



# 研究报告

(2015 年第 6 期 总第 6 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 7 月 13 日

## 服务商在美国资产证券化中的作用及对中国的借鉴

货币政策与金融稳定研究中心

### 摘 要

服务商 (servicer) 在资产证券化交易中扮演着重要角色并对资产支持证券的发行和交易产生直接或间接的影响。在当前国内资产证券化流程中, 证券化的各参与方对专业化的服务商作用还缺乏足够的认识。本文以美国按揭资产证券化服务商为例, 从其历史发展、交易定价中的作用、评级过程、服务权市场和服务商监管五个方面系统探讨了服务商的演变、功能和意义, 并结合案例进行了阐释。理解服务商在美国资产证券化中的作用对于中国资产证券化的规范化和专业化发展有着重要借鉴意义。



# Research report

2015-4 edition

---

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

June 30<sup>th</sup>, 2015

## **Servicers in asset-backed securitization – the US Experience and Its Suggestions to the Chinese Securitization Policy**

Monetary Policy and Financial Stability Research Center

Abstract :

Servicers are important players in asset-backed securitization (ABS) markets and have direct or indirect impacts on the primary offering and the secondary trading. Currently third-party servicing doesn't exist in the Chinese securitization market. Using the U.S. mortgage servicing as an example, this article discussed several aspects of servicers, including historical evolution, ---pricing, rating, MSR market and servicer regulation. Such discussions would provide important and useful guidance on the development of Chinese ABS market.

## 1. 前言

近年来，资产证券化对盘活存量，促进经济发展的作用再次得到监管部门和市场的认同。2014 年全国资产证券化发行总量达到 3000 多亿，超过此前 8 年的发行总和。然而，当前资产证券化的实践活动还处在原始力量释放阶段；不但法律，税务方面存在一些问题，而且参与方也没有完全达到专业化的程度。工业化革命发展的一个特征是分工合作以及参与各方的专业化和精细化。由于资产证券化的发行和后续运作是个复杂的系统工程，需要众多的市场参与者。任何一方的不完善都会对债券发行过程和发行以后的运作产生不同负面作用，并进一步影响到债券的市场的交易价格。目前国内对资产证券化的流程、债券的结构设计、交易的法律法规、资产池的挑选、现金流的分配、债券的未来收益和风险等问题都有不同程度的研究，而对证券化交易中服务商的作用还缺乏足够的讨论。本文以美国按揭资产证券化为例对服务商的作用做一些系统综述和探讨。

按揭服务商职责包括向借款人每月发送按揭账单，收取每月借款人支付的本息，计算按揭浮动利率，制作和保管支付记录和未偿付贷款余额记录，收取和支付税费和保险费，催收逾期和违约账户的欠款，监督法拍程序等相关管理服务。如果部分或全部贷款被打包入证券化资产池，则按揭服务商除上述服务外还须向为证券化设立的 SPV (特殊目的载体) 编制服务报告 (servicer report)。

在美国，按揭资产证券化的服务商种类繁多，包括总服务商 (Master Servicer)，首要服务商 (Primary Servicer)，二级服务商 (Sub-servicer) 和特殊服务商 (Special Servicer) 等。这些服务商的服务内容和被录用方式都各不相同。比如，总服务商的选择是由资产池的最初权益收益方通过市场竞拍决定。它主要是负责对首要服务商的监督，账本保管和类似债券受托人的职责。这类服务商不和借款人直接接触，而是把控下级服务商提供的信息质量以确保投资人报告准确无误和对服务协议的严格遵守。首要服务商则负责对基础资产的具体管理。它也可以与二级服务商签订部分劳务合同。首要服务商与借款人是直接互动的关系。这类服务商为受托人和投资者出具投资者报告。事实上，它可以是总服务商或总服务商的关联机构。特殊服务商有处理不良贷款 (货币违约) 和违反贷款条款 (非货币违约)



事项的专业能力。这类特殊服务商拥有富有经验的专业人士来处理大量的困难（包括违约或长期逾期）资产。另外在住房按揭资产证券化（RMBS）领域，根据传统的市场类别，还划分成优级（prime）贷款服务商，次级(subprime)贷款服务商，和第二抵押权或房屋权益(close-end second lien, HELOC)贷款服务商。优级是指合乎政府发起机构 - 房利美、房地美、吉利美（Fannie Mae, Freddie Mac and Ginnie Mae）的标准但由私有机构发行的贷款。次级贷款是指信用分数较低和其他指标不合乎政府发起机构标准的贷款。第二抵押权是二次住房抵押。它适用于房屋权益贷款产品，二次抵押权产品和贷款/房价比例高的产品。在文章中，除非特别指出，我们将他们统称为服务商。

文章第二部分对服务商的发展过程做了简短叙述。第三部分以实际案例分析了服务商行为在住房按揭支持证券（RMBS）二级市场交易定价中的影响。第四部分讨论了评级机构对服务商评级的标准。第五部分分析了按揭市场中一个重要，但国内还没有开发的领域，服务权以及“巴塞尔 III”（Basel III）对服务权市场的影响。第六部分讨论了服务商监管和数据管理。第七部分总结。

## 2. 按揭服务商的发展简述

服务商的发展是与按揭市场发展紧密相连的。在上世纪 30 年代大萧条之前，政府并没有介入按揭市场。传统金融机构，如商业银行、储蓄银行、保险公司是按揭的主要提供方也是按揭服务商。大萧条后导致了住房市场的全面崩溃。政府开始意识到其在金融活动中不可替代的作用。1934 年，在罗斯福新政下，联邦住房署（FHA）成立。1938 年创立的国有机构房利美，并开始通过二级市场为传统住房抵押贷款机构提供资金。房利美和随后创建的房地美对按揭市场及按揭服务行为规范化起到了重要作用。

现代服务商的发展与资产证券化发展更是紧密。我们上面所说的总服务商，首要服务商，特殊服务商等就是资产证券化发展的产物。在 1968 年国有机构吉利美发行了第一个过手型按揭抵押资产支持证券后，投资银行所罗门兄弟在 1977 年发



行第一个私有机构过手型常规 (conventional) 住房按揭抵押资产支持证券。随着时间的发展，私有直接放贷机构逐步意识到通过发行按揭资产支持证券是盘活存量资产的重要途径。为了有利于按揭基础资产在市场上转让而不必分心于按揭服务义务，按揭服务功能在合同中被特意单独处理而由专业服务机构承担。这样，一个原本在任何金融活动中不可分割的商业服务被人为地从基础资产中分离出来。私有机构按揭资产证券化的发展推动了非政府机构按揭服务商的创建。但当时的服务商在功能上和组织形式上还是相对简单。

上世纪 80 年代中，由于宏观经济的骤然改变，地产市场价值突降，违约率不断上升，加上监管体系的不完善，最终造成众多银行倒闭<sup>1</sup>。政府机构不得不出面接收了很多与地产有关的贷款。而政府持有的不良贷款的证券化直接导致了特殊服务商的产生。在另一方面，银行和保险公司对信用风险的分析越来越重视，证券化基础资产也扩展到优良贷款和不良贷款。

在资产证券化市场成熟的美国，2008 年金融危机后，服务商在证券化产品投资价值分析中的作用表现特别突出。在正常经济运行条件下，资产池的欠款比例会保持在一个相对较低的水平，服务商的工作主要是向借款人收取本金和利息，并对那些逾期账户催收欠款。2008 年金融危机的到来造成房价大幅度下滑，就业环境严重恶化，资产池违约率大幅度飙升。两房开始鼓励将一些逾期严重的，或者高风险的客户转移到特殊服务商。贷款服务商的角色不得不发生本质变化，开始由被动收取本金和利息逐渐演变成对资产池进行主动运作，与借款人沟通，为真正的还款困难户提供重新安排贷款利率和期限，甚至免除部分本金债务。很多服务商还有针对性地对违约账户项下抵押房屋实施保护方案，以避免被抵押的房产被屋主，邻居或不法分子损毁。这些新的服务商行为对很多，包括投资人在内，的市场参与者来说都是陌生的。一些眼光明锐的投资者根据这些新的情况迅速地作出了反应，根据相对价值重新配置了资产，而很多反应迟钝的投资人则蒙受了巨大损失。由此，服

