

Rating Research Services

總經理評論:

台灣偏弱的經濟情勢可能會減緩國內 債市的復甦趨勢

中華信用評等公司總經理:

張華平; (886) 28722-5898; hwaping_chang@taiwanratings.com.tw

其他提供者:

李明泰; (886) 28722-5816; chris_lee@taiwanratings.com.tw

許智清, CFA; (886) 28722-5827; raymond_hsu@taiwanratings.com.tw

目錄

經濟不確定性可能會使新債發行量略微降低

台灣可轉債市場可能仍舊冷清

負向評等趨勢逐漸增加反映信用結構轉弱與信用利差擴大

市場波動不太可能在未來幾季轉為緩和

相關準則與研究

總經理評論: 台灣偏弱的經濟可能會減緩國內債市的復甦趨勢

台灣停滯不前的總體經濟復甦情勢可能會增加台灣債券發行體在 2012 年下半年期間面臨的信用風險，並使未來幾季的信用利差幅度（指 5 年期公司債與相同年期之公債間的殖利率差距）持續擴大。台灣債市的信用利差幅度在 2012 年第 2 季時開始擴大，結束了自 2009 年下半年以來所呈現出的利差幅度持續縮小趨勢。中華信用評等公司（中華信評）認為，信用利差幅度的擴大將使信用結構較弱之發行體更難取得在有利之價格上發行債券的機會。不過，中華信評預期，來自信用體質較強健之發行體的債券發行人可能仍高，因此未來幾季應不致出現新債發行量明顯減少的情形。而且事實上，儘管受到本地經濟情勢偏弱的影響，台灣債市 2012 年上半年期間的新債發行量仍呈現溫和成長的趨勢。

另外，儘管從中華信評受評客戶評等變動分析所呈現的負向評等趨勢漸增態勢，反映出信用風險升高與利差擴大的可能性，但中華信評預期，台灣普遍偏低的利率環境與較低的債券殖利率水準，應可持續吸引債券發行體在 2012 年下半年期間為台灣的公司債與金融債券市場創造一定的發行量。唯並非所有發行體均能從當前市場充裕的資金行情中獲益，特別是在公司債市場方面，投資人仍對信用體質偏弱之發行體所帶來的高信用風險保持相當的戒心。

摘要:

- 信用利差幅度可能會在台灣步履蹣跚的經濟復甦步伐中進一步擴大。
- 經濟不確定性不利信用體質較弱之發行體以發債方式籌資。
- 受評等級較高之發行體仍將是未來 2 季台灣債市新債發行的主力所在，因此新債發行總量應不致於明顯減少。
- 台灣可轉債市場未來 2 季期間可能還會進一步萎縮。

