

论中国资产证券化的现实选择

张振高 何德旭

摘要: 针对有关中国资产证券化切入点选择的各种观点, 本文提出, 实施资产证券化的前提是证券化资产必须满足一定的条件。而在我国, 到目前为止, 许多资产并不具备证券化的条件, 特别是, 中国资产证券化的整体基础还十分脆弱, 制度条件尤其缺乏。因此, 眼下的关键是完善资产证券化的市场环境和制度条件。

关键词: 资产证券化 市场环境 制度条件

最近一个时期, 资产证券化成为人们关注的一大热点, 不仅理论界进行着热烈的讨论, 而且有关管理部门和实际工作部门也正在制定资产证券化的实施方案。从理论界讨论的情况来看, 一个争论的较多也是分歧较大的问题是我国资产证券化切入点的选择即从何处入手的问题。

一、中国资产证券化切入点的选择: 一个综述

从欧美各国资产证券化的实践来看, 到目前为止, 已经有多种资产被成功地证券化。这些资产大致可以分成以下几类: 一是抵押、担保贷款, 如居民住宅抵押贷款等; 二是各种应收账款, 如信用卡应收账款、转账卡应收账款、设备租赁(包括计算机租赁、办公设备租赁、汽车租赁、飞机租赁、小型商业设备租赁等)应收账款、贸易(制造商和销售商)应收账款等; 三是各种有固定收入的贷款, 如航空机票收入、收费公路或桥梁和其他公用设施收入、航空或铁路客货运收入、税收或财政收入和出口收入、石油/天然气/矿藏储备和林地收入等; 四是各种商业贷款, 如商业房地产贷款、各类工商企业贷款、汽车贷款等。

资产证券化在我国还是一项新生事物, 根据国外成功的经验和我国的实际情况, 我们应该首先选择哪一类资产进行证券化操作呢?

主流观点或者说大多数人认为, 我国的资产证券化应该首先从住房抵押贷款起步。因为从世界范围来看, 住房抵押贷款是一种最为广泛地被证券化的资产。从住房抵押贷款本身来看, 许多方面的因素使得以这种贷款为基础或凭据提供所有者权益的证券在市场上比较容易被接受。比如, 与这种贷款有关的损失和拖欠风险相对较小而且相对容易估计, 因此得到高的投资级别评定或为此所需的信用提高并不困难; 住房抵押贷款的提前支付行为具有相当高的可预测性, 因此资本市场所需要的本金偿还的可预测性易于达到; 有关住房抵押贷款的会计和法律环境比其他资产的证券化环境更令人满意; 住房抵押贷款有巨大的市场潜力, 有条件形成住房抵押贷款的资产群。从现实意义来看, 住房抵押贷款证券化有助于促进我国住房金融资金的良性循环, 缓解商业银行的流动性风险与资本充足率压力, 填补公积金贷款的部分缺口, 有助于深化金融市场, 推动金融创新并完善“金融基础设施”, 也符合国家对新经济增长点选择的战略部署。因此, 我们目前面临的形势或者说需要研究的问题已经不是“要不要开展住房抵押贷款证券化”或“可不可以开展住房抵押贷款证券化”的问题, 而

是“如何开展住房抵押贷款证券化、怎么操作、分几步走”的问题。

也有人认为, 结合我国的实际国情, 我国资产证券化的发展应以基础设施项目收费和企业出口应收款的证券化为切入点。理由是我国目前存在大量能够产生稳定收入流的基础设施项目和企业出口应收款, 能够形成证券化资产的有效供给, 而相较之下, 我国的住房抵押贷款市场尚处于形成阶段, 汽车贷款和信用卡业务更是刚刚起步, 而且, 基础设施项目收费和企业出口应收款的证券化可为我国开辟利用外资的新渠道。

还有人认为, 直到目前, 我国在经济环境、法律框架、信用基础、利益驱动(融资收益)等诸多因素上, 都无法支持资产证券化近期在国内大规模推进。因此, 应该通过参与跨国界资产证券化运作, 在 21 世纪初把我国资产证券化实践带入崭新的发展阶段。跨国资产证券化的适宜资产包括三类: 一是离岸资产, 即我国跨国经营企业在境外的子公司的金融资产; 二是有外币现金流的资产, 如对外贸易和服务企业的应收款; 三是国际上容易接受的人民币现金流资产, 如向公众收费的大型基础设施、高速公路、港口、电厂等。

