

Rating Research Services

總經理評論：

全球資產證券化市場在危機後的發展對台灣資本市場的啟示

中華信評總經理：

張華平; (886) 2 8722-5880; hwaping.chang@taiwanratings.com.tw

分析聯絡：

雷明峰; (886) 2 8722-5852; aaron.lei@taiwanratings.com.tw

目錄

經驗學習：證券化的結構設計無法彌補不良授信帶來的風險

危機後的發展：資產證券化市場已出現緩慢但持續的全球性復甦趨勢

對台灣的觀察：許多因素限制了市場的復甦

對台灣的啟示：全球經驗可為市場發展提供具價值的方向指引

有關資產證券化市場復甦的幾點提醒

相關準則與研究

全球資產證券化市場在危機後的發展對台灣資本市場的啟示

全球資產證券化市場已自最近一波全球金融危機導致的低迷市況中緩慢復甦，整體發行量也在逐步增加當中。從2008年與2009年市場失序得到的經驗，已反映在近年推出的資產證券化交易結構設計中，而現今更嚴格的法規亦使創始機構更注意其在資產授信和風險分擔方面的責任。資產證券化是解決經濟需求的重要工具之一，這已是目前普遍被全球投資人／市場所接受的觀念，但是市場參與者與主管機關也必須瞭解此類商品的限制與潛在風險。

在資產證券化市場步入初步復甦階段的這段期間，台灣卻再一次偏離了此產業的全球發展趨勢。新的資產證券化發行案件自2008年以來幾乎陷入停滯，一些市場人士甚至對於台灣是否還需要這類商品提出質疑。面對這樣的質疑，中華信用評等公司（中華信評）認為，國內市場對於這類商品的特性與其功能仍存在一些誤解。而且，中華信評相信，在其它市場中已有過的經驗可以協助澄清這些誤解。這些市場經驗中特別值得一提的是：擁有一個穩健的本地資產證券化市場，事實上是可帶來許多總體經濟方面的好處。

摘要：

- 全球資產證券化市場從此前經驗所得到的啟發：資產證券化交易案的結構設計不能彌補創始機構不良授信與其和投資人利益不一致所帶來的問題。
- 透過對近期市場失序的省思以及對資產證券化為經濟所帶來好處的肯定，新的資產證券化交易發行量已在緩步復甦當中，且新交易案的發行目的多又再度回歸到為發起機構提供資金調度彈性以及為投資人提供投資彈性之上。
- 中華信評認為，全球市場的經驗應可為台灣的資本市場提供重要的參考，尤其是在可分攤銀行業放款負擔的直接融資功能、提供銀行與非銀行發起機構融資替代管道、預防企業發生債務過度累積情況、以及提供投資人多元化的投資標的等方面。

經驗學習：證券化的結構設計無法彌補不良授信帶來的風險

交易案表現不佳肇因於弱化的資產證券化流程

2008年全球市場發生的動盪局面告訴我們一件重要的事情——那就是資產證券化交易案的結構設計不能彌補創始機構不良授信與其和投資人利益不一致所帶來的問題。遭降評或違約的交易案在與美國次級房貸聯結之證券化交易案件中特別顯著，而這也導致之後市場參與者對許多資產創始時的授信承作、以及賣方所採取的創始後即出售之商業模式的質疑。

另外，市場也注意到高度槓桿的交易案結構設計，不論其係屬單一交易案件或多個交易案件，可能在市場情勢變動或標的資產的集中度過高時，造成快速且影響層面廣泛的表現惡化。事實上，和市場價格連動的高度槓桿化交易或對特定金融機構具高度集中性的交易案件，就曾因市價波動或因次級房貸危機帶來的間接影響而受到拖累。

即便在危機期間，絕大部分資產證券化交易案仍有良好的表現

儘管市場投資人對證券化有上述負面的普遍印象，但絕大部分資產證券化交易案在最近這波金融危機中與之後的表現事實上仍相當穩定。除了前述所提的幾個特定資產類別以外，大部分接受標準普爾與中華信評等監視的資產證券化證券，其資產與評等表現仍大致良好（見表1

