

# Rating Research Services

---

## 總經理評論:

### 台灣債市成長動能恐因全球市場波動減緩

中華信評總經理:

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

其他提供者:

藍于涵; (886) 28722-5810; yuhan.lan@taiwanratings.com.tw

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

## 目錄

---

全球市場波動性恐減緩2013年下半年新債發行量

人民幣計價之寶島債的成長前景未明

市場依舊青睞受評等級較高之公司債

台灣可轉債市場短期內反彈的可能性不高

台灣信用利差的波動性較國際市場為低

台灣強健的市場流動性調節了大部分國內債市的波動性

相關準則與研究

## 總經理評論:台灣債市成長動能恐因全球市場波動減緩

微溫的全球經濟復甦情勢，加上債券市場不確定美國聯準會的量化寬鬆政策將於何時退場，恐將對台灣未來兩季的新債發行量形成限制。2013年上半年台灣的新債發行量較去年明顯滑落，其中尤以2013年6月的滑落幅度為最大。中華信評同時認為，台灣以及亞洲主要國家的經濟恐將呈現微幅成長的情勢，將在未來幾季中多少降低國內企業透過發行公司債方式拓展營運的需求。

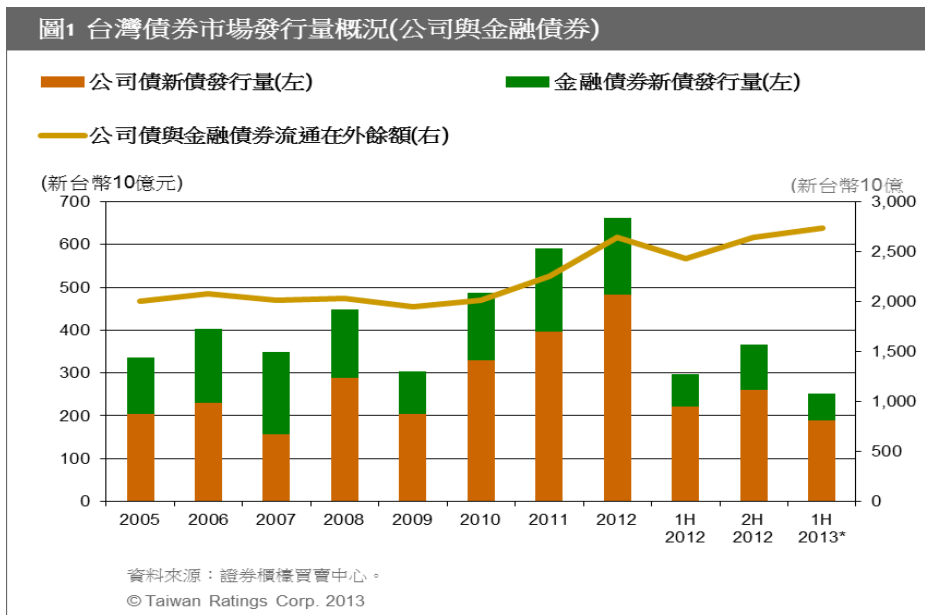
然而，中華信評認為信用利差幅度（指5年期公司債與同年期之公債間的殖利率差異）在未來六個月內出現明顯變化的可能性不高，原因是中華信評在評估後認為，台灣的信用環境大致穩定且國內投資人在國內債市中的占比極高。不過，中華信評預期政府的指標利率將會隨著全球債券利率的升高而攀升，雖然其上升幅度將相對較小，但債券發行方未來幾季的借款成本將可能因此提高。

### 摘要:

- 全球債市的波動起伏以及2013年下半年微溫的經濟成長前景，將減緩國內的新債發行量。
- 近期推出之寶島債市場的長期成長前景仍未明確。
- 受評等級較高之發行體依舊主導國內債市，受評等級較低之發行體能否以較佳之利率發行債券則仍將面臨挑戰。
- 國內信用利差幅度的波動性應較國際債市為低。

### 全球市場波動性恐減緩2013年下半年新債發行量

儘管國際金融市場與台灣債市的連動性有限，但中華信評認為近來國際債市的波動性升高，恐將多少影響2013年下半年的國內新債發行量。全球債市的波動性自2013年5月以來已明顯升高，特別是聯準會在宣布其可能在未來12個月中逐步縮減其量化寬鬆計畫的規模後，美國公債與公司債的殖利率急速攀升得到印證。國內2013年下半年的債券發行量，亦預期因為可能的升息以及國內投資人維持風險趨避的態度而持續偏低。新債發行量在2013年上半年期間較去年同期下滑15%，其中尤以在聯準會暗示量化寬鬆政策可能於明年逐步退場後的6月份為最低（表1）。



