

180

F293.35

L35

房地产证券化

李万寿 著



A0770770

海天出版社

责任编辑:于志斌
封面设计:张幼农
封面画:克农
责任技编:陈炯

《深圳走向世界》文库

书 名 房地产证券化

编 著 者 李万寿
出版发行者 海天出版社
地 址 深圳市彩田南路海天综合大厦
邮 编 518026
排版制作 海天电子图书开发公司
印 刷 者 深圳市希望印务有限公司
开 本 787mm × 1092mm 1 / 32
印 张 11.625
字 数 172(千)
版 次 1999 年 7 月第 1 版
印 次 1999 年 7 月第 1 次
印 数 2000 册

I S B N 7-80654-018-0/Z·2
总 定 价 840.00 元(共 50 本)

前 言

当我带着融资的课题来到纽约后,这座其貌不扬的城市深深地吸引住我。它竟然集聚了世界金融资产的三分之一。它之所以经久不衰,化腐朽为神奇,奥妙在于它拥有庞大的金融市场。在这庞大无比的金融王国里,有着太多金融创新,太多的金融工程,太多金融产品。其中最初并不经意的抵押(Mortgage),在一个偶然机会激发了我的兴趣:一个留美的朋友向我谈起抵押证券化(Securitization of mortgage)在美国的发展。

抵押在西方金融体系中已成为重要的投资业务,抵押资产所创造的国民收入已在美国占了42%。抵押品的证券化这一举措使金融业空前兴旺起来,美国国民住宅抵押协会等联邦机构为从事抵押品证券化的金融机构提供担保或

保险,刺激金融资产成倍扩张,抵押证券化也是美国中央金融调控的一个手段,中央政府利用抵押品所发的证券调节银行等金融机构的现金流动,从而达到调节银根的功效,反过来促进了房地产的平稳健康发展。

美国金融机构以中小为主,金融分工进入十分专业化的地步,抵押业随之已被推进到高度发达的证券交易市场。抵押品证券的交易循着以下程式进行:物业持有人通常是消费者,以物业为抵押向金融机构申请贷款,抵押银行公司将提供贷款的金融机构所持有的物业抵押进行组合建立抵押库,以抵押库的抵押资产为基础发行抵押证券,证券投资公司将各种抵押证券进行风险与收益组合,再卖给投资者,投资者可将抵押证券在证券市场上公开挂牌交易。这样,房地产市场便与金融市场、证券市场连通了。这无疑是十分高明的创新。

但是,抵押证券的投资者多是机构投资者,并不以吸引个人投资者为主向,因而这个市场仍多属于融资的领域,是一种信用扩张业务。因此它的缺陷也是明显的,许多美国金融机构也知道这一缺陷,但都十分习惯于这种运作,因为任何新的、大的改革将意味着付出改革成本,

任何金融机构都不愿独自去承担这一成本。我越听兴趣越浓：这不就是目前流行的资产证券化么？抵押是一种金融资产，可以证券化；物业也是一种资产，为何不可以既使抵押证券化，又使房地产业直接证券化呢？

房地产业与金融业、证券业水乳交融。而中国相对于美国，许多金融业务还是空白，金融机构的分工还没有达到高度的专业化，证券市场还不是十分发达，金融市场还无法为投资者、开发商提供丰富的投资品种和融资渠道，证券市场还没有将眼光投向房地产市场。这是中国历史实践的巨大缺陷。而实际上，中国民众大量的人民币的存款因存款利率的持续下降，正在急切地寻找出路，千百万民众同时因居无其所而急切地将眼光投向房地产市场，而房地产价格高昂令投资者望而生畏；住房信用的扩张，将使银行金融资产结构发生较大变化，抵押资产的增加势必对银行资产流动性构成影响，因此，抵押证券化的推出只是一个时间性的问题，现实世界呼唤着中国房地产业的创新、证券业的创新和金融业的创新。我们应该进行大胆的尝试，把抵押证券化和物业证券化结合起来。一种创新的欲望，驱动我不断地探索，沿着资产

证券化的路子,终于形成“物业权证交易体系”的构想。

物业权证理论认为,现代经济体系中,物业既是消费品,也是投资品,物业作为一种资产,它的所有权与使用权可以分离,价值与使用价值可以分离,产权证书与交易权证可以分离。人们习惯于传统的以物理方式分割物业,以空间单元销售物业。但在现代经济社会中,完全可以纯价值方式分割物业,以价值单元或以时间单元销售物业。当以价值单元或以时间单元销售物业时,上述的分离便产生了。一种代表投资者(业主)所有权的价值单元或时间单元以交易权证形式出现在投资市场时,向所有投资者销售,并且自由交易,这些分离便成为可能;当支撑这些权证的物业资产有稳定的现金流产生,物业的直接证券化就成为可以转化到操作阶段。

投资者从权证市场上购入代表物业所有权的、并可以交易的权证,在适当时候,在市场上售出权证,转让给他人。在权证交易过程中,体现权证实际价值的物业并不与权证一起进行实物转移,而是委托给了资产托管机构进行管理,以租赁、销售、投资等多种方式管理所产生的收

