我国中小城市公积金融资模式探析

——以湖南益阳为例

刘雨婷

【摘要】随着居民购房需求的增加,全国各地许多城市住房公积金管理中心贷款资金供不应求,各地公积金中心采取了不同的方式和途径化解资金流动性风险,较典型的有"资产证券化"、"公转商"贴息贷款、差别化的个人公积金贷款。本文以湖南益阳为例,通过数据比较分析这三种主要融资模式,介绍较适合中小城市住房公积金的融资方式,即差别化的个人公积金贷款。

【关键词】资产证券化;"公转商"贴息贷款; 差别化的个人公积金贷款

【中图分类号】F293

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2016)17-0102-6

近年来,随着国家经济的持续增长,城镇居民的住房购置需求也旺盛起来,住房公积金个人住房贷款发放率在85%以上的地区日益增多,各地住房公积金管理中心不同程度地出现了公积金余额短缺、流动性趋紧的现象。为此,各公积金中心在提高归集覆盖率、规范提取使用等方面进行开源、节流的同时,还积极响应央行、银监会、住建部、财政部等部委陆续出台的一系列鼓励金融机构积极拓宽融资渠道、增强对个人住房贷款投放能力的政策精神,结合实际创新融资模式满足缴存职工日益增长的刚性住房贷款需求,以支撑房地产市场平稳、健康地发展。

目前,较为典型的政策有:武汉住房公积金管理中心(以下简称"武汉公积金中心")2015年5月发行了5亿元规模的资产证券化产品;南京、宁波等公积金中心相继推出"公转商"贴息贷款政策;作为中小城市之一的益阳,其住房公积金管理中心于2014年开始实施差别化的个人公积金贷款政策。本文通过简单介绍这三种主要的融资模式,并结合益阳公积金管理中心(以下简称"益阳公积金中心")的实际情况比较此三种模式的运行情况,试图探析适合中小城市住房公积金管理中心的融资模式。

一、住房公积金管理中心的主要融资模式

(一)住房公积金资产证券化

住房公积金资产证券化是指以住房公积金个人住房贷款作为基础资产,通过对被封包的现金流(即公积金贷款的借款人定期偿还的贷款本金和利息)进行重新包装,将其转换为证券并出售给投资者,实现资产变现的过程。通过住房抵押贷款证券化,住房公积金管理中心可以将缺乏流动性的长期住房抵押贷款所形成的信贷资产从资产负债表剥离出

来,形成贷款组合,售给从事抵押贷款证券化业务机构的特殊目标公司(以下简称"SPV"),SPV再以这些资产作为抵押发行资产抵押证券,通过二级市场的中介机构(承销商)将这些证券化的抵押贷款销售给投资者。通过上述金融手段,住房公积金管理中心将低流动性的个人住房贷款资产转化为高流动性的证券,在提高资产流动性的同时,还可以将集中在内部的信贷风险转移和分散给不同偏好的风险投资者,从而达到拓宽筹集渠道、化解流动性风险以及实现信贷资产风险转移等多重目的。

为实现住房公积金抵押资产变现,资产证券化必须具备两种基本技术。一是"风险隔离",即指住房公积金管理中心将住房贷款"真实出售"给特设机构,这种出售要求被封包的贷款资产与住房公积金管理中心的破产隔离,而公积金中心正常情况下不存在破产风险,"风险隔离"只是按规操作,流于形式。二是"资产支撑",即指公积金贷款作为证券化的基础资产必须准备以下条件:稳定的现金流、一定的分散性、资产收益权可转让、可接受的融资成本率。

住房公积金信贷资产还款方式主要为定期逐月等额本息还款方式,基本符合具有稳定的未来现金流的特征。分散性要求贷款不能全部集中在某一地域,以防因这一地域的经济在未来某个时间出现困难产生风险集中问题;与此同时,资产证券化要求单笔资产最高金额不超过资产包的5%,在贷款人的行业、地区、职业等多个维度具有一定的分散度。而公积金管理中心贷款的单笔金额较小,如果资产包规模适当,可以达到金额、贷款人行业、贷款人职业和年龄等多维度的分散性要求。资产收益权可转让即信贷资产必须真实、合法、有效,其债权未向第三方转让或设置质押等附属担保物

