



“两房”将退出，风险有几何？

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/3/24 《美联储放弃量化加息门槛，加息预期显著提前》

2014/3/10 《美国近期疲软经济数据评析及 3 月美联储议息会前瞻》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 不合理的住房融资体系被认为是引发美国次贷危机的重要根源。改革“两房”，为住房抵押贷款市场的未来提供保障已是美国政府和国会的共识。
- 美国参议院银行业委员会已于日前正式公布了两党联合住房融资体系改革提案的法律文本。根据该提案，改革后的美国住房融资体系将必须保护纳税人不再承担住房市场衰退的成本，将成立全新的监管机构——联邦抵押贷款保险公司，建立一个既得到政府明确支持又主要由私人资本参与的二级抵押贷款市场，房利美和房地美将分两个阶段逐步退出历史舞台。
- 从现有信息来看，“两房”发行的机构债券和 MBS 产品因“两房”关闭而可能面临的信用违约风险将非常有限，但价格波动风险将趋增大。我国的不同机构应结合自身的投资目的，对所持有的“两房”证券从短、中、长期执行不同的操作策略。

2014年3月，美国参议院银行业委员会公布了两党联合住房融资体系改革提案的法律文本，这是自2010年7月《多德—弗兰克法案》正式颁布实施，明确对改革房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)(以下简称“两房”)提出要求后，国会就改革住房融资体系问题取得的重要实质性进展。虽然从法案提出到最终立法还有很长的路要走，而且法案条款很可能将做出诸多变更，但我们依然可以从该法案初步了解美国未来住房融资体系改革的大方向，特别是如何处理“两房”的问题。本文将以该法律文本为基础，梳理未来美国住房融资体系的改革架构，特别重点讨论“两房”逐步关停的步骤，以及改革对“两房”所发行、所担保的债券和住房抵押贷款支持证券(MBS)的影响。

一、次贷危机爆发以来“两房”的发展和美国住房融资体系改革进程回顾

(一) 危机后“两房”的发展回顾

2008年雷曼兄弟宣告破产引发次贷危机迅速恶化，“两房”亦逼近崩溃的边缘。鉴于“两房”对整个美国住房融资体系无可替代的重要性，美国政府迅速施以援手。2008年9月美国政府宣布由美国联邦住房金融局(Federal Housing Finance Agency, FHFA)正式接管“两房”，同时“两房”分别与美国财政部签订《高级优先股购买协议》(Senior Preferred Stock Purchase Agreements, PSPAs)，由财政部为两企业分别提供最高1000亿美元的注资承诺，从而在实质上“国有化”了“两房”。同时财政部将持有“两房”各10亿美元的高级优先股以及代表79.9%普通股股权的认股权证，“两房”则按季向财政部支付优先股股利。2010年7月，由于“两房”股价持续30天以上低于1美元，“两房”正式将普通股和优先股从纽约证券交易所和其他全国性证券交易所退市，转入场外交易市场。过去几年中，PSPAs又经过多次修订，以调整财政部对“两房”的最高注资额和优先股利的支付方式，最高注资上限由2009年的各2000亿美元调整为企业前一年末的资产净值。

在美联储量化宽松的政策支持下，美国房地产市场逐步回暖，“两房”的净价值¹终于从2012年开始由负转正(见表1)。“两房”年报显示，2013年“两房”

¹ 即总资产减去总负债的差额。



在美国单户抵押贷款的合计市场份额达到 64%，依然保持高位。截至 2013 年末，房利美和房地美已分别从财政部累计获得 1161 亿美元和 713 亿美元注资，而分别累计向财政部支付股利 1139 亿美元和 713 亿美元，即“两房”向财政部支付的现金股利已经超过了它们从财政部实际获得的资助金额。同时，截至 2013 年末，房利美和房地美可从财政部获得的最高剩余注资额度分别为 1176 亿美元和 1405 亿美元，根据财政部和“两房”的测算，预计 2014 年“两房”将不需要财政部的资助。

表 1 两房主要财务指标（单位：10 亿美元）

		2013	2012	2011
担保贷款额 ²	房利美	3,060	3,044	3,057
	房地美	1,644	1,692	1,801
抵押贷款投资组合 ³	房利美	491	633	708
	房地美	1,915	1,956	2,075
净价值	房利美	9.6	7.2	-4.6
	房地美	12.8	8.8	-0.1

