

# 试析资产证券化的特殊功能

马立珍<sup>1 2</sup>

(1. 中国人民大学, 北京 100872; 2. 中共内蒙古通辽市委党校, 内蒙古 通辽 028000)

**摘要:**美国是金融创新活动最活跃、最前沿的国家,金融制度及衍生品的创新不胜枚举,其中资产证券化的推出当属美国金融业的一项重要创新。而金融危机的爆发与蔓延也从另一个侧面凸显出资产证券化所具有的巨大威力与特殊功能。已有的观点认为,资产证券化有利于解决金融机构的资产负债期限结构不对称问题,改善资产负债表管理,从而分散信用风险。事实上,资产证券化还具有两大特殊功能,即资产证券化可以将信贷市场与资本市场、虚拟经济与实体经济连接起来,从而解决各市场间的封锁与割据;同时资产证券化也可以开拓出另一维度的金融市场领域。

**关键词:**美国金融危机;资产证券化;特殊功能

**中图分类号:**F63 **文献标志码:**A **文章编号:**1007-4937(2010)01-0061-03

20世纪60年代末,资产证券化诞生于美国;90年代后期,资产证券化在亚洲兴起,但人们真正领略资产证券化的威力却是在本轮美国金融危机发生之后。可以说,在次贷危机的蔓延与升级过程中,资产证券化起到了关键的媒介作用。关于资产证券化的功能,已有的观点认为,资产证券化有利于解决金融机构的资产负债期限结构不对称问题,改善资产负债表管理,使缺乏流动性的资产流动起来,从而分散信用风险。对发行人来说,可以以较低的成本融资;对投资者和金融市场来说,则可以提供一种新的可供交易的金融投资产品,从而丰富金融业的发展。笔者认为,资产证券化还具有两大特殊功能,一是资产证券化可以将信贷市场与资本市场、虚拟经济与实体经济连接起来,从而解决各市场间的封锁与割据;二是资产证券化可以开拓出另一维度的金融市场领域。

## 一、资产证券化可将信贷市场与资本市场、虚拟经济与实体经济连接起来

资产证券化是对相关资产的证券化,证券化的标的资产大部分是已经完成的金融交易结果——信贷资产(金融机构发放的各种贷款),是对相关资产的再开发、再运营。资产证券化包括信贷资产证券化和非信贷资产证券化。将缺乏流动性的、未来可以产生稳定现金流的信贷资产作为基础,通过发行资产支持证券进行融资,是信贷资产证券化的基本内涵<sup>[1]</sup>。

一般的,抵押贷款的证券化不仅可以使信贷市场与资本市场、虚拟经济与实体经济连接起来,而且,在各市场体系及经济系统之间也可以建立起高效的信息传递机制,从而打通各个市场之间的封锁与割据,建立一体化的金融市场体系,推动市场体系的进步。完善的体系的一个重要标志就在于市场体系内的各子市场之间密切相连,从而达到资源的优化配置。而完善市场体系的一个重要任务就是打破各市场之间的封锁与割据。在资产证券化出现以前,人类还没有找到一个像证券化这样能够很轻松地解决市场之间的割据与封锁难题,并将各个市场甚至实体经济与虚拟经济有机连接起来的金融工具。资产证券化的运用,使金融市场乃至金融业的发展出现了质的飞跃。

