



东方法学  
*Oriental Law*  
ISSN 1674-4039, CN 31-2008/D

## 《东方法学》网络首发论文

题目：美国不动产抵押权证券化法律问题研究  
作者：王志勤  
DOI：10.19404/j.cnki.dffx.20190604.001  
网络首发日期：2019-06-04  
引用格式：王志勤. 美国不动产抵押权证券化法律问题研究[J/OL]. 东方法学.  
<https://doi.org/10.19404/j.cnki.dffx.20190604.001>



**网络首发：**在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

**出版确认：**纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

# 美国不动产抵押权证券化法律问题研究

王志勤\*

**内容摘要：**美国理论与实践中的不动产抵押权证券化，其类型主要包括两种：一是住房抵押贷款证券化，肇始于 20 世纪 70 年代，为美国经济和解决住房问题作出了巨大贡献；二是商业房地产抵押贷款证券化，比前者出现晚十几年，虽在现金流结构上与前者比较类似，没有显著的不同，但在基础资产的发放、抵押品、偿还贷款期限和现金流的来源上与前者还是存在明显差异的。从 1970-2009 年的 40 年间，美国不动产抵押权证券市场得到迅猛发展，但由于不断降低的抵押贷款发放标准、融资杠杆日益被滥用、信用评级机构的“玩忽职守”和投资人“对自己的不负责任”，最终爆发了次贷危机。通过 2010 年的金融改革，美国不动产抵押权证券市场逐渐得以复苏。

**关键词：**不动产抵押权证券化 住房抵押贷款证券化 商业房地产抵押贷款证券化  
次贷危机 美国金融改革

不动产抵押权证券化<sup>1</sup>在我国理论界近 20 年来日益受到学者的关注与重视，在实践中也产生了一些案例。<sup>2</sup>不动产抵押权证券化的理论与实践最早出现于美国，梳理其肇源与演进，总结其经验与教训，可以对当前中国的理论与实践提供借鉴。在美国，不动产抵押权证券化主要包括两种类型：住房抵押贷款证券化和商业房地产抵押贷款证券化。

## 一、住房抵押贷款的困境及其证券化的产生

住房抵押贷款是这样一种经济现象，借款人为了购买不动产，以即将购买的住房为抵押物，向贷款人借钱。贷款人根据借款人的还款能力，在法律允许的范围内，与借款人签订住房抵押贷款合同，向借款人发放贷款，并定期收回本息。美国当时的贷款人主要是不动产抵押贷款银行（它们没有存款业务），也有少量的储蓄机构（储蓄贷款协会、储蓄银行，它们做的是存贷款业务）。<sup>3</sup>由于借款人购买住房的借款额往往很大，还款付息被分成很多期（常见的有 360 期和 180 期），对于没有存款业务的抵押贷款银行来说，每年发放的贷款额远远高于借款人的还款额，贷款发放到一定数额后就难以为继了，必须进行融资才能继续发放抵押贷款。对于有存款业务的储蓄机构来说，向社会吸收的存款往往是短期存款（从几个月起算，一般不超过 5 年），而发放的贷款却几乎全是长期贷款（绝大多数是 30 年期），期限错配情况相当严重。<sup>4</sup>当贷款发放到一定数额时，新吸收的存款、借款人的定期还款已经不能应付原存款人的兑付需求，更不用说发放新的抵押贷款了，融资也就成了必然选择。与此

\* 中央财经大学法学院博士研究生；上海师范大学哲学与法政学院副教授。

<sup>1</sup> 关于不动产抵押权证券化这一概念的界定比较复杂，笔者将另文阐释。

<sup>2</sup> 沈炳熙：《资产证券化：中国的实践》，北京大学出版社 2008 年版。

<sup>3</sup> 只到 20 世纪 80 年代，商业银行才全面介入到不动产抵押贷款业务。

<sup>4</sup> Joseph Hu, *Asset Securitization: Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia), 2011, p. 75.