数据来源：房利美和房地美 2013 年年报。

（二）美国住房融资改革体系进程回顾

不合理的住房融资体系被认为是引发美国次贷危机的重要根源。作为政府支持企业（Government Sponsored Enterprise, GSE），“两房”一直保持着 AAA 的信用评级，从而享受着超低的融资成本，危机前其直接持有或担保的按揭贷款约占美国居民房地产市场的 50%，次贷危机之后达到新增房贷的 80% 以上。此次金融危机令美国国会和政府一致认识到改革美国住房融资体系的必要性和紧迫性，“让纳税人来补贴债券购买者”的模式已难以为继。2010 年 7 月，《多德-弗兰克法案》正式颁布实施，要求必须改革“两房”，为住房抵押贷款市场的未

² 担保贷款额是指“两房”提供担保的住房抵押贷款，其发售的 MBS 所覆盖的抵押贷款以及提供了其他增信服务的抵押贷款资产。

³ 抵押贷款投资组合主要是指“两房”所买入的抵押贷款和持有的抵押贷款支持证券（MBS）。

来提供保障，并要求财政部必须向国会提交报告，就结束“两房”破产保护状态，改革住房融资体系提出建议。

2011年初，美国财政部向国会提交了关于美国住房融资体系改革的白皮书，就逐步关闭“两房”，减少政府在住房融资体系中扮演的角色，以及为私人资本发挥主导作用创造条件等重大改革方向提出了方案建议。此后，围绕改革的讨论非常热烈，但一直未能取得实质性进展。直到2013年，由共和党参议员鲍勃·科克和民主党参议员马克·沃纳领导的跨党派小组于6月提交了《2013住房融资体系改革和纳税人保护法案》的议案⁴。以此议案为基础，参议院银行业委员会主席蒂姆·约翰逊和共和党领袖迈克·克拉波共同发起了跨党派住房融资体系改革议案，经过一系列的听证会和多方讨论，二人于今年3月发表联合声明，对外公布了《跨党派住房融资体系改革草案》的法律文本（以下简称“参议院草案”），这代表着沉寂两年后，“两房”改革终于在立法上取得实质性进展。

二、参议院草案下美国住房融资体系改革后的运作模式

2011年财政部白皮书中对如何改革美国住房融资体系提出了三套方案，当前的参议院草案内容较为接近财政部的第三套方案，但也不完全一致。二者最大的共同点在于强调引入私人资本，并成立新的监管机构来加强监管。本部分将以参议院公布的法律文本为基础，解释在此草案下美国住房融资体系改革后的运作模式。根据该草案，改革后的美国住房融资体系要达到以下目的：保护纳税人不再承担住房市场衰退的成本；确保对美国住房融资体系尤为关键的可承担的（affordable）30年期固定抵押贷款利率⁵继续存在，“买得起住房”依然是重要的考虑因素⁶；为所有规

⁴ 2013年7月，众议院金融委员会亦通过一个题为《保护美国纳税人和住房所有人法案》（*Protecting American Taxpayers and Homeowners Act*），建议在五年内解散两房，仅通过联邦住房管理局（FHA）对低收入及首次购房者房贷提供担保；同时建议普遍提高首付比例，降低担保额度，并建立一个行业自律性质的组织来规范房贷发放。

⁵ 30年期固定抵押贷款利率是美国房贷产品的主流，其目的在于促使更多的美国家庭能以较低的稳定的利率来负担房贷，从而提高住房自有率，以保护美国购房家庭的利益。

⁶ 在美国住房政策中，为美国人提供“买得起的住房”政策（affordable housing）占有重要地位，在美国买得起的住房一般指家庭每月用于住房的支出不超过家庭收入的28%。“买得起”政策还衍生出美国房贷产品的另外两个特点，一是是绝大多数房贷没有早偿罚金（prepayment penalty），借款人可以在利率比较优惠时再融资而无需支付早偿罚金，债权人则需要在利率下跌的环境中面临再投资风险；二是不少州的房贷是无追索权的（non-recourse），即借款人在不能偿债的情况下，债权人可以收回房子，但对于借款人的其他财产并无追索权，因此非常有利于借款人。



