

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

## 美国住房按揭贷款资产证券化模式回顾及对我国的借鉴 Review of the Mortgage-backed Securitization Model in the United States and Its Reference to China

杨迪川<sup>1\*</sup>  
Di-Chuang Yang

### 摘要

本文回顾了美国住房按揭贷款资产证券化(MBS)的发展历史,包括美国过手证券(Pass-through)和住房抵押担保证券(CMO)的发展历程。对比我国住房抵押贷款的发展情况,分析我国住房抵押贷款资产证券化的问题,提出政策建议。

**关键词:** 住房抵押贷款资产证券化、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.

**Key words:** Mortgage-backed Securitization, Freddie Mac, Fannie Mae

### 1. 前言

2005年4月,中国银行业监督管理委员会发布《信贷资产证券化试点管理办法》。所谓资产证券化是指“将一组缺乏流动性但预计可以创造稳定现金流的资产,通过对其风险和现金进行结构性重组,并适时一定的信用增级,从而将其预计现金流转换为可出售、可流通的证券产品的过程”(邓海清等,2013),这标志着我国信贷资产证券化的正式启动。

资产证券化最早诞生于美国,回顾美国资产证券化的发展历程与利率市场化和美元的国际化紧密相连(林华,2014)。当前我国也处于利率市场化和人民币国际化的关键阶段,因此将通过回顾美国资产证券化的历史,了解中美资产证券化的不同,特别是在美国资产证券化最大的类别,即个人住房按揭贷款资产证券化(Mortgage-backed Securitization, MBS)上,中国还有哪些可以改进之处,对我国利率市场化和人民币国际化有很大帮助。

资产证券化是一个比较广义的概念,它可以根据银行进行证券化的抵押资产的不同具体细分为几个小类:

- (1) 以银行个人住房按揭贷款作为抵押资产的资产证券化,即个人住房按揭贷款证券化,如建元2005个人住房抵押贷款证券化就属于MBS;
- (2) 汽车贷款证券化,如金诚2016年第一期个人汽车贷款资产支持证券;

<sup>1</sup> 厦门大学嘉庚学院国际商务学院副教授 511482777@qq.com\*通讯作者

- (3) 信用卡贷款证券化，如招商银行 2014 第一期信贷资产证券化；
- (4) 债务抵押债券 (Collateralized Debt Obligation, CDO)，根据抵押资产的不同，CDO 又可分为债券抵押债券 (Collateralized Bond Obligation, CBO) 和贷款抵押债券 (Collateralized Loan Obligation, CLO)。CBO 是包括以资产支持证券的各种债券为抵押资产的证券化，也称为再证券化，目前我国银行尚没有开展再证券化；而 CLO 主要是以银行发放的非房地产类商业贷款为抵押资产，目前我国信贷资产证券化中大部分抵押资产都是银行对工商企业的贷款，所以属于 CLO。

由于抵押资产的不同，自然而然这些资产的风险、期限、还款安排等特征也完全不同，对这些资产的风险分析、交易结构设计和债券定价等方面也完全不同，因此以它们为抵押资产进行的资产证券化的模式也有很大的区别；但是在美国资产证券化的所有种类中，个人住房抵押贷款资产证券化是发展最早、至今也是发展规模最大的一种资产证券化，对它的研究将会对中国未来资产证券化的发展有很好的启示。

## 2. 住房抵押贷款成为规模最大、发展最早的资产证券化模式的原因分析

在美国，个人住房抵押贷款证券化根据现金流的分配结构，主要可以分为两种模式—过手证券 (Pass-through) 和偿付证券 (Pay-through)，其中偿付证券一般指住房抵押担保证券 (CMO)。房地产抵押资产证券化是最早的资产证券化模式，在美国已经有 50 多年的历史，市场活跃，规模庞大，仅美国的存量规模就超过 8 万亿美元。

房地产抵押贷款资产证券化之所以成为最早的资产证券化模式，有以下几个原因：

- (1) 房地产是所有资产中规模最大的资产，所以对它的融资也自然是所有贷款类型中最大的一类。以美国为例，房地产抵押贷款在 2013 年三季度末的规模大约在 13.2 万亿美元，是其他所有消费者贷款之和的 4 倍多，相当于美国 2013 年 GDP 的 78%；
- (2) 个人住房抵押贷款的合同是比较标准化的合同。在美国个人住房抵押贷款只有固定利率抵押贷款、浮动利率抵押贷款、混合浮动利率抵押贷款、渐进偿还式抵押贷款、气球型抵押贷款等不多的几种模式。资产证券化要求抵押资产最好是比较标准化的资产，这是因为抵押贷款越标准化，计量资产证券化的风险的方法也就相对简单，为资产证券化定价和评级也相对容易。个人住房抵押贷款正好符合这一条件；
- (3) 个人住房抵押贷款的期限非常长，通常达到 15-30 年。美国的住房抵押贷款的发放机构的主要负债是活期存款（期限短则几个月，长也不超过 5 年），这就使这些金融机构面临非常严重的流动性风险。因此金融机构在控制流动性风险上，对资产证券化有很大的需求；
- (4) 住房抵押贷款是以房屋作为抵押的贷款，因此相对风险也较小，在资产证券化是也容易被投资者接受。