权或任何其他权利负担,未涉及违约和未决诉讼或仲裁,无任何权利瑕疵,不存在其他限制转让的情况。公积金中心的信贷资产真实、合法、有效是不存在疑义的,但住房公积金信贷资产证券化与银行信贷资产证券化存在显著不同,后者是资产的所有人将资产收益权进行转让,而前者是资产的管理人将资产的收益权进行转让,住房公积金管理中心发放公积金贷款的资金来源于职工缴存的住房公积金,因此住房公积金管理中心作为公积金信贷资产管理人将资产的收益权进行转让融资的做法须取得公积金管委会的同意。

所谓融资成本,是指企业发行资产证券化的融资利息和证券公司的承销费、计划管理费、信用评级费、托管费、审计费、律师费等中介费用。为使融资成本控制在可接受的范围内,一方面应通过信用增级使风险层层分解,让风险分解给所有愿意承担的参与者,降低整个交易的系统风险;另一方面,由于发行资产证券化产品过程中需承担大额刚性的中介费用,融资规模越小,分摊的中介费用率越高,导致融资成本率超出可接受范围。

从表1中资产证券化中介费用及其预算数据可知:如果一次性融资1亿元,年化中介费率达到1.26%;如果一次性融资4亿元,年化中介费率只有0.29%。所以,融资规模只有达到一定标准才能降低中介费用的分摊率,融资规模越大,中介费用的分摊率越低,融资成本率就越低。

表 1 资产证券化中介费用及其预算

融资规模	承销 费	管理 费	信用 评级 费	托管 费	审计费	律师 费	五年费用	年化中奔率
1亿元	300	3‰ (五年 以后)	30 (后续 5/年)	30/年	20/年	10 (后续 5/年)	630	1.26%
2亿元	300	3‰ (五年 以后)	30 (后续 5/年)	30/年	20/年	10 (后续 5/年)	630	0.63%
3亿元	300	3‰ (五年 以后)	30 (后续 5/年)	30/年	20/年	10 (后续 5/年)	630	0.42%
4亿元	400	3‰ (五年 以后)	30 (后续 5/年)	30/年	20/年	10 (后续 5/年)	730	0.29%

备注:①五年总费用=承销费+信用评级费(30+5×4)+托管费(30×5)+审计费(20×5)+律师费(10+4×5);年化中介费率=五年总费用÷总时长(5)÷金额(5);②单位:万元。

(二)住房公积金"公转商"贴息贷款

住房公积金"公转商"贴息贷款是指当住房公积金资金 供应紧张达到设定预警条件时,符合住房公积金贷款条件的 住房公积金缴存者需申请办理住房公积金贷款支付购房款, 在住房公积金管理中心审批同意的住房公积金贷款额度内, 由住房公积金管理中心指定的商业银行向购房人发放商业 性个人住房贷款,商业性个人住房贷款与住房公积金贷款之 同的利息差额由住房公积金管理中心每月补贴给借款人,当 住房公积金管理中心贷存比下降到一定水平时,再将商业性 个人住房贷款转回为住房公积金贷款的一种新型的信贷方 式。对住房公积金缴存者而言,"公转商"贴息贷款实质为住 房公积金贷款,其贷款的条件、贷款的额度、贷款的期限等诸 多方面与住房公积金贷款完全一样,只是贷款利率在"公转 商"期间是按照商业银行同档次贷款基准利率执行,商业贷 款基准利率与住房公积金贷款利率的差额由住房公积金管 理中心贴补。这是面对贷款业务规模持续增长、资金运行压 力加大等问题时,各地公积金中心普遍采用的缓解燃眉之急 的权宜之计。

