從次級房貸談票據貼現

林金賢

國立中興大學企業管理學系教授

csvincentlin@dragon.nchu.edu.tw

八月份在全球股市一片榮景之下，台股也彌漫在一片上看萬點的喜悅之中，突然一夕之間風雲變色，美國爆發了近年來最大的一次金融風暴，次級房貸風暴。而這陣風暴一夕之間影響了全球的各大主要金融市場，歐洲及亞洲金融市場應聲倒地，股市紛紛下挫，而這陣風暴影響的層面有多廣有多深，目前所有的經濟分析家都還無法肯定，但因為全球化的影響這陣風暴正以驚人力量吹襲著世界各國的金融體系，影響的程度不容忽視。

一、「次級房貸」的影響層面？

什麼是「次級房貸」？為了可以全盤了解這個金融問題，我們將一步一步的剖析這個複雜的新世代金融風暴。首先，我們要先了解什麼是「次級房貸」？一般而言，銀行在辦理貸款業務時會先針對貸款者的信用情形進行調查，我們大概可粗略的把所有的貸款者分為兩大類，一種是信用良好的貸款者；而另一類就是所謂信用較差的貸款者。「次級房貸」就是指銀行針對信用紀錄較差的客戶發放的房屋貸款，而通常這類型信用條件比較差的族群，沒有辦法循正常管道向銀行借房貸，美國金融業為了拓展新業務，專門對這群人提供「次級房貸」，相對於一般房貸，次級房貸利率比一般房貸利率高出二到三個百分點，這是金融業的風險貼水[1]，因為銀行必須承擔這類型借款者可能還不出貸款的風險。當房地產市場熱絡時候，銀行可以借此獲得高額利息收入而不必太過於擔心風險，但這種心態正是埋下這次金融風暴的導火線。

在房地產市場較熱絡時，借款者樂於看到房價的上漲，進而更加願意持有房屋。但是，在房地產市場低迷的時候，借款者無法將房屋脫手，甚至連貸款都付不出來時，借款者就極有可能會雙手一攤，將抵押品丟給銀行，造成一系列的骨牌效應使得承作次級房貸的金融機構虧損倒閉、房產景氣趨緩、建商房子賣不掉造成大幅虧損。而對於投資面的影響將是：以房產為投資標的之基金淨值下滑、結構型商品大跌、信心全面崩盤進而重挫全球股市、投資人搶著贖回造成無法挽回的風暴。

次級房貸業務主要從 2004 年開始快速發展，一直到 2005 年和 2006 年達到高峰，此時剛好碰上全球市場利率偏低，市場資金又過剩，熱錢大膽追逐高獲利

[1] 風險貼水(Risk premium)：對理性的投資人而言，若金融資產本身隱含的風險愈多，則須提供更多的預期報酬以作為投資人承擔高風險的「補償」，而此「補償」稱為風險貼水。

商品，進而購買次級房貸的證券化商品；此時次級房貸牽動的層面從原始承作的金融業、向外擴散到購買次級房貸商品的相關投資人。近年來市場利率逐漸反轉走高，而一般次級房貸大多都是採取浮動計息，一但利率逐漸上揚，這群信用條件比較差的人開始還不起貸款，又有部分金融業的核貸標準過於寬鬆，源頭的違約率就開始不斷的升高了。

二、次級房貸風暴的蔓延

其實早在今年 2 月份美國次級房貸的市場危機早已出現端倪，當時美國最大的貸款公司之一 Freddie Mac 宣稱將提高對信用不佳者的貸款標準。而這項消息的宣布，立即造成 2 月 27 日美國道瓊斯指數 3.3%的劇烈下跌。

過去幾個月內，伴隨著美國房地產市場的持續降溫，次級房貸市場的惡化已經成為影響華爾街股市的“大問題”。今年 6 月中，Bear Stearns 旗下的兩個對沖基金[2]因為投資次級房貸產品損失慘重，Bear Stearns 不得不斥資 32 億美元援救。雖然之後華爾街股市一度表現強勁，但是市場對於次級房貸所帶來的的陰影感受越來越深。當美國最大的貸款公司 Countrywide 表示次級房貸市場的風暴已經開始影響高品質的一般房屋貸款後，華爾街股市終於在 7 月 26 日應聲倒地，成為這場金融風暴的第一個犧牲者。

