

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：考察)

## 美國政府處理房地產市場問題之研究

服務機關：中央銀行業務局

出國人職稱：辦事員

姓名：陳姿先

出國地點：美國

出國期間：98.9.23-98.10.2

報告日期：98.12.15

## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、美國住宅金融體系之發展過程及房貸市場概況.....	3
一、美國住宅金融體系發展歷程.....	3
二、美國房貸市場概況 .....	10
參、美國房地產市場泡沫化問題探討 .....	22
一、美國房地產市場泡沫形成之原因 .....	22
二、美國房地產市場泡沫破滅後之現象 .....	30
肆、美國政府提振房地產市場之措施 .....	36
一、2005 年底—2007 年中之各項措施 .....	36
二、2007 年 7 月以後之各項措施 .....	37
三、政策執行成果 .....	48
伍、我國健全房地產市場措施暨兩國相關政策彙整.....	51
一、我國健全房地產市場之各項措施 .....	51
二、我國與美國之各項措施彙整.....	58
陸、心得與建議 .....	60
一、心得.....	60
二、建議.....	63
參考文獻 .....	68
附錄 1：吉利美(GINNIE MAE)、房利美(FANNIE MAE)及房地美 (FREDDIE MAC)簡介 .....	71
附錄 2：美國聯準會非傳統融通機制 .....	73
附表：美國 2007 年 7 月以後之各項振興房地產市場措施彙整表....	75

# 美國政府處理房地產市場問題之研究

陳姿先\*

## 壹、前言

2008年9月美國雷曼兄弟倒閉事件引發全球金融風暴，追根究底，這場風暴的源頭來自於1996年起美國房地產市場泡沫的累積過程中，金融機構因利之所趨而逐漸放寬審核標準及大量推出非傳統型房貸產品。當然，次貸危機發生的原因非常複雜，絕非特定因素所引起，而危機發生後亦不乏探討發生成因的文章，本篇報告主要在探究次貸危機的遠因、演進歷程及美國政府之因應措施；至於眾所皆知的金融創新房貸證券化產品的過度包裝及信用評等公司缺乏公信力等問題則不列為本篇報告的重點。

關於美國政府於次貸危機發生後採取各項救市措施乙節，其中單是針對房地產市場所推出的方案包含層面就已相當廣泛，包括挹注二房資金、穩定社區計畫、協助借款人措施、獎勵補貼措施、制訂新法案、修訂消費者保護法案及成立消費者金融保護局等措施，可供各國政府處理房地產市場問題參考。

本篇報告除前言外，第貳章簡介美國住宅金融體系發展與演變；第參章探討美國房地產市場泡沫形成之原因及泡沫破滅後面臨之問題；第肆章彙整美國政府之提振房地產市場措施；第伍章說明我國政府健全房地產市場政策，並彙整兩國之相關措施；此外，我國房地產市場發展情形與美國不同，本次受國際金融海嘯衝擊尚屬有限，惟政

---

\* 本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，如有疏漏或謬誤之處，概由筆者負責。

府為穩定房地產及金融市場，並協助貸款人解決還款問題，以提振景氣，亦採行數項因應措施，本文將一併說明。第陸章則提出本篇報告的心得與建議。

為瞭解美國房貸市場與房地產市場等相關議題，本次奉 長官指派赴美國紐約市及華盛頓特區執行考察計畫，共為期十天（98.9.23-98.10.2），期間拜訪了紐約聯邦銀行(Federal Reserve Bank of New York)、紐約州銀行局(State Banking Department of New York)、聯邦住宅及都市發展管理局(Department of Housing and Urban Development)、房利美(Fannie Mae)、聯邦存款保險公司(FDIC)等五家金融主管機關及摩根大通銀行(JP Morgan & Chase)。

考察期間，非常感謝紐約辦事處的顏主任輝煌、盧副主任天民、吳專員昇翰及陳專員嘉添等代為安排參訪行程與接待；此外，也要感謝同行的嚴專員文亮，有他熱心的帶領與協助，使得首次赴國外出差的我備感安心，參訪行程得以順利完成。

## 貳、美國住宅金融體系之發展過程及房貸市場概況

所謂住宅金融係指發生在為購買或興建住宅資金不足時，所產生的金融行為，包括房貸市場、政府法令與相關機構及不動產抵押貸款證券化等機制。美國住宅金融體系之演變共歷經三次大改革，第一次改革是由於經濟大蕭條的衝擊，為解決金融危機，政府通過相關法案及成立房貸機構，為今日美國住宅金融奠立基礎；第二次改革則是受到 1960 年代物價上漲及利率升高的危機，因而發展出房貸次級市場；第三次改革則是受到電腦科技進步的影響，改變貸款機構審核模式與降低承作房貸之門檻。由於美國擁有完善的住宅金融體系制度，值得我國建構健全住宅金融體系之重要參考。

### 一、美國住宅金融體系發展歷程

根據美國住宅及都市發展管理局（U.S Department of Housing and Urban Development；簡稱 HUD）報告，美國住宅金融體系發展歷程可分為四個時期，茲分別將各時期之發展重點說明如下：

#### (一) 1930 年代以前—草創時期(Era of Exploration)

美國第一家住宅融資機構於 1775 年成立，稱為建屋定期融資互助會（Terminating Building Societies；TBSs）。TBSs 以互助形式提供興建住宅所需資金。嗣後，TBSs 更演變出許多較為正式的貸款機構，例如永久定期融資互助會(Permanent Building Societies)、建屋貸款協會(Building and Loans)及儲貸協會(Saving and Loans；S&Ls)等。

於此時期，大部分房貸之貸款期限為 6 至 10 年，每半年攤還一次，按浮動利率計息，而貸款成數（Loan to Value；LTV）約為 50%。

1870 年代，隨著西部及中西部各州的發展，抵押貸款銀行 (mortgage banks) 紛紛成立，這些銀行大部分係由美國東北部的保險公司或金融機構所設。此時，這些抵押貸款銀行所需資金係來自於發行抵押貸款擔保債券 (mortgage-backed bonds ; MBBs)。透過 MBBs，這些債券的投資人可分散風險，對金融穩定頗有助益。

然而，1890 年代的經濟蕭條導致大量 MBBs 發生違約，許多貸款銀行因而倒閉，而造成 MBBs 大量違約的主要原因為貸款核貸標準過於寬鬆；因此，19 世紀末的這種強化房市流動性的經驗可說是失敗的。

## **(二) 1930 年代~1960 年代—住宅金融制度化時期(Era of Institutionalization)**

1920 年代美國經濟繁榮，進一步推升不動產市場及消費者信用貸款市場，並吸引許多新的保險公司加入住宅金融體系，即所謂「咆哮的二十年代 (Roaring Twenties)」。然而，1929 年由股票市場崩盤所引發的經濟大蕭條 (The Great Depression) 使得市場上許多金融活動停擺，失業率飆升，貸款人無法償還貸款；此外，急速的通貨緊縮造成房價下跌將近 50%，並導致美國住宅金融體系發生流動性危機。

美國聯邦政府為解決經濟大蕭條所帶來的衝擊，採取多項措施以支撐房地產市場，並為今日美國住宅金融體系奠定基礎：

1. 成立屋主貸款公司 (Home Owners' Loan Corporation ; HOLC) 及金融重建公司 (Reconstruction Finance Corporation ; RFC)，對遭受逾期債務拖累的市場提供流動性，並對貸款機構紓困。這項措施儘管有道德風險的問題，仍被認為成功的解決當時的系統性風險。

2. 胡佛政府（任期自 1929 年至 1933 年）成立聯邦住宅貸款銀行（Federal Home Loan Banks；FHLBanks），此機構是由各區聯邦準備銀行組成管理暨融通之儲蓄機構，其服務宗旨在於幫助受經濟大蕭條影響的屋主取得購屋資金，FHLBanks 獲得財政部資金後，挹注儲貸協會特別流動性，以健全協會體質。同時，FHLBanks 被授權監管聯邦儲貸協會之資產負債，亦有權審核儲貸協會之設立許可。

3. 羅斯福政府（任期自 1933 年至 1945 年）採取與胡佛政府完全不同的策略，其主要著重於全國性的改革，而非僅針對地區性的救援。羅斯福政府採行措施重點如次：

（1）美國國會依據全國住宅法(National Housing Act)，於 1934 年成立聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration；FHA），提供不動產抵押貸款承貸機構保證，降低不動產抵押承貸機構承受借款人因故無法償還本息之倒帳風險衝擊。

1944 年，美國為協助參與第二次世界大戰的退伍軍人而成立的退伍軍人管理局(Veterans Administration，VA) 亦開辦類似提供抵押貸款保險之業務，以提供貸款保證方式協助退伍軍人取得購屋貸款。

FHA 保證機制於 1940 年代及 1950 年代成效頗佳，但因 1957 年至 1973 年間，各州紛紛開放私人房貸保證業務<sup>1</sup>，FHA 於住宅金融體系的獨佔地位結束，且其市佔率自 1960 年代後逐漸下降。

---

<sup>1</sup>許多儲貸協會發現，無須政府提供保證的長期自動償還攤銷房貸亦可產生利潤，因而大量開發傳統型房貸商品；另許多私人企業亦因有利可圖加入房貸保證業務。

(2) 羅斯福政府鼓勵金融機構推動新型房貸產品，其特色為頭期款較低（約為房價 20%）、貸款期限較長(20 年以上)、貸款利率固定，且具有本金自動攤銷（self-amortizing）性質。

(3) 1934 年通過的國家住宅法案（National Housing Act），核准私營房貸協會購買初級市場貸款機構之房貸債權以發行債券，活絡不動產抵押貸款次級市場之發展。除此之外，美國政府於 1938 年亦依據國家住宅法案成立房利美<sup>2</sup>（the Federal National Mortgage Association；又稱 Fannie Mae），專責收購 FHA 及 VA 保證貸款，再將資金注入貸款機構，活絡房地產市場。

以上這些措施為美國房貸次級市場之體制化建立基礎，並鼓勵更多新的機構(例如商業銀行)加入美國住宅金融體系。

但是，當時房利美並未將收購的貸款再重新包裝出售，因此，房貸擔保債權證券化（Mortgage-Backed Securities, MBS）業務尚未真正盛行。

(4) 羅斯福政府分別於 1933 年及 1934 年設立兩家存款保險公司——聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation)及聯邦儲貸存款保險公司(Federal Savings and Loans Insurance Corporation；FSLIC)，前者保險對象為商業銀行，後者為儲貸協會。

4. 1965 年，美國將原有住宅金融局(Housing and Home Finance Agency)、公共住宅署(Public Housing Administration)，及 FHA 等機構合而為一，成立住宅及都市發展管理局(HUD)，此機構係屬

---

<sup>2</sup>關於該機構之介紹請參見附錄一。



內閣層級的行政機構，任務是增加住宅所有權、支援社區發展以及增加可負擔的住宅機會。

### (三) 1970 年代及 1980 年代—房貸證券化時期(Era of Securitization)

1970 年代堪稱美國的金融改革時代。1960 年代中期，美國住宅金融體系面臨兩項新挑戰：由兩次石油危機所引發的高通貨膨脹及利率持續攀升。通貨膨脹導致儲貸協會發生危機，由於儲貸協會一向採收受短天期存款資金方式支應長天期、固定利率之房屋貸款，當利率飆升時，這種「以短支長」的操作模式將壓縮其獲利；再者，利率升高使得房屋市場需求下降，進一步衝擊房貸協會之房貸承作量。

1970 年代初期，市場出現貨幣市場基金（簡稱 MMMFs），為小額存款人開闢另一條投資管道，由於貨幣基金支付利息上限並未受到法令規範，但銀行及儲貸機構存款利率卻受「規則 Q」（Regulation Q）上限規範，因此大量存款由儲貸機構流向貨幣市場基金，尋求最佳的投資報酬<sup>3</sup>，導致儲貸協會金融中介化功能失靈。此外，儲貸協會之非農民住宅房貸市場佔有率銳減，由 1979 年 43% 降至 1986 年 30%。前述負面衝擊最終導致 1980 年代後期大規模儲貸機構破產，亦即「儲貸危機事件（Savings and Loan Crisis）」。

聯邦政府為解決儲貸危機，除了於 1989 年設立資產再生公司（Resolution Trust Corporation，RTC）解決問題貸款機構之資產外，另採取三項主要措施：

---

<sup>3</sup> MMMFs 的基金規模，由 1977 年 35 億美元成長至 1981 年 1,800 億美元。

1. 1981 年至 1986 年間，逐步廢止「規則 Q」<sup>4</sup>。
2. 儲貸協會得開辦創新業務，包括辦理指數型房貸（Adjustable rate mortgage；ARMs）及開辦貨幣市場存款帳戶，提升其與 MMMFs 間的競爭力。
3. 設立政府贊助房貸機構（Government Sponsored Enterprises，簡稱 GSEs），推動房貸擔保債權證券化，活絡次級市場。1968 年，美國政府將房利美改制為民營機構，同意其可以購買一般傳統型房貸（或未經政府保證的房貸），促進房貸次級市場發展。另外再成立官方機構吉利美<sup>5</sup>（Government National Mortgage Association，又稱 Ginnie Mae），承接房利美原有業務。1970 年，美國政府設立房地美<sup>6</sup>（Federal Home Loan Mortgage Corporation；又稱 Freddie Mae），該機構的功能類似於房利美，旨在促進房貸擔保債權證券化發展。

吉利美及房地美皆於 1970 年代初期首次發行 MBS，但房利美於 1981 年方首度發行 MBS。1980 年代，美國通過「強化房貸次級市場法案（The Secondary Mortgage Market Enhancement Act）」，在政府增加金融機構持有 MBS 的誘因與降低民間發行 MBS 門檻下，MBS 方蓬勃發展。

於此時期，許多新型態的房貸產品亦紛紛出現，例如價格調整房貸（price level adjusted mortgage）、分享增值抵押房貸（shared

---

<sup>4</sup> 規則 Q 頒佈於 1966 年，其規範儲貸機構各種天期存款之利率上限；1980 年代後期，因為該利率上限之規定，使得儲貸機構無法提高存款利率吸收資金，而加速存款大量流向貨幣市場基金，導致儲貸危機事件。

<sup>5</sup> 關於該機構之介紹請參見附錄一。

<sup>6</sup> 關於該機構之介紹請參見附錄一。

appreciation mortgage) 及累進式付款房貸 (graduated payment mortgage) 等，這些產品通常具有控制通貨膨脹及減輕借款者的負擔能力之特色。儘管這些新型產品並未成為美國住宅金融體系之主流貸款，但於高通貨膨脹及高利率環境下仍可能再次出現。

#### (四) 1990 年代~迄今—自動化與電腦化時期

1990 年代，資訊技術如網路及資料傳輸等發展突飛猛進，美國房貸金融市場因此發展出「自動核貸系統 (Automated Underwriting System; AUS)」<sup>7</sup>。AUS 是一套自動化決策工具，其利用電腦系統統計及分析借款者、抵押品及貸款案件相關特性等歷史資料，快速准駁貸款申請案件。由於該種系統具有客觀、效率、科學、節省成本（由系統取代人工）及專業化等優點，因此各貸款機構相繼藉重 AUS 拓展業務<sup>7</sup>，例如房利美的 Desktop Underwriter 及房地美的 LoanProsector 系統，而其他貸款機構亦各自發展出適用之 AUS。

AUS 的出現對於美國不動產抵押貸款市場產生重大影響，最顯著的改變為貸款作業成本大幅下降；同時，並降低其他競爭者進入不動產抵押貸款產業之門檻。此外，資訊取得成本亦變得相對低廉，核貸作業更具效率（作業天數從數週降為數分鐘）；甚者，針對審核人員及次級市場行銷人員所須之教育訓練亦更簡便。

儘管自動化與電腦化帶來許多益處，但也使偽冒申貸案件增加，這些案件通常係透過假的證件、工作證明、財力證明及收入證明等詐取貸款金額。

---

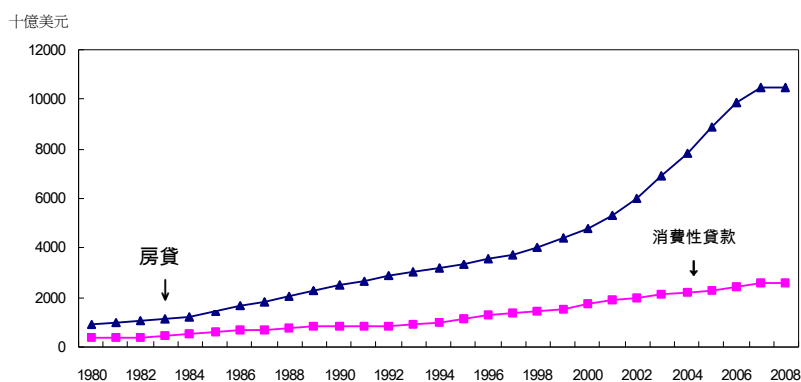
<sup>7</sup>舉例來說，房地美採用其 LoanProsector 系統收購的不動產抵押貸款比重由 1997 年 10%成長至 2002 年將近 60%。

綜上所述，如同各時期所顯現的特徵，美國皆因重大金融危機或經濟情勢轉變，例如 1890 年代的經濟蕭條、1930 年代經濟大蕭條，及 1960 年代中期物價攀升及利率升高引爆儲貸危機事件等而進行住宅金融體系改革。我們可發現，美國政府皆以立即採取多項因應措施之方式，例如建立新制度、新機構等方式協助當時搖搖欲墜的美國房地產市場渡過困境。邇來，因資訊技術進步間接促使次級房貸與證券化產品盛行，而造成這一波的全球金融海嘯是否將引發美國進入下一波住宅金融改革，我們將可拭目以待。

