



危机·前景
治理·监管

未雨绸缪
战略选择



本项目获得北京市优秀人才培养资助

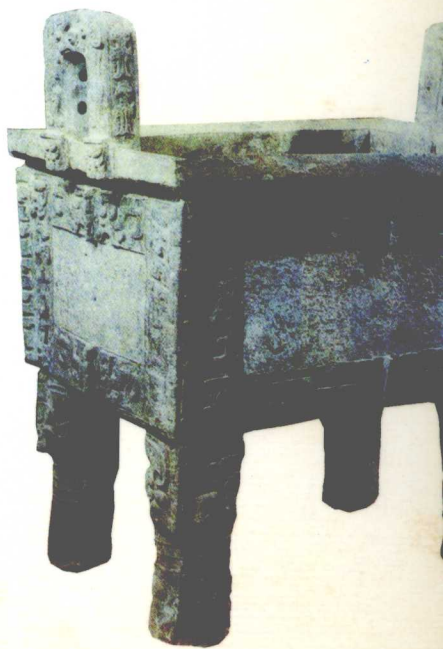
对外经济贸易大学211工程三期重点学科建设项目阶段成果

后金融危机时代 保险业的风险防范与战略选择

INSURANCE INDUSTRY:

Risk Management and Strategic Decision in the Post-financial Crisis Era

王国军 徐高林 等 著



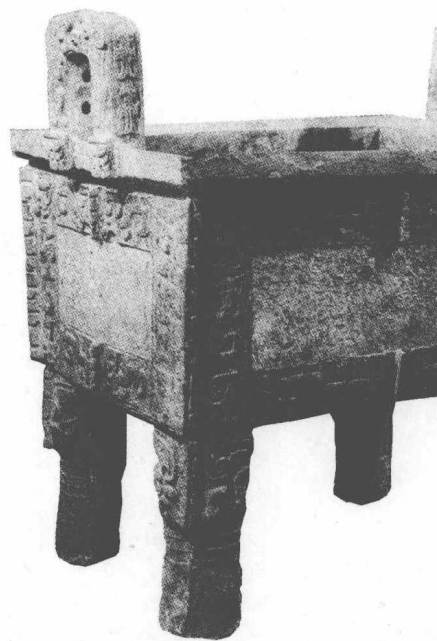
法律出版社
LAW PRESS·CHINA

本项目获得北京市优秀人才培养资助
对外经济贸易大学211工程三期重点学科建设项目阶段成果

后金融危机时代

保险业的风险防范与战略选择

王国军 徐高林 等 著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

后金融危机时代保险业的风险防范与战略选择 / 王国军, 潘兴主编. —北京: 法律出版社, 2009. 8

ISBN 978 - 7 - 5036 - 9789 - 0

I. 后… II. ①王…②潘… III. 保险业—风险管理—研究 IV. F840.32

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 133201 号

后金融危机时代保险业的风险防范与战略选择

王国军 主编

策划编辑 郑 导
责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 787×960 毫米 1/16

版本 2009 年 9 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京中科印刷有限公司

印张 19.75 字数 342 千

印次 2009 年 9 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张宇东

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5036 - 9789 - 0

定价: 54.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

前 言

保险是分散和管理风险的行业。但 AIG、富通和大和生命等金融保险集团却身处危机漩涡。一个不能自保的公司或行业如何为别人保险?保险业分散风险的前提是风险的汇聚,而汇聚起来的风险如果管理失当,则会成为风险和危机的渊藪,为整个社会的经济发展造成巨大的隐患。金融危机终将过去,但经验和教训必须总结,以为前车之鉴。中国保险业处在快速发展的初级阶段,存在着诸多战略上的问题,这些问题意味着不容忽视的风险。为此,本书从深入分析危机根源及其与保险业千丝万缕的联系出发,为读者全景展现保险业与金融风险的关联,从公司治理、财务、投资、营销和监管等多个角度探讨了后金融危机时代的中国保险业的发展战略。

