

资产证券化

原理 · 实务 · 实例

- 国内第一本系统介绍和深入研究资产证券化的专著。

- 资产证券化——通过向市场发行资产支持证券，将金融资产进行处理与交易，最终实现融资，盘活金融资产。

张超英 翟祥辉 编著

经济科学出版社

资产证券化

——原理·实务·实例

张超英 翟祥辉 编著

经济科学出版社

责任编辑:卢玮苹
责任校对:段健瑛
封面设计:张卫红
版式设计:周国强
技术编辑:刘 军

资产证券化——原理·实务·实例

张超英 翟祥辉 编著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路66号

邮编:100086

*

787×1092毫米 16开 28.75印张 750000字

1998年2月第一版 1998年2月第一次印刷

印数:0001—7000册

ISBN 7-5058-1336-6/F·949 定价:60.00元

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化：原理·实务·实例/张超英，翟祥辉编著. 北京：经济科学出版社，1998.2

ISBN 7-5058-1336-6

I. 资… II. ①张… ②翟… III. 股份制-经济改革-基本知识 IV. F014.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 29010 号

序

资产证券化本是一个涵义广泛的概念，它最早是指通过在资本市场和货币市场发行证券筹资这样一种直接的融资方式，商业票据、有抵押债券、股票等都属于这种形式的资产证券化。后来随着金融业的竞争发展，通过向市场发行资产支持证券，将贷款资产进行处理与交易，最终实现融资，这就是后来金融业所称的资产证券化，本书所论及的即是这一范畴的问题。资产证券化这项金融技术最早起源于美国，它的推出改变了银行传统的“资金出借者”的角色，使银行同时具有了“资产出售者”职能，对商业银行的竞争发展起到了非常重要的作用。资产证券化可以使贷款成为具有流动性的证券，同时这种证券又是具有贷款信用风险的证券，从而有利于改善资产质量，扩大资金来源，分散信用风险，缓解资本充足压力和提高金融系统的安全性。在国外金融发达国家，资产证券化已成为金融机构尤其是商业银行在竞争中取胜所应具备的技术。

资产的证券化具有完善的创新设计安排，它是直接以资产为基础，通过提供两个层次的信用即资产本身信用和衍生信用来构造的。从其参与者构成来看，有发起人、服务人、发行人、投资银行、信用提高机构、信用评级机构和受托管理人，各自起到独特的作用。发起人在资产出售时不是直接向投资者进行，而是通过一个处于发起人和投资者之间的特定的交易机构（SPV）进行。SPV 购买贷款，并发行这些应收款抵押债务从而为购买融资，它同时还起到了破产隔离的作用。信用提高也是资产证券化创新中的精彩之处，通过安排各种形式的信用提高，可以起到提高发起人等级、降级保护等方面的作用，是一种衍生信用措施。在一些“AAA 级”证券中，其等级一般是超过发起人自身等级的，这完全是由于信用提高的作用。

资产证券化业务对于我国金融业发展具有重要现实意义。

资产证券化有利于盘活金融资产。在我国传统信用模式下，资金一旦被贷出，直到借贷人还款为止，贷款人难以将贷款转化为资金，这常导致银行面临流动性困难。尤其是对大量的房地产抵押贷款，其到期期限一般都比较长，所面临的流动性风险更加突出，更加需要提高流动性。如果通过实施证券化措施，资金总容量可以通过参加资本市场或将传统储蓄基础中的资金转化过来而增加，有利于延长可用资金的到期日，缓解原始贷款人的流动性风险压力。因此，资产支持证券对于促进我国房地产金融业的发展也是具有作用的。

资产证券化有利于分流储蓄资金。目前我国储蓄增长每年为六七千亿，这种负债所形成的银行资产规模扩张，对银行具有资本充足率、筹资成本等各方面的压力，依靠股票市场，也只能起到部分分流这部分资金的作用。资产证券化是一种使银行金融资产通过资本市场扩张的措施，显然有助于分流传统储蓄基础中的资金，同时又在缓解资本充足压力，降低筹资成本等方面具有优势。

总之，资产证券化在我国的应用，已是商业银行竞争发展中必须面对的一个问题，非常值得重视和探索。1994 年张超英同志在中国农业银行信托投资公司工作时，就曾与我探讨过此事。当时我认为此事具有探索价值，并同他一起前往浙江，拟以农业银行浙江某分支机构为背景，进行批量贷款转移的尝试。时至今日 4 年过去了，随着我国金融体制改革的深化和商业银行的竞

争发展，资产证券化在金融界内已经是一个引起人们普遍关注的问题，对它的研究已经悄然开始。在这个时候，《资产证券化——原理·实务·实例》这本书的正式出版，确是一件非常有意义的事情。本书分六篇，共二十八章，向人们系统地介绍了资产证券化的有关问题。第一篇共六章，包括资产证券化的概念、体系、经济学涵义、收益与风险、结构与现金流和信用提高，是对资产证券化的系统完整介绍。第二篇共三章，包括资产证券化的会计、税务和法律问题，是对资产证券化更加深入的探讨，专业性更强。第三篇共九章，专门介绍了资产证券化的品种，概括了国外金融发达国家资产证券化金融工具的基本类型及其衍生类型。第四篇介绍了国外对资产证券化的评级。第五篇共五章，介绍了国外几个主要金融发达国家资产证券化的基本情况，有利于人们进行比较分析。第六篇列举了若干资产证券化的实例，具有实用参考价值。

