



美國二房問題探討

賈毅（台灣工銀綜合研究所專案經理）

一、前言

隨著美國房地產泡沫破裂，房地產價格持續下滑的情況下，去（2007）年中爆發的次級房貸危機迄未平息，近期更導致美國兩大房貸機構（Fannie Mae與Freddie Mac）爆發財務危機；上述情勢發展，除促使美股大幅震盪並波及全球金融市場外，美國經濟因此而受到的負面影響亦有加深之勢。因此，本文重點除了討論二房問題外，亦將探討此一情勢發展對美國經濟的影響。

二、二房（Fannie Mae、Freddie Mac）簡介

1. 不動產抵押貸款債券中介機構

美國現有三家主要的不動產抵押貸款債券中介機構，分別為政府國家房地產抵押協會（Government National Mortgage Association, GNMA，又稱Ginnie Mae）、聯邦國家房地產抵押協會（Federal National Mortgage Association, FNMA，又稱Fannie Mae），以及聯邦住宅抵押貸款公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC，又稱Freddie Mac）。

其中，GNMA屬於美國政府機關「住宅與城市發展部（Department of Housing and Urban Development, HUD）」管轄的機構，屬於官方機構，主要負責對抵押擔保債券（Mortgage-Backed Security, MBS）提供保證，但本身並不發行MBS。一般而言，MBS分為Agency MBS與Non-Agency MBS，其中Agency MBS即指由GNMA、FNMA與FHLMC所保證與發行的MBS；Non-Agency MBS為民間發行的抵押擔保債券。

2. 屬性功能與業務範疇

Fannie Mae與Freddie Mac的屬性雖非為完全的官方機構，但兩者的成立均經美國國會立法通過而特許設立，具有提供房貸資金以活絡市場功能的政策性任務，市場通稱為政府贊助企業（Government Sponsored Enterprises, GSE），且為紐約證券交易所的上市公司。至於Fannie Mae與Freddie Mac的監管機構為聯邦住宅企業監督局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO），負責督導Fannie Mae與Freddie Mac遵照法令，以及具有足夠資本的順利運作。

Fannie Mae與Freddie Mac的業務主要包括：（1）房貸信用擔保業務：兩者主要負責提供房市房貸資金，但並非直接貸款給房貸戶，而是從商業銀行、或其他存款類金融機構手中購買住宅抵押貸款債權，本身可持有這些債權，也可將之證券化、發行Agency MBS並向全球投資者出售，是房貸金融次級市場的主要參與者。（2）投資業務：為活絡MBS次級市場，兩機構亦參與投資MBS。由於兩者均為美國聯邦法律授權成立之住宅貸款保證機構，市場普遍認為「兩房」享有來自財政部的隱含擔保，因此市場將該二機構發行之債務證券視為相當於美國政府證券等級，信評機構對兩者給予AAA的評等；此外，美國監理

機關採行之風險資本計算準則亦將該二機構發行之MBS歸類為「美國政府證券」。

三、肇因

1. 短期因素

近期Fannie Mae及Freddie Mac成為市場關注的因素，主因市場疑慮兩者的資本適足問題與股價大幅下跌。此起因於今（2008）年7月7日Lehman Brother發表的報告指出，美國財務會計委員會（FASB）計畫變更一項會計準則，研擬修改會計法規FAS 140，將資產負債表外的證券化商品移入表內，此一法規修改可能提高對金融機構的資本適足要求，而Lehman Brother認為Fannie Mae與Freddie Mac若將資產負債表外的資產證券化放回資產負債表當中的話，將使兩者最高有可能需要增資共750億美元（其中，認為Fannie Mae需增資460億美元、Freddie Mac需增資290億美元），因而引發市場關注Fannie Mae與Freddie Mac的資本適足問題，並導致兩者的股價大幅下跌（圖1），以及美國股市大幅震盪所引發的全球金融市場波動。

