

“两房”与美国的住宅金融市场*

——兼论中国保障房融资机制创新

汪利娜

〔摘 要〕金融危机使“两房”和证券化倍受诟病。本文试图从历史、政治、经济、内生机制和外部市场环境等多个视角系统梳理美国住宅金融体制演变及“两房”和证券化的作用。通过梳理历史,客观评析了“两房”的创立对促进美国传统住宅金融向现代金融转变的积极作用,分析了网络经济泡沫破灭后金融市场环境和“两房”自身资产结构变化及诱发的危机的金融与实体经济因素,并着重剖析了后危机时代“两房”成为政府救市的工具运作机理和未来美国住宅金融市场改革的要点。最后提出我国保障房融资机制匮乏,应建立政策性住宅金融体系。

关键词:“两房” 住宅金融 证券化

JEL 分类号:G10 G21 G28

自美国金融危机以来,对证券化、“两房”的争议不绝于耳,2011 年 2 月 11 日美国财政部和住房与城市发展部(HUD)在《美国住宅金融体制改革的报告》中提出削减“两房”即“房利美”(FNMA)^①和“房地美”(FHMLC)^②的方案,似乎进一步佐证了都是“两房”惹祸的判断。但为什么在创建后相当长的时间里“两房”主导的证券化和住宅金融市场安然无恙,为什么德国、加拿大、澳大利亚、日本、韩国、印度和中国香港的住房抵押贷款证券化方兴未艾,各国殊途同归的选择是一种偶然还是一种必然?从历史与现实、政治与经济、内生机制与外部环境多个视角分析证券化和“两房”在美国住宅金融市场的作用,这不仅有利于我们认清美国金融危机的本质,也对我国住宅金融体制与保障房的融资机制创新具有借鉴意义。

一、美国传统的住宅金融市场与“两房”创立

在消费主导的美国经济中,个人消费支出占 GDP 的 70%左右,私人投资占 GDP 的 18%左右,而住房投资占国内私人投资的 34%和个人消费支出的 15%左右。住房不仅是“生产量”和“交易量”最大的经济物品,更是为“民生”所系,因此,成为政府干预较多的领域。自 20 世纪 30 年代经济“大萧条”以来,美国就通过多项立法,建立若干专门从事住宅金融服务的政府机构和“准政府”机

* 汪利娜,中国社会科学院经济研究所研究员。

① “房利美”的前身是应对经济大萧条于 1938 年 2 月成立的“重建金融公司 RTC”下一个子公司:华盛顿国民抵押协会(National Mortgage Association of Washington),后更名为联邦国民抵押贷款协会,1968 年依据《1968 住宅与城市发展法》,将联邦国民抵押贷款协会分拆为两个性质和职能不同的公司:一个是“吉利美”为政府全资公司,隶属联邦住宅与城市发展部(HUD);另一个是“房利美”具有 2.5 亿初始资本的私营股份制公司。

② “房地美”是依据《1970 年紧急住宅金融法》创建的,主要是为了向传统的住房贷款机构——储贷机构提供证券化服务,以满足流动性需求。其初始资本来自向联邦住宅贷款银行体系的 12 家地区联邦住宅银行发行 1 亿美元无投票权的普通股。

构(政府发起设立的私营企业,GSE^①),从而形成了独具美国特色的住宅金融体系。

在住房抵押贷款一级市场上,胡佛总统任期颁布了《联邦住宅贷款银行法(Federal Home Loan Bank Act of 1932)》,创建了由联邦住宅金融委员会、12家区域银行和现有8000多家会员银行参与的联邦住宅银行体系(FHLBs)。1934年,罗斯福总统颁布的《国家住宅法》成立了联邦住宅管理局(FHA)和1944年成立了退伍军人管理局(VA),专门为中低收入家庭和退伍军人购房提供100%的抵押贷款保险,并通过对借款人的收入、所购房屋的总价、房价收入比和贷款上限等严格的管制,以防止公共资源被滥用。在住房抵押二级市场上,政府直接出资成立的“吉利美”(GNMA),并通过立法发起设立了两大私营股份制企业(GSE)。最初,这些机构的职能类似住宅金融市场上的“最后贷款人”,通过购买银行的住房贷款向市场注入流动性。

然而进入20世纪70年代,两次石油危机使美国经济陷入前所未有的“滞胀”,面对利率在4%~14%之间的剧烈波动,存款金融机构为打破《1933年银行法》对其业务范围、利率上限和不能跨地区设立分支机构的多种管制,掀起了金融创新的第一次浪潮,大额存单(CD)、可提取的存款账户(Now Account)、自动转账账户(ATS)等新的金融产品应运而生。在金融产品创新的同时,机构创新更引人注目。《1970年银行持股公司法》促进了银行持股公司的发展;信息技术的普及与应用促进了电子银行的发展,从而打破了对银行跨区经营的限制;资本市场的发展更使众多非存款金融机构,如共同基金、抵押公司获得了低成本资金,开始与存款金融机构在住宅抵押市场上激烈竞争。储贷机构(S&L)曾是美国住宅市场上的佼佼者,占个人住房贷款市场份额的60%左右,但在利率波动和金融创新的大背景下,借短贷长和“脱媒”使其陷入了前所未有的危机,20世纪80年代的储贷危机使美国2000多家储贷机构陷入破产倒闭困境。

也正是在美国金融创新的浪潮中,1970年“吉利美”率先推出的第一只抵押贷款证券(MBS)、“房地美”紧跟其后于1971发行了标准的抵押贷款证券,亦称转手抵押贷款证券(pass-through MBS)、“房利美”虽排行老大,直到1981年才推出公司第一只MBS。1984年《二级抵押市场增强法案(SMMEA)》和为解决破产储贷机构的剩余资产,进一步促进了住房抵押贷款证券化的发展,此后,各种抵押贷款证券和资产证券便层出不穷的被创造出来了。

20世纪90年代,伴随着经济全球化、金融全球化,“两房”的债券开始步入国际舞台。1994年“房利美”率先在全球主要金融市场上发行全球债券(Global Debt Facility)。最初是在欧洲通过卢森堡股票交易所发行英镑和马克记值的便利债券,1997年6月,房利美首次发行了10亿澳大利亚元全球债,1997年7月首次发行了15亿以港元记值(约1.94美元)的全球债,此后,各种以英镑、马克、日元、澳元、港元、欧元计值的长期、短期固定利率、浮动利率或无息的“两房”债券风靡全世界。1999年1月欧元在欧盟开始启动,欧元走低和欧洲金融市场的不确定性助推大量国际资本向美国金融市场转移,“两房”债券信用好、收益高于政府国债使之成为众多国际投资者争先购买的优质资产,由此将全球资金引入了美国的住房市场,成为美国人实现“住房梦”的超级提款机。

