

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-44

2008年5月28日

中國會出現“非典型次貸”危機嗎？ —— 全球次貸危機背景下的中國金融創新途徑

上海證券交易所研究中心 陸一

美國的“次貸危機”其實質是針對某一類房地產抵押貸款所作的資產證券化產品創新過程中的機制缺陷所引發的風險。

“次貸危機”的核心角色——次級債券，它屬於資信程度不高的房地產次級抵押貸款的證券化產品。房地產次級抵押貸款是由貸款公司針對資信和還款能力低下的人群設計的房地產抵押貸款品種，和房地產優質抵押貸款相比，它風險較大、壞賬率較高、但貸款利息較高，在房地產業的上升期內不會顯現它的猙獰。為了分散風險，美國在金融市場創新過程中以房地產次級抵押貸款為標的設計了房地產次級抵押貸款證券化產品（也稱為房地產次級抵押貸款債券）。儘管因為採用了私募發行和在銀行間市場交

易而使得房地產次級抵押貸款債券透明度較低、流動性較差，但由於它的較高利率和較高回報而吸引了主要是銀行等機構投資者將它作為投資組合的配置品種。因此近些年隨著美國房地產市場一路走高，這些房地產次級抵押貸款債券被世界各國各類機構投資者作為投資資產組合而購買。就此，美國的房地產次級抵押貸款的風險被分散到全球各地，並在美國房地產市場出現持續下跌之後給全球金融市場帶來廣泛的系統性風險危機。

從美國的房地產次級貸款的定義上來說，我國經濟體制內部確實沒有發生同樣危機的可能，如果將我國的房地產貸款作為一個整體而言，系統性的風險相當低；同時從沾染美國房地產次級抵押貸款債券的數量上來說，美國的次貸危機也許真的對我國這樣一個尚未完全開放的經濟體的衝擊確實不會很大。

2008 年以來，房地產業界和銀行業界有關房地產抵押貸款風險的提示和表述逐漸上昇，壞賬擔心和前景憂慮逐漸增強。但是，值得關注的是這兩方面的業界人士的擔憂都不約而同地將房地產貸款籠統地作為一個整體來表述，並將房地產市場調控以及銀根緊縮和將帶來的銀行房地產貸款壞賬風險直接聯繫起來分析。

這種籠統而混淆房地產貸款概念的做法，無疑直接加大了政府對房地產市場調控行為的壓力，在市場輿論和社會心理上加大了對房地產市場調控前景的疑慮。

如果仔細分析我國的房地產貸款的構成，我們就可以發現，其中在房地產銷售環節而產生的銀行個人住房抵押貸款，壞賬率極低。香港各家銀行設定的房貸不良比例“警戒線”一般都定在 1% 左右。而據上海銀監局最新發佈的 2008 年第一季度上海房地產信貸運行分析報告，儘管至 3 月末個人住房不良貸款比年初上

昇了 0.03 個百分點，個人住房貸款的不良貸款率仍為 0.71%，質量在全球以何種標準衡量都是相對較好的。

如果進一步仔細分析，在房地產開發環節所產生的銀行貸款，卻不盡如此。同樣是上海銀監局的上述報告中的數據表明，住房開發貸款的不良貸款率為 2.16%，是個人住房貸款不良率的三倍。而應當看到，上海各大商業銀行的抵押貸款質量在全國還算是最好的。

要就此分級的話，完全可以將前者稱之為“中國的優質房地產貸款”，而後者可以相對稱之為“中國的次級房地產貸款”。

根據 2008 年 2 月 18 日上海銀監局發佈的《2007 年度上海市房地產信貸運行報告》，至 2007 年 12 月末，中資商業銀行房地產貸款佔各項貸款的比重高達 32.2%。該報告明確指出，因房價波動而帶來的各種壓力與風險已然凸顯，而房價波動或將影響到銀行一半左右的信貸資產安全。

