

资产证券化在全球的最新发展

□北京大学经济学院博士生 刘向东



■人物志
刘向东,北京大学经济学院金融学博士生,高级国际商务师,现为北京国际信托投资有限公司研究发展部总经理。

在中国启动了资产证券化的有益尝试之后,作为一种金融创新,资产证券化问题也引起了市场的广泛关注。由于资产证券化是当代国际金融创新的典范之一,自二十世纪七十年代在美国产生以来,资产证券化一直处于内涵不断深化、边界不断扩展的发展过程中,其载体和方式不断扩大化和复杂化,并日益渗透到了经济领域的各个层面。资产证券化的发展,金融体系的演进由市场本位阶段进入了证券化阶段。

本文试图透过分析国际市场上资产证券化的发展轨迹、产品创新及市场发展等各方面情况,为未来中国资产证券化的金融创新提供一定的借鉴。

资产证券化种类及资产规模不断扩大

在国际市场上,资产证券化基础资产的种类从最初的抵押贷款资产逐渐向多元化拓宽,资产的规模呈现不断扩大的发展趋势。另外,从国外的实践看,随着证券市场的发展,资产证券化经历了从住房抵押贷款证券化到非抵押贷款证券化的发展过程。

资产证券化最初在美国从住房抵押贷款市场起步发展,以满足抵押贷款出借者资产负债表管理的财务需要,推动和支持美国政府的住房制度改革,住房抵押贷款是最早实施证券化的资产。由于资产证券化具有提高金融机构资产流动性以及转移和分散信贷风险的功效,有利于金融机构加强资产负债管理、防范信用风险和降低融资成本,信用卡应收款、汽车抵押贷款、商业不动产抵押贷款等信贷资产也先后采用了资产证券化。

随着资产证券化市场的发展,资产证券化开始由银行信贷应用到其他类型的债权,利用证券化来变现各种资产组合的价值扩展到金融机构以外的其他部门。例如,市政当局可

以将未来预期的税收收入进行证券化,以证券的形式使这些未来的税收收入释放出价值。电力、公路等基础设施的建设可以通过资产证券化来融资,以未来的收入流作为担保和偿还债务的资金来源。证券化的技术已应用于集装箱、火车、船舶、飞机等营业资产(operating asset),这些资产本身并不自动产生支付资产支持证券本金和利息的现金流,证券的支付取决于服务商与资产的最终使用者签定的租赁合同、维修营业资产保持持续的市场交易性和出售资产的能力,营业资产可以通过证券化转变成投入再生产的资源从而进一步扩大生产。

随着投资者对新的和不同种类风险承受力的提高,证券化开始从具有相当可预测性和统一性的资产转向更难把握和具有独特风险的资产。资产证券化被广泛应用于任何具有合理的价值能够产生合理的可预测的未来现金流量的资产。如对出租车牌照、世界杯足球赛的转播权、影片发行收入、唱片发行收入、快餐等知识产权资产领域的证券化。甚至处于破产状态的公司只要应收款的现金流能够保持稳定,经法院同意也成为证券化尚待开发具有相当潜力的来源。

随着金融市场的发展,特别是资产证券化步伐的加快,加入到资产证券化行列的资产种类不断增加,由最初出现的住房抵押贷款扩展到了一百多种,越来越多的资产还在加入了证券化的行列。可以说,只要未来能够产生稳定现金流量的资产都可以成为资产证券化。并且通过扩大资产池规模可以产生稳定现金流量的资产,实现规模效应,提高对资产池运作的效率,资产证券化基础资产池的规模有不断扩大的趋势。

资产证券化的结构不断深化、品种不断创新

历经三十多年的发展,随着融资方和投资人的需求的变化以及证券化对象的多样化,根据基础资产规模的大小、期限长短、原始权益人的所有权结构等因素,资产证券化的交易结构也在不断创新。从证券化交易结构的发展看,有单宗交易结构与多宗交易结构、单层交易结构与双层交易结构、单一借款人证券化结构以及循环型交易结构等。