<sup>1</sup> 根据美国联邦储蓄保险公司 (FDIC)，在 1980 年到 1994 年期间，有超过 1600 家受 FDIC 监管的银行倒闭 (FDIC 1997)。

务商行为在资产证券化产品，尤其是非政府机构住房抵押支持证券 (Non-Agency RMBS)二级交易市场的作用变得更加重要。

### 3. 按揭服务商在贷款账户管理中的作用及其对按揭支持证券交易价格的影响

如果借款人是优良的，那么服务商的作用并不明显。这个道理很类如对于一个目标明确学习努力的好学生，老师的作用并不大。但是对于不良借款人，不同的服务商的作用就会产生明显区别。同时，服务商的自身利益在某些情况下会和投资人的利益发生冲突。这些都导致服务商行为对按揭支持证券在二级市场的交易价格产生影响。我们以服务商对逾期账户的本息垫付和对违约账户的清盘为例，剖析按揭服务商在证券化产品交易中的重要作用。

#### 3.1 服务商对逾期借款人当期本金和利息垫付行为的分析

服务商的行为受到 PSA ( 联营及服务协议 ) 的规范。按照 PSA，当借款人没有支付当前本金和利息时，如果服务商预期垫付的本息能够在未来违约清盘所得现金流中得到偿还，那么服务商有义务替逾期借款人进行垫付。由于垫付资金并没有额外利息收入，所以对服务商而言，如果面对大面积违约，这种垫付将是个沉重的负担。而且垫付的本息是否能够在未来得到偿还也存在不确定性。因此在实际操作中，垫付金额取决于服务商自己的估算，具体数字由服务商根据情况自行掌握。服务商对本息的垫付比例在 2008 年金融危机之前非常高，不少服务商是全额垫付。但在金融危机之后，垫付比例急剧下降 ( 一般来说，优质按揭资产的垫付比例要大大高于次级按揭资产的垫付比例 )。下图 1 显示了次级房贷服务商<sup>2</sup>的本息垫付比例历史数据。

图 1. 美国主要次级按揭服务商的本息垫付比例历史数据

分配日	美洲银行	凯林顿/新世	大通银行	通用住房	国星	奥克文/弗雷蒙	富国银行
-----	------	--------	------	------	----	---------	------

<sup>2</sup> 在美国，一个房贷服务商可以在不同交易中扮演不同角色。比如，富国银行有次级 (subprime) 房贷服务商，优级 (prime) 房贷服务商和次优级 (alternative A) 房贷服务商。不同角色的服务商有不同的市场评级 (rating)。



	(BANK of AMERICA )	纪 (CARRINGTON /New Century)	(CHASE)	抵押保证公司 (GMAC)	(NATIONSTAR)	(OCWEN/Fremont)	( Wells Fargo )
09年7月	97	67	89	91	77	86	95
09年12月	96	64	80	90	79	81	93
10年6月	95	58	78	89	79	60	91
10年12月	81	43	78	83	71	51	88
11年6月	76	36	74	79	63	29	83
11年12月	71	38	70	76	71	19	77
12年6月	65	37	52	72	72	16	74
12年12月	57	38	51	71	66	16	71
13年6月	53	36	52	71	65	17	67

来源：Amherst Monthly Non-Agency Report June 2013

从上图可以看出，从2009年7月到2013年6月金融危机以后的四年时间里，美国次级按揭服务商的本息垫款从开始的80%-90%的比例逐渐下降到最低的17%。这种变化趋势也反映出美国金融危机后随着房地产价格和美国就业率的双下降，个人房贷的违约率逐步盘升，服务商不得不根据变化的市场及时调整可预测垫款回收率，从而相应减少服务商垫款比例。当然，服务商的垫付决定也受到服务商自身资金情况的制约。由于垫付资金并没有利息收入，在自身资金有限时，服务商可能会减少垫付额度和比例。

能力强的服务商会通过高效率服务在一定程度上改善资产池的表现（collateral performance），比如降低违约率和清盘损失率，从而提高资产支持证券的交易价格。而资产池表现的改善会反过来降低服务商的服务成本和本息垫付负担。在同等资产池表现和外部条件下，服务商对逾期账户的垫付比例在一定程度上取决于服务商对逾期账户的催款能力和处理违约账户时的减损能力。逾期催付工作做得好就可以减少服务商的垫付负担，而清盘的减损能力强就可以提高预期收回垫付款的比例。服务商的这种能力在评级公司对服务商评级中也很重要。这点在本文后面的评级部分会涉及到。

研究报告：2015年第4期 总第4期



在总体逾期账户比例很高的情况下，服务商对本息垫付比例的调整，尤其是向下的调整将直接导致当期基础资产包产生的本金和利息低于预计数额，导致资产支持证券持有人当期可分配现金流的减少。这是按揭服务商行为影响按揭支持证券交易价格的一个典型范例。由于按揭支持证券的结构化特性，现金流的短缺对于不同层的债券影响也不同。一般来说，劣后级债券反应最为明显。下面以 Carrington Mortgage Loan Trust 2006-NC5 Class A2 and M1（凯林顿住房抵押贷款信托 2006 年新世纪第 5 期 A2 级和 M1 级）为例，展示了在估价日 2015 年 3 月 31 日时，由于服务商对逾期账户本息垫款比例的不同对债券内在价格产生的影响。

由于资产证券化结构的重要性，在图 2 中，我们先列出凯林顿住房抵押贷款信托 2006 年新世纪第 5 期结构。可以看出，第一夹层 M1 因为其以下的各支持层级未偿余额都已为零，其当前支持厚度已不复存在而降为劣后级，这也意味着 M1 最先承受由借款人违约而带来的损失。

图 2.凯林顿住房抵押贷款信托 2006 年新世纪第 5 期交易结构图

债券 分级	债券代码	债券种类	当期票		原始支持 厚度(%)	当期支持 厚度(%)	提供信用支持债券
			面利率	原始余额			
A1	144539AA1	优先浮动	0.2238	216,097,000	0	28.40	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
A2	144539AB9	优先浮动	0.2838	125,819,000	91,596,976	28.40	10.29 M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
A3	144539AC7	优先浮动	0.3238	142,784,000	142,784,000	28.40	10.29 M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
A4	144539AD5	优先浮动	0.3938	36,372,000	36,372,000	28.40	10.29 M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
A5	144539AE3	优先浮动	0.2338	320,891,000	85,964,521	28.40	10.29 M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
M1	144539AF0	夹层浮动	0.4438	67,616,000	40,903,334	22.65	0.00 M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
M2	144539AG8	夹层浮动	0.4538	64,676,000	0	17.15	M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
M3	144539AH6	夹层浮动	0.4838	21,755,000	0	15.30	M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10
M4	144539AJ2	夹层浮动	0.5238	31,750,000	0	12.60	M5,M6,M7,M8,M9,M10
M5	144539AK9	夹层浮动	0.5438	24,106,000	0	10.55	M6,M7,M8,M9,M10
M6	144539AL7	夹层浮动	0.5938	16,463,000	0	9.15	M7,M8,M9,M10
M7	144539AM5	夹层浮动	0.8738	20,579,000	0	7.40	M8,M9,M10
M8	144539AN3	夹层浮动	1.3238	12,935,000	0	6.30	M9,M10
M9	144539AP8	夹层浮动	2.2738	17,639,000	0	4.80	M10
M10	144539AQ6	劣后浮动	2.4238	20,579,000	0	3.05	

来源：INTEX 2015 年 3 月 31 日





由于资产定价取决于资产未来现金流，为了方便说明问题，我们在此作个假定，即未来资产池的表现与图 3 数据一致，以 2015 年 3 月 31 日彭博公布的各期限 LIBOR（伦敦同业拆借利率）曲线为资产池内贷款各期限基准利率曲线和该信托发行的所有债券的各期限基准利率曲线，以 6% 为 M1，以 5% 为 A2 的预期收益率，通过运行现金流模型工具 INTEX，我们可以得到这两个债券的模型价格（图 4）。

图 3. 凯林顿住房抵押贷款信托 2006 年新世纪第 5 期资产池表现数据

	过去 12 个月提前还款率	过去 12 个月违约率	过去 12 个月违约回收率	60 天以上逾期率	当月对逾期账户的本息垫付率
资产池表现数据	1.32%	6.15%	40.24%	40.03%	
服务商行为数据					39.38%

