

Sri

美国资产证券化有卷土重来之势

此次全球金融危机发生后,随着各金融机构收紧高风险贷款的发放,以高风险贷款为基础资产的证券化产品成了无米之炊。同时,这类产品因其高风险性而被投资者当成有毒产品,传统买家如保险公司和各类基金的投资兴趣锐减,纷纷规避三舍,极少交易、配置。其后果是自危机发生以来,欧美各大投资银行的证券化业务大幅萎缩,甚而关门大吉。然而,最近以人寿保险合同为基础资产,打包、切块后出售的保单证券化产品很有可能使证券化产品东山再起,重出江湖,成为继按揭抵押证券化产品后的又一资本市场热点。

◎王政

在这次金融危机发生后,随着各金融机构收紧高风险贷款的发放,以高风险贷款为基础资产的证券化产品成了无米之炊。同时,这类产品因其高风险性而被投资者当成有毒产品,传统买家如保险公司和各类基金的投资兴趣锐减,纷纷规避三舍,极少交易、配置。其后果是自危机发生以来,欧美各大投资银行的证券化业务大幅萎缩,甚而关门大吉。

但是,如果以此就认为证券化的高潮已过,甚至寿终正寝,那就太小觑华尔街银行家的创新能力和生存能力了。最近,以人寿保险合同为基础资产,打包、切块后出售的保单证券化产品很有可能使证券化产品东山再起,重出江湖,成为继按揭抵押证券化产品后的又一资本市场热点。

保单证券化业务由瑞信、高盛等知名投行领衔推出

一个人寿保险的合约一般规定投保人在一定时期或终生向保险公司交付一定的保险费,保险公司在投保人去世后向投保人指定的受益人支付一笔保险金。但是,由于种种原因,有些投保人并不想一直持有保险合同到期并支付保费,因而有些保险合同在到期前由于投保人放弃而作废。也有一部分投保人已持有保单很长时间,其受益人想将保单卖出套现。华尔街的投资银行家们看到了其中的商机,他们以一定价格将这些保单买断,然后将众多保单进行证券化

后以债券的形式卖给投资者。投资者以买价替投保人代缴保费而成为受益人,但是,一旦投保人在合约期内去世,投资者则可以债券还本付息的形式从保险公司领取保险合同所规定的大额补偿。

保单买卖业务在美国早已有之,但经营的规模和范围都比较有限。美国2008年保单买卖业务的规模在150亿美元左右。即使有投资银行参与,如倒闭的贝尔斯通,交易的标的还是合约本身而不是证券化产品。这也正如20多年前早期的按揭抵押贷款交易,在华尔街开动的证券化机器之前,规模都比较小,交易范围也仅限于提供贷款银行之间。

但是,这次的保单证券化业务由瑞信、高盛等在资本市场上可以呼风唤雨的知名投行领衔推出,市场的深度和广度可能要跃上一个台阶。根据美国人寿保险协会最新的统计数据,美国人寿保险的总保额2008年已近20万亿美元。2008年的人寿保险费收入已超过6千亿美元。相比之下,与按揭抵押贷款有关的债券存量在最高的2007年仅为8万亿美元。债券发行量在最高的2007年为2万亿美元,金融危机后已骤降为2008年的1.3万亿美元。因而,即使这20万亿保额中的一小部分用于证券化,其规模也非常巨大。

最大的卖点在于其风险特征的独特性

保单证券化产品最大的卖点在于其风险特征的独特性。金融危机中

的主流证券化产品如按揭抵押贷款债券等,因其价值以及影响价值的风险因素与经济周期性有很大的相关性,使这类产品与资产组合中的其他产品也有较大的相关性,在资产组合中配置它们所产生的风险分散效应不是很强。在极端市场变动时,它们的分散效应则荡然无存。但是,保单证券化产品所依赖的风险因素主要是一个不受经济的周期性影响,不被财政政策和货币政策所能调控,不以投保人意志和主观能动性为转移的自然进程,即投保人的死亡进程。正是因为这个特征,华尔街的银行家们认为保单证券化产品将成为整个资本市场趋之若鹜的对冲产品,投资者会广泛地用它来分散或对冲风险。

