

總經理評論： 台灣 2015 年新債
發行人將在國際債券強力成長帶
動下有所增長

2015 年 4 月 10 日

中華信用評等

Taiwan Ratings

A Standard & Poor's Ratings Partner

總經理評論： 台灣 2015 年新債發行量將在國際債券 強力成長帶動下有所增長



作者：

李美鈴，
總經理
中華信用評等公司，
(886) 2 8722-5898;
grace.lee@
taiwanratings.com.tw

第二聯絡人：

郭彥煒, CFA,
協理，
企業評等部。
(886) 2 8722-5829;
anne.kuo@
taiwanratings.com.tw

目錄

2015 年新債發行量可望成長 10%至 15%

接受中華信評評等的新債發行量中仍將以受評等級較高之公司債為主

法規調整是持續帶領外幣債券高度成長的驅動力

2015 年可轉債新債發行量應可大致維持前一年的水準

逐步復甦的總體經濟是維持評等展望穩定的後盾

信用利差縮窄幅度有限且步調較 2014 年緩慢

充裕的流動性與強勁的銀行競爭抑制資金成本的增長

相關準則與研究

台灣債市 2015 年的新債發行量可望較過去 12 個月顯著成長。支持此一潛在增長力道的來源包括：金融債券發行方面具有的高成長動能、台灣企業部門穩定的再融資需求、以及市場對未來幾季中可能升息的預期漸增等。中華信用評等公司（中華信評）認為，在國內保險公司展現的強勁需求引導下，由國內外機構在台灣市場發行的國際債券，仍將是未來一年國內債市最強勁的成長動力所在。不過，過多的流動性與銀行業激烈的競爭態勢可能會減緩新債發行量的成長幅度。

中華信評認為，2015 年的信用利差（指 5 年期非政府公債與政府公債間的殖利率差異）可望進一步縮窄。前述看法的支持基礎在於：中華信評預期，國內與全球經濟都將有進一步的改善。不過，中華信評認為，受到中國經濟成長逐漸減緩的影響，預期前述信用利差縮窄的速度可能仍將較為緩慢。再者，中華信評預期，政府指標利率將與美國債券利率同步小幅走高，這可能會在未來幾季中造成發行體的借款成本為之上揚。惟台灣金融體系內的流動性依然強健，而且各企業與金融機構大致皆已建立允當的融資管道，因此整體情勢應可使債市未來一年的價格波動幅度受到限制。

