

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加 Franklin Templeton Investments 機構 投資人研討會及客製化研習課程心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱： 鄧雪蘭 一等專員

林芬蘭 二等專員

出國地點：美國加州 San Mateo

出國期間：103/11/01~103/11/16

報告日期：104/02/09

目 錄

壹、 前言	2
貳、 FTI 之總經觀點與投資建議	4
一、美國經濟復甦、升息有望.....	5
二、歐元區經濟成長力道仍顯不足.....	7
三、安倍經濟學效應.....	9
四、中國高經濟成長不再.....	11
五、新興市場經濟成長動能趨緩.....	13
六、FTI 投資風險因應.....	14
參、 美國房市介紹	15
一、美國房市概況.....	15
二、美國住房自有率.....	17
三、美國國民住房負擔能力.....	19
四、美國中產階級生活之小縮影.....	22
肆、 美國房貸融資市場現況	24
一、美國房貸融資市場規模.....	24
二、美國房貸融資市場資金來源.....	25
三、GSE 所發行房貸抵押證券之市場供給與需求.....	26
伍、 美國政府贊助機構（GSE）改革	29
一、FANNIE MAE 及 FREDDIE MAC 簡介.....	29
二、GSE 改革進展	32
三、房市改革之新架構.....	35
四、兩房未來命運.....	39
陸、 美國量化寬鬆貨幣政策之影響	40
一、QE 對房貸市場與兩房之影響	41
二、QE 退場對兩房可能之衝擊	43
柒、 心得及建議	46
參考資料來源	49

壹、前言

職等奉 派於 103 年 11 月 1 日至 11 月 16 日，赴美國加州 San Mateo 參加富蘭克林坦伯頓投資公司 (Franklin Templeton Investments, 簡稱 FTI) 舉辦之機構投資人研討會及客製化研習課程，為期兩週。

第一週機構投資人研討會，與會人員約 40 人，半數為 FTI 海外員工或私人機構之財務投資人員，其他則來自央行或財政部等政府機構，如本行、勞動部(勞動基金運用局)、大陸人行與外管局、日本退休基金、新加坡 MAS、墨西哥央行以及巴林財政部等。研討會主題內容涵蓋先進國家及新興市場之經濟概況、追求超額報酬、高殖利率信用市場分析、及總體與個體投資策略等。

第二週係客製化固定收益商品課程，研習內容包括 RMBS、CMBS、CMO、TIPS 等債券介紹與分析、風險管理及資產配置等，對本行投資與風險管理實務頗有助益。由於第二週之客製化研習課程職等每日需自行搭車往返舊金山與 San Mateo 兩城市之間，故有機會藉由司機 Joe 瞭解當地市井小民之生活，言談之間並可探究美國經濟之真貌。

由於本次研討會及研習課程涵蓋範疇相當廣泛，故本報告分為三部分。第一部分為說明 FTI 對當前之總經觀點與投資建議，包括美國、歐元區、日本、中國及新興市場；第二部分則涵蓋四個主題：(一) 美國房市介紹，包括房市概況、住房自有率及住房負擔能力；(二) 探討美國房貸融資市場現況，包括其規模、資金來源與最終投資人；(三) 說明美國政府贊助機構 (GSE) 改革進展，並探討房市改革

可能之新架構等；(四)分別闡述美國三次量化寬鬆貨幣政策及 QE 退場對房貸市場與兩房之影響。

最後且最重要之部分，乃說明此次參與 FTI 課程之研習心得及建議。若有疏漏錯誤之處，尚盼長官同仁不吝指正。

貳、FTI 之總經觀點與投資建議

2014 年全球仍呈低通膨狀態，以 G4(美、日、英、歐元區)為例，2014 年 CPI 年增率僅較 2013 年微幅上升(圖 1)；2014 年全球經濟陸續走出泥淖，又以開發中國家走勢較穩健(圖 2)。惟全球經濟復甦仍面臨油價、美元升息和地緣政治等新舊風險威脅。

展望未來，全球經濟下滑風險包括歐元區國家及日本面臨低成長和低通膨威脅，以及美國升息衍生之金融動盪。此外，隨著美國緊縮貨幣政策引發資金回流美國，可能導致新興國家金融市場動盪。

圖 1: G4 國家 CPI 年增率

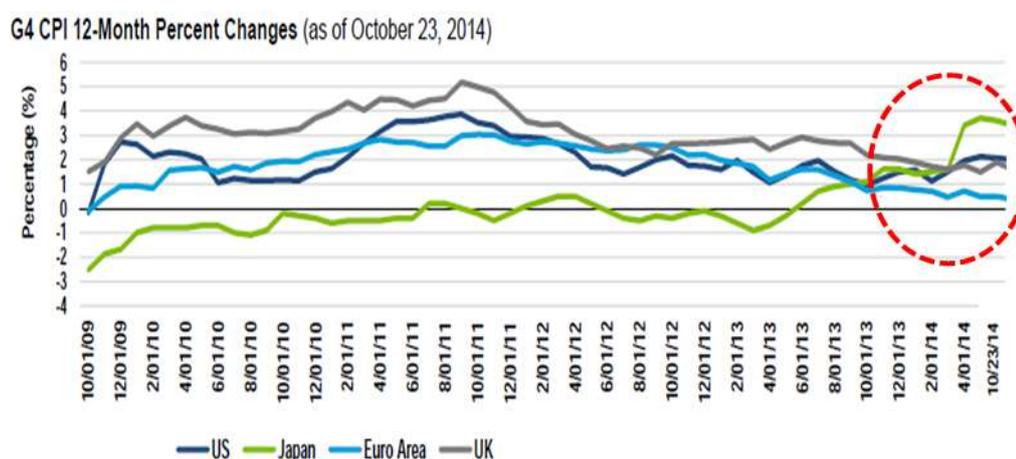
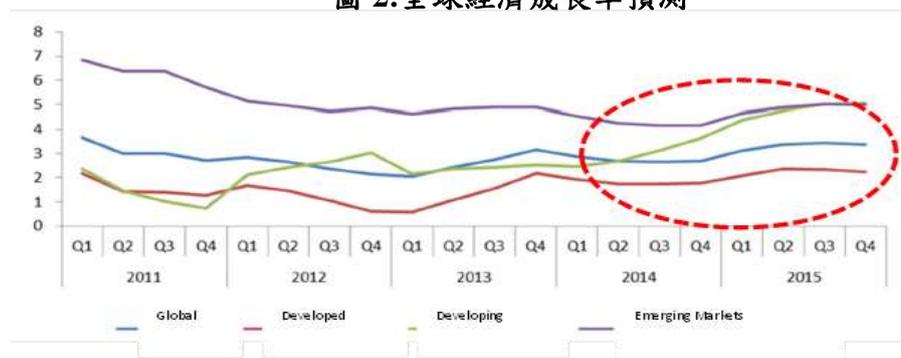


圖 2: 全球經濟成長率預測



一、美國經濟復甦、升息有望

由於美國共和與民主兩黨針對債務僵局之談判有成，讓美國挺過財政利空，促使景氣可望持續復甦。

2014 年美國整體經濟成長持續向上，除了受惠於 QE 政策奏效外，2013 年的頁岩油氣採礦技術的突破，除促使實質投資紛紛湧向美國，也吸引製造業紛紛回流投資，讓美國經濟持續向上發展。

基於美國相較其他已開發經濟體享有龐大的人口紅利(圖 3)，且美國非農就業薪資增長回穩，加上預期 2015 年短期失業率回落(圖 4)等因素，美國經濟成長仍將持續優於全球經濟成長(圖 5)。

圖 3:美國人口紅利

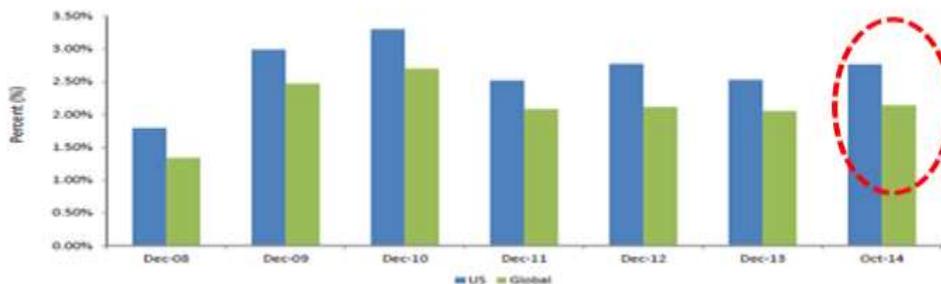
As of July 2014	Birth Rate (per 000)	Death Rate (per 000)	Diff (per 000)
Canada	11.2	7.5	3.7
U.S.	13.4	8.2	5.1
France	12.4	8.8	3.6
Germany	8.4	10.8	-2.3
Italy	9.3	10.0	-0.8
U.K.	12.2	9.4	2.8
Japan	8.5	9.6	-1.1
Brazil	15.4	6.4	8.9
Russia	11.7	15.4	-3.7
India	20.9	8.0	13.0
China	13.3	7.0	6.3
Developed	11.3	10.3	1.0
Less Dev	21.5	7.6	13.9
Least Dev	33.5	9.4	24.1

圖 4:美國短期失業率及非農薪資增長率



圖 5:美國 GDP 持續優於全球

Consensus Expectations of 12-Month Forward Real GDP Growth
December 2008 – October 2014



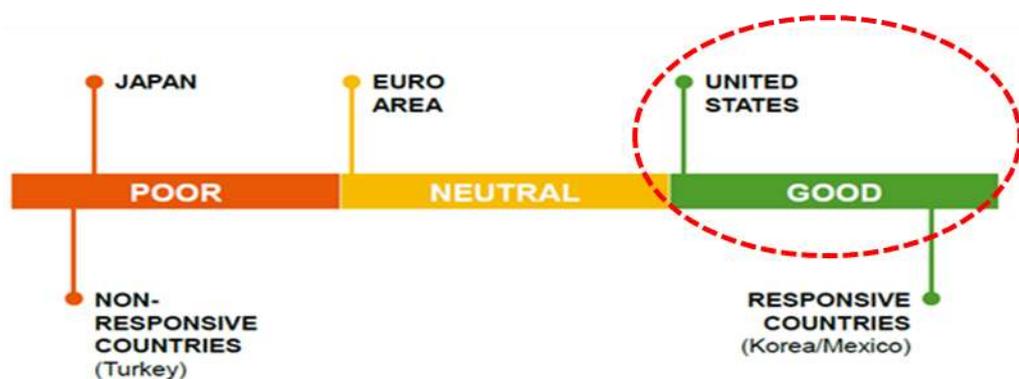
隨就業市場持續改善，景氣逐漸復甦，美國聯準會(Fed)自 2014 年初逐步縮減購債規模，並在同年 10 月正式結束 QE，市場轉趨聚焦在何時升息議題。觀察自 1993 年起，當 6 個月平均非農就業人數超過 18 萬人，美國就進入升息循環，至 2014 年 10 月止，該數值已經達到 21.4 萬人(圖 6)，顯現升息時機儼然成熟。

圖 6:美國非農就業人口數



惟歐盟與日本應會持續寬鬆貨幣政策，美元與該等貨幣利率走勢落差，恐導致國際主要貨幣間之匯率波動，可預期於中長期間美元將持續走強(圖 7)。對部分經濟結構失衡，外匯缺口和海外融資偏高的國家將帶來負面衝擊，可能衍生金融風險。

圖 7:FTI 預測主要國家貨幣走勢



(一) 美國政府公債：

Fed 已如預期結束 QE，市場預期若美國經濟持續轉強，美國 Fed 會在 2015 年中升息(圖 8)，因此，2014 年底前利率水準仍會保持在相對低檔位置(圖 9)，殖利率上漲即是買點；展望未來，短期公債將比中長期公債更具吸引力。

圖 8: 市場預期美國 2015 年中升息

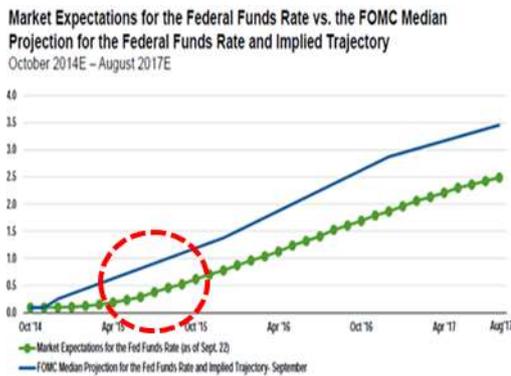
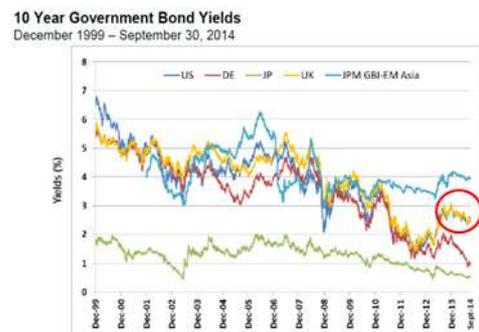


