

# 美國房地產市場問題暨政府因應對策 對我國之啟示

陳 姿 先

## 摘 要

2008年9月美國本土次貸危機席捲全球金融市場，造成全球金融海嘯，經濟嚴重衰退，美國政府因此採行多項因應措施。近來，我國部分都會地區房價攀升，亦升高房地產市場泡沫之疑慮；因此，我國應以美國為殷鑑，學習其處理房地產市場泡沫化問題，並加強改進我國住宅金融體系，以防患未然。

茲摘陳本報告重點如下：

### 一、美國房地產市場泡沫形成原因：

美國政府過度鼓吹「居者有其屋」政策、聯準會未即時調整寬鬆貨幣政策、房貸市場信用過度擴張（包括高風險房貸興起、掠奪性房貸問題及房貸資產證券化使授信品質下降）等。

### 二、美國政府因應房地產市場問題之措施：

#### （一）穩定房價及房貸市場：

1. 穩定及加強房地美及房利美政府贊助機構之角色功能：美國政府提供金援並收購其證券。

2. 穩定社區計畫：由地方政府、個人或

機構協助恢復社區房市。

#### （二）修訂相關法案：

聯邦住宅管理局現代化法案及公平安全執行房貸認證法案等，建造透明、可靠的貸款環境。

#### （三）協助債務人減輕負擔措施：

1. 2007年10月—2008年底：成立HOPE NOW民間組織，協助債務人進行協商；利用FHA保證機制，協助房貸戶轉貸。

2. 2009年以後：主要以「提高屋主負擔能力計畫」為主，包括再融資計畫、修改貸款條件、二胎方案、法拍屋替代方案及房價跌價保護措施等。

#### （四）落實與加強消費者保護：

訂消費者保護法、成立消費金融保護局。

### 三、我國於金融海嘯期間，振興及健全房地產市場措施：

政府提供優惠利率專案貸款，減輕民眾購屋負擔、房貸本金展延、延長貸款期限及協助債務協商、法規鬆綁及加強消費者保護措施等。

#### 四、結論：

##### (一) 房地產市場泡沫化現象

1. 過度寬鬆貨幣政策恐造就低廉融資成本，間接促使房貸市場信用膨脹。

2. 金融監理死角與消費者保護措施不足，易導致房貸詐欺、信用過度擴張及核貸標準寬鬆等問題。

3. 政府過度追求自有住宅率的提高，恐間接扭曲金融市場正常放款業務。

4. 指數型房貸借款人承擔高度利率風險。

##### (二) 美國政府因應房地產市場之對策

1. 金融機構彈性調整房貸貸款條件，可減輕借款人負擔並減少債務逾期，有助金融機構維護債權。

2. 政府公布各項措施之標準作業程序，提高政策執行效率。

3. 擴大補貼適用對象及範圍，增加金融機構配合政策誘因。

4. 利用房貸信用保證機制，協助陷於困

境之房貸戶。

5. 加強消費者保護及房貸市場監理，健全房地產市場發展。

#### 五、建議

##### (一) 緩和指數型房貸產品之利率變動衝擊機制：

推展固定利率房貸及鼓勵銀行設定指數型房貸利率上下限。

##### (二) 金融主管機關宜加強關注並防止房地產市場泡沫化現象：

發展與建立一套可客觀辨識房地產市場泡沫的指標、加強不動產交易資訊及鑑價資訊透明化、央行貨幣政策應關注物價與資產價格之穩定及研議限制 LTV 及 LTI 之可行性等。

##### (三) 主管機關宜加強與落實房貸產品之消費者保護措施：

主管機關編製消費者保護手冊、金融機構提供內容簡單、易懂的資訊給借款人及主管機關提供互動式網頁等。

## 壹、前言

房地產市場一向被視為重要內需產業，且因其具有反向循環效果（Adverse Loop），一旦房價崩跌，將衝擊家庭財富及金融機構資產品質，甚至總體經濟，最後再反向回饋至房地產市場，促使房價進一步下跌。因此，房地產市場之榮枯影響國家經濟發展甚劇。

近年來，全球各國房貸債務餘額佔其 GDP 比重皆明顯成長，例如美國由 2000 年 67% 攀升至 2007 年 106%，英國由 1990 年的 57% 上升至 2006 年 86%，以及台灣由 2001 年 26.6% 成長至 2009 年第 3 季 38.38%；此等趨勢顯示房貸市場健全與否對國家經濟發展的影響力大幅提高。

由美國經驗觀察，2007 年秋，美國發生次貸危機，2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉進一步使美國本土金融風暴蔓延成全球金融危機，追根究底，近十年美國房屋價格泡沫化現象應為問題的根源。2000 年起，美國房價因聯準會長期維持低利率政策造成融資成本低廉、金融機構放寬授信審核標準，以及非傳統型房貸產品日益普及等因素驅使下，開始快速攀升；2000 年至 2003 年間，房價以年成長率 9% 至 11% 上漲；2004 年至 2005 年更以 15% 至 17% 的速度飆升。房屋價格的持續上揚使高風險房貸借款人忽略其債務負擔能力，只一味追求最低的初始每月房貸支出，而當利率開始反轉向上，這些借款人的償債能力隨即降低，債務違約及房屋查封等問題叢生。另一方面，消費者信心及消費支出開始受到壓抑，導致購屋需求下降，進一步使房價下跌，金融市場開始緊縮信用，最終導致整體經濟衰退，失業率揚升。由此可知，房地產市場及住宅融資體系一旦失衡，將危及整體金融穩定及損害經濟成長。衡諸我國房地產市場，於金融海嘯期間，儘管未大幅受到波及，但基於房地產市場及房貸市場之穩定對整體經濟的重要性，我國似應以美國次貸危機為殷鑑，強化並改進我國住宅金融體系，以防患未然。

## 貳、美國住宅金融體系之發展歷程及房貸市場概況

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，住宅

本報告藉由相關文獻之蒐集、彙整，探討美國住宅金融體系發展歷程、房貸市場現況，並分析美國近十年房地產市場泡沫化現象之成因與影響，瞭解美國房地產市場之問題，作為我國財金主管機關健全住宅金融體系之借鏡。除此之外，美國政府於次貸危機發生後，採取多項穩定房地產市場措施及補救計畫，包括穩定及加強二房角色功能、穩定社區計畫、協助借款人計畫、提供獎勵補貼、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，亦頗多值得我國參採之處，本報告將一併探討。

本報告分析架構分為六章，除前言外，第貳章探討美國住宅金融體系之發展歷程，並說明美國房貸市場相關制度，包括房貸產品、房貸市場法規及消費者保護法案等；第參章探究美國房地產市場泡沫化之成因及泡沫破滅後面臨之問題；第肆章彙整美國政府為因應次貸危機所採行之穩定房地產市場措施；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，將於本報告第五章說明；最後，提出本報告之結論與建議。

金融體系則包括房貸市場、政府法令與相關機構及不動產抵押貸款證券化等機制。根據

Kent W. Colton (2002) 研究，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。由歷史觀之，任何新制度與機制的發展均來自經濟上的衝擊與需要，政府在此均扮演相當重要的角色。

### 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)

美國第一家有制度的住宅融資機構於 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%。

此時期最重要的金融產品為抵押貸款擔保債券 (mortgage-backed bonds；MBBs)。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，這些抵押貸款銀行所需資金係來自於發行 MBBs。透過 MBBs，投資人能局部或全面性地分散投資，減低財務風險。

起初，MBBs 成長相當明顯，然而，1890 年代的經濟蕭條導致 MBBs 開始大量發生違約，許多貸款銀行因而倒閉，而造成 MBBs 大量違約的主要因為貸款核貸標準過於寬鬆；因此，19 世紀末此種加強房市流動性的經驗可說是失敗的。

#### (二) 1930 年代~1960 年代—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管理之住宅貸款銀行，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)，提供抵押貸款保險，降低貸款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（註 1），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。

（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（註 2）（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—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。高通貨膨脹及利率攀升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。

另一個不利於儲貸協會的因素為 1970 年代初期成立的貨幣市場基金(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」(註 3) (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，尋求更佳的投资報酬(註 4)，儲貸協會金融中介化功能因而失靈。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：

1. 1981 年至 1986 年間，逐步廢止「規則 Q」。

2. 儲貸協會得開辦創新業務，包括辦理指數型房貸(Ajustable 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(註 5) (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(註6)(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 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破性進展，復以信用評分技術日趨成熟，美國房貸金融市場因此發展出「自動核貸系統(Automated Underwriting System；AUS)」。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(註7)，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，降低其他競爭者進入不動產抵押貸款產業之門檻。易言之，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。

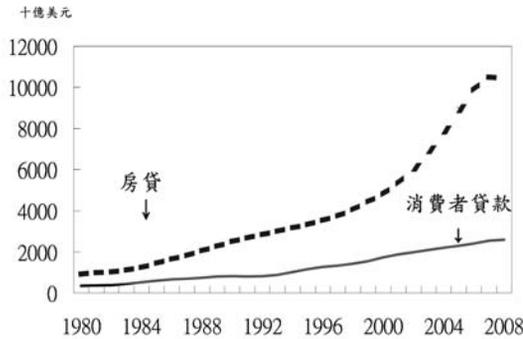
儘管自動化與電腦化帶來許多益處，但也使偽冒申貸案件增加，這些案件通常係透過假的證件、工作證明、財力證明及收入證明等詐取貸款金額。

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。

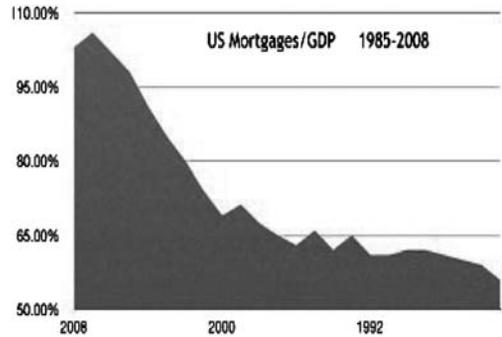
## 二、美國房貸市場概況

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

圖 1：美國住宅抵押貸款流通在外餘額走勢圖 圖 2：美國房貸餘額佔 GDP 之比重

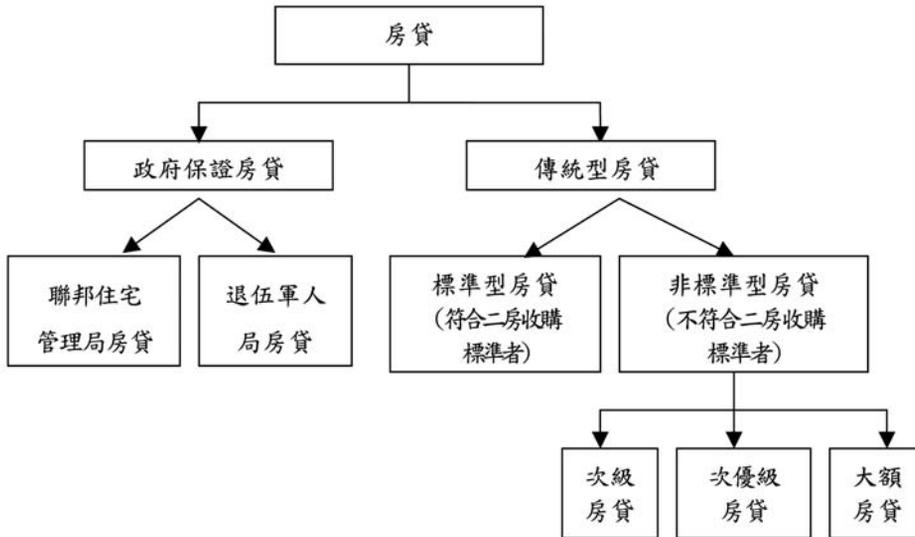


資料來源：Fed



資料來源：Fed

圖 3：美國房貸種類架構圖



較為平緩，2008 年金額約僅 2 兆美元(圖 1)。此外，美國房貸債務佔其 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。

