

美國次級房貸風暴再起之探討

兆豐國際商業銀行 企劃處 陳進安

一、前言

美國次級(subprime)房貸問題爆發並對全球經濟金融造成影響，大致可分為兩階段，第一階段是在今年2月底，當時的主要受害者為次級房貸業者，由於次級房貸逾放率持續升高之故，致有超過70家的次級房貸業者因此而宣告破產或被收購。另，大型銀行如HSBC亦就其持有之次級房貸相關債權增提準備。此一事件經媒體密集報導後，引發投資人趨避風險心理，從而成為2月27日全球股災的導火線。但不久之後，市場人士認為次級房貸未償還餘額占美國房貸市場(2006年約達10.2兆美元)比重僅為11%，估計其相關信用損失為500~2,200億美元，占全體房貸比重低於2.2%，是以判斷對美國景氣之直接衝擊有限。至於間接影響，也就是對其他部門的傳染效果，則基於就業市場與民間消費持續活絡、房市暫時趨穩以及業者並未對次級房貸以外部門緊縮信用標準等因素，而認為波及效果不大。影響所及，國際股市遂在一個月內迅速回升。

第二階段始於今年6月下旬，迄今仍餘波未了，此時的風暴中心已轉移至證券化端，首先是Bear Sterns證券公司於6月22日出現投資損失，接著是Moody's與S&P於7月10日宣佈調降多檔次級房貸相關證券之評等，至8月上、中旬又陸續有多家歐澳系銀行及美國投資銀行因旗下基金嚴重虧損而停止基金贖回，或因其所支持的表外機構面臨困境而受到拖累，甚而必須向外尋求援助。

影響所及，在投資人驚慌而減少風險性資產部位(包括日圓套利交易者¹的平倉)及金融機構流動性需求十分強勁之下，全球股市大跌，短期利率上揚以及日圓匯率走強。歐美央行為了穩定金融市場情勢，於8月中旬先後注入數千億美元流動性，但市場震盪局面猶未止息，直到8月17日聯準會宣佈調降重貼現率兩碼²後，大多數金融市

¹ 即借入低利日圓，投資高利率貨幣或高收益率資產。

² 從6.25%降至5.75%，按，重貼現率係聯邦準備對銀行持合格票據要求貼現所收取之利率，其之所以高於聯邦資金利率，乃因重貼現視窗係銀行流動性管理不佳時，向聯邦準備求助時的緊急融通管道，是以具有懲罰性利率的性質。柏南奇選擇調降重貼現率兩碼，而非如前任主席葛林斯班在面臨金融危機時採取調降聯邦資金利率之舉，理由是他認為聯準會不應拯救做錯誤決策的投資人，但如果金融市場動亂危及經濟成長，則透過重貼現視窗提供懲罰利率的信用給受困於流動性危機的資金需求者，主要目的在於恢復金融市場正常功能。

場才逐漸止跌回穩，但仍相當脆弱，易受次級房貸相關負面消息的衝擊。

本文以下試由證券化的角度來探討次級房貸風暴的前因後果，首先將簡介美國房貸證券化歷程，接著再探討次級房貸興衰原因，最後為對美國經濟金融之影響。

二、儲貸協會危機後的房屋融資革命

美國在 80 年代的儲貸協會危機之前，主要的房貸放款機構是儲貸協會，它們在全盛時期的市場占有率達到近 60%。儲貸協會係以吸收的存款敘做長期固定利率房貸，此在 70 年代以前的金融穩定且低利率環境下，能良好運作來滿足大多數購屋者的需求。但 70 年代的兩次石油危機導致通膨激升，短期利率在聯準會採取緊縮措施下大幅上揚，使得儲貸協會的資金成本隨之勁增，但放款利息收入卻固定不變，致許多儲貸協會出現鉅額利差損失，由於它們的法定最低資本比率只有 5%，不足以抵償而紛紛破產倒閉，最後必須由政府出面建立重整基金(RTC)來接收問題儲貸協會解決善後。

80 年代以後，美國房屋融資市場出現革命性轉變，雖然主管機構記取前車之鑑，允許金融機構推出利率調整型房貸³來趨避利率風險，但由於此係將利率風險移轉由借款人承擔，是以不受借款人歡迎，未能成為房貸主流。

對於房貸機構而言，則是一方面擔心固定利率房貸的利率風險，另一方面又受限於本身吸收存款能力，無法應付嬰兒潮世代成家後對住宅及房貸的旺盛需求，致面臨房貸資金來源緊缺的問題。

為了解決前述問題，遂由聯邦政府全資擁有的政府國民抵押貸款協會(GNMA，又稱Ginnie Mae)及兩家政府支持機構(GSEs)—聯邦住宅抵押公司(FHLMC，又稱Freddie Mac)及聯邦國民抵押協會(FNMA，又稱Fannie Mae)躍居重要角色，其中Fannie Mae及Freddie Mac係出面購買房貸，然後再以一池房貸資產為基礎發行經其保證的房貸支持債券(MBS)，出售給投資大眾。Ginnie Mae不發行MBS，只針對一池完全由獲得FHA⁴保險或VA⁵保證之房貸為基礎資產者，所發行

³調整頻率為每年或每半年一次，參照的基準利率主要為 1 年期國庫券收益率、聯邦準備第 11 區資金成本指數或倫敦銀行同業美元拆借利率 (LIBOR)。

⁴聯邦住宅局，為Federal Housing Administration之簡稱。

⁵退伍軍人局，為Veteran Administration,之簡稱。

之MBS提供即時償付本息保證。由於歷年來FHA及VA房貸的年度敘做量只占全部房貸敘做量的3%左右，是以由Ginnie Mae保證的MBS總額遠不及其他兩大機構，以2006年為例，Ginnie Mae的MBS只占三大機構MBS的9%，Freddie Mac為40%，Fannie Mae為51%。

要言之，三大機構即是以直接或間接參與方式，促使房貸證券化，一方面讓房貸機構能不持有房貸，以免承擔風險，另一方面則讓房貸機構不再依賴存款，能以轉售房貸的方式取得源源不絕的資金。

由於Ginnie Mae係政府組織，因此其保證具有完全的聯邦政府信用擔保效力，至於Fannie Mae及Freddie Mac保證發行的MBS則缺乏完全(但有隱含)的聯邦政府信用擔保。Fannie Mae及Freddie Mac只收購符合其規定標準(conforming)⁶的房貸，以確保每筆MBS的基礎資產具有足夠的同質性，此除了有助於其運用統計模型準確地估算房貸逾放率及借款人提前還款可能性，讓資產池能產生較穩定的現金流量以應付MBS的本息支出外，尚使MBS容易決定價格，促成買賣交易，讓市場具有流動性，為投資人樂於持有，致房市能從儲貸協會危機後的低谷中緩慢復甦。