圖 9: 美國 10 年期公債殖利率在相對低點



(二) 美國房貸抵押證券：

美國主要都會區房市復甦，而政府贊助機構 Fannie Mae 與 Freddie Mac 最後可能合併為一，並繼續向市場提供聯邦政府擔保之房貸抵押證券。因此，美國房貸抵押證券之信用風險不大，惟市場利率波動所形成之提前還款風險與債券價格風險等則可能升高，FTI 投資策略係以長期投資部位為主，將較不受此影響。

二、歐元區經濟成長力道仍顯不足

FTI 觀察歐元區之經濟展望仍有下行風險，部分國家經濟仍是負成長，加上歐元區通膨偏低、甚至有通縮疑慮，特別是經濟動能減弱可能傷害民間投資，而地緣政治風險升高，可能對企業與消費者信心造成進一步的負面影響。

歐洲央行在 2014 年 8 月即陸續釋出將實施量化寬鬆貨幣政策 (QE) 的訊息，同年 9 月 4 日歐洲央行宣布降息，並啟動歐洲版 QE，冀望藉由收購民間部門之金融資產，挹注市場資金，促進放款，進而刺激萎靡不振的歐元區經濟，並擺脫通貨萎縮之威脅。

歐元區國家在歐債問題減緩以及寬鬆貨幣政策效益之帶動下，2014 年經濟可望擺脫 2013 年負成長陰霾，各項產能恢復成長(圖 10、11)，惟受新興市場成長放緩之影響，整體而言，成長力道仍顯不足。

圖 10:歐洲工業產能復甦

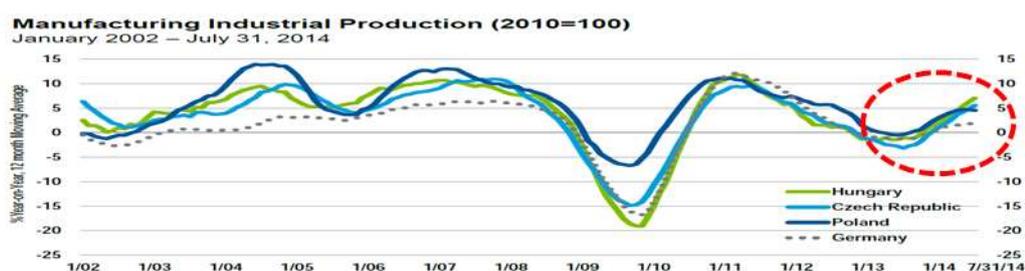
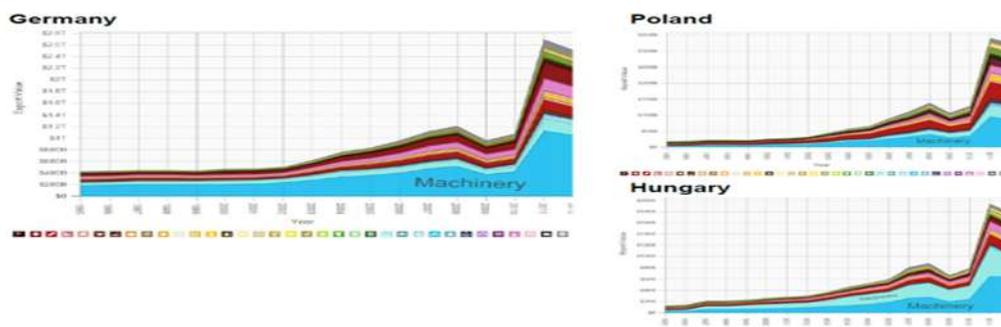
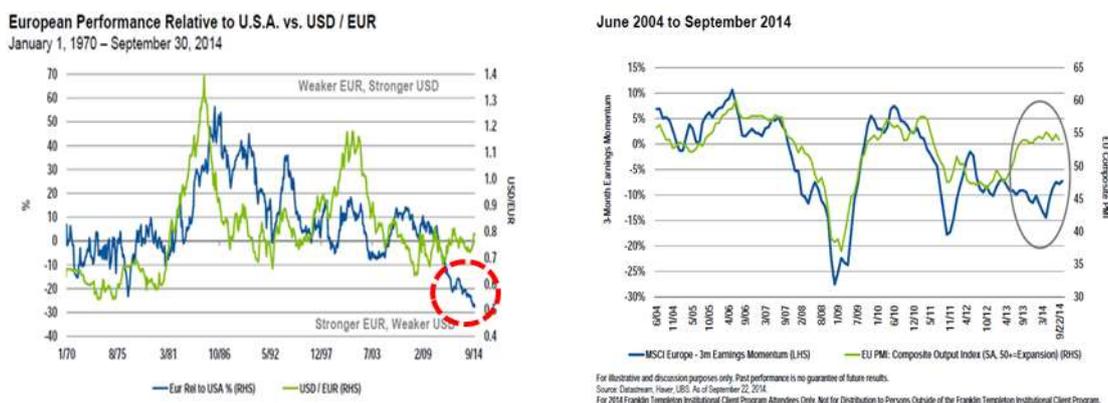


圖 11:歐洲出口產能復甦



目前歐元區政府已加速進行結構性改革，隨著美元轉強，弱勢歐元將有助區內國家經濟表現(圖 12)，FTI 對歐洲長期持樂觀看法。

圖 12:弱勢歐元有助區域內國家經濟表現



從基本面來看，2014 年歐洲企業獲利年成長率優於 2012 及 2013 年(圖 13)，且歐元區股票投資價值逐漸浮現(圖 14)，加上歐洲 QE 實施後對股市提供充沛資金動能，預料將可帶動股市上揚行情。

FTI 投資策略看好歐元區股市，惟仍應視個股基本面決定投資標的，且應避免投資受俄烏或中東情勢影響之企業。

圖 13:歐洲企業獲利年成長率



圖 14:歐元區股票投資價值浮現

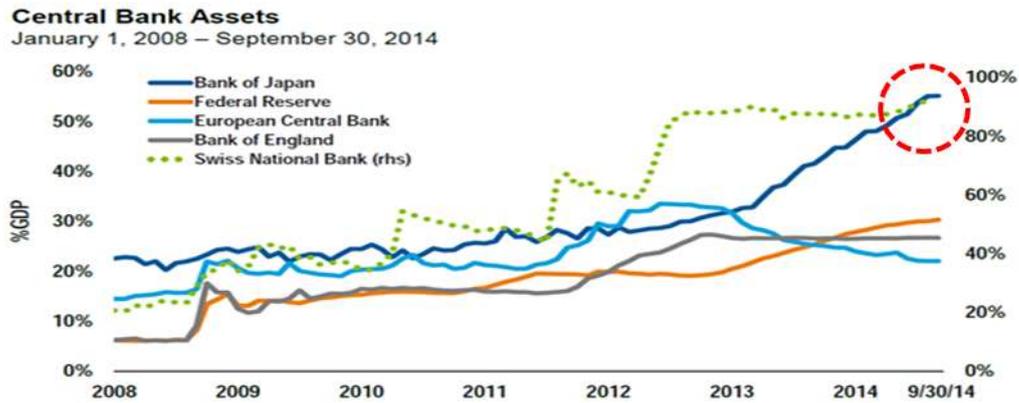


三、安倍經濟學效應

日本首相安倍晉三 2012 年底就任後，加速實施一系列刺激經濟振興景氣方案。安倍經濟學主要核心係透過寬鬆貨幣政策(圖 15)，挹注市場大量資金，提高通貨膨脹率，

並藉由日圓貶值提振出口成長，促使物價溫和上漲，提高企業收益及員工收入，另搭配財政刺激政策，從而帶動民間消費及企業投資，最終擺脫通縮陰影，實現經濟增長。

圖 15: 日本央行寬鬆貨幣政策



2013 年安倍經濟學成功地使日圓貶值、日股上漲、經濟大幅復甦，並帶領日本走出通縮、邁向通膨。但是，2014 年日本經濟成長率轉趨和緩，部分原因在於同年 4 月調高消費稅率，對消費支出型態造成影響，且財政刺激政策效果降溫。

2014 年日本國際收支經常帳雖有順差，惟已大幅減少，此外，淨國外直接投資雖呈正數亦已大幅衰退，顯示各國不看好日本市場。另財政刺激政策，造成政府財政赤字逐年擴增，債務風險增大(圖 16、17)。

圖 16: 日本經常帳及淨國外直接投資

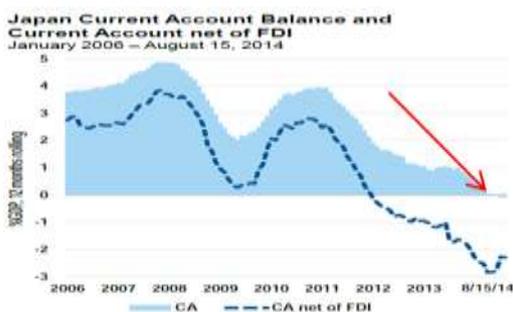
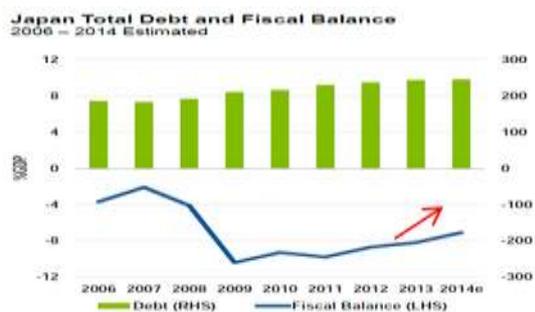


圖 17: 日本負債總額與財政赤字



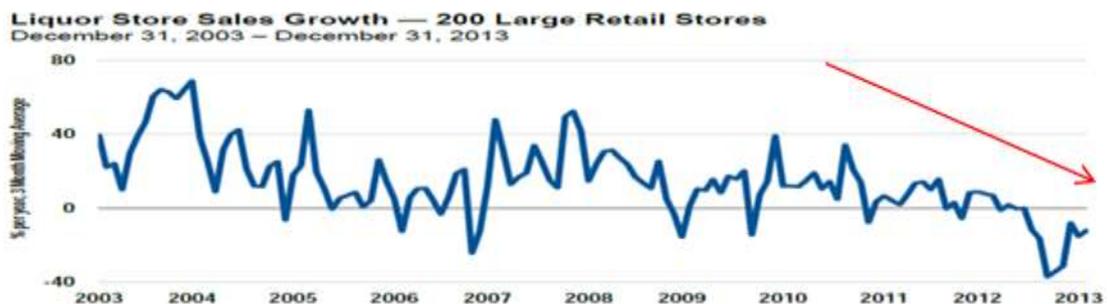
安倍經濟學的擴大量化寬鬆政策，對全球風險性資產提供龐大流動性，卻造成日圓顯著貶值效果，預期日圓跌勢未歇，FTI 持續放空日圓。惟市場對日圓弱勢負面預期效應與日俱增，預期日本解決通縮有其困難度。

四、中國高經濟成長不再

過去幾十年來，中國經濟成長一直保持在 10% 左右，惟過去以信貸、投資推動，及依賴房地產和製造業的成長動能逐漸耗盡。

2014 年中國強力推行反腐敗運動，酒精銷售量大幅下降(圖 18)，高端消費對中國 GDP 之貢獻度恐銳減。此外，因地方債務危機、消費力道疲弱、房地產泡沫化危機等負面因素，經濟成長恐下滑。

圖 18: 中國酒精商品銷售狀況下降



2014 年中國經濟成長放緩(圖 19)，隨著薪資水準上升(圖 20)，轉為消費導向之經濟結構，為邁向都市化(圖 21)，參酌全球主要都會區鐵路密度(圖 22)，政策轉向加強鐵路、水質環境淨化工程等基礎建設投資，將影響原物料或消費商品供應國經濟之消長情形，投資組合配置應配合調整，FTI 看好鐵路設備股及環境工程股。