與表2)。

表 1

接受標準普爾評等之資產證券化證券目前評等與初始評等比較的評等變動(%)概況—依資產類型區分，1978年 - 2012年

期初/期末	初始評等件數	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	NR	評等調升/ 評等不變/ 未受評	評等調降
全球 SF														
AAA	120,305	7.82	4.42	2.59	2.02	1.17	1.4	5.03	2.72	0	9.72	63.11	70.93	29.07
AA	25,432	1.52	10.84	3.48	2.67	3.1	3.7	6.34	4.33	0.02	25.6	38.39	50.75	49.25
A	24,836	0.66	1.97	11.23	2.92	2.19	2.96	6.66	5.29	0	30.13	35.99	49.85	50.15
BBB	23,728	0.17	0.64	1.29	8.74	2.54	2.84	4.88	6.28	0	41.5	31.13	41.97	58.03
BB	9,854	0.05	0.25	0.39	0.78	8.79	4.52	5.76	5.18	0	48.71	25.57	35.83	64.17
B	5,005	0	0.06	0.06	0.2	0.58	5.67	4.3	5.61	0	61.46	22.06	28.63	71.37
CCC	177	0	0	0	0	0	0.56	7.34	1.13	0	58.76	32.2	40.11	59.89
CC	12	0	0	0	0	0	0	0	16.67	0	33.33	50	66.67	33.33
C	0													
全球 ABS														
AAA	15,564	8.08	5.77	1.44	0.84	0.34	0.4	0.45	0.28	0	0.07	82.34	90.42	9.58
AA	1,984	0.86	29.99	3.38	1.56	0.55	0.71	1.71	0.86	0	2.27	58.11	88.96	11.04
A	4,539	0.15	4.01	19.04	2.34	0.68	0.88	0.57	0.35	0	3	68.98	92.18	7.82
BBB	2,486	0.04	2.29	2.21	15.61	1.49	3.54	2.37	0.76	0	6.44	65.25	85.4	14.6
BB	675	0	1.04	1.63	0.3	14.81	2.07	1.93	2.22	0	9.78	66.22	84	16
B	128	0	0	1.56	0.78	0	28.91	2.34	0.78	0	11.72	53.91	85.16	14.84
CCC	29	0	0	0	0	0	0	3.45	3.45	0	72.41	20.69	24.14	75.86
CC	4	0	0	0	0	0	0	0	25	0	0	75		0
C	0													
全球 CDO														
AAA	12,052	8.54	8.49	1.45	1.17	1.53	1.1	2.13	0.42	0	15.51	59.67	68.2	31.8
AA	5,053	1.5	11.36	4.85	1.11	1.17	1.58	3.4	1.09	0	20.76	53.18	66.04	33.96
A	3,813	0.84	2.31	15.03	7.68	1.84	1.36	3.83	1.49	0	22.58	43.04	61.21	38.79
BBB	3,596	0.06	0.19	1.06	14.88	8.04	4.09	5.67	2.47	0	29	34.54	50.72	49.28
BB	1,784	0	0.06	0.34	0.73	20.24	11.94	10.37	3.81	0	21.02	31.5	52.86	47.14
B	278	0	0	0	1.08	1.44	9.71	7.19	0	0	18.71	61.87	74.1	25.9
CCC	64	0	0	0	0	0	0	9.4	0	0	42.19	48.44	57.81	42.19
CC	5	0	0	0	0	0	0	0	20	0	40	40		40
C	0													
全球 CMBS														
AAA	5,747	26.73	2.44	4.05	3.01	2.04	2.31	0.94	0	0	1.44	57.04	83.77	16.23
AA	2,433	3.82	9.04	4.85	4.48	4.64	6.37	6.66	0	0	5.59	54.54	67.41	32.59
A	2,691	0.63	3.79	8.51	4.01	4.42	6.47	9.1	0.11	0	10.37	52.58	65.51	34.49
BBB	3,407	0.26	1.14	2.47	7.98	3.76	4.61	10.54	0.21	0	20.96	48.08	59.94	40.06
BB	1,906	0.21	0.73	1	1.94	10.28	6.24	10.02	0.16	0	45.38	24.03	38.2	61.8
B	1,383	0	0.22	0.07	0.07	1.37	9.98	8.82	0.22	0	67.82	11.42	23.14	76.86
CCC	38	0	0	0	0	0	0	2.63	0	0	76.32	21.05	23.68	76.32
CC	0													
C	0													
全球 RMBS														
AAA	85,667	6.47	3.62	2.86	2.29	1.23	1.58	6.61	3.7	0	11.35	60.29	66.76	33.24
AA	15,489	1.3	8.75	2.52	2.94	3.9	4.47	8.03	6.65	0	34.07	27.36	37.41	62.59
A	13,072	0.83	0.67	7.47	1.34	2.16	3.52	9.46	9.45	0	47.28	17.82	26.78	73.22
BBB	13,785	0.2	0.35	0.75	5.79	0.86	1.92	3.87	9.96	0	57.19	19.09	26.19	73.81
BB	5,424	0	0.06	0.04	0.29	3.72	1.81	3.3	7.8	0	64.25	18.73	22.84	77.16
B	3,181	0	0	0	0.16	0.19	2.55	2.2	8.71	0	65.07	21.13	24.02	75.98
CCC	39	0	0	0	0	0	2.56	12.82	2.56	0	66.67	15.38	30.77	69.23
CC	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	66.7	33.3	33.33	66.67
C	0													