隨著MBS的成功，1985年起便有許多民營金融機構仿照此一模式發展出各種資產支持的證券(asset-backed securities, ABS)，如信用卡應收帳款、汽車貸款、學生貸款等皆能證券化銷售給投資人。它們雖亦發行所謂的民間(private-label)MBS或非政府代理機構(Non-Agency)MBS，但初期規模甚小，無法與三大機構(尤其是Fannie Mae及Freddie Mac)相比，主因是這些MBS沒有(隱含的)政府保證，必須委託信評公司評等，致發行成本較高之故。

90年代以後，民間MBS雖有較顯著的成長，但在2003年以前其年度發行量占當年MBS發行量的比重至多僅及2002年的22.3%，直到2004年以後才見快速發展，發行量從2003年的5,860億美元激增至2005年的1.2兆美元及2006年的1.1兆美元，市占率亦一舉躍升至2006年的55.9%，已大幅超越三大機構總和。這是因為：(1) Fannie Mae及Freddie Mac近年來皆爆發財報錯誤與公司治理不佳等問題，致MBS發行量於2004年大幅萎縮，2005年及2006年仍呈小幅下滑局面，美國政府更對其所能購買的房貸資產予以限制⁷，從而給予民

⁶ 通常係信用良好、有完整文件、融資比率超過八成的部分有信用保險，以及並非用來融通特殊型態房屋(如渡假小屋、可移動房屋)者。

⁷ 美國聯邦住房企業督察署 (Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO) 自2006年起對Fannie Mae和Freddie Mac施以資產限制，其中Fannie Mae的房貸資產額不得超過2005年底

間MBS茁壯坐大的空間；(2)民間 MBS的資產池可以將不符合政府代理機構標準的大額房貸、次級房貸及Alt-A級房貸納入，由於這些房貸利率(尤其是次級房貸)皆高於標準房貸利率⁸，因此能提供較三大機構MBS為高的收益率，致在全球資金過剩，長期利率處歷史低檔環境下，對投資人極具吸引力；(3)民間 MBS採取超額擔保(即基礎資產總額超過MBS發行額)、超額利差(即房貸利息收入扣減服務費支出後高於MBS利息支出數額)、信用保險及設定基礎資產現金流量的優/次順位結構等信用增強措施，將債券交由信評公司評等，從而可按順位次序分割為AAA、AA、A、BBB、BB及未評級等份額(tranche)⁹，再分別給予對應其風險程度的利率水準，出售給不同投資者以滿足他們對不同風險/報酬的需求¹⁰。



的 7,272 億美元水準，Freddie Mac則是在 7,121 億美元的基礎上，年增率不得超過 2%。

⁸大額房貸約高 0.3 個百分點左右，Alt-A為 0.5 至 1.25 個百分點，次級房貸為 2 至 3 個百分點。

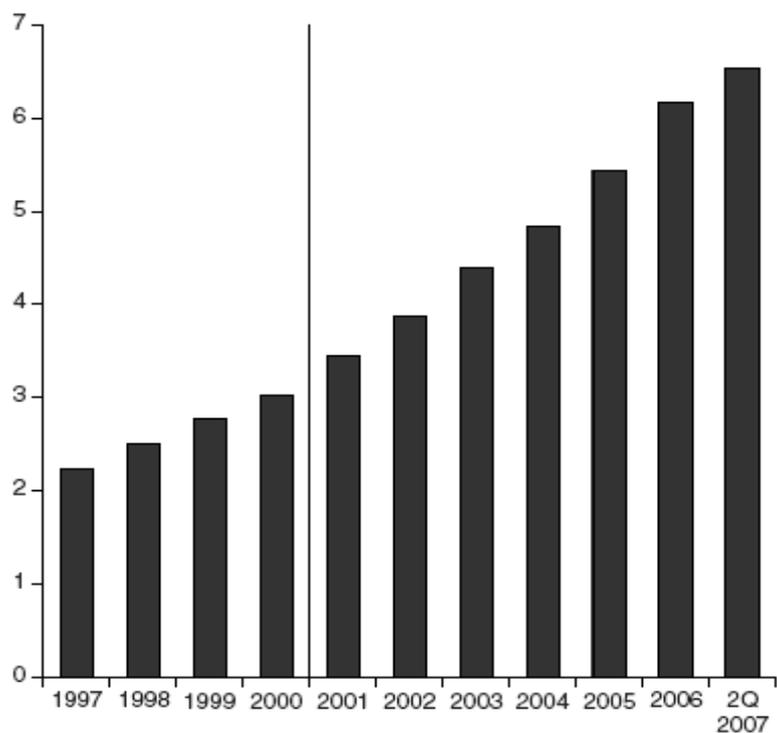
⁹ 一般而言，典型MBS的AAA級份額約占 80%左右，AA級、A級及BBB級以下份額分別占 10%、5%及 5%。

¹⁰AAA級評等份額之票載利率雖低於其他評級份額，但高於一般AAA級債券，因此為保險公司、退休基金等偏好安全性資產者所樂於購買。中級(mezzanine)份額指的是獲得AA、A及BBB等投資級評等者，其票載利率較優先順位份額為高，且仍具安全性，是以常被投資銀行購買再與其他資產組合，證券化為CDO售予投資人。至於獲得投機級或無評等份額者，則稱為股權份額，這是因為其市場接受度差，多由發行者自行持有之故。

MBS 發行額由 1984 年的 590 億美元，增至 2006 年的 2.05 兆美元，影響所及，累積未償還餘額迄 2006 年底已達 6.17 兆美元，較 2000 年的 3.02 兆美元增加一倍。房貸被證券化的比率從 1980 年的略高於 10% 升至 2006 年的 55% 左右。影響所及，房貸未償還餘額亦從 2000 年的 5.13 兆美元倍增至 2006 年的 10.36 兆美元。

Volume of U.S. Mortgage-Backed Securities Surges

(\$ Trillions)

