

一些定義並草擬一份更新版本的附錄，以符合能夠將 Big Bang 協議內容有效地納入，包括建立裁定委員會、拍賣機制、標準化的生效期間等新規範。所有的這些修改項目都將作為 Big Bang 草案的一部分，而所有簽署這項 Big Bang 協議的市場參與成員也都將依據此一協議對現有持有的交易部位進行調整。

裁定委員會(Determination Committees)成立的目的是在於對信用事件和承繼事件進行統一裁決以有效防止針對同一參考信用主體所發生的不同合約、不同結論及處理辦法。裁定委員會將依照地區劃分為五個區域性委員會：美國、除日本外的亞洲國家、澳大利亞及紐西蘭地區、EMEA(歐洲、中東及非洲)以及日本。此外，裁定委員會將不分地區差異而保持一致的組織架構，每個地區將由八個全球性券商、二個地區性券商、五個買方、二個不具投票權的券商以及一個不具投票權的買方組成，同時由國際交換及衍生性金融商品協會派任一位不具投票權的秘書。所以總的來說，裁定委員會將會是由目前市場交易參與者的買方和賣方所共同組成，也就是十五個具有投票權，三個不具投票權的買方和賣方代表所組成，而裁定委員會秘書會是第四個不具投票權的成員。

Big Bang 協議之後的新運作流程大致為：當信用事件發生

後，信用違約交換契約的持有者可以有六十天的時間向裁定委員會提出申請。而交割則須透過信用事件拍賣機制來進行，此拍賣機制會在信用事件被核定三十日後展開。

總的來說，信用違約交換合約中受到 Big Bang 協議的調整改變主要出現在三方面，而且這些調整將是適用於全球各交易市場的。首先，合約將會在信用違約交換信用事件發生後強制性引入拍賣機制。截至目前為止，所有參與信用違約交換的交易雙方必須在每次拍賣前簽署單獨的協議書。其次，組成裁定委員會對信用事件和承繼事件進行確認，並對拍賣條款作出裁定；另外，信用事件和承繼事件的生效日期將被分別調整為裁定日當天反推 60 天和當天反推 90 天。對於裁定委員會以及拍賣的相關規定將於 2009 年 4 月 8 日起對新承作交易與現有存續交易開始生效，信用事件和承繼事件的生效日期的規定也在同一天對所有新交易生效，但現有交易的生效日期將推遲到 2009 年 6 月 20 日。

信用事件拍賣所涉及的可交付債券將由裁定委員會決定，除非對裁決結果有異議，通常只要裁定委員會的大多數成員投票通過即可。但是當對結果出現異議的時候，就必須經過

百分之八十的裁定委員會或者由外部複審委員會²通過。

所有的信用違約交換交易市場參與者都被鼓勵簽訂這份 Big Bang 協議，從而可以使裁定委員會、現金拍賣以及生效期方面的調整能夠反向作用於現有的交易。

(六) Small Bang 協議

Big Bang 協議主要適用於全球市場，也有部份是對於美國市場的特別規定，然而由於歐洲企業實施較為不同的重整條款，所以對於歐洲信用違約交換交易市場另外訂定了 Small Bang 協議。

歐洲地區所使用的 Small Bang 協議定於 2009 年 7 月 20 日開始實施。須要特別注意的是，如果僅簽署 Big Bang 協議，則並不表示對於須適用 Small Bang 協議的交易契約可以自動轉換至 Small Bang 協議，必須另外再行簽署 Small Bang 協議才可以。

²外部複審委員會是由 15 個裁定委員會成員選舉成立的一個複審小組，並由這個複審小組對這一議題進行最終裁決，最後的裁決將由複審小組的裁決作為這些有爭議問題的仲裁。

三、Tri-Party Repo 市場的問題與展望

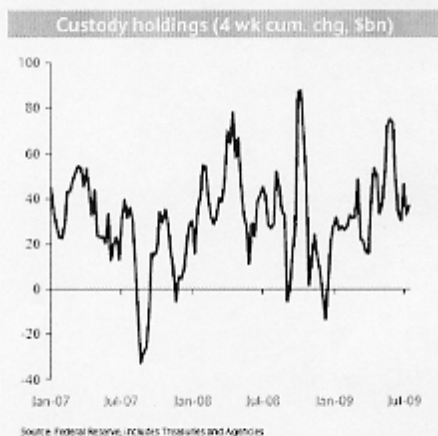
(一) 附條件債券交易市場概況分析



圖 29 2008 年與 2009 年附條件債券交易市場交易量

自從去年以來附條件債券交易量大幅下墜了約五成，但是令人感到樂觀的是，部份投資人為了尋求較高的收益，已經開始承作非政府公債的附條件債券交易。而另一方面，由於最近交易對手的信用風險顧慮已經逐漸消除，長期附條件債券交易

