

宏观经济分析师

中投证券宏观经济研究组:

李志坤

010-66276926

lizhikun@cjis.cn

李云洁

010-66276927

liyunjie@cjis.cn

邢微微

010-66276923

Xingweiwei@cjis.cn

曹雪峰

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

相关报告

1. 李云洁,《美国抵押贷款危机研究-从何而来 将向何去》, 2007.3.28

宏观经济专题研究

美国两次抵押贷款危机对我国的启示

内容要点:

- 美国的次级抵押贷款危机和上世纪 80 年代的储蓄信贷协会危机的形成与发展,既有各自的特点也有本质上的共性。首先,两次危机发生前都是过多的资金追逐较少的投资项目;其次,政府在对金融机构提供政策支持的同时,没有相应地加大监管力度。这两点导致了金融机构放贷行为的盲目扩张。而房地产市场的泡沫及金融衍生产品的使用只是危机爆发的导火索及放大器。从储蓄信贷危机的例子可以看出,即使房地产泡沫不破灭,别的因素,如利率的大幅上升等,也会使得众多高风险运营的金融机构因资金链断裂而引发危机。
- 通过分析我国房地产贷款,我们得到以下结论:房地产类贷款已成为银行的重要资产之一,其贷款质量将对银行业的盈利和风险状况产生深刻影响;我国房地产市场融资以银行间接融资为主,市场风险过度集中于银行体系;中国的房地产市场部分区域过热,房价涨幅过高,存在一定的市场风险。另外,持续加息使得购房者,尤其是对于在 02-05 年期间利率较低时期采用浮动利率住房按揭贷款者,其利息支付压力增大,个人违约风险将会上升。
- 通过分析美国两次住宅抵押贷款危机,并结合中国目前流动性过剩和住房市场蓬勃发展的现状,我们提出了如下的政策建议: 1. 抑制信贷冲动,规范贷款行为; 2. 完善内部控制,加强外部监管; 3. 善用金融创新,分散银行风险。

目录

一、美国远近两次抵押贷款危机.....	4
1. 次级抵押贷款危机：内控失效与外部监管缺失下，竞争过度的金融机构的宿命.....	4
1.1 次级抵押贷款市场蓬勃发展的主因-流动性过剩、金融创新以及政府的鼓励.....	4
1.2 次级抵押贷款危机的成因——金融机构违规竞争与监管不力.....	6
2. 储蓄信贷协会危机：受政府保护的金融机构被迫求变而导致的灾难.....	6
2.1 储蓄信贷协会的黄金时代——政府支持与良好的市场环境下积累的制度性的垄断利润.....	6
2.2 储蓄信贷协会危机的形成——70年代后，美国进入通货膨胀期，市场利率不断升高.....	6
3. 两次抵押贷款危机的共性——内、外部监管的不力与流动性过剩.....	6
二、对中国银行业信贷的启示.....	6
1. 中国房地产贷款资金研究.....	6
1.1. 银行贷款是房地产开发资金的主要来源.....	6
1.2. 银行房地产贷款占比不断上升.....	6
1.3. 房地产贷款比重过高 市场风险集中于银行体系.....	6
2. 个人住房按揭贷款研究.....	6
2.1. 个人住房按揭贷款成数依然偏高.....	6
2.2. 流动性过剩背景下 银行主动信贷投放增多.....	6
2.3. 个人住房贷款证券化与循环贷款在中国的发展.....	6
3. 个人住房贷款存在的问题.....	6
3.1. 个人住房贷款不良率不断上升.....	6
3.2. 部分地区房地产市场过热 存在市场风险.....	6
3.3. 个人住房贷款的操作风险分析.....	6
4. 结论.....	6
三、政策建议.....	6
1. 抑制信贷冲动，规范贷款行为.....	6
2. 完善内部控制，加强外部监管.....	6
3. 善用金融创新，分散银行风险.....	6

图表目录

图 1: 世界主要国家利率政策.....	5
图 2: 美国次级抵押贷款资产证券化流程.....	5
图 3: 美国次级抵押贷款发放量.....	5
图 4: 美国新房销售中间价同比增长率.....	6
图 5: 贸易顺差和外汇储备逐年攀升.....	6
图 6: 贸易顺差和外汇储备逐年攀升.....	6
图 7: 除了个别年份, M1、M2 以及人民币贷款的同比增速均高于 GDP.....	6
图 8: M2/GDP 处于高位, 并有逐渐上升趋势.....	6
图 9: 房地产开发投资增速 (2005-2007.06).....	6
图 10: 房地产开发各项资金来源比重变化 (1999-2007 年 6 月).....	6
图 11: 各项房地产贷款同比增速变化 (2003-2007 年二季度).....	6
表 1: 1998 年以来我国 5 年以上个人住房贷款利率.....	6

一、美国远近两次抵押贷款危机

今年以来，发生在美国的次级抵押贷款危机使得全球股市连续两周下跌，美元加速贬值，国际风险资产被投资者摒弃，许多著名金融机构和国际投资银行也都出现在受次级债波及的名单中。源自美国的次级债危机在国际投机资金的作用下，开始在全球市场形成一场规模可观的“金融风暴”。

时间向前推至上世纪 80 年代，美国也经历过类似的抵押贷款危机——储蓄信贷协会危机。当时占据美国住房抵押贷款市场最大份额的数千家储蓄信贷协会（S&L）纷纷破产，并让美国民众背上了 5000 亿美元的巨额债务。

