

Rating Research Services

總經理評論：

台灣國際債券與金融債券市場2014年新債發行量可望提升

作者：

周彬,標準普爾評級服務大中華區總裁；(852) 2533-3530; ping.chew@standardandpoors.com

貢獻者：

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

張書評, CFA, FRM; (886) 2 8722-5815; andy.chang@taiwanratings.com.tw

目錄

金融債券**2014**上半年發行量增加

評等等級較高之公司債可能不再是市場發行量之主力

外幣計價債券可望在法規調整後蓬勃發展

2014年可轉換公司債之新發行量可能持平

負向評等趨勢應可在**2014**年下半年減緩

信用利差的縮小可能有限且步伐緩慢

台灣充裕的市場資金可望持續降低債券市場價格的波動性

相關準則與研究

總經理評論：台灣國際債券與金融債券市場2014年新債發行量可望提升

中華信用評等公司（中華信評）認為，台灣債券市場2014年的新債券發行量可望較2013年全年略增。支持此一預期的因素包括：由於去年基期較低，使得可以認列為第二類資本的金融債券於今年的發行量相對較高、穩定的企業資金需求、以及伴隨著總體經濟情勢的持續改善，利率水準可能趨升的預期等。中華信評對台灣債券市場發行動能之穩定至正向的評估看法亦反映：本國與外資機構發行的國際債券將會持續成長，尤其是在台灣的保險法規修訂之後。不過，台灣充裕的市場資金以及可替代直接融資管道的銀行借款等，可能會使得新債券發行量的成長空間遭到部分抵銷。台灣債券市場於2014年上半年的新債券發行量約為新台幣3,750億元，而2013年上半年與2013年全年則分別約為新台幣2,860億元與新台幣6,310億元。

中華信評認為，多數的企業發行體在接下來的2014年將會繼續發行未受評等的公司債，惟這些債券大部份將有銀行擔保，或者投資人將參照其發行體之信用評等。自從主管機關自2013年8月取消了公司債發行必須取得債務發行評等為要件的規定後，大多數的投資人會參考發行體信用評等來取代債務發行評等，或者部份的投資規範並未特別說明是以發行體信用評等或是債務發行評等做為其投資依據。不過，中華信評認為投資人必需了解債務發行評等與發行體信用評等之間是有清楚且重要的區分的。

摘要：

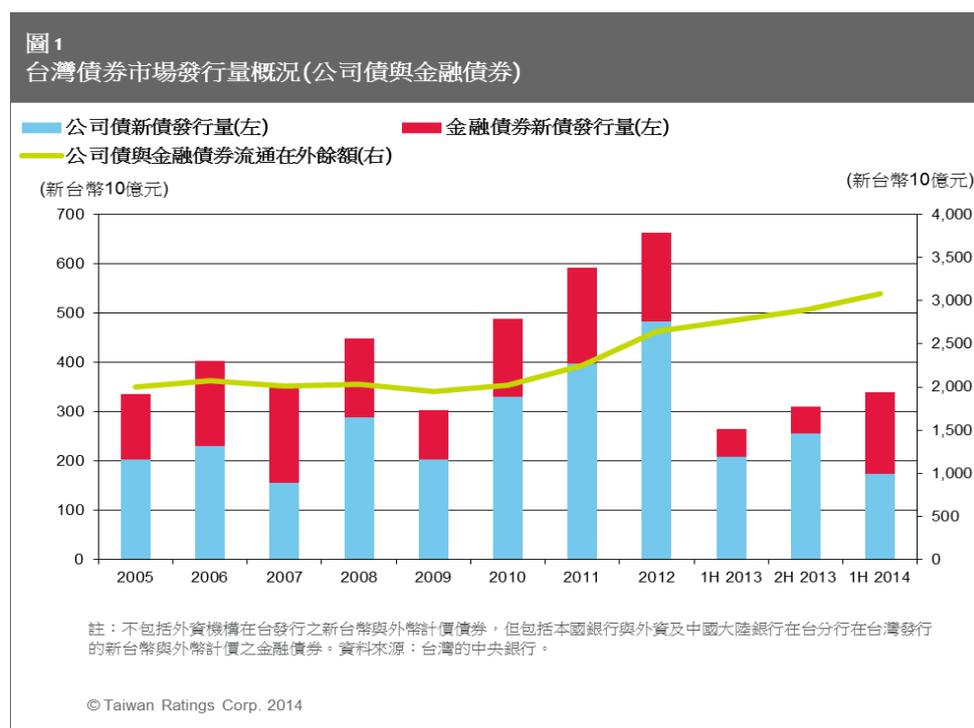
- 台灣2014年的新債券發行量可望出現微幅成長，其中特別是符合第二類資本要求的金融債券發行量將有所提升，而且國際債券的發行量也將有所成長。
- 評等等級較高之公司債未來一年的發行量可能不再是市場主力，因為在2013年法規修訂之後，未受評等的公司債發行量已有所增加。
- 信用利差可望在全球經濟前景逐步改善下有所縮窄，但由於本地投資人的風險趨避屬性仍不變，因此縮窄的速度上將依舊緩慢。

