

赵磊 张源◎著

的
中国住房贷

后危机时代

源于住房贷款的国际金融危机在后危机时代的影响力惊艳四方，滥用金融衍生工具使得房贷资产面目全非，证券化成为全球审判的焦点。中国巨额房贷的风险会成为后危机续集的主角吗？中国巨额房贷的证券化路途究竟在何方？



中国金融出版社

后危机时代的中国住房贷款

赵磊 张源 著



中国金融出版社

责任编辑：童玮薇

责任校对：李俊英

责任印制：毛春明

图书在版编目（CIP）数据

后危机时代的中国住房贷款（Houweiji Shidai de Zhongguo Zhufang Daikuan）/赵磊，张源著．—北京：中国金融出版社，2011.2

ISBN 978-7-5049-5757-3

I. ①后… II. ①赵…②张… III. ①住宅—贷款—研究—中国
IV. ①F832.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 242092 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 160毫米×230毫米

印张 14.75

字数 226千

版次 2011年2月第1版

印次 2011年2月第1次印刷

定价 26.00元

ISBN 978-7-5049-5757-3/F.5317

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 一

积极发展中国的住房贷款证券化

我国住房金融的发展时间短，品种少，风险大，效益低，政策性住房金融如公积金的投资渠道单一，投资收益率低下，沉淀资金负利率，缺乏增值保值的有效手段；我国商业性住房贷款也不够发达，金融机构往往重生产性贷款、轻消费性贷款，在 2009 年，个人住房贷款余额占金融机构贷款余额的比重仅为 11.17%，而美国为 20%~40%。我国住房抵押贷款还存在着证券化程度低、金融机构风险集中、有的住房产权模糊、抵押贷款期限太短、机构投资者的资金流向受限等一系列的问题。

本书的作者对于住房金融特别是中国的住房贷款证券化进行了深入的探讨，给出了实施证券化的可行性分析及完善我国住房金融体系的方案。根据世界银行模型和有关研究估计，1 亿元的住房贷款证券能够带动 5 亿元以上的国内需求，住房抵押贷款证券化将有力地促进经济增长，推动金融效率的提高，特别是在降低商业银行的金融风险、提高资本流动性、改善资本市场的效率、培育银行创新能力、促进混业监管等方面，住房抵押贷款证券化的潜力不可低估。

当然，住房抵押贷款证券化也面临着各种风险，如金融产品的过度衍生、高杠杆率融资的风险放大、借贷的信息不对称及风险逃避机制的不断激化、货币政策在市场预期下的失灵，等等，但是作者指出，如果不搞住房贷款证券化，我国面临的风险和损失将会更大，一方面房贷高增长，另一方面贷款不良率提高，房价波动和加息风险增强，房贷隐性风险积累、信用风险上升。因此，只有不断

地进行金融创新，才能有效地化解风险。作者认为，导致美国次贷危机的罪魁祸首并非金融衍生品，更非金融创新，而是在政府及法律的压力下金融机构被迫为穷人买房提供方便，它是美国平等权利运动的一个副产品。房贷证券化仍然不失为 20 世纪最具价值的金融创新。

作者赵磊、张源读本科时都是我的学生，赵磊在研究生时期的论文《次级债危机与住房抵押贷款证券化预警研究》获得了专家们的一致好评，导师们评价他“最具研究潜力”。现在他们要出版著作，书中的观点新颖而深刻，说明老师们对他们没有看错，他们的研究生涯是前景亮丽的。

胡星斗

2010 年 9 月 28 日

胡星斗，北京理工大学经济学教授，中国问题学创始人，弱势群体经济学家，政治体制改革研究者。获世界文化名人成就奖，是海外媒体采访报道最多的时事评论学者之一，被列入影响中国法治进程的十大事件与人物。国际著名企业家慈善家联合会理事长、专家委员会主任，住房与城乡建设部中国国际城市化发展战略委员会委员。著有《问题中国》、《中国古典式管理》、《传统中国的偏头疼》等。

序 二

建立起科学的中国住房金融体系

可以说，近十年来国内的房地产市场之所以能够快速发展及繁荣，最为重要的因素是个人住房按揭贷款产品的创新。如果没有个人住房按揭贷款产品的创新，国内房地产业的发展仍然只会停留在上世纪 90 年代末。而个人住房按揭贷款产品的创新又是一把两面利刃。它既可带来房地产市场的巨大繁荣，也能够吹大房地产市场泡沫并引发金融危机及经济危机。赵磊、张源的《后危机时代的中国住房贷款》就是以美国次贷危机为背景，全面分析与讨论了住房按揭贷款这把两面利刃，并希望从中汲取经济理论上的逻辑性、历史的经验性及住房金融工具确立的技术性来建立起有效的中国住房按揭贷款融资体系。因此，该书既介绍了知识，涵盖案例教训、历史经验及经济逻辑，也讨论了金融理论及金融工具的技术，对普及相关的知识有一定意义。不过，对于如何建立起科学的中国住房金融体系，本文章顺着该书的逻辑，再作一点讨论，以便帮助读者对住房金融体系有更多更好的了解。

我们可以看到，中国的房地产信贷政策也如房地产市场一样经历了一个快速发展、快速演进的过程。在这种房地产金融政策的演进过程中，差别化的个人住房信贷政策对房地产市场的发展与繁荣起到了决定性的作用。而这个政策的核心就是如何把房地产的投机炒作与消费严格界定与区分开来，就是如何坚决遏制房地产投机炒作，让房地产市场成为一个以消费为主导的市场。什么时候该政策把握了这个核心，房地产市场就能够朝正确健康的方向起步；什么时候该政策偏离了这个核心，房地产市场就容易问题重重，甚至影

响国家金融安全及经济协调发展。这就是最近房地产宏观调控信贷政策的核心。比如，无论是2007年提出的359号文件、2010年的国十条，还是2011年的新国八条，其目标都是如此。但是，这些政策为何对房地产市场没有起到重要的作用？这就在于差别化的住房信贷政策的确立与完善又是建立在国内房地产金融体系及中国金融体系全面改革与完善的基础上的。

因此，在我看来，首先要围绕住房发展之目标，研究建立与中国住房制度相适应、符合中国国情的住房金融制度体系，比如以国十条及新国八条把投资与消费区分开来，就得建立起商业性与政策性并行的住房金融体系。这样既可以商业化的方式支持住房市场发展，又能解决中低收入者等特定人群的住房金融问题。比如要通过对现行的住房金融体系改革建立起“市场为主导、监管有度、一二级市场联动、风险共担”的住房金融体系。

其次，改革与重新确立新的中国住房金融市场。力求建立起多层次的市场，利用不同融资方式、不同金融产品、不同金融市场来满足多层次住房融资需求。对于住房开发融资，可以依据住房的不同性质采取差异化的住房信贷政策。但先要取消或改革现行的住房预售制度。通过这种差异化的金融政策鼓励房地产开发商进入政策性住房建设，鼓励房地产开发商围绕着住房发展目标进行产品结构的调整。这样，通过差异化的金融政策，不仅能够促进房地产开发商实现政府发展住房之目标，而且可以促使住房业实现整个产业结构调整及行业运作提高效率。

再次，通过住房信贷消费政策来引导居民理性购买住房，使居民住房需求有序地释放，防止居民住房购买力在短期内集中释放并对未来形成大量透支，保护与鼓励居民的正常住房消费需求，严厉遏制住房投机需求与住房炒作。为了达到上述目标，对于住房消费信贷产品，也要采取严格差异化的住房信贷政策，形成适应不同年龄、不同收入水平、特定职业、不同产品功能等群体贷款人需要的住房按揭产品系列。当前国内住房按揭市场利率单一、利率无差异

性、银行不对借款人进行有效的风险定价等不仅是不少投机炒作者利用银行金融杠杆炒作住房的制度根源，也是国内银行体系潜在风险的根源。而美国的住房按揭贷款，不仅利率期限结构、利率品种多，而且对不同贷款人进行差异化的风险定价，越是风险高者，其贷款利率则越高^①。当然，当前国内的差别化住房信贷政策最为重要的是让住房信贷政策回归到常态，而不是一直处于非常时期的非常政策范围内。采取适当的信贷补助政策，帮助一些特定低收入居民进入相适应的住房市场。完善现行的二手房市场融资体系，这其中包括优惠的住房购买及租赁金融支持政策等。

最后，加快建立现行住房贷款风险分担制度，有针对性地对风险高的制度安排进行全面改革。同时，要建立住房金融市场风险的监测与防范系统。加强住房金融市场信息搜集、整理、研究与分析，并给市场提供更多透明公开的信息知识等。

可见，在美国次贷危机之后，中国住房金融体系非但没有受到大冲击，反而由于政府采取过度强势的救市政策，让中国房地产市场出现非理性繁荣，房价快速飚升，房地产泡沫被吹得巨大。而出现这种情况最大的原因就在于中国住房金融体系存在严重缺陷。这种情况出现，不仅不利于居民住房条件的改善，也制造了国内金融体系风险，导致整个社会经济不平衡。因此，要让中国房地产市场健康稳定发展，挤出房地产泡沫，就得全面改革与完善当前中国的住房体系，其中包括住房金融体系的确立、住房金融价格机制的理顺、住房金融产品差异化的定价、住房金融补助政策及住房金融监管体系等。要保证住房市场健康持续发展，就得对中国现行的住房金融政策进行全面的调整与改革，以此建立起一套符合中国国情的住房金融支持体系。要加大住房金融市场立法力度，通过法律方式来界定住房金融市场的功能及利益关系，而不是让住房金融市场成

^① 一般来说，次级信用的客户比优级信用的客户按揭贷款利率要高4%以上，但是在中国其利率水平是一样的、无差异性的。

为少数人谋利的工具。从这个意义上说，赵磊、张源的书是有相当价值的。

是为序。

易宪容

2011 年 2 月 16 日

序 三

Introduction to “China’s Mortgage Loans in Post – Crisis Era” by Zhao Lei and Zhang Yuan

The global financial crisis and economic crisis of 2008 have marked a fundamental shift of global economic power from the west to the east. As the emerging markets lead the world to recover from the great economic recession, while much of the developed world still struggles to find traction in economic recovery, interest in the emerging markets has grown significantly. The booming housing and real estate markets in emerging markets such as China, India, and Brazil have been in sharp contrast to the soft real estate markets in developed countries. Since they comprise a major part of the emerging markets’ GDP, the housing and real estate markets in emerging markets have attracted intense attention from both academics and public policy makers.

Yet, in the post global financial crisis era, there has been widespread concern about whether it’s prudent to encourage the growth of the housing and real estate loans in China, as the global financial crisis was brought on by the “sub – prime” mortgage loans in the U. S. and the securitization of such mortgages into complex financial derivatives. If mortgage loans and their securitization into financial derivatives should pose inherent risk to the financial system, a wise policy would be to discourage mortgage loans and restrict the development of mortgage – based financial security markets. However, without a healthy mortgage industry and the accompanying financial markets, the housing and real estate markets in China can hardly grow to a scale commensurate with China’s rising economy and consumer demand. Consequently, there exist divergent views about whether and how to grow China’s mortgage industry and the financial markets for mortgage – based securities.

Mr. Zhao and Miss. Zhang have developed a well – written and extremely

timely book to examine the pressing issues faced by the mortgage industry and financial markets in China. Based on their extensive research of the roots of the global financial crisis and current development of the mortgage industry and financial markets for mortgage – backed securities (MBS) in China, Mr. Zhao and Miss. Zhang have made a compelling case in their book for the need and opportunities to continue to grow China's mortgage industry and the financial markets for MBSs. Contrary to many people's view that the mortgage industry and the financial markets for MBSs should be regulated more tightly following the global financial crisis, the authors of this book contended that it is the excessive government/political interventions of the industry/markets in the U. S. that prevented the financial system from self – correcting the problems originated from sub – prime mortgage loans and their securitization. Therefore, the authors advocate strongly the continued growth of the mortgage industry and the financial markets for MBSs. In addition, they offer a systematic set of advices in this book for how to properly develop China's mortgage industry and financial markets for MBSs without running into similar financial crisis happened in the U. S. in 2008.

After providing an overview of China's economic situation in the post financial crisis era, especially the impact of the fiscal stimulus and monetary easing initiated by China's government in response to the global financial and economic crises, the authors offered an comprehensive examination of the roots of the financial crisis in the U. S. . From the theoretical base of mortgage – backed securitization to the roots of sub – prime mortgage crisis and to the effect of mushrooming growth of MBS, the authors give the readers a rich, objective, and easy – to – understand perspective of how various factors had contributed to the great financial and economic crises in the U. S. and beyond. There is no doubt that this book contains valuable resources for anyone who would like to learn about the roots of the financial crisis and the role of sub – prime mortgages and the MBS markets had played in the crisis.

Turning to China, the book discusses the risks and opportunities that China's economy faces in post – crisis era, as well as the current state of development of China's mortgage industry and securitization of mortgages and banks' non – per-

forming assets in China. It also examines the feasibility of securitization of housing mortgage loans in China, potential benefits of MBS markets to China's economy, and applicability of international models to China. The information contained in this book about China's development of mortgage industry and MBS markets is both comprehensive and insightful. I found this part of the book enlightening.

The book then focuses on the systematic risk associated with the securitization of mortgage loans. In plain language, the authors examine the credit risk related to excessive use of financial derivatives, how excess financial leverage could enlarge financial risks, and the role of monetary policy in fueling risky behaviors of financial institutions. They also compare the similarity of the risk posed by China's skyrocketing housing prices to that posed by the U. S. 's sub - prime mortgage boom in the pre - crisis run up. This part of the book adds caution to readers about blind push for growing the mortgage industry and MBS markets in China. It gives the book a much needed balance in its support for growing China's mortgage industry and MBS markets and its caution of the risks associated with the growth.

Finally, the authors advance a rich set of recommendations for implementing securitization of China's housing and mortgage loans in order to perfect China financial markets. They tackle many issues such as the sources of financing house purchases, establishment of financial markets for housing transaction, regulation of housing markets, and need for offering subsidized housing for low - income households. They also offer recommendations for developing supporting infrastructure for the housing and mortgage markets, including the development of credit insurance system, rating service agencies, institutional investors, personal credit reporting, and foreign capital utilization. These recommendations cover a wide range of sectors that are indispensable to developing a health market system for MBSs in China. Not surprisingly, the authors also make recommendations in this book about government's role in leading the development and perfection of China's mortgage industry and MBS markets. Indeed, the last part of the book demonstrates the authors' breadth of knowledge in both micro and macro issues in China's financial system.

Overall, the book offers a refreshing view of whether and how China's housing mortgage industry and MBS markets should develop, and what government policy can do to facilitate their healthy development. It is an excellent and timely resource book that should appeal to anyone who is interested in China's housing and mortgage industry and related financial markets, but especially to academics and government policy makers in the area of mortgage industry and financial markets in China.

Shaoming Zou

Dec. 15, 2010

邹绍明，美国密苏里大学 Robert J. Trulaske, Sr. 商学院教授，北京大学光华管理学院市场营销系特聘教授。他注重国际营销战略研究，已在《市场营销》、《国际商务研究》、《营销科学学报》、《广告杂志》、《国际市场营销》等主要的市场营销和国际商务类期刊上发表论文数篇。他是国际市场营销领域颇受赞誉的学者之一，获得了美国市场营销协会全球市场营销特别兴趣小组授予的“全球市场营销杰出人才”称号、《国际市场营销》期刊授予的“Hans Thorellie 最佳论文奖”，以及《国际营销评论》期刊授予的杰出论文奖。

目 录

绪论	1
1 中国处在后危机时代	5
1.1 中国经济的复苏与风险共生	5
1.2 后危机时代中国面临的形势	6
1.3 后危机时代关注中国房贷的意义	8
1.4 多措并举调控房地产业	12
1.5 救市政策的有效性	14
1.5.1 中央银行注资救市的正反两方面争论	14
1.5.2 低利率下的流动性陷阱使货币政策失效	16
1.5.3 低利率下的投资陷阱使货币政策失效	18
1.5.4 后危机时代中国货币政策倾向适度	18
1.5.5 四万亿元财政政策取向不变	21
1.5.6 财政政策的负面效应显现	24
2 回眸次贷危机的真实面目	32
2.1 危机之变	32
2.2 次级抵押贷款证券的理论界定	36
2.2.1 次级住房抵押贷款的概念与基本特征	36
2.2.2 次级抵押贷款债券的衍生	37
2.3 次贷危机的根源	41
2.3.1 住房政策导向引发信用风险	41
2.3.2 宽松的信贷环境巩固次贷客户群	42
2.3.3 信贷业务过度竞争与监管主体缺位	43
2.3.4 利益驱使下的评级机构信用缺失	45
2.3.5 衍生品存在结构缺陷和交易风险	49

2 后危机时代的中国住房贷款

2.4 金融衍生工具创造新的次级债危机	49
2.4.1 金融衍生品市场崛起导致次债规模增加	52
2.4.2 信用违约导致流动性断裂的新经济危机	52
2.4.3 美国次贷危机与亚洲金融危机的异同	53
3 后危机时代中国的“危”与“机”	56
3.1 “危”:五大冲击	56
3.2 “危”:三大影响	58
3.3 “机”:发展住房抵押贷款证券化	66
3.3.1 住房抵押贷款证券化的理论界定	66
3.3.2 我国住房抵押贷款证券化发展的现状	69
3.4 “机”:实行商业银行不良资产证券化	80
3.4.1 不良资产证券化的概念与流程	82
3.4.2 我国处置国有商业银行不良资产的现状	82
3.4.3 国外不良资产证券化的方法借鉴	88
3.4.4 信用评级与风险隔离的模式选择	93
4 我国发展住房抵押贷款证券化的可行性	97
4.1 次贷危机是制度而非证券化的产物	97
4.1.1 政治压力下金融系统丧失自身纠错能力	97
4.1.2 评级机构享有监管层的政策庇护特权	98
4.2 实行证券化的潜在经济效应	100
4.2.1 住房抵押贷款证券化促进经济增长	100
4.2.2 住房抵押贷款证券化提高金融市场效率	104
4.3 比较国际模式确定我国的可行模式	108
4.3.1 国际特设机构的模式概述	108
4.3.2 表内、表外模式在我国的适应性比较	110
4.3.3 以信托方式构建 SPV 的可行性探析	111
4.4 住房抵押贷款证券化定价模型在我国的适应性	114
4.4.1 住房抵押贷款证券化提前偿付风险概述	114
4.4.2 期权调整利差定价模型	115
4.4.3 期权调整利差定价模型符合我国实际	115

4.4.4 期权调整利差定价模型的实证研究·····	117
5 住房抵押贷款证券化的系统性风险 ·····	125
5.1 次贷危机呈蝴蝶效应的原因·····	125
5.1.1 自我膨胀的风险逃避机制·····	125
5.1.2 金融产品过度衍生传递信用风险·····	127
5.1.3 货币政策的有效性冲突·····	129
5.1.4 高杠杆比率融资放大金融风险·····	132
5.2 主贷危机比次贷危机的破坏力更严重·····	133
5.2.1 泡沫经济与主贷风险并存·····	134
5.2.2 个贷高增长与高不良率并存·····	139
5.2.3 房贷利率和房价风险并存·····	142
5.3 我国房贷与美国次贷的风险共性·····	147
5.3.1 房贷隐性风险累积·····	147
5.3.2 房贷信用风险上升·····	149
5.3.3 房价波动和加息风险强化·····	152
6 实施证券化完善我国的住房金融体系 ·····	153
6.1 建立主辅搭配的住房金融模式·····	153
6.1.1 推进公积金制度建设,促成公积金参与证券化投资·····	153
6.1.2 加强住房金融以商业性为主的市场化,发展二级市场·····	154
6.1.3 规范商品房金融市场,支持保障性住房建设·····	156
6.2 构建协调的市场环境体系·····	160
6.2.1 建立健全抵押市场信用保险体系·····	160
6.2.2 建立规范的资信评估服务机构·····	161
6.2.3 培育机构投资者·····	161
6.2.4 建立完善的个人信用制度·····	162
6.2.5 内外资结合的证券化双轨格局·····	163
6.3 发挥政府在证券化中的主导作用·····	164
6.3.1 完善法律法规,为证券化提供制度平台·····	165
6.3.2 建立以政府为主导的住房抵押担保与保险机制·····	168
6.3.3 设立具有政府背景的国有独资信托 SPV ·····	169

4 后危机时代的中国住房贷款

6.3.4 构建不良资产产权交易市场体系·····	171
6.4 强化金融衍生的信托责任·····	172
6.4.1 评级机构市场化培育与监管并重·····	173
6.4.2 高度关注贷款抵押物的价格风险·····	175
6.4.3 严格实施国际信贷标准原则·····	176
6.4.4 加强金融衍生品市场监管·····	177
6.4.5 加快信贷资产衍生与创新步伐·····	177
结论·····	179
结语与展望·····	182
参考文献·····	203
致谢·····	212
后记·····	217