在我国，对资产证券化的研究刚刚开始，但金融体制改革实践和金融业竞争发展的现实已对它的应用提出了客观要求。在系统介绍和深入研究资产证券化这方面，该书目前国内还是第一本，它材料丰富，内容充实，对今后关于资产证券的理论研究和实践探索具有重要的参考价值。但本书也有不少不足，如有些地方表述不够准确等，这有待于今后细致推敲，进行修订。

我相信，在资产证券化这个研究和实践都还是全新的领域内，会有更多的专业人士为此做出努力。

清华大学国际贸易与金融系

赵家和

1998年1月

第一篇

资产证券化原理

第一章 资产证券化概述

第一节 资产证券化的定义与本质

一、资产证券化的定义

国外许多市场评论家曾一度认为，资产证券化这一词汇宣告了公司财务新纪元的到来和商业银行业务衰落的开始。资产证券化的实践说明，事实并非如此，资产证券化是一种迅速发展的金融工具，它使得商业银行等金融机构增加了资产负债的流动性，并提供了新的资金来源。

资产证券化有许多不同的形式和类型，这显然给其定义和性质界定造成了困难。在很大程度上，许多不同的“创新”只不过是某一基本形式的衍生。Gardener (1991) 为资产证券化提供了一个一般性的定义：

它是使储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或工具。在这里，开放的市场信誉（通过金融市场）取代了由银行或其他金融机构提供的封闭市场信誉。

Gardener 的一般性定义强调资产证券化是一种以市场为基础的信用中介，而与机构中介不同。在这里，“匹配”即指对原以机构中介信用为基础形成的资产进行可转让性的转换处置。由此较广定义出发，资产证券化可进一步分为两大类。

在其初始阶段，资产证券化指通过在资本和货币市场上发行证券来举债。运用这种方法，一个借款人可以向市场上的投资者直接借款而不再需要向银行申请贷款或透支。这种类型的资产证券化会动摇银行作为资金提供者的传统地位，并最终导致非中介化现象的出现，属于这种类型的金融工具包括商业票据和企业债券。这种资产证券化可称为“一级证券化”。

第二种资产证券化是指将已经存在的信贷资产集中起来并重新分割为证券进而转卖给市场上的投资者，从而使此项资产在原持有者的资产负债表上消失。这种形式的证券化可称为“二级证券化”。后面要讨论的资产支持证券中的过手证券形式是与这一定义完全符合的。作为直接信贷资产的主要持有者，商业银行和储蓄贷款机构在此类业务中有天然的竞争优势。

二级证券化可进一步分为两种形式，国内证券化与国际证券化。前者的例子比如在美国的和在欧洲的抵押贷款的证券化。另外，其他种类的国内贷款资产包括汽车贷款也已经实现了证券化。

国际二级证券化是证券化进程进一步的扩展形态。属于此种类型的两种主要业务是对主权债务人债权的交易和对辛迪加贷款参与权的出售。商业银行为这类市场的发展提供了主要动力。

资产证券化的定义分析框架描画了金融市场效率演变发展的历程。Rybczynski (1985) 利用此框架提出了随着经济的发展金融体系发展的三个阶段。在第一阶段，金融体系处于本位时期，银行是积累储蓄和进行投资的主要渠道。当资本市场成为融通大量储蓄的主渠道时（一级证券

化),金融体系就向市场本位时期发展。随后,当金融机构日渐对其资产进行处理与交易(二级证券化),金融体系就发展到了强市场本位时期。该理论的内涵是,在金融体系的发展进化过程中,每一个新阶段都是从旧阶段中发展而来。Rybczynski 认为目前英国与美国已处于最高级的第三发展阶段,而日本、西德等国家则正向该阶段发展。

对于此模型中提及的金融体系格局和银行在未来金融体系中的作用,人们有不同的理解。一种学派即 Gardener (可称其为市场学派的支持者)认为,资产证券化意味着国际银行业持续的不可避免的衰退趋势。他们认为资产证券化宣布了以金融中介为基础的传统银行业末日的来临。该学派的极端支持者进一步推断资产证券化预示了所有银行的末日。其论据在于银行得以生存的基本理论基础之一是它们能够利用市场的不完善性,提供以金融中介机构为基础的市场信誉。对于市场学派而言,资产证券化意味着市场是全知的,而银行则会因脱媒现象的发生在全社会的总体金融活动和资源配置中发挥越来越小的作用。

另一学派即银行家学派则持不同观点。他们认为资产证券化只不过是现代银行企业发展过程中的一个步骤(虽然是一次突破性飞跃),而这一步骤在未来某一时间甚至有逆转的可能。这一学派坚信银行能迅速调整和创新,以保存自己并日趋繁荣。他们强调银行业的现代创新业务并相信银行有能力发展新业务领域。

