

## 第六章 信用衍生性金融商品

傳統的衍生性金融商品最大的功能是被用來規避標的資產的價格風險，但是在 1990 年左右，國際金融市場上開始出現一種以管理標的資產的信用風險之衍生性金融商品誕生，市場人士稱之為「信用衍生性金融商品」(Credit Derivatives)，剛開始時是由許多投資銀行將移轉信用風險的概念介紹到市場，惟市場接受程度不高，許多商品都是在紙上談兵的階段。但自從 1993 年時，美商信孚銀行 (Bankers Trust) 在東京出售一種贖回價值須視一定的信用條件而定的債券後，市場開始將以往的理論付託行動，由於這種「信用衍生性金融商品」功能極為廣泛，許多歐美投資銀行都看好其市場潛能。

不過，全球金融市場經歷一場百年難得一見的金融海嘯之後，「信用衍生性金融商品」因為提供了高度的槓桿效果而被視為元兇之一，顯然不管市場震盪是來自價格波動或是信用狀況的變化，衍生性金融商品都能造成投資人的重大損失，尤其當信用風險增加時，標的資產價格跌落的幅度將更甚於價格風險，這是投資人對「信用衍生性金融商品」必須有的基本知識。

### 第一節 基本類型

雖然一般的衍生性金融商品包括：遠期契約、期貨契約、交換契約及選擇權契約四種，但到目前為止，「信用衍生性金融商品」只出現「遠期合約」、「交換合約」及「選擇權契約」(Default Option) 三大類型，或將該兩種商品與長短期票債券結合，為增進瞭解，以下將其分成

基本的「Forwards」、「Swap」、「Options」三種基本商品來介紹，並簡要說明信用連動債券。

### 一、信用遠期合約

首先介紹「遠期合約類」的信用衍生性金融商品，它雖然比「交換類」及「選擇權類」的商品更晚出現，不過卻是最為簡單的一種新商品。一般遠期合約是買方承諾在未來特定時日，以特定價格買入特定數量的特定商品，而且買賣雙方都負有履約的權利與義務，將這種精神應用在信用風險的遠期合約時完全適用。

所謂的「特定商品」可以是任何雙方認可的債券或信用指標，買賣雙方可以採用實質交割與現金淨額清算兩種，當雙方選擇現金淨額清算時，只須用原先預定價格與當時標的物市場價格之差額乘以名目本金即可。從另外角度來看，這種遠期合約是針對標的信用資產價差的變化而來的，賣方可以它通常被用來鎖住利差，當然買方就必須承擔標的資產的違約風險了。

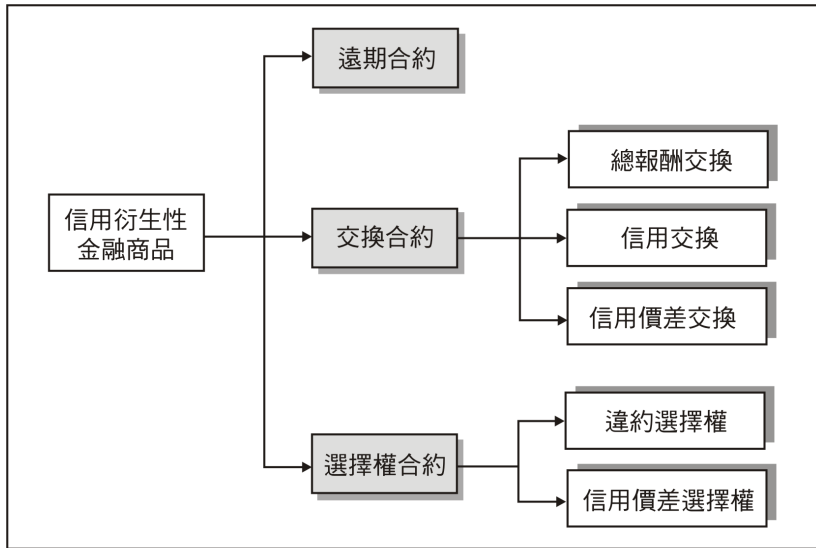


圖 6-1 信用衍生性金融商品的基本類型

## 二、信用交換合約

「交換類」的信用型衍生性金融商品，基本上共有所謂「總報酬交換」(Total Return Swaps)、「信用交換」(Credit Swaps) 以及「信用價差交換」(Spread-linked Swap)，雖然這些商品都稱為「SWAP」，但因與信用風險連結而成為與選擇權合約接近、具有風險與報酬不對稱特性的金融產品。

### (一) 總報酬交換

所謂「總報酬交換」是由交換雙方的甲方，同意在到期日將某項資產的「總報酬」支付給另乙方，而乙方則定期支付浮動式的利息(由雙方約定)，所謂「某項資產」可以是個別的債券或某筆貸款，也可以是任何