中華信評認為，2014年的信用利差（指5年期政府公債與非政府公債之間的殖利率差異）可望在經濟前景更為穩定的支持下繼續縮窄。只是投資人本質上仍屬風險趨避的屬性，可能會使未來幾季信用利差縮窄的速度減慢。再者，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。

金融債券2014上半年發行量增加

中華信評認為，金融債券將是2014年整體新債券發行量成長的主要動能之一。2014年上半年期間，金融債券的新債券發行量較去年同期成長150%以上，主要是受到Basel III於2013年實施的影響，使得銀行業者較專注於提升其本身的第一類資本比，進而造成2013年的基期較低之故（見圖1）。而2014年稍早出現的大量金融債券發行，主要是肇因於銀行業者過去五年所發行的金融債券在第二類資本認列規定下即將逐漸被攤銷而有續發的需求。另外，因為金融債券在銀行資本適足率（Capital Adequacy Ratio；簡稱CAR）的計算中屬於合格資本，所以主管機關對CAR的要求規定亦是2014年金融債券發行力道強健的支持因素之一。過去三年間，台灣銀行業的最低CAR之要求為8.0%，但根據主管機關規定，2016年將

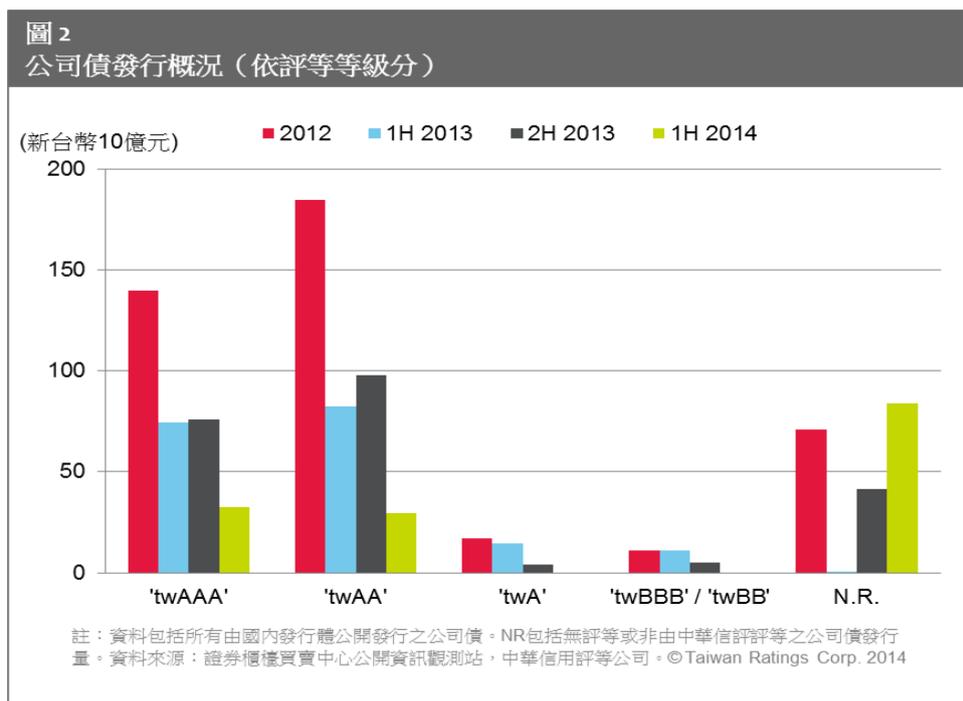
提高至8.625%，2017年為9.25%，2018年為9.875%，2019年則為10.5%。



