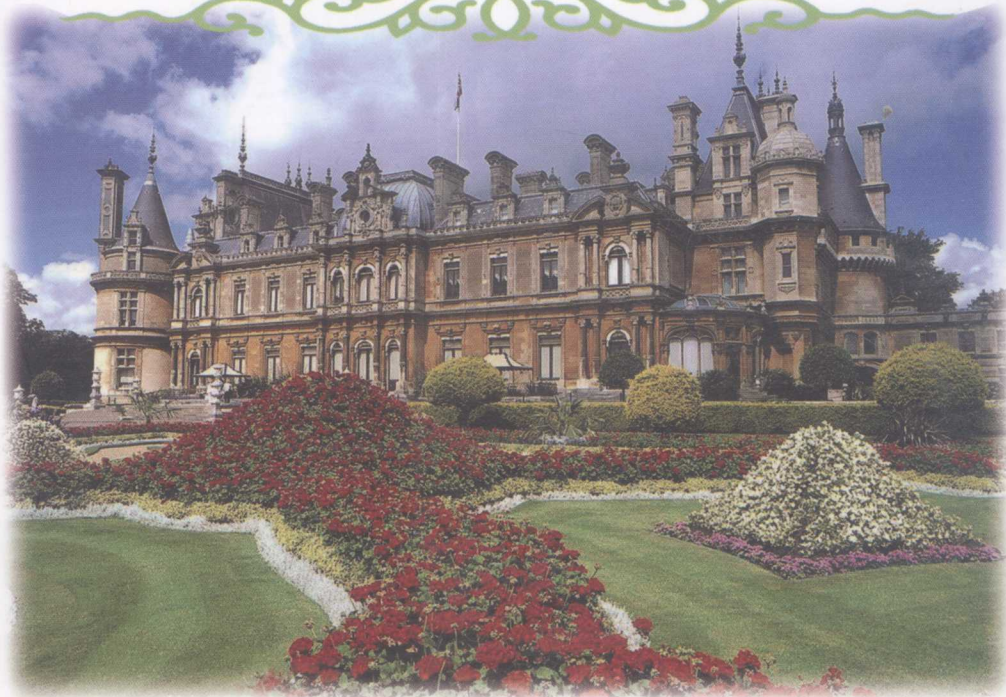


中国房地产研究 丛书 2011年第4卷 (总第47卷)

Chinese Real Estate Studies

中美住房政策与 金融比较

上海社会科学院房地产业研究中心 编
上海市房地产经济学会



上海社会科学院出版社

题签 宋春华

中国房地产研究 丛书

Chinese Real Estate Studies

2011 年第 4 卷(总第 47 卷)

中美住房政策与金融比较

上海社会科学院房地产业研究中心 编
上海市房地产经济学会

上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

中美住房政策与金融比较 / 上海社会科学院房地
地产业研究中心, 上海市房产经济学会编. --上海:
上海社会科学院出版社, 2012

(中国房地产研究丛书; 2011年; 4)

ISBN 978-7-5520-0020-7

I. ①中… II. ①上… ②上… III. ①住房政策-对
比研究-中国、美国 ②住宅金融-金融制度-研究-
中国、美国 IV. ①F299.233

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 026936 号

中国房地产研究丛书 2011 年第 4 卷(总第 47 卷)

中美住房政策与金融比较

上海社会科学院房地产业研究中心
上海市房产经济学会 编

主 编: 张泓铭 沈正超

责任编辑: 张广勇

封面设计: 闵 敏

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海市淮海中路 622 弄 7 号 电话: 63875741 邮编 200020
<http://www.sassp.org.cn> E-mail: sassp@sass.org.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 上海颀辉印刷厂

开 本: 787 × 1092 1/16

印 张: 9.75

字 数: 180 千字

版 次: 2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

印 数: 1-2000

ISBN 978-7-5520-0020-7/F·124

定价: 30.00 元

《中国房地产研究》丛书编辑委员会

顾 问 宋春华 王荣华
谢家瑾 皋玉凤 桑荣林 殷友田

主 任 厉无畏

副 主 任 庞 元 范 伟 周玉升

委 员 (以姓氏笔画为序)

王 锋 厉无畏 印坤华 刘洪玉 李永杰
陈亨利 张永岳 张泓铭 张金鶚 庞 元
范 伟 周玉升 柴 强 顾云昌 曹振良
虞海发

主 编 张泓铭 沈正超

副 主 编 戴晓波

本 期 编 审 张泓铭 戴晓波 顾建发 陈则明

协办单位

复地(集团)股份有限公司
上海中环投资开发(集团)有限公司
易居(中国)控股有限公司
上海弘基企业(集团)股份有限公司
经纬置地有限公司

编辑部地址:中国·上海·淮海中路 622 弄 7 号 530 室 邮编:200020

E-mail: iresass@163.com

电话:0086-21-63858844 传真:0086-21-53065811

目 录

“两房”与美国的住宅金融市场

——兼论中国保障房融资机制创新

.....	汪利娜 (1)
一、美国传统的住宅金融市场与“两房”创立	(2)
二、网络泡沫破灭后住宅金融市场与“两房”	(4)
三、后危机时代的“两房”与住宅金融市场重建	(11)
四、中国保障房融资机制探索与思考	(15)

中国住房政策要向美国学习什么?

邹永华 (20)

一、前 言	(21)
二、美国住房政策的成就和教训	(22)
三、中国城市化背景下的住房政策思考	(34)
四、总 结	(42)

房地产上市公司发展战略与经营策略比较研究

窦军生 王 倩 葛宏韬 (46)

一、宏观政策背景	(46)
二、企业经营绩效	(52)
三、市场发展转型	(61)
四、公司经营策略	(68)
五、若干经验启示	(78)

房地产抵押品变现能力分析研究

张秀智 (82)

一、研究背景	(82)
二、抵押房地产通用性、独立使用性和可分割转让性与变现能力	(84)

三、影响房地产变现价格与评估市场价值产生差距的因素.....(88)

四、影响房地产变现能力的其他因素.....(94)

五、结 语.....(98)

基于生活方式的城市房地产市场细分实证研究.....青 平 聂 坪(100)

一、研究背景.....(101)

二、调查设计与研究方法.....(102)

三、消费者生活方式的因子分析与聚类分析.....(104)

四、消费者房地产利益诉求分析.....(107)

五、房地产市场细分分析.....(109)

六、主要结论与建议.....(110)

我国农村集体建设用地资本化运行发展的基础、问题及对策.....贾广葆(113)

一、农村集体建设用地资本化运行的基础.....(114)

二、当前农村集体建设用地资本化运行中的问题.....(120)

三、农村集体建设用地资本化运行发展的对策建议.....(125)

CONTENTS

Studies on Role of Fannie Mae–Freddie Mac and Evolution of US Housing Market

——Co-study on China security housing finance mechanism

..... Wang Lina (1)

Abstract: Financial crisis leads more criticize on Fannie Mae–Freddie Mac and securitization. This paper tries to make a systematic study on the evolution of US housing finance system at historical, political and economic angles with internal and external mechanism. Part 1 gives objective appraisal of their active role in transition of US tradition housing finance to a modern one. Part 2 analyzes the post–internet bubble’s change of market environment, their self assets structure, financial and real economic factors that caused financial crisis. Part 3 reveals their role as the government rescue tool and key steps of future housing finance reform. Part 4 raises policy recommendations on the establishment of policy–oriented housing system in China based on the study of fund shortage of for security housing supply.

What do China’s Housing Policies Need to Learn from the United States?

.....Zou Yonghua (20)

Abstract: Housing policies in the United States have a history of more than 80 years. Successful housing policies made houses more affordable and enhanced homeownership rates, while unsuccessful housing policies resulted in subprime mortgage crisis in 2008. Comparatively, China’s market–oriented housing policies have little experience. This paper is a comparative study in housing policies between China and the U.S., with a research question of “How do China’s housing policies learn from the U.S.?”

This paper includes three sections. The first section intro-

duces the achievements and lessons from four perspectives – urbanization in the U.S., housing finance models, land use models, and subsidized housing programs for low-income families. The second section introduces my thoughts in China's housing policies in the era of urbanization through four perspectives –housing finance, land use system, social inequality, subsidized housing programs. The third section provides a brief summary.

The Comparative Study of Listed Real estate Companies' Development Strategy and Business Policy.....Dou Junsheng, Wang Qian, Ge Hongtao(46)

Abstract: under the influence of the macro-control policies, Chinese real estate market is in general languishing in the wait state, and the national sales are fluctuating severely. Against this background, developers are facing with financial and operational capacity of the test chain, and the real estate industry is experiencing a new round of reshuffle and depth adjustment. How to accurately adjust the competitive strategy, and quickly adapt to the external environment, is becoming the key for China's real estate companies to survive in this regulation. In this study, we tracked and conducted comparative analysis of 20 companies in the strategy and its evolution over the past five years, summed up the excellent enterprises in the macro-control coping strategies and competitive advantage. Look forward to provide reference and inspiration for the real estate business to enhance the anti-risk ability, gain a competitive edge in this round of macro-control environment.

Research on Liquidity of Collateral for Real estate MortgageZhang Xiuzhi(82)

Abstract: The "liquidity of collateral" analysis is an important part of real estate mortgage appraisal. By analyzing the liquidity of collateral in the mortgage appraisal report, the mortgagee can know whether the future realizable value of the collateral can compensate for the amount of the loan if the mortgagor fails to repay the mortgage, to determine the reason-

able amount of the loan and reduce loan risks. Based on analyzing the meaning of “liquidity” in real estate appraisal, this paper deals with the “versatility, independence of use and divisibility in assignment”, which have an effect on the liquidity of collateral, time and cost of liquidation, legal liquidation order, to give a more comprehensive explanation of the liquidity of real estate mortgage.

An Empirical Research on Urban Real estate Market Segmentation Based on Consumer's Lifestyle.....Qing Ping, Nie Ping(100)

Abstract: The industry of real estate is a pillar sector in China's economy which takes an essential position in national GDP structure. Recently as the carrying out of a series of moderating policies, this industry is facing an inexperienced serious test. Taking the lifestyle as the segmentation variable, this paper examined urban consumers' real estate interests differences based on lifestyle perspective, with the discoveries that there were four types of consumers in terms of lifestyle, Chaos-habiting purchase group, immerse-quality concerning group, quality concerning group, and curiosity-fashionable purchase group. The interests consumers focused on were environment, convenience, price, transportation, apartment structure and quality, value preservation, company brand, external promotion as well as property management. Consumers with different lifestyle also show differences on their demographic characteristics, along with their different requirements on real estate interests. The paper suggested that real estate companies should pay attention to the different needs of consumers with different lifestyles, therefore targeted segmentations with differential competitive strategy.

Basis, Problems and Solutions on The Capital Operation and Development of Rural Collective Construction Land in ChinaJia Guangbao(113)

Abstract: In China, the capital operation of rural collective construction land has not been fully developed yet. Although

some transfers of land use right for rural collective construction are taken place throughout the country, there is no real sense of these transfers under the socialist market economy. In order to adapt to rural urban integration and reform of rural collective construction land, there is a need to analyze capital operation of rural collective construction land, raise its problems and give solutions.

This article is to find out the problems of rural collective construction land based on land capitalization of Marxism theory and history of China's land system. It then gives suggestions and solutions for development of capital operation. It is to arise attention of government decision-making and departments responsible in real estate industry and to help real implementation of capital operation of rural collective construction land in China.

“两房”与美国的住宅金融市场

——兼论中国保障房融资机制创新

汪利娜

[摘要与告白] 金融危机使“两房”和证券化倍受诟病。本文试图从历史、政治、经济、内生机制和外部市场环境等多个视角系统梳理美国住宅金融体制演变及“两房”和证券化的作用。第一部分历史客观评析了“两房”的创立对促进美国传统住宅金融向现代金融转变的积极作用。第二部分分析了网络经济泡沫破灭后金融市场环境 and “两房”自身资产结构变化及诱发的危机的金融与实体经济因素。第三部分揭示了后危机时代“两房”成为政府救市的工具运作机理和未来美国住宅金融市场改革的要点。第四部分从分析我国保障房融资机制匮乏入手，提出建立政策性住宅金融体系的政策建议。

自美国金融危机以来，对证券化、“两房”的争议不绝于耳，2011年2月11日美国财政部和住房与城市发展部(HUD)在《美国住宅金融体制改革的报告》中提出削减“两房”的方案似乎进一步佐证了都是“两房”惹祸的判断。但为什么在创建后相当长的时间里“两房”主导的证券化和住宅金融市场安然无恙，为什么德国、加拿大、澳大利亚、日本、韩国、印度和中国香港的住房抵押贷款证券化仍方兴未艾，各国和地区殊途同归的选择是一种偶然还是一

作者简介：汪利娜 中国社会科学院经济研究所研究员。

种必然?从历史与现实、政治与经济、内生机制与外部环境多个视角分析证券化和“两房”在美国住宅金融市场的作用,这不仅有利于我们认清美国金融危机的本质,也对我国住宅金融体制与保障房的融资机制创新具有借鉴意义。

一、美国传统的住宅金融市场与“两房”创立

在消费主导的美国经济中,个人消费支出占 GDP 的 70%左右,私人投资占 GDP 的 18%左右,而住房投资占国内私人投资的 34%和个人消费支出的 15%左右。住房不仅是“生产量”和“交易量”最大的经济物品,更是为“民生”所系,因此,成为政府干预较多的领域。自 20 世纪 30 年代经济“大萧条”以来,美国就通过多项立法,建立若干专门从事住宅金融服务的政府机构和“准政府”机构(政府发起设立的私营企业,GES),从而形成了独具美国特色的住宅金融体系。

在住房抵押贷款一级市场上,胡佛总统任期颁布了《联邦住宅贷款银行法(Federal Home Loan Bank Act of 1932)》,创建了由联邦住宅金融委员会、12 家区域银行和现有 8000 多家会员银行参与的联邦住宅银行体系(FHLBs)。1934 年,罗斯福总统颁布的《国家住宅法》成立了联邦住宅管理局(FHA),1944 年成立了退伍军人管理局(VA),专门为中低收入家庭和退伍军人购房提供 100%的抵押贷款保险,并通过对借款人的收入、所购房屋的总价、房价收入比和贷款上限等严格的管制,以防止公共资源被滥用。在住房抵押二级市场上,政府直接出资成立“吉利美”(GNMA),并通过立法发起设立了两大私营股份制企业(GSE^①),“房利美”(FNMA)^②和“房地美”(FHMLC),即“两房”^③。最初,这些机构的职

① 政府发起设立的企业(GSE),指按政府特定的法律成立的、为共公目标服务的私营股份制企业。美国目前有五大政府发起设立的企业:农户信贷公司、房利美、房地美、联邦住宅贷款银行体系和学生贷款市场协会。

② “房利美”的前身是应对经济大萧条于 1938 年 2 月成立的“重建金融公司 RTC”下一个子公司:华盛顿国民抵押协会(National Mortgage Association of Washington),后更名为联邦国民抵押贷款协会,1968 年依据《1968 年住宅与城市发展法》,将联邦国民抵押贷款协会分拆为两个性质和职能不同的公司:一个是“吉利美”,为政府全资公司,隶属联邦住宅与城市发展部(HUD);另一个是“房利美”,是具有 2.5 亿初始资本的私营股份制企业。

③ “房地美”是依据《1970 年紧急住宅金融法》创建的,主要是为了向传统的住房贷款机构——储贷机构提供证券化服务,以满足流动性需求。其初始资本金来自向联邦住宅贷款银行体系的 12 家地区联邦住宅银行发行 1 亿美元无投票权的普通股。

能类似住宅金融市场上的“最后贷款人”,通过购买银行的住房贷款向市场注入流动性。

然而进入 20 世纪 70 年代,两次石油危机使美国经济陷入前所未有的“滞胀”,面对利率在 4%~14% 之间的剧烈波动,存款金融机构为打破《1933 年银行法》对其业务范围、利率上限和不能跨地区设立分支机构的多种管制,掀起了金融创新的第一次浪潮,大额存单(CD)、可提取的存款账户(Now Account)、自动转账账户(ATS)等新的金融产品应运而生。在金融产品创新的同时,机构创新更引入关注。《1970 年银行持股公司法》促进了银行持股公司的发展;信息技术的普及与应用促进了电子银行的发展,从而打破了对银行跨区经营的限制;资本市场的发展更使众多非存款金融机构,如共同基金、抵押公司获得了低成本资金,开始与存款金融机构在住宅抵押市场上激烈竞争。储贷机构曾是美国住宅市场上的佼佼者,占个人住房贷款市场份额的 60% 左右,但在利率波动和金融创新的大背景下,借短贷长和“脱媒”使其陷入了前所未有的危机,20 世纪 80 年代的储贷危机使美国 2000 多家储贷机构陷入破产倒闭困境。

也正是在美国金融创新的浪潮中,1970 年“吉利美”率先推出的第一只抵押贷款证券(MBS),“房地美”紧跟其后于 1971 发行了标准的抵押贷款证券,亦称转手抵押贷款证券(pass-through MBS),“房利美”虽排行老大,直到 1981 年才推出公司第一只 MBS。1984 年《二级抵押市场增强法案(SMMEA)》和为解决破产储贷机构的剩余资产,进一步促进了住房抵押贷款证券化的发展,此后,各种抵押贷款证券和资产证券便层出不穷地被创造出来了。

20 世纪 90 年代伴随着经济全球化、金融全球化,“两房”的债券开始步入国际舞台。1994 年“房利美”率先在全球主要金融市场上发行全球债券(Global Debt Facility)。最初是在欧洲通过卢森堡股票交易所发行以英镑和马克记值的便利债券,1997 年 6 月,房利美首次发行了 10 亿澳大利亚元全球债,1997 年 7 月首次发行了 15 亿以港元记值(约 1.94 美元)的全球债,此后,各种以英镑、马克、日元、澳元、港元、欧元记值的长期、短期固定利率、浮动利率或无息的“两房”债券风靡全世界。1999 年 1 月欧元在欧盟开始起动,欧元走低和欧洲金融市场的不确定性助推大量国际资本向美国金融市场转移,“两房”债券信用好、收益高于政府国债使之成为众多国际投资者争先购买的优质资产,由此将全球资金引入了美国的住房市场,成为美国人实现“住房梦”的超级提款机。

可以说在 1934~2000 年间,这种政府主导的住宅金融市场模式,即在一级市场上为中低收入者提供担保,在二级市场上通过

证券化向银行提供流动性支持,对美国住宅金融和住宅市场发展产生了不可低估的促进作用:一是有效地改善了国民购房的借贷条件,将首付比率从传统的 40%~50%降至 20%以下,将浮动利率、短期贷款转变为固定利率 30 年长期贷款,有效提高了国民购房可支付能力。二是促进了住房抵押贷款的规范化和标准化,银行要想出售抵押贷款必须遵守“两房”贷款收购的相关标准,包括贷款上限、首付、期限、信用评分等。三是改变了银行集贷款发起、持有、贷款回收和服务为一身的传统经营模式,银行可以通过出售贷款、证券化将风险转移给金融市场上的众多投资者,促进了间接融资向直接融资和结构性融资的转变,从而将全美乃至全球的资金引入美国的住宅领域,有效降低了融资成本,扩大了资金来源。如果说蒸汽机的发明引发的是一场工业革命,那么住宅金融领域的创新则帮助美国走出 30 年代的经济大萧条,满足了战后婴儿潮和退伍军人的住宅消费需求,完成了城市化从向大城市聚集到向城市郊区化的转变,使美国的住宅自有率从 1940 年的 44%提高到 1976 年的 65%和 2000 年的 67.4%,人均住房面积 65 平方米,且物美价廉(一套独户住房销售价格中数不过 20 万美元左右),功能齐全,这些在许多发达市场经济国家都是不多见的。

二、网络泡沫破灭后住宅金融市场与“两房”

然而 2001 年网络经济泡沫的破灭结束了美国 1993~2000 年持续 8 年 GDP 年均 4%的强劲增长。为避免经济滑坡,鉴于住房在私人投资与消费中的重要地位,刺激房市再次成为布什政府启动经济的理想选择,也是政治上赢得选票的重要筹码。在联储连续 13 次降息和政府税收减免多项政策刺激下,住房投资再次成为拉动经济增长的亮点,但与此同时住宅金融市场也发生了许多鲜为人知的变化。这突出表现为:

1. 高风险住房贷款剧增

在住宅抵押一级市场上,当大多数美国中产阶段已拥有住房时,向低收入、少数族群倾斜,为他们购房提供融资便利导致次贷、Alt-A 和房屋权益贷款(HEs)等高风险贷款开始大行其道。

所谓次贷就是向信用记录较差,信用评分在 620 分以下的独户住宅借款人发放的贷款^①。Alt-A 贷款是指借款人信用史料不

^① 按照美国的信用评级公司(FICO)个人信用评级标准,个人信用可分为五等:优为 750~850 分,良为 660~749 分,一般为 620~659 分,差是 350~619 分,不确定是 350 分以下。次级贷款的借款人信用评分多在 620 分以下。

全或有信用瑕疵的独户住宅贷款。房屋权益贷款(HELs)是以房产净值为抵押获得第二抵押贷款或其他消费信贷的产品,它可以帮助房产所有者将不动产变为可流动的资产,如现金、支票和储蓄存款,用于支付其他消费支出。这些高风险贷款都有以下特点:(1)贷款首付低甚至是零首付,且月供与收入之比较高;(2)少数族群占比高;(3)多为浮动利率贷款,或只支付利息,或一次性大额还款;(4)家庭负债过高与收入、资产比例失调;(5)拖欠率和取消抵押赎回权比率较高。

在贷款利率持续下降和房价不断上涨的背景下,许多低中收入者希望以房产作为“现金奶牛”,并通过房产增值和房屋权益贷款获得更多的消费信贷。正是在“现金奶牛”的诱惑下,越来越多低收入者开始涉足次贷等高风险贷款。据 HUD 对止赎数量盘升的分析报告显示,2001~2006 年间,上述高风险贷款占每年新增贷款的比重从 17% 上升至 47% (见图 1)。此外,还有只付利息贷款、40 年汽球贷款和选择权可调整利率贷款^①等其他高风险贷款充斥住宅抵押市场。

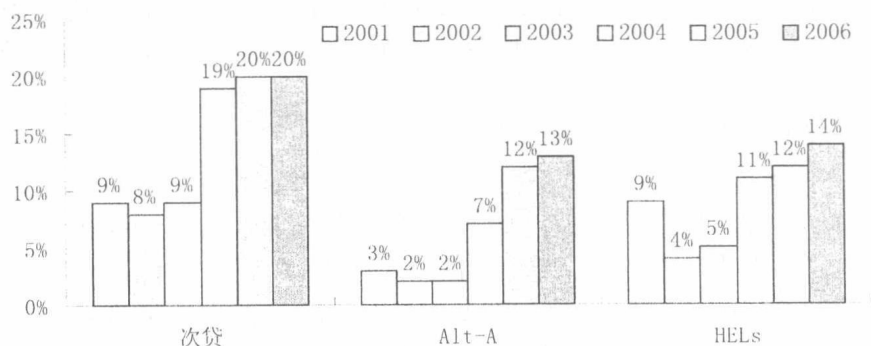


图 1 2001~2006 年高风险贷款占新增个贷市场份额

资料来源:HUD Report to Congress on the Root Causes of the Foreclosure Crisis. Jan. 2010。

2. 贷款机构结构的变化

在抵押一级市场上,传统的贷款人多是存款金融机构。但今天的贷款人按其资金来源可分为三类:零售商(存款金融机构)、批发商(抵押贷款公司)和代理商(经纪人)。多年来商业银行占新增抵押贷款市场份额的 20% 左右;储贷机构的市场份额从 1976 年最高时占 65% 逐步降至 20% 左右;“脱媒”促使大量非存款机构快速成长,抵押贷款公司的市场份额从 20 世纪 70 年代的 14% 提

^① 选择权可调整利率贷款(option ARM)指借款人可选择只付利息、最低还贷额或传统的可调整利率贷款。

高至如今 60% 左右。随着抵押贷款的证券化和电子信息技术的发展,传统的贷款申请、审核、发放需要详尽的信用史资、房产评估、就业信息、资产状况、规范的程序,如今可以在网上一键搞定。如 2000 年在线审核发放的抵押贷款(on line loans)为 1250 亿美元,2002 年达到 8688 亿美元,增长了 6.9 倍,这使得以往从不发放住房贷款、只为购房者与银行牵线搭桥经纪人摇身一变成了贷款的发起人,1987 年这类经纪人只有 7000 多人,2006 年达到 53000 人,增长了 7 倍多。^①

抵押贷款公司、经纪人这些无严格监管的“影子银行”要想把贷款推销出去最好的办法就是让更多的人负债,在利益的驱动下,掠夺性贷款(predatory lending)不可避免地发生了。所谓掠夺性贷款可以归纳为:(1)贷款人向借款人恶意推销贷款;(2)贷款推销中有寻租行为,如从中获得佣金以外的其他收入;(3)强行推销中有误导和欺诈行为;(4)以各种手段诱使借款人在对借款条件了解不充分的情况下,被动接受贷款;(5)贷款合约条款含糊不清使借款人没有可诉诸法律的把柄。由于许多次贷的借款人有受教育水平低、金融知识匮乏、信息不充分、搜寻最佳贷款意愿小、成本高的特点,因此,一些经纪人向他们推销了许多高成本甚至一辈子还不清的贷款。

3. 证券化主导机构和市场结构变化

在传统的住房抵押二级市场上,政府发起设立三大证券化机构企业:“吉利美、房利美和房地美”是住房抵押二级市场的主导者,合计占市场份额的 90% 以上,“吉利美”的主要职能和业务范围是为私营金融机构发行 FHA、VA 担保的抵押贷款证券提供担保,自己既不购买抵押贷款,也不发行证券。“两房”的业务范围:除部分购买 FHA 和 VA 担保的住房抵押贷款外,还经营各类合格的常规住房抵押贷款的证券化业务。所谓常规住房抵押贷款多是指无政府机构担保、贷款价值比 80%、固定或可调整利率、期限 25 年以上独户和多户贷款的抵押贷款。合格的抵押贷款(conforming loans)指贷款规模不超过政府规定的上限(因户型和地区有所不同,并根据市场变化逐年调整,如 1990 年、2001 年独户合格贷款上限分别为 18.7 万和 27.5 万美元,2007 年提高到 41.7 万美元)。此外,抵押物是家庭的主要住宅(prime residence)而非第二套住宅,享有抵押优先权,贷款价值比超过 80% 的部分需有私营抵押保险,借款人有稳定的工作和收入,月供家庭收入比为 28%,月供

^① 资料来源:HUD Report to Congress on the Root Causes of the Foreclosure Crisis. Jan. 2010.

与收入比不超过 36%等。

在证券化起步阶段,FHA 和 VA 担保的抵押贷款占房贷市场份额只有 10%左右,私营证券化机构多从事无政府担保的大额房贷(jumbo loan),产品结构复杂、信用等级低、风险大的特点,使其证券化市场份额也十分有限,而“两房”经营的合格常规抵押贷款的规模大、地域分布广泛的特点,加之政府有多种优惠政策:(1)其发行证券可免去联邦证券交易委员会和州监管机构的审批;(2)公司发行的标准抵押贷款证券或转手证券被视为无风险投资工具,各金融机构可无限持有,并可作为联储和联邦住宅贷款银行体系的借贷的担保品;(3)公司在必要时可获得财政部最高 22.5 亿美元的资金支持;(4) 联邦储备银行的记账系统可为两大公司的证券提供发行、清算服务;(5)公司经营范围不受州界和地域的限制,不需地方监督部门的认可和批准;(6)公司在依法留足资本金后,经营收入归股东所有,等等,这些都为“两房”主导住房证券化市场奠定了基础(见表 1)。

表 1 各机构占住房抵押贷款证券发行市场的份额

年份	1980	1985	1989	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
吉利美	85%	40%	27%	25%	9%	25%	24%	18%	19%	19%	14%
房利美	0%	21%	33%	37%	14%	37%	35%	37%	39%	38%	42%
房地美	10%	34%	34%	28%	73%	29%	27%	29%	30%	30%	31%
私营机构	5%	5%	7%	9%	4%	9%	15%	16%	12%	13%	13%

资料来源:Housing Finance in US: the Transition of US Housing System, The Joint Center for Housing Studies, Harvard University。

但网络经济泡沫破灭后,实体经济投资亮点匮乏,房地产市场红火,零首付、低利率、融资便利、税收激励,导致次贷等高风险贷款泛滥。1994 年美国的次级贷款发放量只有 350 亿美元,仅占当年住房抵押贷款发起额的 4%,2005 年最高时达到 6550 亿美

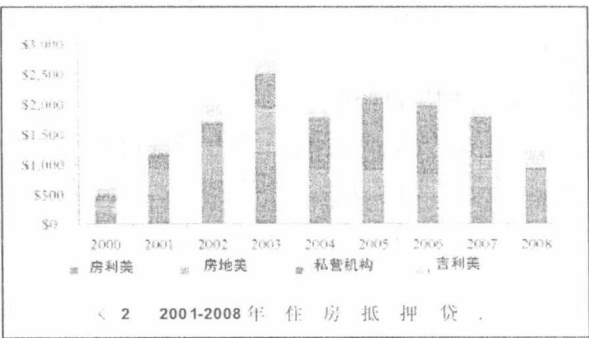


图 2 2001~2008 年住房抵押贷款发行市场结构

资料来源:FHFA, “Housing and Mortgage Market And GSEs in 2008”。