通過這樣的分析，我們完全可以看出，中國絕非真的沒有類似於美國次貸危機的風險！而且更可以見到，中國經濟生活中所存在的類似於美國的、絕對具有中國特色的次貸危機到底會發生在哪裡！

在防範和應對美國引發的全球次貸危機中，中國面臨兩個方面的挑戰：一個方面是如何被動地在我們的金融體系中尋找和加固薄弱環節；另一個方面是如何主動地在我們的市場體系中增加更多的創新品種以增強市場本身的容量、增加市場的多種投資選擇機會、增強抵禦分散風險的能力。我們不應該因為我國的市場體系尚未完全開放而在市場創新過程中忽視局部矛盾的解決而引發的全局風險；而我們更不應該由於全球遭遇次貸危機而因噎廢食，放慢我國金融市場創新的步伐。對於我們來說，目前絕非市

場創新過多過濫，而恰恰相反，卻是市場創新過少、投資渠道不足、投資機會單一、投資選擇不多所帶來的抗風險能力的低下……

不過，任何市場創新都不僅僅是簡單的產品創新問題，在產品創新過程中首先要考慮的應該是制度層面的創新和完善。

因此，就房地產金融領域來分析，我國房地產開發貸款及其資產證券化產品創新是否有可能衍生出具有中國特色的“次貸危機”？是否可能在解決房地產開發商和銀行融資風險的過程中，將房地產開發貸款的局部風險分解到我國脆弱的經濟體的其他各個方面而引發全局性的系統金融風險？

這是在我國相關政府機構和最高決策層思考、研究和決策過程中，目前必須要小心謹慎處置的問題。

中國人民銀行在日前發佈的《2007年金融發展報告》中提出：在2008年擇機推出房地產投資信託基金（REITs）產品。這再度燃起房地產業界和銀行系統有關REITs的熱情。

這是因為，多年以來，高地價、高房價、高收益、對銀行的高依存度使得我國各級政府、銀行業和房地產業形成了一榮共榮、一損俱損的利益共同體。

2007年整個房地產業界的超常規囤積土地的熱情，已經產生了房地產業界高額的資金沉澱，並給大中型房地產開發商帶來了資金鏈的高度壓力。

近年來政府的連續調控措施和緊縮的銀根，再加上房地產市場銷售的萎縮，對於中小房地產開發商的資金周轉壓力是鉅大的。

與此同時，我國房地產業經過多年調控，已經開始轉變原有的運行模式。我國政府開始明白，解決住宅房價過高，最重要的是中央政府和地方政府共同的責任。經過一系列利益的博弈，現在政府基本上達成的政策走向是：70%的城市資源和財政的資

源，會集中在保障性住宅這方面，而 30% 留給市場。

如果在不遠的將來，中央政府出於各種原因和社會壓力而徹底改變我國各級政府過度依賴土地財政的政府財政收入來源方式。那將對我國十多年來房地產市場體制產生顛覆性的衝擊。

在以上多種因素的作用下，使得房地產業的絕大多數中小型開發商和一部分中大型開發商在最近和最近的將來面臨嚴重的資金鏈緊張的局面。在銀根持續和可預見的將來繼續收緊的前景下，“REITs”、或者更嚴格說是打著 REITs 名號的銀行房地產貸款證券化產品，已經成為房地產業界和銀行業界唯一可以期待的緩解銀根緊縮和資金鏈緊繃的困難局面的救命稻草。

這就是近幾年銀行、銀監會和房地產開發商對於 REITs 特別熱衷的背景。

據路透社 4 月 22 日報道，目前國內 REITs 產品闖關僅停留在打政策和法律制度擦邊球的“准 REITs 產品”上，主要是信託公司推出的信託集合理財計劃，例如中信信託從 3 月末起招募的中信~凱德 1 號科技園區股權投資信託計劃。業內人士透露，銀監會已指定聯華信託等公司研究設計 REITs 方案，而中國人民銀行也組織機構，進行 REITs 產品研究，擇機推出。