SF--Structured finance, ABS--Asset-Backed Securities, CDO--Collateral Debt Obligation, CMBS--Collateral Mortgage-Backed Securities, RMBS--Residential Mortgage-Backed Securities. 註：來自相同交易之「AAA」評等在本表之計算時並非是以單一評等視之。在計算諸如評等調升及評等調降之評等變動情況時，僅考慮評等類別(class)變動之狀況。

表 2

接受中華信評評等之資產證券化證券目前評等與初始評等比較的評等變動(%)概況—依資產類型區分，2003年 - 2013年

資產類型	期初評等件數	評等不變	評等調升	評等調降	違約
ABS Commercial Other	1	100.00	0.00	0.00	0.00
ABS Consumer Other	1	100.00	0.00	0.00	0.00
ABS Equipment	6	83.33	16.67	0.00	0.00
CDO Cash Flow CBO	19	42.11	47.37	10.53	0.00
CDO Cash Flow CDO of CDO	9	11.11	0.00	88.89	44.44
CDO Cash Flow CLO	33	21.21	78.79	0.00	0.00
CDO Other	2	100.00	0.00	0.00	0.00
CMBS	6	33.33	66.67	0.00	0.00
RMBS Prime Jumbo	10	70.00	30.00	0.00	0.00
合計	87	39.08	49.43	11.49	4.60

ABS--Asset-Backed Securities, CDO--Collateral Debt Obligation, CMBS--Collateral Mortgage-Backed Securities, RMBS--Residential Mortgage-Backed Securities.

註：評等不變包括因全數清償而撤銷評等的情况，且在撤銷前的評等與初始授予的評等等級相同。評等調降包括違約在內。評等變動（如評等調升及評等調降）之計算有考慮評等微調符號（加號（+）及減（-））。資料來源：中華信評等公司。

不同資產類別間表現的差異為此波金融危機後市場該何去何從提供了重要的指引。近幾年來，全球各地的監理機關以及國際組織紛紛對於資產證券化商品展開全面檢視，並從中歸納出一些重要的觀點，也提出許多在資產證券化運用方面的提議，而資產證券化市場本身亦有所調整。中華信評認為，危機後的交易案大部分已將過去事件中所習得的經驗反映在其交易結構設計當中。

市場參與者肯定資產證券化的好處

即便對於資產證券化交易為何出錯的檢討聲浪仍存在，整體市場對其能為金融市場與經濟帶來的好處大致仍是肯定的。國際貨幣基金（International Monetary Fund；簡稱IMF）在最近這波金融危機後不久的2009年10月間發布的一篇標題為「**Global Financial Stability Report--Navigating the Financial Challenges Ahead**」報告中，即曾針對這項主題提出評論。IMF在該篇報告中指出，就證券化因為可做為具彈性之融資替代管道而扮演的重要角色來看，若未能重新啟動證券化市場的運作，其代價可能是銀行業者面臨的融資壓力更為拖長與伴隨的信用緊縮等。近來許多監理機關亦呼籲建立穩健且受良好控管的資產證券化市場，以做為重新平衡資金調度策略的組成要素之一，同時也希望在銀行資本壓力逐漸提高之際能透過資產證券化的管道創造更多的授信以活絡經濟。

為了建立「穩健且受良好控管的資產證券化市場」，目前全球已有許多針對新的資產證券化交易案的法規提案提出或實際施行。這些包括：賣方的風險保留規定、資訊揭露與彙報的最低標準、資產證券化會計準則的調整、資本協議中與資產證券化相關的修正、以及對保險公司投資相關資產證券化商品之償付能力計算的規定。中華信評預期，未來還會有更多的規範提出，且這些措施很多都將超越傳統的司法管轄權界限，並對全球的資產證券化市場造成影響。

危機後的發展：資產證券化市場已出現緩慢但持續的全球性復甦趨勢

市場接受資產證券化的原創概念並納入最新的發展動向

前述對資產證券化的肯定與建議係基於對資產證券化初衷的省思——也就是為發行人提供資金調度彈性，並基於投資人的利益促進資產的流動性等。自這波金融危機後的市場發展動向與此一期待相符，這點可由資產擔保證券（ABS）、住宅房貸擔保證券（prime RMBS）、以及企業貸款債權證券化（CLO）等交易案件的發行量有所增加獲得印證。與最近這波危機前出現的許多套利、資產創始後即出售、以及與市場價格臆測相關之交易不同的是，過去五年發行的多數資產證券化交易案已回歸為支持經濟復甦，或是至少與經濟復甦方向一致的一股力量。