尽管两个学派在银行将在未来证券化金融市场中处于何种地位这一问题上观点迥异,两者却都未否认他们的预测所共同依据的模型是有见地的,并不对模型框架置疑。因此,他们是在对现状的解释问题上而不是在对该现状得以建立的基本前提问题上分道扬镳的。

本书的体系是从另一角度出发的,即二级证券化的未来同一级证券化一样,是与其与商业银行等金融的相互关系休戚相关的。这是一种关于资产证券化的“系统观点”,与市场学派和银行家学派观点的不同在于它不是以商业银行的衰退或正处于其发展中的一个步骤为前提,而是假设历史上平行但共生的金融结构正在日益融合。证券化的许多领域与商业银行的未来在很大程度上依赖于这种共生关系的继续。换言之,即互相依赖而发展。

在西方金融发达国家,90年代零售与批发市场的竞争同时减少了盈利和增加了风险,同样的压力也提高了银行的资本金成本并限制了其供应。这些力量的交互作用造成了 Llewellyn (1990)所说的“世界银行业的战略性难题”。同时,银行还面临着提高自有资本对资产的比率的压力,也使困境加剧。

这种战略性难题对银行和其他贷款机构的业务开展提出了新要求。资产证券化并不意味着银行将会在未来完全卖掉其帐面资产。银行和其他贷款机构,在可预见的将来会继续作为零售贷款的主要来源而存在。但是,他们能将所获利益日益趋薄、资本日益集中的贷款业务发展到什么程度,则取决于他们管理资产负债表特别是资产的能力。因此,从利益角度出发,资产负债表上资产的更大一部分应以证券形式转移至资本市场,使之处于交易状态。这一趋势也将发生于国际批发市场,因为在此市场上加息率已不足以促进资本的获利性增长。在商业银行资产负债表管理要求的压力下,证券化市场还将会进一步发展。

最后,资产证券化最重要的启示在于:它可以使贷款成为具有证券流动性的贷款,使这种证券成为具有贷款信用风险的证券,它有利于增加资产负债表的流动性,改善资金质量,增加资金来源,延伸风险配置结构,缓解资本充足压力和提高金融系统的安全性。因此,它并非迫使银行为其客户提供不同的服务,而是显示了商业银行在竞争中取胜所必须具备的技术与必须遵循的原则,而这从某种意义说也是重新定义了何所谓银行,或者说是重新修正了对银行的定义。

二、资产证券化的本质

资产证券化更进一步本质上的解释就是将贷款或应收帐款转换为可转让工具的过程。例如，它能够将批量贷款进行证券化销售，或者将小额、非市场化且信用质量相异的资产重新包装为新的流动性债务证券，施加信用提高（credit enhancement）并且提供了与基本担保品不同的现金流量。资产证券化有利于贷款中不同风险和收益的分离，并使其定价和重新配置更为有效，从而使参与各方均受益。例如，资产发起人/销售人可以实现：

通过资产匹配融资，消除或降低利息率、到期日和流动性风险；

较强的资产实力和更为灵活的资产负债表管理；

可以实现比在发起人自己名下成本更低的融资；

如果服务商（servicer）角色保留，可获得来自资产的持续财务收益。例如以过程较为简单的批量贷款为例，贷款债权出售后，贷款偿还服务与监管工作可以由贷款债权出售方继续承担，收取一定手续费，也可以转至贷款债权购买方或与卖方独立的第三方承担。

证券化资产产品的体系中除以上发起人和销售人包括第三方信用提高提供者（provider）和证券购买者等。专业化金融风险定价的保险商和担保者从佣金收入中获利，同时最终投资者可获益于这种范围较广的且高信用等级的高产出证券。

所有上述收益源自于证券化交易，而且初始借方例如房产所有者（房主）和信用卡用户，感觉不到其债权服务的错位，甚至难以意识到其贷款已被证券化。

资产证券化具有明确的金融创新意义。国际清算银行根据金融中介功能的类型，将金融创新进行了四种分类，即风险（价格风险和信用风险）转移创新、提高流动性创新、信用创造创新和权益增加创新。资产证券化显然具有信用风险转移创新、提高流动性创新和信用创造创新的作用。

为了进一步认识资产证券化的本质，可以另外从会计角度来对“贷款或应收帐款转换”进行解释。以英国为例，其贷款转让的会计标准主要是依据1989年英格兰银行关于贷款转让和证券化的通知（BSD）及会计准则委员会的金融报告准则5（FRS5）。FRS5规定贷款转让必须具备下述特征：

1. 贷款转让须是由贷款人向受让人通过过户、权证转移等方式转让贷款，转让的价格应为即期的现金支付，转让的对象是贷款的全部权责、一笔贷款的一部分或相同种类贷款组合的全部或一部分。

