

Rating Research Services

總經理評論：

經濟可望溫和成長，台灣債市新債發行量應可維持穩定

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

貢獻者：

王珮齡；(886) 2 8722-5823; patty.wang@taiwanratings.com.tw

林顯勛；(886) 2 8722-5856; joe.lin@taiwanratings.com.tw

目錄

國內2014年新債發行量成長率將幾近於零

受評等級較高發行體仍將是公司債新債發行量的主要來源

外幣計價債券脫穎而出成為籌資替代工具

2014年可轉債發行量可望微幅成長

信用利差可能縮窄，但幅度將較2013年小

市場資金充裕減緩了大部分債券市場的波動性

相關準則與研究

總經理評論：經濟可望溫和成長，台灣債市新債發行量應可維持穩定

中華信用評等公司（中華信評）預期，與2013年相較，台灣未來12個月的新債發行量可能變動不大。逐漸改善的台灣經濟前景，以及趨於穩定的中國經濟成長，逐步復甦的美國和歐元區經濟情勢等，應可在未來一年中，為台灣債市維持穩定的新債發行量提供支撐。台灣債市展望穩定的看法亦反映：中華信評預期，本國與外資機構發行的國際債券將會成長，特別是人民幣計價債券，即一般所稱的「寶島債」。不過，中華信評認為，Basel III協議的實施可能會對今年的新金融債發行量造成限制。因為該協議對銀行第一類資本的要求規範，可能會促使銀行業採取增資而非傳統較常使用的發行金融債券方式來充實本身的資本。

中華信評預期，與2013年全年新債發行量減少的情況相較，今年的新債發行量將可維持穩定。2013年的新債發行量較2012年萎縮，主要是受到經濟成長較預期緩慢、債券殖利率因美國量化寬鬆政策即將退場疑慮而走高、以及新籌資方式取代了銀行發行的金融債券地位之故。另外，中華信評認為，2014年的信用利差幅度（指5年期公司債與同年期之公債間的殖利率差異）可望縮窄，因為在經濟前景較為穩定的氛圍下，投資人的風險趨避性應會降低一些。不過，前述縮窄趨勢可能並不特別明顯，因為與2007年這波金融危機開始前的信用利差幅度相比，仍然有相當大的差距。另外，中華信評預期，政府指標利率將與全球債券利率同步走高（但幅度較小），可能會在未來幾季中造成發行體的借款成本為之上揚。

摘要：

- 在較為穩定的經濟成長前景氛圍下，台灣債市2014年的新債發行量可望持平，信用利差幅度將繼續縮窄，惟幅度可能有限。
- 受評等級較高之發行體仍將是本地債券市場主要的新債發行來源，且愈來愈多受評等級較低的發行體可能會試圖利用債券市場進行籌資，以鎖定低借款成本。
- 國際債券發行量可能會略有增加，因為全球經濟趨於穩定，企業可能會轉而追求海外業務的成長。

