第一節 債券交易市場

重要名詞 Key Words

集中市場交易	Exchange Trading
店頭市場交易	OTC Trading

集中市場與店頭市場

債券是在次級市場進行交易；依照交易方式的不同，可分為集中市場交易(Exchange Trading)與店頭市場交易(Over-the-Counter or OTC Trading)兩種。集中市場交易採集中競價，意即所有買、賣單均集中於一個固定場所，透過公開競價的方式來撮合交易，並即時公開揭露成交價格。店頭市場交易則是以議價為主，買賣沒有特定的場所，交易雙方可以透過電話或電子交易系統，經過討價還價後完成交易。

國內的債券交易係採集中與店頭交易雙軌並行制度，不過包括公債、公司債等主要債券類別的交易仍然是以店頭市場為主[1]，這是因為債券交易的單位金額龐大，參與者習慣以議價方式來決定交易價格（利率）。另外，國內債券市場中的附條件交易十分盛行，而此種債券交易形式也只能在店頭市場進行。

債券的次級市場報價方式

債券在市場上的報價是以「百元報價」為基準。所謂**百元報價法**，是指無論債券實際上的面額為多少，都將之視為$100的一種報價方法。基此，若市場報價大於$100，代表債券價格超過面額，或稱作溢價；若報價小於$100，代表債券價格低於面額，或稱作折價。舉例來說，若債券報價

[1] 可轉換公司債通常是在集中市場掛牌交易。

著作權所有 侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

為 99.1305，表示其價格為面額 ($100) 的 99.1305%；就總面額$50,000,000 的債券交易而言，該筆債券之市價即為$49,565,250 (= $50,000,000 × 0.991305)。

有些國家的債券市場報價，在元以下的部分是以分數表示，例如在美國債市，公司債是以 1/8 (= $0.125) 為一級距，而政府債券則是採 1/32 (= $0.03125) 為最小變動單位。舉例來說，若公司債與公債的報價分別為 99-05 及 101-17，則表示該公司債價格為 99 5/8 ($99.625)，而公債價格為 101 17/32 ($101.53125)。在交易特別活絡的市場中（例如公債熱門券），有時還會以 1/64 作為價格之最小變動單位[2]。

債券的報價也可以透過殖利率來進行。由於債券價格與殖利率是一體的兩面，可以透過債券評價公式相互反推出[3]。以殖利率來報價的好處是它可以直接反映市場利率的動態，對交易員而言比較符合直覺的反應。舉例來說，在 2017 年 7 月 12 日上午 9:42，國內市場中代號 A06104 的十年期中央政府公債盤中買進 (Bid) 與賣出 (Ask) 報價分別為 1.0850%及 1.0810%[4]。

我國債券交易系統的發展

傳統以來，債券的次級市場交易都是以店頭 (Over-the-Counter) 買賣為主，也就是在證券自營商營業處所議價交易，但市場趨勢已逐漸倚重電子交易系統，交易員的電腦螢幕上呈現著不同機構（通常為匿名）對不同期次債券的買賣報價。只要經由滑鼠的點選，一筆交易即可在瞬間完成，而最新的成交價格也可透過交易系統迅速傳播。

目前我國的公債交易主要是透過櫃檯買賣中心所建置的債券電子交易系統 (Electronic Bond Trading System, EBTS) 完成。櫃買中心首先在 2001 年開發出「債券等殖成交系統」，該系統包括「電腦議價系統」與「比對系統」兩部分。電腦議價系統提供交易商輸入買賣報價及線上議價成交之功能，

[2] 若債券報價中出現「+」時，表示須以 1/64 計價；此時還須將分子部分乘以 2 再加上 1。例如，99-17+ 表示價格為 99 35/64 ($99.546875)。

[3] 實務上，國內債券交易多採用櫃買中心所公布之債券殖利率與百元參考價格換算公式。請參考隨書光碟 → 延伸學習資料夾 → Chapter 6 → No.1。

[4] 國內的公債殖利率報價是以 0.0001% (0.01bp) 為最小變動單位。各期債券的交易資訊，請參考隨書光碟 → 延伸學習資料夾 → Chapter 6 → No.2。