模的贷款人进入二级市场提供平等的途径；对所有地区的所有合格借款者和涵盖单户和多户住房类型的抵押贷款的广泛可获得性提供便利。

（一）建立全新的监管机构——联邦抵押贷款保险公司

根据参议院草案，美国政府将成立一个运作模式与联邦储蓄存款保险公司（FDIC）相类似的独立机构——联邦抵押贷款保险公司（Federal Mortgage Insurance Corporation, FMIC），以替代现有的监管机构——美国联邦住房金融局。FMIC的核心职能有三：一是为满足标准的MBS提供保险，同时在任何经济环境下，为所有符合条件的住房借贷行为和二级市场融资提供便利，为营造一个富有活力的二级抵押贷款市场⁷提供支持。二是负责监管抵押贷款市场的所有参与者，包括担保机构（guarantors）、贷款打包机构（aggregators）、服务提供商（servicers）、私人抵押贷款保险人（private mortgage insurers）以及联邦家庭贷款银行（the Federal Home Loan Banks）、资产证券化平台（the Securitization Platform）和小规模贷款人共同基金（the small lender mutual）。新融资体系中成立的新机构都将由FMIC履行监管和审核责任，并参照FDIC对银行的监管模式。三是负责建立和审核新融资体系下各类具体的运作机制，包括构建资产证券化平台⁸，建立具体的二级市场交易机制等。FMIC将由一个负责任的、独立的跨党派联合董事会履行管理责任，组成董事会的五名成员由总统任命并经参议院确认。

（二）新住房融资体系的构成

根据参议院草案，未来新的住房融资体系的核心在于建立一个既得到政府明确支持又主要由私人资本参与的二级抵押贷款市场。政府支持集中体现在通过新成立的FMIC强化监管，同时FMIC通过为合格贷款提供保险来为抵押贷款二级市场创造更多的安全性和稳健性，FMIC还将建立一支再保险基金——抵押贷款保险基金（Mortgage Insurance Fund），用以对FMIC承保的证券的本金和利息在发生保险索赔时提供资金支持（超过私人资本承担的第一损失以后的部分）。主要由私人资本参

⁷ 所谓二级抵押贷款市场，是指与已有的住房抵押贷款相关的各类资产的买卖市场。直接面向购房者发放贷款的市场为一级市场，根据国会对“两房”的许可，“两房”不能发起贷款或直接在一级市场上为购房者发放贷款。

⁸ 资产证券化平台由FMIC发起建立，由会员单位所有，并为会员单位的利益服务的机构，初始资金由FMIC提供，旨在为所有得到FMIC承保的住房抵押贷款提供一个标准化的资产证券化平台。

与集中体现在房利美和房地美将最终关闭，二级市场将由私人资本作为主要参与者，其基本运作模式和涉及的主要参与者如下：首先，发起人（originators）负责为住房购买者提供抵押贷款，再将符合标准的抵押贷款在二级市场上出售；接下来，贷款打包者（aggregators）负责将其购买或发起的抵押贷款打包，在获得担保人（guarantors）的担保或采取其他增信方式后，将打包贷款提交资产证券化平台用以发行由 FMIC 支持（政府担保）的证券化产品，最终投资者将买入同时得到私人机构和 FMIC 共同担保的 MBS 产品。

在上述过程中，担保人负责为打包贷款提供担保，担保人需持有等价于其担保的打包贷款（用于发行 MBS）价值 10% 的资本，一旦发生违约事件，这 10% 的资本将处于第一损失位置（first loss position），超过部分才由 FMIC 赔付。此外，新的住房融资体系将为小规模贷款人⁹提供多种渠道在二级市场上出售贷款，比如可能会建立一支由小规模贷款人持有的共同基金，他们可以通过基金来出售自己发放的贷款。在这一新融资体系下，私人资本将承担第一损失责任，此后才是政府担保，草案希望借助严格的监管和私人资本的更多参与来避免另一场灾难性的房贷危机。

（三）逐步关停“两房”

根据参议院草案，“两房”将最终退出历史舞台。有序关停“两房”，逐步过渡到新的融资体系是成功改革的关键。为确保平稳过渡，草案要求建立专门的过渡委员会，负责制定详尽而全面的过渡计划¹⁰。FMIC 和 FHFA 将共同为有序关停“两房”制定监管规则和关停程序，并采取必要行动¹¹，包括制定合理的计划来逐步出售“两房”所持有的资产，以最大化纳税人的利益。“有序过渡”（orderly transition）是关停“两房”的核心原则，FMIC 必须考虑这一过程对住房价格、房贷可获得性以及消费者保护等方面的影响。同时，“两房”的关停不得影响“两房”对财政部支付优先股股利的义务。