圖1 Fannie Mae(FNM)與Freddie Mac(FRE)的股價走勢



資料來源：Bloomberg

至於Fannie Mae及Freddie Mac面臨大幅資產減損壓力的原因，主因兩者過去投資的Non-Agency MBS價值持續下跌所致。OFHEO指出，Fannie Mae及Freddie Mac在2004至2005年間大量投資民間發行的Non-Agency MBS（包括Sub-Prime與Alt-A），目的主要為從中賺取自身資金成本與投資Non-Agency

MBS之間的利差；根據OFHEO的統計，兩者合計投資2,170億美元的Non-Agency MBS，其中Sub-Prime的部分占Fannie Mae及Freddie Mac投資部位的9.2%，Alt-A的部分則占5.8%。不過，隨著美國房地產市場開始向下修正後，不僅Fannie Mae及Freddie Mac本身持有的資產組合違約率上升，所投資的Non-Agency MBS市值亦大幅下滑，導致兩者的資產價值因此大幅減損，並促使市場疑慮兩者的資本無法覆蓋負債。至今年第1季底止的9個月內，Fannie Mae及Freddie Mac所承受的損失合計已逾110億美元。

2.長期因素

就長期因素來看，Fannie Mae及Freddie Mac的危機，主要還是歸因於美國房地產市場泡沫破裂後的價格持續向下修正。美國房地產泡沫的發生，源於2000年科技股泡沫破裂後，美國聯邦準備理事會（Fed）為挽救經濟而採取積極的寬鬆貨幣政策，導致市場資金浮濫與市場炒作標的轉向房地產市場為主因。在低利率與房地產價格上揚的環境下，除房屋銷售大幅成長外，大量廉價信貸資金進入美國房貸市場，顯著地降低房貸門檻，以及金融機構利用資產證券化作為籌資的管道增加等因素，促使美國房地產市場形成泡沫。不過，2004年年中以後，Fed的貨幣政策轉趨緊縮，對房地產市場逐步形成降溫效果，除使房價在2006年達到高峰外，亦使房地產市場面臨持續向下修正的壓力。尤其是，2007年以後，房貸違約率開始上揚、法拍屋情形激增及房地產銷售大減，以及金融機構被迫提列損失與緊縮信用的情形下，衍生出的問題如滾雪球般擴大，形成惡性循環的效應。

此外，現代金融市場的高度複雜性和關聯性，使得問題更形嚴重；美國房地產泡沫破裂與次級房貸危機不僅衝擊美國經濟與金融市場，更波及全球金融體系的穩定。而且，此次金融危機的發生，華爾街的投資銀行扮演著重要的推波助瀾角色；2003年以來，由於全球股市處於長期的多頭走勢，加上市場資金充裕，促使投資銀行認為此一榮景可望延續不斷，因此推出一個接一個經過反覆包裝的複雜金融產品，如擔保債務證券（Collateralized Debt Obligation, CDO）等，以追求更高的獲利。不過，隨著房地產泡沫的破裂，除房屋價格持續下滑，以及房屋貸款人通常將房屋作為抵押品，房價的大幅貶值刺激房屋借款人違約率的提高而影響MBS相關債券的價值，加上MBS的大量拋售使得相關證券化產品因無人問津而導致價格暴跌，承銷並持有大量MBS證券化產品的金融機構迫於會計準則而必須大幅認列資產減損，並持續引發後續的連鎖負面效應。今年4月，國際貨幣基金會（IMF）估計損失合計已逾5,000億美元，且損失還在持續增加中。

四、美國政府的因應措施

1.擔保規模與外國人持有狀況

根據相關統計，目前美國債市總規模約25兆美元（包括國庫券、MBS、公司債等不同類別債券）、房市貸款規模約12兆美元。在不同債券類別中，MBS約占四分之一的6兆美元，其中又以GSE所保證與持有的 Agency MBS 占有率最大；Fannie Mae及Freddie Mac所持有與擔保的MBS達5.2兆美元。此外，外國人總計持有逾2成的Agency MBS，規模約為1.3兆美元；亞洲機構和投資人是主要持有者，持有約8,000億美元，其中又以中國與日本為此類債券的最大投資者。中國持有美國發行的抵押債券高達2,681億美元，是全球持有Fannie Mae及Freddie Mac產品最多的國家，其次為日本的1,324億美元，再次則是英國的1,299億美元。至於大型機構投資者，包括各國央行、銀行、壽險業者及退休基金等為主要持有者的原因，除信用評等高外，長期平均報酬率較美國政府公債約高1%是其他誘因。