著作權所有 侵權必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

賣方可以選擇確定報價或參考報價的方式，還可以選擇報價的對象，買方則可以透過系統進行詢價[5]。比對系統則是提供交易商在自行議價後，將交易資料輸入系統作比對與確認的功能。表 6-1 將兩系統作一比較。

表 6-1　櫃檯買賣中心「電腦議價系統」與「比對系統」之比較

	電腦議價系統	比對系統
作業時間	上午 9:00 至下午 1:30	下午 1:30 至下午 4:00
交易單位	最小單位為面額新台幣 5,000 萬元整，每筆交易不得超過九個交易單位	最小單位為面額新台幣 10 萬元整，並以面額新台幣 5 億元為上限
報價	殖利率報價，以 0.0001% 為最小單位	同左
交易結算日	成交日次二營業日 (T＋2)	同左
錯誤處理	經交易雙方同意，於交易當日下午 4:00 前，申報更正或取消交易	同左

為了強化「債券等殖成交系統」的功能，櫃買中心在 2002 年將市場上所有「指標公債」的交易納入電子議價系統[6]。而為了提高公司債與金融債券在次級市場的交易效率，櫃檯買賣中心又在 2003 年 8 月推出「公司債暨金融債券」交易系統（又稱作固定收益證券交易系統），提供這兩種債券的競價及議價交易機制，小額投資人可以透過此系統買賣公司債與金融債券，最小交易單位為 10 萬元，最高則是以 5,000 萬元為限。

中央公債主要交易商制度

為了進一步活絡國內公債交易並促進公債市場的健全發展，我國中央銀行於 2003 年 5 月建立**中央公債主要交易商** (Primary Dealer) 制度，將「公開市場操作指定交易商」區分為配合中央銀行調節金融之「一般指定交易商」及活絡公債交易與促進公債市場健全發展之「中央公債主要交易商」

5 「確定報價」若經其他證券商確認後，即行成交，但是提供「參考報價」的證券商可以在一定時限內回應是否成交，此即為該系統的「議價」功能。

6 「指標公債」為櫃買中心從市場上流通或即將發行之公債中所選出之富代表性具不同到期期限（二年、五年、十年、二十年）的債券。

著作權所有　侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

兩種。中央公債主要交易商的義務包括積極參與中央公債之競標、發行前交易，以及在次級市場扮演造市者的角色，並對指標公債提供雙向報價等[7]。在權利方面，主要交易商可以參與央行公開市場操作，並在承作附條件交易時獲得較寬的額度限制。

交易商的下單報價行為常會有洩漏自身操作策略之疑慮，因此在一些國外的市場中，還有專門居於債券交易商之間的中介機構 (Inter-Dealer Broker)，以匿名撮合的方式來為不同的交易商提供買賣服務，使得債券次級市場的交易更為活絡。

債券交易相關稅賦

債券交易的相關稅賦包括證券交易稅（證交稅）、營業稅、證券交易所得稅（證所稅），以及債券利息所得稅。在國內債券市場發展的初期，政府公債及國際金融組織債券皆享有免徵證交稅的優惠，而公司債及金融債券的交易則有千分之一的交易稅。不過，為了活絡債券市場交易及協助企業籌措資金，主管機關已自 2002 年起，取消了公司債及金融債券的交易稅。因此，目前國內市場中所有債券的交易均不課徵交易稅[8]。

至於營業稅及證所稅，目前在國內是所有類型的債券交易均可免徵。證所稅的免徵雖讓投資人從事債券買賣操作賺到的**資本利得** (Capital Gain) 不必繳稅，但如有**資本損失** (Capital Loss)，投資人也同樣不能用以抵扣所得稅。若干課徵證所稅的國家，會將交易所得區分為短期與長期；短期所得（投資期限在一年或六個月之內）視同一般所得，而長期所得則可適用比一般所得稅率更低的資本利得稅率。

目前在國內市場從事債券交易唯一會被課稅的是利息所得，而利息金額是依照債券面額及票面利率來計算。個人投資債券的利息所得是採分離課稅方式（稅率 10%）課徵，而法人機構則是併入營業所得課徵。

