

主要國家金融資產證券化之發展、 影響及政策涵義

高超陽、盧世勳、方慧娟

一、前言

我國於上（2002）年 7 月公布實施「金融資產證券化條例」。本（2003）年 2 月，土地銀行（受託機構）順利發行台灣工銀企業貸款債權信託受益證券新台幣 35.93 億元。未來，伴隨證券化(securitization)之進展，將可協助金融機構將其持有不具流動性的債權或資產，轉換成流動性高的籌資工具，藉此將可提高其經營績效及提升市場資金配置效率，進而有助於金融體系之風險分散。

金融資產證券化在先進國家行之多年，房貸擔保證券（Mortgage-Backed Securities, MBS）及資產擔保證券（Asset-Backed Securities, ABS）（註 1）已成為金融市場中相當重要的工具。一般而言，資產證券化具有降低金融機構的資金成本、分散風險、提高流動性，以及增加投資人的投資管道等多重

功能。尤其在亞洲金融危機後，亞洲各新興國家及日本，均積極建構金融資產證券化的運作機制，除著眼於上述效益外，更試圖藉此協助金融機構加速處理不良債權以強化其金融體系。惟伴隨金融資產證券化的實行，其對金融體系及央行貨幣政策均將帶來影響，值得金融市場參與者及主管當局密切注意，並採取因應措施。

本文首先引介金融資產證券化的過程與特色，其次介紹國際間具代表性之美、英、日三國金融資產證券化的經驗，並分析證券化成功的要件；接著介紹亞洲新興國家金融資產證券化的發展概況及問題；之後，探討金融資產證券化對金融體系及貨幣政策可能帶來之影響，並作本文之結論。

二、金融資產證券化的過程與特色

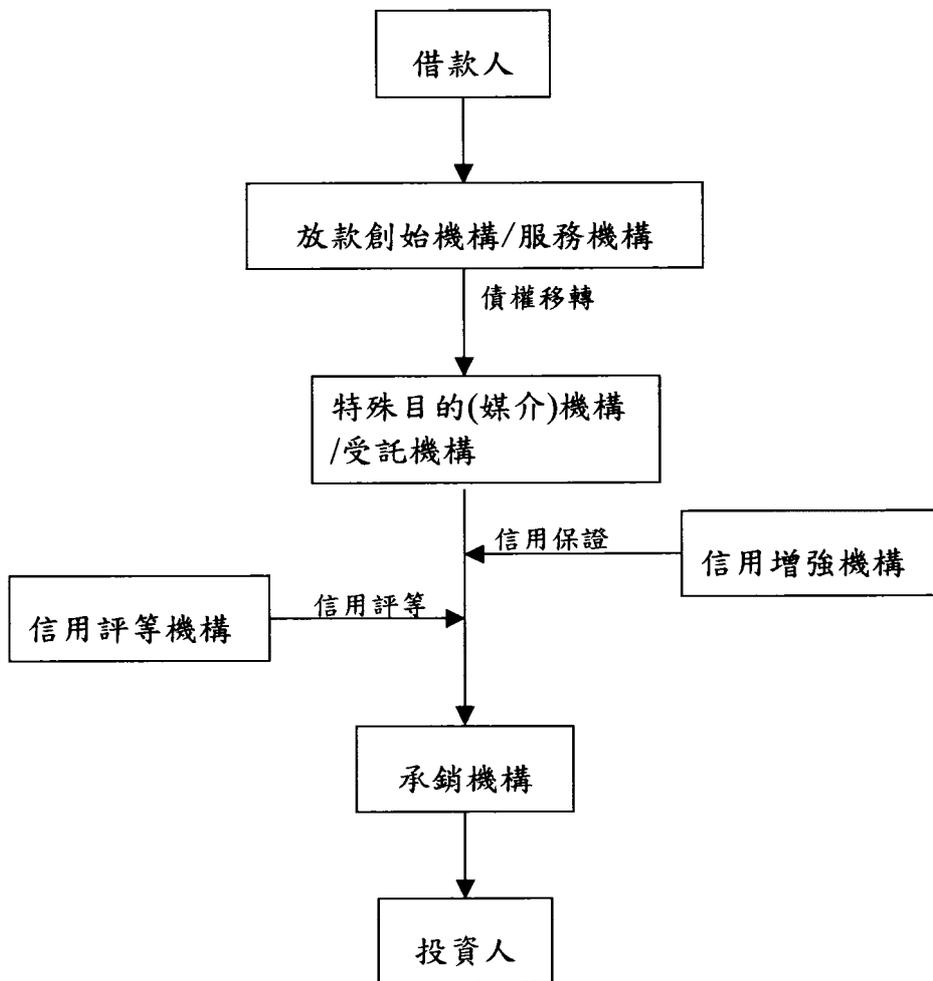
金融資產證券化是金融機構藉由將一組資產未來的應收現金流量，以發行資產擔保證券的方式予以出售來籌資。由於資產擔保

證券是指將標的資產未來的現金流量予以結構化而所發行的證券，因此資產擔保證券亦可稱之為結構化融資證券（structured finance

securities)。就會計的觀點而言，金融資產證券化係出售資產，而有別於發行債券之債務融資（debt financing），因此可縮小資產負債表的規模，並可使資金獲得更有效的運用。資產證券化的過程大致可分為創始（origination）、架構化（structuring）、信用增強（credit enhancing）、銷售交易、管理服務（servicing）等五個步驟。金融機構將其

能產生現金收益的資產設計包裝（packaging）後發行證券，售予投資人，籌措資金（見圖1）。為了增加證券的流動性，信用增強的機制亦是此過程不可或缺的部分。由於設計包裝、發行的證券必須在金融市場上出售，藉由金融市場的監督，使整體社會的資金運用更具效率。

圖 1 金融資產證券化流程



金融資產證券化的特色，大致可歸納如下(註 2)：

第一、證券化係將許多性質相近之資產彙集成組群(pools)，藉以發行有價證券，且將資產組群之總合收益視為該證券的報酬。當證券售予投資大眾(以機構投資人為主)時，則帳上之創始債權將同時轉銷。因此，諸如銀行各項貸款的證券化將會使得銀行放款餘額減少。

