

淺談連動債

中興大學企管系

林金賢教授

前言

在面對利率走低、股市充滿不確定性的大環境下，部分投資人追求的不再是高風險的高獲利超額報酬（伴隨高可能性的高損失），轉而尋求較為穩定保守的資產保本以及固定的利息收益，促使保本型商品（Principal Guaranteed Product）成了投資人近來最熱愛的金融理財商品之一。由於保本型商品標榜本身具備有保障全數或大部分本金的特性，甚至保證一定比例的獲利或孳息，進而滿足投資人追求穩健報酬的需求。最明顯的例子便是近來多家銀行所推出的連動債券，不到一個星期就募集完成，且銷售的金額更是海外基金一年銷售額的好幾倍。最主要原因之一便是在目前定存利率低於 2% 的狀況下，連動債券卻以年平均報酬率至少 4% 為訴求，消費者認為既然兼具保本外，又有高於定存的利息收入當然也就趨之若鶩了。

然而自美國次級房貸風暴影響以來，去年至今年全球股市的表現均不佳，不只基金商品的報酬率迅速下降，就連標榜「風險低」或「保本」的連動式債券，也賠得一塌糊塗。讓人不禁納悶不是保本嗎？為何與當初的認知有如此大的差距？本文將嘗試用比較簡單的方式來說明連動債的相關議題，希望能幫助讀者對連動債有更進一步的認識。

何謂連動式債券？

在了解連動式債券之前必須先了解何謂固定收益商品與衍生性金融商品。所謂固定收益商品，是指在一定的期間內，商品的發行者會根據事先約定的利率支付投資人利息，使投資期間每期收益均為固定，並於到期時可以領回本金的商品。例如公司債與政府公債等皆屬此種商品。而衍生性商品(Derivative Securities) 乃指由金融市場(貨幣市場與資本市場)中現貨基本交易商品價格所衍生出來的金融工具，其之所以稱為衍生，乃因該商品的合約價值依附於其他金融商品的價格之上，例如股價指數期貨合約價值的大小，身受標的(現貨股價指數)的影響。一般來說，固定收益投資屬於一種較為穩健相對有保障的投資，意即風險較低，而衍生性金融商品則為波動性較大的投資標的，可以概括分為遠期合約，期貨合約，交換合約，以及選擇權合約。衍生性金融商品的一項特質便是操作槓桿很大，對於資金較缺乏的投資者，可以利用此種商品從事以小博大的投資操作。然而槓桿大雖然可以讓投資者有機會以小博大，但也因此將讓投資者面臨極高的投資風險。

而連動式債券(Structured Note)便是結合固定收益商品與衍生性金融商品的投資工具，固定收益部份提供投資金額的基本利息收益，而變化多端的衍生性商品部份則負責提供槓桿效果，加強收益，或是改變風險承受的模式。連動式債券的價值會隨著標的資產，參考利率，或參考指數而變動。因此連動式債券所需支付與償還的利息與本金的價值，將決定於一些標的資產的價值，參考利率與一些指數，因此連動債又稱混合負債工具或衍生性證券。

連動式債券主要有兩種常見的類型：第一種是以獲取正常報酬為目的之保本型連動式債券，保障一定程度的本金，其餘部分資金投資於高報酬的創新型債券(Capital Guaranteed Notes)；另一種為以獲取較高收益為目的的高收益型連動式債券(Yield Enhancement Notes)。保本型連動式債券(Capital Guaranteed Notes)又稱作參與債券(Participation Notes)，本金是以購買前預先決定的特定比率保證歸還(如原始投入金額之95%、97%、100%或105%)，並將部份或全部的利息拿去購買選擇權，利用選擇權的特色去參與標的資產上漲的好處。而高收益型連動式債券(Yield Enhancement Notes; Y.E.N.)又稱High Yield Note，由於其結構的不同，所隱含的收益率較定存為高，相對的風險也相對較高。

目前連動債類型

一般連動型債券的組合為債券加上衍生性金融產品，固定收益產品的投資標的可能是債券或零息債券，而連動標的則可能是利率、匯率或股價指數之期貨或選擇權等。目前市場上已出現的主要產品類型如下：