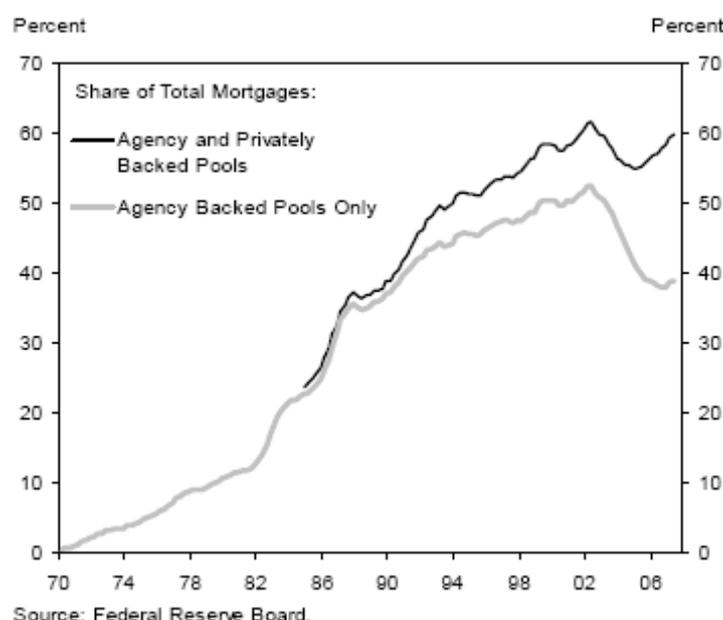


Gross Issuance of Mortgage-Backed Securities (MBS)

Date	Total MBS (\$ in billions)	Percent of Total		Alt-A and Subprime as Percent of Total	
		Agency	Non-Agency	Alt-A	Subprime
2001	\$1,355	80.3	19.7	0.8	6.4
2002	\$1,857	77.7	22.3	2.9	6.6
2003	\$2,717	78.4	21.6	2.7	7.2
2004	\$1,884	54.1	45.9	8.4	19.2
2005	\$2,156	44.7	55.3	15.4	21.6
2006	\$2,050	44.1	55.9	17.8	21.9
2007 Q1	\$537	49.4	50.6	18.0	16.5
2007 Q2	\$547	52.8	47.2	18.4	13.7

Source: OFHEO based on data from Inside Mortgage Finance Publications.

Securitization Takes over the Mortgage Market



隨著 MBS 的盛行，帶動 CDO、ABCP 等相關證券化結構產品亦蓬勃發展。所謂 CDO，係 Collateralized Debt Obligations 之簡稱，可譯為抵押債務債券，CDO 之結構與民間 MBS 類似但更為複雜，其所包裝的基礎資產亦不再只是房貸，包括公司債、企業放款、消費者放款、MBS 的高、中、低級信評份額等皆是。

去年全球 CDO 發行額達 3,879 億美元，遠高於 1999 年的 520 億美元，其之所以於近幾年來快速成長，主要拜下列幾因素之賜：(1) 許多體質良好的企業由於規模過小，以致無法發行債券，CDO 將這些債務組合並予以證券化使這些企業獲得直接融資機會；(2) 全球資金過剩，導致許多套利交易者利用借來的低利資金購買 CDO，以賺取利差擴大收益；(3) 許多融資收購者利用 CDO 籌集併購資金；(4) 今年開始實施的新巴塞爾資本協定改變銀行的資產風險權數，由於 CDO 的 AAA、AA 及 A 評級份額之風險權數分別為 20%、20% 及 50%，因此除了讓銀行能藉由購買這些高等級產品來更有效率使用資本外，尚能獲得較一般公司債為高的收益率；(5) 美、日法規允許保險公司不須市價調整其所持有的 CDO；(6) 信評公司為了賺取信評費，樂於配合投資銀行，對其新規劃完成的結構型信用產品進行評等。

ABCP 是以各種債券、授信等資產為基礎所發行的商業本票，其運作模式是一種循環型 (Revolving Type) 的證券化，即證券化的發行者必須不斷地以發行商業本票的收益，購買新資產，使整個模式能持續的運作下去。一般而言，ABCP 的發行者主要為：傳統的導管機構

(conduit)、證券套利型導管機構及結構性投資工具(Structured Investment Vehicles, SIVs)。

傳統的導管機構指的是銀行為了不增加表上風險性資產，且又能讓企業客戶的應收帳款獲得短期融通起見而設立之特殊目的機構(SPV)，其做法是企業將應收帳款交給導管機構，由導管機構以這些債權為基礎發行 ABCP 出售給投資者，讓企業得到現金週轉。這些 ABCP 為了獲得 A1/P1 的高評等以降低融資成本，除了採取超額擔保的信用增強措施外，尚在信評公司的要求下安排由高評等銀行提供 100% 的流動性備援額度，以確保 ABCP 的投資人在票券到期時能收到全額本息給付，不會遭受損失。ABCP 使許多中小企業能以證券化的方式參與原本只有知名大企業才能發票融資的商業本票市場，從而讓它們擴充融資管道。對於銀行而言，則是既不會增加自有資本負擔，同時也能經由提供服務給企業客戶及導管機構賺取手續費。至於證券套利型導管機構，則不再以購買企業客戶的應收帳款為限，其基礎資產擴及 AAA 或 AA 評級的 MBS、ABS 份額，以賺取資產與負債(發行 ABCP)之間的利差為主。據 Moody's 估計，截至今年 7 月 31 日止約有 13% 的 ABCP 未償還餘額是由證券套利型導管機構所發行。

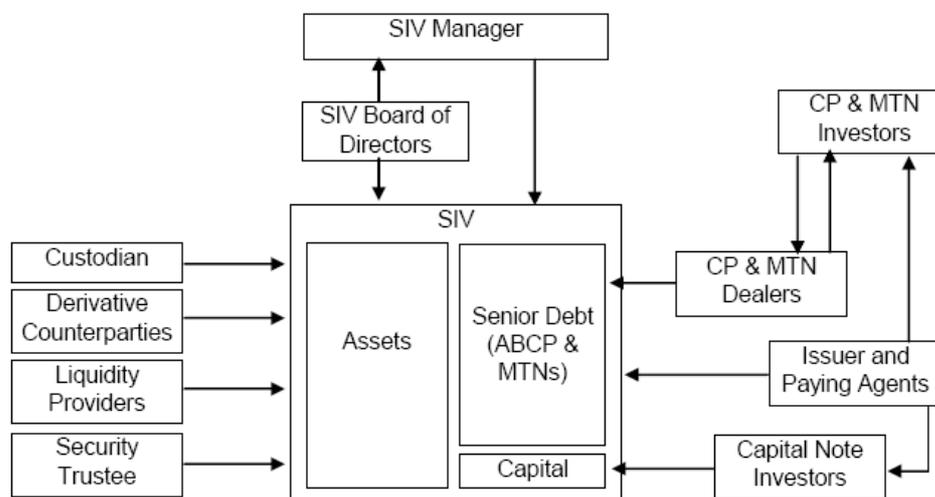
SIVs 雖亦是專門從事證券套利的表外機構，但其組織型態為投資公司，多註冊於避稅天堂(如開曼群島或澤西島)以享受優惠稅率，資本來自發行資本票據，支持的銀行或資產管理者通常會認購一部分，負債來源為發行 ABCP(只占負債的 20%~30%)及中期票據，槓桿倍數¹¹多為 10~15 倍。主要投資標的為高評等證券，套利所得將按期分配給資本票據持有人。SIVs 通常指定支持的銀行或非銀行為管理者，由其提供投資顧問及融資與營運支持。它們發行的 ABCP，通常只安排一部分(最低可至 10%)的流動性備援額度，這是因為其採取評等機構認可的動態流動性管理架構，僅須將流動性資產及銀行流動性之總和維持在 2 至 3 週的累計資金淨流出額即可之故。據 Moody's 估計，目前市場上約有 30 家 SIVs，合計管理 4,000 億美元的資產，其中全球 RMBS¹² 占 23%(美國次級房貸 RMBS 占 2%)、CDO 占 11%(RMBS 的 CDO 占 1%)。SIVs 所持有的美國次級房貸 RMBS 中，AAA 級份額占 54%，AA 級份額占 39%，其餘為 A 級份額。