## 二、美國房貸市場概況

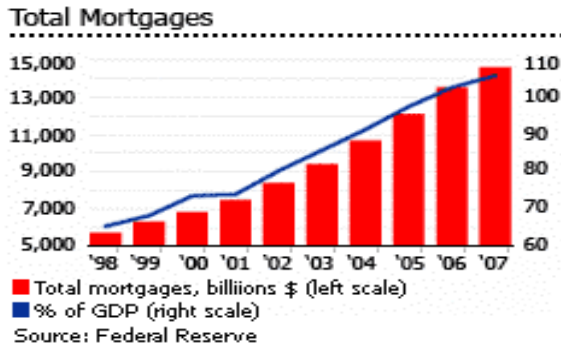
根據普查資料顯示，2007 年美國的自有住宅率高達 68%；同時，房屋貸款亦成為每個家庭資產負債中最重要的項目。房屋貸款餘額自 2000 年後大幅成長，2008 年金額已高達 10 兆美元；相對地，消費者貸款成長趨勢較為平緩，2008 年金額約僅 2 兆美元(圖 1)。此外，美國房貸市場佔其 GDP 比重由 1998 年的 65%大幅攀升至 2007 年 106% (圖 2)。由此可知，房貸市場的發展是影響美國經濟極為重要因素之一。

圖 1：美國住宅抵押貸款流通在外餘額走勢圖



資料來源：Flow of Funds Accounts of the United States(FFA)；Federal Reserve

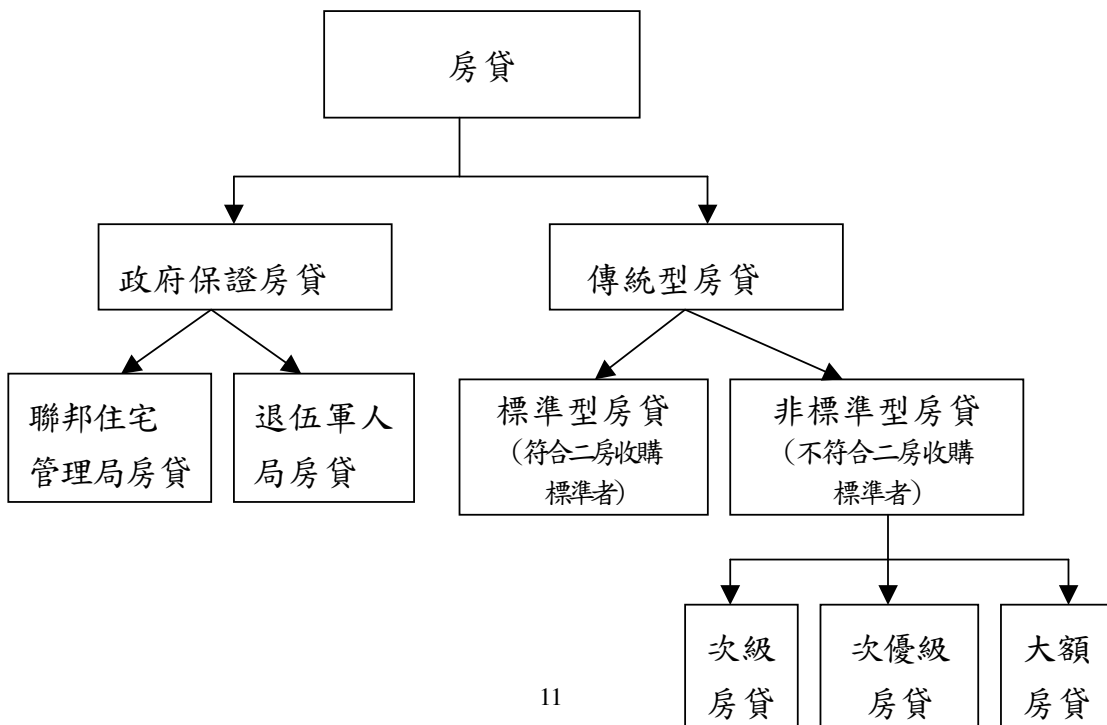
圖 2：美國房貸餘額佔 GDP 之比重



### (一) 美國房貸種類

美國房貸種類相當多元，一般來說，分為政府保證房貸 (Government-backed mortgage) 與非政府保證房貸 (統稱為傳統型房貸 (Conventional mortgage))；其中，後者又依是否符合房利美及房地美 (以下簡稱二房) 收購之標準作為分類，若符合，稱為標準型房貸 (Conforming mortgage)，未符合者則稱為非標準型房貸 (Non-conforming mortgage)。以下將分別介紹各類房貸(圖 3)。

圖 3：美國房貸種類架構圖



1. 政府保證房貸：係指美國政府部門所擔保的房屋貸款，當借款人違約時，會對承貸機構賠償呆帳損失。

(1)聯邦住宅管理局房貸(FHA Loan)：

顧名思義，此貸款係由聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration）為中低收入戶所擔保的房貸。

自 1934 起，聯邦住宅管理局保證之房貸件數已超過 3,500 萬件。該機構並不直接提供貸款，而是透過十成保證方式，於借款戶違約時彌補貸款機構損失。

聯邦住宅管理局房貸頭期款為 3.5%，但借款人須於初期支付房貸保險費率 1.75%，往後每年仍須持續支付保險費用約 0.5% 至 0.55%（視貸款成數而定），聯邦住宅管理局保證金額上限為 729,250 美元。

(2)退伍軍人局房貸(VA Loan)：本貸款係由退伍軍人局（Veteran Administration）為退伍軍人所擔保的房貸。

2.傳統型房貸（Conventional mortgage）

(1)標準型房貸(Conforming mortgage)：標準型房貸係指符合二房保證或收購金額之房貸，依目前規定，房貸金額上限為 \$625,000 美元。此外，尚須符合二房所訂之其他準則，例如信用分數、收入狀況及頭期款（通常為 5%-20%）等均訂有最低標準。

(2)非標準型房貸(Non-conforming mortgage)：不符合二房保證或收購標準之房貸稱為非標準型房貸。

(3)大額貸款(Jumbo mortgage)：房貸餘額超過\$625,000 美元，且 FICO 分數須達 700 分以上，屬於信用較佳之優級房貸。

(4)次級房貸(Sub-prime mortgage)：通常次級房貸係指借款人信用記錄不佳、高貸放成數 (LTV) 或貸款文件較不齊全，具有這些特徵的借款人被銀行視為高風險者。一般業界通常以 FICO 分數<sup>8</sup>作為衡量信用記錄良窳之標準，雖然各貸款機構對於優級房貸、次優級房貸及次級房貸之分界標準不盡相同，但依普遍認定的標準，FICO 分數低於 620 分者即視為次級借款人。

(5)次優級房貸(Near-prime mortgage; Alt-A Loan)：通常係指 FICO 分數介於優級及次級之借款人所辦理之房貸。

### 3.非傳統型(Non-traditional)房貸

過去 50 年，美國房貸市場以傳統型房貸為主流，例如 30 年期固定利率房貸或指數型房貸，這種房貸具有本金利息每月固定攤還 (fully amortizing)之優點；惟自從 2004 年 6 月，Fed 結束為因應科技泡沫而營造的低利率環境，而改採微調漸進的升息方式後，符合傳統型房貸產品標準之借款人逐漸減少。美國房貸業者基於開拓利潤及對未來房市前景仍抱持樂觀的情況下，市場上紛紛推出高風險的非傳統型房貸產品<sup>9</sup>，茲將各產品特色分述如下：

---

<sup>8</sup> FICO分數為美國借款人信用評等分數，FICO為Fair, Issac and Company 的簡寫，該公司位於美國加州，負責針對借款人的信用進行分析並加以評分，類似台灣的「聯合徵信中心」。FICO score 係基於按時還款 (35%)、信用歷史 (15%)、債務總額 (30%)、債務類型 (10%)、及最近申貸次數 (10%) 等五類因素計算，介於375 至900 分之間，分數愈高信用評等愈好，超過700 者為較佳信用評等，可申請優質房貸。

<sup>9</sup> 請參閱 2006 年 10 月，美國聯邦準備理事會(FRB)、聯邦存款保險公司(FDIC)、儲貸監理署

(1)只付利息型房貸(interest-only)

指允許借款人在貸款寬限期（通常為核貸後 3-10 年）內，只須償付利息，免還本金，待寬限期過後本息再開始攤還。

(2)選擇性還款指數型房貸(Payment Option ARM)

即允許借款人可選擇還款期間、只付利息期間，或每個月本息攤還最低金額（如同信用卡一樣，只須繳納最低應繳金額），惟一旦開始本息攤還，每個月償付金額即大幅增加。

(3)複合式指數型房貸(hybrid ARM)

即前幾年採固定低利率(teaser rate)，之後變成較高的浮動利率。例如：2-28、3-27 或 5-25，即表示借款期限為 30 年，前 2、3 或 5 年利率固定，之後的 28、27 或 25 年利率改按指標利率浮動計息。

(4)購屋自備款融資型(Piggyback)

又稱同時辦理次順位貸款（simultaneous second-lien loan），係指針對購屋自備款不足者，同時提供自備款資金融通之放款，惟只能取得房屋次順位債權。常見之 Piggyback 計有 80-10-10、80-20-0 及 80-15-5 等三種，第 1 個數字代表首順位房貸提供之成數，第 2 個數字代表次順位房貸提供之成數，第 3 個數字代表購屋者自備款成數。

(5)少申請證明文件貸款

又稱次優級房貸（Alt-A Loans），此類貸款通常具有「少文件」或「無文件」（low doc/no doc）、「零收入」或「零資產」（no income/no asset）、「敘述性收入」（stated income）或「敘述性資產」（stated

---

(OTS)、聯邦發行通貨局(OCC)聯合發表聲明中關於傳統型及非傳統型房貸之定義。



asset)等特性。房貸機構針對此種貸款通常會設定須具備文件之標準，以佐證借款人的收入及資產狀況。

#### 4.各類房貸之比重

2006年美國房價下跌前，次級房貸、房屋淨值貸款及次優級房貸的貸款市佔率皆較2001年增加好幾倍，同時期政府保證房貸（FHA/VA）反而由2001年的7.9%逐年萎縮至2.9%（表1）。主要原因在於房貸機構推出許多更具吸引力的創新房貸商品，且這些機構一味地追求高獲利，放寬核貸標準。2007年下半年次貸危機發生後，房貸機構基於授信風險升高開始緊縮核貸標準，次級房貸市佔率因而自2006年高峰20.1%下降至7.9%。此外，房貸機構為轉嫁信用風險，亦提高其承作政府保證貸款之意願，根據此次參訪FHA相關人員表示，FHA保證貸款市佔率已由2005年約3%逐步上升至2009年9月之30%。由此可見，美國房市在歷經政府的各項拯救措施後，房貸機構對於房貸的授信態度仍傾向保守。

表1：各類貸款比重一覽表

單位：%

年份	優級房貸			非優級房貸					總計
	傳統型/標準型房貸	大額房貸	小計	次級房貸	次優級房貸	房屋淨值貸款	FHA/VA貸款	小計	
2001	57.1	20.1	77.2	7.2	2.5	5.2	7.9	22.8	100
2002	59.1	19.8	78.9	6.9	2.3	5.7	6.1	21.1	100
2003	62.4	16.5	78.8	7.9	2.2	5.6	5.6	21.2	100
2004	41.4	17.6	59.1	18.5	6.5	11.3	4.6	40.9	100
<b>2005</b>	<b>34.9</b>	<b>18.3</b>	<b>53.2</b>	<b>20.0</b>	<b>12.2</b>	<b>11.7</b>	<b>2.9</b>	<b>46.8</b>	<b>100</b>
2006	33.2	16.1	49.3	20.1	13.4	14.4	2.7	50.7	100
2007	47.8	14.3	62.1	7.9	11.3	14.6	4.2	37.9	100

資料來源：Inside mortgage finance；Joint Center for Housing Studies of Harvard University

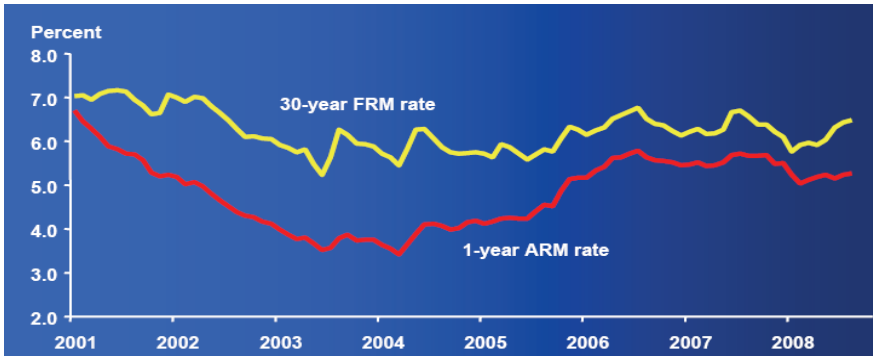
## (二)美國房貸利率調整方式

美國房貸之利率調整方式有二種，分別為固定利率房貸及指數型房貸。固定利率房貸係指貸款期限內，房貸利率均為固定值，不會做任何的改變；至於美國的指數型房貸，是指其房貸利率依特定短期指標利率(例如 1 年期公債利率或 Libor)，再加上固定加碼。

原則上，固定利率與指數型房貸之比重隨著美國利率環境而變化，當利率處於低檔時期，較多的借款人選擇調整型利率，尤其是當房市處於多頭時，一旦面臨利率重設期，借款人只要以再融資(Refinance)方式重新取得房貸契約或將房屋出售獲得房屋淨值均不成問題。然而，由於指數型房貸的初期利率通常較固定利率房貸低，對於次級借款人而言，似乎較具吸引力(圖 4)；以 2006 年資料為例，次級房貸借款人中僅有 9%是屬於固定利率房貸，但優級借款人中，選擇固定利率型的比例竟高達 70%(圖 5)。

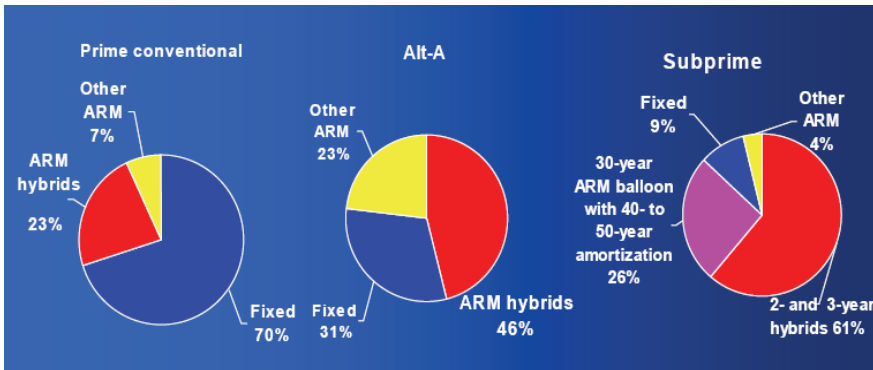
關於上開現象，筆者亦藉本次考察機會詢問各單位人員，其多表示可能原因為優級借款人(通常為醫生、律師等)通常為風險趨避者，這些借款人偏好簡單易懂的房貸商品，且得以輕易的掌握未來 30 年每個月的固定所得支出，對於家庭的財務運用較不會產生大幅影響。因此，無論利率處於高低檔，這類借款人對於固定利率型產品仍較為偏好。

圖 4、固定利率房貸及指數型房貸



資料來源: Milken Institute

圖 5、各類借款人對於固定利率房貸及指數型房貸產品之選擇



資料來源: Freddie Mac, Milken Institute

### (三)美國房貸初級市場及次級市場

美國房貸市場之金融基礎設施發展相當完備，制度相當健全，市場種類可分為二種：房貸初級市場及房貸次級市場，分別說明如下：

#### 1.初級市場(Primary market)

在初級市場，房貸資金係直接由貸款機構貸予借款者。借款者即為房屋購買者，貸款機構又分為以下三類：1.傳統的存款機構，即為銀行(banks)與儲蓄銀行(thrifts)；2.房貸銀行(mortgage bankers)；3.房貸仲介商 (mortgage brokers)。

存款機構與房貸銀行差異之處在於受到的規範不同。舉例來說，

存款機構須受社區再投資法(Community Reinvestment Act；CRA)<sup>10</sup>規範，而房貸銀行並不受限制。此外，存款機構可藉由吸納存款來籌資，而房貸銀行通常透過快速證券化的方式，由資本市場取得資金。

房貸仲介商通常為小規模的公司，專門替少數房貸機構仲介房貸業務。仲介商賺取的利潤，係為房貸機構擬收取的利率與借款者實際支付利率間的利差。在過去 15 年，由於資訊技術的突飛猛進，使得房貸機構可制訂一套簡易且標準化的核貸原則，亦促成這些仲介商亦有能力辦理過去傳統房貸業者方能承作的業務；因此，美國房貸仲介商在零售借貸市場中扮演相當重要的角色。

## 2.次級市場(Secondary market)

金融機構轉讓房貸債權予其他機構，再以證券化方式發行證券，並於次級市場中出售，這個市場的運作主要是透過抵押貸款證券化的方式進行，這類以抵押貸款作為基礎所發行的證券，即稱為「房貸抵押擔保證券(MBS)」。