可以说在1934~2000年间,这种政府主导的住宅金融市场模式,即在一级市场上为中低收入者提供担保,在二级市场上通过证券化向银行提供流动性支持,对美国住宅金融和住宅市场发展产生了不可低估的促进作用:第一,有效地改善了国民购房的借贷条件,将首付比率从传统的40%~50%降至20%以下,将浮动利率、短期贷款转变为固定利率30年长期贷款,有效提高国民购房可支付能力。第二,促进了住房抵押贷款的规范化和标准化,银行要想出售抵押贷款必须遵守“两房”贷款收购的相关标准,包括贷款上限、首付、期限、信用评分等。第三,改变了银行集贷款发起、持

① 政府发起设立的企业(GSE)指按政府特定的法律成立的、为公共目标服务的私营股份公司。美国目前有五大政府发起设立的企业:农户信贷公司、房利美、房地美、联邦住宅贷款银行体系和学生贷款市场协会。

有、贷款回收和服务为一身的传统经营模式,银行可以通过出售贷款、证券化将风险转移给金融市场上的众多投资者,促进了间接融资向直接融资和结构性融资的转变,从而将全美乃至全球的资金引入与美国的住宅领域,有效降低了融资成本,扩大了资金来源。如果说蒸汽机的发明引发的是一场工业革命,那么住宅金融领域的创新则帮助美国走出 20 世纪 30 年代的经济大萧条,满足了第二次世界大战之后婴儿潮和退伍军人的住宅消费需求,完成了城市化从向大城市聚集到向城市郊区化的转变,使美国的住宅自有率从 1940 年的 44% 提高到 1976 年的 65% 和 2000 年的 67.4%,人均住房面积 65 平方米,且物美价廉(一套独户住房销售价格中数不过 20 万美元左右),功能齐全,这些在许多发达市场经济国家都是不多见的。

二、网络泡沫破灭后住宅金融市场与“两房”

然而 2001 年网络经济泡沫的破灭结束了美国 1993~2000 年持续 8 年 GDP 年均 4% 的强劲增长。为避免经济滑坡,鉴于住房在私人投资与消费中的重要地位,刺激房市再次成为布什政府启动经济的理想选择,也是政治上赢得选票的重要筹码。在美联储连续 13 次降息和政府税收减免多项政策刺激下,住房投资再次成为拉动经济增长的亮点,但与此同时住宅金融市场也发了许多鲜为人知的变化,突出表现在以下五个方面。

(一) 高风险住房贷款剧增

在住宅抵押一级市场上,当大数美国中产阶段已拥有住房时,向低收入、少数族群倾斜,为他们购房提供融资便利导致次贷、Alt-A 和房屋权益贷款(HELS)等高风险贷款开始大行其道。

次贷即次级抵押贷款,是指向信用记录较差,信用评分在 620 分以下的独户住宅借款人发放的贷款^①。Alt-A 贷款是指借款人信用史料不全、或有信用瑕疵的独户住宅贷款。房屋权益贷款(HELS)是以房产净值为抵押获得第二抵押贷款或其他消费信贷的产品,它可以帮助房产所有者将不动产变为可流动的资产,如现金、支票和储蓄存款,用于支付其他消费支出。这些高风险贷款都有以下特点:(1)贷款首付低、甚至是零首付,且月供与收入之比较高。(2)少数族群占比高。(3)多为浮动利率贷款,或只支付利息,或一次性大额还款。(4)家庭负债过高与收入、资产比例失调。(5)拖欠率和取消抵押赎回权比率较高。

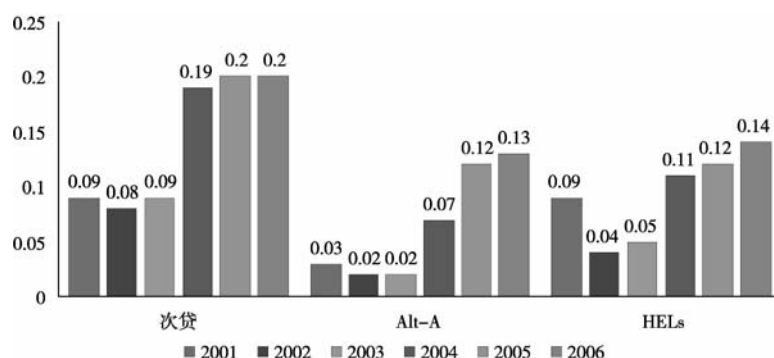
在贷款利率持续下降和房价不断上涨的背景下,许多低中收入者希望以房产作为“现金奶牛”,并通过房产增值和房屋权益贷款获得更多的消费信贷。正是在“现金奶牛”的诱惑下,越来越多低收入者开始涉足次贷等高风险贷款。据 HUD 对丧失抵押品数量攀升的分析报告显示,2001~2006 年间,上述高风险贷款占每年新增贷款的比重从 17% 上升至 47%(见图 1)。此外,还有只付利息贷款、40 年汽车贷款和选择权可调整利率贷款^②等其他高风险贷款充斥住宅抵押市场。

(二) 贷款机构结构的变化

在抵押一级市场上,传统的贷款人多是存款金融机构。但今天的贷款人按其资金来源可分为三类:零售商(存款金融机构)、批发商(抵押贷款公司)和代理商(经纪人)。多年来商业银行占新增抵押贷款市场份额的 20% 左右;储贷机构的市场份额从 1976 年最高时占 65% 逐步降至 20% 左右;“脱媒”促使大量非存款机构快速成长,抵押贷款公司的市场份额从 20 世纪 70 年代的 14% 提高至

① 按照美国的信用评级公司(FICO)个人信用评级标准,个人信用可分为五等:优为 750~850 分,良为 660~749 分,一般为 620~659 分,差是 350~619 分,不确定是 350 分以下。次级贷款的借款人信用评分多在 620 分以下。

② 选择权可调整利率贷款(option ARM)指借款人可选择只付利息、最低还贷额或传统的可调整利率贷款。



资料来源: HUD Report to Congress on the Root Causes of the Foreclosure Crisis, Jan 2010.