益,这些收益构成投资者的权益,这种权益决定了权证的价格,权证的价格还要受市场上实际物业供求关系的影响;当权证交易扩大到一定的程度,权证市场的市场调节会反过来影响物业市场的供求关系。

这一理论和设计为房地产证券化提供了一种新的途径,它既能涵盖抵押证券化,又能将物业证券化,为投资者提供了一种新的增值保值的投资品种,房地产的证券化将为社会提供新的金融资产、就业与收入,为政府调节房地产市道和解决住房安居工程提供了一个灵活调节的工具和规范有形的市场。

一个理论的建立需要许多人的共同努力,一个理论的实践需要许多方面的大力支持。本文因精力与时间所限,只能提出一个构架,而实践中还会产生许多意想不到的问题,作者希望这些问题都能在探讨中、摸索中解决。本文旨在抛砖引玉,期望更多人共同探讨,促进理论更加完善、促进实践早出丰硕成果。

第一章

方法论基础

金融学科涉及到经济生活中的各个领域,涵盖商业银行业务、国际货币体系、国际金融、保险、房地产金融、投资基金、金融监管等领域。在这个庞大的领域,金融学家们适应国际经济环境的变化,顺应剧烈竞争的潮流,不断进行金融创新,推动金融学科和金融产业领域不断向前发展。70年代以来,金融创新层出不穷,金融工具不断组合,在金融领域产生了金融工程的概念。金融工程学就是以系统工程理论为指导,将数理分析技术、电子计算机技术、电讯技术、自动化网络技术全面导入金融领域,对各种金融要素进行不断的重新组合,优化金融活动,设计适合需要的金融产品。

1.1 传统金融市场

广义的金融创新包括金融市场的创新、金融机构的创新、金融运作机制和金融思维方式

的创新。因此,有必要回溯传统的金融市场,在短期国债、存款凭证、债券以及权证、金融期货等方面,理论和工具创新十分丰富。

1.1.1 短期国债市场

在美国及西方国家,国债是货币市场的主要品种之一,它包括国库券、联邦机构短期证券、联邦短期债券和回购协议短期国债。这一市场既满足了政府公开市场操作的要求,又为金融市场的涉足者提供了流动性强、安全性高的货币市场工具。投资者可以将其作为资产组合的一个部分,利用政府的公开市场操作和贴现窗口操作支持资产的流动性。这种投资工具多为大的投资机构和银行所使用。

1.1.2 存款凭证市场

存款凭证市场目前三大类品种分别为存款凭证、银行票据、商业票据。存款凭证有国内存款凭证、欧洲美元存款凭证两种。存款凭证是90年代以来的一种金融创新,它既可以作为无记名转让,还可能及时贴现,拥有较好的“三性”特性,成为金融市场重要的投资工具,银行视之作为一种既安全又有较高流动性的资产,投资者视之为有稳定收益和良好流动性的投资项目。银行票据尽管是历史古老的金融工具,但由于

其具有良好的承兑性,仍在金融市场占有一定的位置。商业票据具有高风险、高回报、高流动性特点,也很受投资者的欢迎。

1.1.3 债券市场

公司长期债券、州府长期债券、地方政府长期债券、联邦政府长期债券、联邦政府机构长期证券、CATS 债券(Certificates of Accrual on Treasury Securities)、TIGRC 债券(Treasury Investment Growth Receipts)。短期国债属于货币市场,这些投资工具基本上属于资本市场,它们具有不同的信用风险、利率风险、市场可操作性等等特点,因而收益也有较大的差异。市政建设债券近十几年成为颇受欢迎的投资品种,吸引了众多的机构投资者。公司债券二级市场远没有一级市场活跃。政府债券与国债的市场状况没有多少差异,因此导致了 TIGR 和 CATS 等新品种的创新。但是整个债券市场仍受高频变动的利率与通胀的影响,安全性远没有国债市场高,因而对投资者的投资形成危害。

1.1.4 权证市场

权证市场原本属于二级市场,由股票发行主体发行,可以转化为认股权证,面向股东发行,亦在二级市场上转让。尽管权证的发行量

较小,但在西方市场经济体系中占有重要的地位,由于股票的持有人通过股票及权证来控制权证发行主体的所有权,因此权证也具有相当的市场潜力。权证发行受到许多因素的影响。首先是它的有效性,中外市场上的权证有效期最长不超过一年,影响其能否以足够的吸引力筹到资本;二是其股票价格,它既影响到投资成本,也影响到投资者的收益。所以权证市场容量主要取决于:①股票的收益回报与付出成本的差额;②投资者对这种盈利差额的期望。

1.1.5 金融期货市场

金融期货是进行金融品种买卖的一种投资工具。它是根据许多个人投资者、机构投资者和非金融机构降低利率和汇率风险的要求而设计的,最初是发端于农业产品,以后逐步扩大到国债等货币市场品种和投资市场品种,尤其是在利率和外汇期货品种方面已形成了较大的市场。期货市场很大程度上取决于金融体系与金融市场是否稳定,金融市场愈不稳定,期货市场愈有潜力。