依發行 MBS 的機構區分，可分為機構房貸抵押擔保證券(Agency MBS)及非機構房貸抵押擔保證券(Non-agency MBS)，分別說明如下：

### (1)機構房貸抵押擔保證券

由美國政府贊助機構 (Government Sponsored Enterprise, GSEs) 所保證的房貸抵押擔保證券 (MBS)，即吉利美、房地美及房利美三家GSEs (詳附錄1) 所擔保的MBS。

---

<sup>10</sup> 社區再投資法案係由美國總統卡特於 1977 年發起，該法案要求美國銀行須對弱勢族群(中低收入戶)或區域(治安較差)給予貸款。該法案適用機構包括聯邦存款保險會員銀行、國家銀行、儲貸機構、州立商業銀行及儲蓄銀行等，並未包括房貸銀行。

## (2)非機構房貸抵押擔保證券

未經GSEs 保證的MBS，種類包括大額房貸<sup>11</sup>抵押擔保證券（Jumbo MBS）、次優級房貸抵押擔保證券（Alt-A MBS）與次級房貸抵押擔保證券（Subprime MBS）等。

## (四)美國房貸市場相關法規

### 1. 查封法（Foreclosure Law，又稱取消抵押權贖回法）及破產法（Bankruptcy Law）

所謂查封法係保障債權人及其取得財產之一系列過程的法條。簡言之，萬一借款人連續三個月無法如期支付貸款時，貸款者可依法啟動查封法拍的程序。

在美國，各州的具體查封法拍程序或時間表略有差異，而查封訴訟結果須視法院判決而定。原則上，查封法對於房屋查封程序的規定可分為兩類，分別為「法庭法拍(judicial foreclosure)」或「非法庭法拍(non-judicial foreclosure)」。在美國有 21 個州規定查封程序為「法庭法拍」，由法院負責監管與准駁查封法拍程序的各個階段，相對而言，此種法拍方式較為耗時。

一般來說，債權人經查封法拍程序後，房屋價值會因為昂貴的法律相關費用而損失約 30%至 60%。

若貸款非以實質財產作為擔保，債權人則須依破產法執行其權益。傳統上，美國家庭提出破產申請通常是為了取消非擔保債務，例如信用卡債務等。儘管房貸債務並不能經由破產法一筆勾銷，但

---

<sup>11</sup> 所謂大額房貸係指房貸餘額高於房地美及房利美所訂之收購標準；目前為\$625,000 美元。

因破產法中將房屋淨值視為特別資產；因此，破產法與查封法之間具有複雜的交互關係。

一般來說，一旦破產訴訟成立，借款人的無擔保債務將不再被追討，但債權人具有依法取得所有非豁免資產（non-exempt assets）之權利。至於何種資產可被豁免，各州具有差異性。舉例來說，德拉威州規定債務人可豁免任何價值 5,000 美元以下的財產。相反地，康乃迪克州單獨規定屋主的房屋淨值豁免額為 75,000 美元。甚至，部分中西部州，例如德州及佛羅里達州原來並無房屋淨值豁免額的上限規範。直到 2005 年 10 月實施的破產改革法案，方統一規定全國性的房屋淨值豁免額上限標準。

## 2. 稅法

美國稅法對於房產及房貸均有特別規定。一般而言，這些規定對於房貸的債務較具優惠，舉例來說，所得稅應是針對所有形式的所得課稅（扣除相關成本）；然而，美國稅法卻規定屋主自住房屋的設算租金<sup>12</sup>(imputed rent)可免稅，同時，房貸利息支出還可扣抵所得稅。

1986 年稅法改革前，許多消費者貸款的利息支出皆可抵稅；稅法改革後，僅自住的房屋貸款及房屋淨值貸款可抵稅。

針對自用住宅的資本利得稅亦較具優惠。1997 年以前，美國針對年齡 55 歲以上的住宅投資者，設有出售房屋移轉條款<sup>13</sup>(rollover provision)優惠，以及 125,000 美元的資本利得免稅額，惟僅限一次。

---

<sup>12</sup> 設算租金的概念類似於機會成本，亦即雖然屋主住在自己的房子裡，卻損失租金收入。

<sup>13</sup> 移轉條款係指房屋投資人出售房地產獲得資本利得後，若重新投資得免收資本利得稅，其目的係為鼓勵投資人投資於房地產市場。

1997 年後，美國刪除移轉條款但放寬免稅額相關限制，只要屋主最近五年內合計居住時間達二年者，即符合免稅額規定且可重複適用此豁免規定。

### 3. 消費者保護法案

(1) 誠實貸款法 (The Truth in Lending Act, TILA, 1969 年)：本法規範房貸及其他信貸產品相關費用之一致性揭露標準，包括年百分利率、融資金額相關費用、總售價及保險費用等，以利消費者比較。

(2) 屋主權益保護法 (Home Ownership and Equity Protection Act, HOEPA, 1994 年)：本法案要求債權人揭露與高利率及高收費相關之資訊，包括通知借方浮動利率貸款的金額可能會增加等訊息。

### 4. 公平取得貸款法案

(1) 公平信貸法 (Equal Credit Opportunity Act, 1974 年)：本法案將民眾在申請貸款時因其種族、膚色、宗教、原國籍、性別、婚姻狀況及年紀，或是因申請人有部份收入來自政府資助而受到歧視之情況，視為不合法。

(2) 社區再投資法案 (Community Reinvestment Act, 1977 年)：本法案著重於貸放予中低收入借款人及貧窮社區。本法案可說是引起次貸風暴相當多爭議的法案，筆者將於後一章節詳加說明。

## 參、美國房地產市場泡沫化問題探討

### 一、美國房地產市場泡沫形成之原因

從 1997 年美國房市在各種因素的交相影響下，開始了連續多年的榮景，隨著 2007 年次級房貸問題爆發後，房屋價格開始迅速下跌，以下章節筆者試著探討造成美國房市泡沫形成背後的原因。當然，造成美國房市泡沫化的真正原因太龐雜，其中亦有許多具有爭議的議題，包括政府政策對「居者有其屋」的支持、次級房貸及非傳統型房貸的大量興起（包括掠奪性房貸）及聯準會的貨幣政策等；甚至，深植於美國人心中的信仰，亦即美國自 1930 年代經歷大蕭條後，美國人皆深信購置不動產是投資的優先的選擇，以及投機氣氛濃厚等皆為可能的因素之一。

#### （一）美國政府大力鼓吹「居者有其屋」之房屋政策

##### 1. 美國夢深植民心

所謂美國夢，就是要透過勤奮的工作和自由的選擇來追求個人快樂幸福的生活。這種理念，源自美國的立國精神，深植人心。美國夢所追求的幸福權利包括擁有財產的權利，而住宅是個人財產的主要成分，因此，在美國擁有自己的住宅就成為美國夢的骨幹，同時，也是一種身分的代表和中產階級的表徵。

具體言之，一個人要擁有「自己的住宅」，至少兩部汽車，美麗賢慧或標緻英俊的配偶，一對乖巧可愛的孩子，一隻玲瓏別緻的寵物，他們的美國夢才算是真正實現。

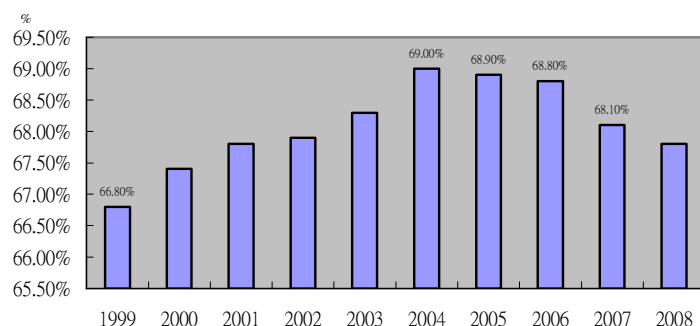
美國政府為了協助人民實現美國夢，落實「居者有其屋」政策，



設立各種專責機構，直接參與房貸抵押貸款業務，或間接保證抵押貸款。聯邦政府於初級市場設立專門機構，辦理抵押房貸擔保業務，例如FHA保證貸款、VA保證貸款等。同時，在次級市場也設立房地美、房利美及吉利美等專門機構，收購初級市場的房貸債權，加以證券化後於資本市場發行MBS，活絡房貸市場的流動性。

由於美國政府的大力支持與協助，1999年美國自有住宅率為66.8%，至2004年到達高峰69%（圖6），為世界先進國家之冠。瑞士的平均所得高於美國，可是人民的自有住宅率只有27%。

圖 6：美國自有住宅率



資料來源：American Census Bureau

## 2. 美國政府的房屋政策發展沿革

### (1) 1930 年代的房屋政策

1930 年代美國發生有史以來最嚴重的金融危機，股市崩盤，造成經濟大衰退，失業率高達 25%。當時全國將近一半的家庭無法按期繳納房貸利息，並有一半的銀行倒閉。此時，美國開始認為，應該有一套「房屋政策」(housing policy)協助中低收入家庭購置住宅，達成「居者有其屋」的目標。因此，國會於 1934 年通過國家房屋法案 (National Housing Act)，作為政府房屋政策法源。根據此法案，設立聯邦住宅

管理局(FHA)及聯邦住宅貸款銀行，分別對中下收入家庭的房貸提供保證及對金融機構提供穩定而低廉的資金。

## (2)1970 年代的房屋政策

由於美國於 1955 年發生黑人女裁縫 Rosa Parks 種族歧視事件，開啟了美國黑人的民權運動<sup>14</sup>，詹森總統於 1968 年特別制訂公平房屋法 (Fair Housing Act)，正式廢除紅線政策<sup>15</sup>(redlining policy)，嚴禁房屋市場對任何人使用任何形式的歧視措施，並且在住宅及都市發展管理局 (HUD) 之下設立公平房屋機會署 (Office of Fair Housing and Equal Opportunity, OFHEO)，負責監督該法案的執行，以建立公平的房屋貸款環境。

然而，道高一尺，魔高一丈，美國房屋市場仍以技巧性的方式排擠黑人；有鑑於此，國會特於 1974 年通過公平取得信用機會法案 (Equal Credit Opportunity Act)，禁止金融機構對於任何人使用差別待遇。

1977 年更進一步通過社區再投資法案 (CRA)，鼓勵銀行及儲貸協會對低所得地區提供金融服務。美國制訂 CRA 法案目的為要求金融機構盡量對中下收入家庭及紅線社區提供購屋或重建的貸款，並冀望金融機構能嚴守穩健的貸款原則，而即使金融機構對於 CRA 法案的執行不力或嚴重違抗，也不會受到懲罰處分。

---

<sup>14</sup> 1955 年在阿拉巴馬州蒙哥馬利市有位黑人女裁縫 Rosa Parks 在公車上拒絕讓座給白人乘客，而被以違反種族隔離法罪名被逮捕，啟動了美國黑人命運的民權運動 (Civil rights movement)。

<sup>15</sup> 根據 1934 年國家房屋法案成立的聯邦住宅貸款銀行委託 HOLC 進行一項調查，評估住宅屋主的信用風險，作為提供金融服務的依據。HOLC 針對全國 239 個城市進行調查，並繪製住宅安全地圖 (residential security maps)。在這些都市的地圖上，以紅線標示高風險的社區，以綠線標示安全的社區，而 FHA 及聯邦住宅貸款銀行只對綠線社區提供金融服務，這就是極具歧視性的紅線政策由來。由於紅線社區的居民多為黑人，因此，紅線政策所歧視的對象就是黑人。

### (3)1993年—2008年的房屋政策

1993年，柯林頓(Bill Clinton)執政後，推行一項「容易負擔的房屋政策(affordable housing policy)」，嚴格執行CRA法案。首先，對房利美和房地美施壓，要求這兩家GSEs對中低收入家庭<sup>16</sup>及紅線社區房貸的收購金額須分別佔其總收購金額42%及24%，此舉使二房被迫放寬收購標準。其次，執政團隊利用CRA法案執行成效迫使私人的金融機構配合，忠實地執行法案。1994年後，甚至以CRA評等作為審核金融機構跨州設立分行的審核標準。至此，CRA法案變成強迫性的，而不再是鼓勵性的了，而許多人批評，此等房屋政策的偏差正是種下日後次貸危機的禍根之一。

2001年以後，布希(George W. Bush)上任後，推動更寬鬆的「特別容易負擔房貸(special affordable loan)」，進一步降低負擔房貸的門檻。他進一步要求二房對中低收入家庭及紅線社區房貸的收購金額須佔其總收購金額至少50%及31%，並要求受CRA法案規範的金融機構（例如商業銀行及儲貸機構等）貸款給最低階層的收入家庭，即家庭所得低於中位數所得60%的家庭，而且規定，這類貸款的比率不得少於12%。除此之外，該項比率須逐年增加，至2008年，必須提高至28%。因此，為了達成目標，二房及其他金融機構持續不斷地降低標準，造成房屋貸款流於浮濫。

### (二)美國聯準會未即時調整寬鬆貨幣政策

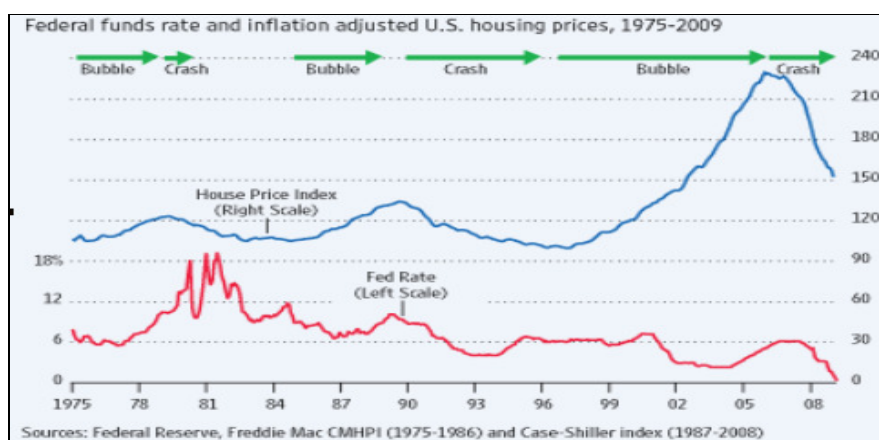
過去40年來，美國在1979年及1989年分別歷經兩次房市泡沫

---

<sup>16</sup> 根據 HUD2001 年發佈的「HUD's Affordable Lending Goals for Fannie Mae and Freddie Mac」，所謂中低收入家庭的定義為家庭所得低於美國地區家庭所得中位數（Area Median Income：AMI）者。

破滅；而觀察當時聯邦資金利率走勢可見，美國聯準會通常採取寬鬆的貨幣政策解決房市泡沫破滅後的問題（圖 7）。1997 年起美國房地產市場發展出有史以來最大的泡沫，筆者以為這可能與美國家庭所得自 1992 年逐漸成長有關。原本 2001 年的網路科技泡沫即可能終結房市泡沫的成形，但美國聯準會卻以極寬鬆的貨幣政策防止房市泡沫破滅。

圖 7：美國房價與聯邦資金利率關係圖



次貸風暴發生以來，許多人士基於以下原因，質疑美國聯準會基於本位主義，只關注經濟衰退和通貨緊縮問題，並採寬鬆貨幣政策予以因應，以致資產泡沫問題隨之惡化。自從網路科技泡沫(dot-com bubble)破滅以後，聯準會一再降低利率，從 2000 年 6.5% 降到 2004 年的 1.0%。於此期間，房價隨著利率及貨幣環境的寬鬆而大幅的快速上升，形成泡沫，同時，指數型房貸亦大幅增加。聯準會（包括前主席葛林斯潘）認為泡沫不會破滅，因此並未適時調整貨幣政策。直到 2005 年底房價開始下修後，聯準會才開始積極調高利率，但此舉反而加重指數型房貸借款人負擔，違約和法拍事件隨之迅速累積，進而損及社區房價，最終造成美國次貸危機。

也有學者認為<sup>17</sup>，1997 年至 2006 年資產價格泡沫化現象是因為聯準會所信賴的官方消費者物價指數被嚴重低估了。70 年代及 80 年代發生的房價泡沫，聯準會皆能隨著房價上漲而即時調高聯邦資金利率，而聯準會的「逆勢而行」(leaning against the wind)確實減緩泡沫化現象。然而，2001 年 1 月聯準會在經物價調整後的平均房價連續四年，每年成長 7.2%的情況下，卻開始降低聯邦資金利率，由當時的 6%調降至 2001 年 12 月 1.75%。2004 年 5 月，Case-Shiller 前 20 大都會區房價指數年成長率為 15.4%，聯準會才終於緩步調高聯邦資金利率；然而，當時官方公布的消費者物價指數中屬於房價的統計部分仍僅上漲了 2.4%。

造成此種差異性的主要原因在於美國勞工統計局 (Bureau of Labor Statistics) 自 1983 年起，以租金替代屋主成本(homeownership costs)作為計算消費者物價指數的成分。1983 至 1996 年間，美國價格租金比(price to rental ratio)僅由 19.0 上升至 20.2，這種微幅的增加對於當時的房價或消費者物價指數而言當然是低估了。舉例來說，若 2004 年屋主成本是列為消費者物價指數的成分之一，通貨膨脹率應為 6.2%，而非 3.3%。根據 Case-Shiller 前 100 大都會區房價指數，1999 年 1 月至 2006 年 6 月間屋主成本累積通貨膨脹率為 151%，然而官方消費者物價指數僅增加 23%。因此，儘管聯準會於 2004 年開始緩步調升聯邦資金利率，仍被認為出手時間太慢了，美國房市泡沫於往後的兩年間仍持續擴大。