图1 2001~2006年高风险贷款占新增个贷市场份额

如今 60%左右。随着抵押贷款的证券化和电子信息技术的发展,传统的贷款申请、审核、发放需要详尽的信用史资、房产评估、就业信息、资产状况、规范的程序,如今可以在网上一键搞定。如 2000 年在线审核发放的抵押贷款(on line loans)为 1250 亿美元,2002 年达到 8688 亿美元,增长了 6.9 倍,这使得以往从不发放住房贷款、只为购房者与银行牵线搭桥经纪人摇身一变成了贷款的发起人,1987 年这类经纪人只有 7000 多人,2006 年达到 53000 人,增长了 7 倍多。^①

抵押贷款公司、经纪人这些无严格监管的“影子银行”要想把贷款推销出去最好的办法就是让更多的人负债,在利益的驱动下,掠夺性贷款(predatory lending)不可避免的发生。所谓掠夺性贷款可以归纳为:(1)贷款人向借款人恶意推销贷款。(2)贷款推销中有寻租行为,如从中获得佣金以外的其他收入。(3)强行推销中有误导和欺诈行为。(4)以各种手段诱使借款人在对借款条件了解不充分的情况下,被动接受贷款。(5)贷款合约条款含糊不清使借款人没有可诉诸法律的把柄。由于许多次贷的借款人有受教育水平低、金融知识匮乏,信息不充分,搜寻最佳贷款意愿小、成本高的特点,因此,一些经纪人向他们推销了许多高成本、甚至一辈子还不清的贷款。

(三)证券化主导机构和市场结构变化

在传统的住房抵押二级市场上,政府发起设立三大证券化机构企业——吉利美、房利美和房地美是住房抵押二级市场的主导者,合计占市场份额的 90%以上,吉利美的主要职能和业务范围是为私营金融机构发行 FHA、VA 担保的抵押贷款证券提供担保,自己既不购买抵押贷款,也不发行证券。两房业务范围:除部分购买 FHA 和 VA 担保的住房抵押贷款外,还经营各类合格的常规住房抵押贷款的证券化业务。所谓常规住房抵押贷款多是指无政府机构担保、贷款价值比 80%、固定或可调整利率、期限 25 年以上独户和多户贷款的抵押贷款。合格的抵押贷款(conforming loans)指贷款规模不超过政府规定的上限(因户型和地区有所不同,并根据市场变化逐年调整,如 1990 年、2001 年独户合格贷款上限分别为 18.7 和 27.5 万美元,2007 年提高到 41.7 万美元)。此外,抵押物是家庭的主要住宅(prime residence)而非第二套住宅,享有抵押优先权,贷款价值比超过 80%的部分需有私营抵押保险,借款人有稳定的工作和收入,月供家庭收入比为 28%,月供与收入比不超过 36%等。

在证券化起步阶段,FHA 和 VA 担保的抵押贷款仅占房贷市场份额只有 10%左右,私营证券化机构多从事无政府担保的大额房贷(jumbo loan),产品结构复杂、信用等级低、风险大的特点,使其证券化市场份额也十分有限,而“两房”经营的合格常规抵押贷款的市场规模大、地域分

^① 资料来源: HUD Report to Congress(2010): *On the Root Causes of the Foreclosure Crisis*.

布广泛的特点,加之政府的多种优惠政策:(1)其发行证券可免去联邦证券交易委员会和州监管机构的审批。(2)公司发行的标准抵押贷款证券或转手证券被视为无风险投资工具,各金融机构可无限持有,并可作为联储和联邦住宅贷款银行体系的借贷的担保品。(3)公司在必要时可获得财政部最高 22.5 亿美元的资金支持。(4)联邦储备银行的记账系统可为两大公司的证券提供发行、清算服务。(5)公司经营范围不受州界和地域的限制,不需地方监督部门的认可和批准。(6)公司在依法留足资本金后,经营收入归股东所有等等,这些都为“两房”主导住房证券化市场奠定了基础(见表 1)。

表 1 各机构占住房抵押贷款证券发行市场的份额(单位:%)

	1980	1985	1989	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
吉利美	85%	40%	27%	25%	9%	25%	24%	18%	19%	19%	14%
房利美	0%	21%	33%	37%	14%	37%	35%	37%	39%	38%	42%
房地美	10%	34%	34%	28%	73%	29%	27%	29%	30%	30%	31%
私营机构	5%	5%	7%	9%	4%	9%	15%	16%	12%	13%	13%

资料来源:Housing Finance in US: the Transition of US Housing System, The Joint Center for Housing Studies, Harvard University.

但网络经济泡沫破灭后,实体经济投资亮点匮乏,房地产市场红火,零首付、低利率、融资便利、税收激励,导致次贷等高风险贷款泛滥。1994 年美国的次级贷款发放量只有 350 亿美元,仅占当年住房抵押贷款发起额的 4%,2005 年最高时达到 6550 亿美元,占当年房地产抵押贷款发起额的 21%。这为私营机构大举进入住房抵押证券市场提供了机遇。20 世纪 80 年代,私营机构抵押贷款证券发行额和余额占市场份额不足 5%,20 世纪 90 年代占市场份额 10% 左右(见表 1)。然而在 2001~2007 年,其 MBS 发行额快速上升。2001 年其发行额占市场份额的 19.7%,2006 年最高时占市场份额的 56%,与此同时,“两房”MBS 的发行的市场份额则从 67.5% 降至 39.9%。2007 年次贷危机爆发后私营机构 MBS 发行额占比降至 34%(见图 2)。

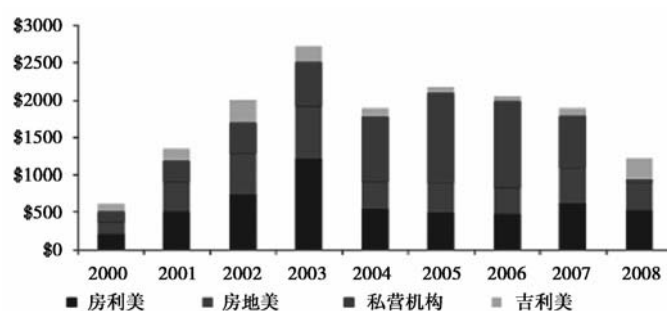


图 2 2001~2008 年住房抵押贷款发行市场结构

(四) 证券化产品的变化

在资产证券化的起步阶段,“两房”主导的证券化产品多是以合格常规住房抵押贷款为基础发行的标准 MBS,即转手抵押贷款证券和 CMO 和 REMICS 多级抵押贷款证券。但随着私营机构大举进入,以次贷、Alt-A、HELS、一次性支付大额贷款和选择性可调整利率贷款等高风险贷款为基础发行的住房抵押支持证券(RMBS)、资产支持证券(ABS)和抵押债务证券(CDO)不断的被创造出来。特别是 CDO 通过对资产组合进行拆分,按其质量、品种、存续期、收益率和风险等切分为优先档、中间档、低档和权益档等上百个部分,混杂质次的基础资产、过度复杂的证券化结构使投资

