

# 后金融危机条件下我国房地产证券化研究

——基于美国房地产证券化实践的启示

葛扬, 吴亮

(南京大学商学院, 江苏南京 210093)

**[摘要]**我国房地产市场发展过程中现存问题的背后是房地产金融市场风险。美国的房地产资产证券化历程从正反两方面都给中国寻找有效控制 and 分散风险的方法及中国房地产金融创新等提供了很好的借鉴和启示。我国房地产金融市场建设总体上应遵循“长短结合, 疏堵并举”的原则。短期有“堵”有“疏”; 长期以“疏”为主。

**[关键词]**房地产市场; 房地产证券化; 金融危机; 房地产金融创新

**[中图分类号]**F832.45 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)04-0085-08

房地产业是典型的资金密集型产业。改革开放特别是上个世纪末以来, 房地产金融对中国房地产业的发展发挥着不可估量的作用。不过, 在经济转型条件下, 我国房地产发展中巨大的金融风险由于市场结构不完善和融资渠道单一而主要由银行承担, 这严重影响着房地产业的持续健康发展。发达国家的发展历程表明, 房地产抵押信贷证券化是一条可行的路径。上个世纪80年代后美国房地产抵押信贷证券化的成功经验, 特别是2007年美国爆发的“次贷”危机而导致的世界金融危机的惨痛教训, 从正反两个方面为我国房地产金融创新提供了重要启示。根据我国房地产金融市场的现状, 我国应该从短期和长期相结合的角度探讨以房地产抵押信贷证券化为主线的房地产金融创新的基本路径。

## 一、中国房地产金融市场风险的分析

尽管我国房地产市场发展时间不长, 不过却是

高潮迭起。特别是2003年以来, 由本币升值等多种原因引发的新一轮房地产价格上涨风潮中, 各地地王频频登场, 各个城市房价频创新高。尽管2005年6月政府开始进行房地产调控, 但是房地产价格仍是一路高歌。随着2007年房地产调控政策及其执行力的增强, 2008年出现了以“有价无市”为特征的房地产市场的“回落”, 但是, 2007年中期美国次贷危机演化为席卷全球的2008年金融危机。2009年初, 政府为了应对金融危机, 针对房地产业出台了一系列具有明显刺激力度的组合政策, 包括税收优惠、信贷支持、资本金调整等政策。2009年下半年房价和成交量双双创出历史新高, 各地新地王不断涌现, 天量信贷数据不断刷新, 风险已在房地产市场上不断聚集。从2009年年末至2010年1月, 为了控制风险和扼制不断上升的房价, 政府在保障合理需求的基础上, 相应出台组合调控政策<sup>①</sup>。

我国房地产市场发展过程中呈现的问题背后

**[收稿日期]**2010-01-22

**[基金项目]**教育部人文社会科学重点研究基地重大项目基金(08JJD790120); 国家社科基金项目(06BJL016); 国家社科基金项目(09BJL033)

**[作者简介]**葛扬(1962—), 男, 江苏海安人, 南京大学商学院、南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心教授, 博士生导师, 从事社会主义经济理论和房地产经济理论研究; 吴亮(1984—), 男, 江苏无锡人, 南京大学商学院硕士研究生, 从事房地产金融理论研究。

<sup>①</sup>2009年12月9日, 国务院出台政策规定, 二手房营业税免征时限由2年恢复到5年; 2009年12月18日, 五部委联合发文加强土地出让收支管理, 并规定分期缴纳土地出让价款首次不得低于50%; 2010年1月11日, 国务院发文规定二套房贷首付不得低于40%, 房地产企业须一次性公开全部房源。

是房地产金融市场的风险,所以分析中国的房地产市场关键在于分析其背后的房地产金融市场特别是隐藏的风险。房地产金融,是指在房地产开发、流通和消费过程中,通过货币流通和信用渠道所进行的筹资、融资及相关金融服务的一系列金融活动的总称<sup>[1]</sup>。我国的房地产金融市场经过30年特别是近10多年的发展,取得了明显的成

效,不过,从整体上看我国房地产金融市场尚处在初级阶段,市场化水平仍比较低,存在着市场结构不完善、融资渠道单一、抵御风险能力差、发展相对滞后等问题。因此,无论房地产发展在高涨期还是在低潮期,银行承担巨大借贷风险的特征都没有改变过。