---

[7] 本章第四節會討論發行前交易制度。

[8] 國內公司債及金融債券交易稅停徵的法源依據為 2002 年通過之「促進產業升級條例」第 20-1 條；該項租稅減免條款原定七年後落日，但於 2009 年底修法通過延長停徵七年。在 2016 年底，政府再次修法將停徵時限繼續延長十年（至 2027 年），同時還將債券 ETF 受益憑證也納入停徵證交稅的範圍。

著作權所有 侵害必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

現金基礎與應計基礎

國內債券市場的個人投資者與法人（機構）投資者在課稅基礎上並不相同。簡言之，個人課稅是採**現金基礎**(Cash Basis)，依照實際領取的債息金額在當年度報繳所得稅；法人則是採**應計基礎**(Accrual Basis)，是按照實際持有債券的天數來計算債息收入。在領取債息之時，無論法人或個人投資者皆會被預扣10%的利息所得稅，但在日後報稅時可以用此預扣稅額來抵減稅負[9]。

例6-1

張先生於11月1日買入五張面額$1,000,000的公債，並於兩天後進行交割。該批公債於每年12月17日付息，票面利率為6%。若張先生在領息之後旋即將債券全數賣出，且在該年度亦無其他利息收入，則張先生在該年度之應稅利息所得是多少？若該批債券是由一個法人機構在相同時點買進，然後賣出，則該法人機構持有這批公債的應稅利息所得又是多少？

1. 依據現金基礎，張先生的債息收入為該年度實際所領到之債息金額，因此該年度應稅利息所得為：

$$\$1{,}000{,}000 \times 0.06 \times 5 = \$300{,}000$$

2. 依據應計基礎，法人機構的債息收入為實際持有期間的債息金額。從11月3日到12月17日共計44日，因此法人機構在該年度的應稅利息所得為：

$$\$1{,}000{,}000 \times 0.06 \times 5 \times \frac{44}{365} = \$36{,}164.4$$

[9] 非我國境內之個人或法人，利息所得的預扣稅款為20%，但是若外國個人或機構在我國設有居所（超過一百八十三天）或營業處所，則扣繳稅率與國內投資人相同(10%)。

著作權所有 侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

由於個人投資者是採現金基礎來計算債息所得，因此在〔例 6-1〕中的張先生，雖然僅持有該批公債不到兩個月，但卻須負擔全年債息收入的所得稅。倘若張先生在付息日之前（例如在 12 月 14 日）就將債券賣出，則因未能領息，便不會產生任何應稅利息所得[10]，這樣的課稅方式無異提供個人投資者一個避稅的管道。

有鑑於此，政府主管機關透過修法，自 2007 年 1 月 1 日起，將個人持有公債、公司債及金融債券之利息所得一律改採**分離課稅**，稅率為 10%[11]。如此一來，投資人若是在付息日之前即將債券賣出，買方會針對應計利息部分預扣 10%的分離課稅稅額。

另外，國人投資海外債券所產生的利息收入是屬於境外所得，個人投資者得免稅，法人機構則是併入各年度營業收入課稅。若有外國投資人購買我國企業赴海外發行之債券，其所領取的債息依法也須繳納預扣稅款，不過在實務上，此部分通常會由發行機構自行吸收。

著作權所有 侵害必究

例 6-2

永發證券公司於 5 月 13 日將總面額$50,000,000 的公債賣出，該批公債的票面利率為 2.5%，每年 4 月 15 日付息。假設公債的賣出價格為$101.625，永發證券賣出該批公債實際收到的金額會是多少？（計息方式採 Actual/365）

（續下頁）

10 事實上，張先生在賣出債券時所收到的應計利息就是應稅債息收入，但因並非直接向債券發行機構兌領，故無須認列為債息所得。

11 在我國，個人投資短期票券與證券化商品之利息所得也是採分離課稅。為達租稅公平，並兼顧金融市場發展與簡化稽徵作業，我國已修法將這兩類商品的分離課稅稅率也改為 10%（原本短期票券為 20%，證券化商品為 6%）。