中華信評認為，雖然台灣2014年上半年的公司債新債券發行量較上年同期小幅減少，不過預期2014年全年的公司債新債券發行量可能會大致與2013年全年的水準持平。本國公司債的發行量主要來自幾家大型企業，因為這些大型企業可能會想趁本地與海外經濟前景逐漸回升之際，持續籌措支應其擴張業務所需之資金。另外，由於市場存在利率水準可能會隨經濟復甦而逐漸上升的預期，因此企業方面可能也會選擇以發行公司債方式將其借款成本鎖定在目前的較低水準。不過，台灣充裕的資金情勢以及可替代直接融資管道的銀行借款等，則可能會部分抵銷前述新債券發行量的成長力道。

評等等級較高之公司債可能不再是市場發行量之主力

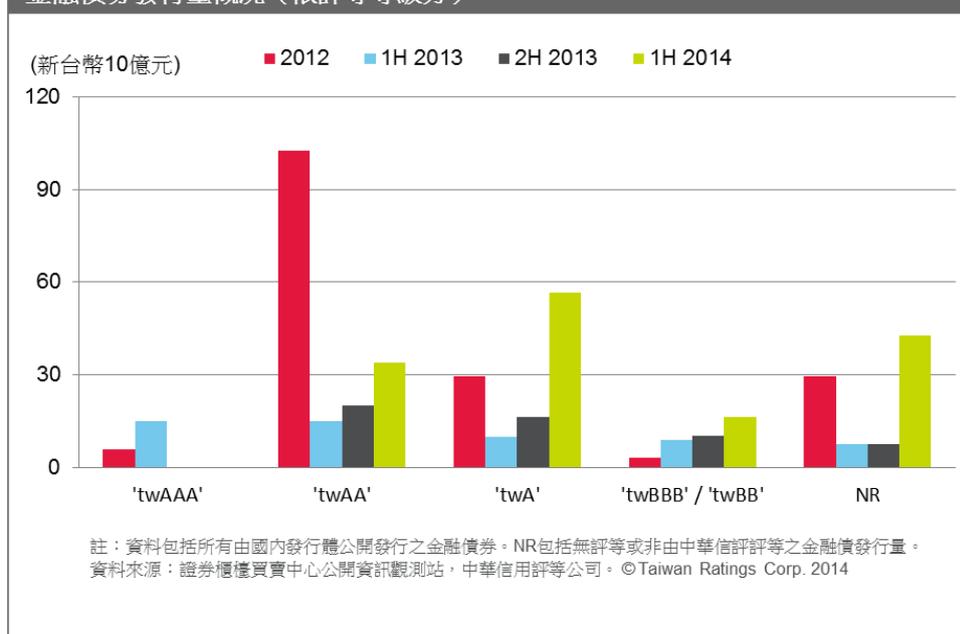
中華信評認為，主管機關取消公司債發行必須取得債務發行評等為要件的規定，勢將導致未來幾年未受評等之公司債的發行量增加。2014年上半年，未受評等之公司債的發行量約占整體新債券發行量的57%，此一比重已遠超過2013年下半年時的水準。不過，發行這些未受評等之公司債的發行公司中，獲得中華信評授予「twAA-」或以上之發行體信用評等的公司占65%以上（見圖2）。



中華信評認為，雖然大多數的本地投資人會參考發行體信用評等來取代債務發行評等，或者部份的投資規範並未特別說明是以發行體信用評等或是債務發行評等做為投資依據，但中華信評必須特別指出，債務發行評等與發行體信用評等間事實是有清楚且重要的區分的。簡而言之，發行體信用評等通常反映的是一家公司對其所有財務上的義務發生違約的可能性。債務發行評等則是綜合考量特定受評債務的違約風險，以及債權人在發行體發生破產情境時相對的求償順位（見相關研究）。

中華信評2014年上半年授予的債務發行評等中，債務發行評等在「twAA-」或以上的公司債發行量約占43%，金融債券發行量則約占23%。這些受評債券包括由信用品質強健之台灣電力股份有限公司（台電）、中國鋼鐵股份有限公司（中鋼）以及臺灣銀行股份有限公司（臺銀）發行之債券部位（見圖2與圖3）。雖然受評等級較高之債券向來能吸引較多投資人的注意，但在2014年上半年期間，反而是受評等級較低（「twBBB」及以下）的金融債券，與受評等級較低（「twBBB」及以下）以及未受評等的公司債發行量大幅增加。不過，絕大部分的這些債券通常有銀行保證，或是聯結到較高的發行體評等。