来源：Bloomberg

图 4 显示，由于资产池整体 60 天及以上逾期率达到 40.03%，服务商本息垫付率的增加对优先 A2 和劣后 M1 价格的影响是很明显的。在其他假设条件不变的情况下，如果服务商本息垫付率从 0%（在未来任何时候都完全没有垫付）增加到 100%（未来每个月都完全垫付借款人逾期本息），那么 A2 债券的价格将从 73.56 增加到 89.41，增幅为 21.55%，而 M1 债券的价格将从 3.07 增加到 10.52，增幅为 242.67%。由此可见，服务商对本息的预先垫付对劣后 M1 价格的影响要大大地大于对优先级 A2 的影响。在 2008 年金融危机以后，以次级贷款为基础资产的资产池表现急剧恶化，很多服务商相继调整垫款回收的预测，垫款率大幅度降低（图 1）。正因为服务商垫资对债券价格影响的重要性，投资人在对资产证券化证券估价中也被迫改动长期以来 100% 服务商垫款率假设，降为 50% 或以下。对于表现极差的次贷资产池，更是修改到 25% 或更低。

图 4. 在不同服务商本息垫付率下，债券 A2 和 M1 的价格变化

	服务商本息垫付率假设
--	------------



	0%	30%	60%	100%
A2 价格	73.56	80.11	86.68	89.41
A2 价格变化率(基数为 73.56)		8.90%	17.84%	21.55%
M1 价格	3.07	4.19	5.97	10.52
M1 价格变化率 ( 基数为 3.07 )		36.48%	94.46%	242.67%

### 3.2 按揭服务商对长期逾期 ( serious delinquency ) 账户的处理和对违约 ( default ) 账户下抵押房产的清盘 ( liquidation )

#### 3.2.1 服务商对长期逾期账户的处理模式的改变

长期逾期账户的处理在证券定价中的重要作用突出表现在 2008 年以后。在美国，资产证券化相关服务协议一般都规定，资产池逾期率和违约率增加到一定比例，服务商有权利要求增加服务费以补偿新增的催收成本和服务。很多服务协议还规定，如果资产池的逾期率和违约率增加到一定程度，逾期账户的催款服务以及违约账户的清盘服务将转移至特殊服务商处理，或者整个资产池的服务都转移至该特殊服务商。当服务商或者特殊服务商判断违约人没有意愿还款，或者判定借款人有意愿但没能力还款，在一定期限内通过努力仍然不能和借款人达成再融资安排 (refinance) 或贷款条款的修改 ( modifications ) 时，服务商将启动法拍 ( foreclosure ) 程序迅速收回抵押房屋予以拍卖变现，或者准许借款人以高于或低于未还贷款本金余额的价格将抵押房屋出售，以保护资产证券化证券持有人的利益。

2008 年前后，长期逾期账户的处理出现了较大变化。在金融危机爆发以前，美国的资产证券化项下的住房抵押资产池逾期率不高。很多逾期都是非故意逾期并大都在 30 天或 60 天以内得到修复。真正的 60 天以上逾期率非常低。服务商对 60 天以上的逾期人会通过写信，发电子邮件和打电话的方式进行催收。由于房价从 90 年代后期到金融危机爆发之间一直在上升阶段，逾期 60 天以上而最终偿还所有欠款的借款人也很常见。但逾期多严重才被认定为违约并进入清盘，不同服务



商有不同的规定。一般来说逾期超过 180 天则被视为违约。服务商可以对这些违约账户项下抵押的房产予以清盘法拍，并且不再提供本息垫付。

2008 年金融危机以后，传统意义上的长期逾期概念发生了重大转变。原本逾期 6 个月被判定为违约的账户，在金融危机以后，逾期常常超过一年甚至两年的账户仍然只被当作长期逾期，而不被定为违约。产生这种现象的原因是多重。一方面，美国政府为了挽救银行体系和保护困难房主对房地产市场进行了深度干预。政府推出的措施包括 Home Affordable Refinance Program, Hope Now, Home Affordable Unemployment Program, Home Affordable Modification Program, FHA Home Affordable Modification Program 等等。另一方面，面对大面积违约率的发生，很多银行为了减少最终损失也纷纷为困难业主提供贷款条款的修改或再贷款安排。这些政府和银行的举措从开始实施到最终落实到实际住房贷款借款人的身上往往耗时漫长，从而导致很多房主长期滞留在逾期账户阶段。此外，还有一个重要原因涉及到服务商的自身经济利益，我们在下一节中阐释。

### 3.2.2 服务商对违约 ( default ) 账户下抵押房产的清盘 ( liquidation )

在 2008 年金融危机爆发以前和爆发以后的相当长的一段时间内，美国金融监管部门对服务商没有实质性的监管。服务商的很多行为属于暗箱操作，没有透明度。这引起了很多投资人的不满。从上文我们可以看出，资产池逾期账户或违约账户的判定权以及对违约账户的清盘过程控制在服务商手里。而这种控制正是服务商在 RMBS 交易定价中起关键作用的又一典型范例。按照 PSA 的宗旨，服务商应该以 RMBS 债券持有人的利益最大化为工作重心。然而，在缺乏监管和透明度的背景下，服务商出于其自身经济利益考虑，对长期逾期账户和违约账户的处理往往带有私心，这难免会损害优先级投资人或者是劣后级投资人的利益。

一方面，如果服务商本身或关联公司是 RMBS 的劣后级或者权益层的持有者，那么这些服务商可能会将大量逾期而早该进入法拍清盘阶段的账户人为地截流于逾期阶段，或者设法阻挠违约账户的清盘进程，人为操纵当期资产池某些影响现金流



分配的指标和数据，从而导致可分配现金流的分配朝有利于劣后级或权益级的方向发展。比如，2008年金融危机以前的美国次贷住房抵押支持证券（Subprime RMBS）采取的结构设计主要是优先劣后超额资产支持结构（Senior-Sub Overcollateralization）。这种结构有一个设计特点就是累积损失触发机制<sup>3</sup>（cumulative loss trigger）：如果资产池累积损失率<sup>4</sup>超过预先设定的水平，则现金流分配顺序将发生改变，劣后级和权益类债券持有人在优先级债券持有人收回全部本金之前不得分配任何本金。需要指出的是，上述累积损失触发机制往往是永久性触发机制。所以一旦这种机制要求的指标被触发，即使将来这一指标得到改善也不能补救和挽回现金流的分配。所以，在累积损失触发机制没有触发的情况下，如果大量长期逾期账户滞留在逾期阶段，或者违约账户项下的抵押房屋不能及时法拍清盘，则累积损失率就能被控制在一个稳定的范围以内，从而不会达到损失触发机制所要求的水平，劣后和权益类债券持有人就可以继续得到本金和利息分配，同时也造成了对优先级支持厚度的不当削弱，损害了优先级投资者的利益。在累积损失触发机制被触发以后，虽然劣后级在优先级本金偿付完毕之前不能获得本金支付，但可继续获得利息支付。通用的优先劣后超额资产支持结构一般都有这样的设计，即在每一分配期按分配规则分配完第一轮资产池本金和利息以后，如果剩余现金流（excess cash）和超额资产（overcollateralization）不足以弥补资产池当期违约损失，则会将劣后级的当期本金余额作减处理（writedown）直到劣后级的本金余额为零。而一旦本金为零，劣后级投资人当然也就丧失了未来继续获得利息收入的机会了。正因如此，作为劣后级投资者的服务商会受到利益驱使而人为减缓违约账户清盘的进程，从而达到将累积损失控制在一定范围内的目的。

另一方面，如果服务商本身并不持有资产池支持的任何债券，那是否意味着该服务商对问题账户的处理一定是中性和客观的呢？也不一定。因为根据贷款服务协议，服务商对资产池里逾期账户本息的垫付只有在几种情形下可以得到补偿。一种

<sup>3</sup> 触发机制是基于资产包的某些指标，如累积损失，而改变资产证券化不同级证券现金分配的一种设计。它或为永久性（permanent），一旦触发，现金流分配顺序将不容改动；另一种是相对性，如果指标得到改善，现金流分配再复原到触发机制之前状态。

<sup>4</sup> 资产池损失率 = 违约率 × (1 - 违约回收率)