下面从一组信贷数据来展开对问题的讨论。

表1 房地产贷款余额及其占金融机构贷款余额的比例

贷款余额	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
个人住房抵押贷款余额(亿元)	426	1358	3377	5598	8253	11779
房地产开发贷款余额(亿元)	2680	2792	3281	4204	6616	9642
房地产贷款余额小计(亿元)	3106	4330	6658	9802	14869	21421
金融机构贷款余额(亿元)	86524	93734	99371	112314	139803	169700
占金融机构贷款余额的比例(%)	3.59	4.62	6.70	8.73	10.64	12.62
	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	
个人住房抵押贷款余额(亿元)	15922	18400	19854	30000	29800	
房地产开发贷款余额(亿元)	10384	12300	14076	18000	19300	
房地产贷款余额小计(亿元)	26306	30700	36800	48000	52800	
金融机构贷款余额(亿元)	177000	207000	225300	261691	303395	
占金融机构贷款余额的比例(%)	14.86	14.83	16.33	18.34	17.4	

注:数据来源于《中国房地产市场年鉴:1999~2007》;《中国货币政策执行报告》

从表1可以看出,自1998年我国住房商品化改革以来,我国的房地产贷款余额(由个人住房抵押贷款余额和房地产开发贷款余额两部分组成)从1998年的3106亿元上升到2008年的52800亿元,10年增长了近17倍,年均复合增长率为32.75%,远超同期金融机构贷款余额总量年均13.37%的增速,同时房地产贷款余额占金融机构放贷总量的比例也由1998年的3.59%上升到2008年的17.4%。这组飞速增长的信贷数据一方面说明了我国房地产行业所取得的显著成就,另一方面也从侧面显示了我国金融系统孕育的风险正在不断加大,这更应引起我们的重视。

为了深入地分析和研究,将问题进行分解,也就是从个人住房融资和房地产开发融资两个角度来展开讨论,认真分析中国的房地产金融市场存在的风险及问题。

首先,从个人住房融资这个角度来分析房地产金融市场的风险。我国居民的个人住房融资资金来源包括政策性的住房公积金和商业性的住房抵押贷款,其中住房抵押贷款是主要来源,而商业银行是发放贷款的主要机构。个人住房抵押贷款因有房屋作为抵押品而且能长时间提供稳定的还款额,一直被业内视为优质资产,各个银行对这块业务都具有很强的放贷冲动。但事实上,它仍然是一种隐含着巨大风险

的投资项目,因为它面临着利率、信用等几大风险。

信用风险是指借款人无力按时偿还抵押贷款所造成的违约风险。若这种情况发生在经济萧条的时候,大规模的违约及抵押品的大幅贬值将使贷款银行蒙受巨大的损失。2007年建设银行出具的报告显示,我国即将进入房贷违约的高峰期。2006年底工、中、建三大银行的房贷违约率已达到了1.6%,而银行业内公认的标准线为1%,这意味着违约风险已开始显现。

利率风险是指利率波动而导致的风险。利率风险是一种系统性的风险,利率的不断上升将引发提前支付风险和信用风险及其他风险的不断上升。美国次贷危机爆发的一个重要原因就是美联储从2004年开始的连续17次的加息,联邦基准利率从1%提升到5.25%,导致还款者的还贷压力不断加大,从而引发了一系列危机的爆发。

除了上述提到的风险外,现阶段还应该注意商业性普遍产生的流动性风险。发达国家的经验表明,个人住房贷款由于其短存长贷的特性,当其占银行资产总量的比重接近18%—20%时,商业银行整体流动性和中长期贷款比例的约束就会成为非常突出的问题,从而带来流动性风险。我国虽还未达到这一比例,但银行的流动性问题已开始显现。同

时,存款准备金率的不断上调使这一问题更为突出。在国外,上调准备金率一向被认为是比较严厉的紧缩货币政策,一般情况下不轻易动用。当准备金率达到某一个临界点,整个金融系统的流动性风险将会充分暴露。而我国处于一级抵押贷款市场的商业银行不可能通过大规模的住房抵押贷款证券化来化解银行体系内的流动性风险。

由此可见,由于我国的贷款机构单一且缺乏有效的二级市场,我国住房抵押贷款形成的各种风险都聚集于银行体系内,在没有建立起有效的二级抵押贷款市场以前,这些风险都是系统性的不可分散的风险,而利率和存款准备金率的不断上调又加剧

了风险暴露的可能性,这种情况将是十分危险的。

其次,再从房地产开发融资这一角度来分析房地产金融市场的风险。我国的房地产开发资金来源主要包括国家预算内资金、国内贷款、债券、利用外资、房地产企业自筹资金和其他资金(其他资金由定金及预收款和个人按揭贷款组成)。从表2可以看出,其他资金、自筹资金和国内贷款为前三大资金来源,基本占房地产开发资金来源总额的90%以上,而国家预算内资金、债券和利用外资的比例很小。2006年,前三大资金来源总计26485.77亿元,占当年房地产开发资金总额的98.53%,利用外资比例只有1.46%,而债券融资的比例则更小。

