

<https://doi.org/10.52288/mice.27069273.2021.03.09>

美國住房按揭貸款資產證券化模式回顧及對我國的借鑒 Review of the Mortgage-backed Securitization Model in the United States and Its Reference to China

楊迪川^{1*}
Di-Chuang Yang

摘要

本文回顧了美國住房按揭貸款資產證券化(MBS)的發展歷史,包括美國過手證券(Pass-through)和住房抵押擔保證券(CMO)的發展歷程。對比我國住房抵押貸款的發展情況,分析我國住房抵押貸款資產證券化的問題,提出政策建議。

關鍵字: 住房抵押貸款資產證券化、房地美、房利美

Abstract

This paper first reviews the history of MBS in the United States, including the development of pass through and CMO, then compares the development of MBS in China, analyzes the problems of MBS in China, and finally puts forward some policy suggestions.

Keywords: Mortgage-backed Securitization, Freddie Mac, Fannie Mae

1. 前言

2005年4月,中國銀行業監督管理委員會發佈《信貸資產證券化試點管理辦法》。所謂資產證券化是指“將一組缺乏流動性但預計可以創造穩定現金流的資產,通過對其風險和現金進行結構性重組,並適時一定的信用增級,從而將其預計現金流轉換為可出售、可流通的證券產品的過程”(鄧海清等,2013),這標誌著我國信貸資產證券化的正式啟動。

資產證券化最早誕生於美國,回顧美國資產證券化的發展歷程與利率市場化和美元的國際化緊密相連(林華,2014)。當前我國也處於利率市場化和人民幣國際化的關鍵階段,因此將通過回顧美國資產證券化的歷史,瞭解中美資產證券化的不同,特別是在美國資產證券化最大的類別,即個人住房按揭貸款資產證券化(Mortgage-backed Securitization, MBS)上,中國還有哪些可以改進之處,對我國利率市場化和人民幣國際化有很大幫助。

資產證券化是一個比較廣義的概念,它可以根據銀行進行證券化的抵押資產的不同具體細分為幾個小類:

- (1) 以銀行個人住房按揭貸款作為抵押資產的資產證券化,即個人住房按揭貸款證券化,如建元2005個人住房抵押貸款證券化就屬於MBS;
- (2) 汽車貸款證券化,如金誠2016年第一期個人汽車貸款資產支持證券;

¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 511482777@qq.com*通訊作者

- (3) 信用卡貸款證券化，如招商銀行 2014 第一期信貸資產證券化；
- (4) 債務抵押債券 (Collateralized Debt Obligation, CDO)，根據抵押資產的不同，CDO 又可分為債券抵押債券 (Collateralized Bond Obligation, CBO) 和貸款抵押債券 (Collateralized Loan Obligation, CLO)。CBO 是包括以資產支持證券的各種債券為抵押資產的證券化，也稱為再證券化，目前我國銀行尚沒有開展再證券化；而 CLO 主要是以銀行發放的非房地產類商業貸款為抵押資產，目前我國信貸資產證券化中大部分抵押資產都是銀行對工商企業的貸款，所以屬於 CLO。

由於抵押資產的不同，自然而然這些資產的風險、期限、還款安排等特徵也完全不同，對這些資產的風險分析、交易結構設計和債券定價等方面也完全不同，因此以它們為抵押資產進行的資產證券化的模式也有很大的區別；但是在美國資產證券化的所有種類中，個人住房抵押貸款資產證券化是發展最早、至今也是發展規模最大的一種資產證券化，對它的研究將會對中國未來資產證券化的發展有很好的啟示。

2. 住房抵押貸款成為規模最大、發展最早的資產證券化模式的原因分析

在美國，個人住房抵押貸款證券化根據現金流的分配結構，主要可以分為兩種模式—過手證券 (Pass-through) 和償付證券 (Pay-through)，其中償付證券一般指住房抵押擔保證券 (CMO)。房地產抵押資產證券化是最早的資產證券化模式，在美國已經有 50 多年的歷史，市場活躍，規模龐大，僅美國的存量規模就超過 8 萬億美元。