2. 最初借款人偿还本息项直接或经最初贷款人间接支付给贷款受让人。如果从最初借款人那里收到的款项金额与贷款转让合同规定的金额不同，最初贷款人应补足差额或保有溢额，如果最初借款人到期不能还贷，最初借款应向受让人偿还。

美国的会计标准对贷款转换能否被确认为合格销售也具有明确的规定，准则是美国财务会计标准局（FASB）的财务报表FAS77。值得注意的是，英、美的资产证券化会计标准在多细节上是有不同之处的，包括一些处理原则。从会计、法律和税收角度去分析，会大大有助于对资产证券化本质的认识。

第二节 资产证券化的发展概况

一、批量贷款的证券化

随着金融业的发展，认为商业银行仅是吸收存款和发放贷款的机构这一传统观念变得模糊了。从交易角度看，在资产负债表上持有大量资产，即使是优质资产，一般也是利益甚微的。已经出现了一种技术可以使银行卖掉不希望拥有的资产，这种技术就是贷款出售。

1983年，花旗银行和银行家信托公司都设立了单独的贷款出售部门以出售大公司贷款的份额。在这种业务开展的第一年，这两家独立的部门已经出售了大约100亿美元的贷款份额和整笔贷款。1991年，美国贷款出售市场交易总量超出了1000亿美元。目前，美国许多银行都设有贷款出售部门。

在贷款卖出时，所有与贷款债权有关的权利和义务都转移给了买方，如按月收取所偿还的本金与利息的权力，借款人未及时按照原贷款还本付息时取消其抵押财产赎回权的权力，以及修改贷款条件以限制拖欠的权力等。但是如果根据约定出售人服务角色保留贷款债权出售后，贷款偿还服务和监管还可以延续性地继续由贷款出售方承担，收取一定的手续费，也可以转由贷款购买方自己承担。

美国金融体系的单元银行制和相应的银行特点使小银行机构居多，贷款出售市场受这一体系的影响并得以发展。按传统做法，一笔贷款金额超出了限额就会考虑再出售。典型的情况是，一家单元银行从当地客户那儿收到借款的要求，款项大于其信贷额度，它宁可请求清算联行的帮助发放贷款，也不愿意拒绝常客的要求，把他们推到竞争对手那里去。因而，美国的贷款市场是一种脆弱的银行体系的结果。在这种银行体系中，小银行经常试图通过其联行网络扩展信贷来维持与主要客户的关系。

随进一步的发展，贷款出售的动因很大程度上已经发生了改变，利润和不断增长的资本导向成为该项业务的动因。通过贷款出售，银行优化他们的投资银行技术，并且改变他们的组织在信用证券化的世界中生存的状态。

被出售的贷款尽管具有商业票据或者其他到期日不足90天的短期证券的许多特点，但也仅是贷款，而非证券。在美国，传统的贷款购买人是美国的大中型商业银行，他们从他们的联行那里购买贷款。如在1991年中，美国国内的贷款出售中，近35%是由国内大中型银行机构购买的，约有25%是由非银行投资者购买的。

美国贷款出售市场为货币中心银行调整改善资产负债表提供了一个很重要的工具，然而，零售投资者的利益受到了限制。零售投资者以损失部分流动性为代价，从这些资产上获得高于同等信用风险证券的权益。不过如果打算购买某项资产并且持有直至到期日，流动性就不是那么重要。

在我国，目前的情况是许多中小银行的内部约束机制较强，贷款质量水平高于大型国有银行，但大型国有银行的经营网络巨大，存款来源巨大，因此，借鉴西方贷款出售的作法，可以探索中小银行向大型国有银行出售其贷款的方法。

二、二级抵押市场的发展概况

(一) 零售市场证券化的特点

零售市场与批发市场中采用的方法有所不同。在这里关键是将相对低价值的零售资产“捆绑一下”，使其成为高价值的证券。让我们先来看看零售市场中二级证券化的几个先决条件。

筹资者将手中资产（批发或零售）证券化，通过证券化将其原有的资产从资产负债表上去掉从而提高资本比率。问题的关键是这些即将在市场上出售的证券的价格如何确定。零售二级证券，也就是资产抵押证券，它通常比初级市场上的证券化复杂得多，在许多方面如拖欠风险方面并不十分确定。这些因素导致同样等级的二级证券的发行费用更高。然而如果费用高过筹资者收益，那么这一市场就不可能得到发展。

当然，我们不可能也没有必要精确地算出不同市场部门的费用水平，市场对证券的供求要求、其他投资工具的竞争幅度、所纳税额和政府设定的规则制度都在很大程度上影响发行费用。但是不难发现，那些适于证券化的资产仍有共同特点可循。

资产抵押证券的背后通常有两种信用形式，一个是抵押资产本身，还有一个是信贷担保，如果抵押资产的信贷担保等级较低，那么经过资产证券化处理的资产组合往往有如下特点：

分散化：这些资产应该相当分散化，以减少单一资产风险损失带来的影响；

同质性：这些资产应该在性质上相同；

坏帐统计记录：具有相对稳定的坏帐统计记录以预测未来类似损失；

经营环境与期限相似：资产的偿还与到期日结构应该相似。

如此说来，这些抵押资产是“透明”的，投资者可在相当程度上掌握有关的信息。买方与卖方也能在资产价值上达成共识。而“不透明”的资产就很难捆绑并证券化。在有效率的市场中，只有在价格上大打折扣才能促使投资者购买他们不甚了解或者是存在很大不稳定性的资产。