表2 房地产开发企业的资金来源及其构成

单位:亿元

年份 资金来源	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
国家预算内资金	10.04	6.87	13.63	11.80	11.36	11.81	-	-	-	-
国内贷款	1111.57	1385.08	1692.2	2220.34	3138.27	3158.41	3918.08	5263.41	7015.64	7605.7
债券	9.87	3.48	0.34	2.24	0.55	0.19	-	-	-	-
利用外资	256.6	168.7	135.7	157.23	170.04	228.2	257.81	394.44	641.04	728.2
自筹资金	1344.62	1614.21	2183.96	2738.45	3770.69	5207.56	7000.39	8587.08	11772.53	15312.1
其他资金	2063.2	2819.29	3670.56	4619.9	6106.05	8562.59	10221.56	12635.28	18048.75	15973.4
小计	4795.9	5997.63	7696.39	9749.95	13196.92	17168.77	21397.84	26880.21	37477.96	39619.4

注:数据来源于《中国房地产统计年鉴:2000~2007》;《中国统计年鉴:2009》

从表2中可以看出,国内贷款占总资金来源的比例从1999年的23.17%下降到2008年的19.20%。这显示国内贷款在房地产开发资金来源中的占比在不断下降,但不能说明房地产开发企业整体上利用银行资金的比例在下降。由于其他资金和自筹资金中有很大比例来自银行对个人的按揭贷款,所以加上这部分银行资金,实际房地产开发中使用银行贷款的比重约在50%以上<sup>[2]</sup>,如果把其他的各种渠道来自银行的资金都计算进去的话,据不完全统计显示这一比例则将达到75%以上。由此可见,房地产开发利用银行资金的比例实际是在不断上升,只是渠道更为间接化和隐蔽化。上述数据表明,我国房地产开发融资的渠道十分狭窄,直接融资、债券和利用外资规模在整个融资规模中占比很小,加之我国又缺乏私募股权基金、房地产投资信托基金等创新融资渠道。实际上商业银行是我国房地产开发融资市场的最大的资金供给方并占有绝对的主导优势,而房地产开发企业则是全部的资金需求方。

不管是对商业银行还是房地产开发企业来说,这种市场结构本身就蕴含着极大的风险。对于房地产开发商而言,过分依赖银行信贷资金将面临很大

的政策风险。当国家实施宽松的货币政策时,地产商较容易获得信贷资金而得以迅速扩张,一旦国家实施紧缩的货币政策,地产商则将随时面临资金链断裂的危险<sup>[3]</sup>。2008年下半年房地产业的基本态势恰好是上述情形的集中体现。对于商业银行而言,大量的资金囤积于房地产市场将面临非常大的市场风险。房地产行业属于典型的周期性行业,银行把自身捆绑在房地产市场上将使银行系统容易受到房地产市场波动的牵连,一旦市场波动出现,银行系统就面临着数以亿计的坏账损失和无法估量的市场风险。上述状况既不利于金融系统的稳定和风险控制,也不利于房地产行业的健康发展,而且还加剧了国民经济的波动。所以,当务之急是要找到有效控制和分散风险的方法。

## 二、房地产证券化的一般机制

房地产证券化是房地产融资手段的创新,是将房地产投资直接转变成有价证券形式,实质上是不同投资者获得房地产投资收益的一种权利分配。房地产抵押信贷证券化,可以解决房地产资金短存长贷、来源分散与使用集中等矛盾,可拓宽房地产资金渠道。在这方面,美国等国家所实行的住房抵押贷

款证券化制度值得我们借鉴和研究<sup>[4]</sup>。尽管2007年美国次贷危机而引发的世界金融危机至今尚未结束,但是不能因此而影响人们对房地产抵押贷款证券化的基本判断和客观评价。因此,有必要对房地产抵押贷款证券化的机制进行全面的了解。

1968年美国国民抵押协会首次发行抵押贷款支持证券(Mortgage-Backed Securities, MBS),标志着资产证券化的问世,随后的30年间,MBS发展迅猛。1990年,MBS占住房抵押贷款余额的39.9%,到2000年则上升到55.7%,住房抵押贷款证券已经成为美国资本市场上仅次于国债的第二大债券。同时,自1960年美国国会颁布《房地产投资信托法案》以来,房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)也得到高速发展。据统计,20世纪90年代出现了超过300家的REITs,到2002年底,大约有180家REITs在美国各大证券交易所进行交易,总资产超过了3000亿美元。

