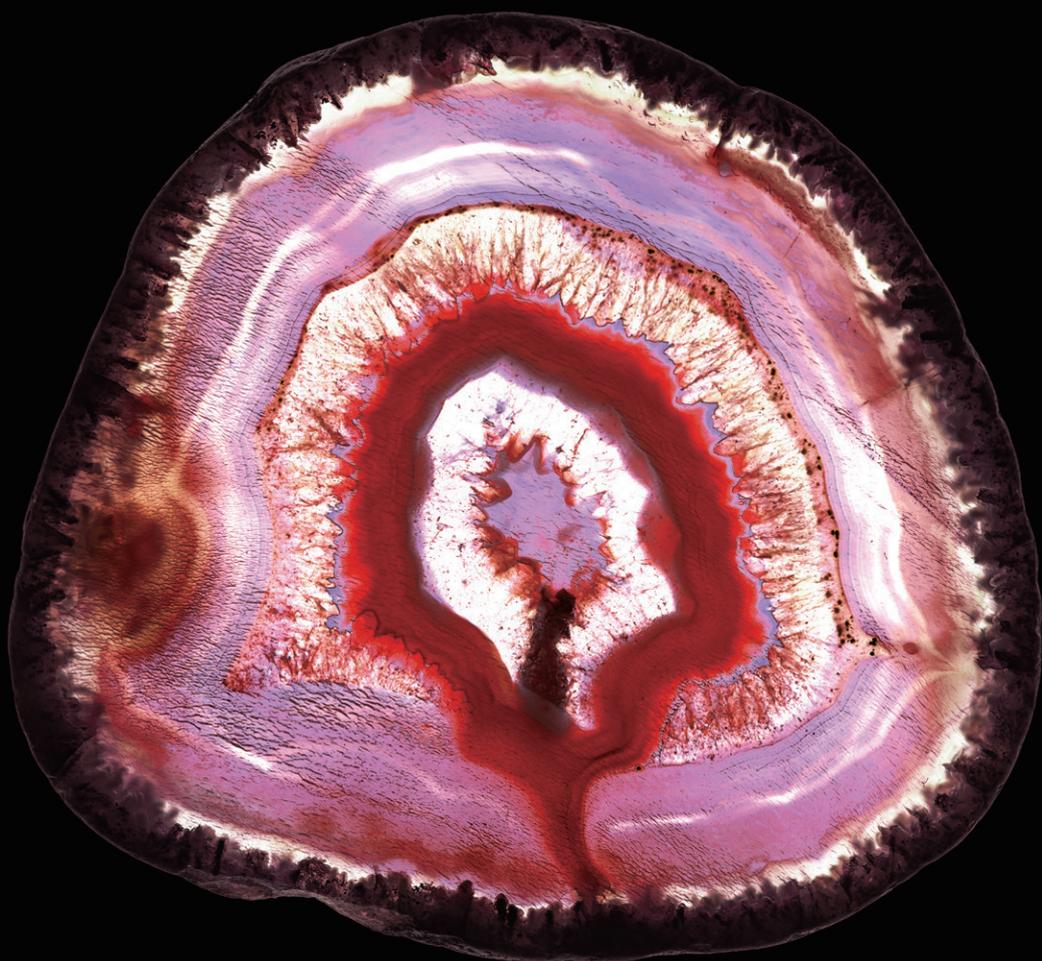


# 認識 證券化信貸

---



滙豐投資管理 | 滙見新可能

「證券化信貸是債券的一種，是由可以產生現金流的資產所組成。」

## 甚麼是證券化信貸？

證券化信貸是債券的一種，包括資產抵押證券(Asset Backed Securities，簡稱「ABS」)及按揭抵押證券(Mortgage Backed Securities，簡稱「MBS」)等，由可以產生現金流的資產所組成，例如住宅按揭、商業按揭、信用卡貸款、汽車貸款及槓桿式貸款等。金融機構作為證券化信貸的發行商，會首先買入這些欠缺流動性但可產生現金流的資產，重新組合成不同級別的證券出售於金融市場，投資者買入便可獲得相應的現金流作為回報。目前，環球證券化信貸市場的規模達到4萬億美元(圖一)。