一、股權連動型債券(Equity-linked Note)

股權連動債券相當於零息債券與賣出選擇權的結合，投資人藉由賣出選擇權的權利金收入來提升股權連結商品的收益，若到期時選擇權無履約的價值，則投資人可領到比一般貨幣市場工具為高的收益，故也有人稱此商品為高收益票據。但此高收益也意味著高風險，因為投資人在此扮演著選擇權的賣方，故期末選擇權若具有履約的價值時，賣方須根據當初所約定的履約價格進行結帳，下檔風險並非有限，甚至有可能會損失本金。換句話說，將債券投資的未來收益金額(包含本金與利息償付)，取決於特定期間內標的股票之價格水準，而其連動標的的選擇，可以是單一股票、一籃子股票或股價指數，只要是具有公開市場交易價格的股權標的皆可，其最大風險在於投資本金可能會被轉換為股票(即為實體交割)，或是以現金交割方式直接實現損失。

股權連動型債券是最常見的投資組合，其類型如下：

(一) 單一股票連動：如與國外單一股票(如：Cisco、台積電ADR等)連動。需注意的是，評價時的股價可能指的是盤中價或每日收盤價，未必是到期日之收盤價，依產品契約約定計算。

(二) 一籃子股票連動：如與數檔國外股票連動，通常指在特定期間內，任一檔股票，即表現最差的一檔股票連動，通常投資者可能會誤認為數檔股票之平均。

(三) 單一股價指數連動：如與 Nasdaq 指數連動。

(四) 一籃子股價指數連動：例如與「道瓊泛歐 500 指數」及「S&P500 指數」各 50% 連結。

目前市場中常見的股權連動型債券又可分為「本金連動」與「債息連動」兩大類。所謂「本金連動」係指將債券本金償還之金額與選定之標的連動。「債息連動」則是將債券各期的債息支付金額與選定之標的連動。

二、匯率連動型債券

這類產品是以不同幣別的匯率為連動標的，投資期間較上述其他的連動式債券短。雖然與股債市的相關程度低，但仍有匯率風險的問題，適合對匯率走勢判斷正確的投資人。而此類連動債的主要意涵即在於將債券投資的未來收益金額取決於標的匯率未來的水準。例如連動標的為美元兌日圓匯率，若到期時或配息時匯率介於指定區間，將可獲得較高（或較低）報酬。

三、利率連動型債券

主要是連結利率選擇權，視設定的利率指標走勢區間來決定收益的多寡，而這類商品是前兩年國內所推出之連動債的商品中發行量最多的，但所發生的糾紛也多，因為想提前出場的人，到後面發現中途解約需繳納解約費，再加上申購的手續費，不但賺不到利潤，反而還不能保住本金。

而該類型債券主要的意涵即在於將債券投資的未來收益金額取決於標的利率未來的水準。例如連動標的為倫敦銀行同業拆款利率(London Inter-Bank Offering Rate, LIBOR)，配息計算方式為 10%減 12 個月美元計價的 LIBOR 利率。亦即利率越低，投資人所獲報酬率愈高。

四、信用風險連動型債券

一般連結評等較佳之公司債券，常見結構為投資級公司信用風險、國家信用風險兩種，投資期間享有固定配息，但需承擔信用違約風險。

五、商品連動型債券

以連結黃金、原油等相關大宗商品價格波動區間為主。

六、其他類型

國際市場上連動型債券種類相當多，連動對象甚至包括上述以外之標的，透過選

擇權可廣泛地與相關資產連結，包括貨幣、基金、一籃子基金乃至產品等。例如雪遊樂公司發行與降雪量連動的債券等。

連動式債券隱藏之風險

一般而言連動式債券本身所隱含的風險很多，本文列出 7 項較為重要且普遍是投資者容易犯的錯誤。

一、最低收益風險(Minimum Return risk)：如投資期間所連結之標的超過計息區間範圍時，投資者於到期日時將僅能得到發行機構所保證比例之本金。

二、提前贖回的風險(Early Redemption Risk)：債券期末發行機構於到期日時，將保證償還原始信託本金。如提前贖回則必須以贖回當時之實際成交價格贖回，將可能會導致信託本金之損失。因此，當市場價格下跌，而投資者又選擇提前贖回時，將會產生損失。