本书的核心是后金融危机时代保险业的风险防范及相关战略选择,共两篇。第一篇为危机篇,共包括三章;第二篇为战略篇,共包括六章。

第一章以美国次贷及相关金融衍生工具创新的背景以切入点,详细分析介绍了美国次贷危机演变为金融危机的过程,并对相关内容做了深刻的解析;

第二章着重分析了金融危机对中国保险业的双重影响:即一方面,金融危机重创了保险行业,一些保险公司遭遇了历史上最大的挑战;另一方面,在重重危机之下,保险行业又获得了难得的行业调整良机;

第三章在对中国保险业国内外经营环境介绍、分析的基础上,展望了后金融危机时代中国保险业的前景并分析了中国保险业在发展过程中所面临的风险;

第四章介绍了美国的各种救市举措及其影响,并详细分析了金融危机对中国的冲击和我国采取的相关救市政策,然后对我国及世界各国经济复苏做了分析与展望;

第五章首先从“什么是公司治理”这个最基本的概念入手,列举了国内外理论界对“公司治理”的不同定义,并对该定义进行了补充与完善。接着,分析了四种公司治理典型模式,随后,我们构建了“树—巢—卵”结构图。最后,我们从中国传统哲学中寻求支撑,找寻非常时期公司治理战略的四个着力方向,以实现

“覆巢之下，亦有完卵”的非常时期的公司治理战略；

第六章首先在对财务战略、以及财务战略与企业战略之间关系进行分析的基础上，结合保险公司财务管理特点，概括提出保险财务战略的内涵；然后，针对本次金融危机对保险业的影响和启示，提出了以确保偿付能力为根本目标的“未雨绸缪、固本培基”式的保险财务战略；最后，结合我国保险业财务管理工作中的现实问题，提出一些具体的建议；

第七章首先评估了西方保险公司投资组合在本轮金融危机中的表现，结果表明除了个别公司出问题外，整体稳健。因此，西方的经验是值得研究借鉴的。为此，我们概述了这些经验。然后深入分析了一个热点、难点问题：投资工作对AIG危机的演变是否有过错、机理何在？最后，根据这些研究结论，结合我国保险资金的投资实际，提出了四条战略建议；

第八章首先简要概括了中国保险营销模式的现状，并做出简短评价，之后详细剖析中国保险营销模式的问题与症结，在对国内外各种具有鲜活生命力的保险营销模式进行比较与借鉴的基础上，提出重构我国保险营销模式的具体思路——建立“三维多元”的新型保险营销模式；

第九章首先通过对保险监管与监管资源配置基础知识延伸和升华，结合当前我国保险监管现状，从维护保险业声誉、强化保险制度的风险管理功能、建立科学的进入和退出机制以维护市场秩序、推动保险业信息化建设和建立科学的保险业评价体系等五个目前保险监管资源配置的弱项，探讨了后金融危机时代的保险监管战略。

本书是对外经济贸易大学211工程三期重点学科建设项目“保险业开放条件下的行业竞争力与规制研究”的阶段性成果，是集体智慧的结晶。各章分工如下：对外经济贸易大学的副教授徐高林博士负责第一章、第四章和第七章；人民邮电报社的汪建博士负责第二章；北京联合大学的康意博士负责第三章，中国人寿财产保险股份有限公司董事会秘书局的童俊负责第五章；新华保险公司的潘兴博士负责第六章；对外经济贸易大学的王国军教授负责第八章和第九章。

在本书的写作过程中，得到对外经济贸易大学陈欣教授、中国保险学会沈雨青博士的大力支持，在此表示衷心感谢；特别感谢耐心细致、兢兢业业的郑导编辑，正是由于他从策划到编辑的出色工作，才使得本书得以奉献给广大读者。

