

一、楔子

關於信用衍生性（金融）商品（Credit Derivatives），兩位世界級赫赫有名的大師曾有著全然不同的描述。

前美國聯邦準備理事會（Fed）主席葛林斯班（Greenspan）指出，信用衍生性商品是「穩定金融市場的利器（Instruments of Financial Stability）」，使得美國對驚駭事件如 911 恐怖攻擊的衝擊更具抵抗力¹。

另一方面，全球知名的投資教父華倫巴菲特（Warren Buffet）卻形容信用衍生性商品為「大規模毀滅武器（Weapons of Mass Destruction）」，在企業或產業面臨危機時，讓投資人損失慘重²。

兩人的評論真是南轅北轍。

其實，葛老是從制高點出發，他解釋：「信用衍生性商品如信用違約交換（CDS；Credit Default Swap）、擔保債務憑證（CDO；Collateralized Debt Obligation）以及信用連動債券（CLN；Credit-Linked Note）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。」

葛老進一步說明，譬如全球電信業在 2002 至 2004 年間產生超過一兆美元的債務，其中許多債務無法履約；然而，由於許多債務經由信用衍生性商品移轉給不同的人承受，本來集中的風險因之分散，防止了銀行體系的崩潰（Prevented a Collapse in the Banking Industry）。這些經歷給我們留下了一種印象：金融市場似乎已經具備了平穩、持續甚至是良性運行的特點。

這就是葛老所謂的信用衍生性商品在金融市場發揮了穩定的效用。

然而，有人拋出風險，就有人承擔風險，若是承擔風險的人事前瞭解他究竟承受甚麼樣的風險，也在他可以承受的範圍內，縱然風險一旦真的發生，也不致產生危機。相反地，若是承擔風險的人事前並未充分掌握其所承受的風險，僅一

昧貪圖該產品的高報酬，用重壓的方式投資，一旦個別標的物發生信用風險，當然就成為投資人的夢魘。

華倫巴菲特所持的看法即是單純從投資的觀點評論，特別是有些對沖基金（Hedge Fund）持有產業集中度甚高的 CDO，一有風吹草動，投資人大半生的心血就付之流水。

譬如，過去數年通用汽車及福特汽車信用評等調降，甚至落入垃圾等級，使得該企業信用違約交換（CDS）的價格上揚至驚人的地步，對沖基金為了拉高績效，成為「信用保護的大賣家」（Big Sellers of Credit Protection），他們認為，上述降等只不過是小小的颱風，因之甘於冒險追求利潤，有些對沖基金的槓桿比率甚至已經超出其可承受的程度。

結果，通用汽車的子公司 Delphi 聲請破產，它就把原來的颱風變成了颶風，而 CDO 首當其衝，導致大量的降等，其中 127 檔 CDO 評等降低，另外 39 檔 CDO 則被放入負向的評等展望。在降等中，平均降了 1.7 個評級—52%降低一級，33%降低二級，其餘 15%降低三到五級³。

除了 Delphi 破產的影響外，汽車整體產業的受傷自不在話下，同時，航空業亦是另一個受重傷的族群，這些產業中的主要公司（Major Company）都牽涉到許多與 CDS 相關的交易，據估計，其涵蓋的市場金額亦有上兆美元；不難想像，其中某些公司發生信用危機，帶給投資人怎樣的災難！

2007 年的次級房貸風暴（Subprime Mortgage Crisis）更是一個血淋淋的教訓。追根究柢，主因就在於信用衍生性商品的氾濫，導致信用無限度擴張。雖然次級房貸的過度膨脹是美國長期低利政策及房地產市場泡沫所造成，但次級房貸之所以有源源不斷的資金注入，是因為金融機構將房貸債權包裝成 CDO，再賣給追求高利的全球各地投資人，包括各類基金、銀行業、保險業等金融機構。據穆迪（Moody's）經濟學家馬克·蘭迪（Mark Zandi）的估計，2005 年至 2007 年上半年總共發行了 1.3 兆美元的次級債和抵押債，這些債券在未來兩年到期。

2007 年 7 月，貝爾斯登公司（Bear Stearns）旗下兩檔對沖基金因為投資次級房貸為擔保的 CDO 失利而瀕臨破產清算，華爾街這才警報聲大作，然而為時

已晚，危機蔓延至全球，世界各個角落幾乎無一倖免，CDO 變成大家撻伐的對象，曾經為產經學界推崇備至分散風險的金融架構，反而扮演推波助瀾的角色。

經濟合作發展組織（OECD）指出，美國次級房貸危機造成的損失總額可能高達三千億美元。由於投資者眾多，遍及共同基金、對沖基金、乃至於大型銀行與保險公司，使直接與間接的投資人都面臨資產大幅損失。

這就是華倫巴菲特極力批判的「大規模毀滅武器」，雖然他說此話之時尚未有次級房貸風暴，然而他洞悉信用衍生性商品推到極致時，必然釀成禍害，結果他的評論不幸成真，正是所謂水能載舟、亦能覆舟！