---

<sup>17</sup> 請參閱 Steven Gjerstad 及 Vernon L. Smith，「From Bubble to Depression」。Gjerstad 為普曼大學客座副研究員，Smith 普曼大學經濟學教授，並曾於 2002 年獲得諾貝爾經濟學獎。

### (三)高風險房貸衍生問題

#### 1.高風險的房貸產品興起造就投機環境

由於聯準會自 2004 年中起開始調高利率，使得重新融資的業務盛況不再，於是，房貸業者為了增加收入，開始大量推出風險較高的非傳統房貸產品以開發新客戶，包括只付利息型房貸、具選擇權指數型房貸、混合式指數型房貸等期初月付款極低的產品，及購屋自備款融資型房貸等以提高融資成數。這些特殊房貸產品的特色是使借款者的短期付款壓力減輕，讓許多自有資金較少者亦能獲得融資，造就美國房貸市場濃厚的投機氣氛。事實上，只付利息型及購屋自備款融資型房貸產品於 1999 年時並未存在於次級房貸市場，但於 2006 年時已開始大量興盛(表 2)。

表 2：非傳統型房貸承作量一覽表

單位：十億美元

	2004	2005	2006	2007Q1
只付利息型房貸(1)	60	481	526	149
具選擇權調整利率型房貸(2)	145	280	255	43
40年期一次還清房貸(3)	0	10	90	22
其他次優級房貸(4)	160	95	87	25
非傳統房貸產品 (1)+(2)+(3)+(4)=(a)	365	866	958	239
整體房貸承作量(b)	2920	3120	2980	680
非傳統房貸承作量佔全體房貸承作量之比重(a)/(b)	12.50%	27.76%	32.15%	35.15%

資料來源：Inside Mortgage Finance

次級房貸中，有極大比重係屬指數型房貸，當利率處於低檔時，這些房貸表面上看來似乎比固定利率房貸便宜，加上市場房市投機氣氛濃厚，一旦寬限期一到，隨即以更低利率重新融資，或賣掉房屋以賺取房屋淨值。但自 2004 年 6 月，美國貨幣政策開始轉向，房貸機

構重新融資的業務便難以擴張；此外，這些持有指數型房貸的借款人逐漸有付款的壓力，許多借款人無法如期支付利息，致違約案件不斷增加。2006-2007 年間，美國房市隨著投機氣氛的銷聲匿跡，在大量法拍房屋迅速累積的壓力下，泡沫終於破滅。

## 2. 房貸市場監理漏洞造成掠奪性貸款問題

所謂掠奪式房貸（predatory lending）係指金融機構使用不實的廣告誤導借款人接受不合理和不公平的貸款條件。貸款的對象是一些和主流社會脫節，知識水準較低的經濟弱勢族群。由於這些弱勢族群缺少金融常識，對於複雜的貸款合約無法瞭解，較容易上當被騙。

有些不肖的商人到少數族群聚居的社區設立房貸仲介商，房貸簽約以後，立刻把貸款轉賣給主要的金融機構，因此，仲介商不必負擔任何風險。美國房貸市場中的仲介商只是替其他主要的金融機構辦理房貸，收取手續費而已，他們承辦的房貸越多，手續費收入越豐厚。為了增加收入，這些仲介商不斷地降低貸款標準，濫用次級房貸市場的工具，並以不實廣告吸引借款人。

仲介商所使用的伎倆，包括：(a)使用不實的推銷廣告。(b)迫使或慫恿借款人不斷辦理重新融資，以便賺取高額手續費。(c)審查貸款只根據借款人的資產，不考慮其還款能力。(d)在貸款合約上使用細小的字體隱藏苛刻的貸款條件。(e)誤導借款人，引導有資格申辦優級房貸的借款人轉而申貸次級房貸，以賺取更高手續費。(f)濫用非傳統型的房貸商品，引誘無知的借款人借款，對其宣稱初期利率很低，或不必支付初期本金及頭期款，使借款人相信其有能力負擔房貸。

這些仲介商為了賺取更高收益，最後竟演變成借款人不必提供任

何證明文件，只要前來借款，有求必應，幾乎把貸款條件和標準都取消了，媒體將這種貸款稱為「忍者貸款」(Ninja Loan, No income, No job, No asset)。

美國房貸市場的監理，幾乎所有的金融機構皆分別或共同受到美國聯準會、通貨管理局、聯邦存款保險公司及儲貸機構管理局等四個政府機關的管轄，並定時接受該等機關金融檢查。因此，他們在承辦次級貸款時，尚能遵守穩健的貸款原則；然而，上述仲介商並不受到任何政府機關的管轄，經查美國在 2004 年時，仲介商家數高達 53,000 家，可謂房貸市場監理上的漏洞。

許多專家學者將次貸危機發生的原因之一怪罪於這些產品的過度證券化；其實證券化的本質並沒有錯，而是因為在房貸證券化的過程中，沒有嚴謹的標準，一併將這些掠奪性的次級貸款與優質貸款魚目混珠，在資訊缺乏透明化的情況下，投資人根本無從得知其購買的商品究竟包含何種形式的貸款。

## 二、美國房地產市場泡沫破滅後之現象

### (一) 2006 年後，房地產市場景氣衰退

由房價指數觀察，美國房屋市場自 1996 年起，展開大波段多頭走勢，並於 2005 年及 2006 年達到最高峰。2007 年起房價開始下跌，而且下跌的幅度及速度遠遠超越過去 20 年的歷史走勢（圖 8）。舉例來說，本波房價崩跌幅度為 25.3%，均超過 1980 年代及 1990 年代的 10.2% 及 9.9%（圖 9）。

由成屋銷售觀察，美國獨棟房屋(single-family house)銷售於 2005

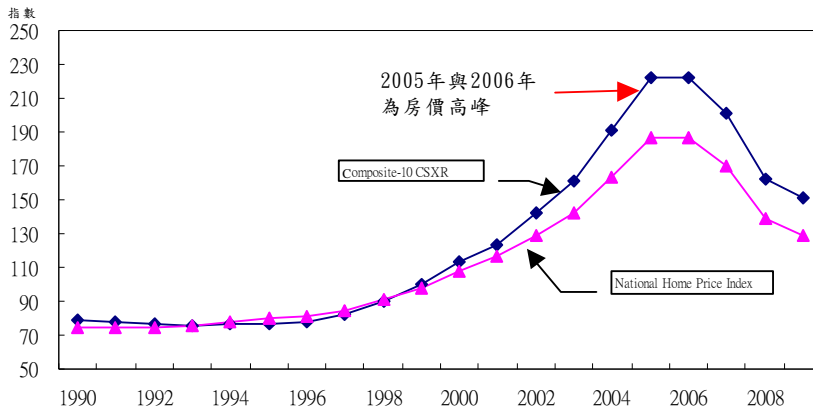


年底達到高峰，當年銷售量為 567 萬戶；而次貸風暴發生後，2008 年底成屋銷售量僅 435 萬戶（圖 10），比網路科技泡沫時期衰退嚴重。

待銷售房屋的空屋率由 2005 年底開始上升，2007 年及 2008 年美國房屋空屋率更創下歷史新高，分別為 2.7% 及 2.8%（圖 11）。同時，房屋建造許可核發數於次貸風暴後，亦創下十年來新低（圖 12）。

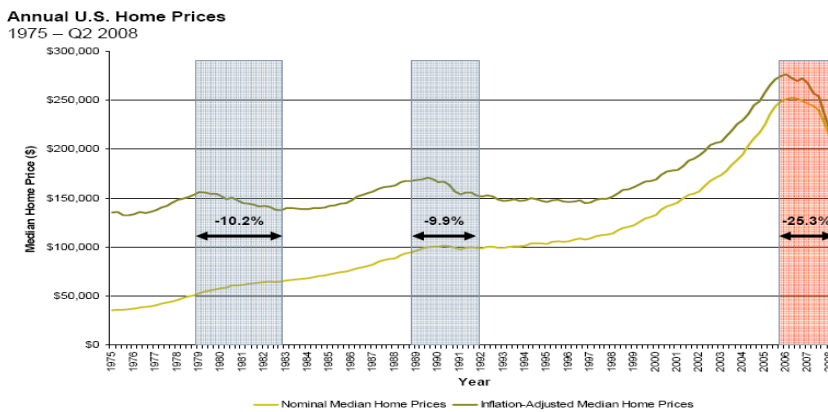
由上述幾項房地產市場重要指標觀察，美國房屋市場榮景自 2005 年底開始下滑，金融風暴發生後，跌至谷底。

圖 8：美國 10 大都會區房價指數走勢



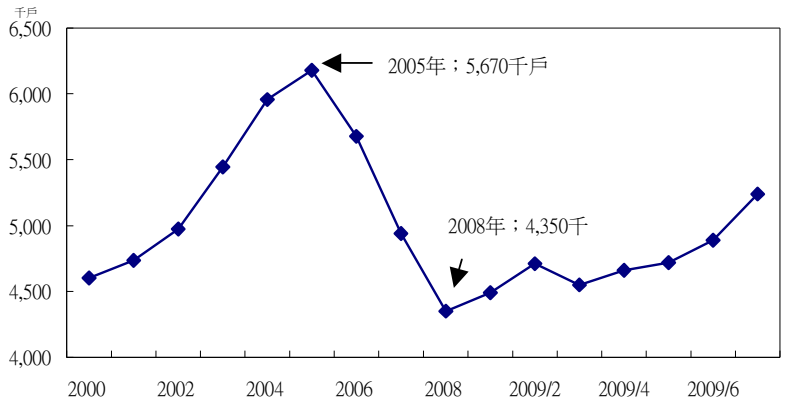
資料來源：S&P/Case- Shiller Home Price Indices

圖 9：美國歷次房價跌幅



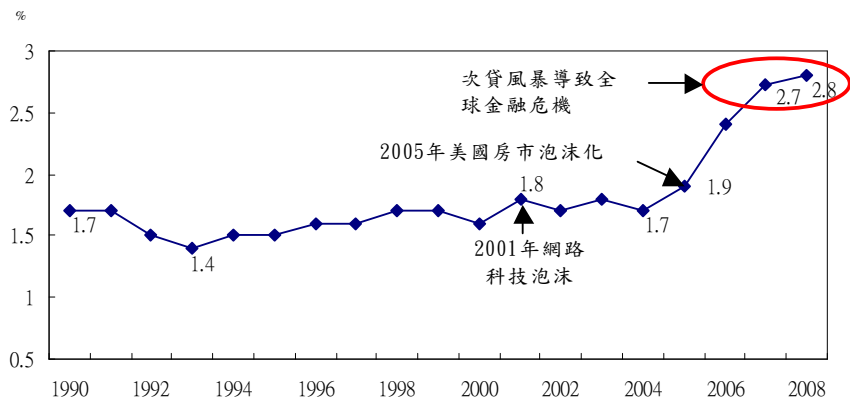
SOURCE: U.S. Census

圖 10：美國獨棟房屋(single-family house)成屋銷售



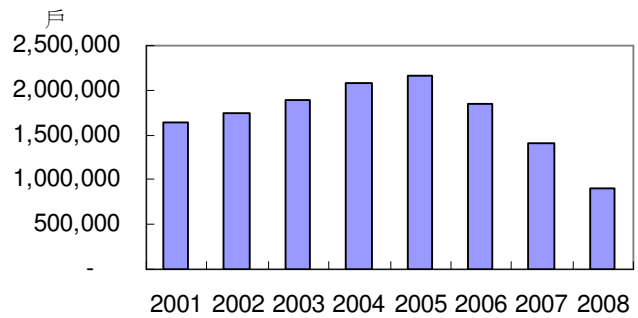
資料來源：National Association of Realtors

圖 11：待售房屋空屋率



資料來源：The Joint Center Housing Studies of Harvard University

圖 12：房屋建造許可核發數



資料來源：U.S. Census Bureau

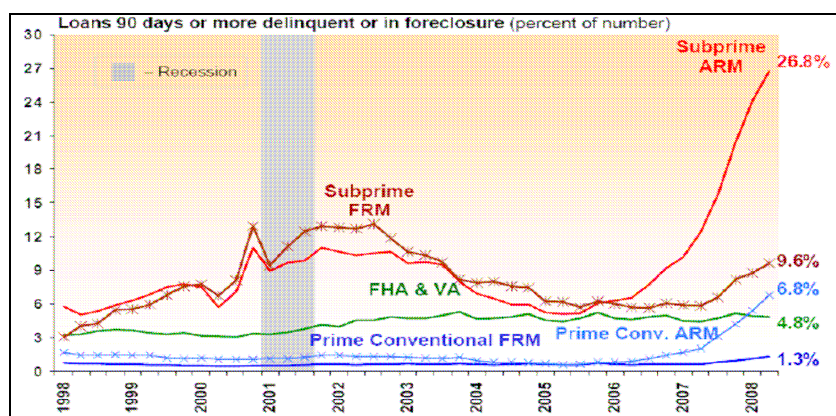
## (二) 房貸市場信用緊縮，借款人面臨困境

### 1. 貸款利率重設金額增加，法拍比率攀升

由於美國 2001 到 2004 年維持低利率環境致房價指數攀升，房地產市場一片榮景，許多次級貸款人紛紛辦理指數型房貸並購買住宅，該等指數型房貸初期僅需負擔極低的利息或零利息，並於寬限期過後，可以轉貸方式繼續適用低利率。若借款人於此類貸款的寬限期內維持良好繳款記錄，於面臨利率重設時，通常可獲得較好的 FICO 分數，而順利以較低利率重新融資。惟若房價不升反降，則借款人將因 LTV 增加而難以取得重新融資，這些無法取得重新融資者將因房貸利率重設後，被迫面臨房貸違約的情況。

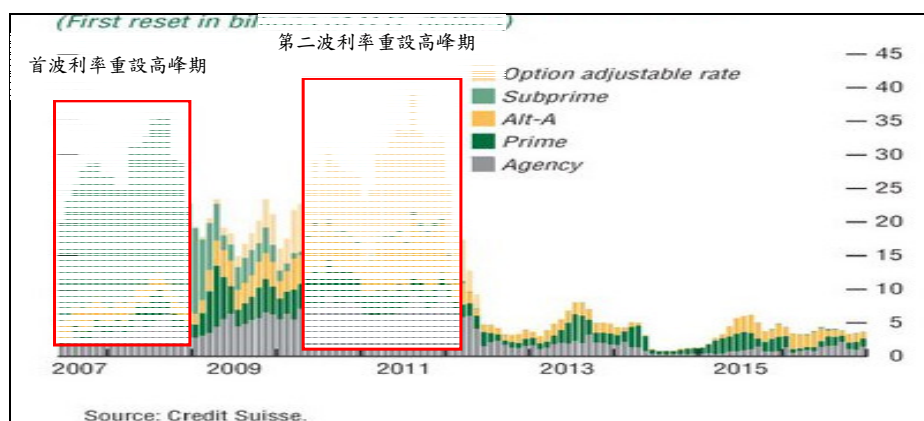
由於多數次級借款人選擇指數型房貸，而次級房貸利率重設高峰發生於 2007 到 2008 年間，因此 2008 年美國次級房貸違約及法拍比率竟高達 26.8% (圖 13)。然而，後續尚有具選擇權指數型房貸及次優級房貸的重設高峰即將於 2010 至 2011 年發生(圖 14)，屆時房貸違約情況亦是許多人擔憂的問題所在。

圖 13：優級及次級房貸查封法拍比率



資料來源：Mortgage Banker Association, Freddie Mac；Prime Conventional data include Alt-A

圖 14：各類貸款利率重設金額分布圖



## 2. 金融機構授信緊縮

受房價下跌、各類貸款查封法拍案件數量增加影響，金融機構對於房貸授信態度轉趨嚴格，甚至優級房貸亦面臨較為嚴謹的核貸標準（圖 15），導致整體房貸承作量隨之萎縮（圖 16）。

次貸風暴後，金融機構的授信態度亦可從風險貼水（聯邦資金利率與 30 年期房貸固定利率之間的利差）觀察。隨著借款人違約及法拍比率大幅升高，美國聯準會隨即以大幅降低利率因應，自 2007 年 9 月起至 2008 年 12 月連續調降聯邦資金利率至 0%-0.25%，不過，雖然聯準會積極調降利率，30 年期固定利率房貸的利率卻僅微幅變動（圖 17），並未隨利率政策而大幅調降；由此可見，辦理房貸的金融機構對於信用風險貼水的要求相對增加。