## 3. 美国 MBS 过手证券的模式

在美国 MBS 的模式也可分为代理证券 (Agency MBS) 和非代理证券 (Non-Agency MBS) 两个大类。所谓代理证券主要是指由政府支持机构 (房地美、房利美、吉利美) 发行的债券，非代理证券是指那些由商业机构发行的证券。

### 3.1 吉利美抵押过手证券

吉利美是美国政府根据《1968 年住房与城市发展法案》设立的，是政府全资拥有企业，它主要收购由联邦政府机构(Federal Housing Administration, FHA 或 Veterans Affairs, VA)担保的住房抵押贷款，因此吉利美发行证券的信用增级机构是 FHA 或者 VA。在开始时，资产池由 15 年或 30 年单户固定利率住房抵押贷款作为抵押资产，但是随着市场条件和投资者需求变化，资产池也逐渐允许加入固定利率渐进偿还式抵押贷款、多户房产贷款、浮动利率贷款等非标准贷款，资产池的抵押贷款变得更为灵活。

### 3.2 房地美和房利美的抵押贷款支持证券

房地美和房利美虽然是私人股权公司，但是他们都是政府支持机构，因此获得 AAA 评级，它们的主要职责是稳定住房抵押贷款二级市场，为之提供流动性。房地美、房利美与吉利美的主要不同是，房地美和房利美主要购入传统贷款(无政府担保贷款)，发行由其自身担保的证券。

## 4. 美国的 CMO 模式

代理过手证券在发展初期一般采用单档的形式。从会计和税收的角度，过手证券等同于贷款出售，只不过过手证券的投资者按比例获取每月产生的现金流。在美国的法律中这等同于授予人信托，根据授予人信托的规定，资产证券化的服务人只能对现金流进行被动管理，即直接将资产池中贷款人每月偿还的本金和利息转付给投资者，不能对现金流进行任何中间投资和重新分配；但是随着 MBS 的发展，人们发现由于抵押贷款时间太长(通常是 30 年)，在某些特殊环境下，贷款人很可能提前偿还贷款，这就导致投资人的实际投资期限很不稳定，特别是当利率下降时，贷款人通常会提前还款，这就使投资人面临在低利率环境下的再投资问题，这就是过手证券的提前偿付风险。

为了解决这个问题，CMO 应运而生。CMO 是发起人以过手证券作为抵押资产，发行抵押担保证券；CMO 和转手证券最大的不同是，资产管理人可以对现金流进行主动管理，因此现金流可以被划分成不同期限来满足不同期限和风险的投资者的需求，不同期限的证券的收益率也可以参照国债收益率曲线来确定。CMO 的发行获得了巨大的成功，CMO 的发行人拓展到了抵押贷款机构、储贷机构、房屋建造商、保险公司等；投资者群体也大规模扩张，不仅银行、储贷机构等传统投资机构，人寿保险公司、养老基金、外国投资者也纷纷加入。

但是 CMO 也有它的不足。由于 CMO 在法律上被看做发行人的抵押融资，所以它并没有实现破产隔离，给发行人带来了沉重的财务负担；因此在 CMO 问世 3 年之后，美国修改法案，《1986 年税收改革法案》允许设立房地产抵押贷款投资通道信托(Real Estate Mortgage Investment Conduit, REMIC)来发行房地产抵押贷款支持证券。REMIC 和 CMO 没有本质区别，发行人可以参照授予人信托的方式来发行多档证券，并且对基础资产现金流可以进行主动管理；之后 CMO 在现金流分配原则上有很多创新，如计划摊还型证券、浮动利率型证券、纯利息证券和纯本金证券等各种证券。

## 5. 我国发展居民住房抵押贷款支持债券所面临的问题

目前中国银行业持有的住房抵押贷款超过 20 万亿的规模，这使银行承担了巨大

的流动性和信用风险，因此对 MBS 的需求十分迫切。截止 2016 年 12 月 31 日，我国的居民住房抵押贷款支持证券（Residential Mortgage-backed Security，RMBS）只发行了 33 笔，总规模为 1,865 亿元，分别占信贷资产证券化发行总规模的大约 11.60% 和 16.75%。总体来看，我国 RMBS 市场发展比较缓慢。