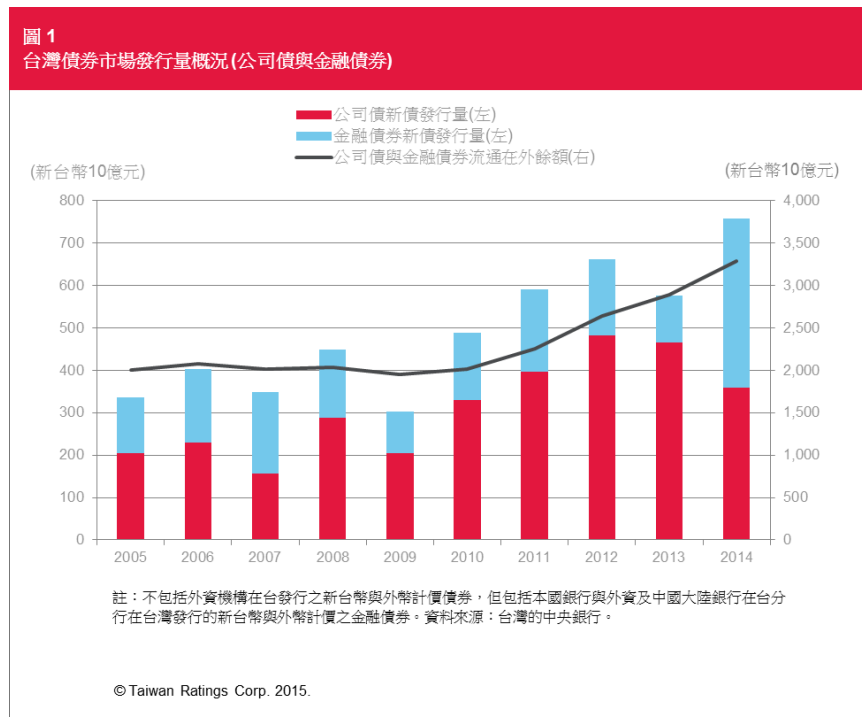
摘要：

- 預期台灣 2015 年的新債發行量將成長 10% 至 15%，成長動力將來自國際債券發行量的強勁成長、以及來自國內企業與金融機構穩定的再融資需求與資本規定。
- 接受中華信評評等的新債發行量中仍將以受評等級較高之公司債為主，不過法規的放寬可能會促使市場中未受評等的公司債發行量增加。
- 信用利差可望在全球經濟前景逐步改善下進一步縮窄，但中國與歐元區的經濟成長減緩情勢可能會使前述縮窄速度減慢。

2015 年新債發行量可望成長 10% 至 15%

中華信評預期，2015 年金融債券的新債發行量成長幅度可達 15%。2014 年的金融債券發行量較前一年度大幅增長了 250%，主要原因在於國際債券發行量（大多係以美元計價）在 2014 年下半年期間強勁成長之故（見圖 1）。而政府推動的金融進口替代方案，允許保險公司對在國內資本市場發行之外幣計價國際債券的投資金額，可以不計入其國外投資限額，則是導致國內債市國際債券發行量明顯增加的最主要原因。中華信評認為，儘管 2014 年的基期偏高，但在市場對國際債券需求的持續增加，以及金融業內穩定的再融資需求與為符合 Basel III 第二類資本認列規定的金融債券續發需求支持下，預料 2015 年的金融債券發行量應仍有中等程度的增長。

圖表下載



..... 國際債券發行量的強勁成長，促使2014年金融債券大幅增長了250%....

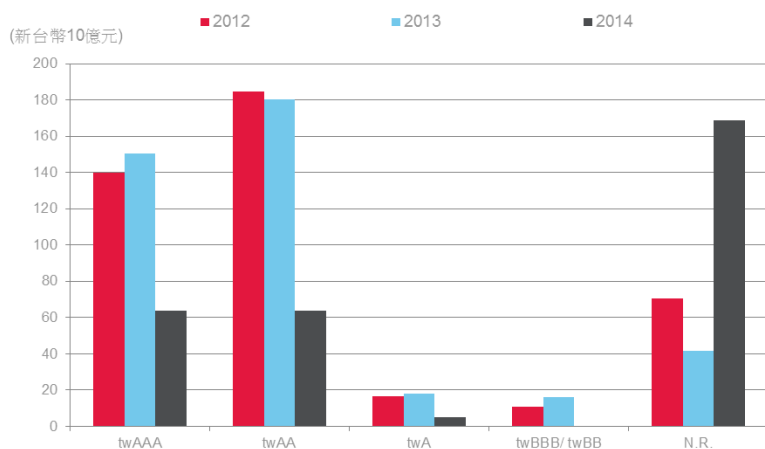
至於企業部門方面，中華信評預期，與2014年減少逾20%的情況相較，今年國內公司債的新債發行量可望成長10%；中華信評認為，幾家位居國內債券發行主力之大型企業的發行量波動，應是造成去年新債發行量減少的主因。不過，中華信評預期，逐步改善的總體經濟前景，應可支撐企業部門維持其在資本支出方面穩定的融資需求，並成為其債券發行量成長動能的後盾。同時，中華信評也預期，考量過去幾年發行的公司債將於今年內到期的金額較高，企業部門在2015年期間的再融資需求將較2014年為高。同時，就投資市場預期可能在今年稍後出現利率水準逐步走高之勢來看，台灣企業仍有將其融資成本鎖定在目前較低水準的誘因存在。惟台灣充裕的市場流動性可能會抵銷部分新債發行量的潛在成長空間，因為這些企業也可以透過融資成本較發債更具吸引力的銀行借款管道取得資金，以滿足其融資需求。