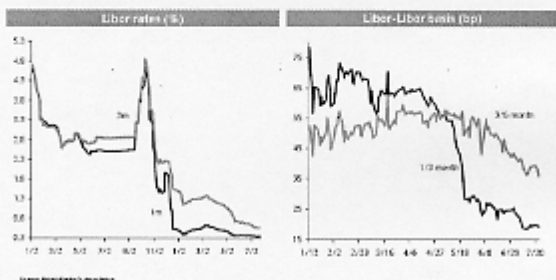
在全部附條件債券交易市場所佔比例也開始上升。總的來說，目前整體市場交易量雖然還沒有回復到金融風暴發生之前的水準，但是已經轉為正向發展，而在 2009 年邁入下半年後，附條件債券交易市場的交易量雖然仍較 2008 年為低，但是其走勢已經趨於穩定，呈現開始復甦跡象。



圖五 美國聯邦準備保管債券變動量

從美國聯邦準備保管債券變動量分析，外國中央銀行與專業投資機構仍然較少有意願承作附條件債券交易，取而代之的

是暫時將其持有債券部位移轉到美國聯邦準備保管，顯示目前外國中央銀行仍然對附條件債券交易市場的風險充滿疑慮。



圖六 2008 年至 2009 年 Libor 利率曲線

2008 年信用危機爆發後，Libor 利率也隨之大幅上升，由於市場上發生 Libor 利率與附條件債券交易利率的持續性利差錯置，使得市場上得以承作長期的利差交易。一般常見的操作方法是，投資銀行以較低的附條件債券交易利率借入資金，再投資 AA 信用評等的三個月期浮動利率債券，此交易合計約可獲得 70 至 80BPS 的收益。

(二) Tri-Party Repo

Tri-Party Repo 為附條件債券交易的一種，與傳統型式僅有買賣雙方的附條件債券交易不同，在 Tri-Party Repo 交易中之參與者包括買方、賣方以及介於雙方的保管銀行必須簽訂三方契約(Tri-Party Agreement)。Tri-Party Repo 交易的買賣雙方都須在相同的保管銀行設立帳戶，此外交易中的擔保品交割與現金收付也全部都須透過此保管銀行來完成。目前美國 Tri-Party Repo 市場最主要的保管銀行為 Bank of New York 與 JP Morgan Chase。

由於擔憂可能會成為引發系統風險的潛在因數，美國聯邦準備理事會與其他金融監理機關目前對於 Tri-Party Repo 市場的情況均相當關注，並且計畫將進行一系列的改革以健全其運作制度。

目前 Tri-Party Repo 市場主要存在的問題如下：

1. 當有大型債券交易商發生危機時，Tri-Party Repo 市場要如何因應即將交割的上千筆交易？

例如之前暴發危機的 Bear Stearn 與 Lehman Brothers 都是市場上交易量相當龐大的債券交易商與重要的債券市場造市者(market maker)，當此類的大型

債券交易商發生流動性危機時，即使 Bank of New York 與 JP Morgan Chase 本身財務體質仍佳、經營狀況正常，面對此龐大危機也將無法即時予以承擔處理，乃至於擴展影響到危害整個 Tri-Party Repo 市場的有效運作。

2. 何種擔保品適合使用於 Tri-Party Repo 市場？

一般而言，最理想而且有保障的擔保品應該被限定於短期流通性最高的債券。

3. 如何設定保管銀行當日可以提供的最高信用額度是多少？

Tri-Party Repo 交易的運作機制中，交易方須要依靠保管銀行提供高額的當日信用額度才能有效進行交易。

(三) 違約交割罰款

實施違約交割罰款的動機起於：過去金融風暴發生數個月以來，市場上對於美國公債的附條件交易開始出現廣泛且習慣性的違約交割事件。這些違約事件不僅破壞了市場交割清算的

有效性運作，也使得市場中的參與投資人遭受突增的信用風險，損害市場交易功能與流動性。

美國債券市場組織 (Treasury Market Practice Group, TMPG)³ 因此提出實施徵收違約交割罰款措施的建議，以刺激及時完成交割程序，減少違約交割問題在市場運作中發生。

違約交割罰款金額 (C) 計算公式如下：

$$C = \frac{1}{360} \times 0.01 \times \max(3 - R, 0)$$

其中 R 為 TMPG reference rate，由美國債券市場組織公佈之參考利率，一般就等於 Fed Fund Rate，因為目前 Fed Fund Rate 接近零，所以違約交割罰款金額約為 300BPS。

