

# 金融海嘯

## 啟示錄之三



### 一個炒樓者的故事

本報記者公寓樓裡的看更保羅，是美聯航的退休職員，他親身見證了美國房地產市場的瘋狂。

保羅說，一九八九年他用舊房做抵押向銀行貸款十萬美元（下同），買了一座價值二十萬的新房，當時就打算，只要賺十萬就賣掉。根據當時的市場行情，他預計新房每年上漲幅度為一萬美元，達到預期目標需要十年，那時正好到了快退休年齡，可以為自己賺一筆額外的養老金。

二〇〇〇年初，在他即將退休前，他找二十一世紀房地產公司的經紀來估價賣房，要求以三十萬的價格賣掉，但經紀認為出價太高，市場參考價應是二十六萬。保羅說，由於一早打定主意要賺十萬才放手，所以他就打消了賣房的念頭。

沒想到時隔不到半年，那位經紀主動找上門來說，他的房價接近三十萬了，不過要賣掉可能需要一點時間。於是保羅就與經紀簽了半年期的合約。二〇〇〇年底，他的房子被經紀賣掉了，扣除中介費和律師費等雜費，淨賺十萬美元。十一年的投資賺來十萬美元，他感到很高興。

根據美國房產稅的有關規定，每隔兩年以上，夫妻雙方可擁有五十萬美元房地產交易的免稅額，單身人士享有二十五萬美元的免稅額。若是持有房子不足一年，賣房盈餘就要按資本收入來課稅，稅率高達百分之三十三。若是持房一年以上兩年以下，將按照百分之二十的比例課稅。

二〇〇二年底，保羅再次享有房產投資免稅優惠。他看到房地產市場景氣，又打起買房投資的主意。但萬萬想不到的是，被他賣掉的那座房子當時以七十五萬美元被再次轉手了，他的下家在兩年時間裡賺了四十五萬。他說：「我剛聽說這消息時，腦袋有點暈眩。我投資十一年才賺百分之五十，人家兩年就賺了百分之一百五十。我回家想了好幾天才想通，最後覺得不是買家瘋了，就是市場瘋了。」



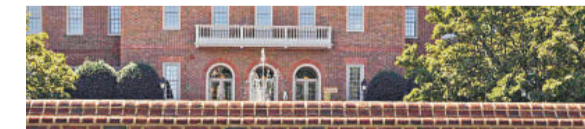
### 居者有其屋政策成幫兇

美國的「居者有其屋」工程，要追溯到卡特時期。一九七七年，卡特政府通過了充滿爭議的《社區再投資法》，次年又通過了《平等信貸機會法》，迫使銀行向低收入家庭和社區提供住房貸款。根據這兩個法例，如果遭到「社區組織」相關的投訴，銀行有可能會被終止或暫停其業務發展。為了避免不必要的麻煩，銀行被迫開放高風險的次級房貸業務。

到了克林頓時代，為了讓所有中低收入的人都買得起房子，克林頓政府提高了「兩房」的購房率，要求房利美和房地美投入更大的貸款比例支持「居者有其屋」政策。

一九九五年，新的《社區再投資法》生效，鼓勵社會組織投訴拒絕向低收入群體提供足夠貸款的銀行。不少銀行為此設立專門部門執行該法規，「討貸款」的社區組織也應運而生。新法還允許將房屋貸款打包成證券出售，使銀行順利套現，提高市場流動性，同時將風險轉嫁給證券投資者。

在政治壓力下，「兩房」放寬了抵押貸款的標準，大量收購次級房貸和Alt-A房貸，令一些信用狀況不佳的人都得以貸款買房。二〇〇二年六月，布希總統公布了一項行動計劃，要在二〇一〇年前幫助五百五十萬少數族裔購房。



# 低利率成樓市泡沫雙刃劍

# 格林斯潘從神明到罪人



隨着危機的演變，質疑格林斯潘的聲音越來越大。格老選擇了沉默，並淡出了公眾的視線。

除了監管制度缺失和金融衍生品氾濫外，美國金融界人士和專家在反思這場金融海嘯時，紛紛將矛頭指向美聯儲前主席格林斯潘，認為他在二〇〇〇年網絡泡沫及二〇〇一年的九一一恐怖襲擊後，將利率長時間維持在低水平，刺激了房地產業的過度發展，最終導致房地產泡沫破裂。