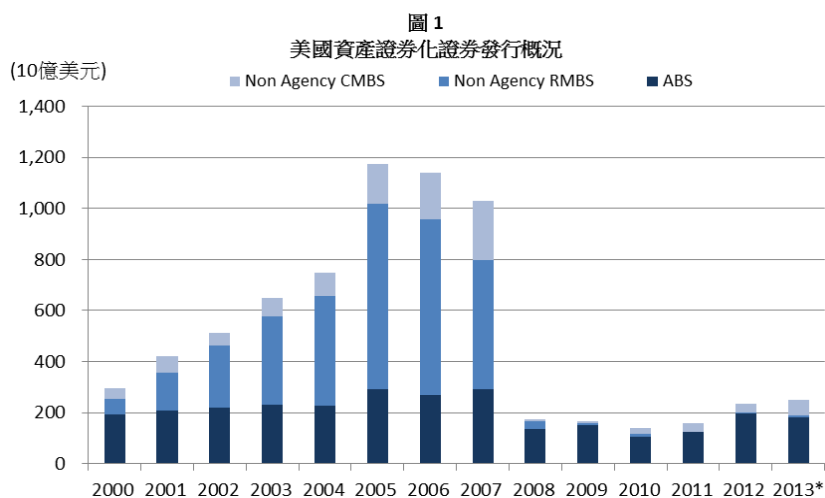
危機後資產證券化交易案的另一個顯著不同特性（或稱Version 2.0，此為市場參與者非正式的簡稱）在於：投資人可以透過交易案在授信審核標準／實務做法上的資訊揭露程度的提高、取得文件細節管道的增加、以及其獨立進行信用分析之能力，而在整個交易過程中擔任更重要的角色。根據中華信評的觀察，投資人目前較關心的是其本身與發起機構間的利益是否一致，而且希望在交易案發行期間內發生問題時能有多一點的結構化保障以及參與決策的權力。由於投資人以這種方式參與交易案，因此在發起機構與投資人間的資訊差距以及能力差異已經迅速縮減。

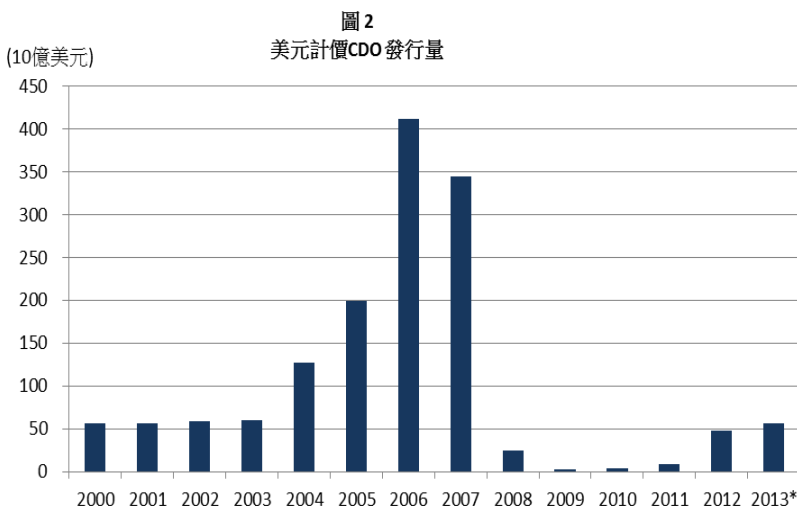
除了為銀行提供資金調度彈性，協助其因應歐元區近來的銀行流動性挑戰（在歐洲央行實施其長期再融資操作之前）外，部分發起機構目前也運用資產證券化做為其資產組合管理的工具。這類資產證券化的目的包括風險重新分類（從數以千計的未受評、小型之個別資產至單一旦具市場流動性之受評證券），以及到期時間／流動性的配對，以為新巴賽爾銀行資本規範的實施預做準備。

新發行量在新興與既有市場皆有回升

美國

以最簡的形式包裝各類資產的證券化交易案件（例如以購車貸款、信用卡帳款以及學生放款等資產為抵押的ABS），是受金融危機影響最小的資產證券化類型。另外，CLO以及商用不動產抵押債務擔保證券（CMBS）等的發行量，也在融資需求、資產表現穩定以及投資人偏好等因素的帶動下出現復甦（見圖1與圖2）。