者无法依据资产“原有价值”对风险做出判断,只能依赖似是而非的“评级”。而信用违约互换(CDS)更是一种有没有任何抵押资产完全基于信贷资产组合的双边金融契约,即买卖双方通过支付信用保护费以规避信用损失和监管的资本要求。当复杂的证券化产品与信用衍生工具结合,持有抵押债券的金融机构可以与其它信用保护卖方签订 CDS 辗转反复衍生出大量证券,也衍生出大量复杂难以识别的风险。监管的缺失、信用评级机构的误导“把本来只是垃圾的产品,经过拆分切割贴上高等级的标签,卖给了投资者”。而止损机制匮乏将单一产品和机构的信用风险成倍的放大,在房价大跌、利率走高等宏观因素的作用下演变成了系统性金融风险。

(五) “两房”资产结构的变化

面对市场上充斥着大量的次贷和私营机构的竞争,“两房”为维系其市场规模、霸主地位、股东利益,也为遵循政府“提高可支付能力,向低收入、少数民族倾斜”的住房政策目标^①,在住宅金融市场上也购买了一定数量的非传统的常规抵押贷款(Alt-A、OptionARMs 和 Interest Only)和私营机构以次贷等高风险贷款发行的证券。据监管机构的相关报告,2001~2007 年间“两房”购买的私营机构的证券分别为 279 亿美元、667 亿美元、1031 亿美元、2119 亿美元、2213 亿美元、1800 亿美元和 1136 亿美元,这使得“两房”资产结构发生了重大变化。“两房”资产主要有两大类:(1)住房抵押贷款资产,占总资产的 80%以上,这包括持有的抵押贷款和抵押贷款证券。(2)其他类投资,包括各种有收益债券和衍生品投资,占比较低。从表 2 可以看出 2004 年以后“两房”购买的私营机构证券占其持有证券的比重不断上升,占到抵押证券投资的 20%以上。

表 2 “两房”主要资产及资产结构变化(单位:百万美元)

房利美						房地美				
年份	总资产	房贷资产占比	其中：			总资产	房贷资产占比	其中：		
			抵押贷款占比	抵押证券占比	私营机构证券占比			抵押贷款占比	抵押证券占比	私营机构证券占比
1994	272508	81%	77%	23%	0%	106199	69%			
1995	316550	80%	68%	32%	1%	137181	79%			
1996	351041	82%	59%	42%	1%	173866	79%	34%		
1997	391673	81%	51%	12%	14%	194597	85%	29%		
1998	485146	86%	37%	62%	8%	321421	80%	22%	77%	9%
1999	575308	91%	29%	72%	8%	386684	84%	18%	83%	12%
2000	675224	90%	25%	75%	7%	459297	84%	15%	85%	11%
2001	799948	88%	24%	77%	5%	641100	79%	12%	86%	10%
2002	904739	91%	39%	58%	6%	752249	78%	11%	85%	14%
2003	1022275	90%	43%	56%	9%	803449	82%	9%	89%	18%
2004	1020934	91%	43%	56%	21%	795284	84%	9%	89%	28%
2005	834168	88%	50%	50%	23%	806222	88%	9%	91%	36%
2006	843936	86%	53%	48%	28%	804910	87%	9%	91%	35%
2007	882547	82%	56%	45%	29%	794368	89%	12%	90%	34%
2008	912404	84%	56%	47%	23%	850963	88%	15%	93%	27%
2009	869141	86%	56%	47%	21%	841874	85%	19%	86%	27%

资料来源:依据 FHFA Annual Report to the Congress 各期整理。

① 依据《1993 年联邦住宅企业金融安全和健全法(Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act)》,两大企业每年购买的抵押贷款中,低收入、少数居民聚集地区和低收入多户出租房屋贷款应占一定的比例,以服务于政府的住房政策目标。

当住宅市场繁荣时,私营机构发行的证券,通过外部和内部信用增级也可被评为 3A 级债券,“两房”从中获得不菲的收益。但 2007 年次贷危机浮出水面后,7 月标准普尔下调了次贷债券的信用评级,原来人们争相购买、持有、收益可观的优质资产转瞬间成了一钱不值的垃圾,“两房”因购买有毒资产,资产质量下降,使公司蒙受巨额亏损,并陷入破产的边缘。

上述分析表明:此间美国住宅金融市场环境及“两房”自身的变化对实体经济和金融危机的产生了不可低估的影响:(1)次贷的泛滥导致基础资产质量下降。这违背了传统审慎借贷的“3C”的原则,即对借款人基本特征(character)、还贷能力(capability)和抵押物(collateral)严格审查,为次贷危机埋下了隐患。(2)次贷诱发居民过度负债。宽松的借贷条件在启动消费的同时刺激居民部门的负债快速增长。1980 年全美住房抵押贷款余额为 1.1 万亿美元,占 GDP 的 39.8%;1990 年为 2.9 万亿美元,占 GDP 的 50%;2000 年为 5.5 万亿美元,占 GDP 的 55.4%;2008 年达到 11.9 万亿美元,占 GDP 的 84.5%。如果将其他消费信贷计算在内,我们可以发现:自 1990 年代中期居民部门负债总量和增速上开始持续超过企业和政府部门(见表 3)。

表 3 美国的负债结构及负债增长率

年份	负债结构			年均增长率		
	居民部门	企业部门	政府部门	居民部门	企业部门	政府部门
1974-79	34%	38%	29%	13%	10%	12%
1980s	33%	37%	30%	10%	10%	12.5%
1990s	35%	32%	33%	7%	5%	3.8%
2000-2007	42%	34%	23%	10%	7%	6.2%
2008	41.2%	33.1%	25.6%	0.4%	4.8%	13.2%