而這陣風暴並沒有因此而結束，反而襲捲了整個全球各大主要股市。首先，第一波震盪來自於 8 月 9 日法國 BNP Paribas(BNP-FR)宣佈停止旗下 3 檔基金的贖回，而這些基金的投資與美國次級房貸的衍生性金融商品有所連結。BNP Paribas 的消息一傳開，震驚了整個歐洲金融市場，因為人們很難想像法國銀行界的巨擘，竟然會遭受美國次級房貸的災難的波及。緊接著歐洲中央銀行(ECB)便發佈緊急通知，在當天挹注貨幣市場 948 億歐元，並宣佈央行所提供的資金沒有上限。而美國聯準會(Fed)也注入貨幣市場大量資金，美國總統 Bush 預測市場將會「軟著陸」[3]。但是在風暴爆發的當時，美國或歐洲可能都還不了解問題究竟在哪裡。

但這件金融事件並未隨著歐洲股市的淪陷而停歇，反而愈演愈烈在 8 月 13 日，加拿大投資公司 Coventree Inc.也宣告危機，因為它出售資產擔保商業本票失敗，因而無法取得再融資管道，現今這些商業本票已經到期。這是因為美國的房貸，包括次級房貸在內，都不是由貸方所持有，而是被證券化成住宅用不動產抵押擔保證券(RMBS)，他們被包裝成抵押債權證券(CDO)和其他複雜的衍生性

[2] 對沖基金為一種避險基金，可以操作市場上的任何一種金融工具以求獲利，進出市場速度極快，國際型的對沖基金常變成"熱錢"使國家經濟市場劇烈變動，因此不受政府的歡迎，但正向操作的對沖基金可使景氣暢旺，又是自由市場不可或缺的工具。

[3] 軟著陸的基本經濟含義是：經濟成長速度經過一段時間適度調整後，平穩地回到適度成長區間，用較溫和的手段來達成穩定國內經濟的目的。

金融商品。再被對沖基金與其他投資人申購這類型的商品，而這些投資者經常透過發行資產擔保商業本票，來獲取所需資金。但現在發行人卻發現他們找不到買家，因為次級房貸災難，使得他們這些資產的品質備受質疑。在美國，全美最大抵押放款公司 Countrywide Financial Corp.(CFC-US)也發現發行商業本票出現困難。8 月 15 日，Merrill Lynch & Co.改變它對 Countrywide 的評估，將其評價降為減碼的動作，並且提及 Countrywide 可能會發生破產的可能性。同時，為了緩和投資人的擔憂，Goldman Sachs & Co.(GS-US；高盛)在 8 月 13 日宣佈將注入旗下 Global Equity Opportunities Fund 30 億美元的資金。而該檔基金因金融市場的混亂而出現虧損。

禍不單行，美國私募基金[4] Kohlberg Kravis Roberts & Co.宣佈將提列高達 2.9 億美元的損失，因為公司所投資的住宅用不動產抵押擔保證券價格下跌。美國財政部長 Henry Paulson 坦承，因為次級房貸風暴所造成金融市場的動盪，將會對美國經濟的成長構成不利影響。

三、何謂貼現率與票據貼現？

美國聯準會為了搶救無量下跌的華爾街股市出其不意的調降貼現率，讓被次級房貸風暴重創的全球股市，應聲大漲。那到底什麼是貼現率呢？為什麼美國聯準會一調降貼現率就能讓全球股市像打了一劑強心針般的逆勢上漲呢？

在說明貼現率與票據貼現之前，我們必須先說明幾個觀念首先是票據，何謂票據呢？票據的定義為發票人或是付款人在特定日或特定期間，無條件支付一定金額給持票者的一種書面承諾，即稱為票據。根據票據法的規定票據可分為三類，分別是支票、本票及匯票，而將上述這三種類型的票據在其尚未到期時，持票者因資金需求而先行向銀行借貸資金，並以此為抵押品，這樣的行為即稱為票據貼現。簡單的說就是如果我們現在拿到一張支票，但此時支票尚未到兌現日期所以無法立即兌現，但是我們又因為營運需求而立即需要一筆資金，此時就可以將這張支票拿至商業銀行要求進行資金的借款並約定支票到期時立即還款，這樣的行為就可以稱為是票據貼現；而一般銀行都會向資金借貸者收取一定額度的利息，而這樣的利率即稱為票據貼現率。但是在一般銀行的作業中又會依照票據種類的不同將其分為客票融資及票據貼現。客票融資指的是因營業行為所收到的支票，而票據貼現所指的票據是指本票和匯票，並不是支票。雖然方式都是銀行先扣取利息，差額才會匯入借款者的帳戶，但在銀行的業務上是不同的。而目前客票融資已經很少有銀行願意承做了，除非是持有的客票發票人在該銀行有透支額度[5]，且該票據為零風險，否則鮮少銀行願意承做。而票據貼現就不同了，因為

