

住房金融模式的国际比较及启示

吕晖蓉

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 2007 年爆发的次贷危机带来的教训之一是, 必须重新审视我国的住房金融体系。本文主要借鉴美国 and 德国的住房金融模式, 在此基础上分析我国的住房金融发展现状及存在的不足, 并从商业性住房金融、政策性住房金融、金融监管三个方面提出完善和改造我国住房金融功能的对策建议。

关键词: 住房金融; 金融功能; 风险管理; 政府监管

引言

金融是住房市场发展不可或缺的有机部分, 是调控政策发挥作用的重要渠道。伴随着住房体制改革, 我国的住房金融体系也经历了从无到有、再到相对完善的发展过程, 对住房市场的快速发展起到了重要的推动作用。但是随着进一步的发展, 我国住房金融体系存在的问题正日益凸显, 并与住房市场的非理性繁荣相互加强, 风险逐渐积聚。次贷危机的爆发也提示我们, 必须认真地重新审视我国的住房金融体系。在此背景下, 本文主要对美国 and 德国的住房金融模式进行分析, 研究了在我国住房金融应该具有什么样的功能才能促使住房市场持续健康发展。

一、住房金融的概念界定

各国学者都是基于本国住房金融发展的实际情况来界定住房金融的。一般的, 住房金融有广义和狭义之分, 狭义的住房金融主要是指与住房流通和消费相关的融资活动, 广义的住房金融是指与住房建设、流通、消费、维护等经济活动有关的资金融通活动。两者的区别主要在于金融服务的对象不同, 狭义的住房金融服务对象主要针对消费住房的主体, 广义的住房金融将服务对象扩大到住房的生产主体。如, 英国学者 David Garnett (1991) 认为住房金融是居民各类住房的建设、改善、购买、租赁、维护和维修的货币运行制度; 美国学者 Randall (1988) 从住房抵押的角度来界定住房金融; 我国学者蔡德容和潘军 (2001) 认为住房金融是以住房信贷为主的各种住房信用资金 (包括住房抵押票据、各种住房证券等) 的交易活动, 是以筹措、融通住房资金为核心的住房金融市场、住房金融体系以及住房金融运行机制的总称; 董寿昆认为住房金融是以住宅信贷为主的各种住宅信用和信用保险、保证的住宅信用资金的交易和再交易, 并由此形成的以住宅基金为核心的住宅融资体系、市场和机制的总称; 曾国安认为住房金融是对居民和消费性的非盈利住房机构提供的金融服务, 加入了为非盈利住房市场主体的融资活动的内容, 强调了住房的社会保障功能; 郁文达认为住房金融研究的是居民购买自有住房的资金融通活动, 突出了购房目的。

本文的住房金融采用狭义的定义, 即与居民住房消费相关的金融活动, 包括融资的机构、形式、过程等内容。因为本文主要是以住房商品的特殊属性的认定为基础, 从住房消费主体——家庭这个微观角度研究住房金融的功能。就本文研究的核心问题来看, 以生产住房的主体为对象的融资活动与对其他生产者对象的融资活动没有明显的差别。

金融活动作为经济活动的一个重要部分, 其根本目的是在全社会范围内进行资金的再分配, 从而提高资金的使用效率。具体来讲, 住房金融包括机构、产品、作用机制几个方面的内容。由于金融发展水平、文化历史背景、经济政治条件上存在着或大或小的差异, 各国的住房金融模式大相径庭。

二、住房金融的美国模式

美国拥有世界上最发达的金融体系。美国现在的住房金融模式是从 20 世纪 30 年代的大

萧条之后逐渐演化而来的。2001年美国家庭住房自有率达到67.8%¹，2007年美国住房和城市发展部部长来华访问接受记者采访时说，美国拥有自己房产的人数已经超过70%。这个世界数一数二的住房消费高水平与美国式的住房金融模式的大力支持密不可分。即使是发生了次贷危机，我们仍然不能不承认美国的住房金融体系是一个设计精良的宏伟工程，是世界上最典型和最成功的住房金融模式之一。

1. 美国模式的主要构造

总体上讲，美国住房金融模式的基本特点是，一级市场以商业性金融为主导，二级市场以政策性金融为主导，同时政府通过提供相关保险担保服务对住房金融体系实施了有力的间接干预。

一级市场由储贷协会、商业银行、储蓄银行、抵押公司、人寿保险公司等发放住房抵押贷款的金融机构构成。

金融机构发放住房抵押贷款之后将一部分留作自己的资产，直到贷款最终得到清偿，而另一部分则出售给其他投资者，这便形成了美国住房金融的二级市场。二级市场的参与者主要是政府支持的两大企业：联邦全国抵押协会(FNMA，俗称Fannie Mae，即房利美)和联邦住宅贷款抵押公司(FHLM，俗称Freddie Mac，即房地美)，也有私营企业，主要是金融控股集团（如AIG）和投资银行（如花旗、高盛、美林、雷曼、摩根斯坦利等）。

发达到“无事不保、无物不保、无人不保”程度的商业性保险机构在住房金融领域的地位并不突出，相应的，政府主导的相关担保保险活动是美国的住房金融模式中的中流砥柱。私营的保险机构是住房保险市场的有力补充。它们主要采取共同保险、不限贷款额度、低贷款比例、短保险期限、低费率等措施在高价位住房保险市场占主导地位，以商业化的方式向低风险客户提供传统的抵押贷款保险服务。

在美国现行的分业经营、分业监管的法律框架下，美国政府对住房金融的监管也是相对独立的，监管职责由联邦住房金融委员会执行。这种监管方式被认为有利于执行住房金融政策。

2. 美国模式的特点

（1）证券化

证券化是美国的创举，是为了应对政府金融管制的创新。现在美国的住房金融模式最引人瞩目的特点就是证券化，这是直到现在有许多理论界和金融实业界人士仍然在倡导的未来我国住房金融发展的出路。过去的20多年，美国经历了翻天覆地的金融创新浪潮，住房金融领域不仅是创新的主要阵地，更是日新月异的创新的领导者。至2008年第一季度，住房贷款抵押证券余额达到7.4万亿美元，同期美国公司债券和国债规模分别为5.9万亿和5万亿美元。这些次级债在美国先进的金融技术的推动下又被进一步创新，发展出各种复杂的衍生产品，引起了金融产品交易量的爆炸性增长。

（2）依赖资本市场

在市场主导性金融体系的背景下，美国的住房金融模式也是依赖强大的资本市场的，形成了特有的一级市场+二级市场的结构。住房金融一级市场是生产和批发住房抵押贷款资产，二级市场是将住房抵押贷款分装和零售。因为有发达的资本市场，住房金融二级市场的零售得以顺利完成，一级市场才能够展开再生产和扩大再生产。在住房金融一级市场活跃的主要是受“严格管制”的小型银行类机构，它们尤其难以承受住房抵押贷款这种期限长、金额大的巨型资产，依赖二级市场将其转售这本身也是受到“美国式”限制的银行业的生存之道。在20世纪90年代，迫于国际银行业的竞争压力，美国放松和取消了对银行业的限制，然而美国的银行已经形成了对资本市场的路径依赖，况且住房领域是如此特殊的关系千家万户的行业，一级市场的住房金融机构在接近资本市场方面得到了美国政府的强力支持，对原有生

¹ 数据来源：美国国家统计局。

存路径的依赖程度进一步加强。

（3）强势美元支撑

从大萧条开始直到布雷顿森林体系美元强势地位正式确立，再到牙买加框架下美元强势地位的进一步加强，至 1996 年明确提出强势美元政策以来，全球对美元的依赖甚至达到了不可思议的程度：即使美联储将基准利率降低到 1%，外部资金仍然热情不减的涌向美国；全球外汇储备的 63%²是美元。美元保持强势地位的最大好处是提升了美元资产的吸引力，打开了美国资本市场与国际资金的联系通道，为美国式的住房金融模式提供了重要前提。

3. 美国模式的成因

本文认为，美国的住房金融模式存在着功能上的逻辑性错误，这个错误在于经济本身而不在于住房金融体系，根源在于美国的经济增长模式。

美国政府对住房市场的干预是“特惠性”的——主要将极少数经济能力贫弱的家庭纳入到公共住房计划、租金补贴等保证框架中来，而更多的是对住房所有者相关权益的保护。比如，设定了“等价拆除”条款，要求公共住房建设只能代替拆除的住房，以保证公共住房不会重建在“富人”聚集的区域，中高收入阶层的住房不会因此而贬值；对公共住房的造价进行限定，四居室住房造价不得超过 4000 美元，以将经济能力得以好转的家庭“逼”进住房市场；严格限定公共住房租赁者的条件，避免公共住房计划与一般开发企业在住房市场上展开竞争。对住房市场中经济能力较弱的那部分家庭则通过政策性金融机制（主要是对他们的住房贷款进行担保）扶持和鼓励他们，还是主要通过市场机制得以解决。尽管这需要政府强大的财政实力做后盾，并不可避免地带来了道德风险的问题，但美国的住房政策意图是明确的，是服务于美国经济增长的目标的，是服从于美国经济增长模式的。

在国家竞争中，美国的发展经验让他们坚信，保持经济持续不断的增长，即经济的绝对增长是十分重要的。住房产业及其相关产业对经济增长的贡献率是诱人的，但是住房不可移动的自然属性决定了住房产业规模的扩大只能依靠内需。美国政府通过特惠性而不是普惠性的公共住房政策将绝大多数家庭推向住房市场，让他们通过住房金融机制解决住有所居的问题，其中对经济能力比较有限的那部分家庭利用政策性金融加以扶持。因此美国的住房金融模式的首要功能是动员储蓄，要集全国之力来推动住房市场的大发展。当然这么做无疑会使金融系统承担过度的风险，因此美国模式第二位的功能就是将这些风险分散开来，避免风险集中。当住房金融这两个相互连接的功能链条的作用超过了美国国界，来自世界的储蓄就被用来支撑美国的经济增长，同时全球也就承接了美国经济增长模式的风险。

4. 美国模式的功能缺陷

美国住房金融模式功能上的缺陷可以从两次相关的危机得到说明。

（1）储贷危机

美国的储贷协会成立于 20 世纪 30 年代，是具有政府背景的合作性质的非银行储蓄机构，成立的目的是鼓励中产阶级家庭通过互助购置住房。同时国会还建立了联邦住宅贷款银行委员会（FHLBB）及其附属机构联邦储贷保险公司（FSLIC），以规范储贷协会的运作，并为储贷协会的存款承担保险责任。20 世纪 50 年代开始，储贷机构迅速扩张，鼎盛时期它们占据的市场份额超过一半。

从成立以来直到 20 世纪 60 年代中期，美国的市场利率一直维持在很低的水平，并且很稳定，储贷协会因而能够通过最简单的经营就获得比较理想的收益。但是 70 年代开始，石油危机和布雷顿森林体系崩溃，结束了美国经济快速增长好光景，不断上升的通货膨胀对利率施加了越来越大的压力，而储贷协会却因为受到“Q 条例”的限制而面临资金来源不足的窘境。到 20 世纪 80 年代中后期，有 80% 的储贷机构丧失清偿能力，终于引发挤兑，储贷

² 2008 年第一季度数据：全球外汇储备 6.87 万亿美元，其中 4.32 万亿美元能够分清币种，美元资产占比达 63% 即 2.7 万亿美元。

机构大面积破产。国会通过了《金融机构改革、复兴和实施法案》，成立了处置信贷公司 RTC，接管 FSLIC 的遗留问题。RTC 于 1995 年 12 月 30 日关闭，由联邦存款保险公司 FDIC 接管相关遗留工作。

储贷危机不是个别储贷机构的危机，它暴露出美国住房金融模式的局部性缺陷。从金融功能的角度分析发现，储贷协会的设定功能主要是动员储蓄。随着金融技术的发展，金融创新通过标准化的金融工具在更大范围内突破了资金的空间约束，可以将动员储蓄的功能发挥到极致。相比之下，传统的主要靠政策优惠吸引储蓄的储贷协会动员储蓄的功能就显得比较笨拙。为了应付金融创新带来的脱媒压力，储贷机构采用增设机构、广告宣传、赠送礼品等非价格手段也没有显著地强化其动员储蓄的能力。为了缓解储贷机构的资金压力，国会通过了《公平竞争银行法案》，允许技术上已经破产的储贷机构继续营业，并通过为联邦储蓄借贷保险公司（FSLIC）提供资金的方式强化储贷机构的吸储能力，但问题还是越来越严重。应该说，正是由于储贷危机具有“政策性错误”的特征³，所以所涉金融机构的损失主要由美国政府等公共部门买单。至 1995 年危机彻底平息，美国政府花费 1240 亿美元，储贷机构承担了另外的 290 亿美元，因此储贷协会被称为“最昂贵的金融机构”。

储贷危机之后，美国政府认为当务之急是将住房抵押贷款的风险进行转移，因此加速推进住房抵押贷款证券化。可以说，正是由于没有找到问题的症结所在，一些从储贷危机中吸取的经验教训却又埋下了次贷危机的隐患。本文认为，储贷危机是利率不匹配的市场风险积累的结果，根本原因是政府对住房金融功能的认识存在误解，深层次的原因是美国政府对房地产拉动经济增长作用的过度依赖。

（2）次贷危机

次贷危机是一系列风险相互串联、并由于金融衍生品的高杠杆特点而产生大面积负面影响的。次贷危机的风险源是次级住房抵押贷款违约率意外提高的信用风险，美联储 2004 年 6 月以来连续 17 次提高基准利率水平是危机最主要的触发因素，危机最终向实体经济部门蔓延则是市场信心动摇的结果。

20 世纪 90 年代初，美联储将基准利率连续下调至 1% 的历史低点，金融机构之间的竞争日趋白热化，可是一方面缺乏新的经济增长点，另一方面有强大的政府主导的住房金融二级市场的支持，房贷机构竞相开发出可变利率抵押贷款、分享增值抵押贷款、累进付款抵押贷款、分级偿还抵押贷款、反向年金抵押贷款、最后巨额付款抵押贷款、循环住房抵押贷款等新产品，积极的争夺“次级”客户。结果使得住房金融一级市场最大限度地向下延伸，风险大量产生。

风险管理涉及风险识别和测量以及风险管理手段选择等一系列活动。次贷危机体现出美国式的住房金融模式存在风险管理功能上的缺陷。就住房金融的风险识别而言，相关金融机构依赖先进的金融理论，主要将信用风险和市场风险作为管理对象。就风险的测量而言，前沿的金融技术通过精密的数学模型和计量方法对信用风险和市场风险进行预测。这里的问题是对信用风险的预测是以先验概率为前提的，在理论上仍然缺乏逻辑上的支持。就风险处理手段而言，美国模式采用的是证券化将风险分散的办法，其中对次级贷款不是采用隔离而是混合，这就造成在各种资产混合衍生过程中相关信息的模糊和损失，因而使次贷危机的影响迅速多大。本文认为，单纯地从这些环节考察还不能明确造成次贷危机的根本性原因，更深层次的原因是，美国的住房金融模式缺少向微观主体提供风险管理手段的功能。由于美国模式缺乏对风险源的控制，同时又有政府信用的广泛参与，那么在将次级住房抵押贷款证券化的过程中将优质资产混合进来对含次贷的证券进行信用增级也许是个自然而然的选择。因为风险源控制功能缺位，在经济一片繁荣的景象中会产生低估次贷风险的幻觉，经过复杂多次

³大萧条时期美国国会批准设立的储贷机构旨在为居民提供稳定的、可负担的住房抵押贷款，以提升住房私有率。一直以来储贷机构因为简单、保守、亲民而被认为是带有“社会主义”色彩的。

的资产混合会损失大量次贷的风险信息，因此当由于实体经济本身发生波动激活了风险源时，这些被低估和忽略的风险才显现出来，最终演变成影响越来越广的危机。

尽管美国的住房金融模式是世界上最“完美”的模式之一，但与住房金融相关的两次危机证明，失去了对风险源头的控制，这种“完美”只能是表面的。金融本质上是识别风险而不是转移风险。

三、住房金融的德国模式

德国的宪法明确规定“德国是一个高福利国家”，与医疗、教育一样，保障居民住房是政府政策的首要目标。作为经济发达国家，德国实行的是“市场社会主义”的保障型住房制度——以市场配置住房资源为主体，实施比较广泛的社会保障。其住房金融也是由多种机构组成的，并以“合作金融”是特色所在。德国的第一家住房合作金融机构——住房储蓄银行成立于1924年。经历了近百年的发展，住房合作金融占比超过20%。住房自有率为42%。

1. 德国模式的构成

相比而言，德国是通过抑制金融市场的发展来维护金融稳定的，大概是因为德国还没有找到充分的证据说明金融市场的飞黄腾达能够使国家和国民大受裨益。因为德国的金融体系是典型的银行主导型，在住房金融领域也是如此。德国的住房金融体系由私营银行、合作银行和国营银行共同构成。具体的，从事住房信贷业务的主要有建房互助储蓄信贷社、储蓄银行和抵押银行，它们拥有住房信贷总额的65%。但是互助储蓄信贷社和抵押银行大都不是独立的机构，而是商业银行或储蓄银行的附属机构。

建房互助储蓄信贷社是合作性的住宅金融机构，是具有德国特色的。德国的建房互助信贷社是住房专业性银行，既有公营的，也有私营的，但它们大多是全能型商业银行的附属机构，在规定区域内营业，不能自行跨越区域。

储蓄银行是由政府建立的国营银行，主要业务是吸收个人存款，向购房、建房的个人发放住房抵押贷款，同时还向低收入者提供住房抵押贷款，占据了全国住房抵押贷款市场约30%的份额。

抵押银行是专门经营利率固定的中期和长期抵押贷款的金融机构，在提供住房资金、解决低收入家庭和移民的住房问题方面起着重要的作用。长期稳定的资金来源是抵押银行占据住房金融市场重要地位的保证。

2. 德国模式的特点

（1）简单的风险分散机制

德国政府在住房金融领域的作用非常隐蔽，但是在风险管理方面却是相对积极和有远见的。德国政府订立了《住房储蓄银行法》，规定了契约储蓄是住房储蓄银行的专营领域，以避免金融机构就此展开盲目竞争，其实质是将个人住房抵押贷款的风险加以隔离。同时，德国政府还通过多种办法鼓励家庭参与住房储蓄：比如对住房储蓄实施税收减免；对住房储蓄合同金额达到1万/2万的、年收入在5万/10万马克以下的、单身居民/夫妇按年给予一定金额的奖励；对企业主自愿支付的“雇员资金积累”，每年约1000马克，雇员可以要求直接存入住房储蓄账户，对年收入少于27000/54000马克的单身雇员/双职工夫妇的这部分储蓄政府给予10%的奖励。

（2）简单的产品

德国的住房金融机构相对较少，它们提供的住房贷款品种也少，且不复杂。最主要的一种房贷产品是固定利率贷款，一般期限20-25年，前10年利率固定，以后利率是随市场利率可调整的。这种固定利率贷款一般不超过抵押资产额的55-60%，不许提前还清全部贷款，以防止可能的利率风险对金融机构造成不利影响。合作性质的储贷合同贷款一般期限为6-13年，贷款利率低且不变，贷款金额和期限与储蓄金额和期限挂钩。还有少量由商业银行或保

险公司提供的浮动利率短期抵押贷款和无抵押贷款，主要是弥补前两种贷款金额不足的缺口。另外国营的抵押银行和储蓄银行向低收入者、多子女家庭、残疾人以及维修建造社会公益住房的非盈利企业提供低息或无息贷款。

（3）封闭式运营

德国政府订立了《住房储蓄银行法》，明确规定契约储蓄是住房金融机构的专营领域，其他全能银行不能承办此类业务。住房储蓄银行无需缴纳存款准备金，只需要在同业系统保有 3% 的风险基金，但是缴存的住房储蓄是专款专用的，只能用于购/建住房贷款，不支持其他消费贷款。住房储蓄银行执行的存款利率和贷款利率是固定的，维持 2% 的差价，并都低于一般市场利率水平。即，德国住房金融是自成体系、利率隔离、专款专用封闭式运营的。

（4）政府作用很隐蔽

相比其他国家，德国政府对住房金融的干预显得非常隐蔽——主要表现在通过立法和制定相关政策，规范住房金融机构的经营以及引导家庭的住房消费。比如《抵押银行法》规定，抵押银行的资金主要来源于发行抵押债券和市政抵押债券，要求所发债券必须有等价的财产或相当金额的市政贷款作担保，且要求债券期限和住房抵押贷款期限一致。

3. 德国模式功能结构的成因

德国模式非常突出金融管理风险的功能，这与德国对待住房的社会态度有直接的关系。也许是汲取了相对过剩危机和经济结构严重失衡的惨痛教训，战后德国经济得到恢复以后就有明显的维持稳定的趋势，政府并不把住房产业当作经济增长的拉动力，政府主要对中低收入者的住房进行“福利”性保障，因此，德国经济的发展模式是德国住房金融强调风险管理功能的根本原因，即德国住房金融模式强调风险管理功能的根本原因是对住房的“去金融化”。德国政府订立了《住房储蓄银行法》，规定了契约储蓄是住房储蓄银行的专营领域，其他金融机构不能开办此类业务。这就避免了盲目竞争，将风险锁定而不至于由于房贷不良率上升而引起普遍的银行危机。尤其是按照法律规定，德国的住房金融体系是封闭运行的，资金专款专用、低进低出，并保持与市场利率独立，因此使住房储蓄成为引导家庭将住房当做消费品而不是投资品的有效手段。

其次，稳定的住房市场是德国住房金融模式形成的外部条件。德国房价波动幅度很小，这可能与德国政府对住房市场的“严厉”干预直接相关。政府出台鼓励修建租赁住房、保护房客权益的一系列政策，但同时设立了严格的法律规范房租水平——由市政部门、房东和房客协会、房屋租赁中介机构共同制定本地区不同类型住房的房租合理价格表。政府的引导和保护成就了德国发达的住房租赁市场。此外，德国政府强硬的维持住房市场稳定的态度也令国际游资敬而远之。需要特别说明的是，德国租赁住房无论是质量、结构还是社区环境都不次于私有住房，政府限制房租价格的意图并不是对特定人群提供住房保障，而是通过维护发达的住房租赁市场来稳定住房价格，削弱住房的投资品属性对整体经济产生的负面影响。

另外，人口结构严重老龄化客观上也削弱了德国家庭对住房的需求。据德国联邦统计局公布的数据，自 20 世纪 90 年代德国的老年人口占比就逐渐提高，2003 年以来，德国的总人口数也一直呈持续下降趋势。在老龄化社会里，政府的是压力来自于“养老”问题，而不是住房问题，事实上 20 世纪 80 年代出现的住房反向抵押在德国正变得越来越普遍。

四、从金融功能观的角度看我国的住房金融发展现状

我国的住房金融模式是随着城镇住房制度改革产生和发展起来的。我国的住房制度市场化改革先后经历了公房提租、公房出售等住房存量改革，建设商品化、分配货币化等住房增量改革。1998 年，国务院下发了《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》，要求全面停止实物分房，推行货币化分房。标志着我国市场化的住房分配制度已经建立（谢家瑾，2004）。在住房商品化改革的过程中，有效的住房需求不足的问题逐渐成为阻

碍改革推进的桎梏，住房金融被引入和发展，成为了继续推动住房市场化改革的重要力量。

经过 30 年的探索和实践，我国已经形成了商业性银行为主、住房公积金为辅的、以个人住房抵押贷款为主要形式的住房金融模式。我国的住房金融机构主要包括商业银行、住房公积金管理机构以及保险公司、担保公司等保险机构。住房金融产品主要有：住房信贷产品（包括住房公积金贷款、商业银行贷款和这两者的组合贷款）、住房抵押贷款保险产品（包括住房财产保险、抵押贷款保证保险和住房抵押贷款寿险）。

1. 强大的储蓄动员功能

我国的住房金融有两种动员储蓄的方式，一种是普通的居民储蓄，另一种是住房专项储蓄，其中住房专项储蓄又有两种方式：住房公积金强制储蓄和自愿参加的住房储蓄。目前只有中德住房储蓄银行有自愿参加的住房储蓄，规模很小，并且在地域上也还只限于天津本地。

总体上说，我国以商业银行为主体的住房金融体系动员储蓄的功能非常强大，但不是住房金融的功劳，而是由于我国的金融体系本身直到现在还沿袭着为经济建设筹措资金的意识，向来具有强大的吸储能力，即我国商业银行吸收存款的规模具有“自发”的特点（而贷款却受贷款规模和存款规模变动的双重作用⁴），20 世纪 90 年代中期以来，无论是降息还是提息，我国金融机构的个人储蓄存款余额都呈现持续且强劲的增长态势。居民个人储蓄存款增长速度既超过 GDP 的增长率，也超过了城镇居民可支配收入增长率。

尤其需要指出的是，我国住房金融动员储蓄的强大功能存在很大的不确定性，这是因为我们的金融体系本身吸储能力强大，其中有多少是主动性的住房专项储蓄目前还不得而知。主要依赖一般储蓄的住房金融模式可能会提高未来资金来源在期限、规模等方面不能匹配的风险度。

2. 显著的跨期配置资源功能

我国的住房金融运行模式还比较简单，主要是商业银行将吸收的各种存款通过发放个人住房抵押贷款这样单一层次和单一路径。就实现资源跨期配置功能而言，跨时期配置主要体现在个人住房抵押贷款的产品设计上。早期的个人房贷期限多在 5 年以下，3 年以内的占比最大。随着我国住房市场的成熟以及住房金融本身的发展，个人房贷在期限上有很大突破，延长为 20-30 年；同时住房金融这种方式也逐渐为居民所认同，在选择房贷期限的时候也开始倾向于从家庭整体的财务计划角度进行更加灵活的安排。

在跨空间配置资源方面，我国住房金融的表现也是比较突出的。近年来，明显的加大了将资源导向住房产业的力度：商业银行体系发放的个人住房贷款余额大幅增长，增长幅度远远大于城镇居民存款余额增长率；个人房贷占城镇居民存款余额的比例大幅度提高，目前已经超过 20%，个人房贷占商业银行信贷资产总额的比重也逐年上升，达到近 13%。在某些银行、某些地区这个比例甚至超过了 50%。

个人住房抵押贷款的高速增长是增强居民住房购买能力、助推住房市场持续繁荣的重要支持力量。近年来，我国房地产业投资额年均增长率在 20%以上，销售额年均增长速度为 27%。房地产业已经成为我国国民经济中举足轻重的组成部分，自 1998 年以来占 GDP 的比重持续上升，对 GDP 增长率的贡献也一直保持在 10%以上。

3. “有偏误”的信息功能

我国的住房市场在过去的 30 年里，经历了从无到有的起步以及之后的飞速发展，已经成为我国国民经济的重要支柱，但是整体来看还是一个年轻的行业，其重要表现之一是我国住房市场交易的绝大多数是新房（其中的绝大多数还是期房），因此我国的住房市场实际上是一个远期市场，普遍存在套期保值的操作。由于住房是具有双重属性的特殊商品，其价值/市场价格不像纯粹的消费品那样由生产成本决定，而是一定程度上被虚拟化，受“预期”的影响很明显。但是我国目前主要在住房市场上升周期形成和发展起来的住房金融体系简单

⁴ 这一结论是由一些实证研究支撑的，如蒋佐斌，钟婕，张欢（2010）。

地复制了发达国家的做法：以住房市场价值的一定比例确定抵押贷款的额度，这相当于将这个主要由住房供给方主导的商品价格经由住房金融这样的专业性机构得到了确认。因此我国的住房金融体系没有提供发现价格的机制，而只是帮助住房市场上的供给价格得到了自我实现，因而助长了房价的自我膨胀和顺周期波动。

可以说，我国住房金融体系价格信息功能上的缺陷正是许多实证研究所证实的住房信贷过度支持房价上涨的根本性原因之一。从住房的双重属性来看，我国住房金融体系这种自我强化的价格信息强化功能显然加剧了住房市场的投机性，住房空置率不仅超过国际公认的警戒水平，而且近年来还在连年上升在一定程度上就是住房市场投机性较强的表现⁵。

住房空置率严重偏高的同时，我国住房的销售价格与租赁价格长期背离也是市场投机性的另一表现。从 2001 年开始我国住房市场出现销售价格对租赁价格向上偏离的趋势，近年来偏离的程度进一步扩大，甚至是一边销售价格上涨，一边租赁价格下降。

4. 缺位的风险管理功能

目前我国的住房金融模式以银行体系为主导，利率机制和初始财富/贷款比例机制同时发挥着作用。利率和贷款比例是两个成熟的住房金融体系中普遍采用的管理风险的方法：利率是风险收益的主要体现，贷款比例⁶是风险控制的基本手段。但是在我国的住房金融模式下这两种风险管理的方法都存在功能上的缺陷。

现有的文献主要是站在商业银行的角度展开分析的，本文主要从借款人角度进行分析，认为我国目前的住房金融模式在引导借款人有效管理风险的功能上存在重大的缺陷。

依风险定价是金融的本质内涵，利率作为资金价格，应该等于资金的时间价值加上风险溢价。但是目前我国住房金融模式中，利率的风险管理功能基本失效。我国利率的市场化改革已经迈开了步伐，但目前所有商业银行的存贷款利率仍然是按照中央银行规定的基准利率在一个很有限的范围内浮动。住房金融领域也是这种情况，这是与我国经济、金融发展现状相关的。因此，我国的个人住房抵押贷款不是符合“国际规范”的固定利率贷款，而是随着央行对基准利率的调整而变动的；也不是浮动利率贷款，而是批发式的“标准化”产品⁷。表面上看，利率波动的风险完全是由借款人承担的。实际上利率风险和其他风险之间并不是完全独立的，而是会交叉和转化的：当利率上浮，借款人会选择提前还款将利率风险“还给”商业银行，或者会丧失部分甚至全部偿还能力而引致信用风险。因此，切断了利率与风险之间的联系，将利率的内涵简单化为资金成本，使金融管理风险的功能弱化和退化。

贷款比例是金融活动中用以防范风险的最基本手段。然而我国的住房金融体系在风险的防范上对“贷款比例”手段是非常依赖的，甚至在住房市场一直处于上升的过程中，我们还没有意识到这种依赖的程度有多大，因而对这种防范风险手段的依赖反而加剧了操作风险——实践中因为有住房作抵押，借款人资信能力证明的真实性问题很可能被“故意”忽视⁸。因此，没有将“贷款比例”转化为引导微观主体实施风险控制和管理“的积极性”手段是我国住房金融模式风险管理功能的重大缺陷。

个人住房抵押贷款的证券化是分散住房金融风险的有效途径，美国式的住房金融模式将

⁵空置的住房一部分住房是还没有实现销售，另一部分是已经销售但没有人住（既没有自己住，也没有出租给别人住）。住房市场保持一定的空置率是调节供求的正常机制，但是过高的空置率就可能成为推动房价波动的“黑手”，大大增加了未来房价大幅下跌的可能性。

⁶我国目前的个人住房信贷制度大概是全世界最宽松的：月还款额比重不超过月收入的 50%，其他国家的这个比例要求是在 18-35% 以下。同时我国住房贷款申请人的收入证明主要是由所在单位开具的（而不是个人银行对账单、个人所得税纳税证明），可信度较差，并且不需要接受家庭负债情况调查，因此在实践中，50% 的限制被突破也是完全可能的。

⁷我国的个人住房贷款利率不是因人而异的，而是“统一”在央行规定的范围内的。即使在这个范围内，也是按央行的规定“统一”浮动的，比如按一般贷款利率的七折执行，而不是按借款人的资信能力浮动的。也就是说，房贷利率与风险之间的联系是“宏观”的，因而是模糊的。

⁸2008 年 2 月上海银监局发布的《2007 年度上海市房地产信贷运行报告》中反映，在各种压力之下，一些银行的房贷客户已经出现了低端化趋势。

这一途径的作用发挥到了极致，也是我国论证了很多年的一个议题。但是我们必须认识到证券化只是分散风险，并不能控制风险。我国的住房金融风险管理、尤其是从源头上控制风险的能力还很薄弱的时候就推进证券化，中国式的次贷危机可能会来得更快些。

总体上看，我国的住房金融模式尽管在形式上已经借鉴了世界先进和经典，但在功能上还很完善，尤其是没有将利率和贷款比例与风险之间的联系显性化和明确化，造成住房金融风险管理功能上的重大缺陷和缺位，不仅使金融体系本身积累了越来越大的隐患，而且干扰了住房金融动员储蓄、配置资源功能的正常发挥，也使住房价格失去了“自限性”而加剧了波动。

五、完善和改造我国住房金融功能的对策建议

1. 商业性住房金融的功能重构

（1）大力创新，强化风险管理功能

首先，加大住房金融产品开发力度。改变批发式、标准化信贷操作模式，细分住房金融服务对象，按照年龄、职业、收入、学历等各种微观主体的特征，开发差别化的住房金融产品。根据借款人资信水平、清偿能力、抵押物风险（尤其是抵押物市场价值风险）等设计首付条件、利率条件、期限条件、保险担保条件、偿还方式等方面差别化的产品，以零售的方式“营销”住房信贷产品。

其次，重视服务创新。产品的创新很容易被模仿和复制，产品+服务的创新是支撑金融机构持续成长的关键动力。要从为房贷借款人提供服务的角度，将住房金融产品引入到家庭的财务规划中，并在与借款人保持长久的联系和合作过程中，使借款人的家庭财务规划得以调整，实现动态化的优化。

再次，健全商业银行的内控机制。我国的商业银行在现代企业管理制度建设方面仍然需要继续完善，没有严格的风险内控机制，所有的产品创新就失去了意义。在现有的金融体系市场化改革条件下，以引导微观经济主体为主线，鼓励住房金融机构展开住房金融功能上的竞争。转变住房信贷产品定价方式，加大金融创新力度。按借款人资信能力确定住房抵押贷款的价格，按抵押物的风险价值确定抵押价值。由市场决定的利率能够反映信贷的风险和成本，但是我国的利率体系还没有完全市场化，因此只能在现有的运行条件下寻找相应的替代机制：通过允许借款人在各种房贷产品中自由选择，并允许已交付适当的成本为代价进行重新选择和转换。

此外，住房金融管理风险的功能离不开保险。没有完善和发达的住房金融保险体系，住房金融二级市场、住房抵押资产交易市场是不可能开展，也不可能健康运行。推动保险业创新，加强保险和住房信贷产品相结合的创新，如果开发与住房抵押贷款相关风险事项的联合保险：住房抵押贷款期限较长，未来收入预期是其稳定的偿还保证，结合失业保险、健康保险等的房贷保证保险能够降低银行系统的风险，降低贷款人的成本。

（2）培养家庭风险自控能力

首先，要充分尊重和调动家庭自由选择的权利，让家庭在丰富的、个性化的产品中自主选择。因为关于“我”的信息，没有人比自己掌握得更多。住房金融模式只有通过设计合理的机制，引导而不是限制家庭的行为，才能提高金融功能的效率。

其次，建立和发展以自愿为基础的住房金融模式。不同的家庭对住房消费品属性和投资品属性的偏好程度不同，以“自愿”为基本原则是诱导家庭自我分类的有效方法。德国式的住房储蓄与住房贷款相挂钩、低进低出、封闭运行的契约型住房金融模式是引导微观主体实现风险的自我管理的典范。这种模式是引导家庭将储蓄和投资联系起来的有效方式。

（3）建立多渠道的退出机制

首先，要开辟多种退出渠道。当抵押物价值发生大幅增值，可以有置换型的产品，让家

庭可以实现住房投资的“财富效应”；当抵押物价值发生重大贬值，尤其是抵押物价值低于借款余额时，可以对家庭的资产负债进行重组，提高家庭负担住房消费的能力。

其次，采取更加积极的贷后管理方式。银行在严格贷前调查、贷中审查操作的同时，除了提示还款/预警、信贷台账监测等被动防范违约风险的检查手段，可以通过更加丰富的贷后检查方式，转变服务观念，在加强与借款人的联系、维护良好的合作关系的同时，及时获取可能或已经发生的好的或坏的信息（比如家庭收入发生重大波动、住房市场价值大幅波动等）。

再次，退出方式要兼顾住房双重属性的特征。当家庭不能履行还款义务时，首先要允许家庭首先选择是否继续租赁该住房，租金可以抵偿借款，以便在家庭财务状况得到改善时可以优先购买该住房；建立丧失赎回权的住房实物资产池，安排资（住房抵押价值）不抵债（住房贷款余额）的家庭在其中重新选择合适的资产。对确定放弃继续占有住房的家庭，实施正当的抵押物处置权。

（4）调动民间资本，分散住房金融风险

首先，要允许“炒房”。金融资产和住房资产是具有一定替代性的投资方向，炒房和炒股都是一样的“好”或一样的“坏”。炒房本身不是住房价格的决定性因素——炒房的资金无疑是追逐利润的，在很有限的地域范围和时间范围内可能构成“爆发性”的住房需求而推高房价，但是与房价持续性、整体性高企之间没有必然的联系——根本上讲住房价格还是取决于真实需求和真实供给之间的对比关系。“炒”是“发现”住房市场价值的机制，是探寻住房真实需求的过程，必须正视和尊重住房的投资品属性，将民间闲置资金在住房市场上规范流动。

其次，建立民间资金收益-风险相匹配的长期稳定调节机制。我们无法有效区分进入住房市场的民间资金的目的，即使是投机（只要不违法），也是市场行为，是一部分风险偏好者主动承担风险，以期获得超额收益的经济行为。因此可以通过控制资金杠杆率、资金成本的方式来引导民间资金在承担可控范围内的风险的前提下通过参与住房市场来实现收益；以综合考虑房价租售比的市场公允价值确定抵押住房价值，形成民间资金与金融机构风险共担的机制；允许民间资金的自由选择 and 进退，并通过外部风险控制引导它们进行风险自控。民间资金逐利的本性是一股强大的力量，它是通过主动承担风险获得风险补偿的，这种力量受到引导就会促进经济社会发展。

再次，通过金融手段盘活民间资金，发展住房租赁市场。我国住房市场的一个重要特点是有巨大的增量供给，但同时一方面空置率高，另一方面房价上涨速度快。这在很大程度上表明，新增供给的一部分以投机的方式被窖藏起来，相应的投机资金也以住房资产的形式被“固定”下来，不再发挥资本的作用了。住房金融可以充分发挥其风险识别功能，推动投资于住房的资金以租赁的方式流动起来，促进住房真实供给能力的释放，并缓解金融体系的风险压力。

2. 政策性住房金融的功能重构

（1）明确政策性住房金融的资源配置诱导功能

首先，确立接受政策优惠的上限。按照当地经济、社会整体水平确定政策扶持范围内的住房单价、住房总价和住房面积，三个方面的指标同时符合，可以成为政策性住房金融的优惠对象。这种“认房不认人”的政策门槛能够提高扶持对象的筛选效率，并对形成合理的住房消费发挥更大的引导作用，并最终引导经济资源向符合住房需求的供给结构调整。

其次，确立接受政策优惠的下限。住房是具有双重属性的，住房需求的满足有多种方式，购买住房是其中的一种。政策性金融扶持的下限应该是基本有购买住房经济能力的那部分群体。必须确定一个基本的偿付能力，否则会扭曲住房消费观念，误导资源配置。这个下界的确定除了具有防范风险的意义，也有防止政策性金融作用范围泛化的意义。

（2）发展政策性金融的作用形式

首先，成立专业性的政策性住房金融担保机构。政府担保机构是用政府信用增强个人信用最基本和最常用的方式。成立专业性的机构，将政府担保显性化，将风险责任明确化，一方面引导政策扶持对象进行风险-收益的权衡，实现风险的自我控制，另一方面通过适度分担商业性住房金融机构风险的方式，充分调动商业性住房金融资源。

其次，适度采用补贴利息、首付资助的方式。贴息和资助都是提高政策扶持对象支付能力的直接方式。在确定政策扶持对象有一定经济能力和风险承担能力的条件下，直接降低他们通过金融方式、主要靠自助来满足住房需求的成本，是充分动员相对弱势的群体将储蓄向投资转化的能力的有效方式。

此外，政府还可以通过间接的手段，比如对住房储蓄免税、对供给政策范围内住房的生产者减税、对向符合政策要求的住房的生产者提供的贷款给予贴息等等，这些间接手段最终会通过提高政策扶植范围内的家庭积累首付款的能力、影响他们购置住房的动机、影响可供这些家庭购买的住房的供给的渠道使政策对象得到支持。

3. 住房金融的监管

（1）继续完善功能性监管

根据住房金融体系中各种机构、各种产品所实现的特定金融功能来确定相应的监管指标，保持监管体制和监管规则的连续和稳定，以优化和强化住房金融功能为监管原则，而不是单纯的提示风险和协助调控。通过功能性监管的实施，引导金融机构细分住房市场，细化产品设计，平衡风险-收益，降低道德风险。

（2）建立风险预警机制

住房价格经常波动、甚至大幅波动是常态，金融机构在判断“适合”的住房价格方面能力也是有限的，因此会面临更大的抵押物价值风险。监管部门建立有效的信息共享机制和风险预警机制。近几年来频繁发布的关于限贷、禁贷的通知可以看作是行政式的风险提示，是“非常”情况下的非常规手段。我们需要建立常规性的、经济性的风险提示机制。

（3）政府担保显性化

如果说美国住房金融体系降低房贷门槛是因为风险可以通过资产证券化得以转移的话，我国住房金融体系表现出来的竞争性放松已经宽松的住房消费贷款标准的原因就在于有政府强大的隐形担保。有许多学者认为美国的次贷危机是金融机构道德风险积累的结果。的确，监管当局应该对道德风险最后负责。我国住房金融体系目前也在一定程度上存在道德风险的隐患，应该寻求政府担保显性化的方式。

此外，功能完善的住房金融体系的构建还需要政府在其他方面有所作为：提供稳定的社会、经济及金融整体环境；理顺相关的法律规章；保持各种住房政策的配套和协调等。

参考文献

- [1] 【美】戴维·罗默，高级宏观经济学（第二版），上海财经大学出版社 2003 版
- [2] 【美】富兰克林·艾伦，道格拉斯·盖尔，比较金融系统，中国人民大学出版社 2002 版
- [3] 吴晓求，中国资本市场分析要义，中国人民大学出版社，2006 版
- [4] 朱宝宪，唐淑晖，基于功能观点的金融体系改革理论，清华大学中国经济研究中心工作论文，2001 年 11 月
- [5] 吴晓求，现代金融的核心功能是配置风险，经济经纬，2003.6，P125-128
- [6] 孙武琴，不同金融结构下的金融功能比较研究，复旦大学博士论文，2003
- [7] 彭智，陈阳，金融功能视角下的金融体制改革逻辑，上海金融，2007.4，P21-24
- [8] 郭竞成，金融功能退化——中国银行转型中的严重问题，北京工商大学学报（社科版），2006.1，P
- [9] 吕晖蓉，金融发展推动经济增长的渠道效应——一个功能观视角的文献综述，浙江金融，2009.9，P20-21

- [10] 周建成, 房地产: 属性嬗变、投资活动与市场演进, 财贸经济, 2007.8, P115-120
- [11] 陆岷峰, 周海波, 对金融危机中美国消费模式的反思与借鉴, 金融教学与研究, 2009.4, P15-24
- [12] 史蒂芬·罗奇, 后泡沫世界的陷阱, 财经, 2008.20
- [13] 张其光, 美国住房金融制度及对我国的启示, 人民论坛, 2010.12
- [14] 王国刚, 止损机制缺失: 美国次贷危机生产机理的金融分析, 经济学动态, 2009.4
- [15] 刘俊民, 王千, 中国房地产业的发展与宏观经济稳定的关系, 房地产市场, 2006.2, P6-9
- [16] 刘洪玉, 郑思齐, 住宅资产——居民家庭资产组合中的重要角色, 经济与管理研究, 2003.4, P39-41
- [17] 张桥云, 吴静, 美国住房抵押贷款市场: 风险转移与回流、扩散与放大机制——兼论美国次级贷款危机的形成原因, 经济学家, 2009.2, P76-85
- [18] 曾龙, 中国住房金融风险分析及防范机制研究, 武汉大学博士论文, 2010.4
- [19] 毛晓慧, 制度变迁中的城镇居民消费行为研究——基于不确定性、流动性约束和收入差距的分析, 兰州大学博士论文, 2010.5
- [20] 周建成, 包双叶, 住房消费、住房投资与金融危机——美国次级债危机对中国房地产业宏观调控理论基础的冲击, 财经科学, 2008.3, P16-22
- [21] 秦虹, 汲取美国住房金融自由放任的教训, 中国金融, 2008.18
- [22] 陈星, 从住房市场的特点看政府对住房市场的干预和作用, 社会学研究, 1998.6, P111-121
- [23] 翟善清, 中美住房消费观念比较, 中国统计, 2009.2, P44-45
- [24] 陈英存, 中国特色的住房消费模式探讨, 中国房地产金融, 2008.7, P16-18
- [25] 王维安, 贺聪, 房地产价格与货币供求: 经验事实和理论假说,
- [26] 刘洪玉, 任荣荣, 我国城镇商品住房需求的行为特征分析, 土木工程学报, 2007.12, P83-88
- [27] 魏杰, 王韧, 我国住房制度的改革路径: 基于住房商品的特殊性质, 经济体制改革, 2007.2, P5-11
- [28] John V. Duca, John Muellbauer, Anthony Murphy, Housing markets and the financial crisis of 2007-2009: Lessons for the future, Journal of Financial Stability, May.2010, P1-15
- [29] John M. Quigley, Real estate portfolio allocation: The European consumers' perspective, Journal of Housing Economics, 15 (2006), P169-188

International Comparison of Housing Finance and Implications

Lv Huirong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: One of the lessons taught by the sub-prime crisis in 2007 is that we must re-examine our country's housing finance system. Drawing on the housing finance model in U.S. and German, this paper mainly analyses the current development and shortcomings of China's housing finance. In the end, this paper makes some policy proposals for our country's housing finance function from three areas: commercial housing finance, political housing finance, financial regulation.

Keywords: Housing Finance; Financial function; Risk management; Government regulation

收稿日期: 2011-09-16

作者简介: 吕晖蓉, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践