

## “转按揭”的海外经验

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

**分析师：吴彬**

执业证号：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

海外经验来看，“转按揭”是政府提振经济的政策选项之一。以美国、日本为例，当地地产景气度低、居民收入压力较大的阶段，政府通过出台相关政策置换存量房贷，缓解地产相关风险，降低居民支出压力，进而稳定经济。

但值得注意的是，海外转按揭政策实施过程中不仅依靠居民和银行，更依赖政府参与和主导。由于转按揭涉及到银行、居民等多个部门，海外在实施转按揭政策时，政府会先设立一个特定目的主体，用于收购存量房贷，再由该主体给居民提供新的贷款，这样既保证了商业银行的资产负债表的健康，也保证了按揭政策实施的范围和效果。

### 美国的经验：历史上两度推出转按揭政策，均由政府主导

**第一段是1930s美国经济大萧条期间。**罗斯福政府推出了《1933房主再融资法案》(Home Owners' Loan Act of 1933)，政府成立了**房主贷款公司 (HOLC)**旨在向房主提供“更优惠、更长期”的按揭再融资。

**“政府出钱”是主要手段。**房主贷款公司在联邦贷款银行（联邦住房金融局的前身）的基础上成立，其初始资本为财政部提供的2亿美元。同时房主贷款公司获准发行不超过20美元的自有债券，用于现金销售或者交换住房抵押贷款，债券最长期限为18年，由美国政府担保。

**转按揭项目最终以“小幅盈利”退出。**在最初的三年里，房主贷款公司向100多万万个家庭提供了近35亿美元的转按揭。到1950年，公司已经收回了95%以上的贷款，并通过贷款收益支付了自身的管理费用，美国政府当时预计，当房主贷款公司完全清算时，财政部将全额偿还其资本预付款，外加数百万美元的盈余。

### 第二段是2008年金融危机前后，美国房地产市场面临严重压力，美国政府再度推出了转按揭相关的政策

2008年7月美国推出《住房和经济复苏法案》(Housing and Economic Recovery Act of 2008)，其中**联邦住房管理局会提供新贷款来置换困境家庭的住房按揭贷款。**

这项转按揭方案公布之初计划实行3年，承保高达3,000亿美元的抵押贷款，预计将为约40万房主提供服务，**但实际效果不佳。**截至2009年2月，联邦住房管理局仅收到451份申请，批准了25笔贷款。一方面是因为政策落地较慢，错过了还贷困难家庭最需要的时间；另一方面是因为高费用、高利率，以及需要分给政府一半的未来房产增值收益，导致许多家庭选择直接断供。

2009年2月奥巴马政府签署了《美国复苏与再投资法案》(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)，**由联邦住房管理局进一步推出了住房可负担再融资计划 (HARP)，向房产“资不抵债”的房主放宽再融资条件。**

**计划实施初期，由于“抵押贷款保险”的限制，许多房主在向原贷款人进行再融资时遇到了困难，**不过随着计划每年由国会更新，按揭再融资的阻碍逐渐打通，并在金融危机后逐渐增加规模，2009年直至2018年该计划终止期间，近350

### 相关研究

- 1.新质生产力系列：高校入学的“新质”成色-2024/09/02
- 2.本周经济热点：政策等风来还要多久？-2024/09/01
- 3.2024年8月PMI数据点评：8月PMI的不寻常-2024/08/31
- 4.人民币汇率点评：股债未动，汇率先行？-2024/08/30
- 5.2024年7月工业企业利润点评：利润答卷中的“新质”含量-2024/08/27

万户家庭利用 HARP 再融资来降低利率或降低抵押贷款的负担。

**由于 HARP 较好的政策效果，美国至今依然有存续的类 HARP 的再融资政策。**  
截至 2022 年第四季度，美国有 120 万笔抵押贷款处于负资产状态，他们可通过“两房”各自的救济政策进行再融资，但申请资格较 HARP 有所收紧。