在零售市场中，能在资产负债表中显示的贷款仍将是有效的中介形式，因为金融中介机构本身具有相对优势来确认一个不透明的资产的价值，尽管它们很难向投资者解释其中原因。通常，由于单一贷款的价值低于批发贷款，将其证券化就显得不太实际，而将这些不透明资产捆绑起来就极端困难了。

尽管在零售市场中这些特点是证券化必须的先决条件，它们却并非充分条件。因为证券化必须给投资者和借款者双双带来附加价值。美国的抵押证券化之所以获得巨大成功就是因为它为市场增加了价值，而在其他市场中，比如说英国的抵押市场，起初证券化给投资者和借款者带来的价值就少的多，究其原因，主要是它们的初级市场结构更有效，证券化的发展就显得不那么重要了。但在进入 90 年代后，随着贷款机构面临越来越大的经营压力，英国的这一情形也已发生了改变。

(二) 美国二级抵押市场产生的背景

美国的抵押证券体现了世界上最基本的二级证券化形式，这不仅取决于它的市场容量大，而且在市场容量加大的同时，资产证券化的范围也扩大到汽车贷款和信用卡应收款等。美国证券抵押市场的发展是美国金融制度中某些特定因素的产物。首先是政府不允许银行和储蓄机构跨州经营业务。实际上，一个地区对金融资产的需求很可能并不等于相应资产的供给，而金融机构存在的一个主要理由就是为了在资金富余与不足地区之间进行调剂。传统上，东部各州往往有大量的资金剩余，而西部和南部对资金的需求则很旺盛，由于这种不平衡和美国金融管制，美国的抵押市场发育的并不好，一个地区的富余资金很难调入资金缺乏地区。抵押证券市场的发

展弥补了这一不足，它成为贯通整个美国市场的一个必要的中介。

第二个促使这一市场发展的因素是传统的美国储蓄机构的利率管理（更确切的说，是缺少利率管理）。美国的法律规定其享有 3% 的利差，即筹资成本（主要是支付给零存储户的利息率）与它们所提供的抵押贷款的利差。在 60 年代以前相对稳定的经营环境中，3% 的利差带给它们足够的利润和应付紧急资金需求的能力。然而，进入 60 年代后，商业银行和新兴投资基金的新的规则制度相继出台，严重影响了储蓄机构的发展。最显著的变化莫过于投资基金和货币市场可以支付给长期储户（通常是带给储蓄机构最多利润的储户）更高收益，促使这部分人将资金调离储蓄机构。

这样，传统上的 3% 的利差就被严重侵蚀掉，然后，这一利差又给储蓄机构带来了负面影响。在高通货膨胀时期，为了吸引新的资金来源，它们被迫按市场利息率支付利息，而此时它们的资产却是一些长期低息的贷款，如此入不抵出，到 70 年代初期，导致整个储蓄机构面临严重的危机。

后来人们引入了新技术以帮助储蓄机构在新的竞争环境中生存，形成了新的金融产品如优先股、可转换证券、次级债券等，但这只是给储蓄机构带来喘息的机会，而抵押证券市场的发展无疑成为储蓄机构发展的转折点，储蓄机构愿意将低收益的固定利率资产卖给能接受这一现金流的投资者的行为极大地刺激了美国抵押证券市场的发展。

（三）二级抵押市场的构建

在 30 年代的大危机后，由美国国会通过立法建立起了数家为抵押提供资金或保险的机构，二级抵押市场的最早雏形就是由此开始构造的。这些机构为构建一个流动的二级抵押市场提供了支持，美国的抵押证券市场的发展得益于此，并取得了后来的蓬勃发展。

1. 联邦住房贷款银行（FEDERAL HOME LOAN BANKS, FHLB），它的作用类似于联储的贴现窗口，联储贴现窗口的作用是向商业银行提供资金，使其资产更具流动性，FHLB 的作用是向储蓄机构提供资金，使其更具流动性，FHLB 在资金不足时，有权向财政部借款。

2. 联邦住宅管理局（FEDERAL HOUSING ADMINISTRATION, FHA）。美国现今的住房抵押和抵押债券市场本身也可以说是 1934 年全国住房条例的产物，这一条例下产生了 FHA，它发起并推动了固定利率的完全平均分摊支付的抵押贷款方式，它向抵押贷款人提供保险以降低借款者违约可能给投资者带来的风险。但并不是所有的抵押贷款都可以获得保险，能够获得保险的抵押贷款是那些能够满足 FHA 的承保标准的抵押贷款。实际上，联邦住宅管理局是美国第一家将抵押条款标准化的机构，这在以后标准化的抵押市场的发展过程中起了重要的作用。

