第五節 台灣債券市場介紹

早期台灣債券市場並不發達，1991年起中央銀行配合六年國家建設之資金需求，改採標售制度，金融、證券主管機關並致力於債券次級市場交易之活絡，除鼓勵證券商積極參與債券市場交易，並開放票券金融公司得以買賣1年期以上之政府債券；期間又因為債券型基金蓬勃發展，賣斷附賣回交易（即一般所稱「保證金交易」）得以順利推動，直接金融凌駕間接金融之上，政府部門及工商企業多以發行債券型式籌募資金；再加上21世紀初國際資金快速移動，國際低利率時代來臨，經濟景氣長期低迷等因素影響，國際、國內債券市場蓬勃發展。然而，在2006年全球遭遇到次貸風暴衝擊的影響下，我國債市成交量也開始呈現萎縮，2013全年的成交量已只剩約2005年高峰時的四分之一，詳見表8-4。

表8-4 櫃買市場債券成交金額統計表

		附條件交易		買賣斷（成交債券類別）						
年	成交金額	附條件	國際債附條件	國際債	公司債	政府公債	金融債券	受益證券	外國債券	合計
2003	135,569	64,562	0.00	0	1,748	68,496	108	2	652	71,006
2004	144,030	69,525	0.00	0	2,129	71,475	348	33	521	74,505
2005	210,333	81,304	0.00	0	2,598	124,984	1,128	71	247	129,028
2006	176,620	87,945	12.60	1	971	87,092	418	106	74	88,662
2007	133,457	84,575	71.51	3	632	47,915	141	108	11	48,810
2008	98,519	66,073	86.45	2	608	31,519	178	52	1	32,360
2009	71,828	49,902	33.16	1	531	21,223	123	0	14	21,892
2010	76,722	52,989	4.44	2	783	22,762	172	9	1	23,729
2011	71,576	56,260	14.14	0	927	14,090	267	5	14	15,302
2012	65,214	54,819	13.65	1	1,207	8,908	265	1	0	10,381
2013	51,932	43,963	18.72	11	1,163	6,566	200	0	10	7,950
2014/11	46,435	38,226	62.38	530	943	6,332	326	4	10	8,146

資料來源：整理自金管會證期局網站中證券暨期貨市場103年11月份重要指標。

此外，表8-4中顯示，在我國債券交易的比重中，2006年以前主要是以買賣斷為主，但自2007年起轉為以附條件交易為主流，若以2013全年為例，附

版權所有

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

條件交易比重高達 85%；而在買賣斷交易類別當中，政府公債則是最主要的交易標的。

一 台灣債券市場結構

台灣債券市場結構包括：發行市場（初級市場）以及交易市場（次級市場），詳如圖 8-3 所示。初級市場係指債券的發行與標售；次級市場就是債券的流通市場，即一般投資人向債券交易商買賣債券的市場。

目前經中央銀行審核許可，並領有執照的公債交易商至 2014 年 11 月底止共有 63 家，主要為綜合證券商、票券公司、人壽保險公司、銀行信託部、郵匯局等，投資人必須透過他們才能買到債券。而台灣次級市場目前交易主要重心在店頭市場，在集中交易市場的債券交易則占少數。台灣交易市場與國際市場相同的模式，以店頭市場交易為主，並以政府公債為市場最熱絡之標的。由於各種類債券幾乎全在證券櫃檯買賣中心掛牌上櫃，市場交易以店頭為重心，加上證券商營業櫃檯議價買賣債券的交易與結算交割法規，均係由證券櫃檯買賣中心所制定，故提到債券店頭市場，即係指證券櫃檯買賣中心的市場。

台灣債券市場的投資人主要為債券自營商，其結構包含綜合證券商、銀行、票券金融公司、郵匯局等，其中又以綜合證券商與票券金融公司為債券交易主要的造市者 (market maker)，其對市場成交量貢獻與流動性創造最為積極。另一類投資人為機構法人與債券投資信託基金，至於一般個人投資者比重極微小。在上述這些投資者中，除債券自營商多同時承作買賣斷與附條件交易、債券投資信託基金對公司債投資比重較多外，其餘均以附條件交易為主要參與買賣的方式。

