

出國報告（出國類別：其他）

債券發行及投資業務之研討

服務機關：臺灣銀行財務部

姓名職稱：丁健峯高級辦事員、陳玉鈴中級辦事員

派赴國家：美國

出國期間：103年9月1日至9月12日

報告日期：103年11月18日

摘要

本研究報告主要分為三大部分：一、商業用不動產抵押貸款證券；二、信用違約交換；三、總體經濟展望。

一、商業用不動產抵押貸款證券：以 GNMA Project Loan REMICs 為例說明。該商品背後的抵押資產通常為 FHA 保證的貸款，用來提供多戶住宅、療養院和醫院的興建、購買和再融資，本文將介紹其商品特色、評價慣例與市場概況。

二、信用違約交換：係交易雙方約定交換信用實體之信用風險的契約。除了介紹交易雙方最關心的信用違約事件類型之外，將進一步說明信用違約事件發生時的拍賣程序與交割清算。

三、總體經濟展望：施羅德投資的決策過程第一階段即決定出投資主題，因此本文希望藉由其對於明年的總體經濟展望，提供投資上的想法。

目次

壹、目的.....	3
貳、過程.....	3
一、參訪行程.....	3
二、參訪機構介紹.....	4
參、參訪內容.....	6
一、商業用不動產抵押貸款證券.....	6
(一) GNMA Project Loan REMICs 背景介紹.....	6
(二) GNMA Project Loan REMICs 商品特色.....	8
(三) GNMA Project Loan REMICs 範例.....	8
(四) GNMA Project Loan REMICs 評價慣例.....	9
(五) GNMA Project Loan REMICs 市場概況.....	10
二、信用違約交換.....	12
(一) 商品範例.....	13
(二) 市場概況.....	14
(三) 信用違約事件.....	15
(四) 拍賣程序.....	16
(五) 交割清算.....	18
三、總體經濟展望.....	20
(一) 施羅德投資 2015 年全球十大投資預測.....	20
(二) 投資策略.....	26
肆、心得及建議.....	28
伍、參考文獻.....	30

壹、 目的

本次出國研究主題為債券發行及投資業務之研討。為更臻瞭解美國債券市況以及投資債券業務所需，進而提升本行債券投資組合之操作，職赴美國紐約參訪本行紐約分行、中央銀行駐紐約代表辦事處與金融同業，包括紐約梅隆銀行、JP Morgan、Jefferies 和施羅德投資，就美國總體經濟、公債、公司債、不動產抵押貸款證券、信用違約交換與債券型基金等議題進行討論與意見交流。

貳、 過程

本次參訪行程主要安排參訪紐約梅隆銀行、JP Morgan、Jefferies、施羅德投資及本行紐約分行和中央銀行駐紐約代表辦事處，以下簡述參訪行程和各家參訪機構。

一、 參訪行程

日期	參訪機構	參訪內容
9/2-9/4	紐約梅隆銀行	交流美國公債、CMO/MBS、公司債市場看法
9/5	兆豐銀行紐約分行、中央銀行駐紐約代表辦事處、本行紐約分行	分享資金調度及美國投資環境之看法
9/8	JP Morgan	討論信用違約交換交易現況及風險評價模型
9/9	Jefferies	討論 Ginnie Mae Project Loan 及 CLO
9/10	施羅德投資	介紹該公司投資看法、投資策略與相關債券型基金

二、 參訪機構介紹

(一) 紐約梅隆銀行

位居世界金融中心紐約市之紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon)，前身為紐約銀行 (Bank of New York) 和梅隆金融公司 (Mellon Financial Corporation)，於 2007 年 7 月宣佈完成合併，合併為紐約梅隆銀行，總部位於美國金融中心地段紐約市華爾街一號，管理遍佈 30 餘個國家的分行和分支機構，全球員工總數超過 40,000 人。

(二) 兆豐銀行紐約分行

兆豐銀行紐約分行前身為中國商銀紐約分行，成立於 1936 年，是國內金融同業中於海外設立規模最大、歷史最悠久之海外分行，於 1991 年搬入紐約市商會舊址。該址係一座法國文藝復興式風味的五樓建築，內部使用大理石建材及細緻裝潢，室內廳堂壯觀。兆豐銀行紐約分行得在古蹟原址變身為現代化銀行後，提供金融服務之餘仍肩負古蹟維修保養之責，殊具傳承人文深義。

(三) 中央銀行駐紐約代表辦事處

中央銀行駐紐約代表辦事處於 1992 年成立，為小而美之組織，主要業務為資金調度及去化我國外匯存底餘裕資金，並就近蒐集國際最新金融情勢，與各國央行及主管機關駐紐約機構進行資訊交換、收集及連繫，除正副主任外，並有兩交易員參與外匯及債券交易。此次幸得央行邱主任及葉副主任接見，獲益匪淺，於此敬表謝忱。

(四) 本行紐約分行

本行紐約分行於 民國 79 年開行，為本行首家成立之海外分行，獲利亦名列海外分行前茅，現任經理為謝經理秀賢，現有行舍位於曼哈頓華爾街 100 號。截至 2014 年 8 月底共有行員 17 人，其中由國內派駐 4 人，美國當地雇用 13 人，於存款、放款、匯款及交易室業務均有涉獵，為一綜合性分行。

(五) JP Morgan

JP Morgan 為摩根大通集團之子公司，為現今金融服務領導者之一，於全球 100 多個國家皆設有據點，業務內容包括投資銀行、金融交易處理、投資管理、商業金融服務、

個人銀行等。其母公司摩根大通集團，總部位於美國紐約市，2008年總資產 20,360 億美元，總存款 10,093 億美元，佔美國存款總額 10.51% 位居第二，商業銀行部旗下分行 5,410 家。2011 年 10 月，摩根大通的資產規模超越美國銀行成為美國最大的金融服務機構。

(六) Jefferies

Jefferies 歷史超過 50 年，總部設在紐約，在全球超過 30 個城市設有辦事處，該公司為客戶提供資本市場和金融諮詢服務，包含機構經紀，證券研究，以及財富和資產管理。該公司提供服務的市場包括股票、固定收益、外匯、期貨及大宗商品市場，全方位的投資銀行服務包括承銷、收購兼併和重組等諮詢服務，業務經營區域橫跨美洲、歐洲及亞洲。

(七) 施羅德投資

施羅德投資於西元 1804 年於倫敦創立，傳承迄今已有 200 多年的資產管理經驗，經歷過工業革命和兩次大戰仍屹立不搖，位居國際領導者品牌和穩定實力的非凡地位，自於倫敦證券交易所上市至今，穩居國際級資產管理公司。截至 2014 年 6 月 30 日，施羅德管理的資產總值高達 4,641 億美元。

施羅德在全球的服務網絡遍及 27 個國家，共設有 37 個辦事處，聘用超過 400 名投資組合經理和分析師，以及逾 3,500 名員工，是一家擁有全球最龐大業務服務網絡的資產管理集團。自 2008 年 4 月進行集團全球中文名稱的統一化，從「Schroders 英商寶源」更名為「Schroders 施羅德投資」，以統一品牌識別。

參、 參訪內容

一、 商業用不動產抵押貸款證券

不動產抵押貸款證券 (Mortgage Backed Securities, 簡稱 MBS), 係將金融機構的不動產抵押貸款包裝後, 移轉給信託機構, 通常透過政府贊助機構 (Government Sponsored Enterprises, 簡稱 GSE)來提供擔保, 藉以加強證券之信用及流動性。

一般所指的政府贊助機構包括: Government National Mortgage Association (簡稱 GNMA 或 Ginnie Mae)、Federal National Mortgage Association (簡稱 FNMA 或 Fannie Mae)和 Federal Home Loan Mortgage Corporation (簡稱 Freddie Mac)。追溯這三家機構的歷史背景, 一開始為了解決經濟大蕭條時期房貸違約、大量房屋遭法拍的問題, 最早成立了 FNMA, 透過收購由 Federal Housing Administration (簡稱 FHA)或 Veterans Affairs (簡稱 VA)擔保的抵押房貸債權, 提供次級市場流動性。接著在 1968 年通過 Fair Housing Act, 將 FNMA 分割成兩家機構, 一為 FNMA 負責購買傳統房貸債權, 一為 GNMA 負責提供相當於美國政府等級的信用及全額保證。Freddie Mac 則是在 1970 年才成立, 成立宗旨與 FNMA 相同。

商業用不動產抵押貸款證券 (Commercial mortgage-backed securities, 簡稱 CMBS)中最典型的形式為透過 Real-estate mortgage investment conduit (簡稱 REMIC)的架構, 由一信託機構持有房貸資產池並發行證券, 該信託機構於取得貸款本金與利息後, 依不同證券之優先順序將現金流分配給投資人。以下將以 GNMA Project Loan REMICs 為例說明。