(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)。

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。

透過FHA保證貸款，借款人僅須自備頭期款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），目前FHA貸款保證金額上限為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(註8)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. 各類房貸之比重

2005年底美國房價下跌前，房貸機構為開拓新客源，推出許多更具吸引力的創新房貸商品並逐漸放寬審核標準，導致非優級房貸包括次級房貸、房屋淨值貸款及次優級房貸等的貸款市佔率皆較2001年增加數倍，同時政府保證房貸(FHA/VA)反而由2001年的7.9%逐年萎縮至2.9%（表1）。

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%急劇萎縮至7.9%。此外，房貸機構為轉嫁信用風險，於此期間多承作政府保證貸款，根據FHA統計資料，FHA保證貸款市佔率由2005

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

年約 3% 逐步上升至 2009 年 9 月之 30%。

## (二) 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。

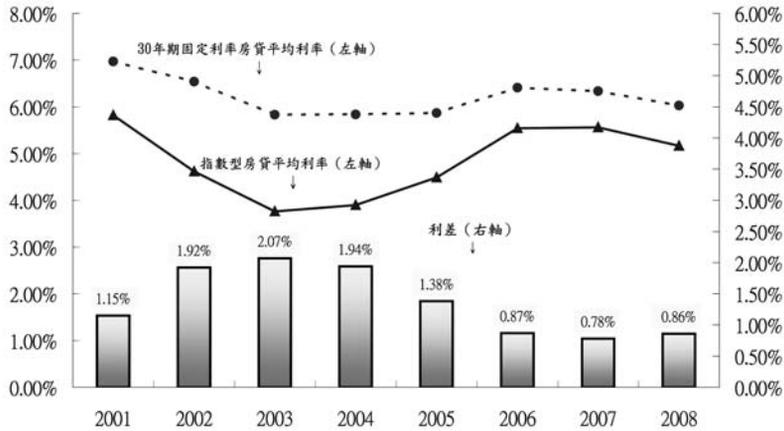
為避免短期利率大幅攀升或超乎預期的調高，美國多數的指數型房貸利率均訂有上限 (interest rate caps) 的設計，以保障房貸戶。上限的種類分為三種：初始上限 (initial caps)、利率調整期上限 (periodical caps) 及整個貸款期間的利率上限 (lifetime caps)。所謂初始上限指的是第一次進行利率調整時，利率最多可上調的幅度。利率調整期上限是指自第 2 次開始重設利率時，每次利率重設最多可上調的幅度，一般為每年升

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%。

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，較多的借款人選擇指數型房貸，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。

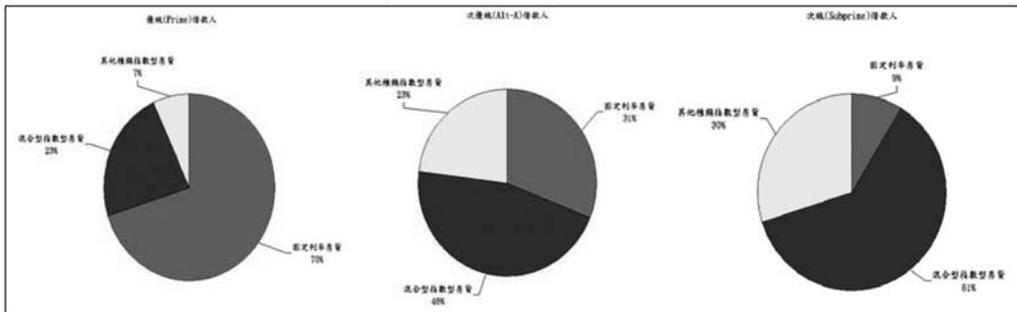
然而，由於指數型房貸的初期利率通常較固定利率房貸低，對於次級借款人而言，顯然較具吸引力。舉例來說，2001 年至 2004 年間，美國聯準會 (以下簡稱 Fed) 維持低利率政策，2001 年年調整型指數型房貸 (1-Year ARM) 平均利率為 5.82%，低於 30 年期

圖 4、30 年期固定利率房貸及年調整型指數型房貸利率



資料來源: Freddie Mac

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

固定利率房貸 6.97% 約 1.15%，2003 年二者之間的利差甚至高達 2.07% (圖 4)。因此，對於以追求最低每月支付金額且較不具風險意識的借款人來說會傾向於選擇指數型房貸，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，選擇固定利率房貸比重高達 70% (圖 5)。

### (三) 房貸本金利息攤銷方式

#### 1. 一般房貸 (traditional mortgage)

美國一般房貸 (例如 30 年期固定利率房貸或指數型房貸) 攤銷方式通常為本金利息每月固定攤還 (fully amortizing)。

#### 2. 非傳統型房貸 (non-traditional mortgage)

近年來，隨著美國房市熱度不斷加溫，美國房貸業者為開拓市場與增加利潤，及對未來房市前景仍抱持樂觀的情況下，紛紛推出高風險的非傳統型房貸產品，吸引更多借款人。這類房貸產品的主要特色為利率浮

動，且本金攤還通常具遞延效果，有時甚至連利息攤還亦可遞延，因此，本利攤銷之計算較為複雜。除此之外，非傳統型房貸產品審核標準通常較為寬鬆，例如少文件或無文件（low document/no document）房貸、無收入或無資產（no income/no asset）房貸，亦即金融機構在核貸房貸金額時，只須查證借款人提供的少數證明文件，甚或不需任何文件證明財力狀況，亦無需借款人的資產證明提供核貸。茲將各產品本金利息攤銷方式說明如下：

#### (1) 只付利息型房貸(Interest-Only ARM)

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。由於本金攤還期數因寬限期而縮短，一旦寬限期到期須開始攤還本金時，借款人將因每月還款金額轉為利息加上攤還本金，則每月支付額將急劇增加。

#### (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），因此不僅能遞延每月攤還本金金額，亦能遞延部分的月付息額（但將計入本金），惟一旦開始本息攤還，每個月償付金額即大幅增加。

#### (3) 混合型指數型房貸(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。

#### (四) 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)(註 9)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。

### (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(註 10)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。

## (五) 美國房貸市場相關法規

金融市場的法律及法規通常會影響市場參與者(包括房貸機構、服務機構或借款

人)行為，舉例來說，美國大部分房貸債務就實務面(de facto)或法律面(de jure)而言，不具追索權(non-recourse)，亦即一旦借款人無法償還貸款，而擔保品價值又不足以抵銷債務時，貸款機構無權追討不足額的債權，這項規定誘使借款人於房價開始下跌，房屋淨值轉為負值後拋棄房屋，而此舉加重了本次次貸危機的嚴重程度(Pence, 2006)。爰此，瞭解金融市場相關法規方能掌握市場參與者之行為，本節將探討影響美國房貸市場參與者行為之相關法規。

### 1. 查封法(Foreclosure Law)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，即使債權人完成查封法拍程序，房屋價值卻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；部分中西部州如德州及佛羅里達州，甚至原來並無房屋淨值豁免額的上限規範。2005 年以前，美國破產法較傾向保護債務人，因此，1980 年至 2005 年間，破產案件成長 5 倍之多，直到 2005 年 10 月實施破產改革法案，統一規定全國性的房屋淨值豁免額上限標準後，破產案件始減少。

## 2. 稅法

美國稅法對於房產及房貸均有特別規定，以鼓勵一般家庭購置住宅，這些規定對於房貸的債務持有者較具優惠，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（註 11）（imputed rent）可免稅，同時，房貸利息支出（包括房屋淨值

貸款）還可扣抵所得稅（註 12）。依據 Luci Ellis（2008）研究，美國這種稅制制度將影響房貸借款人行為如次：

（1）一般家庭較無誘因提前清償房貸，因房貸利息可扣抵所得稅的制度相對提高提前還清貸款的機會成本。

（2）借款人於房屋淨值提高時，較有意願重新融資獲得更高的貸款金額，因其轉貸機會成本較未實施房貸利息扣抵所得稅機制低。

（3）借款人樂於以房屋為擔保品取得房屋淨值貸款，並以取得之資金支付信用貸款、汽車貸款及信用卡循環利息等消費性貸款。

此外，美國稅法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（註 13）（rollover provision）優惠，以及 125,000 美元的資本利得免稅額，惟僅限一次。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

（1）誠實貸款法（The Truth in Lending Act，簡稱 TILA，1969 年）

此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, 簡稱 HOEPA, 1994 年)

此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。

此法案過去並未對房貸機構審核標準予以規範, 以致於近年大量出現缺少文件貸款及掠奪式貸款等問題, 直至 2008 年 7 月方透過立法通過此法案修正草案, 明文要求非存款機構房貸業者提高審核標準, 例如不得僅憑擔保品價值放款而忽視借款人還款能力, 不得脅迫不動產估價公司出具不實的鑑價報告等。

(3) 不動產過戶程序法 (The Real Estate Settlement Procedures Act, 簡稱 RESPA, 1974 年)

此法案規定貸款機構要在借款人遞交申請表後三日內, 向借貸人繳交一份費用估價單 (Good Faith Estimate)。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, 以及其他第三者, 例如估價師和產險公司等所收的費用。

此法案自 1974 年立法以來均未曾修改更動, 且其因對房貸仲介商規範力不足肇致仲介商欺瞞消費者收取高費用情形嚴重, 直至 2008 年 11 月才由 HUD 宣布修改。

#### 4. 公平取得貸款法案

(1) 公平信貸法 (Equal Credit Opportunity Act, 1974 年)

此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, 簡稱 CRA, 1977 年)

此法案著重於貸放予中低收入借款人及貧窮社區。此法案原意在於協助中低收入家庭公平取得貸款, 但發展至今卻成為引發諸多爭議的法案, 甚至許多專家學者認為其為造成美國房價泡沫化現象因素之一, 此論點將於後一章節詳加說明。

### 叁、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

美國房地產市場泡沫破滅引發次級房貸問題, 並蔓延為全球金融海嘯, 顯見資產價格泡沫化將影響國家金融穩定及經濟發展,

以下章節將探討肇致美國房地產市場泡沫化的根本原因。當然, 造成美國房市泡沫化的原因相當複雜, 其中亦有許多具有爭議的議題, 包括房屋政策對「居者有其屋」的鼓

吹、次級房貸及非傳統型房貸的大量興起（包括掠奪式房貸）及 Fed 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選擇，以及市場投機氣氛濃厚等皆為可能的因素之一。

