

次級房貸風暴為何如此的嚴重？

中興大學企管系

林金賢教授

在美國次級房貸違約率不斷上升後，次級房貸風暴終究在2007年年中爆發出來。不僅房價重挫、次級房貸相關的衍生性金融商品市值大幅下跌，此一風暴範圍亦一路蔓延到美國股票市場和經濟層面。而在衍生性金融商品多層次包裝的轉售、及金融全球化的影響之下，不僅止於美國，包括歐洲、亞洲等國家都遭受波及。然而，次級房貸風暴單純地只是房貸戶付不出貸款所造成的嗎？抑或是整個金融體系皆有值得檢討之處？美國政府又如何針對次貸風暴進行止血動作，以防止損失持續擴大？為使大家能夠深入地瞭解次級房貸風暴，本文首先探討形成美國次級房貸風暴的來龍去脈，並介紹美國政府的因應之道，以檢視其是否對症下藥、有效地抑制次級房貸風暴帶來的傷害。

一、淺談次級房貸與房貸證券化

想要知道次級房貸風暴形成的來龍去脈，我們首先必須釐清何謂次級房貸、以及如何藉由房貸證券化的過程將房貸的債權轉換成證券出售給投資人。

所謂次級房貸就是抵押貸款市場中的次優等抵押貸款，這種貸款主要提供給信用程度較差、還款能力比較弱的購屋者，其利率也比一般抵押貸款為高。美國根據借款人信用品質好壞，將貸款區分為「主要(prime)」與「次級(sub-prime)」房貸，也可再進一步細分為一胎(first lien)房貸、二胎(second lien)房貸、高貸放成數(Loan-To-Value; LTV)房貸與房屋淨值(home equity loan)房貸。

此類貸款的債權通常始於放款給購屋者的銀行或貸款公司，其因放款給購屋者而產生債權。然而這筆龐大的貸款金額借給購屋者之後，必需由購屋者按月支付本金與利息，在約定期間完成此借貸的權利與義務，其約定期間可能為十幾至二十年，因此這筆款項的流動性很低。然而，市場利率隨著全球景氣循環而變動劇烈，提高了金融機構貸款給房貸戶的管理成本，一旦先前設定的貸款利率低於銀行後來的資金成本，則會使放款的銀行遭受損失。另當房貸戶無法清償債務而宣告破產，而其抵押品的市價又低於所借貸的金額時，則損失也須由銀行自行承擔。

為了減小以上持有長期不動產債權的風險，從1970年代起，美國許多銀行利用資產證券化(assets securitization)的過程，將風險轉嫁出去。此過程為當放款銀行持有債權後，隨即轉賣給大型券商或是投資銀行，其再依據債權的風險及收益加以分類，並經由切割、信用加強、重新包裝等程序，轉換成小單位的房屋抵押貸款證券(mortgage-backed security, MBS)售予投資人。經由上述資產證券化的流程，將使得銀行無須持有貸款至到期日為止，故可將利率及信用風險轉嫁出去，而轉賣債權所取得的資金，也可作為擴大放貸或其他目的之用。進而提高資本適足率(capital adequacy ratio)¹並促進金融市場運作之效率，以減少因持有不