(一) GNMA Project Loan REMICs 背景介紹

GNMA Project Loan REMICs 的抵押資產通常為 FHA 提供保證的貸款。FHA 成立於 1934 年, 旨在提供保證給經其核准的房貸債權, 適用對象包括單一家庭住宅及多戶住宅, 其於 1965 年成為 Department of Housing and Urban Development (簡稱 HUD)轄下機構之一, 自成立迄今 FHA 共提供逾 3,400 萬戶不動產擔保。

FHA 保證最終本金之支付(扣除房貸保險費和一個月利息)，GNMA 則保證證券期間內及時的本金和利息支付，並收取 12bps 的保證費用。GNMA Project Loan 通常為多戶住宅的部分，合格資產包括以下不動產的建造、購買、修復和再融資：

- 各戶有獨立產權的公寓、合作公寓
- 療養院、殘疾人士照護機構
- 保健中心、醫院、聯合執業診所

FHA Project Loans 主要計畫介紹

FHA 計畫	說明
Sections 221(d)(3) and 221(d)(4) --- 中低收入戶多戶住宅	提供房貸保險，協助私人產業建造或重大修復出租用和合作住宅。適用對象為因都市更新、政府計畫或天然災害被迫遷居的中低收入戶。非營利和合作性質的贊助人適用 Section 221(d)(3)，營利性質贊助人則適用 Section 221(d)(4)。
Section 223(a)(7) --- FHA 擔保貸款再融資	在 Housing Act 規範之下，FHA 可提供再融資，用於提前償還現有之擔保貸款。新貸款金額不可超過原貸款本金，且年期不得超過原貸款年期加上 12 年。
Section 223(f) --- 購買或再融資現有貸款	提供聯邦政府保險給 FHA 核准之貸款，其貸款內容係關於購買或再融資不需要重大修復之現有多戶集合住宅、醫院和療養院。Section 223(f)主要目的為透過提供融資來達到出租用住宅足夠的市場供給量。
Section 232 --- 療養院和其他照護機構的貸款保險	提供 FHA 保險給建築貸款，用於建造或修復療養院、中繼照護機構、看護中心，包括營運需要使用的設備，以協助孱弱或年老者。Section 232 並提供附加貸款，用以購買和安裝火災安全設備。

(二) GNMA Project Loan REMICs 商品特色

- 貸款期間通常為 35-40 年，每期支付固定金額，包括部分本金與利息。
- 兩階段融資：分為建築貸款 (Construction loans) 和永久貸款 (Permanent loans)。依據預先核准的時程 (通常為 4-24 個月)，開發商可支領款項，若建築貸款無法在預定日期轉變成永久貸款，開發商須支付延長手續費，該手續費將移轉給投資人。

Timetable for a Standard 40-Year FHA CL/PL



- 具有強制閉鎖期與 10 年提前還款罰款機制：通常前 1-3 年不能提前還款，之後 4-10 年每年收取之提前還款罰款率遞減。

(三) GNMA Project Loan REMICs 範例

GNMA Multifamily REMIC Trust 2010-18 (GNR 2010-18)						
Original Balance (\$MM)	368.94	Avg. Loan Balance (\$MM)	4.99			
WA Original Terms (Mos.)	429	No. of Loans (PL/CL)	49/25			
Gross WAC (%)	4.782	WA Rem. Hard Lockout (Mos.)	24			
Net WAC (%)	4.485	WA Rem. Prepay Penalties (Mos.)	96			
# of States		Pricing	2/22/2010			
Structure						
Class	(\$MM)	Principal Type	Interest Type	Principal Window (Mos.)	Average Life (Yrs.)	
A	248.00	Sequential	Fixed	1 - 90	3.9	
B	49.00	Sequential	Fixed	68-150	8.5	
C	67.40	Sequential	Fixed	119-238	13.6	
Z	4.51	Accrual Bond	Fixed	238-496	24.1	
IO	346.74	Notional	IO	N/A	6.7	
IOA	22.20	Notional	IO	N/A	7.9	
Mortgage Loan Characteristics						
FHA Insurance Programs				FHA Prepayment Provisions		
Program	Prin. Bal. (\$MM)	% of Total Balance	WAM (Mos.)	# of Loans	Hard Lockout/Penalty	% of Balance
207/223(f)	113.3	30.70	420	18	24/11	100.00
232/223(f)	81.0	21.96	403	10	24/120	100.00
221(d)(4)/223(a)(7)	76.8	20.81	461	8	24/120	100.00
223(f)	64.4	17.46	421	10	23/118	100.00
221(d)(4)	11.8	3.19	498	7	36/132	100.00
232	9.3	2.52	445	10	31/127	100.00
Other	12.4					

(四) GNMA Project Loan REMICs 評價慣例

根據 1986-1999 年承作之 3,217 筆貸款資料，統計出在強制閉鎖期後每年提前還款金額佔剩餘本金比重 15%，即 15% Conditional Prepayment Rate (簡稱 CPR)。另假設每年違約發生情況服從 GNMA Project Loan Default Seasoning Curve (簡稱 PLD)，相關數據可見下表，同時符合上述兩條件即為 15% CPJ。不過，由於目前貸款利率處於歷史低點，部分 2013 年發行的券次提前還款的速度實際上略低於 15% CPJ。

若以 GNR 2013-30 A 為例，10 月 9 日在 15% CPJ 假設下平均年期為 2.39 年、市場報價為 1.986% (相當於同天期交換利率加碼 110bps)，在 10% CPJ 假設下平均年期則為 3.27 年、市場報價為 1.860% (相當於同天期交換利率加碼 62bps)。

GNMA Project Loan Default Seasoning Curve

貸款期間(月數)	違約率(%)
0-12	1.3
13-24	2.5
25-36	2.5
37-48	2.2
49-60	2.1
61-72	1.5
73-84	1.3
85-96	0.8
97-108	0.6
109-168	0.5
169-240	0.3
240-到期日	0.0

GNR 2013-30 A 之市場報價

YT 110/N
 {SYT<go>} for additional prepay and credit analysis

Bloomberg **B** **GNR 2013-30 A** 1.5% 5/16/42 ADV:<PAGE>
CMBS **S** 38378KBF5 CMO:SEQUENTIAL PAYER NO Notes
 65, MULTI N 2.955(399)23 MAC(NAM)AGE ALLGRP 88 <Go>

SEP '14 Dfsd 0.0	2/28/13: 200,000,000	next pay 11/16/14 (monthly)	30/360 Cashflows
HL 0.0	9/16/14: 191,310,350	rcd date 10/31/14 (15 Delay)	created 9/17/14
30D 5.9 SS 0.0	factor 0.956551750000	accrual 10/ 1/14-10/31/14	1stProj 10/16/14
60D 0.0 FC 0.0			Latest! 75 Loans
90D 0.0 REO 0.0			

10/15/14 30/360 DSCNTNG **YIELD-TO-MATURITY**
 QUOTED Px
 Vary PRICE 152 15.0 CPJ 10.0 CPJ 20.0 CPJ 30.0 CPJ 40.0 CPJ 50.0 CPJ 60.0 CPJ

DEAL: CALL FEATURE: 1% Deal cleanup is not considered in analytics for this bond.
 PREPAYMENT PENALTIES: All penalty monies combined with interest. First period penalties moved to second period for calculation of accrued interest.

98-26 ³ / ₄	1.986	1.860	2.115	2.386	2.682	3.017	3.413
-----------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

AvgLife	2.39	3.27	1.87	1.29	0.96	0.75	0.59
Mod Dur	2.29	3.11	1.81	1.25	0.94	0.73	0.58
DATE Window	11/14- 7/16/20	11/14- 10/16/22	11/14- 3/16/19	11/14- 10/16/17	11/14- 12/16/16	11/14- 7/16/16	11/14- 2/16/16
Spread	N +110/AL	+62/AL	+145/AL	+195/AL	+237/AL	+276/AL	+317/AL

