



憑藉實力 贏得信任

證券化資產的流動性如何？

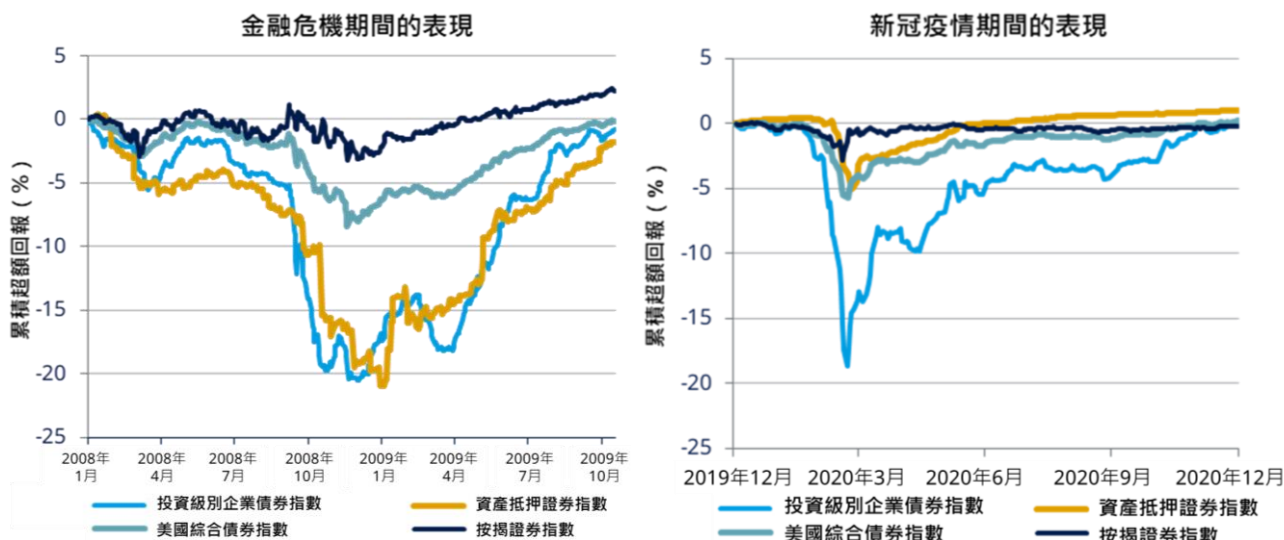
證券化信貸的流動性因應行業規模和市場壓力而異。由美國政府提供擔保的機構抵押擔保證券(Agency MBS)·通常被視為全球流動性僅次於美國國庫券的資產。一般來說·在正常的市場環境下·證券化信貸資產(無政府擔保)的交易成本(買賣差價)與評級相若的企業債券相似。然而·證券化信貸資產的年度發行量、已發行金額和交投量均不及企業信貸。因此·儘管證券化信貸的交易成本可能與企業信貸相若·但後者的交易規模或會較大。

此外·證券化信貸領域涵蓋不同性質·種類眾多·因此信貸評級·市場規模及流動性不盡相同。在經紀交易商公開財政狀況的意願方面·金融監管法規對不同領域的影響各異。美國聯邦儲備銀行亦已針對這領域內的分類行業實施流動性支持計劃。在政府及監管機構的流動性支持措施方面·我們認為機構抵押擔保證券通常獲得最大支持·其次是企業債券·非機構證券化信貸一般獲得最少的外部流動性支持。

如果環球金融危機 / 新冠疫情重現·證券化資產的情況如何？

整體而言·在危機情境下·信貸策略預計應會出現顯著的市價波動。然而·我們認為目前聚焦的證券化領域不大可能成為下一次金融危機的震央。因此·儘管經濟衰退或危機可能影響投資表現·但我們相信市場對這類資產存在回顧性偏差·令投資者對證券化資產的估值過於審慎。我們認為·具前瞻視野的投資者能夠獲得超額的風險溢價。

在金融危機與新冠疫情衝擊期間·機構抵押貸款證券均展現優異的抗跌力·而多個證券化信貸板塊雖經歷大幅回撤·其後仍實現穩步回升。若未來再出現經濟下行·基本面的韌性終將主導市場表現·短期技術性波動難以持續。