一个危机已经过去，另一个危机还远未结束。这两次危机的形成与发展，既有各自的特点也有本质上的共性。其中的经验与教训对我国蓬勃发展的金融市场有很高的借鉴意义。

1. 次级抵押贷款危机：内控失效与外部监管缺失下，竞争过度的金融机构的宿命

1.1 次级抵押贷款市场蓬勃发展的主因-流动性过剩、金融创新以及政府的鼓励

世界各主要国家资本市场的自由化、各央行的低利率措施以及过去几年世界经济的持续增长使得流动性在近年来呈现出过剩的趋势。集中表现为商品价格的持续上涨、资产价格普遍提高、以及全球外汇储备积累。这种趋势包括 2 个层面：

一是全球流动性总量增加。在当前的国际金融制度中，美国充当了全球流动性的主要提供者。在美国通过经常账户赤字向外输出美元的同时，美元趋弱，从而使得其他国家持有的美元外汇储备不断积累。同时通过财政赤字制造美国国债。其他国家在通过出口等方式获得美元后，又投资于美国金融市场，并购买美国国债，并导致其收益率长期保持低位（图 2），从而降低了金融市场整体的风险溢价率。

二是全球流动性在各国间的流动。在日本零利率政策的诱惑下，投资者大量借入日元，投资于美元或其他货币，以获得利差收益。同时，随着石油价格的不断提高，石油出口国积累了巨额外汇储备，并投资于国际金融市场进行保值增值，日元套利交易以及石油出口国外汇投资在全球流动性过剩中扮演了重要角色。

金融衍生产品的发展与金融杠杆的大量使用加大了资金在全球流动的效率与规模，并使得资本市场局部扰动得以在全球市场成倍放大。2001 年后，美国房地产市场充斥着成本低廉的国内和国际资金，降低了房地产开发成本和购买住宅的抵押贷款成本。而资产证券化等金融创新工具的运用使得金融机构得以将许多抵押贷款项目证券化打包出售给二级市场的投资人（图 5）。这增加了发放抵押贷款的金融机构的流动性也降低了贷款成本，从而使得许多过去无法得到住宅抵押贷款的申请人可以轻易的得到贷款。数据显示，2006 年就有 60% 的次级抵押贷款被证券化在 2 级市场上出售。

另外，来自美国政府的支持产生的作用也不小。美国政府采取了提供财政补贴的方式让低收入人群实现拥有自有住房的梦想。1994 到 2006 年间，数百万的美国低收入家庭通过次级抵押贷款拥有了自己的房屋。

我们认为，流动性过剩、金融衍生产品的运用和政府支持是美国次级债市场蓬勃发展的三大内在因素。次级抵押贷款占总抵押贷款比重由 15 年前的 5%，发展到 2005 年的 20% 以上。据美联储统计，目前有近 1.3 万亿美元的次级抵押贷款，仅 2006 年就发展了 6000 亿美元（图 6）。这些抵押贷款中的大部分都通过金融中介在 2 级市场进行了资产证券化，将本由贷款发放者独自承担的风险与收益转移到全球投资者身上。

