

Rating Research Services

總經理評論：

台灣經濟的緩步復甦應可支應2013年債市 發行人量溫和成長

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

新債發行人量成長將較2012年減緩

台灣可轉債市場在2013年全面復甦的機會不大

全球經濟不確定性導致負向評等趨勢與信用利差擴大

台灣強健的市場流動性減輕了大部分國內債市波動

相關準則與研究

總經理評論：台灣經濟的緩步復甦應可支應2013年債市發行量溫和成長

緩步復甦中的台灣經濟可為2013年的國內債市帶動高發行量，惟就成長率而言可能會較2012年減緩。在經濟景氣出現好轉的氛圍下，2012年台灣債市的新債發行量強勁成長。不過由於歐洲主權債務危機持續、美國經濟復甦力道不強、加上大多數亞洲國家的經濟回升速度緩慢，都有可能限制國內企業在未來幾季中對籌措營運擴充所需資金的需求。而且，投資人對本國債券的胃納量可能也需要一些時間才能再度恢復，特別是債券供給量在過去兩年間大幅增加之後。

此外，中華信用評等公司（中華信評）認為，以當前全球經濟的復甦步伐仍不確定來看，台灣債市的信用利差幅度（指5年期公司債與相同年期之公債間的殖利率差距）不太可能在2013年出現收窄的趨勢。國內債市的信用利差幅度已在最近這波金融市場與經濟動盪期間微幅拉大，但在國內外經濟確定復甦之前，本地投資人可能仍將對風險較為敏感。這樣的氛圍將使信用品質較差的本地公司債與金融債券發行體，更不易以較低的借款成本在債券市場籌措資金。事實上，過去一年中，能趁此低利率環境發債的發行體中，絕大部分都是本身信用結構較強健的大型企業。

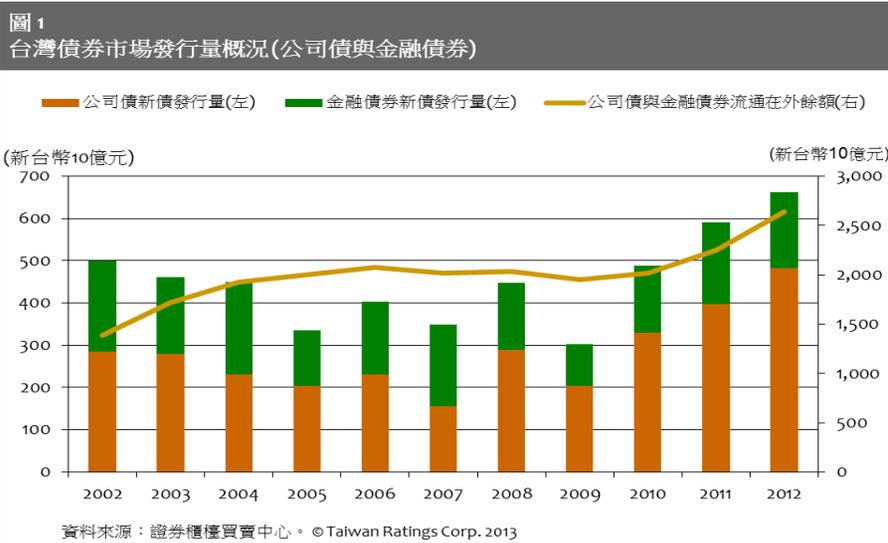
摘要：

- 台灣2013年的新債發行量可能續強，且全年仍可溫和成長。
- 受評等級較高之發行體仍將是本地債券市場新債發行的主力，而受評等級較低之發行體欲利用低利率環境發債籌資的管道則會持續面臨阻礙。
- 儘管中華信評預期台灣經濟將出現溫和復甦趨勢，但信用利差幅度趨於收窄的可能性並不高。

新債發行量成長將較2012年減緩

在台灣經濟可望溫和復甦的支撐下，2013年上半年的新債發行量應可續強，惟整體新債發行的成長情況可能會較過去幾季略緩。2012年與2011年的新債發行量成長強勁，年成長率分別達到21%與20%，主要是受到債券殖利率在低利率環境下而維持在低檔的激勵（見圖1）。根據標準普爾評級服務的預估，台灣2013年與2014年的全年GDP成長率將分別達到3%與3.2%。中華信評認為，溫和的經濟復甦將可微幅提升本地企業投入資本支出的意願，並提高新債的發行量。