證券化資產的市場的規模如何？

機構抵押擔保證券市場的規模接近 10 萬億美元，與美國企業債券市場相若。機構抵押擔保證券市場現時沒有出現額度問題，但非機構抵押擔保證券、商業抵押擔保證券和消費資產抵押證券(ABS)等證券化信貸領域的額度總值約 3 萬億美元，其中個別範疇的規模龐大且具流動性，而其他領域的規模相對有限，並具獨特性。我們相信，我們的投資流程有助維持靈活性，並可藉此投資於部分規模有限的領域，在其他市場參與者或未涉足的領域尋找價值。

信貸周期是否進入後段？

我們認為不少證券化領域的信貸周期，出現與其他資產類別信貸周期錯位的情況。鑑於證券化範疇擁有廣泛的可投資分類領域，例如住宅物業、消費信用卡、汽車貸款、酒店和商業物業，主動型基金經理必定能夠在信貸周期的任何階段，發掘具有或缺乏投資價值的環節。有意減少信貸配置，但同時希望維持收益潛力的投資者，可以考慮把資金由企業信貸重新配置到證券化信貸。

對抵押擔保證券來說，美國提早償還按揭是否重要？

儘管提早還款（業主提早償還按揭，以免長期支付利息）是投資機構抵押擔保證券時的重要考慮因素，但對不少證券化信貸領域來說重要性較低。部分信貸領域一般會包括保障投資者利息收入的特質，以免受到借款人提前還款的影響，而許多住宅信貸證券實際上會受惠於提前還款，因為這有助降低證券資本結構的槓桿水平。提前還款預測模型是我們投資流程的核心部分，也是我們締造超額回報策略的重要組成元素。

從廣泛的投資組合建構角度來說，投資者應如何看待證券化資產？

我們認為，投資者應運用多元領域投資委託或專屬策略，考慮對證券化策略作長期策略配置。由於證券化領域仍然存在 2008 年金融危機後的低效情況，加上新冠疫情後的需求動態受到衝擊，我們認為投資者應考慮在策略上對這類資產持偏高比重。儘管整體風險及回報水平取決於投資配置是側重於美國政府擔保資產（通常視為擁有 AAA 評級，例如機構抵押擔保證券），抑或投資級別或以下的證券化信貸領域，但由於證券化資產與企業信貸和股票市場的相關性向來相對偏低，因此能夠與其他傳統配置發揮相輔相成的重要作用。

在多元領域投資組合中，投資者應對證券化資產有何期望？

大多數情況下，證券化資產的作用是為廣泛投資組合分散風險及提高收益潛力。舉例而言，大部分情境中，美國東南部汽車貸款組合帶來的現金流，與全球貨幣政策、歐洲失業率或中國國內生產總值水平的相關性較低。然而，我們也觀察到，這類宏觀風險因素曾主導股票和企業債券的回報。與此同時，這些資產的潛在收益通常較高。因此，證券化信貸可與核心投資組合配置發揮互補作用或提高收益，或是兩者兼備。

另一方面，機構抵押擔保證券可以成為美國國庫券以外的額外收益來源，並在市場受壓期間提供避險保障。機構抵押擔保證券從未出現違約，即使在 2008 年全球金融危機期間亦是如此。我們認為，任何擁有政府債券配置的多元領域投資組合，都應考慮配置於機構抵押擔保證券，否則便會錯失有助提升潛在回報的機遇。

投資者應如何決定多元投資組合中的證券化資產配置？

東方匯理資產管理美國投資團隊奉行現代投資組合理論：評估更廣泛的證券投資機會範疇，應可提高取得超額回報的可能性。團隊會監察當前的收益率水平、息差、歷史相對價值水平和不同領域之間的估值關係，以判定哪些債券範疇擁有最具潛力的前瞻性風險調整後回報。隨後我們會考慮不同領域間的相關性水平，以建構多元投資組合；該組合具有多重回報來源，並對預期風險調整後回報較高的領域持偏高比重。有時分析結果會建議對證券化資產持偏高比重，有時則會因估值水平而建議持偏低比重。重點在於我們希望把證券化資產納入可投資範疇，以便及時把握潛在的機會。

證券化信貸產品在減息環境中如何反應？

在利率下降週期中，支付固定利率的證券化信貸產品（如固定利率抵押貸款證券）將獲得與傳統企業債券相似的估值支撐，即收益率與證券價格呈反向變動關係。反之，支付浮動利率的證券化信貸產品（例如貸款抵押證券(CLO)）則不會獲得此類支撐，因其票息將隨央行利率下調而相應降低。

免責聲明

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編製。

本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。

本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文並未得到香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)的審閱。

本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。

投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。

本文不擬提供於美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。