图 1：世界主要国家利率政策

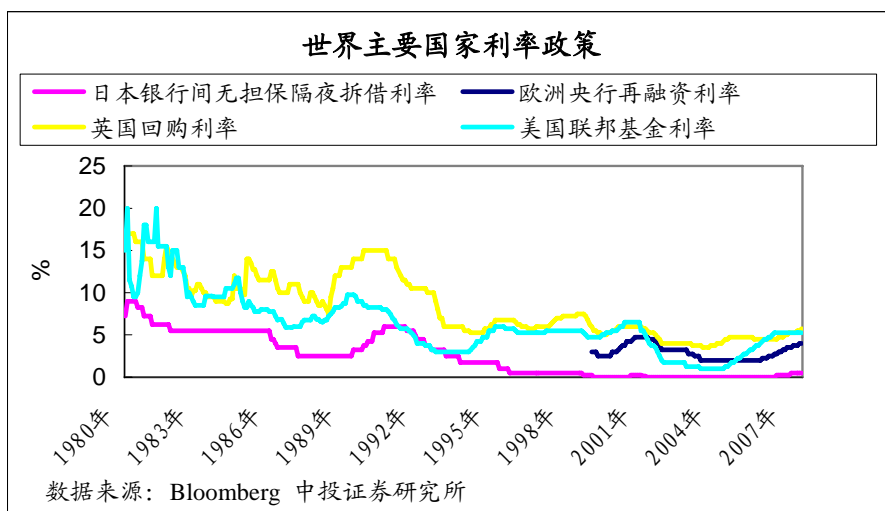


图 2：美国次级抵押贷款资产证券化流程

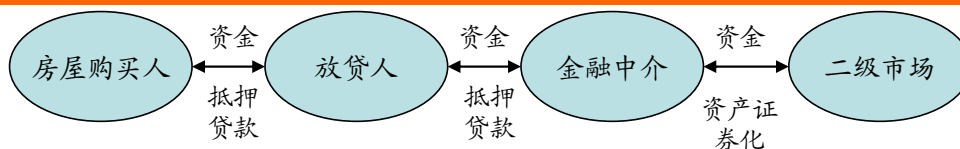
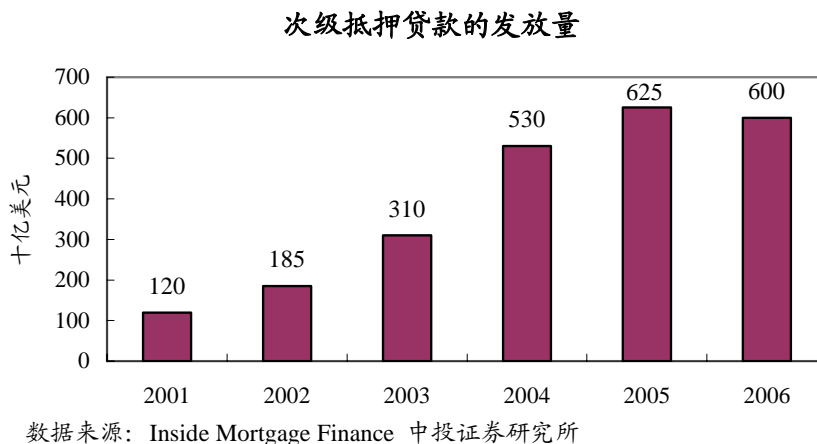


图 3：美国次级抵押贷款发放量



1.2 次级抵押贷款危机的成因——金融机构违规竞争与监管不力

资金的充裕和金融创新产品的运用降低了次级贷款业务的门槛，并使得放贷机构为抢占市场份额采取了许多违规行为。例如，不严格审查贷款申请人的财产、收入、信用证明。有的机构甚至使用自动申请软件来加快抵押贷款申请过程。这些违规行为将抵押贷款的借款人，放贷者，金融中介，以及2级市场上的次级债券投资人都暴露在房地产价格下跌、违约率上升的系统风险之中。

受制于不干预市场的传统，美联储没有及时规范金融机构的行为，错失了矫正危机的好时机，而迟到的监管可能将加剧抵押贷款危机。在3月份以美国最大的次级债发行商 New Century 破产为代表的次级债危机爆发后，引起了从市场监管者到市场参与者的广泛回应。6月，美联储和银行主管机构针对次级房贷放款发布严格信用审批的指导原则。随后，美联储主席伯南克表示将进一步制定新房贷法规，以加强消费者保护。实际上信用的恶化已经使得众多抵押贷款机构陷入危机，一些机构为控制风险早已开始提高贷款标准。美联储此时的介入，将使有更多的公司主动或被迫的收缩住房抵押贷款，住房市场需求将不可避免地受到影响。美联储此时的干预为时已晚，并有加剧危机的可能。

2. 储蓄信贷协会危机：受政府保护的金融机构被迫求变而导致的灾难

2.1 储蓄信贷协会的黄金时代——政府支持与良好的市场环境下积累的制度性的垄断利润

美国的储蓄信贷协会(S&L)，是一种在政府支持和监管下专门从事储蓄业务和住房抵押贷款的非银行金融机构，承担了协助推行政府的住房政策的责任。在房地产蓬勃发展的70年代，受惠于政府制度安排，储蓄信贷协会高息吸引了庞大的储蓄资金，并发放了大量低于市场贷款利率的住房抵押贷款，赚取了巨大的制度性垄断利润。

2.2 储蓄信贷协会危机的形成——70年代后，美国进入通货膨胀期，市场利率不断升高

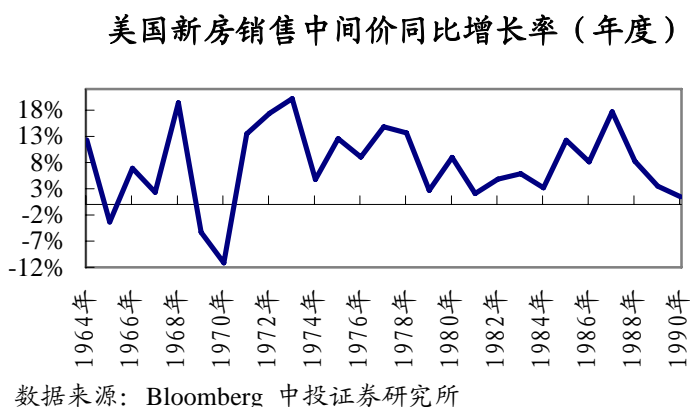
储蓄信贷协会的大量住宅抵押贷款的实际贷款率变为负值。到80年代初，协会的亏损已超过500亿美元。同时，其原本充沛的储蓄资金则受到了来自资本市场的分流。大多数协会不得不短存长贷，储蓄信贷协会开始走下坡路。

进入80年代后，美国的利率市场化推行过程中的监管缺失与流动性过剩直接导致了危机。由于久受压制的商业银行纷纷提高存款利率，为了挽回存款的流失，储蓄信贷协会也被迫提高存款利率。另一方面，由于长期受政府保护，储蓄信贷协会贷款项目单一，缺乏市场竞争力。为了重振储蓄信贷协会，美国监管部门在1980年放宽了对储蓄信贷协会的贷款限制，允许其在住宅抵押贷款外的领域与商业银行竞争。1987年，联邦存款保险公司允许州属银行对房地产

项目直接投资。但是，长期处于政府保护下的储蓄信贷协会，并不具备相应的管理能力从事高风险投资。过剩的资金加上其对利润的驱逐使得储蓄信贷协会在贷款发放时相当随意。不少在偏远的城郊或沙漠地区房地产项目也能顺利的从储蓄信贷机构获得贷款。如图 4 所示，1987 年以后，美国房地产市场开始降温，储蓄信贷协会对房地产的投资进入亏损，危机开始爆发。仅 1988 年，联邦住宅贷款银行就关闭了 220 家储蓄信贷协会，它们的总存款额高达 780 亿美元。