接下來我們進一步地介紹附條件交易及普通交易的內容。

(一)債券附買回條件交易

債券附買回條件交易 (repurchase agreement, RP/Repo) 為投資者與票券商於交易時約定，在將來特定之日期，以約定之價格，由票券商負責買回原先出售之債券的交易，因買回價格已確定，投資者在購買期間並無利率風險。債券附買回交易範例如下。

版權所有
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

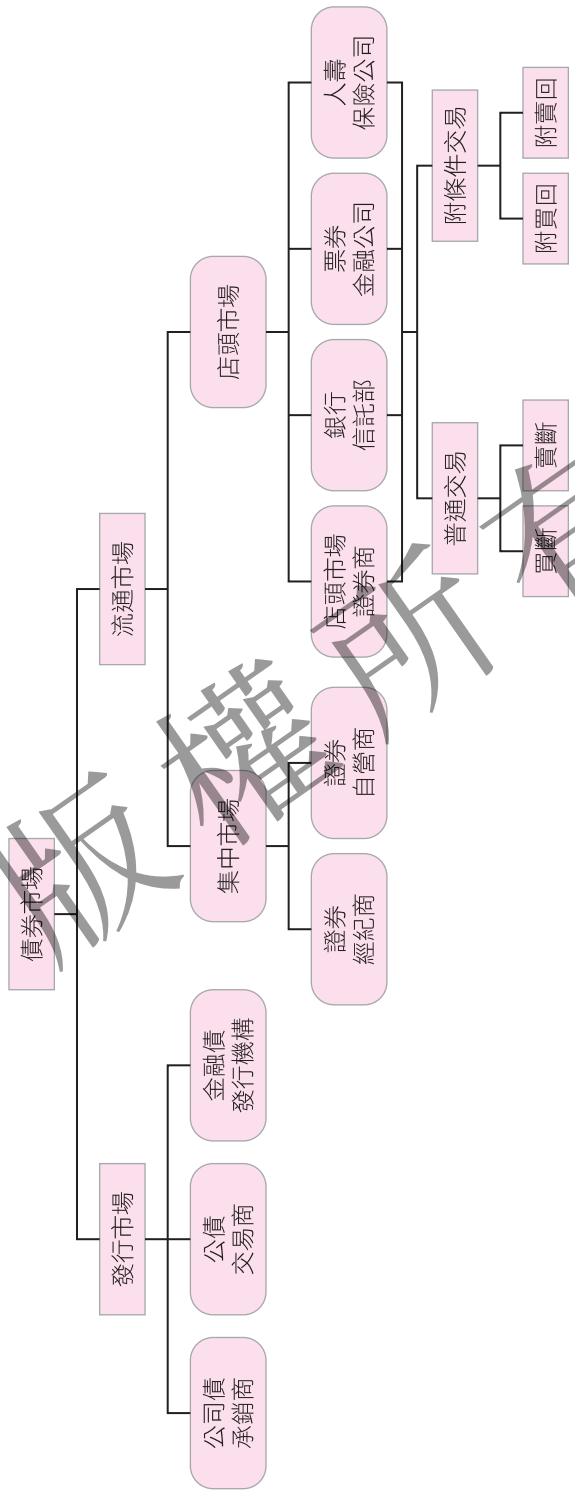


圖 8-3　台灣債券市場架構圖

版權所有

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

例題 8-2

甲公司以 1,000 萬元與乙銀行承作債券附買回條件交易，自 2 月 1 日起自 2 月 11 日止為期十天，約定年利率 3.6%，則到期日該筆交易可產生多少的利息收入？而甲公司可拿回多少本利和？

解答

$$\text{利息收入：}\ 10{,}000{,}000 \times (3.6\% \times \frac{10}{365}) = 9{,}863$$

$$\text{本利和：}\ 10{,}000{,}000 + 9{,}863 = 10{,}009{,}863$$

(二)債券附賣回條件交易

債券附賣回條件交易 (re-sell agreements, RS) 係指投資者與票券商於交易時約定，在將來特定之日期，以約定之價格，由票券商賣回原先投資者出售之債券。