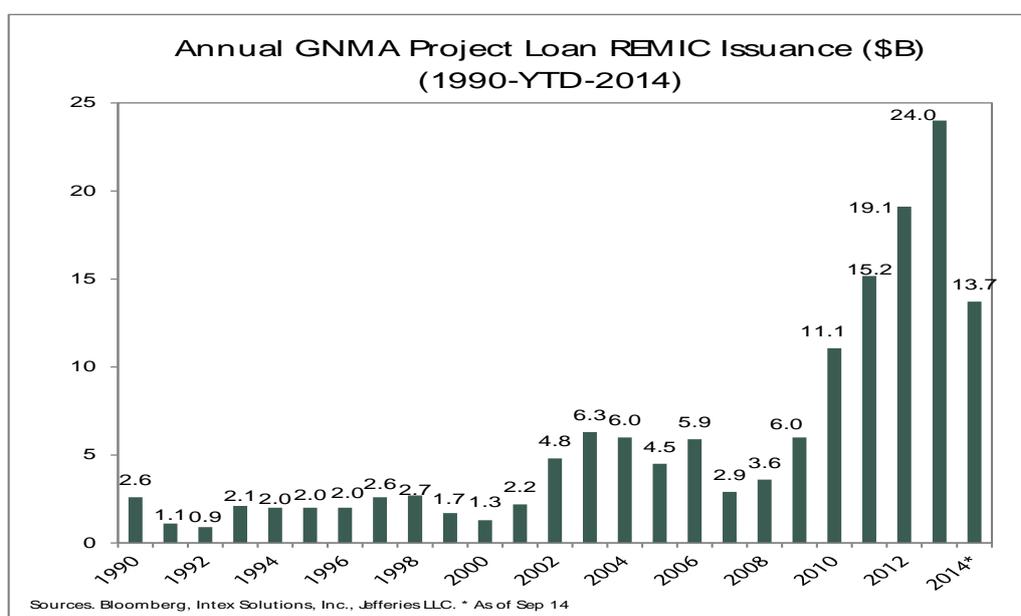
100 CALL N Format: Y T
 MENU FOR CHOICES 1%Cleanup B
 US Dollar Swap Curve(S23) 11:38 +
 3mo 6mo -1- -2- -3- -5- -10- -30-
 0.23 0.24 0.32 0.72 1.15 1.75 2.47 3.05

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.
 SN 806366 HKT GMT+8:00 H723-1897-2 09-Oct-2014 11:38:22

(五) GNMA Project Loan REMICs 市場概況

初級市場發行量自 2010 年起每年皆達百億美元以上，去年更是突破 200 億美元，今年截至 9 月底亦發行了 137 億美元，預估今年發行量將接近 175 億美元。通常加權平均年期較短的券種，適合銀行和基金公司投資，而加權平均年期較長的券種，適合保險公司投資。

GNMA Project Loan REMIC 發行規模



各類券種之特性

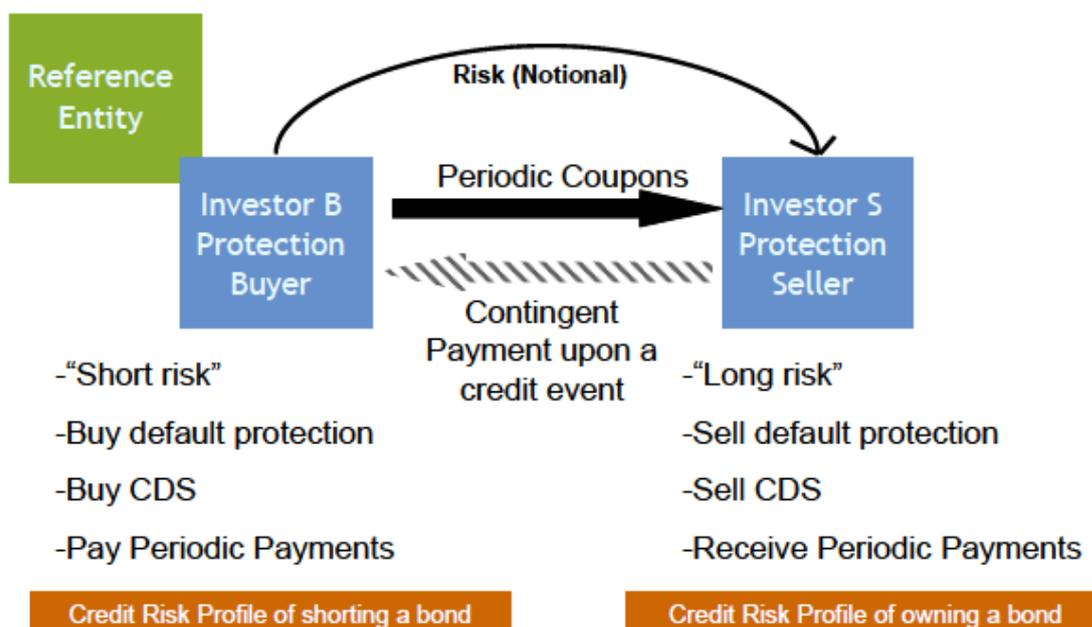
券種	主要特性
加權平均年期小於 5 年	<ul style="list-style-type: none"> • 適合投資人：政府機構、貨幣型基金、共同基金、銀行 • 本金期間：1-75 個月 • 訂價：因平均年期短、風險較低，利差最窄
加權平均年期介於 7-12 年	<ul style="list-style-type: none"> • 適合投資人：CMBS 投資人、貨幣經理人、保險公司 • 本金期間：相對其他券種最窄 • 訂價：利差通常比 CMBS 窄
Z Classes	<ul style="list-style-type: none"> • 適合投資人：保險公司 • 折價買入、期間沒有利息收入 • 在其他券種都償還後才收取本金和利息 • 降低其他券種年期拉長的風險 • 訂價低於 30 年期公債
Interest-Only (IO) Class	<ul style="list-style-type: none"> • 適合投資人：貨幣經理人、保險公司、CMBS IO 投資人 • 只收利息 • 受益於自願性提前還款罰款和違約率降低 • 訂價低於公債殖利率曲線

二、 信用違約交換

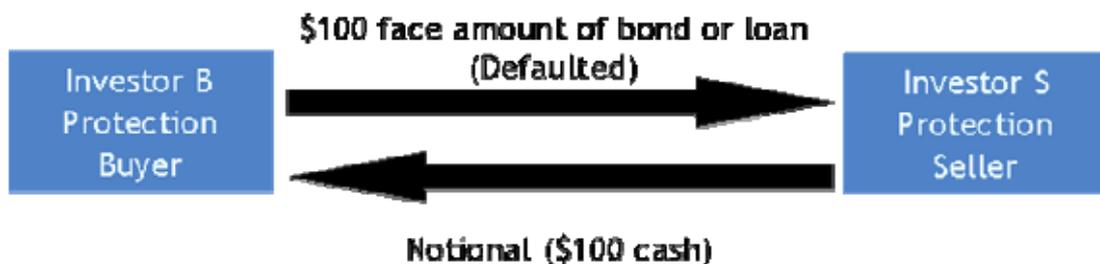
信用違約交換 (Credit Default Swap, 簡稱 CDS) 為交易雙方簽訂合約，約定交換信用實體之信用風險。買方定期支付一定金額來購買保護，而賣方則是收取費用以提供保護。因此，從信用風險的角度來看，買方相當於放空債券，賣方相當於買入債券。一旦信用實體發生信用違約事件，買方交付信用實體予賣方，賣方則支付 CDS 名目本金予買方。

對保護賣方而言，承作 CDS 之目的主要為賺取固定利息，增加收益；對保護買方而言，則為在交易終止日前當信用實體發生違約事件時可拿回賠償，降低信用損失；另有部分買賣方利用市場局勢變化或信用危機發生，利用 CDS 賺取價差。

