

出國報告（出國類別：其他）

參加聯行舉辦之「Central Bank Asset Management Seminar」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：賴怡君（三等專員）

派赴國家/地區：美國

出國期間：112年5月15日至112年5月19日

報告日期：112年8月15日

摘 要

Agency MBS 係由美國政府贊助機構透過保證房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, 簡稱 MBS)的方式, 一方面使得投資人免於房貸借款人違約風險, 另一方面則有利於抵押貸款得以較低利率貸放, 協助美國民眾獲得可負擔房貸。

為了抑制美國居高不下的通膨壓力, 自 2022 年 3 月以來, Fed 在過去 12 次會議中的 11 次升息, 已將聯邦基金利率上調了 5.25 個百分點, 另一方面 Fed 亦持續實施量化緊縮(Quantitative Tightening, 簡稱 QT), 再加上惠譽調降美國的主權信用評級, 連帶衝擊美債市場震盪劇烈, 推動 Agency MBS 殖利率上升至 2008 年金融危機以來最高。

由於 Agency MBS 具有美國政府明文或隱性保證, 向來為海外投資人與美國銀行業重要投資標的, 加上具備證券化商品的較高殖利率, 因此吸引尋求安全性保障與較高收益並重的投資人。

目 錄

壹、前言	1
貳、Agency MBS 市場供需分析	2
參、提前還款分析	12
肆、美國房市政策對 Agency MBS 市場的影響	16
伍、心得與建議	18
參考資料	20

壹、前言

Agency MBS 係由美國政府贊助機構透過保證房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, 簡稱 MBS)的方式, 一方面使得投資人免於房貸借款人違約風險, 另一方面則有利於抵押貸款得以較低利率貸放, 協助美國民眾獲得可負擔房貸。

為了抑制美國居高不下的通膨壓力, 自 2022 年 3 月以來, Fed 在過去 12 次會議中的 11 次升息, 已將聯邦基金利率上調了 5.25 個百分點, 另一方面 Fed 亦持續實施量化緊縮(Quantitative Tightening, 簡稱 QT), 再加上惠譽調降美國的主權信用評級, 連帶衝擊美債市場震盪劇烈, 推動 Agency MBS 殖利率上升至 2008 年金融危機以來最高。

由於 Agency MBS 具有美國政府明文或隱性保證, 向來為海外投資人與美國銀行業重要投資標的, 加上具備證券化商品的較高殖利率, 因此吸引尋求安全性保障與較高收益並重的投資人。

貳、Agency MBS 市場供需分析

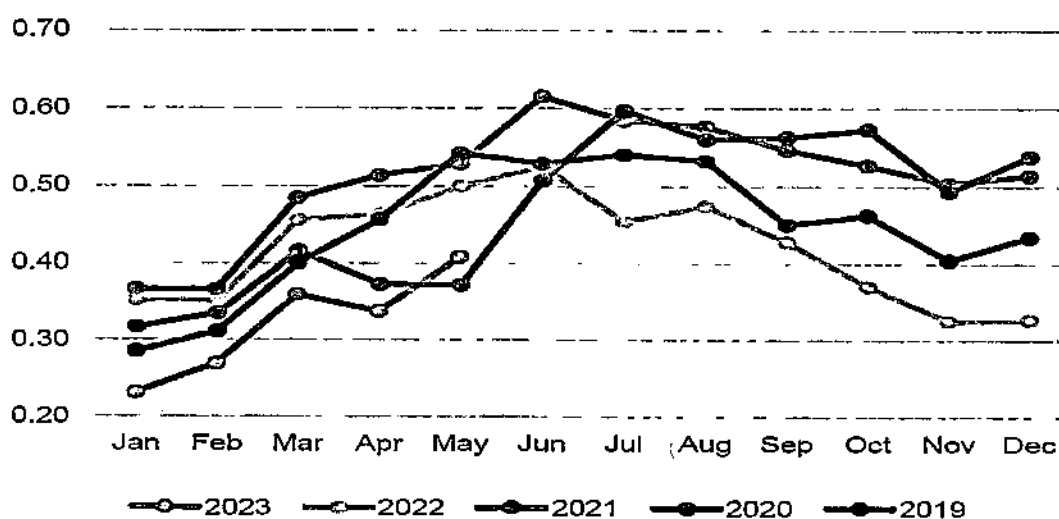
一、供給面分析

(一) Agency MBS 發行人

Agency MBS 市場供給大都來自於金融機構將房貸予以證券化後以 MBS 發行至金融市場，因此其發行供給量主要取決於美國房市景氣的榮枯。

過去 15 年來美國長期處於低利率環境，許多屋主已經將房貸鎖定於低利率，目前美國未償還房貸中 61% 的利率低於 4.0%，由於如果屋主現在賣屋，就得放棄現有的低利率房貸，使得其多抱持惜售心態，造成房市供不應求，美國房市 5 月新增可出售房屋數量較去年同期銳減 25%，支撐房價維持高檔。