信用工具的組合；而特別必須強調的是「總報酬」包括利息所得與資本利得或損失，且並不保證是正值，若標的資產發生違約時，總報酬必然會是負值，果真如此，乙方除定期支付利息外，到期時還必須補貼「負的報酬率」給甲方。由於整個交換過程並沒有本金的交割，所以具有槓桿的效果，就甲方來說，他等於是收到浮動式利息，放空 100% 標的資產；就乙方來說，他是支付利息 (沒有付出本金)，買進標的資產。

所以，總報酬交換為一種可讓投資人不必實際買賣資產就可獲得現金流量的一種金融工具。基本上，總報酬交換的性質類似於債券或放款，但屬於表外交易。投資人可能基於下述的原因參與總報酬交換：

1. 資產的市場流動性不佳，總報酬交換可提供投資人參與放款市場更有效的管道。
2. 投資人可能不能直接購買某些高收益債券，但藉由總報酬交換可解決此問題。
3. 投資人可獲得資產的所有收益。
4. 投資人不必持有至到期日，而可在短期間內獲得所有的收益。
5. 投資人可創造資產組合。
6. 投資人不必付出期初款項就可交易，可享受槓桿效果。

而總報酬交換的買方則是基於下列理由：

1. 欲降低信用風險部位者 (通常為銀行) 可不需賣出資產就可達到效果。總報酬交換不需要放款文件的移轉及財務記錄，銀行可維持客戶資料的機密性。
2. 總報酬交換付款人可用此工具放空資產，同時可不用列入資產負債表中。

## (二) 信用交換

所謂的「信用交換」也被稱為「信用違約交換」(Credit Default Swap, CDS)，則是甲方在契約起始日時支付予乙方一筆「違約權利金」(default premium)，在到期日若標的資產發生違約時，乙方必須支付本金損失的部分予甲方，所以，這種交換契約的精神十分類似一般的選擇權契約，所以市場又稱為「違約選擇權」(Default Options) 或「違約賣權」(Default Puts)。從風險的觀點來看，信用交換與總報酬交換最大的不同在於信用交換所移轉的只有「違約風險」，而總報酬交換除了違約風險之外，還包括到期時資產價格變動的風險，以及到期日標的資產信用狀況發生變化(尚未到違約的狀況)的信用價差風險，亦即總報酬交換是一種將資產的總經濟價值移轉的工具。

## (三) 信用價差交換

至於所謂的「信用價差交換」就類似總報酬交換再加上利率避險條款的功能。雙方契約成立後，甲方依約定期間定期支付一定金額予乙方，到期時則視標的資產的信用價差(Credit Spread)的變化狀況來決定雙方如何清償，最常見的狀況是若標的資產的信用價差擴大(標的資產的信用變差)，乙方必須補償擴大的差額予甲方；反之，信用價差若縮小，則甲方仍須支付乙方一定金額。

由於信用價差的變化終究是映在「利差」後，再反映出標的資產的市場價值，所以透過信用價差交換後，就可以規避掉因信用狀況改變引起的利率風險了。至於甲方每期應該支付多少金額予乙方呢？那就須視甲方支付的頻率、交換期間的長短、交換對手的融資成本以及標的資產的信用狀況等因素而定。



### 【重要觀念速記】

#### 利率交換、信用交換與總報酬交換的關係

基本上一般金融債券與公司債券的發行價格 (也就是發行利率)，是取決於指標利率與信用風險溢酬兩項因素，例如：甲銀行發行5年期金融債券，當時同天期利率交換水準為5.00%，同天期的信用交換為1.50%，則該5年期的金融債發行利率應該為5.00% + 1.50% = 6.50%，所以當未來利率交換價格變動、或信用交換價格變動、或兩者同時變動，都會使的該金融債券的市價發生變動，所以利率交換、信用交換與總報酬交換的關係應該可以表示如下式：

$$\text{總報酬交換} = \text{利率交換} + \text{信用交換}$$

### 三、信用選擇權合約

第三種是「信用選擇權」(Credit Option)，基本上它也可以分成「信用價差選擇權」(Spread Options) 及「違約選擇權」(Default Options) 兩種。金融交換與選擇權都是衍生性金融商品家族的成員，兩者間最大的差異在於權利與義務是否「對稱」，選擇權買方支出權利金取得未來履約的權利 (而無義務)，賣方則是收取權利金而承擔未來履約的義務 (而無權利)，但是若延用到「信用衍生性金融商品」就不太合適。基本上，「信用選擇權」是指信用保障買方採一次付出權利金的方式，若在保障期間分期固定支付權利金則屬於「信用交換」。

.....  
.....