

The background of the cover is a low-angle photograph of several tall skyscrapers reaching towards a bright light source at the top center, creating a dramatic perspective. The buildings have a grid-like facade. A dark blue horizontal band is positioned across the middle of the image, containing the title in white text.

美国住宅金融 体制研究

汪利娜 著

中国金融出版社

美国住宅金融体制研究

汪利娜 著

中国金融出版社

责任编辑：彭元勋

责任校对：程 颖

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国住宅金融体制研究/汪利娜著. - 北京：中国金融出版社，1999.10

ISBN 7-5049-2228-5

I . 美… II . 汪… III . 住宅-商业信用-金融体制-研究-美国 IV . F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字（1999）第 64851 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 丰华印刷厂

开本 850 毫米 × 1165 毫米 1/32

印张 11.75

字数 306 千

版次 1999 年 11 月第 1 版

印次 1999 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 25.50 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

前 言

80年代末，我获得一次到美国攻读硕士学位的机会。我去的学校是麻省的塔佛斯大学（Tufts University），所学专业是城市经济学。在美国的城市经济学专业中，住宅问题历来占据十分重要的地位，因此，在我所学的课程中，几乎一半都与住宅有关。可以说，我在住宅方面的知识有很多是从那时候开始积累起来的，对住宅问题的兴趣，最初也是从那时培养起来的。

90年代初期回国之后，我有幸参加了中国社会科学院同美国公共管理研究所联合主持的有关中国住宅问题的几个研究课题。这些课题实际上是一个系列：研究的对象先是城镇土地，继而是城镇住宅，然后是住宅金融。在此期间，我也参加了当时国务院房改办的一些工作。这些研究，一方面使我对中国的住宅制度及其演变有了更深刻的理解，另一方面也使我逐渐认识到，建立一套市场化的住宅金融制度，是发展我国住宅业的关键问题之一。

中国城镇住宅制度改革是一个涉及面极广而且牵涉问题极为复杂的领域。在改革之初，我们的重点在于改革传统的住宅制度，包括提高租金、出售公房、改革福利性分房制度、多方面筹集建房资金等等。现在，我们可以说，经过多年的探索和反复，一个基本适应我国社会主义市场经济制度的住宅体制已经基本就位。于是，为住宅建设提供一个有效的融资机制，现在就比以往更具有紧迫性。

关于住宅金融制度，国内学术界和管理部门都已做了很多探索。同中国其他领域的改革一样，在探讨建立中国的住房金融制

2 美国住宅金融体制研究

度的过程中，我们借鉴了很多发达国家的成熟经验。可以说，新加坡的公积金制度、德国的住宅金融合作社制度、英国的建筑社模式、美国的抵押贷款市场、日本的住宅金融公库等等，在我国或多或少都有研究，其中的多数也都有过试验。但是，客观地说，这些试验都还没有获得成功。究其原因，无非是如下两点：第一，对于别国的经验和作法，我们并未真正理解；第二，对于如何结合中国的国情有鉴别地吸收别国的经验，我们还未做到心中有数。换言之，为了在我们这个几乎是空白的土地上建立一套适合中国国情的住宅金融制度，我们必须认真而不是浮光掠影地仔细研究分析别国的经验，必须认真而不是想当然地研究如何将别国的经验应用到中国的具体国情之中。

正是基于这一认识，我萌发了撰写一本全面分析美国住宅金融制度的书的想法。我的主导思想是，通过对美国住宅金融体系的发展历史及现状的分析，力求接近真实地反映美国住宅金融体系中的机构、技术、工具、市场、监管框架和政府参与方式，并分析是怎样一些社会、经济和金融环境的变化使得这一体系发展到今天这个样子。我希望，以这种比较全面的分析为基础，我们今后在借鉴美国住宅金融方面的一些具体作法时，能够做到心中有数。

全书共有 13 章，分为三大部分。

第一部分由第 1 章和第 2 章构成。重点研究的是美国的住宅金融机构体系以及这一体系的发展演变。鉴于以储蓄贷款协会、互助储蓄银行、信用社为主的各类“节俭机构”曾经在美国住宅金融体系中占据主导地位，并且现在仍在发挥重要作用，并考虑到节俭机构的兴衰历史对于发展我国住宅金融机构有着直接的参考价值，第 2 章专门对这些机构的发展历史、主要业务、体制缺陷及其现状进行了分析。

