

出國報告（出國類別：其他）

參加 2019 Ginnie Mae Summit 心得 報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：江鎧全/四等專員

派赴國家：美國

出國期間：108年6月11日至6月14日

報告日期：108年9月10日

目 錄

壹、	前言.....	1
貳、	SOFR 以及連結 SOFR 之機構浮動利率債券介紹.....	2
一、	隔夜融資擔保利率(SOFR)介紹.....	2
二、	連結 SOFR 之機構浮動利率債券介紹.....	9
叁、	心得及建議.....	12

參加 Ginnie Mae 舉辦之

2019 Ginnie Mae Summit 心得報告

壹、前言

職奉派於 6 月 13 日至 6 月 14 日參加 Ginnie Mae 於美國華盛頓 D.C. 舉辦之「2019 Ginnie Mae Summit」會議，會議參與者多為美國本地之房貸銀行與非商業銀行房貸業者，海外投資者亦踴躍出席，加拿大、印尼、日本、韓國、蒙古、新加坡與泰國等國之政府單位及本行均派員參加。會議以座談會與演講的形式進行，由 Ginnie Mae 邀請之學者、政府官員以及業界專家進行深度對談或發表演說，內容涵蓋美國經濟、房市展望、Ginnie Mae 政策宣導、交易對手信用風險管理與 Agency MBS 投資等多項議題，有助瞭解美國官方對房貸市場現況之看法、住房政策走向及 Ginnie Mae 對房貸業者的監理原則與典範實務等第一手資訊。

課程除上述內容外，對美國利率指標改革亦有所著墨，且 Fannie Mae 與 Freddie Mac 等房貸擔保機構自 2018 年起發行多檔連結隔夜擔保融資利率(Secured Overnight Financing Rate, SOFR)之機構浮動利率債券，遂於本報告第二部分介紹 SOFR 以及連結 SOFR 之機構浮動利率債券。

貳、 SOFR 以及連結 SOFR 之機構浮動利率債券介紹

一、隔夜擔保融資利率(SOFR)介紹

(一) SOFR 的特色

1. 美國官方為替代美元 LIBOR 推出的隔夜利率指標

美國聯準會、財政部、證券存託及結算公司(DTCC)、國際交換暨衍生性商品協會(ISDA)與多家國際性銀行自 2014 年 11 月起組成替代參考利率委員會(Alternative Reference Rate Committee, ARRC),以決定替代美元 LIBOR 的利率指標。ARRC 2017 年 6 月份決定以 SOFR 作為無風險參考利率(Risk-free Rate, RFR)替代美元 LIBOR,SOFR 包含三項美國公債隔夜附買回(Overnight Repo)利率:

(1)Tri-party Repo 資料 (來源為 Bank of New York Mellon)

(2)GCF Repo 資料(來源為 DTCC¹)

(3)經由 FICC² DVP 交割的 Bilateral Repo 資料,惟成交利率最低的 25%交易不計入。

2. 計算方式: 回顧式(Backward looking)交易量加權利率中位數

紐約聯邦準備銀行於每日上午 8 點,以前一交易日的上述三類隔夜附買回交易資料,計算交易量加權的利率中位數,得出 SOFR,從表一與圖一可知,Bilateral Repo 的交易量最大,成交利率亦分布較廣, Tri-party Repo 的成交量次之,但成交利率相對集中,而 GCF Repo 的成交量相對極低,對 SOFR 數值影響較小。

表一、不同類別 Repo 於 SOFR 組成的占比

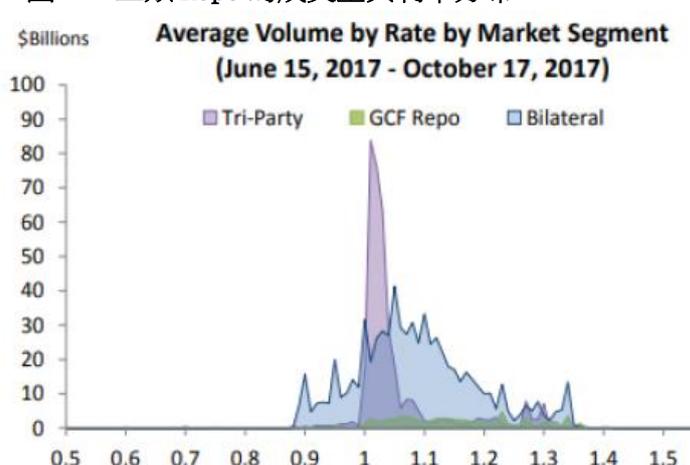
Volumes (\$bn)	BONY Repo	GCF Repo*	FICC Repo**	SOFR
4/2/2018	329	32	488	849
4/3/2018	321	23	481	825
4/4/2018	327	21	511	859
4/5/2018	331	18	480	829
4/6/2018	336	16	493	845
4/9/2018	330	11	492	833
4/10/2018	325	11	475	811
% on average	39%	2%	58%	100%

* The volume of GCF repo is the difference between the volumes of BGCR and BONY repo.

** The volume of FICC repo is the difference between the volumes of SOFR and BGCR. It's the volume after the "special" adjustment.

