

# 美國金融機構事件與 次級房貸危機動向分析

彭 德 明

## 摘 要

本文從最近抵押貸款銀行 IndyMac 倒閉事件與房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)兩大房貸機構股價重挫事件，討論美國次級房貸危機的動向，並及於美國政府針對該危機所採取的政策行動。

今年第 1 季 FDIC 的資料顯示，美國要保金融機構的營運情況不佳，包括要保金融機構盈餘大量萎縮、貸款損失準備(loan-loss provisions)提列金額繼續攀升等。

今年第 1 季底，房利美與房地美兩大房貸機構的債務餘額為 1.6 兆美元，而所保證的 MBS 餘額為 3.7 兆美元，合計達 5.3 兆美元。但其經營未兼顧風險考量，致其核心資本占

其持有或保證的房貸債權不到 2%，幾等同於高槓桿機構。一旦國內利率開始上升，市場情勢反轉，且資產價格不斷下挫，容易導致可觀的損失，進而動搖市場參與者的信心。

由於美國房屋價格年增率仍持續下滑、次級房貸違約率繼續攀升、次級房貸擔保證券指數呈下跌趨勢，因此短期內美國次級房貸危機仍難獲得解決，今年美國股市的動向恐將繼續受到該危機的影響。

未來聯準會的政策方向，似將以解決次級房貸問題優先於控制通貨膨脹為其考量基礎。聯準會應會繼續提供必要資金，以協助受困的金融機構與其他相關業者。

## 一、前 言

今(2008)年以來，有兩大因素影響美國股市表現，其一為國際油價持續上漲，有造成通貨膨脹並減緩經濟成長之虞，其二則為一年以來美國次級房貸危機仍然存在，且不時傳出若干金融與房貸機構發生經營危機的問

題，不利於金融穩定與經濟表現。本文從最近抵押貸款銀行 IndyMac 倒閉事件與房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)兩大房貸機構股價重挫事件，討論美國次級房貸危機的動向，並及於美國政府針對該危機所採取

的政策行動。

以下茲就 IndyMac 倒閉事件與美國的問題銀行、房利美與房地美的問題、美國次級

房貸危機的動向、美國政府在次級房貸風暴中的政策行動等順序分節說明。

## 二、IndyMac 倒閉事件與美國的問題銀行

### (一) IndyMac 的倒閉

今年 7 月 11 日，美國 IndyMac 因受到次級房貸風暴的影響，陷入經營危機而倒閉，美國聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)隨即接管該銀行。

IndyMac 正式的名稱為全國獨立抵押貸款公司(Independent National Mortgage Corporation)，該銀行提供有關購置與修繕等的相關房屋貸款業務，主要為介於優級與次級房貸之間的準優級貸款(Alt-A mortgage loan) (註 1)，也發行以房貸與消費者信用為基礎的資產擔保證券。

美國次級房貸風暴的影響，使得 IndyMac 陷入經營危機，而整體信用市場緊縮更導致 IndyMac 無法取得融資。今年 6 至 7 月間，銀行顧客共提領 13 億美元的存款，最後引發流動性危機，宣布倒閉。IndyMac 總資產約 320 億美元，存款 191 億美元，是美國歷來規模第 2 大的銀行倒閉案，僅次於 1984 年資產 400 億美元的伊利諾大陸銀行(Continental Illinois)倒閉案。IndyMac 也是今年來美國第 5 家倒閉的銀行，從 2005 年到 2007 年則有 3 家銀行倒閉。

### (二) 美國的問題銀行

由於 IndyMac 的資產規模不小，因此其倒閉也引起關注，特別是有關美國銀行體系是否能夠承受次級房貸風暴與經濟衰退的襲擊。根據 FDIC 所發行的「FDIC 季刊」(FDIC Quarterly)，今年第 1 季列於 FDIC 內部名單上的問題銀行家數為 90 家，資產總額為 263 億美元，較去年第 4 季的 76 家或 222 億美元為高。此處的問題銀行係指因財務、營運或管理等方面嚴重不足而影響存續的金融機構(註 2)。

但證諸其後 7 月 11 日倒閉的 IndyMac 資產規模即高達 320 億美元，FDIC 對外公開的問題銀行資產總規模偏低，應係避免一般大眾恐慌而為之，其正確性恐有待商榷。或許因為如此，美國媒體報導，有市場專家認為全美真正的問題銀行可高達 150 至 300 家之多。

此外，FDIC 並不透露該 90 家問題銀行的名稱，但民間網站 The Bank Implode-O-Meter 則根據銀行本身公布或媒體披露訊息，不時公布一份資產減損(writedowns)或處於困難狀態(distress)的全球銀行觀察名單，茲列示於后：