第 3 章至第 10 章构成本书的第二部分。这一部分着重分析

的是美国住宅金融市场中的工具、技术和市场组织。其中,第3章至第6章研究抵押贷款合约本身及其各种发展形式,顺次分析了抵押贷款合约的签定(第3章)、固定利率抵押贷款(第4章)、可调整利率抵押贷款(第5章),以及抵押贷款的担保和保险机制(第6章)。可以说,这四章是对传统的,同时也是构成整个现代住宅金融体系之基础的各种制度安排的总体概括。第7章至第10章,研究对象是抵押贷款证券化及其发展形式。这是当前美国住宅金融体系中最活跃、最现代化,也是最引人注目的部分。本书在“金融工程”的总题目下展开了对这些新金融工具的研究。其中,第7章和第8章,顺次分析了转手抵押贷款证券、担保抵押贷款债券、本金与利息切块抵押贷款证券、不动产抵押投资信托、按计划分期支付级抵押贷款证券、预定目标分期支付级抵押贷款证券等主要的抵押贷款证券化形式及其运作技巧。第9章进一步分析了由私营证券机构推出的大额抵押贷款证券以及它的各种发展形式,如优先级/次级抵押贷款证券、超级抵押贷款证券和多种增强信用保险的证券等等。第10章则是前三章的扩展,分析了资产证券化问题。

第11章至第13章构成本书的第三部分。探讨的主题是政府对住宅金融市场的参与形式及其发展现状。第11章对美国特有的政府参与市场活动的形式——发起设立若干“准政府”金融机构,并通过这些机构的市场活动来体现政府的意图——进行了较详细的分析。为了更深刻地理解美国这种市场化的政府参与方式,我们还对联邦国民抵押协会、联邦住宅抵押公司和政府国民抵押协会三大机构的运行机制以及资产负债业务进行了分析。然而,尽管这种美国式的政府参与方式在国际社会上倍受赞赏,世界上很多国家也在纷纷效仿,但是,它毕竟存在着自己的局限性。因此,对这种参与方式进行比较深入的经济分析,研究其利弊得失,显然十分必要。这些分析构成了第12章和第13章的内

4 美国住宅金融体制研究

容。在对这种政府参与方式的成本和效益进行分析的基础上（第12章），我们着重探讨了对两大政府设立私营公司进行“私有化”的各种可能以及围绕这一问题展开的争论（第13章）。

本书在研究和写作过程中，得到了美国福特基金会的资助，同时，中国社会科学院金融研究中心、财贸经济研究所和经济研究所的一些同志也给了热情帮助，在此一并致谢。

汪利娜

一九九九年九月



汪利娜 女 1956年生 辽宁人。1991年毕业于美国麻省塔佛斯大学，获经济学硕士学位。现任中国社会科学院经济研究所副研究员，中国住房制度改革研究会会员。曾参加中国国家社会科学基金、美国福特基金和荷兰教科部资助的《中国城镇住宅制度改革》、《中国居民收入分配再研究》和《中国住房金融体制研究》等重大国际合作课题，对中国的住房制度改革、住宅融资机制、产权制度以及住宅对收入分配的影响作了比较深入和系统的理论研究，合作撰写并出版的专著5部，发表学术论文、研究报告百余篇。

目 录

第 1 章 美国金融体系：住宅融资机制形成的基础	1
1.1 金融监管与金融工具和金融制度创新	1
1.2 人口结构储蓄结构的变化	13
1.3 非存款金融机构的发展	17
1.4 传统住宅金融业的萎缩	29
第 2 章 住宅金融机构：节俭机构的兴衰	46
2.1 以节俭机构为主的间接住宅融资机制的形成	47
2.2 住宅存款金融机构的监管框架	56
2.3 80 年代的节俭机构危机	65
第 3 章 抵押贷款合约	81
3.1 借款者资信的审定	83
3.2 抵押物的价值评估	92
3.3 产权状况的审查	103
3.4 抵押贷款的终结程序	104
第 4 章 固定利率抵押贷款	109
4.1 抵押贷款价格的决定因素	109
4.2 非均付的抵押贷款	112
4.3 完全均付的抵押贷款	115
4.4 非均付与完全均付的抵押贷款的比较	118
4.5 分级支付的抵押贷款	121

2 美国住宅金融体制研究

4.6	小结：三种固定利率抵押贷款的比较	124
第5章	可调整利率抵押贷款	127
5.1	固定利率抵押贷款的缺陷	127
5.2	按价格水平调整的抵押贷款	130
5.3	可调整利率的抵押贷款	134
5.4	可调整利率抵押贷款：问题及其比较	139
第6章	抵御抵押贷款风险：担保和保险机制	147
6.1	美国抵押贷款保障机制的形成与发展	148
6.2	政府保险担保与私营保险：比较分析	156
6.3	自我融资机制和风险防范机制	160
6.4	混合抵押贷款保障机制的作用	166
第7章	金融工程中的抵押贷款证券创新（上）	172
7.1	转手抵押贷款证券	173
7.2	本息切块抵押贷款证券	189
第8章	金融工程中的抵押贷款证券创新（中）	198
8.1	多级抵押证券：基本分析	198
8.2	按次序支付的多级抵押证券	200
8.3	按计划分期支付多级证券	210
8.4	按预定目标支付多级证券	219
8.5	其他多级抵押证券举要	222
第9章	金融工程中的抵押贷款证券创新（下）	225
9.1	大额抵押贷款证券市场的崛起	228
9.2	大额抵押贷款证券：市场结构	235

9.3	大额抵押贷款证券：增强信用机制	237
9.4	大额抵押贷款证券化对抵押贷款 一级市场的影响	244
第 10 章	抵押贷款证券化的延伸：资产证券化	251
10.1	资产证券化的兴起与发展	251
10.2	资产担保证券的特点与风险防范	257
10.3	资产证券化对融资机制的影响及效益	262
10.4	抵押贷款证券和资产证券化的未来	268
第 11 章	抵押贷款市场中政府的作用	274
11.1	政府发起设立的住宅抵押贷款机构	275
11.2	政府机构和准政府企业经营的产品及特色	285
11.3	联邦国民抵押协会资金的来源与运用	298
11.4	抵押贷款证券化中的风险管理	304
第 12 章	政府扶持的二级抵押市场：成本与效益分析	316
12.1	公共目标与社会效益	318
12.2	混合机制的公共成本	327
第 13 章	政府发起设立企业的“私有化”	339
13.1	“私有化”问题的提出	340
13.2	“私有化”的利和弊	347
13.3	尚无定论的“私有化”改革	361
主要参考文献		363

第 1 章 美国金融体系：住宅 融资机制形成的基础

我们今天看到的美国住宅金融市场，以工具多样化和市场多元化为显著特征。这种丰富多采而且高效率的住宅金融体系不可能一蹴而就，它是在一系列经济、金融，乃至社会环境变化的基础上产生和发展起来的。在本章中，我们将讨论这些基础环境的变化，并且初步探讨这些变化如何塑造了今天美国的住宅金融体系。

1.1 金融监管与金融工具和金融制度创新

传统监管对存款金融机构的束缚

多年来，联邦政府对从事住宅信贷的存款金融机构，如商业银行和节俭机构（储蓄银行、储蓄贷款协会以及信用社）有着多种监管与限制，除了机构的设立之外，在经营的业务方面也有诸多规定。其中，最突出的表现在如下三个方面：

一是利率限制。根据《1933 年银行法》的 Q 字条款，联邦储备系统的会员银行不得向活期存款（如支票账户）支付利息，并明确规定会员银行的定期存款利率上限为 5%。《1935 年银行法》将存款利率限制进一步扩大到所有参加联邦存款保险公司保险的国民银行和州银行。^①《1966 年利率稳定法》将节俭机构的

^① Cater H. Golembe and David S. Holland, "Federal Regulation of Banking 1986 - 1987".

存款利率也纳入了管制的范围,但与商业银行不同的是,节俭机构的存款利率可比商业银行存款利率上限高 0.5 个百分点,即为 5.5%^①。直到《1980 年存款金融机构放松管制和货币控制法》出台后,存款金融机构才免除利率上限的束缚。

二是银行设立分支机构的限制。美国各州监管机构对银行设立分支机构及跨州经营有绝对的发言权。《1927 年麦克法登法》(McFadden Act)也只给国民银行争得了在其所在的城市设立分支机构的权力。到 1975 年,全美只有 14 个州允许在本州内跨地区经营,有 12 个州仍严格禁止设立分支机构,其他州对跨地区设立分支机构也有不同程度的限制。宾西法尼亚是严格管制的代表,直到 1982 年,该州才允许银行在其所在县设立分支机构。直到 1994 年《里格尔-尼尔银行跨州经营设立分支机构效益法》(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)出台,才彻底取消了对银行设立分支机构及跨地域经营的种种限制。

三是对银行业务范围的限制。在 1933 年以前,监管机构对银行从事证券承销业务并无限制。自《1933 年格拉斯-斯蒂尔法》出台后,银行业不仅禁止从事证券业务,还禁止从事保险业务。这种分业经营的出发点,主要是为了避免金融势力的过度集中,保护市场的公平竞争。此外,这种限制也是为了降低证券业和保险业给银行带来的风险,保障银行系统的安全与正常运行。因此,长期以来,美国的存款金融机构一直受到多种严格的管制。

这些严格的监管措施,在其实施后相当长的一段时间内对存款金融机构的业务发展并无大碍。特别是在第二次世界大战以后的一段时期中,美国经济稳步增长,50 年代,三月期国债利率在 1.0%~3.5% 之间浮动,60 年代中期仍在 6% 以下浮动。存款

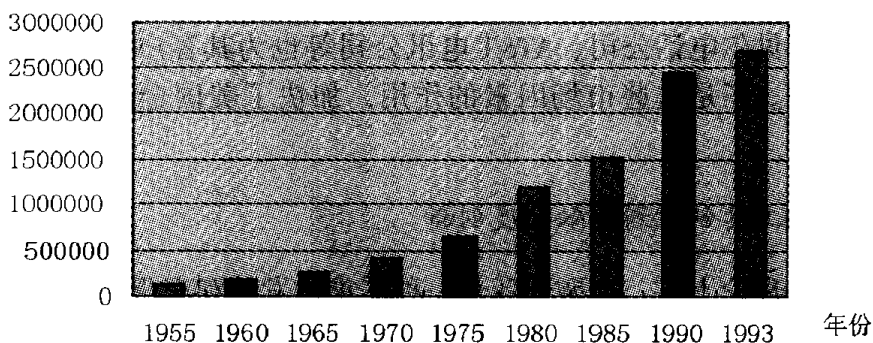
^① John A. Tuccillo with John L. Goodman, Jr., "Housing Finance: A Changing System in the Reagan Ear", The Urban Institute, 1983。

金融机构无论在数量上还是在资产的规模上，都在金融市场上占据主导地位。在金融市场还不很发达的情况下，无论是企业还是居民，其申请贷款的首选对象仍然是存款金融机构。因此，无论是利率上限，还是对经营业务范围及地域的限制，对存款金融机构的主导地位均未构成很大威胁。

然而，好景不长，从60年代后期起，市场形势开始发生变化。这种变化首先表现为利率在剧烈波动中不断上升。1969年，三月期国债利率上升至6.64%，70年代达到4%~11.5%，80年代进一步上升至5%~15%。这样高的利率和变化幅度，已大大超出了Q字条款对存款金融机构利率的限定。

变化之二是现代化工业和产业的发展，特别是，借助现代的交通和通信手段，规模庞大的公司和企业集团迅速崛起，它们在地域上和经营规模上的扩张都是前所未有的。以美国最大的500家工业公司为例，1955年，公司平均资产规模在2.5亿美元左右，1975年达到13亿美元，增长了4倍多。1993年，这些公司平均资产规模超过54亿美元，是1955年的21倍多(见图1-1)。

百万美元



资料来源：《美国统计年鉴摘要》各期(Statistical Abstract of the United States)。

图1-1 全美国500家工业公司资产规模

这些巨型公司的分公司和子公司更是遍及全美国乃至世界各地。以多年在资产、利润和销售额上名列全美 500 家大工业企业榜首的通用电器公司 (GE) 为例, 它拥有 150 多家工厂, 遍布世界 25 个国家, 其经营的产品, 不仅包括电子芯片、电讯、电视网络设施、电力设施、飞机发动机、民用厨具、洗衣机和照明用品, 还有全美数一数二的大金融服务公司——通用资本公司 (GE Capital Corp.), 其销售网点更是遍布世界各地。^①

有发展就有对资金的需求。现代公司和企业集团的成长, 对信贷的规模、快捷便利的金融服务都提出了新的需求。这种需求往往是一般的地区性的中小银行难以胜任的。

变化之三是诸多新的市场参与者的进入, 使市场竞争更加激烈。如共同基金, 以利率不受限制和多种投资服务的优势, 从 70 年代开始, 就与存款金融机构争夺客户与资金。许多非金融公司, 如通用汽车公司、福特汽车公司和通用电器公司, 也开始设立自己的金融公司, 并通过它们为客户提供消费贷款。一些大的零售百货商店, 如 J.C. 潘尼 (Penny)、莫托美尼 (Montgomery)、沃德 (Ward) 和西尔斯 (Sears) 等, 也相继办起了金融超级市场, 推销保险、证券、共同基金和房地产信贷等多种金融产品。贝尔电话公司、AT&T 电讯公司等也为其客户提供电话卡服务等。正是这些市场因素的作用, 加快了美国金融创新的步伐。

从金融工具创新到金融制度创新

从理论上讲, 金融创新是一种需求诱发的利润驱动现象。正如西尔伯 (Silber, W.L., 1983) 指出的, 金融创新是金融企业

^① 1997 年通用电器公司资产达到 304 亿美元, 利润 118.34 亿美元, 销售额 127.29 亿美元, 收入为 908.4 亿美元。(资料来源: 通用电器公司 1997 年度报告)

为了抵御实现利润最大化的制约因素而产生的。所谓制约金融活动的各种因素，依据其来源和形式，可以划分为三类，即政府管制和税收政策的变化，消费品价格和金融资产价格水平等外部环境的变化，以及由于供给和需求要素的变化导致的整个市场的变化。其中，供给要素的变化主要指的是技术进步和竞争加剧对金融机构风险和成本的影响；需求要素的变化则指的是投资者对资金流动性和风险的态度，以及交易成本及融资渠道的变化等等。

金融创新在美国的产生与发展，又可分为金融工具创新和制度创新两类。

金融工具的创新最初是针对政府的利率限制而展开的。20世纪70年代，可称为美国金融创新的第一次浪潮^①。在此期间，美国通货膨胀率上升，利率在波动中上浮，严格的利率管制使存款金融机构巨额储蓄和金融交易的收益锐减，甚至出现亏损。面对此状，存款金融机构急需用一种灵活且反映市场利率的债权形式来抵御通货膨胀和利率上涨所需带来的风险。在这种需求的推动下，新的金融产品应运而生。70年代初期，纽约的花旗银行率先推出了“大额存单”（CD），以与利率灵活的共同基金和保险公司的“可变寿险保单”（Variable Life Policy）争夺资金。与此同时，为规避联邦存款准备金要求所增加的“税务”负担，存款金融机构开辟了欧洲美元市场，即将美元存款存放国外的银行，以免除联邦监管机构对利率和存款准备金要求的限制。1972年，麻省的互助储蓄银行推出了可提取的存款账户（Now Account）和储蓄自动转账账户（ATS，automatic transfer from saving account），这些账户不是支票存款账户，可以支付利息，因此不在联邦Q

^① “The New Palgrave Dictionary of Money and Finance”，The Macmillan Limited Press，1994。

字条款的限制之内。接着,到1982年,各种与存款相匹配的“可调整利率抵押贷款”和“浮动利率票据”相继问世。

然而,仅有工具创新并不能满足存款金融机构增强实力、扩大经营规模和积极参与竞争的需要。新的市场环境迫使存款金融机构为绕开监管对业务范围和地域的限制,走上了制度创新之路。而金融制度创新主要表现为,大批银行持股公司、非银行银行、电子银行不断涌现,并掀起了银行业、银行业与非银行业之间的并购浪潮。

银行持股公司是指拥有一家或几家银行25%以上股权的公司^①。追溯起来,这种公司形式早在20年代就在美国出现了,但是,受各州公司法和《1933年银行法》的多种限制,其发展一直比较缓慢。当《1956年银行持股公司法》明确了联邦储备委员会为其监管机构时,全美只有银行持股公司47家,该法实施10年后,即到了1965年,注册的银行持股公司也不过48家,持有存款仅占银行系统的8%左右。《1970年银行持股公司修正法》允许这些公司从事某些非银行业务,这样,银行持股公司通过其非银行的子公司,可以绕开监管机构对银行业在地域及业务范围等方面的限制,将业务范围扩大到与银行业相关的投资咨询、证券承销、房地产评估、开办旅行社等多种领域。这样一些新的发展机会,促成了银行持股公司的迅速发展。到1984年,美国银行持股公司发展到5702家,分支机构35830家,资产则达到18915亿美元^②。1998年9月,资产在1.5亿美元以上的大银行持股公司有1560家,资产在1.5亿美元以下、拥有一家银

① Carter H. Golembe and David S. Holland, “Federal Regulation of Banking 1986 - 1987”, Golembe Associates, Inc. 1983, p168。

② Statistical Abstract of the United States, 1989s。