从这些资本市场的运作和发展看,金融工具不断被更新,新的金融衍生产品产生,这是近几年金融理论的贡献,它使金融机构跳离传统

金融市场,不断进行市场的创新、工具的创新,通过一系列的创新,使得金融市场以几何级数扩张。金融市场理论没有囿于金融创新,而是对一系列的金融创新过程进行提炼、升华,进而总结出一套创新的理论与方法——金融工程学。

1.2 资产证券化

证券是募集资本的有效方式,早在 1600 年,英国发行第一张股票,1802 年伦敦股票交易所开张。几百年间,股票市场交易规模从 1898 年的 500 万英镑发展到如今的 10 万亿美元,证券市场日益渗透进各个经济领域,驱动世界经济日益资本化。不仅投资者、银行家们把证券市场作为主要的融资市场,经济学家们将证券市场系统作为研究重点,产生了许多证券理论学派。证券市场理论作为金融理论的一分支日趋独立。

运用证券募集的资本所形成的资产只要流动性强、收益性好,就往往成为证券化的对象。几百年间,证券市场规模发展到 10 万亿美元的规模,发达国家的经济资本化、证券化,使证券

从烟草、钢铁进入到产业的各个领域,渗透到市场的各个角落,特别是卷入到规模宏大的房地产领域,以物业抵押证券化的方式将房地产转化为资本市场的一个部分。中西方理论学派对证券市场的功效特性认识上趋同,已是不争的事实。证券市场实际担负着资本集中,投资生财的功能,证券市场对在市场经济中的储蓄——投资有极为重要的作用:一是可以筹集外部资金,而不影响国内的资金流通;二是实现资本的转换,而不受时间的影响;三是以价格的变动反映有价证券的质量、风险和收益;四是降低交易成本,传递市场信息。经济学界把证券市场及其投资产品的特性归纳为流动性、安全性和效益性,提出“三性理论”,证券市场为“三性”提供了场所,使“三性”的充分实现成为现实的可能,任何一种投资品进入证券市场流通必须满足三性的要求。由于证券市场有极强的流动性,便于随时转移风险和套现,它成为私人资本趋之若鹜的场所,因而证券市场也成为全球资本集中的投资市场,进而促使世界资产日趋证券化。

证券化、资本化和全球化“三大特性”成为现代经济的孪生三胞胎。80年代以来,资产证

券化逐步成为潮流,应用范围日益广泛,市场规模迅速扩大,从欧美发达国家扩展到新兴市场。资产证券化就是以各种具有现金流的资产汇集组合,通过结构性重组,将其转变为资本市场上可流通的收入票据。只要能产生固定或者相对稳定收入、特性一致、资信记录良好、管理上乘的资产均属可证券化的资产之列。因此,资产证券化涵盖了石油天然气、通讯、飞机租赁、汽车贷款应收、航空和铁路销售款、消费品分期付款、信用卡应收、贷款应收、出口和贸易应收、版权专利、房屋按揭等等领域。只要对这些资产进行组合,依据信用评级组合成对投资者有吸引力和适销性的资产,就可以实现证券化。

资本证券化的浪潮带动了新兴市场的证券市场的发展,发展中国家的新兴证券市场自1985年以来得到蓬勃发展,到1994年底已高达1.9 万亿美元的规模。中国也不失时机地自1987 年加入这一行列。发展中国家的资本化趋势,自90 年代以来有空前加剧的趋向,要比以前任何时代都更注重外国的直接投资与组合投资,对资本市场的全球化有更大的渴求,发展中国家的资本市场正在成为国际投资的热点。资产证券化因而在“新兴市场”国家得到广泛推

介。

但是阻碍发展中国家吸引外资的关键因素是资本市场的机制不够健全。发展中国家和地区因股市的过热,容易刺激通胀,容易出现墨西哥式、东南亚式的金融危机。墨西哥事件曾沉重打击了投资者对新兴市场的信心,也使得他们对中国市场望而却步,东南亚和东亚的金融危机更为深远地影响了中国从国际资本市场上融资的能力。东亚的金融危机和东南亚的金融风暴对世界证券市场、资本市场造成前所未有的振荡。证券市场的全球化已使世界的经济息息相关、命运与共。

围绕资产证券化,特别是针对证券化后证券市场的操作,产生一大批证券分析理论。华尔街盛行的技术分析理论对资产投资理论做出重大贡献。基础分析派侧重于中长期证券购买品种的选择,技术分析派侧重于短期的证券购买的时机选择。罗伯特·利维(Rebert·Levy)的历史重演说、查理·道(Charles H. Dow)氏波动理论对华尔街的理论与操作都有重大的影响。历史重演说认为,历史会重演,依据过去的价格可以预测将来的市场行情。波动理论认为,市场运动分为主要趋势、次要趋势和日常趋势,掌握了