三、利率風險(Interest Rate Risk)：債券自正式交割發行後，其存續期間之市場價格(mark to market value)將受發行幣別利率變動所影響；當該幣別利率調升時，債券之市場價格有可能下降，並有可能低於票面價格而損及原始投資金額。

四、流動性風險(Liquidity Risk)：債券不具備充份之市場流動性，對於金額過小之提前贖回指示單無法保證成交。在流動性缺乏或交易量不足的情況下，債券之實際交易價格可能會與債券本身之單位資產價值產生顯著的價差(Spread)，將造成若投資者在債券到期前提前贖回時，可能損及信託原始投資金額的狀況，甚至在一旦市場完全喪失流動性後，投資者必須持有本債券直到滿期。

五、信用風險(Credit Risk)：投資者須承擔債券發行機構之信用風險；而「信用風險」之評估，則視投資者對於債券發行機構之信用評等價值之評估。

六、匯兌風險(Exchange Rate Risk)：通常海外債券是以外幣為計價單位，若投資者於投資之初是以新台幣或非本產品計價幣別之外幣資金承作本債券者，須留意外幣之孳息及原始投資金額返還時，轉換回新台幣資產時將可能產生低於投資本金之匯兌風險

七、交割風險(Settlement Risk)：債券之發行或保證機構之註冊國或所連結標的之交易所或款券交割清算機構所在地，如遇緊急特殊情形、市場變動因素或逢例假日而改變交割規定，將導致暫時無法交割或交割延誤。

綜合上述相關連動式債券所隱含的投資風險，投資者於購買商品時應仔細閱讀『連動式債券產品說明書』中的相關條件規範，若有不清楚，也應請理專逐條解釋說明，清楚了解自己所承受的風險，以免當商品淨值大跌時，才知覺到受騙上當。

連動式債券美麗的外表

連動式債券為何如此受到理財人士的青睞，讓多家銀行所推出的連動債券在短期內即可募集完成。其主要原因不外是因為連動型債券兼具保本及參與金融市場產品價格變動而獲利的好處，也因為結合固定收益產品及衍生性金融產品的特性，而產生不同的風險組合，提供投資人更多元化的報酬型態。

以股權連動型債券為例，投資人一方面享受了保本的安全性，另一方面也參與了股市的投機性。單純投資債券的風險較小，但報酬也相對不高；直接投資股市可能有較高報酬，但所承受風險亦較大。股權連動型債券提供投資人另一種風險偏好。在債券孳息部分，透過選擇權連動，進而創造資本利得。且不論多頭、空頭市場，多空兩面皆可操作不受景氣循環影響。

另外，由於連動式債券可連結的標的相當多樣化，因此可預見的獲利也是相當令人期待的，其中較常見的連動標的有利率、匯率、股價指數或各類的股票等標的，因此隨著連結標的漲跌，可能因此獲得較佳的報酬機會。

小心連動式債券陷阱!!

近日常有關於連動式債券的糾紛頻傳，甚至有連動債受害者成立連動債自救會，並集群至立法院要求金管會追查保管銀行的連動債資金流向。連動式債券本身即牽涉到財務工程，其商品結構相當複雜，但投資者一聽到理財專員說可以保本配息就一窩蜂投資，卻忽略了這樣複雜性高的商品背後所潛在的高風險，因此，在投資前應要求銀行或壽險公司詳盡揭露可能面臨之風險，並掌握以下基本的認知，選購時仔細拆解產品，再進行商品上的選擇，才能避免日後發生不必要的爭議。

陷阱 1 100%保本不一定保本!!