(三)差别化的个人公积金贷款

差别化的个人公积金贷款,是指根据购房面积的不同分别提供全额住房公积金贷款和组合贷款。为解决资金紧缺、贷款排队等候时间长的问题,经多方调研和大量的数据分析,益阳公积金中心从2014年1月开始实施差别化的个人公积金贷款政策:一是职工购买普通住房面积在120平方米(非中心城区在130平方米)以下、解决基本住房需求的,由市公积金中心提供全额住房公积金贷款;二是职工购买普通住房面积在120平方米(非中心城区130平方米)以上的,提供组合贷款,市公积金中心与商业银行各出资50%,总额度最高为70万元,贷款利率按出资双方各自的标准执行。

由于益阳公积金中心管理的公积金最高贷款额度为35万元,如果不实施差别化的个人公积金贷款政策,那么按照益阳市房屋均价4000元/平方米进行测算,购买120平方米以下的商品房通过住房公积金贷款基本能满足购房者融资需求,但对于购买商品房120平方米(非中心城区130平方米)以上的公积金缴存者来说,公积金放贷额度不足以支付购房款。因此,差别化的个人公积金贷款政策的实施不仅能满足购置中小户型群体的融资需求,而且能为大户型需求者提供更高额度的资金支持。随着房价的上涨和购房需求的增长,益阳公积金中心可通过调整全额提供公积金贷款的基本住房保障面积的方式提高资金供应量,以有效解决资金短缺问题。

二、益阳公积金中心实行的三种融资模式比较

从2015年益阳公积金中心财务情况分析(详见表2)可以看出,2015年益阳公积金中心现金流出量远远大于现金流入量,收不抵支缺口明显。2015年益阳公积金中心通过实施差别化的个人公积金贷款向全市发放个人公积金贷款15.58亿元,其中组合贷款4.56亿元,占比29.26%,而同期归集公积金17.65亿元,提取公积金9.63亿元,回收本金4.92亿元,本年可用于放贷的资金为12.93亿元,若不考虑上年留存的可用于放贷的资金2.59亿元,资金缺口为2.65亿元;若不实施差别化的个人公积金贷款,资金缺口为7.21亿元。

表 2 2015年益阳公积金中心财务情况分析

项目	金额
①本期归集额	17.64
②本期提取额	9.63
③本期回收本金	4.92
④本年可用于放贷的资金 (不考虑上年留存的资金,④=①+③-②)	12.93
⑤本年个贷发放额(⑤=⑥+⑦)	15.58
其中:⑥纯公积金贷款	11.01
⑦组合贷款	4.56
⑧資金缺口(实施组合贷款,⑧=④-⑤)	-2.65
⑨资金缺口(不实施组合贷款,⑨=④-⑤-⑦)	-7.21

注:①本年可用于放贷的资金=本年归集额-本年提取 额+本年回收的本金+上年末留存的可用于放贷的资金;②单位:亿元。

(一)资产证券化融资模式在益阳公积金中心的实施

2015年5月11日,武汉公积金中心委托中国民生银行股份有限公司首次向市场公开发行可以在上海证券交易所的固定收益平台进行流通的AAA级资产证券化产品4.75亿元,超额抵押资产为7亿元。截至2015年年底益阳公积金中心管理的公积金贷款余额为50.24亿元,按照武汉公积金中心融资额度占抵押资产67.86%的比例进行测算,益阳公积金中心管理的最高融资额度为34.09亿元。资产证券化属于一种到期需要还本付息的债权融资模式,实质上是用未来归集的余额和回收的本金提前用于放贷。假如不考虑上年结余的可用于放贷的资金额度、新增贷款占本年可用于放贷资金的比重、融资期限以及增值收益额度的影响。比较结果如表3所示。

1. 较少的放贷资金额度会限制融资的规模。在其他条件不变的情况下,本年可用于放贷的资金越少,新增贷款占本年可用于放贷资金的比重越高,融资规模就越小;反之,融资规模越大。