另有人认为, 我国商业银行不良资产的证券化既有必要, 也有可能。在我国目前的情况下, 无论是政府主管部门, 还是有关实际工作部门, 最迫切希望证券化的资产莫过于国有商业银行的不良资产。这一问题的解决不仅可以解除国有商业银行的经营困境, 而且有利于减轻国有企业的负担, 可谓一举两得。

二、资产证券化的条件

美国、欧洲等国一般是从住房抵押贷款的证券化起步, 其资产证券市场也是以住房抵押贷款证券为主。亚洲的情况则有所不同。特别是 1997 年东南亚金融危机以后, 亚洲企业首先希望利用证券化以解流动性不足的燃眉之急, 因此, 日本、香港地区和马来西亚等的证券化首先从住房抵押贷款着手, 但很快就转向了其他形式的资产。如 1997 年以后日本的从属抵押贷款债券快速发展; 韩国等国一开始就大力发展贸易应收款证券、汽车贷款租赁应收款证券等; 其他如外贸应收款支持证券、公路通行费支持证券及从属贷款债券等也在这些国家和地区得到了发展。

具体来看: (1) 日本的资产证券化开展得较晚(1988 年开始讨论), 随后的进展也十分缓慢。在日本, 住房抵押贷款是最早进行证券化的资产, 1996 年以后, 银行从属贷款、汽车贷

款等非抵押类资产的证券化也得到了一定程度的发展。(2)我国香港地区的资产证券市场诞生于1994年,当年共进行了4宗住宅抵押贷款证券化交易和1宗信用卡贷款证券化交易,1995年又成功地进行了汽车贷款证券化和商业楼宇贷款的证券化。(3)印度尼西亚的资产证券化未得到充分重视,截至1997年底,印尼共完成7宗证券化业务,主要是汽车贷款和信用卡贷款的证券化。(4)韩国在1996年末加入经合组织前后,才开始对证券化采取积极的态度,1997年7月,韩国金融经济部才准许进行首宗美元标价的设备租赁应收款的证券化交易,随后又有3家商业银行得到此类许可,据预测,今后韩国的资产证券化仍以设备租赁应收款为主,公司贷款及贸易应收款为辅。(5)马来西亚的资产证券化,初期主要是房地产抵押贷款的证券化,最近也在其他资产(如工业厂房贷款等)的证券化方面进行尝试。

资产证券化按照发行证券的担保证券的性质可以分为抵押贷款担保证券(Mortgage - Backed Securities, MBS)和非抵押资产担保证券(Asset - Backed Securities, ABS)。前者是由住宅抵押支持的证券化,后者是由除住宅抵押之外的一切债权支持的证券化。

从国外的实践可以看出,资产证券化经历了一个从住房抵押贷款证券化到非抵押债权资产(汽车贷款、信用卡贷款、企业应收款以及资产支撑商业票据等)证券化的过程。这一过程显示,随着金融市场的发展,特别是经济金融化、证券化步伐的加快,越来越多的原来认为不适合证券化的资产也进入了证券化行列。从原则上讲,只要借助于各种技术安排,提高信息收集与处理能力,设立各种安全机制,提高信用,减少毁约和拖欠,稳定未来现金收入流,降低证券化资产的风险,能够实现证券化的金融资产就会越来越多。

但不管怎么样,进行证券化的资产必须满足一定的条件。一般而言,这些条件包括:(1)可理解的信用特征;(2)明确界定的支付模式/可预测的现金流量;(3)平均偿还期至少为1年;(4)拖欠率和违约率低;(5)完全分期摊还;(6)多样化的借款人;(7)清算值高。在我国台湾省,提供资产作为证券化之标的物,也应该具备下列条件:(1)放款之债权契约应具备相似形式、风险、利率与到期年限,例如都是30年期,固定利率为10%之住宅贷款;(2)资产信用情况易被信用评级机构及投资人了解;(3)包装整合之资产组群其价值及报酬率容易计算;(4)现金流量型态容易预测;(5)资产组群平均到期日至少在1年以上;(6)逾期还款与违约之交易个案应予限制。关于适于证券化的理想资产的条件,还有许多“版本”,尽管表述方式不一,但主要内容基本一致。上述已经过证券化的资产也基本满足这样一些特征。

