

房利美和房地美的寿终正寝对房主的未来意味着什么？

2011年03月30日



从很大程度上来说，联邦政府创建的抵押贷款机构房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）并不是引发这场住房和抵押贷款危机的祸首。但是，它们确实是这个问题的重要组成部分，为此，纳税人付出了超过1,300亿美元的救助代价。

目前，为了保护纳税人免收这两家机构未来崩溃的伤害，奥巴马政府希望在一个尚未确定的时期内逐步关闭这两家机构，并将抵押贷款市场的大部分份额交给私营借贷者运营。考虑到私营市场近年来的萎缩，同时，房利美、房地美和联邦住房管理局（Federal Housing Administration，简称FHA）提供了90%的新增住房贷款，这将会是一个巨大的变化。政府还提出了一个减轻联邦住房管理局角色重要性的建议，让它专注于为穷人提供抵押贷款。

那么，房利美和房地美的淡出对抵押贷款的供应、贷款利率以及住房的价格将会产生怎样的影响呢？到头来，这样一个巨大的变化对房主是好是坏呢？

人们的观点各异，不过，没人知道确切的答案。抵押贷款和住房市场非常复杂，沃顿商学院房地产学教授托德·斯奈（Todd Sinai (<http://real-estate.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=815>)) 认为，进行一项将房利美和房地美清除，但让其他的所有东西都保持原样的对照试验显然是不可能的。“就房利美和房地美是否能成功降低借贷者偿付抵押贷款的利率，是否能为借贷者增加抵押贷款的供应，以及是否只是拿走政府的暗中补贴，从而为股东带来更高的投资回报等问题，尚存在争议。”斯奈谈到。“如果房利美和房地美能使抵押信贷更便宜，而且让人们更容易获取，那么，关闭它们就会对住房价格产生负面影响。”

沃顿商学院房地产学教授苏珊·华彻特（Susan M. Wachter (<http://real-estate.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=819>)) 认为，私营市场是否能够以及是否愿意吸收房利美和房地美的业务尚不清楚，这是总量高达数万亿美元的贷款。“这是个很好的问题，”她接着指出，即便私营市场能够接管这些业务，借贷者也可能无法获得像现在这么有吸引力的交易。

华彻特认为：“30年期的抵押贷款会让借贷者花钱更多。”她还补充谈到，有些专家预计，这个期限的贷款利率将会提高3个百分点。现在，30年期的固定利率贷款的平均利率水平是5%，将来则会提高到8%，从而，每借贷10万美元，月还款额将从现在的537美元增加到733

美元。这就使30年期的固定利率贷款在可调节利率抵押贷款（ARM）面前“毫无竞争力”了，华彻特谈到。可调节利率抵押贷款之所以能提供较低的利率，是因为出借人面临着更少的风险，因为他们可以随着市场状况的变化提高利率。

沃顿商学院金融学名誉教授杰克·古登泰格（Jack M. Guttentag (http://ihfp.wharton.upenn.edu/Faculty_guttentag.htm)）运作着一个名为《抵押贷款教授》（The Mortgage Professor (<http://www.mtgprofessor.com/home.aspx>)）的网站，他认为，固定贷款利率可能只会提高四分之三个百分点，而不是3个百分点。但是，因为这两家机构的贷款担保将被移出市场，所以，出借人很可能会要求比以前比例更高的首付款，而且不愿意为那些信用状况不太好的人提供信贷。确实，作为对最近这场危机的反应，目前的严格贷款标准可能会成为永久性的标准。

古登泰格谈到：“贷款资格的标准已经变得极为严苛了。”他还指出，现在，自雇业者几乎是不可能申请到抵押贷款的。“最大的变化是首付款比例的提高，20%可能会成为整个市场要求的最低比例。”

比例更高的首付款降低了出借人的风险，因为如果借贷者在住房中拥有权益，那么，他们就不太可能违约，另一个原因是，与住房价值相比贷款较少，能让出借人在房主丧失抵押品赎回权时更容易弥补损失。目前，大部分出借人都要求20%的首付款；然而，几年以前，人们无需缴付首付款也可以获得贷款。奥巴马政府希望将首付款比例的标准确定为至少10%，尽管联邦住房管理局将继续为某些不太富裕的借贷人提供低首付贷款。

为逐步退出制订计划

房利美，即联邦国民抵押贷款协会（the Federal National Mortgage Association），是1938年作为一家政府机构成立的，1968年，该机构被转变成了上市公司。房地美，即联邦住宅贷款抵押公司（the Federal Home Loan Mortgage Corp.），是美国政府于1970年创建的上市公司，该公司的成立旨在与房利美竞争。它们的主要职能是购买由私营出借人发放的抵押贷款，并为这些贷款提供保险。虽然有些贷款留在房利美和房地美的账面上，不过，大部分抵押贷款都被打包成了抵押贷款证券，像其他政府债券和公司债券那样销售给了投资者。房利美和房地美为投资者提供担保——即便房主违约，投资者也能获得利息和本金。

当房利美还是一家政府机构的时候，这些担保是由联邦政府提供支持的——也就是说，是由纳税人支撑的。然而，成为一家上市公司之后，该机构就失去了这种明确的支持。但是，投资者却普遍认为，因为房利美和房地美是“政府主办”的机构，所以，如有必要，政府会兑现企业的承诺。

在上个十年的中期，管理不善，再加上企业受到为股东创造最大化利润欲望的驱使，公司收购了很多由私营出借人发放的高风险抵押贷款，并为它们提供了担保，其中就包括发放给信用状况很差的借贷人的次级贷款。当房地产泡沫破裂的时候，房主的还款违约率直线上升，为此，房利美和房地美遭受了巨大的损失。2008年9月，政府接管了这两家机构，遣散了股东，并提供了超过1,300亿美元的救助资金。

上个月，财政部和住宅城市发展部（the Department of Housing and Urban Development）向国会提交了一份报告，提出了逐渐关闭房利美和房地美的三种方案。

“过去，政府的金融政策和税收政策一直在鼓励人们购买住房，而且对房地产投资的鼓励政策超过了对其他经济部门的政策，可到头来，却让纳税人为在监管不力的住房金融市场发生的大部分风险负责。”这份报告指出。“今后，政府的主要角色应该被限制在严格的监管以及保护消费者的范畴，应该集中精力帮助中低收入的房主和租户，并审慎制订稳定市场和应对危机的支持措施.....按照我们的计划，私营市场——受到严格监管并遵循保护消费者和投资者标准运行的私营市场——将是抵押贷款的主要来源，而且要承担损失。”

这份报告坚持认为，数十年来，房利美和房地美一直运作良好，这两家机构之所以失败，只是因为管理不善和短时期内的监管问题。该报告认为，虽然糟糕的运营实践已经得到了抑制，不过，依然建议将这两家机构关闭。逐渐关闭的时期尚未确定，不过，关闭这两家机构很可能需要几年的时间。国会何时通过这项提案同样尚不清楚。

这份报告指出，第一个方案就是“大幅减小政府在为抵押贷款提供保险和担保中的作用，将其保险和担保的范围限定在联邦住房管理局和其他面向信誉良好的中低收入借贷人提供贷款的计划之内。”私营出借人将会提供大部分抵押贷款。第二个方案与第一个方案类似，但该方案提出，政府要建立“增援机制（backstop mechanism），以确保在发生住房危机期间人们依然可以获得贷款。”第三个方案同样与第一个方案相似，不过，该方案增加了一个“再保险计划”，即为私营保险计划提供担保，从而，保障“标的抵押贷款的安全”。

在逐渐关闭两家机构期间，政府将对房利美、房地美以及联邦住房管理局提供支持的贷款严格执行各项要求，从本质上来说，此举旨在减少这些贷款的吸引力，从而，促使借贷者转向私营市场。举例来说，贷款的费用会上涨，同时，最大贷款额也会降低。

房利美和房地美的批评者经常说，其他发达国家并没有这样的实体，但是，华彻特认为，很多国家的政府都会以某种形式介入抵押贷款市场。“在大部分经济体中，政府在住房金融市场中都扮演着重要的角色——具体而言，这些政府会暗中防范大型银行和小型银行的倒闭。”她指出。“在大部分市场中，银行都会提供抵押贷款。当利率上涨，造成抵押贷款违约率因此而上升时，政府会说服银行给借贷人以喘息之机，以防止发生丧失抵押品赎回权的后果，银行也是这么做的。”

建立一个新体系

如果房利美和房地美被关闭，会出现什么结果呢？

从理论上来说，房利美和房地美提供担保，使其证券足够安全，所以，即使利率比其他地方更低，投资者依然感到满足。这两家机构得到这些投资的结果就是更低的抵押贷款利率，从而，能让人们购买住房的付出更低。但事实是否确实如此尚存争议。

不管怎样，人们普遍认为，这两家机构有能力提供30年期的固定利率抵押贷款，取得这种贷款的借贷者在整个贷款周期中的每月偿付额是不变的。其他发达国家并没有类似于房利美和房地美这类的机构，通常情况下，它们都不会发放利率固定的长期抵押贷款。相反，借贷者获得的是可调节利率抵押贷款，这种贷款的利率每隔一段时间就会重新调整，从而，借贷者每月的偿付额会上下浮动。固定利率抵押贷款对出借人而言是有较高风险的，但对借贷者则是安全的；而可调节利率抵押贷款对出借人是安全的，但对借贷者而言则具有较高的风险。

华彻特认为，30年期的贷款会延续下去，但是，借贷成本会非常高，所以，借贷者会转向可调节利率抵押贷款，通常情况下，这种贷款被核准时，利率会较低。这会让房主面临更大的风险，因为可调节利率抵押贷款的利率常常每12个月调整一次。当现行利率上涨时，利率经调整以后，需要房主每月偿付更多的贷款，从而，会导致家庭预算吃紧。

华彻特指出：“可调节利率抵押贷款将利率的风险转嫁给了家庭，在利率逐渐降低的条件下，这并不是什么问题，但是，当利率上升时，对家庭以及整体经济的稳定性而言，利率风险的转嫁就是个问题了。”

抵押贷款每月偿付额更大幅度的变动，会导致住房价格的变动更加反复无常。低利率会促使借贷者借贷更多的资金，从而导致他们为住房竞相出高价，而高利率则会产生相反的影响。华彻特确信，30年期固定利率抵押贷款的广泛供应，可以减少不确定性，并平抑住房价格的波动，有助于保持经济的平稳运行。的确，最近这场金融危机，就是因为可调节利率抵押贷款的利率调高，造成借贷人每月偿付额更高，从而刺破了房地产价格泡沫而引发的。

目前，在新发放的抵押贷款中，可调节利率抵押贷款只占很小的一部分，因为为了在很长时期内将贷款利率锁定在现在的低利率水平，借贷者更倾向于使用固定利率贷款。华彻特认为，如果可调节利率抵押贷款在市场中占据了主导地位，那么，利率的突然高企很快就会导致住房价格的下跌。她还谈到，在可调节利率抵押贷款居于主导地位的某些国家，为了使其市场更加稳定，正在努力加强固定利率贷款的作用。华彻特谈到，在英国，“为了增加固定利率抵押贷款的供应，政府正在推动二级市场的发展，以减轻在利率上涨时借贷人遭受的偿付冲击。”

古登泰格补充谈到，住房价格更大的波动性，是出借人的条件更具限制性的另一个理由。“当住房价格上涨时，你得到的是什么样的贷款并不重要。”他谈到，因为住房价值的上升，能让出借人通过止赎获得足以弥补债务的资金。“而在人们预期住房价格将会下跌的时期，情况则正好相反。”

为什么房主总是极力支持住房价格的上涨呢？斯奈谈到，一个理由在于，住房价值的上升会让房主觉得自己更富有，尽管对想成为房主的租户来说，房价的上涨显然不是什么好事。事实上，财富增长的感觉只是某种幻象，因为房主的下一所住房也会变得更贵，从而，会将在目前这所住房中获得的收益吃掉。就像有些退休人员那样，只有当“降低标准”，搬到较为便宜的房产居住时，住房的权益才会变成装在兜里的钱。

但是，房主极力支持住房价格的上涨还有另一个理由：“当人们有抵押贷款时，住房的价格就变得很重要了。”斯奈指出。如果一位借贷者首付20%的房款，那么，住房的价值下跌10%，他的投资就会损失50%；如果价格上涨了10%，那么，住房就能为他创造50%的收益。

如果没有房利美和房地美将抵押贷款转变成证券，那么，什么机构能取代它们呢？奥巴马政府认为，几年前生机勃勃但目前死气沉沉的私营证券化市场将再度兴旺起来。

此外，美国财政部长蒂莫西·盖特纳（Timothy F. Geithner）认为，美国应该创建一个“资产担保债券”（covered bonds）体系来为抵押贷款筹资。这个体系已经在某些欧洲国家得到了应用，在这个体系中，抵押贷款被打包成证券销售给投资者，这一点就像房利美和房地美所

做的那样。但就资产担保债券而言，债券的发行者会以自己的账目承担责任，而不是像美国的体系那样，将证券销售完毕后金盆洗手。因此，人们认为，资产担保债券让发行人有了仔细核准抵押贷款更强烈的动机。

古登泰格对丹麦的一个体系情有独钟，在这个体系中，出借人将抵押贷款转化成证券销售给投资者。利用资产担保债券，丹麦的证券会保留在出借人的账目上，从而，促进出借人谨慎发放贷款。丹麦体系与美国体系的主要差别在于，出借人会继续为贷款提供服务，从而，避免了服务提供商与抵押贷款证券所有者之间可能发生的利益冲突。古登泰格谈到，对借贷人来说，丹麦的体系还能让他们更容易得到最佳交易。

古登泰格告诫说，消除房利美和房地美，即便是循序渐进地进行，可如果没有建立后续体系的清晰计划，也是颇具风险的行动。“它们对支撑市场的运转确实是极其重要的。”他谈到。他建议说，可以让两个机构对建立丹麦式的体系展开竞争，优胜者继续存续下去，而失败者则被淘汰出局。

“只是讨论放弃房利美和房地美，却不讨论创建某些取代它们的体系是无法令人信服的。”他谈到。“我认为，我们不应该走向那样一条道路。”