2015年武汉公积金中心本年可用于放贷的资金总额高达150亿元,即使不考虑上年结余的资金,新增贷款占本年可用于放贷的资金比重也达到90%以上,若融资期限为半年,融资最大规模则为7.5亿元。同等条件下,2015年益阳公积金中心管理的可用于放贷的资金不足武汉公积金中心可用于放贷资金的10%,融资最大规模仅为0.65亿元。

如果未来住房消费需求下滑,新增贷款占本年可用于放贷资金的比重大幅下降到50%。若融资期限为半年,益阳公积金中心可融资3.23亿元;若融资期限为一年,其融资规模可达到6.47亿元。但根据我国有关部门公布的人口数据,在13.6亿人口中有2.5亿人处于30~39岁,其中的54.77%是城

表 3 融资规模对比测算

中心名称	2015 年于的不上存用贷金 度留可放金 (1)	新贷占用放资比增款可于贷金	3月融期可资模	6月融期可资模个的资限融规	一的资限融规年融期可资模	三的资限融规	五的资限融规年融期可资模
	12.93	50%	1.62	3.23	6.47	22.09	42.15
		60%	1.29	2.59	5.17	17.67	33.72
益阳		70%	0.97	1.94	3.88	13.25	25.29
		80%	0.65	1.29	2.59	8.84	16.86
		90%	0.32	0.65	1.29	4.42	8.43
		95%	0.16	0.32	0.65	2.21	4.21
武汉		50%	18.75	37.50	75.00	256.25	488.92
		60%	15.00	30.00	60.00	205.00	的融 资限可 融规模 42.15 33.72 25.29 16.86 8.43 4.21
	150	70%	11.25	22.50	45.00	153.75	248.65
		80%	7.50	15.00	30.00	102.50	165.77
		90%	3.75	7.50	15.00	51.25	82.88
		95%	1.88	3.75	7.50	25.63	41.44

注:①假设为:全年的现金流入与流出是均衡的;可用于放贷的资金额度按中国人均收入平均增长率13.3%持续增长;不考虑融资成本对融资规模的影响。②单位:亿元。

市人口,是目前的购房主力;有2.2亿人处于10~19岁,他们是未来购房的主力。随着我国城镇化建设步伐的加快,大量的农村户口人员进城购房,这些潜在的购房需求变成真实需求,在未来的较长时间内,我国住房消费需求将继续平稳增长,新增贷款占本年可用于放贷资金的比重不会出现明显回落。因此,短期内益阳公积金中心通过资产证券化融资的规模很小,无法满足益阳公积金中心管理的资金需求。

2. 较低的增值收益会限制融资的规模。资产证券化通过外部举债的方式筹集资金,由此产生的融资成本从增值收益中列支。从近年来我国资产证券化产品的发行情况来看,由于市场认为我国信贷资产支持证券的风险一般要高于同期限同级别的可比证券(如国债),因此其到期收益率一般要高于可比证券的收益率。从2010年以来发行AAA级资产支持证券与同期限国债利差的波动趋势来看,各期限AAA级资产支持证券与同期限国债均保持1.5%以上的价差。发行资产证券化过程中还要承担其他固定的费用,因此住房公积金中心要顺利发行资产证券化产品,其AAA级产品要高于同期限国债产品的利率水平才可能被市场投资者认可。

如前文所述,益阳公积金中心实施差别化的个人公积金贷款,资金缺口为 2.65 亿元,不实施差别化的个人公积金贷款,资金缺口为 7.21 亿元。如果新增贷款占本年可用于放贷