圖 1 美國成屋銷售 單位：百萬戶



資料來源：National Association of Realtors

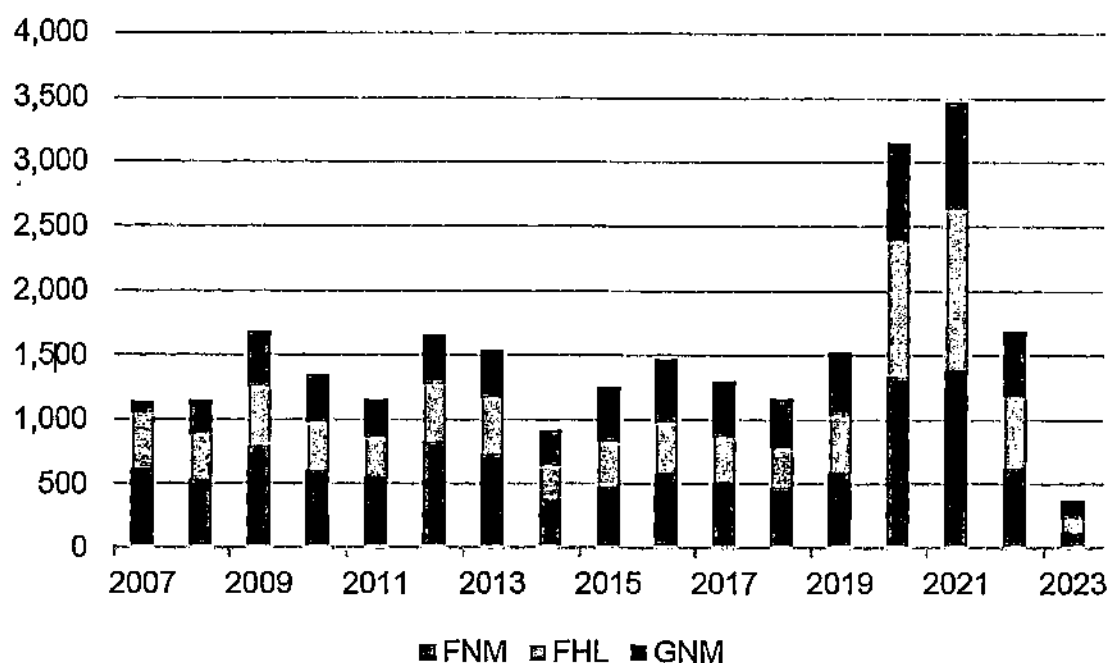
自 2022 年 3 月以來，Fed 累計升息幅度高達 21 碼(525 個基點)，目前房貸利率已上升至 7%左右，高房貸利率使得房市買方持續觀望。

由於美國房市面臨房貸利率持續走升、房價居高不下的雙重打擊，預期 Agency MBS 本(2023)年發行量於 6 月份受季節性因素推動達高點後趨緩，全年總發行量仍將低於 2022 年。

圖 2 Agency MBS 各年度總發行量

(2007~2023 年迄今)

單位：十億美元



資料來源： National Association of Realtors

(二) FDIC 出售 Agency MBS

美國聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation, 簡稱 FDIC) 於本年 3 月分別接管矽谷銀行 (Silicon Valley Bank, 簡稱 SVB) 和 Signature Bank, 因而接手合計約 1140 億美元債券, 為收回拯救這兩家倒閉銀行存款戶而付出的成本, FDIC 委託資產管理公司 BlackRock 於 4 月 18 日開始出售總值約 1,000 億美元的 MBS (包含 RMBS、CMBS、CMO)。

表 1 FDIC 從 SVB 和 Signature Bank 接手債券

類別	金額(十億美元)	比重(%)
公司債	4.91	4.3
公債	0.16	0.1
MBS	100.58	88.9
市政債	7.46	6.7
總計	113.11	100

資料來源：FDIC

FDIC 從 4 月中開始出售債券以來, 目前已出售逾五成持有庫存, 迄今市場大都能夠順利消化每次大額標售之供

給，對於 Agency MBS 市場尚未產生明顯衝擊。

二、需求面分析

(一) Fed

Fed 於 2022 年 5 月 FOMC 會議宣布從 2022 年 6 月 1 日開始實施量化緊縮(Quantitative Tightening，簡稱 QT)，縮減資產負債表，讓資產負債表上的公債及 Agency MBS 於到期後不再投入本金。主席 Powell 並於本年 7 月指出，金融環境將允許在本年底前繼續縮表，目前 Fed 每月減持 600 億美元公債與 350 億美元 Agency MBS。