根据基础资产种类的不同,投资者对期限、风险和收益率的不同偏好,通过对现金流的分割和组合,对基础资产本息的任意组合,甚至可以将不同种类的证券组合在一起,形成合成衍生证券,资产证券化的品种呈现千变万化之态。按照基础资产是否为抵押贷款划分,证券化的品种可以分为资产担保证券(Asset-backed Securities,ABS)和抵押支持证券

(Mortgage-backed Securities, MBS),资产担保证券种类较为单一,结构比较相同,而抵押担保证券则结构日益复杂,种类较多。

根据证券偿付结构的不同,可以分为过手证券(pass-through)与转付证券(pay-through)。过手证券是最早出现的抵押支持证券形式,这种证券代表的是投资者对基础资产组合的所有权,不作为发行人的债务出现在其资产负债表上,来自资产的现金流收入简单地“过手”给投资者以偿付证券的本息,投资者承担基础资产产生的风险。由于传统过手证券对投资者的偿付具有较大的不确定性,为弥补该缺陷,金融工程师对其进行了修正,设计出局部修正型过手证券(partially modified pass-through)和完全修正型过手证券(modified pass-through)。与过手证券结构不同,在转付证券结构下,资产池产生的现金流并不直接过手给投资者,而是先对其进行剥离和重组,再向投资者偿付。如果说过手证券在性质上属于股权投资类工具,那么转付证券就属于债权投资工具。被证券化金融资产所有权仍属于发行人CMOs(Collateralized Mortgage Obligations)就是一种流行的转付证券,按偿付次序进行分档,划出优先结构,利用一种资产可以创造出不同种类风险和流动性的证券。

随着抵押证券市场发展完善,许多抵押证券的衍生品相继问世。剥离抵押担保证券SMBSs(Stripped Mortgage-backed Securities)是继CMOs创立后另一个最主要的抵押支持证券的衍生创新,1986年7月由联邦国民抵押贷款协会创立。SMBSs一种衍生抵押证券,将本金和利息的分配从按比例分配转变为不均衡的分配,其结果是所创立的证券的价格/收益关系与基础证券的价格/收益关系不同。仅付利息证券(IO)和仅付本金证券(PO)是最普遍的SMBSs的类型。另外,还有计划还本类(Planned Amortization Class,PAC)、目标还本类(Targetted Amortization Class,TAC)和准确到期日类(Very Accurately Defined Maturity Class,VADM)等等。

目前资产证券化有许多不同的形式、种类和结构及其派生出的很多衍生品,而且它们都随着交易的深化而不断地演化,多样化的证券结构和品种有利于匹配资金成本收益和期限,降低交易费用,推动着资产证券化市场不断发展。

资产证券化的地域疆界在不断扩展

资产证券化起源于美国,后来在许多发达市场经济国家和新兴市场国家也得到了很快发展,并以其

旺盛的生命力,在全世界范围内推广。金融市场和公司市场的全球化发展,进一步扩展了资产证券化的发展空间。资产证券化已发展成为全球金融制度创新和金融产品创新的重要潮流。

美国是资产证券化的发端国家,也是全球最大的资产证券化市场。以政府国民抵押协会(GNMA)、联邦国民抵押协会(FNMA)、联邦住房贷款抵押公司(FHLMC)等为代表的具有政府背景的机构是推动美国资产证券化快速发展的重要力量,在美国政府有关法律和税收优惠的保障下,在市场竞争和产品创新的原动力的推动下,美国的资产证券化发展最为迅速。截至2005年第三季度,美国住房按揭抵押公司(FHLMC)余额已达5.9万亿美元,非按揭资产证券化(ABS)余额2.0万亿美元,两项总和7.9万亿美元,占美国债务市场25.3万亿美元的31%。而同期美国市政债券余额为2.2万亿美元,国债市场余额为4.2万亿美元,联邦政府债券市场余额为2.6万亿美元,货币市场工具余额为3.5万亿美元,公司债券市场余额为5.0万亿美元,资产证券化是美国资本市场最重要的融资工具,对美国经济和金融市场产生了巨大影响。