問題是，我國的金融監管體系現狀是有分業類別的，銀監會主要面對的是銀行和投資信託公司，針對的是銀行間市場產品，諸如銀行抵押貸款的資產證券化產品（銀行抵押貸款債券）、信託計劃投資產品等等，採用的發行形式是私募為主、交易形式主要採用機構投資者為主的大宗低頻次間斷交易方式，依託的主要法律是《信託法》。證監會面對的是證券公司、基金公司和上市公司，針對的是交易所市場產品，諸如股票、基金和債券等等，採用的發行方式是公募為主、交易形式主要採用機構和個人投資

者共同參與的小宗高頻次連續交易的方式，依託的法律是《證券法》、《證券投資基金法》等等。

在我國現行法律框架和制度環境下，銀行間市場的、信託型的“REITs”產品所表示的，在本質上並非是一種實物資產所有權的權益，它更多地只能類似於資產證券化的銀行房地產開發抵押貸款債券；而成熟國家所謂的 REITs 產品，所表示的卻是一種實物資產所有權的權益。

如果 REITs 採用銀監會系統的試點方式，採用的是信託的模式，在現行法律框架下就必然成為一種銀行間市場的產品。那就必然採用私募的發行形式、大宗低頻次間斷交易方式。那就和現已存在的資產證券化產品沒有很大區別。

這就很有可能產生一個很大的概念誤區和潛在風險：此 REITs 和我們大家公開談論得很廣泛的 REITs 究竟還是不是同一件事？

在 REITs 發展比較成熟的美國市場，儘管有約 80% 的 REITs 是以私募基金形式存在，但凡是在 SEC 註冊的、在聯邦監管機構監管範圍內 REITs 都採用了公募和在證券交易所公開上市的形式，並普遍採用權益性的公司制基金組織形式。而目前美國國家房地產投資信託基金協會(NAREIT)一般所定義和監管的 REITs，所討論的 REITs 產業制度、監管規範、信息披露和長期穩定較高收益等等，指的都是這些公募和公開上市的 REITs。

這樣的概念是容不得含混的。

假如這種概念的混淆成立的話，我們就會發現類似於美國次貸危機的陰影正影影憧憧地臨近我們的身邊。

此次美國次級債券危機所造成的全球金融衝擊，到目前為止還沒有完全展現它的全貌，由此引起了國際金融界對於資產（特

別是房地產抵押貸款)證券化的反思。

在國內業界對於房地產次級抵押貸款證券化產品(次級債券)和 REITs 的基本概念尚未完全理清的狀況下,有必要對於次級債券和 REITs 作基本的概念性區分。

REITs 儘管在最寬泛的定義上也屬於資產證券化的衍生產品,但它主要投資於已經和正在產生穩定現金流(租金)回報的商業、工業房地產的實物資產,並利用長期持有並管理這些實物資產權益所產生的租金和增值收益作為對股東和持有者的回報。佔美國 REITs 產業比重 95% 以上是權益型 REITs,純粹投資於銀行抵押貸款證券化產品的 REITs 只佔 4% 左右,更何況在抵押型 REITs 中絕大多數投資的是優質抵押貸款債券,並沒有將次級債券作為自己主要的投資組成份。

在美國,REITs 和銀行抵押貸款證券化債券根本不同之處在於,它主要是一種在交易所市場公開上市的、面向公眾投資者的公開交易的證券品種,信息披露的高度透明、和上市公司相比受到更嚴格的監管,由於對它採用了避免多重納稅的特殊稅收制度安排,由此產生的長期穩定的高收益使得它成為公眾投資者參與並分享房地產及經濟發展收益的良好市場創新品種。