第二、藉由證券化，金融機構的資本適足率可獲改善，為其創造有利的融資來源，進而矯正資產與負債到期日不配合

(mismatch) 的現象，以及促成其資產負債表上不同經濟部門或不同區域部門之平衡。

第三、證券化能降低金融機構因持有資產所衍生之信用風險、利率風險與流動性風險，使風險管理更具效率。近年來證券化已被視為新興市場金融改革的重要輔助工具。

第四、證券化之創始債權已趨多樣化，標的資產已由房屋貸款擴增至信用卡貸款、租賃、汽車貸款、學生貸款、企業貸款、公司應收帳款、債券或權益證券、壞帳、船舶貸款等債權，創始者(originator)由金融機構擴大至貿易業、製造業等非金融機構。

三、先進國家金融資產證券化之發展經驗

(一) 美國金融資產證券化市場的發展概況

美國金融資產證券化源於房貸抵押市場。1970 年為改善金融機構房貸業務流動性不足的缺點首度發行抵押房貸轉手證券(Mortgage Pass-Through Securities)，正式揭開抵押貸款債權證券化的序幕。1970 年代後期，已有相當比例的房貸抵押權被證券化，1980 年代初期美國房市復甦而呈現房貸激增，為解決提前償還風險(Prepayment Risk)以擴大資本市場對房貸之參與，1983 年 6 月具有多種期限組合的抵押貸款債券(Collateralized Mortgage Obligations, CMO)乃應運而生(註 3)。以上各種依據房貸債權而發行的證券，統稱為 MBS。

美國抵押房貸證券化由於有諸如聯邦國

民抵押房貸協會(Federal National Mortgage Association, FNMA)、聯邦住宅房貸抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)及美國政府國民抵押房貸協會(Government National Mortgage Association, GNMA 暱稱 Ginnie Mae)等聯邦政府機構(agency)進行保證及支持，因此得以蓬勃發展。截至 2002 年底為止，上述三個機構的 MBS 流通在外餘額分別為 15,383、10,821 及 5,362 億美元，市場佔有率分別為 32.7%、23%及 11.4%。這些機構促使民間機構得在市場發行由政府擔保的債券。

MBS 發展數年之後，根據資產種類、風險特性，以及為降低投資者提前償還風險，並配合不同的期限偏好或套利行為而進一步

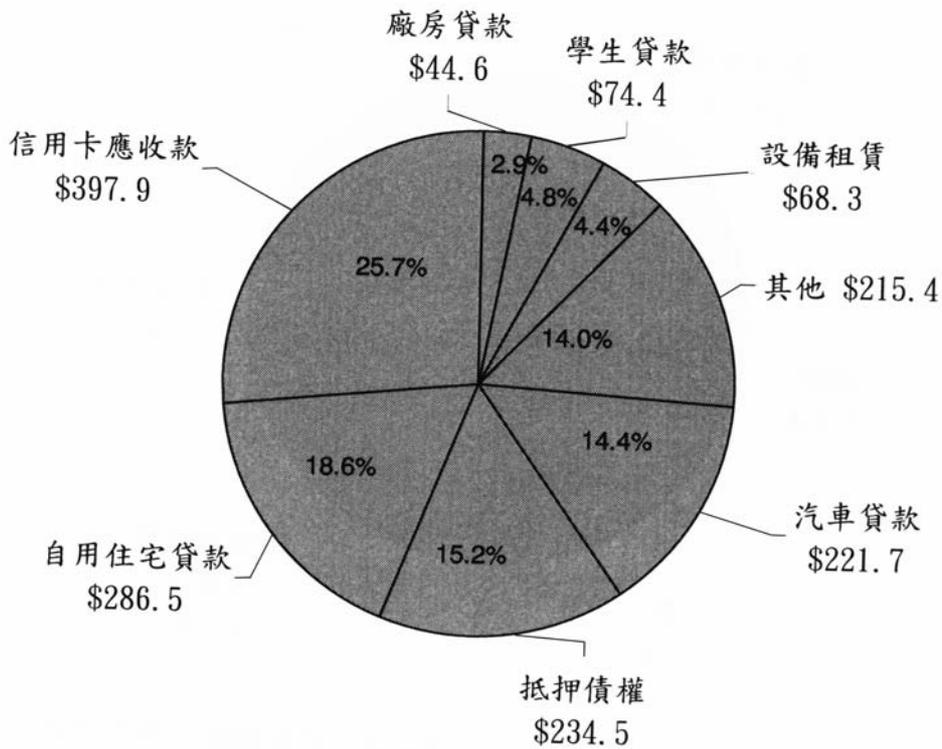
衍生出數種新商品，如集合式住宅貸款（multifamily home mortgages）、商業 MBS（Commercial MBS, CMBS）等。1980 年代末期，美國儲貸協會(S&L)發生經營危機，為因應嚴重之壞帳問題，開始藉由證券化來處理壞帳。MBS 市場自 1980 年至 2000 年間呈現相當穩定的成長，迨至 2002 年底，MBS 之發行餘額已逾 4.7 兆美元。

除了房貸的證券化之外，其他債權的證券化亦逐步興起，1985 年起，金融機構為解決信用額度（lines of credit）或分期付款等資

金管理問題，亦開始將流動性較低之資產，例如：汽車貸款（automobile）、信用卡應收款（credit card receivable）、自用住宅貸款（home equity）、廠房設備貸款（manufactured housing）、學生貸款、抵押債權(Collateralized Debt Obligation, CDO)，以及不良放款債權（NPL）等轉換為證券，再售予投資人，這些證券統稱為 ABS(見圖 2)。ABS 市場自 1985 年發行時之規模不及 10 億美元，發展至 2002 年底時之規模已高達 1.5 兆美元（見圖 3）。

圖 2 美國各類 ABS 市場的規模
(2002 年底)