资料来源:美联储资金流量表。

更重要的是过度的负债没有足够的收入做支撑,居民负债与可支配收入比从 1980 年的 77% 上升至 2007 年的 137%,且负债的增速远远大于可支配收入的增长(见图 3)。

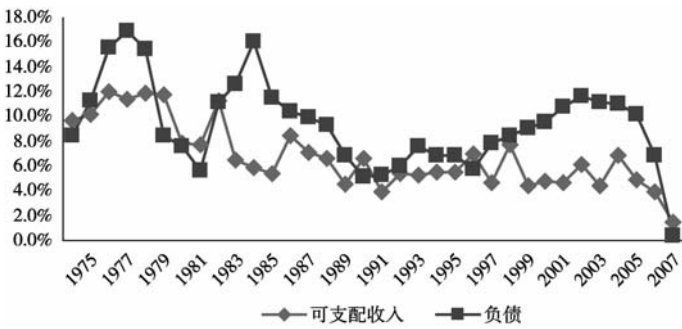
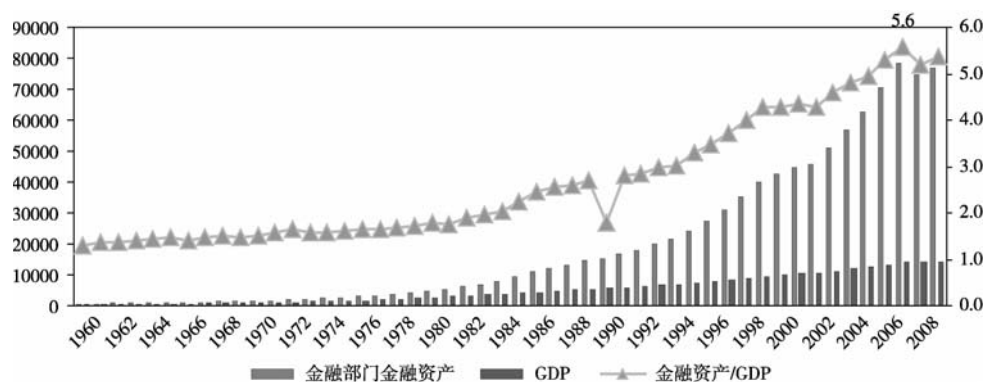


图 3 家庭可支配收入与负债增长率

(3)金融过度膨胀脱离了为实体经济服务的根本。在住房证券化的浪潮推动下,2000 年全美抵押贷款证券余额首次超过国债成为债券市场上第一大债券,在 2000~2008 年间,抵押贷款证券余额从 3.5 万亿美元增长至 9.2 万亿美元,增长 2.4 倍;如果按 11.9 万亿的住房抵押贷款的余额来计算,这意味着 79.3%住房抵押贷款都被证券化了。以住宅权益借款等发行的资产支持证券余额从 1 万亿增长至 2.6 万亿美元,增长 2.6 倍。可以说,证券化在开辟多元融资渠道,促进美国住宅金融从以银行体系为主向金融市场为主转变的同时,也因次贷证券化和过度证券化诱发了银行道德

风险和信用的泛滥。而由此引发的过度创新使金融业从一个服务业变成了一个脱离实体经济自我膨胀、自我发展的赢利机器。从美国金融业的金融资产规模来看,1985 年之前,金融业金融资产规模不足 GDP 的 2 倍,1998 年达到 GDP 的 4 倍,2007 年危机前爆发前上升至 GDP 的 5.6 倍(图4),显然金融业的增长速度和资产规模远远大于实体经济。而当工资和奖金占到金融业成本的 30~70%,就会促使金融业敢于挺而走险谋取暴利,高杠杆运作、过度负债和不良治理就为危机埋下了种子。



资料来源:美联储资金流量表。

图4 美国金融业金融资产与 GDP 变化 (单位:10 亿美元)

三、后危机时代的“两房”与住宅金融市场重建

2007 年次贷危机爆发后,“两房”财务状况恶化,公司股票价格跌破 1 美元,鉴于“两房”在住宅金融市场上举足轻重的地位,其持有的贷款和抵押证券余额高达 5.23 万亿美元,占全美房贷余额 11.9 万亿美元的 44.3%,诸多金融巨头 (Bank of America, US Bancorp, PNC, Wachovia, Wells Fargo, JP Morgan, ING, Citibank)和众多外国投资者都重仓持有约 1.5 万亿“两房”债券,这迫使政府于 9 月 7 日以前所未有的果断和魄力接管了“两房”^①,并由此拉开了美国住宅金融体系改革和市场重建的大幕,具体包括:

(一)成立了一个新的、世界级的住房金融监督机构——联邦住房金融局(FHFA)

由此取代“两房”的前监管机构(联邦住宅金融企业监管办,OFHEO)。依据布什总统于 2008 年 7 月 30 日签署的《住房和经济复兴法(HERA)》中的《联邦住宅金融监管法(Federal Housing Finance Regulatory Act)》,将“两房”和 12 家联邦住房银行全部纳入其监管范围^②。这 14 家政府发起设立的住房金融企业掌控着全美 6.7 万亿美元的住房贷款,远远超过了公众持有的政府国债。

(二)“两房”成为政府维系住宅金融市场稳定和实施救赎计划的重要工具

2007 年次贷危机爆发后,诸多金融机构倒闭,私营机构抵押贷款证券更是一蹶不振,发行额从 2006 年的 9174 亿美元跌至 2008 年的 450 亿美元和 2009 年的 319 亿美元。“两房”被政府接管后,财政部与“两房”签署了购买公司优先股的协议^③,适时向“两房”注资 1000 亿美元,后提高至

① 资料来源:Statement of James B. Lockhart Director of FHFA before the senate committee on Banking, Housing and Urban Affairs on Sep. 26, 2008.

② 资料来源:www.ofheo.gov “immediate release”.

③ 资料来源:U.S Treasury Department “The Senior Preferred Stock Purchase Agreements, SPSPAs”, Sep. 7, 2008.