由于保单证券化产品涉及死亡这个敏感的伦理问题,其推出过程本身就颇受各界争议。同时,由于保险公司也注意到投保人放弃的已付保费,因而,有的已将这部分保费产生的收益算作了利润,有的则将其内化为保费的降低用于争夺客户。所以,保单证券化会将这部分收入从保险公司转给保单证券化产品的投资者,这或将减少保险公司的收益,或将迫使保险公司提高保费,从而对保险公司不利。

另外,据熟悉这个业务的人士透露,在从事保单证券化的投行内部,当银行家们分析买卖的保单时,常常会听到诸如“如果这个家伙活不到今年年底,我们就赚了”,或“我恨不得这个月就杀了这家伙,要不然我们就亏大了”等话,让不明事理的人不禁想起了当年横行纽约、芝加哥等地的

黑手党头目策划下一步暗杀行动的场景。在充满精英白领的投行交易大厅里,这个业务的存在也就显得有些另类了。

证券化的各类角色已各就各位

尽管有上述公共关系方面的担心,经过三、五年的积极筹备,华尔街已决意将保单证券化这部大戏推上场,证券化的各类角色都已粉墨登场,各就各位。基金,主要是对冲基金,作为买方,对此类产品已表现出浓厚的兴趣,他们会是第一个吃螃蟹的人;自不待言,作为卖方的投行将充当打包、切块、研究、发行、做市等传统角色,是这场戏的主角;另一主角,信用评级公司将有新人出场,上轮证券化中出尽风头的标普、穆迪、惠誉等正忙得焦头烂额处理危机后的诚信问题,加拿大评级新星DBRS可能借机脱颖而出成为保单证券化评级的新当家花旦。这款新业务的开展少不了学术界的推波助澜,四、五年前以沃顿商学院学者为首的经济学家已经为华尔街的新业务奠定了理论基础;麻省理工学院、加州大学等知名学府更不遗余力培养数理博士将偏微分方程、蒙特卡罗模拟等眼花缭乱的模型用于新产品的估值和风险评估。甘当配角的律师们已经从一个1911年美国最高法院的判例中找到了买卖这类产品的法律依据;德勤等会计公司可以根据以前在保单交易中的经验为证券化业务服务。监管机构的沉默则为产品发行、交易开了绿灯。

唯一与上次危机中有重大不同的角色就是证券化业务的基础资产受益人,他们已由努力实现美国梦的贷款人转变为现已两鬓斑白的投保人或其子嗣。这些大部分在战后生育高峰出生的老人为美国在全球争夺利益贡献出了青春,但保单证券化是否会给他们的晚年带来次贷证券化同样的苦果呢?让我们拭目以待。

(作者为美国加州大学博士,现任国泰君安证券股份有限公司风险监控部总经理,2008年回国前任职于美国摩根大通)

■人文-财经

肥猫与没有肥猫的市场

◎亚夫

奥巴马获得了今年的诺贝尔和平奖。消息甫出,引起一阵哗然。

这位现任美国总统真有意思,在宝座上还未坐满一年,就引来了不少人的注目。比如,早些时候,他对华尔街“肥猫”义愤填膺,大声发出挞伐之言,但是没过多久,并未见有什么惩治举措,反而任由华尔街自行安排,有轻放“肥猫”之嫌。

为什么他要轻放“肥猫”呢?其实,说他轻放“肥猫”,是有点冤枉他了。对于“肥猫”是不是轻放,不是他的权限,而是在英美这样高度市场化的社会,是由市场决定的。尤其是金融业高度发达的地方,是不是“肥猫”,还真不是由哪个知名人物说了算的。