單位：十億美元、%



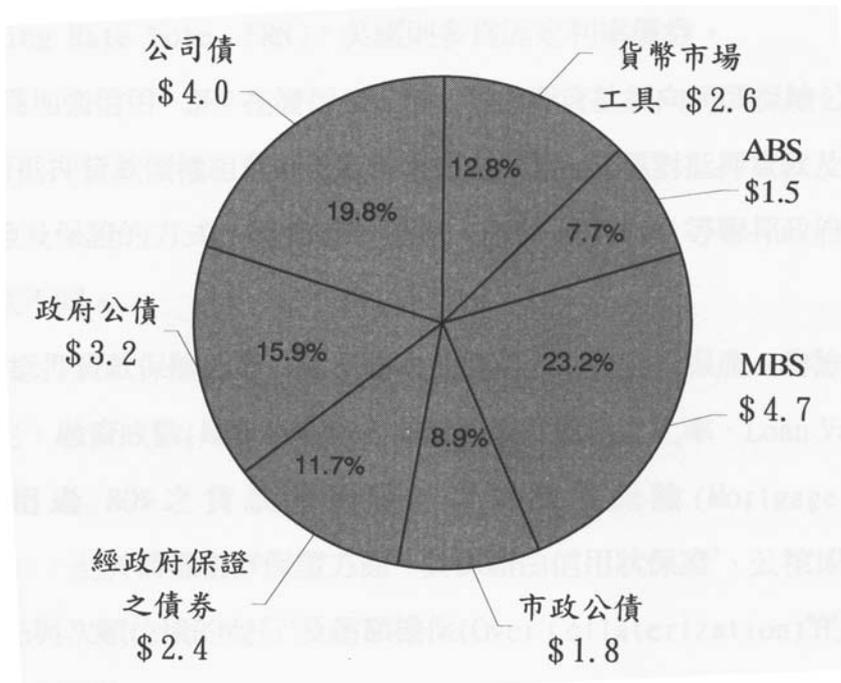
資料來源：美國債券市場協會「2002 年第四季季報」，2003 年 2 月。

資產證券化的技巧廣泛運用的結果使 ABS 和 MBS 的市場規模大增，截至 2002 年底止，二者發行餘額合計已達 6.2 兆美元，占美國全體債券市場 30.9%，可謂是美國債市

最重要的工具，已凌駕其他諸如聯邦政府公債、公司債、與市政公債（municipal bonds）等其他債券市場工具(圖 3)。

圖 3 美國各項債務市場規模
(2002 年底)

單位：兆美元、%



資料來源：美國債券市場協會「2002 年第四季季報」，2003 年 2 月。

(二) 英國金融資產證券化市場的發展概況

1980 年代中期，英國開始發展金融資產證券化，之後歷經 1986 年的「金融大改革 (Big Bang)」及金融服務法 (Financial Services Act) 頒布實施，英國證券化發展更趨蓬勃，截至 2002 年 6 月底止，英國證券化市場兩大主軸商品 MBS 及 ABS 的市場規模合計達 199 億美元，占全體歐洲國家金融資

產證券化規模之 36%，遙遙領先其他歐洲國家。英國證券化大多師承美國，其 MBS 亦係模仿美國 MBS 之架構，惟英國證券化市場有別於美國之處可歸納為三：

1. 設立特殊目的機構 (Special Purpose Vehicle, SPV)，債權創始機構將抵押權轉讓予 SPV，由 SPV 以抵押權為擔保，採用債權抵押 (Pay-through) 方式，發行轉付證券

(Pay-through Securities)，此有別於美國大多依債權轉手方式發行轉手證券(註 4)。SPV 方式之所以盛行，乃係 1986 年金融服務法將利用信託方式之持分權視為集合投資工具而加以管制，因此業者為迴避上述管制乃採取此方式。

2.由於英國抵押貸款均採浮動利率，故英國 MBS 均屬浮動利率型債券 (Floating Rate Note, FRN)，美國則多為固定利率債券。

3.為加強信用，SPV 在發行 MBS 時，其抵押貸款須向民間保險公司投保產、壽險，而抵押貸款債權組群則須取得銀行之保證，此種對抵押貸款及對 MBS 分別採用保險及保證的方式，與美國由 GNMA、FNMA 及 FHLMC 等聯邦政府機構直接保證的方式不同。

在抵押貸款保險方面，除了建物及債務人須分別投保產、壽險外，依英國法律規定，融資成數(即抵押貸款占該建物取得價格之比率，Loan Value Ratio, LVR)如超過 80% 之貸款尚須附加房屋跌價保險(Mortgage Indemnity Policies)。至於債權組群保證方面，其係藉由信用狀保證(註 5)、公積或提存資本保證(註 6)、優先與次順位債的發行(註 7)及超額擔保(Over Collateralization)(註 8)的方式來強化債權組群之債信。

(三) 日本證券化市場的發展概況

日本的證券化肇始於 1980 年代的不動產證券化，至於金融資產證券化則遲至 1990 年

代泡沫經濟破滅後，日本政府為解決金融機構龐大不良債權並促其流動化，而於 1993 年修正證券交易法，正式將房貸抵押債權信託憑證列入有價證券，以增加其市場流動性，1998 年 9 月制定「特殊目的公司之特定資產流動化法」(簡稱特殊目的公司法，或 SPC 法)，並依該法成立特殊目的公司(special purpose company,以下簡稱 SPC)，之後並陸續公布實施「債權轉讓登記制度」、「債權服務法」及「修訂之出資法」等相關之配套措施，方正式上路。