2000 亿美元,并获得为政府的供信用支持(Government sponsored enterprise credit facility, GSECF),即由联储接受“两房”以合格的担保品为抵押,获得政府的信用支持。这使“两房”可以坚守主业,继续收购个人住房抵押贷款,向市场注入流动性;继续发放抵押贷款证券,发行额从 2006 底谷时的 1.2 万亿美元提高至 2009 年的 1.9 万亿美元,以维护了市场的信心。

此外,“两房”成了政府实施大规模的救赎计划的主导机构。依据《房屋所有人希望法(Hope for Homeowner Act of 2008)》和《防止取消抵押赎回权法(Foreclosure Prevention Act of 2008)》,计划帮助 40 万濒临破产的购房者和 400 万~500 万还贷困难的家庭免遭失去房产的厄运。2009 年 2 月奥巴马政府推出“住房可支付计划(Making Home Affordable Plan),将救赎计划具体化为:(1)实施住房可支付再融资计划(Home Affordable Refinance Program, HARP),允许房产-贷款价值比(LTV)不超过 125 的借款人通过再融资,缓解还贷压力。(2)实施住房可支付贷款修正计划(Home Affordable Modification Program, HAMP),帮助借款人修改还贷计划,以降息(最低可降 2%)和延长贷款期限(延长 480 个月)等多种方式提高还贷能力。此外,对无力偿还贷者允许暂时将房产出售给服务商,以减轻债务负担。由于“两房”在多年的市场运作中与贷款机构、贷款服务商形成了完善的运作体系,健全的机制和自身持有约 50%市场份额的抵押贷款,这为政府实施救赎计划提供了便利。在 2008~2010 年间,“两房”为 43.2 万个借款人提供了再融资服务,其中 40.9 万笔贷款的 LTV 在 80%~105%,2.8 万笔贷款的 LTV 在 105%~125%。“两房”还通过修改借贷条件、允许借款人自制还贷计划、冲销等多种方式,帮助为 160 多万户居民避免取消抵押赎回权的发生。“两房”大规模救赎计划不仅改善了购房者还贷能力,也降低了“两房”持有贷款的坏账率和信用亏损,进而维系了美国住宅金融市场的流动性、稳定性和贷款购房的可支付性。

(三)开启美国住宅金融市场改革与重建的序幕

2011 年 2 月,美国财政部和住房与城乡发展部依据奥巴马总统新签署的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,向国会提交了《美国住宅金融市场改革报告》,提出了未来住宅金融体系改革的基本框架,其要点如下:

1. 重塑住宅金融市场私营资本的主导地位。(1)通过调整“两房”收购抵押贷款条件(提高首付比率不得低于 10%,下调整合格抵押贷款的上限)、减少投资资产组合的规模、提高证券化贷款的担保费,逐步削弱“两房”在抵押市场上的作用,让房屋的买卖、借贷投资、风险承担回归私营资本主导的市场行为,将政府责任限定于市场监管和消费者保护。(2)增强联邦住房管理局(FHA)的作用。FHA 应坚守向中低收入和第一次购房者提供贷款担保,同时上调担保费 25 个基点和 FHA 的资本储备帐户,提高自身的抗风险能力。(3)加强联邦住房贷款银行(FHLB)对中小金融机构的支持。FHLB 现有 8000 多个会员,且多是中小存款金融机构,其主要职能是向会员银行提供流动性,但与“两房”一样应限制其资产投资组合的规模。随着政府发起设立的企业“两房”和 12 家住房贷款银行市场份额的下降,私营资本将恢复其主导地位,以减轻纳税收入人的负担。

2. 恢复住宅金融市场的信心和统一规范。(1)强化消费者保护。新成立的消费者金融保护局(CFPB)将严格执法,杜绝不公平、信息不充分、高成本和掠夺性借贷。CFPB 还负责制定统一的金融服务规则,鼓励公平竞争,让消费者享受到公平、透明和多样化的金融服务。此外,贷款人需按 CFPB 的规定,严格贷款承销标准。负责任的按借款人的收入、信用史料、就业状况,提供贷款服务,以确保借款人有足够的偿还能力。通过强化对消费者的保护,恢复公众和投资者对支离破碎的住宅金融市场的信心。(2)提高证券化链条的透明度和问责机制。鉴于证券化仍将在住宅金融市场上发挥重要作用,强化其问责机制和风险分担机制势在必行。贷款人和证券化机构在出售证券化产品时,需自己承担 5% 的信用风险,这一改革将改善贷款发起人、证券化机构和投

投资者的之间利益与风险分担机制。证券交易委员会(SEC)将严格依据《多德—弗兰克法》强化证券化产品的信息披露,让监管者和投资者了解资产组合的质量与风险。此外,SEC还将建立一个信用评级办公室加强对信用评级机构的监管,包括评级的方法和信息披露的透明度及质量。(3)提高资本充足率。依据《巴塞尔新资本协议》,所有银行将提高资本充足率,以应对经济衰退、房价下跌和各类经济冲击的风险,以维系金融体系和国民经济的安全和稳定。(4)强化金融监管。《多德—弗兰克法》成立的金融稳定监管委员会(FSOC)对所有金融机构进行全面监管,以消除监管漏洞。取消储贷机构监管办公室,由货币监理署对储贷机构进行监管。(5)完善抵押贷款服务与取消抵押赎回权的程序。建立全国统一的贷款标准和服务商激励机制,更好的为借款人服务,减少违约和取消抵押赎回率。

3.构建可支付住房体系,为全体美国人提供多样化的可支付住房服务。可支付住房政策目标有两大内容:(1)鼓励信用记录好、还贷能力强者购买和拥有住房。(2)为中低收入者提供可支付的租赁性住房。因此,未来的改革一方面要加强FHA对中低收入、第一次购房者提供信用担保,另一方面要增加可支付租赁房的供给,以避免次贷危机的重演。这一点似乎与我国保障房建设中鼓励发展公共租赁房的政策不谋而合。

综合分析后危机时代美国住宅金融市场的变化、“两房”的作用和未来的改革方案,可以看到:尽管人们对“两房”和证券化的微词颇多,如私营企业享受过多过优惠政策有碍市场公平与竞争,政府承担风险,股东分享利润等,但不可否认的是无论在住宅抵押二级市场的创立初期还是2007年次贷危机爆发后,“两房”始终是政府实现住房政策目标的重要抓手,对维系住宅金融市场的流动性、稳定性和可支付性均产生了不可低估的作用。未来美国的住宅金融体制改革将适时削弱“两房”的主导地位,但并不是取消,且对政策性金融机构改革也是有增有减(“两房”要适度削减,但FHA要进一步增强),而证券化仍将在住宅金融市场发挥其作用。这一改革思路再一次表明:世间没有十全十美、一成不变的住宅金融体制,政策性住宅金融也不例外。与时俱进的改革政策性住宅金融体制,充分发挥其正外部性,消除其负外部性,不断的兴利除弊,将增强市场效率和政府住房政策目标公益性有机的统一结合,这正是住宅金融体制不断创新与发展的动力。

