

次貸風暴與連動債

蕭景隆 台中中小企業銀行中區理財顧問

林霖 國立暨南國際大學財務金融學系副教授

自從美國次貸風暴漫延開來，造成雷曼兄弟（Lehman Brothers）、美林集團（Merrill Lynch）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、高盛（Goldman Sachs）、以及 B&B 銀行（Bradford & Bingley）等多個擁有輝煌歷史及造就金融神話能力的超級投資銀行不是倒閉、被接管或出售、就是宣布財務危機。全世界的資本市場剎那崩潰，全球投資人哀鴻遍野。台灣當然也受到波及，瞬間人間蒸發約三分之二的上市公司市值。更可怕的是，沒有人能預測這次的金融風暴何時能停住，市場榮景何時可以慢慢回春。全世界的政府無不打起精神，合縱連橫，信心喊話，就是深怕冰島的恐怖經驗上身，股難變成國難。

到底次貸危機是何方神聖，可以如此作亂人間？次貸是次級房貸的簡稱，可以說是借給信用不良者買房子的錢。這些信用不良者包括收入不穩定者、短期失業者、以及有不良貸款紀錄的人。由於次級貸款的風險太高，發行次級房貸業者於是和投資銀行及保險公司們，合力開發了債務抵押債券（CDO, Collateralized Debt Obligation）以及信用違約交換交易（CDS, Credit Default Swap），賣給投資大眾共同分擔此風險，並在房市大好之際，以此牟利。

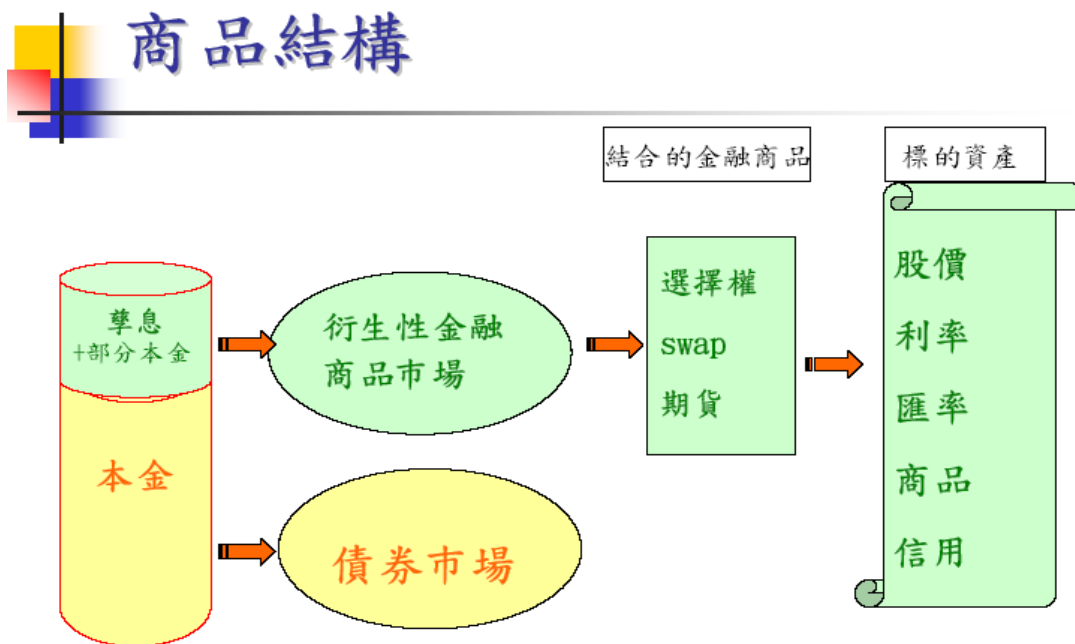
然而當房市走疲、市場緊縮之時，首當其衝的，便是這群信用不佳的房貸承購者。他們開始付不出貸款，房子被沒收，但是由於房價走低，發行次級房貸業者也開始了大部位的損失。這個損失，同時也透過 CDO 和 CDS、以及連結這兩類新金融商品的各式各樣結構型商品，透過衍生性金融商品的財務槓桿特性，以數倍至數十倍的力量襲捲全球金融市場。如果說次級房貸的問題是海邊的小波浪，那麼以上談到的那些新型的衍生性金融商品就是一台超級失控的造波機，將這個波浪變成了海嘯。