表 1 The Bank Implode-O-Meter 全球銀行觀察名單

單位:億美元

	Writedowns	Capital Raised and Loss Provisions	Level III Assets	Date
Citigroup	833	360	227	7/18
Merrill Lynch	472.5	344	--	7/17
JP Morgan Chase	110	--	60	7/17
Wells Fargo	29	0	230	7/16
US Bankcorp	16	--	--	7/15
National City	2	--	--	7/14
Lehman Brothers	72	60	420	7/11
Wachovia	68	105	304	7/10
Bank of America	44	--	314	7/08
Barclay's PLC	64	78	--	6/30
HBOS PLC	25	40	--	6/25
Canadian IBC	67	--	--	6/23
Morgan Stanley	232	--	--	6/19
Fifth Third Bankcorp	1.55	20	--	6/18
Goldman Sachs	62	--	--	6/17
Washington Mutual	16	--	--	6/14
Royal Bank Scotland	36	240	--	6/04
Societe Generale SA	137	85	--	6/04
BNP Paribas	25	0	--	6/04
UBS	450	415	--	6/01
Royal Bank of Canada	14	--	--	5/29
Bank of Montreal	6.11	--	--	5/29
Mizuho MFG	54	--	--	5/22
Bayern LB	98	--	--	5/19
WestLB AG	48	--	--	5/19
Natixis	34	--	--	5/19
HSBC Bank PLC	66	--	--	5/19
Credit Agricole SA	138	--	--	5/12
Credit Suisse	59.5	--	--	5/02
Deutsche Bank	186	--	--	5/02
Mitsubishi FG	7.6	--	--	4/23
SunTrust	7.2-15	--	--	4/13
Bank of NY Mellon	1.18	--	--	4/09
Sovereign Bankcorp	15.8	--	--	4/08
IKB	129.1	--	--	3/20
DZ Bank AG	21	--	--	3/07
HSBC	265	--	--	3/05
Commerzbank	8.55	--	--	2/15

資料來源：The Bank Implode-O-Meter (<http://bankimplode.com/>)。

註：Level III Assets 這一類的資產包括私募股權基金投資、與資產有關的擔保證券、衍生性金融商品等，具有風險性高、訂價不易等特性，須經由評量方法或技術以決定其價格。

### (三) 美國金融機構營運情況

除了問題銀行家數增多以外，根據FDIC的「銀行營運季報」(Quarterly Banking Profile)，今年第1季的資料顯示，美國要保金融

機構的營運情況不佳，包括要保金融機構盈餘大量萎縮、貸款損失準備(loan-loss provisions)提列金額繼續攀升等。

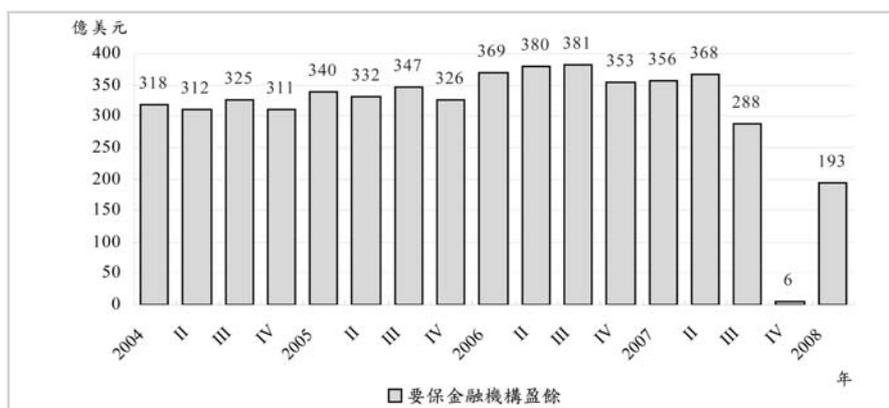
#### 1. 要保金融機構盈餘大量萎縮

表 2 FDIC 要保金融機構資產報酬率

年/季	所有要保機構	資產規模			
		小於 1 億美元	1 億至 10 億美元	10 億至 100 億美元	大於 100 億美元
2008/I	0.59	0.74	0.80	0.76	0.53
2007/I	1.21	0.86	1.09	1.15	1.24

資料來源：Quarterly Banking Profile, FDIC。

圖 1 2004 年以來各季 FDIC 要保金融機構



資料來源：Quarterly Banking Profile, FDIC。

房地產資產品質持續惡化，嚴重影響要保金融機構的業績。今年第 1 季平均資產報酬率僅為 0.59%，不但低於去年同期的 1.20% (表 2)，而且也是 1991 年第 4 季以來次低的報酬率。全體要保金融機構盈餘僅為 193 億元，較去年同期減少 163 億美元(圖 1)，其中資產總值大於 100 億美元的金融機構中，有 62.4% 的機構淨利下降，而 4 家大型金融機構淨利下降的總和超過全體淨利下降的一半，顯示盈餘的縮減集中在大型金融機構身上。