(三)債券買斷交易及賣斷交易

債券買斷交易 (outright purchase, OP) 及賣斷交易 (outright sell, OS) 係指債券持有者將標的債券之所有權及本息兌領權利，依雙方合意之利率出售以換取價款之交易模式。由於債券價格會隨著利率、存續期間及市場需求變化起伏，一般而言持有者均須承擔價格波動的風險，但相對亦存在價格上升時獲取資本利得之空間。

買賣斷交易報價一般以殖利率或每百元價格方式進行，目前台灣債券市場係採殖利率報價，升降單位為一個基本點，以店頭市場電話雙向報價方式進行交易，當時價格則參考精業資訊或路透社之報價資訊，成交基本單位為新台幣 5,000 萬元，由於金額較大，市場參與者多以法人交易商為主，一般個人投資者則僅能以透過保證金交易方式參與。

二 台灣債券發行市場的債券種類

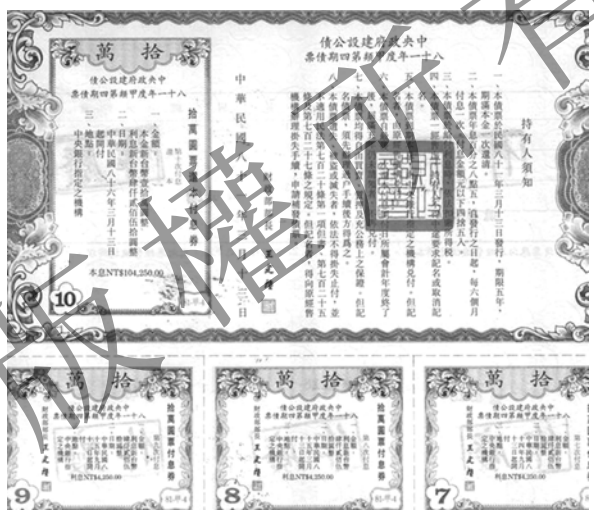
目前台灣債券市場主要的債券種類包括：

版權所有
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

(一)公債

在台灣債券市場中，政府公債的發行餘額最大，與其他國家一樣，是市場交易最活絡的債券。台灣政府公債依中央政府及地方政府發行的不同，又可分成中央政府公債及地方公債。投資人可向交易商在次級市場購買公債，或委託中央公債交易商在初級市場參加投標。若資金為短期運用則可從事附條件交易，靈活資金運用並收取穩定之收益率。

台灣發行的政府公債目前多為2、5、10、20、30年期，政府公債圖樣如圖8-4。金融債券與公司債在次級市場交易時，早期賣方必須負擔千分之一的證券交易稅，交易成本較高，以致流通性不如政府公債，但自2002年2月1日起政府已取消金融債券與公司債之證券交易稅，有助促進二者之交易流通。



資料來源：財政部網站，http://www.mof.gov.tw。

圖 8-4　台灣政府公債實體圖樣

為使社會大眾瞭解政府債務情況，財政部自2010年12月7日設置國債鐘(the National Debt Clock)，也就是在財政部網站首頁，以及位於台北市愛國西路2號的財政部大樓正門暨側門電子看板公布國債狀況，且每月更新一次。其目的是希望透過定期揭露國人背負公債金額，提醒各機關開源節流及落實全民監督機制。例如截至民國103年11月底止，中央政府一年以上債務未償餘額5兆2,539億元，短期債務未償餘額1,000億元；平均每人負擔債務22.9萬元。不過國庫署官員強調，國債鐘公布的是實際舉借數，而短期債務則是調度用，因此各月數字自然會有增有減。

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

(二)金融債券

為商業銀行及辦理中長期放款業務之專業銀行所發行，其債信等級僅次於政府債券，因發行額度低且多為相關金融行庫預購窖藏，少見流通。就目前台灣國內市場來看，金融債券之主要發行者多為聲譽卓著之行庫，如土地銀行金融債券，而台新銀、兆豐銀行及臺灣企銀等多家民營銀行，也均有發行金融債券。由於巴塞爾資本協定 (Basel Capital Accord) 允許銀行發行的次順位債券可部分有條件當作資本，因此目前許多銀行都會發行次順位金融債券，以增加資本。