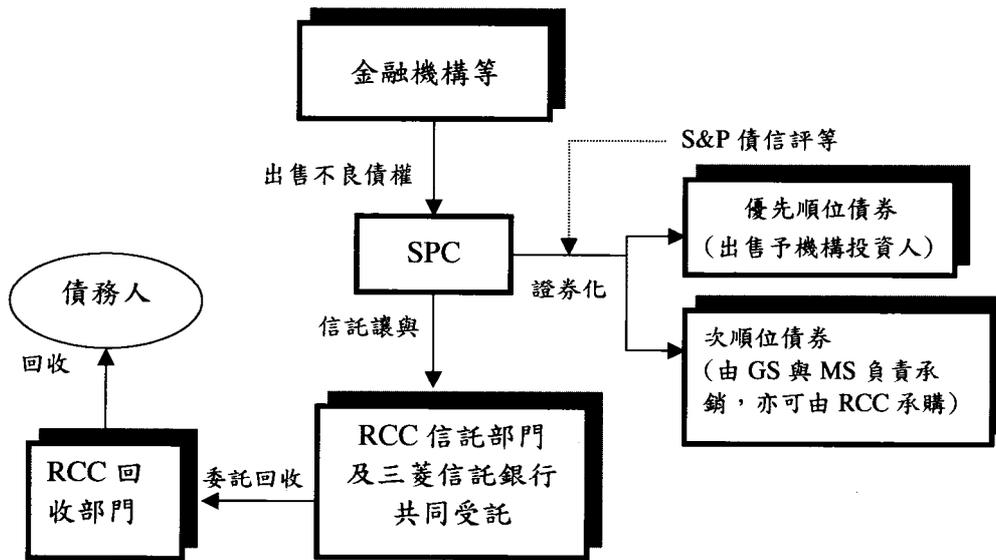
1999 年，日本的銀行開始透過 SPC 將房貸抵押債權予以證券化，惟因缺乏正式之發行與流通市場，及信用評等機制，致僅限於金融機構間之交易；迨至 2002 年 1 月下旬，日本政府建構日本整理回收機構(Resolution and Collection Corp, RCC)逾期放款證券化機制，開始處理銀行的逾期放款，同年 7 月下旬，並擴大至銀行以外之金融機構(註 9)；截至 2002 年 10 月底止，透過 RCC 逾期放款證券化機制之證券化資產總規模達 1 兆日圓。該機制之運作流程如圖 4，茲就相關內容說明如下：

1. 金融機構得將逾期放款以賣斷方式售予 SPC，SPC 依這些逾期放款之原始債權發行債券，並經國際債信評等機構(目前為 S&P)評等之後，分為優先順位債券(senior portion)及次順位債券(subordinated portion)兩種，前者優先售予機構投資人，後者則由合

作夥伴之 Goldman Sachs(負責銀行部分，圖中簡稱 GS)及 Morgan Stanley(負責其他金融機構部分，圖中簡稱 MS)兩家美商投資銀行負責承銷，亦可由 RCC 來承購。

2.SPC 將原始債權以信託方式讓與 RCC 之信託部門及合作夥伴之三菱信託銀行，原始債權的回收作業則由 RCC 之信託部門及信託銀行共同委託 RCC 回收部門來進行。

圖 4 透過 RCC 信託機制之不良債權證券化流程



(四) 金融資產證券化之成功要件

由先進國家發展金融資產證券化的經驗來看，金融資產證券化的成功要件似可歸納為以下八點(註 10)：

1. 完善的法律架構

證券化交易過程中的每一個環節都必須有緊密的法律安排，以保護投資人在標的資產中的權益。其次，對於資產證券化發行人、信託人、及放款組群保管人與為該證券提供支付本息服務的管理者之責任與義務，法律上都須有清楚的定義。

2. 現金流量之深度分析

在證券化初始階段，發行人必須負責進行現金流量分析，以確保 SPC 能準時支付債款。唯有根據大量標的放款過去之現金流量情況進行深度分析，才能使這些分析與實際狀況更為接近。

3. 完整之會計處理準則

資產證券化面臨的會計問題主要有三：首先是證券的稅務處理。應避免在證券化過程中，產生重複課稅的問題，而喪失經濟效益。其次是保護投資人，使其對標的放款週

期性產生之現金流量，能有清楚的利息與本金帳戶。此外，對於證券化各階段流程所涉的費用支出，及對信託人、保管人及管理者所須支付的款項，亦應有清楚的會計帳目。

4. 建立信託風險評估與保證機制

美國的 MBS 或 ABS 是由 GNMA、FNMA 或 FHLMC 保證。若 MBS 或 ABS 的信用未獲得前述任何一單位的保證，則該證券的信用就必須藉重由其他金融機構提供保證等其他信用增強機制。MBS 或 ABS 的信用評等，通常是由一家或多家信用評等機構，按照各證券對信用增強機制的使用情況進行評估而得。至於英國，為增強信用，MBS 在發行時，規定抵押貸款之債務人及抵押品必須分別投保壽險及產險，而抵押貸款債權組群則須取得銀行之保證。

5. 投資銀行業務之發達

投資銀行可視為是居於發行人與投資人的中介者。投資銀行必須協調並幫助發行人處理證券的法律、會計、稅務及分析現金流量等問題。之後，投資銀行則要扮演承銷商的角色，負責證券的訂價事宜，買進所有發行的證券，並配銷至投資人手上。投資銀行還須主動參與次級市場的證券買賣，藉以創

造市場之流動性。

6. 健全的公債市場

健全的證券化市場，須先有健全的公債市場。經由公債交易可建立不同到期別之債券殖利率指標，而公債殖利率曲線可以作為其他風險互異之固定收益證券在初級市場發行、或次級市場交易時的訂價指標。目前美國非公債之固定收益證券，大多按公債殖利率曲線予以固定加碼。

7. 活絡的次級市場

證券初級市場之成功與否，端賴次級市場的活絡程度。次級市場提供即將發行的證券如何訂價的有關資訊。在證券發行之後，投資人需要活絡的次級市場提供流動性，使證券買賣得以擺脫來自非利率因素干擾而肇致價格巨幅波動。

8. 資產證券化商品之設計符合投資人之需求

另一項有利於證券化推展之因素，是要有能吸引投資人購買新發行的資產證券化商品。資產證券化商品的設計因包括各種不同到期日之債券，因此符合貨幣市場基金、商業銀行、企業財務部門、保險公司、退休基金、及債券型基金投資組合所需。