同时，借款人住房贷款违约案例逐渐产生，给住房抵押贷款市场造成了不小的压力。为了解决这些问题，1934 年，联邦住房管理局（Federal Housing Authority，简称 FHA）出台了住房抵押贷款保险计划，退伍军人管理局（United States Department of Veterans Affairs，简称 VA，现为退伍军人事务部）1944 年也开始执行此项计划，在此背景下，国会建立了确保贷款人应对住房抵押贷款违约的机制。这些贷款保险计划对住房抵押贷款产生了深远的影响。借款人住房贷款违约时，贷款人可向联邦住房管理局和退伍军人管理局寻求追偿，使贷款人的信心大增。<sup>5</sup>此外，这些计划的实施降低了首付款的要求，购房者按揭的长期利率较为固定。所有这些因素使潜在购房者能更容易购买到房子。随后国会创建了联邦国民抵押协会（Federal National Mortgage Association，简称 FNMA，译作“房利美”）购买联邦住房管理局和退伍军人管理局担保的组合贷款，以创造必要的流动性，鼓励贷款人增加住房抵押贷款。<sup>6</sup>20 世纪 60 年代末，美国在第二次世界大战后“婴儿潮”中出生的人，已经到了购房年龄，购房需求暴增，抵押贷款银行和储蓄机构依靠传统的资金来源已经无法满足抵押贷款的需求。1968 年，房利美分裂成两个不同的单位，一个成为联邦特许公司，由私营投资人拥有；另外一个继续沿用原有称谓，并成为政府国民住房贷款协会（Government National Mortgage Association，简称 GNMA）的联邦机构，隶属于联邦住房和城市发展部（Department of Housing and Urban Development，简称 HUD）。房利美的主要任务是购买和出售联邦住房管理局和退伍军人管理局提供担保的贷款，而国民住房贷款协会负责实施政府特殊救助和房屋支持项目。1970 年，国会创建了美国联邦住房抵押贷款公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation，简称 FHLMC），其首要目的是购买普通住房按揭贷款。<sup>7</sup>资本的可用性促进了住房抵押贷款市场的流动性，这也使二级市场活跃起来。由于二级市场复杂且不断发展，个人住房贷款行业创建了统一的放贷标准。活跃的二级市场的规模要求发展新的创造性融资技术。住房抵押贷款的汇集及贷款池支持的证券发行开始成为有效的融资机制。同年，美国部分抵押贷款银行把已经发放出去的贷款和为担保这些贷款所设定的住房抵押权打包，建立资产池。这一资产池会产生未来的、相对稳定的现金流（借款人的定期还本付息），它们就以其作为基础资产，发行证券，通过吸引投资人购买这些证券，来实现融资。不久，储蓄机构也开始效仿抵押贷款银行。由于这种证券是以资产池中能够产生未来现金流的资产为基础的，所以被称为资产支持证券，以区别于股权证券。这样，住房抵押权就被证券化了。通过住房抵押权证券化，抵押贷款银行和储蓄机构以高效的方式从资本市场募集到资金，解决了资金难以为继的难题，可以发放更多的住房抵押贷款，满足了日益增长的住房抵押贷款需求，实现了住房抵押贷款业务的快速增长。

---

<sup>5</sup>Gorton, Gary, George Pennacchi, “Banks and Loan Sales: Marketing Non-marketable Assets”, *Journal of Monetary Economics*, No.3, 1995, p.389-411.

<sup>6</sup>Richard Stanton, J Boudoukh, M Richardson, R. Whitelaw, “Pricing Mortgage-Backed Securities in a Multifarious Interest Rate Environment: A Multivariate Density Estimation Approach”, *Review of Financial Studies*, No.10, 1997, p. 405-446.

<sup>7</sup>Kindleberger, Charles, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1978, p. 28.

## 二、住房抵押贷款证券的设计

然而，住房抵押权证券化并非这么简单，要把住房抵押贷款证券销售出去，并不是一件容易的事情。

首先，要对基础资产进行结构化设计。基础资产是附着抵押权的贷款，其所有权应是贷款发放人，即抵押贷款银行和储蓄机构。由于贷款发放人除了抵押贷款这一债权以外，还有其他资产，为了吸引投资人，让投资人放心，有必要通过制度设计，把抵押贷款从贷款发放人其他资产中剥离出来，建立资产池，由特殊目的实体（Special Purpose Entities，简称 SPE）负责管理、处分（Special Purpose Trust，特殊目的实体中的一种组织形式：特殊目的信托，简称 SPT）或者购买（Special Purpose Company，特殊目的实体中的另一种组织形式：特殊目的公司，简称 SPC），建立防护墙，使基础资产不仅从贷款发放人那里独立出来，而且也独立于特殊目的实体的其他自有资产，以隔离可能因贷款发放人或特殊目的实体资不抵债而带来的破产风险。通过基础资产的这一结构化设计，最大限度地保障了基础资产的安全，也保障了资产支持证券投资人的利益。

其次，要对基础资产进行风险评级和对住房抵押贷款证券增信。住房抵押贷款证券由其基础资产支持，基础资产未来的现金流有无风险，决定了住房抵押贷款证券有无风险。当基础资产的借款人经济状况好或经济信用高时，其定期还本付息的能力就有保障，未来的现金流就是可预期的、稳定的，风险就低，投资人的收益就有保障。相反，当借款人经济状况恶化或经济信用低时，其违约的风险就会增加，住房抵押贷款证券的收益就会受到威胁。而借款人的经济状况常常同整个社会的经济状况密切相关：<sup>8</sup>当社会经济繁荣时，借款人的经济状况往往是良好的；当社会经济萧条时，借款人的经济状况相应恶化，甚至出现大面积的违约。除此之外，借款人还可能选择提前还款，这也会影响基础资产未来的现金流，产生利息损失。尽管基础资产含住房抵押权，但这还不足以让所有投资人放心。为了使住房抵押贷款证券更能吸引投资人，有必要对基础资产进行风险评估，区分出信用风险等级，以满足不同风险偏好的投资人。仅仅区分风险等级还是不够的，尤其是当基础资产无法满足信用评级的安全性要求时，对住房抵押贷款证券进行增信就成为必需。增信的方式大致有 5 种：(1)自我保险；(2)母公司提供信用保证；(3)履约保证；(4)第三方信用证；(5)政府赞助的企业担保。<sup>9</sup>自我保险有两种方式：一是采用高级、次级结构，就是把基础资产未来的现金流进行区分，让次级的本息现金流支持高级的本息现金流，即高级的投资人优先于次级的投资人得到偿付；二是超额抵押或利息差，通过设计，使基础资产的本金、利息高于住房抵押贷款证券的本金和利息，用高出的部分来担保住房抵押贷款证券的信用。在发行住房抵押贷款证券时，由借款人的母公司提供信用保证，或者由一家债券保险公司提供履约保证，这两种方式也可实现