四、中国保障房融资机制探索与思考

2011年是我国第十二个五年计划(“十二五”)开局之年,也是保障性住房大规模建设之年。按中央决策,2011年计划兴建1000万套保障性住房的计划,预计资金投入需要1.3~1.4万亿元,且未来五年计划兴建3600万套保障性住房,如此大规模的保障房建设使得融资成为一大难题。目前我国保障房建设主要有六大资金来源,包括中央地方政府财政资金、土地出让收入、地方投融资平台、住房公积金增值收益、商业银行贷款和保障房出售出租回收的资金。尽管来源很多,但其融资规模和可持续性都令人置疑。

(一)政府财政资金和土地出让收入

据财政部公布《2010年全国财政支出报告》,住房保障支出2376.88亿元,占全国财政支出的2.6%,主要用于支持保障性安居工程建设,推进保障性住房建设和棚户区改造,加快推进农村危房改造和游牧民定居工程,改善城乡困难群众居住条件。2011年中央财政预算拟安排保障房建设补助资金1330多亿元,再加上地方政府配套资金,与1.3万亿的资金需求相比仍是杯水车薪。土地财政作为一种预算外收入其不可持续性也是显而易见的:首先,这是一种寅吃卯粮,一年吃掉十年子孙饭的短期行为。其次,各城市规划区内土地资源是有限的。再次,房地产市场冷暖变化都会影响土地出让的收益的稳定性和可持续性,而地方政府在多种利益驱动下,将土地

收益真正用于保障房的比重也是比较低的。据国家审计署 2010 年对 19 个省市 2007~2009 年廉租住房保障情况调查发现:北京、上海、重庆、成都等 22 个城市从土地出让净收益中提取廉租住房保障资金的比例未达标。

(二)地方投融资平台和商业银行贷款

尽管银监会为地方保障建设投融资平台开了绿灯,按《关于认真做好公共租赁住房等保障性安居工程金融服务工作的通知》,可由省级政府指定一家省级融资平台公司按规定统一借款。但从本质上说,各地方政府组建的保障房投融资公司无论以何种形式募集的资金最终都是地方政府的债务,其主要资金来源是商业银行的贷款。换言之,无论是地方投融资公司投资还是商业银行贷款实际上都来源于商业银行。这种融资模式的障碍在于:首先,融资规模受限。地方政府负债必然会受到负债率、债务率、偿债率等指标的限制。过去几年地方“跨越式”发展融资债累积规模达 10 万亿之巨,银监会“不得贷新还旧,不得展期”的新规定,加剧了地方政府还债负担。而央行多次上调存款准备金率使银行贷款额度趋紧,放贷更加谨慎。其次,保障房项目难以符合银行房地产开发贷款的标准,如非公司化管理、非商业化运作、项目资本金不到位、项目自身现金流无法满足贷款偿还本息要求等。再次,保障房开发建设贷款有政府信用担保,但抵押质押比例有限,抵押物变现难和处置难。最后,保障房项目收益,多都是微利或无利项目,且占用资金期限长,这对银行体系的资金的安全性、流动性和盈利性都会带来较大的影响。上述因素都制约了保障房融资的规模。

(三)住房公积金贷款

住房公积金参与保障房建设。包括两种:(1)依据《住房公积金管理条例》,将住房公积金增值收益用于廉租住房建设。(2)依据《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见(建金[2009]160号)》,将住房公积金结余资金用于经济适用房建设、棚户区改造安置用房、公共租赁住房建设项目,贷款期限最长不超过 3 年;政府投资的公共租赁住房建设贷款,贷款期限最长不超过 5 年。项目贷款到期后,贷款本息必须全额收回。

住房公积金增值收益用于廉租房建设存在的问题:(1)住房公积金增值收益上缴地方财政后,资金去向不明、用处不清,或并没有全部用于廉租住房建设。(2)住房公积金资金增值收益的性质或属性界定不清是资金使用混乱的主要原因。按照现行《住房公积金管理条例》,个人缴存的住房公积金及其利息收益归个人所有,但对住房公积金作为一个财产集合体和其产生的增值收益应归谁所有,是强制性储蓄产生的孳息归资金所有者所有还是一种独立财产,其法律关系界定不清;如果是经营效益产生的增值收益,为什么“中心”的人头费管理费没有在增值收益产生前扣除。(3)廉租房不同与其他保障房是政府为低收入住房困难家庭提供的基本住房保障,是一种纯公共品供给,其资金来源应以财政资金为主,住房公积金互助储金和其他社会资金为辅。(4)将住房公积金用于其他保障房建设虽有其合理性,但按现行的《住房公积金管理条例》,住房公积金应当用于职工购买、建造、翻修和大建功立业自住住房,任何单位和个人不能挪作他用,仅凭一个或几个部门通知就取代现行立法,显然有行政权大于立法权之嫌。特别是住房公积金管理中心作为一个事业单位,应纳入事业单位改革范畴。

体制机制尚没改变,既无承担风险的能力,又无控制风险的能力,以往开发贷款的坏帐、呆帐经过多年“冲销”和“回收”,尚有上亿的“对公贷款”无法回收。因此,住房公积金参与保障房建设应按照《通知》,只能试点,不可盲目扩面。

(四)民间资金

为吸引民间资本进入保障房建设,住建部在《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》中写入了“公共租赁住房建设实行谁投资、谁受益,投资者权益可依法转让”的条款,但是政策线条过

粗,如在土地政策上,鉴于公租房投资回收期长,其相应的土地使用权能否延长?或30年公租房期满后,投资者可以沿续土地使用权从事其他商业项目开发;在金融政策上,能否确保资金的可得性和长期借贷资金,或给民营资本开发经营的公共租赁房相应的定价权,将租金定位于市场租金中数的80%左右,面向更多中低收入住房困难户开放,以保证民间资本投入的本息回流;在税收政策上,给予一定的税费减免等。细化扶持政策,才能吸引更多民间资本介入,只有动员更多的民营资本从事与百姓可支付的“租”与“售”型住房开发建设、经营管理,才能增加有效供给,让更多的人受益。