接受中華信評評等的新債發行量中仍將是以受評等級較高之公司債為主

中華信評預期，在接受中華信評評等的債務發行量中，受評企業債務發行信用評等等級在「twAA-」或以上之債務發行量仍將占主要部分。2014年，中華信評授予之債務發行信用評等等級在「twAA-」或以上之企業債券發行量，超過總受評企業債券發行量的95%，其中包括由台灣電力股份有限公司（台電）以及台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）集團發行等具強健之信用品質且受評等級較高之債券（見圖2與圖3）。同時，在法規放寬後，2014年當中的未受評公司債發行量也大幅增加，其在該年度台灣總公司債發行量中的占比高達56%；反觀2013年，未受評公司債的發行量占比則僅為10%。不過，在發行未受評公司債的企業債務人當中，其發行體信用評等等級在「twAA-」或以上的企業債務人占比超過50%。

圖表下載

圖 2
公司債發行概況 (依評等等級分)

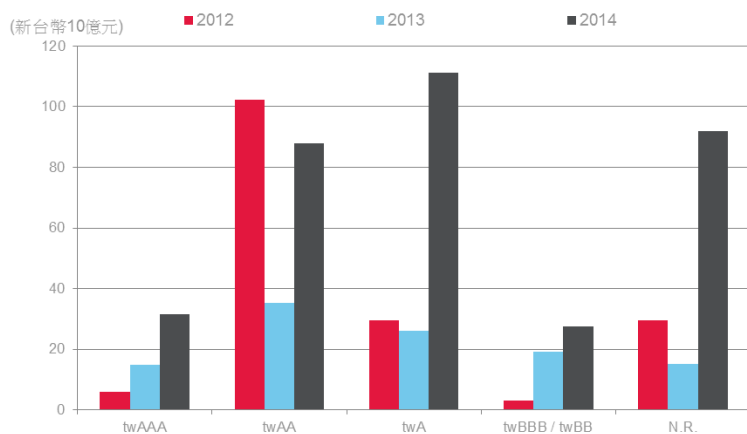


註：資料包括所有由國內發行人發行之公司債。N.R. 包括無評等或非由中華信評評等之公司債發行量。資料來源：公開資訊觀測站、證券櫃檯買賣中心、中華信評等公司。

© Taiwan Ratings Corp. 2015.

圖表下載

圖 3
金融債券發行量概況 (依評等等級分)



註：資料包括所有由國內發行人發行之金融債券。N.R. 包括無評等或非由中華信評評等之金融債券發行量。資料來源：公開資訊觀測站、證券櫃檯買賣中心、中華信評等公司。

© Taiwan Ratings Corp. 2015.

至於金融機構的債務發行信用評等方面，2014年，中華信評授予之債務發行信用評等等級在「twAA-」或以上之金融債券發行量，約占總受評金融債券發行量的45%。不過該占比水準自2012年以來呈現下跌趨勢，而且未來幾年可能還會持續維持此占比水準，此情況係因為金融機構發行次順位金融債券的發行條款與條件有結構性的變動，而並非肇因於銀行本身之信用結構產生變化。根據Basel III 架構規定，屬第二類資本的次順位金融債券的發行條件中包括無生存力偶發事件條款，該條款的性質使次順位金融債券的債務發行信用評等通常會明顯低於其發行體的信用評等等級，即使是在該發行體於該次順位金融債券發行後仍然能維持其原先的信用結構時亦然。