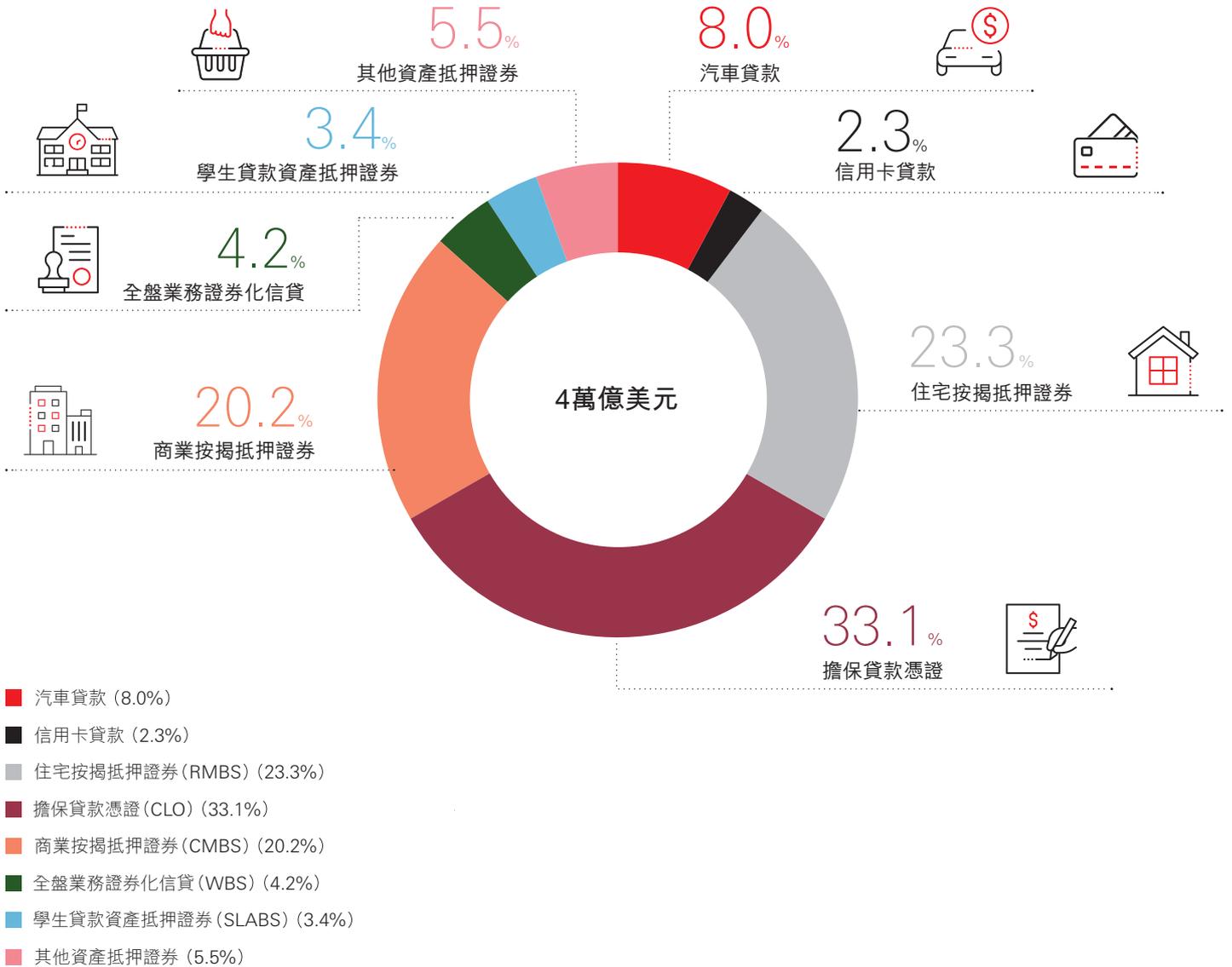
## 證券化信貸與傳統債券有何分別？

雖然證券化信貸是債券的一種，但前者有抵押品作擔保，而兩者在票息、年期及結構上均存在顯著差異。

	傳統債券	證券化信貸
 票息	一般為固定	大部分為浮動（在參考利率之上再加上若干溢價）
 票息現金流來源	來自發行人經營業務所得	來自相關抵押品，例如按揭貸款的還款
 年期	一般為固定，並會在到期日歸還所有本金	視乎抵押品特徵，例如本金還款、違約率及結構特性
 等級	<ul style="list-style-type: none"><li>沒有等級之分</li><li>所有債券持有人收取的款項相同，並承受同等損失風險</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>有等級之分</li><li>持有人所收取的款項及承受的損失風險按票據的先後償付等級而定</li></ul>
 信貸評級	視乎發行人的償付能力	每個等級的信貸評級不同，視乎抵押品及證券的結構而定

資料來源：滙豐投資管理，2024年3月

圖一 證券化信貸市場



過去表現並不預測未來的回報。  
資料來源：滙豐投資管理；澳洲統計局；澳洲儲備銀行、摩根大通、美銀美林、巴克萊；  
數據截至2024年1月



## 證券化信貸的結構



- ↓ 最高的等級會優先獲得現金流，並在違約時最後承受損失
- 🏠 為抵押品的損失提供緩衝，當中包括現金儲備基金及超額抵押等

## 按抵押品劃分的證券化信貸種類

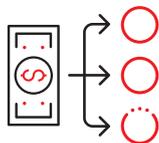
證券化信貸	抵押品
 擔保貸款憑證(CLO)	一籃子企業貸款 (有別於其他證券化信貸，CLO由管理人作主動型管理)
 住宅按揭抵押證券(RMBS)	銀行及其他金融機構發行的住宅按揭貸款
 商業按揭抵押證券(CMBS)	銀行及其他金融機構發行的商業房地產（包括樓盤、酒店、工廠、商場及商廈等）按揭貸款
 消費者資產抵押證券(Consumer ABS)	信用卡應收帳款、汽車及其他個人貸款
 學生貸款資產抵押證券(SLABS)	學生貸款（相關貸款可能是私人機構或政府支持的貸款）
 全盤業務證券化信貸(WBS)	企業透過商業營運所產生的現金流

