

楔子

2002 年，在倫敦一場中央銀行總裁的會議中，美國聯邦準備理事會主席葛林斯班（Greenspan）發表演講指出：「感謝金融創新，使得美國的經濟得以對驚駭事件的衝擊更具抵抗力」。

葛老堅定地指出，911 恐怖攻擊後，雖然歷經股票市場崩潰及商業投資的大幅衰退，但美國經濟依然堅強。

葛老所指的金融創新中，特別讚揚二件事，一為創造大量房屋抵押貸款次級市場的資產證券化（Securitization），另一即為信用衍生性金融商品（Credit Derivatives）。

葛老進一步說明：「信用衍生性金融商品如信用違約交換（Credit Default Swap；CDS）、擔保債務憑證（Collateralized Debt Obligations；CDO）以及信用連動債券（Credit-Linked Notes；CLN）等，有助於美國經濟對一些驚駭事件的抵抗力；這些工具使得如美國能源巨人恩龍公司（Enron）、美國海底電纜公司（Global Crossing）、瑞士航空（Swissair）、英國鐵路基建公司（Railtrack）、世界通訊（WorldCom）等國際級企業破產的不良效應可以較為分散，因而對金融市場的衝擊不致發生巨大的骨牌效應。」

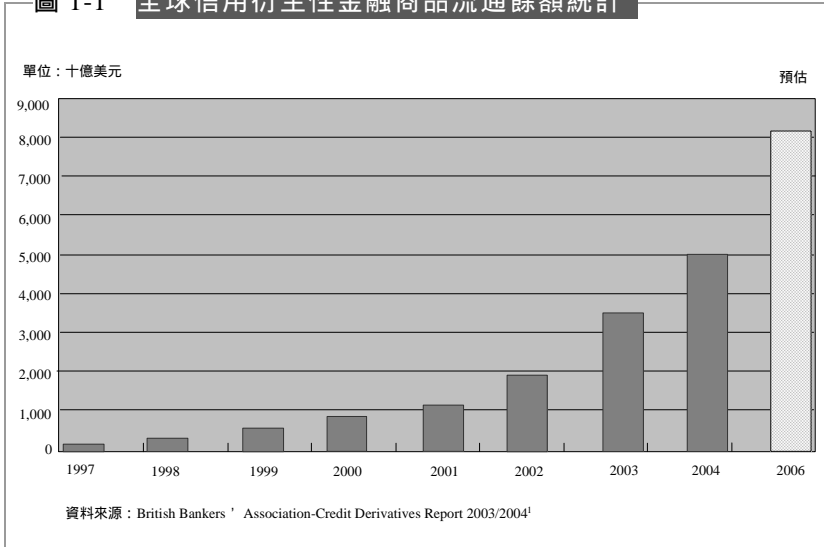
一、信用風險管理與信用衍生性金融商品

其實，信用衍生性金融商品（本書亦稱信用衍生性商品或信用衍生性交易）的發展歷史尚短，1990 年以前並不曾聽過這個名詞，國際上雖從 1992 年開始出現信用衍生性金融商品，但嚴格說來，這個市場幾乎還不存在，一直到 1995 年起市場交易才逐漸活絡；令人驚訝的是，它一開始發展，就以火箭般地速度一飛沖天。

全世界統計信用衍生性金融商品最完整之機構 - 英國銀行協會（British Banker's Association；簡稱 BBA）公布指出，全球信用衍生性金融商品流通餘額，從 1997 年的 1,800 億美元快速增加至 2000 年的 8,930 億美元。2002 年底，全球市場成交量早已超出先前 2000 年所預測的 1.5 兆美元，達到 2 兆美元；2004 年底時更達到 5 兆美元左右。預估，這個數字在 2006 年之前，還會再增加到 8 兆美元（參見圖 1-1）。有些市場投資人相信，信用衍生性商品的市場規模，總有一天會成長到與利率衍生性商品相同的程度，而後者規模目前是前者的 50 倍左右。

為甚麼信用衍生性金融商品會發展的如此快速？一言蔽之，乃因信用風險的高漲所導致大幅避險及積極管理信用風險的需求。回顧金融市場的歷史，1990 年前，信用風險並不為金融市場所重視；七、八 年代，信用風險似乎不是大問題，人們總覺得