因此，Fannie Mae及Freddie Mac若果真倒閉的話，除將對美國經濟與社會形成重大衝擊外，全球金融體系的動盪亦不可免；面對此一情勢，美國行政與立法機關積極推出因應措施，以避免危機進一步擴大。

2.美國行政與立法機關的緊急因應措施（表1）

至於美國政府展開的一連串因應措施，大致如表1。

五、後續展望

1.Fannie Mae及Freddie Mac的虧損壓力仍大

Fannie Mae及Freddie Mac於8月上旬分別公布第2季的財報，仍是呈現虧損的狀況，且高於市場預期。其中，Fannie Mae第2季的虧損為23億美元，或每股2.54美元（市場原先平均預估虧損為每股91美分）；Freddie Mac第2季的虧損為8.21億美元，或每股1.63美元（市場原先平均預估虧損為每股41美分）。市場預期兩者今年下半年的虧損有進一步擴大之虞，主要原因為房價持續面臨下跌壓力，使得Fannie Mae及Freddie Mac所持有及保證的抵押貸款債權中，延遲繳款及違約案件亦面臨上揚壓力，而使得虧損可能隨之擴大。

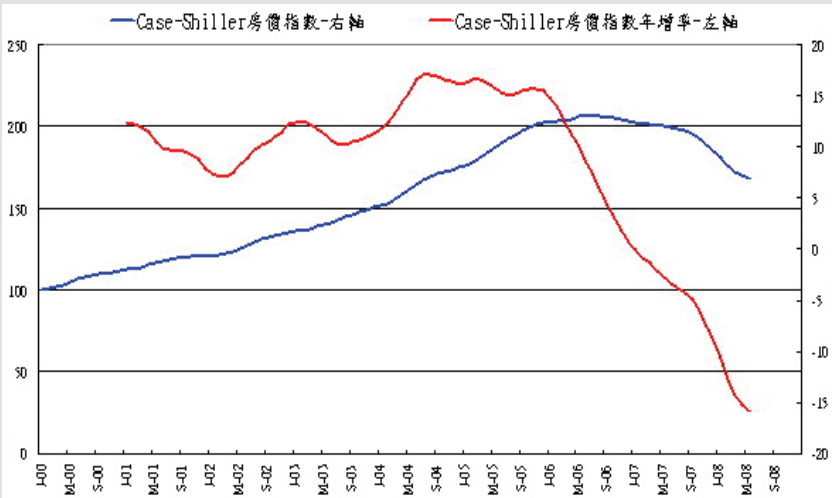
表1 美國政府對二房風暴的緊急因應措施

時 間	美 國 政 府 的 因 應 措 施
7月中旬	美國財經當局的緊急因應計劃，主要包括： 1.美國財政部將擴大Fannie Mae及Freddie Mac向財政部借款的信用額度；若有必要，財政部將購買Fannie Mae及Freddie Mac的股票。 2.Fed准許Fannie Mae及Freddie Mac可透過紐約聯邦準備銀行進行貼現窗口融資。 3.將透過立法對GSE之資本水準與審慎監理等加強規範，並將由Fed擔任諮詢機關以提供相關建議，以避免金融體系遭受系統性風險。 4.美國證券交易委員會（SEC）將立即針對證券市場中惡意散佈不實訊息以操縱股價之行爲展開調查。
7月下旬	美國參眾兩院分別通過拯救房市方案，主要包括： 1.要求聯邦住房管理局（Federal Housing Administration, FHA）最高可對抵押貸款再融資提供3,000億美元的擔保，針對的主要是40萬戶申請30年期固定利率房貸的購屋者，以避免最終發生違約。 2.計劃撥款約40億美元，資助房市重創地區購買整頓法拍屋的規劃，亦即允許地方政府購買喪失贖回權的房地產。 3.實施約150億美元的房屋稅減稅，包括為第一次購房者提供最高7,500美元的無息貸款；並將Fannie Mae及Freddie Mac可購買與FHA可擔保的房貸上限提高至62.5萬美元。 4.國債上限再增加8,000億美元，至10兆6,000億美元。
7月底	布希總統改變原先反對的意見而簽署上述拯救房市方案。先前反對的原因，主要是布希總統認為法案中資助房市重創地區購買整頓法拍屋的規劃，受益者將是貸款業者而非屋主。不過，後來布希總統同意財政部的意見，認為法案雖有瑕疵，但有助於增加房市和金融市場的信心與穩定而轉趨同意。