不可否认,美国房地产资产证券化的成功实施推动了美国房地产市场和资本市场的快速发展,继而推动了美国国民经济近几十年的高速发展。美国的房地产金融市场主要由抵押贷款市场、房地产担保和保险市场及房地产信托市场三大部分组成。抵押贷款市场可以分为一级抵押市场和二级抵押市场。一级抵押市场是指发放房屋抵押贷款的市场;二级抵押市场是买卖抵押贷款以及发行和交易MBS(房屋抵押贷款支持证券)的市场。

在美国,一级抵押贷款市场上的贷款机构主要包括储蓄贷款协会(Saving and Loan Associations)、商业银行(Commercial Banks)、互助储蓄银行(Mutual Saving Banks)、人寿保险公司(Life Insurance Companies)、抵押贷款银行这五类金融机构<sup>[5]</sup>,其发放量占到整个市场份额的95%以上。其他的发放机构还包括养老基金、房地产投资信托、联邦政府相关机构<sup>①</sup>等<sup>[5]</sup>(见图1)。

二级抵押贷款市场是实现抵押贷款证券化并发行抵押支持证券的市场,其顺利运转需要有一整套完善的机制和众多的参与者,包括特殊机构,投资者(包括个人投资者及对冲基金、养老基金等机构投资者)以及信用增级与评级机构、承销证券的投资银行、会计师事务所和律师事务所等一系列的中介服务机构(见图2)<sup>[6]</sup>。

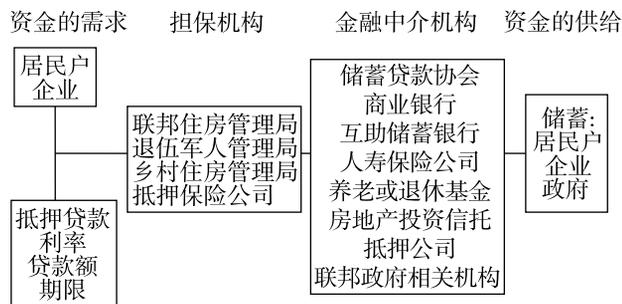


图1 一级抵押贷款市场

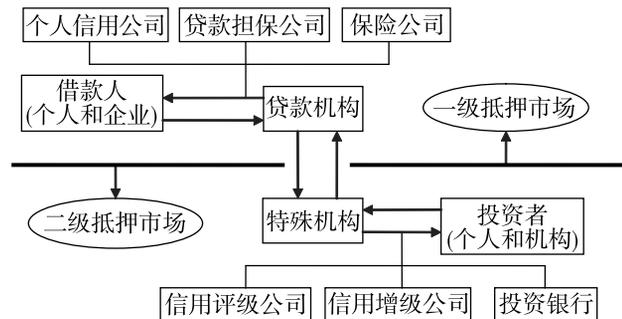


图2 一级和二级抵押贷款市场结构

图2中,特殊机构是为进行证券化交易而专门设置的机构,是二级抵押贷款市场运行的核心。特殊机构包括政府国民贷款协会(Ginnie Mae, 吉利美)、美国联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae, 房利美)以及美国联邦住房抵押贷款公司(Freddie Mac, 房迪美)。这些机构通过发行房屋抵押贷款支持证券(MBS)来获得资金;然后再用这些资金去购买抵押贷款;来源于抵押贷款的现金流被用于支付抵押贷款支持证券的利息<sup>[7]</sup>。此外,这些机构还为衍生证券提供担保,提高信用评级。

一级和二级抵押市场是抵押贷款市场两个组成部分,两者存在着密切的关系,相互影响、相互制约。个人住房贷款规模的不断扩大促进了一级抵押贷款市场的形成,而一级抵押贷款市场的发展又为抵押贷款证券化的实行提供了基础。由于住房抵押贷款业务短存长贷的特性,当抵押贷款业务量达到银行资产总量的一定比例时(经验值为20%),银行的流动性风险就会突现,甚至可能引发挤兑风潮,这时客观上就要求必须通过发展二级抵押贷款市场来为一级抵押贷款市场解决流动性风险。可以说,二级抵押市场是一级抵押市场发展一定阶段的必然产物。同时,二级抵押市场的发展又会反过来促进或制约一级抵押市场。若二级抵押贷款市场健康运

①联邦政府相关机构主要发放的是政府援助资金,如联邦房屋署(The Federal Housing Administrations)、退伍军人署(The Veterans Administrations)主要负责向不发达地区提供建房贷款、首次购房贷款补贴、低收入贷款补贴、贷款担保等。