圖3
金融債券發行量概況（依評等等級分）



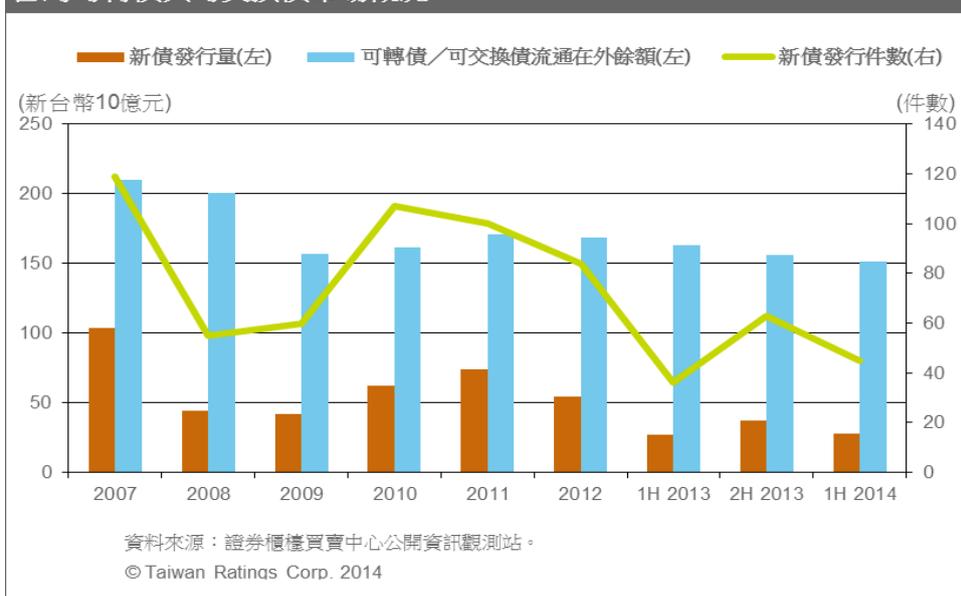
外幣計價債券可望在法規調整後蓬勃發展

中華信評認為，有海外營運業務的本國企業以及海外機構選擇在台灣發行外幣計價債券（即所謂的國際債券）的數量將會逐漸增加。而且在保險法第146-4條修正案實施（2014年6月）後，前述趨勢將更為明顯，因為該條文修正後，人壽保險公司對前述國際債券的投資金額，可不計入其國外投資限額當中。台灣大部分壽險公司目前的國外投資總額已接近上限，也就是最高不得超過保險業者總資金的45%。中華信評認為，該法的修訂將會造成保險公司對投資國際債券市場產生興趣。國際債券市場2014年上半年的新債券發行量合計約為新台幣350億元，已超過2013年同期約為新台幣210億元的水準。而且在保險法在6月4日修正實施後，整個國際債券的發行量還有更明顯的增長。國際債券的發行體大多是國際性的金融機構，且以2014年前8個月的的新債券發行量來看，其獲得標準普爾評等等級「A-」或以上評等的部位占比超過80%。一些主要的發行機構包括：渣打國際商業銀行股份有限公司、Morgan Stanley以及Société Générale。

2014年可轉換公司債之新發行量可能持平

中華信評認為2014年的可轉換公司債的新發行量可望維持在2013年時的水準，即使當前台灣加權股價指數相對較高。大型企業股票價值的不斷增長是過去幾季中台灣加權股價指數上升的主要動力來源，而同一時間大部分中小型企業（也是可轉換公司債的主要發行體）的股價則仍相對持平。此一情況意味著可轉換公司債的吸引力並未出現大幅變動，而且可轉換公司債持有人可透過執行股票轉換而增加報酬的可能性亦並未顯著下降。這點可由2014年上半年的可轉換公司債新債券的發行量與2013年上半年期間相當獲得印證（見圖4）。

