

信用衍生性商品 (Credit Derivatives) 專題分析

華南永昌證券金融商品部 賴慕岳

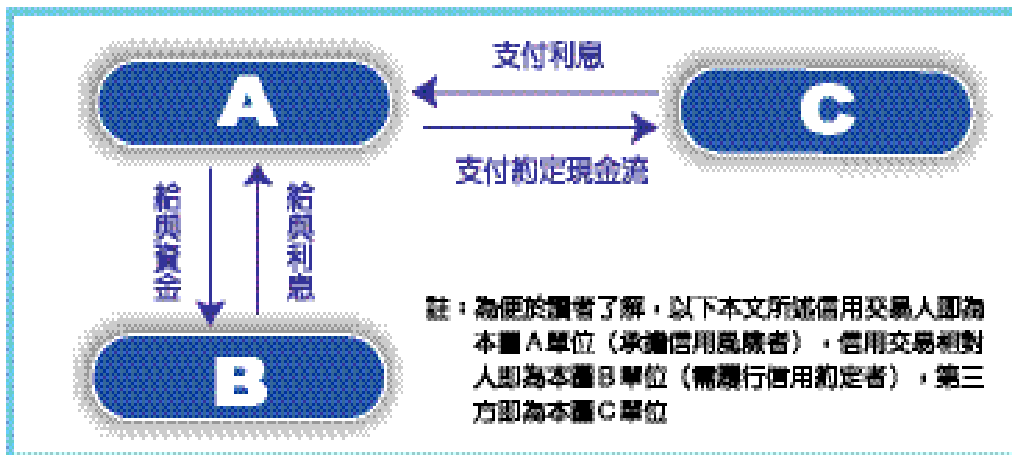
一、信用衍生性商品意涵

信用衍生性商品 (Credit Derivatives) 的實質內容非常多樣化但是基本概念卻相當簡明，即是信用交易人為規避交易對手信用風險而與第三方承作的衍生性金融商品。

信用衍生性商品的主要功能在於在原本僅有交易甲乙雙方的信用交易

中，利用與第三者承作交易，規避或降低因交易對手違約所需承擔的信用風險，藉以達到風險控管的目的。簡言之，信用衍生性商品在這整個交易架構中即是一種信用風險避險的媒介工具。

信用衍生性商品的交易可以概略圖示如下：



雖然利用信用風險作為交易標的或主軸之匯率、利率、債券型商品早已存在，但是在全球金融市場上，衍生自該類金融商品的信用衍生性商品卻一直遲未萌芽，直到1992年方由Bankers Trust Corporation發行全球第一檔信用風險型態的衍生性商品。

之所以遲至90年代才開發此一商品，其原因可大致歸因為以下三點：

第一，信用風險及利率敏感度變動的定價和避險理論發展較晚；

第二，信用衍生性商品所處理的信用風險模型建構上複雜困難；

第三，信用風險的重要性，自90

年代發生一連串債券、不動產及還款信用危機後，方受到市場大幅關注，學術界及金融界自此才投入大量人力發展此一領域。

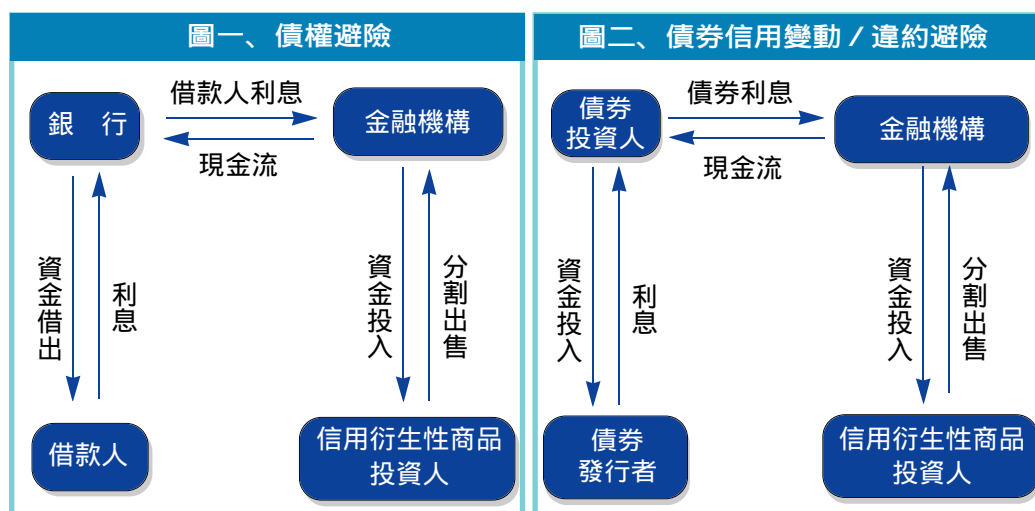
從1992年到2004年短短十多年間，由於市場需求殷切，信用衍生性金融商品交易已急速成長為一個龐大的交易市場，預期至2004年底，全球交易量將會上看5兆美元的鉅量，國內市場中關於此項業務雖尚在萌芽階段，但是市場中已有數家金融機構正在積極規劃中，預期在不久的將來，

將會有多項類似產品推出。

二、信用衍生性商品架構與類型

(一) 信用衍生性商品架構

如同上述信用衍生性商品定義中所提，信用衍生性金融商品是殖基於信用交易中為規避對手信用風險所衍生出的交易行為，因此，其細部型態雖多，但是核心架構可歸納為兩種，可以圖一、圖二表示：