圖 15：房貸核貸標準

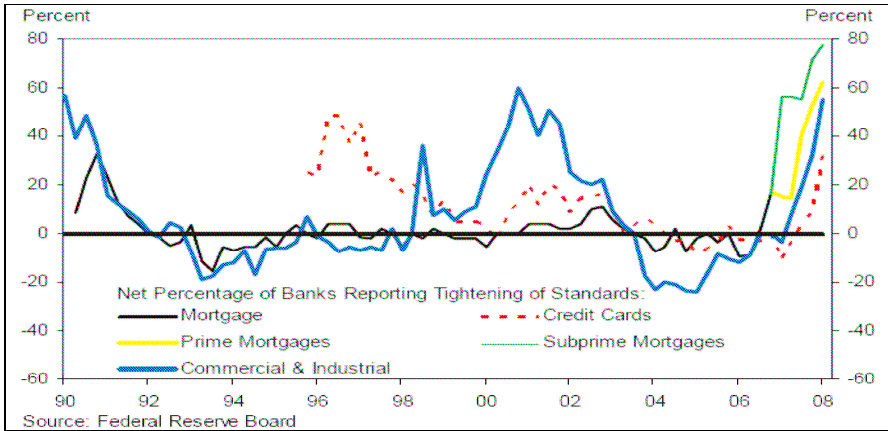
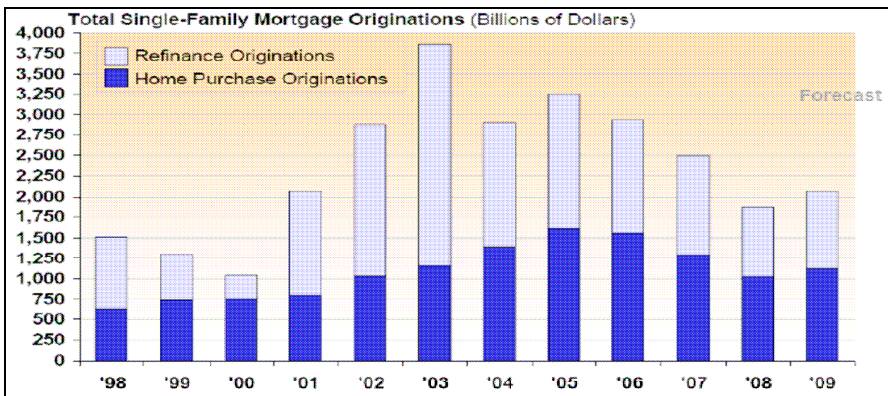
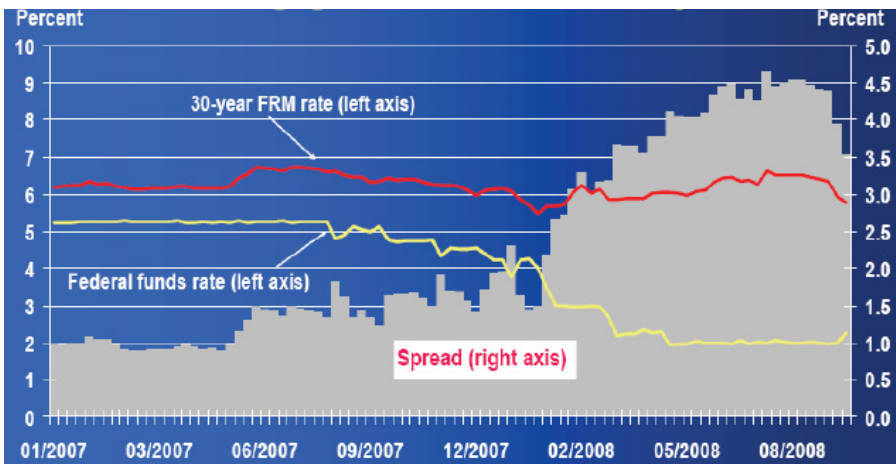


圖 16：購屋及再融資房貸承作量



資料來源：Freddie Mac

圖 17：聯邦資金利率及 30 年期固定利率房貸利率之利差走勢



資料來源：Freddie Mac, Fed

## 肆、美國政府提振房地產市場之措施

### 一、2005 年底—2007 年中之各項措施

美國初期尚未察覺房市泡沫化可能蔓延成次貸危機之嚴重性，因此，次貸風暴的早期階段，金融主管機關的作為比較偏向於宣導政策的聯合聲明，或加強消費者保護等措施。其中，美國聯準會於 2005 年底即開始注意到次級房貸的問題，採取措施包括 2005 年 12 月底提出「非傳統型住宅抵押貸款監理原則(Guidance on Nontraditional Mortgage Loan)」；2006 年 12 月發布「指數型房貸消費者手冊修正版(Revised Consumer Handbook on Adjustable-Rate Mortgages)」；2007 年 7 月發布「次級房貸核貸作業準則(Working with Mortgage Borrower)」等。

除此之外，美國金融主管機關（聯準會、聯邦存款保險公司(FDIC)、通貨管理局(OCC)、儲貸機構管理局(OTS)、全國信用合作社管理局(NCUA)等）亦共同發表多項聯合聲明，以建立房貸市場秩序，並協助屋主處理無法償還的債務問題（表 3）。

美國政府當時採取的政策多僅止於提供市場參與者重要指導原則或提供消費者資訊，對於無法償還貸款的借款人並未提供實質幫助，直至 2007 年下半年，隨著貝爾斯登資產管理公司旗下兩支避險基金發生問題致金融市場面臨壓力後，政府態度才轉為積極的實質行動。

表 3：美國金融主管機關共同發表之聯合聲明

日期	金融主管機關	內容
2007年1月5日	聯準會、FDIC、OCC、OTS、SEC	針對金融機構的結構性金融活動發表聯合聲明，說明並要求金融機構從事複雜的結構性金融交易，應該具備的內部控制與風險管理程序。
2007年4月17日	聯準會、NCUA、OCC、OTS	敦促金融機構應與無法償還房貸的借款者共同合作解決債務問題。
2007年5月31日	聯準會、NCUA、OCC、OTS	協助金融機構實施「非傳統性房貸風險準則」中有關消費者保護的部分。
2007年6月29日	聯準會、NCUA、OCC、OTS	針對次級房貸發表聯合聲明，要求金融機構應以審慎安全、健全與消費者保護等標準為原則，確保借款者依其還款能力取得融資。
2007年7月17日	聯準會、FDIC、OTS、聯邦交易委員會(FTC)、州立銀行監理機關聯合會(CSBS)、美國住宅房屋擔保貸款監理者協會(AARMR)	針對次級房貸發表聯合聲明，提出改進監理次級房貸貸款者方案。

資料來源：中央銀行國際金融參考資料第五十七輯，「美國次級房貸問題與金融改革方向」

## 二、2007年7月以後之各項措施

隨著次級房貸借款者違約比率及查封法拍比率升高，美國房貸市場問題一一浮現，包括指數型房貸產品風險、次級房貸核貸標準鬆散、金融監理不夠完備、房貸商品證券化過於複雜及信評公司公信力受質疑等問題。這些問題引發美國房市進一步崩潰，房價下跌導致社區價值崩落、空屋閒置及社區犯罪問題逐漸浮現；當然，最後全體金融體系面臨信用緊縮，導致流動性不足。美國聯準會除於2007年9月起大幅降息，將聯邦資金利率降至0至0.25%間外，亦採取多項非傳統的融通機制（詳附錄2）以穩定金融市場流動性問題。

除此之外，美國政府亦同時針對住宅金融體系採取因應措施，例如金融監理制度改革、制訂房市新法案、加強消費者保護、推動債務

人紓困及防止房屋查封法拍等相關措施，可說是一套全面性、從裡到外的拯救房地產市場方案。各方案重點說明如下（彙整詳見附表）：

### (一)穩定各地房價及房貸市場

#### 1.穩定及加強二房角色功能

鑒於二房在美國房貸市場扮演相當重要的角色，為穩定其經營<sup>18</sup>，2008年7月，Fed理事會授權NY Fed於必要時，提供緊急專案融通(GSECF)；另外，財政部亦增加對二房授信額度，並視情況收購其發行之債券與特別股，改善其資本結構。此外，美國國會通過政府贊助機構(GSE)改革法案，成立一獨立機構—聯邦住宅金融局(Federal Housing Finance Agency，簡稱FHFA)，加強對政府贊助機構的管理及監督，以維持房貸市場秩序。

美國總統布希於2008年7月簽署的房市法案(Housing Bill)，提高二房收購的標準型房貸金額上限，由原來的41.7萬美元調高至62.5萬美元，使更多的房貸符合二房收購標準。

#### 2.穩定社區計畫

美國政府制訂一項穩定社區計畫(The Neighborhood Stabilization Program；NSP)，此計畫係由住宅及都市發展管理局(HUD)主導並提供資助，交由各地執行。此計畫分為兩個階段，各階段執行預算分別為39.2億美元及19.3億美元，重點說明如下：

---

<sup>18</sup> 2008年7月7日美國雷曼兄弟報告指出，美國財會準則委員會擬修改會計法規FAS140，將原資產負債表外之證券化商品移入表內，引發市場對於高槓桿特性的二房疑慮，當天二房股價均大幅下跌，市場對其失去信心。



### (1)第一階段

HUD 根據各地區法拍屋的數量及次級貸款違約數量找到最需要幫助的地方政府，並補助該等機關以協助恢復低收入社區，防止犯罪問題發生。這些資金必須用於個人或家庭所得低於美國人所得中位數(Median Income)120%的社區，其中，至少 25%的資金須購買和開發個人或家庭的所得低於美國人地區所得中位數 (Area Median Income ; AMI) 50%的社區。

### (2)第二階段

HUD 進一步放寬資金補助對象至個人、營利或非營利機構，惟這些申請人或機構必須證明其有能力（按：過去 24 個月中曾經成功地完成至少 75 間房屋改造）恢復至少 100 個被銀行拋棄或沒收的房子，使其重新進入市場流通，減少這些房子對社區所造成的負面影響。

## (二)修訂相關法案，健全房貸市場體質

### 1.通過聯邦住宅管理局現代化法案(FHA Modernization Bill)

長久以來，聯邦住宅管理局在協助中低收入戶家庭取得購屋貸款成效頗佳，惟近年來，其市佔率卻是節節衰退，而部分原因為借款人轉向較具彈性、核貸速度較快的非傳統型房貸；此外，房貸保證最高限額亦為其中一項因素。

因此，美國國會於 2007 年 6 月通過聯邦住宅管理局現代化法案，除提高房貸保證金額上限外(按：高房價地區房貸保證金額上限由標準型房貸收購金額上限的 87%，提高至 100%；低房價地區則由標準

型房貸收購金額上限的 48%，提高至 65%)，並依據借戶的風險狀況調整房貸保證費率，使風險較高的借款人亦能有更多轉貸機會。此外，刪除借款人必須先支付 3% 頭期款的規定，使更多借款人適用聯邦住宅管理局保證貸款標準。

## 2. 通過公平安全執行房貸認證法案(S.A.F.E. Act)

2008 年美國通過公平安全執行房貸認證法案(Secure and Fair Enforcement for Mortgage License Act，簡稱 S.A.F.E. 法案)，藉由本法案建立一套適用所有房貸提供者（包括房貸機構及房貸仲介商）的統一認證及註冊系統，以創造更具透明度與可靠性的貸款環境。

### (三) 協助債務人協商及減輕負擔措施

#### 1. 2007 年 10 月—2008 年底之協助債務人措施

##### (1) 成立 HOPE NOW 聯盟，協助借款人進行債務協商

2007 年 10 月由美國房貸市場參與者（包括房貸服務業者、房貸顧問公司、投資機構等）共同成立一個民間聯盟，稱為 HOPE NOW 聯盟，並獲得財政部及住宅及都市發展管理局支持，旨在協調共同援助美國家庭保有住宅。HOPE NOW 聯盟針對目前尚有能力還款及逾期超過 90 天之借款人，分別推動兩項重要措施，說明如下：

##### (a) 凍結房貸利率五年(5 Year Rate Freeze)

凍結房貸利率計畫係為美國前總統布希拯救借款人的重要措施之一，HOPE NOW 聯盟於 2007 年 12 月宣布實施。根據此計畫，借款人可直接電洽貸款機構或撥聯盟提供的免付費電話與債

權人進行協商，債權人將視個案情況訂定處理方式。其中，針對目前仍具繳款能力但未來面臨利率重設已無繳息能力的借款人，再延長期初利率寬限期 5 年，亦即凍結房貸利率 5 年。

#### (b) 生命線計畫(Project Lifeline)

顧名思義，生命線計畫主要係針對逾期 90 天以上的房貸戶伸出援手。該計畫係由 HOPE NOW 聯盟與六大房貸機構（包括美國銀行、摩根大通銀行、花旗銀行、全國金融服務公司、富國銀行及華盛頓互惠公司等）共同合作並於 2008 年 2 月宣布。

根據此計畫，房貸機構將主動郵寄信件通知逾期超過 90 天以上的借款人，表示願意提供債務協商還款計畫，避免房屋遭到拍賣。借款人於收到通知後 10 日內，應主動電話通知房貸機構，並表明願意與對方協商。此外，借款人若能連續正常繳款達 3 個月以上，房貸機構將同意修改借款契約內容。

### (2) 實施專案貸款提供房貸轉貸機會

#### a. FHA 保證專案貸款 (FHA Secure Loan Program)

2007 年 7 月美國財政部推出新方案，協助還款困難的借款人將其房貸轉貸至 FHA 保證專案貸款。本專案貸款旨在協助持有指數型房貸且面臨利率重設時有無法支付情形的借款人，使其得以轉貸至 FHA 保證專案貸款，並轉換房貸契約為 30 年期的固定利率房貸；惟限定原來的房貸必須非屬 FHA 保證貸款 (non-FHA)。

FHA 保證專案貸款與 FHA 其他保證貸款<sup>19</sup>相較，部分條件較為寬鬆，茲比較如下表：

項目	FHA 保證專案貸款	FHA 其他保證貸款
借款人繳款記錄	有延遲繳款情形者仍得申請	有延遲繳款情形者不得申請
借款人信用分數	FICO 分數至少 580 分	FICO 分數至少 620 分
繳款通融措施	1. 貸款成數高於 9 成：利率重設前 60 天可暫緩繳款 2. 貸款成數低於 9 成：利率重設前 90 天可暫緩繳款	無繳款通融措施

資料來源：聯邦住宅管理局，作者自行整理

#### b. 屋主希望貸款計畫 (Hope for Homeowners Program)

2008 年 7 月 30 日住宅及經濟復甦法案(Housing and Economy Recovery Act)簽署通過屋主希望貸款計畫(以下簡稱希望貸款計畫)，並宣布自 10 月 1 日起實施。本項計畫係利用 HUD 轄下的 FHA 保證功能，提供面臨財務困難的債務人取得再融資。

貸款機構可自願選擇是否提供債務人此一方案替代查封法拍程序，惟若參加此一計畫，貸款機構必須減免債務人的房貸本金餘額，才可獲得 FHA 保證房屋重新估價的九成。貸款機構可視減免本金金額及查封法拍成本高低決定是否提供債務人此一機會。

本計畫有一個較為特殊的規定，屋主若取得希望貸款，於將來變賣房屋或再進行重新融資時，必須同意與 FHA 共享一定比

<sup>19</sup> 聯邦住宅管理局目前提供保證的貸款項目共分為購屋貸款(Purchase)、降低利率/改變貸款年限的重新融資(Rate&Term Refinance)、簡易重新融資(房屋須/毋須重新估價)及提領現金的重新融資(Cash-out Refinance)等，各類保證貸款項目各有其細部規定。

例（按：視債務人變賣房屋或再重新融資時點而定）之初始房屋淨值（例如，借款人透過希望貸款計畫取得重新融資時的房屋估價為\$200,000 美元，貸款九成金額為\$180,000 萬美元，則初始房屋淨值即為\$20,000）；同時，債務人亦必須同意與 FHA 分享申貸當時房屋增值的 50%。

除此之外，債務人希望貸款計畫尚有諸多限制，說明如下：

- (a)房屋須為自住，且債務人不得擁有第二棟房屋。
- (b)僅提供 30 年期固定利率房貸。
- (c)房貸須為 2008 年 1 月 1 日前取得之房貸。
- (d)債務人最近六個月需正常繳款。
- (e)房貸的債務收入比(debt-to-income)須高於 31%。
- (f)債務人須已無法負擔現行債務。
- (g)債務人仍必須遵守 FHA 保證貸款的傳統嚴格政策，亦即提供完整的收入及就業證明文件。

由於本項計畫的諸多限制，導致執行成效不彰的批評聲浪，因此，歐巴馬於 2009 年 5 月一系列的拯救措施中，補強希望貸款計畫，相關細節將於下一小節說明。

## 2.2009 年 2 月後之協助債務人措施

美國財政部於 2009 年 2 月公布「提高屋主負擔能力計畫 (Making Home Affordable, MHA)」，並於 3 月 4 日公布指導方針，旨在協助家庭降低房貸支出負擔。「提高屋主負擔能力計畫」項下包含許多子計畫，包括再融資計畫、修改貸款條件方案、二胎方案、強化屋主希望貸款計畫、法拍屋替代方案及房價跌價保護措施等，分別說明如下：

### (1)再融資計畫 (Refinance Program)

此計畫提供因房價下跌貸款成數 (current loan-to-value) 高於 80%，而難以獲得轉貸機會的借款人再融資機會，亦即幫助此類借款人取得較低利率或將利率調整型房貸為較穩定的固定利率房貸。相關規定包括：

- (a) 房貸戶的房貸須為二房機構所持有或保證的合格貸款。
- (b) 房屋須為自住。
- (c) 房貸成數不得高於 125% (按：原計畫規定為 105%，7 月 1 日起提高為 125%)。
- (d) 違約的房貸戶不適用此計畫。

### (2)修改貸款條件計畫(Modification Program)

此計畫旨在將房貸戶每月房貸支出所得比 (debt-to-income, DTI) 降至 31%，其主要構想為藉由補貼房貸市場參與者 (包括房貸服務機構、放款機構及房貸戶) 的獎勵方式<sup>20</sup>，協助房貸戶完成房貸契約的修改，使屋主得以繼續保有房屋，計畫執行預算為 750 億美元。該計畫主要重點如下：