圖 1-1 全球信用衍生性金融商品流通餘額統計



信用風險的發生相對少數，且事前多有徵兆可循，大規模或地區性的集體信用違約事件（Credit Events）幾乎絕無僅有。然而九十年代起，損失金額極大的違約事件、國家級或區域性的金融風暴的相繼發生，掀開了信用危機的序幕，廿世紀末，全世界最大的能源交易商恩龍（Enron）的一夕崩塌讓美國華爾街為之震驚，緊接著泰科（Tyco）、世界通訊（WorldCom）、全錄（Xerox）、默克藥廠（Merck）、必治妥施貴寶（BMY）等頂級企業紛傳弊案，導致接二連三的企業破產或信用危機，凸顯了我們對信用風

險預測與處理的無力感，也就加深了對規避或移轉信用風險的急迫感。

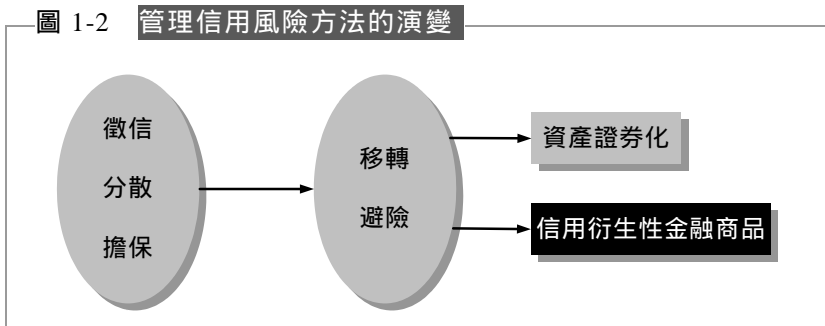
根據英國 CFSI (Center for Study of Financial Innovation) 所出版有關評估金融風險的香蕉皮報告 (Banana Skins Report) 中，將全世界金融市場最感到憂心及危險的項目排序，信用風險近幾年常高居排行榜的首位。

國內企業信用狀況的惡化亦不惶多讓，世紀末的之例子：海山集團、長億集團、廣三集團、大穎集團等，屈指計算便至少有十六家企業曾發生跳票事件，七大行庫在 1998 年 10 月總逾放金額創歷史新高，達到了新台幣 2,600 億；跨過世紀後，情況不曾好轉，連曾經紅極一時的上市櫃公司如博達、衛道、訊碟、皇統等皆紛紛中箭落馬，烽火從間接金融蔓延到直接金融，使投資人損失慘重；同時，新巴塞爾資本協定 (BASEL II) 實施在即，信用風險管理成為國內市場的熱門話題。

傳統上，降低或規避信用風險的方法係從建立部位時，採被動的徵信 (Credit Analysis)、分散 (Diversification) 及擔保 (Collateral) 等方式；包括不貸款給信用品質較差的借款人，設定各區域、產業、集團之授信總額上限，或要求債務人提供抵押品、第三人保證、保險等，以填補債務人不履行債務所致之損失。

隨著金融創新的出現，管理信用風險的方法已由消極、被動改變為積極、主動，亦即為加開出口式的移轉 (Transfer) 及避險

(Hedge) 等策略，其中資產證券化與信用衍生性金融商品即是此一概念的具體實現 (圖 1-2)。



證券化通常較適用於性質相似且整體規模達到一定程度的放款群組，如房屋抵押貸款群組、汽車消費貸款群組，企業貸款群組，或信用卡應收帳款群組等等。但對於個別債權或有特殊條件的放款，信用衍生性金融商品則提供債權人或投資人一個移轉信用風險的工具，同時又可依個別需要量身訂做 (Tailor Made) 適合的避險契約，並且降低所需的成本。更重要地是，BASEL II 肯定信用衍生性金融商品為重要「信用風險抵減 (Credit Risk Mitigation)」的工具，故而，銀行機構利用信用衍生性金融商品減輕其信用風險，乃至從事更有效率的風險管理日漸盛行，同時各國金融監理機關對此商品亦愈形重視。

二、信用衍生性金融商品分類、交易目的及其優缺點

在進行信用衍生性商品交易時，一般可將信用風險劃分為以下三種：

1. 違約風險 (Default Risk)
2. 信用評等降級風險 (Downgrade Risk)
3. 信用價差風險 (Credit Spread Risk)