單一名字信用違約交換之概念



信用違約事件發生之情況



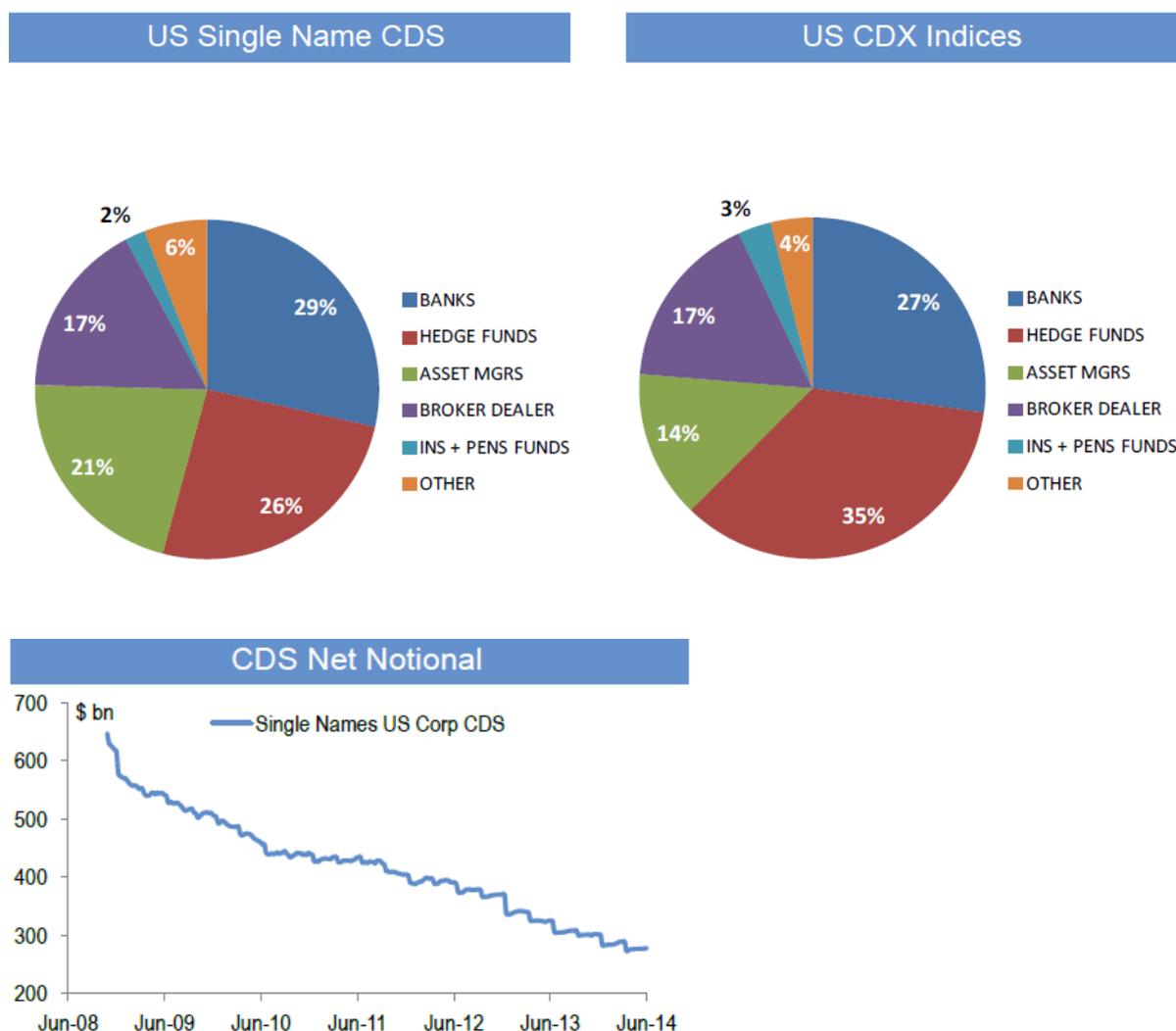
(一) 商品範例

以本行最近 CDS 模擬交易模型為例：

1.保護買方(Protection Buyer)：	臺灣銀行
2.保護賣方(Protection Seller)：	XX 銀行(台灣)
3.交易日 (Trade Date)：	2014/2/X
4.交易起始日/交割日 (Start Date /Settlement Date)：	2014/2/(X+3)
5.交易終止日 (Maturity Date)：	2019/3/(X+2)(5 年)
6.信用實體 (Reference Entity)：	巴克萊銀行 Barclays Bank Plc
7.債務類型(Debt Type)：	優先 (Senior)
8.債務重整(Restructuring)：	MMR
9.參考債務(Reference Obligation)：	XS0232785XXX
10.回收率(Recovery Rate)：	40%
11.計價幣別(Currency)：	美元
12.名目本金 (Notional Amount)：	10,000,000
13.名目利率(Coupon)：	1.00%
14.交易加碼(Trade Spread)：	0.95%
15.付息頻率(Frequency)：	每季
16.計息基礎(Accrued Basis)：	Act/360
17.應計息起始日(Accrued Start Date)：	2013/12/(X+2)
18.第一付息日 (First Coupon Payment Date)：	2014/3/(X+2)
19.首筆費用支付者(Upfront Fee Payer)：	XX 銀行(台灣)
20.首筆費用(Upfront Fee)：	41,229

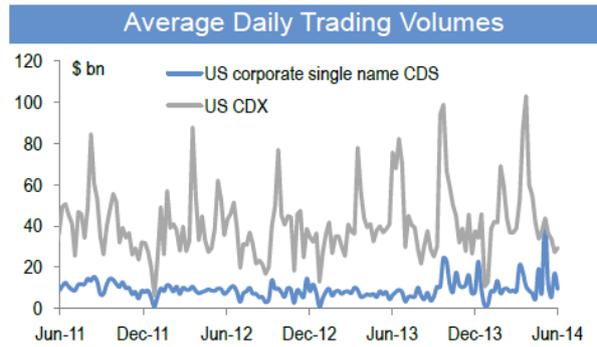
(二) 市場概況

市場參與者主要以專業金融機構為主，包括銀行、避險基金及資產管理公司。自 2008 年金融海嘯後，由於市場交易特性改變及風險意識提高，單一名字 CDS 之名目本金交易量日益下滑，自 2008 年 10 月約 7,000 億美元下降至 2014 年 6 月約 3,000 億美元，取而代之為 CDS 指數交易。



指數型 CDS 交易以交易雙方需求議定，目前市場交易以五年期為主流；CDS 指數交易為標準化的 CDS 契約，主契約涉及 125 個信用實體，每半年依契約條件篩選契約內組成的信用實體，因其可規避大部分債券投資組合之違約風險，且流動性優於單一名字合約，故成為現行 CDS 主流種類。美國投資等級 CDS 的每日平均交易量約為美國投資等級債券的 3 倍，單一名字 CDS 的 5 倍。交易地區主要有美國、歐洲、亞洲、新興市場，可區分為投資級和高收益債。

Risk and Trading Volume: US HG		
	Net notional (\$bn)	Avg Daily Trading Volumes (\$bn)
HG US bonds	5,000	13
US HG CDS	200	7
CDX.IG	270	36



Source: DTCC and J.P. Morgan, as of 6/6/14, averages over last 6 months

US Indices

- CDX.NA.IG
- CDX.NA.HY
- MCDX

European Indices

- iTraxx Main + Sub Indices
- iTraxx HiVol
- iTraxx Crossover (High Yield)
- SovX West Eur

Asia Indices

- iTraxx Japan + Sub Indices
- iTraxx Asia ex-Japan + Sub Indices
- iTraxx Australia
- SovX Asia/Pac

Emerging Markets Indices

- CDX.EM
- SovX CEEMEA
- CDX LatAm Corp

(三) 信用違約事件

在合約期滿前，信用實體若發生信用違約事件，合約將提前到期，賣方此時有義務依合約支付賠償金額予買方；買方則自信用違約事件發生後，不必再支付權利金予賣方，此時買賣雙方進入交割程序。由於信用違約事件的定義關係著買賣雙方的權利與義務，因此是 CDS 交易中相當重要的一環。依據 2003 年 ISDA 對於信用衍生性商品的定義，將信用違約事件歸類為以下六大項，當合約中的信用實體發生任一項，即會觸發信用違約事件，而導致合約提前到期，並由賣方支付相關賠償金額予買方，進入交割程序。

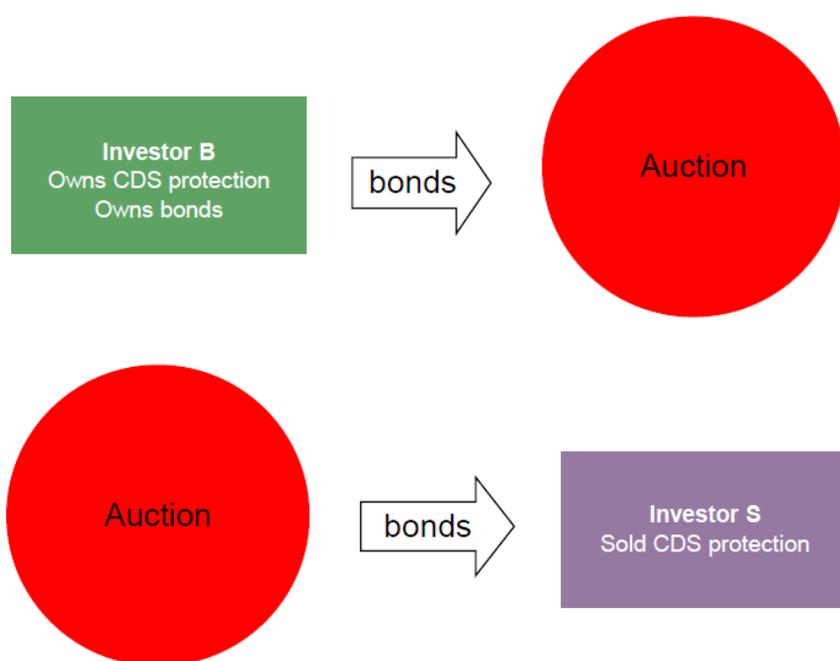
1. 債務違約 (Obligation Default)
2. 拒付/延期償付 (Repudiation/Moratorium)
3. 債務加速到期 (Obligation Acceleration)
4. 破產 (Bankruptcy)

5. 未能付款 (Failure to pay)

6. 債務重整 (Restructuring)

(四) 拍賣程序

由國際交換交易暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, 簡稱 ISDA)組成 Determination Committee, 委員會將確認信用違約事件是否發生及可交割的債券為何等細節。委員會由 15 名會員組成, 包括 8 名國際性交易員、5 名買方投資人及 2 名當地交易員, 所有會員的投票將公開在 ISDA 網站上。過去三年達成超過 900 個決議, 其中 96% 為一致通過。若投資人不是全體同意以實體交割或以現金交割, 將產生未平倉量 (open interest), 需要進入拍賣程序。