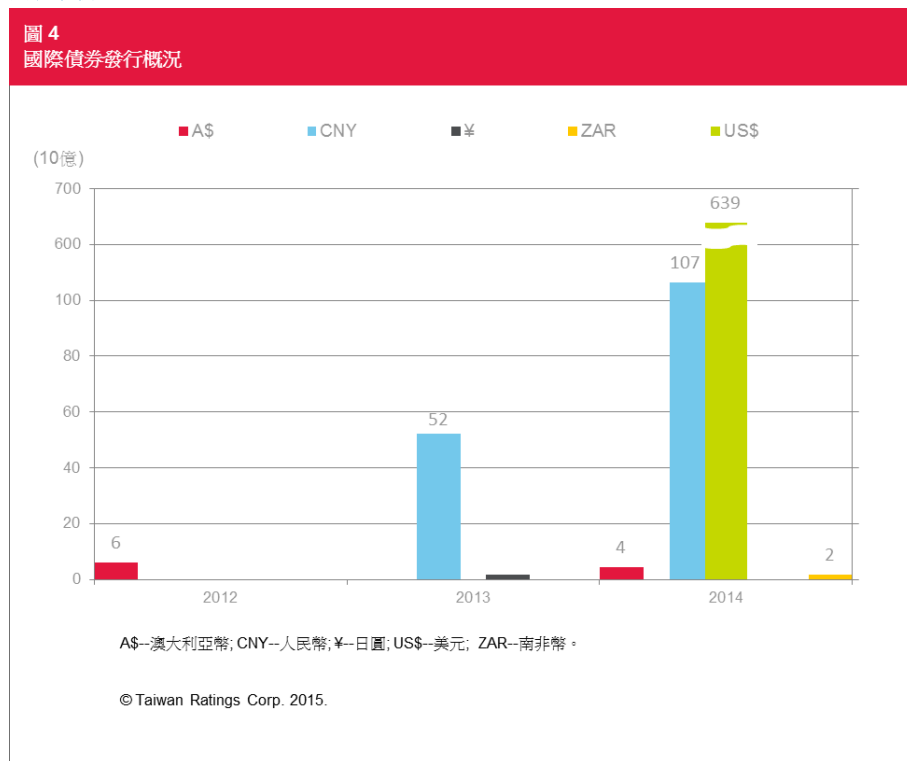
中華信評認為，儘管目前情況顯示，許多本地的投資人會參考發行體信用評等來取代債務發行信用評等，或者部份的投資規範並未特別說明是以發行體信用評等或是債務發行評等做為其投資依據，不過投資人必需了解債務發行信用評等與發行體信用評等之間是有清楚且重要的區分的。簡單的說，發行體信用評等通常是反映一家公司對其所有財務上的義務發生違約的可能性；而債務發行信用評等則是綜合考量該特定受評債務的違約風險，以及債權人在發行體發生破產情境時相對的求償順位（見相關準則與研究）。

法規調整是持續帶領外幣債券高度成長的驅動力

中華信評預期，由本身有經營海外營運業務的本國企業或外商機構所發行的國際債券，應可繼續在2015年期間維持強勁的成長動能，其中特別是在美元或人民幣計價的債券方面。此一成長的主要動力來自2014年6月起生效實施的保險法修正案，因為該次修正使壽險公司（市場中最重要的投資人之一）對國際債券的投資金額，得不必計入其國外投資限額當中。該修正案實施後的影響，可由2015年1月的國際債券單月發行量即超過新台幣300億元，而2014年全年的國際債券發行量僅為新台幣750億元左右得見。

2014年的國際債券發行量大幅增長，全年發行總額約為前一年的14倍左右（見圖4）。2014年發行的國際債券絕大部分是在保險法修正案實施後發行的。其中成長最強勁的當屬由本國與在台外資金融機構發行的美元計價國際債券。至於人民幣計價債券（即本地所稱寶島債）方面，也較上年同期成長了100%以上，這些寶島債大多是由在中國有營運業務的台灣企業以及中國銀行業者的海外分行所發行。