房地產抵押貸款資產證券化之所以成為最早的資產證券化模式，有以下幾個原因：

- (1) 房地產是所有資產中規模最大的資產，所以對它的融資也自然是所有貸款類型中最大的一類。以美國為例，房地產抵押貸款在 2013 年三季度末的規模大約在 13.2 萬億美元，是其他所有消費者貸款之和的 4 倍多，相當於美國 2013 年 GDP 的 78%；
- (2) 個人住房抵押貸款的合同是比較標準化的合同。在美國個人住房抵押貸款只有固定利率抵押貸款、浮動利率抵押貸款、混合浮動利率抵押貸款、漸進償還式抵押貸款、氣球型抵押貸款等不多的幾種模式。資產證券化要求抵押資產最好是比較標準化的資產，這是因為抵押貸款越標準化，計量資產證券化的風險的方法也就相對簡單，為資產證券化定價和評級也相對容易。個人住房抵押貸款正好符合這一條件；
- (3) 個人住房抵押貸款的期限非常長，通常達到 15-30 年。美國的住房抵押貸款的發放機構的主要負債是活期存款（期限短則幾個月，長也不超過 5 年），這就使這些金融機構面臨非常嚴重的流動性風險。因此金融機構在控制流動性風險上，對資產證券化有很大的需求；
- (4) 住房抵押貸款是以房屋作為抵押的貸款，因此相對風險也較小，在資產證券化是也容易被投資者接受。

3. 美國 MBS 過手證券的模式

在美國 MBS 的模式也可分為代理證券 (Agency MBS) 和非代理證券 (Non-Agency MBS) 兩個大類。所謂代理證券主要是指由政府支持機構 (房地美、房利美、吉利美) 發行的債券，非代理證券是指那些由商業機構發行的證券。

3.1 吉利美抵押過手證券

吉利美是美國政府根據《1968 年住房與城市發展法案》設立的，是政府全資擁有企業，它主要收購由聯邦政府機構(Federal Housing Administration, FHA 或 Veterans Affairs, VA) 擔保的住房抵押貸款，因此吉利美發行證券的信用增級機構是 FHA 或者 VA。在開始時，資產池由 15 年或 30 年單戶固定利率住房抵押貸款作為抵押資產，但是隨著市場條件和投資者需求變化，資產池也逐漸允許加入固定利率漸進償還式抵押貸款、多戶房產貸款、浮動利率貸款等非標準貸款，資產池的抵押貸款變得更加靈活。

3.2 房地美和房利美的抵押貸款支持證券

房地美和房利美雖然是私人股權公司，但是他們都是政府支持機構，因此獲得 AAA 評級，它們的主要職責是穩定住房抵押貸款二級市場，為之提供流動性。房地美、房利美與吉利美的主要不同是，房地美和房利美主要購入傳統貸款(無政府擔保貸款)，發行由其自身擔保的證券。

4. 美國的 CMO 模式

代理過手證券在發展初期一般採用單檔的形式。從會計和稅收的角度，過手證券等同於貸款出售，只不過過手證券的投資者按比例獲取每月產生的現金流。在美國的法律中這等同於授予人信託，根據授予人信託的規定，資產證券化的服務人只能對現金流進行被動管理，即直接將資產池中貸款人每月償還的本金和利息轉付給投資者，不能對現金流進行任何中間投資和重新分配；但是隨著 MBS 的發展，人們發現由於抵押貸款時間太長(通常是 30 年)，在某些特殊環境下，貸款人很可能提前償還貸款，這就導致投資人的實際投資期限很不穩定，特別是當利率下降時，貸款人通常會提前還款，這就使投資人面臨在低利率環境下的再投資問題，這就是過手證券的提前償付風險。

為了解決這個問題，CMO 應運而生。CMO 是發起人以過手證券作為抵押資產，發行抵押擔保證券；CMO 和轉手證券最大的不同是，資產管理人可以對現金流進行主動管理，因此現金流可以被劃分成不同期限來滿足不同期限和風險的投資者的需求，不同期限的證券的收益率也可以參照國債收益率曲線來確定。CMO 的發行獲得了巨大的成功，CMO 的發行人拓展到了抵押貸款機構、儲蓄機構、房屋建造商、保險公司等；投資者群體也大規模擴張，不僅銀行、儲蓄機構等傳統投資機構，人壽保險公司、養老基金、外國投資者也紛紛加入。

但是 CMO 也有它的不足。由於 CMO 在法律上被看做發行人的抵押融資，所以它並沒有實現破產隔離，給發行人帶來了沉重的財務負擔；因此在 CMO 問世 3 年之後，美國修改法案，《1986 年稅收改革法案》允許設立房地產抵押貸款投資通道信託(Real Estate Mortgage Investment Conduit, REMIC)來發行房地產抵押貸款支持證券。REMIC 和 CMO 沒有本質區別，發行人可以參照授予人信託的方式來發行多檔證券，並且對基礎資產現金流可以進行主動管理；之後 CMO 在現金流分配原則上有很多創新，如計畫攤還型證券、浮動利率型證券、純利息證券和純本金證券等各種證券。

5. 我國發展居民住房抵押貸款支持債券所面臨的問題

目前中國銀行業持有的住房抵押貸款超過 20 萬億的規模，這使銀行承擔了巨大

的流動性和信用風險，因此對 MBS 的需求十分迫切。截止 2016 年 12 月 31 日，我國的居民住房抵押貸款支持證券（Residential Mortgage-backed Security, RMBS）只發行了 33 筆，總規模為 1,865 億元，分別占信貸資產證券化發行總規模的大約 11.60% 和 16.75%。總體來看，我國 RMBS 市場發展比較緩慢。