圖 19: 中國 GDP 貢獻度

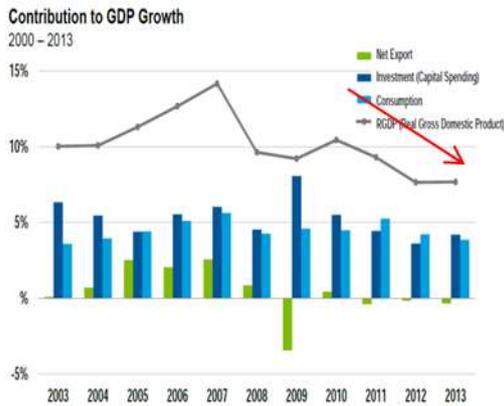


圖 20: 中國薪資水準



圖 21: 全球主要國家鐵路密度

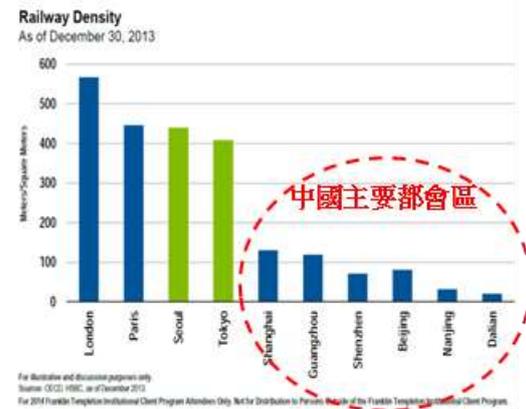
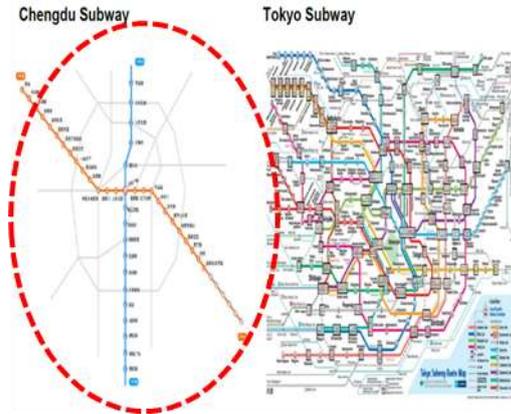
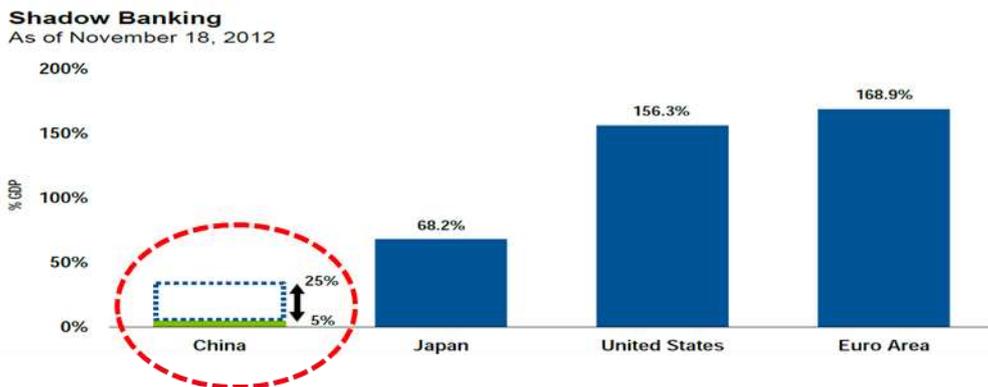


圖 22: 成都與東京地鐵圖



至於外界認為中國影子銀行崩潰將衍生全球風險，且其影響程度恐遠遠超金融危機，FTI 認為依據 BIS 統計中國影子銀行占 GDP 比重約在 5~25% 之間，與先進國家相較，其比重甚低(圖 23)，惟仍須注意信貸快速成長，衍生資產價格泡沫化現象。

圖 23: 各主要國家影子銀行占 GDP 比重



五、新興市場經濟成長動能趨緩

過去成長動能十足之新興經濟市場，在 2014 年之成長動能已開始趨緩，預測 2015 年包括印尼、印度與馬來西亞等部分新興國家經濟成長率都將下降(圖 24)。

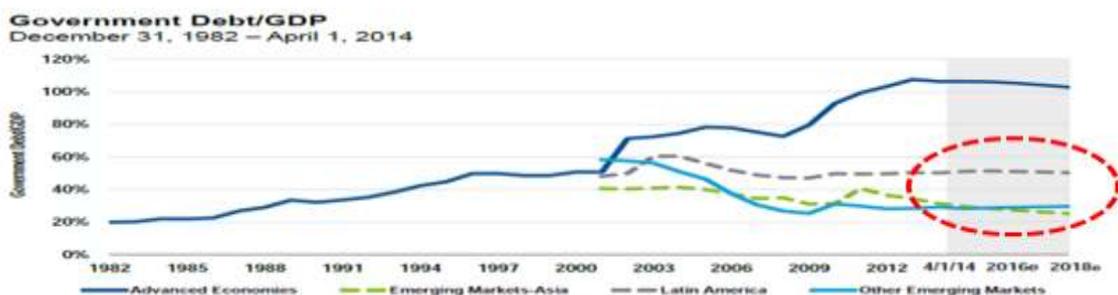
圖 24:預測新興市場各國 GDP



此外，市場普遍認為過去 5 年新興市場股市主要受惠於美國 Fed 量化寬鬆貨幣政策，大量資金流入推升股市走揚，使新興市場股市表現優於已開發國家。美國 QE 退場，衍生資金撤出造成股市重挫之疑慮。

惟因新興國家之政府債務占 GDP 比重，相對已開發國家仍處相對低點(圖 25)，且許多新興國家存有高利差、因轉型帶來資產重估潛在機會、投資組合分散效果等優勢，FTI 看好墨西哥及印尼之前景，惟隨著美國 QE 退場，土耳其及南非恐受創較大。

圖 25:新興市場政府債務占 GDP 比重



六、FTI 投資風險因應

隨著全球經濟連動性攀升、金融資產價格高度相互影響，建議投資人適時使用衍生性商品進行避險，並擴大投資標的之資產類別，可降低整體投資部位風險，且提高資產管理績效。

參、美國房市介紹

自 2008 年金融海嘯以來，美國房市已有好轉跡象，惟復甦之情況似較經濟學者預期為緩慢。美國成屋銷售自 2012 年起持續成長，但在 2013 年下半年因房價及房貸利率攀升而嚇阻買氣。2014（去）年上半年因美國各地氣候惡劣持續衝擊房市需求，房屋銷售減少，而去年下半年房市投資已有些許回升。

一、美國房市概況

（一）Freddie Mac（房地美）前首席經濟學家 Frank Nothaft 之看法

欲審視房市及經濟是否完全復甦，主要取決於四項指標：

- 失業率低且穩定之健全勞動市場
- 房貸拖欠率回歸歷史平均值
- 房價與可負擔之房貸款占所得比率一致
- 房屋銷售處於歷史標準範圍

服務於房地美近 30 年之久甫於今年 1 月底離職，宣布加入 CoreLogic 之前首席經濟學家 Frank Nothaft 針對上述四項指標分析如下：

- 美國失業率雖下降至 6% 以下，但仍有改善空間；
- 房貸拖欠率已降低，但仍高與全國歷史平均值約 2%；
- 因目前房貸款占所得之比率僅為 1999 年之 60%，房價漲幅無須超過所得增幅，尚有上漲空間；

- 在過去兩年來房屋銷售已有成長，但仍低於 10 年之平均水準約 6%。在房市危機時，房屋銷售降至 4%，經濟學者預期 2014 年將達 5.7%。

Frank Nothaft 指出，2014 年房市以穩定步伐持續復甦，2015 年房價將較去年溫和上漲，漲幅約 5%。縱然某些地區房屋銷售復甦強勁，而不少地區仍疲弱，但今年房屋銷售及其他指標均可望朝正確方向。

(二) NAR 之看法

美國不動產協會 (NAR, National Association of Realtors) 2015 (今) 年 1 月 23 日公布，預期 12 月成屋銷售經季節調整後將由去年 11 月令人失望之 492 萬戶回升，較去年同期增加 3.5% 至 504 萬戶。NAR 首席經濟學家 Lawrence Yun 表示，雖然 2014 年成屋銷售並不如預期，但是其樂觀預期成屋銷售今年將比去年好。

該報告顯示，去年 12 月成屋價格中位數年增 6.0% 至 20.95 萬美元，較去年 6 月高點 22.20 萬美元下跌 5.63%；就全年來看，2014 年成屋價格中位數較 2013 年上漲 5.78%，較 2013 年漲幅 11.48% 減半。另成屋市場供應量相當於 4.4 個月，低於多數經濟學者認為較為穩健之 6 個月存量。

(三) 惠譽信評公司之看法

- 2015 年房價上升之動力來自於經濟持續復甦，而下跌之壓力則來自於預期利率調升，預測今年美國房價約上漲 1.5%，與通膨率相當。

- 房貸利率於 2015 年中至年底開始溫和上揚，預估上升 0.5%。由於房價上升及預期升息會對住房負擔能力造成壓力。面臨擁房成本增加，部分可能購屋者仍然會選擇租屋。
- 由於過去兩年來房價已有成長，次貸風暴前後創始之貸款違約率已穩定下降，預期經濟復甦可望持續，該等貸款違約率將下降 30 個基點。至於 2010 年後創始之貸款表現頗佳，該趨勢可望持續。
- 因房價上揚及利率將上升之壓力，2015 年新貸款總額將下降 10%。由於市場努力尋求需求、放款標準化及住房供給之新均衡，創始量可能在未來幾年處於低點。

綜而言之，雖然經濟學者與信評公司預期房價漲幅略有差異，但是鑒於美國經濟可望持續成長，有助於房市發展。其次，因聯準會今年將升息，進而會推升房貸利率上升，擁房成本增加恐影響首次購屋者之意願。

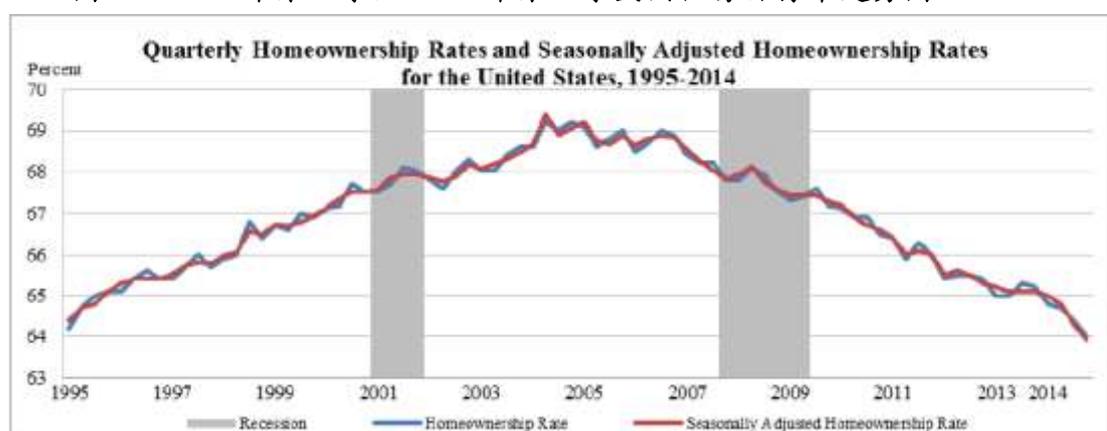
二、美國住房自有率

擁有住房向來為美國人自我形象之重要表徵，1920 至 1930 年代經濟大蕭條以來，「住者有其屋」更是各任美國總統大力支持之政策。在政府政策支持下，1940 年至 1960 年美國住房自有率即上升 18% 至 61.9%。據資料統計，美國每年房貸利息及房地產稅稅額扣減總計約高達 1,500 億美元外，政府並採取龐大計畫維持低利率水準，以降低貸款機構之風險。因此，許多國家住房自有率雖高，但對推動提升住

房自有率而給予如此特別支持之國家卻是少有的。

根據美國人口普查局（U.S. Census Bureau）公布 2014 年第 4 季自有房屋數據，原始住房自有率為 64.0%，較 2013 年同期 65.2% 下降 1.2%；季節性調整後，住房自有率由 64.0% 下降至 63.9%，創下 20 年新低，且較 2004 年第 2 季之高點 69.4% 下降 5.5%，詳圖 26。