如果我國的 REITs 產品按照銀行間市場產品來設計,採用信託的模式和私募不公開上市的方式進行試點,由於我國現行法律框架和制度環境先天的缺陷,非常有可能的是這個產品在試點之初和推廣前期就會成為房地產開發商套現的工具和銀行轉嫁房地產開發貸款壞賬風險的手段。當這種所謂的“REITs”產品因此而成為房地產開發貸款證券化產品而被機構廣泛持有、並由機構而衍生出去使得個人投資者間接持有的話,我們金融系統的噩夢也許就即將到來了……

據 2008 年 4 月 21 日《理財週刊》的專欄文章〈房產商究竟缺錢嗎〉披露：

根據央行 2007 年《第四季度貨幣政策執行報告》數據，“2007 年房地產開發投資 2.5 萬億元”，從開發量上來看，2008 年全國房地產開發投資將超過 2007 年至少兩成。初步估計，2008 年需要投入資金將至少達到 3.2 萬億元。

但是，截至 2007 年末，全國房地產開發貸款餘額為 1.8 萬億元。2008 年受到銀根緊縮政策的影響，預計新增商業性房地產貸款將在 2007 年額度上進一步縮減，縮減至少兩千億元。2007 年 10 月以後，房企股市融資難度倍數增加，加上 2008 年股市低迷，股市融資全年至少減少一千億元。所以，如果沒有其他主要融資渠道的話，2008 年中國整個房地產行業，資金缺口至少達到一萬億元。

不久前召開的博鰲亞洲論壇 2008 年會上，一些房地產企業負責人坦陳：“缺錢”已成為當前房地產開發商的“頭號難題”。

國際評級機構標準普爾前不久公佈的最新研究報告帶來的消息不令人樂觀：流動性緊縮將給幾乎所有中國的開發商帶來挑戰，如果市場狀況未能及時改善，房地產業的流動性可能面臨枯竭，進而使得一些開發商難以繼續維持增長。吉姆·羅傑斯甚至在 2008 年伊始放言，部分投資者 2008 年將面臨破產窘境。花旗集團亞洲房地產業主管何艾文也指出，中國大量房地產公司將會因為融資困難而陷入倒閉困境。

僅按照目前的房地產開發貸款不良率 2.16% 和 2007 年末全國房地產開發貸款餘額 1.8 萬億元的數據，就可預見我國銀行系統會由此產生將近四百億元的銀行壞賬。而如果我國房地產業出現流

動性枯竭和資金鏈斷裂的現象，房地產開發貸款不良率每上升一個百分點就會產生將近二百億元的銀行壞賬，那麼那些並不實際握有房地產實物資產股權的、掛著信託型私募的“REITs”招牌的房地產開發貸款資產證券化產品，就將成為美國次級貸款債券一樣的東西，會隨著所依附的房地產項目開發商的倒閉和銀行房地產開發抵押貸款的壞死而變成一堆廢紙。到那時，房地產開發商會因為此類“REITs”產品的私募發行而套現、銀行會憑藉此類“REITs”產品而轉移房地產開發貸款的壞賬風險，只有買進此類“創新”產品的投資者（無論是機構還是個人）將變得一無所有。

如果那樣，極有可能在中國演變出類似於美國次貸危機的、“非典型”的銀行房地產開發貸款證券化危機。

所以，REITs 在中國，究竟是一個產品創新的問題還是一個制度創新的問題？它究竟是一個房地產商解決資金鏈短缺的融資工具、或者直白地說是房地產開發商套現的一個手段還是一個提供給個人和機構投資者的一個分享房地產業（特別是商業和工業地產）快速發展收益的投資工具？它究竟是一個沒有流動性、沒有參與度、沒有公開充分信息披露和實時監管的私募或資產證券化品種還是一個像證券市場上高度流動、廣泛參與、充分披露信息和實時監管的公募或穩定較高收益的基金投資品種？……

這一系列問題，其實是 REITs 開始試點和制度設計之初，必須要理清的根本性問題。