

住宅政策性金融机构离我们有多远？

证券研究报告

2022 年 09 月 21 日

宏观专题

摘要：

可能现阶段是到了考虑中国住宅政策性金融机构的时候了。

纵观美国、日本和新加坡经验，住宅政策性金融机构均诞生于特定宏观条件。

美国 1938 年成立房利美的初衷是配合罗斯福新政提振大萧条后经济表现，一方面居民支付能力下降，信用违约导致银行体系运转陷入停滞；另一方面私人房地产开发商资金断链，丧失新开工能力。美国政府救市核心是政府在提供公共住房的同时，对抵押贷款提供增信和赋予二级市场流动性，在政策介入下逐步驱动地产资金链和房地产市场重新回到正常轨道。

日本 1950 年成立住宅金融公库的初衷是支持战后经济重建。政府同时主导住宅金融和住宅开发环节，三大支柱分别为住宅金融公库、公营住宅、公团住宅，政府主导模式伴随经济人口发展在 1965 年后逐步退出，房地产私营比例逐步提高。

新加坡 1964 年推出“居者有其屋”计划和组屋制度，是为了在独立建国后，解决紧迫的民生问题。

我们当前的现实是，地产作为最基本的民生问题，在过去二十年的发展中住房基础需求已经得到基本解决，后续问题是如何在房住不炒这个框架下保持房地产市场健康稳定发展。毕竟现阶段和未来一个阶段，地产可能都还是经济增长的重要一环。

更何况我们还需要不断满足人民对美好生活的向往，在这个过程中，住宅政策性金融机构可以兼顾有为政府和有效市场，不管是现阶段纾困、保交楼，还是下一阶段进一步稳定房地产金融、修复产业链，都可以更好的提供基础金融支持。

风险提示：经济修复不及预期、全球经济放缓超预期、大宗商品价格超预期、国内疫情发展超预期、政策发力超预期

作者

孙彬彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516090003

sunbinbin@tfzq.com

近期报告

1 《固定收益：广义基金大幅增持利率债-2022 年 8 月中债登和上清所托管数据点评》2022-09-19

2 《固定收益：接近收官，财政缺口有多大？怎么补？-利率债市场周报（2022-09-18）》2022-09-18

3 《固定收益：从云南康旅我们得到哪些启示？-信用债市场周报（2022-09-18）》2022-09-18

内容目录

1. 住宅政策性金融机构是否成为可行选项？	3
1.1. 成立住宅政策性金融机构有哪些政策信号？	3
1.2. 构想为何没有落地？	3
1.3. 为什么住宅政策性金融机构成为当前可行选项？	4
2. 国外模式有什么启示？	5
2.1. 美国“两房”	5
2.1.1. 历史发展	5
2.1.2. 运行逻辑	7
2.2. 日本住宅政策性金融	9
2.2.1. 历史发展	9
2.2.2. 运行逻辑	10
2.3. 新加坡组屋与中央公积金制度	13
2.3.1. 历史发展	13
2.3.2. 运行逻辑	13
3. 小结	17

图表目录

图 1：国开行棚户区改造贷款余额与新增额（亿元）	4
图 2：国开行新增信贷规模与基建类占比（亿元、%）	4
图 3：房利美、房地美运行逻辑图	8
图 4：日本住宅金融支援机构运行逻辑图	11
图 5：新加坡组屋制度与中央公积金制度逻辑图	15
表 1：成立住宅政策性金融机构的有关表述	3
表 2：成立国开行住宅金融事业部的进展	4
表 3：两房历史沿革	6
表 4：房利美、房地美主要业务内容	7
表 5：联邦住房金融局（FHFA）设定的抵押贷款购买目标	7
表 6：房利美的质量控制流程	9
表 7：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）历史沿革	10
表 8：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）主要业务内容	11
表 9：新加坡组屋购买计划与资格要求	14
表 10：新加坡 CPFIS 计划可投资标的	16