拍賣分為兩階段進行, 第一階段決定原始回收率, 第二階段決定最終回收率。第一階段透過由高到低依序排列買價及由低到高依序排列賣價, 將可成交的交易排除, 如下圖陰影部份即為無法成交的交易, 其平均價格即為原始回收價格, 同時交易商亦提供淨買券(或賣券)金額。假設於第一階段決定出原始回收率為 9.75%, 而未平倉量為淨賣券, 交易商則於第二階段提出買券的限價單, 累計買券金額滿足未平倉量的最低價格即為第二階段決定最終回收率 (8.625%)。

Auction: 1st round

Dealer	Bid	Offer	Dealer
HSBC	\$10.00	\$10.00	Barclays
Banc of America	\$9.50	\$10.00	Credit Suisse
Dresdner Bank	\$9.50	\$10.00	Deutsche Bank
Citigroup	\$9.25	\$10.00	Merrill Lynch
Royal Bank of Scotland	\$9.25	\$10.25	Morgan Stanley
BNP Paribas	\$9.00	\$10.75	UBS Securities
JPMorgan Chase	\$9.00	\$10.88	Goldman Sachs & Co
Goldman Sachs & Co	\$8.88	\$11.00	BNP Paribas
UBS Securities	\$8.75	\$11.00	JPMorgan Chase Bank
Morgan Stanley	\$8.25	\$11.25	Citigroup
Barclays	\$8.00	\$11.25	Royal Bank of Scotland
Credit Suisse	\$8.00	\$11.50	Banc of America
Deutsche Bank AG	\$8.00	\$11.50	Dresdner Bank
Merrill Lynch	\$8.00	\$12.00	HSBC

Source: Creditex Group Inc. and Markit Group Limited

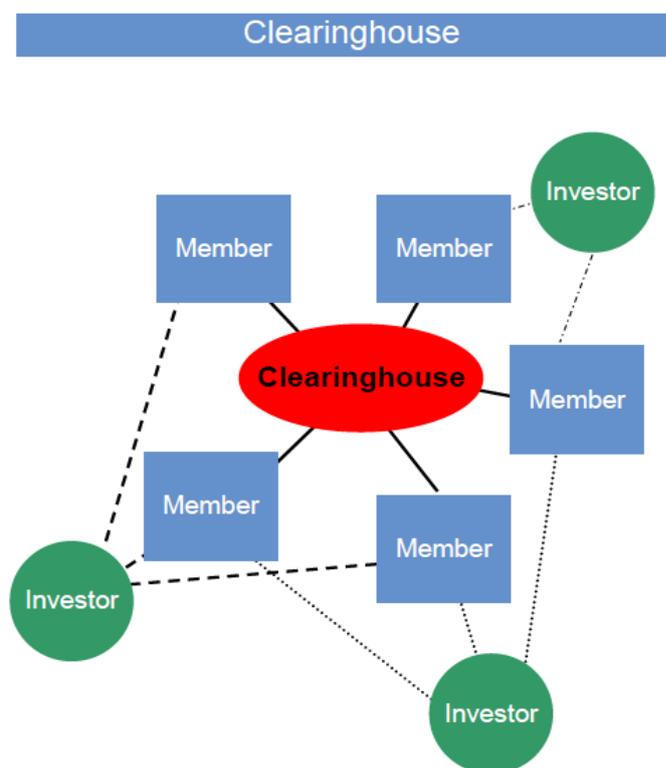
Price	Buy limit order size (\$mm)	Cumulative buy orders
\$10.750	\$250	\$250
\$10.250	\$670	\$920
\$10.000	\$5	\$925
\$9.875	\$5	\$930
\$9.750	\$1,730	\$2,660
\$9.625	\$5	\$2,665
\$9.500	\$60	\$2,725
\$9.375	\$15	\$2,740
\$9.250	\$30	\$2,770
\$9.125	\$520	\$3,290
\$9.000	\$617	\$3,907
\$8.875	\$25	\$3,932
\$8.750	\$605	\$4,537
→ \$8.625	\$520	\$5,057
\$8.500	\$820	\$5,877
\$8.375	\$525	\$6,402
\$8.250 and lower	\$125,924	\$132,326

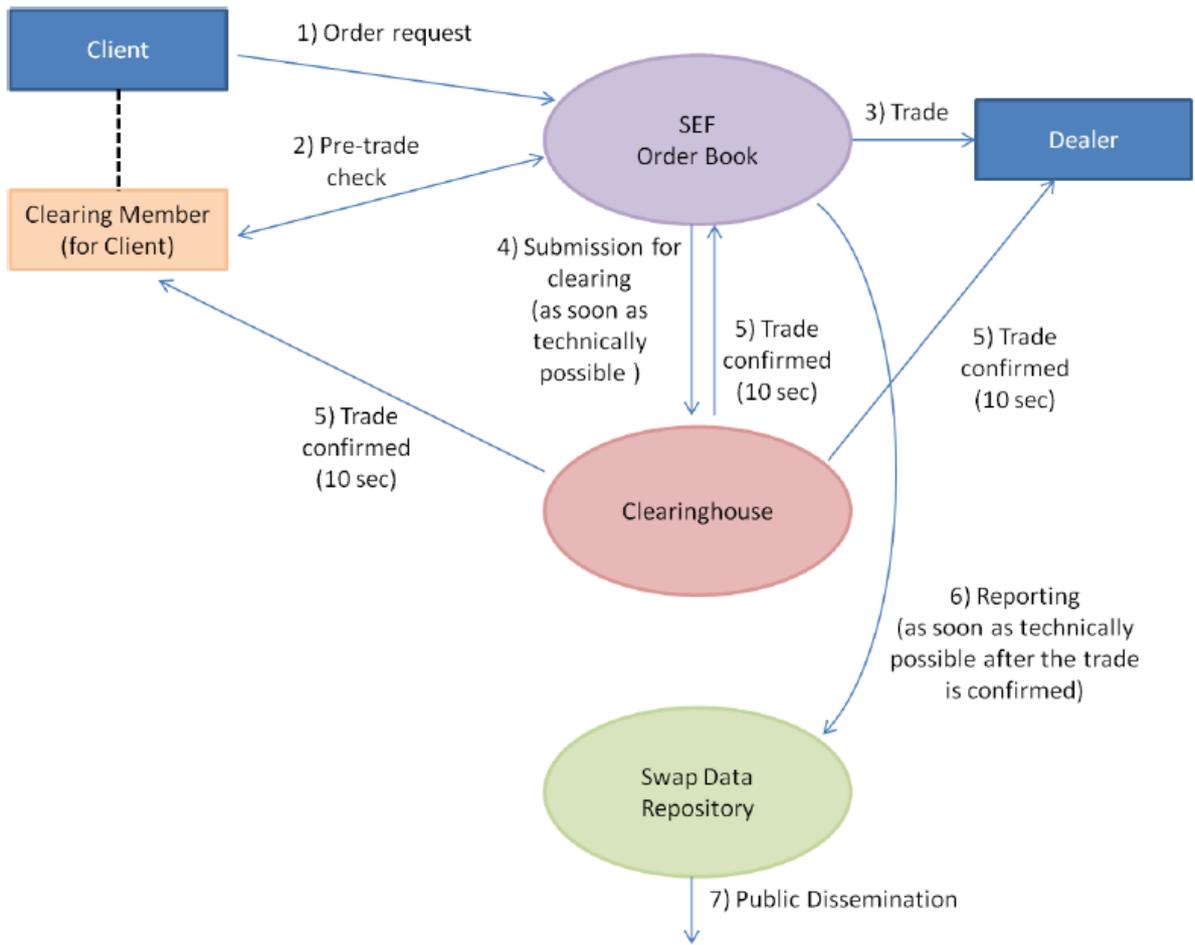
(五) 交割清算

交割清算可分為以下兩類，目前實務運作以現金交割方式占多數：

1. 實體交割(Physical Settlement)：交易賣方支付標的債務面額，向買方買入合約載明之標的債務，而交易買方則將標的債務實體交付予交易賣方。
2. 現金交割(Cash Settlement)：交易賣方將支付「面額減去標的債務之剩餘價值的差額」或「債務面額-[合約上議定之固定回收率(Fixed Recovery)×名日本金]」予交易買方，交易雙方僅進行差額交割，並無實際交付債務之情事。

自 2012 年底，國際間已有共識規定所有標準化店頭商品須透過 CCP 機制清算，目前由歐美各國分別發展集中清算機制，CCP 機制即可透過清算所機制運作。清算所為非營利性的會員組織，但可同時對會員及非會員服務，負責統一清算及辦理交割手續。因其資本雄厚，且實行保證金制度，可降低交易對手風險。交易商的交易對手變成清算所，一旦交易達成，交易雙方分別與清算所交割；一旦違約事件發生，由清算所最終處理，包含引進外部資源(如保證基金制度)；簡言之，清算所既是交易契約的買方、也是賣方。