资金比重达到90%以上,资金缺口一次性通过发行资产证券化的方式筹集,融资期限需延长至三年甚至五年以上。2015年三年期国债利率为4.92%,五年期国债利率为5.32%。如果按同期限国债利率加1.5%的利差进行测算,发行三年期的资产证券化产品2.65亿元,每年需支付融资利息1701.3万元;发行五年期的资产证券化产品7.21亿元,每年需支付融资利息4917.22万元。假如应付职工的利息按一年的定期存款利率计息,2015年和2016年益阳公积金中心增值收益测算如表4所示。如果存贷款基准利率保持不变,2015年益阳公积金中心管理的可分配增值收益为7689.74万元,融资支付的利息分别占可分配增值收益的22.12%和63.95%;如果2015年进入加息期(即往年贷款按上年放贷时的利率计息),益阳

公积金中心管理的增值收益只有3568.62万元,扣除计提的 贷款风险准备金和管理费用,未分配的增值收益很少,无法 承担高额的融资利息。

资产规模较大的武汉公积金中心发行了4.75亿元的资产证券化产品,相对于其资产规模,只是本年可用于放贷资金的3.17%,而益阳公积金中心实行差别化的个人公积金贷款政策,资金缺口占到本年可用于放贷资金的20.49%,若不实行差别化的个人公积金贷款政策,资金缺口将占到本年可用于放贷资金的55.78%。2010年至今,益阳公积金中心贷存比一直高于93%,如果资金缺口全部通过发行资产证券化产品来填补,很有可能到期无法偿还本息或增值收益不足支付利息。如果通过缩短融资期限循环发行,由于融资规模小,较

表 4

2015年和2016年益阳市公积金中心增值收益测算

项目	2015年 (平息期)	2016年 (平息期)	2015年 (加息期)	2016年 (加息期)	备注
业务收入:	15471.14	19913.86	15860.63	19357.65	
存款利息收入	876.11	928.17	876.11	928.17	
不可动用资金	40240.60	42799.15	40240.60	42799.15	存入银行的定期存款按一年期整存整取的定期存款利率上浮40%计息即2.1%,由于定期存款年初存入即使进入加息期,存款利率也保持不变
本年归集余额	80149.78	75834.50	80149.78	75834.50	活期存款按协定存款利率1.55%计息,贷存比为95%
贷款利息收入	14595.02	18985.69	14984.52	18429.48	
上年末个贷余额	395774.74	502380.65	395774.74	502380.65	
本年回收的本金	49193.19	59395.81	49193.19	59395.81	假设次年贷款发放额增长率为5%,2016 年回收的本金占上年末个贷余额与本年
本年放贷额	155799.09	163589.04	155799.09	163589.04	放贷额之和的比重和上年相同
业务支出:	7781.39	9308.95	12292.01	14661.74	
职工利息支出	6169.30	7404.87	10660.44	12785.46	假设支付给职工利息按一年期定期存款 利率计息
上年6月30日公积金余额	375064.63	447508.81	375064.63	447508.81	
本年6月30日公积金余额	447508.81	539806.92	447508.81	539806.92	
归集手续费	882.34	954.80	882.34	954.80	归集手续费按归集额的5%计提
其中:本年归集额	176467.74	190960.30	176467.74	190960.30	
贷款手续费	729.75	949.28	749.23	921.47	贷款手续费按贷款利息收入的5%计提
增值收益	7689.74	10604.91	3568.62	4695.92	
计提风险准备金	2558.55	2500.64	2558.55	2500.64	住房公积金贷款风险准备金按不低于年末住房公积金贷款余额的2.4%补充计提
其中:年末个贷余额	502380.65	606573.89	502380.65	606573.89	
上年末已计提的风险准备金	9498.59	12057.14	9498.59	12057.14	
计提管理费用	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	
未分配的增值收益	4131.20	7104.27	10.08	1195.28	

注:①平息期是指本年内央行存贷款基准利率维持不变,假如按最新的存贷款利率进行测算,一年整存整取的定期存款利率为1.5%,五年以上公积金贷款利率为3.25%;②加息期是指本年内央行存贷款基准利率经两次上调,一年整存整取的定期存款利率为2.25%,五年以上公积金贷款利率为3.75%;③本表以贷存比达到95%进行测算,而益阳公积金中心2014年贷存比为93.84%,为简化计算,假设不考虑2014年留存的可动用资金;④单位:万元。