違約交割罰款制度從 2009 年 6 月起生效，自從實施此項措施以來，市場實際交易資料顯示，附條件債券交易市場交割失敗的情況確有顯著的改善。

(四) Tri-Party Repo 市場的未來展望

在此次金融風暴期間，美國聯邦準備理事會為了穩定金融

³ 美國債券市場組織 (Treasury Market Practice Group, TMPG) 於 2007 年由美國紐約聯邦準備支持成立的組織，由債券市場主要交易投資銀行、資產管理公司及投資機構組成，旨在訂定債券市場交易規範。

市場的信心，與各國央行共同把注巨額資金到信貸市場，以解決市場流動性風險的問題，也使得美國聯邦準備的總資產由 2007 年的九千二百九十億美元暴增至 2008 年的二兆三千美元，預計 2009 年 12 月將會再上升到二兆四千五百五十美元。

Federal Reserve Assets and Liabilities (\$bn)						
	2006 27-Dec	2007 20-Dec	2008 24-Dec	Current 9-Sep	Sep-09	Dec-09
SOMA						
TSYs	779	755	467	758	775	775
AGVs	0	0	21	123	140	160
MBS*	0	0	0	625	720	1020
Loans						
TAF	0	20	450	212	150	150
Diso Window	0	5	85	20	35	35
Currency Swap	0	10	553	63	60	45
Facilities						
AMLF	0	0	24	0	0	0
CPFF	0	0	332	46	40	36
Maiden Lanes	0	0	75	61	60	0
TALF	0	0	0	37	50	150
Other assets	128	140	264	169	115	115
TOTAL ASSETS	907	929	2381	2124	2145	2455
Liabilities						
Currency	819.0	829.2	890	917	920	925
Reverses	32.1	40.5	88	66	75	75
Deposits & SFBills	11.7	11.5	352	204	250	250
Capital	36.7	42.9	74	59	60	60
Reserve balances	6.0	4.8	856	874	840	7145
TOTAL LIABILITIES	907	929	2391	2124	2145	2495

Note: MBS (noting) are just what has settled on the date. Source: Federal Reserve

圖七 美國聯邦準備資產負債表

一方面為緩解美國聯邦準備資產暴增問題，另一方面也可提供金融市場充分的流動性投資工具，美國聯邦準備理事會主

席柏南克(Ben S. Bernanke)於2009年8月21日在 Jackson Hole 舉辦的堪薩斯市聯邦準備銀行年度經濟論壇，發表演說“金融危機一年後的反省”，指出聯準會和財政部與其試圖使用各種特別措施與政策來減緩金融機構面臨的倒閉風險，不如致力於在市場引進穩定 Tri-Party Repo 交易市場的措施。

目前預計美國聯邦準備理事會與其他金融監理機關未來計畫的改革方向可能為：

1. 集中透過美國聯邦準備理事會來進行結算。

美國聯邦準備理事會主席柏南克(Ben S. Bernanke)曾公開提出要設立一個由美國聯邦準備理事會所擔保的中央結算單位。理論上成立獨立的中央結算單位可以消除 Tri-Party Repo 市場的系統風險，但是其所需資本可能會大幅超出美國聯邦準備理事會所願意支付的金額。

2. 當債券交易商發生大規模解約時，集中於一家清算銀行處理，以防止其影響持續擴大。
3. 由於新設立中央結算單位所需資本過高，另一個可行的較低成本解決方案是由美國聯邦準備理事會提供付費 Tri-Party Repo 交易保險，也就是聯準會對於交易提供保證以消除交易買賣雙方的信用風險，在此時美國聯邦

準備理事會將會扮演交易中各個交易方的相對交易對手，所以擔保品交割與現金收付的風險都將轉移至聯準會。此外在此運作架構中，美國聯邦準備理事會能有效掌控當日交易所使用的信用額度，防止市場中發生過度投機的交易發生而危害市場運作。

四、結論與建議

信用違約交換在這次金融風險中雖然成為眾矢之的，但是在信用風險的有效避險上卻是市場中不可或缺的一項工具。在 Big Bang 協議等一連串的市場改革之後，信用違約交換將更具備透明性與流動性而使其性質與一般債券更接近，更能有效發揮對信用風險避險功能。

由於進行 Tri-Party Repo 交易時，債券是在同一家保管銀行內不同的帳戶之間移轉，所以只需支付同行移轉費用，可省下將債券移轉至其他保管銀行的費用，而且也可以降低本行的債券管理、交割、收付等作業成本，相較於一般附條件債券交易較有效率，但是相對的也存在較高的流動性風險與系統風險。為了改善金融市場的流動性問題，預計美國聯邦準備理事會將會在未來提出較為明確的改革方案，屆時 Tri-Party Repo 市場的各项交易風險應可有效降低。