---

<sup>8</sup>Edward L. Gleader, Hedi D. Kallal, "Thin Markets, Asymmetric Information and Mortgage-Backed Securities", *Journal of Financial Internationalization*, No.6, 1997, p. 84-86.

<sup>9</sup> Joseph Hu, *Asset Securitization: Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia), 2011, p. 19.

对住房抵押贷款证券的增信。<sup>10</sup>第三方信用证这里指的是由具有高信用的商业银行开具信用证，为住房抵押贷款证券提供担保，此时该证券的信用就可等同于商业银行的信用了。最后一种增信方式在美国住房抵押贷款证券化过程中发挥了巨大作用。为了推动住房抵押贷款证券化，美国成立了吉利美、房利美和房地美，由这三家机构提供的担保，被视为等同于联邦政府的信用，被它们担保的住房抵押贷款证券的信用级别也是最高的。

再次，要针对不同的投资人设计不同种类的住房抵押贷款证券。投资人大致有三种类型，收益导向型、信用导向型和期限导向型，要针对不同的投资人设计不同种类的证券。收益导向型投资人是以住房抵押贷款证券的高收益为内在驱动的，收益越高，对他们的吸引力就越大。收益的高低，是由“利差”的大小决定的。“利差”就是住房抵押贷款证券的收益与同等级国库券的收益的差值，“利差”越大，收益则越高。在美国住房抵押贷款证券化的初期，主要是通过发行高收益的住房抵押贷款证券来吸引投资人的。对于住房抵押贷款证券这一新生事物，往往收益导向型投资人的嗅觉是最为灵敏的，也是最有可能采取投资行动的。事实恰恰说明了这一点，高收益的住房抵押贷款证券一经推出，收益导向型投资人就趋之若鹜。根据投资学理论，投资风险与回报是成正比的，投资风险越高，回报就越大；相反，回报则越小。市场上并不全是收益导向型投资人，还有看重投资风险的信用导向型投资人，他们对投资的安全性要求较高。这样，住房抵押贷款证券的信用状况就成为这些投资人重要的考量指标，特别是机构投资人，资金的安全是他们要高度关注的，他们必须对自己管理的资金担负信托责任，只能投资信用级别高的投资产品。可见，与收益导向型投资人不同，信用导向型投资人更喜欢有各种担保的住房抵押贷款证券，尤其是政府赞助企业提供担保的住房抵押贷款证券，成为他们的首选。除了收益导向型投资人和信用导向型投资人以外，市场上还有一种投资人，他们受限于一定的投资期限，保险公司投资组合可能只能投资较短期限的投资产品，而养老基金则可以投资较长期限的投资产品，<sup>11</sup>这类投资人他们首要关注的是投资期限的长短，被称为期限导向型投资人。针对这类投资人，有必要把住房抵押贷款证券区分为1、3、5、7、10、15到30年不同的期限，以满足不同期限要求的投资人。当然，区分不同的投资人，并对他们进行有目的的培育，也是一项必不可少的住房抵押贷款证券发行的工作。

最后，要为投资人提供基础资产方面的服务。住房抵押贷款证券的收益最终是由借款人偿还本金和支付利息所形成的现金流决定的，这一现金流通常是由贷款人收取，然后转交给特殊目的实体，再通过特殊目的实体支付给投资人，实现投资人的投资回报。贷款人在这一服务过程中，除了常规的收款外，还要处理借款的逾期还款和自己的逾期贷款，并及时做成准确的现金流报告提供给投资人，以保障投资人的利益。在住房抵押贷款证券化的早期，贷款人、特殊目的实体只能被动管理基础资产产生的现金流，不能“触碰”，否则可能会被双

---

<sup>10</sup>Coker, Don, "Repurchase & Buyback Demands, Representations and Warranties Claims in Residential Mortgage-Backed Securities", 2012. Available via the Internet: [www.hgexperts.com/article.asp?id=24951](http://www.hgexperts.com/article.asp?id=24951).

<sup>11</sup>Greenspan, Alan, "Issues for Monetary Policy", Economic Club of New York, December 19, 2002.