四、亞洲新興國家金融資產證券化之發展及課題

近年來亞洲國家金融資產證券化進展快速，惟除馬來西亞著眼於資產證券化之效益早於 1987 年即著手發展之外，大多是在 1997

年亞洲金融危機後，寄望藉由資產證券化機制來加速處理不良債權健全金融體系。以下，擬引介南韓及馬來西亞金融資產證券化

的發展，並進一步探討亞洲國家金融資產證券化可能面對之課題及對我國之啓示。

(一) 南韓金融資產證券化之發展概況

亞洲金融危機後，南韓政府為加速不良債權處理，以及提升金融機構的籌資能力，積極建構資產證券化的法制環境，1998年9月及1999年4月分別制定資產證券化法（Asset Securitization Act）及不動產放款抵押證券公司法（Mortgage-backed Securitization Companies Act）。之後，以不良資產為擔保之放款擔保證券（Collateralized Loan Obligations, CLO）及債券擔保證券（Collateralized Bond Obligations, CBO）市場逐漸形成。初期大部分證券化商品係以韓元發行，僅取得南韓國內信用評等公司之債信評等，其大抵售予包含南韓政府基金在內之國內投資機構。由於該證券化商品尚依賴債權創始機構或第三者銀行於不良債權違約時買回，因此並非依資產風險大小而組成的資產擔保證券（註11）。

上述南韓國內ABS市場中發行的不良債權證券化商品，係依債權創始機構或第三者銀行的保證所發行，並非直接將不良債權及其擔保不動產的風險由投資人負擔。因此，係屬未將銀行持有之不良債權風險完全切除的證券化商品。此一現象直到2001年10月南韓資產管理公司（Korea Assets Management Corporation, KAMCO）首度將總金額1,749億韓元的不良債權，完全以擔保之不動產價值予以證券化，經由第三者保證、

南韓國內評等公司最高評級AAA等條件成功發行後才有所改善。此一不良債權證券化個案的運作機制，係由Morgan Stanley公司之不動產投資基金從KAMCO購入不良債權的組群及其擔保不動產資產，再轉售予特殊目的公司，特殊目的公司分別發行評級A、AA及AAA之商業用不動產擔保證券，而次順位部分由Morgan Stanley公司之不動產投資基金持有。

由於上述個案之成功，促使南韓ABS市場不僅在數量上，在品質方面也有顯著進步。截至2002年7月底，KAMCO處理完畢之不良債權有24%係依發行ABS方式處理（註12）。

(二) 馬來西亞金融資產證券化之發展概況

為了建立馬來西亞抵押貸款的次級市場（註13），馬國央行（Bank Negara Malaysia）成立了國家抵押公司Cagamas Berhad，該公司是由馬國央行、商業銀行、金融公司、投資銀行各持股20%、45%、25%、10%組成以收購房屋貸款，並據以發行證券。馬國政府並於1986年配合修訂公司法及土地法。Cagamas於1987年10月首度發行1億馬幣的MBS。

Cagamas的證券化過程及市場參與者分別如圖5及表1所示。截至2001年底Cagamas的證券發行餘額除了房貸抵押外，尚包括工業性放款、分期付款及租賃放款共計215億馬幣。其中房貸證券化相對金融機構房屋貸款之比率為18.9%。

圖 5 馬來西亞證券化流程

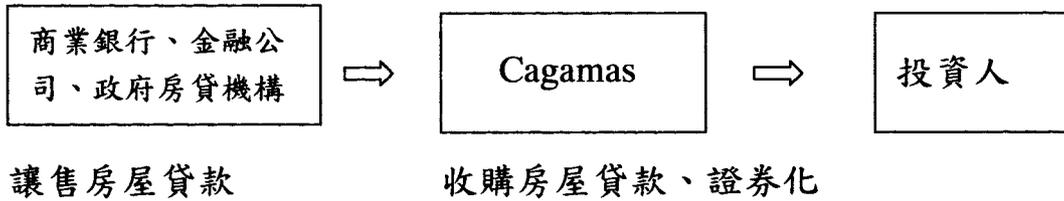


表 1 馬來西亞證券化的市場參與者

管 理 者	馬國央行、證期會、受理公司註冊之政府機關
出 售 者	商業銀行、金融公司、政府房貸機構及選擇性機構
抵押公司	Cagamas Berhad
交 易 商	商業銀行、投資銀行、票據貼現商
投 資 者	商業機構、保險公司、其他機構投資者、退休基金、非居民之公司

馬國政府鑑於證券化帶來金融市場供給與需求者的龐大利益，為使其市場順利運作，2001年4月馬國證期會制定了ABS作業要點作為馬國證券化的指導方針。馬國的證券化市場規模不大，惟自1997年亞洲金融危機後已受到國際投資人的青睞，陸續發展出CMBS、消費者貸款ABS、商業本票ABS及抵押債權CDO等證券化商品，截至2001年底整體證券化規模已由2000年之474億馬幣擴增至602億馬幣。

馬國資產管理公司Danaharta為加速其不

良債權的回收，在2001年12月20日成功地透過Securita ABS One Berhad(SPV)發行3.1億馬幣AAA-級債券，這是馬國證券化市場的首宗以不良資產為擔保之放款擔保證券(註14)。

(三) 亞洲新興國家金融資產證券化面臨之問題及啓示

亞洲新興國家積極建構金融資產證券化機制，除寄望藉此來加速處理不良資產，促使銀行再度發揮其金融中介功能之外，另一個重要目的即是著眼解決長期以來銀行部門

缺乏效率，導致金融中介融資成本太高，因而向風險性高的短期外幣市場籌資，最終可能導致金融危機的再度發生。緣於此，未來亞洲新興國家對於建構資產證券化市場之需求將大為提高。資產證券化不僅扮演推動亞洲各國發展與擴大當地債券市場之要角，也是這些國家金融機構於國際資本市場籌措長期資金之管道。另一方面，證券化因被視為具有反中介的作用，因此也會迫使商業銀行為穩定其客源而有提高經營效率的壓力。

亞洲新興國家資產證券化目前面臨之問題，主要包括法律、稅務、會計、資本適足率規定、信用評等及道德風險(moral hazard)等。其中，法律問題包括究係採行特別信託或特殊目的公司、債權創始機構移轉資產予受託機構的方式、證券發行之註冊及資訊揭露相關之法律配套等。稅務問題係包括信託與特殊目的公司是否為課稅之實體、資產移轉時課稅實體是債權創始機構或特殊目的公司等。會計問題則包括債權創始機構移轉資產予信託或特殊目的公司後是否對原始債務人仍保有追索權，抑或保留若干權益。資本適足率規定係指銀行是否須符合國際清算銀行(BIS)公布之“Consultative Document on Asset Securitization”之資本比率計算標準。信用評等的問題則是指資產擔保證券發行者如何依據國際評等機構適當之評等訂出其合理的發行利率。至於道德風險問題，則係因債權創始機構將其債權證券化，降低了監控

