

專欄4：擔保貸款憑證(CLO)潛在問題及對我國金融業之影響

鑑於擔保貸款憑證(Collateralized Loan Obligation, CLO)資產池主要標的槓桿貸款¹之貸放條件漸趨寬鬆，若遇金融壓力升高，違約損失率恐攀升，近年來部分國際機構及央行紛紛對CLO市場快速成長及潛在風險提出示警。此外，109年新冠肺炎疫情衝擊全球經濟及金融市場，部分信評機構針對CLO進行壓力測試，以評估其受疫情影響程度²，顯示CLO的問題及影響，值得探討。本專欄說明CLO市場概況及整理國際間對全球CLO潛在風險提出之警訊，並探討其對我國金融業之可能影響。

一、CLO市場概況

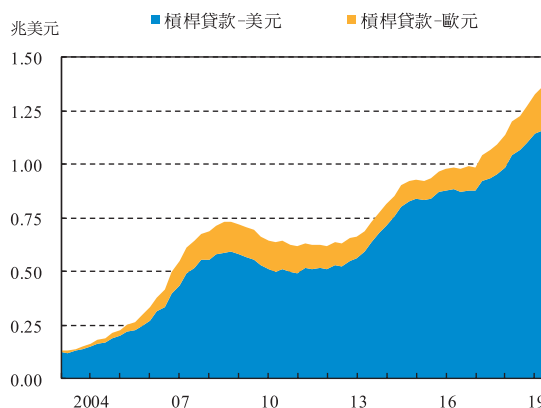
(一) 發行架構

CLO係將金融機構(通常是銀行)承作之聯合貸款或槓桿貸款包裝後，交由特殊目的機構(SPV)發行以該等貸款為擔保之證券化商品，其資產池主要組成爲槓桿貸款。CLO市場引發關注，係因該金融商品與2008年全球金融危機核心之擔保債權憑證(collateralized debt obligation, CDO)類似，兩者主要差異在CLO連接標的為槓桿貸款，CDO連結標的則較為廣泛，包括債券、企業貸款、房屋貸款及衍生性金融商品等。

(二) 全球CLO發行餘額大幅攀升

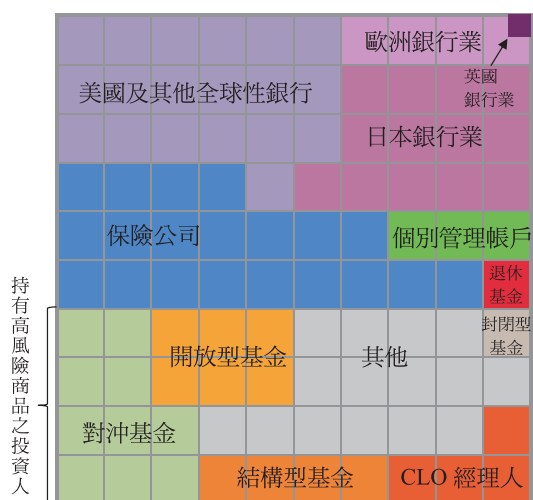
BIS (2019)³指出，近幾年槓桿貸款市場急速擴增，2018年底貸款餘額約1.4兆美元(圖A4-1)，多以美元計價，歐元計價者僅2,000億美元，在投資人追求高收益之風潮帶動下，連結槓桿貸款之CLO發行量亦大幅攀升，2018年底全球CLO流通在外餘額約7,500億美元(英格蘭銀行估計高達8,700億美元⁴)，遠高於2008年全球金融危機前CDO規模約6,400億美元。

圖 A4-1 槓桿貸款餘額



資料來源：BIS。

圖 A4-2 全球性銀行為CLO主要投資人



註：1. 本圖共100格方塊，每格代表CLO投資87億美元，共計8,700億美元。

2. 資料基準日為2018年底。

資料來源：BoE。

(三) 美國與日本銀行為全球CLO主要投資人

BoE (2019)⁴ 估計，2018年底全球CLO流通在外餘額約1/3由美國及日本銀行持有⁵，其餘2/3則由非銀行金融機構持有，包括保險公司及偏好持有風險較高層級商品之投資型基金等(圖A4-2)。

二、國際間對全球CLO潛在風險提出警訊

連結次級房貸之CDO為2008年全球金融危機核心的股鑑不遠，由於與CDO類似之CLO全球發行餘額快速成長，英格蘭銀行、國際清算銀行及日本央行爰自2019年下半年陸續對CLO潛在問題(表A4-1)提出警訊，主要如次：

表 A4-1 金融機構投資CLO潛在問題

央行或國際組織	相關研究	國際金融機構投資CLO潛在問題
英格蘭銀行 (BoE)	2019年7月 金融穩定報告	- 由於槓桿貸款貸放條件益趨寬鬆，當金融壓力上升，將使CLO違約損失率達14%，遠高於全球金融危機前水準。 - CLO恐面臨調降信用評等及巨額評價損失，迫使金融機構須增提自有資本。
國際清算銀行 (BIS)	2019年9月 季度評估報告	- 低核貸門檻槓桿貸款比重由2011年之未達20%驟升至2018年之80%，影響CLO債信，信用風險上升。 - CLO商品欠缺透明度，推升金融機構直接暴險及間接暴險。
日本央行 (BOJ)	2019年10月 金融體系報告	- CLO連結之資產標的集中於少數企業之貸款，信用風險有欠分散。 - 一旦標的資產品質、經濟及市場情勢急遽惡化，即便是AAA高評等CLO亦可能面臨價格暴跌風險。

資料來源：BoE (2019)、BIS (2019)及BOJ (2019)；本行金檢處彙整。

(一) 金融壓力升高下，CLO違約損失率恐高於全球金融危機前水準

BoE (2019)⁴ 分析，鑑於全球槓桿貸款之貸放條件益趨寬鬆，當金融壓力升高，將使2018年CLO違約損失率達14%，遠高於2006年之9%。

(二) CLO信用品質益趨惡化

BIS (2019)³ 指出，槓桿貸款中屬低核貸門檻貸款(covenant lite loans)⁶ 之比重由2011年之未達20%驟升至2018年之80%，且借款人負債對淨利比率高於6倍之比重逐年攀升(圖A4-3)。此外，CLO資產池中低評等槓桿貸款比重增至18%，顯示CLO信用品質有益趨惡化現象。

(三) 金融機構應注意CLO價格可能暴跌風險

BOJ (2019)⁷ 指出，由於其國內投資收益率過低，近年該國主要銀行及其他金融機構海外暴險趨增，其中以CLO投資成長最顯著，投資餘額約占全球之15%，有99%屬AAA等級，惟部分CLO連結標的集中於少數企業之貸款，信用風險有欠分散。日本央行警告，CLO標的資產品質、經濟及市場情勢若急遽惡化，可能導致AAA等級CLO價

格下降10%，若CLO進一步被調降評等，將使價格下跌20%至30%。

三、我國金融機構投資CLO部位不高，惟仍應注意相關風險

(一) 本國銀行及壽險公司投資比重不高

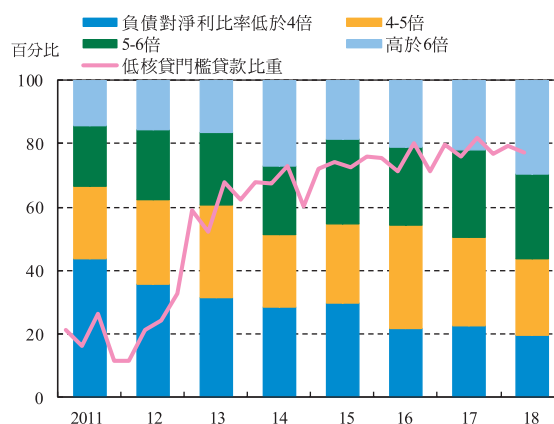
我國部分本國銀行於92-96年間，曾發行CLO，惟其包裝之標的資產多屬國內債信較佳企業貸款，與外國CLO包裝槓桿貸款之情形迥異，且該等CLO均已到期未有新發行案件。

就投資面來看，108年12月底本國銀行投資國外CLO之帳列淨額僅11億元，若有違約對該等銀行衝擊有限。同期間，壽險公司證券化商品(含CLO)投資僅占國外投資總額之4%(圖A4-4)及占資產總額之2%，比重均不高，投資CLO比重則更低。

(二) 宜持續監控我國金融機構投資CLO相關風險

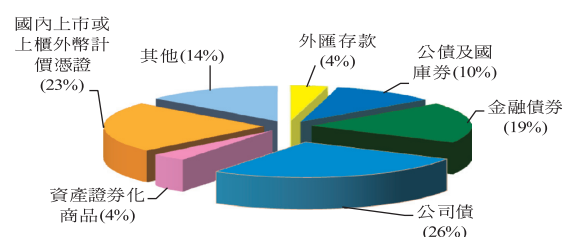
109年初以來，新冠肺炎疫情嚴重衝擊全球經濟及企業營運，可能推升企業貸款違約風險，尤以債信評等不佳或低核貸門檻之槓桿貸款受影響為甚，CLO信用風險恐升高。我國金融機構投資CLO部位雖不高，主管機關仍宜持續掌握金融機構投資CLO暴險情形及監控相關風險，俾適時採取因應措施，以降低其潛在金融風險。

圖 A4-3 低核貸門檻貸款比重及借款人負債對淨利比率分布



註：低核貸門檻貸款比重為季資料，餘為年資料。
資料來源：BIS。

圖 A4-4 我國壽險公司國外投資內容



註：基準日為108年底。
資料來源：金管會保險局。

- 註：1. 槓桿貸款通常為銀行對槓桿度較高(非投資級)企業之放款，用途為槓桿收購、再融資及企業經營擴張等，惟全球對槓桿貸款之定義沒有一致標準，通常指S&P評等BB+或更低之貸款，或評等為BBB-且放款利率以LIBOR加125個bp以上者。
2. 惠譽信評機構2020年3月20日發布新聞稿，將對CLO進行壓力測試，其資產池標的涵蓋航空、能源、休閒娛樂及住宿餐飲等產業所發行者，可能面臨降評壓力。參見Fitch Ratings (2020), "Fitch Stressing CLOs for Coronavirus Vulnerabilities," Fitch Ratings press release, March。
3. BIS (2019), *BIS Quarterly Review- International banking and financial market developments*, September.
4. BoE (2019), *Financial Stability Report*, July.
5. 銀行透過SPV發行CLO並予以投資，除可賺取槓桿貸款與CLO間利差外，並有利於資產負債管理及減少資本計提；銀行持有CLO以高信用等級部分為主。
6. 低核貸門檻貸款係對信用較差的借款人提高信用額度，貸款條件也相對寬鬆。
7. BOJ (2019), *Financial System Report*, October.