行,则能有效利用资本市场的强大功能为一级抵押市场提供源源不断的流动性,不断扩大商业银行、贷款机构的抵押贷款规模,促进房地产市场发展;若二级抵押市场脱离一级抵押市场实体价值畸形发展,则会使基础资产出现泡沫,放大和传导一级抵押市场的风险,等风险积聚到一定程度就会演变为危机。由此可见,二级抵押贷款市场的发展又是一把“双刃剑”,若处理不当,则对一级抵押贷款市场的伤害也是巨大的。

房地产担保和保险市场是为抵押贷款购房履约提供担保和保险的市场。在美国,每个借款人都要签署住房抵押违约保险,即当投保人无力还贷时,保险公司代其向银行清偿剩余债务,同时行使追偿权,从抵押物中得到补偿或向投保人追回赔款。实际上,房地产担保和保险市场是为一级和二级抵押贷款市场提供强大信用支持的市场,它有效地降低了信用风险,增加了市场的运行效率,保证了市场的顺利运转。在一级抵押市场中,它充当了贷款人和贷款机构的中介,增加了贷款人的信用;在二级抵押市场中,它为 MBS 提供信用担保和信用增级,有效降低了信用风险及发行成本,促进了衍生证券的交易和流通。一级抵押市场的担保机构包括联邦住房管理局、退伍军人管理局、乡村住房服务局、抵押保险公司;二级抵押市场的担保机构包括吉利美、房迪美、房利美三家特殊机构和其他一些私人担保机构。这一整套的机构设置基本上构成了美国的房地产担保和保险市场。

为刺激房地产市场,满足小额投资者投资房地产的需求,1960 年美国国会根据《房地产投资信托法案》的规定按一定的法人组织形式组建了房地产投资信托基金。房地产投资信托基金(REITs)是房地产投资权益证券化的主要形式,是一种集合不特定的投资者将资金集中起来,建立某种专门进行房地产投资管理的基金或机构,进行房地产的投资和经营管理,并共同分享房地产投资收益的一种信托方式<sup>[8]</sup>。房地产信托投资基金在本质上是现代信托关系,是经济形态发展到较高阶段的产物。美国的 REITs 根据其资金投向的不同分为三大类:第一类为权益型,靠直接投资房地产获得收入,其收入不仅来源于租金,还来源于房地产的增值收入;第二类为抵押型,主要业务为发放房地产抵押贷款和购买房地产抵押贷款支持证券;第三类为混合型,综合采取权

益型 REITs 和抵押型 REITs 的投资策略,即在从事抵押贷款服务的同时,自身也投资或经营物业。

REITs 因具有吸引力较大的红利收益和较为稳定的收入流,大大提高了房地产的流动性,为公众提供了参与房地产权益投资的机会。一方面,它吸引了不同偏好的投资人<sup>①</sup>进行投资,从而能够较快地筹集到民间闲散资金;另一方面,又使众多投资者以购买 REITs 收益凭证的方式参与投资,进而分享美国宏观经济增长带来的收益。因此,REITs 在 20 世纪 90 年代发展迅速,数量和市场价值增长非常显著。当然,政府扶持与干预对抵押市场构架、运作机制和服务的确立均产生了决定性的影响,是美国抵押市场发展的制度基础。

### 三、房地产证券化实际运行的缺陷与教训

通过上面分析可以发现,美国房地产金融市场的顺利运行主要依赖于其相对完善的信用体系。从借款人到贷款机构再到投资者这一运行路径中,每一个环节都需要信用体系的支撑,借款人和贷款机构之间需要个人信用及担保体系的支撑,贷款机构和特殊机构之间需要国家信用的支撑,特殊机构与投资者之间需要信用评级及增级体系的支撑,担保公司、保险公司、信用评级公司及信用增级公司等机构则构成了信用体系的主体。同时,美国政府为了维持该信用体系还颁布了一系列的法律条文以约束市场主体。

但是,2007 年中期爆发的美国次级抵押贷款危机似乎一下改变了我们之前所有的判断,人们开始质疑房地产金融市场的有效性,即金融市场是否能有效地分散风险和控制风险而不是使风险扩散化和扩大化。如果对这一问题不能做出客观、全面的回答,将失去我国房地产金融创新的直接依据。为此,笔者从美国抵押贷款证券化运行机制的缺陷来分析次贷危机爆发的主要原因。

美国次级抵押贷款危机源于美国为刺激房地产市场繁荣发展大肆地进行信贷扩张并引入了大批的次级信用者,当利率升高且房价开始下跌之后,借款人丧失还款能力,导致违约和丧失抵押品赎回权的比率剧增,次贷危机开始显现。而资产证券化则将进一步将危机由抵押贷款市场传递到证券市场,又通过证券市场将危机传递到其他国家。