無論是葛林斯班「穩定金融市場利器」說，或是華倫巴菲特「大規模毀滅武器」說，都自有其不同的觀察角度，兩人的評論代表不同的高度，並非背道而馳；而兩人評論中所透露出同一訊息是：信用衍生性商品已躍居金融市場中的要角，讓人不得不正視它所帶來正面與負面的效應！

二、信用衍生性商品與信用風險管理

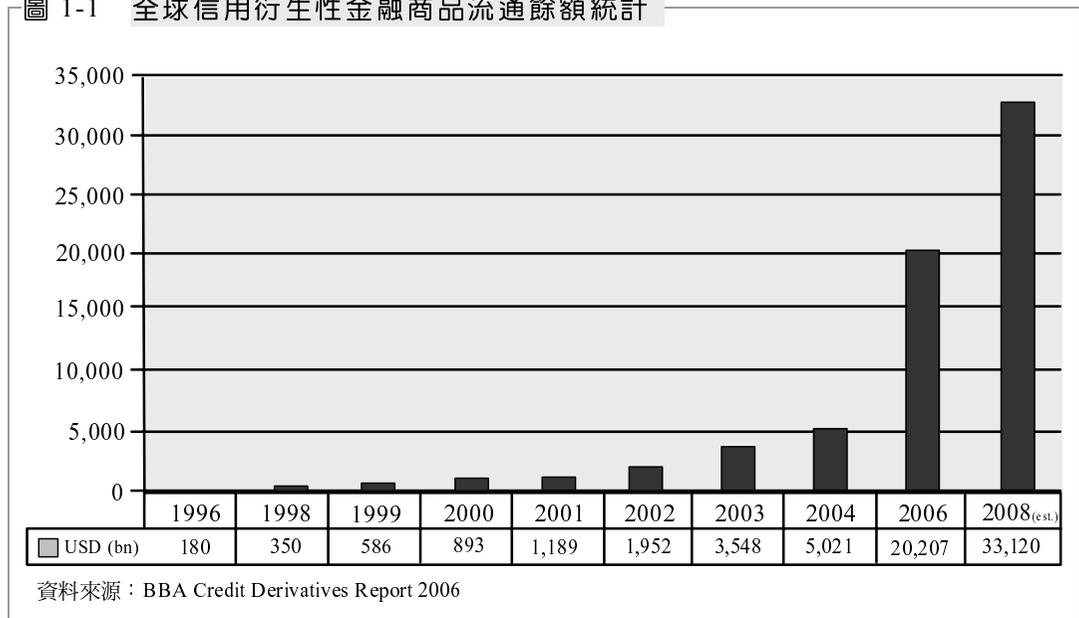
其實，信用衍生性商品的發展歷史尚短，1990 年以前並不曾聽過這個名詞，它的發跡是從 20 世紀 90 年代在美國紐約交換市場開始的，1993 年信孚銀行（Bankers Trust）和瑞士信貸銀行（CSFB）為了防止其向日本金融界的貸款遭受損失，開始出售一種償還價值取決於信用事件的債券，成為最早的信用衍生性商品。由於該產品交易是否能完成受到質疑，以及信評機構標準普爾公司（S&P）拒絕對此信用衍生性商品及其他信用衍生性商品評等，最初的幾年（1993~1995）信用衍生性商品市場並未獲得發展。

信用衍生性商品初次揚名是在 1997~1998 年的金融危機時期，證實了它能夠在貨幣危機期間支持債務市場的需求，並使銀行等金融機構在危機中得到某些保護，信用衍生性商品市場才得以立足；令人驚訝的是，它一開始發展，就以火箭般地速度一飛沖天！

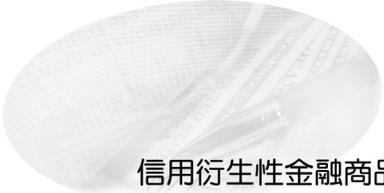
信用衍生性商品在保留資產的前提下，將貸款或債券的信用風險從其他風險

中剝離出來，在市場上被定價，並轉移給願意承擔風險的投資者，使信用風險管理第一次擁有了和市場風險管理同樣的避險手段，從根本上改變了信用風險管理的傳統機制。全世界統計信用衍生性商品最完整之機構－英國銀行家協會（BBA；British Banker’s Association）公布指出，該商品從 1997 年的 1,800 億美元快速增加至 2000 年的 8,930 億美元、2002 年破兆達 2 兆美元、2004 年時為 5 兆美元，2006 年更直衝到 20 兆美元（參見圖 1-1），預估 2007 年將達 35 兆美元；這種成長的速度不斷打破先前的預測，令人咋舌⁴！

圖 1-1 全球信用衍生性金融商品流通餘額統計



令人驚異的不止如此，根據“國際交換暨衍生性金融商品協會（ISDA；International Swaps and Derivatives Association）”2008年1月所公布最新半年度報告顯示：以2007年論，截至6月底止，信用衍生性商品已超越45兆美元，若以2006年全年交易量34兆美元為基礎，成長了32%；若以半年度交易量為基礎，則增長了75%。同時，從ISDA的資訊顯示，過去3、4年間，信用衍生性商品每年皆有100%的成長幅度。



