

2007年信用衍生工具及證券化活動調查結果

本文由銀行政策部提供

認可機構在2007年整體的信用衍生工具及證券化活動繼續大幅增長。金管局的年度調查結果顯示，信用衍生工具交易增加61%，證券化交易亦增加103%。認可機構主要基於買賣目的從事信用衍生工具交易，並大多數以投資銀行¹身分參與證券化交易。

美國次按問題促使監管機構及市場對某些證券化交易持較審慎態度。監管機構正重新審視這類交易在資本及資料披露方面的處理，此舉可能對日後市場活動的發展產生影響。

引言

與全球各地市場的增長趨勢一致²，近年香港銀行體系在信用風險轉移市場的活動有顯著增長。為監察認可機構參與這些市場的情況，金管局自1999年起對持牌銀行及有限牌照銀行進行信用衍生工具活動調查，並在2002年起改為每年進行一次³，以及在2003年將調查範圍擴展至證券化交易。

今次調查根據認可機構在香港進行或入帳的交易來收集其在截至2007年10月底的持倉情況。調查亦詢問認可機構進行這些交易的原因與日後有關的業務計劃。

調查結果的重點

調查顯示：

(i) 受訪認可機構整體的信用衍生工具活動在2007年增加61%。這類交易仍然由幾間認可機構主導；

(ii) 信用衍生工具活動的性質及類別在2007年無重大變動，交易主要以買賣為目的，屬於中期(1至5年)並涉及投資級別參照實體的信用違責掉期仍然是最常見；

(iii) 整體證券化交易活動於2007年增長103%。具體而言，合成證券化交易激增313%，佔2007年證券化類別風險承擔未平倉總額的61%。總的來說市場活動仍高度集中於極少數認可機構，上述大部分升幅亦源自它們。本地銀行所佔市場比重由69%升至83%，並且大多數以投資銀行身分參與該等交易。本地銀行的交易同樣集中於少數認可機構；

¹ 就證券化交易而言，「投資銀行」與「發起銀行」相對比，前者持有的證券化票據可作買賣或投資用途。

² 國際結算銀行統計資料顯示，過去5年未平倉信用衍生工具交易額每年均倍增。

³ 以往幾年的調查結果分別載於翌年6月號的《香港金融管理局季報》。

- (iv) 對中央政府與中央銀行的債權以及住宅按揭貸款，仍然是證券化交易中最常見的組成資產類別；以及
- (v) 很多受訪認可機構表示有意在將來擴充或開展信用衍生工具及證券化業務。

主要調查結果

信用衍生工具交易

於2007年10月底，所有受訪認可機構持有信用衍生工具的合計名義總額顯著增加61%，至27,360億港元。表1列載過去3年有關持倉量(以名義數額計算)的細分資料(另見圖1)。於2007年10月底，共有44間認可機構(包括8間本地銀行、31間外地銀行分行及5間外地銀行的附屬有限牌照銀行)持有未平倉信用衍生工具。

2007年調查發現市場活動仍然高度集中於幾間認可機構，首4間佔合計總持倉量的93%(與2006年首5間認可機構所佔比重相同)。市場繼續由外地銀行主導，它們佔合計總持倉量的75%，較2006年的78%為低。這些銀行的持倉主要是基於買賣目的。

表 1

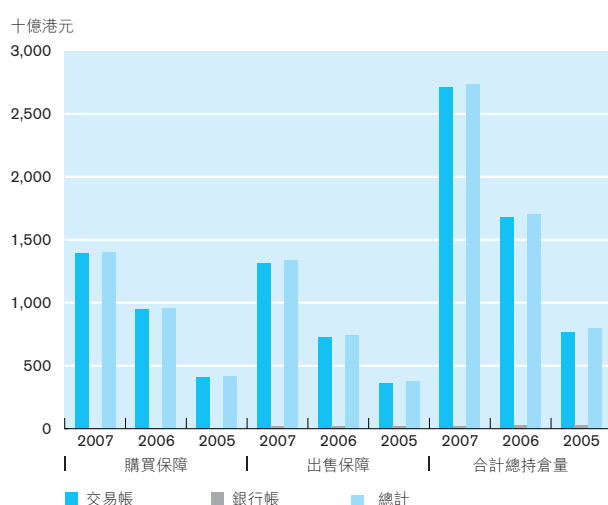
所有受訪認可機構的信用衍生工具持倉量⁴

(十億港元)

	購買保障			出售保障			合計總持倉量		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
交易帳	1,395	946	405	1,318	730	363	2,713	1,676	768
銀行帳	5	7	8	18	17	18	23	24	26
總計	1,400	953	413	1,336	746	381	2,736	1,700	794

圖 1

所有受訪認可機構的信用衍生工具持倉量



本地銀行未平倉信用衍生工具的合計總額增加84%。這些交易高度集中於一少撮銀行。有3間本地銀行的信用衍生工具總持倉量佔其資本基礎的一成以上。除了幾間是為買賣目的而進行信用衍生工具交易外，大部分本地銀行的交易都是記入銀行帳，而交易主要是為了對沖或提高收益。

⁴ (i) 所報持倉量包括在香港進行但在境外入帳的交易。

(ii) 合計總持倉量存在雙重計算的成分。若一宗信用衍生工具交易的保障買方及保障賣方均為受訪認可機構，這宗交易便會同時列入「購買保障」及「出售保障」類別。

受訪認可機構所報未平倉信用衍生工具交易的分布如下：

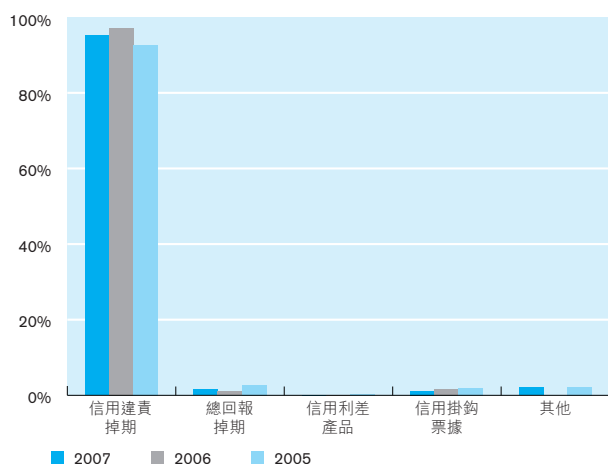
產品類別

信用違責掉期仍是最普遍的一類信用衍生工具，佔2007年10月底總持倉量的95%（表2及圖2）。其他產品，如總回報掉期、信用利差產品及信用掛鈎票據的使用程度仍然遠遠較低。

表 2
各類產品所佔百分比

信用衍生工具	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
信用違責掉期	95.2%	97.2%	92.6%
其中：			
單名	84.3%	不詳	不詳
多名	0.5%	不詳	不詳
指數	10.4%	不詳	不詳
總回報掉期	1.5%	1.0%	2.8%
信用利差產品	0.1%	0.1%	0.4%
信用掛鈎票據	1.1%	1.7%	2.0%
其他	2.1%	0.0%	2.2%

圖 2
各類產品所佔百分比



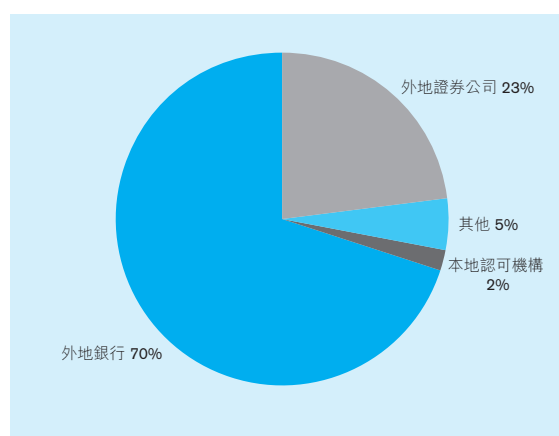
交易對手類別

外地金融機構（主要是銀行及證券公司）仍然是信用衍生工具交易最普遍的交易對手，其中銀行佔所報總持倉量的70%，證券公司佔23%（表3及圖3）。銀行與保險界之間的信用風險轉移仍然甚少。

表 3
各類交易對手所佔百分比

交易對手	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
本地金融機構	2.1%	5.4%	2.7%
其中：香港認可機構	1.9%	5.4%	2.5%
證券公司	0.1%	0.0%	0.2%
保險公司	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.1%	0.2%	0.8%
外地金融機構	97.9%	90.3%	88.5%
其中：銀行	69.9%	76.1%	75.2%
證券公司	23.3%	14.2%	12.5%
保險公司	0.2%	0.0%	0.8%
其他	4.5%	4.1%	8.2%

圖 3
各類交易對手所佔百分比（2007年10月）



參照實體

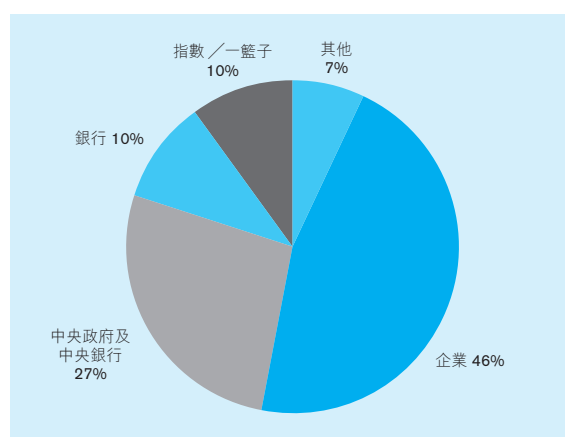
類別：

參照實體主要類別包括官方實體(27%)、銀行(10%)及企業(46%)，與2006年調查的結果相若(表4及圖4)。與指數或一籃子參照實體(多於一類)掛鈎的信用衍生工具佔一成。由於是首次收集這項資料，因此並無往年資料可作比較。

表 4
各類參照實體所佔百分比

參照實體	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
中央政府及中央銀行	27.4%	29.5%	29.8%
公營單位	1.2%	2.1%	3.0%
銀行	10.1%	8.8%	11.9%
企業	45.8%	52.4%	51.2%
指數／一籃子參照實體 (超過一個類別)	9.9%	不詳	不詳
其他	5.6%	7.2%	4.2%

圖 4
各類參照實體所佔百分比(2007年10月)



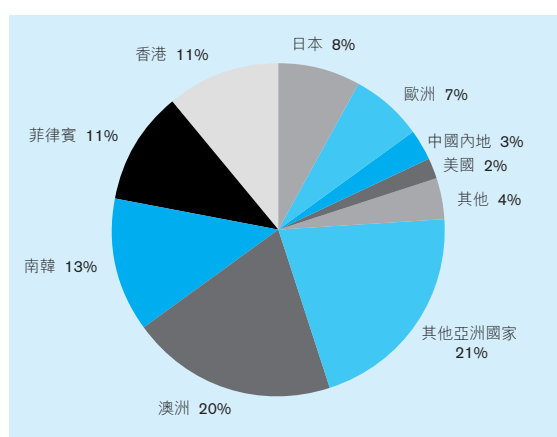
所在地：

大部分參照實體仍是位於亞太區(約佔88%)，主要是澳洲、南韓、菲律賓及香港。位於美國及歐洲的參照實體的比重相應降至接近2005年的水平(表5及圖5)。

表 5
參照實體所在地所佔百分比

參照實體所在地	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
香港	10.5%	11.6%	18.3%
中國內地	3.0%	3.3%	4.8%
日本	8.1%	5.4%	3.6%
南韓	13.5%	17.1%	23.7%
澳洲	20.4%	12.7%	不詳
菲律賓	11.2%	不詳	不詳
其他亞洲國家	21.3%	29.2%	28.3%
美國	1.7%	3.3%	1.8%
歐洲	6.8%	13.0%	6.4%
其他	3.5%	4.4%	13.1%

圖 5
參照實體所在地所佔百分比(2007年10月)



信用質素：

在信用衍生工具中，69%涉及的參照實體具有投資級別的信用評級，51%涉及的參照實體具有A級或以上的評級。由於是首次收集這項資料，因此並無往年資料可作比較(表6及圖6)。

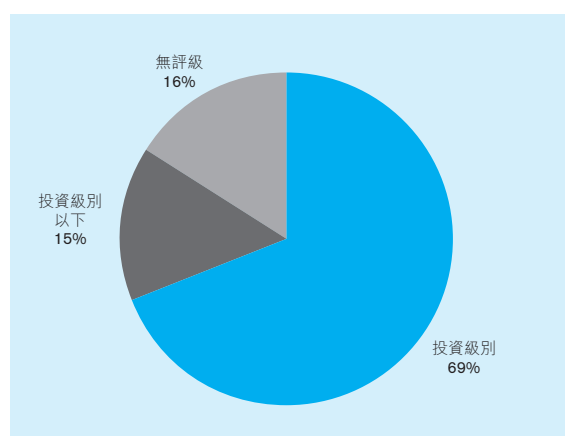
表 6

參照實體各級信用質素所佔百分比

信用質素	2007
投資級別	69.3%
投資級別以下	14.8%
無評級	15.9%

圖 6

參照實體各級信用質素所佔百分比(2007年10月)



年期：

以未平倉合約的原訂到期期限計，中期合約(指1至5年)仍最常見，佔總持倉量的72%(表7及圖7)。

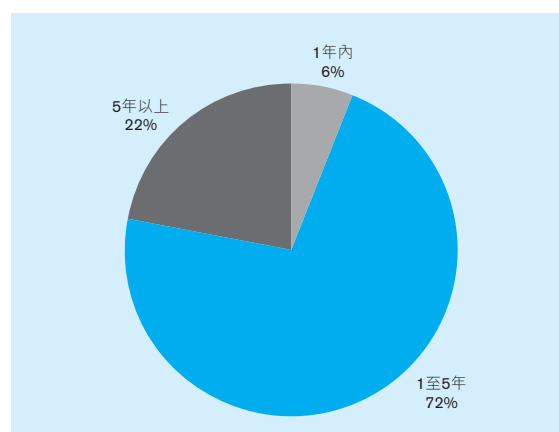
表 7

各種到期期限所佔百分比

合約的到期期限	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
1年內	6.3%	8.1%	4.4%
1至5年	71.8%	72.8%	44.7%
5年以上	21.9%	19.1%	50.9%

圖 7

各種到期期限所佔百分比(2007年10月)



證券化交易

2007年有39間認可機構表示有證券化類別風險承擔(相比2006年的調查有33間)，合計風險承擔達3,190億港元，較上年上升103%。認可機構以投資銀行身分持有的風險承擔佔合計風險承擔的93%，相比2006年為88%(表8及圖8)。市場活動仍然高度集中於幾間認可機構，首4間佔受訪認可機構總風險承擔的84%。

在2007年10月底持有證券化類別風險承擔的本地銀行有15間，較上年11間為多。由於源自合成證券化交易的風險承擔增加，本地銀行所佔市場比重由69%

增至83%。大多數風險承擔仍只由幾間本地銀行持有。

證券化交易類別

在2007年合成證券化交易的重要性繼續增加，佔所報證券化交易的61%，相比2006年及2005年時分別為30%及22%。這些交易的組成資產以對中央政府及中央銀行的債權為最大的類別，涉及這類組成資產的證券化交易所佔比重由一年前的17%急升至52%。升幅主要是由一項無評級的證券化票據所導致。涉及住宅按揭的證券化類別風險承擔所佔比重由47%相應降至29%。過去幾年，住宅按揭一直是最常見的組成資產(表9及圖9)。

圖 8

所有受訪認可機構的證券化類別風險承擔

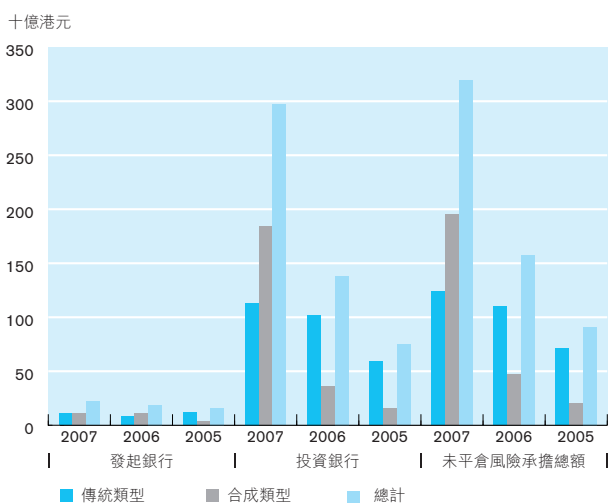


圖 9

各類組成資產所佔百分比(2007年10月)

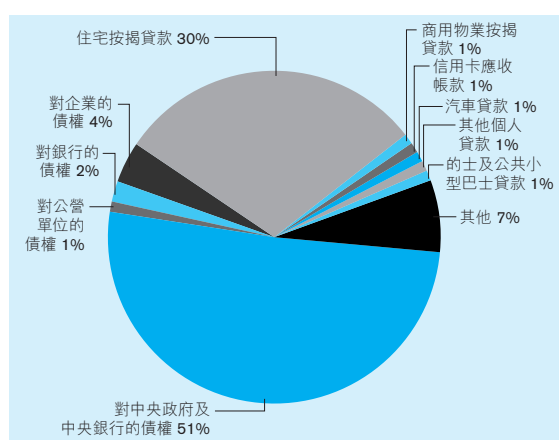


表 8

所有受訪認可機構的證券化類別風險承擔⁵

(十億港元)

證券化交易類型	發起銀行			投資銀行			未平倉風險承擔總額		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
傳統	11	8	12	113	102	59	124	110	71
合成	11	11	4	184	36	16	195	47	20
總計	22	19	16	297	138	75	319	157	91

⁵ 若一宗證券化交易的發起銀行及投資銀行均為受訪認可機構，這宗交易便會同時列入「發起銀行」及「投資銀行」類別。

表 9

各類組成資產所佔百分比

組成資產	所有受訪認可機構		
	2007	2006	2005
對中央政府及中央銀行的債權	52.1%	16.9%	3.3%
對公營單位的債權	0.6%	2.7%	5.1%
對銀行的債權	2.4%	1.2%	1.8%
對保險公司的債權	0.4%	0.4%	0.5%
對證券公司的債權	0.0%	0.0%	0.1%
對企業的債權	3.8%	6.5%	5.8%
住宅按揭貸款	29.4%	47.4%	45.5%
商用物業按揭貸款	1.5%	2.9%	2.3%
信用卡應收帳款	0.7%	4.7%	11.2%
其他個人貸款	1.0%	2.0%	4.0%
汽車貸款	1.0%	5.0%	3.5%
的士及公共小型巴士貸款	0.6%	1.4%	2.8%
不良貸款	–	–	–
其他	6.5%	8.9%	14.1%

在2007年調查中，45%的證券化類別風險承擔屬於投資級別，較2006年的78%減少。這並不表示承受風險意欲有大轉變或信用質素下降，而是由上述的無評級證券化票據所引致。這票據今年內合計無評級證券化類別風險承擔上升397%。若撇除這票據，投資級別證券化類別風險承擔的比重其實上升至92%。

以支付利息的方式計，69%的傳統證券化交易採用浮息(2006年為59%)，84%的合成證券化交易採用定息(2006年為53%)。

只有幾間認可機構表示在截至2007年10月底的一年內曾持有為有資產支持的商業票據計劃提供流動資金融通的證券化類別風險承擔⁶。此外，只有1間認可機構以投資銀行身分持有有資產支持的商業票據計劃下

不屬流動資金融通的證券化類別風險承擔。這些數據是首次收集，因此並無往年資料可作比較。

信用衍生工具及證券化業務的發展計劃

不少受訪認可機構表示有意在日後擴充或開展信用衍生工具業務，主要目的是對沖或作為銀行帳的信用風險投資。有幾間在2007年10月底前的一年內未有任任何信用衍生工具業務的認可機構表示計劃開展銀行帳及交易帳的信用衍生工具業務。相反地，有些認可機構則打算逐步收縮這項業務。

此外，很多受訪認可機構亦表示有意以投資或發起銀行身分擴充或開展證券化業務。

⁶ 有資產支持的商業票據計劃是指在證券化交易中，藉着不受破產影響的特定目的實體發行債務證券的計劃，而這些債務證券的原訂到期期限不超過1年，及其還款是以從第三方取得並由該特定目的實體持有或依照該特定目的實體的指示而持有的組成資產作為保證。

總結

特別在美國次按危機影響下，信用風險轉移市場的發展無疑會繼續是銀行界和監管機構的重要課題。

正如本調查和金管局最近進行其他非定期的調查所顯示，本港銀行承受次按和次按相關信貸的風險並無對銀行體系整體資產造成重大影響。金管局期望任何持有受到次按危機影響的工具的認可機構會繼續確保為有關工具妥善估值和提供足夠撥備。金管局亦期望認可機構在進行複雜的結構產品交易前會審慎地充分理解和評估有關的信用、市場與流動性風險。鑑於這類產品的外部信用評級可能有局限，並且從次按危機的經驗所見的擾亂市場現象，保持審慎顯得尤其重要。

負責制訂國際標準的各個組織已根據次按危機的影響認定監管方面應處理的不足之處。例如，巴塞爾銀行監管委員會已採取一系列補救措施，並計劃發表詳細建議，在未來幾個月內按需要進行諮詢。這些建議包括：

- 加強若干結構複雜的產品（包括「再證券化交易」例如以有資產擔保的證券為組成資產的債務抵押證券，以及為有資產擔保的商業票據而提供的流動資金融通）的資本處理；
- 加強穩健的流動性風險管理手法和壓力測試指引；以及
- 透過改進資料披露和估值程序以改善市場紀律。

為確保本港認可機構審慎發展信用風險轉移市場，金管局會密切注視國際標準的發展，並就提倡穩健的風險管理手法與業界緊密合作。此外，鑑於市場發展迅速，次按危機更暴露了有關產品可引發的潛在風險，金管局亦會考慮加強數據收集要求，以更能掌握認可機構參與複雜結構產品業務的情況。