圖 26 - 1995 年第 1 季至 2014 年第 4 季美國住房自有率走勢圖



註：陰影部分表示經濟衰退期間

資料來源：U.S. Census Bureau (<http://www.census.gov/>)

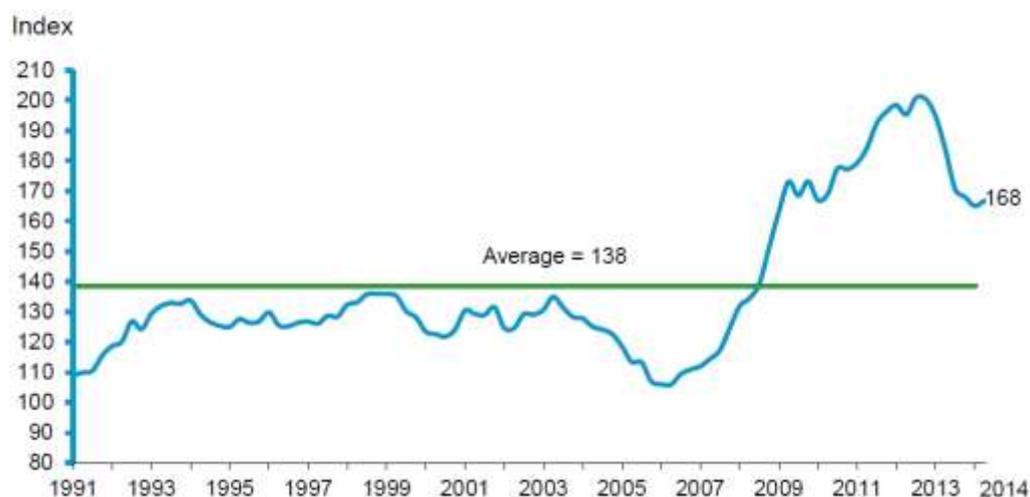
與國際標準相較，美國住房自有率並不特別高亦不算低。一般而言，貧窮國家住房自有率較高，富有國家住房自有率則較低。例如，保加利亞及立陶宛幾乎人人擁有自己的房子，而德國及瑞士之住房自有率則較低。

不可諱言地，鼓勵人民購屋自住，藉由強迫儲蓄，促使家戶朝向財務穩定，不僅老年退休後有住所，並且住房價格未來可能會上漲，具有保值之效果。然而，對於美國政府為維持住房自有率或提升該比率不遺餘力，某位 Franklin 中階主管認為似無必要以住房自有率作為推動房市復甦之政策目標。當住房自有率攀升時，是否需憂心房市可能有泡沫化之虞，此頗值得省思。

三、美國國民住房負擔能力

根據 National Association of Realtors 2014 年 9 月 30 日之資料，美國國民住房負擔能力指數為 168，雖高於 1991 年至 2014 年 9 月平均住房負擔能力指數 138，但其住房負擔能力自 2013 年以來下降不少，倒退至 2010 年之水準，詳如圖 27。

圖 27 - 美國國民住房負擔能力指數



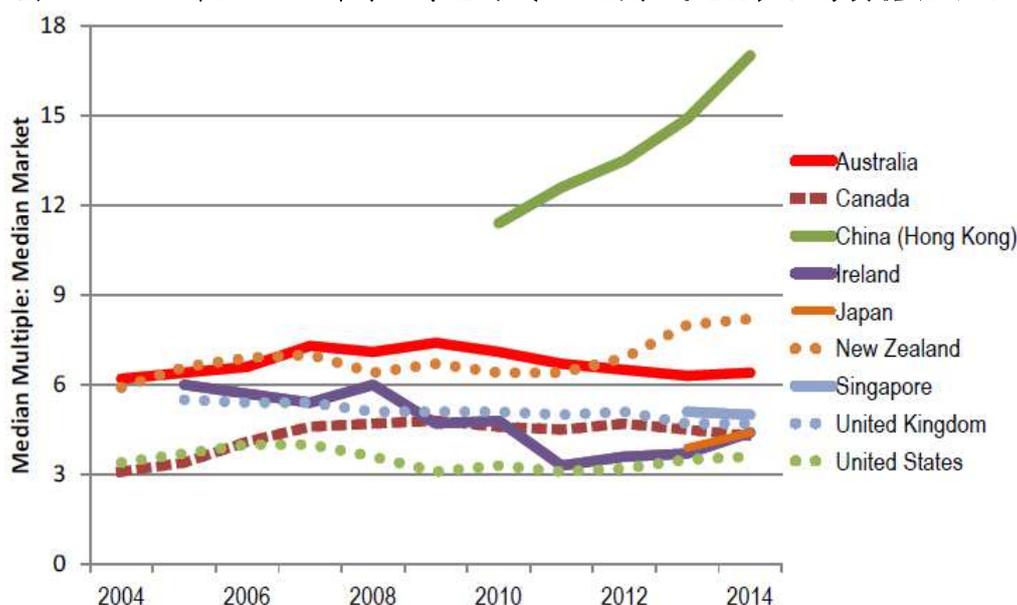
註：住房負擔能力指數大於 100 表示所得可以負擔中位數房價水準，該指數愈高表示國民住房負擔能力愈好。

此外，2015 年 1 月美國市場研究公司 Demographia 公布一份根據 2014 年第 3 季針對 9 個國家或地區，共計 378 個城市所作之全球住房負擔能力調查報告，依中位數倍數（即中位數房價除以中位數家戶總收入）來衡量住房負擔能力之評級。住房負擔能力評級表如下：

評級	中位數倍數	國家或地區
極端無法負擔	5.1 倍及以上	香港、紐西蘭及澳大利亞
嚴重無法負擔	4.1 倍至 5.0 倍	英國、新加坡、日本、加拿大及愛爾蘭
溫和無法負擔	3.1 倍至 4.0 倍	美國
可負擔	3.0 倍及以下	

其結果顯示，住房負擔能力最佳之國家為美國（3.6 倍），惟其中位數倍數仍大於 3 倍；相反地，最難以負擔住房能力為香港（17.0 倍），其次為紐西蘭（8.2 倍）、澳大利亞（6.4 倍）、英國及新加坡（5.0 倍）等，詳圖 28。

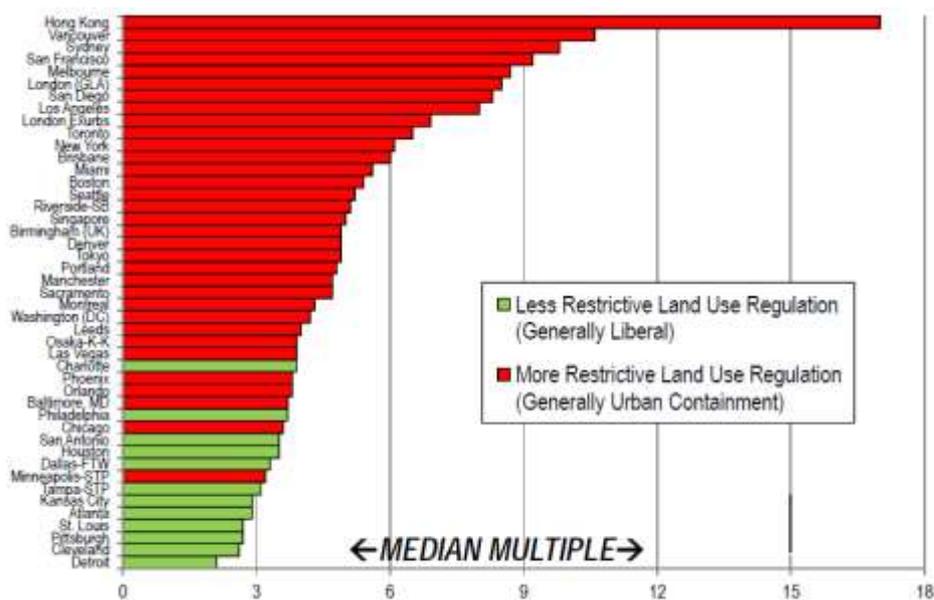
圖 28 – 2004 年至 2014 年第 3 季全球（9 個國家或地區）住房負擔能力之比較



就所有 378 個城市之調查，2014 年中位數倍數由 2013 年之 3.7 倍升至 3.8 倍，顯示此 9 國國民之住房負擔較 2013 年加重；其中，美國由 2013 年之 3.5 倍升至 3.6 倍。若就調查結果可負擔住房（中位數倍數為 3 倍及以下）之 98 個城市中，美國佔 88 個城市。相對地，難以負擔住房（中位數倍數為 5.1 倍及以上）之 85 個城市中，美國則佔 25 個城市，僅低於澳大利亞之 33 個城市。在 378 個城市中，最難以負擔住房之 10 大都會區中，美國加州舊金山及聖荷西（均為 9.2 倍）同列第 4 名，次於香港、加拿大溫哥華（10.6 倍）及澳大利亞雪梨（9.8 倍）。

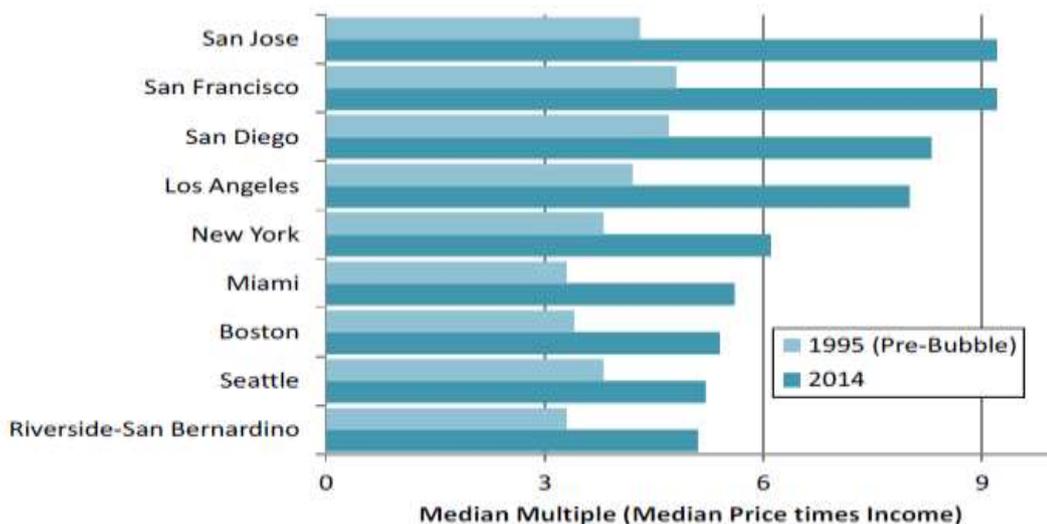
另難以負擔住房之大都會區（人口數超過 200 萬人）對土地使用絕大多數均予以限制規定，請參閱圖 29。

圖 29 – 2014 年難以負擔住房及土地使用限制與否之大都會區中位數倍數



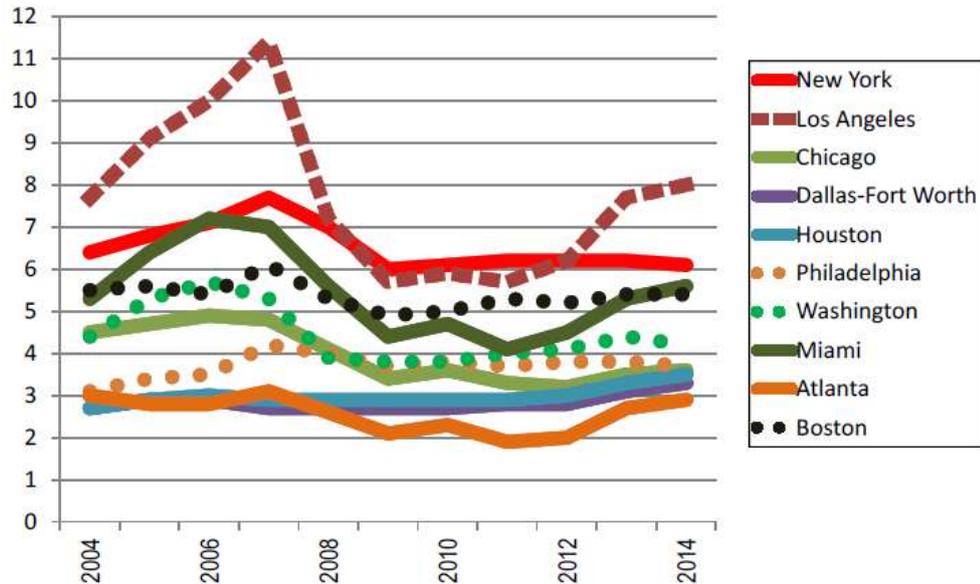
在調查之美國 242 個城市中，美國加州舊金山之房價不論是在房市泡沫前或是 2014 年，依舊是美國國民最難以負擔住房之大都會區，請參閱圖 30。由於舊金山高不可攀之房價與租屋費用，令不少人怯步。據瞭解因 FTI 總部位於 San Mateo，距離舊金山約 50 分鐘之車程，其員工極少數選擇在舊金山購屋或租屋，絕大多數員工乃居住於 San Mateo 附近，故需要開車逾 1 個小時上班之員工已不多見。

