

Risk Alpha Investment 投資備忘錄 (十三)

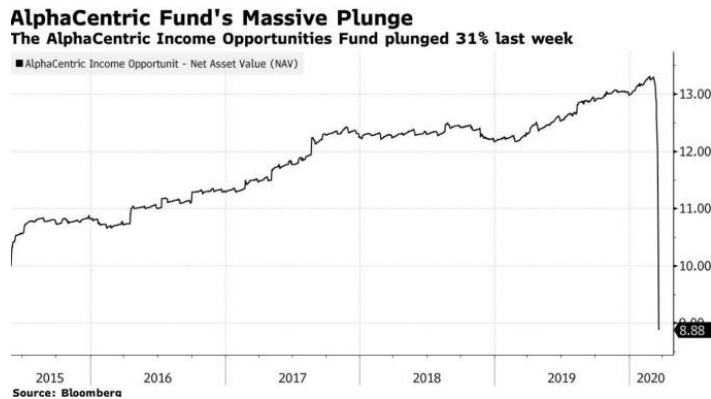
2020.03.31

Re: 為何新冠病毒對美國 Mortgage REIT 市場帶來重大損失?

隨著新冠病毒的美國染病人數節節高升，美國宣布進入國家緊急狀態。至少有 26 個州關閉了商業設施，僅有超市、藥房、醫院、垃圾處理站等必要的設施保持運營，以維持居民生活。過去，消費占到了美國經濟增長的七成以上。而此次疫情帶來的失業人口，是 2008 年金融風暴時的五倍，當時的失業數據是 66.7 萬人。在此背景下，美國的主要金融資產價值紛紛受到打擊，其中，以 Mortgage REIT 產業受到的打擊最為嚴重，截至 3/30 為止，整個產業股價下滑 55%，主要原因梳理如下：

- 資產端: Mortgage REIT 公司在資產端主要是持有房貸相關的產品，主要透過收取房貸的利息創造獲利，然而，新冠病毒實際上導致了美國經濟的停擺，這預計造成空前的暫時性失業與企業活動的停擺。使得市場擔憂越來越多借款人可能難以及時償還抵押貸款，造成 Mortgage REIT 公司收益的短缺。
- 融資端: 3 月中以來美國金融市場發生的無差別資產拋售潮使得傳統安全的資產亦快速下跌，房貸相關的產品市價也遭受波及，這個變化使得提供 Mortgage REIT 公司資金的銀行開始要求 Mortgage REIT 公司提供更多擔保(Margin Call)，若無法及時提供擔保，則銀行將有權利針對 Mortgage REIT 公司的擔保進行拍賣。若擔保品進行拍賣，恐將進一步拉低房貸相關產品的市價，觸發更多的擔保要求(Margin Call)，進而形成惡性循環。
- 市場端:自 2020/3/9 開始市場極度緊缺流動性，在市場追求現金的情況下，高品質資產也開始被市場拋售求現，以「Alpha Centric Income Opportunities Fund」為例，該基金過往表現優異，為晨星評價五星的基金，但在這次新冠病毒風暴中，為了支應客戶的大額贖回，該基金在 3/18 當周出售了 10 億美元的房貸相關證券，因為市場缺乏對應的買盤，使得該基金以極差的價格出售資產，該基金的淨值一周內下滑 31%，市場瘋狂拋售變現的嚴峻情況可見一斑(見圖一)。

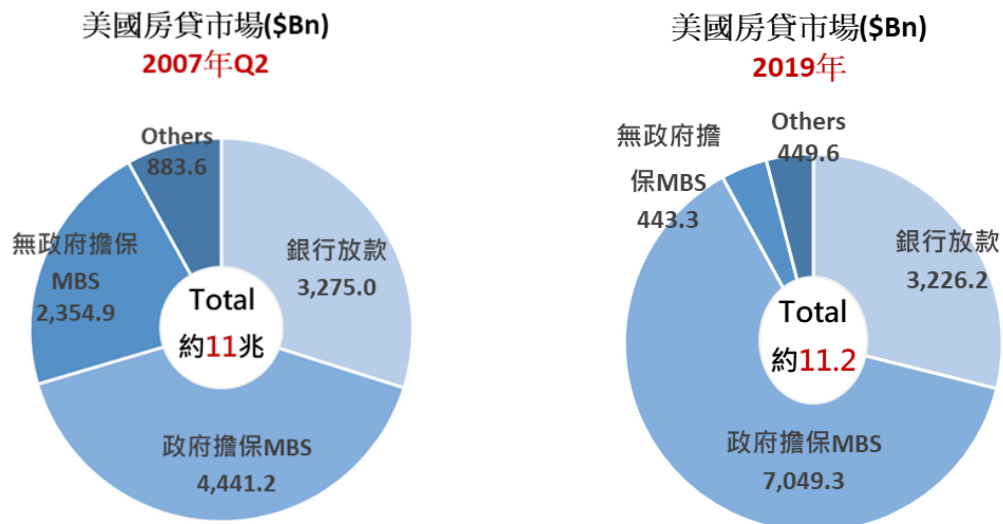
圖一 AlphaCentric Income Opportunities Fund 淨值



雖然這次新冠病毒風暴對美國房貸市場的衝擊堪比 2008 年，但此次美國房貸市場危機與 2008 年的美國次貸風暴在本質上仍有很大的差異

- 2008 年的問題來自於浮濫放款，很多沒有還款能力的人也可以借到錢，2020 年的問題主要來自於經濟活動突然被迫“全面暫停”，而分工細膩的美國金融體系，面對這個突如其來的改變，應變不及，所以造成恐慌。
- 自從 2008 年之後，美國政府嚴格管控放款，所以目前的整體美國房貸總額 11.2 兆與 2007 年第二季時的規模相仿，其中政府擔保的房貸相關證券(MBS)佔比大幅提高，無政府擔保的房貸相關證券佔比僅為 2007 年的五分之一。(見圖二)

圖二 美國房貸市場佔比分析 2007 v.s. 2019



結論: 考量房地產市場的重要性，美聯儲已承諾購買任何必需的 Agency MBS，來支持市場的平穩運轉。同時美國政府已通過兩兆美元的擴大財政支出刺激的紓困法案，目的是在抗疫期間，維持美國經濟運作約 3 個月，避免大規模的企業違約與裁員，然而對於 mortgage REIT 而言，如何在防疫期間確保正常取得房貸還款的現金流，並且避免負債端 margin call

引發的多米諾骨牌效應是該產業能否順利度過難關的關鍵，或許面對當前新冠病毒引發的緊急狀況，可參照 2009 年 4 月 FASB 為因應金融風暴所通過的一項新規則，暫時允許業者暫停採用按市值計價（**mark-to-market**）的交易保證金規則，是一條快速有效的解決方案 (https://www.hbrtaiwan.com/article_content_AR0001634.html)。