此外，中華信評預期，台灣以及鄰近出口市場經濟的微幅成長將會多少限制企業在2013年下半年繼續投入資本支出。標準普爾評級服務預測台灣的2013年的GDP可望達到2.8%的溫和成長。同時，標準普爾亦將其對中國GDP的成長預測值由8%調降為7.3%（參見2013年7月30日發佈於RatingsDirect之”Credit Conditions: Increased China Downside Risk Dampens Asia’s Growth”一文）。中國經濟活動的持續下化情勢，是標準普爾認為可能導致亞太地區信用狀況轉弱的主要風險所在，加上借款成本可能提高，中華信評預期未來幾季債券發行體在發行新債方面的態度將會相對猶豫。

中華信評認為，相對於新公司債發行量預期將會有所緩和的情況，一些依據巴塞爾三號資本協定（Basel III）而必須強化其資本水準的銀行在未來幾季將持續發行金融債券。根據Basel III，銀行發行的次順位金融債券必須包含無生存力條款等幾項近似股東權益的條款，以致其發行評等較先前為低。這是因為中華信評在授予這類混合性債券發行評等時，會自其發行體的個別基礎信用結構評等等級向下調整兩個級距（參見2013年7月29日發佈於中華信評信用評等資料庫之「信評問答：如何區別債務發行評等與發行人信用評等」一文）。無生存力條款乃在明訂銀行一旦違反或即將違反法規對其營運執照之規定時所應採取之行動。然而，以台灣目前的信用狀況而言，市場普遍認為實際發生無生存力情況的可能性相當低。

## 人民幣計價之寶島債的成長前景未明

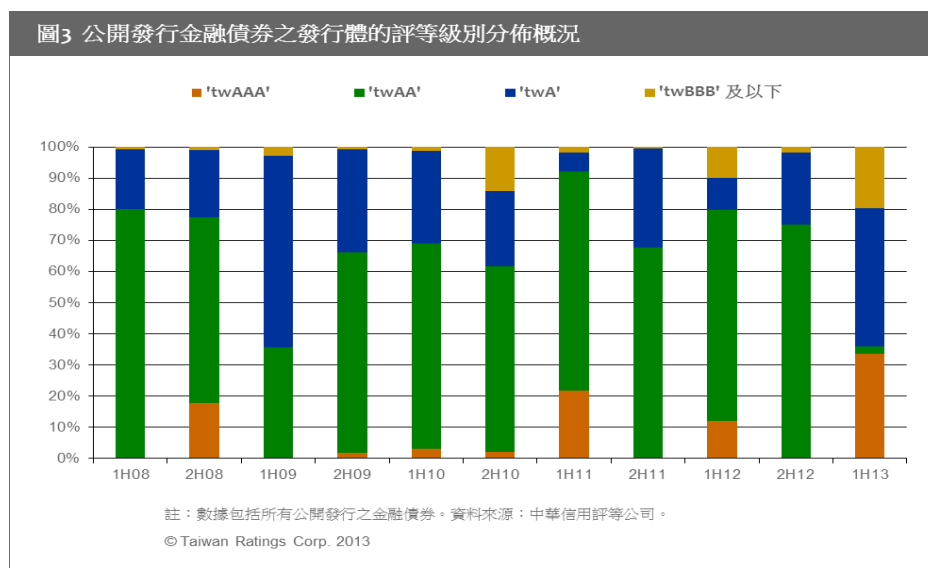
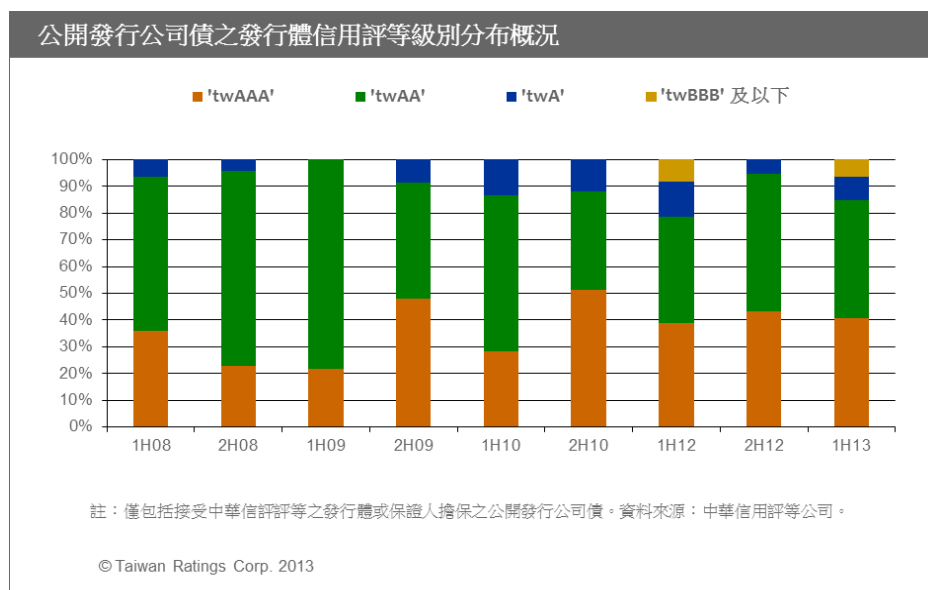
人民幣計價之寶島債已於2013年上半年在台灣資本市場問世，並在放寬離岸人民幣銀行業務與市場對於人民幣計價投資工具的需求增加等因素的帶動之下，很快地受到投資人的歡迎。新寶島債的發行動能強勁，截至第二季底止，新發行之寶島債已有五檔之多，總發行金額達39億人民幣。

