

论美国政府对住房 抵押贷款二级市场发展的支持作用

郁文达

发端于美国 20 世纪 30 年代大萧条期间的住房抵押贷款二级市场(以下简称为二级抵押市场)经过 40 年代、50 年代和 60 年代不断的演进,70 年代开始发生革命性的变革。经过 30 年的发展,到 20 世纪末,美国住房金融中与联邦相关的住房金融机构在二级抵押市场的活动超过了商业银行和储蓄机构发放抵押贷款的总和,二级抵押市场的作用超过了一级抵押市场。在二级抵押市场发展的过程中,政府发挥了重要的作用。

一、美国联邦政府支持二级抵押市场的机构和方式

美国联邦政府在二级抵押市场的发展中一直起着决定性的作用。没有联邦政府金融机构在二级抵押市场上的努力,就不可能有今天强大的二级交易市场。作为一种制度安排,五个与联邦相关的住房金融机构在二级抵押贷款市场发挥了巨大的作用。

1. 联邦住房管理局和退伍军人局推广抵押贷款标准化和实行信用提升为抵押市场流动创造了前提。

大萧条以前,美国住房金融的工具是球型贷款,贷款偿还时间短(3~6 年),借款人还款后面临重新融资的困难。遇到经济恶化,会造成大量借款人还不了款而引发储蓄机构破产倒闭危机。大萧条后,1934 年的全国住房法批准成立联邦住房管理局(Federal Housing Administration, FHA)。FHA 推广一种低首期支付、固定利率、均额偿付、全额分期偿还的抵押贷款。这种标准化的抵押贷款随后在美国得到普及。FHA 通过为住房抵押贷款提供保险来稳定抵押贷款市场。

1944 年,为了对退伍军人买房融资提供必要的担保成立了退伍军人局(Veterans Administration, VA)。

FHA 保险和 VA 担保的贷款主要由商业银行、储蓄机构和抵押银行发起并提供服务。在 FHA 几十年的发展过程中,对起经纪人作用的抵押银行发起的贷款提供保险一直占很大比重。FHA 和 VA 推广标准化的抵押贷款,为抵押贷款保险和担保提升了信用,减少了投资者的投资风险,为抵押贷款在全国范围的流通创造了条件。

2. 联邦全国抵押协会最早为抵押贷款市场和资本市场的联系提供了通道。

如前所述,大萧条期间住房金融市场和一般金融市场之间

建立了一道防火墙,以避免一般金融市场的动荡对住房金融市场的影响。1938 年成立了联邦全国抵押协会(Federal National Mortgage Association, FNMA),将其作为重建金融公司的附属机构。成立该协会的最初目的就是在资本市场发行债务凭证买卖 FHA 保险的抵押贷款,为抵押贷款市场和资本市场提供通道。1948 年, FNMA 又被授权购买 VA 担保的贷款。在整个 40 年代、50 年代和 60 年代, FNMA 都通过在资本市场发行债券、短期折扣期票和中期信用债务筹集资金,来购买抵押贷款。FNMA 的活动有助于消除 FHA 保险和 VA 担保贷款的地方性,减少了不同地方贷款市场收益的差异,促进了抵押贷款全国性市场的形成。根据 1954 年的联邦全国抵押协会宪章法, FNMA 有三个主要功能:(1)二级市场操作功能。根据该法, FNMA 可以买卖抵押贷款。在信贷紧缩时,通过购买贷款向市场提供资金,在信贷宽松时向市场销售贷款回笼资金。(2)特别援助功能,对各种联邦资助的住房项目提供资金。FNMA 有权向财政部借款。(3)管理和流动性功能。FNMA 有责任管理新政时联邦政府制定的住房项目和联邦政府的抵押资产。FNMA 由住房和城市发展部(HUD)监管。不过,根据 1968 年的住房和城市发展法, FNMA 变成了一个政府特许,股东所有,股票在纽约交易所上市的公司。FNMA 原有的三个功能中的特别援助功能和管理流动性功能移交给新成立的联邦政府机构——政府全国抵押协会。

1970 年的紧急住房金融法授权 FNMA 购买传统的抵押贷款。80 年代以后 FNMA 与抵押贷款相关的投资业务主要集中在购买传统抵押贷款的合规贷款,发行以合规贷款为组合的抵押担保证券。