2.美國房地產市場向下修正的壓力

觀察美國近期公布的房地產相關經濟數據，美國房地產市場向下修正的壓力是否已然結束仍待觀察。在相關數據方面，如全國住房建築商協會（National Association of Home Builders）7月中旬公布的7月份單戶型預售屋銷售指數從18降至16（此一數據是針對住宅建築商的銷售前景調查而編製得出），顯示房屋建築商信心持續下滑；或如全國地產經紀商協會（National Association of Realtors）7月下旬公布的美國6月份成屋銷售折合成年增率為486萬戶，較前月下滑2.6%，是1998年第1季以來的最低；或如7月底公布的5月份S&P/Case-Shiller房價指數（該指數追蹤全美20大都會區的房價行情）創下減幅15.8%的紀錄（圖2）等，均顯示房價尚未回穩。此外，當前抑制房

圖2 Case-Shiller房價指數



資料來源：Bloomberg

地產市場的負面因素續存，如就業市場疲軟、消費者信心下滑、信貸危機促使銀行貸款條件趨嚴、房屋庫存餘額仍高，以及投資人預期房價仍有下跌空間（等待更佳的交易條件出現）而影響進場意願等。因此，知名的耶魯大學教授席勒（Robert J. Shiller）曾表示，此波房市跌幅有可能超過1925-1933年經濟大蕭條時期30%以上的跌幅（至今年第1季，美國的平均房價已較2006年下半年時的高峰下跌逾10%），主因此波房價飆漲多了人為炒作的因素（1997-2006年的炒作期間，美國房市平均大漲85%，是美國史上最大的漲幅）。

六、對美國經濟與貨幣政策的影響

1. 對美國經濟的影響

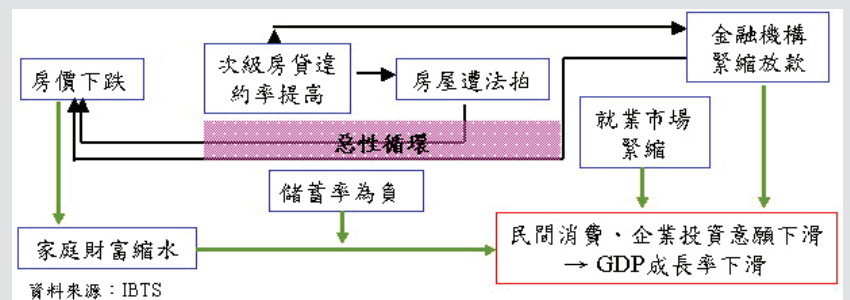
在美國行政與立法機關積極因應下，Fannie Mae及Freddie Mac問題所引發的金融市場動盪暫獲紓緩。不過，美國房地產市場向下修正的趨勢尚未結束，亦即，當前影響美國經濟的惡性循環尚未反轉的情況下，美國經濟是否將因此而出現衰退是相當值得關注的因素。

美國房地產市場持續向下修正對美國經濟的負面影響，可分為兩方面。首先，美國房地產價格大幅下挫，以及因此而產生的金融市場動盪，導致美國家庭財富縮水，加上當前美國家庭的儲蓄率偏低的情況，將顯著抑制美國家庭的消費支出意願，使得以消費支出（對美國GDP的貢獻度約占三分之二）為主要經濟成長動力的美國經濟降溫。其次，美國景氣降溫已然導致企業投資意願降低，加上此次房地產泡沫破裂導致金融機構提列虧損壓力持續的情況下，對企業的融資亦形成緊縮效果，進一步抑制企業投資的負面因素，亦將對美國經濟形成另一負面影響（圖3）。