借款人財務狀況之誘因，創始者並將該證券化商品之信用風險轉移至投資人，此舉將使道德風險升高(註 15)。

亞洲新興國家金融資產證券化之發展實可帶來以下五點之重要啟示：

1. 應讓投資人充分認知資產抵押擔保證券的風險與報酬之特性。此外，應利用近乎無風險之證券(如政府公債)之殖利率曲線，充當風險較高證券之訂價及決定收益之基準。

2. 應教育市場參與者熟悉證券化之操作技巧，以克服其面對證券化時產生排斥之心理障礙。

3. 應積極採取去除阻礙證券化市場發展之措施。目前多數開發中國家仍存在若干發展證券化市場之障礙；例如，部分國家因財政赤字擴大而大量舉債，迫使政府贊助之大型法人投資機構(如公共基金及保險機構)持有大量政府公債，導致民間債務市場之資金遭到排擠，此將不利證券化之公平競爭與長遠發展。

4. 應針對現有法令、稅制、會計處理及資本適足率規定等各項問題，進行檢視，如有不利於證券化發展之處，應確實檢討及改善。

5. 針對道德風險升高問題，金融主管當局除應對投資人揭露證券化商品可能產生之風險，並於證券化過程要求創始者採行信用增強措施外，也應加強現有信用評等機制之功能，以提高訊息透明度，有效降低風險。

五、金融資產證券化對金融體系及貨幣政策之可能影響

至於金融資產證券化對金融體系之影響，以下擬就證券化對金融市場之影響及對央行貨幣政策操作之影響等兩個層面來加以探討。

(一) 金融資產證券化對金融體系之可能影響

證券化之結果使得愈來愈多之放款易於轉換為證券，肇致放款與證券間之界限漸趨模糊。在此過程中，銀行成為證券化市場中之主要參與者，除了扮演證券化資產提供者之角色外，也同時扮演證券化資產持有者之角色。

伴隨證券化之日益普及，銀行可貸資金來源擴大，利率下降，對借款人有明顯之助益；另一方面，在低利率下，證券化商品(MBS及ABS)殖利率下滑，雖降低銀行與其他金融中介機構持有該等證券之興趣，惟因證券化商品流動性大幅提高，銀行仍願意持有。

除上述理由外，銀行投資證券化商品之原因尚有：第一、客戶無意接受新的貸款，致銀行轉而投資資本市場工具；第二、與銀行資本適足率規定有關，亦即銀行放款應計提之自有資本額遠較投資證券為高，因此當銀行欲改善其資本適足率時，投資證券之誘因將增加。

證券化之發展及其衍生之新種金融商

品，帶給銀行業之正面影響可歸納為以下五點：

1. 以往銀行須藉由吸收存款來從事放款之必要性將因證券化之出現而逐漸淡化，並且銀行能藉由證券化來創造更多的放款，如此銀行之盈餘將擴增，且資本收益亦會提高，進而使銀行更有餘力持有其他資產。

2. 銀行創造放款並將其證券化，能使其更專注於分析借款人信用之專業能力。

3. 銀行將條件類似之放款債權予以組群化，致各資產組群趨於標準化，可促使銀行加強授信審核，進而提升授信品質。

4. 金融資產證券化可將風險係數權數高之放款債權自帳上剔除，有助於資本適足率之提高。

5. 在資產證券化下，銀行可有效管理信用、利率及期間缺口(maturity gap)等風險。

此外，證券化對於金融市場亦具有以下三點正面影響：

1. 金融資產證券化商品為一安全且獲利穩定之投資工具，為保守投資人理想之投資標的，亦為各類型基金經理人資金避險部位不可或缺之選擇，因此藉由金融資產證券化市場之發展將有助於債券市場規模之擴大。

2. 因有信託機構參與原債權之信託，加上各種信用增強及信用評等機構提供之信用評等，促使產品流通及轉讓更加容易，提高投

資人之購買意願。

3. 證券化提供處理金融資產之交易平台，具穩定之現金流量，加以在證券化過程中，市場參與者眾多，除有助於提高金融市場之深度及廣度外，尚可提升金融市場效率及加強金融專業分工。

為因應證券化及信用評等機構債信評等技術改進之發展，部分銀行開始進行整合，其中大型銀行藉由產品之重組，找尋業務利基來調整其資產負債表結構；其中證券化促使銀行之資產更具流動性，尤其當銀行須提高資本適足率時，透過證券化來壓縮其資產規模是成本最低廉的方法。事實上，這些來自資本適足率提高之壓力反而有助於推展證券化之動力。

另一方面，MBS 及 ABS 所帶來之衍生性金融商品市場之發展，雖加強銀行管理資產之能力及增加其手續費收入，惟這些衍生性金融商品結構相當複雜，因此時而伴隨著各種風險。關於此，金融監理當局應加強對銀行之監控及管理。

(二) 金融資產證券化對央行貨幣政策之可能影響

央行的貨幣政策必須透過金融中介機構與金融市場來傳遞貨幣政策效果，因此金融體系的變革將影響傳遞機制。過去二、三十年來，主要國家的金融體系有明顯的改變，這些改變可概括地區分為三種類型：1、金融解除管制；2、資本市場的快速成長；以及

3、創新金融工具的推陳出新。其中，金融創新（financial innovation），特別是伴隨交易及資訊技術進步應運而生的資產證券化過程，對貨幣政策傳遞機制帶來極重要的政策涵義(註 16)。

證券化為銀行開拓了新的籌資管道，改變了銀行的行為模式，並且使資本市場的結構及運作發生變化，從而對央行的貨幣政策操作產生衝擊。證券化對貨幣政策的衝擊涉及以下二個問題：第一、證券化如何影響貨幣政策傳遞管道；第二、證券化所帶來之資本市場改革是否會影響央行用來當作執行貨幣政策重要參考指標之貨幣總計數統計。在貨幣政策的傳遞管道方面，證券化可能透過以下各種過程對貨幣政策效果造成不同的影響。