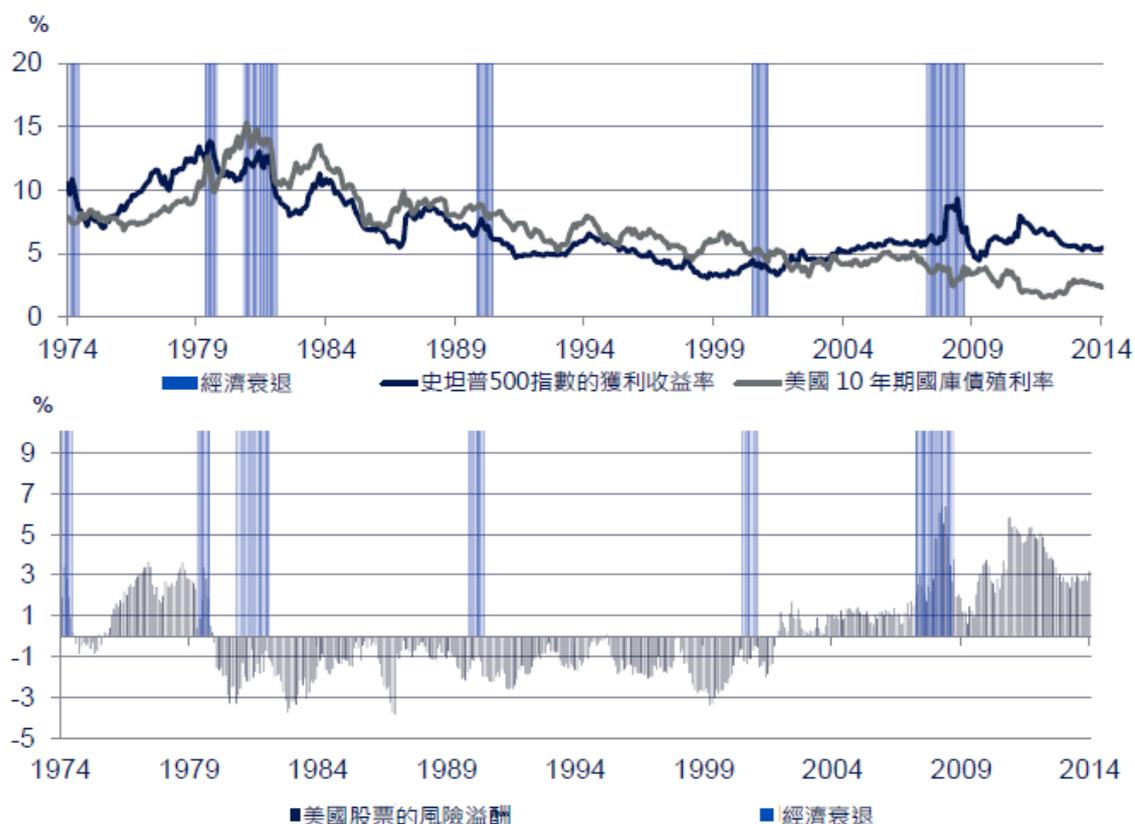
三、 總體經濟展望

施羅德投資團隊之投資決策流程如下：(1)藉由每季投資論壇、多元總體經濟會議和全球信用會議決定出投資主題；(2)由各區域分析師挑選合適的產業和發行公司，並分析風險；(3)評估不同證券、年期、衍生性商品的相對價值以建立投資組合；(4)檢視發行公司集中度上限，交易前後確實執行法務遵循。以下將摘要說明施羅德投資對於明年的十大投資預測與投資策略。



(一) 施羅德投資 2015 年全球十大投資預測

1. 美國持續復甦，美元相對於其他已開發國家貨幣較為強勢，在流動性充沛、通膨率偏低、適度成長的環境中，通常有利於股市發展，因此美股表現將會優於美國 10 年期公債，但美國 10 年期公債殖利率仍會維持在 3.5% 以下。



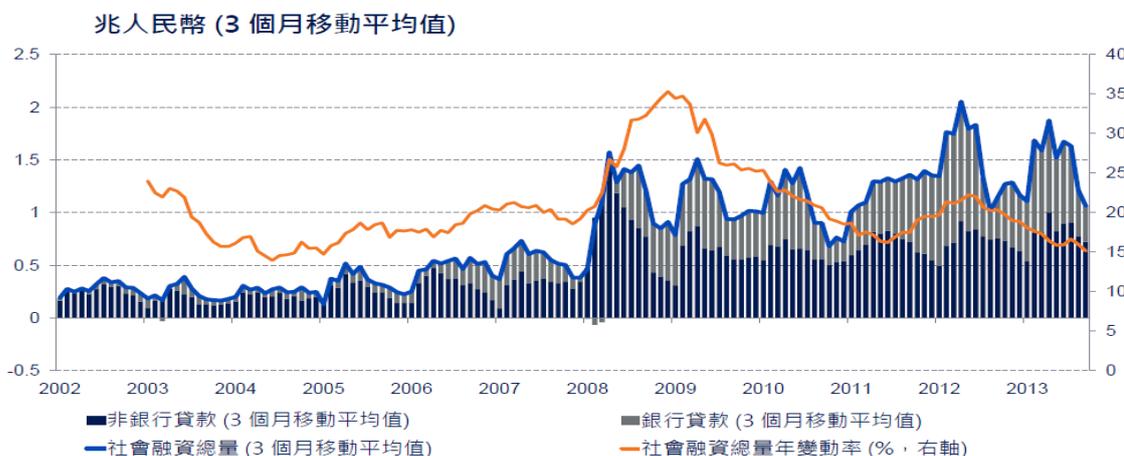
10 年期政府公債殖利率 (%)



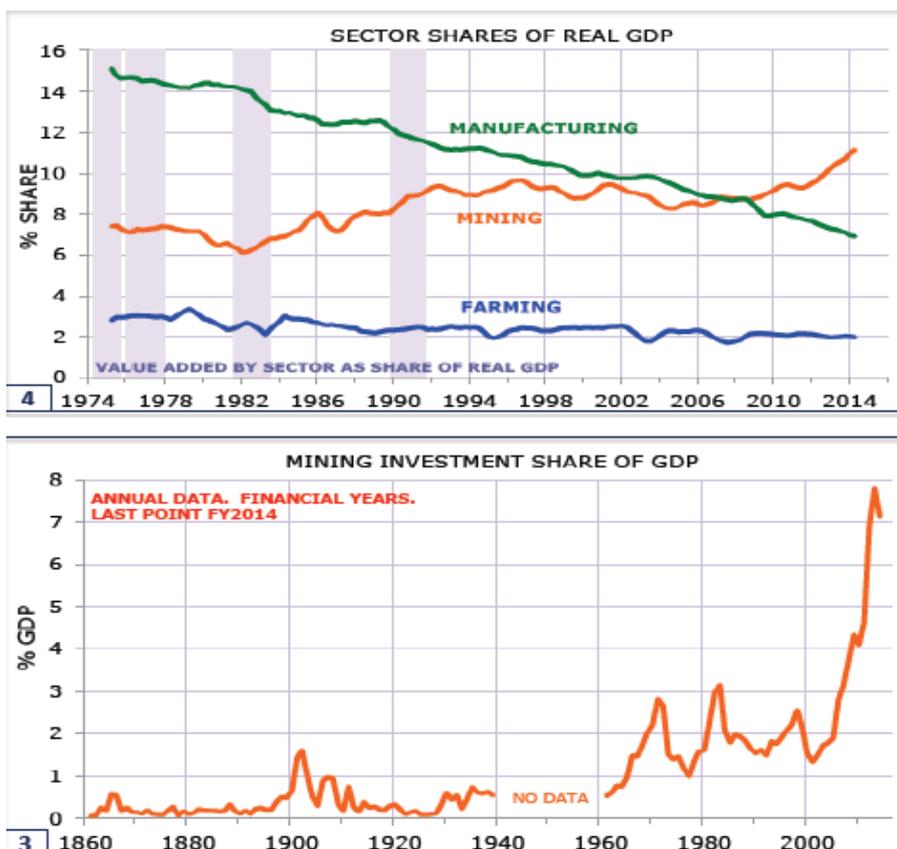
2. 原物料價格因全球景氣前景下修仍面臨壓力，目前的油價尚未完全反應已布署的鑽油機具數量；若同時考量原油生產者的利潤與供給的增加，油價將在 75-85 美元的區間波動；此外，未來數年供給續增亦對工業金屬的價格造成壓力。



3. 中國大陸 GDP 成長減速，中國大陸房地產市場不論是價格或是新屋開工狀況，都顯得疲軟，含銀行與非銀行體系在內的融資金額皆為下滑，中國大陸經濟成長率 (GDP) 在 2015 年將會減緩，而人民幣匯價也將形成壓力。