下面我们先来讨论美国抵押贷款证券化的运行

<sup>①</sup>包括收入型投资者、寻求税收优惠的投资者、追求成长收益的投资者和杠杆型投资者。

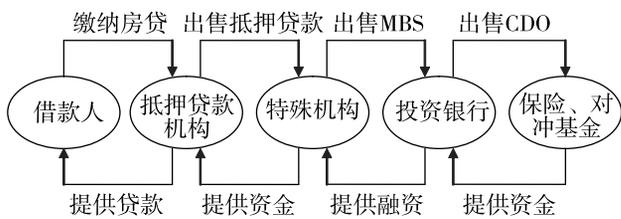


图3 美国抵押贷款证券化的运行机制

机制。如图3所示,由抵押贷款机构接受借款人的贷款申请给借款人提供住房贷款,借款人按合约分期付款。这一阶段的运行由FHA、VA、RHS等担保机构进行信用担保。抵押贷款机构为提高资金的周转率和化解流动性风险将抵押贷款出售给联邦政府设立的特殊机构以增加流动性和资本充足率。这一阶段的运行由国家信用进行担保。特殊机构将这些抵押贷款重新组合及配置现金流量并通过信用增级打包成抵押贷款支持证券(MBS),信用评级机构则对其进行信用评级,然后出售给投资银行以换取资金,投资银行再将这MBS证券通过金融工程进一步打包组合,创造出新的衍生证券担保债务凭证(CDO),这些CDO再通过评级机构信用评级后出售给保险基金、对冲基金等机构投资者以获取资金<sup>[9]</sup>。

在上述机制中,若借款人都具有优质信用,各个机构各尽其职,信用体系完善,金融法律与监管体系健全,每一个环节都顺利运行,这将是一个良性的可持续发展的运行机制,抵押贷款所带来的各种风险将在各个环节加以分解且每个参与机构都能够分享到优质抵押贷款带来的稳定的现金流量。同时,这个良性运行机制又能反过来促进房地产市场的健康发展进而促进整个国民经济的健康发展。2000年之前的美国就使用并维护着这一良性的资产证券化机制。这就是为什么美国能在过去几十年从房地产市场发展中充分获益并享受经济高速增长的一个重要原因。这也证明了在构建一个良性运行机制的前提下,资产证券化能有效分散风险并促进经济增长这一命题。

不过,当抵押贷款证券化的运行机制中借款人不再是优质信用,抵押贷款证券化便向着相反的方向运行,其负效应得以强化。首先,次贷市场的道德风险在次级贷款利益链条上扩散。贷款机构认为资产证券化转移了自身的风险,进而放松了审贷标准;投资银行、评级机构等证券中介机构为了赢得业务获得利润,降低了自身的执业标准,向市场兜售不合格的证券化产品;养老基金、保险基金等机构投资者认为有对冲基金来承担风险,进而弱化了对所投资

产品的风险溢价要求,而对冲基金非但没有发挥承担风险、分散风险的作用,反而利用市场约束的弱化放大杠杆经营,加剧整个市场的道德风险。其次,次贷产品设计存在严重缺陷且过度衍生。在经济向好、住房需求强劲、房地产价格持续上涨的背景下,美国政府给市场提供了充足的流动性以及利率和风险溢价均较低的宽松政策。贷款发放机构在充足的资金基础上,忽视了次级贷款产品风险的防范和控制,采取了激进的信贷策略,提供多种潜在风险巨大或结构复杂的次贷产品。加上次贷产品的过度衍生和杠杆作用的广泛使用,加大了次级贷款产品市场的波动性,并使风险成倍放大。再次,政府监管不力导致次贷风险膨胀并积累。在金融创新不断加速的背景下,监管机构出现了监管不严格和主观判断失误的问题,没有充分认识到新的复杂环境中不断积累起来的高风险,仍主要关注资本充足率问题,而对流动性风险等市场风险重视不够。此外,由于次贷产品经过证券化过程所衍生的各类证券或产品大多通过场外交易转手,大大提高了监管的难度,造成了实际上难以监管的局面<sup>[10]</sup>。

可见,当市场存在以上问题时,抵押贷款证券化的运行就存在不稳定性。风险聚集到一定程度,加上外部因素的刺激,运行机制中最关键的一环(稳定的现金流)就会断裂,风险就会沿价值链进行传导放大,危机的爆发也就不可避免。诱发风险的外部因素主要是利率的上调和房价的下跌。次级房贷自2002年开始的迅猛增长主要源于“9·11”之后美国的低利率政策,随着美国经济的复苏,美联储自2004年6月开始结束了低利率政策,先后17次加息,2004年到2006年两年间,将美国联邦基金利率从1%上调到5.25%。不断升高的利率导致还贷成本激增,部分借款人的还款压力迅速增大,甚至丧失还款能力,违约现象出现并不断加剧,次级贷款的信用风险被诱发。同时,住房抵押贷款利率的上升还抑制了住房市场的新增需求,使美国房地产市场的价格失去了上涨的动力,房地产价格持续下跌又进一步推动了次级贷款信用风险的发生。