圖 30 – 美國極端難以負擔住房之大都會區在房市泡沫前與 2014 年之中位數倍數比較



此外，人口數介於 500 萬人至 2,000 萬人之美國前 10 大都會區之住房負擔（中位數倍數）趨勢圖，請閱圖 31。

圖 31-美國前 10 大主要都會區
2004 年至 2014 年住房負擔（中位數倍數）之趨勢圖



四、美國中產階級生活之小縮影

由於第二週之客製化研習課程職等每日需自行搭車往返舊金山與 San Mateo 兩城市之間，故有機會藉由司機 Joe 瞭解當地升斗小民之生活，言談之間並可探究美國經濟之真貌。年約 68 歲之 Joe 每日耐心等候在飯店門口排班，樂觀且熱情地面對每一天的生活，並為生活的點滴感恩。他表示，在 2001 年發生震驚全球之 911 恐怖攻擊事件後，幸運地在奧克蘭逢低買房，支付極少頭期款，50 多歲的他成為擁房族或背負房貸族。假若他乃申請 30 年期之房貸支付房價，據推算他至少還需負擔 15 年之房貸，故他必須努力工作償還房貸。然而，令人印象深刻的是 Joe 凡事感恩，有上帝真好—「God is good.」成為他的順口溜。Joe 上有逾 90 歲身體依然硬朗之獨居老父，下有經濟獨立

之兒女，因此堅信擁有長壽基因的他可以持續工作為生活打拼。由 Joe 之生活寫照，不難理解為何美國總統歐巴馬在今年 1 月 26 日發表之國情諮文演說中，非常推崇中產階級對美國整個經濟之貢獻，並希望推動全面稅改以落實稅負公平與社會正義。

肆、美國房貸融資市場現況

自 2008 年金融海嘯以來，美國房貸融資市場顯著衰退。由於聯準會採取三次量化寬鬆貨幣措施，有效引導房貸利率下降，刺激房市回溫。惟聯準會於前（2013）年 12 月逐步減少購債規模，房貸利率又緩步回升。去（2014）年 10 月結束購債計畫後，對房貸利率之影響仍待觀察。

一、美國房貸融資市場規模

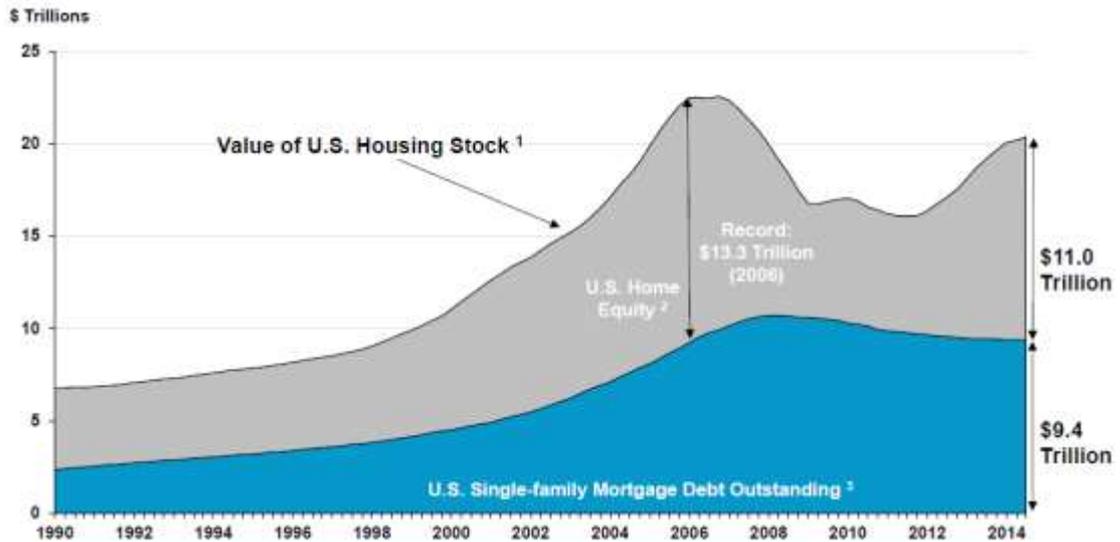
根據 sifma（the Securities Industry & Financial Markets Association）與聯準會截止至 2014 年第 3 季之資料顯示，美國資本市場規模達 38.40 兆美元，其中不動產抵押貸款約 13.36 兆美元，約佔三分之一；而住房抵押貸款約 9.86 兆美元，占不動產抵押貸款之四分之三。

就美國資本市場所發行之證券規模而言，2014 年第 3 季房貸抵押證券流通在外金額為 8.71 兆美元，占資本市場規模之 23%，低於美國公債（12.35 兆美元，占資本市場規模之 32%）。根據 sifma 之資料，房貸抵押證券流通在外金額自 1999 年超越美國公債規模，於 2008 年達頂峰 9.46 兆美元（占該年資本市場規模 33.11 兆美元之 29%）後，其規模逐年溫和下滑；而 2008 年美國公債規模僅為 5.77 兆美元（占該年資本市場規模之 17%），因聯準會實施量化寬鬆貨幣政策，其規模倍增。

另根據 Freddie Mac 之投資人簡報資料，有關美國單

戶家庭抵押房貸債務金額與住屋存量總價值之關係圖（圖 32），即可一窺自 1990 年以來至 2014 年第 3 季之變化。

圖 32 - 美國單戶家庭抵押房貸債務金額與住屋存量總價值之關係圖



- 1 美國住屋存量總價值 (Value of U.S. Housing Stock) 係根據聯準會 2014 年 12 月 11 日 Flow of Funds Accounts 表 B.100 第 49 行資料，該值包括未承作抵押房貸之住屋。
- 2 美國房屋淨值 (U.S. home equity) 指美國住屋存量總值與美國單戶家庭在外流通抵押房貸債務金額之差額。
- 3 美國單戶家庭在外流通抵押房貸債務金額 (U.S. single-family mortgage debt outstanding) 係根據聯準會 2014 年 12 月 11 日 Flow of Funds Accounts 表 L.100 第 27 行資料。

資料來源：Federal Reserve Board's Flow of Funds Accounts, September 30, 2014

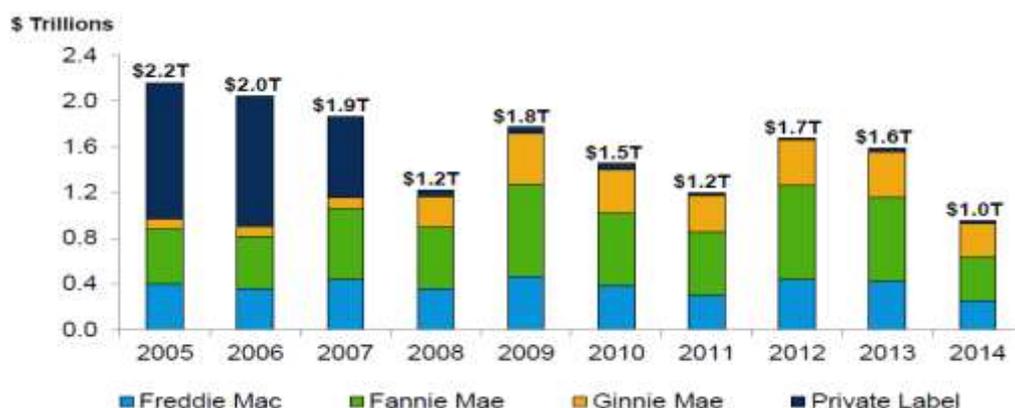
二、美國房貸融資市場資金來源

根據聯準會資料，2014 年第 3 季政府機構及 GSE 發行之房貸抵押證券與直接持有抵押貸款占房貸初級融資市場之 61%，銀行業則約占 28%。就初級與次級融資市場來看，估計銀行持有政府機構及 GSE 所發行之房貸抵押證券約 25%，因此目前實際上銀行業仍為房貸融資市場最大資金來源，推算逾 40%，其次為聯準會（逾 20%）。

三、GSE 所發行房貸抵押證券之市場供給與需求

在 2005 年及 2006 年民營機構所發行之房貸抵押證券佔市場規模逾半，2008 年其比重降至 5%，2014 年亦僅占市場規模之 3%，顯見民營機構所發行之房貸抵押證券發行量自金融海嘯後已不復當年，市場之供給近乎完全來自於 Fannie Mae 與 Freddie Mac（兩房）及 Ginnie Mae，詳如圖 33。

圖 33 - Agency MBS 之發行量

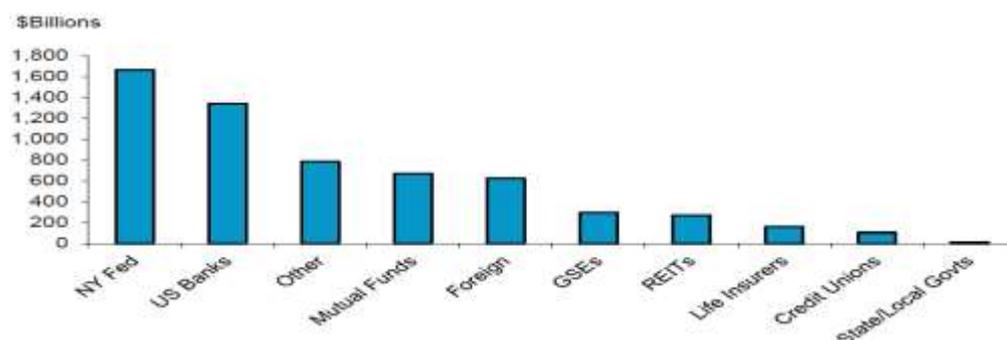


年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
兩房及 Ginnie Mae	45%	44%	62%	95%	97%	96%	98%	99%	98%	97%
民營機構	55%	56%	38%	5%	3%	4%	2%	1%	2%	3%

資料來源：Inside Mortgage Finance, Freddie Mac Investor's Presentation

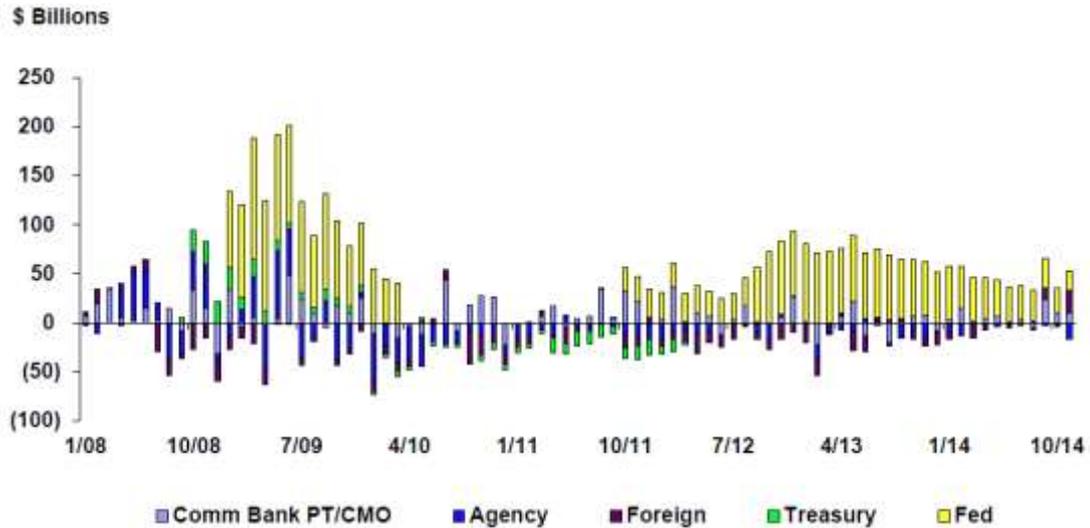
根據 Freddie Mac 估計，2014 年 6 月 30 日持有 GSE 所發行房貸抵押證券之投資人與金額，請參閱圖 34。