5.1 我國 RMBS 市場發展緩慢的原因

5.1.1 二級市場的缺失

住房按揭貸款資產支持證券的主要特點是發行證券的期限很長，通常資產支持證券的期限都有 5 到 10 年，有些甚至更長。這樣長期限的債券的流動性本身就比較差，因此需要有一個流動較好的二級市場，這樣當資產支援證券的投資者需要資金時，就可以在二級市場隨時賣出證券。但是目前我國資產證券化的二級市場，特別是銀行間資產證券化二級市場證券交易量很少，因此投資者買入 RMBS 證券後很可能需要持有至到期，這會嚴重影響投資者的資產流動性。二級市場的缺失是我國 RMBS 市場發展緩慢的主要原因之一。

5.1.2 管理問題

從美國 RMBS 的發展歷史我們會發現，美國政府在 MBS 的發展中發揮了重要作用。首先，在 RMBS 的發展初期，主要是美國政府支持機構 FHA 和 VA 為 MBS 提供信用增級，這就使代理證券的投資者承擔的風險很小，從而降低了發行成本，也增加了 RMBS 市場的流動性；其次，MBS 的兩大發行機構房地美和房利美也是美國政府支持機構，它們都獲得了 AAA 評級，因此由它們自身擔保的 RMBS 也有很好的流動性；最後，在 RMBS 的發展過程中，最開始採用的是授予人信託的模式，由於美國法律規定授予人信託要求按比例同時給各檔證券償付本金，不允許對基礎資產進行期限和信用分檔等結構化設計，資產管理人就無法對現金流進行主動管理。CMO 由於進行了分檔設計，在法律上只會被認為是擔保融資，無法實現資產證券化中最重要的破產隔離，抵押資產也無法被移出發行機構的資產負債表，由於發行 CMO 會導致發行機構的資產負債表迅速膨脹，會限制 CMO 的發展。正是由於《1986 年稅收改革法案》的修改，才解決了這個問題，因此法律的修改對 CMO 後續發展起到至關重要的作用；而在我國，雖然政府、監管機構一直鼓勵我國資產證券化的發展，但是由於 RMBS 的發行是一個複雜的過程，牽涉到法律、稅收等各方面的因素，需要在立法、稅務等方面都需要有良好的頂層設計，而在這些方面我國 RMBS 的問題仍有待政府解決。

6. 對我國發展居民住房抵押貸款支持證券市場的建議

我國應參照美國房地美和房利美的模式，由政策性金融機構擔任特殊目的機構/公司（Special Purpose Vehicle, SPV），充當整個證券化過程的“引擎”，帶動商業銀行、仲介服務機構以及投資者的完美合作，滿足各方要求，實現各取所需；此時的投資者即可以是銀行，也可以是保險公司、券商、養老基金、債券基金等。

政府和監管機構需要通過立法、減稅等方式，對住房按揭貸款資產證券化進行頂層設計，通過立法排除住房按揭貸款大批量轉讓、發行等方面的法律障礙，同時進一步簡化商業銀行發行 RMBS 的流程；另外通過減稅降低 RMBS 的發行成本，加快住房按揭貸款證券化的發行效率。

住房按揭貸款證券化市場目前規模較小的另一個原因，是 RMBS 的基礎資產管

理比 CLO 困難。目前資產證券化的發起機構同時又是貸款管理人，貸款的管理難度直接影響著銀行開展 RMBS 的積極性。個人房貸借款人數量眾多，但每一筆貸款的數量較小，需要處理好抵押權的變更、入池貸款標準梳理、貸款回收頻率較高等問題，這比 CLO 要複雜得多；但是從美國銀行的資產發展趨勢來看，隨著利率市場化的發展，未來大型商業公司的主要融資管道是金融市場，商業銀行逐步增加零售貸款的比例，而在零售貸款當中，個人的住房按揭貸款又是最主要的資產，這也就意味著住房按揭貸款的資產證券化，在未來很可能成為商業銀行的常態化業務。在這樣的趨勢下，商業銀行應逐步積極培養住房按揭貸款證券化的專業人才，建立專業的團隊，加快資產證券化系統建設，並理順發行 RMBS 的流程，從而高效的完成 RMBS 的發行。

參考文獻

1. 林華 (2014)。金融新格局：資產證券化的突破與創新。北京：中信出版社。
2. 鄧海清、胡玉峰、蔣鈺煒 (2013)。資產證券化：變革中國金融模式。北京：社會科學文獻出版社。

收稿日期：2021-01-19
責任編輯、校對：潘清、徐佳佳