地产问题久拖不决，市场愈发担心，后续地产如何纾困？我们从过去政策的思考和国际比较中寻求路径参考。

1. 住宅政策性金融机构是否成为可行选项？

1.1. 成立住宅政策性金融机构有哪些政策信号？

2013 年 11 月¹，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构”、“健全符合国情的住房保障和供应体系，建立公开规范的住房公积金制度，改进住房公积金提取、使用、监管机制”。

此后中央和部委多次释放信号，“研究建立住宅政策性金融机构”。

表 1：成立住宅政策性金融机构的有关表述

时间	内容
2013 年 11 月 ²	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构”、“健全符合国情的住房保障和供应体系，建立公开规范的住房公积金制度，改进住房公积金提取、使用、监管机制”。
2016 年 12 月 ³	中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止大起大落。
2017 年 7 月 ⁴	住建部公积金监管司司长张其光在住建部官网发表文章《落实全面从严治党要求 加快推进制度转型升级》，强调“党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央从战略和全局高度，明确要求按照建立住宅政策性金融机构的方向，改革住房公积金制度。”，因此住房公积金管理单位“必须按照中央的决策部署，以高度的责任感和使命感，落实全面从严治党要求，加快推进制度转型升级。”
2018 年 3 月 ⁵	国家发改委提请十三届全国人大一次会议审议的《关于 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，正式提出“研究设立国家住宅政策性金融机构”，同时进一步细化改革目标要求：“加快住房制度改革和长效机制建设……改革住房公积金制度，研究设立国家住宅政策性金融机构，建立健全促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度……”
2019 年 1 月 ⁶	《中共中央 国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》提出“支持在雄安新区设立住宅政策性金融机构，探索住房公积金制度改革。”
2019 年 9 月 ⁷	住建部官网转载《中国建设报》文章《住房公积金：支持职工住房消费》，强调“党的十八大以来，国家高度重视住房公积金制度改革。相关部门强调，要改革住房公积金制度，研究设立国家住宅政策性金融机构，这为住房公积金制度改革提供了根本遵循。”

资料来源：十八届三中全会、中央经济工作会议精神、国务院、国家发改委、住建部、天风证券研究所

1.2. 构想为何没有落地？

十八届三中全会后主要是在现有制度基础上采取了渐进改革路线。

一方面，在国开行先行成立住宅金融事业部，发挥住宅政策性金融功能。

2014 年 4 月 2 日⁸，国务院总理李克强在国常会提出，“由国家开发银行成立专门机构，实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。”

成立国开行住宅金融事业部，一定程度上承担了住宅政策性金融的功能。但功能仍然聚焦在棚改和城市基建领域，2019 年后棚改逐步退出，国开行信贷支持重心转向基建，没有形成保障性住房金融支持的长期机制。

¹ <http://www.scio.gov.cn/zxbd/nd/2013/document/1374228/1374228.htm>

² <http://www.scio.gov.cn/zxbd/nd/2013/document/1374228/1374228.htm>

³ http://www.gov.cn/zhengce/2016-12/16/content_5149066.htm

⁴ https://www.mohurd.gov.cn/jigou/sjgg/jgjdww/jgdwzx/201707/20170726_232752.html

⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2018-03/23/content_5276985.htm

⁶ http://www.gov.cn/zhengce/2019-01/24/content_5360927.htm

⁷ https://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/201909/20190923_241920.html

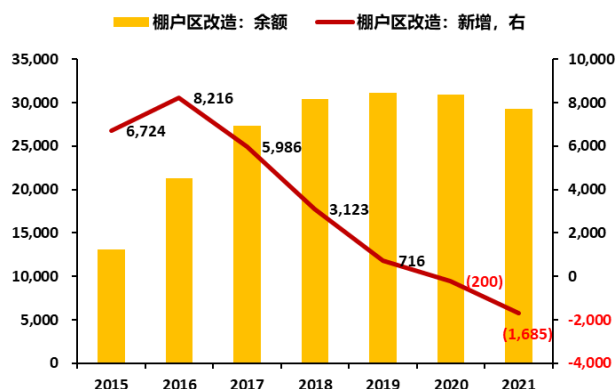
⁸ http://www.gov.cn/govweb/guowuyuan/2014-04/02/content_2652125.htm