因此,并非所有的资产都适宜于证券化,宜于进行证券化的资产的最关键的条件或者说最基本的条件是该资产能够带来可预测的相对稳定的现金流,换言之,证券化的成功必然是以被证券化的资产的良好预期收益为前提的,对缺乏良好收益前景的资产进行证券化无异于缘木求鱼。我们在选择证券化资产时,也应该按照这些条件或标准来衡量。

三、中国资产证券化的选择

先看住房抵押贷款。尽管我们承认,我国住房抵押贷款证券化具有必要性和必然性,但这并不意味着我国住房抵押贷款的证券化可以大面积地推广和可以加快速度发展。恰恰相反,我们认为,我国住房抵押贷款的证券化还受到许多条件的

限制。其中的一个最基本的条件是庞大的住房抵押贷款存量。但是,我国住房抵押贷款规模实在是太小,一级市场发育严重不足。

截至1999年末,4家国有商业银行个人住房贷款余额为1260亿元,比年初增加了746亿元,增幅达145%,个人住房贷款余额占各项贷款余额的比重为2%,占GDP的比重为1.5%。在4家国有商业银行中,发放个人住房贷款数量最大的中国建设银行1998年底个人住房贷款余额为445亿元,1999年增加到863亿元,到2000年4月上旬,突破1000亿元;从地区来看,截至2000年一季度末,处于全国领先地位的上海市个人住房贷款余额合计达343.93亿元¹⁰。而从发达国家和地区的情况来看,1999年底,住房抵押贷款余额占GDP的比重,英国为56%、美国为54%、日本为33%、香港地区为31%、马来西亚为23%、韩国为14%、泰国为13%、菲律宾为11%、印度尼西亚为5%¹¹。我国住房抵押贷款的规模之小可见一斑。没有相当规模的住房抵押贷款的积累,便难以形成具有相似条件、违约率及提前清偿率的抵押贷款组群,从而也无从推行住房抵押贷款证券化¹²。

更为严重的是,银行发放个人住房抵押贷款的操作还处于试验阶段,缺乏经验,没有形成统一的贷款标准和贷款格式。由于住房抵押贷款在全国才刚刚起步,尽管人民银行下发了统一的个人住房贷款办法,但各地、各银行之间的情况不同,在具体操作中还没有形成全国统一的、标准化的住房抵押贷款体系。从理论上说,贷款条件等的标准化是形成抵押贷款组群的前提,现在看来,贷款标准的统一仍需要相当长的一段时间。可以说,即便是在国外最适宜于证券化的住房抵押贷款,在我国也还有许多问题。

再看银行不良资产。银行不良资产一般是指银行不能按时(按照事先约定的期限)、足额(按照事先约定的利率)得到利息收入和收回本金的资产。在我国银行的资产负债表上,资产项目包括各项贷款、有价证券及投资、同业往来、金银占款、外汇占款、财政借款和在国际金融机构资产。1999年底,国家银行以上各项资产占总资产的比例分别为72.85%、9.56%、0.92%、0.01%、14.50%、1.56%、0.60%。各项贷款中,短期贷款占68%,中长期贷款占30.93%¹³。由此可见,我国银行的不良资产主要是不良贷款。根据我国1996年颁布的《贷款通则》,银行“不良贷款”又包括逾期贷款、呆滞贷款和呆账贷款三部分。据估计,其中逾期贷款占67%,呆滞贷款占20~27%,要核销的呆账贷款占6~13%¹⁴。

我国四大国有商业银行不良贷款的产生原因是多方面的:一是国有企业改革滞后,过度负债经营,效益低下;二是财政特别是中央财政弱化,财政对银行的资本金拨付不足,许多本应由财政履行的职责不合理地压在国有商业银行的身上;三是在政府管理经济的前提下,政府职能错位,干预银行贷款,而四大国有独资商业银行按行政区域设置分支机构客观上又为这种干预提供了条件;四是国有独资商业银行在中央银行领导下,协助中央银行承担起金融调控的任务,在利润目标与宏观调控目标矛盾时,官本位的人事制度使国有独资商业银行必然舍前者而取后者;五是政策性业务与商业性业务相混合,虽然已经成立了三家政策性银行,但只是从国有商业银行中分出了一部分政策性业务,而且还只是这方面的贷款增量,存量部分仍留在四家国有独资商业银行,并且还增加了新的政策性业务;六是银行内部经营管理不善,风险意识与市

场观念淡薄,人员素质不高¹⁵。从时间上划分,这些不良贷款中,80年代及之前因计划经济因素形成的占1/3,1992-1994年因经济过热尤其是房地产经营热所形成的占1/3,另外1/3则是1994年后形成的¹⁶。

从我国银行不良贷款形成根源的分析中,我们可以作出这样一个判断:我国银行的不良贷款并不满足资产证券化的基本条件,甚至与资产证券化的质量要求相去甚远。

首先,银行不良贷款能否产生未来现金流或者产生多大的现金流,具有不可预测性和不稳定性。华尔街有一句广为流传的话:“只要一种资产能产生稳定的现金流,就可以将它证券化”,这形象而生动地反映了资产证券化的一个极为重要的前提:能在未来产生可预见的、稳定的现金流。从理论上讲,银行不良贷款的证券化,实质上是以借款人向银行支付的现金流(本金和利息)向资产支撑证券的投资者支付本金和利息。当资产支撑证券的现金流出既定时,如果其现金流入不稳定甚至“断流”,那么资产支撑证券的发行人或担保机构就不可避免地面临支付风险甚至支付危机。从我国银行不良贷款的形成中,我们可以很清楚地看出,呆账贷款不可能证券化自不必说,在有可能进行证券化的逾期贷款和呆滞贷款中,相当一部分由于体制方面的原因并经过长期的“沉淀”已经没有什么价值,也根本不可能产生现金流;剩下的一部分尽管还可能产生收益,但也因国有企业效益连续下降,其价值大打折扣,能否产生稳定的收益流量最终还取决于国有企业体制改革的进程以及该进程中复杂的企业资产重组效果。可以说,我国银行的不良贷款基本不具备产生稳定的、可预见的持续现金收入流的条件。

其次,银行不良贷款组合具有异质性。资产证券化本质上要求组合中的各批贷款的期限、坏账风险、收益水平等基本相近。只有这样,信用评级机构才能对其风险作出准确预测,投资者也才能根据这一证券的风险程度和收益水平进行投资选择。从上面我国银行不良贷款的形成分析中可以看出,组成我国银行不良资产的各种贷款不仅期限差异很大,而且风险水平也参差不齐。如果把这样一批各方面条件差异很大的资产组合在一起,势必会造成信用评级和风险定价的困难,也不利于投资者全面、准确地把握其投资风险和投资价值。

再次,银行不良贷款的大多数属于信用贷款,没有任何抵押品和担保品。资产证券化的一个最基本的条件是证券化资产的信用情况容易被信用评级机构及投资人所了解,即资产的信用等级要十分明确,这也就要求该资产为抵押、担保资产,且需要是超额抵押或担保物。1996年以前,我国银行的贷款大部分是无担保、无抵押的信用贷款,即没有与某笔贷款合同相对应的确定的企业资产。这类不良贷款如何证券化,对我们来说,的确是一个全新的课题,发达国家的资产证券化也没有提供这方面的经验。退一步说,如果以这类贷款为基础发行资产支撑证券,也必须要求信誉好的机构提供担保,否则资产支撑证券很难推销出去。但目前具有这种担保能力的机构只有国家财政,这样,证券化只是把银行贷款的信用风险转移给了国家。这种资产证券化的结果,虽然银行资产的流动性增强了,但国家的负担却加重了,并未从根本上解决问题。

种种迹象表明,我国银行的不良资产由于其形成的特殊性,尚不具备证券化的条件。从国外的经验来看,用于证券化的资产也并非不是不良资产,而是缺乏流动性,但具有未来现金流入的资产,有些甚至是优质资产。

至于其他几种资产,如基础设施项目收费、企业出口应收款等,我们认为与住房抵押贷款、银行不良资产面临着同样的难题。

四、我国资产证券化:基础脆弱、制度条件缺乏

除了上面谈到的各类资产的具体情况外,我们认为,整体上,我国的资产证券化还缺乏一系列体制基础。

1. 我国缺乏大量、持续、稳定的长期资金供给。资产证券化作为一种融资方式,它需要有稳定的资金来源或资金供给,也就是需要有比较稳定的对于资产证券的需求,即该证券的投资者。从发达国家的情况来看,资产证券的最主要投资者(购买者)是机构投资者,包括养老基金、保险公司、商业银行、共同基金、外国投资者等¹⁷,甚至可以说,资产证券市场在很大程度上是由机构投资者支撑的,而不是分散的个人投资者。但是,在我国,机构投资者的现状却十分不令人乐观。一方面,我国能够参与各种证券投资的机构投资者很少,尤其是类似于国外典型的机构投资者的数量十分有限;另一方面,机构投资者能够真正用于投资的资金规模也很有限。

(1) 从社会养老保险基金来看,近年来,由于国有企业经营效益低下,统筹保险费收缴率下降,大部分省、自治区出现养老保险基金收不抵支。1998年全国基本养老保险基金出现当年收不抵支,1999年底局面仍没有改观。近年来,各地为了减轻企业负担,借助统筹账户与个人账户的“混账”管理,不断透支个人账户,个人账户空账规模迅速扩大。据劳动和社会保障部的统计,到1997年底,全国基本养老保险基金历年积累为682.85亿元,1998年减少到587.41亿元,空账规模由1997年底的140多亿元上升到448.85亿元;1999年底个人账户空账已超过1000亿元。为了弥补养老保险基金当期收支赤字,解决养老金欠发、退休人员不满引起的社会问题,近年来,中央和地方财政事实上已在不断给养老保险补充资金。1999年下半年,中央财政拿出76亿元用于补发拖欠养老金,另外又拿出63亿元用于提高退休金标准¹⁸。这一情况说明,现在的养老保险基金所面临的主要任务不是怎样进行投资以保值增值的问题,而是怎样尽快扭转目前入不敷出、收不抵支的格局。可以认为,养老保险基金这一国外最大的机构投资者要成为我国资产证券的最主要投资者,还面临着一系列的制度建设任务。

(2) 保险公司的情况也不令人乐观。到1999年底,我国已有保险公司28家(其中中资保险公司13家,外资保险公司15家),尽管从长期看,我国保险公司有着良好的发展前景,保险公司的保费收入与累积的保险准备金余额也会有较大的增长,因而必然会成为资产证券的主要投资者。但是,保险公司发展的现实状况决定了这还有一个较漫长的过程。1998年全国保费收入为1247.3亿元,1999年含外资保险机构在内的年保费收入也仅为1393.22亿元左右¹⁹,受居民收入水平、居民金融及保险意识、保险产品开发程度、保险服务水平等方面的限制,保费收入的较大增长恐怕不是眼前的事;从近几年的运作情况来看,由于种种原因,我国保险公司在保费收入连年增长的背后,是资产质量的普遍下降,有些甚至出现了亏损²⁰;从现实情况看,保险公司的投资领域还受到严格的限制,即便是取消这些限制²¹,保险公司的投资选择还有国债、股票、政策性金融债券、证券投资基金等,所以保险公司成为资产证券的主要投资者也还有一个漫长的过程。

表 1 1997 年部分国家保险业务比较

	保费收入(百万美元)	保险密度(美元)	保险深度(%)
中国	13 429	10.9	1.46
美国	699 534	2 570.6	8.49
日本	490 626	3 896.0	11.87
英国	158 046	2 451.5	11.22

说明: 保险密度即人均保费, 是衡量一国保险事业发展的综合性指标; 保险深度即保费占国内生产总值(GDP)的比重, 是衡量一国公民保险意识水平和保险市场发展程度的指标。

资料来源: 秦月星:《机遇与挑战并存——论加入 WTO 对中国保险业的影响》, 载《国际金融研究》, 2000 (2)。

(3) 从商业银行来看, 我国现有 4 家国有商业银行、10 家股份制商业银行和 90 家城市商业银行, 银行总资产达十多万亿美元。由于受到《商业银行法》的限制, 其投资的领域仅局限于国家债券。因此, 商业银行要成为资产证券化的主要购买者, 一方面涉及到《商业银行法》的修改, 另一方面还取决于商业银行自身的资金实力、经营管理水平等方面的情况。

(4) 从投资基金来看, 出于对资产组合中债券资产的需求, 目前的证券投资基金可能会对资产证券化有一定的需求。但是, 截至到 1999 年底, 我国仅有 10 家规范化的基金管理公司, 管理着 22 只证券投资基金, 基金发行总规模也仅为 507 亿元。受到我国资本市场发育程度以及个人投资者投资意识、风险承担能力等的限制, 我国的证券投资基金逐年会有所发展但速度不会很快。而且基于国债资产的流动性、安全性都优于资产证券化的特点以及我国股票市场投机性较强从而获利机会较多的情况, 证券投资基金无论是从资产的流动性考虑, 还是从资产的收益性着想, 对资产证券化是否有足够的投资兴趣, 也还要在与国债及股票等的比较中作出选择。

从个人投资者来看, 可以说, 个人投资者成为资产证券化的最重要的需求者的可能性是存在的, 理由之一是近几年持续高速增长居民储蓄为其提供了坚实的基础; 理由之二是城乡居民个人有着比较强烈的投资意愿, 需要更多的可供选择的投资工具; 理由之三是个人投资者事实上已经是目前股票市场、债券市场的重要投资主体。当然, 这还仅仅是一种可能性, 是一种潜在的需求力量。能否使这种可能性变成现实, 使这种潜在力量变成现实力量, 关键还在于提高资产证券化的质量(收益性和流动性)、信誉(安全性), 保持其较大的吸引力。

以上分析可见, 一种可能的情况仍然是个人投资者来支撑资产证券市场。然而, 由于资产支撑证券的复杂性, 个人投资者没有能力对自己投资的证券进行深入细致的分析, 无法凭自己的专业知识对投资可能带来的后果作出判断, 无法回避投资风险, 无法进行投资组合以自觉地防范风险, 无法或没有条件及时根据市场的变化而对自己的投资策略进行科学的调整。因此, 个人投资者不可能成为资产支撑证券的主要投资者。即使是, 那这也就是一个不稳定、难以持久的市场。

2. 会计制度和税收制度存在较大的障碍。资产证券化交易涉及资产出售或融资为目的的不同程度的交易, 能否妥善解决资产证券化过程所涉及的会计、税收问题, 是证券化能否成功的关键, 它们直接关系到证券资产的合法性、盈利性和流动性, 也关系到每一参与者的利益。在会计处理上, 牵涉到被证券化的资产和相关债务是否应该被分离出资产负债表, 即是表外处理还是表内处理的问题、特设信托机构(SPV)是否需要和证券化发起人合并财务报表的问题以及证券化资产的定价、资产证券发行的会计处理问题等, 不同的处理方式导致不同的结果, 从而会对各方面造成不同的影

响。而目前我国关于资产证券化的会计处理制度基本上是一片空白, 而且由于缺乏统一的会计准则, 使得主管部门很难对证券化业务实行有效的监控。由于资产支持证券交易的创新, 传统的会计方法已经难以适应日益复杂的金融环境, 因此, 迫切需要根据新的情况, 制定一套较为完善的关于资产证券化的会计制度。在资产证券化过程中, 还涉及到税收制度方面的问题, 主要包括资产销售的税收、特设载体的所得税处理以及投资者的税收等方面。制定合理的税收政策, 降低资产证券化的融资成本, 对我国开展资产证券化将起到推动作用²。可以说, 根据我国现行的会计和税收法规, 结合资产证券化本身的特性, 制定相应的会计和税收制度是资产证券化过程中不可缺少的环节。

3. 缺乏被市场投资者所普遍接受和认可的信用评级机构。资产支持证券的评级是投资者进行投资选择的重要依据, 因此, 信用评级机构及相应的信用评级规则体系在资产证券化的信用级别的构造中发挥着极为重要的作用, 甚至可以说, 独立、客观的信用评级是资产证券化成败的关键。证券评级机构必须对被证券化的资产的信用风险进行中立的、科学的、公正的评估, 以便投资者能够依据评级机构出具的资信评级结果作出正确的投资决策。而我国的信用评级制度仍旧不完善, 评级机构的体制和组织形式不符合中立、规范的要求, 评级机构的运作很不规范, 信用评级透明度不高, 没有一个统一的评估标准, 难以做到独立、客观、公正地评估, 甚至可能为了推行证券化肆意美化资产, 随意提高其信用评级。缺乏被市场投资者所普遍接受和认可的信用评级机构, 必然影响资产支持证券的市场接受程度, 从而在一定程度上影响资产证券化的顺利进行。

除此之外, 资产证券化是一项技术性强、专业化程度高、程序复杂的融资工具, 它涉及到经济、法律等各个方面, 因此, 需要大量不但掌握法律、信用评级、会计、税收方面的知识, 而且掌握资产证券化方面的知识的复合型人才。而目前我国这方面的人才奇缺, 这也成为我国资产证券化的一大障碍。