- (a) 房屋須為自住。
- (b) 未清償本金須低於 729,750 美元，且貸款須為 2009 年 1 月 1 日前取得。
- (c) 放款機構先採降低貸款利率之方式，使房貸戶房貸支出所得比降至 38% 以下，成本由放款機構自行吸收。其次，再

---

<sup>20</sup> 美國政府提供放款機構 (lenders) 每件 1,500 美元的獎勵金；凡配合貸款條件修改計畫完成修改案件之房貸服務機構(servicers)，每件可獲得 1,000 美元補助，如借款人按期繳息，服務機構每月可再領取獎勵金，惟每年不得超過 1,000 美元，以 3 年為限；借款人 (borrowers) 修改房貸契約後按時繳息者，貸款本金每年最高得減 1,000 美元，以 5 年為限。

進一步降低利率使房貸支出所得比降至 31%，此部分成本則由政府與放款機構平分。若仍無法達成 31%的目標，則放款機構可採延長貸款年限及寬免本金的方式達成。

- (d) 為確保房貸戶的長期償付能力，此計畫給予房貸戶 3 個月的試用期，通過後方可正式簽約。另外，修改條件應維持 5 年，之後利率得逐步調高，惟一年以 1%為限，且不得高於修改貸款時的利率水準。

### (3) 二胎方案(Second Lien Program)

此方案為修改貸款條件方案的補充計畫，使得一胎修改貸款條件時，二胎貸款亦能自動修改。此方案與修改貸款條件方案相同，房貸市場參與者同樣可獲得補助或獎勵金，惟金額較少。若放款機構不願修改二胎貸款條件，可選擇放棄債權而取得政府補償（按：逾期 180 天的貸款每 1 美元未清償的本金可獲得 3 分美元的補貼；逾期少於 180 天的貸款則依貸款成數與房貸支出所得比獲得不等的補貼）。

### (4) 整合屋主希望貸款計畫

如前一小節所述，布希政府宣布的屋主希望貸款計畫存在諸多限制，致此計畫公布以來成效不彰。有鑑於此，財政部乃將此計畫整合至提高屋主負擔能力計畫中，並將辦理條件放寬，包括降低辦理費用；房貸戶要求修改貸款條件時，服務機構須評估其參與此計畫的可行性等。

#### (5)法拍屋替代方案 (Foreclosure Alternative)

此方案內容係採補貼放款機構與房貸借款人的方式，協助修改貸款條件後仍無法負擔的房貸借款人，以提高放款機構透過虧損出售(short sale)<sup>21</sup>及法拍轉讓契約(deed-in-lieu foreclosure)<sup>22</sup>處理資產的誘因，使其得以避免進入耗時且昂貴的法拍程序<sup>23</sup>，並擬定標準文件及作業程序來縮短期程，以提高參與率。

#### (6)房價跌價保護措施(Home Price Decline Protection)

美國財政部會同聯邦存款保險公司提出部分保證方案 (partial guarantee initiative)，由財政部提撥 100 億美元成立政府保險基金，提供配合辦理之金融機構於房價下跌超過預期之額外保障，並視房價下跌幅度給付保險金額，減少金融機構的風險。

### (四)落實及加強消費者保護措施

#### 1.修訂不動產過戶程序法 (The Real Estate Settlement Procedures Act, RESPA)

2008 年 11 月，美國 HUD 宣布修改規則 X (Regulation X)，此規則係為落實不動產過戶程序法，此次修改可謂是 20 年來最大幅度的改變。這次的修訂主要在於加強貸款機構收取利差溢酬 (yield spread premium) 資訊的揭露，及簡化改善房貸清算成本資訊的揭露。此法主要透過以下方式保護消費者免於承擔不必要的高額清算成本：

---

<sup>21</sup>虧損出售(short sale)係指房屋以低於房貸的金額出售，銀行則當房貸已經還清，亦即不足額清償。

<sup>22</sup>法拍轉讓契約 (deed-in-lieu foreclosure) 係指房貸戶將房屋產權轉讓給銀行，代替所積欠的款項，避免房屋進入查封程序，同時維持良好的信用記錄。

<sup>23</sup> 由於虧損出售及法拍轉讓契約需要多方協調合作，因此當房貸戶違約時，儘管以上兩種方式之成本皆小於法拍房屋，仍較少被採用。



- (1) 改善及標準化費用估價單(good-faith estimates)<sup>24</sup>，並確保費用估價單提供清楚的貸款期間之全部相關費用給借款人參考。
- (2) 揭露房貸仲介商收取的利差溢酬，使借款人得以協商佣金收取的空間。
- (3) 簡化費用估價表(good-faith estimates)及過戶收費清單<sup>25</sup>(HUD-1 settlement statement)二項單據之比較。

## 2. 修訂誠實貸款法(Truth in Lending Act，或稱規則 Z)

2009 年聯準會公布信實貸款法之修正草案，主要在加強對房貸消費者之保護，修正重點如下：

- (1) 房貸機構中止或降低消費者信用額度時，必須提供相關理由；此外，指數型房貸之每月應繳金額有變動時，應於 60 天前通知消費者（按：目前規定為 25 天）；房屋淨值貸款之條件變更，應於 45 天前通知消費者。
- (2) 禁止房貸仲介商或放款承辦人員誘導消費者辦理條件較為不利之貸款。
- (3) 房貸機構須提供單頁篇幅且簡單易懂的相關資訊給房貸借款人。

## 3. 成立消費者金融保護局

歐巴馬於 2009 年 6 月公布金融監理制度改革草案，其中一項為擬成立一個消費者保護的專責單位，稱為消費者金融保護局（Consumer

---

<sup>24</sup> 根據 RESPA 規定，貸款機構要在借款人遞交申請表後三日內，提出一份費用估價單（Good Faith Estimate）給借款人。估價單上會列出所有的費用，包括銀行和貸款仲介所收取的費用，與其他第三者，例如估價師，產權保險公司等所收的費用。

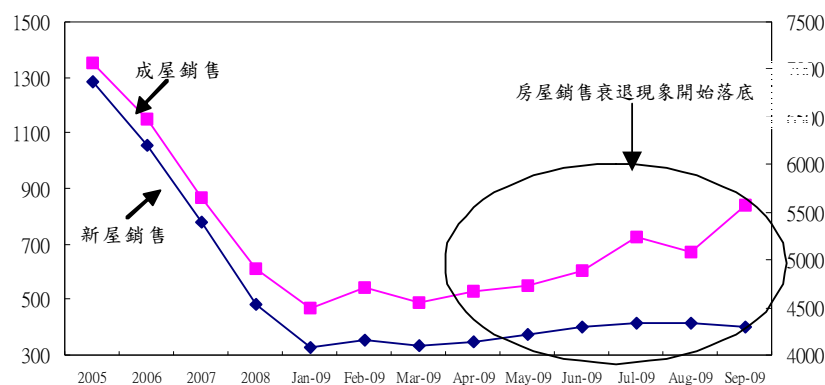
<sup>25</sup> 費用估價表僅為借款人於房貸公司申請貸款時，貸款公司須事先預估房屋過戶的各項相關費用給借款人參考，實際費用仍須以過戶律師開出的過戶收費清單為準。

Financial Protection Agency, CFPA)。此機構為一個獨立機關，監理對象包括存款機構以及過去不受聯邦主管機關監理之機構(包括投資顧問公司、基金公司及房貸仲介商等)。此外，消費者金融保護局將要求業者合理揭露金融商品之相關資訊、充分告知消費者金融商品的收益、費用與風險、提供簡單型的產品 (plain vanilla products)，及制定並執行消費者貸款之相關法令，以提升金融服務的透明性、簡單性、公平性與適當性。

### 三、政策執行成果

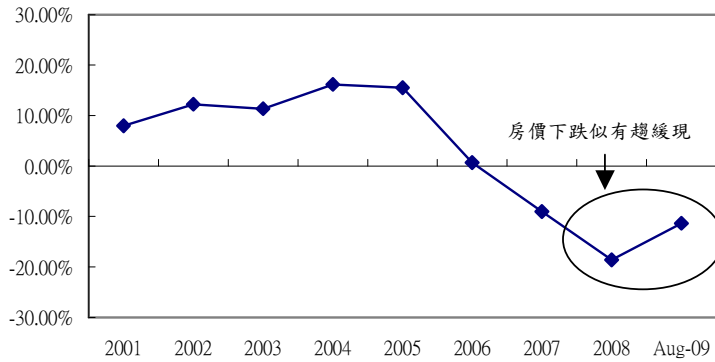
由房市相關數據觀察，2009 年第三季美國成屋銷售及新屋銷售似乎已開始呈現較穩定的趨勢 (圖 18)，儘管銷售數字仍無法回復至金融海嘯發生之前的水準，但至少情況不再明顯惡化。20 大都會區房價綜合指數年成長率於 2009 年 8 月份開始，亦首次出現正成長(圖 19)。

圖 18：美國成屋銷售及新屋銷售走勢圖



資料來源：NAR

圖 19：20 大都會區綜合房價指數年成長率



資料來源：S&PCS

再者，由美國財政部每個月公布的 MHA 修改貸款計畫執行進度<sup>26</sup>觀察，截至 9 月底止，已超過 50 萬筆房貸成功進入修改貸款條件之試用期，足足比預計時程提早一個月達成短期目標。儘管 7 月首次公布的統計數據顯示貸款服務業者執行成效不彰，但在政府的督促下，使預定短期目標得以提早達成。

然而，許多持反對意見者認為，修改貸款條件的終極目標是未來三年將協助 3 至 4 百萬名借款人完成房貸契約修改，現在就慶祝目標達成似乎仍嫌太早。此外，許多人質疑此方案只有胡蘿蔔（獎勵）沒有棍子（懲罰），即使大型金融機構不願意積極配合，政府也束手無策。因此，我們可以看到，大型金融機構旗下的房貸服務業者執行成效差異性很大，舉例來說，根據美國財政部定期公布之執行進度報告，截至 2009 年 9 月止，花旗銀行完成比率<sup>27</sup>為 33%，摩根大通銀行完成比率為 27%，富國銀行為 20%，而美國銀行完成比率僅 11%。

<sup>26</sup>美國財政部自 2009 年 7 月起每月公布 MHA 修改貸款計畫執行進度，以追蹤並揭露房貸服務機構之執行成果是否符合計畫目標。該計畫之最終目標為 2012 年 2 月 18 日前完成協助 3 至 4 百萬屋主留住房屋，為達成此最終目標，財政部以房貸服務機構於 2009 年 11 月 1 日前須協助 50 萬筆房貸進入試用期為短期目標。

<sup>27</sup> 完成比率係指已進入新貸款條件之適用期案件數佔該機構房貸逾期超過 60 天之案件數。

針對上開執行成效差異問題，筆者亦藉此次參訪摩根大通銀行機會詢問相關人員意見，其表示可能原因為政府訂定多項標準作業程序及規範，使得房貸服務機構必須額外增加人力、教育訓練及硬體設備等成本，且政府所提供給房貸服務機構之獎勵金根本不足以支應這些額外增加的成本，難免會使部分服務機構配合意願降低。

此外，關於美國政府自次貸危機發生以來採取之各項振興房地產市場措施，該銀行相關人員認為，直接挹注二房資金及紓解金融市場信用緊縮所產生的提振房地產市場效果較為直接且具效率；而修改貸款條件計畫部分，許多銀行業者認為標準規定過於嚴格（例如合格房貸須為逾期 60 天以上等），亦會使執行初期的成效較難立即顯現。

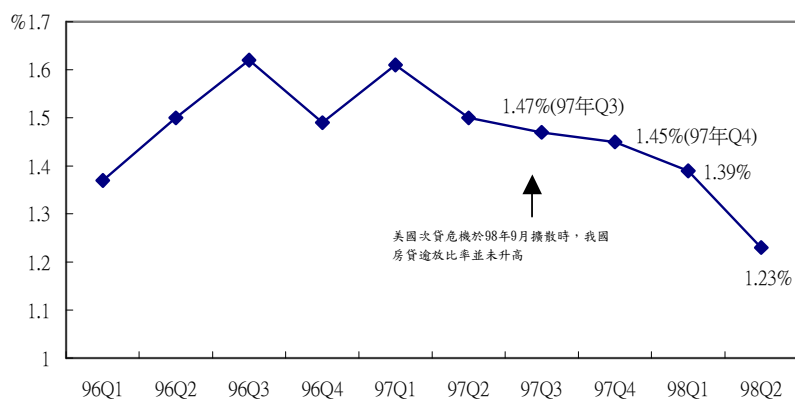
另從法拍比率觀察，似乎不難理解為何修改貸款條件計畫即使已提早達成短期目標，仍招致許多人質疑其實質效果。根據調查機構 RealtyTrac 統計數據，2009 年第三季美國遭申請查封法拍的房屋為 937,840 間，較第二季增加 5%，較上年同期增加 23%。平均每 136 間房屋會有一間被申請查封法拍，而此比率是 RealtyTrac 自 2005 年第一季首次發佈報告以來的歷史新高。再者，美國 2009 年 10 月份失業率創下 10.2% 的歷史新高，使得許多人認為這些瀕臨違約的借款人所面臨的困難並非由降低負債收入比就可解決，而是在整體經濟趨緩下，儘管負債收入比已降至 31% 以下水準，借款人仍無法如期支付房貸本息。

綜合以上觀察指標，美國政府的穩定房地產市場政策似乎逐漸發揮效果；至於協助債務人計畫之成效似尚待進一步觀察。

## 伍、我國健全房地產市場措施暨兩國相關政策彙整

我國房貸市場並無類似美國次級房貸氾濫及核貸標準過於寬鬆等問題，亦無房貸擔保債權證券化過度包裝等現象，因此我國房地產市場並未如美國出現嚴重衰退現象。整體而言，我國房貸品質尚維持穩定，由房貸逾放比率觀察，97年第三季以來房貸逾放率不升反降（圖20）。

圖20：我國房貸逾放比率走勢圖



資料來源：內政部住宅資訊統計網

然而，我國整體經濟情勢卻難以置身事外。由出口數據觀察，2008年9月全球金融海嘯發生後，我國出口下滑，以97年12月及98年1月為例，台灣的出口總值分別較前較去年同期大幅衰退41.9%及44.1%。此外，2008年第4季經濟成長率為負的8.61%，2009年第1季(-10.13%)仍未見好轉，同時失業率亦創下歷史新高<sup>28</sup>。

### 一、我國健全房地產市場之各項措施

儘管我國房地產市場並未嚴重衰退，但整體市場的購屋信心卻因

<sup>28</sup> 2009年8月為6.13%。

總體經濟衰退而顯低迷，投資氣氛亦轉趨保守<sup>29</sup>。有鑑於此，我國政府亦採取一系列因應措施<sup>30</sup>，以避免房地產市場信心不足進一步影響金融穩定及經濟發展，重點說明如下：

### **(一)中央銀行促請銀行迅速反應降息**

中央銀行為提振景氣，於 2008 年 9 月 26 日至 2009 年 2 月間，七度調降貼放利率，引導市場利率下降。另為使房貸利率調降能迅速反應央行降息，央行於 2008 年 11 月 11 日邀集多家銀行<sup>31</sup>達成共識，同意房貸戶於三個月內向銀行申請房貸契約換約，可將其房貸利率調整期別由每季（或每半年）改成每個月，且不另收手續費。此外，針對未前來變更貸款契約者，銀行亦將積極聯繫客戶，請其選擇是否更改契約。

### **(二)政府提供優惠利率專案貸款，減輕民眾購置住宅負擔**

#### **1.四千億優惠購屋專案貸款**

97 年 9 月 11 日行政院第 3109 次院會會議通過「因應景氣振興經濟方案」辦理「增撥新台幣二千億元優惠購屋專案貸款」，以減輕社會大眾購屋負擔及持續活絡房地產市場，由於利率相當優惠，短短半年已申貸 1,600 多億元；因此，98 年 4 月行政院再度加碼 2,000 億貸款總額度。相關條件如下表：

---

<sup>29</sup> 根據內政部營建署 97 年 11 月「住宅需求動向季報」，97 年第三季五大都會區整體購屋者綜合信心分數降至 56 分，為 91 年第二季開始調查 6 年來之新低。

<sup>30</sup> 內政部於 98 年 7 月完成健全房地產市場新方案（草案），其中規劃短中長期措施，期能健全本國房地產市場體質，本草案於 98 年 9 月 9 日業奉行政院核定。

<sup>31</sup> 98 年 11 月 11 日央行、財政部及金管會邀集 11 家主要房貸銀行業者，包括台銀、土銀、合庫銀、一銀等會議研商，以加速房貸利率反應央行降息之措施。同年 11 月 12 日陸續邀集其他本國銀行、辦理房貸業務之外商銀行、中華郵政公司、全國信合聯合社與農民團體幹部聯合訓練協會配合辦理。

項目	內容
辦理期限	自 97 年 9 月 22 日至 99 年 9 月 21 日或額度用罄為止
貸款條件：	
借款人實際支付利率	按中華郵政公司二年期定期儲金機動利率加 0.2%機動調整
政府補貼利率	固定為年利率 0.7%，由內政部逐年編列預算支應
每戶貸款額度	台北市每戶最高 350 萬元；其他地區每戶最高 300 萬元
貸放對象	中華民國國民年滿 20 歲，每人限購乙戶，不得重複申貸