对外经济贸易大学保险学院

王国军

2009年8月22日

目 录

Contents

A 危机篇

第一章 危机扫描:次贷危机的恶化过程与机理解析	3
一、美国次贷及相关金融衍生工具创新的背景与发展历程	3
二、对创新局限性认识不足,无节制套利引发危机	23
三、次贷危机的爆发和蔓延	37
本章小结	47
第二章 危与机的相伴相生:金融风暴对中国保险行业的影响	49
一、中国保险行业之“危”	49
二、中国保险行业之“机”	59
本章小结	67
案例与资料	68
第三章 曲径通“优”:后金融危机时代的中国保险业	73
一、后金融危机时代中国保险业的发展环境	73
二、后金融危机时代中国保险业的成就与前景	83
三、后金融危机时代中国保险业面临的问题和风险	91
本章小结	94
案例与资料	94

B 战略篇

第四章 救市及前景:全球救市行动及经济复苏展望	101
一、美国的救市举措	101

二、危机向世界扩散与全球协调救市	115
三、中国受到的冲击	126
四、中国政府的救市措施	134
五、中国和世界经济复苏前景展望	142
本章小结	144
第五章 覆巢之下,亦有完卵:非常时期的公司治理战略	146
一、什么是公司治理	147
二、保险公司的公司治理模式	154
三、覆巢之下有完卵,非常时期平常心	166
案例与资料	184
第六章 未雨绸缪,固本培基:金融海啸中的保险财务战略	190
一、保险财务战略概述	190
二、未雨绸缪,加强偿付能力管理	201
三、固本培基,提升财务管理综合水平	207
本章小结	211
案例与资料	211
第七章 资产负债,优化配置:经济动荡中的保险投资战略	216
一、西方保险公司投资在本轮金融危机中的表现述评	216
二、英美保险公司投资经验述要	220
三、AIG 保险资金投资:范例还是反例?	229
四、后金融危机时代的保险公司投资战略	246
本章小结	253
第八章 破旧立新,优化重构:脱胎换骨式的保险营销战略	254
一、现状与评价	254
二、问题与症结	256
三、借鉴与比较	260
四、重构与展望	269
第九章 统筹兼顾,抓大放小:后金融危机时代的保险监管战略	275
一、保险监管与监管资源配置	275
二、后金融危机时代保险监管的战略选择	279
案例与资料	292
主要参考文献	301

A · 危机篇

第一章 危机扫描:次贷危机的恶化过程与机理解析

我们正在经历一个特殊年代,见证一个历史事件的始末,但是却还不清楚自己到底处在整个事件的什么节点。因此,这是一个关键时刻,判断决定行动,行动决定命运。若干年以后,一定有因为今天采取正确行动而成就伟业或者富可敌国者,也一定有因为判断失误而陷入困境或错失良机者。聪明的人们会说,任何时点都有这样一个特征,但这里要说的是,这两年这种情形出现的概率会特别高,因此每个人都有机会。

要想把握机会,就要对这次危机有一个透彻的理解。显然,只看表面,只停留在新闻的热闹与喧嚣中,是远远不够的。必须先潜下心来,掌握系统资料,再细细思考。

一、美国次贷及相关金融衍生工具创新的背景与发展历程

本次金融危机源于美国次级住房抵押贷款危机,简称“次贷危机”(the subprime crisis)。加上 MBS、CMO、CDO 和 CDS 等一系列金融工具的推波助澜,就把次贷危机演变成了金融危机,还从美国扩散到全球。现在,很多人在评论说这些工具是有毒资产,说美国人和各大金融机构太傻,怎么会买这些资产。但请注意,美国可是一个追求利润的市场经济国家,一种工具的出现,首先是在当时能满足某种市场需求,至于后来走向反面或被异化,那是另一回事。由于这些玩意儿在我们这里没有或者很少,因此,还是先时空穿梭,到各种工具出现的那个年代、那个环境去把问题捋清楚再说。

