

“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财管理名著译库

车丽娟 李悦 译

政府担保， 福兮祸兮？

房利美、房地美及抵押金融的崩溃

GUARANTEED

Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance

TO FALL

VIRAL V. ACHARYA
MATTHEW RICHARDSON
STIJN VAN NIEUWERBURGH
LAWRENCE J. WHITE

(美) 维拉尔·V.阿查亚

马修·理查德森

著

斯蒂金·范·纽沃博格

劳伦斯·J.怀特



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库

F837.124
21

政府担保， 福兮祸兮？

房利美、房地美及抵押金融的崩溃

GUARANTEED

Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance

TO FALL

VIRAL V. ACHARYA
MATTHEW RICHARDSON
STIJN VAN NIEUWERBURGH
LAWRENCE J. WHITE

(美) 维拉尔·V.阿查亚

马修·理查德森

著

斯蒂金·范·纽沃博格

劳伦斯·J.怀特



北航

C1721884



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

Viral V. Acharya, Matthew Richardson, Stijn Van Nieuwerburgh, Lawrence J. White:
Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance

Copyright © 2011 by Princeton University Press

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the publisher.

All rights reserved.

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2013-84

本书简体中文翻译版由普林斯顿大学出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。
版权所有, 侵权必究。

图书在版编目 (CIP) 数据

政府担保, 福兮祸兮? ——房利美、房地美及抵押金融的崩溃 / (美) 阿查亚 (Acharya, V. V.) 等著; 车丽娟, 李悦译. —大连: 东北财经大学出版社, 2014. 1

(金融瞭望译丛)

ISBN 978-7-5654-1331-5

I. 政… II. ①阿… ②车… ③李… III. 房地产抵押贷款-金融危机-研究-美国
IV. F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 216189 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 152 千字 印张: 12

2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 季 刘 佳

责任校对: 孙 萍

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 30.00 元

致 谢

本书的许多观点产生于我们 4 人早年在纽约大学斯特恩商学院撰写《恢复金融稳定：如何修复失败的体系》（Wiley, Mar. 2009）和《监管华尔街：多德—弗兰克法案以及全球金融体系新架构》（Wiley, Oct. 2010）这两部书的过程中。我们非常感谢所有为这些书呕心沥血的同事们，尤其要感谢对政府赞助企业（GSEs）相关章节做出贡献的各位：Dwight Jaffee（2008—2009 年访问斯特恩学院）、T. Sabri Oncu（2008—2010 年访问斯特恩学院）以及 Bob Wright。Heitor Almeida、Ralph Koijen 以及 Amit Seru 等人对本书第一稿提出了宝贵的反馈意见；Sanjay Agarwal、Les Levi 以及 Manjiree Jog 提出了实用且深刻的评论；Vikas Singh 在关于除美国以外的国家如何处理住房所有权及抵押贷款市场的研究上所提供的出色协助，也让我们受益匪浅。我们要对联邦住房金融局（FHFA）首席政策分析师 Robert Collender 表示感谢，他帮助我们更好地理解 FHFA 提供的数据。我们也对普林斯顿大学出版社工作人员的专业精神致以谢意。特别感谢 Seth Ditchik，从著书提案到最终出版，他为我们做了全程的精心安排。最后，我们对二十多年来潜心研究 GSEs 的经济学家、决策者以及实干家们表示衷心的感谢。无论其名是否见于本书之中，他们都在

各自的设想中预见了现有 GSEs 缺陷的存在，并对这些缺陷可能造成的不良后果提出了警告。众人拾柴火焰高，众人的集体智慧大大深化了我们对 GSEs 的认识和理解，同时也促进我们对美国抵押贷款市场亟需的改革措施提出了一些原创性的意见。

序

打造出美国抵押贷款金融体系的决策者们期望获得的是政府所有权的
安全保障、地方银行业的诚实守信以及金融市场的灵活变通。然而，他们
得到的却是政府的灵活变通、地方银行业的安全保障以及金融市场的诚实
守信。

——大卫·弗拉姆 (David Frum)

专栏作家、乔治·W. 布什总统的前任讲稿撰写人
《国家邮报》，2008年7月11日

1999年9月30日，《纽约时报》的记者史蒂文·霍尔摩斯 (Steven Holmes) 发表了一篇题为“为拉动抵押贷款，房利美放松信贷条件”的文章。文章旨在阐述指出，房利美正在降低其信贷标准，进而将会使更多的人拥有房屋所有权。该文引用了时任房利美的首席执行官富兰克林·雷恩斯 (Franklin Raines) 的观点：