從以上兩個圖中可以清楚了解，在原本信用交易中，一方為了規避交易對手的違約風險，而與另一金融機構進行信用衍生性交易，亦即此第二項的信用交易是「衍生」自第一項的信用類型交易，故此類商品被稱作信用衍生性金融商品。

基本上，信用衍生信商品是經由

投入資金獲取利息的一方，以所收取的利息為標的轉與另一金融機構承作衍生金融商品，以獲取風險相對較低的報酬，而此金融商品本質上是一個交換模式 (SWAP)，也就是將原本收取的收益經由與第三方提供的收益交換，規避原交易對手的信用風險。

在第三方金融機構的組成部分，

一般市場上均由大型避險基金或是證券商擔任，而購入部位的處理方式如不欲自行持有，則可經由分割或財務工程包裝，轉售給一般投資人。

(二) 信用衍生性商品類型

由於信用風險交易中，信用風險的變動直接影響到原信用交易甲乙雙方契約條件存續與否，另一方面，由於信用衍生性商品的條件是以該項信用風險變動與否作為連結標的，使得交易過程中，如何明確量化信用變動敏感度，成為信用衍生性商品交易中的核心。

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

第一類型違約風險，基本上是以信用交易相對人是否違約作為認定基準，在風險交易人對第三方承作衍生性商品避險時，亦是以原交易對象是否違約作為商品條件，給予風險交易人相對應的收益。

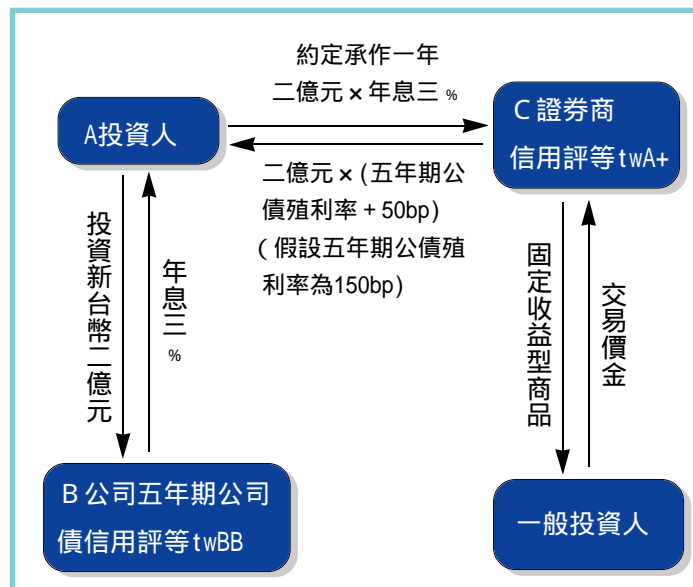
另外兩類則是分別以信用評等降級以及價差變動幅度（一般將債券

與公債的殖利率差視為信用價差)作為商品契約條件，並以此訂定所應支付的收益水準。

這三種信用風險劃分法，提供了信用風險交易人後續與其他金融機構避險時明確的交易基礎與風險估算方式，因此市場上也大致根據此一信用風險分類將信用衍生性商品劃分為三種不同類型，在這三種類型中，以信用價差商品交易量最大，信用降級風險商品的交易量次之，違約風險的交易在市場上則較為少見。

三、信用衍生性商品案例與利益分析

以下提出一個基本的信用風險衍生性金融商品模式作為案例，並分析參與者各自的利益與情況。



在這交易中，A債券投資人因為不願承擔B公司的公司債利息違約風險，而與C證券商進行信用衍生性商品的交易，其條約內容為A投資人與C證券商交換條件，約定以一年期為限，A投資人付給C證券商二億元本金乘上3%，C券商付給A投資人二億元 x （五年期公債殖利率+50bp），經由此一交易，債券投資人將一年內的B公司債付息風險（twBB）轉換為C證券商公司的付息風險（twA+），另一方面，C證券商則可以獲取債券投資人所付的利息金額以及轉售給一般投資大眾後，一般投資人投資價金與付給債券投資人利息的價差，而一般投資人也得以小額本金，參與債券類固定商品市場的投資。

必須說明的是，本模擬案例中，僅僅揭示了最基本的信用衍生性融商品交易的形式，實際上的交易方式與條件非常多樣，並不盡然是為避險考量，也有可能是因為信用交易人對未來債券市場的升降息看法而欲賺取利差；也有可能交易條件中包含本金違約風險；此外，甚至在整個交易模式中也並非一定需要經過信用交易人，可逕由避險基金或證券商直接與債券發行者（Issuer）進行財務工程的衍生性商

品轉換、分銷工作，使得交易成本得以大幅降低，獲取較高的利潤。

四、結論

信用衍生性金融商品的基本功能在於避免信用交易相對人的信用變動或違約風險，其發展使得風險承擔者可以有健全且彈性的方式管理風險，另一方面，也可以使國內眾多承受龐大債權壓力的金融機構，得以免除承受過多風險以及資金積壓的困境。

如同許多金融商品的發展模式，初始時，商品的基本原理以及用意均相當單純，但是後續應用與發展卻是多采多姿，信用衍生性商品的基本概念很簡明，但是實際交易型態與條件內容，卻是非常複雜與多樣化，在實際運用上，更是充滿了彈性與投資交易價值，並非僅僅限於單純避險的功能應用而已。

環顧國內金融市場狀況以及信用衍生性金融商品的特性，相信隨著國內法規制度以及各方業者的不斷鑽研改進，未來這塊新興的衍生性商品市場的迅速發展茁壯，必然是指日可待的。