資料來源: Nomura

圖一、三類 Repo 的成交量與利率分布



資料來源: JP Morgan

¹ DTCC 全名為 The Depository Trust & Clearing Corporation

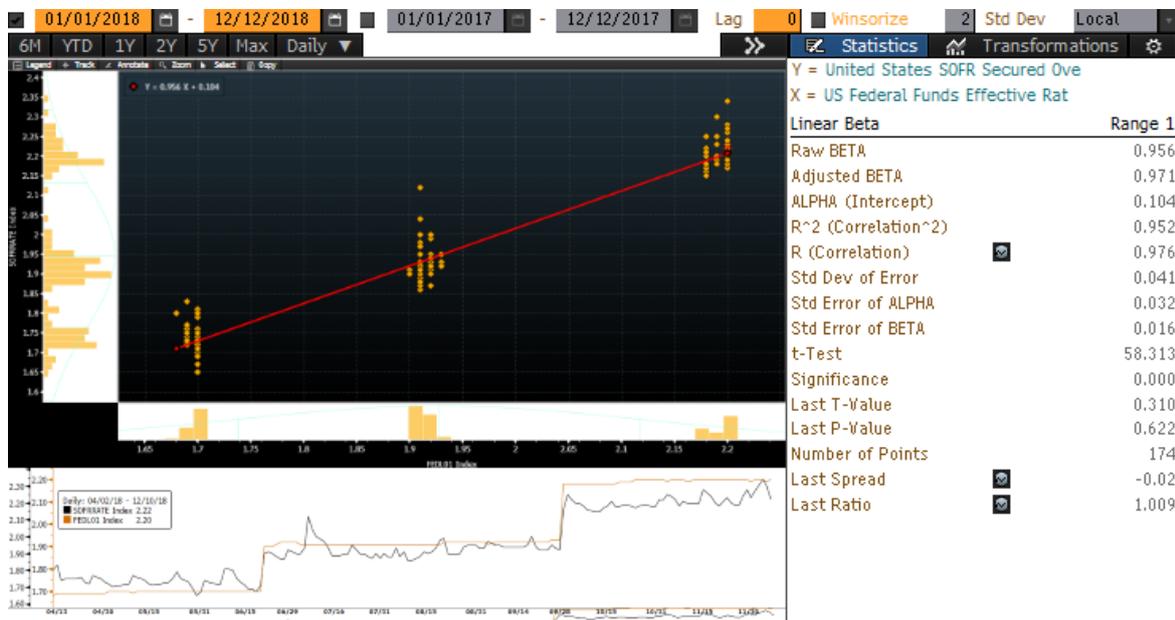
² FICC 全名為 Fixed Income Clearing Corporation

(二) 影響 SOFR 利率水準的因素

1. 聯準會貨幣政策與政策利率

SOFR 是一個以美國公債為擔保品的隔夜擔保融資利率，不但期間極短，且擔保品具高信用品質與流動性，故 SOFR 的利率水準應與聯邦資金利率等短天期利率相當接近，如圖二所示，SOFR 利率的變動有相當大部份是由聯準會的貨幣政策帶動，當 2018 年第二與三季底聯準會調升聯邦資金利率區間後，SOFR 利率的水位也隨之改變。

圖二、SOFR 利率水準與聯準會貨幣政策高度相關

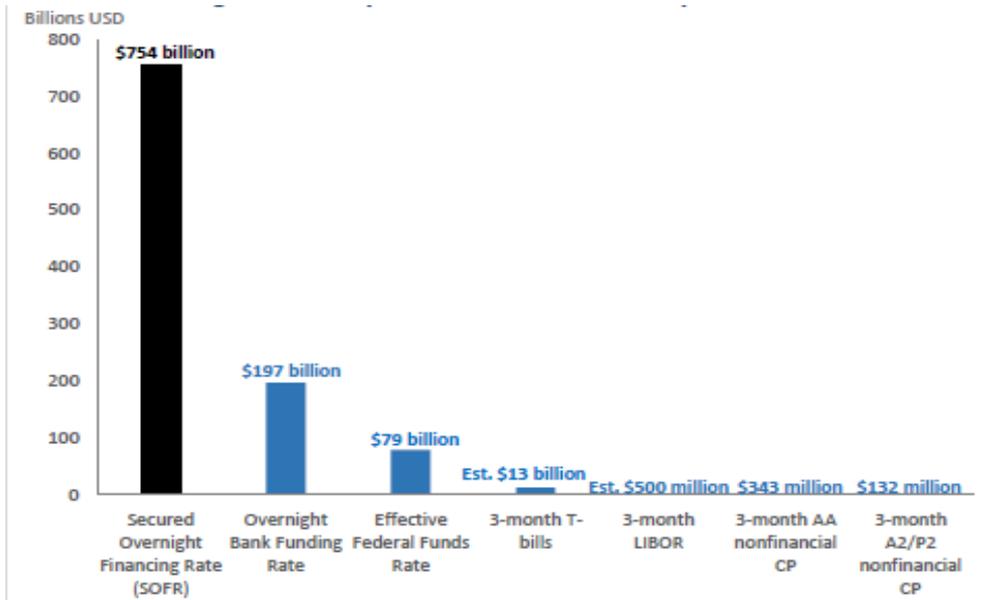


資料來源: Bloomberg

根據 ARRC 統計，SOFR 的日均交易量約 7,500 億美元，遠高於代表銀行間資金調度利率的 OBFR³約 2,000 億美元或 3 個月期美國國庫券約 130 億美元(圖三)。