是违约账户项下抵押房产被顺利清盘法拍，垫付款可直接从清盘法拍所得现金流中获得补偿；一种是该逾期账户符合再贷款的条件或者符合修订原贷款条款的条件从而得以从逾期账户甚至从违约账户恢复到正常账户；还有一种特殊情况，就是当该服务商丧失服务资格，资产池服务被转移到另外一个服务商时。一般来说，服务商会对其所服务的所有资产池项下逾期和违约账户进行分析，综合考虑，兼顾成本和义务，做出对服务商有长期价值的选择。但是如果服务商的本息垫付压力太大，资金过于紧张，就有可能受利益驱使不惜违反服务协议的规定人为加快对违约账户的清盘处理，损害借款人的利益和劣后级债券投资人的利益。

在美国，由于缺乏监管和透明度，服务商利用对资产池问题账户的不同处理来为自己谋利的报道屡见不鲜。最著名的就是私募股权和对冲基金 WL Ross & Co. 和另一个对冲基金 Carrington Capital 相互起诉的案例。根据 2009 年 3 月 20 日福布斯杂志的报道，WL Ross & Co. 旗下的 American Home Mortgage Servicing 起诉 Carrington Capital，声称由于 Carrington Capital 拥有一些自己服务的资产池下的次级债券，为了故意阻挠清盘的正常进行而对违约账户项下的抵押房产提出了高于市场价的清盘价要求，以达到让自己持有的次级债券继续获得利息的目的。而 Carrington Capital 则反过来起诉对方为了获得垫付资金的早日收回而在资产池的违约清盘过程中对抵押房屋采取大甩卖处理（fire sale）。

需要指出的是，2008 年以后，次贷危机引发的金融海啸使许多资产支持证券价格一泻千里，一些私募股权和对冲基金敏锐地嗅出了千载难逢的良机。他们瞄准住房贷款服务商具备的对资产池进行主动管理和运作的资格和空间，开始纷纷收购那些陷入财务困境的服务商（图 5）。这些对冲基金凭借雄厚的资本实力和人才优势，大刀阔斧地对服务商的经营模式进行改革，对所掌握的资产池和相关数据进行深入地研究和分析。这种深度主动管理和运作让服务商从默默无闻的后台一夜之间跳到前台。和以前服务商以赚取服务费为主要盈利来源不同，这些流进服务商领域的新资本是以获取高额回报为出发点的。他们出于自身利益，在对按揭服务商行业重新洗牌的同时，对资产池的运作和处理会损害其他投资人的利益。



图 5. 近年来部分美国对冲基金收购按揭服务商案例

私募股权和对冲基金	收购的按揭服务商案例	收购日期	2014 年第三季度 服务资产额
Fortress Investment Group LLC	Nationstar Mortgage LLC	2006 年 7 月	\$3780 亿美元
Walter Investment Management Corp.	Green Tree Servicing	2011 年 7 月	\$2470 亿美元
WL Ross & Co.	American Home Mortg Servicing Inc.	2011 年 10 月	2013 年卖给奥克文

Source: Bloomberg and Forbe

#### 4. 评级机构对服务商的评级

在资产证券化整个流程中，评级机构的作用相当大。评级机构对服务商的评级直接关系到对证券化产品的评级。美国三大评级机构对资产证券化产品的评级包括以下几个方面：资产池信用风险，经营风险，现金流分析，交易方风险，以及交易法律风险。而其中的经营风险就包括了对服务商的审查。服务商的服务质量，稳定性和服务经验直接影响贷款本息偿还表现，最终影响证券化交易本身的表现。

美国三大评级公司对服务商的评级也是随着资产证券化的发展，经历了一个从无到有的过程。在上世纪 80 年代中以前，RMBS 市场主要是由美国三大政府发起机构（房利美，房地美和吉利美）控制。由于这些证券化产品有直接或间接的政府担保，所以评级公司的作用并不存在。但随着没有政府信用作担保的私有机构对 RMBS 市场的渗透，该类证券评级的需求就显得突出了。

评级公司对 CMBS, RMBS 和 ABS 都分别有各自的评级。这三类资产根据服务商的责任和活动各自进一步划分为总服务商，首要服务商，和特殊服务商。

##### 4.1 标普评级



上世纪 80 年代后期，标普公司建立了针对按揭服务商的评估体系，以满足市场对按揭服务商运营能力和运营风险进行评估的要求。标普在 1989 年发表了它的第一个服务商评级。标普对服务商的评估为行业提供了一个将某个服务商与其他服务商相互比较，与行业标准相比较，和与标普认为的谨慎服务规范相比较的一个定性定量尺度。随着资产证券化市场在美国和全球的发展，标普也将其最初的服务商评估从 RMBS 和 CMBS 领域扩充到 ABS 领域，并从美国扩充到全球。2003 年，标普推出了针对住房贷款服务商的“服务商评估分析方法”（Servicer Evaluation Analytical Methodology）。这套方法对标普的被选服务商的数据每年的 6 月底和 12 月底进行一次收集。所收集的数据被整理进数据库。从数据库获取的信息将被用于各服务商之间的相互比较并作为评级的重要依据。此外，现场问卷调查也是评级的依据之一。在所有待考核的项目中，服务商的组织架构，内控制度和环境，人员，信息系统，关键资产运作管理职能，财务状况，法律的合规，监管要求的遵守，行业标准的执行等等都将用于最终的服务商的综合评级。

标普从三个方面对服务商的优势，劣势，机会和局限进行评估，它们是“管理层和组织架构”，“贷款/资产管理”和“财务状况”。前两部分分别有强，高于平均，平均，低于平均和弱五层评级（图 6）。财务状况部分只有两种评级：充分和不充分。服务商的这三部分分别细分为一系列的服务活动，成为最终评级的基础。当有了每个部分的评级以后，服务商的综合服务能力评级就产生了。

图 6. 标普评级等级说明

评级	符合条件
强	服务商表现出处理高等规模和高多样化资产组合的最高能力，效率和资质，强而稳定的公司管理业绩表现，一流的计算机技术支持和优秀的内控机制，政策和流程。
高于平均	服务商表现出处理中等到高等规模资产组合的很高能力，效率和资质，坚实的公司管理经验和可接受的业绩表现，符合行业标准和监管要求的内部管理和政策。



平均	服务商有可接受的业绩表现，符合行业标准和监管要求的内部管理和政策以及符合行业平均水平的服务组合管理历史表现。
低于平均	服务商的能力，效率和资质欠缺，业绩表现欠佳，内控和计算机系统在业内标准以下。
弱	服务商服务业绩很差，损失频繁出现，内部控制严重缺失。

来源：标普结构融资服务商评级标准 2004 年 9 月

以上每个评级都配有短期（12 到 18 个月）的展望。展望分为正面，稳定，发展和负面四种（图 7）。正面是指评级有望提升。稳定是指评级在未来一年大致不会改变。发展中是指某事件可能会导致评级发生提升，下降或者不变的三种不确定性。比如如果某服务商被另一个公司收购，一般会得到一个发展中的展望。负面展望是指评级有可能下降。

图 7. 标普评级等级评级和展望矩阵图

	强	高于平均	平均	低于平均	弱
正面		Y*	Y	N**	N
稳定	Y	Y	Y	N	N
发展中	N/A	Y	N	N	N
负面	Y	Y	N	N	N

\*Y 优选服务商名单。 \*\*N 非优选服务商名单。

来源：标普结构融资服务商评级标准 2004 年 9 月

根据标普 2009 年 4 月之前的评级标准，任何服务商，只要财务状况“不充分”，就不能被评为标普的“优选服务商名单”。2009 年 4 月，标普修改了这一评级标准。新的标准规定财务状况“不充分”的服务商，只要过去三年一直在“优选名单”上，并且评级维持至少是“高于平均”，展望为“稳定”，则该服务商将继续留在“优选名单”上。获得了“平均”评级，“稳定”展望和“充分”财务状况的服务商都必须具备可接受的资质和能力。而获得“平均”评级和“负面”展望的服务商，以及“低于平均”或“弱”评级的服务商（不管其展望如何），因为缺乏足够的内部控制和有效的工作流程，不能有效