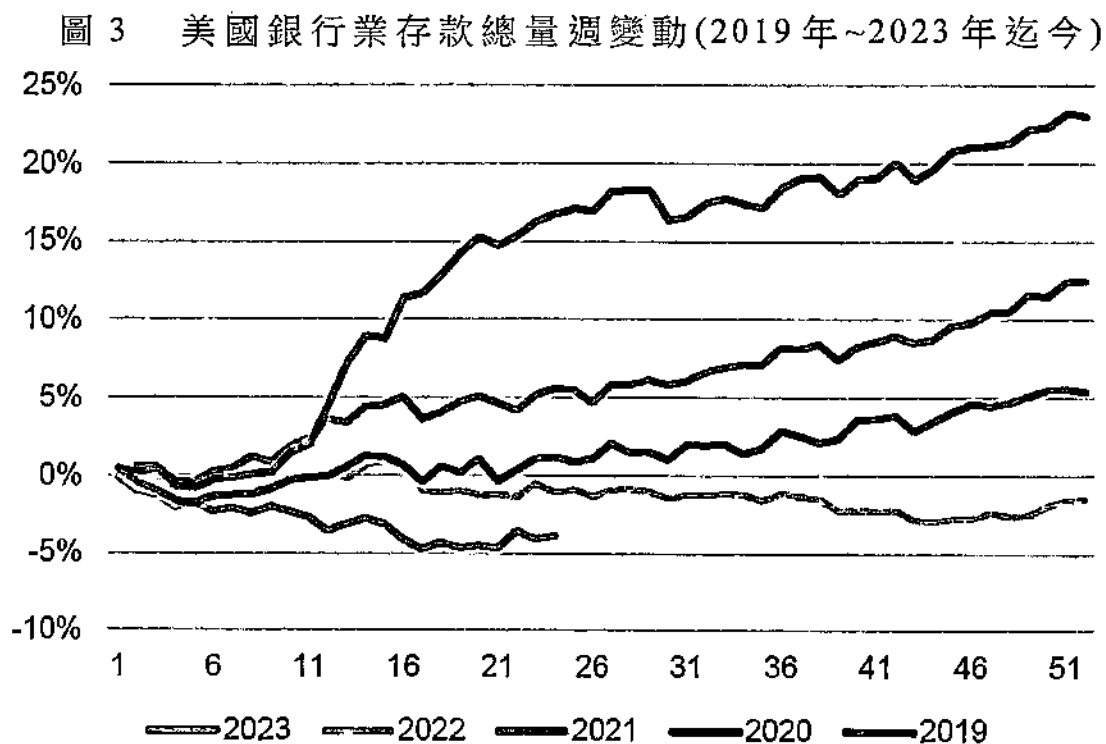
由於 Fed 目前每月 Agency MBS 提前還款金額低於 350 億美元，因此預計將不會新增 Agency MBS 購買需求。

(二) 美國銀行業

雖然新冠肺炎與地區性銀行的陰霾已逐漸消散，然而由於 Fed 仍持續實施 QT，加上美債殖利率曲線反轉仍持續使金融市場承壓，預期美國銀行業存款總量將於本年下半年至明年前半期間進一步萎縮。然而 Fed 緊縮貨幣政策展望的不確定性，以及美國經濟可能進入衰退的擔憂等，各因素驅使銀行增加資產負債表上的現金而非債券，使得近期債

券占銀行資產的比例持續下降。

另一方面，影響美國銀行業對 Agency MBS 需求的不確定性因素相當多，因為銀行可購買債券種類與數量的選擇，往往會受到金融監理法規左右。在 SVB、Signature Bank 倒閉事件後，Fed、FDIC 均表示將進一步加強對美國地區性銀行的監管，因此相較於全球系統重要性銀行 (Global Systemically Important Banks，簡稱 G-SIBs)，中小型銀行未來受到新金融監理法規的影響較大。此外由於計算風險性資產權數差異，預期銀行對 Agency MBS 的投資需求可能偏向於 Ginnie Mae MBS。