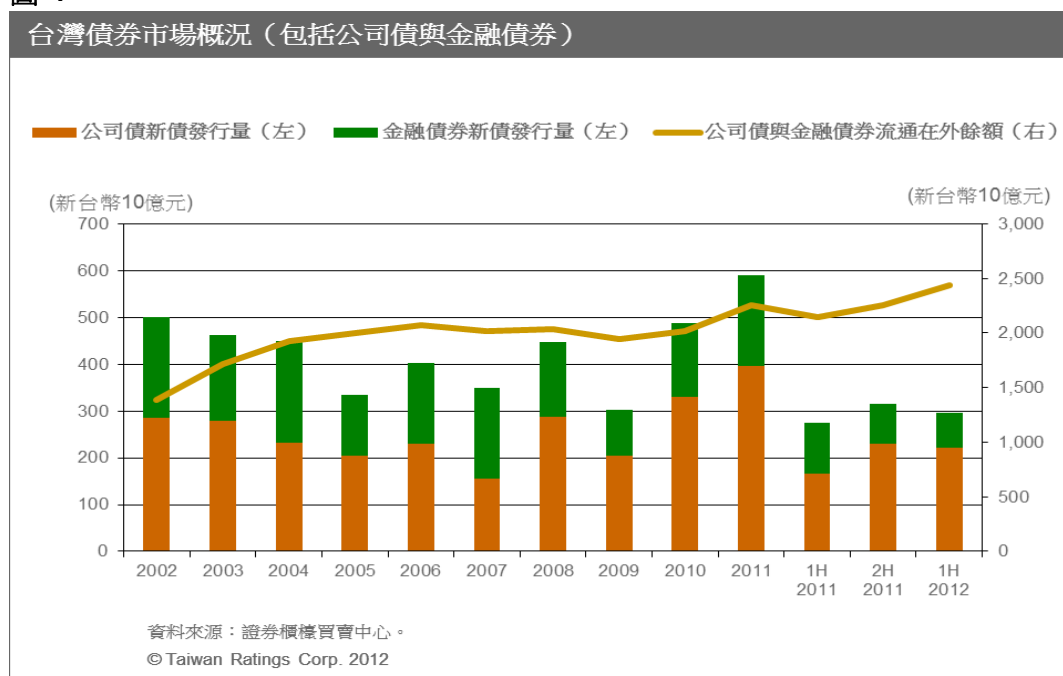
經濟不確定性可能會使未來幾季的新債發行量略微降低

中華信評認為，就未來幾季來看，成長偏弱的經濟環境可能會使企業縮減其支應業務成長計畫的資本需求，因此將會對台灣債券市場的動能造成限制。根據標準普爾評級服務預估，台灣 2012 年全年的 GDP 成長率可能為 1.7%，將明顯低於台灣經濟在 2011 年時出現的 4% GDP 成長表現。而如此黯淡的前景可能會導致企業界採取更為保守的資本支出計畫，且在對新資本的需求方面也將更加節制。同時，升高的信用風險似乎也將進一步打擊投資人對持有受評等級較低之公司債部位的意願。

不過，中華信評預期，台灣金融體系目前所呈現的資金充裕與低利率環境狀態，應能在 2012 年下半年期間協助台灣的債券市場（包括公司債與金融債券）繼續維持一定的發行人新債發行量，特別是來自受評等級較高之發行體的新債發行（見圖 1）。儘管總體經濟情勢偏弱，不過在 2012 年上半年期間，新發行的公司債發行量亦曾經出現明顯的成長。

這是因為一些具有高信用品質的企業，趁著目前債券殖利率水準仍普遍偏低之際，增加債券發行量的規模，以取得融資成本較低的資金之故。

圖 1



中華信評預期，為配合 Basel III 協議，主管機關對本地銀行次順位金融債券的發行實施更為嚴格的規範管理，應會使 2013 年起的金融債券發行量受到限制。為符合 BASEL III 的規範要求，銀行業者發行之次順位金融債券必須內含幾項類似權益的性質，但附加這類權益性質將會導致次順位金融債券的評等等級下降及融資成本提高。不過，中華信評認為，2012 年下半年的銀行金融債券發行情況應可略為增加，因為銀行業者應會趁目前管理法規仍較為有利之際持續發行金融債券，以充實其法定資本適足率。

另外，中華信評認為，由於投資人仍對本地經濟前景抱持謹慎看法，因此未來幾季中，國內的新債發行可能仍將是以受評等級較高之國內發行體所發行的公司債與金融債券較受投資人青睞（見圖 2 與圖 3）。就 2012 年上半年中華信評授予的公司債與金融債券評等案件來看，獲得「twAA-」或更高評等者約占 80%。而在獲中華信評授予「twBBB」評等的案件中，約 70% 係由金融控股公司所發行，中華信評授予其較低之評等等級主要是在反映金控公司債權人的求償順位較低，以及這些債務發行中所含的遞延支付條款。其餘 30% 的受評債券則屬國內小型銀行的債務發行案件。不過，這些受評等級較低之債務發行案件的債券殖利率水準均明顯較高，其與受評等級較高之債務發行案件的殖利率差距約在 50 至 100 個基本點。