¹ 資本適足率為金融機構自有資本與風險性資產間之比值，不同資產因風險程度不同而被賦予不

動產相關資產而引發的金融危機。

然而在近一、二十年快速的金融創新潮流下，資產證券化過程已不如從前單純。從房屋抵押貸款證券衍生出來的抵押貸款債務 (collateralized mortgage obligations, CMOs) 將房屋抵押貸款證券此一已證券化的債權再進一步與其他金融商品加以組合，成為另一種衍生性商品。其將內含的風險分級而產生不同群組 (tranches)，各段群組對於抵押債權的現金流量有先後不同的請求權 (claims)。請求權高的證券群組 (high-priority or senior tranches) 收益較低，適合注重安全性的投資人；請求權低的收益相對較高，則適合賣給風險承擔能力高的投資人。如果房貸償還出現問題，將按等級由低到高順序註銷證券的本金。一般而言，所有證券本金全部被註銷的可能性非常低，因此儘管次級房貸的借貸對象為信用程度較差及還款能力較弱的購屋者，但藉由將債權重新包裝成 CMOs 後，許多與次級房貸相關的證券仍被評為具 AAA 評級的高安全性證券。亦有另一種 CMOs 的變型則是以房貸以外的債權 (debt) 作為抵押的資產 (underlying asset)，如商業貸款、信用卡應收帳款的債權等，有時再混入源自於 MBS 的 CMOs，而組成所謂的擔保債權憑證 (collateralized debt obligation, CDOs)。

一個很直接的問題：單純的房貸戶付不出貸款便可以造成目前看見籠罩全世界如此重大的次級房貸風暴嗎？簡單的說，如果只單就房貸戶付不出貸款部分來說，直接的受害者只是其債權人，也就是借錢給貸款人的銀行，跟其他的投資大眾其實並不相關。然而當此貸款債權經由證券化後再進一步與其他金融商品加以組合，成為另一種衍生性商品在市場上兜售後，其影響範圍將不再只是借錢給貸款人的銀行，很可能就會牽扯到有從事投資的你我了。金融機構經常藉由重新包裝此類的衍生性金融商品以賺取手續費，但經過多層次組合的衍生性金融商品，其報酬率與風險難以正確評估，將使得信評機構無法公正客觀地對投資人提出適時的預警；而與原始次貸直接、間接相關的衍生性商品總金額與投資人更呈現幾何級數倍增，許多投資者甚至不清楚其所購買的金融商品與次貸相關聯。因此一旦貸款的購屋者未依約還清貸款，將會產生一連串衍生性金融商品間的連鎖效應，使牽扯其中的機構投資人與散戶皆蒙受其害。而投資人為求避險，開始恐慌性的拋出股票、贖回基金，則又更進一步地波及股票市場，而此種戲碼也正在市場上上演著。

二、次級房貸興起的時空背景

上述概略的介紹了次級房貸及其證券化的過程。但是，次級房貸的交易為何會如此盛行於千禧年後的美國？這也是我們揭開次級房貸風暴的神秘面紗前所需知道的。

次級房貸興起於原先一片看好的美國房貸市場。根據過去二十多年來的美國官方統計，美國房地產平均漲幅為 293%，而在美國五十州中，也僅有懷俄明州漲幅低於 100%。因此，儘管房價起伏不定，但民眾大多對於投資房地產所獲得的報酬抱持著樂觀的態度。

同的風險權數，如現金的風險權數為 0，銀行間的轉存款為 20%，一般商業放款則為 100%。舉例而言，若資產中有一億元的現金及 5000 萬的一般商業放款債權，則風險性資產值為 5000 萬元。自 1988 年起，國際清算銀行 (Bank of International Settlement, BIS) 規定銀行的資本適足率不得低於 8%。

2000年初科技泡沫危機發生後，聯邦準備理事會(Fed)為了刺激經濟，自2001年起將短期利率從6.5%降到2004年的1%。此一低利率環境更有利房地產產業的成長，促使消費者藉由重新貸款以借貸進場的數量急遽增加，甚至購買超過能力可負擔的房子。貸款業者則趁著這一波房貸業務的需求大增，不僅與銀行合作推出可調式利率貸款(adjustable rate mortgage, ARM)合約，壓低頭幾年的利息支出，製造出房價不高的假象以吸引買家進場。亦降低授信標準，使得信用水準較低、貸款成數較高的房貸戶(即次級房貸的申貸人)也可以符合貸款標準，此舉讓銀行可對信用等級較差的申貸人提供高達95%以上的貸款額度，因此，在利率快速調降及貸款公司、銀行協力拓展信用較差客源的推波助瀾之下，炒熱了美國的房貸市場，卻也造成房貸信用品質的逐漸下滑。