然而，中華信評認為寶島債市場的長期成長前景，仍有待一段時間的觀察。寶島債市場必須要能吸引到愈來愈多且多元化的發行體，並在完備之法規架構下提供信用品質範圍更為寬廣的寶島債，以便與其它離岸人民幣債券（例如點心債，香港資本市場發行之人民幣計價債券）

競爭。同時，人民幣升值的可能性以及中國經濟成長前景的不確定性，亦會在潛在投資人對於寶島債的需求上扮演重要角色。

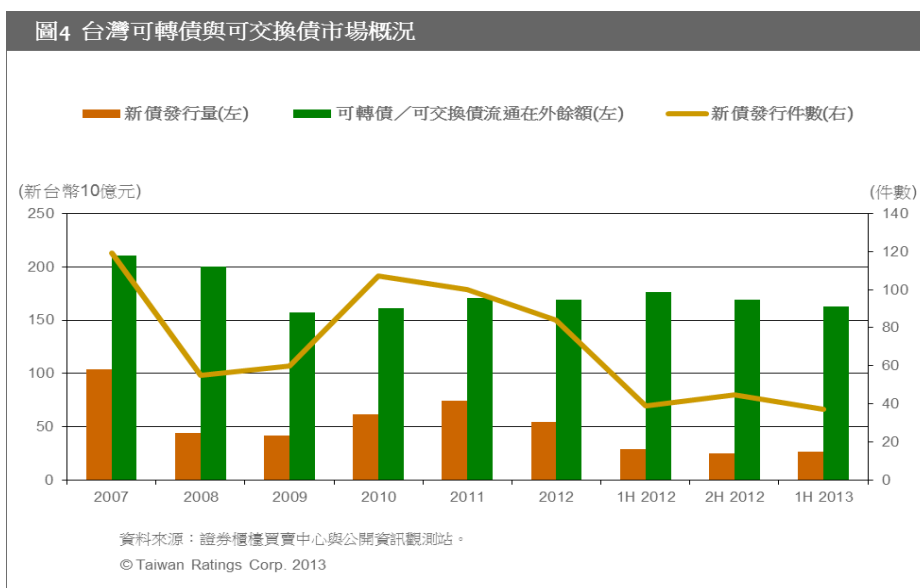
## 市場依舊青睞受評等級較高之公司債

中華信評預期受評等級較高之企業將繼續主導公司債發行市場，而在當前經濟環境以及投資人採取風險趨避的態度下，受評等級較低之債券仍將有限。中華信評在2013年上半年授予評等的債券中，有逾85%的公司債以及逾80%的金融債券獲得「twAA-」或以上的評等，其中包括由信用品質強健之發行體，如台灣電力股份有限公司、台灣積體電路製造股份有限公司以及滙豐商業銀行等所發行的公司債。受評等級較低（「twBBB」及以下）之公司債以及金融債券從2012年起開始測試市場的接受度，其中有幾檔係在2013年上半年時發行。這類債券的殖利率通常較該些受評等級較高之債券（表 2及表 3）平均高出100至150個基本點。然而，中華信評預期國內投資人對於投機級債券較小的風險胃納量，仍將會在未來幾季中對這類受評等級較低之債券的需求形成限制。



