

美國次級房貸市場惡化原因及影響

企劃處 陳進安

一、前言

美國次級房貸問題於今年初開始出現在報章雜誌，並於 2 月底被媒體密集報導，因此引發投資人趨避風險心理，成為 2 月 27 日全球股災的導火線。所謂次級房貸係指 FICO 信評績分低於 620 分者，以及雖高於 620 分但缺乏所得證明文件或自備款非常低(甚至為零)者所借之房貸。

按，FICO 績分係按 Fair Isaac Corporation 所設計的公式計算出來的分數，主要基於按時還款(占 35%)、信用歷史(15%)、債務總額(30%)、債務成份(10%)及最近申請貸款次數(10%)等五類因素，再按二十多組時間數列資料及統計邏輯得之，最低為 300 分，最高為 850 分，由 Equifax、Experian 及 TransUnion 等三大信用紀錄公司提供。但三大公司所計算出來的同一個消費者 FICO 績分往往有所差異，原因是他們的資料來源不完全相同所致。職是之故，財務公司或銀行通常不會只取一家的 FICO，而是把三大公司的 FICO 全部取得後才對房貸案做出評估。

二、市場於 2005 年及 2006 年達到頂峰

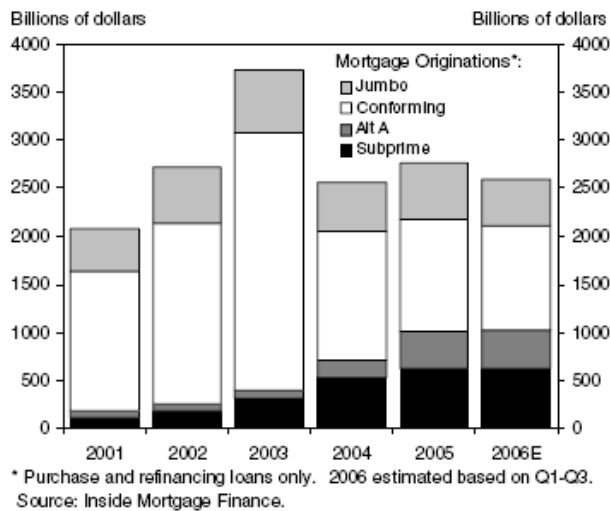
由於次級房貸的借款人屬信用等級較差者，因此以往幾乎無法獲得房貸，直到 1980 年代初期的金融自由化法案允許金融機構對借款人收取較高的利率與手續費後，才有業者願意對他們提供房屋放款。1986 年的稅改法案，禁止將消費者借款的利息支出列入所得扣減額，但房貸則不受此限，是以使次級房貸市場得到發展而略具規模。

次級房貸的益處為：(1)讓信用等級不佳者獲得融資機會；(2)提高房屋自有率，根據 UBS 的研究報告，過去 10 年美國人房屋自有率由 65%上升至 69%，其中有一半是靠次級房貸而來。

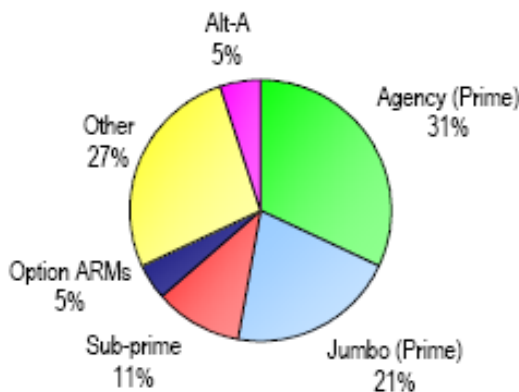
缺點是儘管其利率較優級房貸高 2~3 個百分點¹，但若仍不足以抵消較高逾放比率的損失，則業者將出現虧損。FICO 用於固定利率房貸、卡貸及車貸等已有多年歷史且效果良好，但對次級房貸(尤其是非傳統房貸)則缺乏足夠的歷史經驗，致業者難以準確評估風險。

次級房貸敘做額於 2004 年開始快速成長，至 2005 年及 2006 年皆達 6,000 億美元的水準(圖一)，較 2003 年增加一倍，其占美國抵押貸款市場(2006 年約達 10.2 兆美元)的比重，已由 2001 年時的 8.5% 上升至 2006 年的 11%(圖二)。