表 2：成立国开行住宅金融事业部的进展

时间	内容
2014 年 4 月 2 日 ⁹	国务院总理李克强在国常会提出，“由国家开发银行成立专门机构，实行 单独核算 ，采取 市场化方式发行住宅金融专项债券 ，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持 棚改及城市基础设施建设 等相关工程建设。”
2014 年 6 月 26 日 ¹⁰	银监会批复同意筹建国家开发银行住宅金融事业部。批复内容解释了筹建住宅金融事业部的意义：“成立住宅金融事业部，是贯彻十八届三中全会精神，加快推进保障性安居工程建设的重要举措，对于我国解决中低收入家庭困难，健全住房保障和住房供应体系，促进实现住有所居目标，具有十分重要的意义……”“一方面能够 有效缓解棚户区改造相关工程建设的资金瓶颈制约 ，另一方面是促进社会协调发展的有效手段，对扩内需、转方式、促发展具有重要意义”。
2014 年 7 月 25 日 ¹¹	银监会在国开行住宅金融事业部开业批复中，明确核准事业部的业务范围为：“（一）办理纳入全国棚户区改造规划的 棚户区改造及相关城市基础设施工程建设贷款业务 ；（二）在经批准的额度内办理软贷款回收再贷业务，专项用于支持纳入全国棚户区改造规划的棚户区改造及相关城市基础设施建设工程项目；（三）银监会批准的其他业务”。

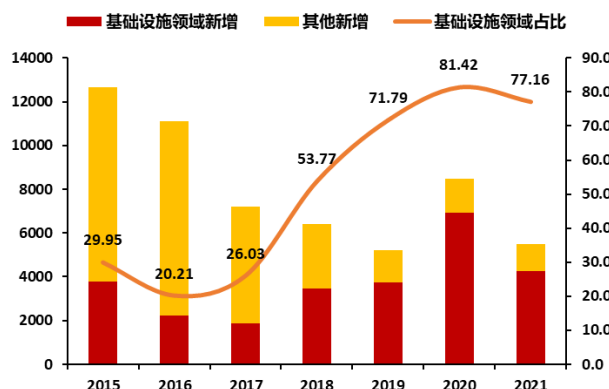
资料来源：国务院、银监会、天风证券研究所

图 1：国开行棚户区改造贷款余额与新增额（亿元）



资料来源：国开行年报、天风证券研究所

图 2：国开行新增信贷规模与基建类占比（亿元、%）



资料来源：国开行年报、天风证券研究所

另一方面，住房公积金制度改革主要着力于解决现有体系的局部不足，而未再往前一步。

近年来，住房公积金制度改革聚焦在提高管理能力和服务水平，包括提取环节、额度期限、用途拓展、异地使用等方面的改进，以及全国性综合服务平台、业务档案管理、统计调查制度等方面建设，然而总体来看，没有瞄向政策性金融机构的实质性转变。

究其原因，如果住房公积金管理中心从事业单位转为市场化运营的政策性金融机构，在组织管理和人事安排方面有较大跨度。而 2014-2016 年地产调节需求通过在现有政策性银行成立独立事业部得到满足。

更重要的是，棚改刺激下房地产价格开启新一轮上涨，房价上涨从一线城市开启并扩散至二三线，2016 年底开始房地产政策收紧，政策强调“房住不炒”，抑制价格上涨。因而成立新机构方案搁置至今。

1.3. 为什么住宅政策性金融机构成为当前可行选项？

第一，房价上涨已不是现阶段政策的主要关切。

第二，结合房地产市场和行业实际情况，到了需要进一步发挥政策性金融支持的时候。

近期地产政策频出，地方政府在因城施策方面已经做出诸多努力，从放松限贷、放宽限购标准到给予购房者多种类型补贴。部委层面也出台一系列稳定房地产市场和保交楼举措，从 5 年 LPR 超预期调降 15bp 到中债增信为房企提供发债担保，再到市场关注的专项纾困基金，政策信号已经十分明确。但是市场反应依然偏悲观。

⁹ http://www.gov.cn/govweb/guowuyuan/2014-04/02/content_2652125.htm

¹⁰ http://www.gov.cn/xinwen/2014-06/26/content_2708674.htm

¹¹ http://www.gov.cn/xinwen/2014-07/29/content_2726211.htm

团队前期报告《已经出台了哪些地产政策》已经提出，房地产政策既需要杠杆，也需要支点，其中，支点很关键。目前关键问题是企业和居民部门缺少“支点”。信心比金子重要的前提在于企业和居民拥有在手资金和稳定的预期，这二者是信心的基础。在资产负债表高压之下，亟需政策纾困。

宏观经济面对三重压力，在新发展格局中如何构建地产长效机制？前期住宅政策性金融机构可能再度纳入政策视角。

我们先对比研究国外相关经验：

2. 国外模式有什么启示？

2.1. 美国“两房”

2.1.1. 历史发展

“两房”在危机中诞生，在危机中变革。

美国的“两房”是指房利美（Fannie Mae）、房地美（Freddie Mac）。房利美的全称是联邦国民抵押贷款协会，而房地美全称是联邦住房抵押贷款公司。两房属于美国政府扶持企业（GSE），主要业务是在二级市场购买住房抵押贷款并发行资产证券化产品。

与房利美开展交易的贷款机构来自初级抵押贷款市场。初级市场贷款机构包括抵押贷款公司、存贷机构、商业银行、信用合作社以及住房信贷机构等。贷款机构在二级市场向二级市场投资者出售抵押贷款。二级市场投资者主要为两房、养老基金、保险公司、券商以及其它金融机构。

20 世纪 30 年代，世界经济陷入大萧条，美国为振兴经济推行罗斯福新政，口号之一是实现居者有其屋，政府主动支持住房抵押贷款市场发展，并为抵押市场提供流动性。

在此背景下，房利美于 1938 年成立，早期业务是购买联邦房屋管理局（FHA）和退役军人管理局（VA）等政府部门所担保的抵押贷款，重点是为信用等级较低的中低收入家庭住房贷款提供融资。FHA 和 VA 是隶属于美国政府的政府性房贷保险机构。其中 FHA 成立于 1934 年，主要服务于低信用群体。

除了住宅政策性金融外，美国罗斯福新政时期对房地产还采取了哪些政策支持？

回溯美国历史，1919-1929 年期间美国历经柯立芝繁荣时期，房地产作为经济支柱，以私营开发为主。大萧条对房地产行业冲击严重，一方面居民支付能力下降，信用违约导致银行体系运转陷入停滞，另一方面私人房地产开放商资金断链，丧失新开工能力。1932 年罗斯福就任后开启新政。罗斯福新政抓住核心痛点，应对思路多管齐下：

第一，核心是通过政府增信的抵押担保体系，打通资金循环。

第二，1933 年¹²推出《全国工业复兴法》，组建公共工程局（PWA），拨款兴建公共工程，包括城市改造、贫民窟清理和住房建设。1934 年公共工程局开始直接开发公共住房项目，1933-1937 年期间组织 7 个开发计划，提供住房约 2 万套。

第三，1934 年¹³成立联邦住宅管理局（FHA）和联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC），组建“互助抵押贷款保险基金”，对个人住房抵押贷款提供保险。

第四，1937 年通过《美国住房法》（《瓦格纳住房法》），将公共住房从应对经济危机的复兴措施转为长期福利政策，成立美国公共住房署（PHA）取代公共工程局，通过政府补贴方式兴建公共住宅，并以出租方式满足低收入人群住房需求。

总体而言，美国罗斯福新政时期政府开启公共住房项目，但供给量有限，救市核心仍是政府对抵押贷款提供增信和二级市场流动性。

¹² <https://www.archives.gov/milestone-documents/national-industrial-recovery-act>

¹³ <https://www.archives.gov/research/guide-fed-records/groups/031.html>

1968 年房利美转为盈利性公司，其政府机构担保的政府性贷款购买业务被独立拆分后形成吉利美（Ginnie Mae）。吉利美全名为全国政府抵押贷款协会，属于美国住房和城市发展部的一个下属机构。吉利美主要负责为政府机构担保贷款（例如 FHA、VA 担保）及其证券化后形成的吉利美 MBS 提供贷款保险，并不参与放贷。拆分后，房利美主要购买未经政府保险的住房抵押贷款以及资产证券化业务，其金融活动和债务不再纳入联邦政府财政预算。1970 年房利美上市。

房地美成立于 1970 年，经营模式与房利美相同。1989 年首次公开募股。

次贷危机之前，两房主要从事两方面业务：

第一是抵押贷款支持证券业务，即在二级市场购入抵押贷款并进行资产证券化，向投资者出售 MBS、CMO 等产品。

尽管房利美为盈利公司，但政府仍对两房设置了政策性目标。1992 年¹⁴《联邦住房企业金融安全和稳健法》出台后，授权美国住房和城市发展部对两房制定可支付借贷目标，其中包括购买中低收入家庭住房抵押贷款的最低比例、购买贷款服务不足地区的抵押贷款最低比例、少数族裔区域贷款最低占比等。法案出台后，美国住房和城市发展部多次提高各类下限比例要求，导致次级贷款规模在 90 年代后迅速扩张。

第二是抵押贷款投资业务（MIB, mortgage investment business），即直接持有贷款组合并承担信用风险。由于两房不向地方政府纳税，资本充足率要求宽松且在政府信用背书支持下资本成本极低，因此两房可以通过持有抵押贷款组合赚取利差收益。这也导致两房倾向于直接持有更多抵押贷款，导致激励错配和风险过度累积。

表 3：两房历史沿革

时间	主要阶段	描述
1934 年	联邦房屋管理局（FHA）成立	联邦房屋管理局（FHA）为低信用的中低收入家庭住房抵押贷款提供政府担保，提高居民购房能力。
1938 年	房利美成立	罗斯福新政下，政府主动支持住房抵押贷款市场发展，并为抵押市场提供流动性。房利美早期业务是购买联邦房屋管理局（FHA）和退役军人管理局（VA）等政府部门所担保的抵押贷款。
1968 年	房利美转为盈利企业	房利美转为盈利性公司，其政府机构担保的政府性贷款购买业务被独立拆分后形成吉利美（Ginnie Mae）。拆分后，房利美主要购买未经政府保险的住房抵押贷款以及资产证券化业务。
1970 年	房地美成立、房利美上市	房地美与房利美模式相同，在二级市场购买无政府担保的住房抵押贷款并进行资产证券化。
1981 年	房利美发行 MBS	房利美发行自身第一笔过手型（Pass-through）住房抵押贷款支持证券（MBS）。
1983 年	房利美发行 CMO	房利美发行了第一笔资产支持证券 CMO。相比于 MBS，CMO 中的基础资产未来现金流被重新组合排序，以满足不同风险承受度的投资者需要。
1989 年	房地美公开募股	淡化政府支持企业色彩，突出市场化经营和盈利目标。
1992 年	《联邦住房企业金融安全和稳健法》	美国住房和城市发展部（HUD）获得授权，可对两房制定可支付借贷目标，限定两房购买特定类型的贷款（偏向于次级贷）不得低于相应比例。
2000 年	反掠夺性贷款规则	美国住房和城市发展部（HUD）发布反掠夺性贷款规则，禁止高风险高成本贷款进入房利美可支付借贷目标，但该规则在 2004 年被取消。
2006 年-2008 年	次贷危机	政府接管两房并注入财政资金，实现两房国有化。此后两房改进抵押贷款审核标准、停止抵押贷款投资业务（MIB）。根据 2008 年《联邦住房金融监管改革法案》，美国政府设立联邦住房金融管理局（FHFA）来监管两房。两房同时还受到财政部、SEC 和 HUD 等多部门监管。
2010	FHFA 接管时期	在 FHFA 要求下，两房在纽交所退市。