## 2. 青年安心成家方案

為鼓勵青年結婚成家、生育子女，內政部營建署於 98 年 2 月開辦「98 年度青年安心成家方案」，提供家庭所得低於 50%分為點者，前 2 年零利率之住宅貸款利息補貼。相關條件如下表：

項目	內容
貸款額度	最高 200 萬元
適用對象	(1)第 1 類：具弱勢條件者，如身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民等。 (2)第 2 類：非屬第 1 類者。
優惠利率	(1) 第 1、2 年：零利率。 (2) 第 3 年起： (a) 第 1 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率減 0.533%機動調整。 (b) 第 2 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率加 0.042%機動調整。

## 3. 整合住宅補貼資源實施方案

本方案對於無自有住宅或僅有 1 戶住宅亟待改善者，提供家庭所得低於 50%分點者，購置住宅貸款、修繕住宅貸款利息補貼暨租金補貼措施，協助其居住於適居之住宅。內政部為整合本國原以職業身分別區分之各項住宅補貼措施，而改以國民的家庭所得及各種弱勢狀況

作為住宅補貼制度之主要考量，97 年起開辦「整合住宅補貼資源實施方案」。相關條件如下表：

項目	內容
貸款額度	(1)購置住宅貸款：最高 220 萬元 (2)修繕住宅貸款：最高 80 萬元
適用對象	(1)第 1 類：具弱勢條件者，如身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民等。 (2)第 2 類：非屬第 1 類者。
優惠利率	(1) 第 1 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率減 0.533%機動調整。 (2) 第 2 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率加 0.042%機動調整。

### (三)房屋貸款本金展延及延長貸款期限，減輕借款人財務壓力

為紓解企業因受經濟情勢影響致裁員或關廠歇業，而導致非自願性失業勞工之房貸繳款壓力，以及一般購置住宅貸款戶亦可能面臨房屋貸款還本付息負擔加重等情況，金管會協調銀行公會研議房貸寬緩措施如下：

#### 1.非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款寬緩措施

銀行公會於 97 年 10 月 28 日訂定「中華民國銀行公會會員辦理非自願性失業勞工之自用住宅購屋貸款本金緩繳及展延還款期限作業要點」，並請各會員銀行配合辦理。本項措施主要原則為貸款戶本人或其配偶，因非自願性失業致其自用住宅購屋貸款有還款困難情事，原貸銀行得經貸款客戶申請，與客戶自行協商購屋貸款本金緩繳，惟最長以 2 年為限，以及展延還款期限最長 30 年。



## 2.購置住宅貸款借款期限延長

針對一般房貸民眾，只要未曾申辦 95 年銀行公會消費金融無擔保債務協商、消費者債務清理條例之前置協商及非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款本金緩繳及展延還款期限者，其房屋貸款符合屬自用住宅購屋貸款者（但各銀行得視個案彈性放寬受理）、客戶購置住宅貸款目前無積欠利息、借款人年齡加延長後之剩餘還款年限不得超過 75 歲（但各銀行得視個案彈性放寬受理）等，得向往來銀行申請彈性放寬借款年限，以減輕本息負擔，惟最長不得超過 30 年。

## 3.民眾如有房貸繳款困難情事，得個案與往來銀行協商

金管會於 97 年初已就房貸戶寬限期將屆滿，其本、利同時償還負擔加重，致有繳款困難情事者，請銀行公會函知各會員銀行，如民眾有還款壓力時，宜由銀行評估客戶信用狀況及還款能力，依個案情況調整客戶每期繳款金額。

## (四)放寬相關規定及鬆綁法規，健全房地產市場體質

### 1.延長建築執照期限

受到金融風暴造成經濟不景氣影響，不少建築業者資金籌措不易，建築開發案難以順利進行，政府遂提出緩衝計畫，穩定房地產市場。只要建築物於民國 97 年 11 月 25 日以前領得建造執照或雜項執照，且至民國 97 年 11 月 25 日仍為有效者，其建築期限除得依建築法第 53 條之規定，申請展期 1 年，並以一次為限外，准其於依建築法第 54 條規定開工後，比照建築法第 53 條第 2 項有關建築期限展期之申請程序，辦理延長建築期限 2 年。

## 2. 陸委會鬆綁陸資來台購屋限制

配合開放陸資來台投資，大幅鬆綁對大陸地區人民購置本國不動產的相關限制，並於 98 年 6 月 30 日施行。主要放寬內容如下：

- (1) 開放陸資企業因業務人員居住之住宅、從事工商業務之廠房、營業處所或辦公場所或其他因業務需要之處所，得取得不動產。
- (2) 取消大陸地區人民來台取得不動產需說明資金來源之規定。
- (3) 放寬向金融機構融資之限制：已取得國內居留資格或登記證照之陸資投資人在台購買房地產的貸款規定，比照本國人相關規定辦理；在台無住所之大陸地區人民辦理不動產物權擔保放款，核貸成數以擔保品鑑估價值 50% 為上限。
- (4) 放寬取得不動產物權之大陸地區人民來台停留期限（每年來台總停留期間從不得逾 1 個月放寬為 4 個月；每次停留期限及次數不作限制）。

## 3. 內政部擬訂外國人停留居留及永久居留辦法修正草案

由於外國人停留居留及永久居留辦法第 12 條第 1 項之原規定，投資金額在新臺幣 3 千萬元之營利事業，創造本國人 5 人以上之就業機會滿 3 年始得申請永久居留之規定恐過於嚴苛，不利吸引外國人來台投資不動產，內政部於 98 年 2 月 28 日訂定該辦法修正草案，調降投資金額為新臺幣 1 千 5 百萬元。

## 4. 金管會修訂不動產證券化條例

為使不動產證券化商品更多元化，以活絡不動產證券化市場，並為房地產市場注入新的動能，促進整體房地產市場之發展，金管會修

正「不動產證券化條例」，經立法院三讀通過並於 98 年 1 月 21 日公布實施，主要修正重點如下：

- (1) 將開發型之不動產或不動產相關權利納為不動產證券化標的<sup>32</sup>，並訂定相關配套措施，例如：增列不動產或不動產相關權利之取得及開發為不動產投資信託基金借入款項之目的之一等規定。
- (2) 強化投資人權益之保障，例如：增訂發起人、安排機構之定義與受託機構應盡之義務及其行政處罰、增訂發起人及其負責人等之連帶賠償責任，及增訂受益人向受託機構請求閱覽、抄錄或影印相關書表之規定及受託機構拒絕請求之處罰等規定。

#### **(五)加強相關資訊揭露，維護消費者權益**

##### **1. 加強不動產交易資訊揭露**

為健全房地產市場發展，內政部於網站提供即時、正確的房地產市場資訊，以作為引導及調節房地產市場供需參考。此外，內政部擬建立（或輔導民間建立）房屋租賃資訊平台，提供民眾租屋資訊，俾健全房屋租賃市場，便利弱勢者租屋。內政部亦將建立獎勵機制，鼓勵民間不動產業者提供正確房地產資訊，使房地產市場交易資訊透明化。

##### **2. 加強房貸相關資訊揭露**

我國針對信用相關交易已訂有相關資訊揭露規定，例如 94 年通過之消費者保護法第 22 條之 1 規定，企業經營者對消費者從事與信用有關之交易時，應於廣告上明示應付所有總費用之年百分率，並由

---

<sup>32</sup> 不動產證券化條例於民國 92 年 7 月 23 日公布，當時金管會考量開發型不動產或不動產相關權利之風險較高，於不動產證券化市場發展初期不宜納入，爰限定有穩定收入之開發型不動產或不動產相關權利始得成為不動產證券化標的。

目的事業主管機關金管會針對總費用計算範圍及年百分率公布計算標準。此外，中央銀行亦規定銀行應於網站上揭露指數型房貸相關利率資訊。

2007年3月中央銀行考量國內各家銀行競相推出貸款利率前低後高之房貸產品，恐使消費者易受誤導而過度融資，一旦利率上揚時，將有還款困難之虞，爰檢送美國聯準會於2006年底修訂之指數型房貸產品消費者保護手冊影本及重點供銀行公會及金管會參考相關作法。此外，為維護消費者權益，中央銀行擬與相關主管機關共同促請銀行切實辦理下列事項：(1) 明確揭示三階段指數型房貸貸款期間房貸平均利率；(2) 貸款契約應加強提醒借款戶有關利率變動之風險，以及優惠期間與寬限期過後還款金額大幅增加之風險；(3) 以顯著文字提醒客戶提前清償房貸或轉貸之違約金規定。

## 二、我國與美國之各項措施彙整

相較於美國，我國於此次金融海嘯中，房地產市場受影響程度較為輕微；此外，我國的住宅金融制度與美國亦存在許多差異，包括我國並無類似美國GSEs機構、房貸證券化程度不高、查封及破產法規的差異等，而我國房貸承作機構多以銀行為主，亦鮮少透過房貸仲介公司推銷房屋貸款。值得一提的是，這次美國的屋主拯救計畫中，許多方案皆是透過FHA的保證機制執行，儘管我國於金融海嘯爆發之際，亦曾有設立房貸信保基金之聲音出現，但最後並未定案。綜上所述，我國與美國因應金融海嘯所實施之提振房地產市場措施具有差異，茲彙整如表4。

表 4：美國與我國提振房地產市場措施對照表

項目	美國	我國
穩定房價及活絡市場措施	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 財政部增加對二房的授信額度或收購二房發行之債券與特別股，使二房得以持續挹注房貸市場資金</li> <li>2. HUD 主動與地方政府、個人及機構合作，以挹注資金方式恢復社區房價</li> </ol>	<p>推出四千億優惠房貸、青年安心成家方案及住宅整合補貼方案，減輕購屋者利息負擔，調節供需、穩定房市。</p>
健全房地產市場體質措施	<p>通過聯邦住宅管理現代化法案及公平安全執行房貸認證等新法案。</p>	<p>鬆綁規定或修訂法規，如延長建築執照期限、陸資來台購屋、修訂外國人停留居留及永久居留辦法修正草案等。</p>
協助債務人減輕負擔措施	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 房貸協商諮詢：由美國主要房貸機構成立 Hope Now 聯盟，提供諮詢與協商。</li> <li>2. 利用 FHA 的保證功能，推出 FHA 保證專案貸款 (FHA Secure) 及屋主希望貸款計畫 (Hope for Homeowner)，貸款總額度各為 3,000 億美元，協助房貸戶轉貸。</li> <li>3. 推出房貸修改條件計畫：房貸機構協助將房貸戶的每月房貸支出所得比降至 31%；政府並提供承貸機構、房貸戶及服務機構補貼。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 房貸協商諮詢：銀行公會要求會員銀行，如民眾有還款壓力時，得依個案情形調整貸款戶每期繳款金額。</li> <li>2. 房貸契約修改： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 央行促請銀行接受房貸戶申請修改房貸契約之利息調整頻率 (由每季改為每月調整)。</li> <li>(2) 銀行公會會員機構辦理接受非自願性失業勞工之房貸本金展延及延長貸款期限，以及自用住宅房貸戶之房貸借款期限延長。</li> </ol> </li> </ol>
加強消費者保護措施	<p>成立消費者金融保護局及修改消費者保護相關法規等。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中央銀行檢送 Fed 指數型房貸消費者保護手冊供銀行公會參考，並擬與其他主管機關促請銀行落實房貸資訊揭露，維護消費者權益。</li> <li>2. 加強不動產交易資訊揭露。</li> </ol>

## 陸、心得與建議

### 一、心得

本次考察行程主要重點在於瞭解及學習美國政府振興房地產市場相關措施，茲就考察心得臚列如下：

#### **(一) 彈性調整房貸貸款條件，減輕借款人負擔並減少債務逾期，有助金融機構維護債權**

由於失業率不斷攀升，越來越多房貸借款人無法負擔其債務，美國政府為紓緩借款人壓力，鼓勵金融機構提供房貸貸款條件修改機會，並定期公開揭露執行進度供大眾參考。

我國亦有類似之作法，若為非自願性失業勞工則可洽金融機構辦理房貸本金展延及延長貸款期限，一般自住房貸戶亦可與銀行協商延長貸款期限。兩者相異之處在於美國係由財政部主導細節與規定，而我國係由銀行公會公布相關細節。此外，美國的房貸修改條件計畫中關於合格貸款的規定尚包括第二順位的房貸貸款，這可能與符合此計畫目標的借款人中有將近一半的人持有第二順位房貸有關。

在經濟衰退階段，藉由授信條件的修改應能有效減輕借款人的債務壓力，並減緩逾期債務大量湧現，以穩定房貸市場。

#### **(二) 公布標準作業程序，提高政策執行效率**

美國政府於 2009 年 2 月 18 日公布之「提高屋主負擔能力計畫」中，針對各計畫均擬訂標準文件及作業程序，以加快政策傳遞效果及縮短期程，提高金融機構參與率。以修改貸款條件計畫為例，該計畫之指導方針內容包括降低借款人每月繳款金額的先後順序與標準、各

項補貼之申請條件、房貸種類之合格標準、查封法拍執行規定、房屋價值估價標準、標準文件、各類相關費用及 DTI 計算方式等。此外，亦針對瀕臨違約借款人做出定義並強制規定金融機構須針對個案採淨現值測試法 (NPV Test) 分析修改貸款條件之必要性，甚至關於淨現值測試法所採用之標準因子亦包含在內。另指導方針內容亦包含此計畫之監管方式及消費者保護措施。

藉由公布標準作業程序應有助於金融機構快速掌握政策方向並有一致性之標準可遵循，美國房貸條件修改計畫之短期目標較預定日早一個月達成即可證明這種作法應能有效提高政策執行效率。

### **(三) 擴大補貼適用對象及範圍，增加金融機構配合政策誘因**

美國財政部不但提供房貸戶利息補貼，另針對其他房貸市場參與者如服務機構及放款機構提供補貼及獎勵金(例如凡成功協助借款人完成房貸契約修改者，每一件均可獲得政府獎勵金，若借款人完成契約修改後能如期還款，房貸業者另可每月獲得補貼金)措施。此舉雖可能增加財政負擔，惟非常時期推出之非常計畫應能提高金融機構配合之誘因。相形之下，我國為振興房地產市場或因應天然災害而推出的優惠房貸主要著重於房貸戶利息補貼及金融機構手續費補貼等，較少針對金融機構提供額外獎勵金的激勵方式。

### **(四) 利用房貸保證機制，協助陷於困境之房貸戶順利轉貸**

由於美國房地產市場泡沫化後，房價快速崩跌使得房貸成數 (CLTV) 上揚，房貸戶難以利用再融資方式減輕房貸負擔。因此，美國政府採用聯邦住宅管理局(FHA)的保證機制並放寬相關規定(註：原該機構主要針對中低收入戶等弱勢族群提供房貸保證，並訂

定嚴格的合格標準)，協助房貸戶取得較低利率的重新融資或是將原來的指數型房貸轉為較穩定的固定利率房貸，例如屋主希望貸款計畫及 FHA 專案保證貸款等。

我國雖無類似於美國成立專責的房貸信用保證機關，辦理例行性的房貸保證，但我國的中小企業信用保證基金亦曾有因應政策或天然災害等特殊事件，開辦房貸信用保證之前例，例如，98 年 3 月開辦「莫拉克颱風受災戶住宅貸款信用保證」、89 年 8 月辦理「青年優惠房貸暨信用保證專案」及 89 年 3 月辦理「九二一震災災民重建家園貸款信用保證專案」等。

透過信用保證機制可分攤銀行授信風險、提高貸款成數及減少房貸借款人須額外尋求保證人的壓力，並減緩金融機構授信緊縮而衝擊房地產市場的現象，對於政府、銀行及房貸戶而言似乎為三贏的局面。

#### **(五) 增設房貸戶協商與諮詢管道**

由於美國 2007 年中次貸問題尚未擴及整體經濟，因此政府並未真正出手主導房貸借款人拯救措施，而係由六大房貸機構聯合組成 HOPE NOW 聯盟，並設立免費諮詢專線。此外，該聯盟任務之一為協助借款人進行房貸條件修改的債權債務協商。透過主要房貸機構之聯合行動傳達其對還款困難借款人的支持，具有相當正面的宣示效果。再者，整合協商諮詢管道至專責機構之優點為容易聚焦於該組織之任務目標。

#### **(六) 加強消費者保護及房貸市場監理，健全房地產市場發展**

美國次級借款人風險較高且多選擇指數型房貸產品，而此類房貸



因產品資訊揭露不足，復以美國對於房貸仲介商監理制度產生漏洞等造成掠奪性貸款問題。為解決上開問題，美國開始著手修改相關消費者保護法，以加強資訊揭露，另成立一專責機構 CFPB 並賦予該機構有權規範房貸仲介商。再者，2008 年通過的 S.A.F.E. 法案建立一套適用所有房貸機構（包括房貸仲介商）的統一認證系統，透過一致性的房貸執照發放制度，加強房貸機構的管理。

公平、透明的房屋貸款市場有助於整體房地產市場之健全發展，因此政府宜積極落實消費者保護措施。

## 二、建議

本次美國次貸危機發生係因為多數次級借款人過度融資、未能充分瞭解指數型房貸之利率風險、金融主管機關疏於房貸機構之監理及聯準會未能積極關注房價泡沫化現象等所造成。次貸危機爆發後，美國政府採取多項因應措施，期使房地產市場制度及體質更臻健全，例如利用 FHA 保證機制協助借款人將指數型房貸轉為較為穩定之固定利率房貸、加強消費者保護等均值得我國參考。以下就與健全本國住宅金融體系有關之議題摘要提供建議如下：