## 台灣可轉債市場短期內反彈的可能性不高

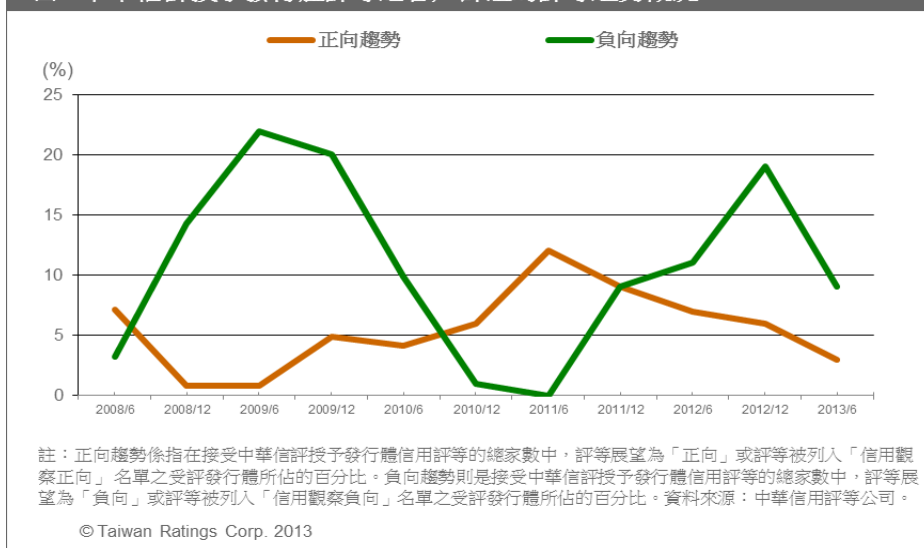
中華信評並不預期台灣可轉債與可交換債市場的發行量將可全面復甦，除非本地投資人對信用品質較差之發行體的風險趨避程度有所降低。新發行之可轉債在2013年上半年期間的發行量，較2012年同期滑落8%（表 4），且中華信評預期2013全年度的可轉債發行量將與2012年相同。可轉債會賦予持有人以發行當時即已指定的轉換價格，將其債券部位轉換為發行公司之特別股或普通股的權利；至於可交換公司債，其轉換的標的可以是發行公司所持有之子公司或聯屬企業的特別股或普通股。可轉債的發行體通常是屬於股市前景看好但信用結構仍相對較弱的新興企業，然而該信用結構偏弱的特性卻使其發行的可轉債不易在市場氛圍保守的期間受到投資人的青睞。



## 台灣信用利差的波動性較國際市場為低

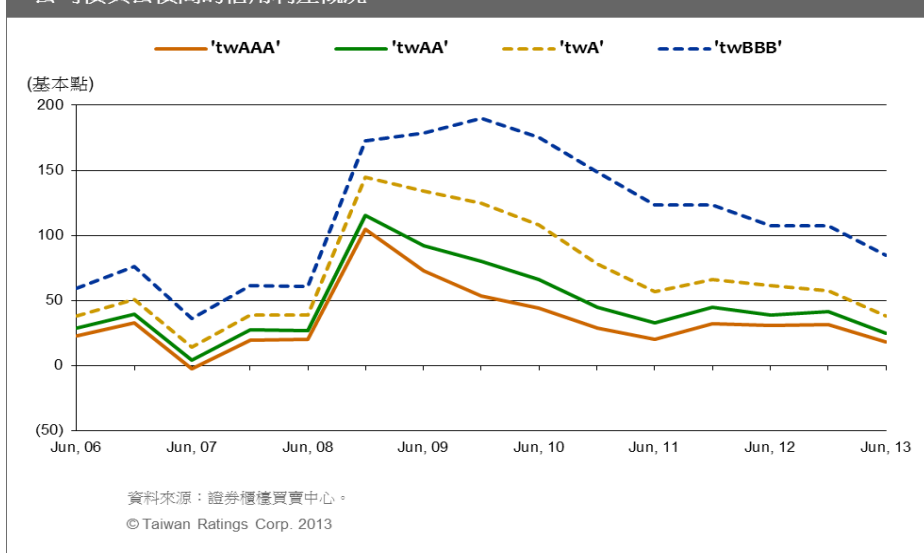
在台灣相對穩定的經濟環境的支持下，絕大多數接受中華信評授予評等之發行體的信用品質在2013年上半年期間均維持穩定。中華信評授予評等的企業與金融服務業發行體在2013年6月底時所展現的評等趨勢為略偏負向的9%，但依舊低於12%的五年平均值。此一負向評等趨勢亦遠低於2012年下半年時的19%。負向評等趨勢的降低主要係因中華信評在2013年6月將部分保險公司的評等展望由「負向」調整為「穩定」。中華信評是在標準普爾修訂保險公司評等準則並推出保險業與國家風險評估（Insurance industry and country risk assessment；簡稱IICRA）的正式評估架構後，認為保險業的產業挑戰對於中華信評授予之壽險公司評等所造成的壓力已經有所緩和。