1.到期保本，期中解約並不保本

不論保本率標榜為多少，這類保本型商品保證通常是「產品到期」才能得到約定的保本率。若投資人未到期便出場，將無法享有保本保證，還可能要多付通常為 2~3%的違約金，假使出場的時間點遇上連動標的淨值下滑，本金的損失可能會更高。

2.外幣保本，台幣不保本

連動債多是以外幣投資計價，所提供的保本保障也是投資原幣保本，非台幣保本。因此，當產品到期面臨贖回之際，若遇到台幣相對升值，則會侵蝕獲利，本金就有可能縮水。除非台幣貶值，才能賺取部分匯差，擴大獲利。而連動債券多以美元計價，申購時以新台幣兌換美元，到期贖回時由美元再換回新台幣，其間將經歷兩次的匯兌風險，而以其他幣別計價的話，也是先轉換成美元再換成台幣，等於又多了一次匯兌風險。因此，萬一台幣走勢趨貶，投資人很有可能賺了

利差，卻因為匯差而侵蝕獲利。因此申購連動債券前，應該請銀行人員分析台幣與美元走勢，才能對匯率走勢有較正確的判斷。

3.投資成本的計算

連動式債券的投資成本通常包含 1~1.5%的手續費及每年約 0.2%的信託管理費。因此，在結算投資的損益時，需將到期的保證收益扣除這兩項成本，才是真正獲利。萬一投資失利，即使保住本金，但扣除投資成本後，還是虧錢。

此外，大部分銀行在募集連動債券時，並不會特別把所有的收費項目說清楚，有時投資人可能在投資中途解約或投資屆滿一年，才發現要付出違約金及信託管理費。由於連動債券在銀行的業務項目屬於「信託」產品，因此通常第一年會向投資人收取固定比例的信託管理費，有些固定每次配息產品還有配息手續費。有些銀行對於提前解約的投資人，還會再收取解約費，有些產品是按照解約時間收取費用，愈早出場，費用愈高，例如第一年、第二年收三%，第三年二·二五%，第五年一·二五%，無論相關手續費如何收取，投資人都要將這部分的成本考慮在內，才是實質利得。

陷阱 2 過去正報酬的產品，不保證未來一定賺錢

在許多金融商品的廣告單或產品說明書上經常可以看見倒流測試，呈現過去五年或十年的利率或股市表現，導致投資者此項產品未來絕對是正向報酬的錯覺。基本上倒流測試只是模擬報酬，而非絕對報酬的保證。尤其是若為十年期產品，但倒流測試卻只抓了五年的歷史表現，或只抓過去某一個十年間的表現，那可能更不客觀。任何投資型態或商品其過去歷史經驗不代表未來績效，由於未來的產業環境、經濟情境與過去並不會相同，因此，過去績效僅供參考並非未來績效的絕對指標。

陷阱 3 產品年期雖長，但獲利到達一定比例，即可提早出場

連結一籃子股票的高配息連動債，通常可能標榜每半年配息 8~9%，或首年配息 16~18%，雖然產品年期為 10 年，但因獲利公式設定只要累積配息超過 20%，即可提前出場，吸引了不少投資人申購。但天下沒有白吃的午餐，一旦這類產品如果在 2、3 年內達不到提前出場的報酬率，這筆資金肯定就要「鎖 10 年」，才能拿回當初宣稱的配息和投資老本。

且連結「一籃子股票」連動債的獲利公式，通常是以「股價表現最差」的那檔股票的損益來計算，因此發行機構選股組合中是不是檔檔強棒就很重要。如果是連動太多支股票，表現最差得出的結果可能是「零」，投資人只能拿到最低保障收益。因此，連動的股票支數最好不要過多，否則除非股市大漲，你將可能拿

不到投資收益。且個股的選擇最好分散在不同產業，以降低下跌風險。且許多投資者認為即使投資失利，也可換回績優股，但到期時，績優股股價也是縮水許多，拿回股票的淨值，可能也比進場時下滑好幾成，如果選擇賣出，等於是認賠出場。