圖 2

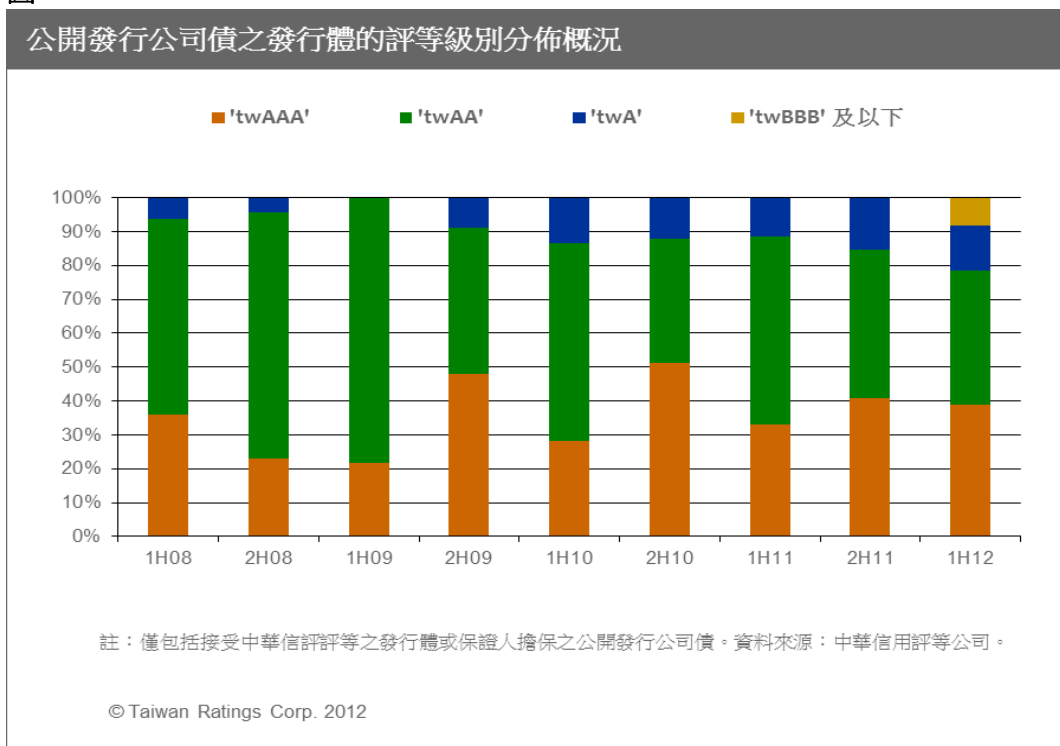
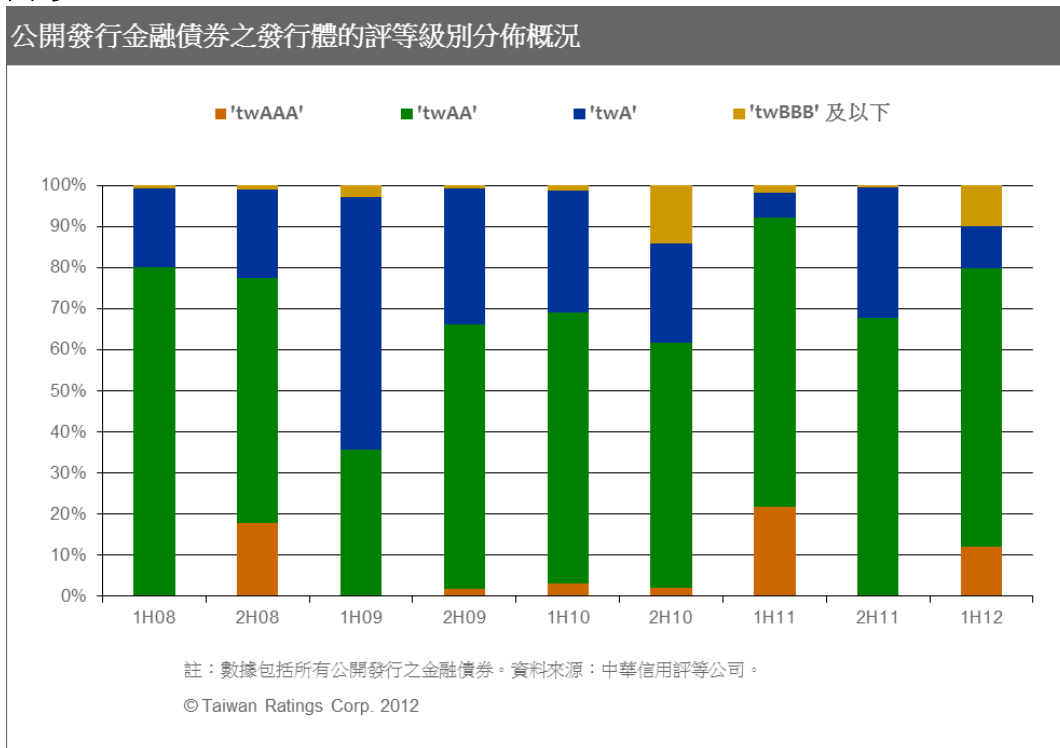