这得从美国的住房抵押贷款制度说起。

(一)美国住房抵押贷款制度与次级房贷的发展

1. 美国的利率体系和优质贷款利率的适用标准

先简单说一下美国的利率体系。我们知道,各国银行为了满足央行规定的

存款准备金要求,都可能进行隔夜借款,此项拆借利率在美国称为联邦基金利率(federal funds rate)。^① 美国的联邦公开市场委员会(FOMC)每年开会8次来商定联邦基金利率的调控目标,然后通过公开市场操作的市场化手段来使利率达到目标水平(而不是像我国一样直接规定利率水平或利率上/下限)。由于银行的其他利率通常都以此为参照来调整利率水平,所以,联邦基金利率也就成为美国利率体系中的基准利率(base rate)。银行贷款中的一个常见利率就是向信用可靠的借款者提供无抵押担保贷款的利率,称为优质贷款利率(Prime rate or Prime Lending Rate),^②另外,就是向信用不可靠者提供的次级贷款的利率(Subprime rate)。就历史经验而言,优质贷款利率一般比联邦基金利率高300个基点。优质贷款利率在银行向工商企业和个人提供的各类贷款中,也发挥着基础利率的作用,其他贷款都根据信用风险状况来相应调整。但由于它不是美联储的直接调控目标,所以,不把它称为基准利率。在美国,各家银行自行确定和调整其优质贷款利率,于是,市场上就出现了一些优质贷款利率指数,其中影响最大的是华尔街日报优质贷款利率指数(WSJ Prime Rate),这个指数不是定期调整,而是当美国最大的30家银行中有75%(23家)进行调整后,才重新计算和公布一次指数。

在银行的各类贷款中都区分优质贷款和次级贷款,比如次级汽车贷款、次级信用卡(subprime car loans, subprime credit cards)等,但引发本次国际金融危机的是美国的住房次级抵押贷款。美国官方对房贷风险并无统一的分级标准,业界通常按放贷风险的大小分级,少则分为A、B、C三个等级,多则分为A至F六个等级。每个等级又再细分为三级,比如A等级分为A+、A和A-三级。通常,A+和A级房贷都能享受优质贷款利率,B等级以下皆属次贷(美国称为Subprime Loans或者B&C Lending,英国和澳大利亚称为non-conforming loans);介于二者之间的A-级房贷则称为准优贷款(Near-prime Loans, Alternative A)。

房贷风险评级的标准主要有四个方面:(1)借款人信用(Credit),包括三部分,即抵押信用——过去或当前房贷的还款情况,消费信用——分期付款和滚动信用(信用卡付款)情况,公共记录——近几年或当前破产清偿和丧失抵押赎回

① 目前,中国人民银行采用的利率工具主要有:(1)调整央行基准利率,包括再贷款利率、再贴现利率、存款准备金利率、超额存款准备金利率。(2)调整金融机构法定存贷款利率。(3)制定金融机构存贷款利率的浮动范围。(4)制定相关政策对各类利率结构和档次进行调整等。

② 在基准利率和优质贷款利率之间其实还有其他利率水平,比如像LIBOR这类银行间借款利率,就比优质贷款利率要低得多,如果信用优良的企业又提供抵押或担保,那么利率也会更低。Prime rate的另一个常见翻译是优惠贷款利率,我们认为它只是根据信用状况按质论价的结果,所以优质贷款利率更能表达原意。

权的情况。(2)借款人的整体负债比率(Debt Ratio),是指借款人的全部负债与税前收入之比。(3)该笔房贷的借款比率(LTV),是指房贷总额与所抵押住房估值之比。(4)信用评分(Credit Score),是信用机构量化评估借款人信用水平的综合结果,多采用费尔艾萨克公司(Fair Isaac Corporation)的 FICO 评分方法。FICO 分值范围为 300~850 分,FICO 720 分以上一般视做优质贷款,620 分则是底线。除以上四个指标外,一些房贷机构还设立了抵押借款人的储蓄史、长期工作稳定性等其他风险标准。