(五)廉租房出售以共有产权方式回收的部分资金

为缓解资金短缺,许多城市探索廉租住房共有产权出售方式,其优点是短期内可以加快资金的回流,减少拖欠租金和催缴的成本。但从长远期来看廉租房共有产权也存在一些问题:有产权者与无产权者混杂在一起,可能会带来诸多责、权、利的矛盾,特别是配售后廉租住房的出售、出租、抵押、赠予、维护和管理上会有多种不同的利益诉求,由此产生利益纠葛。

综合上述分析,我们认为保障房建设资金的匮乏和租赁房供给不足揭示出我国住宅金融体制发展滞后,特别是缺少针对中低收入群体的住宅金融服务和制度安排。从国际经验看,国不论大小都建立了政策性住房金融机构,如美国的FHA、VA、“三房”(吉利美、房利美和房地美),日本的住房金融公库、加拿大的住房抵押贷款公司,韩国的国民住宅基金、印度的住房发展金融公司(HDFC)、墨西哥的INFONAIT和新加坡公积金等。

概括起来,政策性住房金融是指服务于政府住房政策目标,以利息、期限和(或)资金可得性的一定优惠为特征的融资活动,且有以下特点:(1)它是依据政府的政策法令而设立的特殊住宅金融机构,既可以是政府直接出资(如美国的FHA、VA和吉利美),也是可以私营公司(如房利美和房地美),但都要遵循政府的指令,为政府住房政策目标服务。(2)是一种以资金有偿让渡(即保证本息回流)为特征的融资活动,以区别与财政资金的运作。(3)在资金有条件让渡的过程中政府可以提供政策优惠,这种优惠可能体现在财务上,给予利息补贴或税收减免;也可体现在期限上,提供期限较长的资金;还可能体现在资金的可得性上。而各国国情和住房市场的发展阶段不同,政府和政策性住宅金融的切入点也有所不同。美国的政策性住宅金融机构多是从需求面入手,提供贷款担保和抵押二级市场运作,以提高中低收入者购房可支付能力。而解决低收入住房问题多是让府财政扶持私营、合作机构和非赢利组织兴建公共住房或发放住房补贴。日本的住宅金融公库最初是从供给面入手,支持公营机构兴建大量中低收入住房,在住房短缺问题缓解后,转变为住房抵押贷款证券化主导机构,鼓励银行借贷。新加坡城市化国家的特点,使其公积金可以从供给面入手兴建组屋子,解决了85%的国民的住房问题。加拿大的住房抵押贷款公司则是集提供住房开发建设贷款、个人购房贷款担保和抵押贷款证券等多种金融服务为一身,从供给与需求两方面入手解决国民住房可支付的问题。

中国是一个拥有13亿人口的大国,城市化进程远没有完成,解决国民的住房问题更是任重道远,建立政策性住宅金融机构和中国化的住宅金融体系,其意义尤为重大。这不仅可以为保障房开发建设提供长期低成本资金,避免地方政府信用等级低、融资行为短期化,提高资金使用效率和商业可持续性,还可以利用政策优惠引导商业银行支持房地产企业和民营资本增加可支付商品住宅、租赁房和保障房的供给,优化住宅市场结构,同时改善银行资产负债结构,降低流动性风险,规范住宅金融产品(证券化)与机制创新,促进住宅市场与住宅金融市场的健康发展。

简而言之,对于中国这样一个高储蓄率的国家而言,中国缺少的不是资金而是一种有效的制度安排,来引导国民储蓄有序的流动,进入与民生相关的住宅领域,真正让住宅业成为促进中国经济增长、结构调整、惠及民生的重要引擎。

参考文献

- 阿列克斯·施瓦兹(2008):《美国住房政策》,中信出版社。
- 古德哈特,霍尔斯和鲍里斯·霍夫曼(2010):《房价与宏观经济对银行和物价稳定的影响》,东北财经大学出版社。
- 哈里森,弗雷德(2007):《2010 泡沫破碎》,中国社会科学出版社。
- 克劳瑞特,特瑞斯(2004):《房地产金融》,经济科学出版社。
- 刘诗白(2010):《论过度金融化与美国的金融危机》,《经济学动态》,第 4 期。
- Ampbell, S., D. Covitz, W. Nelson and K. Pence(2011):“Securitization Market and Central Banking: An Evaluation of Term Asset-backed Security Loan Facility”, FEDS Staff Working Papers, No. 16.
- Ashcraft, A. and T. Schuermann(2008):“Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Working Report, No. 318.
- Avery, R., N. Bhutta, K. Brevoort, G. Canner and C. Gibbs (2010):“The 2008 HMDA Data: The Mortgage Market during A Turbulent Year”, Federal Reserve Bulletin, A170.
- Avery, R. and K. Brevoort(2011):“The Subprime Crisis: Is Government Housing Policy to Blame”, FEDS Staff Working Papers, 36/2011.
- Borio, C. (2008):“The Financial Turmoil of 2007: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations”, BIS Working Paper, No.251.
- Chomsisengphet, S. and A. Pennington-Cross(2006):“The Evolution of Subprime Mortgage Market”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Jan/Feb, 31-56.
- Department of Treasury, Federal Reserve Bank of NY and Board of Governors of FED (2008):*Report of Foreign Portfolio Holdings of US Securities*.
- Ducum, R. (2005):*The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures*, John Wiley & Sons.
- Joint Center for Housing Studies, Harvard University (2002):*Housing Finance in the United States: the Transformation of the U.S Housing Finance System*.
- Joint Center of Housing Studies, Harvard University (2004):*Credit, Capital and Communities: the Implications of the Changing Mortgage Banking Industry for Community Based Organization*.
- King, A. (2009):“Not What They Had in Mind, A History of Policies that Produced the Financial Crisis of 2008”, Legatum Institute.
- Miles, B.(1995):*Fannie Mae and Freddie Mac: Background and Current Issues*, Congress Research Service, Library of Congress.
- Molly, R. and H. Shan(2011):“The Post-Foreclosure Experience of U.S. Households”, FEDS Staff Working Paper, No. 32.
- Office of Policy Development and Research(2006):*Evolution of the U.S. Housing Finance System: A Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets*, U.S Department of Housing and Urban Development.
- Roberts, R.(2010):“Gambling with Other People’s Money-How Perverted Incentives Caused the Financial Crisis”, Resarch Paper, Legatum Institute.
- Sherlund, S. (2008):“The Past, Present and Future of Subprime Mortgages”, FEDS Staff Working Papers , No. 63.

(责任编辑:周莉萍)