总体来看，“两房”的关停分为两个阶段。在第一阶段，“两房”可以继续开展

⁹ 小规模贷款人是指那些借贷规模有限的社区银行、信用合作社和其他小型贷款机构。

¹⁰ 法案一经颁布实施即建立过渡委员会，待其指定的过渡计划经 FMIC 主席确认，并提交国会审核通过后，过渡委员会即行解散。

¹¹ 根据参议院草案，在所涉法案颁布后的 6 个月内，FHFA 将被并入 FMIC，成为后者的一个部门，其所有职能、权力和义务都将移交给 FMIC。此后 FHFA 将继续负责对“两房”和联邦家庭贷款银行的监管。



新业务，但必须逐步缩减其持有的投资组合头寸，即每个企业当年持有的单户抵押贷款资产¹²不得超过截至前一年 12 月 31 日 FMIC 所准许该企业持有的单户抵押贷款资产额的 85%。第二个阶段，“两房”将被禁止开展新业务，新业务将完全由新的住房融资体系运作。进入第二个阶段需要满足两个先决条件，一是 FMIC 董事会确认 FMIC 已经有能力承担其所有的职责，二是新体系已经满足特定的最低标准，这些最低标准大致包括新体系运行所需要的具体法律制度、合约框架等已全部到位，资产证券化平台已经可以正常运转，至少有一家小规模贷款人基金已经正常运转并能承担其职责，市场上已有足够数量的（私人资本）参与者并满足法定条件等。草案要求 FMIC 应在法案颁布后的 5 年内达到上述两个条件，如因特定情况无法达成，这一时间限制可以延长。在进入第二个阶段后，“两房”的主要任务是在 FMIC 的监管和审核下逐步清算其负债。草案指出，禁止开展新业务不会影响“两房”已有债务的债权人及其担保的 MBS 的持有人的权利和责任，上述债务和 MBS 将享有美国政府的完全信用支持。待“两房”的全部担保义务完结后，其牌照将被最终撤销。

为了确保整个过渡过程的顺利实施，从法案颁布后的 6 个月开始直至新的融资系统满足前述两个最低标准期间，FMIC 必须每年向参议院银行业委员会和众议院金融服务委员会提交过渡状态报告，国会将对该报告进行审议。

三、“两房”关停对相关证券的影响分析

根据我国外汇管理局发布的信息¹³，我国外汇储备并不持有“两房”股票，而只持有“两房”发行的普通机构债券和 MBS 产品。因此，我们最关心的显然是美国住房融资体系改革背景下“两房”关停可能对其发行和担保的证券带来的负面冲击。截至 2013 年 6 月末，外国投资者持有的美国证券总值已达到 14.41 万亿美元，较 2007 年 6 月末增长 47.5%。中国是美国证券的第二大海外持有者，其中持有的长期机构资产支持证券 1530 亿美元、机构非资产支持证券 210 亿美元（见表 2），这其中大部分为“两房”发行的机构债券和 MBS 产品，关注“两

¹² 美国住房抵押贷款主要分为两类，一类是单户（single-family）住房抵押贷款，另一类是多户（multi-family）住房抵押贷款，其中单户住房抵押贷款占到市场份额的绝大多数。以房地美为例，截至 2013 年末，其担保的单户住房抵押贷款余额为 3.86 万亿美元，而担保的多户住房抵押贷款余额仅为 2040 亿美元。

¹³ 详见外汇管理局官方网站发布的《美国“两房”相关背景知识问答》。

房”关停走势带来的潜在影响，对保护我国海外资产安全至关重要。从现有信息来看，我们认为“两房”发行的机构债券和 MBS 产品面临的信用违约风险将非常有限，而价格波动风险相对较大。

表 2 美国证券前五大海外持有者（截至 2013 年 6 月，单位：10 亿美元）

国家	合计	股权	长期国债	机构 ABS	其他机构 长期债	公司 ABS	其他公司 长期债	短期债
日本	1766	316	1023	152	44	19	149	63
中国大陆	1735	261	1272	153	21	6	17	5
开曼群岛	1168	628	66	27	6	109	237	96
英国	1116	584	131	6	3	30	334	30
伦森堡	990	378	107	15	6	42	362	80