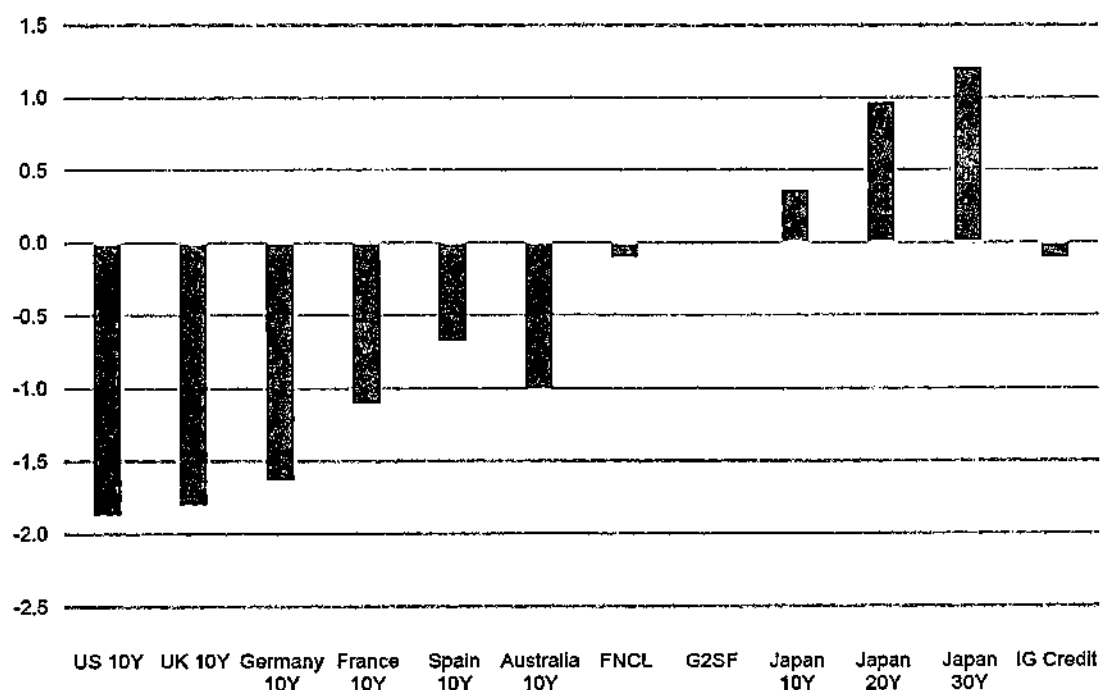


資料來源： Bloomberg

(三) 海外投資人

2022 年以來，日本公債相較於其他各類固定收益資產的匯率避險後收益率明顯較佳，因此日本投資人的 Agency MBS 投資需求有所放緩，另一方面，中國大陸的 Agency MBS 持有量已於本年初回到新冠肺炎疫情前的高點，投資需求強勁(圖 5)。

圖 4 預期未來 12 個月匯率避險後收益率(%) (2023 年 6 月)

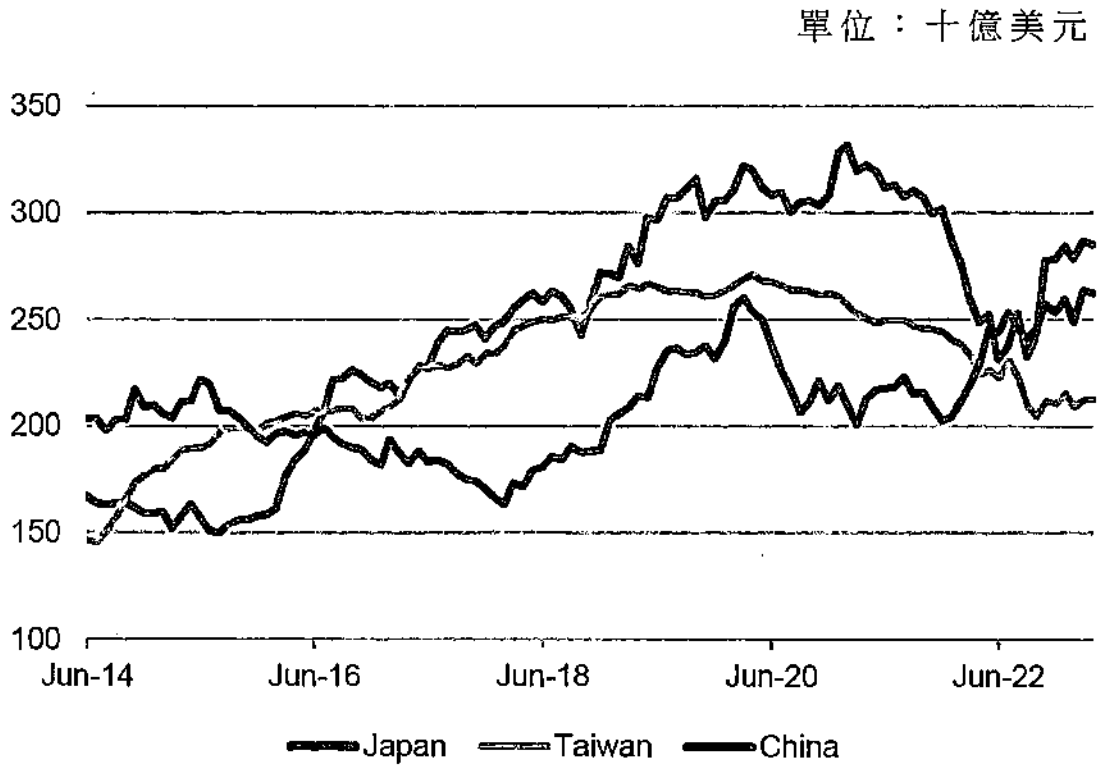


資料來源：BNP Paribas

雖然目前日本的通膨率落後於其他已開發國家，且仍在持續上升，未來若日本央行調整貨幣政策，或是美國經

濟衰退風險增加促使 Fed 貨幣政策轉向，則日本投資人對 Agency MBS 的需求可能會意外上升。

圖 5 依國家劃分的 Agency MBS 持有量



資料來源：BNP Paribas

(四) 資產管理業

2022 年以來資產管理業已經成為 Agency MBS 市場的主要需求來源(表 2)，相較於 Agency MBS 的兩個主要投資人(美國銀行業與 Fed)受到金融監理與貨幣政策的各種限制，只能購買一定規模的 Agency MBS，資產管理業的投資組合

則容許有較大的彈性調整空間，基金經理人可在債券市場進入熊市時，除了採取調降其他資產占率，也可增持殖利率較高的 Agency MBS，並配合區間操作以提升投資組合收益。