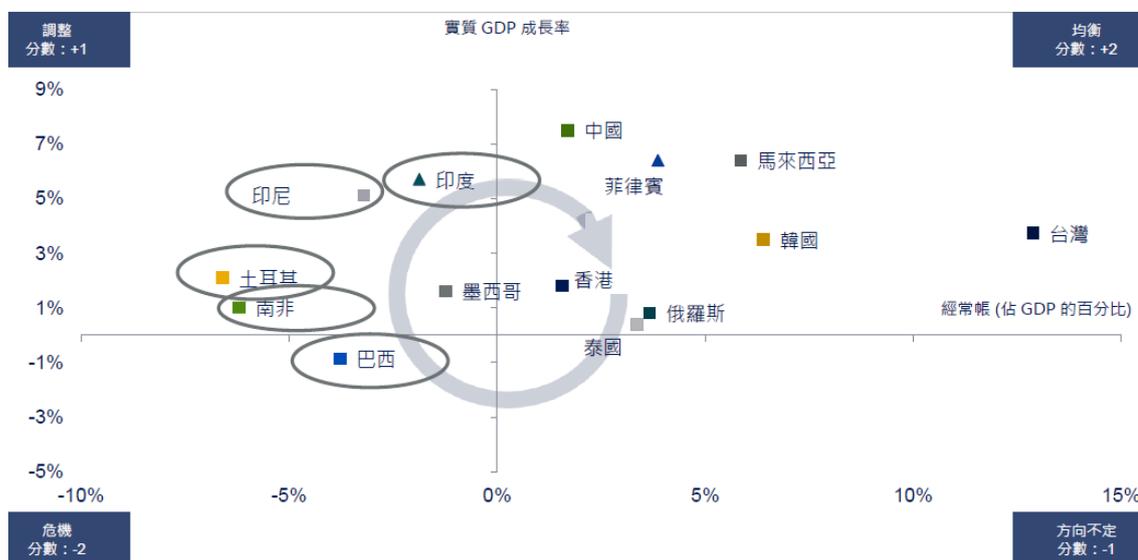
4. 澳洲終將陷入衰退。隨著中國大陸經濟成長趨緩，澳洲礦業也準備進入嚴冬，即使鐵礦砂數量持續成長，但受到出口價格的拖累，澳洲礦業出口獲利仍然下降。但是，另一方面，澳洲礦業投資占 GDP 比重最近才攀上近 8% 的高峰。礦業獲利與投資減少，將對澳洲經濟造成壓力，澳洲房地產少了礦業可依賴，可能引發其修正行情，進一步影響到失業率等總體經濟。



5. 歐洲勉強度過難關，企業盈餘成長率仍低於美國，預估歐元兌美元匯率將低於 1.25，甚至可能大幅貶值。不過貨幣寬鬆的環境有利於債市，相對於美國 10 年期公債，看多歐元債券。



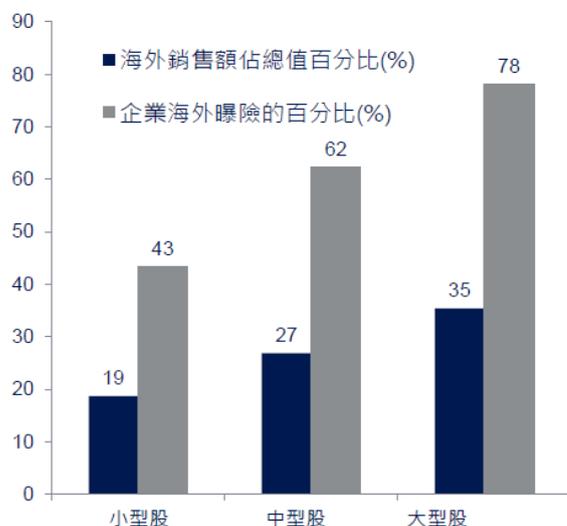
6. 新興市場走向分歧。由於全球原物料價格下滑，使得過去依賴原物料出口拉抬經濟成長的部分新興市場國家遭受沉重壓力 (例如：巴西、土耳其)，但也有國家因此受惠 (例如：印度)。臺灣偏重資訊科技產業，將受惠於美國景氣回溫以及中國大陸經濟轉變為消費帶動成長的形態。



7. 日本央行將持續大力推動貨幣刺激政策，使日本成功脫離通貨緊縮，否則日本將陷入第三個 10 年的通縮之中，日圓進一步貶值便不可避免，日圓兌美元匯率將高於 118。

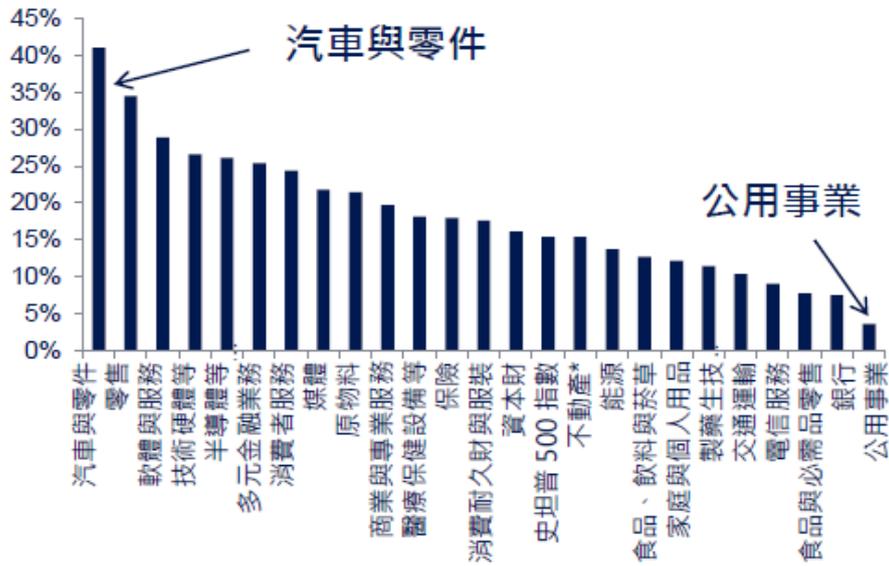


8. 由於主要國家中，美國經濟成長相對強勁，美國以國內獲利來源為主的小型股，表現將優於主要來自海外市場的大型企業。近來小型股表現落後大盤，正是提供小型股未來 12 個月進場的良機。



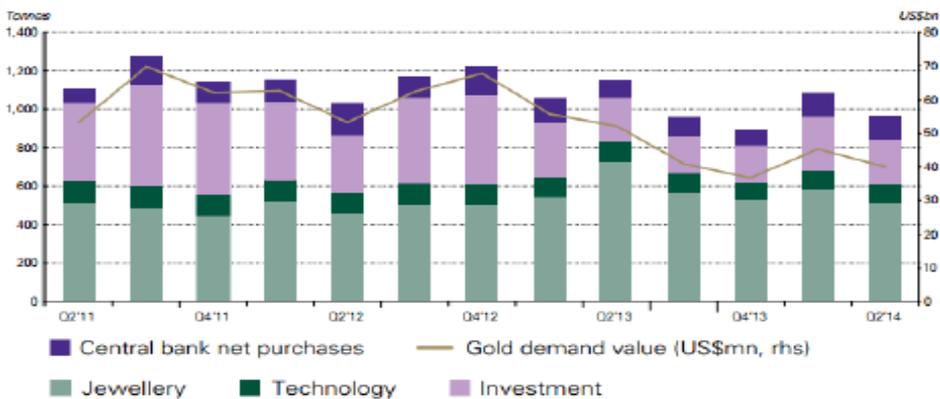
9. 汽車類股將受惠於能源價格下降。根據 Strategas 研究資料顯示，當原油價格在 1 個月內下跌 15% 後，美國 S&P 500 指數各類股其後 12 個月的表現中，以汽車與零件類上漲 41% 最為亮眼，而公用事業股的 3.6% 則是最落後者；由美國汽車的銷售數據來看，亦是上升趨勢，因此相對於美國公用事業股，2015 年看好美國汽車與零件類股走勢。

■ 原油價格在 1 個月內下跌 15% 後，史坦普 500 指數各類股連續 12 個月的表現平均值

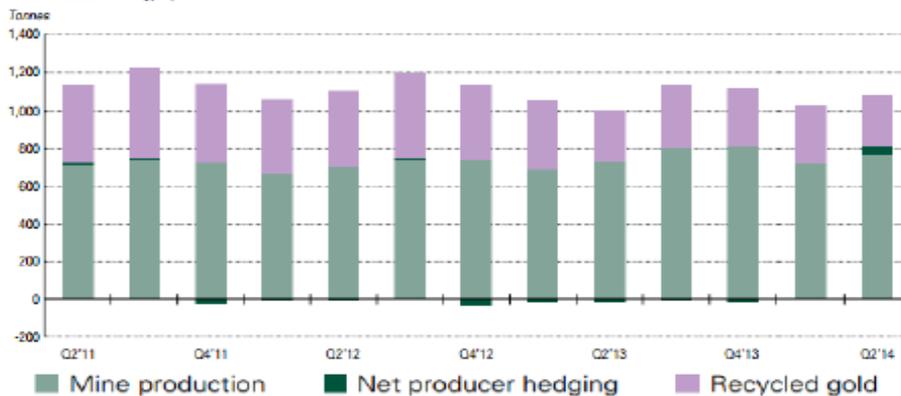


10. 金價將續跌，從供給與需求來看，對金價走勢皆不利，今年第二季黃金需求僅有 963.8 公噸，較去年同期大減 16%，而上半年的黃金產量卻增加 58.2 公噸；此外名目殖利率上揚、通膨處於低檔，使得實質殖利率走升，對金價亦形成壓力。