## 5.1 我国 RMBS 市场发展缓慢的原因

### 5.1.1 二级市场的缺失

住房按揭贷款资产支持证券的主要特点是发行证券的期限很长，通常资产支持证券的期限都有 5 到 10 年，有些甚至更长。这样长期限的债券的流动性本身就比较差，因此需要有一个流动较好的二级市场，这样当资产支持证券的投资者需要资金时，就可以在二级市场随时卖出证券。但是目前我国资产证券化的二级市场，特别是银行间资产证券化二级市场证券交易量很少，因此投资者买入 RMBS 证券后很可能需要持有至到期，这会严重影响投资者的资产流动性。二级市场的缺失是我国 RMBS 市场发展缓慢的主要原因之一。

### 5.1.2 管理问题

从美国 RMBS 的发展历史我们会发现，美国政府在 MBS 的发展中发挥了重要作用。首先，在 RMBS 的发展初期，主要是美国的政府支持机构 FHA 和 VA 为 MBS 提供信用增级，这就使代理证券的投资者承担的风险很小，从而降低了发行成本，也增加了 RMBS 市场的流动性；其次，MBS 的两大发行机构房地美和房利美也是美国政府支持机构，它们都获得了 AAA 评级，因此由它们自身担保的 RMBS 也有很好的流动性；最后，在 RMBS 的发展过程中，最开始采用的是授予人信托的模式，由于美国法律规定授予人信托要求按比例同时给各档证券偿付本金，不允许对基础资产进行期限和信用分档等结构化设计，资产管理人就无法对现金流进行主动管理。CMO 由于进行了分档设计，在法律上只会被认为是担保融资，无法实现资产证券化中最重要的破产隔离，抵押资产也无法被移出发行机构的资产负债表，由于发行 CMO 会导致发行机构的资产负债表迅速膨胀，会限制 CMO 的发展。正是由于《1986 年税收改革法案》的修改，才解决了这个问题，因此法律的修改对 CMO 后续发展起到至关重要的作用；而在我国，虽然政府、监管机构一直鼓励我国资产证券化的发展，但是由于 RMBS 的发行是一个复杂的过程，牵涉到法律、税收等各方面的因素，需要在立法、税务等方面都需要有良好的顶层设计，而在这些方面我国 RMBS 的问题仍有待政府解决。

## 6. 对我国发展居民住房抵押贷款支持证券市场的建议

我国应参照美国房地美和房利美的模式，由政策性金融机构担任特殊目的机构/公司（Special Purpose Vehicle，SPV），充当整个证券化过程的“引擎”，带动商业银行、中介服务机构以及投资者的完美合作，满足各方要求，实现各取所需；此时的投资者即可以是银行，也可以是保险公司、券商、养老基金、债券基金等。

政府和监管机构需要通过立法、减税等方式，对住房按揭贷款资产证券化进行顶层设计，通过立法排除住房按揭贷款大批量转让、发行等方面的法律障碍，同时进一步简化商业银行发行 RMBS 的流程；另外通过减税降低 RMBS 的发行成本，加快住房按揭贷款证券化的发行效率。

住房按揭贷款证券化市场目前规模较小的另一个原因，是 RMBS 的基础资产管

理比 CLO 困难。目前资产证券化的发起机构同时又是贷款管理人，贷款的管理难度直接影响着银行开展 RMBS 的积极性。个人房贷借款人数量众多，但每一笔贷款的数量较小，需要处理好抵押权的变更、入池贷款标准梳理、贷款回收频率较高等问题，这比 CLO 要复杂得多；但是从美国银行的资产发展趋势来看，随着利率市场化的发展，未来大型商业公司的主要融资渠道是金融市场，商业银行逐步增加零售贷款的比例，而在零售贷款当中，个人的住房按揭贷款又是最主要的资产，这也就意味着住房按揭贷款的资产证券化，在未来很可能成为商业银行的常态化业务。在这样的趋势下，商业银行应逐步积极培养住房按揭贷款证券化的专业人才，建立专业的团队，加快资产证券化系统建设，并理顺发行 RMBS 的流程，从而高效的完成 RMBS 的发行。

### 参考文献

1. 林华（2014）。金融新格局：资产证券化的突破与创新。北京：中信出版社。
2. 邓海清、胡玉峰、蒋钰炜（2013）。资产证券化：变革中国金融模式。北京：社会科学文献出版社。

收稿日期：2021-01-19  
责任编辑、校对：潘清、徐佳佳