3. 联邦国民抵押协会（FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION, FNMA）。它负责为联邦住宅管理局和退伍军人管理局保险的抵押贷款提供二级交易市场，具体的交易形式就是购买抵押贷款合同。它的股票在纽约证券交易所上市，在资金不足时也有权向财政部获得一定额度的信贷。

有了这些机构，二级抵押市场并没有立即活跃起来。1968 年，国会把联邦国民抵押协会（FNMA）划分为两个机构，一个是现在的联邦国民抵押协会（FNMA），一个是政府国民抵押协会（GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION, GNMA）。GNMA 最初承担了本来由 FNMA 运作的资助贫困家庭住房抵押项目，通过特殊援助，使那些没有足够住房的贫困家庭享有住房抵押权。两年后国会授权 FNMA 购买联邦住宅管理局和退伍军人管理局不提供担保的常规抵押，并建立了联邦住宅贷款抵押公司（FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION, FHLMC），为联邦住宅管理局和退伍军人管理局提供担保的抵押和常规抵押，

提供信贷支持，成为 FNMA 的一个专门经营存贷款业务的机构。

联邦国民抵押协会和政府国民抵押协会负责发行过手证券 (PASS THROUGH SECURITIES)，这是一种住宅抵押担保证券，它的本金和利息由住宅拥有者支付，并由私人银行或储蓄机构（抵押贷款的放款人）通过联邦国民抵押协会和政府国民抵押协会（它们按证券的形式把抵押贷款集合在一起重新分类）传递到投资者手里。对投资者的利息与本金的支付由两个抵押协会担保。

（四）二级抵押市场中的证券化品种

1. 作为过手证券前身的抵押参与证 (mortgage participation cates)

抵押参与证的引入，促进了二级抵押市场的兴旺发展。作为过手证券的前身，抵押参与证旨在减少一项联合贷款中单个投资者前来检查的次数，卖方作出担保，一旦任何贷款不符合这一担保，将由卖方全权负责购回这项贷款。通过设置第三方来代替买方监管贷款，买方不必亲自检查。

抵押参与证引入的新设计是将贷款债权交由与卖方独立的第三方即保管人来负责保管，由保管人对贷款债权进行审查与监管。引入这一设计是促进抵押证券能够进入资本市场的一个重要步骤。尽管引入了新的参与者，但买方仍完全拥有贷款债权，一旦贷款出现问题，买方仍承担相关损失。

在资本市场中，抵押贷款作为一个投资机会被接受之前仍有两个问题需要解决：一个是组合贷款的信用等级，另一个是它的同质性。

2. 过手证券

为解决信用等级及同质性问题以引起资本市场投资者的兴趣，抵押过手证券开始创立，理由有三：首先是提高信用等级，使投资者避免损失；第二是增加证券的市场流动性；第三是使联合贷款中的单个投资者免于亲自查询之劳。过手证券代表对于清单资产的所有权。

抵押过手证券市场占据美国抵押证券市场的大部分份额，其形成过程是这样的：将抵押贷款集合在一起，然后凭以发行证券。证券所有者按其购买份额享受相应权利。而这时的房产抵押贷款出售给信托机构，资本市场的投资者持有证券，按月收取由信托机构过手过来的本金和利息，抵押品的市场价值被及时反映在抵押过手证券的现金流上。

在过手市场的发展过程中，FNMA，GNMA，和 FHLMC 所起的作用不容忽视，以至于目前形成了四种基本的抵押过手证券：GNMA 过手证券、FNMA 过手证券、FHLMC 过手证券和私营机构发行的过手证券。

（1）GNMA 过手证券。政府国民抵押协会（GNMA）担保发行的过手证券，该证券约占整个过手市场的 70%~80%。抵押放款银行把它所发放的由联邦房屋管理局（FHA）和退伍军人管理局（VA）担保的房产抵押贷款组成一个集合，经 GNMA 审查合格后，由其担保通过发行过手证券出售出去。由于 GNMA 过手证券体现了美国政府的全面信用支持，因而它的利率与同样期限的国库券利率大体相同。

（2）FHLMC 过手证券。联邦住房抵押放款公司（FHLMC）和联邦国民抵押放款协会（FNMA）分别于 1971 年和 1981 年设立了相似的过手证券方案。这些证券虽然没有经过联邦担保的抵押品支持，却可有私营抵押保险机构保险的住房抵押组合支持。

联邦住宅抵押放款公司（FHLMC）发放的是参与证形式。由于没有美国政府的全面信用支持，它比 GNMA 过手证券售价稍低。此外，它不像 GNMA 和 FNMA 过手证券那样能保证本息的适时支付，FHLMC 发行的参与证只保证利息的适时支付和本金的最后支付，即 FHLMC 发行

的参与证保证本金未偿部分在一年内支付。

(3) FNMA 过手证券。联邦国民抵押放款协会 (FNMA) 发行的过手证券是后来才在市场中出现的一种证券。它与 FHLMC 证券的区别即在于它能保证本息的适时支付。它的收益一般略低于 FHLMC 过手证券, 略高过 GNMA 过手证券。