上述分析表明,在抵押贷款证券化的过程中,利益链条上的各主体并不是在充分防范信用风险的基础上获得收益,而是企图把风险转移给其他环节来获得酬金。结果,风险分散变成风险防范缺失,出现了危机沿着利益链条节节扩散的态势。其实,自由市场经济自身的弱点和缺陷是本次金融危机爆发的本质原因。自从进入工业化时代以来,世界经济是

呈波浪式发展,每隔一段时间就会出现比较大的危机。虽然每一次经济大规模波动的原因不尽相同,但是在经济发展的不均衡性和市场经济的盲目扩张性两个方面却是共同的。

#### 四、我国房地产金融创新的路径选择

在房地产金融市场的支持下,过去30年特别是最近10多年,我国的房地产业飞速发展。然而,房地产金融创新是一个长期而复杂的过程,我国尚处在金融创新的探索阶段。MBS和REITs作为资产证券化的主要方面在我国虽都已进入实践试点阶段,但相应的机构设置、制度安排、法律建设等方面都需要不断完善。我国房地产金融体系无论是在市场结构、组织构架、机构设置方面,还是在信用体系、法律体系方面都很不完善。同时,我国在资产证券化方面缺乏相关经验和参考,更增加了操作的难度。我国房地产金融创新还要走很长的路,特别是当现阶段我国房地产市场风险不断加大以及市场的不完善对我国房地产业乃至国民经济的发展形成的阻碍愈发加大时,这一任务就显得更为迫切。

美国的房地产资产证券化历程实际上从正反两方面都给中国的房地产金融创新提供了很好的借鉴和启示。我们应该正确认识美国的资产证券化,在肯定资产证券化对分散金融风险、促进经济发展的基础上,充分吸取美国次贷危机的教训,在房地产金融创新问题上不但要注重市场结构、组织架构、机构设置等硬件方面的建设,更应该注重市场主体责任意识、信用体系、金融法律和监管体系等软件方面的建设。

鉴于我国房地产金融市场的现状,借鉴美国资产证券化的正反两方面的经验和教训,现阶段我国房地产市场建设总体上应遵循“长短结合,疏堵并举”的原则。短期有“堵”有“疏”,即在支持居民自住型和改善型住房消费的基础上,抑制投资投机性购房,加大差别化信贷政策执行力度;长期以“疏”为主,即发展和完善我国房地产市场,以金融创新手段来分散和化解风险,重点发展房地产抵押贷款证券化和房地产投资基金,逐步推进房地产证券化的全面发展<sup>[11]</sup>;同时,“疏”和“堵”的政策要配合使用,以达到更好的政策效果。

从短期政策的角度看,首先,加大差别化信贷政策执行力度,鼓励自住和改善型消费,抑制投资投机性购房,抑制部分城市房价过快上涨的势头。有必

要对政策进行细化和调整,保持对自住型购房者温和政策,加大对投资型特别是投机型购房行为的政策控制,特别要加强政策执行过程的控制。其次,加强对个人抵押贷款资质审核,从源头控制风险。具体应对贷款人的偿债能力、信用记录、收入的真实性和贷款用途的真实性加强调查,以确保每笔贷款的质量和用途。商业银行内部必须在制度上建立一套比较完善的控制方法和运行机制,通过规范化、程序化的操作和流程,健全法律保障体系,增加贷款安全系数,有效监控风险。再次,加强对房地产开发贷款的审核,防止开发商向银行转嫁风险。由于房地产行业容易出现泡沫,因此,监管部门还应建立房地产金融预警和监控体系,贷款前加强对开发商贷款资质的调查,严防“三假”<sup>①</sup>问题,从源头严控风险;贷款后加强对资金用途和房地产开发项目的监控,保证资金的安全性。

从长期政策的角度看,房地产金融创新特别是住房抵押贷款证券化和房地产投资信托基金(REITs)是我国房地产金融发展的必然。目前,我国的房地产金融创新处于初级阶段,住房抵押贷款支持证券(MBS)和房地产投资信托基金(REITs)都只处于小规模试点阶段,还存在许多的瓶颈和障碍。因此,长期来说我们还必须持续推动房地产金融创新,加强以下五个方面的建设。