因此，Bloomberg於8月上旬對50名經濟學者進行的訪問調查結果，評估美國經濟已經瀕臨衰退的壓力，平均預估美國今年下半年的經濟成長率為0.7%，只有今年上半年經濟成長率的一半。主要即認為今年第1季實施的退稅效應逐漸淡化、薪資所得漲幅低於通貨膨脹率、家庭的資產價值又大幅下滑等因素，將使美國家庭的消費支出能力降低。

2. 對Fed利率的影響

圖3 美國房地產市場向下修正對美國經濟的影響



在國際商品價格維持高檔的情況下，美國的通膨率呈現持續上揚之勢，如美國7月份消費者物價指數（CPI）的月增率為0.8%，除高於市場平均預期的0.4%增幅外，年增率亦達到5.6%，創下1991年以來的最高增幅。而且，市場更為關切的扣除能源與食物後的核心消費者物價指數，月增率達到0.3%，除高於市場平均預期的0.2%增幅外，年增率亦達到2.5%；此一數據，高於Fed設定的目標區間1.5%至2.0%。上述狀況，意味Fed若是以穩定物價為首要政策目標的話，必須立即採取緊縮性貨幣政策以抑制通膨上揚壓力，也意味Fed現行的寬鬆貨幣政策面臨相當大的考驗。

不過，如前所述，美國房地產市場的持續向下修正，對美國經濟成長動能形成抑制效果，甚且面臨景氣衰退壓力的情況下，市場揣測Fed目前有可能以挽救經濟為優先考量而不致於立即升息。觀察8月5日FOMC會議的會後聲明，Fed將前次會議中對經濟前景的評估由「經濟成長下滑風險已有所紓緩」，轉為「經濟成長仍面臨下滑風險」的相關評論，促使市場認為Fed維持現行利率水準至年底的機率升高。至今年底，Fed尚有3次FOMC會議等待召開，時間分別為9月18日、10月28至29日，以及12月16日。依據8月5日後的利率期貨交易結果，市場分別預期後續3次會議時，聯邦基金利率持平於2.0%的機率為95.4%、73.1%、54.1%（8月5日前，分別為44.0%、36.0%、26.2%）。

香港銀行學會簡介

江峰賢（臺灣銀行經濟研究室領組）

香港不僅為國際主要金融中心之一，由於其地理位置緊鄰中國南方，與中國金融往來密切，亦為國際資金進出中國之重要門戶，因此國際性銀行密集，截至2007年底止，依資產總值計全球最大的前100家銀行，有69家在香港設立據點並開展業務，香港的證券市場規模，截至2007年底止總市值206,975億港幣，全球排名第7，亞洲排名第3，此外，香港的外匯市場、債券市場、保險市場、資產管理市場等金融相關產業之規模，均在全球占有相當重要的地位。我國要成為亞太金融中心，香港不僅是我們強勁的競爭對手，更是值得參考與學習的借鏡。探索香港雄厚金融實力的基礎之一，係奠基於完善的金融教育訓練，而其幕後功臣便是有著45年成功經驗的權威培訓機構——香港銀行學會。

近年來香港政府大力推行「資歷架構」的認證機制，以作為各行各業制定行業專業資格的認證標準。在金融專業領域方面，2007年香港銀行學會獲選為香港教育統籌局的委任機構，負責為香港金融業起草並建構金融專業領域之「專業人才」標準認證機制，並設計一系列訓練課程，學員於修業完畢或通過考試之後，香港銀行學會可按照課程性質頒發專業資格證書或參訓證明書。

在師資方面，香港銀行學會所聘請的講師，一般都具有碩士學歷及/或銀行金融的各類專業知識，並且在其專業領域具備超過10年的實際業務經驗，以利於授課時可以將理論與實務結合。香港銀行學會已經連續3年取得國際品管證書（ISO），顯示學會所提供的課程及培訓活動，在質、量上均符合大學及專業機構等級的國際標準。本文將從香港銀行學會的設立沿革與組織架構、成