数据来源：美国财政部网站 TIC 数据库。

（一）“两房”证券仍将保持较低的信用风险

首先，参议院草案最终走到经总统签署为正式法案还需经过漫长的时间。即使该草案能很快地在参议院得到通过，也还将经历众议院的审议，此后很可能会形成修正案再返回参议院，最终经两院一致通过后才能到达总统手上。当前的特殊时点决定了上述过程将极为缓慢。一是国会将于今年 11 月迎来中期选举，下半年国会的工作重心很可能会移向换届选举，进而影响草案审议进程；二是根据惯例，处于第二任期的美国总统通常难以在执政后期实现重大改革突破。奥巴马总统将于 2016 年卸任，虽然他公开表示大力支持美国住房融资体系改革，但面对这一影响面如此广泛、对美国经济如此重要的改革，奥巴马总统恐难以在其有限的任期内加以落实。此外，相关研究显示，自 2009 年以来，美国私人机构房贷证券化的年发行量还占不到市场的 1%，即房贷融资的一级和二级市场基本全依赖于政府支持企业和美联储，这较危机前私人机构约 40% 的市场占比相去甚远，私人房贷融资市场何时能真正启动也存在较大不确定性，从而也会延迟融资体系改革的推进。

其次，参议院草案选择的路线是“有序关停”而非“破产清算”，二者存在实质性差异。如果是直接破产清算，则意味着“两房”需要在较短的时间内清算资产，由于“两房”担保资产中最严重拖欠率仍处于 2% 以上，快速的资产清算



将可能导致严重损失。而在“有序关停”模式下，整个退出过程会持续 5-10 年，当前美国经济正处于加速增长周期，较长的退出时间为相关证券的基础资产质量随经济环境同步改善提供了时间窗口。

第三，美国政府信用将支撑“两房”关停的全过程。美国政府机构证券（其中“两房”的债券和 MBS 占主体地位）的最大持有者是美联储、财政部及养老金、保险公司、银行等美国国内机构，它们的合计占比达到 80% 以上，仅美联储的持有量就占到 17.9%，而国外投资者的合计持有量仅为 12.1%（见表 3）。一旦“两房”退出过程中发生重大违约事件，受损最严重的将是美国机构本身，而且也将对美国政府信用形成打击。因此，参议院草案中特别强调，“两房”停止办理新业务将不会对已有债务凭证和 MBS 持有者的利益带来任何负面冲击，它们将享有美国政府的完全信用支持。目前来看，这是同时实现“两房”退出和房贷市场保持相对平稳的重要信心支撑。

表 3 国外和美联储持有美国已发行长期机构债券占比（单位：10 亿美元、%）

	06/2008	06/2009	06/2010	06/2011	06/2012	06/2013
发行在外总额	7029	7292	7007	7046	7122	7204
外国持有占比	20.8	16.4	15.5	14.6	13.9	12.1
美联储占比	0	8.9	18.3	14.6	13.4	17.9

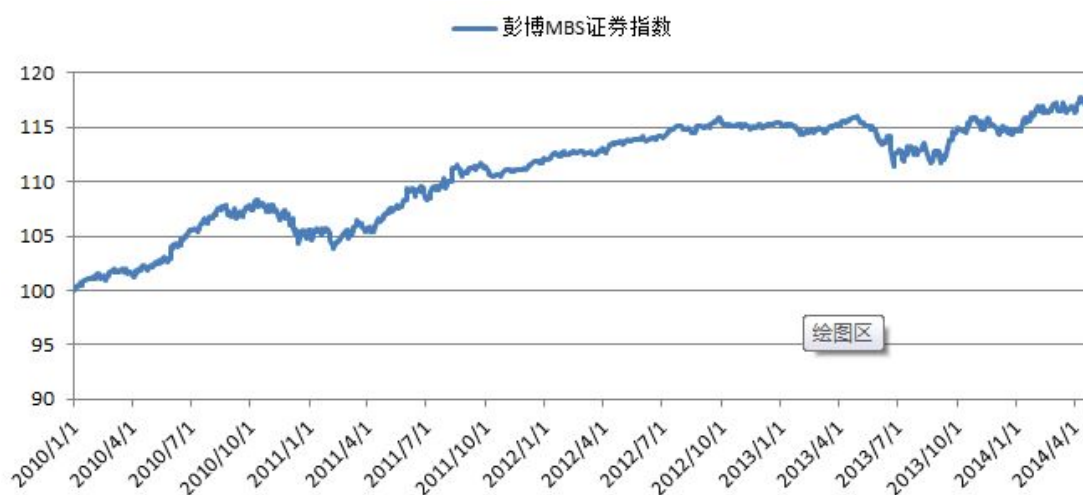
数据来源：美国财政部网站 TIC 数据库。

（二）“两房”证券的价格波动风险趋向增大

自“两房”股票于 2010 年 7 月退市以来，“两房”的融资和债券业务一直保持正常。至今“两房”依然享有与美国政府相当的信用评级¹⁴。根据彭博 MBS 证券指数，2010 年至今，MBS 证券指数整体保持上升态势，累计上涨 17.5%（见图 1），同期以标准普尔/CS 房价指数衡量的美国大中城市房价累计上涨 14%，二者走势基本同步。期间 MBS 证券指数只发生过两次较大幅度的波动。一次是 2010 年 10 月至 2011 年 2 月，这主要是受临近财政部向国会提交白皮书，市场对“两