地管理贷款组合，从而不能将投资人的风险控制在最小范围内。“高于平均”和“强”评级的服务商必须具备为借款人和投资人提供优质服务的能力和运营环境。必须指出的是，公司管理和组织架构以及贷款/资产管理在综合评级中各占 50%的权重。财务状况在综合评级里不占权重，但如上述所说，如果服务商财务状况是“不充分”，则必须是过去三年至少维持了“高于平均”的评级和“稳定”展望才能上“优选名单”。

如果服务商想满足“优选服务商名单”最低的“平均”评级的要求，它必须在几个关键运营领域表现出一定资质，比如付款处理，人员培训，现金管理和灾难期恢复措施。服务商的管理层必须具备可接受的行业经验，必须为员工提供充分的操作手册和规章制度，必须对现金管理程序有充分的内部控制机制，以减少因欺诈和人为错误造成的损失。服务商必须建立完整的内部审计制度和合理的灾难期恢复措施。一句话，符合最低优选名单条件的的服务商必须拥有一套内部相互配合，联系紧密和充分发挥员工各司其职的组织架构。而如果服务商想获得再高一些的评级，则必须有经验更加丰富的管理团队和坚实的业绩表现，备有广泛，详细和从电脑上随时调看的公司政策和操作手册，其内部运营审计必须彻底检查所有重大风险领域，其管理层须在第一时间对审计出的重大风险问题给出答复。

## 4.2 惠誉评级

惠誉对包括商业地产按揭服务商 (CMBS)，住房按揭服务商 (RMBS)，小额地产按揭(Small Balance CMBS)服务商和资产支持 (ABS) 服务商在内的服务商按资产类别分 5 个级别进行评级。惠誉在评级过程中要考察服务商的运营，管理水平，员工，培训计划，程序，内部控制和信息系统等等。在同一评级级别内，财务条件的影响是有限的。惠誉的每个评级由四个字母加一个数字组成。比如第一级 (最高级) 服务商评级是 ABPS1, ABMS1, ABSS1, CPS1, CMS1, CCLS1, CLLSS1, RPS1, RMS1, RSS1, SBPS1, SBSS1<sup>5</sup>。第一级代表了总体服务能力的最高标准。具体包括

<sup>5</sup>其中 AB 代表资产支持 (ABS) 服务商，C 代表商业地产 (CMBS) 服务商，CLL 代表商业贷款服务商，R 代表住房服务商 (RMBS)，SB 代表小额商业地产服务商。资产代码后面是服务商类型。比如 PS 代表首要服务商，MS 代

研究报告：2015 年第 4 期 总第 4 期



- 长期稳定的运营记录和高标准计划并执行的战略；
- 极佳的财务资源和向上的财务趋势；
- 全面建立，深深植入的成熟的风险管理构架，和包括对监管要求的主动配合执行在内的业内最优秀行为；
- 优秀的管理团队，非常有经验的运营领导力和稳定，训练有素的员工
- 在服务运营上有业内最强的专业水平，最优秀绩效考核和服务管控。
- 高度一体化的，灵活的信息系统和经常更新加强的，能满足各种不同要求的数据汇报能力。

在同一级评级里，惠誉还用加号和减号来进一步区分服务差别。

#### 4.3 穆迪评级

与上面两家评级公司不同，穆迪明确提出需要考察服务商对逾期的处理效果和对违约的减损效果。穆迪认为只有将资产包中资产的信用质量和服务商的表现区别开来，才能有效地评估服务商防范违约发生和对违约减损效果。在评分级别上，穆迪评级系统和标普，惠誉一样分成 5 个级别：

SQ1	强服务能力和服务稳定性
SQ2	高于平均水平的服务能力和服务稳定性
SQ3	平均水平的服务能力和服务稳定性
SQ4	低于平均水平的服务能力和服务稳定性
SQ5	弱服务能力和服务稳定性

穆迪同时也从组织架构，管理层经验和特点，财务状况，运营控制和程序以及战略目标几个方面来考察服务商的运营和财务的稳定性以及对市场条件变化的反应能力。除了要考察服务商在特定条件下是否能履行对逾期账户的垫付能力以外，穆迪的服

---

表主服务商，SS 代表特殊服务商，CLS 代表建筑贷款服务商等等。代码最后的阿拉伯数字代表了评级的级别水平。



务商评级对服务商本身偿还固定债务和履行合同项下财务义务并不作考虑。和标普和惠誉一样，穆迪还用“+”号和“-”号来对各个评级进行微调。

#### 4.4 服务商评级下调的影响

下面是美国最大的非银行按揭服务商奥克文贷款服务公司 ( Ocwen Loan Servicing, LLC ) 官方网站上披露的美国几个主要评级机构对该公司的次贷服务和特殊服务的评级情况 ( 图 8 ) 。其中，惠誉在 2015 年 2 月 4 日刚刚将奥克文的 RMBS ( 包括优级，次优，次级，第二抵押权，房屋权益 ) 评级从 RPS3 下调至 RPS4，展望定为“稳定”。将奥克文的特殊服务商评级从“RSS3”下调至“RSS4”。惠誉在公告中指出此次下调是因为该服务商的公司治理 ( Corporate Governance ) 和运营控制架构方面表现软弱，以及财务状况的下滑。

图 8. 奥克文按揭贷款服务评级

	Subprime Servicer	Special Servicer	发布日期
惠誉	RPS4	RSS4	2/4/2015
穆迪	SQ3	SQ3-	1/29/2015
晨星	MOR RS3	MOR RS3	2/6/2015
标普	Average	Average	10/28/2014

来源：奥克文公司网站 www.ocwen.com

需要指出的是，奥克文的服务商评级的下调会导致美国一些 RMBS 交易中的服务商违约事件 ( servicer event of default ) 的发生, 从而导致受托人和支持证券持有人可以考虑行使服务转移的权利。不过美国过去还未曾出现因为服务商评级的下调导致服务转移情况的发生。惠誉审查了大约 450 个相关的证券化交易样本，认为因奥克文服务商评级下调导致服务商违约事件的交易只占 10% 以下。事实上，一些交易的受托人已经给支持证券持有人发出了通知，要求他们对是否转移服务进行投票。一旦投票结果是同意转移，则受托人就着手就按揭服务权收益 进行招标。奥克文虽然失去了对这些贷款的未来服务资格，但也乐得将按揭服务权收益卖掉，



而且不排除还有盈利的可能。同时，奥克文先前对资产池违约账户的垫款也可以因此收回。

## 5. 按揭服务权 (Mortgage Servicing Rights)和巴塞尔协议 III 对行业的影响

### 5.1 按揭服务权

在文章第二部分，我们谈到按揭服务商的产生。按揭服务商作为专业服务机构有一定的义务和权益，包括收取合同规定的服务费，逾期罚款，附加费以及由代保管资金和借款人预付款产生的浮动收益。通常，仅合同规定的年化服务费一般就有管理基础资产总额的 10 到 50 个基点。因此，服务权益具有一定的价值。事实上，按揭的最初权益人 ( originator ) 既可以保留按揭服务权以便在未来获取现金流收入，也可以出售按揭服务权以换得当前现金收入 ( 一般多为规模相对较小的地区性和社区银行 ) 。

资产证券化催生了总服务商，首要服务商，和特殊服务商的类别，从而产生了相对应的不同类别的服务权，如首要服务权益和特殊服务权。服务权按资产信用质量又可分为优级贷款服务权和次级贷款服务权。按资产类别划分为住房按揭服务权和商业按揭服务权等。2008 年金融危机以后，两房和吉利美发明了所谓的局部性服务 (component servicing)，鼓励甚至要求将资产池中部分高违约率资产的服务权从首要服务商转至特殊服务商。这种从首要服务商转向局部性服务商的转让往往是悄悄进行的，因为转让方不想让公众知道投资人对他们处理违约账户的能力没有信心。这是美国服务行业缺乏监管和透明度的一个表现。

美国的 MSR 市场以金融危机为线分为两个阶段。前一个阶段是 MSR 市场通过一系列收购和整合向商业银行集中的阶段。银行往往是优极 MSR 最理想的拥有者。这是因为银行有存款和负债的杠杆优势，以及从保管资金和对借款人交叉销售金融产品中获得最大化利益的优势。上世纪 90 年代，美国的 MSR 市场非常分散。如下表所示，1995 年，排名第一的 Countrywide Funding Corp 仅占市场 3.6% 的份