(4) 私营机构发行的过手证券。第四种形式的过手证券是私营机构发行的过手证券。私营机构发行设有政府担保的过手证券主要是受 FHLMC 和 FNMA 过手证券发行成功的鼓舞, 因为后两者也没有政府担保的支持。

由于引入信用评级制度, 私营机构发行的过手证券得以发展, 尽管只占市场的小部分份额。信用评级机构在进行评级时主要注意两个方面, 一个是能否按时支付给证券持有者本金和利息, 另一个是是否有一个机制在出现坏帐时及时弥补损失。而所谓的损失弥补往往采用两种形式, 即共同保险和使用高级或低级过手证券。

共同保险是对组合放款给予固定百分比的坏帐损失赔偿。高级、低级过手证券则提高了私营机构发行的过手证券的信用等级, 高级部分得到评级机构的评级并售给投资者, 余下的低级部分一般不出售, 低级部分房产抵押放款所得到的本息被用来作为高级部分本息的保证金。

3. 资产支持债券

尽管过手证券比单纯的批量贷款销售的信用级别高, 它仍然不可避免带有批量贷款的销售缺陷: 现金流量难以确定, 不能提前赎回, 抵押过手证券实际上的到期日完全取决于抵押品的先行支付。这些缺陷或多或少妨碍投资者涉足此项投资。

为克服现金流量不确定的缺点, 资产支持债券应运而生。资产支持债券中的典型种类是抵押贷款债券, 它是房产抵押贷款机构以其所持有的抵押贷款作为担保而发行的债券。对投资者来说, 它是一种债权凭证, 而过手证券却是一种所有权凭证。该债券是按债券本金部分的 110%~200% 的抵押数量超额担保的。同其他抵押担保融资工具一样, 附属担保品作为抵押, 须交予独立受托人, 如果出现违约, 受托人则将抵押变现, 能较顺利地清算。

这种债券和资本市场上其他债券期限结构相似, 利息按季支付或每半年支付一次, 本金则在到期日支付给投资者。尽管这种债券是一种债权凭证, 它所带有的超额担保却能确保在出现拖欠违约时, 投资者完全收回本金和应得的利息。因此该债券信用级别高, 常被评为 AAA 级。

基本上, 这种债券分为两种形式, 传统形式要求将本金和应付利息按市场价值超额担保, 究竟超额担保到何种程度还要看担保品类型, 除了常用的房产抵押之外, 公司债和国库券也偶尔使用。

第二种也是后来出现的一种是契约终止条款抵押贷款债券。它利用抵押品来购买国库券, 然后用国库券的本息支付债券本息。

4. 转付证券

房产抵押放款债券之所以得到发展, 主要是为了满足市场对现金流量确定性的要求, 然而, 它对抵押品的利用效率并不高, 尤其与抵押过手证券相比, 这一缺点就更明显。因此, 创建一个既能准确预测现金流量, 又能充分利用抵押品的证券显得很有必要, 转付证券正好满足了这一要求。

最初的转付证券和普通的过手证券非常相似。发行机构偿还由转付证券形成的债务资金来源是原房产抵押借款人所归还的本息。它的安全性又与房产抵押放款证券相似, 担保品由受托机构持有, 并以受托人的名义为证券持有注册登记。目前最为广泛使用的转付证券是抵押保证证券 (CMO)。

抵押保证证券将本息支付设为几档，而传统的过手证券只有一档。抵押保证证券发展地很快，第一笔保证证券是由联邦住宅放款公司于 1983 年发行的，到 1993 年，其数量已达近五十亿美元。CMO 之所以能有如此骄人的成绩，要归功于它集合了传统的过手证券和资产支持债券中的房产抵押放款债券的特色。

对于普通的过手证券，每一位投资者都会收到同比例的本息支付。只有当最后一批抵押款收回后，过手证券才最后到期，这样就形成了按月支付一次本息的平均期限与到期日时不公平地位和本金最后支付的不确定性。

CMO 是针对投资者对金融工具有不同期限的要求设计的。它一般有几档，每档的到期期限不同。任何一档的投资者在其本金得到偿付之前每隔一段时间收取一次利息。本金则是由作为担保的房产抵押贷款收到的本金和提前还款支付。先偿还前一档的本金，偿还完前一档的 CMO 本金之后再偿还后一档的本金，直到所有各档本金均被清偿。

到期日缩短增加了现金流量的确定性，每半年收取一次利息使 CMO 更适宜于投资者参与这项资本市场投资，而且由于抵押品级别比房产抵押放款债券低，抵押放款利用率就相对更高。这是因为 CMO 抵押担保品的价值靠抵押品带来的现金流量来衡量，而不是按抵押品的市场价值来衡量。CMO 发行者不必担心担保品的市场流动性和它的定期重估价值，房产抵押放款债券恰恰做不到这一点。