圖一 次級房貸快速擴張



圖二 2006 年美國房貸市場結構



¹ 例如：根據 2005 年 11 月公布的一項調查顯示，對 35 萬美元的 30 年期固定利率房貸而言，業者按信用績分給予的利率如下表所示：

信用績分	500-559	560-619	620-674	675-699	700-719	720-800
每年利率	9.29%	8.53%	8.05%	6.90%	6.37%	6.24%

三、快速擴張的原因

該市場快速擴張原因：

- (1) 聯準會於 2004 年中開始審慎升息，使重新融資(refinance)業務(即以低利率新房貸償還高利率舊房貸)盛況不再，房貸業者必須拓展新的業務成長來源。
- (2) 全球資金過剩使得安全性資產利率普遍不高，是以投資者及金融機構對高利率高風險的金融商品(包括次級房貸等)胃納增加，導致越來越多的次級房貸被證券化出售給投資人。另，HSBC 等大型銀行則是除了收購次級房貸公司外，尚透過經紀商購買其他公司的次級房貸。此使得次級房貸業者可藉由轉售貸款取得源源不斷的資金供給，是以能持續敘作，導致規模增長很快。
- (3) 由於適合傳統²次級房貸的借款人越來越少，是以業者開始大量推出較有風險的非傳統房貸產品以開發新客戶，此包括：interest only³、payment option⁴、2/28 複合式浮動利率計息(hybrid ARMs)⁵等降低期初月付額型，及piggyback⁶等提高融

² 依固定或浮動利率按月攤還本息，融資成數通常為八成。

³ interest only 係允許借款人在房貸初期(通常為前五年)只支付利息(即寬限期)，直到寬限期結束後才開始攤還本金，但由於本金攤還期較借款期縮短五年，借款人一旦開始攤還本金，則每月支付額將急劇增加(即利息+攤還本金)。

⁴ payment option 係允許借款人選擇期初每月付款額，因此不僅能遞延每月攤還本金額，亦能遞延部分的每月付息額(計入本金)，借款人一旦開始攤還本金，則每月支付額將更為急劇增加。

⁵ 2/28 複合式 ARMs 係在借款前兩年給予非常低(可能為 2%以下)的固定利率(teaser rate)，兩年後(其餘 28 年期間)改按浮動利率計息，因此屆時將使借款人的每月付款額顯著增加。

⁶ 一般房貸的融資成數為八成，其餘兩成由購屋者自籌(即自備款)，所謂 piggyback 放款，係提供貸款給資金不足的購屋者讓其做為自備款，由於此類放款只能取得房屋的次順位(second-lien)債權，是以亦稱次順位房貸，常見的 piggyback 有 80-10-10、80-20-0 及 80-15-5 等三種型式，第一個數字表示首順位房貸提供八成房價的放款，第二個數字表示另一授信者提供的次順位房貸成數，最後的數字為自備款成數。若為 80-20-0，則借款人完全不需自備款。

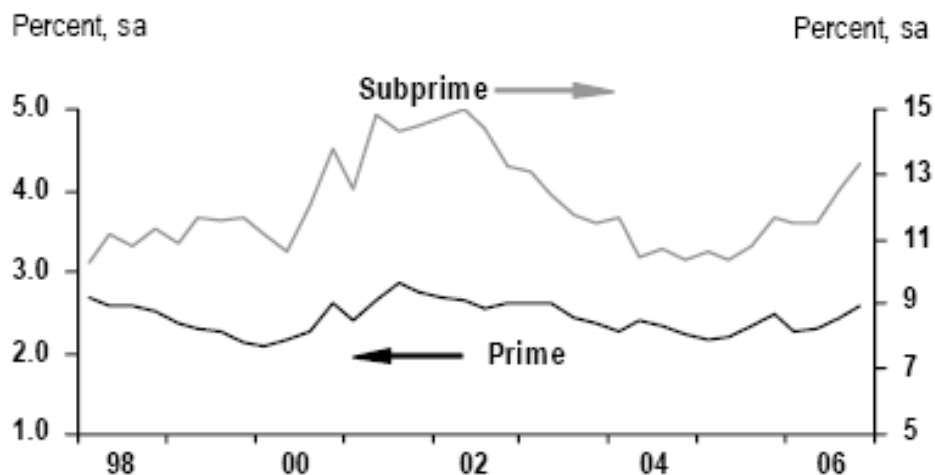
資成數型，它們的特色是使借款者的短期付款壓力減輕，從而讓許多自有資金較少者亦能獲得融資。事實上，interest only 及Piggyback在 1999 年時並不存在於次級房貸市場，但至 2006 年時其比重已分別達 24%及 33%。

