



您的位置：首页 - 胡滨

资产证券化利空股市？(2005年4月2日)

文章作者：

日前，中国人民银行宣布，国家开发银行和中国建设银行的信贷资产证券化试点正式启动，这标志着资产证券化在我国终于进入实质性运作阶段，无论是对我国银行业的发展，还是对我国资本市场乃至整个金融市场的发展，都将产生重要而深远的影响。但是，随着试点消息的公布，一些媒体和市场人士针对此事给股市资金面的影响表达了担忧，认为这是对股市的一个利空因素，会造成股市资金的分流，甚至将近期沪、深股市下跌的主要原因也归咎于此。

上述观点，隐含了一些潜台词：入市资金是决定股市涨跌的关键因素。股市之所以下跌，主要是资金流出造成的。但问题是，中国股市真的缺乏资金吗？中国股市下跌真的是资金匮乏所导致的吗？认清上述两个问题，就可以对资产证券化产品出现对股市的影响得出一个比较符合实际的结论。

我们认为，一遇股票市场下跌，就将这种下跌归咎于种种诸如市场推出类似于资产证券化等创新产品的观点是站不住脚的。这种担忧是对资产证券化的这种结构性金融产品的功能、风险特性以及试点工作的一种片面的认识。这种认识，不仅无用，也是错误的。

首先，从宏观的政策背景来看，开展资产证券化试点工作是为了进一步贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，扩大直接融资比重，改善商业银行资产负债结构，促进金融创新。资产证券化产品的发行将会吸引更多投资者进入证券市场，从而可以活跃证券市场，在长期内推动证券市场的发展。

其次，从国际经验来看，一个金融产品的创新不会造成股市的失血，相反，由于提供了可供投资者更多选择的投资工具，反而会吸引更多的储蓄等增量资金流向证券市场。这些增量资金，在没有与其要求相适应的风险收益特征的投资工具时，大多并不会投资于股票市场。

资产证券化产品也是如此。作为一种重要的创新产品，资产证券化将信贷资产转换为可在资本市场上交易的证券，能够连接资本市场和银行体系，丰富资本市场产品，改善银行流动性，提高资产负债管理和风险管理能力，从而促进资本市场和银行体系的协调发展。同时，信贷资产证券化将不具备流动性的资产转变为信用风险较低、收益较稳定的可流通证券，为资本市场提供了新的证券品种，为投资者提供了新的储蓄替代型投资工具，无疑会丰富市场的金融工具结构，满足了低风险承受能力投资者的有效需求，促进多层次资本市场体系的形成。

因此，在理论上，证券化产品的出现，更多的是吸引储蓄资金流向证券市场，而在证券市场的内部，由于股票市场和债券市场的联动关系，吸引的外部资金更有可能流向股票市场。从这一点上看，如果分流出来的储蓄资金能够进入证券市场，对股票市场应该有一定推动作用。如果试点得以正式实施，将对市场构成一定的利好而非利空。

再次，就中国股市和银行间市场的资金替代关系而言，由于两个市场是分割的，而且两个市场的投资者构成也截然不同，因此，由于银行间市场增加了一个新的品种而导致股市资金分流的可能性较小。据公开报道，目前该产品有可能以十五年期的信托受益凭证的形式在银行间交易市场进行交易。如果仅仅是在银行间市场增加一个固定收益证券品种，那么，这个品种和股票之间的资金替代关系并不明显。

而且，从投资者的风险收益偏好来看，资产证券化产品是一种比较复杂的结构性金融产品，它通过结构化的设计，满足不同风险偏好的投资需求。因此，即使在资本市场的美国，这种产品的主要供给对象也是商业银行等机构投资者。在我国的银行间市场，主要投资者是商业银行、保险公司等机构投资者，其交易量占据了总交易量的大部分。此类投资者风险收益偏好比较低、追求投资安全性，而这种准备在银行间交易市场上市的信托受益凭证恰好满足了此类机构的风险收益偏好。因此，相对于追求较高投资回报的股市投资者来说，此类品种的吸引力并不强烈，从而也不会造成市场的失血。

还有，从目前资产证券化试点的工作安排上看，现在就断定证券化产品的发行将对股市产生不利影响还为时过早。

目前，试点工作仅仅刚刚开始，由中国人民银行牵头，国家发展和改革委员会、财政部、劳动和社会保障部、建设部、国家税务总局、国务院法制办、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会参加的信贷资产证券化试点工作协调小组召开了第一次工作会议。会议讨论并确定了协调小组议事规则、试点工作启动后的任务及日程安排。目前，有关政府部门已明确各自任务，其中人民银行将负责监督试点证券在银行间债市的发行与交易；银监会负责研究信托登记制度；财政部负责研究资产证券化会计制度，并会同税务局制定相关税收制度；建设部负责研究房屋抵押登记系统的方案；证监会负责研究资产支持证券在证券交易所上市、交易的可行性与实施方案；国务院法制办则负责组织相关的立法研究。

长期以来，我们有一种误区，往往当市场上出现一个新的证券交易品种的时候，就认为资金面会因此吃紧，股市就要失血，进而认为是一种利空因素。实际上，分析一个新的证券品种对市场的影响，是要综合考虑多种因素的。就资产证券化产品而言，既要考虑到产品的定价、交易方式等，又要考察证券化资产质量和信用增级情况，才有可能给出科学的判断。从目前开始的工作来看，有关各方还在进行前期的基础性工作，《信贷资产证券化试点管理办法》尚没有出台，产品的定价和发行的相关细节均没有确定，发行工作存在诸多的不确定因素，而这些因素直接影响到投资者对资产证券化产品的判断，在这种情况下，我们不应轻言资产证券化产品将分流股市资金。

应该说，资金面的因素会在一定程度上影响到中国股市的发展，但对于中国这样一个新兴市场国家来说，资金面的因素绝对不是制约股市发展的根本性原因。我们的观点是：中国股市从来不缺乏资金，缺乏的是投资者的信心。解决股市问题的核心是树立投资者的信心。而投资者对股市信心的建立或恢复，有赖于建立和完善证券市场诚信体系、改善上市公司的治理结构，保护投资者的利益。如果制度建设得以健

全，投资者利益得到充分保护，投资者是不会齐啬自己口袋里的钱。我们有理由相信，当我们的金融创新产品不断推出（包括证券化产品）、多层次的资本市场体系得以建立的时候，中国股市决不会停留在现在的水平。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所