不過，經濟復甦的步伐目前仍相當不穩。這種情勢可能會使風險趨避性投資人僅偏好信用品質較強健之發行體所發行的債券，進而對2013年的新債發行量形成限制。另外，利率水準也可能隨經濟的溫和復甦而出現小幅度的上升，這可能會增加發行體的借款成本，並進一步降低業者透過發債方式進行籌資的意願。再者，2013年的金融債券發行量也可能減緩，因為為配合Basel III協議，主管機關已對本地銀行次順位金融債券的發行實施更為嚴格的管理規範。



國內為配合Basel III協議而實施之更嚴格的規範管理，可能會使2013年當中銀行為符合法定資本要求而發行之金融債券的發行量受到限制。為符合Basel III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。再者，Basel III協議也對銀行業者的槓桿比做了更為嚴格的規範。中華信評認為，前述情勢多少會對限制銀行業在未來幾季債務籌資方面的成長，進而降低國內債市金融債券的發行量。

在當前經濟不確定與風險趨避的環境下，預料受評等級較高之企業仍將是國內公司債發行的主力。就2012年下半年中華信評授予的公司債評等案件來看，獲得「twAA-」或更高評等者即占95%以上，其中包括台灣電力股份有限公司與其他信用品質強健之大型企業所發行的公司債。相對地，在接受中華信評評等的金融債券評等案件中，獲中華信評授予「twBBB」或以下之評等的金融債券案件非常少。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受評等級較高之債務發行案件為高，其殖利率差距約在100至150個基本點（見圖2與圖3）。

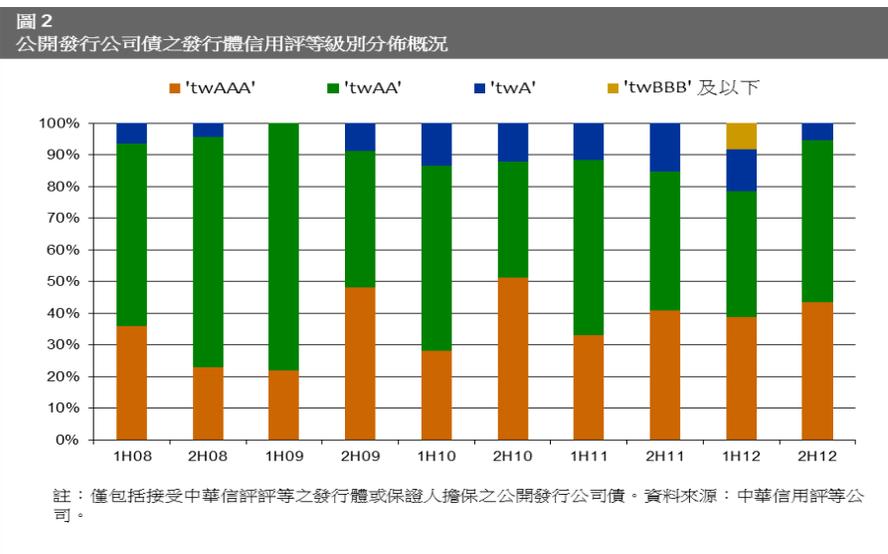
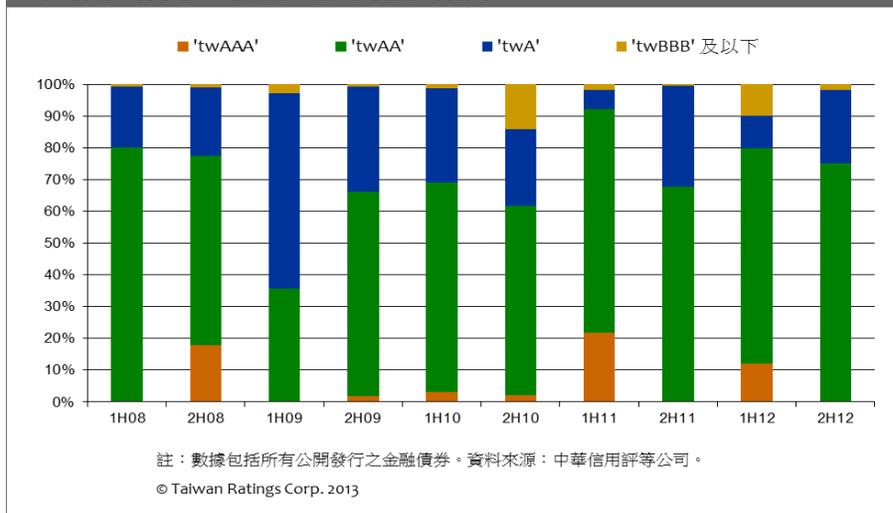