圖表下載



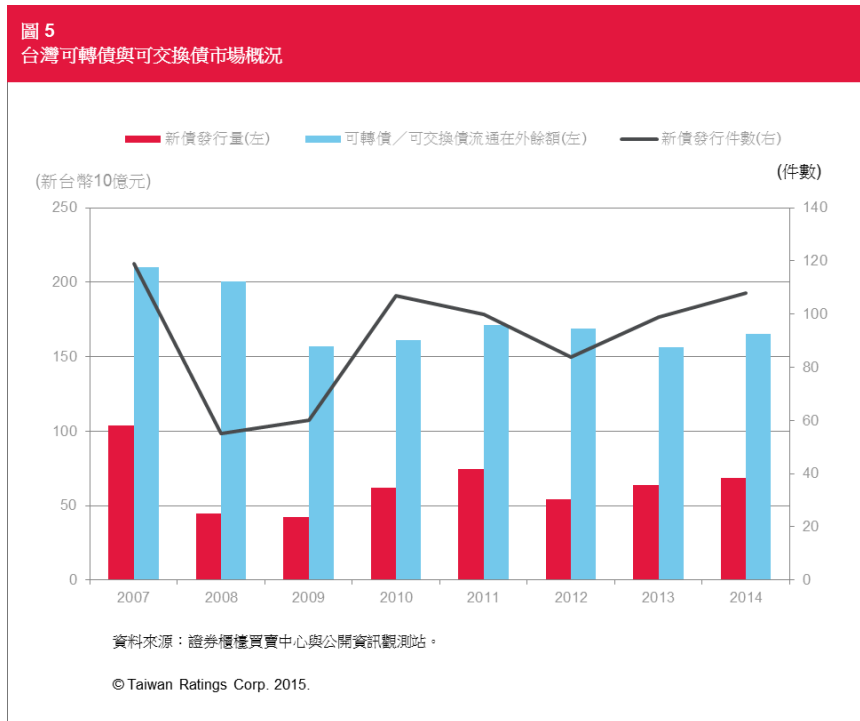
....2014 年國際債券全年發行總額約為前一年的 14 倍左右...

中華信評認為，國際債券的高發行量情況可望在2015年當中繼續維持，主要的支撐力道將來自：持續增加的需求（特別是來自本地壽險業者），以及國際債券在台灣具競爭力的發行條件。國際債券對國內投資人的吸引力，亦可由台灣貨幣市場基金的規模持續下降獲得印證；2014年5月，也就是保險法修正案實施之前台灣貨幣市場基金的規模為新台幣8,400億元，但至2014年12月時已縮小至新台幣7,400億元。中華信評認為，貨幣市場基金規模的縮小，部分應是肇因於國際債券目前已成為對投資人具吸引力的投資配置選項之一。

2015年可轉債新債發行量應可大致維持前一年的水準

中華信評預期，2015年的可轉換公司債的新發行量可望維持在2014年時的水準，即使當前台股行情相對較高且還在上升當中（見圖5）。台灣的可轉債發行市場中，主要是以中小型企業為主，且每檔的發行金額偏小。不過，台灣加權股價指數過去一年的上升走勢，仍多是由大型企業的股價所帶動，而這類大型企業通常對發行可轉債的興趣不高。基於此，中華信評並不預期台灣2015年的可轉債發行量將會出現強勁的成長。不過，中華信評相信，在穩定的需求以及可轉債可做為中小企業融資替代選擇等因素支應下，今年的可轉債發行量應可大致維持在之前的水準。