重征税，即经手贷款人、特殊目的实体的基础资产产生的现金流若被动用，将可能被课以税收，税务部门同时还要对投资人征税，相当于对同一现金流征收了两次税收，这样会影响到住房抵押贷款证券的收益。但随着住房抵押贷款证券化的深入，贷款人和特殊目的实体对这一现金流的管理不再是被动的，只要不影响向投资人的支付，他们可以利用时间差把这一现金流投资到短期的投资品种中，以获取增值收益。这增加了贷款人和特殊目的实体的收益，也提高了他们向投资人服务的积极性。

基于以上的制度设计（这些设计是在实践中逐渐完善的，并非在证券化之初全部都有），在 1970-2009 年的 40 年间，美国发行了以住房抵押贷款证券为主体的资产支持证券共计 23 万亿美元，<sup>12</sup>住房抵押贷款证券市场得到快速发展。

### 三、多种住房抵押贷款证券的发行

最早的住房抵押贷款证券是“吉利美”，由联邦政府设计，是为了解决中等偏下收入阶层住房抵押贷款难和抵押贷款银行向市场融资难问题推出的。由于抵押贷款银行不能向社会吸收存款，只能向其他金融机构拆借，资金来源十分有限，最早的住房抵押贷款证券落在其头上是自然而然的事情。吉利美证券先是由联邦住房管理局提供保险，或者由退伍军人管理局担保，后来，为了确保吉利美的发行成功，美国联邦政府的国民抵押协会也出面担保。<sup>13</sup>吉利美从而取得了美国联邦政府的双重信用担保（由于资产池中抵押贷款的借款人是中等偏下收入阶层，有必要由政府出面担保），成为最安全的证券，1970 年推出后，迅速打开了市场，实现了抵押贷款银行向社会的直接融资，大大提高了他们发放住房抵押贷款的能力，解决了抵押贷款银行融资难的难题和满足了美国中等偏下收入人群购买住房抵押贷款的需求。这类证券往往在美国经济不景气的时候增加发行量，而在经济繁荣时减少发行量。

20 世纪 70 年代早期，美国又推出了一款住房抵押贷款证券，由联邦住房贷款抵押公司发行和担保。联邦住房贷款抵押公司当时已成为联邦政府资助企业，也取了新名字，叫“房地美”。这一证券与吉利美不同，贷款人把住房抵押贷款出售给房地美时，还拥有资产池 5% 的连带权益，因此，房地美又称连带利润证券。这种设计意在通过贷款人拥有资产池中的份额来保障资产池的高质量。房地美与吉利美还有一处不同，就是房地美没有取得联邦住房管理局或退伍军人管理局的担保，更没有联邦政府国民抵押协会的担保，是一款由联邦政府赞助的公司自我担保发行的住房抵押贷款证券。1970-1980 年，吉利美和房地美加在一起的证券量还不是很大，每年的发行量从来都没有超过 300 亿美元。<sup>14</sup>

1981 年，美国联邦政府的国民抵押协会转变为政府资助企业，取名“房利美”。当时，美国利率处于历史高点，储蓄机构期限错配严重，短期利率远远高于长期利率，储蓄机构无法平衡其短期债务，其财务状况迅速恶化。房利美与房地美大量购买储蓄机构的住房抵押贷

<sup>12</sup> Joseph Hu, *Asset Securitization: Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia), 2011, p. 22.

<sup>13</sup> Joseph Hu, *Asset Securitization: Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia), 2011, p. 23.

<sup>14</sup> Schularick, Moritz, Alan M. Taylor, “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, No.2, 2012, p. 61-67.

款，自我担保发行证券，不仅帮助储蓄机构改善了财务状况，而且进一步推动了住房抵押贷款的发放。房利美和房地美还开创了住房抵押贷款互换项目，各金融机构把自己持有的住房抵押贷款出售给房利美和房地美，同时获得房利美、房地美发行的住房抵押贷款证券，各金融机构再向市场销售这些证券变现。住房抵押贷款互换项目一方面减轻了房利美、房地美的资金压力，另一方面大大增加了住房抵押贷款证券的发行。房利美、房地美发行的住房抵押贷款证券的资产池中抵押贷款的借款人是美国中等偏上收入的借款人，这一人群的收入比吉利美所关注的中等偏下收入人群收入要高。

政府赞助企业（房地美和房利美）担保的住房抵押贷款证券和吉利美统称为机构担保的住房抵押贷款证券（Residential Mortgage Backed Securities，简称 RMBS），其发行量在 1982 年首次超过 500 亿美元，1985 年超过 1000 亿美元。随后则是爆炸式增长，1992 年超过 4500 亿美元，1993 年超过 5600 亿美元。1994-1997 由于贷款利率上调，住房抵押贷款证券的发行有所回落，但到 1998-1999 年，每年的发行量则达到大约 7000 亿美元。2000 年住房抵押贷款证券再次回落，每年的发行量大约维持在 4800 亿美元，但到了 2003 年，发行量再次急剧增长，达到惊人的 21310 亿美元。2004-2008 年，发行量再次回落，基本维持在 9000 亿-11500 亿的区间窄幅波动。<sup>15</sup>2009 年，美国经济严重衰退，政府加大对住房市场的支持力度，住房抵押贷款证券的发行量被提升到 16700 亿美元。<sup>16</sup>