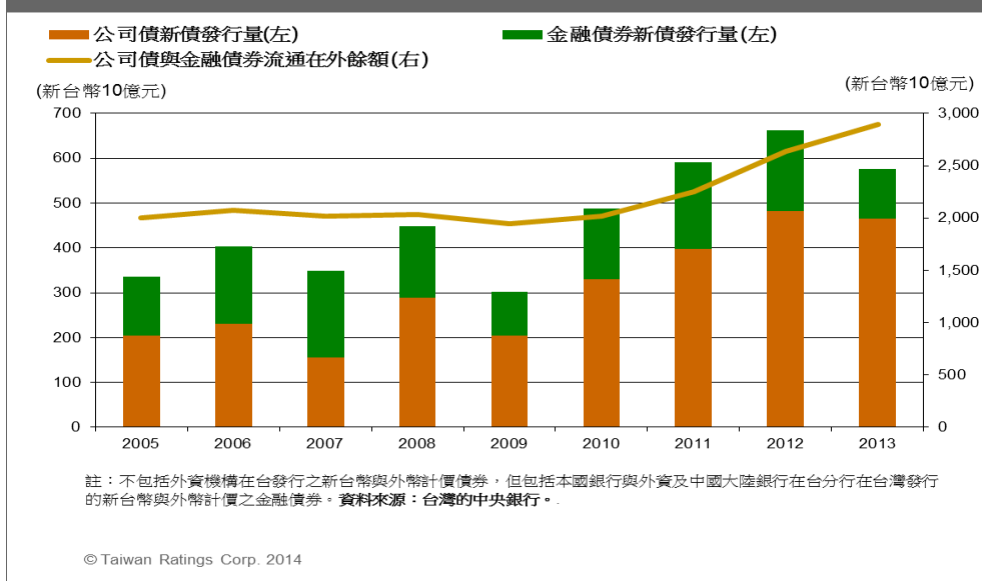
國內2014年新債發行量成長率將幾近於零

中華信評預期，2014年來自本國發行體的新債發行量可能與前年全年相當，且仍將是以大型企業營運所需資金的債務發行為主。另外，台灣的企業可能也會趁此國內外經濟前景逐步改善之際，籌措足以支應其未來一年執行業務擴張計畫所需的資金。同時，在市場預期利率水準將隨經濟復甦以及美國量化寬鬆退場速度不確定的情況而逐步走升下，國內企業可能也會選擇將其借款成本鎖定在目前相對較低的水準。不過，台灣充裕的資金情勢以及向銀行借款也是可行的融資替代管道等，則可能會部分抵銷前述新債發行量的成長力道。

此外，中華信評也預期，2013年出現的金融債券新債發行量減少情況應可暫告一段落，因為整體金融債券的年度新債發行量已經降至2010年來的低位。2013年來自本國發行體的新債發行量較前年減少13%，其中主要是受到金融債券新債發行量較前年同期大幅縮減39%的拖累（見圖1）。2013年金融債券發行量減少的情況，與銀行業者以往基於支應其第二類資本之再融資需求而發行金融債券的發行情況相對穩定有所不同。中華信評預期，銀行業者2013年當中採取直接

透過現金增資方式提升其第一類資本比的作法，2014年應會持續。現金增資是銀行業者的另一個資金調度來源，可以做為金融債券發行的補充，且可協助銀行業者達到Basel III對銀行第一類資本比的要求，並符合本地主管機關對銀行海外業務擴張的要求規定。

圖 1
台灣債券市場發行量概況(公司債與金融債券)



受評等級較高發行體仍將是公司債新債發行量的主要來源

中華信評預期，受評等級較高的企業仍是2014年國內債券市場中新債發行的主要發行體所在。這些大型企業包括台灣積體電路製造股份有限公司與台灣電力股份有限公司向來十分主動積極地以發債方式向本地市場籌資，以支應其本身再融資與營運資本需求。2013年的公司債與金融債券新債發行量中，獲得中華信評授予「twAA-」或更高等級之債務發行量約占76%（見圖2與圖3）。

圖 2
公司債發行概況（依評等等級分）

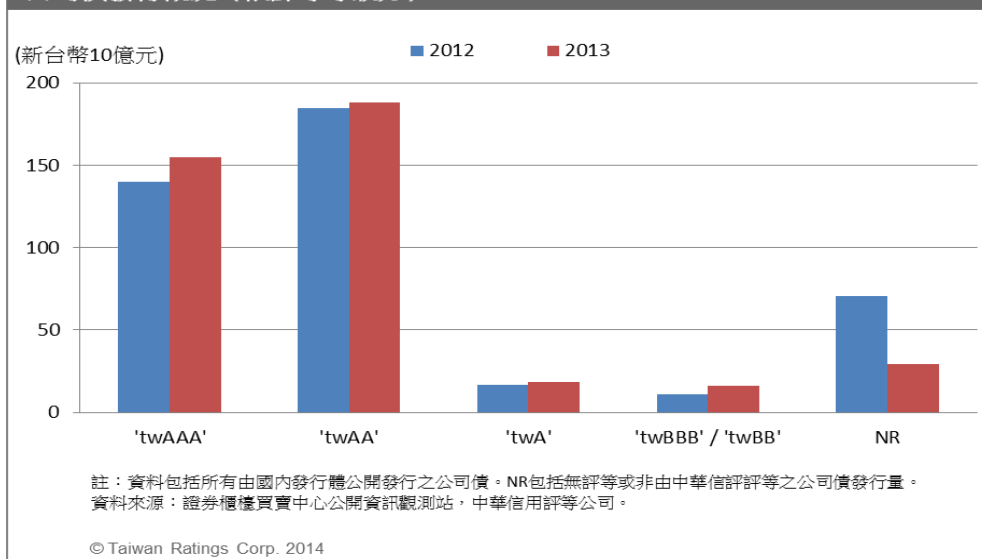
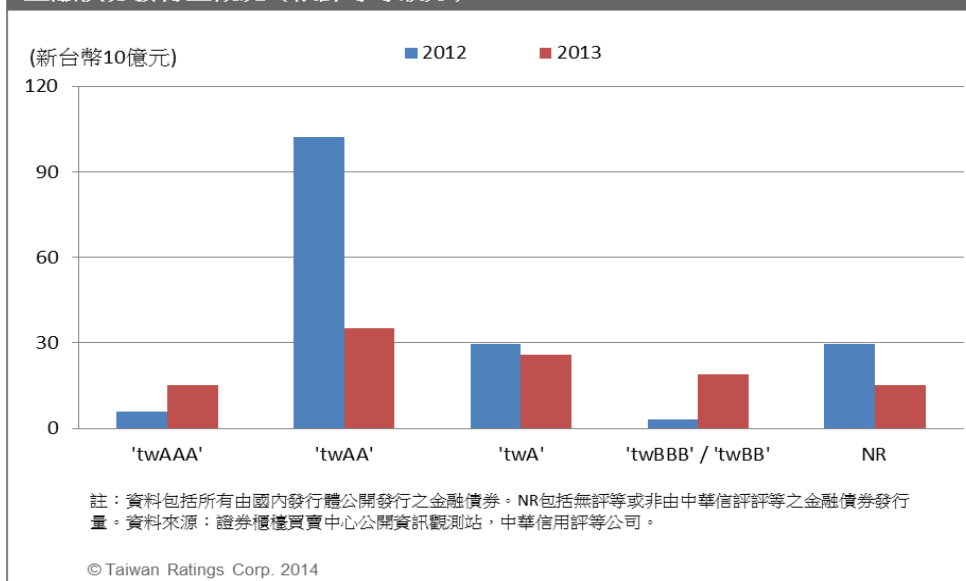


圖3
金融債券發行量概況（依評等等級分）



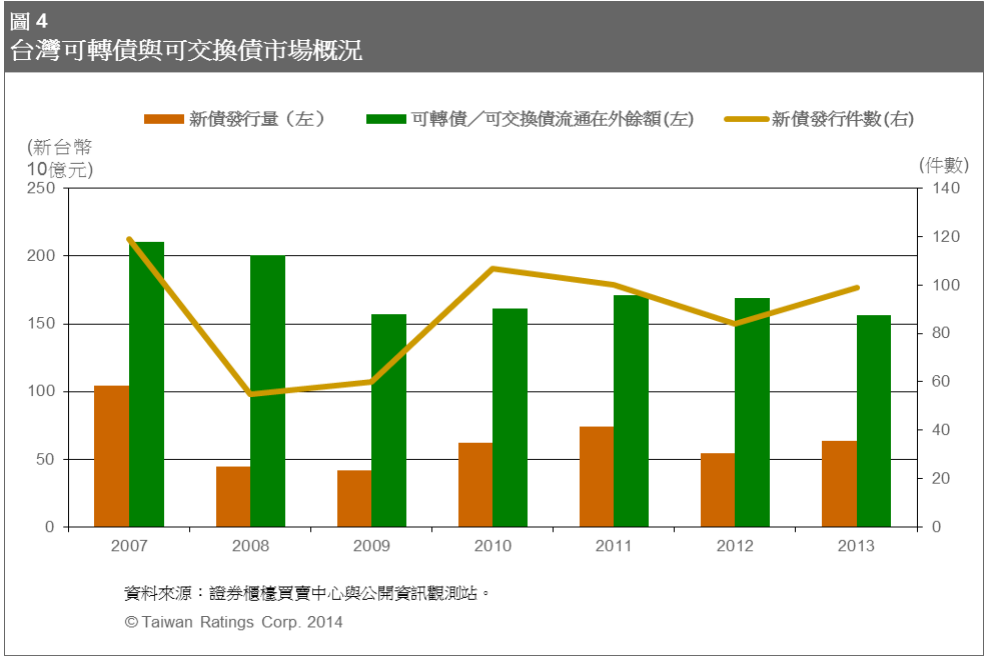
中華信評認為，台灣經濟前景的逐步改善應可在2014年期間激勵受評等級較低的債券發行公司進入本國債券市場發債，以便在利率走高之前先將其借款成本鎖在目前相對較低的水準。2013年期間，受評等級較低的公司債與金融債券（債券發行評等在「twBBB」及以下）發行量略有增加。這些本身信用結構較弱的發行體，其在2013年當中不是透過信用增強模式（例如銀行保證），就是選擇以發行可轉債方式，進入債市發債。而這種情況正好也可為2013年出現的未受評（not-rated；簡稱NR）債券數目減少現象提供解釋（見表3）。

外幣計價債券脫穎而出成為籌資替代工具

中華信評預期，有海外營運業務的本國企業以及海外機構選擇在台發行外幣計價債券（即所謂的國際債券）的數量將會逐漸增加。台灣較低的融資成本是這些機構在本地市場發行國際債券的主要誘因之一。在人民幣融資業務的開放以及台灣低利率環境持續之下，國際債券的發行量在過去一年當中快速成長。台灣2013年的公司債與金融債券新債發行總量中，國際債券的占比已由2012年時的僅1%，大幅提高至10%。另外，這些2013年的國際債券新債發行量中，97%係屬人民幣計價債券，其餘則為日圓計價債券。不過2014年初始，本地債券市場中也出現了由渣打國際商業銀行所發行的美元計價的新債發行。

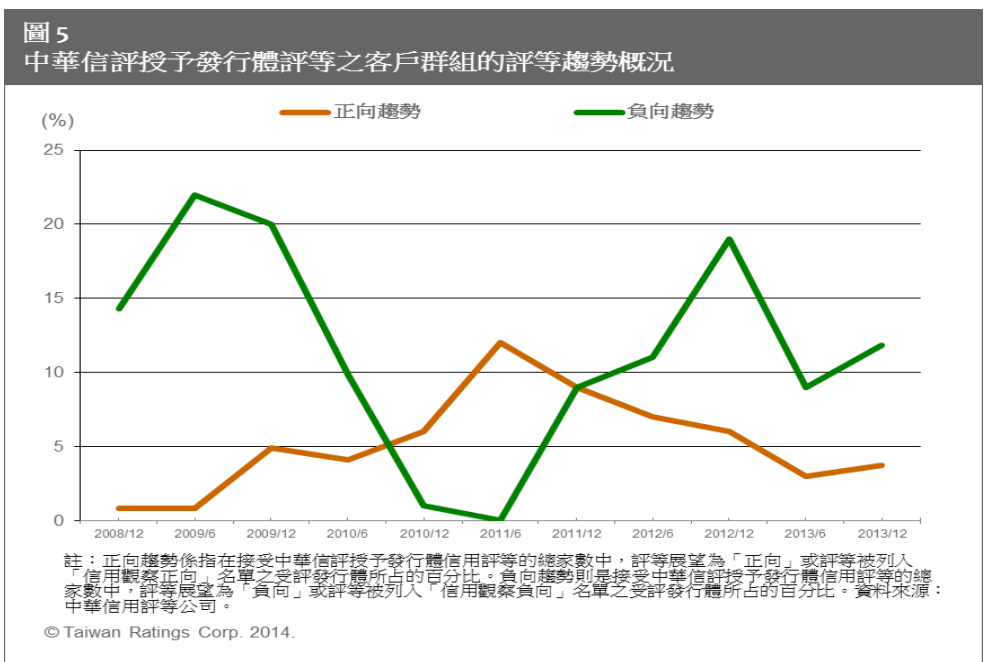
2014年可轉債發行量可望微幅成長

中華信評預期，與2013年相較，2014年的可轉債發行量（特別是由中小型規模之發行體發行的可轉債）應可在國內經濟前景逐漸改善下而出現適度的成長。不過，中期內整體可轉債新債發行量要能回到2007年時之水準的機會不大。2013年進入可轉債市場發債的發行體家數有所增長，但每筆可轉債的發行量均相對較小。2013年可轉債新債發行量較上年增加17%（見圖4）。中華信評預期，本地可轉債市場的供需應可隨台灣經濟的復甦而有所成長。

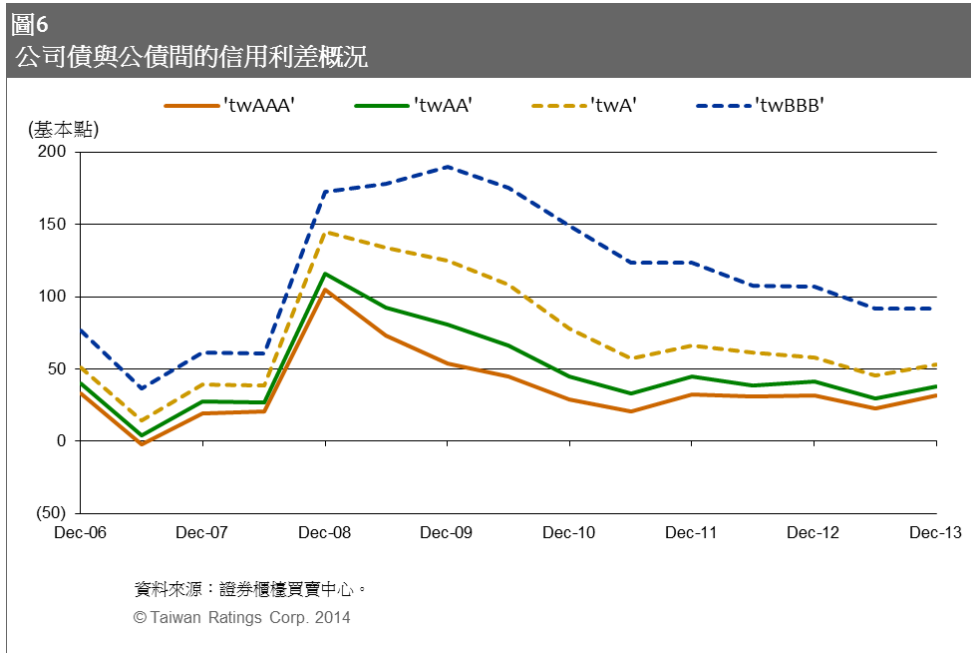


信用利差可能縮窄，但幅度將較2013年小

中華信評預期，在台灣穩定的經濟情勢、中國經濟成長出現的趨穩徵兆、以及美國與歐元區萌發的復甦新芽支持下，國內債市未來一年的信用利差幅度可望適度縮窄。此一狀況同時也與中華信評維持對大多產業未來12個月的穩定債信展望，以及80%以上的受評客戶的穩定評等展望相呼應。中華信評評等客戶群中的正向評等趨勢與負向評等趨勢在2013年底時均有增加，主要原因在於一些金融機構計畫採取併購行動，不過也有一家企業是肇因於本身信用結構的轉弱則為例外（見圖5）。

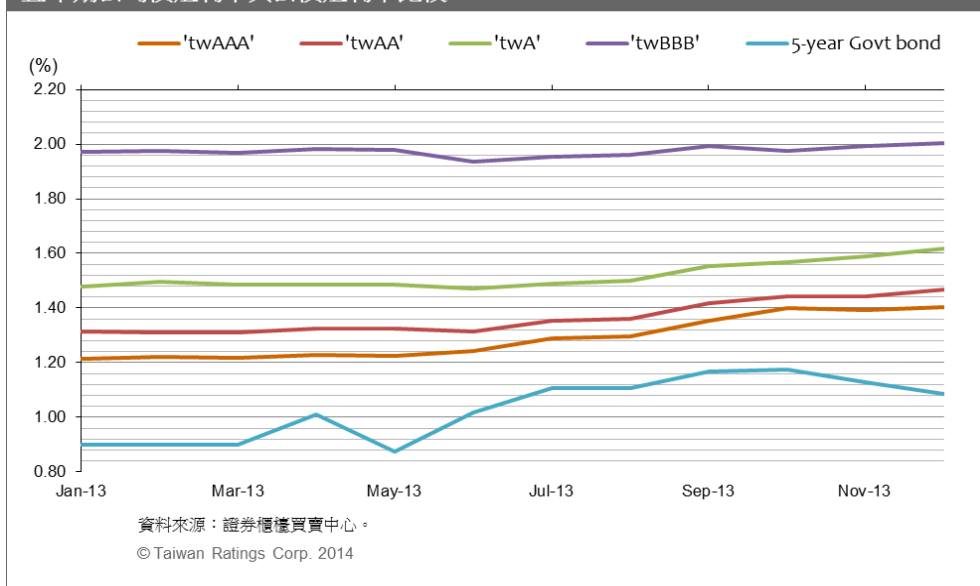


不過，中華信評預期，未來12個月的信用利差縮窄速度仍將較為緩慢，可能會與2008年開始的趨勢相當（見圖6）。中華信評並不預期受評等級較低之債券的信用利差幅度，將可在未來的二至三年中回到最近這波金融危機前的水準。另外，2014年的信用利差幅度可能會出現些許的波動，因為美國量化寬鬆政策何時退場對市場造成的不確定性，已經造成全球資本市場行情的波動。另外，本地投資人對評等等級較低之債券仍存有風險趨避傾向，因為諸多不利的因素減低了美國經濟的復甦，且還需面臨各出口市場間的競爭。



另外，中華信評預期，不同評等等級債券的借款成本以及五年期公債殖利率水準將會隨本地利率水準而緩步上揚。債券殖利率在2013年下半年出現的上升趨勢，係與美國市場利率因量化寬鬆政策退場消息引發的上升趨勢一致（見圖7）。中華信評認為，台灣五年期公債殖利率在上年底時出現的下滑情況應為暫時性的，因為前述下滑情況係肇因於為消化國內市場充裕的流動性，市場對公債的需求增加之故。中華信評預期，未來幾季中，公債殖利率將可隨公司債殖利率而走高，不過整體波動程度應可較全球市場略低。

圖7
五年期公司債殖利率與公債殖利率比較



市場資金充裕減緩了大部分債券市場的波動性

中華信評認為，台灣金融體系中充裕的資金情況，應可在未來的一至二年中部分減緩債券市場可能出現的波動。值此國內利率水準仍然偏低且銀行間競爭態勢依然激烈之際，向銀行借款應仍是較具吸引力的資金調度管道所在。另外，中華信評認為，絕大多數在台營運的本地與國際性企業與金融機構，本身都已備有允當的流動性資金調度管道；相對地，這種流動性資金調度能力亦可使該些機構在未來的12個月期間不致發生財務受壓的情況。

相關準則與研究

相關研究

- 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, Feb. 19, 2014
- 2014 台灣產業信用展望：全球經濟逐步改善可望減緩企業負向評等趨勢；其他產業評等趨勢將維持穩定, Jan. 21, 2014
- **Credit Conditions: Asia-Pacific Growth Is Mostly Stable, But Some Lagging Credit Risks Remain For 2014**, www.globalcreditportal.com/ratingsdirect, Dec. 10, 2013
- 總經理評論：台灣債市成長動能恐因全球市場波動減緩, Aug. 20, 2013
- 常見問題：如何區別債務發行評等與發行人信用評等, July 29, 2013

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况並不承擔任何責任，且不論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。