立的宗旨、銀行及金融專業教育訓練等要點，逐一作簡介。

壹、設立沿革與組織架構

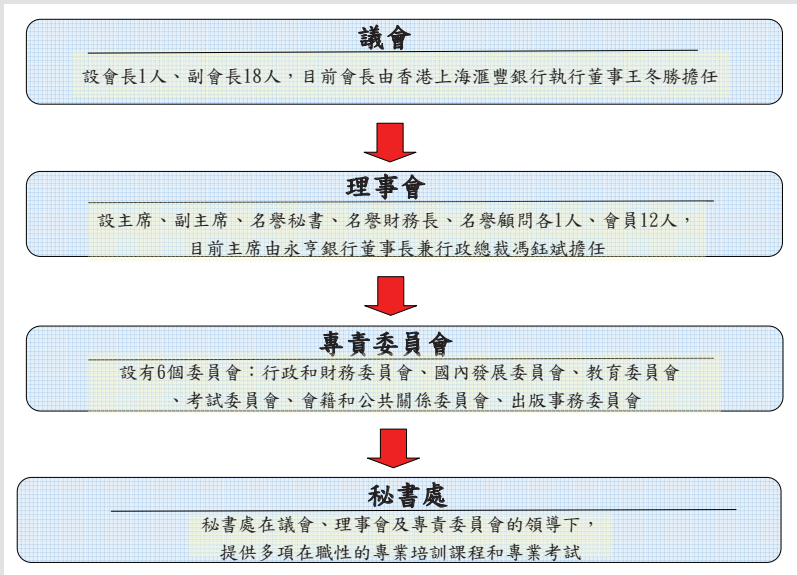
香港銀行學會於1963年在香港成立，前身為英國特許銀行學會的香港分會。1995年，香港銀行學會在香港正式註冊成立，目前為香港唯一頒發銀行專業資格證書的非營利性專業培訓機構，提供香港及中國的銀行從業人員優質的教育訓練，並藉此鞏固香港作為世界重要金融中心的領導地位，學會成立迄今已為金融業界培訓了60多萬人次的專業人才。

香港銀行學會不僅培訓香港本地金融人才，更透過與中國銀行業界的交流、學習，以提升其人力素質並促進大中華地區金融業的發展。近年來，學會更是積極擴大與中國金融機構之合作，2005年6月10日，香港銀行學會在北京正式設立代表處，其目的是將香港的豐富培訓經驗能更有效地延伸到中國，透過提供權威的國際化課程及優質培訓方式，為中國培養更多的國際化金融人才。

香港銀行學會組織架構包括：議會、理事會、專責委員會、秘書處等4級。學會組織中的議會、理事會，其成員係由香港金融界的高層人士兼任，包括來自各銀行的高階管理人員、專業協會和政府監督管理機構的高級官員（表1）。

運作方面，香港銀行學會由議會、理事會制定政策方向，各專責委員會

表1 香港銀行學會組織架構



資料來源：香港銀行學會

（分別為行政和財務委員會、國內發展委員會、教育委員會、考試委員會、會籍和公共關係委員會、出版事務委員會）負責各自執掌業務的具體施行，秘書處則在議會、理事會及專責委員會的領導下，辦理各項在職性的專業培訓課程和專業考試業務。學會為金融界所提供人力培訓機制，鞏固了優質的人力資源不虞匱乏，目前香港銀行學會共有近100個機構會員，當中代表銀行及金融界人士達7萬人，會員人數眾多，所以被譽為香港金融人才的搖籃。

貳、成立的宗旨

- 一、香港銀行學會成立的初衷，即致力於鞏固香港本地銀行業的優質人力資源基礎：經由提供專業金融教育和培訓方式，以維持銀行業高效率之金融服務水準，並促進香港銀行業的發展和業務創新，鞏固其國際級金融中心的領導地位。
- 二、配合香港政府所大力推行的「資歷架構」認證機制，積極推展專業資格認證業務：香港銀行學會透過提供各項專業培訓課程，讓金融從業人員經由進修課程，不斷提升專業能力與服務水準，並舉辦銀行專業考試（或稱「會士」考試）、理財規劃及顧問專業文憑考試等，透過這些考試及相關的專業培訓活動，為香港銀行業從業人員提供專業在職教育及資格認證。
- 三、維護銀行業界的一般權益。
- 四、積極促進中國與香港銀行同業之間的溝通與交流。