### （一）美國政府過度鼓吹「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。

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。

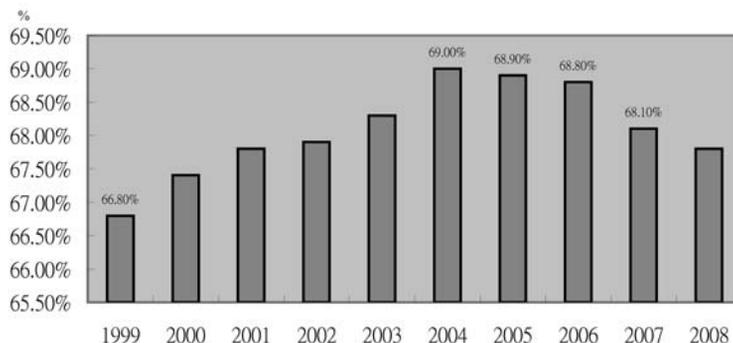
由於美國政府的大力支持與協助，1999 年美國自有住宅率為 66.8%，至 2004 年到達高峰 69%（圖 6），為世界先進國家之冠。瑞士的平均所得高於美國，可是人民的自有住宅率只有 27%。

#### 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

圖 6：美國自有住宅率



資料來源：American Census Bureau

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(註 14)，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(註 15)(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。儘管如此，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。

### (3) 1993 年—2008 年的房屋政策

1993 年，柯林頓(Bill Clinton)執政後，推出一項「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(註 16)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，而不僅為鼓勵性性質，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。美國政府賦予二房協助中低收入家庭購屋之政策使命，與其為謀取股東最大利益之營利目標相違背。

(二) 美國聯準會未即時調整寬鬆貨幣政策

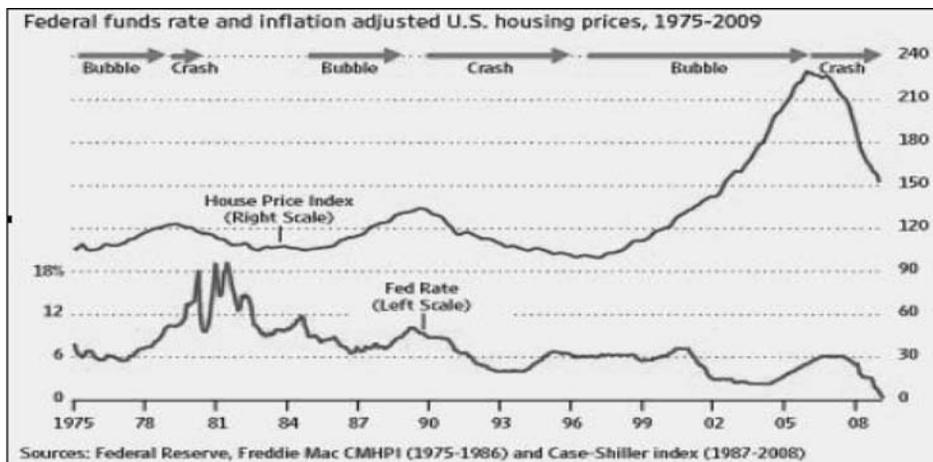
過去 40 年來，美國在 1979 年及 1989 年分別歷經兩次房市泡沫破滅；而觀察當時聯邦資金利率走勢，Fed 通常採取寬鬆的貨幣政策解決房市泡沫破滅後所引發的經濟衰退的問題（圖 7）。1997 年起美國房地產市場發展出有史以來最大的泡沫，筆者以為這可能與美國家庭所得自 1992 年逐漸成長有關。然而，原本 2000 年初的網路科技泡沫危機即可能終結房市泡沫的成形，但 Fed 為刺激經濟卻採行極寬鬆的貨幣政策，促使房地產市場泡沫持續擴大。

次貸風暴發生以來，許多人士基於以下原因，質疑 Fed 基於本位主義，只關注經濟

衰退和通貨緊縮問題，而採寬鬆貨幣政策予以因應，以致資產泡沫問題隨之惡化。網路科技泡沫(dot-com bubble)破滅以後，Fed 一再降低目標利率，自 2001 年起連續降息 13 次，將短期利率由 6.5% 降至 2004 年的 1%。於此期間，房價隨著利率及貨幣環境的寬鬆而不斷走高；而創新指數型房貸產品亦自 2004 年中日益普及。當時，Fed（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，Fed 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，最終蔓延成美國次貸危機。

事實上，Fed 曾多次公開反駁近十年美國房地產市場泡沫化現象與貨幣政策並無絕對關係，Fed 主席柏南克認為，影響房價上漲的因素並非短期利率，而是金融監理的鬆散及非傳統型房貸產品日益普及所致。此外，對

圖 7：美國房價與聯邦資金利率關係圖



付房價泡沫化問題的最佳方式為金融監理政策而非貨幣政策(註 17)。許多經濟學家隨即提出反對意見，例如密西根大學教授 Miles Kimball 認為許多指標顯示，Fed 在 2004 年至 2006 年間利率調升確實太慢，西北大學教授 Martin Eichenbaum 認為寬鬆貨幣政策造成便宜融資為產生泡沫的一大因素等。

也有學者認為(註 18)，1997 年至 2006 年資產價格泡沫化現象是因為 Fed 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，Fed 皆能隨著房價上漲而即時調高聯邦資金利率，而 Fed 的「逆勢而行」("leaning against the wind") 確實減緩泡沫化現象。然而，2001 年 1 月 Fed 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%，Fed 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 Fed 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。

### (三) 房貸市場信用過度擴張

#### 1. 高風險的房貸產品興起造就投機氣氛

由於 Fed 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拓新客源，包括只付利息指數型房貸、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。這些創新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，創新房貸產品於 1999 年時並未存在於次級借款人市場，但至 2006 年，非傳統型房貸產品佔全體比重已超過 3 成(表 2)。

非傳統型房貸產品多屬指數型房貸，具本金遞延償還的特性，當利率處於低檔時，這些房貸的債務負擔表面上看似比固定利率房貸低，吸引許多信用等級較差的借款人借貸購屋，推升房價。原本，這些信用等級較

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

差的借款人於寬限期過後，隨即以更低利率重新融資，或賣掉房屋以賺取房屋淨值；但2004年6月，美國貨幣政策開始轉向且房價開始下跌後，房貸機構重新融資的業務便難以擴張；此外，該等持有指數型房貸的借款人付款壓力漸增，許多借款人無法如期支付利息，致違約案件不斷增加。2006年至2007年間，美國房市隨著投機氣氛的銷聲匿跡，在大量法拍房屋累積的壓力下，泡沫終究破滅。

## 2. 房貸資產證券化演變過程導致授信品質下降

美國房貸證券化始於1970年代，1980年代起開始蓬勃發展，至1990年代後期，美國房地產融資已相倚賴房貸證券化方式籌資。房貸債權的創始機構(originator)通常為零售銀行或貸款公司，因放款給購屋者而產生債權，該債權隨之被賣給投資銀行，並由其負責將購自各銀行性質類似的債權轉入一信託

機構(trust)，成為一放款組合(pool)，投資銀行再利用財務工程技術將放款組合加以分類、切割及重新包裝成證券形式，出售予廣大投資人，包括避險基金、商業銀行、保險公司及退休基金等。

理論上，透過房貸資產證券化過程對創造債權的銀行、投資人及購屋者皆有好處。銀行自資本市場獲得資金，得以釋出更多資金辦理放款業務或作為其他用途；房貸戶則因銀行可將信用風險轉嫁至資本市場，而較易取得房屋融資；投資人則因投資標的增加有助於投資風險分散。

然而，房貸證券化的發展過程中，由於投資銀行過度競爭而忽略風險、信評機構低估房價下滑的可能性及對房貸機構的衝擊，以及創始機構因無須持有房貸至到期日，更願意冒險開拓信用等級較差客源等因素交互影響下，房貸品質日益下滑、信用過度膨脹。舉例來說，次級房貸佔證券化房貸的比

重，2001年為7%，2006年已上升至14%；根據IMF(2007)統計，證券化房貸中，貸款成數超過9成的房貸比重，由2001年的5%上升至2006年的14%；金融機構在徵信文件不足的情況下，所承作的房貸佔房貸證券化比重，由2001年的7%增加為2006年的18%。

房貸資產證券化的蓬勃發展將資金導入房地產金融，助長房地產市場泡沫化現象，另一方面亦因整體金融市場為追求高利潤而忽略潛在風險，導致房貸資產品質惡化、信用過度膨脹等現象，埋下日後次貸危機的導火線。

### 3.房貸市場監理漏洞造成掠奪式房貸問題

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)。

美國幾乎所有參與房貸市場的金融機構皆分別或共同受到Fed、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

奪式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。此外，掠奪式房貸浮濫的現象亦反映出美國監理機關對於消費者保護的不足，因此次貸危機發生後，美國金融主管機關開始著手修正與加強多項消費者保護法案。

## 二、美國房地產市場泡沫破滅之影響

### (一) 2006 年後，房地產市場景氣衰退

由房價指數觀察（圖 8），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。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%。

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 9），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 10）。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 11）。

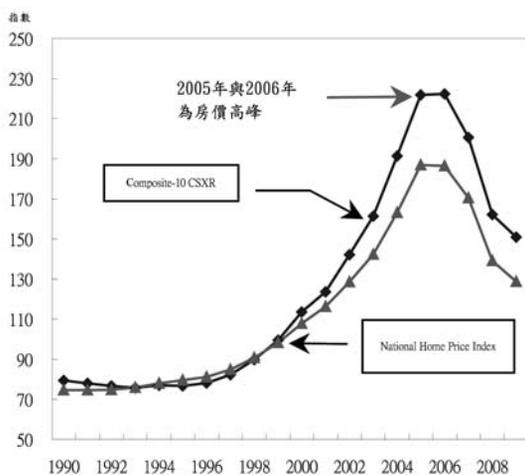
由上述幾項房地產市場重要指標觀察，美國房屋市場榮景自 2005 年底開始下滑，金融風暴發生後，跌至谷底。

### (二) 房貸市場信用緊縮，借款人面臨困境

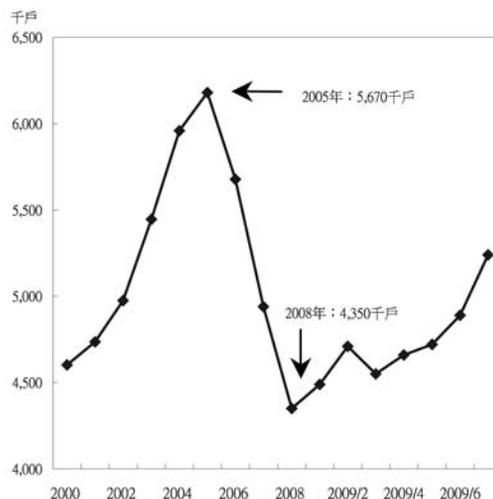
1. 貸款利率重設金額增加，違約及查封法拍比率攀升

由於美國 2001 到 2004 年維持低利率環境致房價攀升，房地產市場一片榮景，許多

圖 8：美國 10 大都會區房價指數走勢 圖 9：美國獨棟房屋(single-family house)成屋銷售

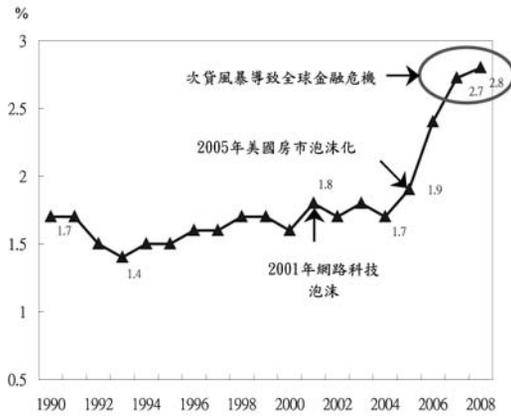


資料來源：S&P/Case- Shiller Home Price Indices



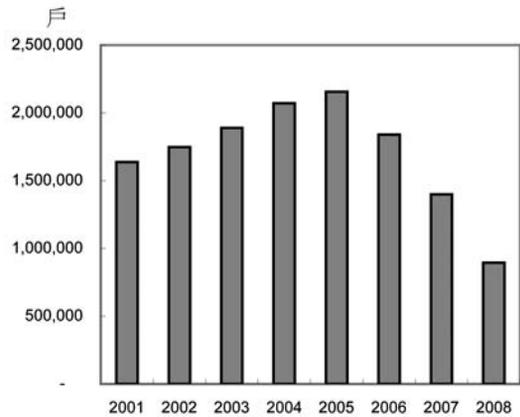
資料來源：National Association of Realtors

圖 10：待售房屋空屋率



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

圖 11：房屋建造許可核發數



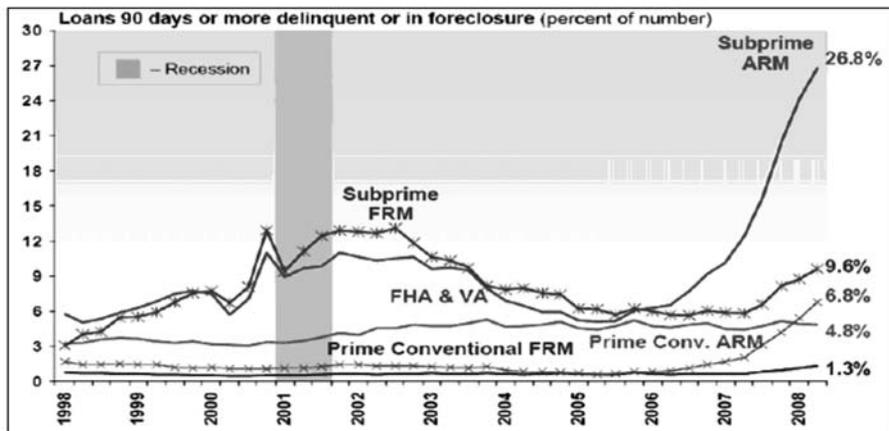
資料來源：U.S. Census Bureau

次級借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，而順利以更低利率重新融資。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。

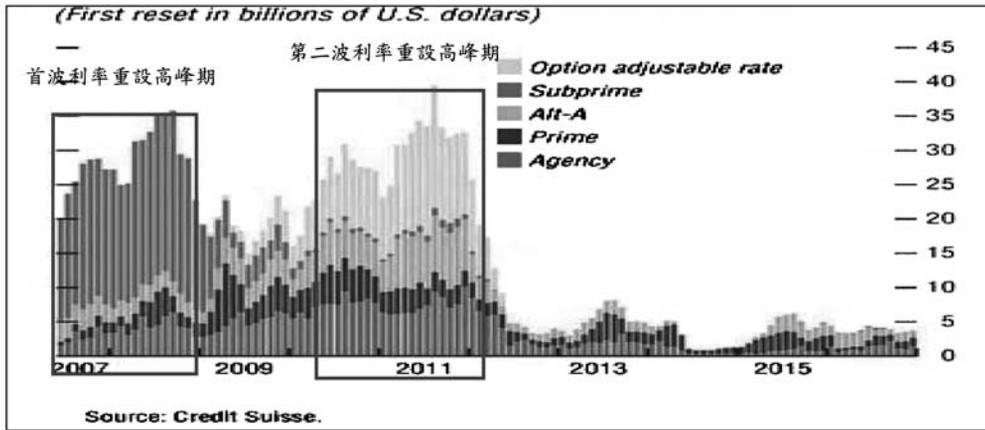
由於多數次級借款人選擇指數型房貸，而次級房貸利率重設高峰期發生於 2007 到 2008 年間，因此 2008 年美國次級房貸違約及法拍比率高達 26.8% (圖 12)。然而，後續

圖 12：優級及次級房貸違約及查封法拍比率



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

圖 13：各類貸款利率重設金額分布圖



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 13)，屆時房貸違約情況亦是許多人擔憂的問題所在。

## 2. 金融機構房貸授信緊縮，影響金融中介功能

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，除次級房貸面臨授信審核標準緊縮

外，更進一步波及優級房貸 (圖 14)，金融機構緊縮信用的結果導致整體房貸承作量隨之萎縮 (圖 15)，大幅影響房貸市場正常功能的運作。

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，Fed 隨即以大幅降低利率因應，自 2007 年 9 月起至 2008 年 12 月連

圖 14：房貸核貸標準

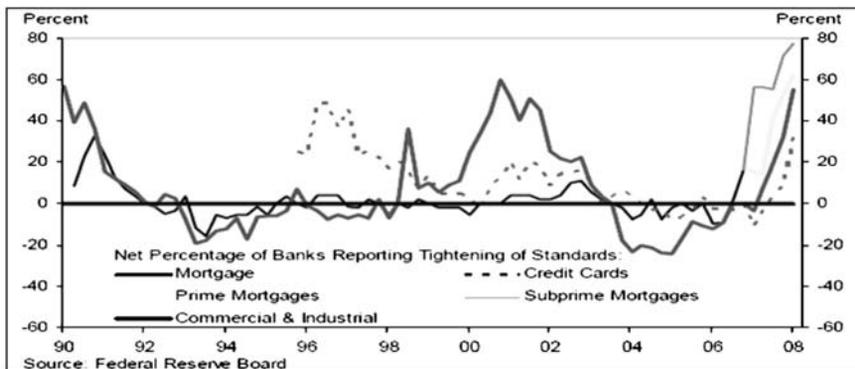
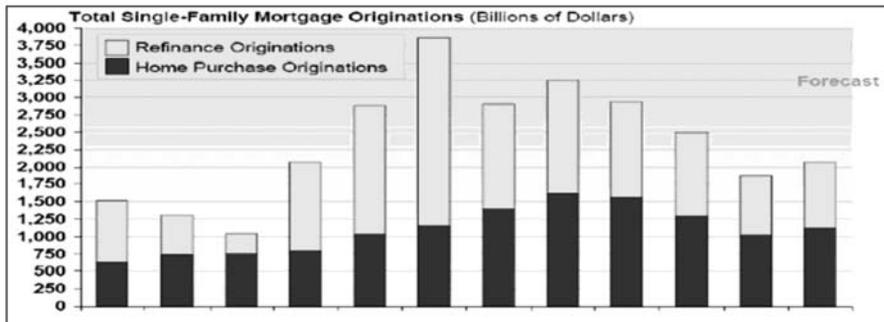
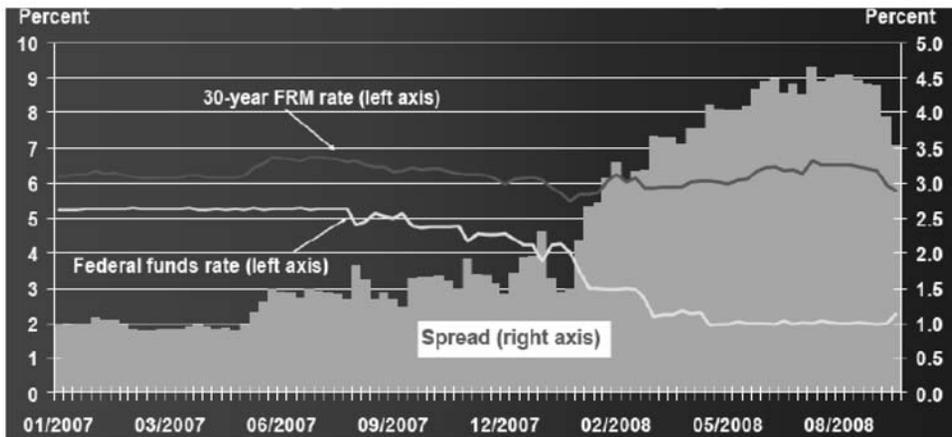


圖 15：購屋及再融資房貸承作量



資料來源：Freddie Mac

圖 16：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

續調降聯邦資金利率至 0-0.25%，不過，雖然 Fed 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 16），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。

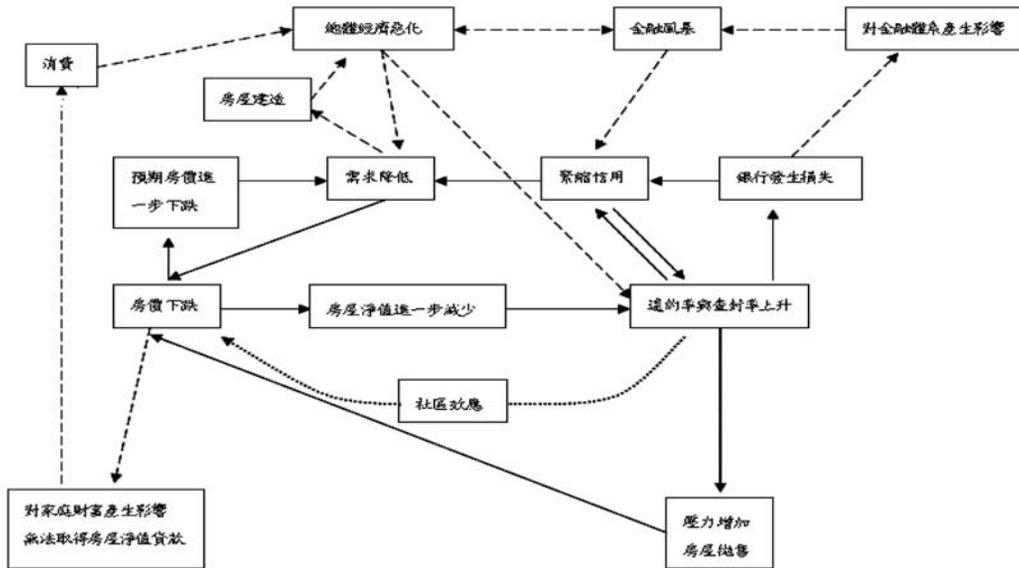
### （三）房地產市場崩潰影響總體經濟

房地產市場具有反向循環效果（Adverse Loop）（圖 17）。房價下跌導致房屋淨值為負（註 19），增加借款人拋棄財產誘因，即使這

些借款人仍具有負擔房貸債務的能力；當然，前開現象與美國大部分的房貸債務不具追索權有關。此外，房價下跌造成一般家庭財富縮水，且因房屋淨值貸款或重新融資之取得更為困難，私人消費受到抑制。消費需求降低使得不動產投資萎縮，而前開結果透過總和需求效果導致整體經濟衰退，失業率上揚。

另一方面，房屋價格下跌經由銀行資產

圖 17：房地產市場負向循環傳導方式圖解



資料來源：IMF(2009) "Foreclosure Mitigation Efforts in the United States"

負債表效果，隨著不動產擔保品價值下降，銀行緊縮信用，復以家庭財富縮水影響債務償還能力，違約、法拍比率增加，銀行損失慘重，授信能力隨之下降，企業成本提高，進而波及其他經濟部門表現，並負向回饋至

房地產市場，購屋需求持續減少、房價持續下跌，銀行資產品質繼續惡化並蔓延至其他房貸相關之金融商品如MBS等，最終導致金融危機，總體經濟陷入嚴重衰退。

## 肆、美國政府穩定房地產市場之措施

如前一章所述，房地產市場具有反向循環效果，並經由各種管道影響總體經濟，若未審慎處理，將危及金融穩定及衍生社會問題；因此，政府需謹慎處理房地產市場問題。以下彙整美國政府自 2005 年底，房價開始下跌以來之各項措施供參。

### 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政策宣導的聯合聲明，或消費者保護加強等措施。其中，Fed 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（Fed、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。

## 二、2007年7月以後之各項措施

隨著次級房貸借款者違約及查封法拍比率節節升高，美國房地產市場問題一一浮現，包括指數型房貸產品風險偏高、次級房貸核貸標準鬆散、金融監理不夠完備、房貸

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	Fed、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	Fed、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	Fed、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	Fed、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	Fed、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，黃富櫻、彭德明、蔡曜如，「美國次級房貸問題與金融改革方向」

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。Fed 除於 2007 年 9 月起大幅降息，將聯邦資金利率降至 0-0.25% 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，美國政府同時採取多項穩定房地產市場措施，包括金融監理制度改革、制訂房市新法案、穩定社區計畫、加強二房角色功能、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，可說是一套具全面性、整體性的穩定房地產市場方案。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

美國政府基於房利美及房地美具半官方性質且為全美房貸資金的主要供應單位、持有或保證的房貸佔全美房貸比重高達二分之一及金融穩定等綜合考量，若其不幸倒閉將使美國房地產市場雪上加霜（註 20），因此，美國政府陸續採取數項措施，以穩定其經營，茲說明如下：

（1）2008 年 7 月（美國國會通過對二房紓困措施）：

a. 財政部提供二房融資額度無上限規定，必要時，可收購兩家機構之股票。

b. 美國聯準會授權 NY Fed 於必要時，提供緊急專案融通(GSE Credit Facility)，並以二房持有之 MBS 作為擔保品，以因應兩家機構所面臨之財務與籌資危機。

c. 國會提高標準型房貸金額收購上限，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。

d. 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之監督與管理，維持房貸市場秩序。

（2）2008 年 9 月（財政部宣布二房監管措施）：

a. 財政部與 FHFA 購入二房年利率 10% 的優先特別股各 10 億美元，財政部對兩家機構的股東權益優於其他普通股及特別股股東，並可視情況增加至 1 千億美元，以提供其營運資金。

b. 財政部取 FHFA 取得二房普通股認股權證，有權以象徵性的 1 美元成為兩家機構之最大股東，持股比率為 79.9%。

c. FHFA 監管兩家 GSE 之營運，期間二年，並撤換其執行長。

d. 財政部將於 2009 年底前買進二房擔保發行之 MBS，金額為 50 億美元，必要時，視情況增加。

##### 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：

#### (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%)，並得依據借戶的風險狀況調整房貸保證費率，使風險與保證費用呈對價關係。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 FHA 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(註 21) 相較，部分條件較為寬鬆，茲比較如表 4：

表 4：FHA 保證貸款比較

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，美國財政部於 2009 年 2 月實施的一系列協助措施中，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」項下包含許多方案，包括再融資方案、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) 再融資方案 (Refinance Program)

此方案協助因房價下跌，擔保品重估價值已低於房貸餘額，因而難以獲得轉貸機會的正常繳息借款人取得重新融資，亦即幫助此類借款人取得較低利率或將指數型房貸轉為較穩定的固定利率房貸。此外，由於相關資料均已建檔，借款人辦理再融資時，無須再提供書面文件，因而可減少不必要之作業程序與成本。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%，2009 年 7 月 1 日起提高為 125%)。

(d) 違約的房貸戶不適用此計畫。

(2) 修改貸款條件方案(Modification Program)

此方案由二房、FHA、FDIC 及其他聯邦機構共同協助因貧困、收入銳減(或支出增加)，以及無力還款而面臨房屋被拍賣之借款人修改房貸契約，將房貸戶每月房貸支出所得比(debt-to-income, DTI)降至 31%的可負擔範圍，而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(註 22)，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，此方案執行預算為 750 億美元。此外，此方案訂有多項標準流程、文件供金融機構遵循，並提高政策執行效率，其中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；另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。主要重點如下：

(a) 適用對象為繳息記錄正常，但目前面臨房貸違約立即風險之借款人；或雖曾繳息延誤但目前已正常還款者。

(b) 房屋須為自住。

(c) 房貸需為第一順位抵押擔保，未清償本金限額最高為 729,750 美元，且貸款須於 2009 年 1 月 1 日前撥款為限。

(d) 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。

(e) 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)

美國的修改條件貸款方案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。因此，美國政府推出修改貸款條件方案的補充計畫，稱為二胎方案，使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，服務機構須主動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，協助經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) (註 23) 或法拍轉讓契約 (deed-in-lieu foreclosure) (註 24) 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 (註 25)，此外，借款人亦得以保持良好的信用評分。此方案以擬定標準文件及作業程序方式來縮短期程，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，減緩金融機構的損失。

#### (四) 落實及加強消費者保護措施

##### 1. 修訂屋主權益保護法 (The Ownership and Equity Protection Act, HOEPA)

2008 年 7 月美國立法通過屋主權益保護法修正案，明文規定非存款機構房貸業者提高審核標準，例如不得僅憑擔保品價值放款而忽視借款人還款能力，不得脅迫不動產估價公司出具不實的鑑價報告等，以往本法案並未針對房貸機構審核標準予以規範。

##### 2. 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。修訂重點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，並防堵長久以來房貸仲介業者向銀行拿回扣及欺瞞消費者費用的陋習：

(1) 改善及標準化費用估價單 (good-faith estimates) (註 26)，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 (註 27) (HUD-1 settlement statement) 二項單據之比較。

3.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：原規定為 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。

4.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 Financial Protection Agency，CFPA）。此機構為一個獨立機關，監理對象

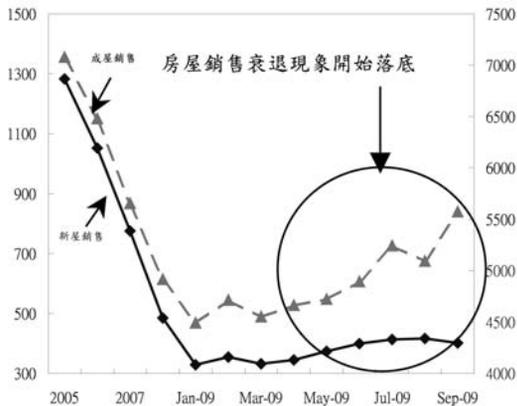
包括存款機構以及過去不受聯邦主管機關監理之機構(包括投資顧問公司、基金公司及房貸仲介商等)。此外，消費者金融保護局將要求業者合理揭露金融商品之相關資訊、充分告知消費者金融商品的收益、費用與風險、提供簡單型的產品（plain vanilla products），及制定並執行消費者貸款之相關法令，以提升金融服務的透明性、簡單性、公平性與適當性。

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），儘管銷售數字仍尚未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；而全美 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）。

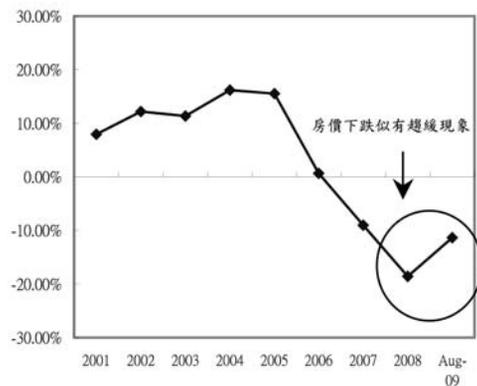
再者，由美國財政部每個月公布的MHA修改貸款計畫執行進度（註 28）觀察，截至 2009 年 9 月底止，已超過 50 萬筆房貸成功進

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&P CS

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 2009 年 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（註 29）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%。

此外，部分房貸服務業者批評，政府訂定多項標準作業程序及規範，使其必須額外增加人力、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。

另從查封法拍比率觀察，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降低負債收入比就可解決，而是在整體經濟趨緩及失業問題惡化的情況下，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措施已發揮一定程度的效果；至於協助債務人計畫之成效似尚待進一步觀察。

## 伍、我國健全及振興房地產市場措施暨兩國相關政策彙整

### 一、金融海嘯對我國房地產市場之衝擊

#### （一）房地產市場景氣衰退

1. 景氣對策訊號出現代表景氣低迷之藍燈

根據內政部建築研究所公布房地產景氣對策訊號（註 30），2008 年第三季受到全球金融海嘯衝擊，對策訊號由上一季的黃藍燈轉

為代表景氣低迷的藍燈，直到 2009 年第三季，回復為黃藍燈，同年第四季方回升至代表景氣平穩的綠燈。

#### 2. 新屋房價持續上升、中古屋房價下跌

2008 年第四季，預售屋及新屋價格仍持續上漲，而中古屋房價指數於 2008 年第一季達到最高點，第二季開始反轉下修（圖 20）。

圖 20：新屋及中古屋房價指數



資料來源：國泰房地產指數季報及信義不動產評論

### 3. 市場購屋信心指數下降

根據經建會「臺灣住宅需求動向季報」，2008年第三季房價綜合信心分數大幅下降，由第二季101分降為56分，為91年第二季開始調查6年來之新低，顯見受到金融海嘯衝擊，房地產市場買方對於市場未來前景仍有相當疑慮。

#### (二) 住宅融資體系之運作尚稱穩定

#### 1. 不動產貸款及購屋貸款餘額略微減少

2008年12月不動產貸款餘額僅小幅衰退0.06%，購屋貸款微幅下降0.01%；2009年3月，不動產貸款衰退幅度擴大，惟自2009年6月起，除修繕貸款外，其餘不動產相關貸款已開始回升，甚至購屋貸款餘額已回升並超越金融海嘯前的水準(表5)。

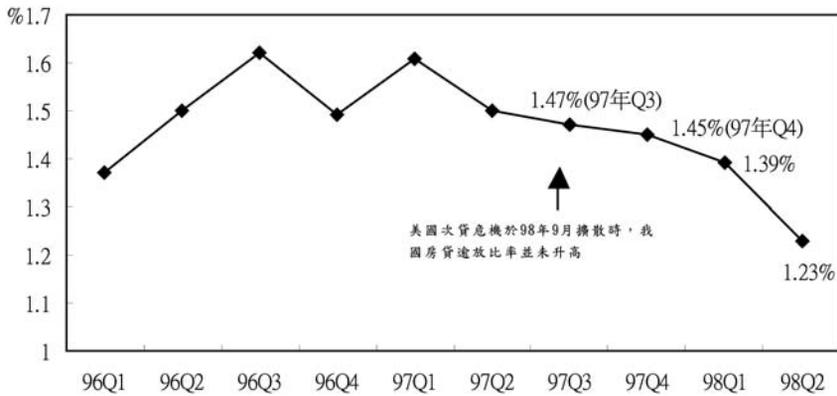
#### 2. 房貸品質維持穩定

表 5：不動產貸款餘額表

	單位：億元			
	購置住宅	修繕貸款	建築貸款	不動產貸款餘額
2007年12月	46,288	8,484	10,569	65,341
2008年3月	46,268	8,360	10,662	65,290
2008年6月	47,171	8,339	10,533	66,043
2008年9月	47,092	8,173	10,736	66,001
2008年12月	47,087	8,115	10,760	65,962
與上季相較(變動金額)	-5	-58	24	-39
與上季相較(變動百分比)	-0.01%	-0.71%	0.22%	-0.06%
2009年3月	46,626	8,082	10,605	65,313
與上季相較(變動金額)	-461	-33	-155	-649
與上季相較(變動百分比)	-0.98%	-0.41%	-1.44%	-0.98%
2009年6月	47,323	8,031	10,212	65,566
與上季相較(變動金額)	697	-51	-393	253
與上季相較(變動百分比)	1.50%	-0.63%	-3.71%	0.39%

資料來源：中央銀行網站

圖 21：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

我國房貸市場並無類似美國次級房貸浮濫及核貸標準過於寬鬆等問題，亦無房貸證券化過度包裝等現象，因此我國房貸市場風險並未大幅升高。整體而言，金融海嘯以來，我國房貸品質尚維持穩定，由房貸逾放比率觀察，2008年第三季以來房貸逾放比率逐步下降，並無增加情形（圖21）。

### （三）總體經濟受衝擊

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2008年12月及2009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年第四季經濟成長率為負的8.61%，2009年第一季(-10.13%)仍未見好轉，同時失業率亦創下歷史新高（註31）。

綜上，儘管我國於金融海嘯期間，住宅融資體系風險並未明顯升高，但整體市場的購屋信心卻因總體經濟衰退而顯低迷，投資

氣氛亦轉趨保守。有鑑於此，我國政府亦採取一系列因應措施（註32），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。

## 二、我國健全及振興房地產市場之各項措施

### （一）政府提供優惠利率專案貸款，減輕民眾購置住宅負擔

#### 1. 整合住宅補貼資源實施方案

本方案自2007年4月起實施，由內政部每年度匡列計畫辦理戶數、貸款利息補貼及租金補貼額度。對於無自有住宅或僅有1戶住宅之弱勢或低收入民眾，政府提供購置住宅貸款、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。本方案實施以來，政府不再以職業身份區分各項住宅補貼措施，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。相關條件如表6：

表 6：整合住宅補貼資源方案相關條件彙整表

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，如列冊之低收入戶、身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民、單親家庭、重大災害災民等。 (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。

資料來源：內政部營建署；作者整理

## 2. 四千億優惠購屋專案貸款

2008 年 9 月 11 日行政院第 3109 次院會議通過「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」，本優惠房貸較原優惠房貸提高政府利息補貼及每戶貸款額度（相關比較詳見表 7），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，2009 年 4 月 14 日

行政院核定再增加 2,000 億元續辦，惟鑒於房地產市場景氣逐漸恢復，本政策貸款目標逐漸達成，爰行政院 2009 年 8 月決定不再增額續辦。

## 3. 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 2009 年 2 月首次開辦「青年安心成家方案」，提供年齡介於 20 歲至 40 歲之新婚或育有未成年子女之夫妻，且家庭所得

表 7：政府優惠房貸比較表

	原優惠房貸 <sup>註</sup>	四千億優惠房貸
每戶額度	台北市：250萬元 台北市以外：200萬元	台北市：350萬元 台北市以外：300萬元
政府補貼利率	0.125%	0.7%
民眾負擔利率	按中華郵政公司二年期定期儲金機動利率+1%(銀行手續費) -0.125%計息	按中華郵政公司二年期定期儲金機動利率+0.9%(銀行手續費) -0.7%計息
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	

註：政府自民國 1999 年起至 2009 年 9 月 22 日止開辦民眾購屋專案房貸，總計額度 1.95 兆元，惟基於經濟景氣因素及政府財政負擔考量，各期適用之政府利率補貼由 0.85 % 逐步下降至 0.125%。

表 8：青年安心成家方案相關條件彙整表

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，如列冊之低收入戶、身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民、單親家庭、重大災害災民等。 (2)第 2 類：非屬第 1 類者。
優惠利率	(1)前 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定期儲金機動利率加 0.042%機動調整。

資料來源：內政部營建署；作者整理

低於百分之五十分位點者，前 2 年零利率之住宅貸款利息補貼。相關條件如表 8：

#### (二) 房屋貸款本金展延及延長貸款期限，減輕借款人財務壓力

金融海嘯期間，國內總體經濟情勢惡化，訂單銳減、出口衰退，許多企業採行無薪假或裁員因應，為紓解因企業關廠或歇業而非自願性失業勞工的房貸繳款壓力，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，此一作法與美國於金融海嘯期間所實施的 HOPE NOW 債務諮詢、協商機制，以及「提高屋主負擔能力計畫」中的「修改貸款條件方案」類似，相關作法如下：

##### 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 2008 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(新台幣 600 萬元以內)有還款困難情事，原貸銀行得經貸款戶申請，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，以申請 1 次為限。

##### 2. 一般民眾購置住宅貸款借款期限延長措施

銀行公會於 2008 年 12 月 11 日訂定「一般民眾購置住宅貸款期限延長措施」，並請會員銀行配合辦理。本措施係針對一般房貸民眾，只要未曾申辦 2006 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；此外，會員銀行可制訂較此措施更為彈性寬鬆的標準。

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 2008 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。

### (三) 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，由 3.625% 降至 1.25%，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，並使房貸戶早日獲得降息的好處，央行於 2008 年 11 月 11 日邀集多家銀行（註 33）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。

## (四) 放寬相關規定及鬆綁法規，活絡房地產市場

### 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。內政部於 2008 年 12 月 29 日發布，建築物起造人可申請延長建築執照有效期限 2 年，只要建築物(不限用途)係於 2008 年 11 月 25 日以前領得建造執照或雜項執照，且仍在竣工期限內者，其建築期限除得依建築法第 53 條之規定（註 34），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（註 35）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 2009 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 2009 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 2009 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 (註 36)，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 2005 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，將造成還款困難，因此檢送 Fed 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，金管會與央行亦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。

### 三、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、查封及破產法規定相異等，另我國房貸承作機構多以銀行為主，亦鮮少透過房貸仲介業者推銷房屋貸款。值得一提的是，這次美國所推方案中，多項措施係仰賴 FHA 的保證機制配合，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穩定房地產市場措施具有差異，茲彙整如表 9。

表 9：美國與我國穩定房地產市場措施對照表

項目	美國	我國
穩定房地產市場	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 財政部增加對二房的授信額度、收購二房發行之債券與特別股及提高收購金額上限等支援措施，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>行政院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>
放寬規定或修改法規	<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 2 年、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) 銀行公會會員銀行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>

加強房地產交易資訊揭露或消費者保護措施	研議成立消費者金融保護局及修改消費者保護相關法規等。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 金管會與央行共同促請銀行加強揭露指數型房貸貸款期間平均利率、利率變動/還款金額增加風險及相關違約金之資訊。</li> <li>2. 內政部鼓勵民間不動產業者提供正確房地產交易資訊，加強資訊透明化。</li> </ol>
---------------------	----------------------------	---

資料來源：作者整理

## 陸、結論與建議

### 一、結論

儘管我國房地產市場並未受美國次貸危機嚴重衝擊，惟藉由探討美國住宅金融體系之發展與房地產市場泡沫化形成之原因，仍可獲得許多具參考價值之啟示，另美國政府因應次貸危機而採行之穩定房地產市場及協助房貸戶等措施頗值得我國參考借鏡，茲彙整如次：

#### (一) 房地產市場泡沫化現象

1. 寬鬆貨幣政策造就低廉融資成本，間接促使房貸市場信用膨脹

儘管 Fed 多次提出統計數據佐證並說明，2001 年至 2004 年間的低利率政策並非推升房價主因，房市泡沫化現象與貨幣政策無絕對的關係，房市泡沫化的主要因素為新興市場資本大量流入先進國家及房貸市場金融監理鬆散。然而，許多專家學者認為，聯準會維持太久的寬鬆貨幣政策造就便宜的融資機會，使借款人與貸款機構信用過度膨脹，進一步推升房價（註 37），而當市場開始察覺房價泡沫似已成形時，Fed 又出手太慢，

房價已開始下修才積極調高利率，此舉反而造成高風險借款人支出突增的負擔，導致違約與查封法拍案件迅速累積。

2. 金融監理死角與消費者保護措施不足，導致房貸詐欺、信用過度擴張及核貸標準寬鬆等問題

美國幾乎所有參與房貸市場的金融機構皆分別受到聯準會、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管轄及監理，但房貸仲介商(mortgage brokers)卻未受到上述機關的管轄，成為金融監理漏洞。

同時，次貸危機暴露美國消費者保護法並未積極落實且規範性不足之問題，例如屋主權益保護法自 1994 年施行以來，從未對房貸機構審核標準予以規範。另不動產過戶程序法自 1974 年實施以來未曾修正，亦未強制規範房貸仲介商收取之相關費用資訊揭露，造就長久以來仲介商欺瞞消費者相關費用之惡習。

3. 政府過度鼓吹「居者有其屋」政策，間

## 接扭曲金融機構正常放款業務

根據 Lawrence H. White (2009) 報告，近年來美國高風險房貸大幅成長根本原因來自於政府偏差的房屋政策，亦即過度鼓吹「居者有其屋」政策，只一味地追求自有住宅率的提高，間接導致金融機構貸放業務遭到扭曲。

論者以為，「居者有其屋」的房屋政策本質上並無偏差，而是過度鼓吹自有住宅率的同時，間接干預金融機構貸放標準，迫使其對特定族群增加放款，間接造成難以避免的道德風險問題，因此政府在推動與制訂房屋政策方面似應更加審慎。

### 4. 指數型房貸借款人承擔高度利率風險

相較固定利率房貸，選擇指數型房貸產品的借款人須承擔較高利率風險，一旦利率持續走高，恐造成經濟弱勢族群還款困難的問題。

## (二) 美國政府因應房地產市場問題之對策

1. 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。

在經濟衰退階段，藉由修改授信條件可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。

2. 公布各項措施之標準作業程序，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」均訂有標準文件及作業程序，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，加快政策傳遞效果及縮短期程，提高金融機構參與率。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，證明這種作法應能有效提高政策執行效率。

3. 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措施。

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，以及對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；而我國亦未對銀行協助房貸戶進行房貸契約修改，實施補貼或獎勵措施。

有鑑於獎勵措施可激勵銀行配合落實政府政策，因此，我國似可參酌美國作法，針對協助房貸戶或配合政府政策績效良好之銀

行，制訂適當獎勵措施。

#### 4. 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，美國政府利用FHA的保證機制，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，且確實發揮效果（註38）。

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（註39）。

透過信用保證機制可分攤銀行授信風險及減少房貸戶須額外尋求保證人的壓力，有效減緩銀行授信緊縮而衝擊房地產市場的現象，為政府、銀行及房貸戶創造三贏的局面。

#### 5. 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，由於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不足，以致造成掠奪式貸款問題。為解決上開問題，美國開始著手修改消費者保護法，以加強資訊揭露，另研議成立一專責機構CFPA並賦予該機構有權規範房貸仲介商。

我國房貸市場有9成以上為指數型房貸，因此，落實房貸之消費者保護更加重要。為維護消費者權益，以及避免金融機構對房貸業務過度擴張，影響銀行未來資產品質，金管會與央行自2009年底陸續採取因應措施，加強房貸產品資訊揭露。

由於公平、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

綜觀美國近十年來房地產市場泡沫化現象，頗值得我國作為房地產市場及房貸市場發展之借鏡。以下就與健全本國住宅金融體系有關之議題提出建議：

### （一）緩和指數型房貸產品之利率變動衝擊機制

本次美國次貸危機起因為高風險房貸戶多選擇指數型房貸，但卻無法負擔利率反轉向上時之房貸支出，而爆發違約潮。觀察我國房貸產品，有9成以上為指數型房貸，利率調整係採浮動方式，一旦利率持續攀升，易造成借款人還款金額突然增加的壓力。有鑑於此，央行及金融主管機關陸續採取相關因應措施。2009年10月，央行促請銀行加強房貸授信審理及投資戶控管；另2010年2月，央行及相關主管機關函請銀行公會研議落實房貸利率資訊之揭露，包括貸款期間平均利率及貸款寬限期滿後，還款增加與利率變動風險等問題。

除上開措施，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. 推動固定利率房貸產品 (註 40)，平衡房貸市場發展

芝加哥大學教授塞勒 (註 41) (Richard H. Thaler) 於 2009 年 9 月間拜訪台灣當時提出對房貸產品的看法，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 (註 42) 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。觀察美國，由於證券化業務蓬勃發展，加上其特殊的政府贊助機構擔任增加房貸市場流動性及信用增強角色，使得這些房貸業者可順利取得長期穩定資金來源，並將利率風險轉嫁至資本市場投資者。就我國而言，並無類似美國政府贊助機構，加上銀行避險成本過高及消費者對此類產品接受度尚不高等問題，因此房貸市場較少固定利率房貸產品。

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。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；惟仍須克服銀行長期穩

定資金來源、利率避險管道及市場性等問題。

2. 參考美國作法，鼓勵金融機構設定指數型房貸利率上下限機制

為避免短期利率大幅攀升或超乎預期的調高，美國多數的指數型房貸利率均訂有上限 (interest rate caps) 的設計，以保障房貸戶。

目前本國銀行中僅有玉山銀行推出的「CAP 保障型」房貸 (註 43) 具有利率上限設計。鑒於房貸產品多元化有助於住宅金融體系的健全，而減緩房貸利率的波動亦有利於一般家庭的支出與金融穩定，因此，適度鼓勵金融機構針對指數型房貸產品設計上下限機制應屬合宜。

## (二) 金融主管機關宜加強關注並防止房地產市場泡沫化現象

根據 Donald Sutherland (2009)，房地產市場泡沫破滅對經濟體系的影響程度遠較其他資產泡沫破滅深遠。此外，房地產市場蕭條將對私人消費、住宅投資、信用成長及資產價格等產生不利地連鎖效應，進而影響國家的金融體系。有鑑於此，金融主管機關似應加強對房地產市場泡沫化現象的關注，並因應可能造成房價泡沫的信用擴張與風險升高現象。以下提出建議供參：

1. 國內研究機構與相關主管機關宜研議共同發展與建立一套合理、客觀辨識房地產市場泡沫指標之可行性

資產價格泡沫化現象是否能有效、正確判斷一直為爭論不休的議題。許多經濟學者或研究試圖提出可行的判斷房價泡沫指標，例如房價所得比、房貸支出佔可支配所得比、房貸佔名目 GDP 比率、房價成長相對名目 GDP 成長、房價租金比等(註 44)，另根據 Barry Ritholtz (2008) 報告，不動產市場交易情形、房貸市場創新產品發展、產業就業趨勢(例如不動產仲介業者大量增加)及評估法規、稅法的負面影響等指標亦可為觀察重點。

鑒於房地產市場崩跌影響經濟層面既深且廣，加強關注房地產市場泡沫化現象有其必要。此外，儘管許多專家學者提出不少衡量房地產市場泡沫化的指標供參，惟各方對於各指標的有效性、妥適性及客觀性之看法仍相當分歧。爰此，建議國內研究機構及相關主管機關共同發展與建構一套具系統性、完整性、客觀性的房地產市場泡沫判斷指標，俾供決策參考。

## 2. 主管機關宜加強不動產交易資訊及鑑價資訊透明化

不動產交易資訊不透明容易造成買賣雙方因資訊不對稱，導致房屋價格遭不肖房屋仲介商不當哄抬，形成泡沫現象；此外，鑑價資訊不充分可能造成銀行錯誤鑑價，導致貸款額度高於擔保品價值，不利銀行債權維護。

為避免銀行主觀認定或錯誤評估擔保品

價值，以及預防房地產市場買賣雙方資訊不對稱問題造成房價被過度哄抬而助長房地產市場泡沫現象，我國似應加強不動產交易資訊透明化，不但能保障購屋民眾與銀行債權，更有利於房地產市場之穩定發展。

## 3. 央行貨幣政策應關注物價及資產價格之穩定

美國次貸危機係因房地產市場價格泡沫破滅所引爆，同時使得長久以來的一個具爭議性議題重新浮上檯面，亦即中央銀行應在資產泡沫破滅後收拾殘局，抑或應在適當時機，採行必要措施阻止泡沫過度膨脹？IMF 及 BIS 等國際組織均認為，央行貨幣政策應考慮總體面之金融穩定，而不只是價格穩定。物價穩定仍是貨幣政策之主要目標，惟決策者應多考量資產價格走勢、信用成長、財務槓桿及系統風險之形成。鑒於金融監理無法完全防止系統風險上升，故貨幣政策在抑制資產泡沫方面應扮演更積極之角色，但單採貨幣政策無法有效處理投機性資產泡沫，故應優先採審慎監理政策抑制信用成長。

我國房價上漲現象並非全國皆然，房價漲幅最高地區主要集中於台北縣市，因此，若以普遍性利率政策因應房價泡沫化現象並不適當，恐反而不利經濟復甦；然而，為避免系統風險發生，央行貨幣政策對於造成資產泡沫的信用膨脹加以關注與控制仍是必須的。

## 4. 主管機關研議限制房屋貸款佔擔保品價

值比率 (LTV) 及貸款佔所得比 (LTI) 之可行性

根據英國金融服務管理署 (FSA) 主席特納 (Turner) 於 2009 年 10 月提出的報告指出，限制 LTV 比率具有保護金融機構償債能力免受不當放款行為影響之好處。以香港為例，因限制 LTV 比率使其金融機構於 1998 至 2002 年間足以抵抗大幅跌落之房價，且對銀行資本衝擊不大。另紐約聯邦銀行總裁 William Dudley 建議，限制整體市場槓桿比率或擔保品折價率 (此概念即為 LTV) 應可有效控制資產泡沫的規模。

考量金融機構房貸授信過程中，LTV 及 LTI 比率過高易造成信用風險升高、借款人負擔過重等問題，加強監控 LTV 及 LTI 比率，有其必要。近來，我國部分地區如台北縣市等房價不斷攀升，引起金融主管機關對房價泡沫之關注，而本行主要是透過道義說服的方式，建請銀行注意房貸授信風險及借款人償債能力。此外，根據「中央銀行法」第 28 條及「銀行法」第 37 條第 2 項規定，中央銀行於必要時，得就銀行辦理擔保放款之質物或抵押物，規定其最高貸放率，因此在必要時，央行具有規定 LTV 比率之職權。

### (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，卻仍招致消費者保護之落實形同虛設的批評聲浪，因此，美國政府於金融海嘯發生

後，積極採取多項補救措施。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. 主管機關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，而金管會與央行雖有要求金融機構應充分揭露房貸利率定價、調整等相關資訊，惟並未匯集成冊。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，並強化資訊傳播的管道，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. 責成金融機構提供篇幅簡短、內容簡單易懂的資訊給借款人

由於房貸產品相關細節相當繁雜，包括保證人規定、各項費用、提前還款罰則及利息計算方式等，若借款人申辦房貸時僅能透過字體極小且字數繁多的定型化契約獲得相關資訊，恐忽略應注意風險與相關權益。因此，主管機關規範銀行於借款人申辦房貸時，附上單頁簡潔資訊內容，並由房貸承辦人員口頭予以說明，將有助於落實消費者保

護。

事實上，我國目前正朝此方向邁進，央行於 2010 年 1 月，函請銀行公會研議以簡單、清楚，易於明瞭之方式揭露房貸資訊，包括：(1)房貸貸款期間之平均利率；(2)貸款利率每上下變動 1 碼，對每期償還金額之影響；(3)利率寬限期過後，每期償還金額之變動；(4)提前還款等其他相關費用等。

3.主管機關提供互動式網頁，提高資訊傳達效果

Fed 於 2010 年 1 月正式啟用信用卡互動式網頁，藉以提高相關資訊之透明度，網頁

內容生動且豐富(註 45)。

相形之下，我國金融消費者保護主管機關網站所提供之資訊，主要以固定式的顯示方式(類似報紙)為主，使用者僅能單方面接收資訊，無法因應個人需求彈性運用。

有鑒於線上工具與資源的加值運用，有助於消費者在選擇及使用信用工具時，取得充分足夠資訊，俾作出適當抉擇，且互動式網頁尚具有因應使用者各別需求之優點，因此，我國消費者保護主管機關似可仿效 Fed 之作法，建置房貸之互動式網頁，提高資訊傳達效果。

### 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
1.穩定各地房價及房貸市場	
(1)穩定及加強二房角色功能	美國聯準會授權 NY Fed 於必要時，提供緊急專案融通(GSECF)；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；加強對二房監管；Fed 設立收購 GSEs 發行或擔保之 MBS 計畫。
(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。
2.修訂房市相關法案	
(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>	
(1) 2007 年 10 月-2008 年底	
(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線計畫。
(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。
(2) 2009 年 2 月以後	
(a)再融資計畫	協助因房價下跌，擔保品重估價值已低於房貸餘額，因而難以獲得轉貸機會的借款人取得重新融資。
(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)放寬「屋主希望貸款」辦理條件	放寬 2008 年 7 月實施的「屋主希望貸款」辦理條件，例如降低相關費用等。
(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)或法拍轉讓契約（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)。

## 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、儲蓄協會及房貸銀行等）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：Fed 非傳統融通機制簡介

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 註

- (註 1) 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。
- (註 2) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 3) 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。
- (註 4) MMMFs 的基金規模，由 1977 年 35 億美元成長至 1981 年 1,800 億美元。
- (註 5) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 6) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 7) 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%。
- (註 8) 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。
- (註 9) 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。
- (註 10) 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。
- (註 11) 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。
- (註 12) 1986 年稅法改革前，許多消費者貸款如信用卡循環利息、信用貸款、汽車貸款等，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。
- (註 13) 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。
- (註 14) 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）。
- (註 15) 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。
- (註 16) 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。
- (註 17) 更多細節詳見 2009 年 1 月 3 日柏南克於美國亞特蘭大經濟學會年會發表之演講「貨幣政策與房市泡沫」。
- (註 18) 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。
- (註 19) 淨值為負表示房屋價值低於房貸價值。

- (註 20)房地美及房利美自 2007 年第 3 季開始出現虧損，同年 11 月 21 日，房利美宣布其房貸及信用保險損失超過 20 億美元，導致當日二房股價暴跌。2008 年 7 月 10 日，前路易士聯邦準備銀行總裁 William Poole 表示，二房持有次級房貸的損失已超過 110 億美元，淨值皆轉為負值，若非國會立法承諾提供援助，恐形同破產，造成兩家機構股價大跌 15%，並波及全美股市，市場對其經營失去信心。
- (註 21)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。
- (註 22)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。
- (註 23)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。
- (註 24)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。
- (註 25)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。
- (註 26)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。
- (註 27)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。
- (註 28)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。
- (註 29)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。
- (註 30)內政部房地產景氣對策訊號分數由四項指標組成，包括素地交易量、建照執照面積、新推個案標準單價及住宅使用率。
- (註 31)2009 年 8 月為 6.13%。
- (註 32)內政部於 2009 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 2009 年 9 月 9 日業奉行政院核定。
- (註 33)2009 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。
- (註 34)建築法第 53 條規定，直轄市、縣(市)主管建築機關，於發給建造執照或雜項執照時，應依照建築期限基準之規定，核定其建築期限。前項建築期限，以開工之日起算。承造人因故未能於建築期限內完工時，得申請展期一年，並以一次為限。未依規定申請展期，或已逾展期期限仍未完工者，其建造執照或雜項執照自規定得展期之期限屆滿之日起，失其效力。
- (註 35)建築法第 54 條規定，起造人自領得建造執照或雜項執照之日起，應於六個月內開工；並應於開工前，會同承造人及

監造人將開工日期，連同姓名或名稱、住址、證書字號及承造人施工計畫書，申請該管主管建築機關備查。起造人因故不能於前項期限內開工時，應敘明原因，申請展期一次，期限為三個月。

(註 36)不動產證券化條例於 2003 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。

(註 37)根據 IMF 研究 (2008)，若短期利率維持不變，美國過去六年來的房價與住宅投資將可受到抑制。更多細節詳見 IMF 世界經濟展望(World Economic Outlook)：房地產市場與商業循環中關於「房地產市場循環改變及其對貨幣政策之意涵 (The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy)」。

(註 38)舉例來說，FHA 原本預估 FHA 專案保證貸款可協助 24 萬借款人順利轉貸，截至 2008 年底，實際成效已達 37.5 萬借款人。此外，經 FHA 保證的貸款市佔率由 2007 年 7 月 8.4%大幅成長至 2008 年 7 月的 29.1%，可見 FHA 保證機制在金融市場面臨信用緊縮時確實可發揮效果。

(註 39)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。

(註 40)本節所稱固定利率房貸產品係指貸款期間內，利率均維持固定。

(註 41)賽勒為美國總統歐巴馬競選團隊首席經濟顧問。

(註 42)例如台北富邦人壽「安泰如山」專案貸款，特色為 20 年期利率固定為 3.6%，惟未提供本金寬限期，以及限制前 3 年不得提前清償（若房貸戶欲選擇不受此限，則利率再加 1%）。

(註 43)房貸產品特色為銀行與借款人議定一利率水準，約定 5 年內房貸利率不得超過議定利率，若超過則以議定利率計息，未超過則按浮動利率計息，但借款人需額外支付一筆貸款金額 0.5%的權利金。

(註 44)請參考 2005 年 OECD 經濟展望報告 (Economic Outlook) 中，建議衡量房價泡沫之指標。房價所得比過高將導致一般家庭購屋困難而使需求下降，房價將有反轉向下的風險；房貸支出佔可支配所得比過高表示家庭負擔沉重，一旦利率上揚，恐將引發違約潮；信用擴張在推升資產泡沫化方面通常扮演重要角色，房貸佔名目 GDP 比率過高表示房貸市場信用過度膨脹，易造成泡沫化現象；一旦房價成長幅度遠高於名目 GDP 成長表示房價偏離經濟基本面，產生不合理的泡沫現象；房價租金比過高表示潛在購屋者將傾向於租房子替代購屋，此舉將減少購屋需求，進一步增加房價下跌壓力。

(註 45)網頁內容包括新法規內容、新法規對持卡人影響(相關條件與費率)、詳盡解釋帳單內容、償還試算表、快速搜尋專有名詞小辭典，以及消費信用保護法令一覽表等。

## 參考文獻

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。

林盟城，「美國房貸市場、房貸證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。

徐千婷，「美國次級房貸風暴與全球金融危機的發展、衝擊與政策應」，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，98 年 3 月。

陶慧恆、林曉伶，「金融部門之系統風險：美國次級房貸金融危機之分析」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。

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。

黃富櫻，「本次金融危機之五個重要個案分析」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。

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。

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。

- 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。
- 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。
- 潘雅慧、何慧麗，「BCBS 與 IMF 因應全球金融危機之改革措施及政策建議」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。
- Adam B. Ashcraft, Til Schuermann(2008), "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," March.
- Allen J. Fishbein, Patrick Woodall(2006), "Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders," May.
- Andreas Lehnert(2006), "Overview of U.S. Mortgage Market," Bank of International Settlements, January.
- Aaron Pressman(2008), "Community Reinvestment Act Had Nothing To Do With Subprime Crisis," BusinessWeek, September.
- Ben S Bernanke(2007), "The Housing Market and Subprime Lending," Speech at the 2007 International Monetary Conference, Cape Town, South Africa, June.
- Ben S Bernanke(2008), "Mortgage Delinquencies and Foreclosures," Speech given at Columbia Business School's 32nd Annual Dinner, New York, May.
- BIS(2002), "Housing Markets and Economic Growth: Lessons from The US Refinancing Boom," September.
- Canner, G B, E Laderman, A Lehnert and W Passmore(2002), "Does The Community Reinvestment Act(CRA) Cause Banks to Provide A Subsidy to Some Mortgage Borrowers?" Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Washington DC, 2002.
- Donald Sutherland(2009), "Monetary Policy and Real Estate Bubbles," Institute for SocioEconomic Studies, February .
- Elizabeth A Duke(2009), "Stabilizing The Housing Market - Focus on Communities," The American Bankers Association National Conference for Community Bankers, Phoenix, Arizona, February .
- Elizabeth A Duke(2009), "Consumer Protection," Testimony Before Committee on Financial Services, Federal Reserve Board, Washington DC, July.
- Federal Reserve Board(2008), "Highlights of Final Rule Amending Home Mortgage Provisions of Regulation Z (Truth in Lending)," July.
- Glaeser, E L, J Gyourko and A Saiz(2008), "Housing Supply and Housing Bubbles," NBER Working Papers No 14193, July.
- Glenn Yago and James R. Barth(2008), Demystifying The Mortgage Meltdown:What It Means for Main Street, "Wall Street and the U.S. Financial System, Milken Institute, October.
- Hans-Joachim Dubel(2007), "The U.S. Mortgage Market Crisis- Empirical Analysis and Implications for Germany," The German Association of Private Building Societies.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University(2008), The State of the Housing Studies.
- John Wiley & Sons(2009), "The Rise and Fall of U.S. Mortgage and Credit Markets-A Comprehensive Analysis of The Meltdown," Milken Institute Publication.
- John Kiff and Vladimir Klyuev(2009), "Foreclosure Mitigation Efforts in The United States : Approaches and Challenges," IMF Staff Position Note SPN/09/02, February.
- Keith S. Ernst(2009), "Current Trends in Foreclosure and What More Can Be Done To Prevent Them," Testimony Before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, July.
- Luci Ellis(2008), "The Housing Meltdown : Why Did It Happen in The United States?," BIS Working Papers N259, September.
- Larry Cordell, Karen Dynan, Andreas Lehnert, Nellie Liang, and Eileen Mauskopf(2008), "The Incentives of Mortgage Servicers: Myths and Realities," Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington DC, September.
- Loa Keenan(2008), "The Rebirth of FHA," Harland Financial Solutions, December.
- Lawrence H. White(2008), "How Did We Get into This Financial Mess," Cato Institute Briefing Paper No. 110, November.

- Michael Lea(2008), "Lessons Learned from The U.S. Mortgage Market Crisis," 11th Conference on Banking Supervision, Guatemala City, Guatemala, November.
- Michelle J. White(2008), "Bankruptcy: Past Puzzles, Recent Reforms, and The Mortgage Crisis," NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, December.
- Randall S Kroszner(2008)," Federal Housing Administration Housing Stabilization and Homeownership Act," Testimony Before The Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives , April.
- R. Cardarelli and D. Igan(2008), "The Changing Housing Cycle and The Implications for Monetary Policy," World Economic Outlook, Chapter3, April.
- Steven G. Jerstad and Vernon L. Smith(2009)," From Bubble to Depression," Wall Street Journal, April.
- Souphala Chomsisengphet, Anthony Pennington-Cross(2006)," The Evolution of The Subprime Mortgage Market," Federal Reserve Bank of St. Louis Review,88(1), pp. 31-56, January/February.
- U.S Department of Housing and Urban Development(2006), "Evolution of U.S Housing Finance System : Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets," April .
- Treasury Department(2009), "Homeowner Affordability and Stability Plan Fact Sheet," January.

(本文完稿於 99 年 3 月，作者為本行業務局辦事員)