储蓄信贷协会在自身管理混乱，竞争力较弱的情况下被市场化，加上政府监管乏力，是危机产生的根本原因。而房地产市场的降温只是危机爆发的导火索。

图 4：美国新房销售中间价同比增长率



3. 两次抵押贷款危机的共性——内、外部监管的不力与流动性过剩

通过比较次级抵押贷款危机与 20 多年前的储蓄信贷协会危机，我们可以发现二者的两个共性。首先，两次危机发生前都是过多的资金追逐较少的投资项目；其次，政府在对金融机构提供政策支持的同时，没有相应地加大监管力度。这两点导致了金融机构放贷行为的盲目扩张。而房地产市场的泡沫及金融衍生产品的使用只是危机爆发的导火索及放大器。从储蓄信贷危机的例子可以看出，即使房地产泡沫不破灭，别的因素，如利率的大幅上升等，也会使得众多高风险运营的金融机构因资金链断裂而引发危机。

二、对中国银行业信贷的启示

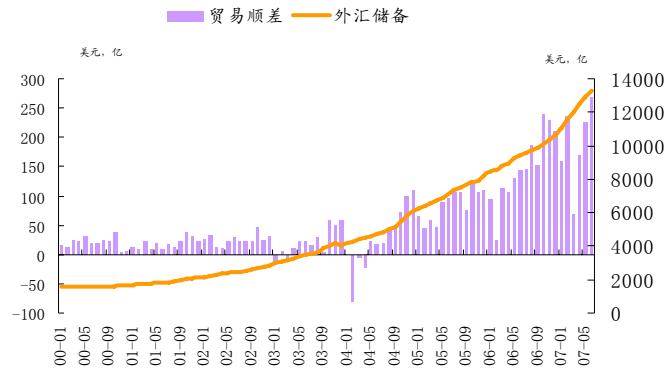
近年来，我国贸易顺差持续扩大，外汇储备急剧增加。2007 年 6 月贸易顺差达到 269.1 亿美元，再次创出新高，外汇储备余额突破 1.3 万亿美元，我国已是全球最大的外汇储备国（图 1）。由于我国实施强制结售汇制度，中国人民银行需要用人民币购买外汇储备，这直接导致了基础货币大量投放和流动性过剩。

存贷差和贷存比是银行体系流动性的衡量指标。2003 年初，我国的存贷差只有 4.3 万亿，相对应的贷存比为 76.5%，而 2007 年 6 月的数据分别为 11.9 万亿和 67.9%（图 2）。存贷差逐

年上升和贷存比逐年下降说明银行体系的流动性充裕。

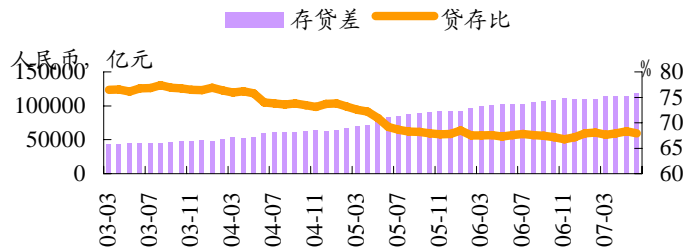
全国的流动性可以用货币供应量来衡量。我国 M1、M2 以及人民币贷款的绝对数量自 2000 年以后分别以年均 15.9%、16.4%以及 13.5%的速率增加，同期 GDP 的年均同比增长率只有 9.5%（图 3）。2000 年以来我国 M2 与 GDP 的比值逐年攀升（2003 年除外），2006 年达到 1.64（图 4），而市场经济成熟国家一般在 1.0 以下。这些数据充分说明我国货币政策较为宽松，货币供应量较大导致我国流动性的增加。