香港銀行學會所提供的專業培訓課程及其他業務範圍廣泛，可分為三大類，亦即：一、銀行及金融專業教育訓練；二、舉辦金融專業證照考試；三、舉辦中國至香港考察團及培訓課程。茲分別簡介如下：

參、銀行及金融專業教育訓練

一、銀行及金融專業業務知識課程

- （一）進、出口業務課程：課程內容包括基礎押匯實務、出口單據實務、進口信用狀實務、初級押匯文件覆核實務等。
- （二）授信業務課程：課程內容包括授信業務入門、消費者貸款業務、個人住宅貸款業務、基礎財務分析、財務分析進階、中級授信業務、高級授信業務、風險性資產成因及前期催收技巧、貿易性融資授信業務、銀行團聯合授信業務、商業銀行授信風險管理等。
- （三）財富管理業務課程：課程內容包括財富管理與理財業務、香港個人理財業務發展情況及趨勢、香港理財中心的建構情況及經驗、私人銀行（private banking）業務及經營等。

- （四）資本市場證照課程：課程目標為讓學員熟悉資本市場中各種金融工具的最新知識及應用，了解國際金融市場之最新發展及趨勢，並從實際個案研究了解資產營運控管及風險管理，課程共分為8個單元。

二、銀行及金融管理發展培訓課程

銀行及金融業務之管理階層的主要任務包括三大範疇，即對企業、對客戶、對員工三方面；管理階層的關鍵管理工作可分為人員管理、過程管理、表現管理、績效管理、個人管理等五個層面。香港銀行學會所提供的管理人員發展培訓系列課程，係從上述五個管理層面分別培養管理技能，並按照不同級別之管理人員，設立初、中、高三級之管理人員發展培訓系列課程（表2）。

各金融機構可以依據本身的業務需要，及培訓人員的專業知識和經驗程度，從上述各種課程中靈活選取合適的課程，編排成配合該機構所需要的最佳訓練課程。

表2 管理發展培訓課程內容

人員管理
<ol style="list-style-type: none">1.人際關係與溝通：高效溝通共建人際和諧關係、堅定自信的溝通能力、雙贏及共同協作的工作關係、九型人格心理學之溝通智慧、MBTI性格分析導向之溝通藝術2.團隊建立：建立互信及協調的團隊、從遠見邁向成功的團隊、建立自我驅動的團隊3.領導的藝術：領導有方、賦權式之領導力、馬太效應—領袖品牌、培養領導人才
過程管理
<ol style="list-style-type: none">1.服務與質量管理：從心發出的顧客服務、處理顧客投訴、銀行優質服務文化、全面品質管理、企業管理方法提升金融服務的成效2.計畫、組織與執行：目標管理、有效的執行力、有效主持會議、提升創新解難決策能力、創造與創新、藍海戰略管理3.變革管理：轉危為安隨機應變技巧、變革管理致優致勝之道、跨文化管理
表現管理
<ol style="list-style-type: none">1.工作表現管理：員工工作表現評核、在職訓練與指導、在職輔導、員工績效管理2.人力資源管理：人力資源管理基本策略、人力評量中心、人力資源規劃、員工培訓及發展、員工培訓系統的建設與維護
績效管理
<ol style="list-style-type: none">1.銷售技巧策略：顧客導向銷售策略、SPIN顧問式銷售策略、建立長遠客戶關係的「確定式溝通」2.營銷管理：「以客為本」營銷管理、客戶關係管理、建立企業品牌
個人管理
提升個人效能：專業形象與商務禮儀、業務簡報專業表達技巧、業務語言表達技巧、成功進步快樂之個人管理心法、提升合作效能、提升自我管理效能、九型人格心理學之基礎全接觸、身心語言程序學之核心技巧

資料來源：香港銀行學會