1. 證券化使利率敏感度提高

以房屋抵押貸款證券化為例，伴隨此一新金融商品之日益普及，銀行房貸可能受以下二項因素之影響而對政策利率之敏感度增加：

(1) 在證券化之前，房貸利率和資本市場利率的連動性較低，但經由證券化，銀行的房屋抵押貸款得以和資本市場連結，房貸利率和市場利率的連動性因而提高；

(2) 在證券化帶動下，房屋抵押貸款之貸放過程產生變化，銀行得以利用證券化不斷取得新的資金來源，使得房貸市場之競爭增加。伴隨市場競爭之增加，房貸客戶將更

加利用「借新還舊」的機會以降低成本，房貸利率得以加速反映市場利率的變化(註 17)。

美國有實證研究證實，適合證券化的放款如與那些不能證券化的放款相較，前者的利率似與市場利率關係較密切。例如，MBS 的訂價因須與其他類似的資本市場工具互相競爭，因此標的之房貸利率對這些證券的市場利率反應靈敏(註 18)。

基於上述，在證券化下，貨幣政策對房貸等證券化標的資產的利率之影響力便會提高。

2. 證券化提高金融市場效率

資產證券化將使金融市場更為深化，有助於改善金融市場之運作機能，使其信用配置更具效率。一個淺碟的金融市場，往往會因為市場工具的流動性或變現性不足，而造成價格不正常的短期波動。隨著證券化規模的擴大，這些扭曲現象可以逐漸改善。但相對地，當市場工具的變現性愈高，金融市場效率愈強，則金融市場（包括房貸等證券化標的資產的市場）對貨幣政策調整的應變能力也愈大，貨幣政策的效果因而將受影響(註 19)。

3. 證券化對信譽供給的影響

證券化提供銀行另一個籌措資金來源的管道，可能削減貨幣政策效果。在貨幣政策緊縮期，銀行不易以發行定期存單或運用現金增資等方式取得資金時，其籌資及放款將變得困難，此刻若銀行能將其資產（如房屋

抵押貸款）予以證券化，則得以籌集資金。因此，銀行可以運用證券化來緩和緊縮性貨幣政策之效果(註 20)。

但另一方面，證券化因合約與過程需標準化，銀行為配合證券化標的資產標準化之要求，可能會對所有放款一律採行較嚴格之放款條件，而影響信用供給。在以上三種管道之下，證券化對貨幣政策效果之影響正交互見。

根據美國之實證研究，房屋抵押貸款利率對聯邦資金利率變動之反應伴隨證券化規模擴大而增強，惟金融效率提高及信用管道之非利率因素卻抵銷了利率管道之效力，肇致證券化過程對於貨幣政策變動影響實質產出之程度似呈負面效果。職是之故，較之 1960 年代證券化尚未問世前，美國聯邦準備體系（Fed）目前須以較大幅度之貨幣政策操作，方能達到預期效果(註 21)。

儘管證券化可能導致 Fed 執行貨幣政策時遭遇若干壓力，惟基於以下三個原因，貨幣政策尚無須立即大幅調整(註 22)：

(1) Fed 能提供銀行準備金帳戶餘額安全且最終清算之功能，此意味銀行準備部位及清算餘額需求仍須維持相當水準，以維持日常流動性。因此，藉由銀行在拆款市場的套利行為，足以確保 Fed 仍具有透過公開市場操作來影響準備金供給，進而影響其他短期利率之能力。

(2) 證券化雖使銀行傳統業務萎縮，惟

銀行在各金融市場中仍相當活躍，因此同拆利率仍可透過套利迅速並有效地傳遞至其他短期市場利率。

(3) 銀行提供大眾既安全又有保障的活期性與定期性存款，這些工具可以符合大眾交易需求，因此證券化所帶來的資本市場發展，應不會直接改變社會大眾對銀行存款之

需求。

至於證券化是否會影響央行執行貨幣政策重要參考指標－貨幣總計數之走勢。伴隨證券化及其他資本市場工具之明顯成長，可能導致銀行存款大量流入該等資產，使得貨幣總計數之重要性將漸趨式微。

六、結 論

我國於上年 7 月公布施行「金融資產證券化條例」。本年 2 月，土地銀行順利發行台灣工銀企業貸款債權信託受益證券新台幣 35.93 億元。其中，一般投資人認購 27.93 億元主順位證券，8 億元次順位證券則由台灣工業銀行買回。由先進國家發展金融資產證券化的經驗得知，金融資產證券化可使債權人與債務人雙方，以及投資人同蒙其利。銀行將風險資產證券化並售予投資人，因而可加速其資產之變現而增加流動性，並可降低其資產本身之信用風險，進而使銀行創造出更多之可貸資金，且銀行可專注於重要產業之放款上，連帶提升金融體系之效率。而銀行亦可重複創造放款提高收益、調節資負平衡以分散風險，促使經營體質提升，進而使得金融體系更為健全。再者，由亞洲國家實施金融資產證券化之經驗得知，在加速不良債權處理上，亦發揮了不小功效。

惟根據美國證券化發展之經驗，證券化可能會減弱央行貨幣政策效力。因此，本行

宜未雨綢繆密切注意未來證券化過程對貨幣政策傳遞過程之影響，以及對貨幣總計數走勢之影響。

此外，在證券化之過程中，銀行亦可能因高估資產證券化產品之風險移轉功能，以及低估資產證券化過程中所需之承諾及資源而面臨不少其他風險。因此，未來金融監理機構須針對銀行在交易過程中所扮演之功能，尤其對銀行所創造之證券化產品，以及其附屬之資產品質及銀行辦理之週邊服務，來評估資產證券化各個層面對銀行整體財務狀況及表現所造成之影響。

最後，值得注意的是，證券化可能帶來道德風險的提高。因為銀行傳統的功能在於監控借款人活動，以減輕授信風險，一旦賦予放款創始者可將其放款資產證券化，將可能使得放款創始者降低誘因去監控借款人的活動。果真如此，證券化可能因銀行將信用風險移轉予購買證券化商品的投資人，而使道德風險升高。