额。前 5 名服务商总共仅占了 15% 的市场份额，服务资产仅 5228 亿美元，只有一家 是银行子公司。排名前 20 位的服务商总共只占 35.11% 的市场份额。在 2010 年以前的近 20 年时间里，随着美国 MSR 市场不断整合，银行凭借规模效益，流动性和资本实力的优势最终在 MSR 市场上占据统治地位。从下图 9 可以看出，截至 2010 年第 3 季度，排名前五名的服务商全是银行或银行子公司，占 MSR 市场近 74% 的份额，服务资产达 6.3 兆亿美元。

图 9. 1995 和 2010 年住房按揭服务商排名比较 (单位：百万美元)

公司		2010 年第三季度		市场份额	公司		1995 年第三季度		市场份额
1	Bank of America	2,151,580	25.23%	1	Countrywide Funding Corp	127,580		3.60%	
2	Wells Fargo & Company	1,807,795	21.20%	2	GE Capital Mortgage Services	113,900		3.30%	
3	Chase	1,303,508	15.29%	3	Fleet Mortgage Group	100,900		2.90%	
4	CitiMortgage, Inc.	654,956	7.68%	4	Norwest Mortgage	100,100		2.90%	
5	Ally Bank	383,790	4.50%	5	Prudential Home Mortgage	80,300		2.30%	
6	U.S. Bank Home Mortgage	206,236	2.42%	6	NationBanc	77,580		2.20%	
7	SunTrust Bank	174,792	2.05%	7	Chase Manhattan Mtg.	74,220		2.10%	
8	PHH Mortgage	159,411	1.87%	8	Bank of America	62,310		1.80%	
9	PNC Mortgage	144,582	1.70%	9	GMAC Mortgage	58,940		1.70%	
10	OneWest Bank	112,000	1.31%	10	Chemical Bank	52,820		1.50%	
11	MetLife Bank N.A.	94,988	1.11%	11	Home Savings of America	49,500		1.40%	
12	Aurora Bank FSB	84,550	0.99%	12	Mellon Mortgage	45,700		1.30%	
13	Homeward Residential	82,829	0.97%	13	Great Western Bank	43,020		1.20%	
14	Branch Banking & Trust Company	80,858	0.95%	14	Citicorp Mortgage	40,900		1.20%	
15	Annaly Capital Investments	76,174	0.89%	15	Banc Boston Mortgage	39,650		1.10%	



16	Cenlar	75,000	0.88%	16	PNC Mortgage	37,550	1.10%
17	Dovenmuehle Mortgage, Inc.	70,000	0.82%	17	First Union Mortgage	37,270	1.10%
18	Fifth Third Bank	62,904	0.74%	18	Barnett Mortgage	32,970	0.90%
19	Flagstar	60,686	0.71%	19	Source One Mtg. Services	28,560	0.80%
20	HSBC Mortgage	59,375	0.70%	20	Wells Fargo Bank, National City	24,530	0.70%
总计		7,846,014	92.01%			1,228,300	35.10%

来源：Levine 2010 和 mortgagestats.com

美国的 MSR 市场在金融危机以后进入第二个阶段，即商业银行缩减规模甚至退出，非银行按揭服务商大举从银行手里收购 MSR，和银行平分 MSR 市场。2010 年以后，随着美国监管当局相继出台了各种监管法案和法规，特别是美联储签署了“巴塞尔 III”从而大大增加了银行保留大量 MSR 的资本要求以后，美国的 MSR 市场开始再次整合。银行开始逐步出售 MSR 以降低监管风险和提高资本充足率，而非银行按揭服务商由于不受“巴塞尔 III”的约束而得以大举进军 MSR 市场。他们从银行手里购买了大量 MSR，从而使美国的服务商行业和 MSR 市场发生了很大的变化。这一现象，本文还会在后面的“巴塞尔 III 的影响”一节予以介绍。

MSR 市场规模达到上百亿美元，是按揭市场的重要组成部分。两房由于在按揭资产证券化市场的主导地位而在 MSR 市场中占有重要的话语权。如果没有两房的同意，很多 MSR 无法转让。事实上，金融危机之后，由于私人机构发行市场的停顿，超过 90% 的资产证券化产品来自两房和吉利美。几乎所有不同规模的住房按揭金融机构，都将各自生成的按揭贷款卖给两房。许多地区性银行和社区银行在过去相当长的一段时间通过二级市场上出售新贷款，但保留按揭服务权。这种经营战略有诸多好处：

1. 由于这些银行大都将长期按揭资产（大都为 30 年期限固定利率）卖给两房而规避了利率风险。



- 保留服务权使得这些银行能够有一个获得稳定的服务费收入的来源，而这种稳定的收入来源在市场上具有一定价值。
- 利率的上涨会使得借款人通过再贷款来提前还款的概率降低，因此在当前低利率环境下，服务权的价值会随着将来市场利率的上升而上涨，从而部分抵消了利率上升导致的发放贷款收入的下降。

在美国，服务权价值可以有两种方法报价：1，按所服务资产池的未偿贷款余额的百分比；2，按服务商应该获得的净服务费的（服务费减去担保费）加权平均数的倍数。比如，如果净服务费是 25 个基点，而资产池的服务权益估值是 100 个基点，那么其报价就是 4 倍乘数。这个乘数实际上来自对未来收益的净现值（NPV）的计算，并考虑到预期的本金偿付，提前本金还款，和折现用的预期收益率，反映的是服务权益当前市场价格。下图 10 展示了 MSR 价值的计算方法。

图 10. MSR 计算方法展示

年	最初本金	服务费	附加和浮动	总营收	支出	税前净收入	现值
1	\$1,000,000,000	2,384,216	382,379	2,766,595	420,266	2,346,329	2,224,822
2	\$901,982,063	2,079,455	36,8383	2,447,838	366,996	2,080,843	1,787,724
3	\$773,761,846	1,778,846	321,383	2,100,229	325,191	1,775,038	1,380,488
4	\$661,445,358	1,519,635	27,9579	1,79,9232	287,645	1,511,587	1,064,171
5	\$546,740,580	1,297,380	243,377	1,540,757	251,298	1,289,459	821,722
6-30	\$0	7,094,703	1647,490	8,742,193	1855037	6887156	2,732,976
总共		\$16,154,235	\$3,242,609	\$19,396,844	\$3,506,434	\$15,890,411	\$10,011,904
主要假设							
提前还款速度 (PSA) : 200		服务年费 : 0.25%		服务成本 : \$75		税前折现率 : 10%	
估价 1	NPV(余额的百分比)	1.00% (= \$10,011,904 / \$1,000,000,000)					
估价 2	NPV	4.0 (= 1.00% / 0.25%)					

来源：Levine，2010

在金融危机之前，MSR 倍数一般为净服务费的 4 到 6 倍。但在最近几年，这个倍数在不断下滑（也就是说 MSR 的市场价值在降低）。这主要是因为以下几个因素造成的：



1. 监管要求的变化。联邦监管机构 FHFA 在金融危机后多次谈到要改革两房和吉利的按揭服务商收费模式，或者降低服务费，或者采用固定费用。这严重降低了服务权益价值。
2. 会计准则（包括巴塞尔 III）的变化造成 MSR 资本准备金的要求发生巨大变动。比如，巴塞尔 III 规定，MSR 估值不得超过股东权益的 10%，而在此前，这一比例可高达 90%（这一点我们在下面细论）。再比如，美国通用会计准则（GAAP）要求银行采用市价计算（mark to market）。由于 MSR 估值对市场利率非常敏感<sup>6</sup>，这一要求使得银行每个季度都不得不校订营运结果。一些按揭服务商退出市场，导致了 MSR 的需求降低。这些都直接导致一些主要银行，如美洲银行和花旗银行大规模消减按揭服务资产。

## 5.2 巴塞尔 III 的影响

美联储于 2013 年 7 月 2 号批准了“巴塞尔资本监管和市场风险最终准则第三协议”（简称“巴塞尔 III”）。根据这个协议，银行在计算一级资本（Tier 1 Capital）的时候只能使用按揭服务权收益价值的一部分。其中具体有以下三个要点：