2. 次级住房抵押贷款的产生和发展

上述优质和次级两类贷款并不是自古就有的,其中的次级贷款是 20 世纪 80 年代才出现的,而且其出现有着深刻的历史背景。

我们知道,美国 1933 年颁布的《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act)实行了通过存款融资的商业银行与通过发行证券融资的投资银行严格分业经营的体制。但对商业银行监管很严,而对投资银行则相对宽松。随着经济环境的历史变迁,二者的经营也不断改变。到 20 世纪七八十年代,这种日积月累的变化开始体现为模式性的变迁。从 20 世纪 70 年代初开始,由于实行银行存款利率和部分贷款利率受管制(Q 条例)而金融市场利率自由浮动的利率双轨制,两次石油危机后,美国通货膨胀严重,金融市场利率随着飙升的物价而上升,银行存款利率却因管制而不能相应变化;加上美国交易所市场、(针对小企业融资的)纳斯达克股票柜台市场等多层次资本市场的崛起和完善,以及美国养老保险体系的健全,这三方面因素促成了美国公司融资对商业银行的脱媒:企业通过投行发行证券,居民购买这些证券,这就完成了社会资金的流转,而投行只是证券发行的中介服务机构,不像传统的商业银行那样承担存贷款利差造成的损益。

脱媒的结果表现为美国居民资产结构和美国商业银行资产结构的变化。在居民家庭财产变化方面,主要体现为存款(包括活期、定期和货币市场基金)占比持续下降,1984 年存款比例是 27%,1999 年则是 12%;而美国居民持有的基金保险(包括养老基金、共同基金、人寿保险等)的比重持续上升,1984 年为 24%,逐渐超过了 40%。

在商业银行地位和资产演变方面,银行业在脱媒的过程中受到了沉重打击。1980 年,美国的商业银行(包括储贷协会、贷款公司)在整个金融体系中的资产份额要占 60%;到 1998 年,这个比例降至 30%。这期间经营失败^①的商业银行的数量剧增,高峰时达到了每年 500 家左右。幸存下来的商业银行的贷款由以

① 在监管当局帮助下被合并,或破产,或由政府接管。

企业客户为主转向以居民为主,居民贷款占银行贷款的比重从 1970 年的 45% 上升到 2006 年的 70%; 针对居民的贷款又以按揭贷款为主,按揭贷款占银行贷款的比重在 1970 年不到 25%, 2006 年则超过了 55%。

为了让商业银行更具竞争力,美国从 1980 年开始出台了一系列的法规。在促使次级住房抵押贷款(简称次贷)产生的一系列因素中,这些法规带来的环境改变发挥了开闸和促进的作用。通常认为,作用比较大的法规主要有以下三项: (1) 1980 年美国国会通过《存款机构放松管制和货币控制法》(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act: DIDMCA) 是一个标志性事件。此前,银行的住房抵押贷款有利率上限,因此,只有信用水平达到优质贷款要求的居民才能获得贷款,根本就不存在次级贷款。对优质贷款人之间的差异只通过不同的首付要求来体现。该法通过之后,为鼓励房贷机构向低收入家庭发放抵押贷款,政府允许房贷机构以高利率、高费率向低收入者放贷,以补偿房贷机构的放贷风险,从而为住房次贷的产生奠定了法律基础,使之成为一项合法业务。(2) 1982 年又通过了《新型抵押贷款交易平价法》(Alternative Mortgage Transaction Parity Act),授权采用以下非传统的住房抵押贷款产品:浮动利率贷款、气球式支付贷款和摊销递增贷款,这些产品目前已经成为次贷市场的主流品种。可见,此法案为推出适合次贷市场的贷款品种提供了条件。(3) 推动次贷发展的第三大法律是 1986 年的《税改法》,该法取消了对消费信贷利息的所得税扣减,但保留了抵押贷款的利息扣减,从而大大刺激了以借款人住房为担保的信用市场的发展。

随着上述三项法案的公布实施,次贷在 20 世纪 80 年代中期就已经出现了。^① 在次贷抵押债券方面,据美国次贷发源地之一的加州桔子县的资料,^② 1988 年 6 月,位于该县 Huntington Beach 的 Guardian Savings & Loan 银行出售了第一笔次贷抵押债券;1990 年 6 月,位于该县的 Long Beach Savings FSB 通过位于 Connecticut 州的投行 Greenwich Capital 发行了 70,732,555 美元的次贷支持

① Souphala Chomsisengphet, *The evolution of the subprime mortgage market*, Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, Jan./Feb. 2006, p. 41. 但关于第一笔次贷的发放时间,并无资料可考。

② John Gittelsohn, *How subprime lending all started in O. C.*, The Orange County Register, December 30, 2007. 有人把次级贷款抵押债券简称次级债,但要注意不要把它和金融机构为了补充资本而发行的次级债混淆。第一笔次贷抵押债券和后面将要介绍的第一个 CDO 同年出现,不知这是一种历史巧合,还是有何内在逻辑?