三、Agency MBS 市場供需展望

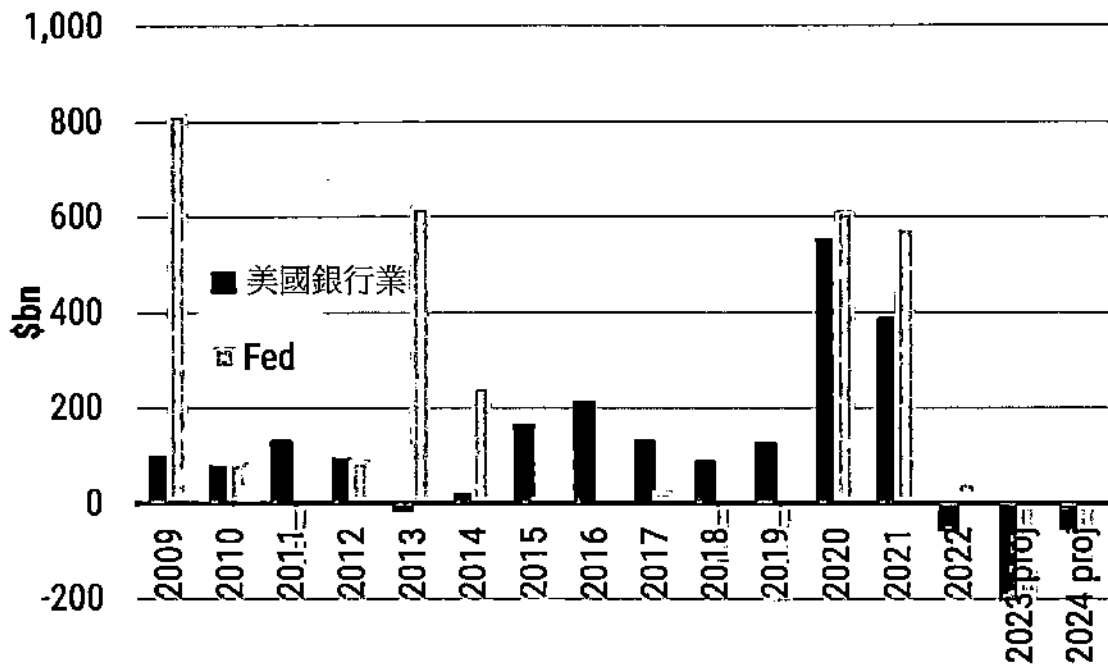
今年上半年美國房市與一年前相較，各項銷售與統計數據狀況已轉趨疲弱，然而房價則仍延續 2022 年的上漲趨勢，預期 2023 至 2024 年期間 Agency MBS 發行人將接近自 2014 年以來的最低水準。

然而與此同時市場需求也在下降，隨著 Fed 繼續實施 QT，美國銀行業 2023 上半年已經減持超過 1,500 億美元，預計全年縮減總額將達約 2,000 億美元，而 2024 年也將縮減 500 億美元。

因此本年與 2024 年將成為自從 Fed 開始量化寬鬆 (Quantitative Easing，簡稱 QE) 購買 Agency MBS 後，Fed 與美國銀行業首次同步淨減持 Agency MBS 的期間，而預期資產管理業將成為主要吸納這些供給量的投資人，整體而言迄今市場交易供需與運作流動性仍維持平穩。

圖 6 美國銀行業與 Fed 持有之 Agency MBS 總額年變動量

單位：十億美元



資料來源：Morgan Stanley、Fed

表 2 2023-2024 年 Agency MBS 供需預測

年度		2018	2019	2020	2021	2022	2023 (預估)	2024 (預估)	2023 GN(預估)
總發行業		1,171	1,532	3,161	3,464	1,701	1,100	1,200	300
淨發行業		281	224	506	868	539	175	200	100
需求類別									
政府贊助機構(GSE)	(A)	-15	0	-61	-26	-39	0	0	0
Fed+美國財政部	(B)	-128	-217	610	577	27	-225	-180	-56
海外投資人	(C)	104	85	-23	104	167	150	125	50
美國銀行業	(D)	86	126	551	385	-57	-200	-75	75
REITs	(E)	21	36	-101	-22	2	30	50	0
資產管理業/其他	(F)	212	194	-470	-150	439	420	280	31
需求總計 (A+B+C+D+E+F)		281	224	506	868	539	175	200	100
民間需求 (C+D+E+F)		423	441	-42	317	552	400	380	156