購買連動式債券必做之功課

有關連動式債券的連結標的很多，如：利率、股票或是指數等，且同一種連結標的產品又可衍生出許多不同的結構與條件設定。由於連動債券商品設計相當複雜，投資者千萬不要購買自己不懂的商品。且觀看目前市場的連動債產品，主流產品多為強調高配息的長天期產品，年期約在六年以上，若產品績效表現不佳無法提前贖回，這也等於是投資人的時間成本。然而，連動債商品只是眾多投資商品的其中一項，因此配置投資產品時，仍應回歸到資產配置的大原則，選擇一個在可承受風險範圍內、報酬率愈大的產品，而不應把大部分的閒置資金重押在這項商品上，以分散風險。

雖然最近連動式債券的糾紛頻傳，即使如此，連動式債券相關的產品仍是一波波上架。雖這些結構式商品雖然標榜保本、高配息、高預期報酬，但仍然依照產品結構與連動標的的不同，須承受相當的投資風險。因此，民眾在決定申購前，應破除「既有保本又能獲取高獲利」的迷思，或許投資者無法具備抽絲剝繭、完全解析產品的能力，但做好基本功課與認知，才能在投資連動債時明哲保身，全身而退不被風險給打敗。

投資建議

總結上述相關連動債的介紹後，大致可以發現許多投資人受害的主要源頭來自於當初和投資機構所訂立的條約沒有看清楚就忽忽的下投資的決定，以致於會有後續相關一系列的糾紛產生。看過一些近來受害的案例可以發現，國人對於連動債商品的特性並不是很清楚，通常只看到其「保本」的字眼，就誤以為投資的風險很小，然而事實上並不然，其背後所設定的一些條件卻往往是投資人所忽略的部分，而這也是所有投資糾紛的主要來源。

另外從國人投資連動債的特性分析可以發現，普遍均沒有投資過債券的經驗，而這樣一個現象和其它國家投資人的投資過程卻是相反的，一般國外的投資人都是先有投資過債券的經驗，隨後才進一步的投入連動債商品的投資，因為連動債是一種衍生性金融商品，其背後投資的獲利的結構是很複雜的，並不是一個淺顯易懂的商品，而國人普遍在投資連動債前並沒有任何有關債券的投資經驗，由此點可看出，國人在投資連動債商品時，通常對於該項商品在了解程度不深的情況下，就直接投資連動債；再者，通常這些人都很相信理專說的話，完全不會去意識到其背後所隱含的一些風險，例如信用風險及流動性風險等。

因此建議投資人在投資相關連動債的商品前一定要注意以下幾點要項：

一、在投資前要先審視自身的投資個性，是積極型、保守型、長期導向或短期導向等，而依據不同的屬性會有不同搭配的投资工具。

二、在投資連動債前要尋問理專相關的條件設定，例如：債券的投資期限、可能面臨哪些風險、保本條件的設定以及最大可能的損失金額等相關資訊。而不是一味的只看到連動債好的一面，正所謂能夠掌握風險才是王道。

三、做好資產配置。這點是不管做任何投資工具時都需要去留意的，這所謂不要把雞蛋放在同一個籃子的意思一樣，基金比率要放多少、股票要放多少、債券要放多少、外幣要放多少以及要放多少自由現金等。

四、盡量到一些較大型且較有聲譽的金融機構購買投資商品，以免發生投資糾紛時，求償無門。

五、了解每檔連動債標的其背後特性，是高收益債、政府公債或新興市場債券等，因為這牽涉到連動標的之風險波動的幅度(信用風險、流動性風險)。

六、最後也是最重要的一點，那就是本身不懂的商品就不要隨便投資，要投資就投資本身較懂的投資商品，因此在投資任何一項商品前所要做的功課均是不可避免的。

資料來源：

- 台北富邦銀行
- 錢雜誌 第 220 期
- SMART 智富月刊 第 74 期
- 中國信託 <http://efund.chinatrust.com.tw/investmentproduct/sn.htm>
- 聯合理財網 http://money.udn.com/html/interest/god_coi02.html
- 經濟日報 2007/12/19
- 今週刊，「理財、謊言、大黑幕」，第 593 期，頁 70-8
- 張傳章:期貨與選擇權，雙葉書廊