2005年美国MBS发行额达到1.92万亿美元,历史性的较低的抵押贷款利率支持了强劲的住房销售和住房市场的增长,住房销售和抵押发起的高增长为证券化的贷款量提供了坚实的基础。2005年ABS共发行1.1万亿美元,其中HEL(Home Equity Loan)发行4536亿美元,汽车贷款887亿美元,助学贷款部分发行627亿美元,信用卡应收款发行629亿美元。从而使2005年美国中长期债券市场新发行的资产证券化产品达3.02万亿美元。

欧洲是美国以外世界上第二大资产证券化市场。由于金融体制和法律

体系与美国不同,欧洲传统的证券化类型是表内证券化,真正意义上的资产证券化直到20世纪80年代才在欧洲出现,在80年代以后得到较大发展。目前欧洲资产证券化的步伐正在大大加快,欧洲资产证券化发行总量增加很快,从1996年的327亿欧元增长到2004年的2435亿欧元。2005年前三季度共发行1962亿欧元,其中居民住房抵押贷款RMBS(Residential Mortgage-backed Securities)所占的比重最高,总量为940亿欧元,占近一半的发行量,第二大部分为商用住房抵押贷款CMBS(Commercial mortgage-backed Securities),总量为304亿欧元,占15.4%,CDOs(Collateralised debt obligations)总量为223亿欧元,占11.3%,包括消费、商业、不动产和其他贷款的贷款证券占5.1%,混合型抵押证券、汽车贷款、信用卡应收款分别为42亿欧元、41亿欧元和20亿欧元,其他类由几项大的交易构成,如发行80亿欧元德国邮政养老金证券。资产证券化在欧洲已进入了快速发展阶段。

近年来,资产证券化在亚洲日本、韩国等也得到了快速发展。亚洲的资产证券化直到1997年亚洲金融危机爆发前,经历了一个较长的探索和尝试过程。亚洲金融危机促进了资产证券化融资的发展,有关国家和地区也在法律、税收、监管等方面为资产证券化创造有利条件,对利用资产证券化提高资本市场效率发挥了积极作用。国际投资银行的积极介入推动了亚洲资产证券化的发展。截至2004年末,整个亚洲市场资产证券化产品发行量从1998年的70亿美元上升到680亿美元。惠誉预计,整个亚太地区的CDO市场,日本、印度和韩国的住房抵押贷款证券化市场,亚太地区的房地产投资信托和商业房产抵押贷款证券化市场将面临巨大的发展机遇。

■看点

●资产证券化一直处于内涵不断深化、边界不断扩展的发展过程中,其载体和方式不断扩大化和复杂化,并日益渗透到了经济领域的各个层面。

●按照基础资产是否为抵押资产划分,证券化的品种可以分为资产担保证券(Asset-backed Securities,ABS)和抵押支持证券(Mortgage-backed Securities,MBS),资产担保证券种类较为单一,结构比较复杂,种类较多。

●美国是资产证券化的发端国家,也是全球最大的资产证券化市场。欧洲是美国以外世界上第二大资产证券化市场。英国一直是欧洲资产证券化的领先国家。近年来,资产证券化在亚洲日本、韩国等也得到了快速发展。

●资产证券化在全球的迅猛发展表明资产证券化是世界金融市场最具生命力的创新之一,是国际资本市场上最重要和最具有活力的组成部分。资产证券化已成为全球金融危机的一个重要发展趋势,其对金融经济发展的影响,正随着金融一体化和金融全球化的趋势日益显著。

■编余

中国内地的新兴证券市场虽然年轻,但不乏对新生事物的热情与关切。比如有关资产证券化问题,前两年就有多家券商研究机构投入人力、物力开展了追踪性研究,大家也见到了一些成果。去年,金融界特别是人民银行的有关人士从实操操作的角度再次提及了这个话题,引起各方人士的关注。那么,我们是不是还需要一些更新的信息,比如资产证券化在全球的最新发展情况怎样?规模如何、结构怎样?又有哪些新的品种与创新做法?了解这些信息,对于我们在中国开展资产证券化尝试是有帮助的。刘向东博士给我的这篇文章,介绍了一些情况,由于她在北京国际信托投资有限公司研发部主任任上,她的介绍明显带有很浓厚的实用色彩,这是既可取又有现实意义的。对试图开展资产证券化业务的机构来讲,不无启发。

——亚夫

目前已证券化的主要资产类型	
资产和收入类型	资产和收入形式
贷款	住房抵押贷款;私人资产抵押贷款、汽车销售贷款和其他各种个人消费贷款;商业房地产抵押贷款、各类工商企业贷款等
应收账款	信用卡应收款;贸易和服务应收款等
公用事业和基础设施收入	电力、供水、水处理、天然气、高速公路、铁路、机场、港口等
租赁收入	办公楼租赁、计算机租赁、汽车租赁、办公设备租赁、飞机租赁等设备和交通工具租赁费
保险费收入	人寿、健康保险单、灾害保险等
自然资源储备	石油、天然气储备、金属和非金属矿藏、林地资源等
其他	高收入债券、公园门票收入、俱乐部会费收入、专利、版权、商标使用权收入等

■在线访谈

让中国的老百姓都住上好房

访谈嘉宾:中房协副会长、栖霞建设董事长 陈兴汉

就此次房产新政的导向、对市场和企业的影响、特别是商品房价格走势等热点问题,前天,现代快报www.生活南京.com邀请中房协副会长、栖霞建设董事长陈兴汉女士在线访谈。

新政中心下移力度加大——有利于提高调控效率

陈兴汉在接受网友咨询时首先表示,这次国六条和九部委的意见,把分类指导和区别对待作为指导意见,还明确规定,对宏观调控政策落实不到位、房价涨幅没有得到有效控制、结构性矛盾突出、拆迁问题较多的城市,要予以通报批评。这意味着中央政府将调控的中心进一步下移,将房地产宏观调控的效果列入到地方政府的政绩考核内容。而对营业税征收年限由2年延长至5年;对满1年未动工开发的土地,由“征收土地闲置费”,变为“依法从高征收土地闲置费”等措施,则表明调控的力度在逐步加大,政府已经把房地产市场供应方面责任交给地方政府,相信南京政府也会尽快研究政策,加大90平方米以下房屋供应。

加大中、小户型、中低价商品房

供应——让老百姓都能住上好房

不少读者特别关心两个70%的政策,但对于买房自住的人来说,他们更在意买房是涨还是降。对此,陈兴汉分析,受制于中国人多地少的国情,发展中小户型住宅将成为我国住宅建设的重要方向,新政策给了大家一个信号,未来的房子在供应结构方面,都将向小户型发展。实际上,在香港、日本,还有一些发达国家,都有这样的变化。政府通过调整供应结构,限制投资型的需求,让老百姓都能按自己的要求住上性价比高的好房子。

陈兴汉表示,按两个70%的规定,将使90平方米以下的中小户型的供应量将有所增加,此类户型住宅的价格涨幅也将趋于平稳。同时,此次新政对自住型的房子没有影响。所有的政策都有利于中小户型以及中低价位商品房的需求,房贷政策对自住型、90平方米以下的房子,也保证信贷首付款为20%,对真正买房自住的人来说,将来选择的余地会更大些。