信用衍生性金融商品

除了 BBA 及 ISDA 外，國際清算銀行（BIS）統計亦顯示，2007 年上半年全球衍生性金融商品市場規模達到 516 兆美元，比去年下半年成長 25%，增幅是九年來最大，其中又以信用違約交換（CDS）合約總額激增 49%，成長最快。BIS 同時在報告中明確地說：「信用部門的成長速度超過其他風險部門」。

BBA 認為在未來 7 年裏，信用衍生性商品還將增加 10 倍；有些市場專家更預測，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，信用衍生性商品甚至被稱為“21 世紀最具有吸引力的金融風險管理創新工具”。

為甚麼信用衍生性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、八〇年代，信用風險似乎不是大問題，人們總覺得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事件（Credit Events）幾乎絕無僅有。然而九〇年代起，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。

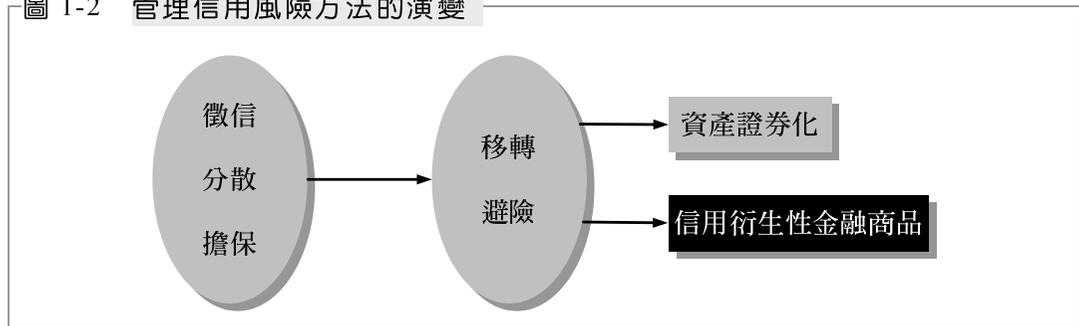
根據英國 CFSI（Center for Study of Financial Innovation）所出版有關評估金融風險的香蕉皮報告（Banana Skins Report）中，將全世界金融市場最感到憂心及危險的項目排序，信用風險近幾年常高居排行榜的首位。

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。

圖 1-2 管理信用風險方法的演變



更重要的是，BASEL II 肯定信用衍生性商品為「信用風險抵減（Credit Risk Mitigation）」重要的工具，故而，銀行機構利用信用衍生性商品降低其信用風險，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。

三、信用衍生性商品對銀行業的影響

2007 年 4 月 18 日，歐洲中央銀行行長特裏謝（Jean-Claude Triche）在美國波士頓出席“國際交換暨衍生性金融商品協會（ISDA）”年會時，就信用衍生性商品市場的作用及其對央行決策的影響發表演講。特裏謝認為，信用衍生性商品至少透過以下三個管道影響銀行業及金融市場⁵：

（一）信用衍生性商品影響銀行放款的決策過程

信用衍生性商品有助於提高銀行的定價能力以及對流動性風險的管理水準。將信用資產轉化為商品的過程，可以探知市場投資人所能接受的價格，此舉有助於減少原始貸放時訂價的錯誤。此外，這種移轉的過程將過去銀行資產負債表中沒有流動性的放款風險提供了另一種去化的可能性。

（二）信用衍生性商品改變了銀行的經營模式

將信用資產轉化為商品的經驗對於銀行商業模式有著深遠的含意。銀行已經告別傳統的“購買後持有”的模式，轉為採用“創造並分發”的模式，並借此將信用風險和資產組合轉移給其他市場參與者。從這點來看，銀行已經不再是純粹的信用提供者，其風險管理者的角色日漸突出；越來越多的銀行認識到，信用衍生性商品是一種既可降低放款集中風險，同時又可以滿足客戶需求的好工具。

（三）信用衍生性商品改變了金融體系結構

由於信用衍生性商品的發展，有效的風險分配已經與資本分配同樣重要。金融體系正在邁向一條鞭化，亦即傳統的間接金融與直接金融已融合為一體，銀行挾其擅於接觸到資金需求者的優勢盡可能放款，不必擔心資本適足（Capital Adequacy）問題，因為有另一管道自可把龐大的放款轉化成商品，將原來的放款風險從帳上消除，這種創造放款、移轉放款、再創造放款...不斷循環的過程產生另一種乘數效果，而且這種乘數效果是隱形的，不知不覺中，一方面擴大了金融體系的放款，一方面改變了傳統中央銀行貨幣政策的意涵。

統計顯示，近年來歐元區銀行貸款迅速增長以及來自美國個人貸款的增加，與信用衍生性商品有相當密切的關係。也因為如此，實質貨幣供給額遠遠超過帳面上的數字，將使得央行的貨幣政策可能陷入不正確的險境。