

# Rating Research Services

---

總經理評論：

## 寶島債市場需要更多元的發行體與投資人參與方能充分發揮潛力

作者：

張華平,總經理,中華信用評等公司; (886) 2 8722-5898; hwaping.chang@taiwanratings.com.tw

### 目錄

---

人民幣計價資產具備高成長潛力

發行體需要更多誘因才會增加寶島債供給

投資人希望能在需求面享有更大的彈性與選擇空間

我們能從點心債市場學到什麼？

信評機構在寶島債市場中扮演要角

2013年推出的寶島債有個好的開始後，未來的發行人可望強勁成長

相關準則與研究

## 總經理評論：寶島債市場需要更多元的發行體與投資人參與方能充分發揮潛力

外幣計價債券對台灣資本市場而言並非新鮮事，但新推出且尚處於起步階段的寶島債已經迅速展現其高成長潛力。寶島債係指在台灣發行的人民幣計價債券，其英文名稱「Formosa」是以台灣的葡萄牙文舊稱命名，其意為「美麗」。人民幣在全球金融交易中的接受度逐漸提高，已引發了投資市場對寶島債的注意與興趣。中華信評公司（中華信評）認為，以許多台商已在中國設立營運據點，加上法規鬆綁持續促使兩岸經貿往來更為頻繁的情況來看，寶島債未來幾年的成長潛力無窮，並可提供企業的投資所需資金來源。

中華信評認為，能有更多元的發行體與投資人投入寶島債市場，例如更多人民幣計價的共同基金或外國機構投資人的加入，寶島債市場的運作發展將更為成功。此外，許多在更為成熟之市場中業已建立的良好做法，亦可協助擴大台灣的寶島債市場，並有助於提升現有的寶島債發行架構。中華信評認為，有幾項因素是可以促進寶島債發行量的提高的。這些因素包括：放寬發行體的資格限制、擴大募集資金的運用彈性、租稅優惠、以及人民幣避險工具的衍生等。同時，中華信評認為，若台灣銀行業者間的授信訂價策略能更趨嚴謹，亦將有助於提高企業透過寶島債市場進行直接融資的誘因。

### 摘要：

- 值此寶島債的起步階段，若能有更多元的發行體與投資人參與，應可創造出一個成功的寶島債市場。
- 放寬發行體的資格限制、擴大募集資金的運用彈性、租稅優惠、以及提供人民幣避險工具等，對寶島債的供需兩面均具有提振作用。
- 信評機構在寶島債的發行市場與次級市場中均能發揮提升資訊透明度的重要功能。

另外，中華信評認為，信評機構的參與將可提升寶島債發行市場與次級投資市場的資訊透明度。而資訊透明度的提升不僅有助於寶島債的訂價，亦將有助於增進市場流動性。同時，市場參與者亦應注意的是：寶島債的債務發行評等並不一定會與其發行體的信用評等等級相同，將端視該債務的發行條件而定。

### 人民幣計價資產具備高成長潛力

據統計，自從中國信託商業銀行股份有限公司（中信銀）在2013年3月掛牌台灣第一檔寶島債後，2013年全年當中發行的寶島債共計13檔，發行量達人民幣106億元，其中有接受評等的寶島債為4檔。不過，前述寶島債的總發行量，加上台灣企業達人民幣約110億元的貸款總額，仍遠低於台灣銀行業中累積已達人民幣1,800億元的存款餘額。另外，由於寶島債的收益率較新台幣計價債券為高，因此從台灣壽險業者對寶島債部位的資金配置需求日益提高來看，亦可見寶島債市場的大幅成長潛力。中華信評認為，對在中國設有營運據點的許多台灣企業而言，事實上有許多誘因會促使其採用發行寶島債的方式，來籌措其經營兩岸業務所需之資金，此一看法特別是在預期2014年利率水準將微幅走高之後更為明顯。

## 發行體需要更多誘因才會增加寶島債供給

受到銀行業激烈競爭的影響，間接金融籌資管道普遍偏低的利率水準，仍是台灣企業寶島債供給量有限的主要原因之一。如果企業透過間接金融管道的總籌資成本低於直接發行寶島債的成本，則只要這些企業確定能自國內銀行業中取得較便宜的資金，那麼這些企業很自然地就會以借貸方式向銀行申請以新台幣或美元計價的貸款，然後在需要時將其轉換為人民幣。