黃金的需求

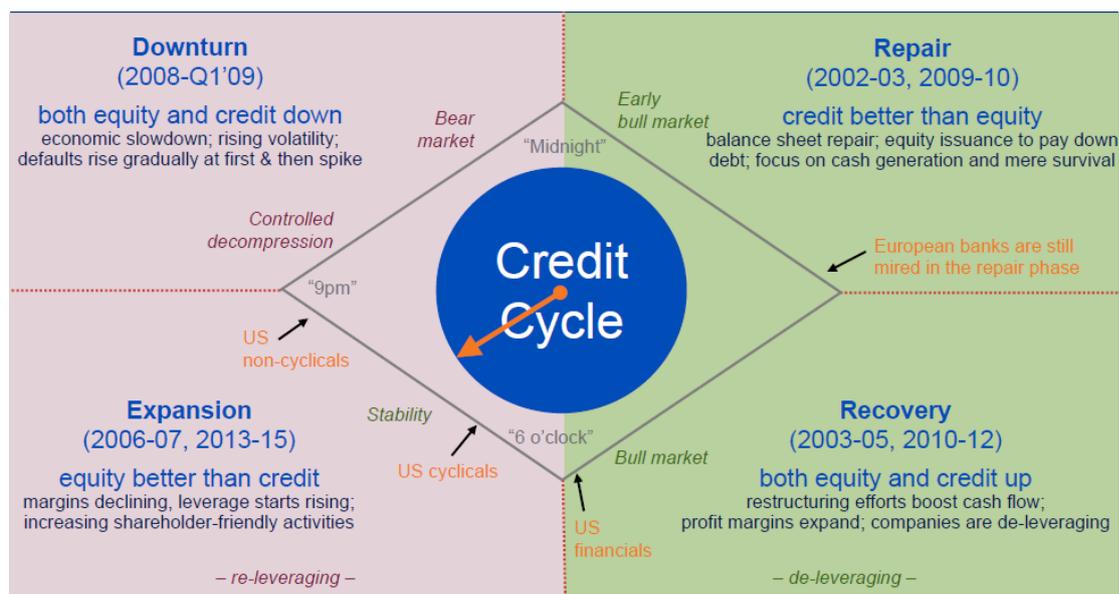


黃金的供給



(二) 投資策略

美國總體經濟基本面無虞且步入擴張階段的情況下，信用風險反而不是影響市場評價的主要因素，市場的供需力量及流動性將扮演更重要的角色，機構法人對高評級信用的需求可能抵銷共同基金端的資金流出。考量全球主權債券殖利率在貨幣寬鬆環境下處於歷史低點，建議透過多元化資產投資更能獲得持續性的收入。



目前美國投資等級公司債利率約 2.9%，雖已處於歷史低點，但信用利差 102bps 相較於過去水準，仍有進一步收斂的空間 (截至 2014/9/2)，其中又以金融業和 BBB 的標的收斂空間較大，平均每年信用利差為 17bps。



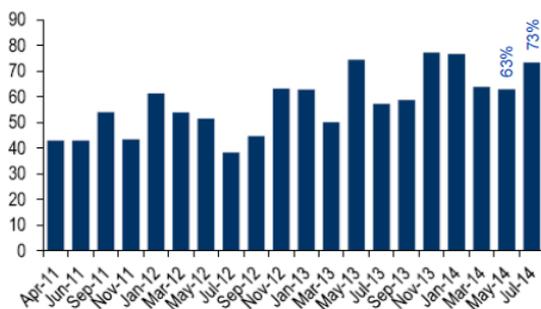
Index by Credit Rating [market value % in index]	Yield (%)	Spread (bp)	Duration (years)
AAA [1.0%]	2.51	+54	8.7 yrs
AA [9.5%]	2.39	+60	6.3 yrs
A [45.7%]	2.76	+82	7.1 yrs
BBB [43.8%]	3.36	+128	7.4 yrs
US Corporate Index	2.86	+102	7.2 yrs

Index by Broad Sector [market value % in index]	Yield (%)	Spread (bp)	Duration (years)
Industrials [59.6%]	2.99	+104	7.7 yrs
Utilities [7.7%]	3.19	+99	9.5 yrs
Financials [32.7%]	2.57	+99	5.7 yrs
US Corporate Index	2.86	+102	7.2 yrs

今年第二季全球購併交易量增加，反應企業主信心提升，其中以股權融資的比重接近 30%，對債券投資人較有利，利差放寬幅度因此相對有限，後續此類事件風險仍將持續影響投資等級公司債表現。另外，還需要注意投資人部位是否出現轉向的風險，根據美銀美林調查，目前約有 73% 的投資等級公司債投資人表示站在加碼立場，反映在短天期債券基金規模已達到 1,400 億美元，但同時亦有 65% 的受訪者認為此類商品價格已被高估。

IG investors remain overweight at close to record levels

Net overweight
(net % of respondents)



IG investors remain overweight but 65% of them believe that IG spreads are overbought

IG spreads are overvalued
(% of survey respondents)



肆、 心得及建議

此次行程因參訪時間限制，主要以面對面訪談為主，較缺乏深入研討的機會，幸得於紐約梅隆銀行有較長時間，方能接觸實際業務操作，其交易團隊具高度專業性，對於市場經濟數據極其重視，公司內部亦有專屬交易程式及評價模型輔助，實具有國際領導性銀行之風範，值得我們多方學習。

由於本行屬百分之百政府持股型態，受限於政策性任務及預算限制，經營策略相較同業較為保守；但近期在首長領導之下，積極擴展業務型態，包括國際債券承銷、CDS 交易、因應資本適足率要求發行新臺幣次順位債券，以及年底前將發行美元債券等，不斷向外突破。

以 CDS 交易為例，本行目前以避險為交易目的，惟此次參訪行程中與同業交流後發現，在充分考量風險之前提下，其實仍有許多交易型態可承作，例如做為保險賣方以賺取收益，或更進一步包裝成結構型產品等。

另外，本行過去曾投資不動產抵押貸款證券 (Mortgage Backed Securities，簡稱 MBS)及擔保債務憑證 (Collateralized Debt Obligation，簡稱 CDO)，但因風險考量或評價模型無法配合而賣出。有鑑於國際金融市場在經歷金融海嘯洗禮後，各國主管機關對金融商品監管日益嚴格，上述兩類商品透明度大幅提升，尤其以 Ginnie Mae 提供保證的 MBS 無論質量均有顯著提升，有效降低投資風險。至於評價方面，在流動性提升後，已不再需要單純依賴交易對手提供之報價，彭博系統 (Bloomberg)現已涵蓋大部份 MBS 即時之公開市場報價，如有不足之處，尚可考量以 Bloomberg 之評價模型 (Bloomberg Valuation，簡稱 BVAL)或客製化評價工具 (Derivatives Library，簡稱 DLIB)

為輔助，因此在不利因素消除後，應可重新考慮利用 Ginnie Mae 提供保證之 MBS 做為本行未來外幣資金之去化工具之一。

面對金融國際化潮流，無論政府或民間都積極希望銀行業能走出臺灣，臺灣銀行業過去幾年獲利屢創新高，海外分行及國際金融業務分行之貢獻居功厥偉，甚至超過一半以上，但中華信評仍指出，臺灣銀行業獲利於亞太區然無法名列前茅，換言之銀行業未來仍有相當大的獲利成長空間。對本行而言，在國內雖已屬龍頭型銀行，但海外布局部分相較於其他國際性銀行，仍有精益求精之可能。此次非常感謝行方給予我們機會進行參訪，參訪行程中能與國際金融同業交流深感獲益良多，希望未來仍能有此類機會，並能多結合同業或本行海外分行之實習行程，以利於結合理論與實務，更上一層樓。

伍、 參考文獻

1. JP Morgan 提供之參考資料
2. Jefferies 提供之參考資料
3. 施羅德投資提供之參考資料
4. Ginnie Mae 網站 (<http://www.ginniemae.gov/pages/default.aspx>)
5. Fannie Mae 網站 (<http://www.fanniemae.com/portal/index.html>)
6. Freddie Mac 網站 (<http://www.freddiemac.com/>)
7. U.S. Department of Housing and Urban Development 網站
(http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/federal_housing_administration)
8. 彭博資訊
9. 何殷如，全面解讀信用違約交換，證券暨期貨月刊第 30 卷第 11 期