CMO 按照投资者的不同需求创造了不同期限的证券，那么反过来也可以将购买不同证券的投资者按购买期限归类。比如说：期限最短的 CMO 证券就可以尽量争取短期投资者，和提供同等产品的美国式欧洲商业汇票竞争短期资金来源，而中等期限的就可以将目光调整至中期投资者身上，长期的就瞄准长期投资者，和美国长期国债、欧洲债券一争高低。

CMO 提供了一个将原来结合在一起的风险进行解捆 (unbundle) 的范例。对于不同类型的投资者，风险不同。

通过在一个抵押资产组合的基础上创造出不同的证券，CMO 向人们表明了证券化是如何利用一种资产创造出不同种类风险和流动性的证券，从而扩大了投资者的范围。

CMO 证券的信用安全性级别高，通常是 AAA 级，如此高的信用级别来自于抵押品的质量和抵押担保结构。要想取得 AAA 级信用，CMO 证券必须做到有足够的现金流来支持所发行的证券，即使在最保守的预付过程中也应如此。实际上，CMO 的保守结构使得它能在任何情况下提供一定水平的超额担保。

一般说来，CMO 抵押品的信用水平也很高，大多数的 CMO 证券都有 GNMA、FNMA 或者 FHLMC 过手证券的支持，而这往往被评级机构作为高信用水平的标志，即使没有这些机构支持的 CMO 证券通常也经过私营保险机构保险。

构成大多数 CMO 证券高信用等级的另一个因素是发行机构往往是子公司，由于有效机制的建立，母公司可能的破产危机不能影响子公司。大多数 CMO 证券由金融子公司发行，而建立这些子公司的目的也仅仅是为了发行 CMO 证券，第三方监管银行持有抵押担保品并为投资者保管。

同时，相对于同样级别的公司债券，CMO 证券提供多于 20~30 个基本点的收益。所以 AAA 级 CMO 证券比同样级别公司债券信用质量更高。抵押品结构意味着即使借款者出现违约拖欠行为，投资者仍然会从抵押品出售中得到清偿。而一般公司债券就做不到这一点。尽管这一优势还需在市场危机中进一步证实，但 CMO 证券毕竟为将呆滞资产变活提供了一个方便有效的方法。

在美国，CMO 证券的主要发行者是储蓄机构、抵押银行、住宅建筑商和联邦住宅抵押贷款公司、保险公司，这些机构发行 CMO 证券所带来好处主要有：

(1) 由于 CMO 能将投资者归类，因此相对其他信用工具，如过手证券，它的筹资成本低的多。

(2) CMO 设有面向不同投资者的证券，证券的现金流量又更确定，与其他抵押证券相比，CMO 证券能吸引大量不同类型的投资者。

(3) CMO 证券比房产抵押贷款债券对抵押品的利用率高，而信用级别却不必因此受到影响。

CMO 在发展中不断创新，后来又设计出本息分离的品种。在这种证券结构中，本息任意组合，形成不同种类的证券。自从 1987 年以来，又有产生了只付本金和只付利息的本息分离证券。

随着证券到期日、流动性、风险、收益组合的不同设计，美国的抵押证券市场不断发展。

5. 不同抵押证券之比较

表 1—1 对比了三种主要抵押证券（过手证券、资产支持债券中的抵押贷款债券和转付证券中的抵押保证证券）和其他两种主要投资工具（公司债和美国国债）。其中值得注意的是，抵押放款债券和抵押保证证券（CMO）具有许多和公司债、美国国债相同的特点，因此，在资本市场中，它们能够吸引大批投资者，而过手证券却只是在初级市场中比较活跃。

表 1—1

特征	过手证券	抵押贷款债券	CMO	公司债	美国国债
抵押品的使用	抵押品得到有效使用	抵押品没有得到有效使用	抵押品得到相对有效使用	没有抵押品	没有抵押品
现金流量的确定性	相对不确定	相对确定	相对确定	相对确定	确定
定性		可预测	可预测	常可提前赎回	都不可赎回
本利的支付	按月支付本利	按季度或每半年支付利息本金到期一次偿付	每半年支付一次利息，本金到期一次偿付	类似 CMO	半年至一年支付利息
平均期限	依赖于抵押品提前偿还的经验	类似过手证券	最先偿还的证券期限易预测，后面几档相对不易预测	平均期限短的易于预测	非常稳定
流动性	好。特别是政府国民抵押协会担保的证券	充分	好	有局限	非常好
信用级别	从政府担保的 AAA 级证券到 A 级的私人过手证券	大多数是 AAA 级或 AA 级	绝大多数是 AAA 级	从 AAA 级到投资级	很高、有美国政府全面信用支持
投资者范围	主要是传统的房产抵押贷款市场参与者和有限的资本市场	过手证券的投资者再加上中长期资本市场投资者	包括抵押市场和资本市场上范围很广的投资者	范围很广的资本市场投资者	范围很广的资本市场投资者

以上尽可能详尽地介绍了美国抵押证券市场的发展，这对于传统的初级抵押品抵押制度而言，无疑是一个启示。这一市场显示了初级贷款资产的各个方面（风险、流动性、现金流量）怎