(三)普通公司債

台灣現行法規規定，目前唯有已公開發行公司始得發行公司債。早期由於公司債在次級市場交易時，賣方必須負擔千分之一的證券交易稅，交易成本較高，以致流通性不如免稅之政府公債；但自 2002 年 2 月 1 日起，已取消公司債與金融債券的證券交易稅。此外，大部分公司債屬於私募性的，於上櫃市場掛牌發行。例如：「00 台塑 1」（第 100-1 期）為民國 100 年台塑企業所發行的第一期公司債；「03 台電 4B」（第 103-4 期 B 券）為民國 103 年台灣電力公司所發行的第四期無擔保公司債，其中分為 3、5、7、10 年四種年期，即為 A、B、C、D 四種債券，各發行 16、15、32、35.5 億元，合計第四期金額總共為 98.5 億元。

(四)可轉換公司債

目前國內可轉換公司債的名稱，是以發行公司名稱加上序號，例如「宏碁一」代表的是宏碁電腦第一次發行的可轉換公司債。此外，依規定，可轉換公司債轉換時，發行公司須變更資本額的登記，但因無法確實掌握每位投資人轉換的時間，因此，發行公司便以債券換股權利證書 (entitlement certificates) 的方式處理。也就是說，在發行後的第一年轉換者，給予序號甲，第二年為乙；但若同時存在兩個可轉換公司債，以聯電一及聯電二為例，聯電一以甲、丙、戊……為其第一、二、三年轉換之序號，聯電二則使用乙、丁……為其序號。而聯電甲、聯電丙等便是代表換股權利證書，透過換股權利證書，發行公司只需於年底變更一次資本額。有些公司為便利投資人早日轉換成正式股東，會每半年甚至每季即申請變更一次資本額。

此外，「可轉換公司債」若在海外發行，則稱為「海外可轉換公司債」(Euro CBs, ECBs)，台灣政府從 1989 年開始核准企業發行海外公司債，迄今已

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

有多家上市公司至海外發行 ECBs。國內企業發行的海外可轉換公司債金額最高在 2003 年時，曾達 106.27 億美元，之後就逐漸減少，2009 年曾最低到只有 2.75 億美元，2014 年至 10 月底則有 8.95 億美元，海外可轉換公司債成為企業籌資另一項管道。

轉換價格 (conversion price, CP)

轉換價格係指可轉換公司債要轉換成普通股的價格。國內每張可轉換公司債的面額為 100,000 元，以 2003 年 2 月 19 日發行的神基一為例，其轉換價格為 29 元，以 100,000 元除以 29 元，約為 3,448，代表每張神基一可轉換公司債可轉換成 3,448 股的神基股票，此 3,448 股稱為轉換比率。

(五)外國金融債券

過去陸續有跨國性的外國金融機構（如亞洲開發銀行、中美洲銀行、歐洲投資銀行、北歐投資銀行等）來台灣發行以美元、日圓或新台幣計價的外國金融債券。

第六節 債券投資的風險

債券是固定收益投資工具，所以風險和股票、選擇權等衍生性金融商品相比都低很多；然而我們必須瞭解，任何投資都是有風險的，只是風險的高低不同。以下，我們就要介紹投資債券的五種主要風險。

一 利率風險

債券價格的計算，是將債券持有期間所預估的現金流入依預期報酬率予以折現的現值（也就是現金流入除以預期報酬率，而此報酬率即殖利率），所以債券價格和殖利率是呈反向變動的關係；當利率上升時，債券價格會下跌，投資人若於此時出售債券，可能面臨資本損失，此即利率風險。例如，為預防景氣過熱所帶來的通貨膨脹威脅時，央行可能採行緊縮性貨幣政策（即調高利率），如此會造成公債殖利率上揚、債券價格下跌，所持有的公債就會產生資本虧損。

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING