

美国房地产信贷风险给我们的启示

□ 易宪容 韩芳

一、利率升降:导致美国房地产市场繁荣与降温

近年来美国房地产业之所以会如此繁荣,主要是以下几方面因素决定的:

首先,利率持续下降是支持2000年以来美国房地产市场持续繁荣的重要因素。从2000年下半年开始,美联储货币政策开始发生根本性转变,从加息周期转变为减息周期。联邦基金利率在2001年1月下调了50个基点后,美联储又连续13次降低利率。截至2003年6月,联邦基金利率水平降为1%,达到了46年以来最低水平。美联储的低利率政策造就了美国的金融环境十分宽松。

在美国房地产按揭贷款市场上,按揭贷款利率也随着宽松性货币政策而持续下降。其中,30年固定按揭贷款利率从2000年底的8.1%下调到2003年的5.8%;1年可调息按揭贷款利率也从2001年末的7.0%下调到2003年的3.8%。虽然,自2004年6月后,美联储的低利率政策开始发生逆转。截至2005年6月,经过连续13次调高利率,联邦基金利率上调到4.25%水平,但其利率仍保持在较低水平上。而且,人们也没有预期未来利率会升高。所以,利率降低所造成的高房价并没有给购房者构成更多的偿付压力。在2000年到2004年间,伴随着房价不断上升,购房者每月偿付的贷款额并没有多大升幅。或者说,购房者仍能承受每月所需偿付的贷款额升幅。

其次,随着联邦基金利率下降,其他利率也随之纷纷下降,很多高风险的金融工具在住房按揭贷款市场中比重不断增大。据美国房屋按揭贷款银行协会所提供的数据来看,截至2004年下半年,浮动利率贷款和只支付利息贷款所占按揭贷款的发放比例约为三分之二。与固定利率相比,购房者选择这类贷款工具时只需负担较低的每月还款额度。所以,这类贷款工具也减轻了购房者的还款压力。同时,全球投资者对美国按揭贷款证券化产品也有需求,这一因素导致美国贷款机构可以发放更多的高风险住房按揭贷款。在一定程度上,这些因素都支撑了近几年来美国房地产价格的持续走高。

在一个低利率时代,按揭贷款证券化产品能让投资者获得比投资政府债券更高的投资回报率,导致越来越多的投资者都愿意投资按揭贷款证券化产品。根据华尔街日报报道,越来越多的美国投资者及欧洲和亚洲投资者涌入这一市场,使得美国房地产市场更加兴旺。随着投资者不断买入按揭贷款证券化产品,加上银行大量放贷,这些因素都促使美国房地产价格持续上升或保持在较高水平上。

从美国情况来看,房地产信贷市场是一个高风险市场,住房按揭产品也是一种高风险产品。房地产信贷风险不仅会对房地产市场造成不利影响,而且也会对证券市场产生负面影响。对此,我国银行业及管理层要对房地产信贷风险予以高度关注,避免由此对中国经济可能产生的不利影响。

但是,随着美国联邦基金利率上升(2006年8月联邦基金利率上升到5.25%),已达到近两年来最高水平。美联储连续17次升息,不仅提高了房屋借贷成本,而且也对房地产市场起到了一定的降温作用。由此,导致美国房地产市场的繁荣开始出现逆转。据美国一些房屋建造商表示,他们的订单就已经开始减少,这种状况持续到了2006年。根据美国商务部的数据显示,2006年第三季度美国的新房开工持续下降,与2005年同期相比,2006年9月新建房价下降了9.7%。这是1970年以来的最大降幅。目前,美国的房价下降已引起了市场的普遍担忧。

另外,由于当前美国经济前景不明朗,加上汽油价格飙升,带动了美国物价水平上涨。物价上涨会影响社会公众压缩像房屋这样的大宗物品开支,这也是造成近期美国房价下跌的原因之一。尽管美联储升息的宏观调控是旨在控制通货膨胀压力,但社会公众仍会感觉收入会降低,因而也会进一步减缩开支。

从美国房地产市场繁荣与降温来看,利率变化是最为重要的影响因素。利率水平高低决定了房地产市场发展繁荣与否,决定了房地产市场价格变化。

二、美国房地产市场正面临信贷风险

随着近期美国房价出现下跌,住房按揭的违约风险也随之增加。在此,所谓“违约风险”(又称为信用风险)是指住房按揭贷款者会因某些原因不能按时支付或暂停支付贷款合同约定的借款。根据美国Fitch Ratings对住房按揭贷款证券化产品的调查结果显示,与1998年相比,2006年第3季度过期的次优级贷款出现了16倍增长。另据《福布斯》公布的情况看,截至2006年12月,美国次优级借款者支付的利息通常比信用良好的借款者高出2%到3%。截至2006年末,次优级借款人所占所有按揭贷款总额约为四分之一。美国Center for Responsible Lending机构根据这一调查结果预计,在这种情况下,被称为次优级借款者家庭不是已失去了房屋,而是意味着在未来几年内可能会失去他们的房屋。同时,目前这些可能会逾期偿付和违约的MBSs(一种住房按揭贷款证券化产品)还会影响未来几年的MBSs走势,因为第1年的高水平逾期支付意味着未来几年会有更高的违约比例。

由此看来,由于MBSs这样的高风险按揭贷款证券所占比例很大,所以MBSs存在着很大的违约风险,这对投资者会产生不利的风险与影响。在前几年美国房地产市场繁荣时,很多银行向投资者推销了有问题的按揭贷款证券,这些高风险的按揭贷款证券被打包到按揭贷款证券化产品中。在美国所发放的住房按揭贷款中,浮动利率贷款和只支付利息贷款已占到很大比例,利率升高必然会增大购房者的还款压力。另外,由于市场利率升高预期依然强烈,借款人为了避免利率上升给自己带来的损失,可能会倾向于提前偿付来中止与贷款人的债务关系。这样,就会造成按揭证券化资产的现金流不稳定,从而影响到证券化过程中设立的资产池的现金流量,由此会给按揭证券化资产带来投资风险。

第三,随着金融市场发生变化,美国住房信贷市场风险将进一步暴露出来。比如,在2006年,美联储已多次提高利率,债券价格又与利率呈现负相关关系,利率上升导致债券价格下跌。债券期限越长,受利率影响的程度也就越大。虽然住房证券化产品在很大程度上可以降低利率风险,但市场利率变化仍会影响到住房按揭贷款人的清偿速度,并影响投资者的投资收益。在美国所发放的住房按揭贷款中,浮动利率贷款和只支付利息贷款已占到很大比例,利率升高必然会增大购房者的还款压力。另外,由于市场利率升高预期依然强烈,借款人为了避免利率上升给自己带来的损失,可能会倾向于提前偿付来中止与贷款人的债务关系。这样,就会造成按揭证券化资产的现金流不稳定,从而影响到证券化过程中设立的资产池的现金流量,由此会给按揭证券化资产带来投资风险。

第四,由于近年来国际经济增长形势良好,导致美国及其他国家或地区的金融机构降低了对风险的警惕性。比如,近几年全球房地产市场持续繁荣,房地产价格不断上升,使得不少金融机构对房地产市场风险的警觉似乎已经麻痹。实际上,在这繁荣的市场背后,不仅潜藏着值得关注的各种风险,而且这种风险在金融一体化的今天也会在国际金融市场中得到迅速传播。可以说,随着世界各国房地产市场逆转,这种过度乐观的投资情绪将发生巨大的变化,美国房地产信贷市场的高风险也将会完全暴露出来。如果这种情况发生,所带来的连锁效应将对国际金融市场造成巨大的冲击。

三、美国房地产信贷风险对中国的两大启示

首先,我们注意到,美国房地产信贷市场中所发生的情况同样也可能在中国房地产信贷市场中发生。如果说成熟与发达的美国房地产信贷市场都隐藏着巨大的信贷风险,那么中国房地产信贷市场所面临的问题与风险就更值得我们关注了。

比如,截至2006年6月末,我国银行业所涉及的假按揭贷款金额达数十亿元。特别是在前几年房地产市场

繁荣时,这些问题都被掩盖起来了。如果一旦我国房地产市场的繁荣出现逆转,这种通过按揭欺骗银行贷款的行为都会暴露出来。

还有,根据最近银监会的检查结果显示,在各项制度逐步严格下,有的省市房贷不良率仍连续三年呈上升趋势。截至2005年末,银行个人住房贷款余额为22000亿元,比对上一年增长约3600亿元,房贷市场已占GDP的10%以上。以上海为例,至2006年9月末,中资银行个人房贷不良率为0.86%,而2004年只有0.1%左右,两年间房贷不良率上升了7倍多。这表明,房贷不良率上升势头很快,这使得我国银行信贷面对的风险在上升。从美国的经验来看,不要把个人住房按揭贷款只看作是优质资产,而应当视为一种风险较高的贷款,只不过这种贷款的风险具有周期性及滞后性等特征而已。因此,无论是银行监管机构还是银行对此都要有警惕。

其次,截至2006年12月末,中国外汇储备已达10663亿美元,如何来管理及运作中国增长过快的外汇储备,已成为社会关注的焦点问题。根据我们的分析,以往我们将部分外汇储备投资于美国的CDO和MBS产品,这些产品仅被视为是一种高收益和低风险的投资产品,却严重低估了这些住房按揭证券化产品的市场风险没有被充分披露及信息不透明;原因之二是中国机构投资者仅以房地产市场价格上涨时来评估这些证券化产品风险,而没有考虑当房地产市场逆转时可能面对的投资风险。这使得中国投资者无法真正意识到这些产品的投资风险高低。原因之三是中国投资者更相信美国的评级机构。因此,当中国投资者特别运用外汇储备投资这些产品时,境外市场中所存在的信息不对称及风险是无处不在的,所以我们对此要采取十分谨慎的投资态度才行。

总之,从美国情况来看,房地产信贷市场是一个高风险市场,住房按揭产品也是一种高风险产品。当市场严重低估该类产品风险,尤其在证券市场中投资这些证券化产品时,这类产品的风险既可能会传导到美国以外的证券市场上,也会传导到国内证券市场上。对于中国房地产市场来说,住房按揭风险其实比我们想象的要大得多,只不过在目前国内房地产市场依然繁荣时大家视而不见而已。还有,既然中国按揭贷款证券化产品是一种高风险投资产品,中国投资者就必须充分认识与了解美国房地产信贷市场及住房按揭证券化产品,否则,未来中国将难以回避美国房地产市场出现系统性风险可能会传导的市场风险。

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

房地产信贷风险对经济扰动不可不防

中国住房按揭产品产生和发育的时间并不长,但对国内各家银行来说,它们一直把个人按揭贷款看作是银行的优质资产。因此,国内银行对住房按揭贷款的市场竞争非常激烈。在前几年国内住房按揭市场上,银行很少拒绝个人住房按揭。这样,不仅导致了国内个人住房按揭贷款的潜在风险巨大,也导致了国内按揭贷款证券化产品在中国无法流行。正因为国内银行把住房按揭贷款视为银行贷款的“优质资产”,在近期国内股市价格上涨及赚钱效应诱导下,有些人通过假住房按揭贷款将银行信贷资金投入证券市场。在我们看来,这不仅有害于国内证券市场健康发展,而且也会给国内房地产市场与金融体系造成诸多风险。

从历史经验或理论逻辑来看,住房按揭贷款风险是无所不在和无处不在,发达国家的房地产市场尚且如此,新兴国家的房地产市场更是如此。因为,一旦市场出现逆转,房地产市场产品的周期性及房地产业市场的高风险性,就会将住房按揭贷款风险随时显现出来。在此,我们来看一下最近美国房地产市场所发生的一些情况,或许能从中看到住房按揭贷款所存在的市场风险,并给我们诸多启示。

据报道,最近汇丰控股公布其年度业绩时发出盈利预警,称将对去年该集团的美国按揭贷款业务作减值

处理,减值处理的金额高出市场普遍预期的20%,这部分主要与美国房地产第二按揭业务有关。在此,我们更为关注的问题是,作为全球盈利能力排名第一、风险控制最好的银行,汇丰银行都会面临住房按揭的高风险问题,那么可以设想其他银行也会普遍面对这一问题了。而且,低估住房按揭的投资风险应该是一个十分普遍的全球问题。也就是说,在市场繁荣时,房地产按揭贷款风险可能不会产生什么问题,但当市场出现逆转时,房地产按揭贷款的所有潜在风险都会显示。如美国房地产市场出现的逆转,其住房按揭贷款风险就完全显示了出来。这表明,当房地产市场出现周期性变化所产生的系统性风险时,这是任何银行都无法避免的。

因为,从上世纪80年代末90年代初以后,美国经历了长达十几年的房地产市场繁荣。特别是最近5年,在美国经济整体出现下滑和调整之后,房地产业繁荣维持了美国经济强劲增长势头。也就是说,从2000年美国纳斯达克股市泡沫破灭之后,美国经济并没有随股市泡沫破灭而出现衰退,相反是房地产市场繁荣使得美国经济繁荣得以持续。但是,从2006年中期开始,美国房地产市场开始降温,中期产品价格已经出现下滑。由于2006年美国房地产市场出现逆转,住房按

按揭贷款市场繁荣背后的潜在风险也逐渐显露出来。值得我们思考的问题是,美国的金融体系、法律制度及信用体系是最为完善的,但为什么房地产市场按揭贷款风险还会那么大呢?

可以说,就目前美国住房按揭贷款体系来看,它应该是当今世界上最为健全与完善的房地产金融体系,这种体系在分散与控制住房按揭贷款风险上也是最规范的。它既让市场机制充分发挥作用,又是政府高度干预和调控的市场。

作为美国金融市场的一个重要组成部分,住房融资市场主要有两级按揭贷款市场构成。一级市场主要是住房按揭贷款的初始交易,以私人金融为主导。依靠出售按揭贷款补充资金供应,以此来维持后续的贷款业务。美国住房按揭贷款的一级市场的主要金融机构有商业银行、储蓄银行、人寿保险公司、信用社、按揭贷款中介、按揭贷款银行等。

二级市场是住房按揭贷款的再交易和再流通市场,以政府担保为基础。它向原始贷款人购买按揭贷款并转手给投资者,或者将买进的按揭贷款组成“按揭贷款池”以扩大这类证券的市场。美国住房按揭贷款的二级市场的主要机构有联邦国民按揭贷款协会(Fannie Mae 房利美),联邦住宅贷款按揭贷款公司(Freddie Mac 瑞德德满),政府国民

按揭贷款协会(Ginnie Mae 吉利美)。住房按揭贷款市场的主要机构促使资金流入初级市场。如其主要流程为:一级贷款人向消费者提供按揭贷款,然后一级市场贷款人将按揭贷款组合出售给联邦国民按揭贷款协会和联邦住宅贷款按揭贷款公司,而联邦国民按揭贷款协会和联邦住宅贷款按揭贷款公司通过按揭贷款支持证券的销售获得的资金,被用来从一级市场贷款人手中购买更多的按揭贷款,通过购买更多的按揭贷款组合为一级市场提供更多的资金,从而使一级市场能提供面向消费者的更多按揭贷款。这样就形成了一个住房消费者贷款、一级市场贷款人、按揭贷款支持机构、按揭证券化产品、证券化产品的投资人等一个良性资金供求关系的循环系统。

从上世纪90年代开始,政府资助企业和二级按揭贷款市场开始在按揭贷款市场中占据主导地位,这一时期按揭贷款银行在贷款发起市场所占的份额也越来越高,住房贷款被证券化的比例也快速增长。比如,总额达13万亿美元的以美元为单位CDO(债务按揭债券)和MBS(有房地产按揭作担保的证券)市场,都有与住房按揭与抵押有关的资产证券化市场。这些按揭

证券化产品不仅提高了住房购买者的购房贷款供给能力,也降低了贷款利率及增加了银行的流动性风险,同时又降低了银行的资产负债率。对于投资者来说,它们也提供了一种回报高于国债而低于企业债券,风险低于企业债券而高于国债的投资机会。

但是,按揭证券化产品作为一种派生产品,它的风险高低,在于原产品风险的控制程度。在于这种派生产品过程的信息透明度及有效监管。可以说,按揭证券化市场虽然有转移和分散风险的功能,但风险并不会消失,而只是分散或转移到了他人身上。因为,这些证券化产品的发展需要的是持续稳定的房地产市场及公开透明信息披露机制。近来美国房地产市场发生逆转,其风险也逐渐凸现出来。

这也告诉我们,房地产信贷风险是客观存在的,不仅住房按揭贷款有市场风险,而且住房贷款证券化产品也存在着市场风险。只是当房地产市场繁荣时,这些信贷风险被我们忽视了,一旦房地产市场繁荣发生逆转时,房地产信贷风险才会逐渐显露出来。并且,房地产信贷风险不仅会对房地产市场造成不利影响,而且也会对证券市场产生负面影响。对此,国内银行业及管理层要对房地产信贷风险予以高度关注,避免由此对中国经济可能产生的不利影响。(易宪容 韩芳)

■看点

●近年来美国房地产业之所以会如此繁荣,主要是以下几方面因素决定的。首先,利率持续下降是支持2000年以来美国房地产市场持续繁荣的重要因素,房地产按揭贷款按揭贷款利率也随着宽松性货币政策而持续下降;其次,随着联邦基金利率下降,其他利率也随之纷纷下降,很多高风险的金融工具在住房按揭贷款市场中比重不断增大。从美国房地产市场繁荣与降温来看,利率变化是最为重要的影响因素。利率水平高低决定了房地产市场价格变化。

●随近期美国房价出现下跌,住房按揭的违约风险也随之增加。第一,当房地产市场繁荣时,各类住房信贷金融机构会积极扩张信贷规模,往往也会降低住房消费者的市场准入标准,让一些无资格或没有偿还能力的消费者进入住房信贷市场;第二,当美国金融机构将这些高风险资产以证券化方式进入市场时,又由于评级市场不透明和评级机构之间的利益冲突,导致这些高风险资产以证券化方式进入投资市场;第三,随着金融市场发生变化,美国住房信贷市场风险将进一步暴露出来;第四,由于近年来国际经济增长形势良好,导致美国及其他国家或地区的金融机构降低了对风险的警惕性。

●从美国情况来看,房地产信贷市场是一个高风险市场,住房按揭产品也是一种高风险产品。当市场严重低估该类产品风险,尤其在证券市场中投资这些证券化产品时,这类产品的风险既可能会传导到美国以外的证券市场上,也会传导到国内证券市场上。

■编余

房地产信贷风险一直以来是一个市场关心但并没有引起足够关注的市场问题。易宪容和韩芳两位专家通过分析美国房地产信贷市场的发展现状,向我们揭示了利率变动是引发近年来美国房地产市场繁荣与降温相互交替的一个基本影响因素。另外,当经济增长前景不明朗时,人们会减少住房消费支出,这也是影响目前美国房地产市场降温的一大原因。尤其是当美国房地产市场繁荣景象开始发生扭转时,房地产信贷及房地产信贷证券化产品的市场风险自然就会产生。而且,这类房地产信贷风险影响还可能通过证券市场传递到全球金融市场中。这一点值得我们关注。

相比之下,我们还不够重视国内房地产信贷风险。就目前而言,我国房地产信贷风险主要体现在银行的住房按揭贷款。由于国内银行业依然将住房按揭贷款视为银行贷款的优质资产,忽略了其潜在的市场风险。尤其是当我们面临国内利率水平存在上升压力、通胀压力逐渐体现、国家继续调控房地产市场及全球房地产市场降温的传递影响等诸多因素时,国内住房按揭贷款不良率正在逐渐上升。这对国内银行业来讲无疑是一个值得重视的问题;其实,重视银行的住房按揭贷款风险,不仅仅是银行业的事情,同样也应引起管理层的高度关注。同时,如何发展住房信贷证券化产品来分散和控制住房信贷风险,应当成为我们今后化解房地产信贷风险的一个重要课题。

——亚夫