圖 34 - 持有 Agency MBS 之投資人及估計金額



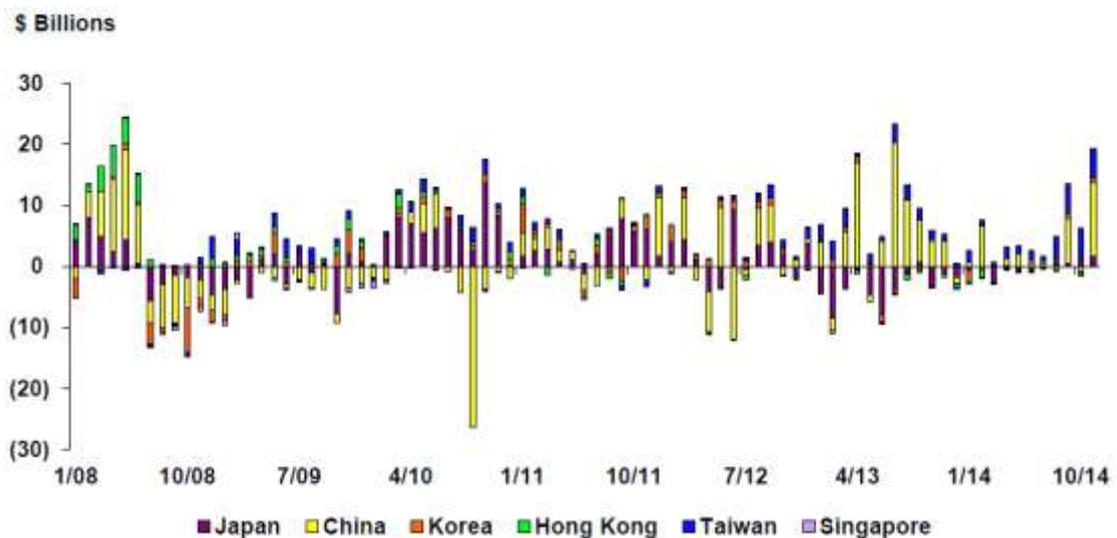
此外，截至 2014 年 11 月 30 日 Freddie Mac 估計 Agency MBS 之需求，詳圖 35，以及亞洲地區對 Agencies 之淨流入金額，詳圖 36。

圖 35 - 估計 Agency MBS 之需求



資料來源：Federal Reserve Board, Fannie Mae 與 Freddie Mac Monthly Volume Summaries, Treasury International Capital data, Federal Home Loan Banks, US Treasury Department, Federal Reserve Bank of New York

圖 36 - 估計亞洲地區對 Agencies 之淨流入金額



註：包括 Fannie Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae、Federal Home Loan Banks、Farmer Mac、the Farm Credit System 及聯邦預算機構(如 TVA, Tennessee Valley Authority-田納西水利工程管理局) 所發行之 MBS 及其他證券
資料來源：Treasury International Capital data, November 30, 2014

由圖 35 可知，聯準會為 Agency MBS 最大市場需求來源；就圖 36 觀之，大陸曾於 2010 年 9 月大量脫售 Agency MBS，且其 2014 年（至 10 月 31 日）所購入之金額明顯較 2013 年減少許多，惟 2014 年 11 月又大量購入。

伍、美國政府贊助機構（GSE）改革

一、Fannie Mae 及 Freddie Mac 簡介

Fannie Mae 及 Freddie Mac（簡稱兩房）兩家美國政府贊助機構（Government-Sponsored Enterprises, GSE）因次貸風暴重創後，自 2008 年 9 月由政府接管，接管人為聯邦住宅金融局（FHFA, Federal Housing Finance Agency）。截至 2011 年底，兩房總計接受政府資金挹注達 1,874 億美元，而美國財政部持有兩房之優先股為 1,894 億美元。據資料統計，美國財政部自兩房所獲得之優先股利息至 2014 年 12 月底累計金額已高達 2,255 億美元，遠超過政府資金挹注總額。

（一）兩房基本資料

政府贊助機構(GSE)	Fannie Mae(房利美)	Freddie Mac(房地美)
全名	Federal National Mortgage Association	Federal National Mortgage Loan Corp.
成立年代	1938 年	1968 年
總部	華盛頓特區	維吉尼亞州 McLean
政府接管日期	2008 年 9 月 7 日	
接管人	聯邦住宅金融局（FHFA, Federal Housing Finance Agency） 政府接管前為聯邦住宅事業監理局（OFHEO, Office of Federal Housing Enterprise Oversight）（註 1）	
執行長	Timothy J. Mayopoulos	Donald H. Layton
員工人數(2013/12/31)	7,400	5,053

政府贊助機構(GSE)	Fannie Mae(房利美)	Freddie Mac(房地美)
政府資金挹注	1,161 億美元	713 億美元
財政部持有優先股	1,171 億美元	723 億美元
累計支付優先股股息 (至2014年底)	1,345 億美元	910 億美元
資產(2014/9/30)	32,303 億美元	19,228 億美元
總資本(2014/9/30)	63.99 億美元 (註2)	51.86 億美元 (註2)
房貸相關投資組合 (2014/12/31)	4,133 億美元 (註3)	4,084 億美元 (註3)

註1：2008年7月30日基於2008年住房及經濟復甦法(Housing and Economic Recovery Act of 2008)將OFHEO與Federal Housing Finance Board(FHFB)合併為FHFA。FHFB則是1989年美國儲貸危機後由Federal Home Loan Bank Board設立而成，負責監管Federal Home Loan Banks(FHLB)。

註2：兩房2014年底總資本須降至24億美元，且每年減少6億美元，直至2018年為零。

註3：兩房之房貸相關投資組合每年底需較前一年減少15%，直至2,500億美元為止。

(二) 回顧兩房十年來之業績表現

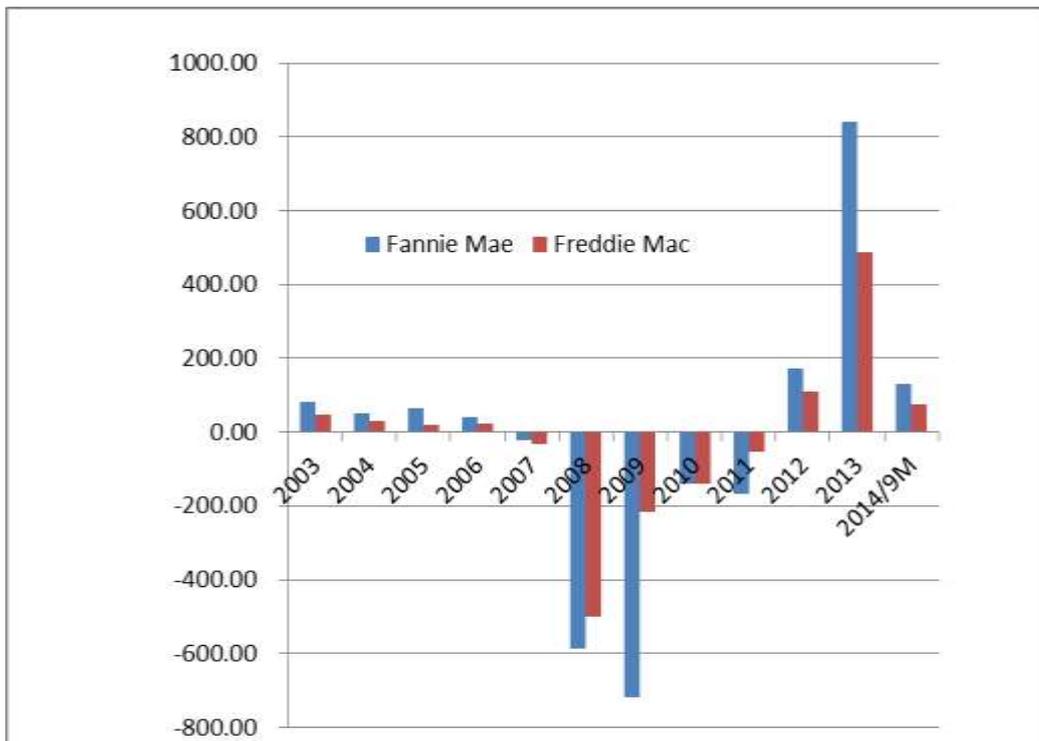
在爆發會計醜聞及次貸風暴之前，兩房因具有政府隱性保證之優勢，業績表現不惡，2003年房利美及房地美之淨利分別為80.81億美元及48.16億美元，為次貸風暴前之高點。

房地美曾於2003年因虛報利潤遭OFHEO罰款1.25億美元。房利美因管理高層為達到公司每股收益預期目標在1998年至2004年間故意且有系統地虛增106億美元之利潤，以大幅提高高階主管分紅。因此，房利美於2006年遭OFHEO及SEC罰款4億美元，且限制其房貸相關投資組合規模不得超過7,277.5億美元(以2005年底之規模為限)。

2007 年次貸危機開始，兩房因此由盈轉虧；2008 年次貸危機持續，房貸市場低迷，法拍屋大幅增加，最後政府不得不出面資金挹注兩房，免於其倒閉之命運，並穩定房市。

由於房市逐漸回穩，2012 年兩房業績均由虧轉盈；2013 年拜高額之聯邦所得稅利益及訴訟和解賠償金所賜，房利美及房地美淨利分別暴增至 839.82 億美元及 486.68 億美元，創下歷史新高，且約為兩房 2003 年淨利之 10 倍。然而，由於一次性之非常利益或賠償不再、兩房投資組合規模每年遞減 15%，加上 MBS 發行量減少及保證手續費收入下降，2013 年史無前例之業績表現不僅無法再現，並且兩房 2014 年之淨利是否能達到 2012 年之水準，仍待觀察，詳圖 37。

圖 37-兩房 2003 年至 2014 年前 9 個月之淨利/淨損
單位：億美元



(三) 兩房接受政府資金挹注及所支付之優先股股息，請參閱圖 38 及圖 39。

圖 38-Fannie Mae 接受政府資金挹注及所支付之優先股股息
單位：10 億美元



圖 39- Freddie Mac 接受政府資金挹注及所支付之優先股股息
單位：10 億美元



二、GSE 改革進展

為使未來納稅人不再為政府贊助機構如兩房負擔如此龐大之損失，自 2013 年 3 月至 2014 年 7 月美國參眾兩院分別提出有關住房融資體制改革草案，其中包括 2013 年 7 月由眾議院金融委員會提出之 PATH (Protecting American

Taxpayers & Homeowners) 草案及 2014 年 3 月由參議院銀行委員會提出之住房融資體制改革草案，最終目標乃逐步結束兩房營運。

由於兩房由虧轉盈且上繳國庫總額已超越政府資金挹注總額，導致對 GSE 改革之急迫性已緩和不少，加上監管機關聯邦住宅金融局及兩房亦積極採取多項配合政策，以改善兩房營運。去年 11 月美國期中選舉共和黨獲勝，未來對於歐巴馬未能同意之法案，恐難獲總統簽署通過。因此，GSE 改革進度勢必延遲，但其改革方向應不致改變。

(一) 美國期中選舉共和黨獲勝

研討會當週星期二 (2014 年 11 月 4 日) 恰逢美國期中選舉，其結果一如選前各界所預期，共和黨在參、眾兩院獲得過半數之席次，此意味未來兩年歐巴馬總統在各樣法案上將面臨更大之挑戰，亦顯示未來法案更需要雙方協調創造雙贏之局面，對民眾而言未必非好事。

(二) 美國 GSE 改革方向未變

2014 年 5 月 15 日美國參議院銀行委員會 (Senate Banking Committee) 以 13 票贊成及 9 票反對，通過主席強生 (Tim Johnson) 與參議員克雷波 (Mike Crapo) 於 3 月 11 日所提出之住房融資改革草案，計劃逐步關閉兩房，並對美國抵押貸款市場進行全面改革；惟該法案因美國期中選舉而暫時擱置。