而在結構性商品之中，在台灣最紅的，首推連動債。自從千禧年網路科技泡沫造成投資者在資本及基金市場遭受重大虧損，為了使美國經濟由谷底復甦，美國聯準會（FED）在主席葛林斯班帶領將聯邦基準利率降至 1% 的歷史低點，造成「保本型連動債」在銀行端的熱銷。這種衍生性金融商品包含了一個固定收益債券部分以及一個選擇權部位。固定收益債券的部位主要投資在低風險的債券上，其到期本利和大約與投資人的本金符合，因此具有保本性質。然而，隨著近幾年全球股票市場大幅上揚，「不保本型的股權連結型連動債」也成為台灣眾銀行們積極推銷的產品。當時雖然投資人購買是 3 年、5 年、甚至是長達 10 年期的連動債，投資者往往在投資 1 年就可獲利提前出場或遭發行機構提前贖回，使得投資人可取回原始

本金及二位數以上年化報酬，進而輕忽不保本型連動債的高風險，持續加碼投資。因此，當美國次貸問題引爆金融業流動性危機，連動商品爆跌，全球景氣瞬間衰退，這類連結標的股價也大幅下跌，導致今年許多有條件式保本連動債跌破「下檔保護」，令投資者含淚吞下鉅額虧損，證明了「條件式保本連動債」其實並非絕對保本。接著連動債的發行銀行一一倒閉或財務危機，使投資人緊急贖回無門，登時自殺人口上升，市場慘綠到百年罕見。

金融商品本身可能因銷售人員銷售過當，投資者可能對包含選擇權在內的衍生性金融商品知識不足，造成連動債近年來糾紛層出不窮。因此，瞭解連動債的種類、產品連結的標的、費用的收取、及投資連動債的風險，也變成當代顯學。

廣義的連動式債券（Structured Notes）泛指透過各種財務工程（如選擇權等）運用債券或存款，以保本或不保本的方式，結合利率、匯率、商品、信用、指數、股價等行情波動而設計的金融投資商品（見圖一）。種類上大約可以分為「保本型」和「非保本型」兩類。保本型連動式債券（Principal Guaranteed Notes）的本金是以預先決定的特定比率保證歸還（通常是原始投入金額之 95%、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。當期末結算損益時，因選擇權買權價值必定不低於零，故投資人最多僅損失權利金部分，而本金仍能獲得一定程度的保障。故保本型連動債可以分解成零息債券加上買進的選擇權。而所謂保本是指「到期保本」，若投資人提前贖回則不一定保本。



資料來源：劉宗聖、歐宏杰著結構型商品實務與應用（第7頁）

圖一：結構型商品剖析

而非保本型連動（Non-Principal Guaranteed Notes）又稱為高收益型連動式債券（YEN, Yield Enhancement Notes 或 High Yield Note）。依其結構的不同，藉著賣出選擇權而獲取權利金，所隱含的收益率一般較定存為高。也由於是賣出選擇權的緣故，風險可能極大，因此通常採用不保本架構。因此，高收益型連動債包含了零息債券以及賣出選擇權部位。當連結標的價格下跌，跌幅超過連動債商品所設計的「下檔保護」時，啟動履約機制的結果，會造成連動債投資人本金鉅額的虧損。這種產品就是造成 2008 年初，在台灣連動債糾紛不斷的主要原因。

依連動標的種類，連動債大約大致可分為利率連動型債券、指數連動式債券、股權連動式債券、信用風險連動債券、商品連動債券、以及高收益股票連動債等六種。利率連動型債券（Interest Rate-linked Notes）連結的標的物為「利率」，常見的標的是倫敦拆款利率（LIBOR）以及固定利率交換（CMS）。而結構有浮動利率、反浮動利率，或利率區間等，藉由承擔「再投資風險及利率風險」來提高收益，只要條件吻合即可按日計息。同理，指數連動式債券（Index-linked Notes）的連結標的多為國際性股價指數，例如 S&P500，Nasdaq 指數，日經 225，和道瓊歐盟 50 指數等等。而股權連動式債券常連結數檔至 20 檔股票。但是因為在正常的市場環境中，所連動的股票標的要大幅異常報酬機率較低，所以這類連動債大多以表現最差的股票做為計息標的，。