此次美国金融危机的最初表现形式是次贷危机,即次贷借款人不能按期还贷导致还贷违约问题增

收稿日期:2009-10-02

作者简介:马立珍(1970-),女,内蒙古通辽人,博士研究生,副教授,从事金融理论研究。

多而引发的危机。由于次级抵押贷款的证券化,以次级贷款为支持发行的大量次级债券不仅将信贷市场(住房贷款)和资本市场(次级债券)紧紧连在一起,也把房地产市场与资本市场的命运连在了一起。次贷危机的发生,一方面,导致以次贷为支撑的次级债券价格的大幅跳水,甚至成为没人买的垃圾;另一方面,信贷市场的危机也迅速传导到资本市场,次贷危机升级为次级债券危机,而且这种传导是高效的。2007年3月13日,以新世纪金融公司宣布濒临破产为标志,次贷危机正式爆发。此后次级债市场占有率最大的 American Home Mortgage 公司、最大商业抵押贷款公司全国金融公司等相继申请破产。同年7月,以房利美和房地美遭遇资金困惑以及一些大的放贷机构告急为标志,次贷危机集中爆发。随着次贷危机的推进,次级债券也深受其害。2008年3月17日,JP 摩根以每股2美元的换股方式全面收购贝尔斯登,由此拉开次级债券危机的序幕,次贷危机的爆发已不可阻挡。如果从集中爆发的时间算起,由次贷危机演变为次债危机,即危机从信贷市场大规模传导到资本市场所需的时间还不到一年,而且,速度之快、范围之广、影响之深超乎想象。美国的次贷发放机构、投资银行、商业银行、各种基金、保险公司等几乎所有的金融机构因与次级债有关而无一幸免。更为重要的是,危机不仅重创了美国市场,而且蔓延到世界各地。而如果没有资产证券化,信贷市场与资本市场是相对分离的,即使信贷市场出现问题,其负面影响也仅限于信贷市场领域,不可能对资本市场产生直接冲击,也不会大范围地牵连其他金融机构和投资者。有人就此质疑资产证券化。

然而,危机的爆发与蔓延恰恰从另一个侧面证明了资产证券化所具有的巨大威力与特殊功能。事实上,危机的根源不在于资产证券化。此次美国金融危机的真正祸源是次级抵押贷款的证券化。把高风险的次级抵押贷款证券化当然后患无穷,更何况美国的房地产价格已经持续了十几年上涨,房地产业已经积累了相当大的泡沫。应该说,是美联储的持续加息使次贷问题凸显,而次贷危机又引发了房地产泡沫、信用过度膨胀的泡沫、监管不力等长期积累的隐患问题,即美国长久以来诸多问题的累积为危机的爆发埋下了隐患。在此次危机中,资产证券化的特殊表现凸显出它所具有的重要功能,即将信贷市场与资本市场、虚拟经济与实体经济连接起来。而资产证券化所具有的特殊功能则使得金融市场发生了质的飞跃,也有利于实现资源的优化配置。

## 二、资产证券化开拓出另一维度的金融市场领域

领先于全球的美国金融业,在其发展中也同样遇到了一些问题困扰,解决问题的探索推动了金融创新的实践,尤其是在实现了高度繁荣后,美国金融业出现了市场饱和的发展困惑。房屋贷款、汽车贷款、信用卡贷款及其他一系列消费信贷,在不断推陈出新的优惠措施鼓动下,普及范围已接近饱和,几乎没有发展的空间。股票、债券等投资品市场,如果没有新的可供选择的理想的投资产品,也不足以吸引更多的投资者。为了走出市场饱和的发展困惑,实现金融业的持续发展,美国金融业加快了创新的步伐,以期借助不断的金融创新释放金融发展的持续动力。资产证券化就是在此背景下推出并得到迅速发展的。

资产证券化最早出现于美国的住宅抵押贷款市场。当时的储贷协会和储蓄银行承担了大部分住宅抵押贷款业务。为摆脱储蓄存款大量提取所造成的流动性困境,1968年,美国国民抵押协会首次公开发行了“过手证券”(住房抵押贷款机构将新发放的住房抵押贷款进行打包,并通过发行住房抵押贷款转手证券来为住房抵押贷款筹措资金),开全球资产证券化之先河。在随后的十余年间,资产证券化发展较为缓慢。

进入20世纪80年代,资产证券的发行额度大幅度增加,资产证券化开始向美国以外的其他国家和地区蔓延。80年代中期,欧美一些发达国家普遍开展了资产证券化业务。90年代中期,资产证券化传到亚洲一些新兴市场国家。至此,资产证券化呈现迅速发展的态势<sup>[2]</sup>。

与此同时,资产证券化的标的资产不断拓展,尤其是美国的资产证券化市场不断尝试着对各种不同资产进行证券化,如从住房抵押贷款到一般信贷资产的汽车贷款、信用卡贷款、助学贷款、商用房抵押贷款,再到应收账款、收费权、技术专利和知识产权等特殊的非信贷资产等等,已形成四个主要的资产证券化形式:个人住房抵押贷款证券化、商用房抵押贷款证券化、一般信贷资产证券化、债务担保证,以及