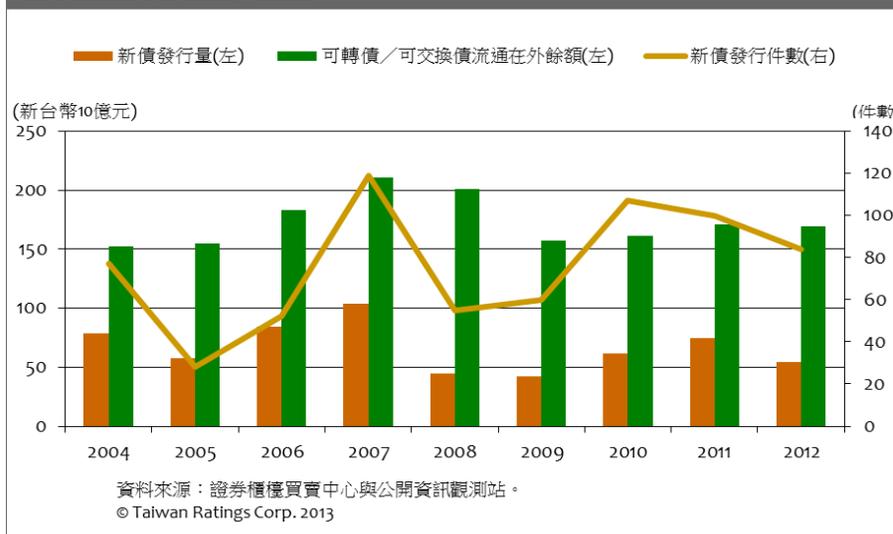
圖3
公開發行金融債券之發行體的評等級別分佈概況



台灣可轉債市場在2013年全面復甦的機會不大

中華信評並不預期台灣可轉債與可交換債市場的發行人將可全面復甦，除非本地投資人對信用品質較差之發行體的風險趨避程度有所降低。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，然而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的期間受到投資人的青睞。台灣2012年下半年的可轉債新債發行案件數與發行人，均較2011年同期減少四分之一以上（見圖4）。