资料来源：房利美、房地美官网、联邦房屋管理局（FHA）官网、联邦住房金融管理局（FHFA）官网、天风证券研究所

2006-2008 年¹⁵次贷危机爆发后，濒临破产的两房被美国联邦住房金融局（FHFA）接管并再度成为政府扶持企业（GSE）。美国财政部向两房注资 1875 亿美元，并持有 80% 普通股，将两房国有化。此后两房通过提高抵押贷款收购审核标准、停止抵押贷款投资业务来避免房地产泡沫再度出现。

2010 年，两房在联邦住房金融局要求下从纽交所退市。

¹⁴ <https://www.fhfa.gov/Government/Documents/Federal-Housing-Enterprises-Financial-Safety-and-Soundness-Act.pdf>

¹⁵ https://oig.treasury.gov/sites/oig/files/Documents/CIGFO_Document/508_CIGFO%20Annual%20Report.pdf

2020 年，关于两房再度私有化并重新 IPO 的讨论再度兴起。IPO 有利于拓展两房资金来源，提振美国股市表现，但该提议在 2021 年中¹⁶被美国最高法院判决推迟，之后私有化进程陷入停滞。

2.1.2. 运行逻辑

房利美、房地美是美国抵押贷款的主要融资来源，截至 2021 年底，房利美资产达 4.2 万亿美元，房地美资产规模约 1.3 万亿美元。

主要业务模式是什么？

当前，两房既不提供抵押贷款，也不进行抵押贷款组合投资和直接向借款人放贷，主要业务是在二级市场购入抵押贷款后发行 MBS，为 MBS 提供担保并获得担保费。

两房作为政府支持企业（GSE），核心职能是通过在二级市场购买抵押贷款并进行证券化，支持作为美国抵押贷款市场支柱的 30 年期固定利率抵押贷款保持良好运行。目前两房已经停止高风险的抵押贷款组合投资业务（MIB）。

在两房全部的资金来源中，MBS 发行构成资产的主要部分。以房利美为例，2021 年末房利美抵押贷款规模接近 4 万亿美元。除 MBS 发行外，两房融资主要依靠财政注资、发债和股权融资。截至 2021 年末，房利美中期债券和票据规模约 1900 亿美元，长期债务约为 2000 亿美元。

两房支持的抵押贷款类型主要分为两类：其一是单户家庭，主要是指普通购房家庭。其二是多户家庭，主要针对公寓住宅，包括社区，老年人住房，学生住房等类型。

鉴于次贷危机的教训，两房对于可收购的抵押贷款设置了较为严格的审核标准。但由于两房具有政策性金融属性，因此两房仍须按联邦住房金融局要求，购买超过一定比例的特定人群抵押贷款（多为次级贷款），主要面向低收入群体和少数族裔。

表 4：房利美、房地美主要业务内容

机构	描述	代表项目	项目描述
房利美	在美国抵押贷款二级市场提供流动性，为贷款机构提供稳定的抵押贷款融资，保障美国抵押贷款融资市场支柱——30 年期固定利率抵押贷款运作良好。房利美目前已经停止高风险的抵押贷款组合投资业务，当前主要营收来自为底层资产抵押贷款提供信用风险担保所获得的担保费。	单户家庭 多户家庭	单户家庭是普通购房家庭，房利美为购房家庭提供包括 30 年固定利率贷款在内的抵押贷款融资。 多户家庭主要针对公寓住宅，包括社区，老年人住房，学生住房等类型。
房地美	与房利美相同，在美国抵押贷款二级市场上，房地美从获准的贷方购买符合标准的贷款，为住房抵押贷款提供流动性，从而支持住房市场稳定，提高住房负担能力。同时，房地美将收购的抵押贷款池进行证券化并出售给市场投资者，信用风险也随之转移给投资者。	单户家庭 多户家庭	与房利美定义相同

