

## 駿利亨德森市場觀點：

### 低利率環境為今日的房貸市場創造機會

2019 年 10 月

儘管不動產抵押證券今年以來表現落後於美國國債，但低利率引發了再融資浪潮，這為房地產市場創造了順風。駿利亨德森投資組合經理 Nick Childs 解釋了為什麼我們認為主動管理對於在房貸市場中找尋投資機會至關重要。

#### 重要要點

- 由於房貸利率較低且大部分貸款都可以再融資，我們在今日的房市看到了順風因素。
- 若能了解借貸人在借款行為上細微的差異，並有效利用其波動性，應可使主動投資管理者得以掌握投資機會。
- 我們相信利率未來的變化與漸增的波動性，可能會帶來更多機會。

為什麼要關注房貸又為什麼是現在呢？自年初以來，房貸相關證券與美國政府債相比相對承受壓力。在 2018 年第四季時，房貸利率高於目前約 150 個基點，並且第四季時，僅約 7% 的資金是可以再融資的；而現在該比例約為 70%。若從風險的角度來看，房貸具有再融資風險 (refinancing risk)。目前環境在受到波動性影響下，房貸利率利差接近過去五年高點。因此，若單從歷史利差角度來看，房貸相關證券確實具有吸引力。

我們的許多客戶都在問：“現在房市狀況如何？房貸利率又如何影響房市？”。在 2018 年第四季時，我們對房市看法整體來說挺不樂觀的。

因為當時房貸利率很高，可負擔性也就相對不容易。而如今，房貸利率已降至低水準，許多其他不利因素都已減輕，我們也看到了很多順風因素；也因此，現在我們對房市變得相當樂觀。

在過去 18 個月中被償還的房貸大多屬於可再融資(refinanceable)的房貸，因為它們都還沒被再融資過。當我們較全面性地看待房貸這個領域時，投資人可能會先從“總報酬”的角度去想像，因為總報酬是一個涵蓋所有細項的數字；但在那之下，卻有著成千上萬的細微不同之處；也因此，在總報酬表面之下的離散性其實是很大的。

也就是說，儘管不動產抵押證券在今年以來的表現一直不及美國政府債，但作為主動投資管理者，藉由這些成千上萬的細微差異，仍有機會可以表現超越。

對於主動投資管理者來說，房貸是一個非常有趣的市場。儘管一般而言被動性房貸相關證券投資者對波動性的偏好程度較低，但主動管理者卻因波動性而受到鼓舞。再者，如果從借款人的組成範疇來看，在過去的 18 個月中，那些負凸性最大的借貸商品，或是那些最可再融資的借款人，也都早就已提前償還它們的房貸了。

那麼為什麼要主動性投資管理，又為甚麼是房貸呢？因為波動性對我們有利。整體而言，投資房貸相關證券是一個非常需要量化的領域。因此，包含基本統計數據、均值回歸(mean reversion)等都是需要考量的。當每次利率變化時，都可能帶來更多的機會。不動產抵押證券是個需要建立模型的領域，因此我們須了解借款人的借貸行為 - 有效地了解人們“為什麼”以及“何時”會提前償還房貸 - 而每當利率變化以及波動性上升時，我們都能再次進行審視這也讓我們對該領域感到非常興奮。

\*債券凸性為表示當利率變動時，其債券價格上漲幅度高於下降幅度。

本文為 2019 年 9 月觀點，若有更改將不令進行通知。本文資訊並不構成買進、持有或賣出任何投資策略與產業之建議。任何預測均不為任何保證。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是準確、完整、或及時，且亦不保證使用中所獲得的結果。過往表現不為未來表現之保證。**投資基金一定有風險，可能損失投資本金額並且價值可能遭受波動。**固定收益證券受制於利率、通貨膨脹、信貸及違約風險。隨著利率上升，債券價格通常下跌，反之亦然。本金的報酬率無法保證，並且價格可能因為發行者未能及時付款，或是信用強度減低而變動。抵押貸款

證券可能對利率變動相當敏感，並可能因展延風險(extension risk)而變動，也就是當借款人在利率上升時延長借款存續期；也可能因預付風險(prepayment risk)而變動，也就是當借款人在利率下跌時付清房貸。而這些風險都可能減低報酬率。當價格評價下降以及市場經濟條件改變時，主動式與被動式投資管理者都有可能承受損失。

## 重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容，或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com/> 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JHITL1219(13)1020.TW.retail