為瞭解未來美國房市改革之發展，該公司特於第二週最後兩日為職等額外安排兩場各一小時之電話訪談，分別

與紐約 Bank of America Merrill Lynch 之利率策略分析師 Mr. Ralph Axel 及 Stamford 之 CRT Capital Group, LLC 之資深研究分析師 Mr. Michael Kim 就政府贊助機構 (GSE) 未來改革方向及進度等，發表其看法。綜合上述兩位分析師之說明，摘要整理如下：

1. 美國期中選舉已結束，2015 年參、眾兩院優先討論之法案應為 Dodd-Frank 法案，短期間似不會太快討論 GSE 改革法案，決定兩房如何退出房貸金融市場。
2. 過去兩年來，參、眾兩院或者是民主黨或共和黨在房市改革案上有三方面尚存爭議，包括政府在房市體制所扮演之角色、政府之支持程度影響民眾是否有能力負擔購屋，以及房市改革對社區型銀行恐會造成重大衝擊，大型銀行將排擠社區型銀行之生存空間。
3. 計劃逐步關閉 Fannie Mae 及 Freddie Mac 已是既定目標，但 Johnson-Crapo 法案擬新設立一家聯邦房貸保險機構 (FMIC, Federal Mortgage Insurance Corp.) 取而代之，類似於聯邦存款保險公司 (FDIC, Federal Deposit Insurance Corp.)。該機構將擁有政府明示之保證，惟無人有十足之把握能證明採用此模式之結果會比現行體制更好。或許將兩房民營化，可能亦是個可行之選項。
4. 不論是 2013 年由 Hensarling 與 Garrett 所提出之眾議院版本 PATH (Protesting American Taxpayers and Homeowners) 法案，要求政府完全退出房貸市場，或是 2014 年參議院版本之 Johnson-Crapo 房市改革法案，兩者或多或少均需要某些程度之修改才可能過關。在最後版本出爐之前，兩房可望仍維持現狀。因此，可以肯定的是在歐巴馬總統第二任期內恐無法定案，美國房市改革尚有一段長遠路程要走。

三、房市改革之新架構

縱然房市改革之版本至今未定，但是美國國會預算辦公室（CBO, Congressional Budget Office）已開始籌算未來房市改革新架構之成本。2014年12月16日CBO公布未來房市改革之次級房貸市場可能的新架構之研究報告，包括兩房未來可能之轉型方式，以及對補貼成本、貸款保證、房貸及房市可能之衝擊。

根據CBO分析結果有三項主要發現：

（一）轉型至私有資本為主之次級市場為最佳選項

著重於私有資本之住房融資架構可降低成本及納稅人風險，但唯一缺點是抵押貸款可能較不易取得且較為昂貴。因此，長期而言，在該架構之下，經濟資源可能會輕微由房市移轉至其他活動。

（二）貸款利率不致於大幅增加

轉型至新架構，貸款人來自兩房之擔保抵押貸款金額將減少，但將由私人資本補足資本來源。由於現今兩房利率定價不致於太低於市場定價，因此貸款人可能不會面臨利率大幅增加之情況。

（三）擷節預算成本非為決定新架構之考量

由於目前已將兩房擔保手續費率提高至接近CBO預估民營保險公司可能收取之費率，未來10年兩房營運之預算成本可望不多。CBO認為，轉型至任何一種新架構可擷節之預算成本亦不高。因此，採取何種市場架構之抉擇

主要可能基於其他考量，而非基於預算成本之考量。

兩房未來可能之轉型方式，依次級房貸市場之新結構主要特性詳下表：

	現行政策（兩房仍維持由政府監管）	轉型至單一聯邦政府機構	轉型至公營混合之市場	轉型至政府為最終保證者之市場	轉型至私有資本為主之次級市場
重要政策改變	不適用	設立新聯邦機構	提高信貸風險分擔	舉辦標售及提高貸款上限	提高保證手續費及降低貸款上限
兩房保證手續費	現行手續費率（2014年1月平均手續費為55個基點）	不變	小幅增加；自2015年起調高10個基點	手續費由標售決定；可能上升朝向市場水準（每年可能調高不到10個基點）	起初大幅增加，之後小幅增加（2015年調高20個基點，自2017年至2022年每年調高5個基點），至2022年達50個基點為止
兩房房貸放款上限	高成本地區為625,500美元，其他地區則為417,000美元	所有地區均降至417,000美元	所有地區均降至417,000美元	所有地區均增至729,750美元	逐漸降至不設限
信貸風險分擔	對頭期款低於20%以下借款者需要私營抵押保險（private mortgage insurance）	不變	投資人負擔第一部分之損失（最高為新抵押房貸本金之10%）；兩房保證負擔重大損失	不變	不變
兩房新保證標售	無	無	無	2016年首次標售；兩房保證之新標售金額逐漸下降，直到兩房負擔之保證佔市場比重小為止	無

此外，根據兩房未來可能之轉型方式，對補貼成本、貸款保證、房貸及房市可能之衝擊，整理如下表：

	轉型至單一聯邦政府機構	轉型至公私營之混合市場	轉型至政府為最終保證者之市場	轉型至私有資本為主之次級市場
對兩房之聯邦補貼成本	隨著轉型微增	在轉型結束前降至近乎零	隨著轉型大降	在轉型結束前降至零
兩房所保證之新房貸金額	隨著轉型微減	隨著轉型溫和減少	在轉型結束前大減	在轉型結束前降至零
金融危機時信貸之供給	不受影響	不易獲得貸款	不受影響	不易獲得貸款
30年期固定房貸之提供	不受影響	不受影響	當房貸證券化市場凍結時可能中斷	當房貸證券化市場凍結時可能中斷
借貸者兩房擔保房貸之利率	不受影響（隨著轉型無兩房擔保之貸款利率會略升）	隨著轉型微增	隨著轉型微增（無兩房擔保之貸款利率會大幅上升）	在轉型結束前溫和增加（隨著轉型無兩房擔保之貸款利率會大幅上升）
房價	並無顯著影響	隨著轉型微幅下跌	在轉型結束前微幅下跌	在轉型結束前微幅下跌
房市投資	目前投入房市之過度配置資金可望持續	投入房市之資金配置可望減少	投入房市之資金配置可望減少	投入房市之資金配置可望減少
FHA 保險之貸款金額	隨著轉型小增	隨著轉型溫和增加	隨著轉型溫和增加	在轉型結束前大幅增加
其他影響	聯邦政府維持資本市場之大部分控制權	兩房因房貸違約之信貸損失將大幅下降	市場機制將確保保證手續費較能完全反映出風險	金融機構將有最強之動機審慎處理其貸款及證券化業務

該分析報告指出，若允許私人公司取代兩房，有可能為美國房市融資市場提供更有效之激勵措施，並有助於整個市場提升競爭意識及創新能力。由於美國現行房貸市場架構過於複雜且已歷經幾代之久，或許應趁此機會全盤重新建立新架構，而非僅局部改革。

另根據慕迪信評公司於 2014 年 3 月針對住房金融體制之改革，依 Johnson-Crapo 法案及 PATH 法案對房貸利率之變動比較詳下表：

(單位：基點)	現行 GSE	Johnson-Crapo 法案	PATH 法案	次貸風暴前之 GSE
總利率	453	494	627	420
擔保手續費	53	109	142	20
資金成本	23	69	123	--
管理成本	10	10	10	--
預期損失	10	10	9	--
薪資稅附加費(註)	10	--	--	--
抵押房貸保險基金	--	10	--	--
市場進入基金	--	10	--	--
MBS 殖利率	350	335	435	350
服務及創始費用	50	50	50	50
與現行體制之利率差異	--	41	174	-33

註：慕迪信評公司之報告認為薪資稅附加費收取至 2022 年為止，故 Johnson-Crapo 法案及 PATH 法案並未將該附加費計入，但 CBO 之分析報告則認為該附加費將持續徵收。

由於 PATH 法案係讓政府完全退出房貸市場，最終建立一個完全私有房貸市場，僅聯邦住宅管理局(Federal Housing Administration, FHA—係隸屬於美國住宅及城市發展部(U.S. Department of Housing and Urban Development, HUD))對中低收入及首次購屋者提供抵押貸款保證。因此，完全轉型至私有房貸市場之架構雖有其優點，但當房貸證券化市場凍結時可能中斷 30 年期固定房貸提供之缺點，實難以為國會議員及大眾所接受。

四、兩房未來命運

次貸風暴迄今已逾 6 年之久，對於兩房未來是否有可能轉型為私人公司繼續活躍於次級房貸市場仍是未定之數。無論是 Johnson-Crapo 法案或是 PATH 法案，均提出在五年內關閉兩房。惟根據 2012 年 8 月 17 日兩房與財政部之第三次修訂優先股購買協議 (Senior Preferred Stock Purchase Agreement, PSPA)，其中強制規定兩房資本於 2018 年將降至零，所有盈餘須上繳國庫。因此，只要關閉兩房之法案尚未通過，兩房仍然可望繼續存在至 2020 年。

陸、美國量化寬鬆貨幣政策之影響

早在 2007 年金融危機開始時，聯準會即尋求傳統貨幣措施以刺激經濟復甦，包括 2008 年底調降聯邦資金利率至近乎零之水準。之後，聯準會進一步採取三次之量化寬鬆貨幣措施，藉由擴大購買房貸抵押證券及公債規模，刺激經濟成長；2013 年 12 月聯準會開始逐漸減少購債規模，直至 2014 年 10 月結束購債計畫。

美國聯邦住宅金融局檢查長辦公室（Federal Housing Finance Agency Office of Inspector General，以下簡稱 OIG）針對聯準會在過去三次量化寬鬆政策，評估對房貸市場與兩房之影響，以及 QE 退場後對兩房之可能衝擊提出研究報告。

聯準會實施三次量化寬鬆貨幣政策（QE）之時程與購買 MBS 及 Agency 之規模詳下表：

	QE1	QE2	QE3
開始（年/月）	2008/11	2010/11	2012/9
結束（年/月）	2010/3	2011/6	2014/10
規模（億美元）	（註 1）		> 13,000（註 2）
MBS	12,500	-	
Agency	3,000	-	

註 1：聯準會購入 12,500 億美元之 MBS，其中兩房約占 80%，相當於 1 兆美元；另購入兩房之機構債約 1,350 億美元

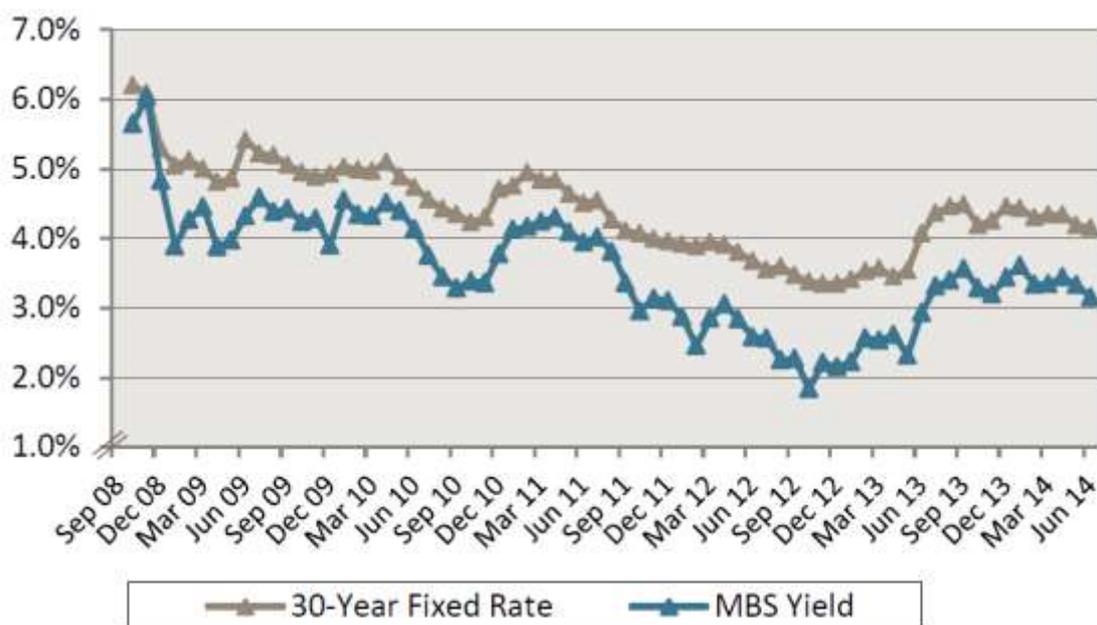
註 2：聯準會於 2012 年 9 月 17 日宣布每月購入 400 億美元之 MBS；自 2012 年 9 月至 2014 年 6 月聯準會購入兩房及 Ginnie Mae 之 MBS 機構債超過 1.3 兆美元；2014 年 9 月 17 日每月購入 MBS 規模減至 50 億美元。