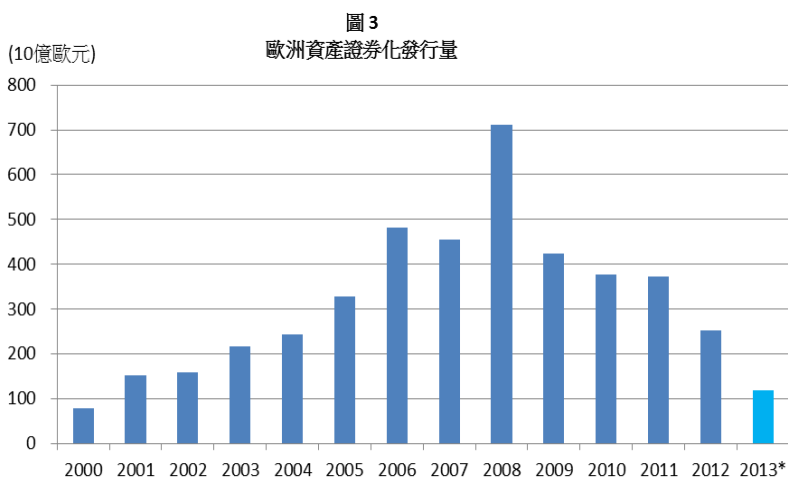


*資料截止時間：2013年9月。

資料來源：Securities Industry and Financial Markets Association.

歐洲

過去幾年，為了因應歐元區銀行的資金調度，擔保債券（Covered bond）的發行量快速增長。不過，其它資產證券化類型在歐洲的復甦則較緩慢，因為市場人士對該區主權債務以及經濟衰退情勢的擔憂仍然揮之不去。話雖如此，為了支應購屋需求，RMBS交易案的發行量在英國與荷蘭仍算穩定，而且近來也可以看到一些與汽車與飛機融資相關的ABS案件的發行（見圖3）。



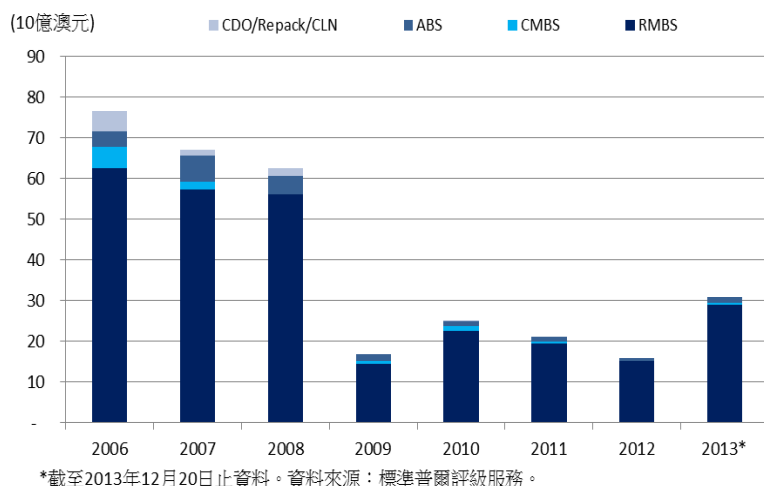
*2013年為1月至9月資料。

資料來源：Association for Financial Markets in Europe.

