

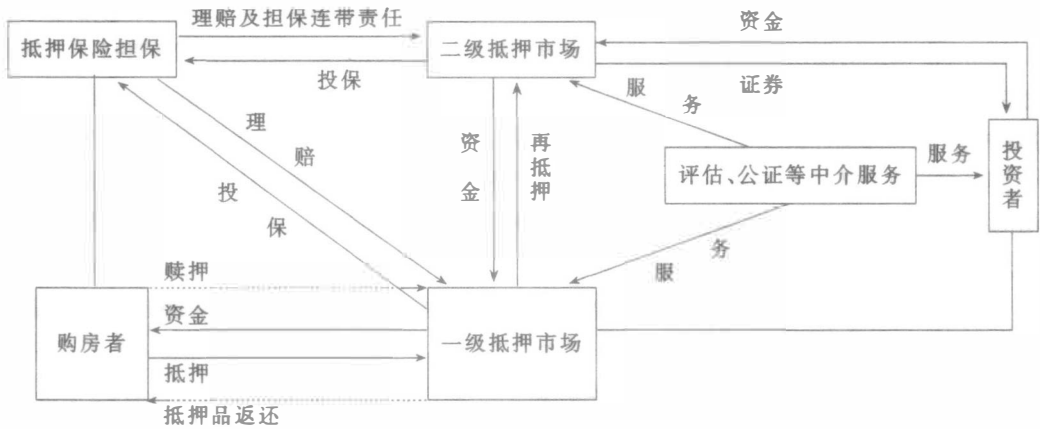
□ 李金鹏

# 浅论住房抵押贷款市场结构的优化

个人住房抵押贷款在我国实行10年来,由于种种原因,住房抵押贷款市场狭窄,市场结构过于简单,市场中主体积极性不足,客体形式单一,金融工具缺乏创新,二级市场根本不存在,造成一级市场资产流动性差,缺乏长期资金来源,资金来源与资金运用的期限错位矛盾得不到解决,最终影响资产安全性、盈利性、流动性。这种落后的市场结构已经不适应我国住房制度的改革,不符合发展市场经济的需要。

## 一、理性认识完善住房抵押贷款市场结构的意义

结构优化的住房抵押贷款市场应具有发达的一级市场与活跃的二级市场,并建立可靠的担保、保险机制,同时其它服务中介机构功能齐全,其简略的框架,如图一:



图一

结构优化的住房抵押贷款市场上,一级市场有稳定的资金来源,金融工具多样化,主体抵押贷款债权三统一,二级市场证券风险分散、品种合理,为一级市场提供长期资金来源,使之资产负债管理高效率。这种市场能够让借者愿借,贷者愿贷,开发商愿建,消费者愿买,实物市场与证券市场相互促进。

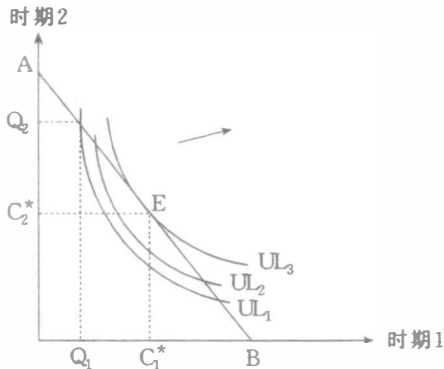
(一)结构优化的住房抵押贷款市场能为家庭住房消费提供自由的借贷组合选择,有利于家庭信息住房消费摆脱因市场缺陷而受到的“流动性约束”(Liquidity Constrained),有利于理性家庭追求住房消费效用最大化。

设一个家庭在两个时期内产出收入流为  $Q_1, Q_2$ , 消费量  $C_1, C_2$ , 利率为  $r$ , 如果不考虑遗产

因素,家庭预算为:

$$C_1 + \frac{C_2}{(1+r)} = Q_1 + \frac{Q_2}{(1+r)}$$

设家庭从每个时期的消费中都能获得效用,由  $C_1$  和  $C_2$  的某种组合获得的效用水平可以用效用函数  $UL = UL(C_1, C_2)$  表示,用图形表示模型如图二。



注: AB—预算约束线

UL—消费无差异曲线, 向下倾斜的凹形曲线  
点E—预算约束线与消费无差异曲线的切点

图二

这就是我们建立的跨时期预算约束两时期模型(Two-period Model),第一个时期看成是“现在”,第二个时期看成是“未来”。在我们讨论的抽象层次上,不必精确指出每一时期所代表的年数,简单化的框架有利于在一个简单的背景中捕捉经济决策的大部分重要的跨时期特征。

结构优化的金融市场能为家庭提供广泛的借贷组合,因此通过金融市场的借贷,家庭可在预算约束线上的任一点进行消费组合,当我们把诸无差异的曲线向右上方(如箭头所示)移动时,也就是在朝增加家庭效用的方向移动,同时无差异曲线与预算约束线的交点在敛聚,在家庭找到与预算约束线相切的具有较高效用的无差异曲线时,如图切点E,就找到实现了

效用最大化的消费组合  $C_1^* C_2^*$ 。两时期模型主要含义之一是家庭消费不仅取决于现在收入,还取决于未来预期收入,更具体地说,取决于持久收入(Permanent Income),米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)提出家庭倾向于在时间过程中平滑地消费。住房消费是一种耐用品的消费,在经济学意义上指分配在多个时期上的平滑的住房消费服务流,不仅取决于家庭现在的收入,还应取决于未来的预期收入。住房抵押贷款市场就是住房消费的金融市场。只有结构优化的住房抵押贷款市场,才能让家庭将未来收入与现在收入有机结合起来,利用金融市场,改善自身福利水平,自由追求消费效用的最大化。市场结构越合理,住房抵押贷款市场越发达,家庭因市场缺陷受到的“流动性约束”越小,越有条件追求更高的消费效用。

(二)结构优化的住房抵押贷款市场,有利于住宅金融业充分发挥两次乘数效应,即“存款乘数”效应与“投资乘数”效应。

结构优化的住房抵押贷款市场上,能够提供令居民满意的借贷创新产品,居民对住房的需要变为有效需求,刺激消费,使住宅开发商收回多于原始投入的货币,增加了存款,并乐意再投资。根据“存款乘数”原理,原始存款能创造派生存款,若存款准备率为13%,100万元原始存款所能创造的存款总额为:

$$(1 \div \text{存款准备率}) \times \text{原始存款} = (1/0.13) \times 100 \text{ 万元} = 770 \text{ 万元}$$

为住宅业的发展提供成倍增加的资金来源。另外,在社会资源存在闲置的条件下,由于边际消费倾向(MPC)=消费增加量( $\Delta C$ ) $\div$ 收入增加量( $\Delta Y$ ),

若 MPC=60%,则100万元住宅业投资所能实际创造的产品价值为:

$$1 \div (1 - \text{MPC}) \times 100 \text{ 万元} = 250 \text{ 万元}。只有通过发展个人住宅抵押贷款市场,激发有效需求,$$

使开发商顺利收回投资并进行再生产,才能取得两重乘数效应。

(三)结构优化的住房抵押贷款市场,有利于形成合理的住房供求关系,使住宅业发挥出

产诱发效应和带动效应。

生产诱发系数反映某产业增加投资所诱发的全部产业国内产值的增加程度。住宅业对一国众多产业的诱发作用较大。以日本为例,按 1990 年日本国民经济投入产出表计算,住宅建设投资为 26.592 万亿日元,该投资诱发的各产业(包括住宅建筑业)国内产值之和为 52.15 万亿日元,诱发系数为 1.961。

住宅业对其它产业的影响作用大,而受其它产业影响作用小,这一特点也可通过影响力系数和感应度系数表示,前者描述某产业对其它产业的影响作用大,而受其它产业的影响程度小,后者描述受其它产业的影响程度,下表以日本为例。

产业名称	生产诱发系数	影响力系数	感应度系数	产业名称	生产诱发系数	影响力系数	感应度系数
建筑业	1.976	1.043	0.765	金融保险业	1.472	0.789	1.355
住宅建筑业	1.961	1.002	0.507	运输业	1.875	0.964	1.609
农林水产业	1.726	0.899	0.958	通讯、广播	1.441	0.762	0.809
矿业	1.800	0.946	0.689	公务	1.517	0.811	0.564
商业	1.487	0.790	1.645	服务	1.676	0.854	0.568

注:生产诱发系数 =  $\frac{\text{该产业增加投资所诱发的全部产业国内产值}}{\text{该产业增加的投资}}$

影响力系数 =  $\frac{\text{该产业纵列完全消耗系数的平均值}}{\text{全部产业纵列完全消耗系数平均值的平均}}$

感应度系数 =  $\frac{\text{该产业横行完全消耗系数的平均值}}{\text{全部产业横行完全消耗系数平均值的平均}}$

据 1990 年日本投入产出表

住宅业的带动作用要以结构优化的抵押贷款市场为背景。在住房供给积压的情况下,优化住房抵押贷款市场结构,进行金融创新,意义更大,使住宅业走出经济发展的“贫困恶性循环”,形成良性的“链式反映”:

住房抵押贷款市场结构优化 → 金融支持有效 → 形成有效住房需求 → 住宅业成长加快,劳动生产率提高 → 诱发效应明显,对 GDP 贡献增大 → 诱发成长的各行业奠定了金融业发展的社会基础 → 金融业进一步发展。

(四)我国目前努力优化住房抵押贷款市场结构具有特殊的现实意义。

也许是受古典经济学家萨伊“供给会自动创造需求”信条的影响,我国大量商品房积压空置。至 1997 年底,我国房地产市场积压商品房 7 038 多万平方米,被套资金近 1 000 亿元,其中住宅占 70%,资源浪费相当严重。与此同时,全国有 440 多万户人均居住面积低于 4 平方米的特困户,3 000 多万平方米危房尚在使用,1970—1975 年城镇出生人口中约 1 200 万对新组建家庭对住房需求强烈。另外,按国际经验,合理的住房价格与家庭年收入之比应为 3:1 到 6:1 之间,而我国这一比例在一般城市为 10:1 以上,大城市高达 20:1。如此之高的住宅积压空置率、失调的房价与家庭年收入比,以及居民迫切的住房需要,这些客观形势强烈要求我们改变简单原始的住房抵押贷款市场结构,创新一级市场客体形式,并建立二级市场,充分发挥这一金融市场对消费者追求最大效用的支持功能,充分发挥这一市场增加有效需求的功能。

## 二、优化住房抵押贷款市场结构的对策建议

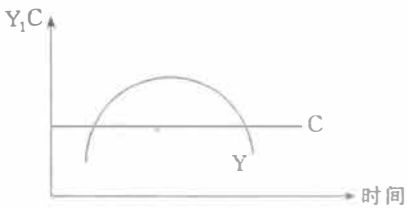
(一)政府应考虑成立专门政府住房抵押贷款保险机构,并适当鼓励商业性保险公司发展住房贷款保险业务。

我国保险公司已开办房产保险、人身保险、建筑责任保险等险种,但发展很慢,保险责任范围过

小,保险金额较低。目前政府要给予优惠措施,促使保险公司扩大保险责任范围,提高保险额进行住房险种创新,推出住房抵押贷款保证保险、信用保险等品种,避减抵押贷款风险。然而,商业性的保险业务毕竟要受到盈利目的限制,而且我国商业信用远远不如政府信用可靠,政府有必要设立专门的政府住房抵押贷款保险机构。原因有三:其一,附有专门机构保险的抵押贷款债权的违约风险很低,易引起机构投资人的投资兴趣,形成二级市场的投资需求进而增加一级市场的资金来源。其二,由于违约风险很低,这些有保险的抵押贷款的贷款利率或者说投资购买抵押贷款债权的要求报酬率会降低,亦即借款人利息成本降低,使得负担得起住房贷款的人增加,自然使得市场有效需求增加,增进住宅业的活力。其三,政府住房抵押贷款保险机构可以规定受理保险的住房抵押贷款的规范化要求,如利率、偿还方式的规范化,使得市场上住房抵押贷款形式向其看齐,促进了住房抵押贷款的标准化,而标准化为二级市场的发展创造了有利条件。

(二)要丰富一级市场客体形式,进行金融创新,提供多样化的金融工具,供不同偏好的消费者选择。

1. 消费储蓄生命周期模型(Life-cycle Model)要求设立非等额贷款偿还方式。弗朗哥·莫迪利安尼(Franco Modigliani)建立的生命周期模型,其突出特征是,强调大多数家庭生命周期内收入的有规则形式,如图三:



注:Y—收入; C—消费

图三

由于家庭偏好于维持平滑的消费路径,而收入在生命周期中有上升和下降的时期,这就要求对债务的分期偿还采取与收入同向的上升或下降的差额方式,才能取得较大效用。等额偿还方式不能满足这一要求,考虑到通货膨胀与货币收入的实际购买力,等额偿还方式甚至与此规律反向背离,不是理想的金融工具。对于灵活性很强的双重指数化抵押贷款偿还方式(DIM),分享增值偿还方式等,既需要一定的体制作保障,又需要一大批训练有素的技术

人员和管理人员,我国目前暂时无法开展,只能逐步作好智力人才准备。相对而言,等比偿还方式操作较为方便,易于消费者理解,并能合乎不同消费者的生命周期收入变化情况,它是分级偿还方式与等额偿还方式的综合,应结合我国实际加以应用。

假定:P为贷款额;r为贷款利率;n为还款年限;d为期望年工资增长率; $M_i$ 为第i年偿还额( $i=1,2,3,4\cdots n$ )

$$\text{有 } M_i = M_1(1+d)^{i-1}$$

$$n \text{ 年后 } p \text{ 的本息和为: } p(1+r)^n; (n-i) \text{ 年后 } M_i \text{ 的本息和为: } M_i(1+r)^{n-i}$$

$$\text{有 } P(1+r)^n = \sum_{i=1}^n M_i(1+r)^{n-i} = \sum_{i=1}^n M_1(1+d)^{i-1}(1+r)^{n-i}$$

$$\Rightarrow P(1+r)^n = M_1 \frac{(1+d)^n - (1+r)^n}{d-r}$$

$$M_1 = P \frac{(1+r)^n(d-r)}{(1+d)^n - (1+r)^n} \left. \begin{array}{l} \Rightarrow \\ M_i = M_1(1+d)^{i-1} \end{array} \right\} \Rightarrow M_i = P \frac{(1+r)^n(d-r)}{(1+d)^n - (1+r)^n} \cdot (1+d)^{i-1}$$

如果要求1年之内,以 $M_i$ 为终值,实行月份等额偿还,则由于普通年金终值系数为

$\frac{(1+r)^n-1}{r}$ , 每月利率为  $r/12$ , 年偿还次数为 12 次(每月 1 次), 第  $i$  年月等额偿还额为

$$M_i \cdot \frac{\frac{r}{12}}{\left(1 + \frac{r}{12}\right)^{12} - 1}$$

2. 探求还本付息与投保别相结合的偿还方式。可以考虑抵押贷款与借款人的人寿保险相结合, 借款人在整个抵押期间只是每月偿付利息, 但同时缴纳人寿保险费, 这样, 当人寿保险到期时, 借款人就用到期的保险收入来抵偿抵押贷款本金。借款人既买到了房屋, 又享受了人寿保险, 可谓一举两得。

3. 积极推行公积金贷款与商业性贷款相组合的住房抵押贷款新品种。我国公积金制度的普及面不广, 全国归集的公积金不到 400 亿元, 其中上海占 119 亿元; 公积金交款比例不高, 公积金的积累仅为职工工资的 10% 左右, 以此水平计算, 一般职工家庭至少要 60 年的公积金积累才能按成本价购买一套普通商品房。一段时间内我们应加大公积金归集度, 提高公积金贷款比例结构。目前实行组合贷款, 使消费者既能享受公积金贷款的优惠利率, 又能利用商业性贷款弥补资金的不足。

4. 探索以抵押标的物为创新内容的住房抵押贷款形式。如开展二手楼抵押贷款, 满足居民“以旧换新、以小换大、以差换好”的愿望, 活跃一级市场。

另外, 许多良好的制度会由于技术上的操作不当而无法推行下去, 因此, 充分考虑到变革阶段社会心理的复杂性而对金融创新作出技术性协调, 也是至关重要的。

### (三) 逐步建立我国住房抵押贷款二级市场。

1. 缺少二级市场的住房抵押贷款市场永远是不完整的市场。首先, 二级市场的功能, 对住房抵押贷款承贷机构而言, 可以增进资产负债管理的效率以及流动性, 有利于提高我国商业银行抗风险能力, 加强金融市场开放后的竞争能力; 其次, 对许多机构投资者而言, 能够增加一种长期而且收益相对稳定的投资工具, 从分散风险的角度看, 也增添了一种风险分散的工具, 有利于我国基金等机构投资者的成长。机构投资者的介入为市场注入了资金, 开辟了住房抵押贷款的长期资金来源。二级市场的存在使得一级市场的可贷资金有稳定的来源, 形成对需求的强有力支持, 进而推动整个住宅市场的发展, 发挥对 GDP 的带动作用。

一方面我国住房制度的改革为不动产权益的分割准备了条件。货币化分房将在全国范围内广泛开展, 居民通过购买公有住房、微利房、商品房、自建、合建等方式拥有住房所有权, 有利于住房的抵押和不动产权益的分割。

另一方面, 金融体制改革的成就使二级市场的建立具有可行性。中央银行的宏观调控功能逐渐增强, 商业银行作为追求资产盈利性、安全性、流动性经营实体的定位得到明确。证券市场初具规模, 形成以上海、深圳证券交易所、STAQ 系统和 NET 系统以及众多券商为代表的交易市场, 证券品种出现多样化趋势, 尤其是基金和受益债券的发展对住房抵押贷款二级市场意义更大, 目前应逐步开始二级市场的筹建工作。

2. 对我国住房抵押贷款二级市场的构想。我国政府对经济的主导作用较强, 应充分发挥政府对新兴市场的培育功能, 先由政府成立专门的中介和经营机构, 以此为主力, 积累经验, 规范制度, 再鼓励民间机构介入, 循序渐进, 使二级市场走向正轨。根据国际经验, 要发展住房抵押贷款二级市场, 实现抵押贷款债权证券化, 要具备三个条件。首先, 市场的产品必须相当程度

的标准化;其次,抵押贷款债权的违约风险也必须减低到相当的程度;最后,二级市场必须有一个强有力的中介机构。

(1)要建立专门的政府住房抵押贷款保险机构。减少违约风险,增强金融机构对住房抵押贷款的信心,并促进它的标准化。

(2)政府先行成立国有住房抵押贷款债权证券经营机构。由国家控股,原有的长期资金来源,如住房公积金、住房租赁保证金、国际货币组织的住房贷款等政策性资金,可考虑由政府直接支配变为以托管方式,由该经营机构在二级市场从事经营活动。该机构也可借发行股份及政府融通来筹措资金。其主要功能在于买卖有认可保险的抵押贷款债权,也可将买进债权加以组合包装、分割细化,发行抵押贷款债权证券,证券品种可借鉴国际经验。美国的传递证券(Pass-through Securities),其发行机构只是居中将抵押贷款借款人所偿还的本息移交给投资人,因此证券投资人事实上是持有整个贷款组合一定比例的所有权。国有抵押贷款债权证券经营机构还能以购买的债权为担保,发行票据或债券(Mortgage-Backed Bonds),还本付息和普通债券相同,不转移抵押贷款所有权。在传递证券中,由于组合中回收之本息就是投资人获得的现金流入,一旦组合中有一部分贷款提前还款,会造成现金流入突然增加,因此,这类证券有现金流量不稳定的现象,由此造成投资人面临额外风险,如再投资风险及利率风险。另一种证券,即担保抵押贷款债权凭证(Collateralized Mortgage Obligations)可弥补这一缺点,该证券重新安排抵押贷款债权组合所偿还本息,将所发行的证券依到期期限分为三到四个到期类别。当抵押贷款债权组合提前偿还本金时,其回收本金先行付给期限较短的到期类别,然后依序偿还给期限较长的到期类别,而长期投资人则相反。

(3)设立专门的政府中介保证机构。提供住房抵押贷款及时偿付本息的保证业务,有利于提高住房抵押贷款债权证券投资者的信心,增强了二级市场经营机构对抵押债权进行证券化的积极性。

(4)条件成熟时,鼓励民间机构入市。如基金、信托投资公司、证券公司、保险公司等民间机构,让它们从事抵押贷款债权的买卖及债权证券化业务,扩充市场资金量。

贷款机构可将抵押贷款债权直接售予投资人或通过交易商出售,也可由政府或民间经营机构购买抵押贷款债权,使其证券化,以抵押贷款债权证券形式售出,或以购买的抵押贷款债权为担保发行债券。

我国住房抵押贷款市场远不完善,要充分发挥住宅业对国民经济的带动作用,必须优化市场机构,在一级市场积极进行各种金融创新,同时稳妥建立二级市场,逐步完善有关制度、法规,积累经验,使其走向成熟。当然,优化住房抵押贷款市场机构,也离不开其它众多行业的市场完善和体制改革相配套。

---

#### 参考文献:

李阿乙等:《不动产投资》。

苗乐如、向京:《住房公积金与住房信贷》。

Milton Friedman:《A Theory of the Consumption Function》。

Franco Modigliani:《Life-cycle Model》。

(作者单位:上海财经大学;邮编 200083)