圖4
台灣可轉債與可交換債市場概況

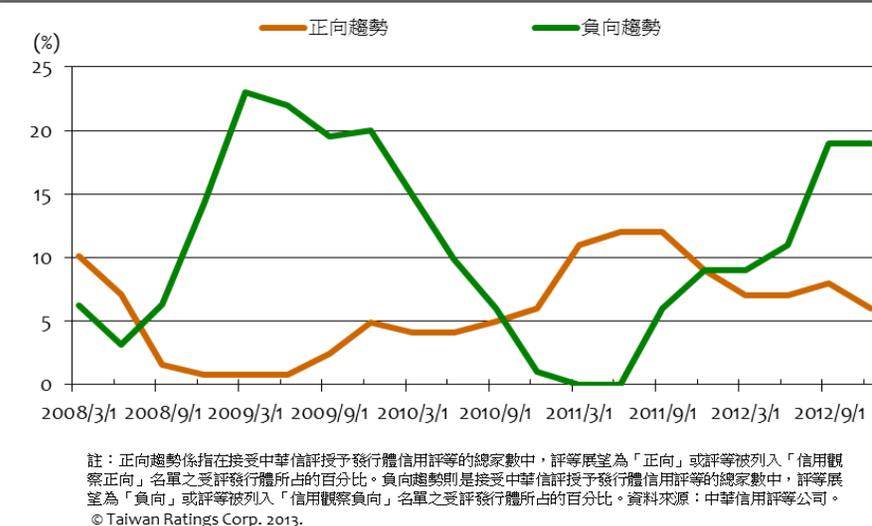


全球經濟不確定性導致負向評等趨勢與信用利差擴大

在全球經濟持續波動對本地企業與壽險業者信用結構造成的影響下，預料國內債市的信用利差幅度在未來幾季中可能還會持續擴大。這類經濟前景的不確定性，已導致接受中華信評評

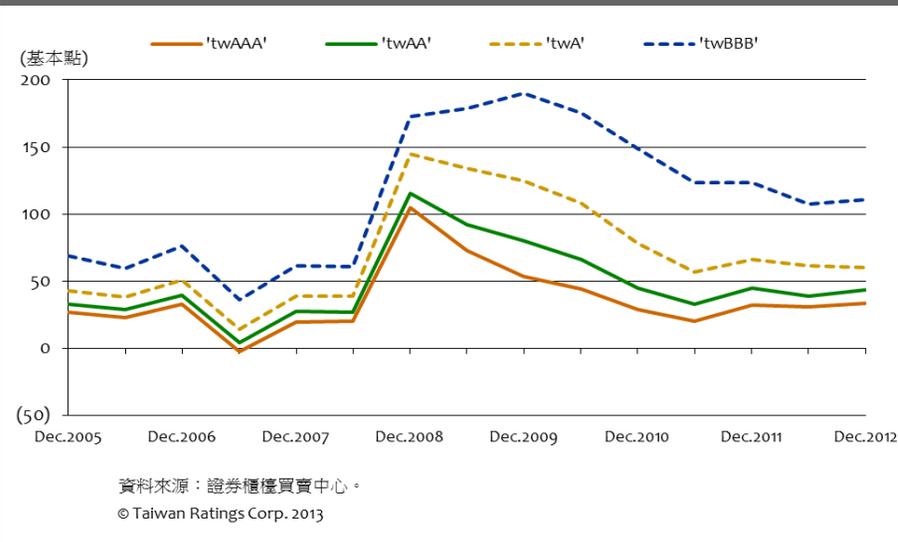
等之客戶群的負向評等趨勢在2012年下半年期間明顯增加，不過因為國內市場資金充裕，因此企業發行體與壽險業者近幾年的違約程度仍低（見圖5）。負向評等趨勢增加情況較為顯著的包括高度仰賴出口的企業部門，以及為追求投資報酬率而高度曝險於波動的全球資本市場之壽險公司。

圖 5
中華信評授予發行體評等之客戶組的評等趨勢概況



中華信評預期，未來幾年，債市的信用利差幅度仍將明顯高於2008年國內遭到全球金融市場震盪衝擊之前的水準。由於市場對全球經濟復甦速度的疑慮升高，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在2012年下半年已有擴大的趨勢（見圖6）。

圖 6
公司債與公債間的信用利差概況



台灣強健的市場流動性減輕了大部分國內債市波動

儘管全球經濟前景仍舊充滿不確定性，但台灣金融體系擁有的強健流動性應可在未來幾季中減緩大部分國內債市的波動。中華信評認為，不確定的全球經濟前景雖會對出口導向之台灣企業發行體，以及對較為依賴海外投資報酬之國內壽險業者帶來一定程度的信用風險。不過，中華信評預期，接受中華信評評等之企業與壽險業者應可繼續取得適當的流動性，包括來自台灣競爭的銀行產業，也因此大幅減緩了在2013年遭遇立即性財務壓力的風險。

相關準則與研究

- **台灣企業與金融服務業 2013 年信用評等展望：維持負向評等趨勢**, rrs.taiwanratings.com.tw, Jan. 10, 2013
- **Global Corporate New Bond Issuance Topped \$3 Trillion In 2012—The Highest Amount Since 2009**, Jan. 9, 2013
- **Asia-Pacific Credit Outlook 2013: Corporate Ratings' Negative Bias To Persist Despite Likely Economic Upturn**, Dec. 6, 2012
- **Asia Pacific Feels The Pressure Of Ongoing Global Economic Uncertainty**, Sept. 23, 2012
- **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**, rrs.taiwanratings.com.tw, Aug. 30, 2012

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

著作權 © 2013 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。

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況下，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況並不承擔任何責任，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離，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。