债券,而且该笔债券还有保险公司提供的保险,并获得了评级机构的 AAA 评级。^① 第一批次贷提供商主要有:1979 年成立、1991 年搬到桔子县、1994 年放弃银行业务牌照而专做抵押贷款的 Long Beach Savings;位于桔子县的 Irvine 市、因为官司缠身而于 2000 年破产的 First Alliance Corp.;培养了新世纪金融公司 (New Century Financial Corp.) 创办人的、位于桔子县 Santa Ana 市的 Plaza Savings & Loan 等。

在法规允许、次贷业务零星发展的基础上,一些经济环境的变化使次贷行业在 20 世纪 90 年代中后期获得了第一次迅猛发展,引起了美国金融界的关注。比如,1994 年 2 月 4 日,美联储公开宣布调整联邦基金利率。到 1995 年 2 月 1 日,美联储将联邦基金利率从 3% 提高到 6%,在短短 1 年时间加息 300 个基点。利率上升使得优质住房抵押贷款的规模下降,为了维持业务量,抵押贷款提供商纷纷扩大对利率上升不那么敏感的次级贷款的发放规模。因此,虽然次贷早在 80 年代中期就产生了,但是,其第一轮快速发展期是从 1995 年开始的。^② 1995~2003 年的情况如表 1-1 所示。

表 1-1 美国次贷市场概况统计表(金额单位:亿美元)

	总额	次贷	前 25 家次贷商	前 25/次贷	次贷/总额
1995 年	6394	650	255	39.23%	10.17%
1996 年	7853	968	453	46.80%	12.33%
1997 年	8591	1245	751	60.32%	14.49%
1998 年	14500	1500	943	62.87%	10.34%
1999 年	13100	1600	1056	66.00%	12.21%
2000 年	10480	1380	1022	74.06%	13.17%

① 次级贷款是高风险贷款,以之为支撑的 MBS 也是一种高风险资产。由于养老金和保险资金等机构投资者投资风险资产的比例受到严格限制,因此,发行机构为了使次贷 MBS 也成为机构投资者的常规投资品种,就发明了一些增强其信用水平的办法,来使次贷 MBS 也成为“投资级证券”,从而达到机构投资者的主流资产要求。到 20 世纪 90 年代中期,常见的信用增强措施有三:一是对以一组次级贷款为支撑所发行的次贷 MBS 进行信用分档,优先保证对高档 MBS 的偿付,从而使其信用水平达到投资级甚至 AAA 级;二是在发行 MBS 时提供超额抵押品 (over-collateralization),比如有 1 亿美元的次级贷款则只发行 0.9 亿美元的 MBS;三是投保债券信用险,即由保险公司来对次贷 MBS 的信用提供保障,使之达到投资级。

② 所以,难怪知名的网上百科知识提供商 Wikipedia 网站显示的信息是次贷开始于 1993 年。另外请读者思考:这与 CDO 市场也是从 1995 年开始快速发展是否有某种联系呢? 请到后面寻找答案。

续表

	总额	次贷	前 25 家次贷商	前 25/次贷	次贷/总额
2001 年	20580	1733	1268	73.17%	8.42%
2002 年	26800	2130	1876	88.08%	7.95%
2003 年	37600	3320	3101	93.40%	8.83%

资料来源: Souphala Chomsisengphet, *The evolution of the subprime mortgage market*, Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, Jan./Feb. 2006, p. 37。