信用風險連動債（Credit-linked Notes）主要連結個別公司或一群公司的「信用」。若發生連結標的公司信用違約風險，投資人可能要承擔本金鉅額虧損，甚至無法取回的風險。因此投資者投資前應相當瞭解公司的財務資料、信用評等、信用違約等知識後，再判斷是否投資和能否承受遭遇信用違約的損失風險。也就是說，這類連動債其實不適合一般散戶投資者買進¹，而較適合擁有證券經驗的法人。而最近雷曼兄弟控股破產保護事件，造成台灣散戶投資人求救無門，便是購買這類連動債最不幸的範例。

資本及投資市場中看到的，最壞的不外是人性的「貪」及「怕」，高收益股票連動債（High Yield Notes）就在這樣的需求下產生，也被稱為「非保本型連動連」或「下檔保護」條件式保本連動債。這類連動債包括股權連動式債券（Equity-linked Notes），連結單一股權或多檔個股，例如 Intel，GE，台積電等股票，特色是期間較短、提供投資者較高的配息、但當所連結的股權跌幅超過連動債商品所設計的「下檔保護」時，投資者須承擔本金鉅額的虧損，或投資本金被迫轉換為連結標的股票。商品連動債（Commodity-linked Notes）也與股票連動債相似，唯其連結的商品多以原油、黃金、原物料等商品指數波動為主。

由於近 2 年來連動債投資糾紛不斷，報章雜誌對賣連動債的銀行理專人員多有責難，對於理財專員的專業素養也多有疑慮。確實當買賣的商品

¹ 請見行政院金融監督管理委員會(http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=1819532)

出了問題，賣方難辭其疚，該查明的是賣方到底有沒有將產品規格、報酬與風險、產品的幣別與未來匯兌走勢等項目，向購買者做詳細的說明。對於理財專員的說明，投資人最低程度應該做的，是耐心地聽，仔細地思考。其實大多投資人面臨投資新組合的需求時，都選擇讓理財專員為他們做決定，畢竟這就是他們讓理財專員支領手續費的主要原因。但是在理財專員泛濫，素質難以齊一的情況下，投資人的權益是不被保障的。因此，在購買連動型商品時，投資人應該以自救為上，親自瞭解申購手續費及信託管理費等比重如何？保本或不保本？保本率多少？在什麼條件下才保本？可否提前贖回？計價幣別為何？未來匯兌損失可能嗎？以及商品如何評價？多久評價一次？等等問題。大家應該都知道，若損失發生，A 銀行的理財專員可以轉到 B 銀行（或到鄰近的華人地區如香港和新加坡），繼續投資顧問及金融商品銷售服務的工作。而投資人只能坐在黑暗中，痛苦地看著自己的儲蓄蒸發在空氣中，並且埋怨自己當時為何這麼不小心。因此，在購買新金融商品時，多一些小心謹慎是絕對不為過的。

有鑑於當今的金融問題，台灣主管單位曾透過多重管道，進一步提醒投資人，結構型商品（即連動債）本身是一種複雜且特殊的金融商品，投資人必須確認本身是否具備足夠的金融專業知識，瞭解連動債特性及風險，並且瞭解自己的投資屬性，正確謹慎評估本身財務狀況是否有能力承擔連動債的風險。因此，金融商品本身並無罪，有需求才會有供給，投資者有如消費者一般，有選擇商品的權利，買不買都操之在己。千萬不要因為貪心，選擇了不適合自己能承擔風險與合理報酬的連動債商品，或許享受了短暫的風華，卻無知地承擔了過度的損失可能。記得投資大師華倫·巴菲特曾建議「只買看得懂而且股價合理的股票」，股票市場如此，那麼投資連動債又何嘗不是這樣呢？

參考資料：

劉宗聖、歐宏杰（2004），結構型商品－實務與應用，證券暨期貨市場發展基金會：台北。

行政院金融監督管理委員會（<http://www.fscey.gov.tw/mp.asp>）