澳大利亞

雖然澳大利亞的證券化市場目前的新發行量明顯低於危機前的水準，但近幾年來已經看到房貸相關交易案的發行量出現回穩趨勢，其中包括RMBS與擔保債券等（見圖4）。

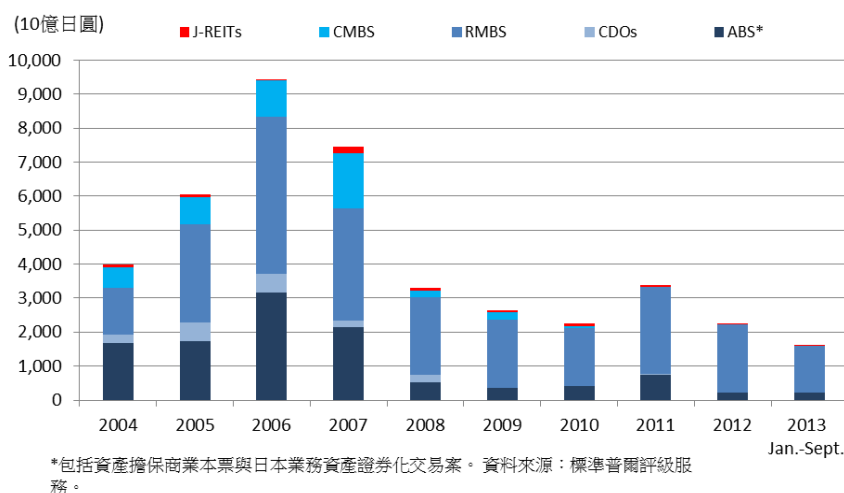
圖 4
澳大利亞資產證券化市場新發行量-按資產別分



日本

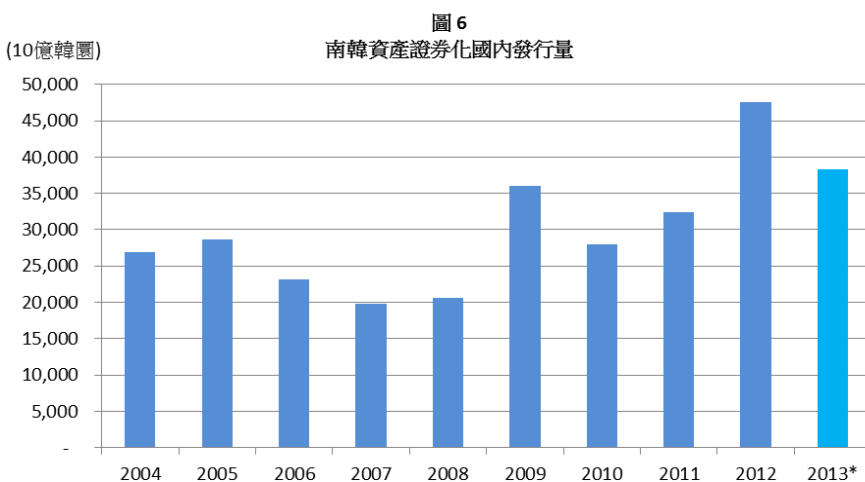
與日本Housing Financing Corp. 相關的RMBS交易案件仍是新資產證券化交易案發行市場的主力，而且ABS交易案件近來也已出現增長之勢（見圖5）。

圖 5
日本受評資產證券化新發行總額



南韓

2013年前9個月，南韓的新資產證券化交易案發行量達38.2兆韓圓（相當於350億美元左右，見圖6）。南韓資產證券化市場中的主要交易類型為RMBS〔主要是由政府贊助之機構如Korea Housing Finance Corp. (KHFC)所發行〕，以及消費者借款ABS。而韓國國會在2013年12月通過的擔保債券法案，也提供為銀行發行擔保債券的法律基礎。該法案將在韓國總統頒佈該法後三個月正式生效實施。



*2013年資料為1月至9日資料。資料來源：Korea Financial Supervisory Service.

中國

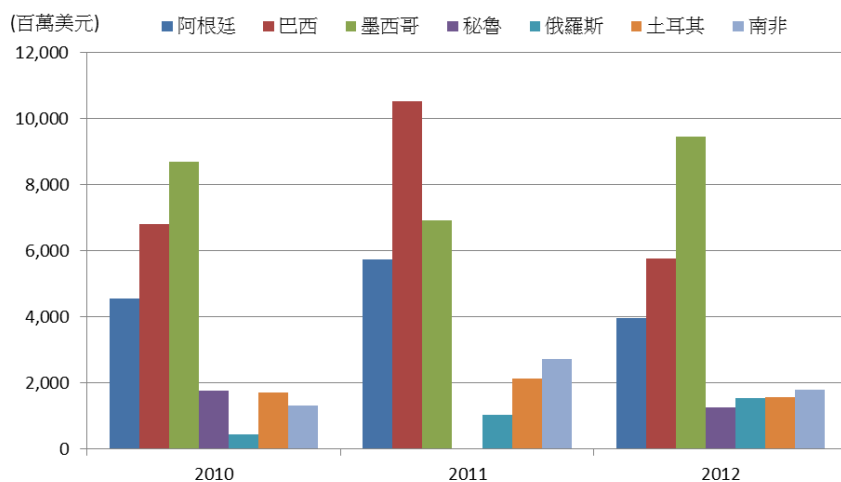
中國資產證券化市場已自2011年以來重新開展，包括擴大資產證券化試點計畫，納入更多經濟部門，以及提高總發行量上限等。2013年，中國國務院宣布對資產證券化在中國正常化發展的進一步計畫，並鼓勵各金融機構對其本身的資產負債表及資產存量進行積極管理。中國共產黨十八屆三中全會亦支持資產證券化市場的建立。中華信評認為，中國政府的終極目標，是要引導資產證券化市場朝向能夠協助國家產業開發與執行經濟策略的方向發展。

中國的銀行監理機關已經聚焦在能夠幫助其它政策措施的交易案件上，例如能為中小型企業（SME）、基礎建設發展、地方政府、公有住宅建造以及農業部門等提供融資的資產證券化交易類型。2012年至2013年9月底間，已有7檔資產證券化交易案件推出，合計整體資產證券化證券發行量為241.3億人民幣。其它中國金融產業的監理機關（如中國證券監督管理委員會）亦個別推出同樣具有資產證券化資產隔離與資產擔保特性的監管措施。

新興市場

新興市場的資產證券化發展主要分佈在拉丁美洲地區的墨西哥、巴西與阿根廷，以及俄羅斯、南非、和土耳其。2012年，各市場的證券化發行量持續由有法規措施支持的墨西哥勝出，並且超越了巴西（見圖7）。中華信評認為，在消費者與企業信用市場在全球深化發展的同時，新興市場方面也已朝向提高資產與地理區域分散性的方向進行拓展，不過監理與機會成本仍是決定發起機構進行資產證券化的主要考量。

圖 7
新興市場資產證券化發行量



資料來源：Standard & Poor's Financial Services LLC.

對台灣的觀察：許多因素限制了市場的復甦

台灣的資產證券化市場在最近這波全球金融危機結束之後，一直落後於其他國家的證券化市場發展。儘管大部分台灣資產證券化交易案發行之證券在最近這波金融危機期間的表現相對良好，但在2009年以後，台灣資產證券化市場僅有2件新的交易案件推出。這種市場停滯狀態讓一些市場參與者感到驚訝，因為台灣曾是亞洲提倡資產證券化市場發展的先驅之一，而且自2003年以來，已有許多CLO、債券資產證券化（CBO）、RMBS、ABS、以及不動產資產證券化等交易案件發行。

中華信評認為，這種非常緩慢復甦的情況有以下幾個原因：

- 對通常擔任台灣資產證券化創始機構的銀行業者而言，由於目前市場資金充裕且成本仍低，因此並無使用資產證券化工具進行融資調度的動機；
- 低利率環境以及銀行業者的競爭已導致放款利差降至非常低的水準，並使資產證券化融資對銀行而言成為不具經濟效益的籌資管道，進而阻卻了許多潛在的投資人；
- 最近這波危機之後，市場持續存在一種誤解，那就是資產證券化交易結構通常都較複雜且不透明，而且賣方可能會較投資人占優勢；以及
- 危機期間投資人在海外資產證券化商品投資方面的虧損經驗，已使部分投資人不願意再碰觸這方面的商品。

對台灣的啟示：全球經驗可為市場發展提供具價值的方向指引

就以往發展歷史來看資產證券化是一種有幫助的工具嗎？

中華信評認為，所有的金融商品都只是中立的工具，就特性區分，並沒有所謂的「有幫助（helpful）」或「無幫助（unhelpful）」可言。市場會出錯大部分是肇因於該些金融工具的使用方式，而非其本身是屬於什麼工具。

中華信評認為，台灣資產證券化交易案件的發行絕大部分是要為資產提供市場流動性，以及為賣方提供融資替代管道。換言之，這些資產證券化交易案件的設計，主要是為了滿足創始

機構與賣方的基本需求。即便是在一些市場參與者批評認為是資產證券化市場問題根源的CBO商品類型方面，其交易的目的也是希望能為流動性不佳的結構債帶來流動性，並以擴大的債券資產池管理相關的信用風險。

再者，台灣大部分的資產證券化交易案在最近這波全球金融危機與經濟衰退過程中表現良好，特別是很多現金流量CLO、RMBS與ABS交易案。自2003年以來，接受中華信評評等的台灣資產證券化證券中，共有43檔證券的評等被調升，37檔證券的評等維持不變。相對地，中華信評在此期間中僅對12檔證券採取過負向評等行動，且這些都是與受2008年與2009年全球信用趨勢惡化影響之企業債信與住宅抵押貸款擔保證券有關。台灣受評證券化證券的整體正向評等趨勢，主要反映：

- 台灣較為穩定的經濟情勢與失業率情況協助台灣創始之資產維持穩定信用品質；
- 大部分在台灣創始的資產證券化交易案件均採用了依序支付架構，因此可得益於現金緩衝與隨著債務的償還而建立起更為充裕的信用增強水準，進而有助於維持證券評等的穩定性，甚至有助於評等的調升；以及
- 在台灣的資產證券化交易案件中，賣方通常持有權益部位並擔任服務機構的角色，因此會較積極地管理資產池，以降低標的資產發生違約的機會並提高回收的可能性。

若銀行業沒有顯著的資金需求，資產證券化在台灣能扮演什麼角色呢？

資產證券化這些年的發展不僅侷限在交易結構設計，還包括其用途的進一步延伸。在一些已開發市場中，為銀行提供融資管道已不再是是否進行資產證券化的唯一考量，其它的考量因素包括：這項工具如何能增加資源配置效率，並促進資本市場或整體經濟的運作。