[4] 私募基金是指投信公司向特定對象募集投資資金而成立之基金，不需要事先報請主管機關核准，較能掌握時效，私募基金依據規定不能對一般大眾宣傳，也不會揭露其詳細內容，僅會公佈總支數和總規模。

[5] 透支額度，指預先與銀行簽定透支額度契約，約定於存款不足時，墊款支付票款的一種貸款行

本票和匯票在風險上相對較小，本票可強制執行，匯票也有相當程度的保障，不過目前一般商業銀行還是都只承做信用優良的法人戶。

那我們在文中所提到的票據貼現及貼現率和美國聯準會所調降的貼現率是相同的嗎？如果不一樣那又是怎麼一回事呢？其實兩者所指的內容是不同的，美國聯準會調降的貼現率指的是中央銀行替商業銀行貼現票據，融通資金時，所收取的貸款利率，也就是商業銀行向中央銀行借取資金的借貸成本。而會計上所稱的票據貼現率是指一般公司向銀行融資時，所收取的貸款利率，也就是一般公司向商業銀行借取資金的借貸成本，所以雖然兩者所隱含的意義是相同的，但所指的利率卻是完全不一樣，這是非常重要的一點，不能將兩者混為一談。

四、貼現率又與次級房貸有何關聯？

為什麼美國聯準會一調降貼現率全球股市應聲大漲？我想這一點我們必須去從這次美國次級房貸風暴的本質上去探討，其實本來次級房貸只是一項簡單的銀行放款業務，但是承做這些次級房貸的銀行將這些業務再包裝成房貸抵押債券(RMBS)的來源，並且再透過金融市場的交易行為轉賣給投資人。而這種房貸抵押債券的報酬率較一般金融商品的報酬率高並且穩定，最受到對沖基金及私募基金的喜愛。而對沖基金與其他投資人在購買這類型商品時，經常會透過發行資產擔保商業本票，來獲取所需的資金。但現在這些發行資產擔保商業本票的發行人卻發現他們找不到買家，因為次級房貸風暴，使得他們這些資產的品質備受質疑。由此可知這些金融問題是環環相扣的，先是由次級房貸轉換成住宅用不動產抵押擔保證券(RMBS)，接著它們再被包裝成抵押債權證券(CDO)和其他複雜的金融商品來吸引各國銀行及基金的投資，當次級房貸發生問題時，投資基金和承作次級房貸的銀行跟著發生問題，有些銀行甚至因此而產生虧損，而這些基金的資金來源有些是借用低利率的錢來投資。一旦產生問題時大家都瘋狂的想贖回基金，而不斷的拋售持有的部份，造成基金淨值無量下跌，市場產生恐慌，並且更進一步衍生成信心危機，產生了流動性風險的存在。

全球股市的投資者因為對於次級房貸風暴會影響的層面有多廣有多深，沒有辦法充分的了解，因為對沖基金和私募基金幾乎是不對外公開的，再加上不斷有利空的消息傳出，造成投資者對於市場產生恐慌，不斷的拋售手中所持有的各種衍生性金融商品，影響的層面之廣難以估計，所有的投資者不斷的要求贖回手中的基金或是股票，深怕被次級房貸牽連到，但也因為這種的心理造成金融商品流動性不足，所有人都要賣，卻沒有人願意出面承接，一直到整個事件演變成無法收拾的層面。

現在連企業短期籌資的重要工具，到期日通常在 9 個月內的商業本票

為。

(Commercial Paper；CP)市場，也無法倖免。即使未擁有次級房貸債券，信用評級高，但這類企業發行的商業本票也乏人問津。根據美國聯邦準備理事會(Fed)估計，規模達 1.1 兆美元的商業本票市場，未來 90 天有超過 5,500 億美元的商業本票將到期。瑞銀(UBS)認為，除非能找到新的資金買進，不然數以百計的對沖基金及房貸公司，將被迫出售金額達 750 億美元的資產擔保債券。

投資人已在信貸市場虧損 440 億美元，若更多機構倒貨，價格會進一步下跌，貨幣市場基金 3,840 萬個人及機構投資人都會受傷。貨幣市場基金已經躲到公債市場尋找避風港，3 個月期的美國國庫券(Treasury Bills)殖利率由 8 月初的 4.95%大幅下降到 2.9%。