图 5: 贸易顺差和外汇储备逐年攀升



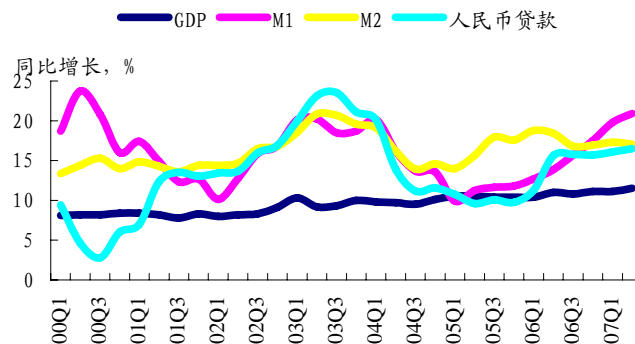
资料来源: Wind 资讯 中投证券研究所

图 6: 贸易顺差和外汇储备逐年攀升



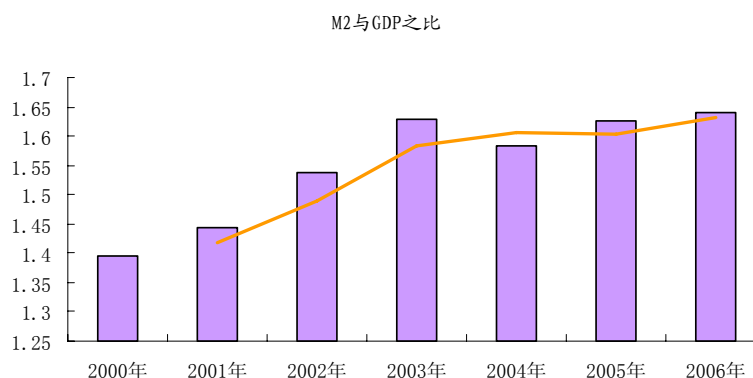
资料来源: Wind 资讯 中投证券研究所

图 7: 除了个别年份, M1、M2 以及人民币贷款的同比增速均高于 GDP



资料来源: Wind 资讯 中投证券研究所

图 8: M2/GDP 处于高位, 并有逐渐上升趋势



资料来源: Wind 资讯 中投证券研究所

1. 中国房地产贷款资金研究

我国的房地产贷款包括商业性房地产贷款和政策性房地产贷款两大类。商业性房地产贷款指金融机构自主发放的房地产开发贷款、个人购房贷款和其他商业性房地产贷款。政策性房地产贷款主要是指住房公积金贷款。在结构上,个人购房贷款比重最高,在60%左右;其次是房地产开发贷款占比约30%;政策性贷款占比较小,不到10%。

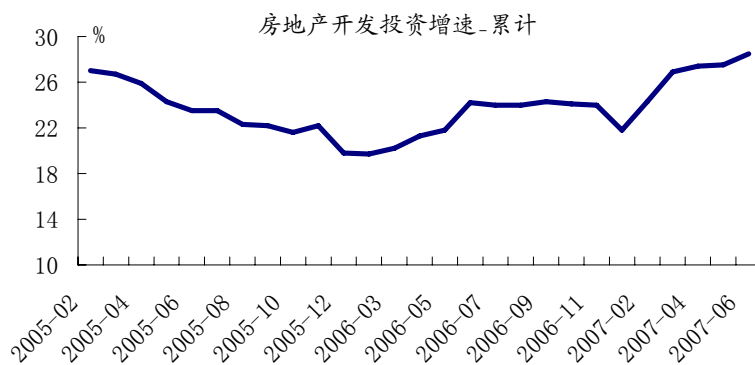
1.1. 银行贷款是房地产开发资金的主要来源

房地产投资增速持续高位运行。2006年,房地产投资开始反弹,受宏观调控影响在06年年底有所回落,但在今年上半年房地产投资增速加快,6月底达到28.5%。

银行贷款是房地产开发资金的主要来源。2005年以来,银行贷款在房地产开发资金来源中的比重出现恢复性上升,在07年6月底达到22.1%;自筹资金的比重呈现上升的趋势,6月份达到33.9%,创历史新高;定金和预收款的比重04年以来持续下降,达到25.2%。而在房地产开发资金来源中,自筹资金主要由商品房销售收入转变而来,大部分来自购房者的银行按揭贷款,按首付30%计算,企业自筹资金中有大约70%来自银行贷款;定金和预收款也有30%的资金来自银行贷款。以此计算,截至2007年6月底,房地产开发中使用银行贷款的比重在53%以上。

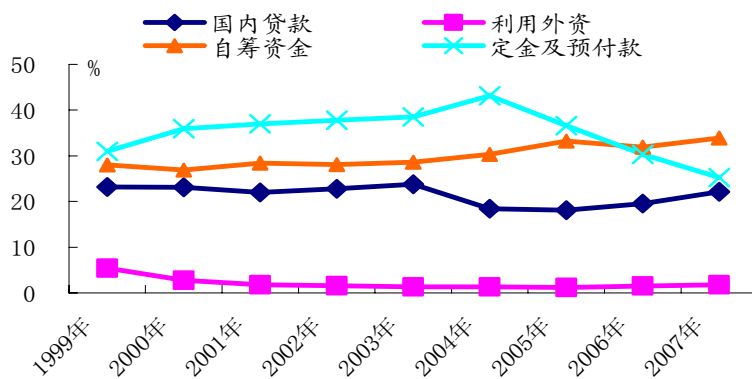
这样来看,我国房地产开发资金来源中有一半以上来自银行贷款,其中,住房按揭贷款占到22%左右。这说明近几年过多的信贷投放推高了房地产投资增速,也使得固定资产投资增速居高不下。

图 9：房地产开发投资增速（2005-2007.06）



资料来源：Wind 资讯 中投证券研究所

图 10：房地产开发各项资金来源比重变化（1999-2007 年 6 月）



资料来源：Wind 资讯 中投证券研究所

1.2. 银行房地产贷款占比不断上升

我国房地产市场融资以银行间接融资为主，房地产信贷资产已成为银行最重要的资产之一，使得银行的信贷头寸风险与房地产市场的走势息息相关。

商业性房地产贷款增速在 2006 与 2007 年上半年持续上升。2007 年 6 月末，商业性房地产贷款余额 4.3 万亿元，同比增长 24.5%，比上年同期加快 3.9 个百分点。其中，个人住房贷款余额 2.6 万亿元，同比增长 23.9%，比去年同期加快 8 个百分点；房地产开发贷款余额 1.7 万亿元，同比增长 25.6%，下降 3.3 百分点。

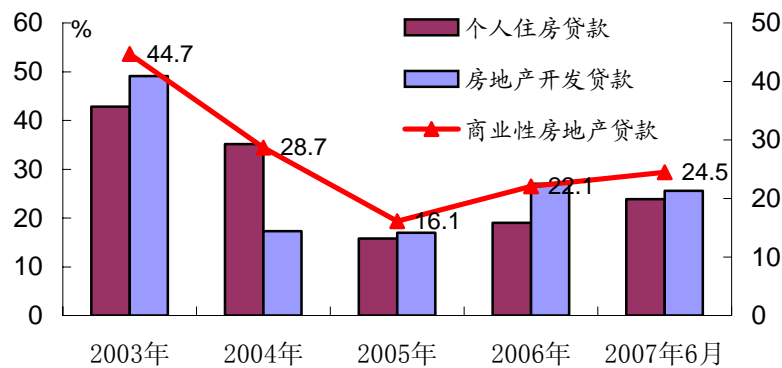
从房地产贷款增速变化来看，04、05 年房地产开发贷款和个人住房贷款增速都出现较大幅度的下降，但在 06、07 年上半年开始上升，尤其是个人购房贷款由 05 年的 15.8% 上升到 2007 年上半年的 23.9%，提高 8.1 个百分点（见图 3）。

商业性房地产贷款占金融机构人民币贷款的比重不断上升。在金融机构的人民币贷款中，商业性房地产贷款的比重从 2004 年的 13% 不断上升到 2007 年 6 月底的 17%。而在 05、06，中国工商银行、中国银行、中国建设银行的房地产贷款余额在人民币贷款的比重高于平均水平，

在 20%以上。

房地产贷款增速在 06、07 年出现恢复性上升及其在金融机构贷款中的比重在近几年不断提高，这两方面说明：房地产贷款已成为银行的重要资产之一，其贷款质量将对银行业的盈利和风险状况产生深刻影响。

图 11：各项房地产贷款同比增速变化（2003-2007 年二季度）



资料来源：Wind 资讯 中投证券研究所

1.3. 房地产贷款比重过高 市场风险集中于银行体系

从房地产信贷的供求双方：房地产开发企业及个人住房贷款的需求和银行的房地产贷款提供，我们发现：在中国，金融机构有大量的资金流向了房地产行业，以满足房地产开发企业 and 个人的贷款需求，而这也使银行的房地产贷款头寸暴露在风险之中。

银行信贷损失风险增大。由于房地产贷款占比较高，在当前国内资产证券化等金融产品缺乏的情况下，房地产市场波动的风险高度集中于银行体系，增大了不良资产率上升的压力。

银行自有资本面临损失。如果房价出现大幅度下跌，银行持有的房地产的抵押价值下降，冲销减值准备金，银行自有资本下降。银行相应会减少房地产业的信贷投放，这将推动房地产价格更大幅度的下降。

2. 个人住房按揭贷款研究

我国的个人贷款业务主要包括：个人住房贷款，个人经营性贷款、个人消费贷款及信用卡透支，在这几项业务中，个人住房贷款的规模最大，比重最高，占比在 70%以上，而且也在商业银行的房地产贷款中占比最高，达 50%以上。

2007 年 6 月末，商业性购房贷款余额 2.6 万亿元，同比增长 23.9%，增速比上年同期提高 8 个百分点。购房贷款增速延续了 2005 年以来的上升态势，而且在金融机构贷款余额中的占比由 2004 年的 9%上升到 2007 年 6 月底的 10.3%。

购房贷款占商业银行贷款的比重越来越高，在美国次级债危机的发生之时，我们有必要研究一下：我国的个人住房按揭贷款的发展及问题。

2.1. 个人住房按揭贷款成数依然偏高

1998年，住房实物分配制度取消，按揭贷款开始实施。同期，中国人民银行相继发布了《关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知》及《个人住房担保贷款管理试行办法》。

所谓住房贷款按揭成数是指贷款额度与房产价值的比例。住房按揭贷款开展初期，商业银行为扩展业务规模，按揭成数较高，甚至出现“零首付”。随着相关法规颁布及商业银行风险控制的要求，按揭成数出现下降，但仍在70%左右。

2001年6月，中国人民银行印发了《关于规范住房业务的通知》；2003年6月又发布了《关于进一步加强房地产信贷业务的通知》。这些政策的其中之一就是规范个人住房贷款按揭成数，严禁“零首付”个人住房贷款，提出按揭成数最高不得超过80%，对购买第二套或两套以上住房的，适当降低按揭成数。

从2002年以来，按揭成数逐年下降，但在2005年、2006年按揭贷款成数依然在60%以上。

2.2. 流动性过剩背景下 银行主动信贷投放增多

2006年以来的持续加息使得商业性个人住房贷款的名义利率大幅攀升。5年以上的商业性个人住房贷款名义利率在2007年7月21日达到7.38%，成为仅次于98年的历史新高。而个人住房公积金贷款名义利率也上升到4.95%的水平。

从5年以上的商业性个人住房贷款名义利率的历史变动来看：02到05年3月份，个人住房贷款利率偏低，在5.04—5.31%之间；其后持续上扬，达到7.38%。从实际利率的变动来看，在04年10月份到05年3月份，下降到历史低点2.31%的水平，而后开始走高，在07年3月份达到4.70%的高度后又开始持续下降。今年7月21日后，实际利率水平达到3.38%（以下半年CPI变动4%估算）。

个人住房公积金贷款利率的走势与商业性个人住房贷款利率的走势相同。名义利率从05年不断上升，今年7月份达到4.95%；实际利率在04年底达到历史低点1.23%的水平后，开始走高，但在07年又出现下跌走势。

在个人住房贷款利率偏低时期，住房信贷增速往往处于历史较高水平，在2003、2004年个人住房贷款分别同比增长42%和35%。受利率上调和通货膨胀率较低的影响，05年个人住房贷款实际利率大幅上升到4.73%，同期的贷款增速也急剧下降为15.8%。在06年，尽管个人住房贷款实际利率处于5%左右的偏高水平，贷款增速却出现恢复性上升，达到19%。

06年住房贷款名义和实际利率水平较高，贷款增速却出现恢复性上升。原因主要有以下几个方面：信贷供给方面，在流行性过剩的背景下，银行的主动信贷投放增多；需求方面，房价的持续上涨，使得消费者对房价上涨的预期增强，买房意愿增大。同样的情况发生在2007年一季度，实际利率在4.70%的水平，购房贷款增速却上升到19.9%。

表 1: 1998 年以来我国 5 年以上个人住房贷款利率

	个人住房公积金贷款		商业性个人住房贷款	
	名义利率 (%)	实际利率 (%)	名义利率 (%)	实际利率 (%)
98.7-99.5	5.13	6.61	7.65	9.13
99.6-02.1	4.59	4.47	5.58	5.46
02.2-04.9	4.05	2.70	5.04	3.69
04.10-05.3	4.23	1.23	5.31	2.31
05.4-06.4	4.41	3.02	5.51-6.12	4.12-4.73
06.4-06.8	4.59	3.31	5.75-6.39	4.47-5.11
06.8-07.3	4.59	2.45	5.81-6.84	3.67-4.70
07.3-07.5	4.77	1.54	6.04-7.11	2.81-3.88
07.5-07.7	4.86	0.86	6.12-7.20	2.12-3.20
07.7.后	4.95	0.95	6.27-7.38	2.27-3.38

注: 从 05 年 4 月份开始商业性个人住房贷款利率实行下限管理

资料来源: 中投证券研究所

2.3. 个人住房贷款证券化与循环贷款在中国的发展

我国的个人住房贷款证券化发展较晚。2005 年 12 月, 中国建设银行“建元 2005-1 个人住房抵押贷款支持证券”成功发行, 分为 A、B、C 三个优先级。建行成为我国首家推出个人住房贷款证券化产品的银行。此后, 受制度和法律制约的影响, 个人住房信贷证券化发展较为缓慢。

个人住房循环贷款业务在中国刚刚起步。招商银行、中国农业银行、中国工商银行及民生银行等都有开展个人住房循环贷款业务。

招商银行“个人住房循环授信”服务是指自然人以其所购住房作最高额抵押向招商银行申请个人授信额度, 在不超过授信有效期限和可用额度的条件下, 被授信人可向招商银行多次申请具有明确消费用途的个人贷款, 授信额度可循环多次使用。

中国农业银行的个人住房循环贷款是指已向银行申请个人住房贷款的自然人客户, 以贷款所购住房作抵押, 向我行申请的可在约定期限内循环使用的最高额个人贷款。

中国工商银行的个人住房按揭贷款是指对银行现有个人住房贷款客户发放的以原贷款抵押物为担保的用于购买住房及家居消费的贷款。

从各家银行对住房循环贷款的定义来看, 其产品类似于美国贷款机构发放的“循环贷款”。但中国的个人住房循环贷款处于起步阶段, 在审批流程上仍然较为严格, 规模较小。

个人信贷危机是否会发生取决于两个重要方面: 中国的房地产市场的未来走势及消费者是否会发生个人支付危机。

目前来看, 中国的房地产市场部分区域过热, 房价涨幅过高, 存在一定的市场风险。另外, 持续加息使得购房者, 尤其是对于在 02-05 年期间利率较低时期采用浮动利率住房按揭贷款者, 其利息支付压力增大, 个人违约风险将会上升。

3. 个人住房贷款存在的问题

在贷款不良率不断上升，部分房地产市场过热引发的市场风险增大及个人住房贷款发放中的操作风险。

3.1. 个人住房贷款不良率不断上升

2005 年，四大国有商业银行的个人购房不良贷款余额为 289.2 亿元，比 04 年增加 98.8 亿元。个人购房贷款平均不良率为 2.1，比 04 年上升 0.6 个百分点。

个人购房贷款不良率上升的主要原因是商业银行在开展个人房贷业务初期过于注重市场拓展，对贷款风险重视不够，内部控制不严，存在贷前审查流于形式等问题。

3.2. 部分地区房地产市场过热 存在市场风险

房地产贷款在金融机构贷款中的比重不断上升使得房地产市场的走势与银行信贷头寸风险息息相关。如果房地产市场出现低迷，价格大幅下降，作为抵押物的房地产将会贬值甚至大幅缩水，银行系统的市场风险增大，经营面临损失的风险。若房价下跌只是区域性的，这将只会影响各别银行，不会波及银行系统。

部分地区房地产市场过热。从居民个人住房贷款增长的结构看，东部地区的增速与全国增幅相当，中部地区略高，而西部地区偏低，地区分布极不平衡。从增加额来看，东部地区个人购房贷款增加量占到全国全部增加额的 70% 以上，其中，广东、上海、北京、江苏、浙江等省份占比达到 60%。而房价上涨最快的地区基本集中在这些区域。2007 年一季度，70 个大中城市房屋销售月平均价格同比上涨 5.6%，同比提高 0.1 个百分点，3 月份上涨较快的城市有北海（13.7%），深圳（10.7），长沙（10.1%），北京（9.9%）和广州（8.6%）。

房价上涨最快的地区往往是个人信贷业务发展最好的地区，这就使得房地产贷款的区域性风险增大。如果商业银行在单一地区的房地产贷款比重过高，其市场风险增大，与房价走势敏感性最高。

3.3. 个人住房贷款的操作风险分析

商业银行在个人住房贷款上的操作风险主要体现在：审查流于形式，对资料真实性、合法性审查不严；抵押物管理和、评估不规范，目前银行以房价或评估价作为贷款依据，没有有效的抵押率认定方法。在个人住房贷款业务中存在着较大的估价风险；事后监控程序不规范，对房地产贷款资金的流向缺少监管或监管不规范，使得资金并未按规定投放，流向股市等领域。

个人住房贷款中的风险不单单表现为不良资产率的上升，部分地区的房地产市场过热及审批中的操作风险等问题。当前来看，持续加息使得购房者的还款压力增大所引发的违约风险上升可能更为重要。因为，持续加息不仅对房价上涨有一定的抑制作用，而且使得 02-05 年期间低利率时期发放的房地产贷款产生坏账的可能性上升，最终提高商业银行的不良资产率。

4. 结论

从以上三个主题对中国房地产信贷的分析，我们得出以下几个结论：房地产贷款已成为银行的重要资产之一，其贷款质量将对银行业的盈利和风险状况产生深刻影响；我国房地产市场融资以银行间接融资为主，市场风险过度集中于银行体系；中国的房地产市场部分区域过热，房价涨幅过高，存在一定的市场风险。另外，持续加息使得购房者，尤其是对于在 02-05 年期间利率较低时期采用浮动利率住房按揭贷款者，其利息支付压力增大，个人违约风险将会上升。

三、政策建议

1. 抑制信贷冲动，规范贷款行为

次级抵押贷款危机的主要原因不是房地产的泡沫，而是盲目扩大的信贷规模及放贷流程中的随意性过大。宽松的货币政策和房地产市场的繁荣导致放贷机构之间恶性竞争，降低评价标准，低估潜在风险。一些机构甚至推出“零首付”、“零文件”的贷款方式。为了争取客户，贷款机构不仅自己低估风险，还有意忽视向借款人提示风险。

我国目前的经济金融环境与美国十分相似，流动性过剩，房地产价格不断攀升，银行贷款热情高涨，住房抵押贷款大量发放。如果不加规范和管理，任由信贷规模急剧膨胀，银行不良贷款必然增加，动摇金融体系的稳定，不利于经济健康持续快速发展。

短期内，可以通过提高存款准备金率、发行特别国债等调控措施控制流动性过剩，同时采取缩小存贷款利差和窗口指导等方式抑制商业银行贷款冲动。中长期来看，应当进一步推进银行机制改革，鼓励中间业务，实现利润来源多元化，防止信贷领域的恶性竞争，建立保证银行体系稳定的长效机制。

2. 完善内部控制，加强外部监管

银行内部管理是抵御风险的第一道防线。美国咨询机构调查结果显示，90%以上的贷款人高报个人收入，其中 60%高报收入超过实际收入的一半以上。德意志银行的研究报告也认为“骗子”贷款高达 40%。谁来控制银行的贷款和投资决定？只能是银行本身，应该加强信贷及投资审批流程的监管，使银行业务发展建立在谨慎判断、客观论证、正确决策的基础上。

外部监管同样重要。对于贷款机构放松贷款标准、滥发抵押贷款等行为，美国政府部门没有及时干预，其监管不力为次级房贷危机埋下隐患。虽然市场有自身的运行规律，行政干预应尽量减少，但维护金融稳定和防范系统性风险是政府的责任，监管部门应当密切监控金融机构的风险，及时向市场提示风险。

另一方面，随着银行业务结构日趋复杂，单靠政府监督难以适应金融创新的发展，市场监管需要加强。目前银行贷款体系中的储户与末端信贷的实际用户之间并无联系。或者说，储户并不了解资金的实际流向和使用的范围。必须主动扩大这方面的信息披露，使银行在市场压力下健康发展

3. 善用金融创新，分散银行风险

在房地产市场危机中，提供贷款的银行通常都会遭受巨大损失。但这次情况与以往不同，美国三分之二的住房贷款都已经通过资产证券化的方式出售，遭受损失的是二级市场投资者，包括我们所熟悉的黑石公司和富兰克林坦普顿集团等机构，银行的部分风险已经转移。

金融创新工具本身并无问题，是作为避险工具来使用的。若无创新产品，受损失的只是银行。通过资产证券化等信用衍生工具，银行体系能够很方便地将风险转移到二级市场，使市场风险和信用风险在整个金融市场参与者中充分分散。2005年3月，我国信贷资产证券化试点启动，中国建设银行被确定为住房抵押贷款证券化业务试点单位。应该借鉴国外经验，继续积极发展包括信贷资产证券化在内的金融产品创新，分散银行体系风险。

但是，创新工具不能被滥用，比如未来并无稳定现金流的项目就不具备证券化的条件。一旦这样类似的项目大量进入资本市场就一定会引发金融危机。要避免金融创新借风险规避之名，行风险制造之实，在防范金融风险的前提下，推动金融创新稳步发展。

分析师简介

李志坤，中投证券研究所宏观经济分析师，金融学博士。主要研究公司金融，金融工程及宏观经济。

邢微微，中投证券研究所宏观经济分析师，金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势，央行货币政策及人民币汇率。

李云洁，中投证券研究所宏观经济分析师，经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

曹雪锋，中投证券研究所宏观经济分析师，经济学博士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
传真：(0755) 82026711
主页：<http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
传真：(010) 66276939