³ OBFR 全名為 Overnight Bank Funding Rate，由 Effective Fed Funds Rate 與 Overnight Eurodollar Deposits rate 組成

圖三、SOFR 與其他短期利率指標的交易量比較



資料來源: ARRC

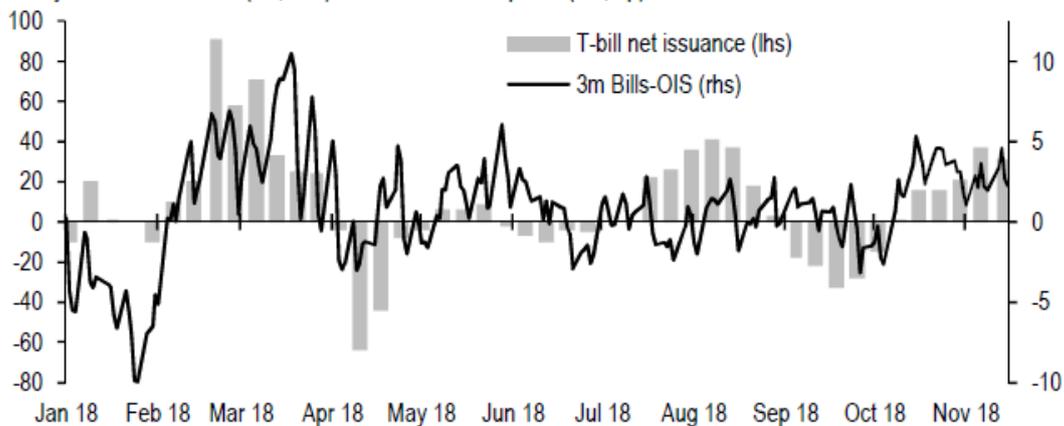
2. 美國國庫券的發行狀況

當國庫券的發行量上升，國庫券殖利率相對聯邦資金利率的利差 (3M Bill-OIS⁴ Spread) 擴寬(圖四)，銀行與貨幣型基金等投資人改投資變便宜的國庫券，對 Overnight Repo 等其他短天期貨幣市場工具需求因此下滑，故當國庫券發行量上升時，由 Overnight Repo 利率組成的 SOFR 對聯邦資金利率的利差也將同步擴寬(圖五)。

圖四、國庫券發行增加推升國庫券對聯邦資金利率的利差

Exhibit 7: The heavy T-bill supply beginning in February led to a 20bp cheapening in the 3m bills-OIS spread; later episodes were better anticipated and less impactful

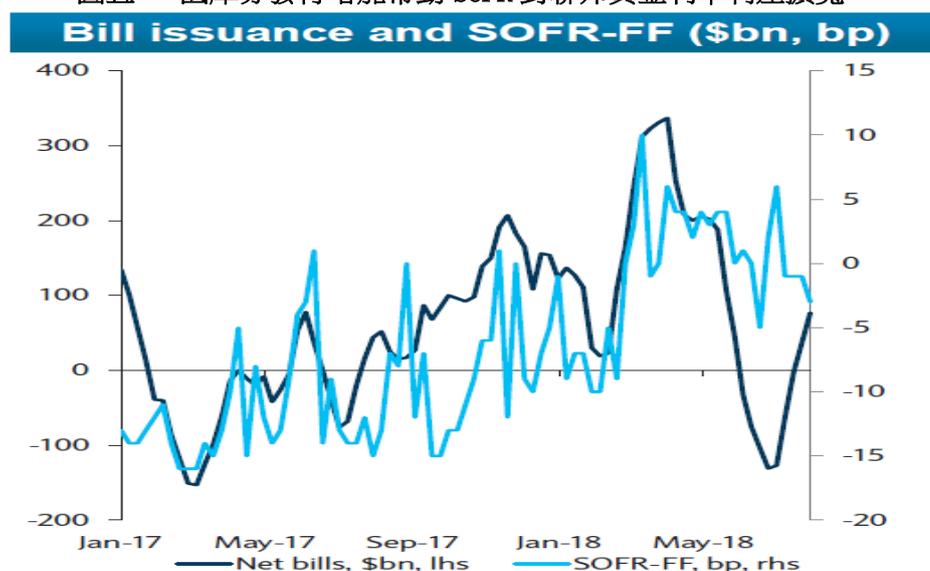
Weekly T-bill net issuance (lhs, \$bn) and 3m bills-OIS spread (rhs, bp)



資料來源: JP Morgan

⁴ OIS 全名為 Overnight Index Swap，隔夜聯邦資金利率交換

圖五、 國庫券發行增加帶動 SOFR 對聯邦資金利率利差擴寬



資料來源: Barclays

3. 日曆效果的影響

2008 年金融危機後，聯準會等金融監理單位對銀行新增了流動性覆蓋率 (Liquidity Coverage Ratio, LCR) 與全球系統重要性銀行 (G-SIB) 等金融監理規定，故銀行於月底、季底與年底等市場流動性較為緊俏的時候，對於需佔用資產負債表的 Repo 交易自然會要求較平常為高的收益，以彌補因金融監理比率劣化對銀行資本計提的影響(表二)。