➤ **日本经验：转按揭政策成本较高，主要依靠合同条款创新**

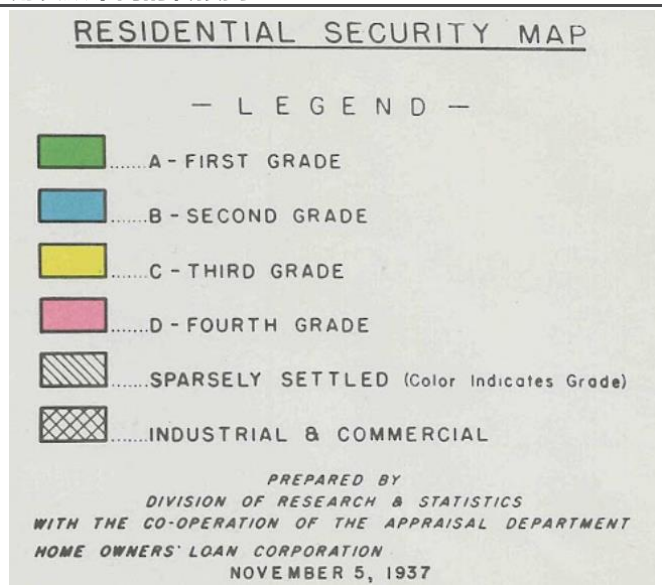
**1950 年后日本财政部注资的日本住房贷款公司（GHLC）向大量日本居民提供了房屋及按揭贷款。**1990s 日本地产泡沫破灭后，日本央行大幅下调政策利率。但由于许多日本家庭与住房贷款公司签订了固定利率按揭合同，且政府缺乏如上述美国较好的转按揭措施，按揭早偿现象居高不下。

2007 年日本住房金融厅（JHF）取代了亏损的住房贷款公司，继续向家庭提供长期、固定利率的按揭贷款，但**优化创新了合同条款，例如“Flat 35”，旨在帮助居民更从容地应对利率变动或偿债困难。**

日本家庭也可与商业银行、信用合作社签订浮动利率按揭合同，同时理论上可以在不同银行之间转按揭，寻求节省利息、调整期限。**但由于产权转让、估价、以及按揭保险产生的费用，日本住房转按揭的成本较高，因此在现实中的实践较少。**

➤ **风险提示：**海外环境与国内不同，政策可能不可比；历史经验不代表未来。

图1：1937年美国房主贷款公司通过评估不同房主信用发放不同的转按揭



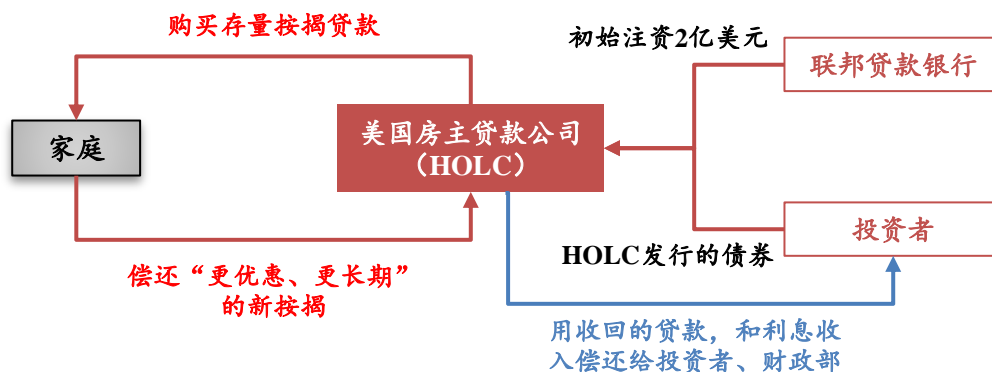
资料来源：HOLC，民生证券研究院

图2：1933年美国转按揭的主要条款

1933年美国房主贷款公司提供转按揭条款	
项目	条款
申请条件	贷款额不得超过房产估价的80%，另外房主贷款公司通过信用(图1)做出分级
转按揭的利率、期限	新按揭利率不得超过贷款余额的5%，按揭偿还期可以分摊最多至15年，可以后续延期，并允许在前3年不偿还贷款
宽限期	在房主断供的两年内，可以申请恢复还贷并重获房屋所有权
再融资	为没有按揭余额的房产提供现金贷款，最高可达房产估价的50%