陈兴汉在回答网友提问时还说,增加90平方米以上房子的首付到3成,对

购房者的影响也不大。根据栖霞建设的统计,95%的购房者基本都是自己住,公司10亿元的销售,只有3亿元是按按揭,两成按揭的人很少。

社会各阶层人们的住房需要都应满足——房市健康的标志

很多网友关注首付调到3成后90平方米以上的户型的价格走势,陈兴汉估计,90平方米以上的户型,比较好的区位和比较好的地段,价格肯定会有一定的涨幅。因为,南京整体的居住环境比较好,由于拆迁费用增加,城市基础设施不断完善、南京的土地价格不会下降,所以房价仍然是上涨的走势。对于老百姓来说,现在好的地段,好的套型,品牌开发商的房子,该出手时就出手,房价降下来的可能性不大。

陈兴汉分析,在老百姓以小换大、以旧换新的改善型需求的推动下,90至120平方米的户型,是目前栖霞房地产市场上的主流户型之一,根据栖霞建设的统计,这一户型的在公司比例达30%至40%,深得购房者喜爱。希望地方政府的实施细则中,能充分考虑这一部分人

的需求,以免将来90至120平方米的住宅供不应求,导致价格上涨过快。

她还表示,地方房地产行政主管部门在制定实施细则时,应充分考虑到我国中产阶层规模的不断扩大,对住宅需求结构的影响。未来5年内,随着中产阶层的比例将由13%提高至25%,120平方米以上的需求政府也应充分考虑。总之,应根据社会各阶层对住房的要求,产品地域性的特征来安排住房供应结构。

加速企业优胜劣汰——新政对优秀企业是利好

谈及新政对房产企业的影响,陈兴汉说,新政策绝不是中国房地产业快速发展时代的结束,而是中国房地产业持续健康快速发展时代的真正开始。她说,全国的房地产企业有4万多家,南京就有五六百家,宏观调控会加速一些不讲诚信、经营不规范的企业消亡,加速优胜劣汰。

在这种情况下,新政策还将推动企业之间的并购,九部委文件规定,土地供应在限套型、限房价基础上,采用竞

地价、竞房价的办法,这一规定的实施,标志着房地产市场由一个“资本为王”进入“成本为王”的时代。

栖霞建设正在采取积极应对措施

(一)栖霞建设将进一步提高产品创新能力。目前,公司申报英国皇家特许建造企业的资料,已通过英国皇家特许建造师学会的审核批准;公司设立博士后科研工作站,已得到国家人事部的批准。栖霞建设已成为国内房地产业首家CIOB企业(CIOB)和全国房地产业唯一设立博士后科研工作站的企业。目前,我们一方面积极通过CIOB这一技术和信息平台,努力提高企业项目开发信息化水平,进一步提高开发效率和品质;一方面已在博士后工作站的研究计划中增加了与中小户型设计创新及工程建设管理有关的课题。

(二)通过产业化基地建设和加强管理,进一步提高企业的成本管理。在通过过去十多年里,我们通过构建住宅产业链、搭建供应体系、实施集团采购、优化业务流程、建立产品和管理

标准等方式,使企业的成本控制能力、三项费用控制效率一直居于同行业领先水平。下面,我们将通过住宅产业化基地建设,以及进一步实施管理挖潜,继续提高企业的成本管理。

(三)利用宏观调控机遇,凭借品牌优势、技术优势、地缘优势和成本管理优势,积极参与本地区的企业并购、旧城改造和新区建设工作,增加土地储备,做大做强企业。

(四)坚定不移地实施“三个现代化”发展战略。进一步提高企业的产品创新能力、成本控制能力和市场竞争能力,力争早日使栖霞建设发展成为全国最大的现代化住宅产业化基地之一。

(五)加快企业发展步伐,积极回报投资者。为加快公司发展,提高融资效率,2006年6月2日,公司临时股东大会审议通过了非公开增发新股的议案。由于公司上市以来发展迅速,成长前景好,注重投资者回报,本次定向增发得到了国内十多家证券投资基金投资者的追捧。可以预见,本次定向增发完成后,公司的规模将会得到极大提升,投资者将会得到更丰厚的回报。