表二、 SOFR 對 IOER 利差於月底與季底時擴寬

Avg daily changes in SOFR-IOER spread (bps) and SOFR volume (\$bn) conditional on calendar events; Aug-14 to Oct-17

	Chg in SOFR-IOER			Chg in Volume		
	Min	Max		Min	Max	
Unconditional	0	-45	20	0	-70	109
Month-end	5	-1	10	8	-62	109
Quarter-end	8	-5	20	-27	-24	-3
Year-end	2	-3	10	-6	-11	-3
Thursdays	1	-17	12	6	-52	53
Fannie P&I	0	-8	10	0	-70	28
Fannie P&I 1 day prior	3	-1	8	-8	-60	49
Mid-Month	2	-2	6	6	-52	44

Source: New York Fed, Credit Suisse

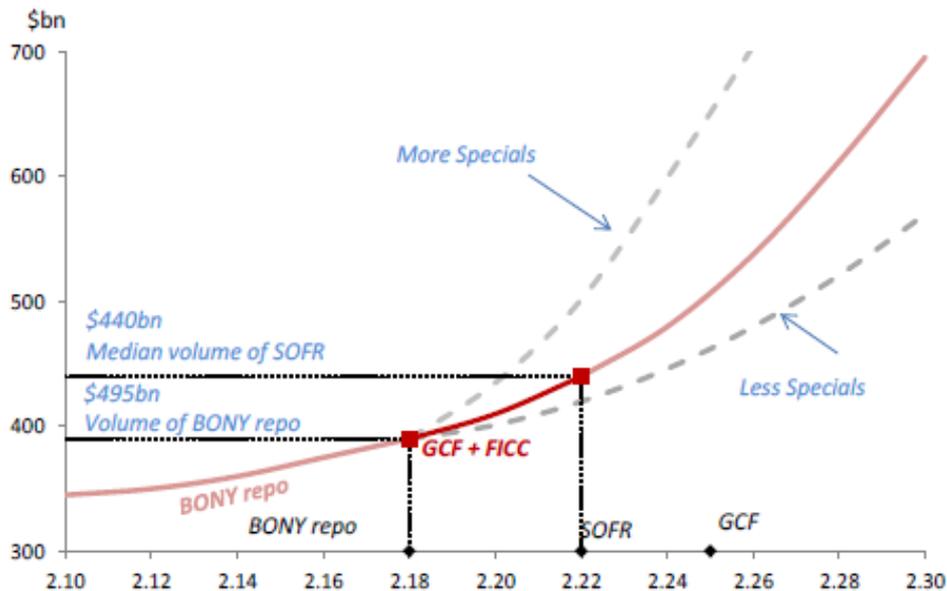
*Month-ends excludes quarter-ends

資料來源: Credit Suisse

4. Repo special 效應

如圖六所示，若 Bilateral Repo special 比率較高，且 Repo special 的程度較大，使 Bilateral Repo 相較 GC Repo 利率偏低，就有可能較大幅度拉低 SOFR 利率。

圖六、公債 Repo special 對 SOFR 影響示意



資料來源: Nomura

(三) SOFR 與 LIBOR 的比較

兩者性質差異甚大，並非近似的指標，表三為兩指標的簡單比較，顯見兩者除均可作為隔夜利率指標外，性質上無太多相似之處。

表三、LIBOR 與 SOFR 比較表

	USD LIBOR	SOFR
Secured	No	Yes
Credit Risk	Yes	No
Overnight Rate	Yes + other term tenors	Yes
Term Rate	Yes	No, planned 2021
Rate Data	Panel bank submission	Actual trades
Volumes	<\$1 bn / day at 3m tenor	\$800 bn / day at O/N tenor

資料來源: BOAML

(四) SOFR 期貨簡介

1. SOFR 期貨規格與交易量

為配合 ARRC 推動 SOFR 替代美元 LIBOR 的目標，芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)於 2018 年 5 月份推出了以 SOFR 指標為標的之期貨商品，其中 3 個月期的 SOFR 期貨商品規格比照現有的 Eurodollar 期貨合約，而 1 個月期的 SOFR 期貨商品規格則是比照聯邦資金利率期貨合約(表四)。