¹¹即 ABCP 及中期票據等優先順位負債相對於資本票據之比率。

¹²MBS 可分為以住宅房貸為基礎的 RMBS(Residential) 及以商用不動產放款為基礎的 CMBS(Commercial)。

由於 ABCP 的殖利率略高於同等級商業本票，因此頗受投資人歡迎，致近年來發行額快速增加，其未償還餘額至今年 8 月初已達 1.2 兆美元，占美國商業本票市場(2.2 兆美元)的一半以上。

Structured Investment Vehicles Flow Chart



Source: Fitch Ratings.

三、次級房貸的興盛

由於民間 MBS、CDO 及 ABCP 等證券化商品的蓬勃發展，使次級房貸等不符標準房貸獲得證券化的管道，業者可不再受限於本身的吸金能力，而能藉此自金融市場取得源源不絕的資金，來快速擴充房貸敘做量。

所謂次級房貸，係指借款者信用被業者評斷為次級者所借之房貸。按，業者評斷房貸申請者信用的標準主要有三：一是擔保品，代表指標是融資比率；一是信用歷史，代表指標是FICO信用分數¹³；最後是還款能力，代表指標是債負比率¹⁴。實務上的做法是將信用分數低於 620 分者，以及雖高於 620 分但有其他瑕疵如：債負比率高於 55%、融資比率超過 85%或缺乏所得證明文件者歸類為次級。除了優、次級外，尚有介於其間的Alt-A級及大額房貸級，前者係指信用

¹³ FICO信用分數係按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。

¹⁴ 即當年應付房貸本息占所得之比率。

分數高於 620 分，但無法提供足夠的所得證明文件或有較高的融資比率者，後者則是除了房貸金額超過標準¹⁵外，其餘皆符合優級條件。

由於次級房貸的利率最高，且拜美國房價在 1997 年至 2005 年期間平均每年上漲 7.5% 之賜，讓許多借款人即使無法按期繳付房貸本息，亦可藉由出售房屋或重新融資來還債，致其逾放率從 2002 年初的 15% 高峰下降至 2005 年的 11% 左右，加上投資人對高風險金融產品的胃納增加等因素，均使得次級房貸 MBS 大受投資人歡迎，發行額由 2001 年的 867 億美元迅速增加至 2006 年的 4,490 億美元，占當年全部 MBS 發行額之比重亦隨之由 6.4% 升至 21.9%。就累計未償還餘額觀之，今年元月美國 MBS 的市場規模達 5.8 兆美元，其中次級房貸證券化者有 8,240 億美元，占 14%。

對於許多次級房貸業者而言，證券化的發展使其獲利來源由存放款利差，轉為賺取出售房貸的手續費及服務費。由於其帳上不再持有房貸，因此風險亦隨之移轉至由投資人或證券化過程的信用增強者承擔，影響所及，其業務考量重點已是如何擴增房貸敘做件數，而非資產品質。

在此情形下，他們為了衝刺業績，開始大量推出非傳統房貸產品，俾讓無法負擔傳統房貸¹⁶者亦能獲得授信，此包括：interest only¹⁷、payment option¹⁸、2/28 複合式利率調整型 (hybrid ARMs)¹⁹ 等降低期初月付額型，及 piggyback²⁰ 等提高融資成數型，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

¹⁵ 例如，兩大機構在 2006 年及 2007 年不得購買放款金額超過 41.7 萬美元的獨戶住宅房貸。

¹⁶ 依固定或浮動利率按月攤還本息，融資成數通常為八成。

¹⁷ 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)。

¹⁸ 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。

¹⁹ 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。

²⁰ 美國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。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%。

此外，他們為了加快授信時間起見，逐漸放寬授信標準，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)。另，他們也大量雇用獨立掮客²¹承做次級房貸，卻又未善盡詳細審核與監督放款品質的責任，此除了導致許多沒有還款能力者亦能獲得房貸外，有些貸款人甚至是在掮客的協助下詐得房貸。

對於次級房貸借款人而言，由於房價漲幅遠超過加薪速度，使許多房貸案的總額、債負比率或融資成數皆隨之升高，致超過優級標準而被降至次級、Alt-A 或大額等級者越來越多。但另一方面，卻又擔心房價持續上漲，從而促使他們決定早日舉債購屋。此外，亦有許多投資客利用非傳統次級房貸以少量的自有資金來炒作房地產。

對於投資銀行而言，則是認為儘管次級房貸證券化的信用風險較高，但他們已採取信用增強措施及在特定期間內有要求房貸業者買回不良次級房貸的權利²²等方式來控制資產池的品質。事業上，此已獲得信評公司的認可，致優先順位份額有AAA的評級。

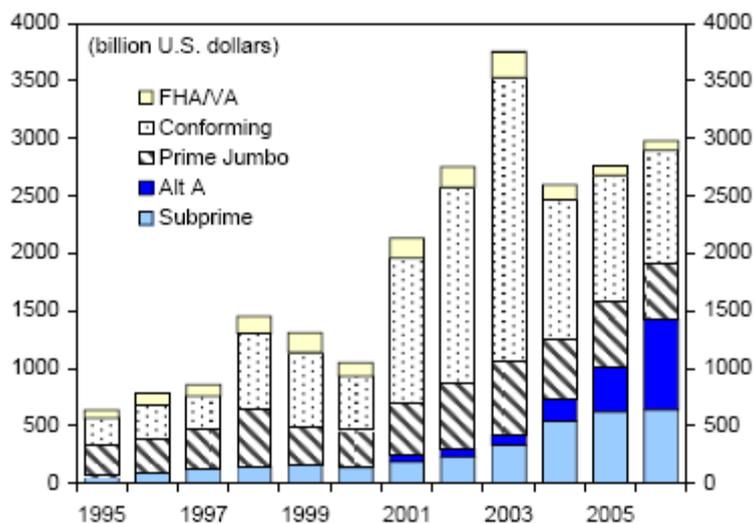
對於投資人而言，MBS、CDO 及 ABCP 等結構型信用產品相當複雜難解，因此主要依據信評公司的評等來做決策，他們以為買的是高評等、高收益、風險分散的證券化商品，但其實這些證券的基礎資產多缺乏歷史紀錄或市場流動性，信評公司係以理論數學模型來做評等，並未經實際市場的驗證。

在前述各項因素的推波助瀾之下，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 億美元左右的高峰，已較 2003 年增加一倍，其占當年度全體房貸敘做量的比重亦從 1998 年至 2003 年期間的 4%~6%，大幅上揚至 2006 年的 21%。不僅如此，Alt-A 及大額房貸亦有顯著擴張，其比重亦分別升至 25%及 15%。

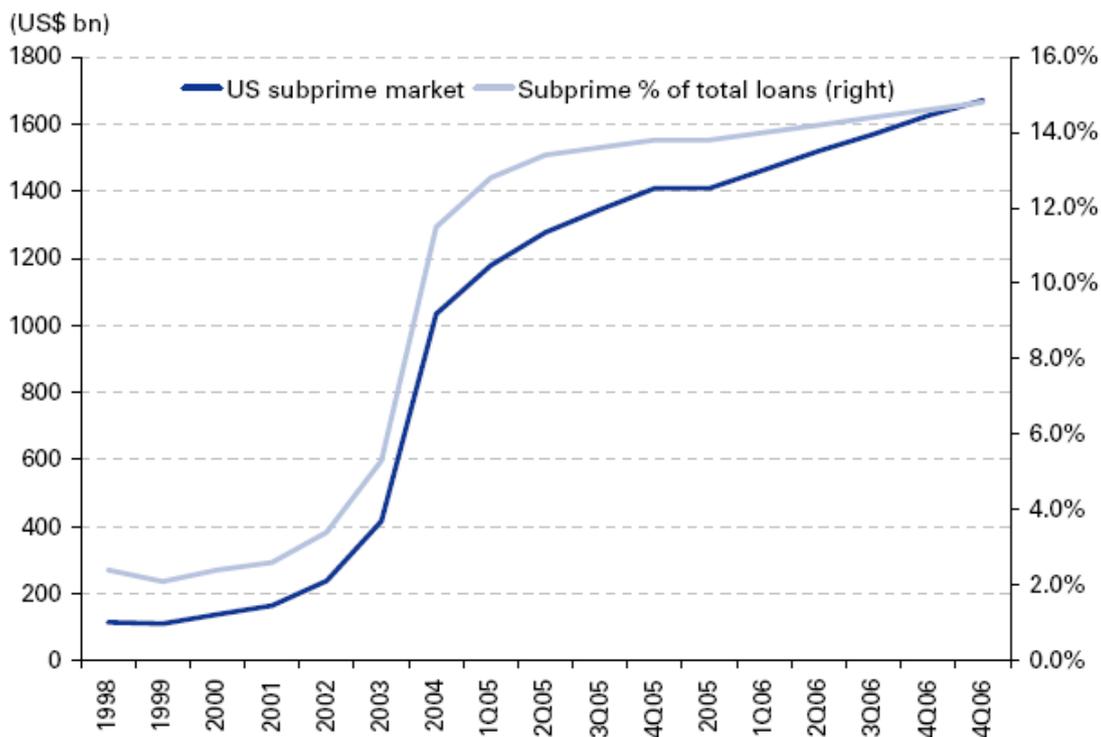
²¹ 依照某些州法律，雇用獨立掮客可規避房貸公司的法律責任，致房貸公司大量雇用獨立掮客承作房貸。一家公司的房貸有時高達七成是透過這些獨立掮客承攬而來。

²² 但次級房貸業者的資本額多遠低於其所出售的次級房貸，致提供之保障相當有限。

All Mortgage Originations



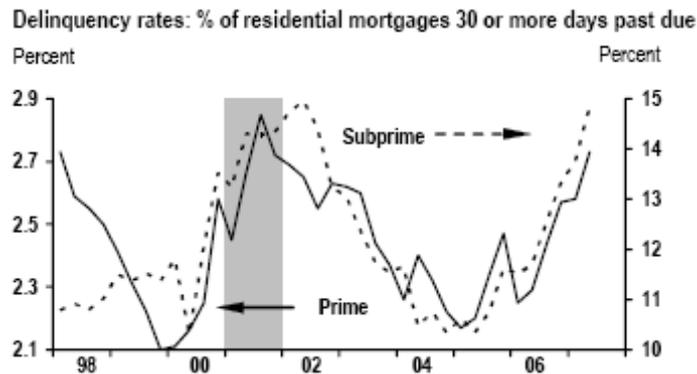
Source: Inside Mortgage Finance.



Source: Mortgage Bankers Association.

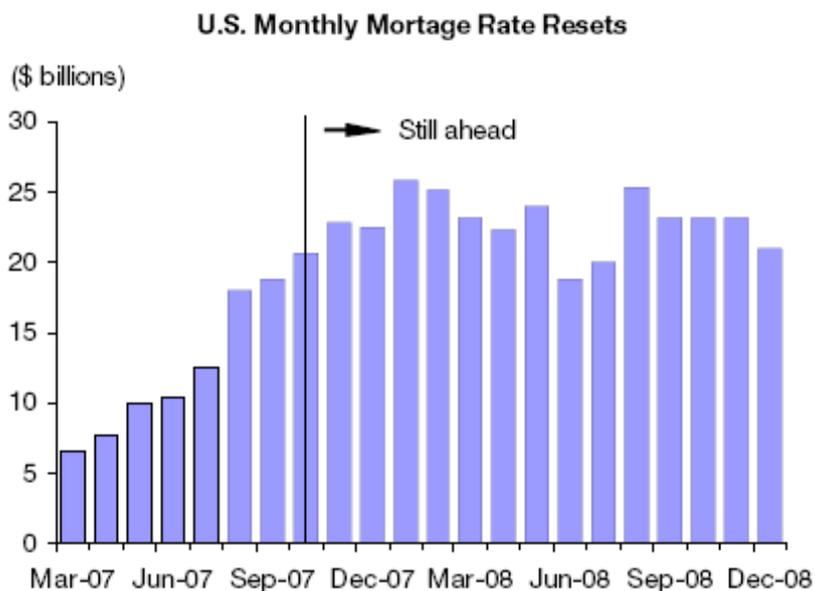
四、次級房貸的惡化

然而，好景不常，次級房貸市場的逾放率於 2006 年下半年開始顯著惡化，至今年第 2 季已攀升至 14.82% 的近年新高，較去年同季上升 3.12 個百分點，相形之下，優級房貸的逾放率則只於過去一年來增加 0.44 個百分點至 2.73%。



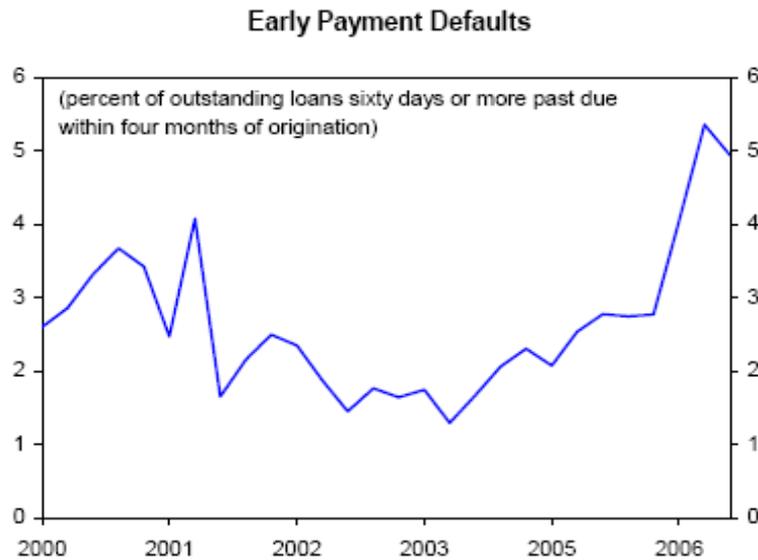
這是因為：

(1)次級房貸採利率調整型(ARM, Adjustable-Rate Mortgages)者所占比重已從 1998 年 12 月的 27.6% 升至 2006 年 12 月的 50% 左右，它們絕大多數為非傳統房貸如複合式 ARM、interest only 及 payment option 等，隨著有越來越多的授信案結束蜜月期或寬限期，改按較高利率計息或開始攤還本金，致有許多借款人無法按期償付突然顯著增加的每月房貸本息款而違約；



(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利用房屋增值來借款償付開始大幅增加的每月房貸付款額；

(3)核貸標準過於寬鬆及對獨立掮客的轉介房貸案件控管不佳，陸續爆發問題，例如：在房貸開始計息的前四月即發生拖欠情事者之比率，已於2006年大幅上升至5%以上。



Sources: Credit Suisse; and LoanPerformance.

事實上，表一的細項資料顯示，過去一年來逾放率增加最劇者為利率調整型的次級房貸，升幅達4.71百分點，這是因為業者將較有風險性的房貸產品銷售給高風險客戶所致。其次是利率固定型(FRM, Fixed Rate Mortgages)次級房貸，升幅達1.76百分點，主因當是業者未做好信用審核之故。但即使是優級房貸戶，採利率調整型者亦因結束蜜月期而使逾放率顯著上升1.35個百分點。只有利率固定優級房貸的逾放率維持穩定，僅上升0.25個百分點，尚處於正常波動範圍。

表一 房貸逾放比率

	Prime FRM	Prime ARM	Subprime FRM	Subprime ARM
2002Q1	2.49	3.74	16.61	15.02
Q2	2.40	3.61	16.67	15.56
Q3	2.31	3.50	15.50	14.71
Q4	2.39	3.34	13.97	13.59
2003Q1	2.41	3.16	13.33	13.65
Q2	2.38	3.16	12.48	13.15
Q3	2.19	2.83	11.46	12.53
Q4	2.11	2.81	10.50	12.90
2004Q1	2.00	2.28	10.63	10.99
Q2	2.11	2.26	9.78	10.12
Q3	2.15	2.23	10.20	10.40
Q4	2.04	2.11	9.72	9.83
2005Q1	2.02	2.06	9.10	10.25
Q2	2.02	2.19	9.06	10.04
Q3	2.11	2.30	8.79	10.55
Q4	2.21	2.54	9.70	11.61
2006Q1	2.00	2.30	9.61	12.02
Q2	2.00	2.70	9.23	12.24
Q3	2.10	3.06	9.59	13.22
Q4	2.27	3.39	10.09	14.44
2007Q1	2.19	3.69	10.25	15.75
Q2	2.25	4.15	10.99	16.95

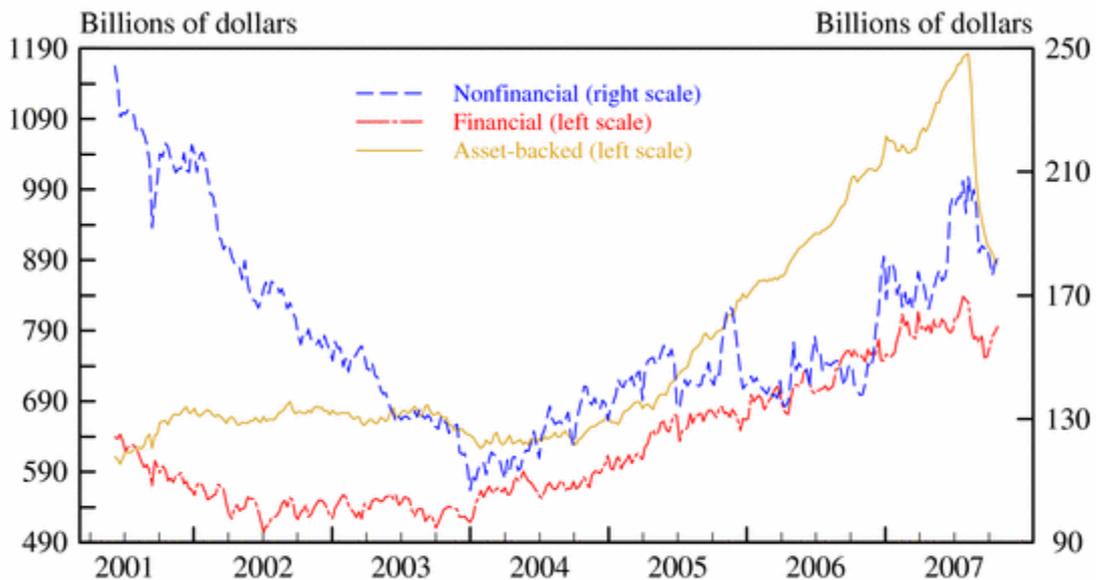
資料來源：Mortgage Bankers Association

五、對美國經濟金融的影響

以金融市場而言，雖然目前大多數金融市場皆已恢復正常，但次級房貸及與其相關的MBS、CDO及ABCP市場卻仍持續面臨信用緊縮²³，這是因為在信評公司多次調降次級房貸相關的MBS及CDO之評等後，已使投資人對這些證券及其評等失去信心，致價格難以決定，市場不再有買家而交易沉寂。按，雖然信評公司提供客觀的資產品質意見給投資人參考，但其收入卻來自證券發行者的評等費，從而產生利益衝突的問題，此係由於給予高評等容易為投資人及發行者接受，若給予低評等則可能使發行者另尋其他評等者或停止發行計劃，導致評等收入減少。事實上，證券化之評等收入已成為Moody's近年來的主要所得來源，使其2003年至2006年的獲利平均成長27%。

Commercial Paper Outstanding

Weekly (Wednesday), seasonally adjusted



影響所及，多家金融機構受到程度不一的損失。Bear Sterns 證券公司是最早出現問題的美國投資銀行，其旗下兩檔避險基金於6月初因所投資的次級房貸相關 CDO 價值下跌而出現兩位數的帳面損失，致無法應付投資人贖回要求，加上提供貸款給這些基金的金融業者亦要求追加保證金及擔保品，終於迫使 Bear Sterns 在各方壓力下

²³ 例如CDO市場在8月份只見170億美元的交易，較7月份大幅下滑54%；美國ABCP未償還餘額於8月8日至9月5日的四週內減少2,144億美元(18.3%)，其他商業本票亦受波及而於同期間萎縮647億美元(6.5%)。

於 6 月 22 日出面承諾提供 32 億美元的擔保放款給其中一檔基金(實際放款額為 16 億美元)，但此兩檔基金仍於 8 月 1 日申請破產保護。此外，Bear Sterns 尚有一檔基金亦停止贖回。Bear Sterns 因次級房貸風暴所遭受的損失為 7 億美元。

另，7、8 月間則是有德國的 IKB(Deutsche Industriegeldbank)及薩克森邦銀(Landesbank Sachsen Girozentrale)因無法對其導管機構提供足夠流動性而爆發財務危機。

按，IKB 雖為德國中小型企業授信的市場領導者，但較有利可圖的零售銀行業務被儲蓄及合作銀行所把持，因此儘管 IKB 貸出 297 億歐元的放款，卻只能吸收到 43 億歐元的存款，從而必須向資本市場籌措授信資金來源。

此外，今年開始實施的新巴塞爾資本協定給予中型企業放款的風險權數相當高，使德國的商業銀行及邦銀皆有將這些放款移出資產負債表的壓力。加上近年來德國景氣減緩及銀行家數過多導致國內競爭激烈獲利不佳等因素，使得該行決定走向海外市場，致力於不會增加資本負擔的業務。

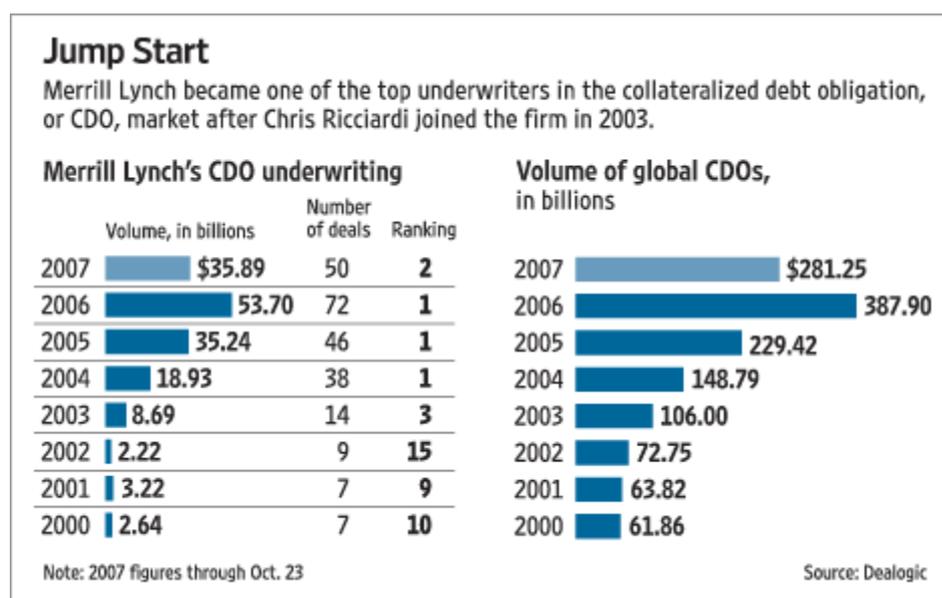
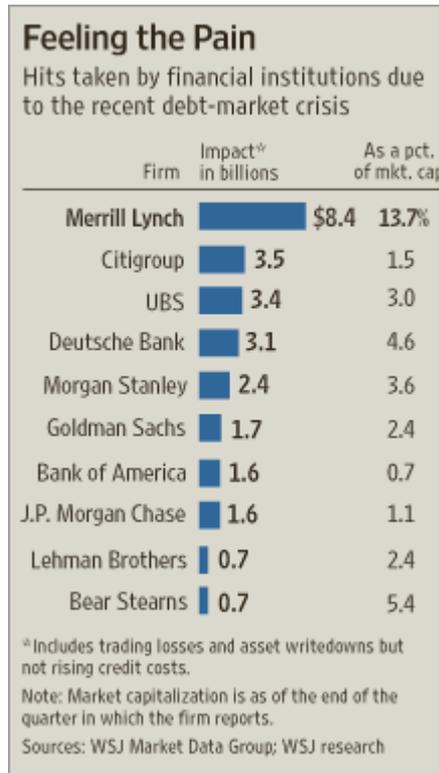
在此情形下，該行於 2002 年成立一家名為 Rhineland Funding Capital Corp. (RFCC)的表外導管機構，RFCC 的營運模式是至美國市場發行 ABCP 籌集短期資金，這些 ABCP 通常由 IKB 及其他銀行提供備援額度，俾能以良好評等取得低利資金，然後再將之用來購買美國高等級長期債券以套取長短期利差，RFCC 為了追求較高的收益率，因此投資許多有包裝次級房貸在內的 MBS 及 CDO。IKB 則是藉由提供 RFCC 管理及經營服務來賺取手續費及佣金，例如其去年度之所以獲利 1.8 億歐元，有 1.08 億歐元來自手續費及佣金，其中由 RFCC 所貢獻者即占佣金的半數。

但次級房貸相關證券被降級後，以其為基礎的 ABCP 遂乏人問津，從而迫使提供備援額度的 IKB 必須支付到期後無法順利展延的 ABCP 本息額，由於該行流動性不足以兌現這些 ABCP，是以於 7 月 29 日被公營的 KfW 及銀行公會拯救，包括 35 億歐元的現金援助及 146 億歐元的備援承諾，預期今年將虧損 7 億歐元。

事實上，不僅是 IKB，其他許多德國銀行亦設立自己的導管機構，其中尤以邦銀為最，這是因為它們自 2005 年 7 月 19 日起不再獲得邦政府保證後，資金成本隨之提高而壓縮國內獲利空間，必須另尋收入來源之故。以薩克森邦銀為例，其於愛爾蘭設立之子公司 SachsenLB Europe PLC 負責監督導管機構營運及投資避險基金，該子公司於 2005

年獲利 4,100 萬歐元，足以協助薩銀財報呈現獲利 1,700 萬歐元。但該行於今年 8 月 17 日被迫向政府求助，接著又於 8 月 26 日宣布以 3 億歐元賣給巴登符騰堡邦銀，主因即是薩銀提供給其導管機構 Ormond Quay Funding PLC 的備援信用額度達 173 億歐元，遠高於其他德國銀行，由於 Ormond Quay 帳上有 32 億歐元的美國次級房貸暴險額，致薩銀在往來銀行相繼縮減其額度下面臨流動性危機。

最近美國各主要銀行相繼揭露其因信用市場流動性危機所遭致的損失，其中尤以美林證券第三季打消 84 億美元為最，已使該公司因而虧損 22.4 億美元。按，美林近年來積極擴展 CDO 業務，已連續三年(2004~2006 年)稱霸 CDO 市場，直到今年才退居第二。此雖然使該公司在 2003 年至 2006 年期間每年平均獲利 52.2 億美元，遠高於之前五年平均的 21.1 億美元，但由於其帳上持有許多次級房貸相關的 CDO 存貨及準備用來證券化為 CDO 的次級房貸相關資產，受這些資產價格大跌影響，該公司必須認列損失，將之反映於資產負債表。



資料來源：Wall street journal

目前眾所關心的是其為對美國景氣的影響，首當其衝者為房地產活動，就次級房貸市場觀之，據估計若逾放比率上揚至 35%，將使逾放總額達 4,500 億美元，在其中有三分之二遭到扣押法拍，回收率為 50% 的情形下，直接損失額約為 1,520 億美元，此雖與 1986-1992 年期間儲貸協會危機的 1,530 億美元相當，但就占 GDP 比率觀之，前者為 1.1%，後者為 2.6%，顯然不若以往嚴重。但最大的差別在於，當年的損失係由美國公共部門承擔，而此次則係透過證券化由全球買家承擔，從而引發全球流動性短缺及金融資產價格大幅下跌，這些間接損失不僅遠大於直接損失，且影響層面廣及全球投資大眾。

另，儘管聯準會 7 月份調查結果顯示，房貸業的信用緊縮主要集中在次級及非傳統房貸，優級房貸並未受到顯著波及，但此還是可能使已大幅下滑的房地產市場繼續下探，或延長疲軟期間，從而導致景氣有下檔風險。以對景氣有直接影響的住宅投資而言，其占 GDP 比率於 2006 年第一季攀抵 6.2% 的戰後次高紀錄後，隨著房市降溫而逐季下滑至今年第三季的 4.5%，已低於 4.8% 的長期(1947-2007 年)平均水準，致對過去六季的經濟成長率平均負貢獻 0.96 個百分點。

展望未來，由於具有領先指標性質的房屋興建許可於 9 月份重挫 7.3%，且房屋建築業者的信心指數亦滑落至歷史新低的 18 點，加上 9 月份新屋存銷比率仍達 8.3 個月，遠高於 4~4.5 個月的正常水準，顯示業者持續面臨供給過剩壓力，住宅投資後市依然不樂觀，一般預期將繼續對今年第四季及明年第一季的經濟成長率負貢獻 0.5~1 個百分點。

其次就民間消費觀之，主要的影響來自以下幾方面：(1)房價下跌的財富縮水效果，例如 8 月份 Case-Shiller 的 20 城市房價指數即較去年同月下跌 4.4%，為 2000 年開始編製是項指數以來最大跌幅，但此可望被近來美國股市回升的財富增加效果所抵消；(2)利率調整型房貸結束蜜月期或寬限期者將於 2008 年抵高峰，預期將使該年的借款者利息支出增加 72 億美元，但此相對於近 10 兆美元的個人消費支出而言，顯得微不足道；(3)住宅興建及房屋相關製造業、零售業及金融業裁員的所得減少效果，例如過去三個月(8~10 月)來這些產業的就業人數即每月平均淨減少 5.6 萬人，但由於政府及其他民營部門就業人數增加數分別小幅增加及維持穩定之故，非農業就業人數只從第一季的每月平均增加 14.2 萬人逐漸降至第二季的 12.6 萬人及過去三個月平均的 11.8 萬人，可見此一效果之影響亦相當有限，但未來是否如此，尚待觀察。

要之，由於迄目前為止前述負面影響相當溫和，是以受第三季零售汽油價格下跌的激勵，該季民間消費成長率由第二季的 1.4% 回升至 3.0%。儘管如此，有鑑於國際油價已於 10 月底上升至每桶 90 美元以上，勢將壓縮非能源的消費支出，加上房地產相關部門可能持續裁員等因素，是以摩根大通及高盛證券預期未來兩季的實質消費支出成長率將減緩至 1~1.5%。

在投資方面，主要的考量點是截至今年第二季止美國銀行業提供給 ABCP 導管機構的未動用信用額度達 3,500 億美元，由於目前許多 ABCP 在到期後無法順利展延，因此這些額度將被大量動用來付款給持票人。影響所及，一方面使銀行面臨流動性壓力，另一方面這些 ABCP 的基礎資產也將自導管機構移轉至銀行資產負債表內，從而增加資本負擔，使自有資本比率下降，可能因此壓縮銀行授信成長空間，損及企業投資支出。此外，也有多起融資收購案可能因銀行無法安排融資而告吹。儘管如此，目前跡象顯示，銀行並未顯著緊縮企業信用，這是因為目前存款機構的資本相當充裕，其除了已在今年上半年買回 400 億美元(年率)的庫藏股外，且於第二季把將近一半的盈餘用來分發股利，是以它們可採取減少買回庫藏股及增加保留盈餘的方式來提升自有資本比率²⁴，此舉雖會衝擊銀行股價，但可緩和授信限制。另，聯準會於最近兩次的 FOMC 會議累計降息 3 碼，亦將有助於降低資金成本，改善銀行的獲利能力。此外，刻正研議中的超級 SIV 基金可望獲得主要銀行們提供 800~1,000 億美元的備援信用額度，然後據以發行 ABCP 向投資人募集資金，將之用來購買 SIVs 手上的高等級證券，以紓解 SIVs 無法展延到期 ABCP 的財務困境。

綜上所述，由於預期住宅投資將持續萎縮且民間消費亦可能轉呈緩慢成長之故，是以市場人士多預期美國經濟成長率將於第四季及明年第一季減緩至 1.0~1.5%。

²⁴ 例如花旗集團即已宣布停止買回股票。