3. 政府全国抵押协会率先推出抵押贷款转递证券,发挥了传导人作用。

根据 1968 年的住房和城市发展法成立新的联邦机构——政府全国抵押协会(Governmental National Mortgage Association, GNMA)。GNMA 接受 FNMA 二级市场上特别援助功能、管理和流动性功能,并在此基础上,发展了两项二级市场功能:一是为抵押担保证券提供担保,二是紧急购买住房抵押贷款。

1970 年第一个由 GNMA 担保的抵押担保证券(Mortgage-Backed Securities, MBS)问世。抵押贷款发起人将贷款品种

利率和期限一致经 FHA 保险或 VA 担保的贷款组合起来,以这些贷款要归还的本息现金流量为基础发行证券。组合完成后,GNMA 证实所有的承诺要求(如最大 PTI 值、最大 LTV 值及最高贷款额等标准)符合要求,GNMA 即对要发行的证券提供担保。GNMA 的担保具有百分之百的政府信用。抵押贷款证券化后,由抵押贷款发起人或其他专门机构对抵押贷款提供一定的服务。保证证券投资者每月 15 日收到利息和本金。如果借款人没有按时支付本息,服务机构有责任支付给投资者。只有当服务机构也不可能对证券投资者保证必要的支付时,GNMA 就会督促将 GNMA 担保的组合转交给另一个服务机构。GNMA 担保证券最终由 FHA 或 VA 负责。投资者购买 GNMA 担保证券的收益一般比贷款组合中的合同利率低 50 个基本点。对担保证券提供服务的机构收 44 个基本点,GNMA 为抵押贷款组合提供了担保,收 6 个基本点作为回报。GNMA 担保的一个组合规模最低 100 万,证券销售的最低面额 25 000 元。同二级抵押市场的其他机构如 FNMA 和 FHLMC 相比,GNMA 实际并没有发行一份抵押担保证券,它只不过为抵押贷款的组合提供担保。

70 年代中期以后,GNMA 的活动不再完全限于政府背景的抵押贷款。1974 年通过的紧急住房购买援助法授权 GNMA 在购买联邦政府保险的贷款时如遇紧急情况也可以购买传统抵押贷款。但 GNMA 的业务重点仍然是 FHA 保险和 VA 担保的贷款。

4. 联邦住房贷款抵押公司对传统抵押最早起交易商和传导人作用。

FHA 主要为抵押银行发起的贷款提供保险。FNMA 最早与抵押业务相关的投资是购买 FHA 保险的贷款。GNMA 只对 FHA 保险和 VA 担保的贷款证券化提供担保。非经 FHA 保险和 VA 担保的传统贷款是片未开垦的处女地。二级抵押市场的极大潜力刚刚开始显露。1970 年,在储蓄机构的要求下,为了支持由联邦储蓄贷款保险公司(FSLIC)保险的储蓄机构的抵押贷款在二级市场的交易,美国国会批准成立联邦住房贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)。FHLMC 完全由联邦住房贷款银行体系(FHLBs)所有。FHLMC 的经营受联邦住房贷款银行委员会(FHLBB)政策指导。

FHLMC 业务最初主要购买传统贷款和联邦保险过的储蓄机构的抵押贷款。FHLMC 从财政部和 FHLBs 统一债务系统发行债券、票据融资,购买抵押贷款作为 FHLMC 的资产保留。储蓄机构用卖掉抵押贷款后得的资金发放新的抵押贷款。1974 年, FHLMC 开始发行担保抵押证券。FHLMC 经营两种抵押担保证券:一种是参与凭证(Participation Certificate, PCs)。PCs 是以传统抵押贷款组合为担保发行的转递证券。FHLMC 将购买储蓄机构的抵押贷款归集成一个贷款组合。FHLMC 作为传导人自己销售或通过证券交易商销售。同其他转递证券一样,贷款发起人有义务对贷款提供服务并得到 FHLMC 支付的服务费收入。FHLMC 归集的一个 PCs 组合规模在 3~5 亿,证券销售的最低面额为 100 000,尽管 PCs 不是以政府信誉作保证,

但 FHLMC 能保证投资者的利益。另一种是担保抵押证明(Guaranteed Mortgage Certificates, GMCs)。GMCs 是 FHLMC 从储蓄机构购买的抵押贷款为担保品发行的债券。GMCs 利息每半年支付一次,本金每年支付一次。

二、政府的调控机制

美国的住房二级抵押市场发端于 20 世纪 30 年代大萧条期间。30 年代正是美国经济由自由放任开始向政府干预转变的时期,政府对二级市场的宏观调控一直伴随着二级抵押市场的发展。

1. 对住房金融机构的控制

上述五个机构或直属于联邦政府或与联邦政府有密切的关系。FHA 是联邦政府住房和城市发展部(HUD)内一个主要机构。VA 是联邦政府的一个独立机构。GNMA 也由 HUD 负责。GNMA 公司的总裁由美国总统提名并经参议院批准。FNMA 和 FHLMC 是联邦政府特许、公众持股的上市公司。在公司董事会的决策层中, FHLMC 董事会现有 17 名董事,其中 4 名由美国总统任命。FNMA 董事会现有 13 名董事中,5 名由总统任免。在指定的 5 名董事中,必须有一人来自住宅建筑业,一人来自抵押贷款行业,一人来自房地产行业。还有一人必须来自代表消费者利益或社区利益的组织,有至少不低于二年、具有为低收入家庭的住房提出议案的经历。为了加强对 FNMA 和 FHLMC 的调控,根据 1992 年的联邦住房企业金融安全和稳健法(The Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992)在 HUD 中专门设立了一个独立的实体——联邦住房企业监管办公室(The Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO), OFHEO 的主要使命是确保 FNMA 和 FHLMC 的资本充足,金融安全和稳健。OFHEO 有类似于其他联邦管理者如联邦存款保险公司、储蓄监管办公室和联邦储备体系的法定权力。OFHEO 办公室主任由总统任命,任期五年。可见凡是与政府相关的住房金融机构,不论是政府所属还是政府特许,不论是具体经营实体还是监管机构,政府都有直接的、强有力的控制能力。

2. 区别不同的公司性质,划分不同的资金渠道,并规定不同的职责范围。

这五个与政府相关的住房金融机构大致分成二类。第一类是政府机构或政府全资子公司。如 VA 是政府机构, FHA、GNMA 是政府全资子公司。这类公司不以盈利为目的,按政府公司控制法的规定经营。第二类是政府特许、公众持股公司如 FNMA 和 FHLMC。第二类公司在政府严格管制的前提下以盈利为目的,按公司法的规定经营。根据这两类公司的不同性质划分不同的资金渠道。第二类公司资金要面向市场融资,而第一类有特定的渠道,如 VA 为退伍军人提供担保来源于政府津贴。FHA 的贷款保险通过公共企业周转金融通形成 FHA 基金。同时 FHA 基金也得到保险费收入、投资利息、国会拨款和其他杂项收入补充。FHA 基金分成四项亚基金:共同抵押保险基金(The Mutual Mortgage Insurance Fund, MMIF),主要支持 FHA 的单户住宅项目。普通保险基金(The General Insurance

Fund, G D), 为医院、老年人住房等公益事业项目贷款提供保险。

特殊风险保险基金(The Special Risk Insurance Fund, SR I), 主要支持多户住宅的租赁住房项目和为高风险借款人的贷款提供保险。集体管理住房经营基金(The Cooperative Management Housing Improvement, CMH I), 主要对市场利率的集体公寓项目提供保险。

表 1 1994 年 9 月末 FHA 保险项目的资金分布

	MM I	CMH I	GI	SR I	总计
单户住宅贷款保险比率(%)	79	0	8	1	89
多户住宅贷款保险比率(%)	0	0	10	2	12
总百分比	79	0	18	3	100
总金额(百万美元)	3 029	3	691	100	3 823

资料来源: 1994 FHA Annual Management Report- Overview: pp. 3

3. 对 FNMA 和 FHLMC 经营活动的调控。

由于 FNMA 和 FHLMC 公司既是政府特许又是公众公司, 公司经营要以盈利为目标, 这种特殊性决定了对这二个公司的经营活动的调控显得更为重要。这种调控主要体现在:

(1) FNMA、FALMC 的经营计划要服从政府有关部门的安排。

FNMA、FHLMC 在由 OFHEO 独立监管前, FNMA 的每次债务发行都必须得到财政部长的批准。而且财政部长有权在任何时候无条件地一次购买 FNMA 债务最高限达 22.5 亿美元, 从资金上支持 FNMA。FHLMC 通过财政部和 FHLB s 的债务系统融资, 公司经营受联邦住房贷款银行委员会的政策影响。两个公司移交 OFHEO 监管后, 公司的任何新的传统抵押贷款计划如果与 1992 年法实施前有明显差别, 必须由 HUD 的部长批准。HUD 部长有对公司颁布一般的规章制度的权力, 除非 1992 年法专门授予 OFHEO 主任。

(2) 对 FNMA、FHLMC 的业务监管。

对 FNMA、FALMC 的业务监管主要由 OFHEO 负责, 其监管的范围是: 对 FNMA 和 FHLM E 执行广泛的检查, 两个公司每年、每季要向 OFHEO 主任报告公司的财务状况和经营情况。开发风险基金资本标准, 用“压力测试”模拟受压的利率风险和信贷风险环境。在最低资本标准的基础上按季调查资本充足结果, 直到符合风险基础资本标准。禁止执行过分的赔偿。公布有关资本规章和实施标准。采取必要的强制执行行动。

(3) 制定合规抵押贷款限额, 规范抵押贷款标准。

1980 年以前, FNMA 和 FHLMC 这两个公司的合规贷款限额同 FHA 可提供的最大保险额一样, 在 1980- 1989 年, 由联邦住房贷款银行委员会根据在全国的住房价格调查提供指数制定单户住宅合规贷款限额。自 1990 年以来, 单户住宅的合规限额根据联邦住房金融委员会的月度利率调查在监控全国住房价格平均变化的基础上制定。多户住宅的合规贷款限额根据 1938 年的全国住房法制定的 FHA 为多户住宅保险限额的 125% 制定。1984 年的二级抵押市场提升法允许多户住宅贷款限额增加到由 HUD 决定的低成本地区 FHA 保险限额的

240%。合规贷款限额是政府对抵押市场调控, 促进贷款标准化的一个有力手段, 减少了 FNMA 和 FHLMC 暴露的风险。合规贷款限额的调整也体现了政府的住房意图。

三、政府对二级抵押市场的竞争采取鼓励政策

政府对二级抵押市场严格的宏观调控, 并不排斥机构在二级市场上的竞争。

FNMA 和 FHLMC 是公众持股的上市公司, 公司业绩对股票价格影响很大。公司业务一方面受政府的严格监控, 另一方面为了提高效益, 也面向市场积极开展竞争。在二级市场的交易活动中, 与联邦政府相关的住房机构和其他市场参与者, 如商业银行、储蓄机构都是市场竞争者。但由于 FNMA 和 FHLMC 是最大的住房金融机构, 其他机构在二级抵押市场所占份额很小, 影响不大, 因此, 二级市场竞争主要在 FNMA 和 FHLMC 之间进行。

1. 资产业务的竞争。

FNMA 和 FHLMC 两个公司的竞争范围主要集中在单户住宅抵押品种。

表 2 1990- 1998 年 FNMA、FHLMC 有关单户住宅业务对比
单位: 百万美元

	FNMA		FHLMC	
	抵押贷款购买	MBS 发行	抵押贷款购买	MBS 发行
1998	357 805	315 120	263 490	249 627
1997	164 434	143 615	115 160	113 758
1996	166 965	144 201	122 850	118 932
1995	127 988	106 269	89 971	85 522
1994	164 619	128 385	122 563	116 901
1993	303 071	220 485	729 051	208 724
1992	262 055	193 187	191 099	179 202
1991	144 517	111 488	99 729	92 479
1990	116 496	96 006	74 180	71 998

资料来源: LOFHEO 1999 Report To Congress, pp. 91- 94, 100, 110

表 3 1990- 1998 年 FNMA、FHLMC 抵押担保证券对比
单位: 百万美元

	FNMA		FHLMC	
	总 MBS 余额	多级 MBS 余额	总 MBS 余额	多级 MBS 余额
1998	637 143	361 613	478 351	260 336
1997	579 138	388 360	475 985	233 591
1996	548 173	339 798	473 065	237 630
1995	513 230	353 528	459 045	246 969
1994	486 345	378 733	460 656	263 662
1993	471 306	381 865	439 029	264 122
1992	424 444	312 369	407 514	217 030
1991	355 284	224 806	359 163	142 960
1990	288 075	127 278	316 359	83 437

资料来源: OFHEO 1999 Report To Congress, pp. 87, 96

表 2 和表 3 可以看出, 两个公司的资产业务中, 由于 FNMA 成立时间长, 规模比 FHLMC 大, 但 FHLMC 发展较快。

2. 负债业务的竞争。

在接受政府有关部门监管的前提下, 负债业务的成本、规模对公司的效益和市场份额有很大的影响。两个公司在负债业务方面的竞争也很激烈。如在大额不可赎回债券这一新产品的开发上, 1998年1月15日FNMA刚发行40亿美元, 5年期的基准票据, FHLMC马上作出反应, 在同年4月9日发行50亿美元, 10年期的参考票据。在1998年全年, FNMA发行8次期限3~10年共计422.5亿美元的基准票据, FHLMC发行了4次期限3~10年分离的参考票据共计200亿美元。1998年末, FNMA的基准票据占其有效的长期负债余额(有效的长期负债包括可转换成长期负债的短期负债和利率互换)的12%, 而FHLMC占13%。

市场竞争促进了FNMA和FHLMC经营管理水平的提高, 有助于二级市场的发展(参见表4、表5)。

表4 1994-1998年FNMA有选择的财务指标

单位: 10亿美元

	1998	1997	1996	1995	1994
盈利指标					
净收入	3.42	3.06	3.72	2.14	2.13
净利息收入	4.11	3.95	3.59	3.05	2.82
担保费	1.23	1.27	1.20	1.09	1.08
平均担保费(基本点)	20.3	22.7	22.4	22.0	22.5
普通股股本回报率(%)	25.2	24.6	24.1	20.9	24.3
资产负债指标					
总资产	485.0	391.7	351.0	316.5	272.5
负债余额	460.3	369.8	331.3	299.2	257.2
资产					
股本/(资产+MBS)(%)	1.38	1.42	1.42	1.32	1.26
股本/(储备+MBS)(%)	1.45	1.50	1.50	1.41	1.37

资料来源: OFHEO 1999 Report to Congress, pp. 42

表5 1994-1998年FHLMC有选择的财务指标

单位: 10亿美元

	1998	1997	1996	1995	1994
盈利指标					
净收入	2.70	1.40	1.24	1.09	0.98
净利息收入	2.22	1.85	1.71	1.40	1.11
担保费	1.02	1.08	1.08	1.09	1.11
平均担保费(基本点)	21.4	22.9	23.4	23.8	24.4
普通股股本回报率(%)	22.6	23.1	22.6	22.1	23.3
资产负债指标					
总资产	321.4	194.6	173.9	137.2	106.2
负债余额	287.2	172.3	156.5	119.3	92.1
资产					
股本/(资产+MBS)(%)	1.36	1.12	1.04	0.98	0.91
股本/(储备+MBS)(%)	1.45	1.22	1.14	1.09	1.04

资料来源: 同表4。

四、FNMA、FHLMC和GNMA的风险监控机制

二级抵押市场直接和住房市场、资本市场相联。住房市场和资本市场的波动对二级抵押市场带来巨大影响, 要使二级抵押市场健康发展, 必须严格控制市场风险。二级抵押市场风险控制包括二方面: 机构自身的控制, 政府监管机构的控制。FNMA、FHLMC和GNMA的风险控制都是在政府直接或间接的推动和管制下进行的。

1. FNMA、FHLMC的风险控制机制

(1) 抵押信贷风险的管理。

FNMA、FHLMC的抵押信贷风险管理主要从三个方面进行: 建立和实施合理的承销标准, 发展自动承销系统。公司购买抵押贷款要考虑借款人的意愿、偿还抵押贷款的能力和基础担保品充足的权益, 确保购买的贷款满足公司的信用质量标准。1995年FHLMC开发了贷款勘探者(Loan Prospector)这一衡量贷款承销标准的工具。贷款勘探者主要包括一套估价模型, 为贷款人反馈FHLMC购买一笔贷款时所接受的最低财产估价。综合贷款勘探者、LTV率及借款人特征, 对信贷风险进行分类, FHLMC通过运用贷款勘探者和其他信用风险质量管理工具对评估和监控单户住宅抵押贷款借款人的信用风险提供了合理的机制。1997年, FHLMC购买的抵押贷款的22%用贷款勘探者进行了评估, 1998年这一比例上升到36%。1996年, FNMA开发出自动承销模型(Desktop Underwriter), 这工具使贷款人申请FNMA购买贷款时有效地考虑信贷风险因素和FNMA的贷款承销标准, 保证了贷款承销的准确性、有效性和一致性。FNMA运用自动承销系统发展较快。1998年, 承销的贷款中26%经过自动承销系统的处理, 而1997年只有9%。

抵押贷款信用提升。抵押贷款信用提升包括抵押贷款保险, 抵押贷款追索权和获得附属担保品。抵押贷款信用提升主要指对超过80%的较高的LTV率的抵押贷款提供保险。初始的抵押贷款保险要能覆盖贷款违约造成一定比例的损失。信用提升要求贷款人或第三方承担违约的抵押贷款一部分或全部预期损失。公司的抵押贷款信用提升大部分以保险的形式获得, 较少使用贷款人的附属担保品如现金或市场流通的证券和抵押贷款违约时贷款人回购抵押贷款的追索权协议。损失减轻活动。因一般经济条件的变化使单个借款人的财务状况改变, 抵押资产无法履行。公司要求贷款销售人或服务机构保证解决无法执行的抵押资产。损失减轻活动是公司管理和解决无法执行的资产, 降低信贷风险战略的关键组成部分。这些活动受公司抵押贷款债务拖欠和获得房地产(Real estate owned "REO")弥补数量的影响。在借款人明显地不能偿还抵押贷款时, 公司损失减轻活动的重点是和服务机构早期干预, 选择取消抵押人的抵押品赎回权办法。选择取消抵押人的抵押品赎回权是为了减少抵押贷款的违约数量, 消除与取消抵押品赎回权而无法执行的贷款, 公司损失减轻活动主要集中在减少处置时间和成本, 以最好的价格销售REO。通过抵押信贷风险的管理, FNMA和FHLMC较好地控制了风险, 减少了公司的损失。

表6 1994-1998年FNMA、FHLMC信贷损失额和损失率

	FNMA		FHLMC	
	损失额 (百万美元)	损失率(%)	损失额 (百万美元)	损失率(%)
1998	316	0.03	294	0.04
1997	358	0.04	512	0.08
1996	417	0.05	61	0.10
1995	383	0.05	62	0.11
1994	424	0.06	427	0.08

资料来源: OFHEO 1999 Report To Congress, pp. 87, 91, 96, 100

(2) 利率风险管理。

通过资金交易和再平衡交易进行有效的利率管理。 资金交易(Funding Transactions)为了管理与抵押相关的保留资产投资的利率风险,公司提供资金将保留资产的短期和长期负债进行有效混合,使资产投入的现金流入和融资的现金流出更灵活、更紧密地配合。公司也在很大程度上依赖可赎回债务。这种债务比不可赎回债务成本高,同抵押相关投资内含提前偿付选择权比这种融资形式对债务资产提供了一个期权。再平衡交易(Rebalancing Transactions)再平衡交易的目的是减少公司的资产和负债现金流量时间上的不匹配。主要通过发行公司债券、买卖国库券等固定收入的工具,实行利率互换等。再平衡交易因抵押相关投资中内含选择权造成的现金流量时间的不确定,通过发行可赎回债券、购买期权等衍生金融工具来进行管理。

2. GNMA 的资产负债表外风险监控机制

GNMA 是政府全资公司,不参与抵押贷款的买卖和保留未证券化的贷款等与抵押市场相关的投资业务。其业务主要是对信用提升的 FHA 保险和 VA 担保的贷款组合提供担保,保证将抵押贷款的本金和利息按月支付给证券投资人。抵押贷款组合中的基础抵押贷款提前偿付风险由证券投资人承担。GNMA 不存在与 FNMA 和 FHLMC 同样的利率风险和流动性风险。GNMA 业务中暴露的信贷风险损失是其他机构没有履行合约偶然造成的。GNMA 的损失主要是保险和担保不足以弥补发行者违约的支出造成的。这些支出包括: 抵押贷款的保险和担保有限,个别抵押贷款倒账造成无法弥补的损失。GNMA 担保的抵押贷款组合中有不合格的抵押贷款。发行人使用程序不适当。对违约发行提供的服务、清算资产发生的成本和行政开支得不到补偿。GNMA 对这种偶然的损失通过建立储备机制来解决。损失储备是在分析 MBS 资产余额的基础上通过统计模型评估地区一般的经济条件、抵押贷款特征、实际的和预期的未来违约贷款和贷款损失经历等几个因素作出。

表 7 1995-1997 年 GNMA 年违约资产和实际损失

单位: 百万美元

	1997		1996		1995	
	违约资产	实际损失	违约资产	实际损失	违约资产	实际损失
单户家庭	350.6	35.1	60.6	23.9	201.8	-
多户家庭	0.0	0.6	0.0	0.9	236.6	-
住房制造	0.0	24.8	0.0	28.7	2.0	-
总计	350.6	60.5	60.6	53.5	440.4	-

资料来源: 根据 GNMA 1998 Annual Report, p. 18, 40 资料整理。

GNMA 实际发生的损失相当小。因为基础抵押贷款作为原始的附属担保品由 FHA 保险和 VA 担保弥补了 GNMA 大部分损失。

3. OFHEO 对 FNMA 和 FHLMC 的风险监控机制

联邦住房企业监控办公室根据 1992 年的联邦住房企业金融安全和稳健法的要求负责对 FNMA 和 FHLMC 的风险进行监控。1992 年法要求 FNMA 和 FHLMC 满足两项资本标准: 按

充分资本化分类的风险基础资本标准和最低资本标准。风险基础资本要求的法定标准是每个企业都必须持有与自己承担风险相适应资本量,即以足够的资本弥补恶劣的经济环境下造成的损失并附加 30% 的管理和运作非具体的因素造成的损失。最低资本标准是公司的规模决定的。如果 FNMA 和 FHLMC 规模相同,每个公司不管是保守的投资还是风险较大的投资都要有同样的资本要求。确保资本充足是满足风险基础资本要求和最低资本要求的前提。如果公司达不到充分资本化,1992 年法要求采取强制性措施无条件地达到。

(1) 用“压力测试法”确保公司的资本充足。

国会指定 OFHEO 用来决定资本充足的工具是“压力测试”(Stree Test)。压力测试模拟经济条件和公司在经济条件变化下融资活动的结果。由于 FNMA 和 FHLMC 的业务活动不象商业银行那样多样化,主要集中于抵押资产的担保和投资,相对比较单一,压力测试真实地反映了企业的资产、负债和表外资产、负债情况,将公司资金部位内含的风险与资本水平密切地联系起来,在决定公司的资本充足方面发挥较好的作用。

(2) 用“压力测试”满足风险基础资本要求。

风险基础资本(Risk-Based capital)要求是公司资本管制中最根本和最重要的一环。1992 年法要求 OFHEO 对 FNMA 和 FHLMC 的两个企业制定风险基础资本要求,并规定风险基础资本通过压力测试进行。压力测试模拟为了维持 10 年期间苛刻经济压力下的偿付能力每个公司所需要的资本量。对压力测试经济环境中的关键条件在法律中作了具体规定。这些条件包括较高的抵押贷款违约、相关的损失和大范围、可以忍受的利率波动。根据 1992 年法,OFHEO 开发了同样适用两个公司的单一电脑模型,模拟公司在苛刻的经济条件下与抵押贷款和其他的金融资产和负债相关的现金流量,通过现金流量来揭示这些金融资产、负债中的风险和每个公司制定的套期保值的收益。尽管每个公司综合的信贷风险和利率风险呈现差别,但风险构成的因素相同。用新发起的 80% 的 LTV 率的抵押贷款显示同样的信贷风险,用 5 年期债务 30 年期的抵押贷款显示同样的利率风险。这样,适用两个公司的单一压力测试确保同样的风险要求同样的资本。压力测试显示了公司目前的风险部位和必须持有的资本量,这一方法也为满足公司风险资本需要提供了灵活性。即公司可以通过压力测试反过来调整风险部位来调整资本需要,从而满足风险控制要求。

美国政府对住房抵押贷款二级市场的多方面的支持是二级市场得到持续发展的主要因素,美国政府的这些支持措施已经形成一个比其他国家要完备得多的支持体系。应该说,包括中国在内的正在努力促进本国住房抵押贷款二级市场发展的国家都可以而且应该从美国政府支持二级抵押市场的政策方面吸取一些有益的经验,以推动本国住房抵押贷款二级市场的发展。

(作者单位: 武汉大学商学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑: 金 萍)