## 2. 貸款損失準備提列金額繼續攀升

金融機構盈餘下降主要為貸款損失準備

的提列金額持續增加所致。今年第 1 季要保金融機構提列 371 億美元，為去年同期 92 億美元 4 倍之多(表 3)。如此規模的貸款損失準備侵蝕了該季營業收入淨額的 24%，遠高於去年第 1 季的 6%。

另一方面，新近公布的資料顯示，若干主要商業銀行的獲利情況皆高於預期，例如，7 月 20 日美國商業銀行(Bank of America)公布第 2 季獲利 34.1 億美元，每股盈餘 72 美分，高於原先預期的 53 美分，而 7 月 17、18 日富國銀行(Wells Fargo)、摩根大通銀行(JPMorgan Chase)與花旗集團(Citigroup)所公

表3 FDIC 要保金融機構貸款損失準備之變動

單位：億美元						
年/季	2007	2006	變動	2008/I	2007/I	變動
貸款損失準備	690.3	295.5	133.7%	371.2	91.9	303.9%

資料來源：Quarterly Banking Profile, FDIC。

布的第2季財報也較預期佳，因此出現美國5大銀行中，有4家銀行業績高於預期的情況，對美國股市產生鼓舞激勵的效果。但值得注意的地方，為美國商業銀行、富國銀行與摩根大通銀行第2季淨利仍較去年同期分

別下降41%、21%與53%，而花旗集團則出現淨損25億美元。至於美國第4大銀行美聯銀行(Wachovia)，其第2季出現鉅額虧損89億美元。

### 三、房利美與房地美的問題

7月10日起，由於美國兩大房貸機構房利美與房地美財務狀況不佳再度浮現，使得兩家機構股價連續3天重挫，並引發美國股市全面下跌，亞洲各國股市也紛紛受到影響。7月15日，房地美與房地美的股價較去年底下挫的幅度，分別達到76%與79%，引起關注。

#### (一) 房利美與房地美的功能簡述

房利美與房地美的正式名稱分別為聯邦國民抵押協會(Federal National Mortgage Association, FNMA)與聯邦住宅抵押貸款公司(Federal Home Loan Mortgage Corp, FHLM)，為經美國國會立法，特許成立的房屋貸款機構，其主要任務有二，其一為發行債務證券(debt securities)籌措資本，並用以購買美國房

屋貸款債權，其二為將房貸債權證券化成為房屋抵押貸款擔保證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)，並對所發行的MBS提供本金或利息的保證。

透過上述過程，承做房貸的機構(如商業銀行、儲蓄貸款協會、抵押貸款銀行)因轉售原始房貸債權予兩家機構而可取得充裕的資金，繼而購進兩家機構所發行之債務證券或MBS，毋須自己承擔未經標準化且流動性低的原始房貸債權風險。又因房利美與房地美本身擁有半官方的地位，且所收購的房屋貸款債權為符合規定的合格貸款(conforming loan)，其債務乃被外界視為具備隱含性官方保證(implicit government guarantee)的特性，因此所發行的債務憑證與各式MBS頗受美國

國內與海外投資者歡迎，經年累月下來，創造可觀的營運規模，且有助於美國房地產市場的發展。根據美國聯邦住宅企業監督局(Office of Federal Housing Enterprise Office, OFHEO)之資料，今年第 1 季底，房利美與房地美兩家機構的債務餘額為 1.6 兆美元，而所保證的 MBS 餘額為 3.7 兆美元，合計達 5.3 兆美元(註 3)，規模十分龐大。另據美國資金流量統計，今年第 1 季底，機構或政府支持企業所發行的擔保證券(Agency- and GSE-backed Securities)最大持有者，為美國海外的投資者與美國各商業銀行，分別達 1.5 兆與 1 兆美元之鉅。再次為美國家庭部門，達 8,437 億美元。

### (二) 避險基金的營運模式

雖然房利美與房地美擁有優越的地位，但也因而潛藏不易為外界所知的問題。在美國房地產市場十分興旺時期，兩家機構以其本身所具有的半官方地位，及運用當時美國低利率環境，持續發行低利率債務證券借入資金，購入可觀的房貸債權，再將之證券化為 MBS，並提供保證。惟在此過程中，卻忽略了風險的問題，兩家機構的核心資本占其持有或保證的房貸債權不到 2% (註 4)，幾等同於高槓桿機構(highly leveraged institutions)。一旦國內利率開始上升，市場情勢反轉，且資產價格不斷下挫，容易遭致可觀的損失，自去年第 3 季至今年第 1 季兩家機構持續發生虧損，合計淨損金額達 111 億美元(註

5)，因而動搖市場參與者的信心。美國前財政部長史諾(John Snow)在不久前即直指兩家機構此等的營運方式為「避險基金模式」(hedge fund model)(註 6)，多年來潛藏了高度的危險性。