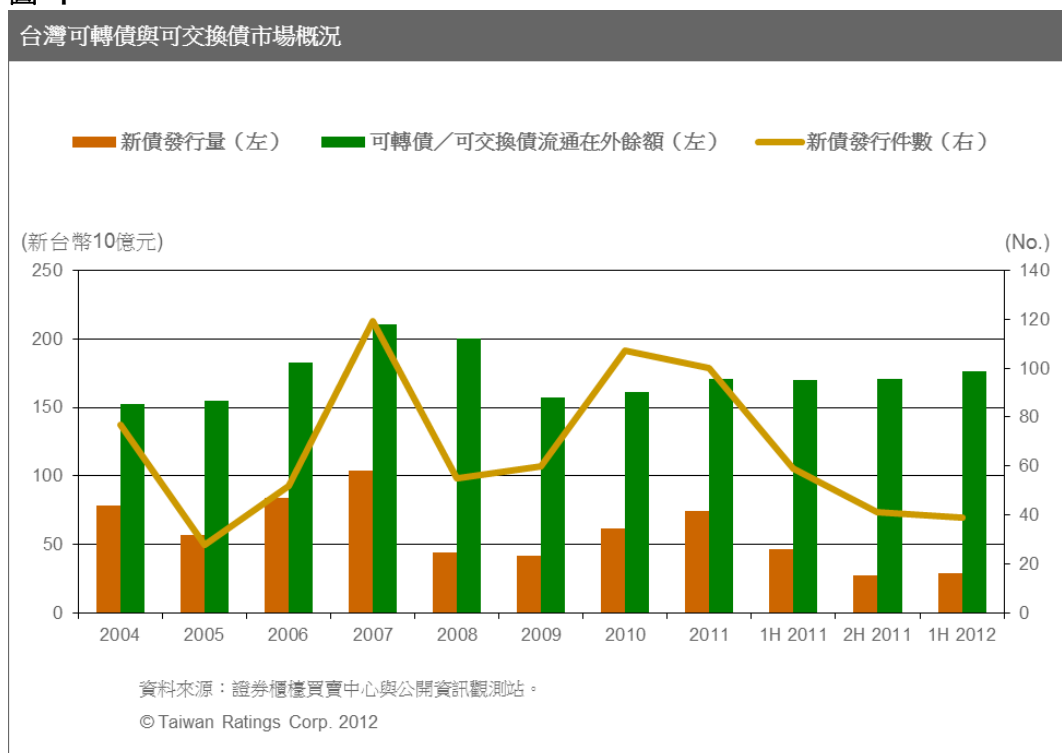
圖 3



台灣可轉債市場可能仍舊冷清

以本地投資人對高風險債券所持的風險趨避態度更趨明顯來看，較具風險性的可轉債與可交換債未來幾季的新債發行情況可能會更為冷清。可轉債會賦予持有人以發行當時即已指定的轉換價格，將其債券部位轉換為發行公司之特別股或普通股的權利；至於可交換公司債，其轉換的標的可以是發行公司所持有之子公司或聯屬企業的特別股或普通股。可轉債的發行體通常是屬於股市前景看好但信用結構仍相對較弱的新興企業，該信用結構偏弱的特性卻使其發行的可轉債不易在市場氛圍保守期間受到投資人的青睞。台灣2012年上半年的可轉債新債發行量與案件數，均較2011年同期減少三分之一以上（見圖4）。