在上述背景下, 对任何一类资产实施证券化并要达到预期的目的都将是十分困难的。

五、资产证券化的当务之急: 完善市场环境和制度条件

以上分析可见, 到目前为止, 我国还缺乏大规模开展资产证券化的基础和条件。基于这一现实, 我们不反对选择某些金融业较为发达、信用基础较好且某类拟证券化的资产有一定规模的大中城市进行试点, 以为将来资产证券化的推广积累经验。因为, 事实上我们也不可能等到什么条件都成熟了再开展资产证券化, 就像当年我国股票市场的试验一样, 如果必须等到股份公司规范了、监督管理当局的监管水平提高了、投资者意识增强了再搞股票市场, 那么我们可以肯定地说, 到今天都不一定有股票市场, 更不会达到如今的规模和水平。因此, 在资产证券化方面, 我们应该也必须进行一些试验和摸索, 即便是走一些弯路, 受到一些挫折, 可能也是值得的。不过, 在这个过程中, 要注意克服两种倾向: 一是某些人或者某些地方政府带有某种强烈的“政治动机”的功利倾向, 一心只想争一个“全国第一”或者“全国率先”, 以求在资产证券化的历史上记下光辉的一笔, 而不是真心实意地想推动中国的资产证券化进程; 二是某些人或者某些地方政府带有某种“圈钱”动机的利益倾向, 以资产证券化之名, 行“圈

钱”之实,不计成本,更不计后果,不是从“市场建设”、“制度建设”的角度去想去做,而仅仅是想拿到发行债券的权利,筹集一笔资金,尤其要防止有些地方为了地方利益推动这种“圈钱”行为,政府行为过多的介入对于资产证券化恐怕是利少弊多。

尽管我们不反对进行资产证券化的试点,但是,我们更主张在目前和今后一个时期内,把注意力和重点放在为资产证券化的推行创造条件和打好基础上。如果不顾我国的现实条件,匆忙推行资产证券化,不仅很难达到资产证券化的预期目标,而且还有可能形成新的陷阱,资产证券化带来的新风险将使银行业出现新的信用危机和流动性危机。为此,应从我国实际情况出发,扎扎实实地做好资产证券化的基础工作。

第一,加强有关的基础工作尤其是立法工作。资产证券化主要包括资产发起、特设载体的设立和融资结构的确立三个过程,在每个过程中,都要有相应的甚至专门的法规条例予以保证,其所涉及的多个市场主体之间权利义务确定也必须以相应的法律为标准。为了最终能在我国实施资产证券化,从现在起就应着手构筑资产证券化所需要的法律框架并研究制订有关的法规,除了基础性法规外,还需要专业性的法律法规,以保障资产证券化的健康运转。此外,关于会计准则的制定、税务的处理以及境外融资的处理等等都需要制订详细的规章。

第二,进一步规范发展我国的资产评估业和信用评级制度。到1999年底,我国已有资产评估机构116家,证券评级机构2家²³。单从数量来看,资信评估机构已经不少,但缺乏质量。从国外资信评级业的发展历程来看,关键在于资信评级机构的多少,而在于其影响力的大小、可信度的高低。因此,当务之急是着重培养几家在国内具有权威性的、在国际具有一定影响力的资信评级机构。因此,有必要规范资产评估机构的行为,建立完善的资产评估标准体系,采用科学的评级方法,甚至可以考虑加强国内评级机构与国际著名评级机构的合作,引进先进的信用评级技术和经验,从而提高我国信用评级机构的素质和业务水平。

第三,注重建立一支强大的专业人才队伍。资产证券化涉及金融、证券、房地产、评估、财务、税务、法律等各个专业,需要大量的既有实践操作技术和经验、又有丰富的理论知识的专家。我们可以考虑从发达国家和地区引进具备丰富理论知识和实践经验的专家,同时加大对现有从业人员进行培训的力度。

第四,政府给予必要的支持和鼓励。为使资产证券化服务于我国经济建设的长期发展,政府应积极推动,大力支持,制订必要的优惠政策和有关法律法规监管体系,建立高效、规范、安全的市场体系与交易规则,吸引中外投资者参与。特别是要结合我国的国情并参照国际惯例制定相关法律、法规,包括市场准入、市场退出、经营范围、业务品种、市场行为规则、服务对象、财务监管、风险控制、监管主体的职责与权利等。比如,在发展初期,对资产支持证券的各类投资者的收入实施免税优惠,以调动投资者的积极性;政府出面或支持建立信用保证机构,对资产支持证券的发行进行担保,以提高其可流通性等。