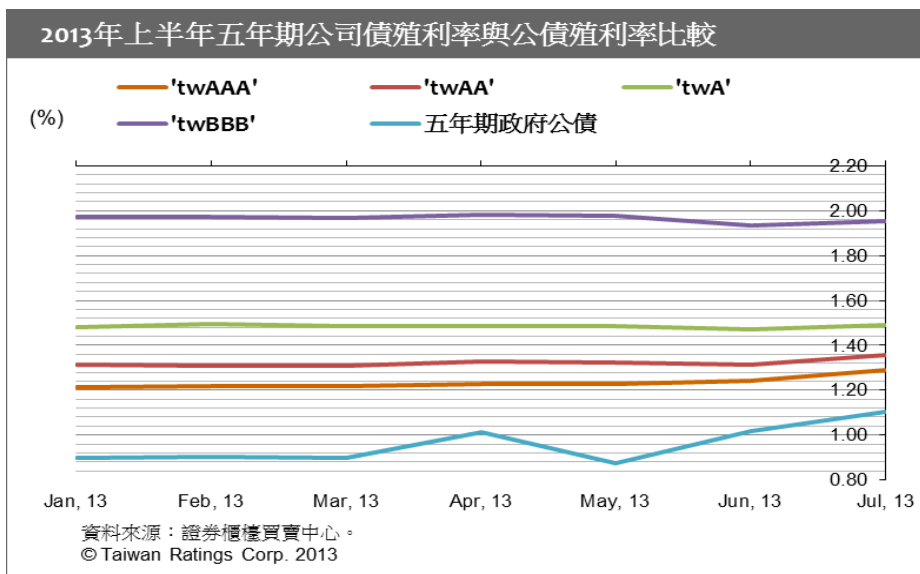
圖5 中華信評授予發行體評等之客戶群組的評等趨勢概況



由於全球資本市場的波動性升高，加上市場預期利率將在未來幾季中攀升，中華信評並不預期5年期公司債（包括金融債券）與公債之間的信用利差會在2013年下半年期間會持續縮窄。此外，中華信評認為，與全球平均值相較之下，國內債市信用利差的變動仍將有限，其中部分係因來自國外投資人對於新台幣計價債券的投資金額有限，加上台灣央行對於外匯市場的允當管理，使國內市場不至於受到國際金融市場波動的明顯影響。過去一年來，5年期公司債（包括金融債券）與公債間的信用利差相對穩定。然而，5年期公債的殖利率卻在2013年第二季時因為短期的交易波動性而上升（表 6及表 7）。

公司債與公債間的信用利差概況





## 台灣強健的市場流動性調節了債券市場大部分的波動性

拜台灣金融體系強健的流動性與有限的國外投資之賜，中華信評預期未來幾季台灣債市的波動性將較全球債市為低。儘管潛在的利率波動風險恐將抑制2013年下半年間的新債發行量，但中華信評預期絕大多數台灣企業及金融機構應可繼續自台灣相當競爭的銀行業取得適當的流動性，進而協助業者在一旦其所屬市場情勢急遽惡化時，避免其遭遇立即性財務壓力的風險。

## 相關準則與研究

- **Credit Conditions: Increased China Downside Risk Dampens Asia's Growth, July 30, 2013**
- **Credit FAQ: How A Debt Issue Rating Differs From An Issuer Credit Rating, July 29, 2013**
- **The Fed's Possible Taper Hits Bond Returns Like A Hammer, July 3, 2013**
- **Executive Comment: Taiwan's Mild Economic Recovery Supports Moderate 2013 Bond Issuance Growth, Feb. 25, 2013**
- **Taiwan Corporate And Financial Services Outlook 2013: Credit Prospects Maintain A Negative Bias, Jan. 9, 2013**

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於[www.standardandpoors.com](http://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。