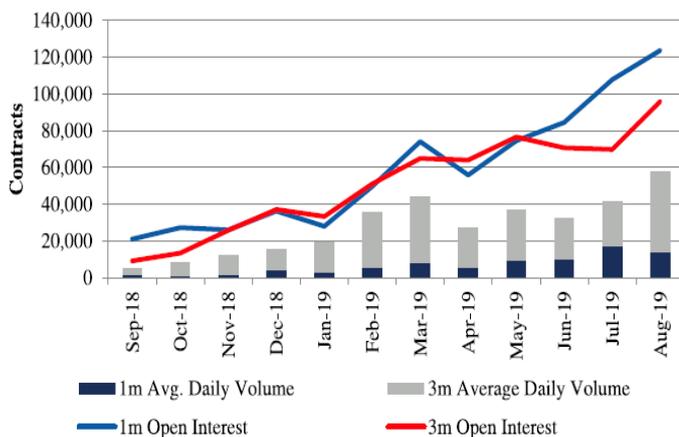
表四、1 個月與 3 個月 SOFR 期貨規格

Contracts	3m SOFR Futures (new)	1m SOFR Futures (new)	GCF Repo Futures (existing)	Fed Funds Futures (existing)	Eurodollar Futures (existing)
Underlying	SOFR	SOFR	DTCC GCF Repo Index	Effective Federal Funds Rate	3m LIBOR
Exchange	CME	CME	ICE	CME	CME
BBG Code	SFR	SER	UST	FF	ED
Risk	\$25/bp	\$41.67/bp	\$41.67/bp	\$41.67/bp	\$25/bp
Delivery rate	Compounded daily SOFR	Arithmetic average of daily SOFR	Arithmetic average of daily GCF Repo	Arithmetic average of daily EFFR	3m LIBOR
Contract period	Period starts on IMM Wed of the contract month and ends the business day prior to the IMM Wed of the next quarter	Period covers the contract month	Period covers the contract month	Period covers the contract month	LIBOR fixing on the second London bank business day preceding the third Wednesday of the delivery month
Delivery months	Nearest 20 March quarterly months (Mar, Jun, Sep, Dec).	Nearest 7 calendar months	Nearest 24 calendar months	Nearest 36 calendar months	Nearest 40 March quarterly months (Mar, Jun, Sep, Dec).
Price Basis	IMM Index, 100 - Rate	IMM Index, 100 - Rate	IMM Index, 100 - Rate	IMM Index, 100 - Rate	IMM Index, 100 - Rate

資料來源: Citi、CME

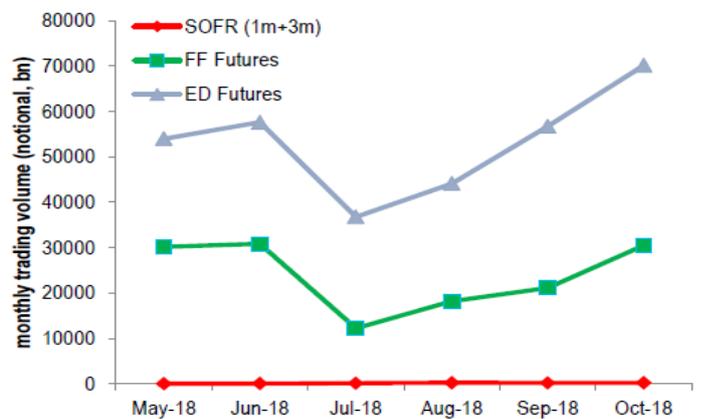
SOFR 期貨合約的平均日成交量已自本年 1 月份時的約 20,000 口，成長至 8 月的近 60,000 口(圖七)，惟仍較市場主流之 Eurodollar 期貨與聯邦資金利率期貨合約為低(圖八)。

圖七、1 個月與 3 個月 SOFR 指標期貨交易量



資料來源: BMO、CME

圖八、SOFR、Eurodollar 與聯邦資金利率期貨交易量比較



資料來源: Citi、CME

2. SOFR 利率期間結構仍處於建構初期

SOFR 為隔夜附買回利率，且目前尚無長天期的 SOFR 利率，僅能透過 SOFR 期貨合約交易的價格反推得出 SOFR 的遠期利率(表五)，但遠期 SOFR 期貨合約成交量與未平倉合約量相對 Eurodollar 期貨仍偏低(表六)，尚難提供足夠流動性，取代 Eurodollar 期貨的遠期利率指標地位。

表五、3 個月 SOFR 期貨合約收盤價與相應的利率水準

3-Month SOFR Future		Export To Excel	Settings	Euro Dollar Synthetic FRA							
Closing	08/29/2019	<input checked="" type="checkbox"/> Adjust	Mean Rev.	0.030	Rate Vol.	0.693%	Legend				
Start Date	Days	Ticker	Last	Rate	3 Mo	6 Mo	1 Yr	2 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr
10) 09/03/2019	15	SFRM9	97.7100	2.2900	1.919	1.771	1.552	1.319	1.210	1.123	
11) 09/18/2019	91	SFRU9	98.1550	1.8449	1.845	1.711	1.510	1.293	1.191		
12) 12/18/2019	91	SFRZ9	98.4300	1.5693	1.569	1.467	1.328	1.183	1.117		
13) 03/18/2020	91	SFRH0	98.6400	1.3585	1.358	1.298	1.201	1.110	1.067		
14) 06/17/2020	91	SFRM0	98.7650	1.2324	1.232	1.181	1.111	1.060	1.035		
15) 09/16/2020	91	SFRU0	98.8700	1.1259	1.126	1.097	1.047	1.025	1.013		
16) 12/16/2020	91	SFRZ0	98.9300	1.0643	1.064	1.035	1.011	1.005	1.001		
17) 03/17/2021	91	SFRH1	98.9900	1.0023	1.002	0.992	0.994	0.994	0.994		
18) 06/16/2021	91	SFRM1	99.0100	0.9801	0.980	0.983	0.984	0.991	0.992		
19) 09/15/2021	91	SFRU1	99.0050	0.9826	0.983	0.990	0.979	0.990			
20) 12/15/2021	91	SFRZ1	98.9900	0.9949	0.995	0.980	0.975	0.990			
21) 03/16/2022	91	SFRH2	99.0200	0.9620	0.962	0.964	0.970	0.988			
22) 06/15/2022	98	SFRM2	99.0150	0.9635	0.964	0.965	0.974	0.990			
23) 09/21/2022	91	SFRU2	99.0100	0.9651	0.965	0.972	0.978				