1. 每笔按揭服务权收益不能超过银行普通股一级资本的 10%；超过部分必须从普通股中减去。
2. 所有按揭服务权收益，递延税收资产（deferred tax assets）和投资于非统一报表金融机构的普通股这三项相加的总和不得超过银行普通股一级资本的 15%。超出部分必须从普通股中减去。
3. 凡没有从普通股一级资本中减去的按揭服务权收益在 2017 年后将被给予 250% 风险权重。

### 图 11. 巴塞尔 III 对风险资本充足率的影响示意图

<sup>6</sup>服务权益的价值对利率的变化极为敏感。这是因为利率降低直接导致借款人提前还款的发生。而提前还贷意味着本金的提前偿付，从而导致服务收费的停止。由于这个原因，很多拥有大量服务权益的服务商往往会利用利率衍生工具，如利率互换和利率互换期权进行对冲以套期保值。具体论述可见 Aldrich 2000。





资产	现行准则		巴塞尔第三协议		
		风险权重	股东权益扣除		风险权重
现金	25,000	0%		25,000	0%
消费贷款	75,000	100%		75,000	100%
商业贷款	200,000	100%		200,000	100%
按揭贷款	175,000	50%		175,000	100%
按揭服务权收益	20,000	100%	-15,000	5,000	250%
其他资产	10,000	100%		10,000	100%
总资产	505,000			490,000	
负债					
存款	450,000			450,000	
其他负债	5,000			5,000	
股东权益	50,000		-15,000	35,000	
一级资本 (Tier 1 Capital)	50,000		一级资本(Tier 1 Capital)	35,000	
风险加权资产 (Risk Weighted Assets)	392,500		风险加权资产 (Risk Weighted Assets)	472,500	
风险资本充足率 (Risk-based Capital Ratio)	12.7%		风险资本充足率 (Risk-based Capital Ratio)	7.4%	

从上图 11 中看出，“巴塞尔 III”对按揭服务权的风险权重，以及服务权估价与一级资本比例的相关规定大大地增加了银行满足资本充足率的难度，从而增加了银行持有额外按揭服务权的成本，尤其增加了那些靠卖出资产却保留服务权的地区性银行和社区银行对按揭服务权的持有成本和资本充足监管风险。他们要么在卖掉服务资产的同时也卖掉服务权，从而失去客户关系；要么减少业务量。

由于“巴塞尔 III”只包含银行而不适用于非银行机构，从 2013 年开始，银行就开始向非银行服务商出售服务权收益。根据金融稳定监督理事会 ( Financial Stability Oversight Council ) 2013 年度报告，美国的商业银行和储蓄银行 ( thrifts ) 的按揭服务资产收益比 2008 年中期的峰值减少了一半以上。



从下图 12 中可以看出，在 2008 年第三季度排名前 10 位的住房按揭服务商里，到了 2014 年第三季度已经有 4 家不在前 10 排名之列。这 4 家有 3 家是地区性银行（PNC, OneWest, SunTrust）。2008 年服务资产排名在前 5 位的美国最大的四家商业银行（美洲，富国，大通，花旗），在 2014 年仍然在前 5 名。在金融危机中受冲击不大的富国银行和大通银行 2014 年的服务资产比 2008 年略有增加，而受金融危机冲击较重的美洲银行和花旗的服务资产分别缩减 60% 和 50% 以上。值得注意的是，在 2014 年的排名表新进前十的有 4 位是 2008 年金融危机以后崛起的非银行按揭服务商，其中由私募股权和对冲基金控股的国星按揭（Nationstar Mortgage）还挤进了前 5 名，排在第四，超过了花旗。其他 3 家里，Walter Investment Management Corp. 是私募股权和对冲基金，奥克文贷款服务公司（Ocwen Loan Servicing）和 Cenlar 是非银行贷款服务商。

根据“住房按揭金融内参”（Inside Mortgage Finance），仅在 2014 年一年时间里，非银行服务商奥克文和国星按揭的服务资产就翻了一翻。国星已经是排名第四，拥有 3779 亿美元的服务资产，占到第三大按揭服务商美国银行 7218 亿美元服务资产的一半以上。监管当局也开始关注“影子银行”的增长并多次表示了非银行服务商对金融系统风险的担忧。纽约州立金融机构局就对 2014 年一宗富国银行（Wells Fargo）向奥克文出售涉及价值达 390 亿美元服务资产服务权的交易进行了干预。即便如此，美国银行协会（American Bankers Association）仍然预计在未来两到三年里，银行将出售价值上万亿美元的服务权。

图 12. 美国住房按揭服务商服务资产 2008 年第三季度和 2014 年第三季度排名（单位：百万）

2014 年第三季度				2008 年第三季度			
排名	服务商	资产额	市场份额	排名	服务商	资产额	市场份额
1	Wells Fargo & Company	1,777,193	23.50%	1	Bank of America	2,012,100	26.00%
2	Chase	963,430	12.74%	2	Wells Fargo & Company	1,509,179	19.50%



3	Bank of America	721,832	9.55%	3	Chase	845,438	10.92%
4	Nationstar Mortgage	377,785	5.00%	4	CitiMortgage, Inc.	815,273	10.53%
5	CitiMortgage, Inc.	338,403	4.48%	5	Ally Bank (GMAC)	391,945	5.06%
6	U.S. Bank Home Mortgage	289,513	3.83%	6	PNC Mortgage	189,244	2.45%
7	Walter Investment Management Corp.	246,964	3.27%	7	OneWest Bank ( IndyMac )	172,000	2.22%
8	Ocwen Loan Servicing	239,204	3.16%	8	SunTrust Bank	156,809	2.03%
9	PHH Mortgage	226,036	2.99%	9	PHH Mortgage	148,714	1.92%
10	Cenlar	217,885	2.88%	10	U.S. Bank Home Mortgage	133,826	1.73%

来源：mortgagestats.com

“巴塞尔 III”对服务商的负面影响也会波及到消费者。这些不利影响具体表现为服务质量下降，获得贷款的难度增大，和贷款利率的提升。一些银行为了缩减运营规模而减少放贷，甚至不得不从按揭服务行业退出，这直接导致消费者面临更少的选择和服务。同时，由于“巴塞尔 III”提高了银行的资金成本，而这最终将由需要贷款的消费者来买单。加上其他危机后，监管部门推出的一系列规则，如合格按揭规则（Qualified Mortgage Rule），新的服务标准（new Servicing Standards），Regulation AB 等，地区银行和社区银行的日子就更加困难。

## 6. 数据管理和对服务商的监管

在美国，对金融和金融相关行业的监管侧重于对消费者的保护。1999年，美国会通过了GLB法案（Gramm-Leach-Bliley Act）。该法案从三个方面对消费者个人信息的使用进行了规范。



1. 金融隐私规则 - 该规则要求金融机构向消费者说明信息获取和共享的做法，同时规定了消费者有权对信息共享加以限制。
2. 保护规则 - 该规则要求金融机构制定安全法规来保护消费者个人信息的保密性和完整性。
3. 虚假借口规则-该法案禁止金融机构利用虚假借口和陈述来获取消费者的个人金融信息。

对服务商来说，一方面他们要向消费者披露有关信息获取和共享的政策，避免以不合法的手段获取客户私人信息，另一方面还要特别重视对数据安全性的管理，比如计算机系统的安全保护和服务场所的安全措施等。这对服务商的声誉有着不可忽视的意义。事实上，我们在上文服务商评级探讨中也讲述了服务商的信息系统和数据处理能力对评级的高低有着决定性的作用。比如惠誉的最高评级就要求服务商具有高度一体化的，灵活的信息系统和经常更新加强的，能满足各种不同要求的数据汇报能力。

金融危机后，2010年7月21日，奥巴马总统签署了多得-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)。这是自上世纪三十年代罗斯福总统对金融机构监管进行大范围改革之后的最重要的一次全方位监管改革，触及到了美国联邦金融监管机构和金融服务业的方方面面。其中，该法案在真实贷款法案 (Truth in Lending Act) 中对服务的要求作了修定。根据该修订，美国消费者金融保护局在2013年1月17日公布了新服务标准的“最终准则” (final rules)，对真实贷款法案的 Z 条款 (Truth in Lending Act (TILA, Regulation Z)) 中有关按揭服务的 3 大类作了修改，

1. 每期报表
2. 利率调整通知
3. 还款支付的及时登记以及对完全还款查询 (payoff request) 的及时回复



在“最终准则”里，消费者金融保护局还对多得-弗兰克法案中没有触及的“地产结算程序法案”的“X 条款”（ Real Estate Settlement Procedures Act (RESPA, Regulation X) ) 作了以下 6 个方面的修订，