20世纪90年代，房利美通过降低首付要求而使成百上千万的家庭拥有了属于自己的房屋。但是，仍然有很多借款人的信用等级达不到我们的贷款要求，所以他们不得不退而求其次，在所谓的次级贷款市场中以高出

正常利息很多的价格来获得抵押贷款。

与主流报道一致，该文分析了房利美突然决定开展高风险借贷的潜在后果。作者史蒂文·霍尔摩斯颇有预见性地发出警告说，房利美正承担着新的巨大风险，这些风险在经济繁荣时期自然平安无事，但是遇上经济滑坡，就会要求政府提供巨额救助。文章还引用了经常批评政府赞助企业（GSEs），尤其是两房的企业研究院的学者彼得·威利森（Peter Wallison）的观点：

包括我在内的许多人都认为，这是正在我们身边形成的另一个储蓄业……如果它们破产，政府将不得不像当初出手救助储蓄业那样出手救助它们。

十年后，我们了解最终结局如何了：爆发了这场自 20 世纪 30 年代以来最严重的金融危机，而且，财政救助规模如此之大，以至于我们再也不会认为当年的存贷款危机算得上是什么金融危机了。这并不是说要把所有的罪责都推给房利美和房地美，包括贝尔斯登、雷曼兄弟、美林证券、美国国际集团（AIG）、美联银行以及花旗银行在内的其他大型综合金融机构同样难辞其咎。

虽然如此，房利美和房地美的确值得特别关注。截至 2010 年 8 月，美国财政部已经为两房总共注资 1 482 亿美元。但它们的财务状况看起来并未得到任何好转。即使撇开未来赎回权遭到取消以及投资组合发生损失等不利情况不谈，两房目前已经有超过 15 万栋房屋丧失了赎回权。国会预算办公室（CBO）预计，2019 年之前，可能还需要追加 650 亿美元的救助金才能维持其正常运转。CBO 进一步估计，纳税人的损失总额最终可能达到惊人的 3 500 亿美元左右。

然而，两房很少见诸报端。《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》堪称是自 20 世纪 30 年代以来最全面、最严厉的金融立法，但其中几乎未提及它们，而只是呼吁大家去研究如何对它们进行改革。

银行已经得到了大量支持，其中包括 5 500 亿美元的直接注资、2 850

亿美元的贷款担保以及 4 180 亿美元的资产保险，目前最终清偿以上账目是有可能的。事实上，尽管刚刚发生过真正的经济灾难，但一些银行已连续本息地还清了贷款。而且，如果住房市场不进一步恶化，甚至连 AIG 这家过度融资的代表，都有可能还清来自政府的借款。但目前，无论是房利美还是房地美，能够偿还资金的可能性都是微乎其微的。在这场金融危机尘埃落定之际，这些金融机构将让金融部门付出很大的代价，并且在金融部门中，也有一些在美国名声很坏的金融机构。

可是，愤怒的声音在哪儿呢？

听不到愤怒的声音，是因为两房已经沦为美国政治两翼的“政治足球”。对于左翼而言，它们是拉动实现全民保障性住房政策的工具；而对于右翼来说，它们深化了所有者社会的理念。同时，两房还是政治家的梦想：在不要求任何联邦预算支出的情况下，达到减少每月抵押贷款成本的效果。

由于两房的表演差强人意，我们认识到，玩这种游戏的代价其实很高。保守派智囊团认为两房是美国次贷危机的罪魁祸首。但自由派团体认为，这样过度渲染两房在危机中的角色，不过是为了转移视线，掩盖住房市场危机的真正缘由：放松监管以及华尔街的过度放贷行为。也许，这两种观点都有些道理，但是这些争论都没有切中要害。

两房之所以地位显赫，是因为它们其实是全球最大的对冲资金。我们来算一笔小账以展示其商业运行模式。

假如我们为您提供如下机会：我们将投资 1 美元，你借给我们 39 美元。用这 40 美元，我们要购买银行发起的抵押贷款组合，这些抵押贷款是不容易售出且面临重大的长期风险的。尽管我们会尝试使用复杂的金融对冲工具，但我们的模式仍然很可能出错并存在巨大的不确定性。我们将把 15% 的资金投资于低质量抵押贷款，即家庭在遇到经济衰退或者住房市场严重下滑的情况就无法偿还的抵押贷款。更有意思的是，我们将在抵押贷款相关类资产方面成为最大的金融机构，购买总额将达到 1.7 万亿美

元左右，从而成为真正属于“大则不倒”这种类型的大企业。

但是故事并没有到此结束。我们将为美国更多的抵押贷款提供保险，总额约 3.5 万亿美元，并为这些抵押贷款提供违约担保。对该类保险业务，我们并不期望有过高的收益，每 100 美元贷款（的保险）能获得 0.2 美元的收益就可以了，但这将为我们每年创造 70 亿美元的利润（这是在假设赎回权取消率绝对为零的基础上得到的数字）。作为我们的借款人，你也许会担忧我们将持有多少缓冲资本来抵抗未来所有的违约风险：每担保 100 美元，我们将仅持有 0.45 美元。并且，因为想尽可能地扩大市场份额，所以我们将持有一些风险性更高的抵押贷款。

对于这种风险投资的类型，我们知道你期望较大的投资回报。然而，我们支付给你的仅仅是在政府债券收益基础上加上一些额外的金额。你或许认为我们的投资定位是疯狂的并且会直接拒绝交易。但是如果我们一起相处，并且悄悄告诉你说我们有一个富有的叔叔，人称山姆大叔，无论发生任何事情都会保全你借给我们的钱，你还会在乎这些风险吗？如果你相信山姆大叔的存在，你就会放心地将你的钱借给我们。

这当然就是对两房商业模式的描述。简而言之，两房垮台的命运是早就注定了的。对于纳税人来说，这种模式后患无穷。与银行或 AIG 不同，这些风险都是公开的。多年来，分析师们一直对这种运行模式的风险极为不满。但历届政府不仅从未叫停，相反，还选择进一步扩大对其的担保范围，将其风险传递给下一届政府。在这个过程中，通过让家庭利用第一、第二级抵押贷款和房屋净值信用额度来充分利用其房屋净值的做法，各届政府都实现了拉动消费、扩大支出的短期目标。由于在政府的账面上没有任何记录，这些担保看起来就像是免费的午餐，直到它们进行不下去为止。由于这种庞氏骗局性质的政府担保目前走向了终结，清理残局的任务不幸就落在了现任政府身上。那么，本届政府将怎样应对两房及抵押贷款金融的崩溃呢？

我们要考虑到该问题的规模大小和复杂性程度。政府不能抱着将损失

转嫁到债权人的态度，通过违约将 GSE 债务一笔勾销。在 GSE 债务中，约有 50% 由金融机构控制，20% 掌握在海外投资者手中，这些金融机构和海外投资者同样拥有绝大部分的政府债务。由于 GSEs 的规模巨大且相互关联，因此，不能像对小规模金融公司那样对它们放手不管。我们应对的是 3.5 万亿美元的抵押贷款担保、1.7 万亿美元的抵押贷款投资组合以及 2.2 万亿美元的金融衍生品头寸。美联储不仅要妥善处理好对 GSEs 放手的问题，还要制订计划，解决好面对 1.5 万亿美元的 GSE 债务及 GSEs 支持证券的头寸（这是美联储在对经济实施一揽子救助计划的过程中积累起来的）如何脱身的问题。由此可以清楚地看出，任何解决 GSEs 问题的办法，从精心制定到执行，大概需要好几年的时间去制定和执行，甚至需要用上几十年。不过，至少从某种程度上讲，没有理由不立即着手这件工作。

许多人抱怨说，两房失败的根本原因在于其所有制结构：正面我赢，反面你输（总之，我赢定了）。换句话讲，在经济景气时期，（对股东和管理者）实行利润私有化；在经济低迷时期，却（对纳税人）实行风险社会化。两房已经被纽约证券交易所摘牌，且正处于政府托管状态，因此可以说，两房目前及时有效地实现了国有化。

然而，仅仅将两房无限期地收归国有并不能解美国抵押贷款金融之困。两房在 2008 年金融危机中的崩溃，实际上象征着政府企业已经成了一个全球性的大问题。由国家和具有明确公共性质的实体（这一点与两房不同）担保的德国国有州立银行，也在美国和英国的房地产蓬勃发展之时全力注资，结果成为金融危机中第一批倒闭并获得成功救助的银行。西班牙储蓄银行与美国的存贷款协会相似，曾为西班牙最大的建设热潮注资，但现在，人们却将其视为造成西班牙经济低迷的重要推手。两房是典型的政府相关类机构，经常是先设置一个有限制的、有价值的指令，但是在运行过程中却渐行渐远，严重背离最初的目标，演变成无法控制且具有系统性风险的庞然大物。

因此，长期看来，若不叫停两房，采取任何措施都不能改善现状。在2010年8月本书完成之时，奥巴马政府已承诺将于2011年初之前提出这些机构的改革方案。本书提出并分析了若干方案，其中也包括我们自己的建议。

首要的是，两房这种大规模的政府实体本就不应该存在。也就是说，它们的工作应由私人市场来承担，否则不如不做。然而，如果这些实体必须存在，那么它们就应该像“乏味的公用事业”那样，以较小的规模进行经营，应具有以下三个特点：

1. 对政府担保的用途应该保持高度专门化，换言之，不得用纳税人的钱去经营赌场。

2. 政府担保应该在联邦资产负债表中明确体现出来，以避免本届政府在将风险传递给下一届政府的过程中出现庞氏骗局。这将确保政府实体的规模由预分配的财政预算来决定。

3. 这些实体的唯一宗旨该是，对已确认的市场失灵做出补救，或者，换言之，填补市场不存在或市场难以实现社会效率目标时的空白。应当通过公私合伙制来实现这一宗旨，即允许私人市场同步发展。因此，政府实体自诞生之日起，就要为自身在预定时期后的全身而退铺平道路。

更具体地说，我们提出的一条新建议就是，在逐渐摆脱GSEs的过程中，试图谋求短期过渡和长期效率之间的平衡。GSEs具有投资职能，它们可以像对冲基金或自营交易平台那样，投资于抵押贷款支持证券，但我们认为，应该以循序渐进的方式削减并最终终止GSEs的这种投资职能。自20世纪90年代早期以来，资产管理公司已成为资本市场的重要组成部分，而且能够在二级抵押贷款支持证券市场中起到收拾残局的作用。政府没有必要去经营一个庞大的对冲基金。

抵押贷款违约担保已经成为美国抵押贷款核心市场获得发展和流动性的必备因素，所以，抵押贷款违约保险应当以某种形式维持下来，但应该大大削弱GSEs在这方面的角色。无可非议，由于违约保险依赖于宏观经

济实践，因而具有系统性，牵一发而动全身，所以私人部门不能单独提供这类保险。当一家私人保险公司无法履行其担保时，其他公司也可能处于相同的情况而不能办理再保险。不过，公共部门由于缺少合适的治理结构、激励机制以及责任制度（更不要说政治上的考虑），也不能单独介入这个保险市场。

我们提出一个务实的中间立场：建立一个公私合伙制度，在这种制度下，私人部门决定提供何种担保并为担保定价，但是仅对每一笔抵押贷款的 25%（举例而言）提供担保。而政府则是一个隐性合伙人，为剩下的 75% 提供担保并收取相应的担保费用。私人部门企业（甚至有可能是几个金融机构的合作团体）需要得到完善的监管——尤其要保证充足的资本以应对系统性风险，还要保证绝对服从破产清偿规定。而且，担保的合伙制模式应当只是针对单一的标准类抵押贷款，这一类贷款有严格的贷款标准（比如，贷款价值比不得超过 80%）。对非标准类抵押贷款的违约保险，应当完全由资本充足的私人企业提供。

其他很多发达国家的抵押贷款市场不具备抵押贷款担保的职能，而且与美国相比，这些国家的二级抵押贷款市场往往欠发达：银行持有贷款的比例更高，且长期固定利率抵押贷款产品不够普及。维持 30 年固定利率抵押贷款的核心作用需要一个运行良好的证券化渠道。此外，这些另类的抵押贷款市场架构在金融危机中表现得不堪一击，造成了对银行的大规模救助，这与援助 GSEs 没有什么两样。

最后，提供资金实现居者有其屋（home ownership）的公共使命是否可取，尚存在争议。美国补贴房屋所有权的计划比任何其他发达国家都要多。然而（毫无疑问，也正因如此），美国的房地产泡沫也几乎比其他任何国家都要严重。相对于对住房市场较少实行政府干预的其他国家来说，美国的这些计划到最后也没有带来更高的住房自有率，也没有提高民众对住房的支付能力。从根本上说，这些补贴扭曲了住房的相对价格，并导致对住房的过度投资和过度消费，最终对经济增长造成了危害。

无论你在是否激励人们购房的争辩中持有什么立场，有一点似乎很清楚：通过无资金准备的政府担保来补贴自置房产的 GSEs 方式并非是行之有效的办法。学术界已经对 GSEs 担保帮助低收入家庭购房的能力产生了严重质疑，认为 GSEs 担保主要起到了降低富人们的抵押贷款还款金额的作用。既然住房补贴计划必须存在，那么我们认为应当大幅削减其规模，并且最好将其安置于联邦住房管理局（FHA）或住房与城市发展部（HUD）下辖的一些机构中。这将使这些计划的各项成本明确呈现在联邦政府资产负债表内的财政项目中，从而增强面向纳税人的透明度。未来美国住房金融的任何架构都应考虑的是，提高住房信贷额度、加大住房建设力度并不能应对当前经济的挑战。

当然，如果两房不过是被其他 GSEs 所取代的话，那么改革和叫停两房是不足以解决问题的。我们提出的改革建议的精髓就在于，它涉及所有的 GSEs。我们甚至建议，对无资金准备的美联储干预市场的做法进行限制，并提供了一个适用范围广泛的蓝图，来解决如何组建公共筹资实体、如何遏制其过度行为并时刻做好合理退出的战略准备等问题。同样地，系统性风险很高的私营机构最终可能因规模过大或相互联系过于紧密而变得“大则不倒”，如果两房不过是被这样的企业所取代的话，那么改革和叫停两房也不能解决问题。任何抵押贷款市场的重建，都必须加强所有相关企业在抵押贷款发起、证券化以及适当的资本要求等方面的竞争。如果私营企业提供的抵押贷款担保，大部分仍体现在资产负债表表外或表现为无资金准备的项目，那么就是换汤不换药。这些企业就会成为未来的房利美和房地美，而且我们可以肯定，它们的风险最终还是要由纳税人来承担。有人认为私人部门已经放弃了抵押贷款市场，因而提出反对意见，认为不该对 GSEs 进行任何彻底变革，至少不应该立即采取任何措施。截至 2010 年上半年，两房以及 FHA 购买或担保的金额在所有新发行的住宅类抵押贷款中占到 90% 以上。然而，我们或许能观察到，这是抵押贷款市场的“第 22 条军规”，让人感到进退维谷，左右为难。2007 年末，

抵押贷款证券化市场出现极度萎缩，在“私人部门”次级贷款相关证券越来越糟糕的情况全面曝光后，联邦政府自然而然地推动两房和 FHA 去填补缺口——该缺口大概是它们在权限范围内能提供支持的贷款额度的两倍。（与私人部门相比，）它们在抵押贷款市场所占的份额更大，基础更稳固，而且它们还能获得政府支持，这意味着它们的成本更低，从而可以补贴抵押贷款。在这种情况下，私人部门证券化的重建变得更加困难重重，甚至可能无法做到。

因此，两房以及 FHA 目前的强势地位或许表明，私人部门并非对振兴私人部门证券化漠不关心，而是没有能力去抗衡政府补贴，因为政府补贴让私人部门无法参与竞争。要解决这一难题，就得对房利美和房地美进行大刀阔斧的重组和改革，这也正是本书所提倡的主张。

目 录

致谢 1

序 1

第 1 章 养虎为患 1

1.1 GSEs 的本质 2

1.2 起源 5

1.3 GSEs 的民营化 7

1.4 陷入债务中 12

1.5 丰厚的补贴 15

第 2 章 引爆炸弹 19

2.1 支持可支付住房的“使命” 21

2.2 高风险的业务 23

2.3 跨过卢比肯河 26

第3章 竞次大战 29

3.1 淘金热 31

3.2 这是贷款，傻瓜 32

3.3 金刚与哥斯拉的决斗 35

3.4 “全押”战略 41

第4章 大则不倒 46

4.1 系统风险和 GSEs 48

第5章 末日浩劫 63

5.1 坠入悬崖 66

5.2 两房垮台与托管 68

5.3 疲软复苏 73

5.4 联邦住房贷款银行系统 77

5.5 结语 78

第6章 联手美联储 81

6.1 救火 83

6.2 为何要让美联储参与进来 86

6.3 是否加息 90

6.4 《多德—弗兰克法案》、美联储及“两房” 92

6.5 小结 94

第7章 他山之石 96

7.1 全球范围内的住房金融机构和自置居所 97

7.2 全球的繁荣—萧条周期 105

7.3 “不良银行”：喜新厌旧 108

第8章 破镜重圆 112

8.1 终止 GSEs 的投资职能 115

8.2 GSEs 的担保职能 121

8.3 非标准类抵押贷款 136

第9章 追龙计划 143

9.1 房屋所有权补贴的经济学 145

9.2 解决房屋所有权问题的措施 150

9.3 联邦住房贷款银行系统又如何? 154

跋 156

美国住房金融大事年表 159

缩略语表 163