### （一）緩和指數型房貸產品之利率變動衝擊機制

本次美國次貸危機係因房貸戶選擇浮動利率，使其無法負擔利率反轉向上時之房貸支出，因而爆發違約潮。觀諸我國房貸產品，有 9 成以上為指數型房貸，利率調整亦採浮動方式，一旦利率持續攀升，易造成借款人還款負擔。有鑑於此，我們似應思考該如何設計一套緩和利率變動對房貸戶造成衝擊的機制。

當然，中央銀行的貨幣政策操作模式也會影響房貸戶的還款衝擊（payment shock）。一般而言，Fed 的利率操作模式較為積極，屬於大漲大跌型；而我國偏向於採取保守穩健的微調操作。以下提出二點緩和利率變動造成還款衝擊之可行作法供參：

### 1. 推動固定利率型房貸產品，平衡房貸市場發展

美國總統歐巴馬競選團隊首席經濟顧問，芝加哥大學教授塞勒（Richard H. Thaler）於 98 年 9 月間拜訪台灣當時亦提出對房貸產品看法，他認為近年創新式房貸讓消費者陷入財務困境，尤其是指數型房貸。塞勒進一步談到，政府應協助消費者做出聰明的決策，避開最常見的陷阱；但他也提到，政府應要求房貸業者除提供一般的指數型房貸外，還要有 30 年期固定利率房貸，使房貸產品簡單易懂。

就我國而言，目前絕大多數銀行的房貸產品是屬於指數型房貸，僅有少數保險業者可以有條件配合提供固定利率型的房貸，這與金融機構資產負債期限結構有關。美國由於證券化業務蓬勃發展，加上其特殊的政府贊助機構，使得這些房貸業者可順利將利率風險轉嫁至資本市場。由於固定利率房貸具有每期還款金額固定之特點，有利於家庭支出與總體經濟之穩定，若大部分借款人均選擇指數型房貸，一旦利率反轉向上時，容易造成一般家庭支出負擔突增的壓力，進而影響經濟穩定。因此，為避免利率上升對浮動利率房貸戶造成重大不利影響，進而影響到整體經濟之成長與穩定，我國適度推展固定利率房貸市場似有其必要性。

### 2. 參考美國上下限的作法，設定利率上下限機制

為了避免短期利率大幅攀升或超乎預期的調高，美國多數的房貸

利率均訂有上限（interest rate caps）的設計，以保障房貸戶。上限的種類分為三種：初始上限（initial caps）、利率調整期上限（periodical caps）及整個貸款期間的利率上限（lifetime caps）。所謂初始上限指的是第一次進行利率調整時，利率最多可上調的幅度。利率調整期上限是指自第2次開始重設利率時，每次利率重設最多可上調的幅度，一般為每年升幅不超過2%。此外，美國部分的指數型房貸還設有遞延(carryover)的規定，亦即因上一次利率調升上限規定而未能調足的部分，於下一次利率調整時補足。整個貸款期間的利率上限是指房貸的貸款期間內，利率可以到達的最高水準，一般為貸款期間內不超過5%。

相同的，保護房貸戶之外，銀行業者亦需得到保障。因此，銀行亦可訂定利率下限（interest rate floor）之規定。

## （二）金融主管機關宜關注資產價格之變化

在金融海嘯發生後，各國央行開始關注資產價格的問題，尤其是房地產及股票。在過去十幾年來，多數央行反對資產價格成為央行貨幣政策的考量因素，更遑論成為貨幣政策目標之一。然而，從這次全球金融風暴可發現，過去央行只有在資產價格下滑時予以因應，對於資產價格的飆漲，例如房地產泡沫卻不予干預，這種不對稱的作法似乎也是造成金融風暴的兇手之一。當然，央行是否將資產價格列為貨幣政策的目標目前仍是極具爭議的議題。除了資產泡沫的定義需釐清外，是否能公正的衡量資產價格或利率調高是否反而對實體經濟體中其他部門造成傷害等疑慮，均使這個議題懸而難決。

中央銀行以貨幣政策影響資產價格是否妥適尚有待商榷，但對於

造成資產泡沫的因素加以關注應是必須的，例如銀行業者放款審核標準是否過於寬鬆、資金貸放是否過於浮濫、房貸成數是否過高及房貸利率水準是否低於資金成本等。此外，財金主管機關互相合作，透過金融監理或制訂規範作為抑制資產泡沫的手段或許亦為可行之道。

### **(三) 主管機關宜加強與落實房貸產品之消費者保護措施**

儘管美國已訂有與消費者保護有關之法規，如不動產過戶程序法、信實貸款法及屋主權益保護法等，卻仍招致消費者保護之落實如同虛設的批評聲浪，因此，美國政府於金融海嘯發生後，積極採取補救措施，包括 1.編製消費者保護手冊：簡介各類房貸產品，提醒消費者應注意事項；2.修改相關法規：加強房貸資訊揭露；3.規劃成立專責的消費者保護機構等。由於我國房貸產品多屬指數型房貸，房貸借款人更應瞭解利率衝擊的風險及與自身權益相關之規定，以下提出幾點作法供參：

#### **1.編製消費者保護手冊**

美國次貸風暴發生的根本原因之一即是次級借款人未能充分瞭解指數型房貸產品的特質，及可能面臨的還款衝擊等風險。因此，Fed 於 2006 年 12 月公布修正版的「指數型房貸消費者手冊」。相較之下，我國雖然也有提供相關的消費者保護資訊，惟多散落於相關主管機關、銀行網站或報紙等管道，因此，我國金融消費者保護主管機關似可仿效美國的作法，將房貸產品相關的風險及應注意事項彙整成冊，並強化資訊散佈的管道，例如強制要求銀行於辦理房貸時應主動提供給貸款借款人等。

## 2.提供篇幅簡短、內容簡單易懂的資訊給借款人

美國於 2009 年 7 月 23 日公布的誠實貸款法修正草案規定，房貸機構須提供單頁篇幅且內容簡單易懂的相關資訊給借款人，部分資訊甚至要求必須以表格化方式呈現。觀諸我國，由於房貸產品相關的細節相當繁雜，包括保證人規定、各項費用、提前還款罰款及利息計算方式等，金融機構於借款人申辦貸款時所提供的資訊通常為字體極小且字數繁多的定型化契約，應注意事項更是隱藏於諸多文字的規範項目內。因此，若規範金融機構於貸款人申辦房貸同時附上單頁簡潔的資訊，將有助於落實消費者保護。

## 參考文獻

1. 呂東英，「金融海嘯的起因與教訓」，2008 金融海嘯：資本主義危機研討會，97 年 11 月，證券櫃臺買賣中心。
2. 林盟城，「美國房貸市場、房貸証券化等相關問題之研究」，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，97 年 4 月。
3. 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北外匯市場發展基金會委託計畫，98 年 3 月。
4. 徐千婷，「美國次級房貸風暴與全球金融危機的發展、衝擊與政策因應」，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，98 年 3 月。
5. 葉秋南，「美國政府的房屋政策與次貸危機」，台灣經濟論衡，第 7 卷第 7 期，98 年 7 月，行政院經濟建設委員會。
6. 黃富櫻、彭德明、蔡曜如，「美國次級房貸問題與金融改革方向」，國際金融參考資料，第 57 輯，98 年 6 月，中央銀行。
7. 黃麗倫，「資產價格波動與貨幣政策：後金融海嘯的新挑戰」，國際貨幣金融資訊簡報，第 177 期，98 年 10 月，中央銀行。
8. 葉德勝，「房屋持有者可負擔及穩定計畫」摘譯，國際金融參考資料，第 57 輯，98 年 6 月，中央銀行。
9. Adam B. Ashcraft, Til Schuermann, Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, March 2008.
10. Allen J. Fishbein, Patrick Woodall, Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders, May 2006.
11. Andreas Lehnert, Overview of U.S. Mortgage Market, 2005.
12. Ben S Bernanke, The housing market and subprime lending, June

- 2007.
13. BIS, Housing markets and economic growth: lessons from the US refinancing boom, September 2002.
  14. Elizabeth A Duke, Stabilizing the housing market – focus on communities, February 2009.
  15. Elizabeth A Duke: Consumer protection, July 2009.
  16. Homeowner Affordability and Stability Plan Fact Sheet
  17. Joint Center for Housing Studies of Harvard University, The State of the Housing Studies , 2008.
  18. John Wiley & Sons, The Rise and Fall of U.S. Mortgage and Credit Markets, Spring 2009.
  19. John Kiff and Vladimir Klyuev , Foreclosure Mitigation Efforts in the United States : Approaches and Challenges, February 2009.
  20. Keith S. Ernst, Current Trends in Foreclosure and What More Can Be Done To Prevent Them, July 2009.
  21. Luci Ellis, The Housing Meltdown : Why Did It Happen in the United States? BIS Working Paper, September 2008.
  22. Larry Cordell, Karen Dynan, Andreas Lehnert, Nellie Liang, and Eileen Mauskopf. The Incentives of Mortgage Servicers: Myths and Realities, September 2008.
  23. Michael Lea, Lessons Learned from the U.S. Mortgage Market Crisis, November 2008.
  24. Milken Institute, Demystifying the Mortgage Meltdown: What It Means for Main Street, Wall Street and the U.S. Financial System,

October 2008.

25. Randall S Kroszner: Federal Housing Administration Housing Stabilization and Homeownership Act, April 2008.
26. Steven G. Jerstad and Vernon L. Smith, From Bubble to Depression, April 2009.
27. The German Association of Private Building Societies, The U.S. Mortgage Market Crisis, 2007.
28. U.S Department of Housing and Urban Development, Evolution of U.S Housing Finance System : Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets, April 2006.
29. Waiting for Change for the U.S. Housing Market, December 2008.



## 附錄 1：吉利美(Ginnie Mae)、房利美(Fannie Mae)及房地美(Freddie Mac)簡介

### 一、吉利美 (Ginnie Mae)

吉利美於西元1968年成立，係依照住宅及都市發展法（Housing and Urban Development Act）將Federal National Mortgage Association切割為現在的房利美與吉利美。

吉利美是美國政府住宅及都市發展部（Department of Housing and Urban Development；HUD）100%完全持有之機構，其主要目的在協助中低收入者完成購屋。吉利美的業務係將聯邦住宅管理局（FHA）以及退伍軍人局（VA）的房貸證券化並予以擔保，成為GNMA MBS，該類證券信用評等與美國政府公債相當。值得注意的是，吉利美本身並不發行MBS，通常係由房貸機構將性質相近的FHA或VA保證房貸集成資產組合(pool)，再經由吉利美提供本息支付的保證。

### 二、房利美(Fannie Mae)

Fannie Mae 係於1938年依照國家住宅法（National Housing Act）成立，當時係由美國政府100%持有，直至1968年，依據住宅及都市發展法（Housing and Urban Development Act）將Federal National Mortgage Association切割為現在的房利美與吉利美，房利美為聯邦政府特許公司。雖然1968年修法後移除美國政府在房利美的所有權益，但房利美仍享有政府的奧援並受到政府的規範。

房利美是美國紐約證券交易所的上市公司，為美國住宅貸款市場最大的資金提供者，惟房利美並非直接提供房屋貸款予借款人，而是

透過收購初級市場房貸機構（如商業銀行、儲貸協會及房貸銀行等）所承作之合於標準房貸（Conforming Loan）方式，使前開機構得以取得資金後再承作新放款，活絡房貸初級市場。房利美通常會將收購之房貸重新包裝後發行MBS，出售予投資人（通常為保險公司、共同基金、投資銀行、退休基金及避險基金等），並保證其所發行的證券本息能如期支付，增加房貸次級市場流動性。

自從1968年房利美成為民營企業以來，已幫助4,000萬個以上美國家庭購買住宅，全美國約每五個住宅貸款就有一個住宅貸款的資金來自房利美。

### 三、房地美(Freddie Mac)

房地美係房利美的姊妹組織，房地美依據Federal Home Loan Mortgage Corporation Act, Title III of the Emergency Home Finance Act於1970年成立，其設立的主要目的在穩定全國的房貸市場、增加擁有房屋所有權的機會。房地美功能與運作方式與房利美類似，兩者為姊妹公司，彼此相互競爭，避免市場壟斷，以提高市場效率。

房地美原本由Federal Home Loan Bank Board（FHLBB）管理，董事會成員由美國總統任命，但1989年的Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act讓房地美所有權結構與政府劃分開來，任何投資人皆可持有其普通股。修法之後房地美就如同房利美一般，仍享有政府的奧援並受到政府的節制規範。

## 附錄 2：美國聯準會非傳統融通機制

為紓緩金融市場資金緊俏問題，聯準會自2007年下半年至2009年3月間，提出多項非傳統融通機制，茲分述說明如下：

- 一、定期資金標售機制(Term Auction Facility，簡稱TAF)：針對可向貼現窗口申請融通的金融機構提供融通期間為28天的資金，惟利率採競標方式決定，擔保品與貼現窗口相同。
- 二、短期借券機制(Term Securities Lending Facility，簡稱TSLF)：提供主要交易商以流動性較低之房屋抵押貸款擔保證券交換流動性較高之公債，以改善市場流動性。
- 三、主要交易商融通機制(Primary Dealer Credit Facility，簡稱PDCF)：針對主要交易商提供隔夜融通資金，主要交易商係按使用貼現窗口之存款機構融通條件申請融通。
- 四、資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility，簡稱AMLF)：針對存款機構、銀行控股公司及外國在美分行等機構提供融通，以其所購買之資產擔保商業本票(ABCP)為擔保品，以增進貨幣市場流動性。
- 五、商業本票融通機制(Commercial Paper Funding Facility，簡稱CPFF)：針對特殊目的機構(SPV)提供融通，擔保品為3個月期商業本票，最終目的為透過此一機制對商業本票發行機構提供流動性。

六、貨幣市場投資者融通機制(Money Market Investor Funding Facility，簡稱MMIFF)：Fed透過對特殊目的機構提供融通，並藉由其向貨幣市場合格投資人購入合格資產，包括高評等商業本票等。

七、短期資產擔保證券貸款機制(Term Account Guarantee Program，簡稱TALF)：針對所有金融機構其所持有以學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款及中小企業保證貸款為資產所發行的資產擔保證券。

附表：美國 2007 年 7 月以後之各項振興房地產市場措施彙整表

方案名稱	措施重點摘要
<b>1. 穩定各地房價及房貸市場</b>	
(1) 穩定及加強二房角色功能	Fed 理事會授權 NY Fed 於必要時，提供緊急專案融通(GSECF)；另外，財政部亦增加對二房授信額度，並視情況收購其發行之債券與特別股，改善其資本結構。
(2) 穩定社區計畫	由住宅及都市發展管理局 (HUD) 主導並提供資助，交由各地執行。
<b>2. 修訂房市相關法案</b>	
(1) 通過聯邦住宅管理局現代化法案	提高房貸保證金額上限及依據借戶的風險狀況調整房貸保證費率，使風險較高的借款人亦能有更多轉貸機會。此外，刪除借款人必須先支付 3% 頭期款的規定。
(2) 通過公平安全執行房貸認證法案	建立一套適用所有房貸提供者 (包括房貸機構及房貸仲介商) 的統一認證及註冊系統，以創造更具透明度與可靠性的貸款環境。
<b>3. 協助債務人措施</b>	
<b>(1) 2007 年 10 月-2008 年底</b>	
(a) 成立 HOPE NOW 聯盟	HOPE NOW 聯盟除提供房貸諮詢外，針對尚有能力還款及逾期超過 90 天之借款人，分別提供凍結房貸利率五年及生命現計畫。
(b) 實施專案貸款	利用 FHA 保證機制，提供專案貸款提供借款人轉貸機會。
<b>(2) 2009 年 2 月以後</b>	
(a) 再融資計畫	提供因房價下跌貸款成數 (current loan-to-value) 高於 80%，而難以獲得轉貸機會的借款人再融資機會。
(b) 修改貸款條件計畫	藉由補貼房貸市場參與者 (包括房貸服務機構、放款機構及房貸戶) 的獎勵方式，將房貸戶每月房貸支出所得比 (DTI) 降至 31%，並協助房貸契約修改。
(c) 二胎方案	一胎修改貸款條件時，二胎貸款亦能自動修改。
(d) 整合屋主希望貸款	放寬 2008 年 7 月公布的屋主希望貸款計畫限制。
(e) 法拍屋替代方案	本方案透過補貼放款機構與房貸借款人的方式，協助修改貸款條件後仍無法負擔的房貸借款人，以提高放款機構透過虧損出售(short sale) 及法拍轉讓契約 (deed-in-lieu foreclosure) 處理資產的誘因，使其得以避免進入耗時且昂貴的法拍程序。
(f) 房價跌價保護措施	美國財政部會同聯邦存款保險公司提出部分保證方案 (partial guarantee initiative)，由財政部提撥 100 億美元成立政府保險基金，提供配合辦理之金融機構於房價下跌超過預期之額外保障。
<b>4. 落實與加強消費者保護措施</b>	
(1) 修訂消費者保護法案	修訂不動產過戶程序法及誠實貸款法，加強資訊揭露。
(2) 成立消費金融保護局	此機構為一個獨立機關，監理對象包括存款機構以及過去不受聯邦主管機關監理之機構 (包括投資顧問公司、基金公司及房貸仲介商等)。