資料來源: Bloomberg

表六、3 個月 SOFR 期貨與 Eurodollar 期貨成交量比較

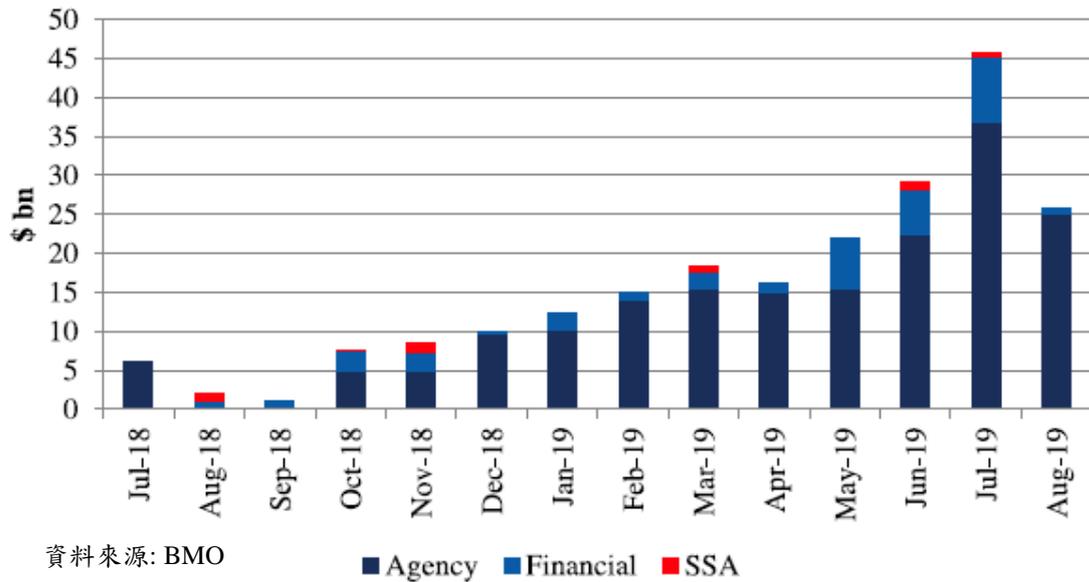
SFR1 Comdty							ED20 COMB Comdty								
Generic 1st 'SFR'			As of	08/30/19	Session		90DAY EURO\$ FUTR			As of	08/30/19	Session	COMB		
Contracts	20	Aggr Vol	6,385	Aggr Open Int	113,132		Contracts	44	Aggr Vol	52,158	Aggr Open Int	13,081			
Description	Last	Chg	Settle	Time	Volume	Vest Settl	Open Int	Description	Last	Chg	Settle	Time	Vest Settl	Volume	Open Int
21) Jun19			--	8/29	83	97.7100	11503	21) Sep19	197.9450	-0.025	--	11:39	97.9475	7651	1329495
22) Sep19			--	8/29	1451	98.1550	41985	22) Oct19	98.005	--	--	11:28	98.005	209	180416
23) Dec19			--	8/29	1223	98.4300	22872	23) Nov19	98.105	+0.010	--	8:17	98.095	209	114630
24) Mar20			--	8/29	387	98.6400	16304	24) Dec19	98.125	-0.005	--	11:36	98.130	8029	1889729
25) Jun20			--	8/29	439	98.7650	7831	25) Jan20	98.265	+0.005	--	7:30	98.260	1	18980
26) Sep20			--	8/29	570	98.8700	3946	26) Feb20	98.360	--	--	10:49	98.360	1	
27) Dec20			--	8/29	421	98.9300	4457	27) Mar20	98.425	-0.005	--	11:38	98.430	5975	1353684
28) Mar21			--	8/29	935	98.9900	3277	28) Jun20	98.570	-0.010	--	11:37	98.580	6427	1186505
29) Jun21			--	8/29	876	99.0100	943	29) Sep20	98.675	-0.015	--	11:28	98.690	8296	1095260
30) Sep21			--	8/29		99.0050	14	30) Dec20	198.705	-0.015	--	11:39	98.720	4986	1168466
31) Dec21			--	8/29		98.9900		31) Mar21	98.800	-0.015	--	11:39	98.815	2144	764854
32) Mar22			--	8/29		99.0200		32) Jun21	98.825	-0.010	--	11:37	98.835	1517	796020
33) Jun22			--	8/29		99.0150		33) Sep21	98.830	-0.010	--	11:33	98.840	1421	541396
34) Sep22			--	8/29		99.0100		34) Dec21	98.805	-0.010	--	11:37	98.815	2092	615836
35) Dec22			--	8/29		98.9950		35) Mar22	98.805	-0.005	--	11:34	98.810	1159	448345
36) Mar23			--	8/29		98.9900		36) Jun22	98.780	-0.010	--	11:27	98.790	480	324589
37) Jun23			--	8/29		98.9850		37) Sep22	98.765	-0.010	--	11:37	98.775	227	342930
38) Sep23			--	8/29		98.9800		38) Dec22	98.740	-0.010	--	11:25	98.750	364	231275
39) Dec23			--	8/29		98.9750		39) Mar23	98.740	--	--	10:25	98.740	128	253918