注: *Inside B & C Lending* 杂志有 1990 年以来的数据 (Mortgage Origination Indicators: 1990 - 2007 Data), 但要付费 250 美元。

次贷市场大发展的又一大推动因素是强大的房贷二级市场。贷款流向二级市场的方式有二: 贷款整体出售和把贷款组合证券化发行抵押贷款支持证券 (MBS)。如前所述, 受已经发行多年的优质 MBS^① 的启发, 1990 年桔子县的 Long Beach 公司就发行了有保险和 AAA 评级的次贷 MBS。住房贷款证券化使得放贷资金来源不再依赖于存款, 住房贷款的提供商不再局限于有资格吸收存款的机构。但是, 由于安全性的不同, 各类贷款的证券化率存在显著差异, 见表 1-2。

表 1-2 美国不同类型贷款证券化率对照表 (%)

	FHA/VA	传统优质贷款	次贷	巨额贷款
1995 年	101.1	45.6	28.4	23.9
1996 年	98.1	52.5	39.5	21.3
1997 年	100.7	45.9	53	32.1
1998 年	102.3	62.2	55.1	37.6
1999 年	88.1	67	37.4	30.1
2000 年	89.5	55.6	40.5	18
2001 年	102.5	71.5	54.7	31.4
2002 年	92.6	72.8	57.6	32
2003 年	94.9	75.9	58.7	35.1

资料来源: 转引自 Souphala Chomsisengphet, *The evolution of the subprime mortgage market*, Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, Jan./Feb. 2006, p. 38。数据来自 *Inside MBS & ABS* 杂志。

① 本章后面将要介绍 MBS 的发展简史。

表 1-2 说明,1995~1998 年间,由于有联邦住房管理局(FHA)或退伍军人管理局(VA)^①提供保证保险的抵押贷款已经几乎全部被证券化,因此,其他三类风险比较高的贷款的证券化率也就不断提高。其中,次级贷款的证券化率从 1995 年的 28.4% 提高到 1998 年的 55.1%。到 1997 年,次贷拖欠率和违约率高于预期的问题开始浮出水面(相关问题见下一部分)。

(二) 与次贷危机相关的主要金融工具创新历程

与次贷危机相关的金融工具除了在次贷出现以前就已经存在的 MBS 之外,还有与次贷同在 20 世纪 80 年代出现的 CMO 和 CDO,以及 20 世纪 90 年代末才出现的 CDS,它们都对本次危机的产生起了推波助澜的作用。下面先来分析这些创新工具。

1. MBS 与 CMO^②

由于信用风险管理和资本金要求等多种原因,银行的信贷资产需要流通转让是一种客观需要。像普通商品一样,最早的贷款二级市场就是信贷资产转卖。美国联邦政府对住房金融市场的介入始于大萧条期间的 1932 年。当时为应对住房金融陷入停滞的问题,成立了联邦住房按揭贷款银行(FHLM),广泛提供长期低息按揭贷款,较快恢复了住房金融市场的流动性。1934 年后,联邦住房管理局等公共机构为住房贷款提供保险或担保,极大地活跃了房贷市场。为了促进家庭房贷转让,1938 年美国对《全国住房法案》做了修订,并成立了联邦全国抵押贷款协会(即房利美,Fannie Mae or FNMA;The Federal National Mortgage Association)。^③ 房利美的任务就是从贷款机构手上购买经联邦住房管理局等机构提供保险的住房贷款,其早期的筹资方式是以自身名义发行债券。^④ 20 世纪

① 在美国住房贷款一级市场上,当贷款数额占所购房价的 80% 以上时,金融机构就要求借款人投保。FHA、VA 就是这样的政府担保机构,它们为住房抵押贷款提供保证保险。FHA 的保险对象主要是购房债务支出占家庭收入 29%~41% 的中低收入居民的住房贷款。FHA 为抵押贷款提供 100% 的担保,但其担保对象必须经过严格的审核。VA 只对住房抵押贷款的部分实行担保,担保的比率视抵押贷款金额的大小而定。在 MBS 市场,GNMA、FNMA、FHLMC 是对债券提供担保的政府背景机构。此外,还有一些私营保险机构成为有力补充。私营保险不只是局限于中低收入者,可以是任何具有支付能力的购房者。其理赔方式有两种:一种是向贷款机构支付全部款额,拥有房屋所有权;另一种是支付贷款额的 20%~30%,让贷款机构拥有房屋产权。