在机构担保的住房抵押贷款证券快速增长的同时，没有机构担保的私营的住房抵押贷款证券（其资产池中抵押贷款的借款人是高收入的借款人）开始出现并发展起来，与机构担保的住房抵押贷款证券不同，这类证券需要增信，通常以多个信用级别的多档证券形态发行。1977 年，美国市场出现了第一只私营的住房抵押贷款证券。1983 年，弗雷迪（Mac）发行了新一代住房抵押贷款支持证券，即抵押担保证券（Collateralized Mortgage Obligation，简称 CMO）。抵押担保证券是一种综合体现了分期支付证券和分级支付证券特点的多层次转付证券。该证券设计了短期、中期和长期三种不同的级别，其根据在于基础资产未来每期所产生的现金流的多少，以达到降低投资人投资风险的目的。其中的短期证券最先得到偿付，风险小，但收益低；长期证券最后得到偿付，风险大，但收益高。<sup>17</sup>1977-1989 年，私营的住房抵押贷款证券的发行量总额只有 500 亿美元。1990 年始，这类证券开始快速增长，仅 1993 年一年，其发行量就达到了 1000 亿美元以上。1994-1996 年，同机构担保的住房抵押贷款证券一样，发行量有所回落，基本上每年发行大约 400-500 亿美元，不过 1997 年，发行量又增加到 1200 亿美元。<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup>Brunnermeier, Markus, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch of 2007 - 2008", *Journal of Economic Perspectives*, No. 1, 2009, p.77-100.

<sup>16</sup>Mian, Atif, Amir Sufi, "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis", *The Quarterly Journal of Economics*, No. 4, 2009, p.1449-1489.

<sup>17</sup>David Alan Richards, "'Gradable and Tradable': The Securitization of Commercial Real Estate Mortgages", *Real Estate*, No. 16, 1987, p. 99-108.

<sup>18</sup>Bernanke, Ben, "Fostering Sustainable Home-ownership", National Community Reinvestment Coalition Annual Meeting, Washington, D.C., March 2008.

从20世纪80年代后期开始,美国市场上悄然出现了一类新的私营的住房抵押贷款证券。这类证券背后的资产池最大的特征是,住房抵押贷款的发放对象是缺少信用记录的借款人,这类抵押贷款也被称为次级抵押贷款。次级抵押贷款发放的背景是,美国房地产出现大幅升值,为了满足已有住房、缺少信用记录的人群的消费融资需要(而非购房需求,后来也包含了改善住房的需求),贷款人向这类人群发放了以现有住房做抵押的贷款。但到了21世纪初,放贷标准放宽,对于那些没有住房的、缺少信用记录的人也开始发放次级抵押贷款,以满足这些人的购房需求。<sup>19</sup>刚开始,这类证券发行的还不多,但到了2005-2006年,每年11500亿美元的私营的住房抵押贷款证券中,有5000多亿美元是这类证券。<sup>20</sup>2008年,次级抵押贷款出现大量违约,<sup>21</sup>这类证券的投资人遭受巨大损失,连带引发其他住房抵押贷款证券出现危机,最终引发了美国2008年金融危机。2008年后,私营的住房抵押贷款证券一蹶不振,发行量常年低于300亿美元,这一市场额可以忽略不计了。<sup>22</sup>

#### 四、商业房地产抵押贷款证券化所解决的问题

商业房地产抵押贷款证券化相较住房抵押贷款证券化出现得较晚,其最早出现在20世纪80年代中期的美国,10年后才开始快速发展。商业房地产属于创收资产,能带来经济收益,公寓、购物中心、酒店、餐馆、仓库及办公室等均属于商业房地产。商业房地产抵押贷款证券是传统商业房地产融资和资产支持结构性融资相结合的产物,它将房地产法律工具同证券法律工具有效组合,将能够产生稳定现金流的资产出售给一个独立的专门从事资产证券化业务的特殊目的实体,随后信用评级机构对该项打包业务进行投资风险评估,待完成风险评估后,特殊目的实体将该项打包业务独立分解并有针对性地向第三方投资人出售该证券化资产。

商业房地产抵押贷款证券与住房抵押贷款证券在现金流结构上比较类似,没有显著的不同,都是已发放贷款的本息,但在基础资产的发放、抵押品、偿还贷款期限和现金流的来源上还是存在明显差异的。商业房地产抵押贷款发放的对象是房地产企业,抵押品是商业不动产(包括公寓楼、办公楼、商务楼、厂房、购物中心、酒店、仓库等),偿还贷款期限大多是10年,商业不动产租金收入是偿还贷款的主要来源。而住房抵押贷款发放的对象则是个人购房者,抵押品是个人住房,偿还贷款期限大多是30年,个人收入是偿还贷款的主要来源。除此之外,商业房地产抵押贷款证券没有政府信用担保,而部分住房抵押贷款是以政府信用做担保的。还有一个重要区别是必须要详加说明的,即是否允许提前还款。几乎所有的商业房地产抵押贷款都附有不得提前还款的条款,意在保持基础资产现金流的稳定。为此,

<sup>19</sup>Rajan, Raghuram, "Has financial development made the world riskier?" *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, Aug. Issue, 2005, p. 313-369.