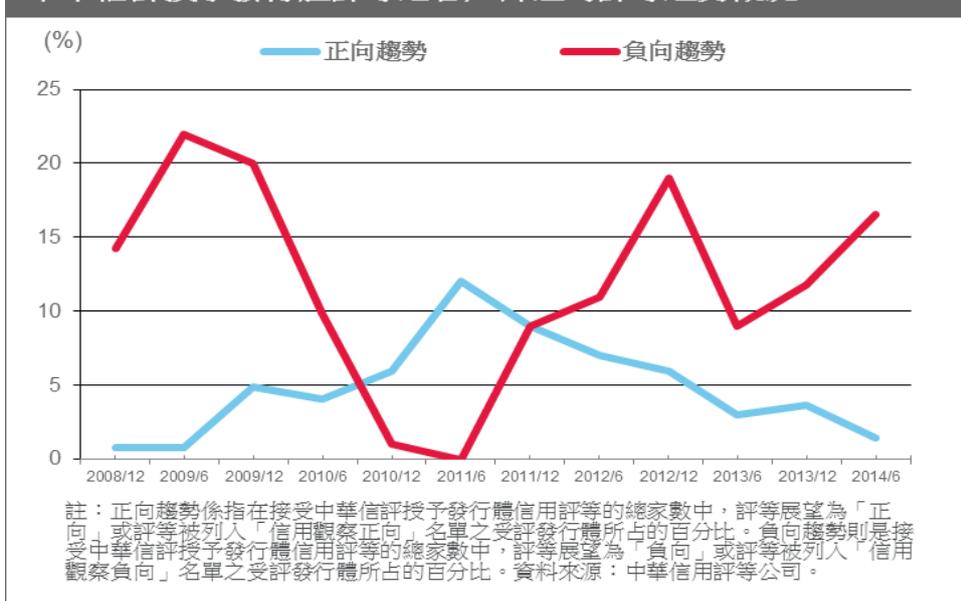
圖 4
台灣可轉債與可交換債市場概況



負向評等趨勢應可在2014年下半年減緩

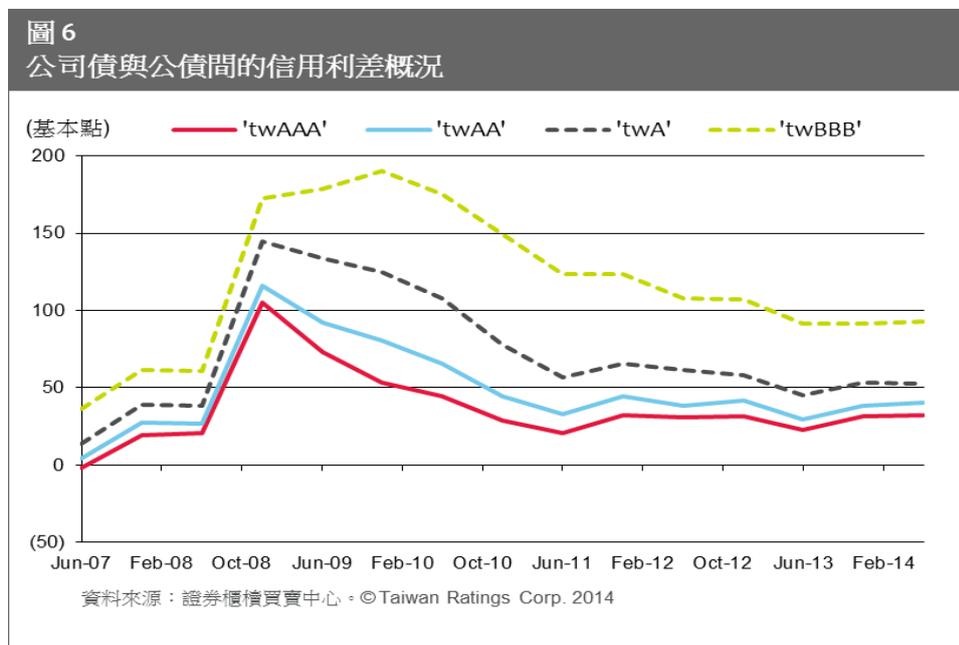
中華信評預期，評等客戶群的負向評等趨勢在2014年6月底時達到相對高位，可望在2014年下半年期間出現減緩，因為中華信評已於近期解除部分受評公司評等的信用觀察負向狀態，並授予「穩定」的評等展望。近期達到16.5%的負向評等趨勢基本上與目前全球經濟情勢無關，而多半在反映可能會損及某些金融機構信用品質的合併計畫，以及台塑集團的整體集團信用結構呈現轉弱的趨勢（見圖5）。截至2014年6月底止，中華信評評等客戶群中評等展望為「穩定」的家數占比超過80%，反映中華信評預期，全球與本地經濟在接下來的2014年將可持續復甦。不過由於美國經濟的復甦略有延遲，因此標準普爾在2014年6月9日對外貿導向的台灣經濟自2014年全年的GDP成長率由3.7%下修至3.5%。

圖 5
中華信評授予發行體評等之客戶群組的評等趨勢概況

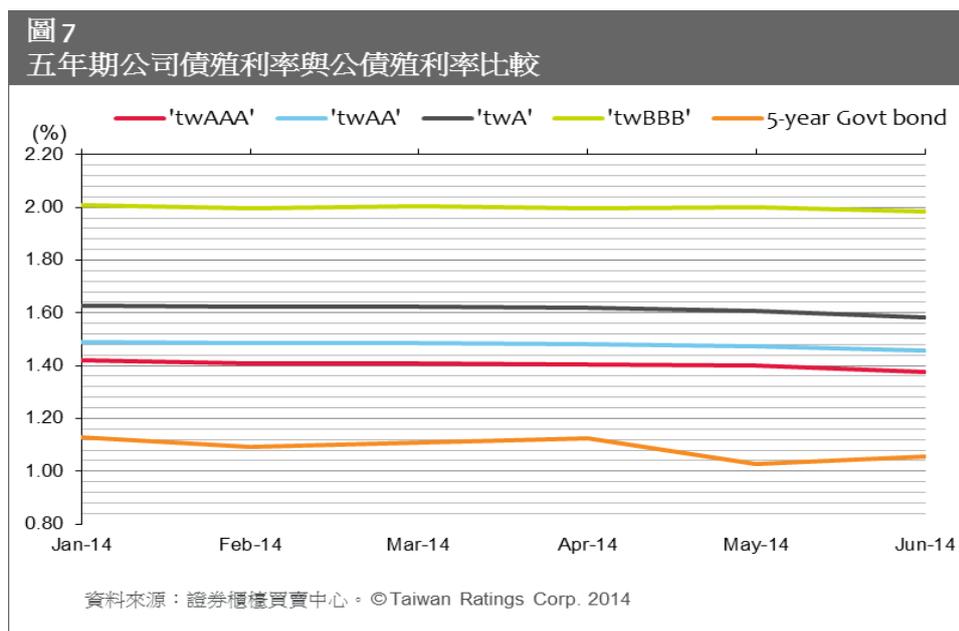


信用利差的縮小可能有限且步伐緩慢

中華信評預期，隨著本地與全球經濟的逐步復甦，5年期公司債（包括金融債券）與同年期政府公債間的信用利差可望在2014年下半年期間持續縮窄。這與過去幾年來的趨勢相同（見圖6）。中華信評認為，美國聯準慢慢縮減購買債券計畫對本土債券市場的衝擊已大致結束。投資人的焦點已因此轉向未來幾年美國短期利率趨升可能帶來的影響。



不同評等等級債券的借款成本以及五年期政府公債殖利率水準，在2014年上半年期間均有出現些許的下降，只是幅度有限。部分原因在於其與美國國庫券之收益率間的正向關聯性，而受到全球某些地區發生國際地緣衝突與金融動盪的影響，美國國庫券收益率在過去6個月期間已略走低（見圖7）。不過，中華信評預期，未來幾季政府指標利率應會隨全球債券利率走高而上揚（但幅度可能較小），進而可能導致發行體的借款成本亦隨之升高。



台灣充裕的市場資金可望持續降低債券市場價格的波動性

中華信評並不預期台灣市場的流動性、普遍偏低的利率環境以及銀行業高度競爭的態勢會在未來一至二年中出現重大改變。基於此，中華信評認為，大部分本國以及在台營運之國際性企業與金融機構，應仍能透過直接與間接融資管道取得足夠的流動性資金，進而可協助其在接下來的2014年避免受到金融動盪的衝擊，並可減緩債市的價格波動性。

相關準則與研究

相關研究

- **Credit Conditions: Challenges Remain For Some Asia-Pacific Sectors In Q2 2014**, June 9, 2014
- 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, March 6, 2014
- 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
- 常見問題：如何區別債務發行評等與發行人信用評等, www.taiwanratings.com.tw, July 29, 2013

(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。)

依據中華信評之政策，只有評等委員會能決定評等行動（包括評等變動、確認或撤銷、評等展望變動、或置入信用觀察行動）。本篇評論與其主題內容並非為評等委員會決議之行動，且不應被解釋為對信用評等或評等展望之變動或確認。

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、價值評估、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。