中華信評肯定台灣政府在推動寶島債方面的努力，但同時也認為，政府必須進一步放寬法規限制，並提供更多的誘因，方有可能協助寶島債市場的發展。尤其是若能放寬發行體資格的限制，應將有助於提振來自以中國為基地、本身具有資金調度需求且擁有可接受之信用實力之大陸企業對寶島債的發行需求。另外與其它市場相較，台灣的主管機關可能也必須就發行寶島債籌措資金後續運用的彈性空間，與中國的對口單位進行討論，使其成為更具吸引力的融資管道選項。目前，發行體尚無法將其以發行離岸人民幣計價債券籌得的人民幣資金匯回中國運用（但中國前海特別經濟區除外）。

## 投資人希望能在需求面享有更大的彈性與選擇空間

中華信評認為，台灣的投資人可能也需要更多的彈性與選擇空間，以增加其對寶島債的需求。對台灣的壽險公司而言，主管機關是否將寶島債定義為國外投資，可能會影響這些壽險業者對此類投資工具的投資決策。因為雖然與發行期間相同之新台幣計價的公債收益率（約1.1%）或公司債收益率（約1.3%至1.5%）相較，目前在3%至4%的寶島債票息收益率相對較高，但是與其它具相同債務發行等級之海外固定收益證券所提供的4%至6%收益率水準相比，寶島債又相對較不具吸引力。

對台灣銀行業者而言，對於寶島債的需求亦取決於中國銀行台北分行提供的人民幣存款利率水準。另外，中華信評亦認為，投資人需要更多元的寶島債發行體類型，因為從投資人的角度來看，現行的發行體資格規定多少對發行體的多元性造成了限制。再者，中華信評相信，如果台灣政府有意將台灣塑造成主要的離岸人民幣中心，提供更好的租稅優惠將有其必要性存在。中華信評認為，與香港點心債市場相較，台灣目前的租稅結構對外國機構投資人而言較為不利。

## 我們能從點心債市場學到什麼？

香港亦已將其定位為主要的離岸人民幣市場所在。在中國政府的主動支持之下，香港的離岸人民幣業務，已自2007年當地點心債市場成立後快速成長。目前點心債的年度發行總額已逾人民幣1,000億元。此外，參與該市場的發行體組合顯然更為多元，其中包括：中國主權政府、中國的銀行業者、中國的國營企業、以香港為營運基地的銀行業者，甚至外國銀行等；這些機構發行體均是香港點心債發行池不斷成長的貢獻來源。再者，點心債發行體的受評比率，也從點心債市場成立初期時的不到一半，跳升至2012年與2013年第一季時的80%以上。

## 信評機構在寶島債市場中扮演要角

取得信用評等在台灣發行體中已經受到重視，且由中華信評提供的台灣本地等級評等亦使投資人受惠，因為投資人將可依據其反映的本地相對性，區分個別發行體的信用實力。就目前的情況來看，寶島債的發行體本身大部分均有受評，但其發行的寶島債有些則並未受評；不過

因為目前為止所有已發行的寶島債均屬一般順位債務，因此在支付順位上通常是與發行體發行的其它一般順位債務享有同等權益。另外，也有部分中資背景發行體並非台灣的機構而沒有取得台灣本地等級的評等。中華信評認為，身為專業信評機構，我們有責任就寶島債的信用品質提供最透明的資訊。這類資訊的揭露將有助的寶島債的訂價，並促進更具效率的資本配置，以突破目前發行之寶島債大多處於發行後由投資人買進並持有的流動性不佳狀態。

## 2013年推出的寶島債有個好的開始後，未來的發行量可望強勁成長

中華信評認為，有幾個因素可以將台灣的離岸人民幣債券發行轉換成為對發行體與投資人而言更具吸引力的選擇。這些因素中最重要的是包括有：中國企業的參與發行、更多國際投資人的投入以改善次級市場的流動性、以及建立具有高誘因且更健全的架構以刺激市場供需等。即便如此，就利率水準有機會自2014年開始小幅走高，以及全球對人民幣可能升值更為關注的情況來看，預料2014年仍將可以見到愈來愈多的寶島債問市。

## 相關準則與研究

### 相關研究

- **China Credit Spotlight: The "Dim Sum" Market Needs More Sovereign Issues, Best Practices, And Large Investors To Succeed**, [www.globalcreditportal](http://www.globalcreditportal.com), Aug. 29, 2012

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](http://www.taiwanratings.com)（免費）與[rrs.taiwanratings.com.tw](http://rrs.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。