資料來源: Bloomberg

二、連結 SOFR 之機構浮動利率債券介紹

除發展 SOFR 衍生性金融商品市場外，ARRC 亦鼓勵市場參與者發行與 SOFR 連結之固定收益商品，Fannie Mae 與 Freddie Mac 等房貸擔保機構於 2019 年便領銜發行多檔連結 SOFR 之浮動利率債券(圖九)。

圖九、2019 年連結 SOFR 之浮動利率債券發行狀況



接下來以 2019 年 7 月 25 日發行之 FNMA Float 01/29/2021 債券為例進行分析(圖十)，該券係為 Fannie Mae 發行的主順位無擔保浮動利率機構債，計息方式為 O/N SOFR + 4bp，每日重設計價利率，以前一交易日的 O/N SOFR 再加上 4bp 作為當日票息，每季給付票息一次(圖十一)。

圖十、FNMA Float 1/29/2021 Bloomberg DES Page

25 Bond Description		20 Issuer Description	
Pages 1) Bond Info 2) Addtl Info 3) Reg/Tax 4) Covenants 5) Guarantors 6) Bond Ratings 7) Identifiers 8) Exchanges 9) Inv Parties 10) Fees, Restrict 11) Schedules 12) Coupons Quick Links 13) ALLQ Pricing 14) QRD Qt Recap 15) TDH Trade Hist 16) CACS Corp Action 17) CF Prospectus 18) CN Sec News 19) HDS Holders		Issuer Information Name FANNIE MAE Industry Government Agencies (BICS) Security Information Mkt Iss Global Country US Currency USD Rank Unsecured Series Coupon Type Floating Formula O/N SOFR +4.0000 Day Cnt ACT/360 Iss Price 100.00000 Maturity 01/29/2021 BULLET Iss Sprd Calc Type (21)FLOAT RATE NOTE Pricing Date 07/25/2019 Interest Accrual Date 07/29/2019 1st Settle Date 07/29/2019 1st Coupon Date 10/29/2019	
		Identifiers ID Number AZ8132278 CUSIP 3135G0V83 ISIN US3135G0V837 Bond Ratings Moody's Aaa S&P AA+ Fitch AAA Composite AA+ Issuance & Trading Amt Issued/Outstanding USD 2,000,000.00 (M) / USD 2,000,000.00 (M) Min Piece/Increment 1,000.00 / 1,000.00 Par Amount 1,000.00 Book Runner CITI,JPM,TDSEC Reporting TRACE	

資料來源: Bloomberg

圖十一、FNMA Float 1/29/2021 Coupon Information

25 Bond Description		20 Issuer Description	
Coupons			
Coupon Information			
Benchmark	SOFRRATE	Benchmark Freq	O/N
Fix Frequency	Daily	Next Coupon Date	10/29/2019
Paying Agent		Prev Coupon Date	07/29/2019
Pay Calendars	US	Cap	Floor 0
Refix Calendars	GT	Margin	+4
First Irreg Cpn	Normal	Reset Days Prior	1
Last Irreg Cpn	Normal	Current Coupon	Lockout 2
		Cpn Conv	Foll-Unadj Cpn Freq Quarterly
Table View		Chart View	
Past Coupon Resets		Mar SOFRRATE Index	
Accrual Start	Rate	Date	United States SOFR Secured
08/30/2019			Range 08/28/2018
08/29/2019	2.16000		Market Last Price
08/28/2019	2.19000		View Price Table
08/27/2019	2.14000		Date Last Price
08/24/2019	2.14000		Fr 08/30/19
08/23/2019	2.13000		Th 08/29/19
08/22/2019	2.14000		We 08/28/19 2.12
			Tu 08/27/19 2.15
			Mo 08/26/19 2.10

資料來源: Bloomberg

若投資人於本年 8 月 30 日以 99.988 元的價格買入該券，實際得到的浮動利率加點(Discount Margin, DM)約為 4.805bp(圖十二)，略高於發行時的 4bp。若與到期日相近的 FNMA 2.5% 4/13/2021 固定利率機構債作比較，將固定利率債換為合成浮動利率債券，其利率交換利差(ASW Spread)為 15.7bp(圖十三)，代表 FNMA 之 SOFR 浮動利率債券較固定利率債券之利差為窄，價格相對較貴。