圖表下載

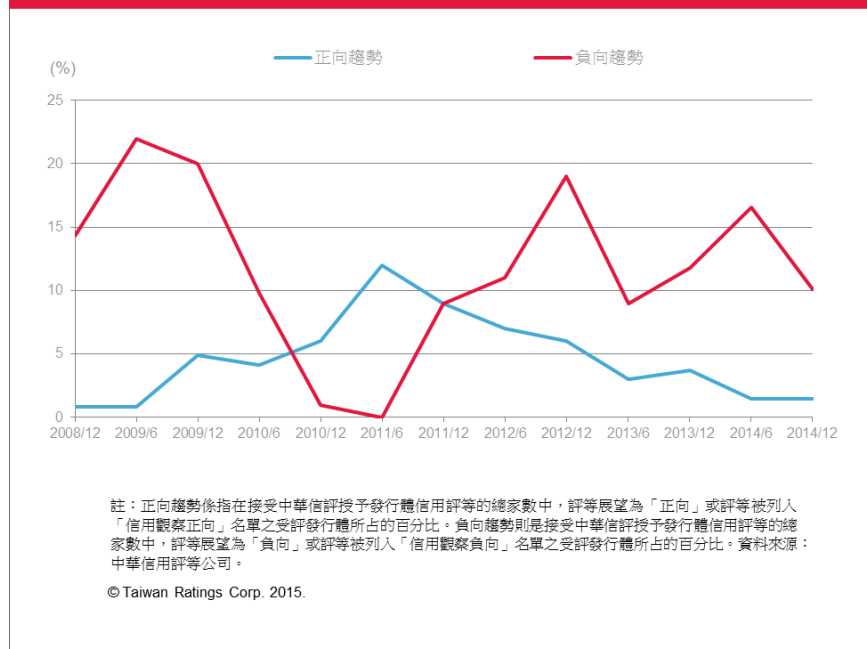


逐步復甦的總體經濟是維持評等展望穩定的後盾

中華信評預期，中華信評授予評等的金融機構與企業，絕大部分應可在未來12個月期間維持穩定的評等展望。中華信評近日調升了兩家原先評等展望為「正向」的受評企業信用評等，這兩家受評企業分別為：**東元電機股份有限公司**（東元電機）與**正新橡膠工業股份有限公司**（正新橡膠），調升原因在於其信用結構漸有進步；而該兩家公司評等調升後的評等展望均為「穩定」。截至2014年底時，中華信評評等客戶群中評等展望為「穩定」的占比超過90%，此一情況部分反映了中華信評對全球與本地經濟可能逐步復甦的預期（見圖6）。另外，前述時間為止評等展望為「負向」的占比則約為6%。在金融機構方面，「負向」評等展望主要係反映其海外母公司的評等展望，至於企業評等方面的負向趨勢，則主要是肇因於個別受評企業信用結構的逐漸轉弱。中華信評預期，2015年的評等行動應該是以個別事件所導致為主，例如購併或是信用結構惡化等，而非因為總體經濟或產業前景所產生的系統性風險。

圖表下載

圖 6
中華信評授予發行體評等之客戶群組的評等趨勢概況



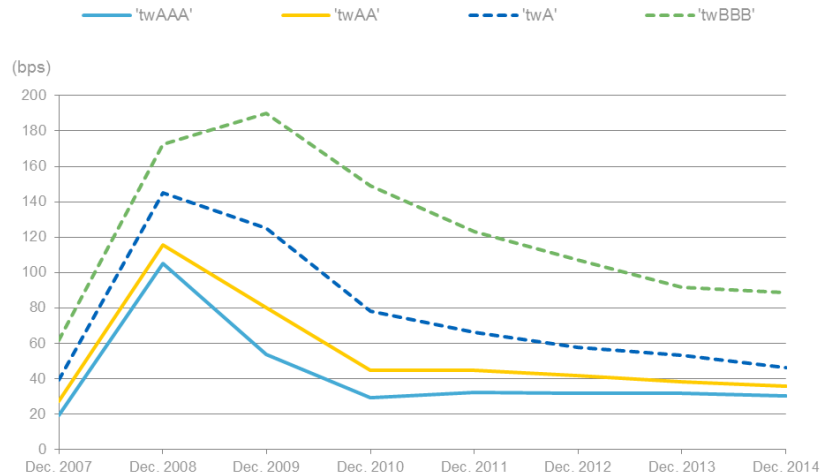
信用利差縮窄幅度有限且步調較2014年緩慢

中華信評認為，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2015年當中持續小幅縮窄。支持前述預期的看法包括：美國經濟的強勁成長、國內經濟的小幅復甦、以及中華信評對大部分產業的前景看法為穩定，而且90%以上的受評客戶評等展望為「穩定」等。不過，由於來自中國大陸經濟成長減緩以及歐洲總體經濟景氣不佳的投資風險等，本地投資人的風險趨避特性仍在，特別是對受評等級較低之債券而言，因此整體信用利差縮窄的幅度可能有限。不同受評等級企業於2014年的借款成本大致穩定（見圖7）。不過中華信評預期，未來一年的信用利差可能會出現些許波動，因為貨幣政策方向的任何變動都有可能引發較高的波動幅度。