資產擔保商業本票(ABCP)佔全體商業本票市場的一半，而投資人不願買進任何未受聯邦國民抵押貸款公司(Federal National Mortgage Association；Fannie Mae)和聯邦住房抵押貸款公司(The Federal Home Loan Mortgage Corporation；Freddie Mac)保證的短期資產擔保債券。有 20 家以上的企業資產擔保商業本票無法展期，其中 1 家 Thornburg Mortgage 不得不折價 5%賣出價格 205 億美元證券，以償還沒辦法再融資的商業本票。Fed 統計，到 8 月 15 日為止的 1 週，資產擔保商業本票的金額減少 500 億美元，約佔全部商業本票規模的 4.3%。

五、次級房貸對台灣與世界金融市場的影響？

而台灣的金融市場也因為這場次級房貸的風暴產生了巨額的損失，根據金管會的統計，至少有十六家銀行、以及十二家保險，合計二十八家金融機構總計投資七百五十億元與次級房貸有相關的商品，連同投信基金，認列至少十二億損失，其中，損失金額比較大的是台灣人壽四點四七億，兆豐金控直接投資十四億、損失約一億。另外，還有五家銀行的財富管理部門代售四十一億元相關的商品，損失有待進一步評估；但已經確定是的，國內投信募集兩檔基金損失九百五十萬美元、在國內銷售的二十五檔海外基金損失一千萬美元，估計損失六億四千多萬元。金管會副主委張秀蓮說，公佈的金額都是相關投資，不是最大損失，因為每檔結構型商品的連結比例不同，以壽險為例，平均連結率是三成一，影響程度相當有限。但只是與次級房貸有相關的金融商品還不包含投資者因信心危機而不斷拋售持有金融商品的部份，這部份的損失更是難以估計。

為了扭轉投資者的信心危機和避免金融商品流動性不足，美國聯準會無預警的調降兩碼貼現率，希望藉著調降貼現率，鼓勵銀行進行資金的借貸，進而刺激市場資金融通的活絡性。而世界各國的中央銀行更是嚴陣以待，為了應付可能發生的「流動性風險」，紛紛對銀行挹注資金。歐洲央行提供了四點四兆新台幣，日本央行提供了一兆日元，澳洲央行提供四十九點五億澳幣，美國聯準會更是提供比平常多了兩百四十億美元的臨時準備金以因應隨時會發生的流動性風險。

雖然世界各國的央行皆準備了充足的資金以應付可能發生的「流動性風險」，美國聯準會亦施放利多，但是這就像是注射麻藥一般，也許可以一時之間控制住風暴的蔓延，但是其實根本問題並沒有解決，次級房貸的問題仍然存在，不確定的氣氛仍然籠罩在全球的股市之中。美國的分析師更是指出，信貸市場距離恢復正常，還差得很遠，特別是房貸這一塊，美國房貸違約件數還在增加。美國最大房貸公司 Fannie Mae 宣佈這個月暫時不發行基準債券，這是去年五月以來的頭一遭，可見得這場風暴仍然在擴大之中，而美國聯準會亦表明這場次級房貸風暴將會使得美國經濟成長造成減緩的趨勢。不過，包括加拿大和德國在內的其他主要國家央行都認為，雖然美國經濟成長率將會減緩，但是全球經濟依然維持健全成長的步調，只是信貸市場的混亂尚需要一段時間才能消化完畢。

其實在這場次級房貸的風暴之中，產業界和官方的看法相當一致，皆認為次級房貸本身影響其實並不大，反而比較令人憂心的是信心危機引發資金撤出、甚至是流動性不足的無量下跌，這也就是為什麼美國聯準會會無預警的調降貼現率和世界各國央行會備妥銀彈謹慎因應的原因所在了。

但其實這麼作都只是治標不治本，彷彿是替全球的金融市場打了麻藥一般，雖然可以暫時感覺和緩下來，但是當麻醉效果逐漸消退，次級房貸所引發的風暴還是存在，一但再度爆發任何一檔基金或是承作相關業務的銀行發生問題時，這場風暴將無止盡的蔓延下去。就如同狄更斯在《雙城記》中的第一句話所說的「最好的年代，也是最壞的年代」，反映在現今的金融投資市場上，正是說明了高報酬的背後隱藏的即是高風險的危機。

參考資料

1. 精誠金融 http://www.finet.com.tw/News/LoadNews.aspx?sn=2007081600300612
2. 鄭丁旺，中級會計學
3. yam 天空新聞 http://news.yam.com/bcc/fn/200708/20070821639024.html
4. 中廣新聞網
5. 群益金融網
6. 中時電子報 http://news.chinatimes.com