后来的各类升级版的经过多次打包的以非实物资产为依托的证券。正如美国投资银行家瑞尼尔所说：“只要一种资产能产生稳定的现金流，投资银行家就可以将之证券化”。资产证券化成为美国金融业普遍的运作模式和极为常态的金融业务，也成为美国资本市场的最重要组成部分。

信贷资产证券化，在已经饱和的金融市场之上再次创造出大量的金融交易额，这意味着信贷资产证券化又开拓出一个新的金融市场领域，创造出新的金融繁荣。而对应收账款、收费权、技术专利和知识产权等特殊非信贷资产的证券化，也预示着金融产业链条的延长，以及大规模的金融市场的开拓。

此次美国金融危机的祸源是次级抵押贷款。危机发生前，美国共发行了 7 800 亿美元的次级抵押贷款，占美国全部住房抵押贷款的 10%。7 800 亿次级贷款能改变美国甚至影响世界，内在机理就在于次级贷款的证券化。因为经过次级贷款的证券化，以包含 7 800 亿次级贷款的资产池为基础又衍生出新的债券。也就是说通过对已经完成的交易结果——信贷资产的证券化及再证券化，又创造了 73 万亿美元的金融交易额，几乎数倍于基础资产。7 800 亿的次级贷款就规模而言，虽然很小，只占美国全部住房抵押贷款的 10%，但经过证券化后，衍生的债券规模却相当庞大。而 7 800 亿次级贷款，因证券化而制造出的 73 万亿美元之巨的金融交易规模，不仅增大了美国金融业以及整个经济体系的规模，还在虚拟经济内部以及虚拟经济和实体经济之间建立了复杂的经济联系，无论对金融业还是国民经济体系的发展都将产生重要的影响。而且，一旦次级抵押贷款还贷出现问题，就会导致次级债券危机。在此次美国的次贷危机中，不仅次级贷款违约率增加，因预期房价下跌，优质的房贷违约率也出现加速上升态势，进而出现住房抵押贷款支持债券危机。而住房贷款次级债券信用危机又连锁影响到其他证券化产品，甚至是一些优质的债券资产。次贷危机发生后，7 800 亿次级抵押贷款颠覆了 73 万亿证券化债券的命运。

在关于资产证券化的“是与非”争论中，吴晓求认为，证券化改变了风险的生存状态，使风险存量变成了流量，并认为这种转变是金融创新的巨大成就，是金融体系由传统迈向现代的重要标志。而且金融开始具有分散风险的功能，由此完成了从资源配置到风险配置的转型，意味着金融功能的升级<sup>[3]</sup>。这从另一个角度揭示出证券化所具有的特殊功能：证券化作为美国金融业的一项重要创新，几十年来为美国的金融业发展作出了重要贡献，也使世界金融业的发展出现根本性的变化。资产证券化是 20 世纪最重要的金融创新。

我国的资产证券化在起点上大大落后于发达国家甚至是一些新兴市场国家，资产证券化还处于起步阶段。2005 年 12 月 15 日，国家开发银行的开元 2005 年第一期信贷资产支持证券和建设银行的建元 2005 年第一期个人住房抵押贷款支持证券的成功发行，标志着资产证券化实践在我国实现了零的突破。我国的商业银行系统有大量优质的贷款，住宅建筑业又是未来最具有发展前景的产业，房地产金融还处于发展的初期，资产证券化在我国具有广阔的发展潜力与空间<sup>[4]</sup>。中国的资产证券化事业需要加快发展步伐，但在加速前行的过程中应重视防范信贷风险。

#### 参考文献：

- [1] 沈炳熙. 资产证券化：中国的实践 [M]. 北京：北京大学出版社，2008.
- [2] 张婷，杜建智. 浅谈美国资产证券化对我国的启示 [J]. 商场现代化，2009 (1).
- [3] 吴晓求. 中国金融改革启示录 [J]. 中国报道，2009 (1).
- [4] 操巍. 资产证券化在中国实施的前景分析 [J]. 工业技术经济，2009 (1).

责任编辑：陈淑华