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

$$\text{債券賣出的總收入} = \text{賣出價格} + \text{應計利息}$$

$$\text{債券賣出價格} = \$101.625 \times \$50{,}000{,}000/\$100$$

$$= \$50{,}812{,}500$$

$$\text{應計利息} = \$50{,}000{,}000 \times 0.025 \times 28/365$$

$$= \$95{,}890.41$$

依照10%的預扣稅率，永發證券只會收到90%的應計利息，因此賣出該批公債實際收到的金額為：

$$\$50{,}812{,}500 + \$95{,}890.41 \times 0.9 = \$50{,}898{,}801.37$$

觀念平台　公債發行市場的壟斷操作

在大多數國家的債券市場中，政府公債的發行量皆遠超過其他類型的債券，而在次級市場中，政府公債也往往是交易量最為活絡、價格也最透明的債券商品。有鑑於公債市場的重要性，公債交易秩序的維護明顯受到各國金融主管機關的重視。

許多人因此認為，要壟斷或操縱一個規模龐大的政府公債市場不是一件容易的事；然而，事實並非如此。基於市場投資人對於公債熱門券的需求及偏好，有心人士只需針對特定期次的公債進行操作，便有可能對公債市場的正常運作產生嚴重的影響。

1990年代初期，美國公債發行市場出現了頗為不尋常的現象；一些期次的新發行公債在上市後出現嚴重的券源短缺，讓許多發行前交易(When-Issued Trading)的賣方，必須付出遠高於公債標售之價格來取得所需的公債，才能順利完成交割，以免發生違約*。此一情況不僅擾亂了公債市場的交易秩序，也打擊到投資人對公債交易的信心，促使主管機關對此事件展開調查。

調查結果發現，當時美國的一家政府公債交易商——所羅門兄弟公司(Salomon Brothers)，在幾次的公債競標過程中，違規借用人頭戶來超額購入公

著作權所有　侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

債，事後則惜售所標得之券源，蓄意讓這些新發行公債在市場上缺貨，導致價格飆漲而趁機牟利。

事實上，為了避免公債得標分配太過於集中，美國政府原本就對公債交易商設有35%的標購限制，但是公債交易商可以接受客戶委託代為投標，而委託單之得標部分並不計入公債交易商的標購限額內。所羅門兄弟公司就是利用此一漏洞，未經客戶同意就假借其名義代下投標單，並以優勢價格購入大量公債。調查顯示，在1990～1991年間，該公司在四年期及五年期公債的競標中，平均取得了發行額度半數以上的債券，其中一期次的得標比例甚至高達85%。

上述之壟斷公債發行市場的醜聞，在經過美國財政部及證券交易委員會(SEC)的調查後，所羅門兄弟公司被處以2億9,000萬美元的罰金，同時該公司的政府公債交易商資格也被吊銷一年。此一事件嚴重影響到該公司的聲譽，業務經營從此一蹶不振，最後與另一家券商美邦公司(Smith Barney)在1997年合併成為所羅門美邦公司(Salomon Smith Barney)，而該公司在一年後再被花旗集團(Citigroup)併購。

針對所羅門兄弟公司所引發的市場壟斷事件，美國財政部隨後召集證券交易委員會(SEC)、期貨交易局(CFTC)以及聯準會(FED)，特別成立了一個跨部門市場監視小組，定期開會來商討公債交易商的交易狀況、持有部位的變化以及公債融資操作的情況，目的就是要防堵類似的情事發生。

我國針對公債標購的限制與美國相同；公債交易商每期得標數額不得超過發行額度的三分之一。不過，非公債交易商（即一般投資法人）可以委託不只一家的公債交易商來進行投標，因此其所標購到的總數額仍有可能超過單一交易商的得標限額。另外，國內目前的公債發行前交易規模並不大，且交易商通常會在公債標售之前就進行反向平倉，因此須實際取得券源進行交割的壓力並不大。然而，有鑑於國外所發生過的公債標購弊端，主管機關仍應密切觀察各交易商在發行前交易市場的買賣情形與部位變化，並即時且精確地掌握公債得標之分布情形，以確保公債市場的正常運作。

（續下頁）

著作權所有 侵權必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING