

流动性过剩背景下的资产证券化研究

作者：浙江财经学院 罗哲

[关键词] 资产证券化；流动性过剩

一、什么是资产证券化

所谓资产证券化(Asset Securitization),指的是发起人(Originator)将缺乏流动性但却可在未来某个时期产生可预见的稳定现金流的资产出售给特设机构(Special Purpose Vehicle, SPV),由该机构通过一系列的结构安排分离与重组资产的风险与收益,从而增强资产信用度,将资产转化为可自由流通的证券,在金融市场上交易,最终实现金融融资。作为资产证券化载体的证券化产品,具有债券的性质,并可以按照不同的标准划分许多种类:按照基础资产的类型划分,证券化的品种可以分为信贷资产证券、住房抵押贷款以及其他合成衍生证券;按照基础资产是否为抵押资产划分,证券化的品种可以分为资产担保证券(Asset-backed Securities, ABS)和抵押支持证券(Mortgage-backed Securities, MBS)。

二、当前流动性现状及措施

面对日益严重的流动性过剩,政府手中的应对措施主要表现为货币政策。通常提高利率是制约流动性过剩导致的资产泡沫的主要手段。但中国目前的流动性相当大部分是贸易顺差和投机人民币升值的热钱引发的,人民币升值虽然可以缩减中国的贸易顺差,然而出口和投资是中国经济增长的两大发动机,政府对任何有可能影响经济增长的措施都慎之又慎。目前人民币已经处于缓慢的升值通道当中,这也是政府想尽力保持的状态,以尽可能减小人民币升值对出口造成的冲击。

金融资产价格的飙升反映了过多的货币追逐过少的金融资产,既是因为流动性过剩,也说明了金融资产供给过少。因此近期股市的大规模扩容也可以看作是从供给角度解决问题的一个思路。

三、资产证券化的重要性和必要性

资产证券化的重要性以及必要性主要体现在:

1、实现信贷体系与证券市场的对接,提高金融资源配置效率。信贷资产证券化将缺乏流动性的信贷资产转化为证券市场上的可流通证券,实现了信贷体系与证券市场的对接。通过证券化,一方面为信贷体系引入了强化的外部市场监督机制,提高了信贷业务的透明度,促使银行加强风险管理,提升运作效率;另一方面为证券市场提供了具有稳定现金流、风险较低的固定收益类投资产品,充实了资本市场的产品结构,为投资者提供了更多的投资选择,促进证券市场的健康发展。通过信贷资产证券化可实现信贷体系和证券市场的融合,充分发挥市场机制的价格发现功能和约束机制,提高金融资源的配置效率。同时,也由此使银行从一个信贷提供机构转变成一个信贷服务机构,由靠借贷利差盈利的模式转变为靠贷款服务收费盈利的模式,在充分发挥银行信贷管理的专业优势的同时控制信贷风险的积累和加大,实现银行职能作用的转变。

2、落实“国九条”,丰富资本市场投资品种。《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》(国发[2004]3号)提出:“加大风险较低的固定收益类证券产品的开发力度,为投资者提供储蓄替代型证券投资品种,积极探索并开发资产证券化品种”。资产支持证券风险较低、收益稳定、期限较长,在当前中国资金市场资金供给过剩、中长期投资产品匮乏的背景下为投资者实现资产负债期限相匹配提供了一种很好的投资方式,既切合市场需求,也符合政策导向。

3、拓宽银行融资渠道，优化银行资产结构。通过资产证券化可盘活存量信贷资产，提高资金的运用效率，从融资结构角度来看，资产证券化拓宽了融资渠道，提高了直接融资的比重，有利于改变我国目前间接融资比重过高的格局，优化金融市场结构。同时，随着国内房贷贷款规模迅速扩张，银行贷款结构也随之发生了根本性的改变，由于中长期贷款拉长至 20 年甚至 30 年，而支撑这些贷款的却主要是低利率的短期存款，这种信贷结构“短存长贷”的矛盾使银行业潜伏相当大的风险。通过将中长期贷款打包、证券化后出售给投资者，可以使银行的资产结构得到优化。

四、资产证券化缓解流动性过剩的优点

首先，与发行股票和企业债券相比，资产证券化产品的作用更为强烈。发行股票和企业债的作用是让需要资金的企业不用再通过银行贷款获得融资，实际是限制了银行贷款的增长，其功能是通过限制存款-贷款循环而限制进一步的货币创造，也就是防止流动性的进一步增长，但对已有的货币供应量不构成影响。但在资产证券化交易中，银行出售的是自己的信贷资产，可以看作是存款-贷款货币创造循环的逆循环，因此对已有的货币供应量也会产生缩减作用。以保险投资为例，截至 2005 年末，保险资金中有 5169 亿元投向银行存款，占总投资规模的 37%。如果其中有 1000 亿用于购买银行发行的资产证券化产品，就会使整个银行体系的流动性减少 1000 亿元，效果可谓立竿见影。

其次，资产证券化产品属于固定收益证券，开展证券化符合发展债券市场的需要。我国金融市场发展的不均衡既表现为直接融资比重过小，还表现为在直接融资当中，债券市场比重过小。近一时期金融资产价格暴涨实际反映了居民财富水平不断增长和金融资产供给不足的内在矛盾。如果居民的金融投资过多地集中于股票投资，不仅投资者会面临集中性风险，而且因缺乏其他投资渠道，尤其是缺乏长期稳定的收益率基准指标，也使得股市容易被操纵并出现大起大落。因此发展债券市场对扩大直接融资规模，增强资本市场稳定性有重要作用。

第三，开展资产证券化能够兼顾银行利益。银行间接融资比重过大造成的一个困境就是，一方面直接融资比重过小，金融资产供给不足造成价格飙升，同时银行过分依赖存贷利差收入；但另一方面银行缺乏足够动力削弱这种垄断地位，加上银行近期纷纷上市，对业绩的追求使得银行不仅不会改变现状，反而会更加严重地依赖利差收入，放贷意愿更加强烈。资产证券化一方面可以对银行放贷带来的货币创造起到削减作用，还可以在这个过程中帮助银行开拓多种收入来源（如证券化资产的发放费、交易服务费），优化银行收入结构，推动银行摆脱盈利来源单一的困境。

五、资产证券化建设的意见和建议

面对资产证券化的推进大潮，我们还有许多工作要做：比如急需加强评级机制市场建设；对投资者投资资产支持证券应该规范并加强风险教育；进一步有序拓宽试点范围，鼓励创新、完善监管办法、提高监管效用等等。

除了发展资产支持证券，更要加强市场基础建设：

1、完善监管体制，打通市场连接通道

在监管体制上，要消除投资股票市场、债券市场、银行间市场的人为障碍，提高资金的使用效率，发挥市场的资源配置功能，使资金能在各种市场上自由流动并流向效率更高的需求者；同时，要加强监管的连续性和一致性，给被监管者一个稳定的预期。

2、提高市场效率、打造完善市场平台。

使产品能在银行间市场、场外市场（OTC）自由交易，充分发挥市场的价值发现功能和风险定价机制；同时建立完善的托管体系，消除托管风险。

3、加强基础市场建设，完善市场评级和投资产品评级，规范市场

投资产品市场上的各种产品通过风险、收益等的综合比较，以市场行为的方式形成不同收益与风险的投资产品序列产品和结构，使投资者能够进行符合自己风险偏好的投资。 中

国金融管理层最近作出了一系列的努力，为引入证券化建立完善的法律和监管框架，这一发展趋势非常令人鼓舞。资产抵押型证券(ABS)是金融市场和金融工具的一项重要创新。证券化融资模式的采用将有助于推动公共部门和私营行业各机构进行融资，将向投资者提供全新系列的投资产品，并将在长远阶段内提高资本这一稀缺资源的配置效率。流动性过剩不单单是金融体系内部的问题，而是我国经济结构深层次矛盾在金融领域的具体体现。

目前我国经济发展形势处于高速增长的良好态势，资本市场经过股权分置改革呈现出一派欣欣向荣的势头，这正是加快建设债券市场的绝好时机。因此，我认为：面对流动性的滚滚洪流，在中央银行继续采用各种调控措施“堵”的同时，建立发达的债券市场，提供更多“疏”的渠道才是解决问题的根本所在。

参考文献：

[1] David M.Morris,“Asset Securitization: Principles and Practice”,Executive Enterprises,Inc.1990.

[2] 楚天舒、毛志荣.美国、日本资产证券化市场比较及借鉴. [R].深圳证券交易所综合研究所研究报告.,深证综研,第 0135 号.