

美国房地产抵押贷款  
专业金融机构“偶像”的兴衰启示录

# 抵押贷款证券化双刃剑

■ 本刊特约研究员 杜丽虹 / 文

新世纪金融与Countrywide的发展历程与兴衰经验表明，证券化是一把双刃剑，既可以让银行以较少的资本控制大量的盈利性资产，也可能使银行引致风险的残留。

如何恰当运用，对国内金融机构化解潜在的房地产贷款风险也是一种有益启示



随着中国房地产贷款高速发展，风险也在累积。根据国际经验，个人房贷通常在贷款3至5年后进入风险暴露期，而北京、上海等大城市的住房贷款正步入这一时期，坏账率上升明显。据上海银监局统计，到2006年9月末，上海中资银行个人房贷平均不良率为0.86%，比年初上升了0.28个百分点，较两年前更是上升了7倍多。

面对可能潜在的房地产贷款风险，人民银行、银监会出台了一系列严厉措施，但却仍遏制不住房地产贷款的强劲增势。目前中国的房地产贷款占银行总资产尚不足20%的比重，相对于美国的60%左右、香港地区的40%至45%，危险程度似乎并不是十分严重。

在美国，政府通过积极推动证券化等市场、专业化抵押贷款银行的建立，在提升效率的同时形成一整套有效的风险评价机制，以市场化手段来抑制银行的过激行为——在表外证券化下，银行的贷款发放要符合担保机构的标准，并受到市场投资人风险承受能力的限制。

而近期美国房地产抵押贷款危机及新世纪金融公司（下称“新世纪金融”）的破产困境，引发了人们对证券化的担忧，一些学者更将其归咎于过度证券化。但实际上，新世纪金融公司的危机并不是证券化的危机，恰恰是证券化不彻底的危机，是政策界定模糊下表内风险表外处理所引发的危机。

但是，证券化创造的又一个“奇迹”Countrywide的成功案例却表明，以证券化为代表的抵押贷款二级市场是一把双刃剑，而如何运用好这把双刃剑，关键在于监管法规的明确界定与银行自身面对风险诱惑时的理性抉择。

### 新世纪金融：证券化不彻底的牺牲品

2007年3月5日，美国第二大次级按揭房贷专业机构新世纪金融(New Century Financial Corp.)遭遇了“黑

色星期一”，股价暴跌68.87%。但坏消息还不止于此，3月8日，新世纪金融宣布贷款银行已拒绝为它提供周转资金，公司已无资金偿还债权人，当日，其股价再跌48.29%。短短数月，新世纪金融股价就由30美元跌至1美元，投资人损失近10亿美元。此前，在房地产市场持续繁荣的背景下，次级贷（银行向信用评级得分较低的贷款申请人发放的贷款，在新世纪金融等次级贷款银行只要提供一定的房地产抵押物和其他一些简单的收入证明，就可以获得所需贷款资金。）市场蓬勃发展，如今在规模3万亿美元是整个按揭贷款市场上，约有6000亿美元是次级贷，占比约20%。然而，随着美国房地产市场从2006年开始走向疲软，目前至少已有25家向不良信用借款人提供按揭贷款的次级贷款机构陷入危机，而这一切仅仅发生在去年12月以来的几个月时间内。

美国的次级贷市场到底怎么了？新世纪金融这家曾为投资人带来250%回报的银行新星到底怎么了？

我们必须先理解美国的抵押贷款二级市场：它为发放抵押贷款的银行提供了充沛的资金，从而使新世纪金融这类专业化的贷款银行可以摆脱存款不足的束缚，而专注于贷款市场的开发，并通过规模化发展在细分领域击败综合性的大型银行。但二级市场的方便融资功能，也使许多银行在繁荣期过度拓展了风险边界，而又没能及时将风险转移分散出去，其结果是当宏观环境发生变化时，银行就面临着破产威胁——这就是新世纪金融所遭遇的困境。

因此，很多专家将矛头指向了以证券化为代表的抵押贷款二级市场，认为它鼓励了银行的过度投机行为并将危机放大，但其实真正的问题是银行钻了政府的空子，由于监管机构对二级市场非证券化资产的风险定义不明，很多次级贷银行在资产转让的同时承担了大量回购义务，从而将部分风险残留在银行内

部，在长期中形成风险的积聚——证券化不彻底才是新世纪金融的真正问题。

## 成长奇迹

成立于1996年的新世纪金融，一度以它的成长奇迹吸引着华尔街的投资者——自1997年6月上市以来公司股票的年均回报率达到25%!

成立之初，它只是一家位于加州的小银行，致力于为那些被综合性大银行拒之门外的信用水平较低的申请人提供高利率的次级房地产抵押贷款，成立当年的贷款总额仅为3.6亿美元。1997年，新世纪金融在NASDAQ上市，至2005年，其贷款额已上升到560亿美元，成为全美第二大次级抵押贷款银行。

新世纪金融的成功源于准确地把握了一个被大银行忽视的细分市场——次级房地产抵押贷款市场，而且找到了一条在这个市场上融资和转移风险的有效途径——抵押贷款的二级市场。

在2003年以前，新世纪金融将它的全部抵押贷款都以证券化或非证券化方式在二级市场上出售，而只赚取出售过程中的折扣收益和出售后继续提供证券化服务的中间收益，借助二级市场新世纪公司迅速回笼了资金以支持进一步的贷款扩张。同时，通过表外的证券化出售，使公司将大部分次级贷的风险都转让了出去，从而提升了规模化扩张中的稳定性，此时的新世纪金融也是相对稳健的。

抵押贷款二级市场，就是抵押贷款的转让市场，可分为证券化市场和非证券化市场两部分。其中，住房抵押贷款机构（商业银行）将其所持有的抵押债权汇集重组为抵押组群，经过政府机构或私人机构的担保和信用加强，以证券的形式出售给投资者，这一过程称为抵押贷款的证券化过程；非证券化市场则是指由投资者（通常是投资银行、养老基金、保险公司、对冲基金等机构投资人）直接买断住房抵押贷款，从而实现相关债权主体的直接转换。



截止2005年底，新世纪金融共有107亿美元的已售贷款资产置于回购协议下，而公司的净资产只有21亿美元。

抵押贷款的二级市场除了可以为贷款银行提供融资功能外，还有一个重要功能就是风险的转移与分散——在非证券化的转让过程中，购买贷款的机构投资者从贷款银行手中承接了大部分风险；而在证券化市场上，贷款风险被分解成一个个小的资产包，被部分或全部转让给证券化产品的投资人，从而在转移风险的同时也分散了风险。

### 1. 战略转型

新世纪金融创造了增长的神话，但它并不满足于此，伴随着不断攀升的房价和不断调高的基准利率，公司管理层希望能够分享次级贷款创造更高的收益，而不是将大部分收益都通过二级市场转让给其他投资人，此外，管理层也认为保留一部分贷款不出售可以减少公司对二级市场的过度依赖——这为公司日后

的发展埋下了隐患，因为二级市场是一个将风险和收益重新分配的市场，降低对二级市场依赖也就意味着新世纪金融希望独占更多的收益，但收益从来都是与风险相伴随。

从2003年开始，新世纪金融以表内证券化方式增加“贷款投资”（此前都是表外出售），公司每年保留20%至25%的贷款不出售，而是作为公司的一项“投资”保留在资产负债表内，并以表内证券化方式为其融资，从而使表内贷款资产由2002年末的零上升到2003年末的47亿美元，2004年进一步上升到132亿美元，并于当年10月重组成为一家REIT（房地产投资信托）。

REIT的身份赋予了新世纪金融分红部分的免税（公司所得税）优惠，但却也减少了公司的实际可支配资金。根据美国法律，REITs类公司需要把净利润的

90%用于分红，否则在当年和未来4年内都不能享受免税优惠。在这一背景下，新世纪为了获得持续高增长的资金支持就必须要进一步做大利润，而做大利润的最快方法就是增加自身持有的贷款资产额，以享受更高的利息收益，2005年末公司持有的贷款投资总额已达到161亿美元，占公司总资产的60%以上，自有的居民抵押贷款额在全美REITs中也是名列前茅的，自有贷款的利息收益贡献了公司总收益的一半——对高收益的渴望和对高成长的向往使公司开始战略转型，走上了一条更高风险的激进道路。

## 2. 风险残留

新的战略确实加速了新世纪金融的成长，到2005年利息收益已经成为公司的主要收益源，贡献了总收益的一半，使公司的净利润由2002年的180亿美元增长到2005年的416亿美元，三年增长了130%。这些利润收益被用于拓展公司的分支机构，以增强其开发零售贷款市场的能力，从而降低贷款成本。

不仅如此，贷款投资形式的存在使公司摆脱了证券化市场的信用评价束缚：在资产转让的表外证券化时代，由于资产的大部分风险由证券化产品的投资人承担，因此，公司的放贷标准要受到证券化市场投资人风险承受能力的限制，过高风险的贷款将被要求很大的折价；但在贷款自留、仅以证券化方式融资的情况下，“卖”不出去、或者不好卖的高风险贷款，公司可以选择自留，“独享”

利息收益，从而摆脱了证券化市场的风险评价束缚。

在这种情况下，新世纪开始了更加激进的贷款扩张，其年新增贷款额由2002年的140亿美元上升到2005年的560亿美元，翻了4倍。战略转型在加速了公司成长的时候也加速了风险的积聚，160亿美元的次级贷投资停留在资产负债表内，成为一个随时会爆炸的地雷——尽管这些贷款都有抵押物（贷款额一般是抵押物价值的80%左右），但在房屋价格下降时，很多客户的贷款利息支出已经超过了房屋的市价，陷入了负资产的窘境，从而被迫选择违约，而对于银行来说，在房市低迷的情况下，抵押资产的拍卖不仅需要较长时间，而且通常售价较低，不足以弥补贷款损失。

风险还不止于此，为了获取更高的贷款转让收益，新世纪金融在将抵押贷款以非证券化方式批发出售给机构投资者时，通常以回购协议的方式来承担部分风险，以降低出售折价（在将贷款出售给摩根、高盛等大型综合银行时，被要求做出一定的业绩承诺，即在出售后的一段时期内贷款违约率不能超过某一水平，一旦违约率过高，购买贷款的综合银行有权要求公司回购他们的贷款）。这一做法虽然提高了转让收益，但却使公司的风险倍增。

实际上，尽管这些贷款被作为表外资产处理了，但它们的潜在回购风险比自留贷款投资的贬值风险更加严重——截止2005年底，新世纪金融共有107亿

美元，只有20%的贷款被要求回购，也将导致现金周转不灵。

战略转型为新世纪公司创造了更高的短期回报，但从长期看，积聚的风险已为公司埋下了致命的隐患。

## 3. 危机爆发

如果说过度风险的残留是新世纪金融长期发展的隐患，那么对残留风险的低估则最终导致了公司的破产命运。2007年2月，新世纪金融宣布“对于在房屋贷款违约和拖欠中所遭受损失的严重程度，公司未能正确估计”，公司股价开始了一路下跌。

其实，新世纪金融对风险的低估早有显现。相对于160亿的表内证券化资产，公司的坏账拨备不到2亿美元，仅能覆盖1.22%的贷款资产，而对于回购协议下总值107亿美元的贷款，公司的回购拨备仅为700万美元。其理由很简单，因为根据新世纪金融历史数据建立的信用评级和风险管理体系显示，次级贷款的违约率并不是很高，1.22%的坏账拨备率和0.07%的回购拨备率已经足够！

但研究表明，美国的房地产行业平均18年一个周期，2006年美国的房地产萧条是16年以来最大的一次滑坡，而新世纪金融作为一家刚满10岁的公司，其历史的信用记录还远不足以覆盖这个行业的风险。实际上，当房价开始下跌时，违约率会上升到正常情况下的5至6倍，

表：新世纪金融资产结构（单位：千美元）

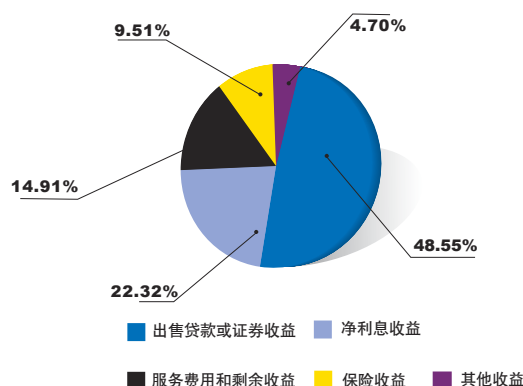
	2005		2004	
抵押贷款投资	17,141,462	67%	7,737,094	58%
待出售贷款	7,143,827	28%	4,985,628	38%
证券化剩余价值	159,987	1%	162,442	1%
现金及短期投资	1,003,829	4%	403,377	3%
总资产	25,449,105		13,288,541	

表：Countrywide 出售贷款与新增贷款比例

	2001	2002	2003	2004	2005
年内新增贷款	123,969	251,901	434,864	363,26	494,872
年内出售贷款	118,953	241,601	374,245	324,726	409,508
出售贷款 / 新增贷款	96.0%	95.9%	86.1%	89.4%	82.8%

美元的已出售贷款资产置于回购协议下，而公司的净资产只有21亿美元，现金、包括限制性存款在内也只有12亿美元，如果这107亿贷款同时被要求回购，公司唯一的选择就是破产。即

图：Countrywide 2005年收益结构



2006年美国第三季度，美国次级房贷的违约率高达12.6%，而新世纪金融1.22%的拨备连零头都不到。

2007年初，新世纪金融的风险全面爆发，除了公司自身的贷款投资收益受到高违约率和抵押品价值下降的损害外，公司在二级市场上出售的贷款面临全面回购风险。但这还不是故事的全部，抵押物的价值损失和公司的流动性危机，使它面临银行的还款催缴压力。之前，为了支撑待出售贷款和其他资产，公司利用循环贷款额度向美洲银行、巴克莱银行、花旗集团等大型银行借款，同时通过发行以资产做抵押的商业票据进行债务融资。但这些贷款都是短期的，而且有保证金追缴(Margin Call)，一旦贷款方对抵押物的评估价值降低，公司就必须增加抵押物，否则将被要求提前还贷。

此外，贷款银行要求新世纪金融至少要保持1.25亿美元的流动资金，净资产值至少要达到7.5亿美元，同时，债务与股权资本之比应在12至16倍之间，如果公司不能达到上述要求中的任何一项，贷款银行都有权要求公司提前还款，而任何一家银行的提前还款要求可能造成连锁反应，从而导致一系列的提前还款要求，并最终导致公司的破产命运。

证券化成就了新世纪金融的专业化道路，但快速拓展的风险边界与风险残留最终导致了公司的破产命运，对其而言，证券化成也萧何、败也萧何！但更确切的是，新世纪金融成在表外证券化的规模扩张与风险转移，败在证券化不彻底的风险残留，力图摆脱二级抵押贷款市场的风险评价束缚是公司危机的根源。

### Countrywide: 证券化创造的另一个奇迹

在美国的抵押贷款这个资本密集型的市场上，排名第一位的不是花旗集团、不是美洲银行、不是摩根大通，也不是在房地产领域有着百年历史的Wells Fargo，而是一家专业化的房地产抵押贷款金融集团——Countrywide。这正是以证券化为代表的二级市场创造的又一个“奇迹”，虽然新世纪金融倒下了，但Countrywide的奇迹仍在延续。

Countrywide成立于1969年，其资产规模不是很大，但就是这样一家专业化银行，击败了众多大型综合金融集团，成为全美抵押贷款市场新增贷款额和存量贷款服务的“双冠军”。

Countrywide 60%以上的收益都来自于二级市场——包括出售抵押贷款的折扣收益、证券化服务的手续费收益及证券化后的剩余价值收益，而未出售的贷款（“贷款投资”）所产生的利差收益仅占总收益的20%左右，在2001年以前更是仅为10%。

实际上，在2003年以前，Countrywide把每年新增贷款的96%都通过二级市场出售了——成为一家以证券化为专业的专业化

抵押贷款金融集团，收益主要来自于证券化，组织结构也是围绕证券化这一核心来展开的。从贷款开发到资本市场证券化、再到贷款服务，Countrywide形成了一条抵押贷款证券化的完整价值链。

### 1. 完整证券化价值链

Countrywide的核心业务结构由五部分组成，其中保险作为一个相对独立的业务，每年贡献10%左右的收益；其他四部分则构成了一个以证券化为核心的完整产业链——贷款开发部、资本市场部、抵押贷款服务部和子银行——前三个部门构成了一个独立产业链，而第四个部分是对该产业链的支持和补充。

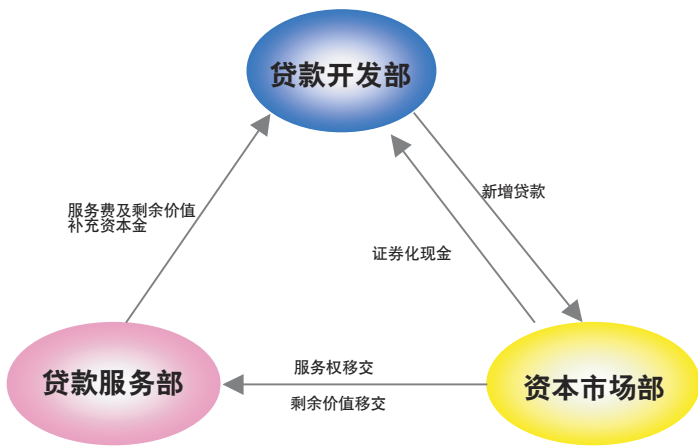
其中，Countrywide的贷款开发部门主要职能就是开发新贷款，它由通汇贷款部门(Correspondent Loan)、消费市场部、批发贷款部和全范围贷款部(Full Spectrum Lending)四个子部门构成，分别负责购买抵押贷款、开发个人贷款客户、批发抵押贷款以及为信用等级有瑕疵的客户提供次级贷款，或为优质贷款提供二次抵押融资(Refinance or Home Equity Products)。

总之，贷款开发部门集中于贷款的开发，而与存款等业务完全分离。而贷款开发部门形成的贷款大部分由资本市场部进行证券化处理或在二级市场上直接出售给机构投资者，从而迅速回笼资金，以便开启新一轮贷款。

Countrywide旗下的资本市场部，则是一家注册的证券经纪商，它只同机构客户打交道。其最重要的功能就是将抵押贷款部开发的贷款在二级市场上出售给其他银行或打包资产证券化出售，此外也负责维持已售证券化产品的流动性及其他经纪和交易业务。资本市场部将贷款出售，以回笼资金加速贷款开发部门的业务拓展。

而在证券化完成以后，就该轮到Countrywide的抵押贷款服务部上场了。抵押贷款服务部负责为已证券化出售的

图：Countrywide抵押贷款证券化的完整产业链



抵押贷款提供回款催缴、分配传送、账务处理、税务和保险资金保管等服务，并在贷款人违约情况下代证券化产品投资人执行追索权、监督资产的清算偿还。此外，在某些贷款出售时，公司还保留了一定的剩余价值，这部分价值以次级债形式计入服务部门账户，由其提供账务的跟踪监察和实时的价值调整，并赚取剩余价值收益。

这就是 Countrywide 以证券化为核心、拓展抵押贷款业务的结构框架，从贷款开发到资本市场证券化、再到服务部门的服务权收益，形成了一个完整的证券化产业链，它将传统银行的贷款业务与新金融体系下的资本市场直接融资渠道贯通，从而变利差业务为中间业务，减少了资本压力，加速了企业的扩张速度。

## 2. 推动规模与专业化

2005 年末，Countrywide 的股权资本只有 128 亿美元。为了突破资本的瓶颈，迅速实现规模化，唯一出路就是二级市场的贷款出售，但与新世纪金融后期的做法不同，Countrywide 选择了以表外证券化为主的贷款出售模式，从而使大部分贷款资产从资产负债表上消失，相应地，资本充足率提高了将近 10 倍。

而如果 Countrywide 不将客户贷款出售而全部自留，则在 2005 年公司资产负债表中的贷款额将突破 10000 亿美元，是证券化出售后资产

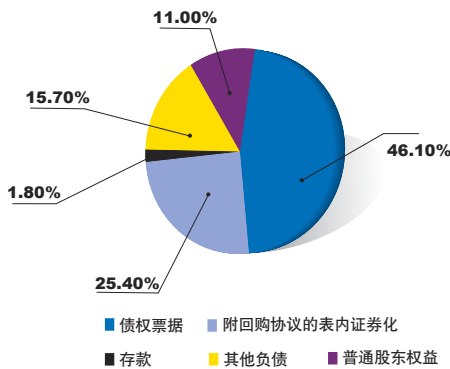
负债表内贷款资产的 9.3 倍——表外证券化将贷款资产压缩了 90%！也就是说在权益资本不变的情况下，如果公司不进行证券化出售，则资产的膨胀将导致资本充足率大幅下

降。2005 年将降至 1.15%，显著低于美国银行法规中规定的资本充足率门槛，而要想达到门槛，集团公司至少需要再多发行 500 亿美元的股权资本才能支持

同样的贷款规模，这对于老股东来说无疑是一个重大考验。

但是借助表外证券化出售，Countrywide 的资本充足率良好，2005 年末其核心资本充足率、风险资产加

图：2005年Countrywide资金来源结构



权的资本充足率、风险资产加权的资本充足率分别是 6.3%、10.7% 和 11.7%，符合美国政府“资本充足良好”（Well Capitalized）的标准。

其实，抵押贷款的二级市场转让不仅仅是一个融资策略的问题，更是一个战略问题，是一种专业化的经营模式，它使银行的存贷款业务可以完全分离，使只做贷款、不做存款业务的专业化银行成为可能。

从 Countrywide 资金来源可见，证券化使公司成功摆脱了传统商业银行以存款支持贷款的运营模式，其 40% 至 50% 的资金需求都是通过发行银行债权

票据来满足的，另有 20% 至 30% 的资金需求通过附回购协议的表内证券化方式满足，只有 20% 不到的资金来源依靠存款支持，而在 2003 年以前更是不到 5%。

证券化使传统的存贷款业务分离，这对于

Countrywide 这种历史时间较短、网点较少、处于吸收存款劣势的金融机构有着重要意义。证券化后，传统抵押贷款业务不再依赖于存款业务的资金支持，

**证券化成就了新世纪金融的专业化道路，但快速拓展的风险边界与风险残留最终导致了公司的破产命运。**

新兴的专业化银行可以腾出大量的人力、物力来集中开拓贷款市场。

此外，专业化的贷款银行还可以大幅减少它们在网点建设和维护上的成本，Countrywide 为了开发贷款客户和服务贷款证券化投资人在全美设立了 86 个“金融中心”，但不同于综合性银行为吸引储蓄和理财客户所建立的豪华营业厅，专业化的抵押贷款银行营业部一般规模较小，场地成本的节约使公司有能力提供更加便宜的产品服务。

而人员和场地成本两项加起来占 Countrywide 总支出的 75%。因此，合理的人工配置结构和场地成本的节约提升了专业化银行的资产效率，公司的市场份额直线上升，到 2005 年末，Countrywide 的市场份额已从上年 13.1% 提升到 17.6%，排名全美第一。

以证券化为代表的抵押贷款二级市场，帮助新兴的、资本规模相对较小的专业化银行，将高耗资本的利差业务转化为低耗资本的中间业务，从而使银行可以用较少的资本控制较大的“盈利性资产”。同时，证券化的融资功能从根本上改变了传统银行的盈利模式，将存贷款业务彻底分离——专业化的贷款银行可以通过专业化的营销和专业化的人员配置来迅速攫取市场份额，成为专业领域的第一名。

不过，更重要的是，对于整个银行体系来说，只有有了专业化分工，金融体系识别风险、分散风险的效率才能提高，也才能从根本上解决风险的问题。

## 3. 拓展风险边界

同新世纪金融一样，面对上世纪 90 年代后半期开始崛起的次级贷款市场，作为专业化抵押贷款公司的 Countrywide 也很难坐视，公司通过全范围贷款部将风险拓展到次级贷款和二次抵押贷款领域，并借助证券化和非证券化的二级市场转让为这部分贷款融资。

数据显示，在过去五年中，最

安全的合规优质贷款 (Conventional Conforming Prime Loans) 在 Countrywide 总贷款额中的比例从 2001 年的 60% 以上下降到 30% 左右, 非合规优质贷款 (Conventional Nonconforming Prime Loans) 占比从 20% 以下上升到 45%。总体上, 优质贷款的比重保持在 80% 左右, 但高风险的次级贷款和二次抵押贷款比例都有了明显的上升, 分别从 2001 年的 4.5% 上升到 9% 左右, 其中, 全范围贷款部门 60% 的贷款均为次级贷款。

次级贷款和二次抵押贷款的引入拓展了 Countrywide 的风险边界, 但即使是在繁荣时期, 次级贷款和面向中低收入人群的政府担保贷款违约率也明显高于优质贷款, 其延迟支付率 (超过 30 天) 达到 15% 左右, 而坏账率也达到 1% 以上, 最高时甚至可以超过 3%, 与之相对, 优质贷款的延迟支付率只有 2% 至 3%, 而坏账率通常在 0.2% 左右, 最高时一般也不超过 0.3%, 相差近十倍。而二次抵押贷款, 在繁荣时期的违约率较低, 但由于 Countrywide 拥有的是第二置留权, 因此, 一旦发生违约情况, 公司的自我保护能力较弱, 真实损失较高。

面对更高风险的次级贷款和二次抵押贷款, Countrywide 再次选择了证券化的融资和风险转让方式, 只是不同于标准化程度较高的优质贷款证券化, 对于次级贷款和二次抵押贷款, 公司通常保留一定比例的剩余价值及相应的追索权。即贷款人每月的还款额在首先满足证券化产品投资人的收益要求基础上, 如有剩余收益则归 Countrywide 所有; 在发生违约事件时, 也由证券化投资人先行使追索权, 然后, Countrywide 就剩余价值部分进行追索。根据美国的会计准则, 这部分贷款价值 (每月剩余收益的贴现价值) 需作为表内资产体现, 并定期根据利率、提前还款率和违约率等因素的变化, 对剩余价值的真实价值进行调整, 增值部分计入当期收益, 贬

值部分计入当期亏损。

剩余价值既是一种收益, 也是一种风险, 作为次级债权, Countrywide 的自我保护能力甚至弱于一般贷款投资, 但由于这部分价值在总贷款额中的比例很小, 一般不超过 2% (2005 年平均仅为 1.29%), 在总资产中的比重一般不超过 10% (2005 年末为 7.2%), 因此, 对公司整体收益的风险影响有限。

综上所述, 借助证券化手段, Countrywide 同新世纪金融一样, 将风险边界拓展了, 而且, 出于盈利考虑, Countrywide 也保留了部分收益与风险, 但在传统证券化基础上衍生的利息证券 (interest-only securities)、本金证券 (principal-only securities) 和剩余价值证券 (residual securities) 为银行控制风险、平衡收益提供了更加灵活的工具。

证券化本身并不一定会导致银行风险的积聚, 关键还在于银行自身如何平衡风险与收益的关系, 即采用何种手段、在何种程度上保留风险收益。当然, 监管者严格定义“资产出售”与“抵押融资”也是防止银行过度投机的重要举措, 毕竟, 在资本充足率的监管下, 表内资产的风险扩张受到限制, 但表外资产的残留风险则缺乏监管。

#### 4. 证券化双刃剑

由新世纪金融和 Countrywide 的案例不难看出, 证券化是一把双刃剑。一方面, 以证券化为代表的二级市场推动了银行业的专业化与规模化发展, 从根本上改变了传统银行的盈利模式, 帮助新兴银行突破资本的瓶颈, 分离存贷款业务, 使其可以凭借较少的资本控制大量的盈利性资产, 从而推动专业化贷款银行的诞生。

另一方面, 证券化的方便融资功能

以及直接连通投资人与贷款资产的功能, 也确实为银行拓展风险边界提供了便利, 从而可能引致风险的残留, 而这些残留的风险在证券化推动的规模化过程中将以更快的速度积聚, 埋下风险的隐患。

**证券化并不必然引致风险, 纯粹的表外证券化, 变利差业务为中间业务, 不仅没有增加风险, 还将银行自身的风险转移出去。**

但证券化并不必然引致风险, 纯粹的表外证券化, 变利差业务为中间业务, 不仅没有增加风险, 还将银行自身的风险转移出去, 以风险的分散实现了风险的化

解, 不仅增强了银行自身的稳定性, 也有利于整个金融体系的稳定——现代金融体系下, 银行的作用已逐渐由风险的吸收者向风险的分散配置者转型。

不过, 在房地产等抵押物资产价格不断攀升、利率持续上涨的过程中, 面对高收益的诱惑, 很多银行通常忍受不了将高息资产拱手转让的痛处, 它们会希望“降低对二级市场的依赖”而选择表内证券化或类似于表内证券化的表外转让 (附回购协议等强义务的资产转让)。其结果是在规模化的同时将大量风险残留“体内”, 并在周期性低谷集中爆发。尤其是在法律对证券化资产的账务处理界定不明晰的情况下, 很多本应在表内体现的资产风险被表外化了, 结果, 使银行在不受资本充足率限制的情况下, 无限积聚风险, 最终使风险蔓延至整个金融体系。

但是, 这把双刃剑并不是不可以驾驭的, 关键在于监管法规的明确界定与银行自身面对风险诱惑时的理性抉择。当然, 并不是所有银行都能理性抉择, 但是, 以证券化为代表的二级市场是现代金融体系专业化分工、提高风险识别和风险分散效率的必需, 只有有了专业化的银行, 建立在并购基础上的花旗、汇丰等大型综合银行的效率才能提升——整体金融体系的稳定来自于多样化银行的存在。■