第一類型違約風險，基本上是以所連結的合約標的實體 (Reference Entity) 是否違約 (Default) 作為認定的基準，故交易之定價 (Pricing) 或收益亦以合約標的實體違約機率的大小為依據。此類交易以信用違約交換 (Credit Default Swaps ; CDS) 為主，並以此為核心設計出許多衍生的商品型態，例如：信用連動債券 (Credit-Linked Notes ; CLN)、信用連結式定存 (Credit-Linked Deposit ; CLD)、一籃首個違約交換 (First to Default Swap ; FTD Swap)、合成式擔保債務憑證 (Synthetic Collateralized Debt Obligations ; 以下簡稱合成式 CDO)。

對付第二類及第三類風險的金融商品，大多以處理因合約標的實體之信用品質升降，所導致價格波動的市場風險為主軸；譬如以信用評等降級以及信用價差變動幅度 (債券與公債的殖利率差稱之) 作為商品契約的條件，並以此訂定所應支付的收益水

準。此類交易主要有：將市場風險與信用風險混合在一起為主體的總報酬交換（Total Return Swap；TRS）交易；或者是專門交易信用價差改變的信用價差選擇權（Credit Spread Option；CSO）交易等。

信用衍生性金融商品分類方式，彙整如表 1-1。

信用衍生性商品是一種雙邊契約，因此一方想要規避風險，另一方則承擔更多風險。規避風險者通常因涉入某家公司的信用風險，故在市場中買進信用保護；反之，承擔風險者則賣掉手中的保護，以增加其投資組合的預期收益。

2000 年以前，信用衍生性交易主要在銀行之間進行，用以管理貸款組合的暴險，並紓解法定資本（Required Capital）的壓力。爾後保險公司與避險基金（Hedge Fund）加入戰局，這是因為信用衍生性商品徹底改變了公司債市場的特性；過去，有些保險公司、基金經理人買進債券就長期持有到期，但現在投資人就不用買進債券後，把投資賭在該公司的信用上了，因為保險公司與基金經理人會用各式各樣的信用衍生性交易，譬如個別公司的信用違約交換，或一群公司組成的信用指數進行避險交易，以保護其資產組合。

除了上述規避風險的想法，信用衍生性商品亦可用來獲取利潤，創造現金部位。譬如，假設有投資人對某家公司的前景不樂觀，這時的策略之一是賣空該公司的債券，不過，大部分賣空公

表 1-1 信用衍生性金融商品分類

交易主體	信用違約事件 (Credit Events)	資產報酬 (Asset Return)	信用價差 (Credit Spread)
所要規避 風險的屬性 產品名稱	信用風險 ■ 信用違約交換 (Credit Default Swaps ; CDS) ■ 信用連動債券 (Credit-Linked Notes ; CLN) ■ 信用連結式定存 (Credit-Linked Deposit ; CLD) ■ 一籃首個違約交換 (First-To-Default Basket ; FTD) ■ 合成式 CDO (Synthetic Collateralized Debt Obligations)	信用風險與信用變動 所導致的市場風險 ■ 總報酬交換 (Total Return Swap ; TRS)	信用變動所導致的 市場風險 ■ 信用價差選擇權 (Credit Spread Options ; CSO)

司債市場發展還不夠健全，因之，信用違約交換成了一個重要的工具。投資者當時並不擁有該公司債券，但若買進保護，實際上是在建立賣空公司債部位的現金流量，因為若該公司違約，投資人可以用極低的市價，在公開市場買進該公司債券，但卻可從信用保護賣方的手中得到等同債券面值的現金，中間的價差造成鉅額的現金流入。

近來，信用衍生性商品更被應用於套利交易。有些避險基金利用一家公司的股票與債券之間的價格錯定（Mispricing），從事資本結構套利（Capital Structure Arbitrage）；有些則利用可轉換公司債與股票之間價格錯定，從事可轉換套利（Convertible Arbitrage）。簡言之，避險基金利用信用衍生性交易的目的，往往與其對該標的公司未來信用風險的多空看法（View）是沒有關係的，純粹只是利用兩種相關商品的價差從事套利罷了。

綜言之，信用衍生性金融商品種類多樣，包括針對債務不履行的交換交易、因應信用評等變動的商品、以及想要同時避免信用風險及市場風險的設計等等。它們有時用作增加信用資產之流動性、有時用來改善金融機構的財務結構、或是利用其與現行金融市場之互補性達到價差套利目的。正因為信用衍生性商品有這許多功能，其交易量與波動幅度近年來不斷地攀升。