圖十二、FNMA Float 01/29/2021 Discount Margin 計算

FNMA 0 01/29/21 Corp		Settings		Yield and Spread Analysis	
99.988/99.988	4.805/4.805	TRAC@ 8/28/	95) Buy	90) Sell	
1) Yield & Spread		2) Yields		3) Graphs	
4) Pricing		5) Description		6) Custom	
FNMA Float 01/29/21 (3135G0V83)			M/M Equiv to Next Fix		Floater Cpn History
Price	99.988	Settle	09/03/19	ACT/360	ACT/365
DM (bp)	4.805188	Wst		Price at Refix	99.989955
Yield	2.168052			on 09/04/2019	Days
Workout	01/29/2021 @ 100.00			Mmkt	2.857727
SFL	4.852				07/29/19 2.45000
					07/30/19 2.44000
					07/31/19 2.43000
					08/01/19 2.59000
Floater Information			Risk		
Benchmark	SOFRRATE	Assumed Rate	2.12000	To 09/04/19	OAS
Quoted Margin	4.00	Coupon	2.16	Mod Duration	0.003
Next Pay	10/29/2019	Coupon Freq	Quarterly	Risk	0.003
		Refix Freq	Conventi...	Convexity	0.000
Index to	10/29/2019		2.12000	DV 01 on 1MM	0
OAS			Floater Analysis YASN		
Calculate OAS			Invoice		
				Face	1,000 M
				Principal	999,880.00
				Accrued (36 Days)	2,201.94
				Total (USD)	1,002,081.94

資料來源: Bloomberg

圖十三、FNMA 2.5% 04/13/2021 SOFR Rate ASW Spread 計算

FNMA 2 04/13/21		Actions		Settings		Asset Swap Calculator	
Pricing		Cashflow		Relative Value		Deal Summary	
Asset Swap Analysis		Price	101.4960	ASW Spread		15.7	
Calculate		Z-Spread	-4.8	MMS Spread		-4.4	
Price -> ASW Spread		Yield(%)	1.55563				
Bond AS187057		Swap Par-Par		Matched Maturity		Swap Detail SWPM »	
Par Amount	1MM	Leg 1: Fixed	Pay	Leg 2: Float	Receive		
Workout	04/13/2021	Notional	1MM	Notional	1MM		
Workout Price	100.0000	Currency	USD	Currency	USD		
Pay Freq	SemiAnnual	Effective Date	04/13/2019	Effective Date	04/13/2019		
Day Count	30/360	Maturity Date	04/13/2021	Maturity Date	04/13/2021		
Implied Value 101.7497		Coupon	2.5	Latest Index	2.12		
		Pay Freq	SemiAnnual	Index	SOFRRATE		
		Day Count	30/360	Pay Freq	Quarterly		
		<input checked="" type="checkbox"/> Include Accrued		Reset Freq	Daily		
		<input checked="" type="checkbox"/> Include Accrued		Day Count	ACT/360		
				<input type="checkbox"/> OIS			
Market		Discount Curve 42 Ask		Discount Curve 42 Ask			
Curve Date	08/30/2019			Forward Curve 490 Ask			
Settle Date	09/03/2019						
Swapped Spread Detail							
Clean Price	101.4960			Money	Spread(bp)		
Swap Price	100.0000	Cash Out	1.4960	-14,960.0	-92.9		
Swap Rate(%)	1.39718	Bond Cpn(%)	2.5000	17,496.5	108.6		
Redemption(%)	0.0000			0.0	0.0		
Funding	Spread(bp)	0.0		0.0	0.0		

資料來源: Bloomberg

叁、心得及建議

一、 Ginnie Mae 將繼續強化對房貸業者的管理

Ginnie Mae 在改善非銀行房貸業者對退伍軍人房貸不當轉貸(VA Churning)的行為上已取得一定進展，Ginnie Mae 利用暫時禁止 Freedom 與 LoanDepot 等非銀行房貸業者使用 Multi Issuer Program (G2SF)發行 MBS 的機制，致上述業者發行的 MBS 對 G2SF MBS 有高額折價(約 1%)，蒙受損失，迫使上述業者願與主管機關配合，積極降低提前還款速度。Ginnie Mae 一再重申，不會坐視由非正常原因引起的提前還款速度攀升。G2SF MBS 今年已有效控制因 VA Churning 等非利率相關因素所致的提前還款速度上升，G2SF MBS 相對 Fannie Mae 與 Freddie Mac MBS 在提前還款速度方面的劣勢已顯著降低，有利 G2SF MBS 的價格表現。

二、 FHFA Director Mark Calabria 將積極推動兩房改革

FHFA Director Mark Calabria 於 Ginnie Mae Summit 上發表演說，重申其推動私部門資本重回房貸市場的決心，讓兩房累積足夠資本，使美國政府得以退出監管為其重要政策目標。職現場聆聽其演講後，認為 Dr. Calabria 熱切推動房市改革乃是其個人信念所致，並非與川普政府其他政府部門、國會或業界成員理性討論後所得的結果，故即便日後有可能有相當多的新聞頭條風險，但其個人意見未必是美國政府對兩房改革方案的最終決定。

FHFA Director Mark Calabria 目前仍尋求國會合作以推動兩房改革，若國會確定無法配合，他個人才會尋求逕行推動兩房退出政府監管，累積資本準備民營化的可能。雖然上述情境不是最有機會發生的狀況，但仍宜密切注意 FHFA 發布之兩房改革政策報告，以及早因應。

參考資料

1. Ginnie Mae 2019 Ginnie Mae Summit
2. Ginnie Mae Progress Update: Ginnie Mae 2020
3. JP Morgan Hello, SOFR
4. Credit Suisse Not SOFR away - A Transition Guide
5. Nomura LIBOR took us so far: meet SOFR
6. Citi SOFR Trading Guide
7. BMO SOFR Market Update