## 涉足全球證券化信貸有何優勢？



### 潛在收益率較高

證券化信貸的收益率通常高於相若評級的企業債券，以彌補市場的複雜性和較低的流動性。



### 分散組合風險

證券化信貸與傳統固定收益資產的相關性較低，有助分散投資組合風險。



### 較低波動性

傳統債券的存續期一般較長，需要承受較大波幅。優質證券化信貸具有吸引力的現金流及較短的利差存續期特點。這些特點有助於減少不確定市場環境中的波動性。

「證券化信貸提供收益率溢價，存續期亦較短。」

## 證券化信貸的市場發展

在2007年的美國次按危機及由此引發的環球金融危機之中，由於美國樓市出現大規模違約，而且當地次級RMBS及債務抵押證券(CDO)的持有人遭受嚴重損失，令證券化信貸被冠以「有毒」資產之名。

事實上，並非所有證券化信貸均出現大規模違約及損失。當年錄得大幅虧損的乃是美國次級RMBS及CDO，其他證券化信貸的表現較佳。而次級RMBS當年之所以表現差勁，乃是由於「為分銷而貸款(originate-to-distribute)」的模式盛行、抵押的資產質素欠佳，以及評級機構的信貸評級未反映風險。

次按危機後，歐美監管部門及政策當局大幅收緊整個市場的監管。這些措施有助提高證券化信貸市場的透明度，亦加強了對投資者的保障。

## 針對相關風險的改善措施

風險	詳情	改善措施
 利益不對稱	次按RMBS的抵押資產質素參差，部分源於發行人「為分銷而貸款(originate-to-distribute)」的模式，即只以沽出信貸產品為目標，並無持有這些證券	歐盟與美國監管部門修改法例，要求發行人持有不低於證券發行總額的5%，冀能藉此保持發行人與投資者的利益一致
 信貸評級未反映風險	在環球金融危機時，部分質素欠佳的資產的信貸評級未準確反映其資產質素，投資者因而未能作出適切的風險評估	當局更新監管措施，例如要求多項評級、輪換評級機構等，並且改善評級方法的透明度，發行人亦需要持續地公布更多相關資訊

除此之外，證券化信貸作為債券的一種，而且牽涉較複雜的衍生工具，因此投資者亦須注意其信貸風險、流動性風險、衍生工具及資產抵押證券的相關風險等。

## 結論

證券化信貸的可觀入息及闊信貸息差反映當前其中一個最獨特的機會。利率逐步正常化有利於證券化信貸，因為不僅可以繼續獲享具吸引力的入息，更可以隨着信貸息差收窄而受惠於潛在的資本增值。

然而，證券化信貸的挑選十分依賴對基本因素和信貸狀況的認識，如要從中捕捉機遇，需要投入大量資源，以具備豐富經驗的研究團隊，透過主動管理和深入分析，才能挑選出最具潛力的資產，建立兼顧潛在回報與風險管理的投資組合。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。本文件資料並未根據個別情況進行審閱，如果您對任何投資產品存疑或不確定投資決定是否合適，則應尋求適當金融、法律或稅務專業顧問的意見。

本文件只提供一般性資料，並不針對任何可能收到本文件的人士的具體投資目標、財務狀況和特別需求。在此表達之意見可因應情況修改而不作另行通知。本文件並非銷售文件，且不構成建議、要約出售或招攬購買或認購任何投資。本文件所載任何預測、預計或目標僅供說明用途，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理(香港)有限公司(「滙豐投資管理」)就預測、預計或目標未能達成概不承擔任何責任。本文件內的資料乃取自滙豐投資管理合理地相信可靠的來源。然而，無論明示或暗示，滙豐投資管理不保證、擔保或代表本文件內該等資料的準確性、有效性或完整性。投資附帶風險，過去的業績並不代表將來的表現。請參閱銷售文件以便獲取其它資料，包括風險因素。此文件並未經證券及期貨事務監察委員會批閱。版權© HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited (滙豐環球投資管理(香港)有限公司) 2024。版權所有。本文件由HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited(滙豐環球投資管理(香港)有限公司)刊發。



滙豐投資管理 | 滙見新可能