### (三) 審核過程等其他問題

房利美與房地美也有其他的問題。例如，兩家機構雖然係以合格貸款為購入標的，但其審核與評估的過程並非毫無可議之處。兩家機構本應仰賴獨立的專家進行房貸債權評估，以做為是否向房貸機構購入的決策基礎。但實際上並非如此，而是經常以承做房貸的房貸機構的評估為準。在美國房地產市場興旺時期，不少房貸機構為了爭取業績，在承攬業務的過程當中，有意忽略應有的審核程序或甚至出現假造相關文件的情事發生。有鑑於此，美國紐約州檢察總長柯謨(Andrew Cuomo)於去年 11 月發出傳票調查該兩家機構。今年 3 月初該兩家機構與檢察總長柯謨及 OFHEO 達成「住宅價值保護與合作協議」(Home Value Protection and Cooperation Agreement)，承諾不再購入經由房貸機構或其分支機構評估的房貸債權，並提撥資金建立獨立的房屋評價制度。又如，OFHEO 於 2003 年調查發現房利美內部有嚴重的貪腐行為且違反會計準則，最後對房利美罰款的金額高達 4 億美元(註 7)。

兩家機構所具備的隱含性官方保證特性，導致隱含性道德風險(implicit moral haz-

ard)，外界過於信任該兩家超大型機構，以致於一直忽視其本身潛伏的問題，在兩年前，即有學者認為房利美與房地美終將發生問題(註 8)。惟另一方面，雖然兩家機構本身的因

素難辭其咎，但市場大環境不佳，容易遭到連帶拖累，使其面臨嚴重的問題，也是相當重要的因素，此為下節討論的重點。

#### 四、美國次級房貸危機的動向

資料顯示，美國房屋價格年增率仍持續下滑、次級房貸違約率繼續上升、次級房貸擔保證券指數呈下跌趨勢等，因此短期內次級房貸危機難獲解決，今年美國股市的動向仍將繼續受到該危機的影響。以下以該 3 個因素為指標簡述於后：

##### (一) 美國房屋價格年增率持續下滑

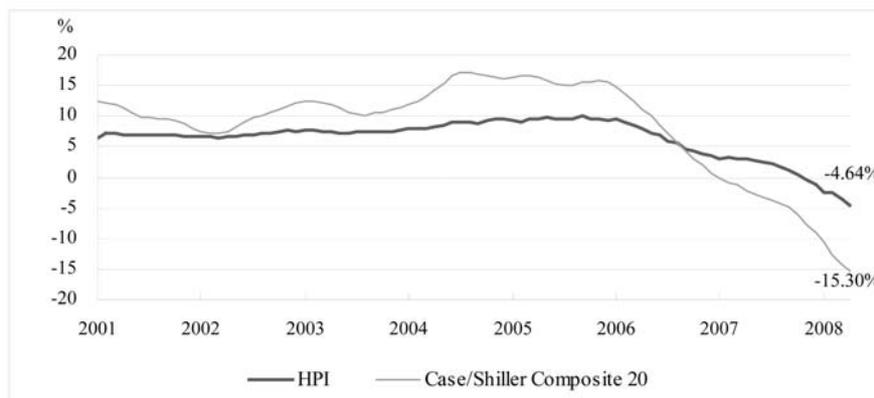
圖 2 為以兩種常用房屋價格指數計算的各月美國房屋價格年增率，其中一種根據 OFHEO 所編製的房屋價格指數(House Price Index, HPI)計算，另一種則根據標準普爾公司所編製的 Case/Shiller 美國 20 大城市房屋價

格指數(Case/Shiller Composite 20)計算。根據該圖，2006 年初起，美國房屋價格年增率不斷下滑，至 2008 年 4 月 HPI 與 Case-Shiller Composite 20 年增率分別為-4.64%與-15.30%，未見緩和。

##### (二) 次級房貸違約率繼續上升

除了房屋價格年增率持續下滑以外，美國次級房貸的違約率也不斷上升，原因之一為在以往低利率環境且房屋市場前景看好的情況下，金融機構與其他房貸機構為了創造更大的業務收入，提出各種條件十分誘人的浮動利率房屋貸款(Adjustable Rate Mortgages,

圖 2 2001 年以來各月美國房屋價格年增率



資料來源：Office of Federal Housing Enterprise Office 與 Standard & Poor's。

表 4 2003 年以來美國房屋貸款違約率

	單位：%			
	優級房貸/所有房貸	次級房貸/所有房貸	優級房貸/浮動利率房貸	次級房貸/浮動利率房貸
2003/I	4.85	13.04	3.16	13.65
II	4.97	12.35	3.16	13.15
III	4.65	11.74	2.83	12.53
IV	4.49	11.53	2.81	12.90
2004/I	4.46	11.66	2.28	10.99
II	4.56	10.47	2.26	10.12
III	4.54	10.74	2.23	10.40
IV	4.38	10.33	2.11	9.83
2005/I	4.31	10.62	2.06	10.25
II	4.34	10.33	2.19	10.04
III	4.44	10.76	2.30	10.55
IV	4.70	11.63	2.54	11.61
2006/I	4.41	11.50	2.30	12.02
II	4.39	11.70	2.70	12.24
III	4.67	12.56	3.06	13.22
IV	4.95	13.33	3.39	14.44
2007/I	4.84	13.77	3.69	15.75
II	5.12	14.82	4.15	16.95
III	5.59	16.31	5.14	18.81
IV	5.82	17.31	5.51	20.02
2008/I	6.35	18.79	6.78	22.07

資料來源：Bloomberg (轉取自 Mortgage Bankers Association)。

ARMs)，以積極爭取客戶，但也使得信用不佳的借款者可以輕易參與房市，為其後埋下危機的種籽。今年第 1 季美國次級房貸餘額估計約為 1.6 兆美元，其中 50% 為 ARM 的 (註 9)。

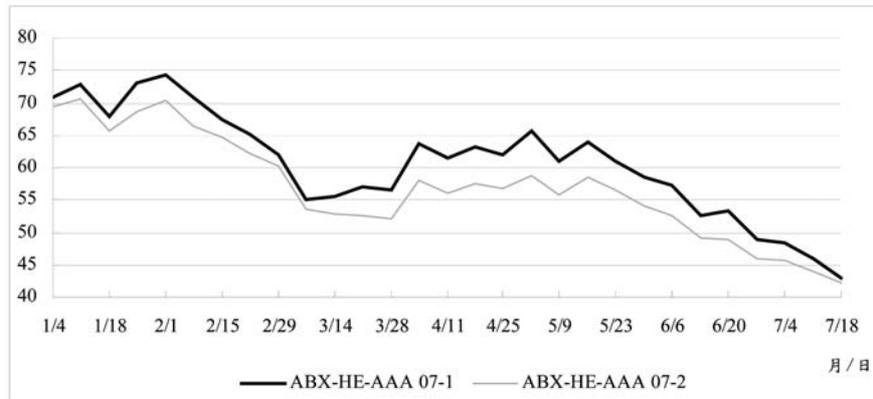
表 4 列示 2003 年以來美國房屋貸款違約率的變化情形。根據該表，優級房貸違約的部分，不論是占有所有房貸或所有浮動利率房貸的比重雖有上升，但幅度尚稱緩和，至今年第 1 季分別為 6.35% 與 6.78%。另一方面，違約的次級房貸占有所有房貸或所有浮動利率房貸的比重則不但持續上升，而且相當高，

至今年第 1 季分別為 18.79% 與 22.07%，顯示美國次級房貸危機尚未停止，仍有可能繼續惡化。

### (三) 次級房貸擔保證券(ABX)指數呈下跌趨勢

ABX 指數為由與次級房貸抵押貸款有關的信用違約交換(Credit Default Swap, CDS) (註 10) 所衍生出來的指數商品。每一種指數背後包含 20 種與次級房貸有關的證券商品系列，而每一證券系列的比重皆為 5%。一般而言，當 ABX 指數上升時，代表其背後與次級房貸有關的證券資產價值上升、風險降低，

圖 3 今年以來各週 ABX 指數之變動



資料來源：Bloomberg。

且市場情勢改善，而若ABX指數下降，則表示與次級房貸有關的證券資產價值減少、風險提高，且市場情勢轉壞，因此可充當觀察次級房貸動向的指標。ABX 指數在今年有4組，分別為06-1、06-2、07-1與07-2，每組有5個系列(tranches)，包括AAA、AA、A、BBB、BBB，代表不同的投資評等等級。06、07為年份，即2006及2007年發行的次

級房貸擔保證券(註11)。

圖2為今年以來兩個等級為AAA的ABX指數週資料變化趨勢，根據該圖，該兩檔ABX指數從年初的接近70，下降至7月中旬的42左右，顯示7個多月以來，與次級房貸有關的證券市場呈現走下坡的趨勢，且綜合價格下跌幅度為40%，市況並無好轉。

## 五、美國政府在次級房貸風暴中的政策行動

美國財政部與聯邦準備理事會(聯準會)等政府機構自2007年起，即不斷針對次級房貸問題及其後爆發的危機採取各項政策行動。2007年1至7月間聯準會等較著重於與金融交易制度、消費者保護、監理制度等改進措施。到了7月底8月初因次級房貸問題擴大，使得美國股市重挫，並波及全球各地，聯準會乃擴大公開市場操作並調降主要

信用利率(即一般所稱之貼現利率)等。其後至2008年間，聯準會連續調降聯邦資金利率目標並新創各種短期融通機制，且協同主要國家央行聯手調節市場，成立換匯機制等。財政部也與聯準會密切配合，研擬強化金融監理方案、協助貝爾斯登(Bear Stearns)購併案，以及提出拯救房利美及房地美兩家房貸機構的方案等，詳細內容與時程列於表5與表6

表 5 2007 年美國政府在次級房貸危機的政策行動

日期	主要內容
1 月 5 日	聯準會與 FDIC、OCC、OTS、SEC 等機構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。
4 月 17 日	聯準會與 FDIC、NCUA、OCC、OTS 等機構發表聯合聲明，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。
5 月 31 日	聯準會與 FDIC、NCUA、OCC、OTS 等機構發表共同說明，以協助金融機構實施「非傳統性抵押商品風險準則」中有關消費者保護的部分。
6 月 29 日	聯準會與 FDIC、NCUA、OCC、OTS 等機構針對次級房貸發表聯合聲明，要求金融機構應以審慎安全、健全與消費者保護標準等為原則確保借款者依其還款能力借取所需資金。
7 月 17 日	聯準會與 FDIC、OTS、FTC、CSBS、AARMR 等機構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。
8 月 7 日	聯準會維持聯邦資金利率目標於 5.25% 水準，但在新聞稿中首度表示「最近數週金融市場波動起伏，部分家庭與企業信用緊縮，且房屋市場正進行調整中」等字句。
8 月 9 日	聯準會針對次級房貸風暴採取公開市場買入操作，釋放資金緩和金融市場流動性不足問題，其買進標的包括政府保證之不動產抵押證券。
8 月 10 日	聯準會發布新聞稿說明採取公開市場操作的理由為「提供流動性以促進金融市場有秩序的功能」與「維持聯邦資金目標利率於 5.25% 的水準」，並認為「貨幣市場與信用市場脫節可能會使存款機構產生不尋常的資金需求」。
8 月 17 日	聯準會宣佈將主要信用利率由原先的 6.25% 降至 5.75% 的水準，主要目的為「恢復金融市場的秩序功能」，並「縮小主要信用利率與聯邦資金利率目標之間的差距」。事實上理事會也將次要信用利率由 6.75% 降至 6.25%，次要信用為聯準會因應發生財務危機的貼現窗口機制，但聯準會在新聞稿中未予提及該同步調降措施。FOMC 也發表聲明表示，「將採取必要行動以降低金融市場紛擾對經濟體系的負面影響」。
9 月 18 日	聯準會降低聯邦資金利率目標 1 碼至 4.75%。
10 月 31 日	聯準會降低聯邦資金利率目標 1 碼至 4.5%，係 2007 年 9 月以來第 2 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 5.00%。
12 月 11 日	聯準會降低聯邦資金利率目標 1 碼至 4.25%，係 2007 年 9 月以來第 3 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 4.75%。
12 月 12 日	聯準會推出短期資金標售機制(Term Auction Facility, TAF)，並與加拿大央行、歐洲央行、英格蘭銀行及瑞士央行共同發佈聯合干預措施。聯準會另與歐洲央行及瑞士央行分別簽定 200 億美元及 40 億美元的換匯協定。

資料來源：根據各官方網站整理。

註：AARMR (American Association of Residential Mortgage Regulators，美國住宅房屋貸款監理者協會)、CSBS (Conference of State Bank Supervisors，州立銀行監理者會議)、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation，聯邦存款保險公司)、FOMC (Federal Open Market Committee，聯邦公開市場委員會)、FTC (Federal Trade Commission，聯邦交易委員會)、NCUA (National Credit Union Administration，信用合作社管理局)、OCC (Office of the Comptroller of the Currency，通貨監理局)、OTS (Office of Thrift Supervision，儲蓄機構監理局)、SEC (Securities and Exchange Commission，證券交易委員會)。

表 6 2008 年美國政府在次級房貸危機的政策行動

日期	主要內容
1 月 22 日	聯準會降低聯邦資金利率 3 碼至 3.50%，係 2007 年 9 月以來第 4 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 4%。
1 月 24 日	美國總統布希與國會領袖針對總額 1,500 億美元之經濟振興方案達成協議，準備為多數納稅人退稅，每名納稅人最高 600 美元，夫妻同時工作者 1,200 元，小孩每人 300 每元。
1 月 30 日	聯準會降低聯邦資金利率 2 碼至 3.00%，係 2007 年 9 月以來第 5 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 3.50%。
3 月 7 日	聯準會進行 28 天期之長天期附買回操作 1,000 億美元。
3 月 11 日	聯準會等 5 大央行共同宣布繼續採行聯合干預措施，提供市場必要的流動性，另聯準會採短期融券機制(Term Securities Lending Facilities, TSLF)，同意主要交易商以流動性不佳之證券交換政府債券，期限 28 天，費用由標售決定。聯準會第 2 度與歐洲央行及瑞士央行分別簽定 100 億美元及 20 億美元的換匯協定，換匯總額度分別達 300 億美元及 60 億美元。
3 月 13 日	貝爾斯登通知聯準會及財政部，稱該公司的資金部位嚴重惡化，若無法獲得其他資金來源，該公司將於次日進行破產申請。
3 月 13 日	財政部與聯準會公佈強化金融監理方案，將加強監管貸款銀行、房貸經紀商及債信評等機構，以恢復投資人對房貸業的信心，重建信用危機重創的金融服務業。總統金融市場工作小組建議方案的主要重點包括，要求聯邦及州主管官員加強對房貸業者的監督，以及建立房貸經紀商的全國發照標準。
3 月 14 日	聯準會與財政部緊急會商後，同意由摩根大通銀行對貝爾斯登提供短期融通。
3 月 16 日	聯準會召開臨時會議，宣佈調降貼現率 1 碼至 3.25%，於 3 月 17 日生效，使得貼現率與聯邦資金利率目標的差距由 50 個基本點縮小為 25 個基本點。主要融通期限亦由 30 天延長為 90 天。
3 月 16 日	聯準會再度使用緊急授權，新創對主要交易商的融通機制(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)，同意主要交易商比照存款機構使用貼現窗口融通條件，向聯準會直接申請融通。
3 月 16 日	聯準會同意提供 300 億美元短期資金，襄助摩根大通銀行收購貝爾斯登，並同意以貝爾斯登的資產做為擔保品。
3 月 18 日	聯準會降低聯邦資金利率目標 3 碼至 2.25%，係 2007 年 9 月以來第 6 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 2.50%。
4 月 30 日	聯準會降低聯邦資金利率目標 1 碼至 2.00%，係 2007 年 9 月以來第 7 度調降聯邦資金利率目標，貼現率同步調降至 2.25%。
5 月 2 日	聯準會、歐洲央行及瑞士央行聯合宣布擴大流動性操作。聯準會並第 3 度與歐洲央行及瑞士央行分別簽定 200 億美元及 60 億美元的換匯協定，換匯總額度分別達 500 億美元及 120 億美元，同時放寬 TSLF 的擔保品規定。
7 月 7 日	聯準會與 SEC 簽署備忘錄，強化雙方資訊交換與合作，期能更善盡職責。
7 月 11 日	美國抵押貸款銀行 IndyMac 宣告倒閉，OTS 當天宣佈由 FDIC 接管，改名為 IndyMac 聯邦銀行。
7 月 11 日	國會參議院通過 3,000 億美元的房貸緊急紓困法案。
7 月 13 日	財政部及聯準會提出拯救房利美及房地美兩家房貸機構的方案，將要求國會授權無限限制購買兩家機構的股票，並可能將兩家機構的信用額度提高到 3,000 億美元，聯準會也授權該兩家機構可以直接向紐約聯邦準備銀行借貸貼現窗口資金。
7 月 14 日	聯準會通過房貸放款的新規範，新法立意著重於保障消費者免於受到不實房貸放款實務的欺騙，主要措施包括強制要求銀行業者須確實完成貸款戶的財力徵信作業、規範業者不得設立提前清償罰則與要求不動產鑑價師必須按實鑑價。新措施規範對象為承做房貸業務的所有放款機構，不單僅針對受聯準會監管的銀行。
7 月 16 日	SEC 頒布緊急命令，禁止市場針對包括房利美及房地美在內等共 19 檔金融股進行無券放空(naked shorting)交易，且不排除適用於所有上市股票。
7 月 23 日	國會眾議院通過 3,000 億美元的新房貸擔保，預計受惠家數達 40 萬戶。

資料來源：根據各官方網站整理。

註：FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation，聯邦存款保險公司)、OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight，聯邦住宅企業監督局)、OTS (Office of Thrift Supervision，儲蓄機構監理局)、SEC (Securities and Exchange Commission，證券交易委員會)。

之 2007 與 2008 年美國政府的政策行動。

至於未來貨幣政策的動向，聯準會面臨兩難困局，若其採取寬鬆的貨幣政策，降低利率並保持市場資金充裕，以因應次貸風暴所帶來的流動性危機與信用危機，卻又適逢國際能源與原物料價格上漲，則無可避免會

使得民間通貨膨脹預期升高，不利於經濟穩定，而若針對國際能源與原物料價格上漲採取較為緊縮的貨幣政策，則流動性問題可能使得次貸風暴進一步惡化，有導致全面性金融危機之虞。

## 六、結 論

今年以來，美國次級房貸危機仍然存在，且不時傳出若干金融與房貸機構發生經營問題，不利於金融穩定與經濟表現。由於美國房屋價格年增率仍呈持續下滑、次級房貸違約率繼續攀升、次級房貸擔保證券指數呈下跌趨勢，因此短期內美國次級房貸危機仍然獲得解決，今年美國股市的動向恐將繼續受到該危機的影響。

本文認為，未來聯準會的政策方向，似將以解決次級房貸問題優先於控制通貨膨脹為其考量基礎，原因在於若未能控制次貸風暴的範圍，則因系統性危機所引發的社會成本，將遠高於 1980 年代末期至 1990 年代初期的美國儲貸協會危機(savings and loan crisis)(註 12)，且其強大的負面衝擊將傳遞至全球

各地，影響過於深遠，聯準會難以坐視，而會盡全力提供必要資金，以協助受困的金融機構與其他相關業者。

另一方面，最近美國國會參眾兩院通過金額高達 3,000 億美元的房貸紓困方案，該案重點為由美國聯邦住宅管理局(Federal Housing Administration)提供擔保，使難以負擔房貸的房屋所有者能與房貸業者重新協商，轉換為負擔較輕的 30 年期固定利率房貸。國會並授權財政部可無限制挹注房利美與房地美，且美國政府將成立一獨立機構負責監管該兩家機構與其他與房地產有關的政府支持企業。就此發展趨勢來看，美國國會與行政部門的共識一致，應對解決次級房貸風暴及其衍生的各種問題有相當大的助益。

## 附 註

(註 1) 準優級房貸為介於優級房貸與次級房貸的房屋貸款，此類借款者的信用紀錄良好但未符合優級房貸若干條件要求，因此其信用品質居於兩者之間。

(註 2) 可參閱 Luhby (2008)的說明。

(註 3) 見 Lockhart III (2008, p1)。

- (註 4) Lockhart III (2008, p7)。
- (註 5) Lockhart III (2008, p.19)
- (註 6) Bloomberg (2008)。另 OFHEO 局長 Lockhart III 最近從房利美與房地美的問題檢討美國房貸市場風暴(Lockhart III, 2008)，其中提及的 3 大教訓之一，為金融機構過於順著信用循環操作的行為(procyclical behavior during credit cycle)，導致過於寬鬆的承貸與保證標準以及錯誤地風險訂價，使風險不斷地累積，終至產生問題。
- (註 7) 有關此一方面問題的討論，可參閱 Yallapragada (2007)。
- (註 8) 可參閱 Roubini (2006)。
- (註 9) 根據美國資金流量統計，今年第 1 季美國家庭房貸負債餘額為 10.6 兆美元，再據 Agarwal 與 Ho (2007) 認為次級房貸比重約為 15%，且次級房貸中約有 50% 屬於 ARM 的，因此次級房貸餘額與次級房貸 ARM 應分別為 1.6 兆與 7,900 億美元左右。
- (註 10) CDS 為一種信用衍生性金融商品，可供放款者與債券持有者等信用提供者規避信用風險。例如，假設某銀行持有風險性較高的貸款債權，為了規避倒帳風險，該銀行可與願意承接風險的機構簽訂契約，銀行根據該契約定期給予一筆固定權利金(premium payment)予對方，而在該契約到期日前，如果該銀行發生貸款債權無法回收的情況，對方依當初約定支付銀行一定的金額。
- (註 11) 以 ABX-HE-AAA 07-1 為例，ABX：Asset-Backed Index，HE: Home Equity Loan，AAA：AAA 級，07-1：2007 年第 1 組。
- (註 12) 根據美國國家審計總署(當時名稱為 General Accounting Office，後更名為 Government Accountability Office, GAO)估計(United States General Accounting Office, 1996)，美國儲貸危機的直接與間接成本合計為 1,600 億美元左右，其中約 1,320 億美元由全美納稅人負擔。根據 IMF(2008)的估計，美國次貸危機的總成本將接近 1 兆美元之鉅，

## 參考文獻

- Agarwal, S. and T. Ho (2007), "Comparing the Prime and Subprime Mortgage Markets," *Chicago Fed Letter* No. 241, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Bloomberg (2008), "Snow Says Fannie Mae, Freddie Mac Followed Hedge Fund Model," *Bloomberg Newswire*, July 11.
- Federal Deposit Insurance Corporation (2008), *Quarterly Banking Profile: First Quarter 2008*, *FDIC Quarterly* 2-2, Federal Deposit Insurance Corporation.
- IMF (2008), *Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund.
- Lockhart III, J. B. (2008), *Lessons Learned from Mortgage Market Turmoil*, Paper Presented at the 44th Annual Conference on Bank Structure and Competition, May 16.
- Luhby, T. (2008), "Bank Problem List: What It Means," *Mortgage Meltdown Special Report*, CNNMoney, July 18.
- Roubini, N. (2006), "Bob Shiller is Sharply Shrill ... and the Risks of a Housing-Led Systemic Financial Crisis," *RGE Monitor*, ([Http://www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)), Aug 30.
- United States General Accounting Office (1996), *Report to the Congress: Financial Audit-Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statement*, United States General Accounting Office.
- Yallapragada, R. (2007), "There Is No Accounting for Fannie Mae," *Journal of Business & Economic Research* 5-7, 65-69.

(本文完稿於 97 年 7 月，作者為本行經濟研究處副研究員。)