圖表下載

.... 美國經濟的強勁成長、國內經濟的小幅復甦、以及中華信評對大部分產業的前景看法為穩定等，支持 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 2015 年當中持續小幅縮窄的看法...

圖 7
公司債與公債間的信用利差概況

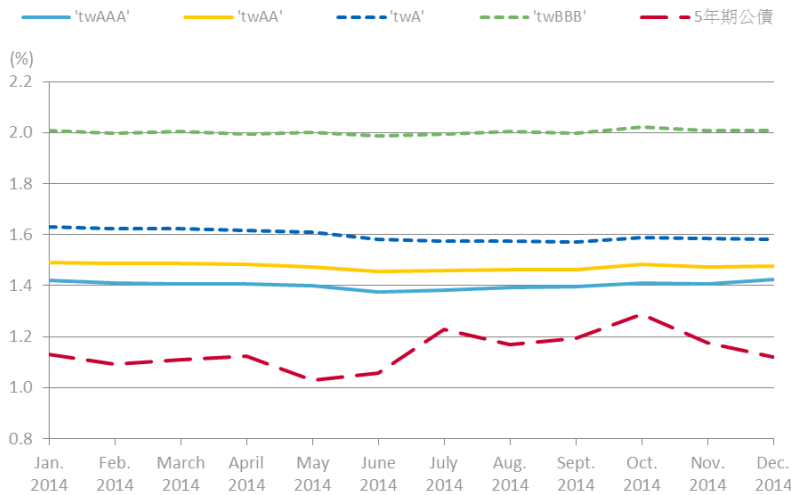


bps--基本點。資料來源：證券櫃檯買賣中心。

© Taiwan Ratings Corp. 2015.

圖表下載

圖 8
五年期公司債殖利率與公債殖利率比較



資料來源：證券櫃檯買賣中心。

© Taiwan Ratings Corp. 2015.

中華信評認為，台灣五年期政府公債在2014年第四季時出現的下跌行情，主要應是受到美國

公債殖利率下跌的影響（見圖8）。不過，中華信評預期，未來幾季，本地政府指標利率應會隨全球債券利率走高而上升，屆時可能會導致企業公司債殖利率亦隨之走高。

另外，近來國際債券受歡迎的情況也為公司債市場帶來額外的競爭壓力，因為若以發行機構信用品質大致相當的情況比較，國際債券的價格通常較公司債更具吸引力。不過，中華信評並不預期公司債殖利率將因日益升高的競爭壓力而明顯走高。

充裕的流動性與強勁的銀行競爭抑制資金成本的增長

台灣債市以高受評機構為主要發行單位，這類發行機構在與銀行往來時享有良好的議價能力，因此通常可以透過此一管道取得借款成本非常低的資金。基於此，只要國內銀行業充裕的流動性與激烈競爭的狀態持續，中華信評並不預期債券發行機構的融資成本會出現大幅上揚的情況。

相關準則與研究

相關研究

- **2015 台灣產業信用展望**：信用結構可望在美國經濟復甦與大宗商品價格下跌支應下維持穩定, www.taiwanratings.com, Jan. 21, 2015
- **Credit Conditions: Slowing China Lifts Focus On Debt, Credit Risk, And Credit Cycles In Asia-Pacific**, www.globalcreditportal.com, Dec. 5, 2014
- **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**, www.taiwanratings.com, Sept. 4, 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**, www.taiwanratings.com, March 6, 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, July 29, 2013

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 © 2015 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。