1. 强制灾害保险的限制
2. 对借款人错误查询和信息查询的反馈
3. 建立合理的服务政策和程序来管理与借款人账户有关的信息的文件
4. 对逾期借款人的早期介入
5. 与逾期借款人的持续接触
6. 减损程序

另外，“最终准则”还包括根据多得-弗兰克法案的有关条款颁布的“还款能力”（ Ability to Repay ）规则和“合格按揭”（ Qualified Mortgage ）规则。“还款能力”规则要求按揭贷款方在决定贷款给消费者的时候要根据所核实的有记录的材料对消费者的还款能力作出合理的诚实的评估。“合格按揭”规则对某类按揭贷款，特别是那些在金融危机里伤害了很多消费者的有高风险条款的贷款，作出了限制。这两项规则并不是直接针对服务商，而是针对按揭贷款银行的，所以对服务商的影响是间接的。“最终准则”豁免了服务贷款量少于 5000 的小型服务商，并于 2014 年 1 月 10 日起生效。除了“最终准则”，美国各州还有自己的过往的和新发布的关于规范服务商行为的州规则。面对如此多的规则，服务商要想达到合规绝非轻而易举。尤其是“最终准则”，不仅要求每期报表内容更加广泛和细致，对逾期借款人信息方面的要求更加严格，而且要求服务商全面审查流程和报表框架以确保对“最终准则”的合规。对服务商来说，所有这些改变都得由计算机信息系统来支持执行，因而会相当耗时。美国的服务商行业或许会经历一场镇痛之后变得透明和高效，从而使消费者获得益处。但监管成本的上升也会最终被服务商转嫁到消费者的头上，消费者可能比以前更难获得贷款，或者在获取贷款时不得不付出更高的成本。

下面我们还是以奥克文按揭服务公司为例来探讨数据管理在服务商行业中的重要性。在 2010 年以前，奥克文还只是一个规模不大，专门服务次级按揭贷款的中小型服务商。从 2010 年开始，奥克文通过一系列的对 MSR 的收购，迅速地发展壮大，



一度成为美国第 6 大按揭服务商(<http://www.mortgagestats.com>)，同时也是美国最大的非银行按揭服务商。根据穆迪评级 2014 年 1 月的报告，奥克文的服务资产从 2010 年中期的大约 550 亿美元急剧上升到超过 5180 亿美元。它的服务资产组合中三大政府发起机构（房地美，房利美和吉利美）占到了 37.4%，超过了次级按揭资产 22.6% 的比例。就在这份报告中，穆迪一方面维持了先前它对奥克文次级按揭服务和特殊服务的 SQ2-评级，另一方面，因为奥克文通过收购大量的服务资产带来的不同服务平台的兼容整合问题，而将其置于准备降级的观察期。在穆迪发表了此报告的一年里，奥克文为了节约成本，迟迟不愿升级信息系统，更将 70% 的员工外包到印度以降低人工费用。由于服务平台不能有效地处理新收购来的政府发起机构的贷款种类，导致计算机信息系统频频出错，借款人常常收到过期的甚至是完全错误的账单，有些借款人的房屋莫名其妙地被告知长期欠款而予以拍卖。同时，消费者金融保护局 CFPB (Consumer Financial Protection Bureau) 收到大量对奥克文的投诉。根据 Bloomberg Business 2015 年 2 月 9 日的报道，从 2014 年 1 月到 2015 年 1 月，该局收到 6091 起对奥克文的投诉信，比上一年增加了 28%。而同一时期美国整个服务商行业的投诉数量比上一年减少了 11%。2013 年，奥克文因为遭到部分借款人集体诉讼，答应支付 21 亿美元的巨额和解金。最终，奥克文不得不将其先前收购的三大美国政府发起机构贷款资产的服务权予以安排出售。2015 年 1 月，穆迪将奥克文的次级按揭服务评级从 SQ2-下调到了 SQ3，将其特殊服务评级从 SQ2-下调到了 SQ3-。

## 7. 总结

综上，我们对服务商在美国资产证券化中的起源和作用做了系统介绍。资产证券化的发展需要一个成熟的二级交易市场，而将基础资产的服务与基础资产的交易相分离对资产证券化业务的规模化、专业化发展起到重要推动作用。在当前，中国资产证券化结构相对简单，还没有能够体会到服务商的意义。此外，银行在中国金融市场的强势地位和大而广的经营理念使得服务商专业化发展面临困难。MSR，这个在美国有上百亿市值的市场在中国并不存在。但随着巴塞尔 III 的实施，资产证券化市场参与者的增加，服务商和 MSR 市场会发生巨大变化。他山之石，可以攻玉。



研究和探讨美国证券化服务商的发展历史和其在证券化中的作用，对中国未来服务商行业和 MSR 市场在行业监管，消费者权益保护，投资人利益保护，市场的公平性和透明度，市场的有效性和资源的合理配置方面具有重大借鉴意义。

## 文献

Aldrich, Simon P.B. et al., A Capital Markets View of Mortgage Servicing Rights, Working Paper, 2000

Amherst Securities Group LP, Amherst Non-Agency Mortgage Market Monitor , 2013 年 7 月

Faye Ricci , The Adverse Impact of Basel III on the Retention of Mortgage Servicing Assets, Basel III, Mortgage Servicing, Regulation AB and Regulatory Developments, 2015 年 1 月 5 日

FDIC, History of 80s, <http://www.fdic.gov/databank/hist80>, 1997

FitchRatings, Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion - December 2014

Forbes, The Next Mortgage Mess: Loan Servicing? 2009 年 3 月 20 日

Kathleen M Howley, Ocwen CEO Vows to Shrink Servicer as Complaints Rise, BloombergBusiness, 2015 年 2 月 9 日

Levine, Jeffrey. M. Levine , The Evolving Market for Servicing Rights: a Review of the Many Factors Shaping the Value and Demand for Mortgage Servicing Rights , Mortgage Banking, 2010 年 11 月 1 日

Moody's Investors Service, Servicer Report, Structured Finance, 2014 年 1 月 22 日

Moody's Investors Service, Moody's Rating Symbols & Definitions, 2009 年 6 月

Pricewaterhousecoopers, CFPB Mortgage Servicing Standards, an Analysis of the Consumer Financial Protection Bureau's Real Estate Settlement Procedures Act (Regulation X) and Truth in Lending Act (Regulation Z) Servicing Final Rules, 2013 年 2 月



---

Standard & Poor's Rating Services, Servicer Evaluation Ranking Criteria: U.S.,  
RatingsDirect, 2004 年 9 月 21 日

Standard & Poor's , Revised Criteria For Including RMBS, CMBS, And ABS  
Servicers On Standard & Poor's Select Servicer List , Global Credit Portal  
RatingsDirect, 2009 年 4 月 16 日

(作者：郭杰群<sup>7</sup>)

## 研究目录：

1. 中国资产证券化的部分问题和发展方向- Asset-backed Securitization in China:  
Current Issues and Recommendations-----2015-01
- 2 . 债务长城：中国地方政府债务信用利差分析-The Great Wall of Debt: ThCross  
Section of Chinese Local Government Credit Spreads-----  
-----2015-02

---

<sup>7</sup>上海联和金融董事总经理，清华大学国家金融研究院兼职研究员，海淀区成府路 43 号清华五道口金融学院，  
邮编 100083，联系作者





- 
3. 资产证券化风险自留与豁免-美国经验及对我国政策的借鉴- Risk Retention and Exemption Rule in Securitization – the US Experience and Its Suggestions to the Chinese Securitization Policy-----2015-03
  4. 服务商在美国资产证券化中的作用及对中国的借鉴<sup>8</sup>- Servicers in asset-backed securitization – the US Experience and Its Suggestions to the Chinese Securitization Policy-----2015-04

---

<sup>8</sup>文章得到许多在美投行和对冲基金，以及国内的朋友帮助，包括高任远, Rachel Lu, Alex Wei, Vincent Zhu,张立等。但文中遗留缺点和错误，如果有，皆为作者之责



---

报 送:

---

联系人: 李易辰

邮箱: liych@pbcfsf.tsinghua.edu.cn

---