□ 金融·保险

高的中介费用分摊率会导致融资成本率超出其可接受范围。因此,对于贷存比一直居高不下且资金缺口占可用于放贷资金比重较高的住房公积金管理中心,资产证券化的融资模式并不是化解资金紧缺的最佳方案,而拓宽融资渠道才能确保其贷款业务的顺利开展。

(二)"公转商"贴息贷款融资模式在益阳公积金中心的 实施

"公转商"贴息贷款因商业银行和住房公积金利率不同产生的利息差由住房公积金管理中心补贴,由于"公转商"贴息贷款的贴息资金来源于住房公积金的增值收益,这就直接限制了"公转商"贴息贷款的使用。《住房公积金管理条例》(以下简称《条例》)第二十六条规定:"住房公积金贷款的风险,由住房公积金管理中心承担。"住房公积金管理中心属于公益二类事业单位,自负盈亏,所有的运营经费都必须从增值收益中提取。

从历年存贷款利差情况来看,住房公积金个人住房贷款与商业银行个人住房贷款约有1.9%的利差。假设2015年存贷款基准利率维持不变,按目前一年期整存整取的定期存款利率1.5%支付职工公积金账户利息,剔除计提的风险准备金和管理费用,从表4可知,2015年益阳公积金中心未分配的增值收益约为0.41亿元,按1.9%利率贴息给商业银行,益阳公积金中心"公转商"贴息贷款最大规模为21.58亿元。

如果央行上调存贷款利率,一年期定期存款利率调整为2.25%,五年以上公积金贷款利率调整为3.75%,往年的贷款按上年的利率3.25%计息,2015年和2016年益阳公积金中心未分配的增值收益将分别为0.001亿元和0.12亿元。而"公转商"贴息贷款的最大规模分别为0.053亿元和6.32亿元,则益阳公积金中心在"公转商"贴息贷款实行期间需要持续补贴贷款利息,因此"公转商"贴息贷款最大规模应该小于0.053亿元。

在降息期或平息期实施"公转商"贴息贷款,商业银行资金的流入能有效缓解可放贷资金额度的不足,但如果进入加息期即存贷款利率上调,支付职工的利率由三个月整存整取利率调整为一年的整存整取定期存款利率,"公转商"贴息贷款最大规模会受到很大限制乃至增值收益不足以贴补利差而出现亏损;而《条例》第二十九条规定:"住房公积金的增值收益用于建立住房公积金贷款风险准备金、住房公积金管理中心的管理费用和建设城市廉租住房的补充资金。"可见,"公转商"贴息贷款实际上是把住房公积金的增值收益分配给了"公转商"贷款借款人,有违《条例》对增值收益分配的规定,具有政策性风险。

(三)差别化的个人公积金贷款融资模式在益阳公积金 中心的实施

1. 能有效化解资金流动性风险。差别化的个人公积金贷款通过调整全额提供公积金贷款的基本住房保障面积的方

式,可增加个贷市场资金供应量,提高公积金贷款在全市个人住房贷款的市场覆盖率。

从差别化的个人公积金贷款资金供应量分析(详见表5)可知,当资金紧缺无法满足贷款市场需求时,如果全额提供公积金贷款的基本住房保障面积由120平方米调整为90平方米,益阳公积金中心2015年贷款资金供应量可由14.85亿元增加到24.47亿元,公积金贷款在全市个人住房贷款的覆盖率可扩大到76.93%。因此,益阳公积金中心可通过预测未来几年的个贷市场需求,结合全市房地产市场不同套型的销售情况及资金供应情况,合理设定全额住房公积金贷款的面积,在贷款业务顺利开展的同时使公积金收益群体覆盖面更广。