本報駐美記者 黃曉敏

這位二〇〇六年一月才卸任的前聯儲局主席，任內素以不苟言笑、言辭模糊著稱，在其長達十七年的主席生涯中，帶領美國經濟戰勝了兩次經濟衰退、一次股市大崩盤和一次股市泡沫破裂，令美國度過了歷史上最長的一個經濟增長期。在此次危機爆發前，格老在美國經濟界享有一言九鼎的地位，但在危機爆發後，他隨即陷入四面楚歌的境地，連在電視台任主持人的太太也受波及，被迫暫時調到一個與經濟無關的節目去。在危機初起時，他還不時發表見解，將這場危機定性為「百年一遇」，同時為自己過去的政策公開辯解。但隨着危機的演變，對他的質疑聲音越來越大時，格老選擇了沉默，並淡出了公眾視線。

### 長期反對監管衍生品工具

格林斯潘是自由市場經濟的堅定支持者，他堅信市場無形的手的力量，反對政府干預市場運作。他對金融衍生品有着特殊的偏愛，認為衍生品對控制市場風險是個很好的金融工具。在他一言九鼎幾乎被奉為神明的年代，他堅決反對任何監管衍生品的意圖。對於格老的主張，國會兩黨議員為避免被貼上無知的標籤，幾乎無人敢於挑戰。因此，當貝爾斯登、雷曼等投行紛紛倒閉時，不少人就想起格老對衍生品工具的「溺愛」而導致監管鬆懈，將危機的責任歸罪於他。《紐約時報》日前就發表一篇長文，對格老長期反對監管衍生品工具提出批評。

對格老的第二項指責，主要是針對二〇〇一年至二〇〇三年間的貨幣政策。為了避免美國經濟在互聯網泡沫爆破和九一一恐怖襲擊後陷入衰退，美聯儲在二〇〇一年連續十一次下調聯邦基金目標利率，從百分之六點五的高點下調到百分之一點七五的低位；二〇〇二年和二〇〇三年聯儲局繼續降息，最終聯邦基金目標利率降到了百分之一的五十年最低點。這種低息狀態持續了一年，直

到二〇〇四年才開始調升。

由於當時的利率低於通貨膨脹率，實際利率為負數，因此市場流動性過剩，資金全部湧向房地產市場，刺激了抵押貸款和過度消費，造成了房地產泡沫的膨脹。目前的爭論在於聯儲局當時維持低息的時間太長，無視市場以房地產的新泡沫取代互聯網泡沫的破裂。

當房地產泡沫迅速擴大時，美聯儲於二〇〇四年開始大幅加息，當年五次調升利率，次年加息八次，二〇〇六年上半年加了四次，將聯邦基金目標利率從百分之二點五提高至百分之五點二五。利率的驟升驟降，終於擠破了房地產泡沫，從二〇〇六年下半年開始，房地產市場開始降溫，次貸違約率上升，並引發連鎖反應，最終演變為全面的金融危機。

格老日前承認，直到二〇〇六年他臨退休前才意識到信用市場危機即將到來。他在《華爾街日報》發表文章表示，他任職期間實施的低利率政策可能助長了美國房價泡沫，但不是危機的根源。他將次貸危機的真正根源歸結於全球經濟擴張，認為是全球經濟前所未有的高速增長導致投資者低估了風險。

### 房貸機構造假搞出禍

客觀地說，低利率加快了房地產泡沫的形成，但並非爆發次貸危機的唯一因素。回顧美國房地產政策，不難發現次級房貸與美國房地產政策失誤有關，與半官方的房利美和房地美這兩家房貸機構高層管理人員的貪婪和違規操作有關。若非房地產政策上的失誤，次級貸款不至於氾濫到不可收拾的地步，低利率加快了泡沫的破裂。

一位地產經紀告訴本報記者，那幾年房地產市場「好得令人難以置信，只要買就會賺」，連一些窮得勉強度日的低收入階層，都做成了當房東的美國夢，而房貸機構也主

動協助這些人造假。他有一個客戶，在利率優惠期過後，每月還款額僅增加一百美元，這些低收入階層只有選擇退房。

如果沒有二〇〇四年前的長期低息政策，房地產市場的危機或許在萌芽期就爆發，可是低利率令房價出現飆漲，掩蓋了風險，二〇〇四年「兩房」爆出財務醜聞後採取的補救措施，拖延了泡沫的破裂，也令泡沫越來越大。

近年來，「兩房」醜聞層出不窮，社會各界要求改革「兩房」的呼聲也很強烈，但都無功而返。由於「兩房」高層管理人員的薪酬與公司業績掛鉤，因此公司業績直接影響到他們的個人利益。一九九八年到二〇〇四年，「兩房」高層為了達到公司每股收益的預期目標，在財務報告表虛報了一百零六億美元的利潤，房利美 CEO 雷恩斯因而獲得九千萬美元的薪酬。

### 「兩房」餵大次貸市場

醜聞爆發後，「兩房」高管被撤換。新管理層為了證明「兩房」繼續存在的必要性，增加了對低收入階層購房的支持，擴大購買次貸和Alt-A貸款，使之成為這兩類貸款的主要買家。尤為嚴重的是，他們還不斷降低貸款門檻，推出了零首付和可調整利率等鼓勵措施，從而直接刺激了次貸市場。二〇〇三年，次貸僅佔美國整個房貸市場的百分之八，二〇〇六年這個比例就上升到百分之二十。在整個次貸市場中，「兩房」佔了一半的比例。

二〇〇六年下半年，許多在低息期簽定的次貸和Alt-A貸款的三年優惠到期，在房價急速下跌的情況下，很多貸款買房者變身為「負資產」一族，一些人開始斷供，隨後評級機構降低了與房子相關的證券產品評級，整個市場進入惡性循環的周期，於是金融海嘯迅速蔓延開來。

## 美國房貸市場三個層次

### 優質貸款市場 (Prime Market)

面向信用等級高（信用分數在六百六十分以上）、收入穩定可靠、債務負擔合理的優良客戶，這些人主要是選用最為傳統的十五年或三十年固定利率按揭貸款。

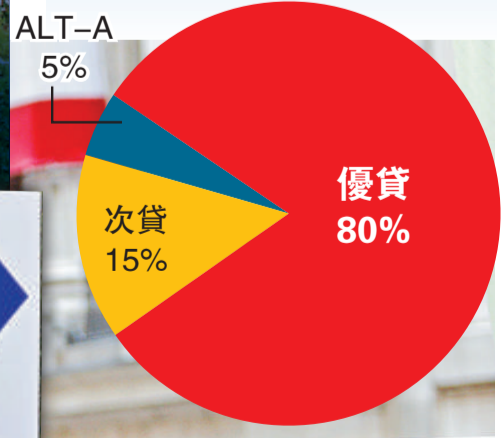
### 「Alternative A」貸款市場

簡稱「ALT-A」。介於優質與次級之間的灰色地帶，放貸的對象是那些信用記錄不錯或很好，但無法提供合法的收入、存款和資產證明的人。這類貸款被普遍認為比次級貸款安全，其利息比優質貸款產品高一至兩厘。

### 次級貸款市場 (Subprime Market)

是指信用分數低於六百二十分，無法提供收入證明，負債較重的人。總規模目前大約三萬億美元，其中近半數的人沒有固定收入憑證。流行品種包括：零首付貸款，三至七年可調整利率貸款以及選擇性可調整利率貸款等。這類貸款的利息通常會比優質貸款高二至三厘。

### 08年美國房貸市場比率



### 美次按貸款門檻續降 (單位：%)

浮動利率按揭比重	僅付利息型房貸比重	無需或較少提供財務房貸比重	月供佔收入比重	
2001	73.8	0.0	28.5	39.7
2002	80.0	2.3	38.6	40.1
2003	80.1	8.6	42.8	40.5
2004	89.4	27.2	45.2	41.2
2005	93.3	37.8	50.7	41.8
2006	91.3	22.8	50.8	42.4

資料來源：Freddie Mac、中金公司研究部

美國出現賣屋潮

次按危機引發華爾街地震

樓市暢旺的時間，養活不知多少人