资料来源：房利美、房地美官网、天风证券研究所

表 5：联邦住房金融局（FHFA）设定的抵押贷款购买目标

家庭特征	2021 年 FHFA 比例要求（单户家庭）	2021 年 FHFA 比例要求（多户家庭）
低收入家庭（小于等于地区中位数收入水平的 80%）	24%	315,000 单位
极低收入家庭（小于等于地区中位数收入水平的 50%）	6%	60,000 单位

¹⁶ https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/19-422_k537.pdf

低收入地区家庭	18%	-
低收入和高比例少数族裔地区家庭	14%	-
低收入家庭再融资	21%	-
可负担的小型多家庭住房（5-50 户）		10,000 单位

资料来源：房利美、房地美官网、天风证券研究所

两房的资产证券化业务也主要包括三类：其一是组合证券化交易。其二是放贷人互换交易。其三是结构化证券化产品。

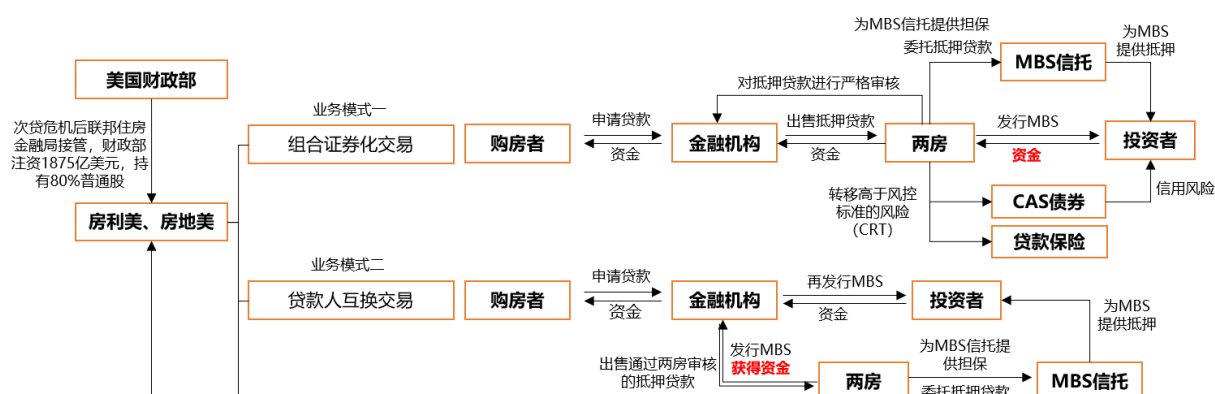
（1）组合证券化交易：以单户家庭贷款为主。两房向中小型贷款机构购买单户家庭贷款，并将贷款证券化为两房 MBS，出售给经销商和投资者。具有类似特征的抵押贷款可以进一步构成抵押贷款池。两房将抵押贷款委托给信托机构，该信托的唯一目的是将抵押贷款与公司资产分离，两房向 MBS 信托提供担保。在本息偿付过程中，两房使用抵押贷款提供的本息资金，按月向 MBS 投资者支付本金和利息，并获取部分利息收入作为担保费用。多户家庭业务与单户家庭业务模式相近。

（2）放贷人互换交易：在一级市场运营的放贷机构向两房提供抵押贷款，以换取由相应抵押贷款支持的房利美 MBS。放贷人可以选择自行持有两房 MBS，或将其出售给市场投资者。

（3）结构化证券化交易：两房创造二级证券“结构化房利美/房地美 MBS”，与放贷机构或券商进行抵押证券互换。该模式与放贷人互换交易模式相近。

2019 年以来，两房开始发行统一 MBS（UMBS），旨在使房利美和房地美抵押贷款支持的证券在待宣布（TBA）市场中的流动性最大化。UMBS 的特点在于：1. 基础资产为两房自身收购的固定利率抵押贷款；2. MBS 由两房发行；2. 便于在待宣布（TBA）市场交易。待宣布（TBA）市场是机构 MBS 的远期市场，超九成抵押证券交易发生在 TBA 市场。

图 3：房利美、房地美运行逻辑图



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46332

