目标形成贷款组合

2 组建特殊目的载体(Special Purpose Vehicle),实现资产组合的“真实出售”并建立“风险隔离”机制。(下转第143页)

义就在于它是英格兰银行为对冲这种变化而采取干预行为所设置的条件。在对流动性预测的基础上,对流动性的管理主要是通过公开市场操作进行的,并在操作中对预测结果进行不断调整和矫正。为了适应货币政策的改革,使操作更加现代化和更加简明有效,从1996年开始引入了回购操作。

三、美英两国货币政策对我国的启示

美、英政府及货币当局在货币政策方面所采取的主要政策措施,对于完善我国宏观调控政策及手段,保证经济持续稳定地增长是具有借鉴意义的。具体体现在以下几个方面:

1 强化政府对宏观经济的调控功能

目前,我国经济体制正在由非市场型向市场型转变,确立运用市场机制配置社会资源,但不能因此放弃或削弱政府对宏观经济的科学性调控。首先,政府的货币政策应在考虑总量平衡的同时注意结构的调整,保持经济结构的合理、优化。其次,政府制定和施行的经济政策和措施应该是针对整个行业而言的。最后,政府的调控不应干预市场,而是创造市场,鼓励企业竞争。我们必须深化财政、金融、计划体制的改革,完善宏观调控手段和协调机制,加强政府对宏观经济的正确调控,以保证宏观经济的稳定与健康运行。

2 扩大间接金融调控手段的运用

我国宏观货币政策的最终目标是保持币值稳定,并以此促进经济增长,这相应要求建立和完善中央银行的宏观调控体系。我国目前实施的货币政策手段,主要包括存款准备金率、再贴现率、公开市场业务等传统手段和贷款限额,其中前三种为间接调控手段,贷款限额属直接调控手段。与美国等市场发达国家相比,目前我国公开市场业务的基础仍很薄弱,公开市场业务的有效性发挥受到了制约。因此,应借鉴美国货币政策手段,扩大公开市场业务,这对我国的金融调控从以直接控制为主转向以间接控制为主具有重要意义。

3 加强税收政策在宏观调控中的作用

美国的历届政府都非常重视税收政策的运用,我国较少使用税收政策,原因在于当前我国的税制结构与美国不同。我国目前实行以流转税和

所得税为双主体的税制结构。流转税的调整,直接影响商品的价格,对经济只发生间接作用,且见效慢;而所得税的变化对纳税人的收入,从而对消费、投资和储蓄等有直接的、迅速的影响,直接调控宏观经济。由于流转税调控经济的能力远不如所得税,所以我国难以像美国那样运用税收政策来调控经济。因此,必须进一步优化我国的税制结构,加强税收政策对经济的调控力度。

4 重视财政政策和货币政策的协调配合

财政政策和货币政策在总量和结构调节中各具优势和不足,财政政策的优势在于调控经济结构,而对供求总量的调节具有局限性;货币政策的优势在于调控经济总量,而对经济结构的调节具有局限性。因此,要求财政政策和货币政策必须协调配合,共同作用于宏观经济。因此,应注重财政政策和货币政策的协调配合,在实现社会供需总量平衡的前提下,加快社会供需结构的调节和合理化,全力促进社会经济整体协调稳定发展。

5 加强对银行体系流动性变化的预测

流动性的日常管理中要注意消除货币市场短期波动的影响,防止货币条件(利率和数量)的剧烈波动对实质经济产生的负面影响。为了对货币市场流动性实施有效的管理,应对引起货币市场流动性变化的各项因素进行预测,并相应采取预防性的措施,以避免对经济产生不必要的震动。要加强各种货币政策工具的协调,积极培育货币市场工具的扩展和市场的深化,逐步扩大公开市场业务的运用。在加强对流动性预测的基础上,搞好预测和微调。

6 货币政策操作要有一定的前瞻性

与英国成熟的、发达的市场经济迥然不同,我国正处在市场经济体制确立的初期,且经济结构调整的任务比较繁重,经济主体的投融资行为、居民的消费行为都具有较大的不确定性,因而增加了经济分析的难度。特别要针对我国具体情况,探索我国货币政策传导的机制。货币政策要注意研究不同货币工具变量和目标变量之间的时滞。货币政策操作要盯住目标变量未来时点的变化,而不是当前,以提高货币政策操作的科学性。

(作者单位:福建厦门大学 05级经济系)

(上接第139页)3进行信用评级,提高证券化之资产的信用等级,从而改善发行条件,吸引更多的投资者。

4由信用评级机构对未来资产能够产生的现金流进行评级以及对经过信用评级后的拟发行证券进行评级,为投资者提供证券选择的依据

5安排证券销售,向发起人支付购买价格

6证券挂牌上市交易

7发起人要指定一个资产池管理公司或亲自对资产池进行管理,负责收取、记录由资产池产生的现金收入,并将这些收款全部存入托管行的收款专户。

8支付证券

按照证券发行时的约定,待资产支持证券到期后,由资产池产生的收入在还本付息、支付各项服务费之后,若有剩余,按协议规定在发起人和SPV之间进行分配,整个资产证券化过程即告结束。

四、美国次贷危机对中国证券化进程的启示

我国在上个世纪90年代就开始了资产证券化的实践探索。比如,1992年海南三亚地产投资券、1996年珠海高速公路证券化、2000年中集集团应收款证券化,2003年1月信达资产管理公司聘请德意志银行为其25亿元的债券进行离岸操作,2003年3月华融资产管理公司通过信托方式将132.5亿元的不良资产转移给中信信托通过“信托分层”进行处置等。这些产品都贯穿了资产证券化的基本理念,但这些实践大多是通过离岸的方式运作的,而且还仅是具有资产证券化的某些特征,远远不是真正意义上的资产证券化产品。

我国真正意义上的资产证券化交易实践是从2005年正式开始的,其标志是2005年8月中国联通CIMA网络租赁费收益计划的发行以及2005年

12月中国建设银行股份有限公司发行的建元2005-1住房抵押贷款证券化以及国家开发银行发行的国开元2005-1信贷资产证券化。

1 在证券化过程中加强对信用风险的管理

仔细分析一下美国抵押贷款和次级抵押贷款债券市场的问题后就会发现,证券化本身并非“罪魁祸首”,祸根为在房地产市场持续繁荣的背景下,放贷机构为了追求高收益向那些风险很高、还款能力比较差的人发放了高利率的“次级抵押贷款”。因此,银行要关注贷款的资质和信用风险,信用评级机构要在评级过程中严格审查,有关部门也应通过法律或者规章制度对证券化的流程进行严格约束。

2 中国的资产证券化进程不能因次级债风波停止和缓行

次贷危机的产生是因为风险的控制不当,资产证券化不仅不是风险源,恰恰相反的是银行资产证券化有利于分散银行信贷风险,防止房地产市场风险向金融体系高度聚积。因此,资产证券化应当是未来的发展方向。建议在完善市场监管的基础上,建立金融风险的转移、转嫁、分担、分散机制,从而使资产证券化正常地运转,与此同时国民也可以分享房地产行业高成长性带来的收益。

参考文献:

- [1] 曹赞. 我国资产证券化市场现状的悲观分析和前景的乐观展望 [J]. 当代经济, 2007(7).
- [2] 李子白. 投资银行学 [M]. 清华大学出版社, 2005
- [3] 郑向居. 探究次级债背后的根源 [J]. 现代商业银行, 2007.
- [4] 张明. 次级债危机的中国之鉴 [J]. 现代商业银行, 2007.

(作者单位:福建厦门大学经济学院)