¹⁴ 三大评级机构对“两房”的高等级长期债务评级分别为：标普 AA+（展望稳定），穆迪 Aaa（展望稳定），惠誉 AAA（展望负面）。

房”可能被实施破产的忧虑加重；另一次是 2013 年 5 月至 2013 年 9 月，这主要是由于当时市场极度担心美联储可能提前退出量化宽松，美国国内长期利率大幅走高导致所有债券类产品价格均明显走低。由此可见，政策因素对“两房”证券价格的影响至关重要。



数据来源：彭博数据库。

图 1 彭博 MBS 证券指数走势¹⁵

展望未来，基于对美国经济整体持续向好，房地产市场增速或将放缓但仍将继续复苏的大判断¹⁶，我们认为，未来几年之内，“两房”机构债券和 MBS 产品价格应不会出现趋势性大幅下跌，但由于风险因素增加，相关证券的价格波动将加大。主要风险因素有二：一是美联储将在今年年底前结束量化宽松，可能在明年进入加息周期，并开始着手收缩资产负债表，这一方面会直接减少美联储对 MBS 产品的购买，另一方面会抬升长期利率，增加融资成本，并负面影响房市购买需求，二者叠加或将给现有 MBS 产品价格带来下行压力。目前来看，中短期内美联储货币政策转向给 MBS 产品价格带来的负面影响恐将大于融资体系改革的影响。二是美国住房融资体系改革相关议案的审议进程和改革措施仍存在重大不确定性。虽然参议院草案强调了美国政府信用支持，但这只是一个总纲性的提法。日

¹⁵ 彭博 MBS 证券指数是一个基于规则的市值加权指数，涵盖由吉利美、房利美和房地美发行的投资级美元定息机构抵押担保过手证券。证券必须至少达到 2.5 亿美元面值才可被纳入该指数。

¹⁶ 关于美国房地产市场的走势分析详见《美国近期疲软经济数据评析及 3 月美联储议息会前瞻》。



后的政策落地仍待细化，最大的不确定在于美国政府会否对“两房”相关的不同证券种类或不同持有者加以区别对待，比如可能对美国政府机构、美国国内商业机构和海外投资者持有的证券设定不同的优先偿付等级。一旦出现此类政策将会对现有 MBS 产品带来较大风险。以现有草案内容来看，我们尚无法对此类风险做出准确判断，有待进一步关注立法进程。

（三）小结

综合分析，我们认为美国住房融资体系改革将是一个长期逐步推进的过程，最终立法通过的改革方案可能较现有草案存在差异，而且从立法到“两房”彻底关停可能需要 5-10 年甚至更长时间。在此过程中，美国政府信用对“两房”已有证券的支撑应是实现平稳过渡的先决条件。因此，未来几年，在美国经济持续向好的大环境下，“两房”证券发生无法到期偿还本息的风险非常小，但价格波动风险将随政策不确定性的增大而增大。结合我国外汇储备和其他机构基本只持有“两房”债券和 MBS 的现实情况，我们认为不同机构应结合自身的投资目的加以操作。首先，由于中期内相关证券无法还本付息的风险很小，投资者无需因恐慌情绪而在短时间内大幅抛售；其次，如果以获得长期稳定的利息收益为主要目的，且可容忍债券价格在一段时间内的较大波动，则可选择继续持有“两房”证券；第三，考虑到美国即将进入加息周期，且“两房”的改革方案仍存在较大变数，“两房”证券的价格，特别是 MBS 产品的价格波动性将加大，长期来看，我国外汇储备有必要把握“两房”证券价格波动的节奏，继续降低在“两房”证券上的头寸¹⁷，进一步丰富外汇储备的资产配置。

¹⁷ 过去几年中，中国大陆持有的美国长期证券组合的变动特点是增加美国国债、股权资产而降低机构证券。2007 年 6 月至 2013 年 6 月期间，中国大陆持有的长期美国国债和股权资本分别增长 172%和 18.6%，而长期机构 ABS 和非 ABS 债务持有量分别减少 25.7%和 74%。