資料來源：Morgan Stanley

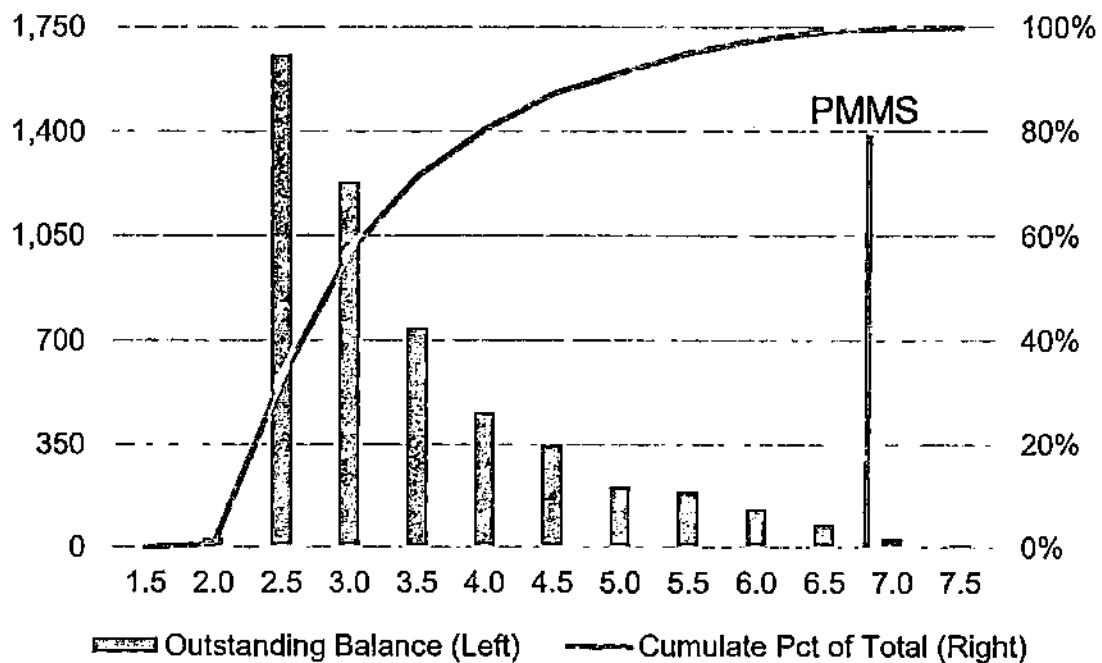
參、提前還款分析

一、提前還款現況

Freddie Mac 於本年 8 月 10 日公布之美國標準房貸市場調查 (Primary Mortgage Market Survey 30-Yr fixed-rate mortgage, 簡稱 PMMS) 中, 30 年期固定利率房貸平均利率已上升至 6.96%, 因此目前發行在外的大部分 Agency MBS 之 WAC (Weighted Average Coupon) 都處於深度價外狀態, 提前還款速度維持低檔, 雖然近期美國房市成交量出現季節性成長, 增速快於預期, 提前還款速度從低點反彈, 惟僅限於高票面利率部分之變動較為顯著。

圖 7 發行在外 Agency MBS 之 WAC 分布

單位：十億美元



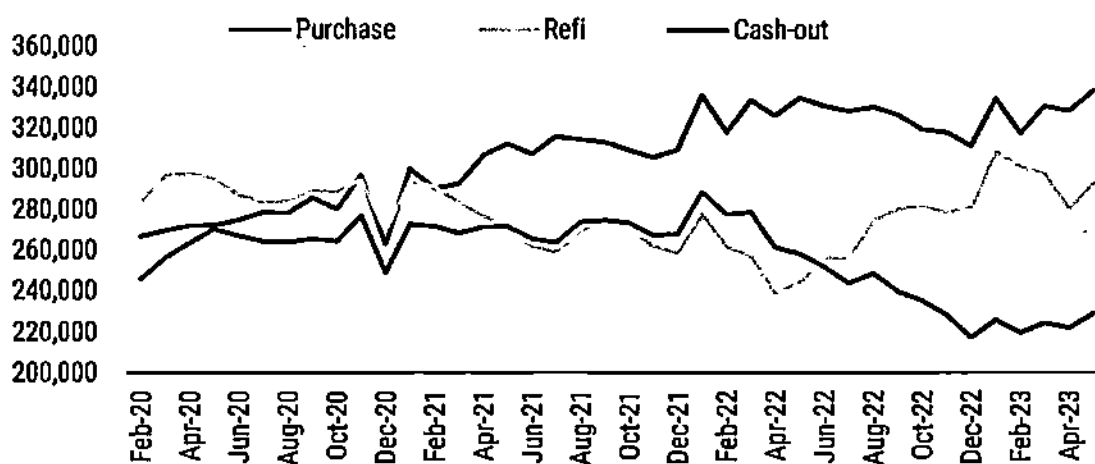
資料來源：Morgan Stanley

二、提前還款展望

對於影響提前還款展望的主要因素在於房貸轉換的部分，一般而言房貸轉換是合併違約、Cash-out 與 Mobility 的函數，然而對這些變量建立預測模型非常具有挑戰性。

雖然房貸拖欠率正在上升，但最近 Biden 政府提出的房貸損失緩解政策可能有助於減緩房貸持續拖欠，進而降低貸款機構採取 Buyout 終止房貸，因此近期內房貸違約尚不至於成為驅動提前還款的主要因素。