表 5 差异化的个人公积金贷款资金供应量分析

房屋面积	纯公积 金贷款 (亿元)	可用于 放资金 (亿元)	出资比例	组合贷金量(亿元)	资供总亿 ((全 贷 总 (亿	市场占有份额	
<90m ²	1.39			23.08	24.47		76.93%	
<100m ²	3.07	12.93	12.93	50%	19.72	22.79	21.01	71.64%
<110m ²	4.61				16.64	21.25	31.81	66.80%
<120m ²	11.01			3.84	14.85		46.68%	

2. 降低了贷款门槛,保障了中低收入职工贷款需求。住房公积金制度作为一项惠民便民的举措,设计的初衷是解决中低收入者的购房需求。但随着公积金归集扩面任务的加重,公积金缴存比例的提高,效益好的单位不仅缴存比例高,还可以享受低利率的贷款政策;而效益差的单位有相当一部分城镇职工,由于没有足够的资金积累和稳定、较高的经济收入,其公积金缴存额较低甚至没有缴存额,导致公积金贷款率很低或连申请公积金贷款的资格都没有(如:城镇个体经营者、自由职业者、农民工等收入不稳定群体)。以至于公积金贫富差距越演越烈,造成新的不公,导致真正需要住房保障的人群无法享受优惠贷款利率。

由于益阳公积金中心贷存比一直居高不下,没有足够的资金为政策之外的中低收入群体申请公积金贷款打开绿色通道,经公积金管委会研究决定,在益阳市推行"差别化的个人公积金贷款政策"。对于中高收入群体购房面积超过全市平均居住面积的贷款,推行三个三分之一政策,即购房者、住房公积金和商业银行各承担三分之一的政策,此项政策的推行为扩大公积金受益覆盖面提供了资金支持。2015年2月益阳公积金中心向个体工商户、自由职业者和非公经济组织员工开通了公积金贷款的特殊通道,即只要按贷款额度缴存一定比例的公积金即可申请公积金贷款。截至2015年年底,益阳公积金中心通过实施差别化的个人公积金贷款向全市发放个人公积金贷款155799.09万元,其中组合贷款为45634.5

万元,占比达29.29%,而向个体工商户、中低收入职工等发放贷款68641.9万元,占比达44.06%。公积金贷款在全市个人贷款市场中覆盖率高达67.35%,实现了中低收入群体"居有其屋"的政策目标。

- 3. 不受增值收益额度的限制,为增值收益分配机制改革提供了资金保障。差别化的个人公积金贷款通过间接融资的方式引入商业银行资金,融资成本由自愿购买普通住房面积在120平方米(非中心城区130平方米)以上的职工承担。该融资模式与资产证券化相比,无须为筹集资金支付高额的融资利息;与"公转商"贴息贷款相比,无须为商业贷款利息超出公积金的贷款利息买单,不影响增值收益的再次分配,为增值收益分配机制改革提供了资金保障。
- 4. 加快了银行住房贷款业务的发展。目前,商业银行个人住房贷款业务发展得并不理想,究其原因,其贷款利率较公积金中心贷款利率高是很大一个方面。以益阳市为例,商业银行个人住房贷款额全市占比仅为50%左右。组合贷款中和了住房公积金和商业银行信贷资金利率,比单纯的商业银行个人住房贷款的利率低,促进了商业银行住房贷款业务的发展,带动了更多的银行资本介入房地产市场,抵消了商业银行的"抽血效应",能更好地促进区域经济发展。

三、结论

通过以上对差别化的个人公积金贷款模式与资产证券 化、"公转商"贴息贷款模式在益阳公积金中心运行的情况分 析,可以看出:

- 1. 住房公积金资产证券化融资模式不完全适用于中小城市的住房公积金管理。住房公积金资产证券化作为一种化解住房公积金流动性不足的融资模式,由于受到期还本付息和较高融资成本的压力,不完全适用于中小城市的住房公积金管理。
- 一是在房地产市场持续平稳增长阶段,新增贷款占本年可用于放贷资金的比重较高。对于资产规模较小、增值收益额度较小的中小城市公积金管理中心,如果融资规模占本年可用于放贷资金的比重较大,较大的融资规模只能通过延长融资期限来实现,而融资期限越长,融资成本率越高;如果融资规模占本年可用于放贷资金的比重较小,由于受到资产证券化过程中刚性中介费用的影响,较高的中介费用分摊比例会导致融资成本率太高。二是在房地产市场回落阶段,贷款需求下滑,即使可以通过发行短期的资产证券化产品来填补暂时性资金不足,但也会由于其复杂的运行程序和较长的前期准备时间影响资金到位的及时性,因此,发行资产证券化产品筹集资金只能作为化解资金流动性风险的一种备选方案。
- 2. 住房公积金"公转商"贴息贷款只是"非常时期"的过渡性举措。住房公积金"公转商"贴息贷款体现了公积金中心应对公积金收支失衡压力的积极探索,为破解住房公积金

"吃紧"难题,较多的住房公积金管理中心采用了此缓解燃眉之急的权宜之计。但由于补贴利差的资金来源于公积金账户的增值部分,贴息规模有限,只适合于较小规模的"公转商"贴息贷款;否则进入加息期后,大规模的"公转商"贴息额度可能会超出增值收益的可承受范围,将会增加住房公积金管理中心的支出压力。另外,当"商转公"的条件达到时,必须有银行的配合才能实现。虽然"公转商"办法规定了公积金与商业贷款的双向互通办法,并遵循了个人意愿,但在实际办理"商转公"时,银行也有可能为了维护自身的利益而推托、延缓或阻拦"商转公"的办理,并且贷款数据的切换也是一个比较复杂的过程。因此,如果公积金缴存始终跟不上公积金贷款的需要,那么这一"权宜之计"很难对公积金"吃紧"难题产生实质性的影响,从长远看仅仅靠这个措施是不能解决根本问题的。

3. 差别化的个人公积金贷款模式较适合在房价较低的 中小城市实行。住房公积金管理中心实行差别化的个人公积 金贷款模式,一方面可根据贷款市场需求情况灵活调整基本 住房保障面积的大小,增加贷款资金供应量,其操作性强,在 满足贷款市场需求的同时使资金利用率达到最优,避免了资 产证券化到期还本付息的压力以及"公转商"贴息贷款缓解 燃眉之急的弊端。另一方面,通过间接融入银行资金,为扩大 公积金受益覆盖面提供资金支持,也为降低中低收入群体申 请公积金贷款门槛提供了资金保障,使公积金的"普惠性"较 大程度地得以实现,更好地发挥公积金的"惠民"作用;与此 同时,通过与银行合作,促进了银行贷款业务的发展,进一步 扩大了公积金促进地方经济发展的社会综合效益。但是,由 于大中城市房价过高,即使90平方米以下的房价也远远超出 了中小城市住房公积金管理中心的最高贷款额度,只能通过 实施组合贷款满足购房者的融资需求,因此差别化的个人公 积金贷款较适合在房价较低的中小城市实行。

当然,差别化的个人公积金贷款模式并不是十分理想或完美,也存在一些弊端,需要在实际的运行中不断改进和完善。但对于公积金资产规模小、增值收益账户资金有限的中小城市住房公积金管理中心,就目前来说不失为一个较好的选择。

主要参考文献:

吴学安."公转商"能否成房市强心针[J]. 视线,2013(8). 李飞. 对住房公积金发展资产证券化的思考[J]. 哈尔滨 工业大学学报(社会科学版),2015(7).

雷小毛. 住房公积金抵押贷款证券化交易结构研究[J]. 金融分析,2007(2).

姚东旭. 住房公积金将融资与配贷理性化[J]. 地产金融,2007(9).

作者单位: 益阳市住房公积金管理中心, 湖南益阳413000