根據中華信評的經驗，資產證券化市場亦具有協助滿足部分總體經濟需求的功能，而與台灣總體面面對的問題有關：

- 協助減緩銀行業的壓力，並透過資本市場的直接融資管道為整體經濟活動提供支持，如此將能預防銀行業過度累積風險，並同時為非銀行發行人提供重要的資金來源；
- 為銀行提供一個融資替代管道，該管道的特性在於投資人所關注的重點在於證券化標的資產的經濟價值與風險，而非銀行本身的信用品質；這個融資管道的重要性，已在2012年歐洲銀行業面臨流動性挑戰情況時獲得驗證，因為當時發生的重大總體經濟衰退情勢曾大幅降低市場對歐洲銀行業發行之一般順位金融債券的需求；
- 為在經濟發生不利變動情勢時易受銀行授信偏好影響之產業擴充流動性，例如中小企業以及高科技產業；
- 透過資產擔保融資（而非債務規模的提升）方式減緩可能對未來營運有害的過度債務累積，例如企業部門的營運資金融資、固定資產管理、以及和基礎建設有關的公共支出；以及
- 為投資人提供更為多元的投資機會，避免其投資組合因投資工具的選擇有限而出現價格扭曲或風險過度集中的問題（例如低報酬率、高匯率風險以及群聚投資等）。

另外，台灣也並非唯一面對以下許多領域挑戰的國家，例如：為資本適足性與資產負債風險結構相配性而進行的資產組合管理、以短期浮動利率資金支應長期固定利率資產投資、合理的授信承作標準與訂價做法、以及非僅依賴外部意見的審慎投資行為等。中華信評認為，在最近這波金融危機後出現的許多資產證券化發展新趨勢，就某種程度而言已經減緩這些風險，或促成更負責任的實務做為。

有關資產證券化市場復甦的幾點提醒

台灣對於資產證券化市場的復甦有些疑慮，並提醒 2008 年之前的全球證券化市場的繁榮局勢最終結果卻是全球性衝擊。不過中華信評認為，在相關法規的規範以及投資人的低風險偏好影響下，台灣的資產證券化市場基本上反映的是實質的資金調度需求。此一特性已經避免可能會在發生重大市場事件時出錯的過度財務槓桿型資產證券化交易案件的發行，而且在台灣發生大幅蔓延的整體資產品質惡化風險的可能性亦屬有限。

不過，中華信評仍要提醒市場參與人士，唯有在資產證券化市場健全且受到良好管理之下，資產證券化的好處才會被凸顯。就如本文前段所提到的，資產證券化並非一項「無風險（risk-free）」投資；而且資產證券化也無法解決不負責任的授信或資產創始做法所帶來的風險。因此同樣重要的是，投資人也必須有能力進行獨立且深入的分析，如此才能達到發起機構與投資人對等的制衡狀態。

相關準則與研究

相關研究

- **2013 台灣評等趨勢綜合報告**, published on www.taiwanratings.com, Dec. 30, 2013
- **Australian Securitization News: Issue 576, Week Ended Dec. 20, 2013**, published on RatingsDirect on the GlobalCreditPortal, Dec. 23, 2013
- **Japan: Rated New Issuance In Japan's Securitization Market Fell Slightly In Q3 2013; All Asset Classes Saw Upgrades**, published on RatingsDirect on the GlobalCreditPortal, Nov. 18, 2013
- **證券化交易評等季報：台灣資產證券化交易案標的資產表現與交易相對人支持與預期相符**, published on www.taiwanratings.com, Oct. 31, 2013
- **證券化交易評等季報：台灣資產證券化交易案 2013 年第二季評等表現穩定**, published on www.taiwanratings.com, July 15, 2013
- **產業分析：中華信評 2003-2012 年資產證券化商品違約與評等變動研究：2012 年信用品質提升**, published on www.taiwanratings.com, May 7, 2013
- **中華信評 2012 年企業違約與評等變動研究**, published on www.taiwanratings.com, April 30, 2013
- **Default Study: Global Structured Finance Default Study, 1978-2012: A Defining Moment For Credit Performance Stability**, published on RatingsDirect on the GlobalCreditPortal, April 3, 2013
- **Structured Finance Securitizations Are Expected To Increase And Diversify Across Emerging Markets In 2013**, published on RatingsDirect on the GlobalCreditPortal, Jan. 11, 2013
- **Securitization's Path To Recovery**, published on RatingsDirect on the GlobalCreditPortal, Oct. 14, 2009
- **Global Financial Stability Report--Navigating the Financial Challenges Ahead**, published October 2009 by the International Monetary Fund

著作權 © 2014 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。**中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。**對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏忽造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的信用評等是關於信用風險的意見。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問與/或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。中華信評不保證評等所根據之資訊或使用這類資訊所得之評等結果的準確性、完整性或及時性。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情况下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情况並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔開，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評得就其評等與某些分析收取報酬，且通常是來自發行體或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括www.taiwanratings.com（免費）與rs.taiwanratings.com.tw（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。