附 註

- (註 1) 我國「金融資產證券化條例」中稱之為資產基礎證券。
- (註 2) 見 Alles (2001)。
- (註 3) 見 Fabozzi & Fabozzi (1995)。
- (註 4) 轉手證券 (pass-through securities) 係指整個資產組合的現金流量扣除相關費用後，按比例全數轉交與證券投資人；轉付證券 (pay-through securities) 則是將現金流量重新作規劃與分配，通常會出現多種不同到期日、不同票面利率的證券，再將現金流量依證券的發行條件支付予投資人。
- (註 5) 如抵押貸款之現金流量低於 MBS 應支付之本利時，可由銀行提供借款人的信用狀充當貸款之現金流量，以補其不足部分。
- (註 6) 以發行人之資本公積及提存資本來填補其未來可能發生之損失。
- (註 7) MBS 於發行時分為優先及次順位兩種，債務不履行風險集中於次順位債，優先債之信用度因而提高。一般投資人通常以購入優先債者為多，而偏好高風險高利得者則投資次順位債。
- (註 8) SPV 組群之抵押貸款餘額須高於 MBS 發行額。
- (註 9) 包括壽產險業、非銀行金融機構 (Nonbank)、RCC 本身及政府金融機構。
- (註 10) 見扈企平 (2002)。
- (註 11) 見戶谷和彥 (2002)。
- (註 12) 截至 2002 年 7 月底，KAMCO 已經買入 844 億美元 (約占 GDP 之 20%) 的不良資產，收購成本為 315 億美元，處理方式包括：直接回收 (占 26%)、發行資產抵押證券 (占 24%)、競標 (占 17%)、國際競標 (占 9%)、售予 AMC (占 5%) 及其他 (占 19%)。
- (註 13) 買賣現存抵押貸款和抵押證券的市場。原始貸方將其手中的貸款賣掉，取得資金來從事另一次的貸放；而投資銀行及政府機構則自貸放人手裡買進抵押債券，加以整合、投資重新包裝而成抵押證券 (稱為轉手證券或參與證券)，再賣給投資人。因此，初級市場包括購屋者與抵押貸款機構間之交易，而次級市場則包括了所有初級市場之後的活動。
- (註 14) 馬來西亞 1998 年通過 Danaharta Act 賦予 Danaharta 包括取得不良資產的法定權力、指派特定的管理者接管問題公司，以協助其重整，以及修改土地法 (National Land Code) 藉以取代法院之拍賣過程；以各種方式解決不良資產問題，並使其有能力取得、管理與處分不良資產。自 Danaharta 於 1998 年 6 月設立以來，截至 2002 年第三季，已取得 525 億馬幣的不良資產，預計回收率達 57%。
- (註 15) 主要取材自 Lakshman (2001)。
- (註 16) 見 Sellon (2002) 及李榮謙 (2002)。
- (註 17) 見 Sellon (2002)。
- (註 18) 同註 17。
- (註 19) 見 Estrella (2002)。
- (註 20) 同註 19。
- (註 21) 同註 19。
- (註 22) 見 Phillips (1996)。

主要參考資料

- 李榮謙譯 (2002)，金融體系結構變革對貨幣政策的影響，中央銀行經濟研究處。
- 扈企平 (2002)，資產證券化概論：美國經驗及對台灣的涵義，<http://www.taiwanratings.com>。
- 戶谷和彥 (2002)，海外にみる不良債券証券化，日經金融新聞 2002 年 4 月至 2002 年 6 月。
- 二宮拓人等 (2002)，米國 MBS 市場の現況とわが國へのインプリケーション，日本銀行金融市場局，8 月，<http://www>。

- boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm.
- Alles, Lakshman.(2001) "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries," *IMF Working Paper*, Oct.
- Bartlett, William W. (1989) "Mortgage-Backed Securities: products, analysis, trading." New York Institute of Finance.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal OF Economic Perspectives* 9, no.4 (fall) , pp.27-48.
- Black, Deborah G., Kenneth D. Garbade, and William L. Silber. (1981) "The Impact of the GNMA Pass-Through Program on FHA Mortgage Costs." *Journal of Finance* 36, no.2, pp.457-469.
- Cheng, Huang Sin(1999), "The Mortgage-Backed Securities Market in Malaysia" , *Mortgage-Backed Securities Markets in Asia*, Asian Development Bank.
- Danaharta(Malaysia's National Asset Management Company) (2002) Operations Report, June. <http://www.danaharta.com.my/>
- Estrella, Arturo (2002) "Securitization and the Efficacy of Monetary Policy." *FRBNY Economic Policy Review (May)* , pp. 243-258.
- Fabozzi,T Dessa, and Frank J. Fabozzi (1995) "The Handbook of Fixed Income Securities." IRWIN, pp.483-601.
- Heuson, Andrea, Wayne Passmore, and Roger Sparks, (2000) "Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability. " Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series no.2000-44*.
- James, Christopher. (1988) "The Use of Loan Sales and Standby Letters of Credit by Commercial Banks." *Journal of Monetary Economics* ,22, no. 3 (November) , pp.395-422.
- Katz, Jane. (1997) "Getting Secure." *Federal Reserve Bank of Boston Regional Review* 3 (Summer) , pp.13-7.Kolari, James W., Donald R. Fraser, and Ali Anari (1998) "The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis," *Real Estate Economics*, 26,no.4 (Winter) , pp.677-693.
- Lakshman, Alles (2001) "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries." IMF WP/01/147, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Phillips, Susan M. (1996) "The Place of Securitization in the Financial System: Implications for Banking and Monetary Policy." MIT Press, pp.129-38.
- Stanton, Sonya Williams. (1998) "The Underinvestment Problem and Patterns in Bank Lending." *Journal of Financial Intermediation* 7, no.3 (July) , pp.293-326.
- Sellon, Jr. Gordon H. (2002) "The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism." *Economic Review* 87, no.1 (First Quarter), Federal Reserve Bank of Kansas City.
- The Bond Market Association (2003) Quarterly Report, Feb.Vinod Kothari(2002) "Securitisation in Malaysia," [http : //www.vinodkothari.com/](http://www.vinodkothari.com/).

(本文完稿於92年4月，作者高超陽現為本行經濟研究處副研究員，盧世勳為一等專員、方慧娟為四等專員)