一是建立多层次、多结构的住房市场。一个优化的住房市场应该是新建房与存量房,出售房与租赁房,商品房与政策性住房多样化统一,且能满足不同层次人群合理住房需要的市场。“居者有其屋”并不意味着人人都要买房,否则,势必把次级信用者引入住房按揭市场,这样就从源头上增加了房地产金融市场的风险。

二是加强贷款前审查,提高金融监管水平。次贷危机爆发的主要原因在于从源头上引入了次级信用贷款者,导致不稳定的现金流量,因此我国商业银行在发放贷款前要认真审核借款人的还款能力,对不同信用等级借款者实行严格区分。这些工作要由商业银行自己做,不要盲目委托其他的机构,防止道德风险的发生。

三是逐步推进房地产抵押贷款证券化建设,化解银行体系内的风险。住房抵押贷款支持证券(MBS)作为投资手段可以活跃和刺激金融市场,作为融资手段又可以推动房地产业的发展,对于我国房地产业乃

<sup>①</sup>即“假按揭”、“假首付”和“假房价”。

至整个国民经济都具有非常积极的意义。在逐步推进与资产证券化相适应的市场结构、组织架构和机构设置等硬件方面建设的同时,应该把更多的精力集中在市场主体责任意识、信用体系、金融法律和监管体系等软件方面的建设,完善以《资产证券化法》为主体的宏观法律环境<sup>[12]</sup>,从而构建一个真正完善的能有效抵御和化解风险的市场体系。

四是建立多元化的通畅的融资渠道。鼓励房地产企业加大股权、债券等方式的融资比例;在加强监管的情况下,可以放宽对外资和私募股权的引入;加快建设房地产信托市场,发行房地产投资信托基金(REITs)。建立多元化的融资渠道,一方面可以解决房地产行业资金短缺的问题,最为重要的是可以有效分散银行体系内的系统性风险<sup>[13]</sup>。

五是确立政府职能,完善制度建设,发挥政府作用。发展资产证券化是我国房地产业发展的必然趋势。在政府职能与私营企业职能分离的基础上,政府作为最后贷款人以政策工具积极干预市场,无论是为抵押提供保险,还是设立政府发起的机构,均以平等参与者身份进入市场,不断完善市场的基础设施和制度建设。在条件成熟时,政府通过制订税收优惠政策鼓励 MBS 及 REITs 的发展。

#### [参考文献]

[1]程红梅.中国当代房地产金融思想发展研究:1978—2005 [D].复旦大学,2007:32.

- [2]冯科.从美国次级债危机反思中国房地产金融风险[J].南方金融,2007(9):18-19,68.
- [3]林蝉.银行房地产贷款的博弈分析[J].经济研究导刊,2007(10):72-73.
- [4]黄小彪.我国住房抵押贷款证券化制度创新的理论思考[J].中国房地产金融,2005(10):6-8.
- [5]Brueggeman W B, Fisher J D. 房地产金融与投资[M].大连:东北财经大学出版社,2000:586-587.
- [6]宾融.住房抵押贷款证券化机制与实证分析[D].中国社会科学院研究生院,2001:7.
- [7]Clauret T M, Sirmans G S. 房地产金融:原理和实践[M].北京:经济科学出版社,2005:10.
- [8]张寒燕.房地产投资信托(REITs)研究[D].中国社会科学院研究生院,2005:5.
- [9]杜厚文,初春莉.美国次级贷款危机:根源、走势、影响[J].中国人民大学学报,2008(1):50-51.
- [10]王德河.金融创新及我国金融创新对策研究[J].审计与经济研究,2005(1):73-75,94.
- [11]邓宏乾.我国房地产证券化问题初探[J].华中师范大学学报:哲学社会科学版,1996(4):14-17.
- [12]孙放.我国房地产抵押贷款证券化的法律制度构建初探[J].特区经济,2007(10):236-237.
- [13]李德.我国房地产金融市场发展问题研究[J].广西金融研究,2007(12):7-11.

[责任编辑:许成安]

## A Study of China's Real Estate Securities under the Conditions of Post-Financial Crisis: Based on the Enlightenment of U. S. Real Estate Securities Practice

GE Yang, WU Liang

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** That behind the existing problems of the development of China's real estate market is real estate financial market risks. The U. S. real estate assets securitization process not only provides a reference for China to find effective ways to control and decentralize risks, but also gives an inspiration for China real estate financial innovation. The construction of China's real estate financial market should follow the principle of "taking both the long term policy and the short term policy simultaneously, not only controlling risks, but also decentralizing risks". In the short term, we should control risks and decentralize risks. By contrast, in the long term, we should focus on risks decentralization.

**Key Words:** real estate market; real estate securitization; financial crisis; real estate financial innovation