<sup>20</sup>Brunnermeier, Markus, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch of 2007 - 2008", *Journal of Economic Perspectives*, No. 1, 2009, p. 77-100.

<sup>21</sup>Keys, Benjamin, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru, Vikrant Vig, "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Mortgage Loans", *Journal of Monetary Economics*, No. 1, 2010, p. 78.

<sup>22</sup>IMF, "Global Financial Stability Report", October, 2009.

美国建立了三大提前还款保护机制：强制锁定、收益保全和现金流保全。<sup>23</sup>强制锁定是指在借贷合同中约定一定的期限，在发放贷款后的该期限内不允许提前还款，而在该期限届满后可以选择提前还款，但要支付“罚金”，该期限称为强制锁定期。比如，一个借贷合同约定的还款期限是10年，强制锁定期是5年，“罚金”比例是5%-1%，那么，借款人可以在收到贷款后的5年期满提前还款，但要支付5%-1%的“罚金”。当第6年选择提前还款时，要支付剩余贷款本金5%的“罚金”，第7年选择提前还款时，要支付剩余贷款本金4%的“罚金”，以此类推，第10年选择提前还款则只要支付剩余贷款本金1%的“罚金”，以鼓励借款人选择按期还款。收益保全是指贷款人因借款人提前还款而遭受的利息损失由借款人补偿。这样，基础资产的现金流不会因借款人提前还款而受到任何影响。现金流保全是指借款人选择提前还款时，必须以一组国债代替所提前偿还的那部分，以保持基础资产现金流的稳定。比如，一个借贷合同的贷款金额是5000万美元，贷款年利率是8%，如果借款人选择最后一年提前还款，提前还掉剩余的1500万美元本金，那么，借款人就必须提供利息等于年利率8%的1500万美元所生利息的一组国债，由贷款人收取该组国债产生的利息。房地产企业向金融机构申请商业房地产抵押贷款，是为了商业经营活动，从历史经验来看，商业经营活动的风险明显大于购买住房交易活动的风险，因此商业房地产抵押贷款的发放标准要比住房抵押贷款的要严格得多。除了上文提到的对提前还款的禁止性条款、三大提前还款保护机制，还有就是对贷款比率即按揭率的限制，以及偿债覆盖倍数的控制。按揭率，就是贷款金额在作为抵押品的商业房地产的评估价值中所占的比例。在美国，商业房地产抵押贷款的按揭率一般控制在80%以内，而住房的按揭率常常则会达到90%甚至95%。偿债覆盖倍数，通俗地说，就是作为抵押品的商业房地产的年净现金流与贷款本息的比值，理论上讲，这个比值越大，贷款资金就越安全。一般来说，美国商业不动产抵押贷款的偿债覆盖倍数大多控制在1.1-1.2倍。<sup>24</sup>

1984年，房地产开发商奥林匹亚约克在纽约将三幢办公大楼证券化，价值9亿7000万美元，这开启了使用资产证券化作为商业房地产的融资机制的先河。然后，由于重组信托公司（Resolution Trust Corporation，简称RTC）的参与，商业房地产抵押贷款证券化发展势头才变得越来越好。其历史背景是，20世纪70年代末，美国存款利率处于较低水平；80年代初，美国为刺激商业房地产业发展，给予了金融机构贷款收入的税收优惠。在这种情况下，储蓄机构热衷于给商业房地产企业发放长期贷款。但随着通货膨胀的不断恶化，美国开始提高存款利率。与贷款相比，存款是短期的，短期存款利润提升，而长期贷款利率不变，这迅速增加了储蓄机构的存贷压力，大大缩减了储蓄机构的利差收入。1986年，美国颁布《税收改革法案》，取消了持有商业房地产资产的税收优惠，迅速导致了几百家储蓄机构倒闭。美联储不得不接管这些持有大量商业房地产抵押贷款的已经倒闭的储蓄机构，成立重组

<sup>23</sup>Joseph Hu, *Asset Securitization: Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia), 2011, p. 342-343.

<sup>24</sup>David Alan Richards, "'Gradable and Tradable': The Securitization of Commercial Real Estate Mortgages", *Real Estate*, No. 16, 1987, p. 99-108.

信托公司来处置这些商业房地产抵押贷款。<sup>25</sup>随着商业房地产抵押贷款存量（包括良好的和不良的）的不断增加，重组信托公司决定最好的操作方式是出售其所有存量资产，问题在于如何出售这些资产。重组信托公司并不认为传统的拍卖方法是可行的，因为其感知到商业房地产正在贬值，可能使“秃鹫”投资人不愿意投标。这可能导致重组信托公司收益下降，纳税人遭受更大损失。更糟糕的是，在这种情况下，保险公司这一传统意义上的大型商业房地产贷款机构将不愿参加重组信托公司拍卖。基于以上判断，重组信托公司把商业房地产抵押贷款证券化作为去库存的首选方式。重组信托公司把这些商业房地产抵押贷款打包，建立资产池，以其未来的现金流作为收入保障向投资人发行商业房地产抵押贷款证券。重组信托公司通过集合大量商业房地产抵押贷款将其库存证券化，并把这些证券出售于公共市场，从而推动了商业房地产抵押贷款证券化的发展。发行之初，发展比较缓慢，1990 年的发行额仅有 40 亿美元。随后，商业房地产抵押贷款证券市场获得了动力，出现了跨越式发展。1995 年，发行了 150 亿美元，1998 年则达到了 750 亿美元。与住房抵押贷款证券发行一样，随后的四年出现了低谷，但到 2003 年，商业房地产抵押贷款证券的发行得以复苏并创下新高，达到 800 亿美元，2004 年则达到 900 亿美元，2006 年共发行了 2000 多亿美元，翻了一倍还多，2007 年更是扩张到 2300 亿美元。随着次贷危机的蔓延，商业房地产抵押贷款证券市场也未能幸免，2008 年的发行量断崖式下跌到 120 亿美元，2009 年更是恢复到 90 年代前的水平，只有可怜的 30 亿美元。<sup>26</sup>

## 五、美国不动产抵押权证券化发展方向

21 世纪 10 年代，美国不动产抵押权证券化市场由于次贷危机而崩溃，其原因是多方面的，大致有如下几个方面。第一，不断降低的抵押贷款发放标准，致使基础资产的质量日益下降。2005 年开始，次级抵押贷款的发放流程在很多方面呈现出逐渐失控的现象。<sup>27</sup>抵押贷款发放标准中的审慎原则被大家抛到脑后，风险定价不复存在，随着房价的不断上涨，违约现象少之又少，风险意识已经被人们严重淡化，这就带来一系列的降低抵押贷款发放标准情况的出现。常见的有：次级抵押贷款利率低于市场普遍水平；不再对借款人进行收入确认；按揭率远高于审慎水平；高按揭率的抵押贷款甚至不要求提供私人保险；一些抵押贷款的还款期限被拉长到 40 年以降低月供款；一些抵押贷款只要求偿还利息，待还款期限到了再还本金，以减轻借款人前期的还款压力；还有一些抵押贷款设定混合利率，刚开始还款时利率较低，还款压力小，随后利率则逐渐提高。这些不良的基础资产聚集到一定规模时，风险就会随时爆发。第二，融资杠杆日益受欢迎并被滥用。<sup>28</sup>不断降低的抵押贷款发放标准推动了

---

<sup>25</sup>Gregory A. White, "Slicing and Dicing": A Review of Commercial Mortgaged-backed Securities and Their Role in a Pension Fund's Investment Portfolio", *Schroder Mortgage Associates*, No. 1, 1994, p. 23.

<sup>26</sup>Mian, Atif, Amir Sufi, "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis", *The Quarterly Journal of Economics*, No. 4, 2009, p.1449-1489.

<sup>27</sup>IMF, "Global Financial Stability Report", April, 2008.

<sup>28</sup>Blinder, Alan, "Six Errors on the Path to the Financial Crisis", *The New York Times*, January 24, 2009.

低利率，低利率又唤起了市场对更多资金的需求，融资活动日益繁盛。<sup>29</sup>贷款人鼓励借款人融资，有些借款人根本没有购房需求，但在贷款人的鼓动下，居然申请抵押贷款甚至加杠杆贷款用于消费，贷款规模越来越大，贷款人、投资人赚钱越来越容易，从而推动融资杠杆进一步放大。大量金钱涌入房市的结果是不断推升房价的上涨，而房价的上涨又反过来推动了融资杠杆的继续放大，从而形成房价上涨——杠杆融资——房价上涨——杠杆融资的恶性循环，房地产的泡沫被越吹越大。第三，信用评级机构的“玩忽职守”。不动产抵押权证券化市场是有风险的，所以需要专业的信用评级机构给予信用支持，从而引导投资人进行理性投资。然而，在 21 世纪 10 年代中期，信用评级机构却出现了“缺位”，<sup>30</sup>这可能是两个方面的原因导致的。一是信用评级标准过于主观。违约频次和损失严重度是信用评级的重要依据，然而对于不动产抵押权证券来说，信用评级机构在做出评级时，违约频次和损失严重度是假设的，而不是现实已经发生的，因此也是主观的。当经济环境好，违约现象少时，这种主观的信用评级标准极易受心理影响，会增强不会违约的心理暗示，弱化信用评级机构对现实信用风险的研究，从而影响信用评级机构的专业判断。二是信用评级机构不愿放弃既得利益。<sup>31</sup>不动产抵押贷款发放得越多，证券化的规模就越大，信用评级机构的业务量也就越多，其收入也就越丰厚。当信用评级机构发现信用风险时，常常会在既得利益和专业判断间游移，从而作出非专业的信用评级。第四，投资人“对自己不负责任”。<sup>32</sup>在不动产抵押权证券化市场不断膨胀的过程中，赚钱变得越来越容易，投资人不需要去研究风险，他们过度依赖并相信信用评级，几乎只要投资就能赚钱，风险意识已经越来越远离他们了，投资人日益疯狂，感性取代了理性，最终为自己的非理性行为买了单。这些原因结合美国为抵制通货膨胀而提高利率、房地产市场泡沫的破灭，多米诺骨牌被碰倒从而引发连锁反应，最终导致了波及全球的金融危机。

走出次贷危机所引发的不动产抵押权证券市场的崩溃比预想的要快。2009 年第四季度，美国取得 5.6% 的年化增长率，经济呈现了复苏，对不动产抵押权证券市场的需求再次出现。2010 年，奥巴马签署了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（以下简称《华尔街改革法》），对金融市场监管加大了力度，美国进入“新金融时代”。《华尔街改革法》对于不动产抵押权证券市场来说，主要推出了如下几个方面的措施：1、使基础资产回归质量本位。为了重新激活不动产抵押权证券市场，必须恢复投资人对基础资产的信心。《华尔街改革法》的两条规定在此方面作出了积极努力，一是设立消费者融资保护局，负责设定不动产抵押贷款的发放标准。借款人将通过这一标准来了解抵押贷款的条款和利息成本，从而评估自己是否有偿付能力以决定是否申请抵押贷款。而对于贷款人而言，如果不按照这一标准执行，将会面临严重的处罚。二是要求贷款人对于证券化后的不动产抵押权贷款承担 5% 的

---

<sup>29</sup>United States of America, Federal Bureau of Investigation, “Financial Institution Fraud and Failure Report” (Washington), 2004. Available via the Internet: [www.fbi.gov/stats-services/publications/fiff\\_04](http://www.fbi.gov/stats-services/publications/fiff_04).

<sup>30</sup>“Accuracy of Appraisals Is Spotty, Study Says”, *New York Times*, May 8, 2013.

<sup>31</sup>Cohan, William, “How We Got the Crash Wrong”, *The Atlantic*, No. 6, 2012, p. 53.

<sup>32</sup>Stiglitz, Joseph E., “Capitalist Fools”, *Vanity Fair*, No.1, 2009, p. 34-35.

风险，这样，贷款人就会审慎地发放不动产抵押贷款，提高了不动产抵押贷款的质量和投资人的信心。除此之外，《华尔街改革法》还要求，住房和债务的比例（按揭率）必须严格控制，住房价值必须客观评估，首付款必须达到 20%，否则必须购买不动产抵押贷款商业保险等等，进一步保障了基础资产的质量，从而使不动产抵押权证券化重新建立在高质量的基础资产之上。2、降低金融杠杆，改变危机前金融机构、投资人逐渐养成的过度冒险的行为习惯。危机爆发前的 30 几倍的杠杆率被降到 20 倍以内，恢复到中等杠杆率水平。3、信用评级机构改善评级标准，增加评级方法的透明度。《华尔街改革法》在证券交易委员会设立信用评级办公室，通过内部控制、独立性、透明度和对不良表现的处罚来加强对信用评级机构的监管。按照信用评级办公室的要求，信用评级机构要加强对市场事实的研究，要提高对各种基础资产信用风险以前和现在数据的分析能力，并将研究成果定期公布，以增加透明度，使信用评级建立在市场事实研究之上，而不是建立在对损失和违约进行假设的主观判断之上，提高了其专业的可信度，又使投资人更容易了解基础资产的状况，从而增强投资信心。由于采取了以上举措，美国不动产抵押权证券市场逐渐得以复苏。

#### The Origin and Evolution of American Mortgage Securitization

Wang Zhiqin

(Shanghai normal University, School of philosophy and Law, Shanghai 200234, China)

Abstract: The real estate mortgage securitization in American theory and practice mainly includes two types: One is housing mortgage securitization, which began in the 1970s. They have made great contributions to the American economy and to solving the housing problem. Second is commercial real estate mortgage securitization, which emerged more than a decade later than the former, is similar to the former in terms of cash flow structure, but there is no significant difference. But there are significant differences in underlying asset issuance, collateral, loan maturity and cash flow. During the 40 years from 1970 to 2009, the market for real estate mortgage securities in the United States has developed rapidly, but because of the decreasing mortgage lending standards, financing leverage has been increasingly abused. Credit rating agencies' "negligence" and investors' "irresponsibility for themselves" eventually broke out in the subprime crisis. Through the Wall Street Reform Act and other financial reform measures, the U.S. real estate mortgage securities market gradually recovered.

Keywords: real estate mortgage securitization ; housing mortgage securitization; commercial real estate mortgage securitization; subprime mortgage crisis; Wall Street reform law