一、QE 對房貸市場與兩房之影響

(一) 成功引導長期房貸利率及房貸抵押證券殖利率下降

根據 OIG 2014 年 10 月 23 日公布之評估報告，聯準會實施三次 QE 總計購買政府贊助機構逾 2.3 兆美元之房貸抵押證券，確實讓長期房貸利率由 2008 年之略高於 6% 之水準，至 2013 年年中降至低於 4%；同期間並引導房貸抵押證券之殖利率逐漸下跌，詳參圖 40。

圖 40 -政府贊助機構 MBS 殖利率與 30 年期房貸利率走勢圖

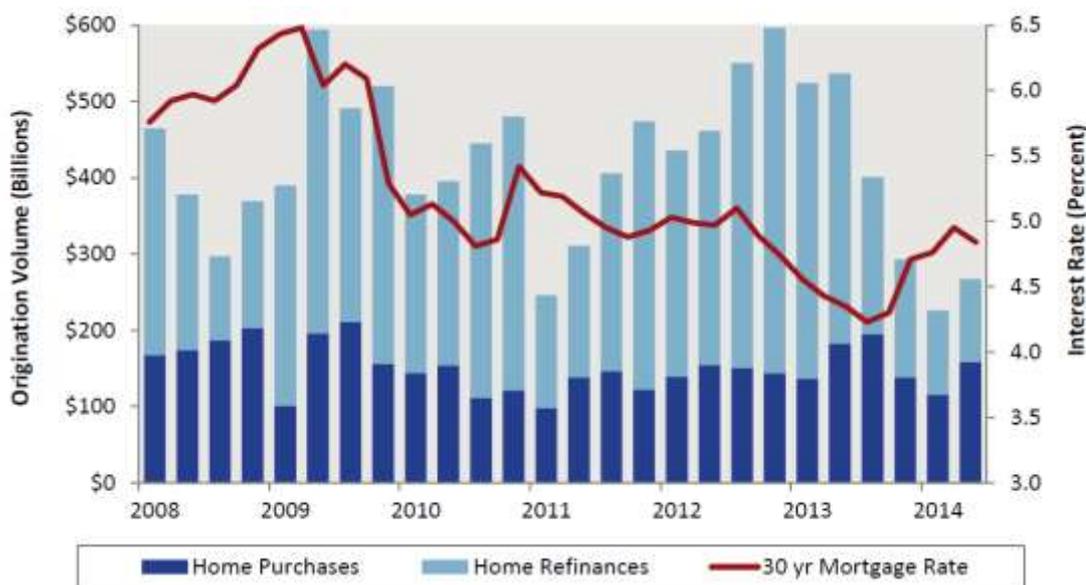


資料來源：Freddie Mac Primary Mortgage Market Survey 及 Bloomberg (Fannie Mae 30-year current coupon mortgage yield based on bid quote)

(二) 房貸再融資比率上升

受惠於房貸利率下跌，從 2009 年初至 2013 年中房貸再融資業務活絡大幅增加，詳圖 41。

圖 41 - 2008 年至 2014 年上半年房貸放款創始金額及房貸再融資金額圖



資料來源：Mortgage Bankers Association Quarterly Mortgage Originations Estimates as of May 2014 及 Freddie Mac Primary Mortgage Survey（傳統標準型 30 年期固定利率房貸）

根據兩房年度資料，在 2006 年及 2007 年房市榮景時，房貸再融資比率約僅占收購房貸之一半，2012 年及 2013 年則達 80% 及 71%，詳如下表。

政府贊助機構房貸再融資比率
2006 年至 2013 年

單位：10 億美元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
收購房貸	876	1,125	941	1,176	994	879	1,263	1,156
再融資房貸	417	577	555	940	783	674	1,010	822
再融資比率	48%	51%	59%	80%	79%	77%	80%	71%

（三）保證手續費增加

由於房貸再融資業務活絡，加上 FHFA 主導提高 MBS 保證手續費，希望藉此吸引私有資金投入房貸融資市場，

致政府贊助機構 2012 年及 2013 年之保證手續費收入增加。根據兩房之財報資料，OIG 估算房利美及房地美在 2011 年至 2013 年平均保證手續費收入分別如下：

房利美及房地美平均保證手續費收入
2011 年至 2013 年

單位：10 億美元

房利美 (Fannie Mae)	2011	2012	2013
平均保證手續費 (基點)	28.8	39.9	54.7
單戶家庭 MBS 發行量	545	828	733
估算保證手續費年收入	1.6	3.3	4.2
房地美 (Freddie Mac)	2011	2012	2013
平均保證手續費 (基點)	26.8	38.3	51.4
單戶家庭 MBS 發行量	305	446	435
估算保證手續費年收入	0.817	1.7	2.2

註：房利美之平均保證手續費 (基點) 向來較房地美為高，且房利美單戶家庭 MBS 發行量亦較房地美大。

然而，該研究報告指出，近幾年來兩房購買再融資房貸涉及兩方面之風險，一為兩房持有房貸投資組合中 MBS 提前償還風險，另一則為交易對手風險。因此，須關注兩房未來在此二方面之風險變化。

二、QE 退場對兩房可能之衝擊

(一) 聯準會逐步減少購債規模之影響

2013 年 12 月 13 日聯準會開始逐步減少購買 MBS 金額後，長期利率回升，進而導致 2014 年 MBS 發行量下降，預估兩房 2014 年保證手續費收入將大幅減少 (參下表)，惟此減少趨勢是否持續有待觀察。

2013 年及 2014 年前 9 個月
兩房單戶家庭 MBS 發行量及預估保證手續費收入

單位：百萬美元

(前9個月 相較)	發行量	平均保證手 續費(基點)	保證手續費 收入(估算)	相較於 2013 之變動
房利美				
2013	615,302	56.7	3,489	
2014	266,631	63.0	1,680	-51.9%
房地美				
2013	359,575	50.8	1,827	
2014	184,289	57.4	1,058	-42.1%
合計				
2013	974,877		5,316	
2014	450,920		2,738	-48.5%

由上觀之，聯準會減少購債規模對房利美 MBS 發行量及保證手續費收入下降之影響大於房地美。

(二) 利率上升之影響

2013 年聯準會購入 MBS 金額占 MBS 新發行量逾 55%，2014 年第 1 季則升至近 85%。隨著聯準會每月購債規模減少，銀行及投資基金等其他市場參與者可能會要求比聯準會更佳之價格才會決定購買 MBS。如此一來，可能造成 MBS 價格下跌，殖利率上揚，進而帶動利率上升。以目前市場狀況來看，似已顯現，但未來之走勢仍須觀察。

CBO 曾對過去利率下降時作實證研究，其結果顯示，當利率下降時，對房貸再融資增加之影響遠超過新屋購買所承做之房貸增加比率。利率下降時對新屋購買及房貸再融資之影響，如下表：

利率變動	新屋購買所承做之房貸	房貸再融資	加權平均總計
減少 10 個基點	0.6%	3.7%	2.0%
減少 25 個基點	1.3%	9.8%	5.2%
減少 50 個基點	2.7%	19.6%	10.4%

相對地，上述實證研究似亦適用於利率上升時，即對房貸再融資減少之影響遠超過新屋購買所承做之房貸下降之比率。

(三) 負面影響可能被有利因素抵消一部分

儘管聯準會 QE 退場可能導致 MBS 殖利率上揚，進而帶動利率上升。然而，此對兩房營運之負面影響可能為美國經濟狀況改善及房價上升等有利因素所抵消一部分。

柒、心得及建議

一、心得

FTI 固定收益商品之多數客戶為長期持有者，除考量投資獲利性外，更著重長期穩健績效，爰 FTI 選擇投資標的，著重在多元資產類別投資，且主要進行經濟基本面投資，以確保基本面報酬（beta return），並進一步獲取超額報酬（alpha return）。

FTI 固定收益部門為因應市場波動，同時提高 FTI 超額報酬，每星期二固定召開投資政策委員會，由各商品投資研究人員就總體、個體及整合風險之整合觀點，研提投資方向建議，小組成員隨後進行討論並決議各項商品短、中、長期投資趨勢展望，再交由交易部門執行，並由風險管理部門從事定量風險分析，隨時監控其績效及風險曝險部位，如有異常風險，即提報各產品經理並提供具體建議，由各產品經理決定是否調整投資方向，如遇鉅額風險部位，風管部門另即時提報投資政策委員會主席，以確保投資績效及有效控管風險部位。

此外，第一週研討會最後但最重要之一場演說係特別邀請著有「比咖啡更重要的事」（It's Not About the Coffee）一書之作者前星巴克國際部總裁畢哈霍華德（Howard Behar），藉由其過去在星巴克服務之親身經歷和與會人員分享寶貴經驗，並勉勵與會人員—「你不能得到你所想要的，但在適當時機你會得到你所需要的。」（「You cannot get what you want but you can get what you need at the appropriate

time.」)。他表示，在職場上首要是瞭解自己，知道自己之核心價值及工作之目的為何，對工作要始終保持熱情且願意與人分享工作經驗。此外，工作需要耐心並能堅持工作之目的，最終會有所表現。

再者，就美國房市改革議題方面，投資人所關注的是未來 MBS 之發行量與殖利率變動及信用風險由誰承擔；但對於期待未來有能力負擔住房之潛在首次購屋者而言，能持續提供 30 年期固定利率房貸、利率不致於較現行體制上揚太多且能持續實現所謂的「美國國民擁房之夢想」之新架構，才是美國民眾所期待的。

二、建議事項

此次研習職等在其風險控管方面印象深刻，對本行及國內金融機構之建議如下：

(一) 慎選投資商品及提升風險管控能力

綜觀 FTI 進行全球經濟基本面分析、慎選投資商品及風險管控能力，足堪本行及國內金融機構學習。目前，國內金融機構多數除委託相關資產管理公司代為操作外，或仰仗其專業建議從事投資，為獲取超額報酬及控管投資風險，短期而言，似可藉由檢查投資帳戶管理情形，積極培養審視投資機構投資策略操作及風險控管之能力，長期而言，國內金融機構似宜積極培養進行基本面投資之相關能力。

(二) 宜鼓勵國內抵押貸款朝向固定利率模式發展

觀察美國長期為保護資訊及避險能力相對弱勢之家

計部門及企業部門之權益，有關該等人員申辦抵押貸款之利率風險，多由銀行承擔，亦即抵押貸款多數為固定利率，有利其發展固定收益商品及避險衍生性金融商品市場。反觀，國內金融機構抵押貸款大都為浮動利率，不利進行組合固定收益債券之評價，自不易發展固定收益及避險衍生性金融商品，不僅不利其國際競爭能力，亦降低家計部門及企業部門從事消費及投資活動，進而影響整體經濟發展，爰建議宜鼓勵國內抵押貸款朝向固定利率模式發展，進而發展固定收益商品及避險衍生性金融商品市場。

參考資料來源

1. Bank of International Settlements and Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report, November 18, 2012
2. Bloomberg
3. Federal Housing Finance Agency Office of Inspector General “Impact of the Federal Reserve Quantitative Easing Programs on Fannie Mae & Freddie Mac, ” October 23, 2014
4. Fitch Ratings “Global Housing and Mortgage Outlook-2015, ” January 14, 2015
5. Franklin Templeton Investments 研討會資料
6. <http://www.cbo.gov/publication/49765>
Congressional Budget Office “Transitioning to Alternative Structures for Housing Finance , ” December 16, 2014
7. <http://www.demographia.com/dhi.pdf>
11th Annual Demographia International Housing Affordability Survey(2014:3rd Quarter), January 2015
8. <http://www.gao.gov/products/ GAO-15-131>
“U.S. Gao-Housing Finance System: A Framework for Assessing Potential Changes, ” October 7, 2014
9. Moody’ s Analytics “Housing Finance Reform Step Forward, ” March 2014

10. S&P “Back to the Future: Why Fannie & Freddie Remain Key Players In U.S. Housing, ” June 3, 2014
11. Urban Institute “A Realistic Assessment of Housing Finance Reform, ” August 2014, by Laurie S. Goodman
12. 其他網站
 - Fannie Mae
 - Federal Reserve Board
 - Freddie Mac
 - National Association of Realtors
 - Sifma
 - U.S. Census