在那些一言九鼎的金融大亨眼里,你的能量多少,贡献多大,相应的就会列出让普通人眼花缭乱的价码来给你。因此,在这些或私营,或合伙人,甚至股份制企业里,是没有“肥猫”这一说的。“肥猫”通常只是对公营机构来说的。

然而,既然奥巴马用了这个概念,我们姑且不妨沿用下去。设想一下,“肥猫”与没有“肥猫”的市场将会怎样?不说美国的情况,那儿离我们的投资者有点远,但说我们这里的情况。“肥猫”问题还真是个问题。而没有“肥猫”的市场,可能吗?

先说这个“肥猫”,到底是怎么回事,是怎么肥起来的。从资本市场一路走来,我们这里的所谓“肥猫”,实际上有两种,一种是靠偷吃长肥的,通过各种违法违规的手段,掠取惊人的财富;还有一种是靠钻制度的漏洞,或者躺在制度的腐殖上长肥的。

从“肥猫”的养成条件看,尽管前后两者有很大差距,但无论是前者,还是后者,都和制度漏洞或缺陷有很大关系,没有健全的法律制度,或者执法不严,视规矩于无物,或者规章制度形同虚设,不养出一批贪婪的“肥猫”来才怪呢。

从这一点上看,在我们这样特殊的国情下,混迹于市场中的“肥猫”还真有不少中国特色。

再说另外一个问题,有没有可能打造一个没有“肥猫”的市场?经验告诉人们,这是不可能的。因为,只要有牟取暴

利的机会存在,就不可能没有“肥猫”的脚印。只是这“肥猫”是靠什么养肥的,数量有多少,危害有多大,有没有治理的方法而已。

其实,换个词汇作比喻,我们这里的“肥猫”应该是与“老鼠仓”里的“老鼠”是一类,应该叫“肥鼠”。而如果通过合法的方式获取高额收益的,才应该叫“肥猪”。也就是说,在法律、法规的框架下,通过高超手段获取高收益的才能叫“肥猪”。由此来看,还要为“肥猪”来正名。

也就是说,我们这个市场,应该并不忌惮高手,并不忌惮真正的“肥猪”。因为一个走向成熟的市场,应该是有高手游戏的市场。只有融资手段更多、融资工具更丰富的市场,才是一个更有效的市场,也是容易养成精明的“肥猪”的市场。

而现在的这些“肥鼠”,则是需要用法律手段,不断加以剪除的对象。只有当市场制度健全了,“三公”的原则真正能够体现在所有市场参与者身上,市场才能更有效、更健康地运转起来。

回到奥巴马所说的欧美市场。在这些高度发达的金融市场中,“肥猫”现象正是市场活跃的反映,如果没有“肥猫”的身影,这些市场要活跃起来,还真有难度。因此,这些市场在失意的时候,虽然对“肥猫”发出了猛烈的抨击,但大多数情况下,“肥猫”们还是照样过他们的日子。

只是对于拿着大把银子,想要进入成熟市场玩一把的人来说,你可要当心了,这些“肥猫”看上去很慵懒,但他们的爪子可是极为锋利的。一不小心被他们抓一把,会让你既疼痛,又难看。尤其对于拿着国有资产入场的人来说,就更要小心了。

当然,这么说,也不是要杯弓蛇影,见蛇怕蛇,从此以后就不敢入场了。只是要多做功课,多加小心而已。

本版编辑:邹民生 朱兆荃

SRI 上证研究院
向上的精神 实证的态度
第425期



开户就送大智慧



送大智慧

通知

开户就送大智慧活动正式启动,凡在参与本活动的全国各大营业部开户客户,均可

免费领取大智慧超赢专业版

- *高速行情
- *多市场资讯
- *资金流向选股

我要开户!

您的营业部送大智慧吗?

大智慧活动热线: 400-880-9188 www.gw.com.cn