第五,培育机构投资者。机构投资者在我国有很好的发展前景,在推动资产证券化方面也能够大有作为。因此,有必要在强化监管的前提下对某些政策、法规作适当的调整,逐

步向保险资金、养老基金等机构投资者开放资产证券化市场。比如,放宽保险资金的运用限制,允许保险资金(特别是寿险资金)进入资产证券化市场,这对于资产证券化的顺利推行无疑是一个强劲的需求推动;向养老基金这类发展较快并具有一定规模的机构投资者开放资产证券化市场,也是促进资产证券化发展的明智选择。

注释:

中国人民银行上海分行课题组:《中国住房抵押贷款证券化的实施步骤》,载《金融研究》,2000(5)。

刘少波等:《我国资产证券化的供需分析及发展构想》,载《外贸经济》,1999(11)。

张锡营等:《中国实施资产证券化跨国运作的探讨》,载《金融研究》,2000(4)。

陈云贤:《我国商业银行不良资产证券化问题探讨》,见沈沛主编:《资产证券化研究》,深圳,海天出版社,1999。

参见[美]弗兰克·J·法博齐等著:《资本市场:机构与工具》,616页,北京,经济科学出版社,1998。

参见元富证券投资顾问股份有限公司:《台湾资产证券化的未来展望》,见沈沛主编:《资产证券化研究》,深圳,海天出版社,1999。

仅笔者看到的就不下五六种。如CS第一波士顿的观点(参见联合证券有限责任公司:《资产证券化在亚洲国家的发展及其启示》,见沈沛主编:《资产证券化研究》,深圳,海天出版社,1999)、国内学者的观点(参见张超英、翟祥辉编著:《资产证券化——原理、实务、实例》,20页,北京,经济科学出版社,1998)等。

参见《我国银行房地产信贷业务发展迅速》,载《金融时报》,2000-03-03。

参见《建行个人住房贷款逾千亿》,载《金融时报》,2000-04-23。

10 参见《上海个人住房贷款全国领先》,载《金融时报》,2000-04-24。

11 参见 Pamela Lamoreaux (香港按揭证券有限公司行政总监):《资产证券化的作用》,中国人民银行住房抵押贷款证券化国际研讨会(深圳,2000年3月27-28日)会议材料。

12 国外专家也认为,现在中国的住宅按揭市场还不具备进行证券化操作的规模,更不必说大量而稳定的应收款现金流,没有这一基础是不能搞住房按揭贷款证券化的。参见大和证券北京代表处德地立人、耿嘉琦:《浅谈中国房改中的资产证券化——商业银行住房抵押贷款的证券化》,见沈沛主编:《资产证券化研究》,深圳,海天出版社,1999。

13 根据中国人民银行:《2000中国金融展望》计算。

14 见袁东:《中国金融资产证券化的市场需求》,载《金融时报》,2000-04-08。

15 见尚明主编:《新中国金融50年》,123页,北京,中国财政经济出版社,2000。

16 见周小川主编:《重建与再生——化解银行不良资产的国际经验》,3页,北京,中国金融出版社,1999。

17 在美国,购买和持有大额抵押贷款证券的机构中,养老基金和保险公司最为重要,它们分别占了市场总额的25%和30%;其他机构如商业银行、抵押银行等所占市场份额,从12~15%不等,其余5%则由外国机构投资者持有。参见汪利娜:《美国住宅金融体制研究》,237页,北京,中国金融出版社,1999。

18 此部分数据来自宋晓梧等:《解决隐性债务问题,深化养老保险制度改革》,载《中国经济时报》,2000-05-09。

19 中国人民银行:《2000中国金融展望》,56页。

20 我国保险业的承保利润率从1989年的10%左右降至1995年、1996年的2~3%,以至1997年、1998年趋于零和负数。

21 为了确保保险资金的收益性、安全性和流动性,西方国家一般通过立法来规定保险资金的若干投资种类和每一类投资的最高比例上限。随着世界保险业的一体化和自由化的发展趋势,西方各国对保险的管制也逐步放松。

22 关于资产证券化过程中的税收问题,在不同的国家有不同的规定,但总的来看是坚持税收中性化原则,即不因证券化少缴税或多缴税,使税收机构和缴税者都能够接受。

23 中国证券监督管理委员会:《2000中国证券期货统计年鉴》,301页,北京,中国财政经济出版社,2000。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072
中国社会科学院财贸经济研究所 北京 100836)
(责任编辑:刘传江)