② 本部分资料来自以下专著的第二章:Rick Watson and Jeremy Carter edited, *Asset securitisation and synthetic structures: innovations in the European credit markets* London: Euromoney Books, 2006。

③ 房利美 1938 年是作为一个政府机构成立的,1968 年转型为一个私人持股公司,但享有 GSE 的特殊身份。<http://www.fanniemae.com>。

④ 1981 年,房利美除了发行自己的公司债之外,也开始发行 MBS,而且从 1990 年开始一直是 MBS 发行量最大的政府背景公司,也是至今余额最大的公司。

60年代美国遭遇储蓄银行倒闭风潮,住房金融市场再次遭遇流动性危机。为此,1968年房利美分拆,一部分保留使用房利美(FN-MA)的名称上市;另一部分则成为一个政府机构,即政府国民抵押协会(吉利美, Ginnie Mae: The Government National Mortgage Association)。当时的情况是,房利美在1968年之前只收购由FHA承保的抵押贷款,因此,多数贷款机构只有等到借款人归还本金时,才能完成资金周转。贷款整体转让(转让方式也有多种,不再赘述)市场不发达的原因主要有:需要逐笔进行考察谈判,交易成本高;风险比较集中,不符合机构分散投资的思想;不能根据投资机构的需要对贷款进行改变,缺乏灵活性。而证券化投资则能回避这些缺陷。于是,1970年吉利美发行了第一笔直通型的MBS(mortgage pass-through securities)。这种证券代表了对抵押贷款的直接所有权,借款人还贷的资金由债券持有人按比例分配。1970年,美国国会立法成立房地美,并同时授权房利美和房地美可购买未经联邦机构保险的所谓“普通按揭贷款”,从而形成了美国住房贷款证券市场的双头垄断模式。房地美也同时发行普通债券和MBS(1971年首发MBS)。后来,私营机构发放的住房抵押贷款如果满足上述三大机构的条件,也可以加入三大机构一起发行MBS。

20世纪80年代中期,一些私营机构模仿三大机构的模式也推出了“定期住房MBS通道”计划(term RMBS conduit program),比如通用汽车金融服务公司的全资子公司住宅投资公司(Residential Funding Corporation of General Motors Acceptance Corporation, GMAC RFC)等。但由于私营机构的信用水平远不及三大机构,为了降低MBS的融资成本,它们需要对这些证券申请评级。根据美国的法律,这些债券要想得到评级,就必须根据特殊目的信托(special purpose trust)制度设立SPE/SPV/SIV。

抵押贷款证券化出现以后,在这个融资链条中,金融机构就逐渐分为三类:一是抵押贷款放贷机构(mortgage originator),包括抵押贷款专业银行、储蓄贷款机构、商业银行和地方政府住房金融机构等,它们组成抵押贷款的一级市场,^①其中抵押贷款专业银行一般不吸收存款,完全依靠证券化来融资,其他机构的贷款资金则同时来自本机构吸收的存款和贷款证券化。二是收购抵押贷款并加以证券化的机构,主要包括“三美”及一些大型私营证券机构。三是抵押贷款证券的购买机构,包括养老金、保险公司、外国央行、商业银行和对冲基金等,第二、三类机构共同构成抵押贷款的二级市场。不难发现,在这个链条中,买房人借还款

^① 抵押贷款专业银行不吸收存款,完全靠证券化来获得资金。州政府对它的资金要求很低,比如纽约州仅要求最低持有50万元的现金。现在,全程用非证券化方式(称为portfolio/direct lending)来完成一笔抵押贷款的情况已经很少,美国坚持用这种方式的机构代表是ING Direct。