资料来源：NBER，民生证券研究院

图3：美国房主贷款公司发放转按揭的基本运作方式



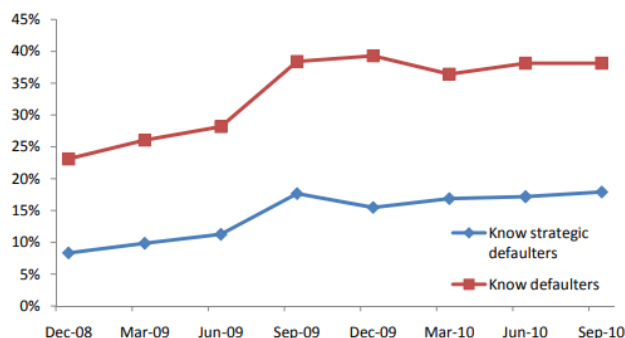
资料来源：NBER，民生证券研究院

图4：2009 年美国住房可负担再融资计划中的主要条款

2009年住房可负担再融资计划 (HARP)	
项目	条款
申请条件	1.原按揭的贷款价值比 (LTV) 必须高于80%，且上限不超过105% (后续取消了上限，这意味着“负资产”的家庭也可申请再融资) 2.取消了最低个人信用分数的限制、但要求借款人在过去的一段时间内不能有贷款逾期行为
转按揭的利率、期限	新贷款只允许签订固定利率的抵押贷款，期限通常为15年以上，且新贷款归房地美/房利美所有
费用	1.对期限超过20年的贷款收取不超过贷款价值0.75%的费用 2.房主与政府“50%-50%”共享未来的房产增值收益 (后续取消)

资料来源：FDIC，民生证券研究院

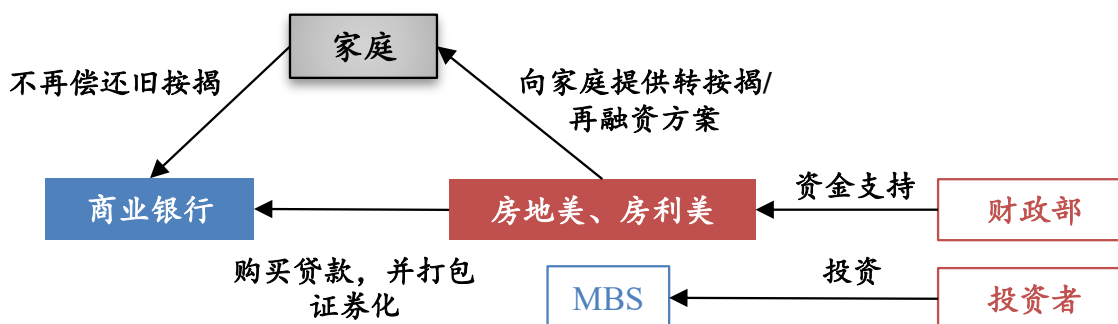
图5：由于初版计划申请和操作较为复杂，美国按揭断供案例较高



注：原图标题为“知晓身边按揭违约家庭的比例”

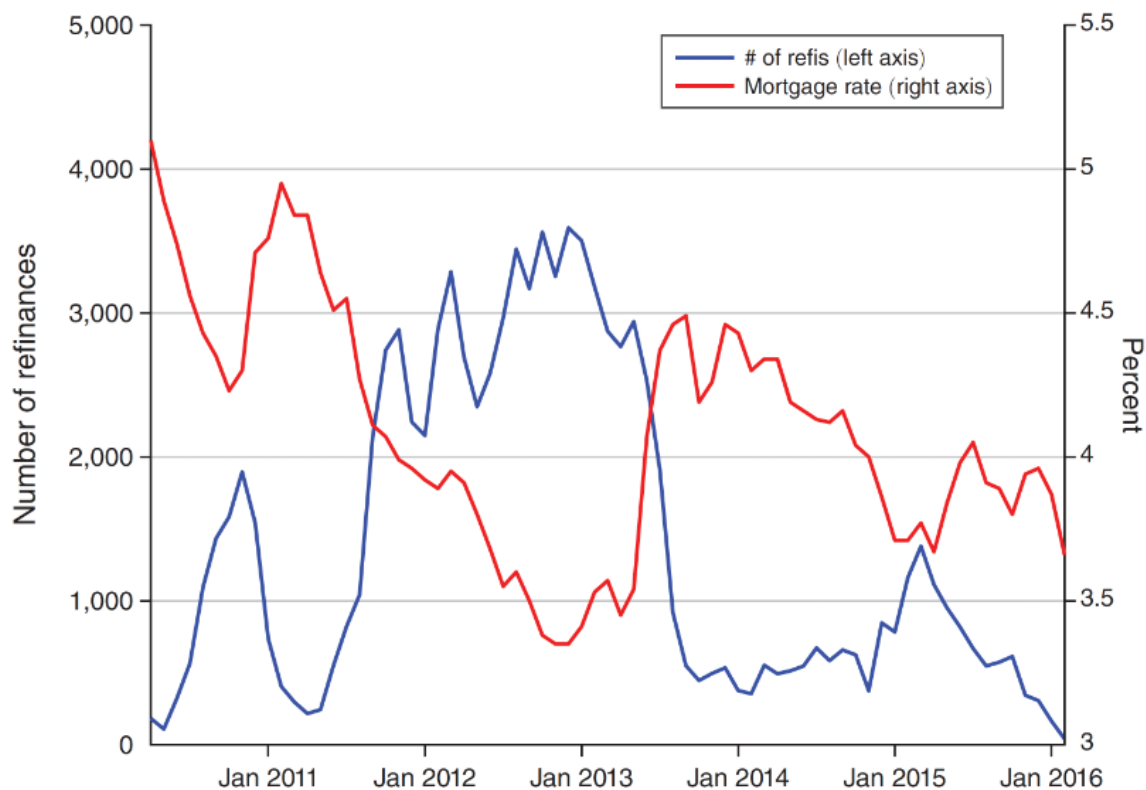
资料来源：Luigi Guiso (2011):《The Determinants of Attitudes towards Strategic Default on Mortgages》，民生证券研究院