- (4) 次級房貸業者為了因應投資人的熱烈需要，及加快授信時間起見，逐漸不再要求借款人提出所得證明文件，使得依借款者自述所得授信的比重由 1999 年的 22%，逐年上升至 2006 年的 46%。最近研究結果顯示，借款者在不須所得證明文件的情形下，常會誇大 20~50%的所得，因此能增加房貸金額(但也超過其所得能力負擔)。
- (5) 次級房貸活絡能增加購屋需求，使房地產市場延長榮景，致房價持續上揚，逾放比率處於低檔，讓借款人及房貸業者逐漸失去警覺心。

四、市場惡化

次級房貸市場的逾放比率於 2006 年第 4 季攀升至 13.33%，並創 4 年來新高(圖三)。

圖三 優、次級房貸逾放比率



這是因為：

(1)次級房貸有 82%為浮動利率計息，它們多屬非傳統房貸，隨著有越來越多的授信案必須改按高利率計息或開始攤還本金，致許多借

款人無法按期償付突然顯著增加的每月房貸付款額而違約；(2)美國房屋市場於 2006 年下半年顯著減緩，致房價漲幅縮小甚至開始下跌，使得許多借款人無法藉由以房屋淨值(房屋市價減房屋負債)為基礎的理財型房貸來償付開始大幅增加的每月房貸付款額；(3)核貸標準過於寬鬆，以及許多採掠奪性房貸⁷者，陸續爆發問題。

事實上，表一顯示採浮動利率計息(ARMs, Adjustable Rate Mortgages)的優級及次級房貸逾放比率分別較一年前增加 85 及 283 基點，而採固定利率(FRMs, Fixed Rate Mortgages)計息的次級房貸逾放比率則僅上升 39 基點，可見非傳統房貸為市場惡化主因，這是由於業者將較有風險性的房貸產品出售給較有風險的客戶所致。

表一 房貸逾放比率

Mortgage Delinquency Rates
(Loans Past Due, Percent of Outstanding)

Quarter	Prime FRMs	Prime ARMs	Subprime FRMs	Subprime ARMs
2000 Q1	1.8	3.4	12.0	13.5
2000 Q2	1.9	3.3	10.3	13.0
2000 Q3	2.0	3.4	12.5	14.5
2000 Q4	2.3	3.8	14.4	15.3
2001 Q1	2.2	3.8	14.1	14.7
2001 Q2	2.4	3.8	15.9	14.6
2001 Q3	2.6	4.1	16.1	14.5
2001 Q4	2.5	3.8	15.9	14.4
2002 Q1	2.5	3.7	16.6	15.0
2002 Q2	2.4	3.6	16.7	15.6
2002 Q3	2.3	3.5	15.5	14.7
2002 Q4	2.4	3.3	14.0	13.6
2003 Q1	2.4	3.2	13.3	13.7
2003 Q2	2.4	3.2	12.5	13.2
2003 Q3	2.2	2.8	11.5	12.5
2003 Q4	2.1	2.8	10.5	12.9
2004 Q1	2.0	2.3	10.6	11.0
2004 Q2	2.1	2.3	9.8	10.1
2004 Q3	2.2	2.2	10.2	10.4
2004 Q4	2.0	2.1	9.7	9.8
2005 Q1	2.0	2.1	9.1	10.3
2005 Q2	2.0	2.2	9.1	10.0
2005 Q3	2.1	2.3	8.8	10.6
2005 Q4	2.2	2.5	9.7	11.6
2006 Q1	2.0	2.3	9.6	12.0
2006 Q2	2.0	2.7	9.2	12.2
2006 Q3	2.1	3.1	9.6	13.2
2006 Q4	2.3	3.4	10.1	14.4
Year-on-Year Deterioration (Basis Points)	6	85	39	283

Source: Mortgage Bankers Association.