最後投資銀行與券商收購來自銀行的貸款，將信用品質參差不齊的貸款重新包裝、轉換為結構複雜但債信評等優良的債券，在次級市場銷售給海內外的廣大投資人。藉由此一房貸證券化過程，銀行不僅得以釋出更多的放貸，且風險轉嫁於資本市場上，使銀行願意冒險貸款給信用較差的客戶，市場流動性也因次級市場交易熱絡而大增，更助長原本就過熱的房市。

利率調降及貸款業者、銀行、與扮演券商角色(Sponsor)的投資銀行為爭取客源所進行的種種行為創造出美國房貸市場的一片榮景，然而，因為沒有以穩健的房貸戶作為客戶基礎，當美元利率多次加息後(Feds連續17次提息，聯邦基金利率從1%提升到5.25%)，增加了房貸戶的負擔，一旦無法按期償還貸款，則房貸證券化過程中各個經手角色所引爆的問題將接踵而至。次級房貸風暴即在此一金絮其外、敗絮其中的房貸市場上悄悄地成形。

三、次級房貸風暴在美國引爆

2000年美國聯準會調降貸款利率後，連續五年期間美國房貸市場的榮景隨著利率逐步調升而泡沫化。由於美國的房貸是採用浮動利率制，許多房貸戶表示：起初在貸款時評估自己應該可以繳得起房貸，但因為房貸利率一路攀高至14%，造成他們已經無能力繳納貸款！而利率攀升亦促使房價下跌，許多房貸戶其擁有的住屋房價跌至抵押貸款以下，則更傾向於不再還款，逕將房屋交予銀行處理，此又促使房貸違約率急遽的上升。美國抵押貸款銀行協會(MBA)指出2006年第四季最佳信用借款人第四季有約2.57%至少延遲30天付款，違約率攀升到近四年高點。次等級貸款違約率更高達13.33%，是2003年第二季以來最高。

房貸戶付不出貸款與房價下跌，直接地影響第一線的房貸業者，2007年3月13日新世紀金融(New Century Financial)公司無法承受虧損，首先宣布破產，而其他間房貸公司亦呈現岌岌可危的情形。而當第一線的房貸業者出現問題，則「負責提供貸款資金的銀行」、「購買銀行債權並轉換為證券的券商」、及「與次貸直接相關的衍生性金融商品投資人」所接受的資產損失則如骨牌效應般接踵而至。其中商業銀行花旗集團與美國五大券商之一的美林證券皆在2007年第三季提列101億美元的次級房貸資產減損。花旗銀行在第四季更虧損98.3億美元，並提列181億美元的次級房貸資產減損；而房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)這兩家將貸款打包成證券、且擔保了美國房屋貸款債務接近一半的政府贊助金融機構在2007年公布的損失亦達到110億美元，同年8月6日美國第十大發行房貸證券的業者「美國房貸投資公司」(American Home Mortgage

Investment Corp)則更在面臨貸款銀行要求補繳保證金的壓力下，申請破產保護。

而在「與次貸直、間接相關的衍生性金融商品投資人」所承受的資產損失部分，由於以次貸相關商品為投資標的的投資者眾多，遍及共同基金、避險基金、保險公司等機構投資人與散戶投資人，一旦房貸戶因還款困難而違約時，幅員甚廣的直接、間接投資人對於金融商品的投資皆會面臨龐大的資產損失。如美國規模最大的貸款基金承銷商貝爾斯登(Bear Stearns)從事兩檔避險基金在次級房貸市場的投資在2007年幾乎全數遭受挫敗，其中一檔基金的資產所剩無幾，另一檔基金的價值也大幅縮水至原有規模的9%。

次貸危機在美國發展至此，不僅使得金融機構本身資產遭受損失，各家業者信用緊縮的結果亦造成市場流動性遲緩，並導致GDP下滑，整體經濟皆受到重擊，若不審慎且立即處理，甚至會陷入經濟衰退的惡夢。政府部門顯然已經面臨嚴重之挑戰。

四、次級房貸風暴波及全球經濟與股票市場

次級房貸風暴除了引發美國房貸市場的振蕩外，亦可從兩個渠道影響全球的股市與經濟。第一為透過持有美國次級房貸相關債券的外國金融機構影響經濟。許多外國金融機構皆因持有以次級房貸作為抵押的證券而遭受損失，例如歐洲最大銀行HSBC在2003年併購美國次級房貸抵押銀行Household International，其評估因此恐有價值450億美元的潛在虧損；德國Hypo Real Estate Bank則因投資美國債權擔保憑證(CDOs)而遭受虧損，於第四季財報中提列約5.8億美元資產損失。另外在亞洲，日本第一大銀行三菱日聯金融集團宣布在2007年因美國次級房貸相關的投資而虧損4.68億美元；而中國和日本政府皆運用龐大的外匯存底持有美國房貸公司的債券，次級房貸風暴亦將重創中日兩國的中央銀行。

第二則是在次級房貸受損程度與範圍皆難以評估的情形下，全球投資人基於避險的考量，開始恐慌性的拋出股票、贖回基金，因此各國股市因而普遍大幅下挫。MSCI世界指數已出現自2002年以來的最大跌幅，重挫3%、歐洲三大股指跌幅均超過5%、亞太股市接續著歐股的大跌更是一路下殺，其中日經指數下跌5.7%、恒生指數下跌8.6%，澳洲指數跌幅亦高達7.1%。依據Bloomberg追蹤全球80國股價指數來看，有42國的股市從高點大跌，跌幅至少20%。

五、美國對於次級房貸風暴的因應之道

美國次級房貸風暴對於經濟造成的迫害越演越烈，為了及時抑制這一波金融危機的快速蔓延，美國聯準會及財政部開始積極地介入，以舒緩次級房貸風暴對美國本土所造成的經濟衝擊，並避免更進一步造成全球性系統化的金融危機。其因應之道可概約地分為調降利率、對金融機構的資金協助、對貸款者的紓困方案、提出振興經濟政策等四個層面，以下分別詳述之：

一、調降利率

次級房貸引發信用緊縮的問題持續惡化，使得整體金融市場資金的流通性趨緩，為解決流動性緩慢的問題，Fed 在 2007 年 8 月 17 日開始調降重貼現率(discount rate)，從原先 6.25%調降至 2008 年 1 月 31 日的 3%；基準利率(Fed funds rate)也由 2007 年 9 月的 5.25%降至 2008 年 4 月 30 日的 2%。透過重貼現率的調降可促進大型銀行把手上缺乏流動性的債券質押變現，透過基準利率的調降則放鬆銀根，減輕企業借貸成本以及貸款戶的還款壓力。Fed 即藉此兩項利率的調降讓資金的借貸與週轉能持續運作。

二、對金融機構的資金協助

信用緊縮造成資金流動性不足的問題，迫使 Fed 必須連續調降利率與重貼現率外，Fed 也藉由挹注資金協助銀行度過流動性危機，以穩定金融市場。據統計自 2007 年 8 月 9 日至 30 日為止，Fed 向金融系統累計注資約 1,472.5 億美元，2008 年 1 月又再注資 300 億美元於金融市場，以協助各家金融機構恢復正常運作，舒緩市場流動性緊縮。

另外在美國財政部推動下，2007 年 10 月，財政部與花旗集團、摩根大通和美洲銀行等數家美國金融機構，共同出資 800 億美元，建立一個超級流動性升級管道（master liquidity enhancement conduit, M-LEC）的新平臺，購買各家銀行旗下金融投資工具所持有的資產。2007 年 12 月 Fed 也與加拿大、英國、歐盟及瑞士等國的中央銀行宣布採取共同行動，貸款給商業銀行，藉此增加資金流動，以緩和全球金融體系的信用緊縮危機，解決短期資金市場不斷升高的壓力。

三、對貸款者的紓困方案

針對購屋貸款的民眾，美國財政部亦提出相關法案藉以紓困。首先，凍結部分次級房貸 5 年的利率，使繳不起還款的屋主暫時不需償還因浮動利率產生的更高額債務而獲得喘息機會。另外並限制不當的借貸方案，以對抗現行不良的借貸實務慣例，其中包括：限制出借者向提早清償欠款的特定次級房貸貸款人收取違約金、強制出借者確保次級房貸貸款人能留下一些款項以支付稅金與保險、禁止出借者在沒有貸款人收入證明下承作放款業務。

四、振興經濟方案

布希政府為振興國內經濟，於 2008 年 2 月推出了總金額高達 1680 億美元的經濟振興方案，其推行的主要目的在於透過退稅政策減輕勞動者的負擔，讓美國人民有充足的可支配所得，使其願意支出，藉由振興消費的方式來帶動經濟成長並創造就業機會。消費者支出一向佔有美國經濟活動的三分之二強，根據美國政府初步估計，這項經濟振興方案如果推展順利，在未來三年內可以創造兩百一十萬個工作機會。

在方案中個人與家庭的退稅政策部分，計畫內容主要包括取消現行 10%的最低稅率、對所有納稅人的一次性退稅，以及補貼失業者等。而企業方面，方案中亦提及自 2008 年起添購新設備的支出 50%可抵減稅負，小企業的新設備採購抵減也將從目前的 11.2 萬美元上限，提高到 20 萬美元。

六、美國政府對症下藥了嗎？

針對次級房貸風暴對房市、股市與經濟帶來的衝擊，美國政府推出了一連串的政策以試圖止血。然而美國政府是否已找出確切的問題並對症下

藥，仍有部份產業、經濟專家提出疑慮。

在 Fed 降息的貨幣政策部分，此政策雖為短時間內改善景氣的有利手段，但有輿論擔憂此貨幣政策亦可能為通貨膨脹埋下導火線，製造出下一波更麻煩問題。而藉由大量融資協助金融機構紓困的政策，最被詬病的地方則為受損金融機構無須對自己的操作手法不當付諸全責，等於變相地鼓勵投機行為的持續運作，以致產生道德風險的問題。另外，眾議院議員裴洛西質疑布希政府提出振興經濟的退稅政策中，對於股票利得的減稅，僅僅只嘉惠了百分之一的有錢納稅人，並不能有效地為赤貧房貸戶解決問題。而根據全國零售協會(National Retail Federation)做得民意調查，受訪者因擔心景氣持續不振，僅僅願意花掉 40% 的退稅款，等於只有約 420 億美元注入美國經濟體，布希政府藉退稅刺激消費、提振景氣的意圖也恐將大打折扣。

儘管有多方的疑慮，但美國針對次級房貸風暴進行補救措施之後，至 2008 年五月初時，金融市場似乎有稍稍回穩的趨勢，證實了各項政策的確收到短期止血之效。然而，畢竟次級房貸風暴並非單純由「貸款者付不出貸款」、「投資債券者無法獲利」所造成。因此就長期面而言，隱身於次級房貸風暴背後的衍生性金融商品過度包裝、金融機構風險控管與政府單位監理機制等環環相扣、且無法在短期內解決的問題，仍須持續尋求通盤的解決之道，以徹底根除由整個金融體制迸發出的次級房貸風暴。

資料來源

1. 李正福、翁文祺，美國次貸危機之起因、影響及因應之道，台灣經濟論衡，2008
2. 許振明、陳沛柔，次級房貸風暴於我國之省思，國家政策研究基金會，2007
3. 許嘉棟，次級房貸風暴與中央銀行之角色，財金論衡，2008
4. 美國次級房貸風暴對國際經濟之影響，空大學訊，2006
5. 楊舒晴，金融野火燎原，台灣經濟研究月刊，2008
6. 沃頓知識，<http://www.knowledgear.wharton.com.cn/alid=87>
7. 鉅亨網，http://tw.stock.yahoo.com/news_content/0/2/zozq.html