图6：美国住房可负担再融资计划 (HARP) 的基本运作方式



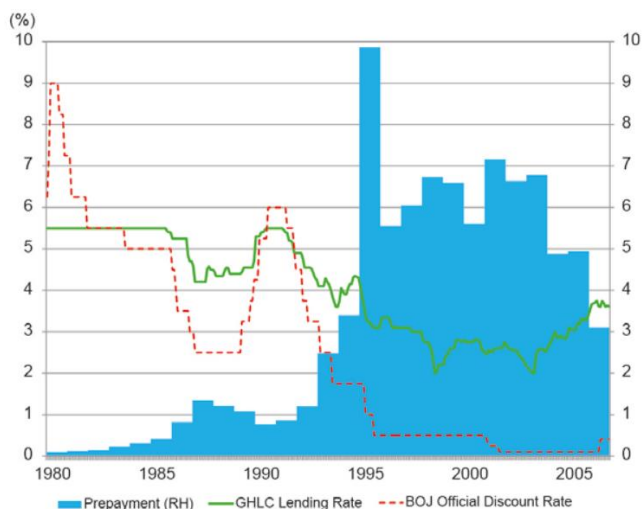
资料来源：FDIC，民生证券研究院

图7：美国房贷利率与按揭再融资案例呈负相关



资料来源：Abel and Fuster (2021): 《How Do Mortgage Refinances Affect Debt, Default, and Spending? Evidence from HARP》, 民生证券研究院

图8：1990s 年代日本按揭早偿率居高不下



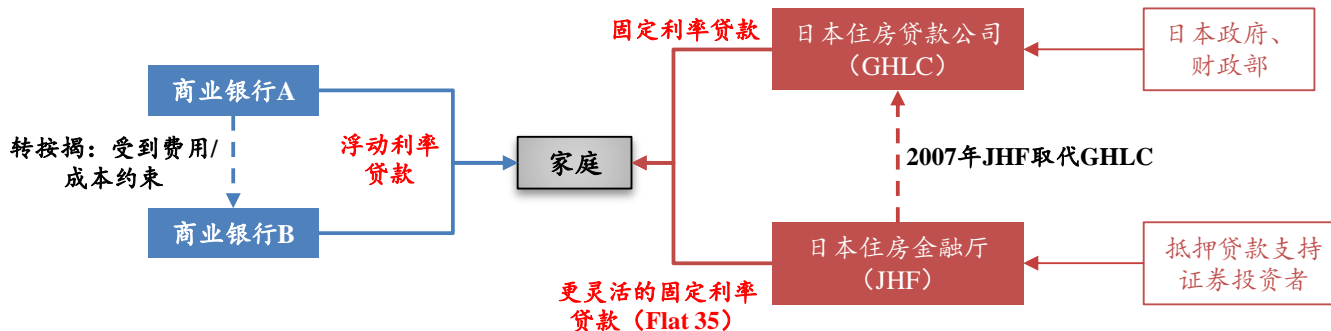
资料来源：Asian Development Bank, 民生证券研究院

图9：JHF 提供的“Flat 35”按揭合同主要条款

JHF提供的“Flat 35”按揭合同的主要优势条款	
项目	条款
相对灵活的固定利率	可申请还款前十年0.25%折扣、前五年额外0.25%折扣，同时利率每月审查一次（有概率更改合同中固定利率）
还款方式	可以每月还款，也可以每半年一次的“奖励还款法”
费用	不收取担保费、不收取提前还款的费用（日本、美国一般会对按揭早偿收取“罚款”）

资料来源：JHF, 民生证券研究院

图10：日本家庭申请按揭贷款的主要途径



资料来源：Asian Development Bank, JHF, 民生证券研究院



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026