圖 8 各類別貸款平均金額



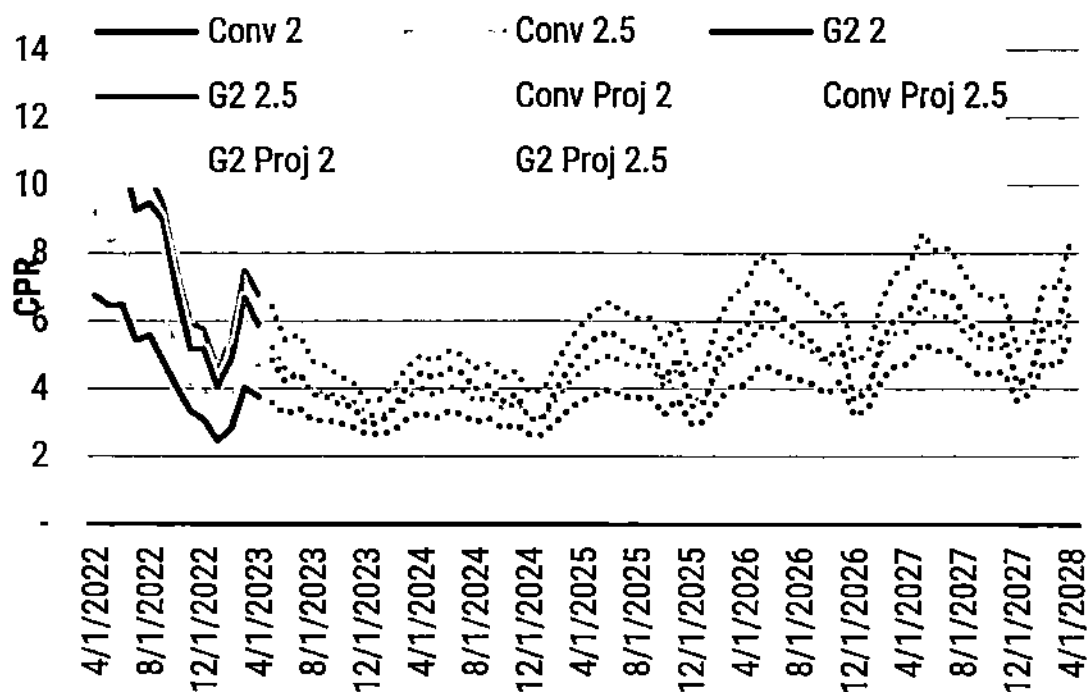
資料來源：Morgan Stanley

由於房價持續上漲，房貸戶可採取 Cash-out 方式轉換房貸，將住房增值部分變現，使得 Cash-out 成為近期驅動提前還款的重要因素，雖然未參貸房屋的淨值已達到歷史新高，然而投資人仍不易獲取進一步的相關訊息，目前僅能觀察

到 Cash-out 借款人的平均貸款金額在 2022 年期間穩步下降，直到本年迄今為止幾乎沒有回升，這表明 Cash-out 活動成長動能已逐漸疲弱。

Mobility 也是個難以衡量的變數，目前係以房屋銷售數量與住房存量的函數來分析，雖然近期房屋銷售已下降至 2013 年的水準，然而當重新考量現今住房市場規模已經較 2013 年擴大 11% 後，則此銷售衡量指標將成為本年的最低值。

圖 9 房貸轉換對提前還款的影響



資料來源：Yieldbook

綜觀而言，房貸轉換於 2023 年下半年可望會放緩，房貸拖欠率將大致保持不變，且 Cash-out 活動亦預期不至於有大

幅波動。

以 Yieldbook 模型分析過去一年期間兩房與 Ginnie Mae MBS 票面利率 2~2.5% 的提前還款速度，以及預測未來 5 年的預期提前還款速度，整體而言在接下來的幾年裡提前還款速度仍會維持 8CPR 以下。

雖然目前提前還款速度偏低，考量到票面利率 2~2.5% Agency MBS 目前的深度折價，若上升 1CPR 將導致大約 15 個基點的利差變動。

肆、美國房市政策對 Agency MBS 市場的影響

美國政府的房市政策也是影響 Agency MBS 市場的主要因素，近一年期間尤其是 Ginnie Mae MBS 的部分，其面臨之政策風險分述如下：

一、調整房貸保險費

過去一年期間有關美國聯邦住房管理局 (Federal Housing Authority，簡稱 FHA) 保證房貸之房貸保險費 (Mortgage Insurance Premium，簡稱 MIP) 可能調降的市場預期，使得 Ginnie Mae 展望的不確定性升高。美國住房發展部 (Department of Housing and Urban Development，簡稱 HUD) 於本年 2 月宣布將 MIP 年費削減 30 個基點。雖然這可能會推升較早期承作且 MIP 較高的房貸的提前還款速度，然而對於目前交易的指標票面利率 MBS 較有利，因為其交割資產池主要將包含較低 MIP 的新貸款。

二、房貸補助

HUD 於本年 6 月公告介紹尚在研議中的房貸補助申請計畫 (Payment Supplement Partial Claim，簡稱 PSPC)，該計畫希望能透過提供部分補助，來協助承受房貸還款壓力的較弱勢 FHA 借款人，減少其每月房貸付款金額，此計劃預