⁷ 係指以欺騙或不當手段誘使人借入超過其負擔能力或高利率房貸。

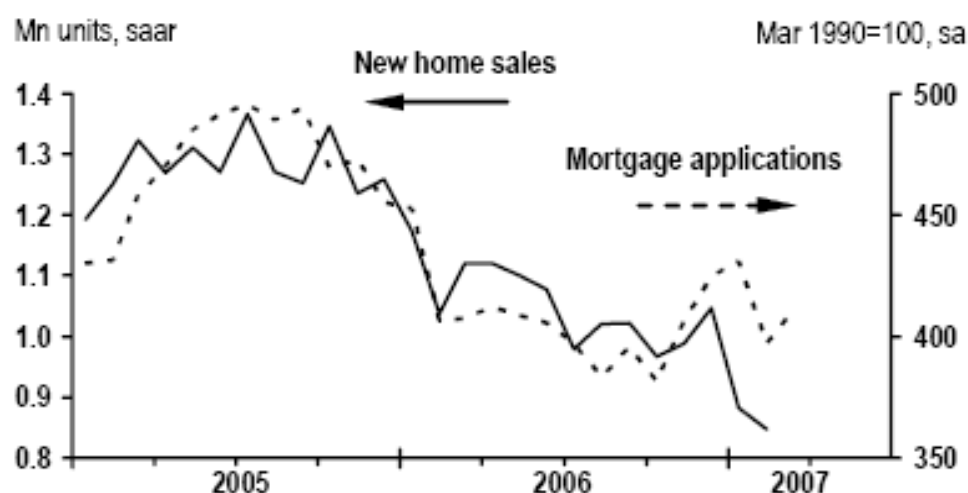
五、影響評估

一般而言，次級房貸惡化對美國經濟的直接影響有限，雖然 2005 年及 2006 年大量承做的次級房貸多將於今明兩年改採較高利率計息，而使其逾放比率持續上升，但若以 20% 計，則可能倒帳的放款額為 2,220 億美元，占全體房貸比重僅 2.2%。

許多大銀行如 HSBC、JP Morgan, 及 Merrill Lynch 已就其次級房貸相關債權增提準備，並要求出售房貸者依約買回債權或增加擔保資產以減少風險，職是之故，目前已有三十多家次級房貸業者因此倒閉或被收購。此外，由於許多次級房貸皆已證券化，是以持有其 BBB 等級份額(tranche)債券者(海外投資人及避險基金占相當比重)將首當其衝吸收損失，使得倒帳風險得以分散，不致造成顯著影響。另，次級房貸的雇用人數為 5~10 萬人，致對勞動市場衝擊亦不大。

主要風險在於間接影響，也就是對其他部門的傳染效果。首先就房屋市場觀之，雖然新屋銷售繼元月份劇跌 15.8% 之後，二月份再度大幅下跌 3.9%，似乎顯示新屋需求更為疲弱，但此可能受天候不佳影響，因為與其呈密切相關的申請購屋房貸指數已出現回升跡象(見圖四)。

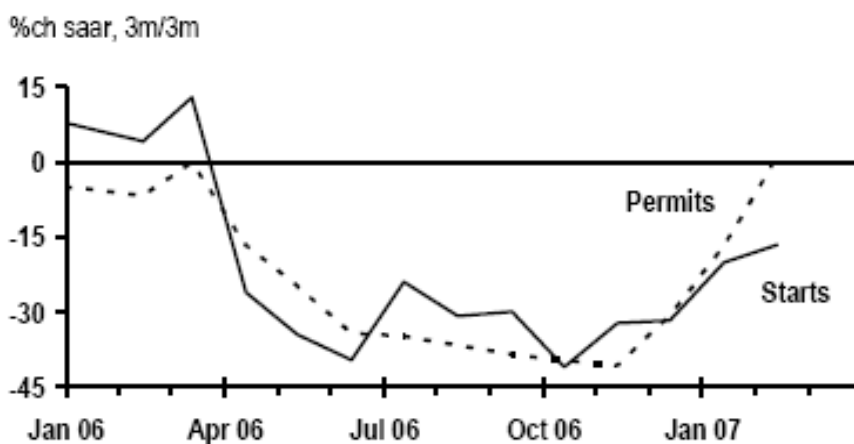
圖四 新屋銷售與申請購屋房貸指數



其他房市指標則未呈惡化情形，例如：2 月份房屋開工戶數即強勁回升 9.0%，顯然不受新屋銷售下滑的影響，主要反映南部及西部地區天候好轉所致，雖然此仍不足以抵消元月份大跌 14.3% 的減幅，

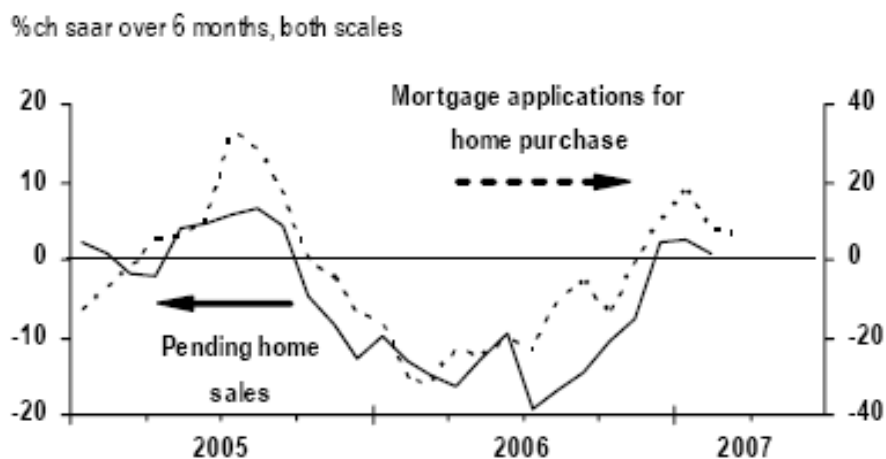
但至少已見改善跡象。

圖五 房屋開工戶數與房屋興建許可



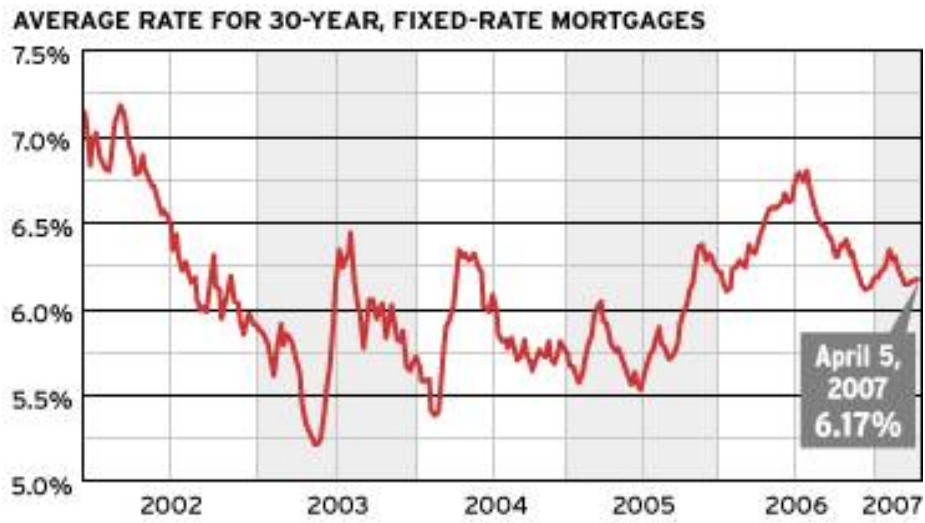
另，新屋銷售只占房屋銷售的一小部分，居絕大部分的成屋銷售於二月份連續第三個月回升(3.9%)。不過有鑑於該指標係按結案量統計，具有時間落後性，可能尚未反映次級房貸之影響，是以若就其領先指標-已成交但尚未結案的房屋銷售觀之，則見二月份回升0.7%。

圖六 已成交但尚未結案的房屋銷售



事實上，房屋需求主要受人口成長、可支配所得及房貸利率等因素影響，在目前美國人口仍穩定成長，可支配所得加速擴張，以及優級房貸利率處歷史低檔(圖七)等皆處有利水準的支撐下，依迴歸模型預測的獨戶房屋銷售量持續呈上升趨勢。由於2月份獨戶房屋銷售量已跌至模型預測值以下(圖八)，是以未來有潛在回升的壓力。另，銀行已緊縮授信標準(圖九)，雖可能阻止其回升之勢，但預料尚不致於使房屋銷售急劇萎縮。

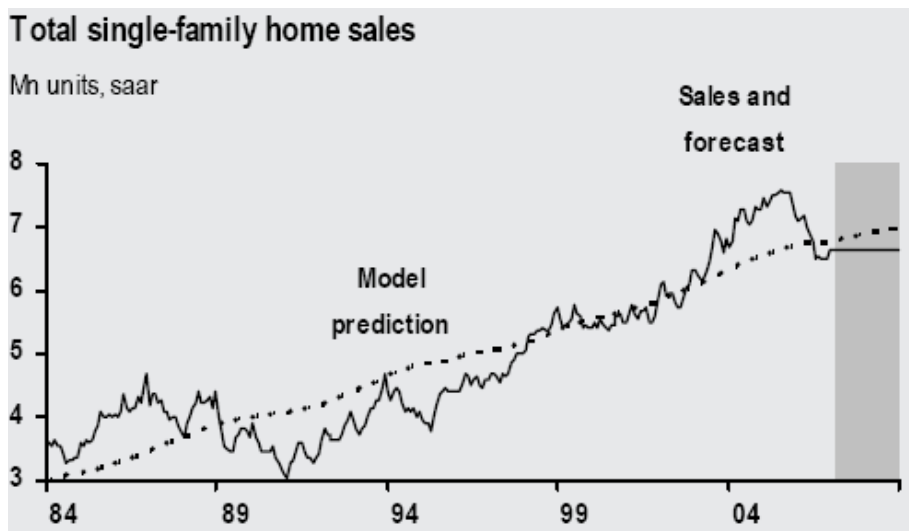
圖七 優級房貸利率



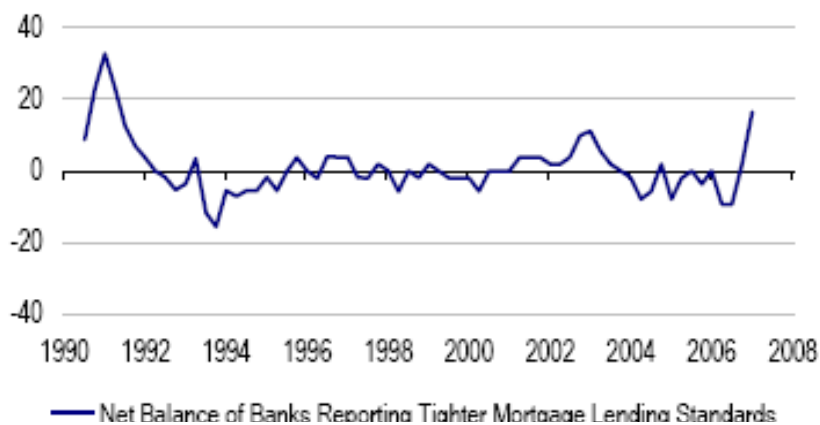
SOURCE: Freddie Mac

MSNBC

圖八 獨戶房屋銷售與模型預測

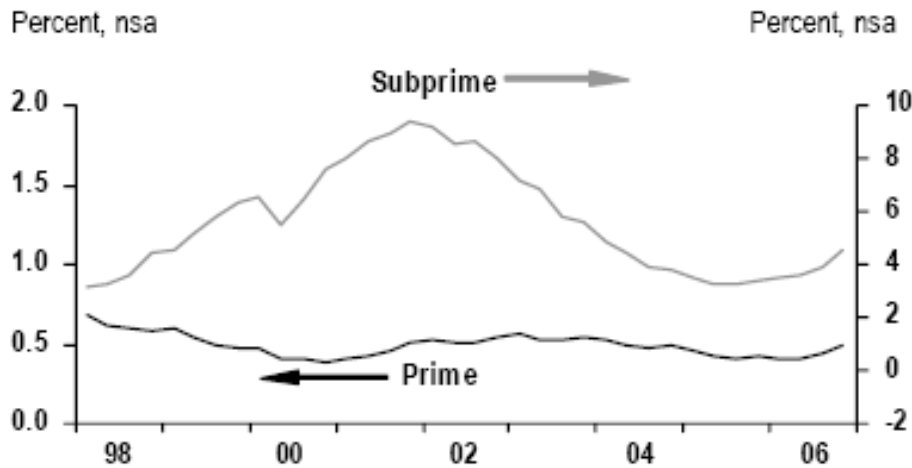


圖九 銀行緊縮授信標準



此外，儘管據估計在 1998 年到 2006 年敘作的次級房貸，約有 20% 會無法償付貸款而遭法院扣押，從而在法拍屋大量增加之下，將使得目前處於高點的房屋存銷比率更為上揚，不利房價及房市，但歷史經驗顯示法律程序將使扣押率的上升速度緩慢，因此短期內其對房屋供給之衝擊有限。

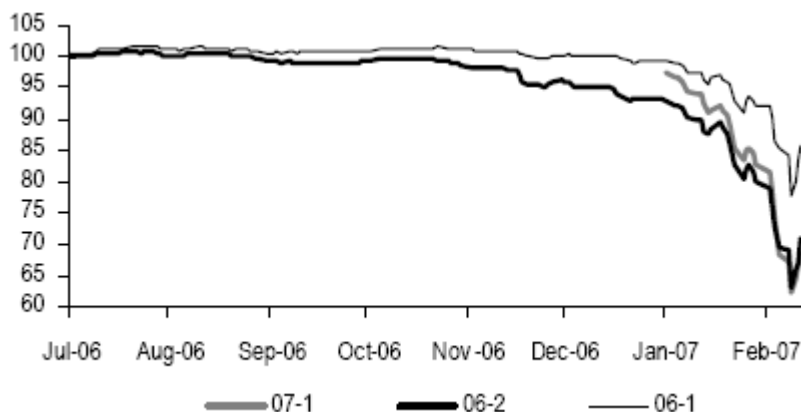
圖十 優、次級房貸的扣押率



要之，目前跡象顯示優級房貸市場所受波及程度不大。

其次，就債券市場觀之，ABX.HE.BBB 指數顯示，年初以來以次級房貸為擔保的債券價格大跌(圖十一)，顯示次級房貸市場的信用嚴重緊縮，是以一般預期其今年敘做量將較去年減少一半左右。

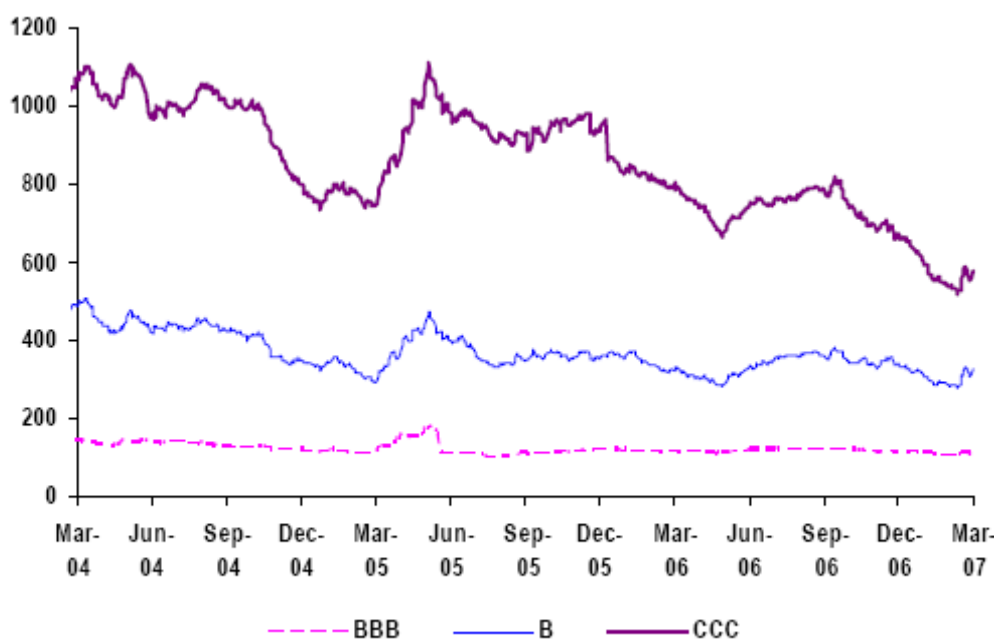
圖十一 ABX.HE.BBB 債券價格指數



但其他公司債市場似乎影響不大，例如 BBB、B 及 CCC 等低信用評等債券之殖利率雖小幅上升(圖十二)，但仍處近年低水準，顯示這些市場的信用供給沒有緊縮，因此不致阻礙相關經濟活動擴張。

圖十二 低信用等級公司債的殖利率

Bp over Treasuries



Source: JPMorgan.

最後就勞動市場觀之，三月份失業率下降至此波景氣復甦以來最低的 4.4%，值得注意的是，工作時數及每工時薪資分別強勁增加 0.6% 及 0.3%，將使家庭所得持續成長，從而可望為民間消費及房市提供支撐，減緩來自次級房貸市場的不利影響。

綜上所述，依目前情勢看來，次級房貸惡化對其他部門的外溢效果似乎相當有限，是以國際貨幣基金(IMF)及金融市場多認為今年美國經濟成長率將可達 2.2% 的溫和擴張水準。至於是否如此，尚待後續觀察。

附錄：HSBC 案例探討

HSBC 是全美第三大次級房貸業者，其在 2003 年基於將業務重心分散至歐亞以外地區，且認為次級房貸的市場競爭程度遠低於一般（優良信用）房貸等理由，以 140 億美元收購伊利諾州的次級房貸業者 Household International Inc.（以下簡稱 HI），正式進軍此一市場。按，HI 在被購前才因採取掠奪式放款實務而與州監理單位達成罰款 4.84 億美元的協議。

但 Household 的分行網路有限，無法滿足 HSBC 的業務成長需要，是以 HSBC 又向 250 家房貸躉售商購買次級房貸，且亦接受未有借款人所得證明文件者。HSBC 財報顯示，其去年底帳上有 959 億美元的次級房貸，其中有 464 億美元來自分行系統，其餘 495 億美元則是向經紀商購買（見表二）。

表二

Breakout of total US\$95.9bn subprime mortgage book In US\$m	Mortgage Fin Services Broker sourced	Consumer Finance Branch sourced	Total
Total (note subcomponents do not add up to total)			95,915
of which: fixed rate	22,358	42,371	64,729
of which: adjustable rate	27,114	3,528	30,642
Subtotal	49,472	45,899	95,371
of which: first lien	39,404	39,399	78,803
of which: second lien	10,068	6,500	16,568
Subtotal	49,472	45,899	95,371
of which: in negative equity			12,343
of which: others where loan-to-value greater than 90%			44,450

Note: ARM = adjustable rate mortgage (typically teaser rate for first 18-24 months, resetting to full rate thereafter)

Source: Company data.

由表二可見來自分行系統者多是較低風險的第一順位固定利率次級房貸，而表三則顯示，向經紀商購買者有 69% 屬高風險的非傳統房貸（即第一順位 ARM、次順位固定利率及次順位 ARM），其中於 2005 年及 2006 年購買者即占 80% 以上。

表三

HSBC's mortgage services book as of YE2006 by vintage and type

	First lien fixed	First lien ARM	Second lien fixed rate	Second lien ARM	Total
Broker-sourced subprime mortgages					
Amount as of YE2006 (US\$bn)	15.3	24.1	7.1	3	49.5
Vintage:					
2006	31%	37%	50%	56%	18.9
2005	24%	42%	41%	33%	17.8
2004	27%	14%	4%	4%	7.8
Pre-2004	18%	7%	5%	7%	5