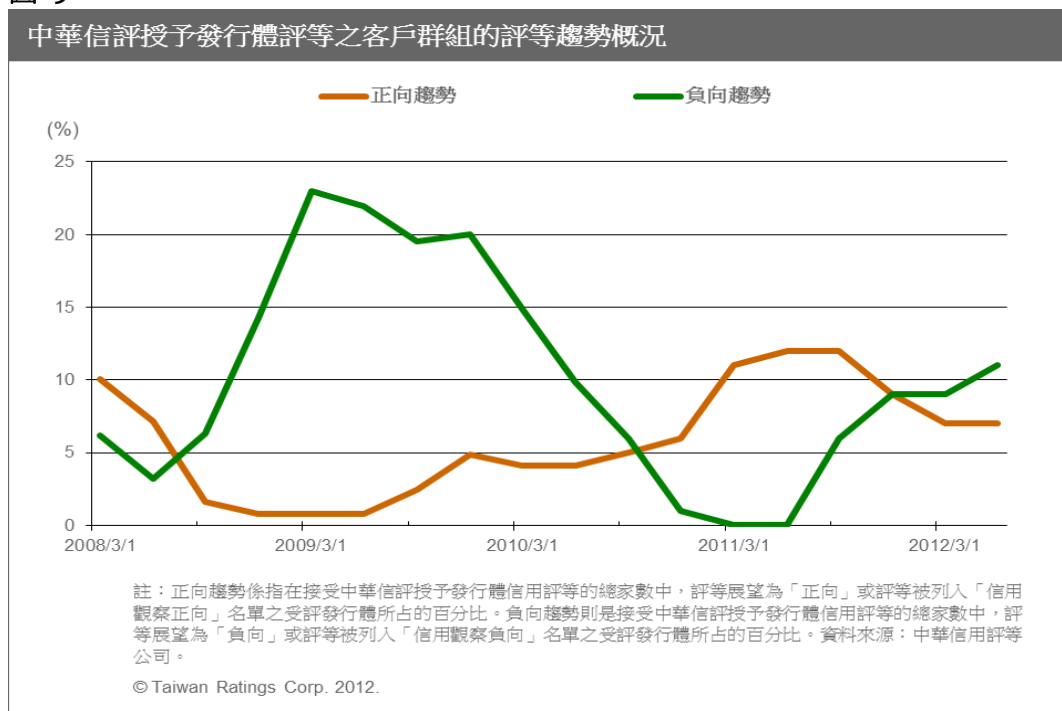
圖 4



負向評等趨勢逐漸增加反映信用結構轉弱與信用利差擴大

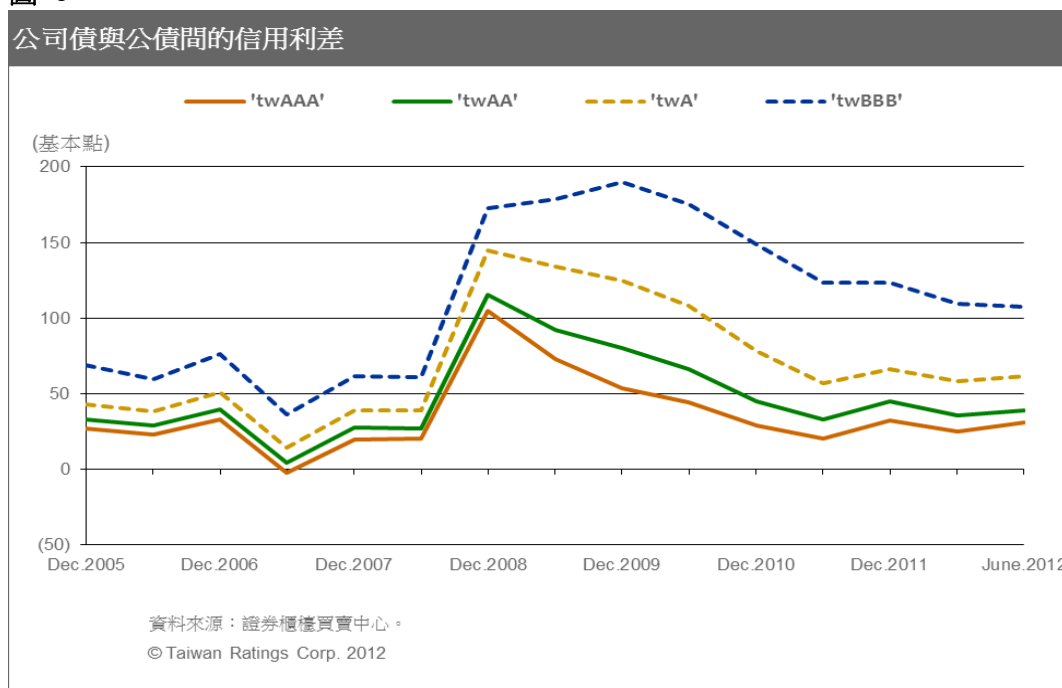
中華信評預期，全球經濟前景的不確定性對本地企業信用結構造成的弱化影響，將會使未來幾季國內債市的信用利差幅度持續擴大。以截至2012年7月底止的前12個月期間來看，中華信評評等客戶群中的負向評等趨勢明顯增加，顯見接受中華信評評等之債務人的信用結構正在逐漸惡化當中（見圖5）。此一趨勢尤其在高度仰賴出口的產業更為明顯。

圖 5



在市場對全球經濟前景疑慮升高之際，國內5年期公司債（包括金融債券）與同年期公債間的信用利差幅度，已自2012年第2季起開始擴大（見圖6）。預期未來幾年，前述信用利差幅度仍會持續擴大，並會明顯高於2008年初全球金融市場危機暴發之前的水準。

圖 6



市場波動不太可能在未來幾季轉為緩和

中華信評預期，台灣債市在未來 2 季中的表現可能仍將較為波動，除非全球經濟動能能夠恢復。當前全球經濟偏弱的前景使台灣出口導向的經濟面臨信用風險升高的威脅，而這種經濟體系信用風險升高之情勢，也可能會導致主要金融業與企業界的信用品質出現進一步惡化的現象。基於此，中華信評預期，在不確定的經濟情勢持續下，信用結構較弱之本地發行體所面臨的挑戰將最為嚴峻。相對地，受評等級較高之發行體則仍是投資人較為偏好的投資對象，預料這種情況將使受評等級較高之發行體得以在 2012 年下半年期間，繼續利用目前仍普遍偏低之利率水準發債，籌措其營運所需資金。不過，中華信評也認為，在台灣金融體系充沛的資金環境下，信用利差幅度擴大的程度應不致於太過劇烈。此外，中華信評認為，台灣政府採取以彈性貨幣政策安定國內經濟的行動，也將對市場中逐漸升高的風險趨避氛圍具有緩和作用。

相關準則與研究

- **Asia-Pacific Real GDP Growth Forecasts: Economic Uncertainties Continue**, June 12, 2012
- **Asia-Pacific Markets Outlook: Banking In 2012**, March 29, 2012
- **台灣債市 2012 年將面臨信用利差擴大與發行減緩局面**, rrs.taiwanratings.com.tw, March 15, 2012
- **Report Card: Asia-Pacific Sovereigns: Mixed Outlook In An Uncertain Year**, March 5, 2012
- **A Slowdown In Europe And China, And Sluggish Exports Moderate Asia-Pacific Credit Outlook In 2012**, Dec. 20, 2011
- **Growing Global Risks Eclipse Asia-Pacific Economic Growth in 2012**, Dec. 16, 2011

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於www.globalcreditportal.com，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

著作權 © 2012 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，或因疏失造成的損失），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。

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/tw（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。