期可降低 buyout 速度。儘管實際實施後的確切影響尚不確定，但目前對於指標票面利率 MBS 的提前還款速度衝擊有限。

三、修改貸款申請計劃限制

美國退伍軍人局(Veteran Administration，簡稱 VA)正在考慮修改貸款申請計劃限制，將允許借款人從高利率轉貸至低於市場利率。此項調整可能會導致 VA 資產池中較高票面利率貸款的 buyout 速度加快。隨著該計劃的細節逐步揭露後，其政策不確定性的影響也將減少，然而在情勢尚未明朗的期間仍可能會使 Ginnie Mae MBS 的走勢承壓。

儘管 FHA 和 VA 未來可能推出的房貸補助和貸款限制修改計劃仍存在一些不確定性，但由於美國房市面臨的不利因素已獲得解決，預計美國政府房市政策風險近期可望逐步消退。

伍、心得與建議

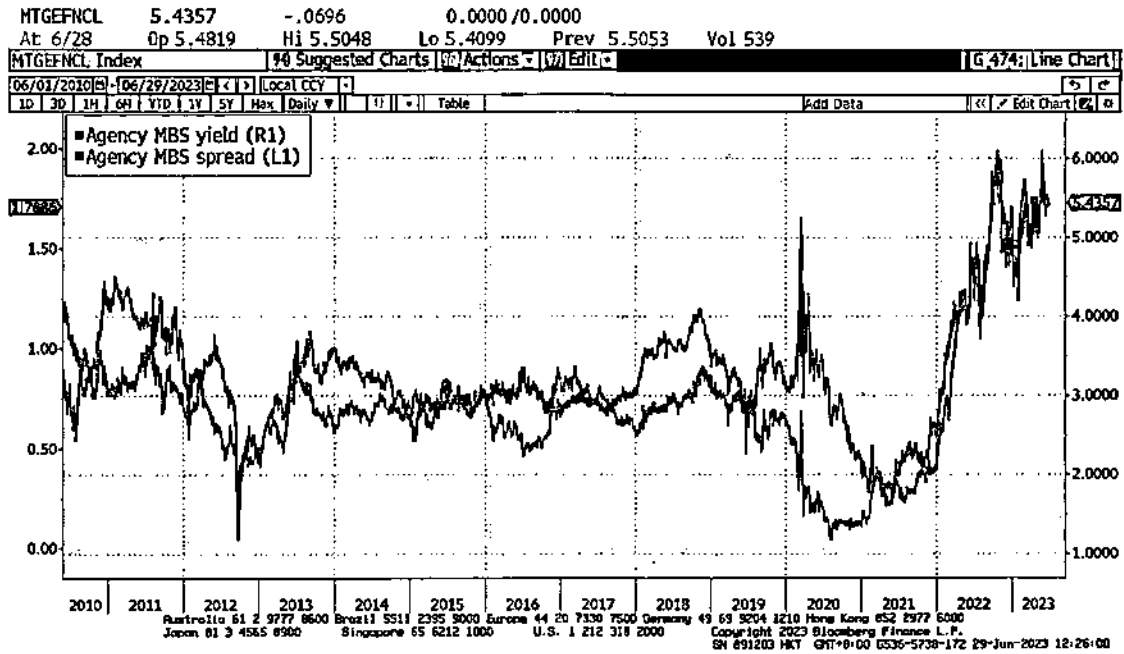
今年上半年衝擊 Agency MBS 市場的三個主要風險事件已順利度過，包括地區性銀行營運危機、FDIC 拋售大量 MBS，以及美國政府面臨債務上限問題。此外市場普遍預期 Fed 貨幣政策將在 2024 年第二季之前按兵不動，這些因素都有助於降低下半年的美債利率波動率。

本年初以來，貨幣市場短期利率大幅上升，吸引投資人轉移資金至貨幣市場基金，造成美國銀行業必須調整其資產組合以因應存款總量持續萎縮，另外亦需面對更趨嚴格的金融監理，因此本年對於 Agency MBS 等存續期間較長資產的需求減少。此外由於 Fed 持續實施 QT 而減少 Agency MBS 的持有量，因此預期未來一年期間，兩個主要的投資人(美國銀行業與 Fed)都將降低對於 Agency MBS 的購買量。

雖然投資需求疲弱將不利於 Agency MBS 展望，然而事實上這些影響因素大都已經反應在最新的市場價格中。目前 Agency MBS 與公債利差已上升至金融危機(2010 年)以來最高，上次利差到達此水準時，Fannie Mae 與 Freddie Mac 營運正面臨嚴重存亡危機，然而這次情況顯然並非如此，此外 Agency MBS 殖利率也是 2008 年金融危機以來最高，

因此相當具有投資吸引力。

圖 10 Agency MBS 殖利率與利差(相較於美國公債)
(2010 年迄今)



資料來源：Bloomberg

參考資料

Olivier De La Rouziere (2023), “Fixed Income-An Introduction & Outlook.” 聯行.

Johanna Lasker (2023), “Reserve Management Trends.” 聯行.

Millie Roy (2023), “Corporate Credit Analysis.” 聯行.

William Springman (2023), “Investing In The Corporate Market.” 聯行.

JC Sambor, (2023), “Emerging Market Fixed Income (EMFI).” 聯行.

Carl Riccadonna (2023), “US Monetary Policy Outlook.” 聯行.