

參、金融部門之評估

一、金融市場

民國103年，金融業拆款市場規模先升後降；票券初級市場發行餘額略減，惟次級市場交易金額增加；債券初級市場發行餘額明顯擴增，次級市場交易金額則維持在低檔，至於短期利率，持穩於相對低檔，長期利率則與美國公債連動性高。同期間，股票市場之股價指數走高，波動率則呈震盪走勢。新臺幣對美元匯率先升後貶，波動幅度相對穩定。

(一) 貨幣及債券市場

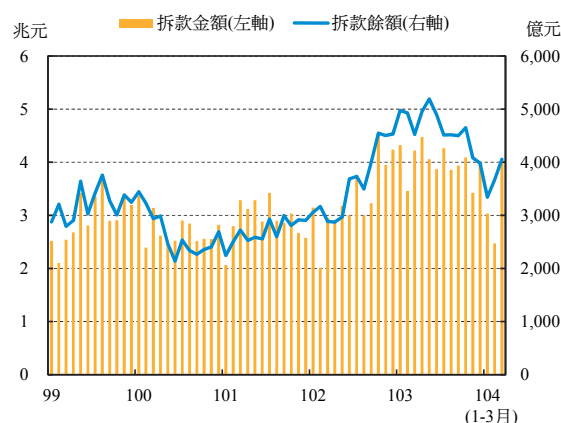
1. 金融業拆款市場規模先升後降

103年上半年金融業拆款市場之拆款餘額及拆款金額分別較上年同期大幅成長42.15%及58.13%，主要係市場資金持續寬鬆及銀行間資金分配不均，加以比較基期較低所致；下半年則因部分金融機構調整資金操作策略(例如考量資本適足率因素)，減少拆出資金，使拆款餘額及拆款金額下滑。104年1-2月拆款餘額及拆款金額續維持低檔，惟3月已有回升(圖3-1)。

2. 票券發行餘額略減，惟次級市場交易金額增加

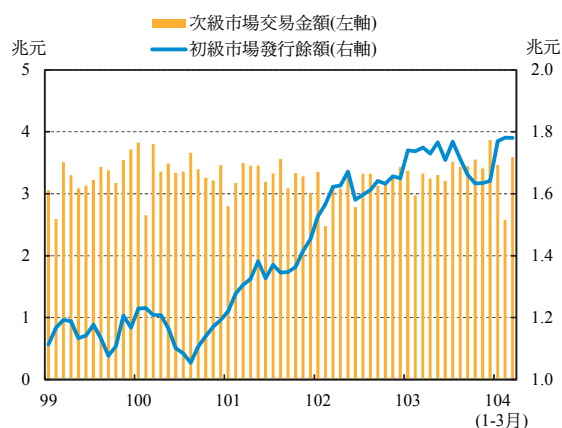
103年底票券初級市場發行餘額較上年底減少90億元或0.54%，其中

圖 3-1 金融業拆款市場



註：拆款餘額係指當月日平均數。
資料來源：本行業務局。

圖 3-2 票券初級及次級市場



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金管會銀行局編「金融業務統計輯要」。

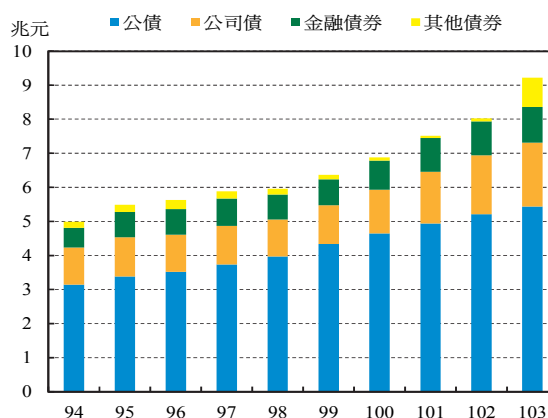
國庫券受國庫資金調度影響，較去年底減少846億元或39.41%，銀行可轉讓定期存單餘額亦較去年底減少321億元或13.83%；至於商業本票，因短期利率維持在低檔，吸引中油等公營事業及部分大型民營企業增加發行商業本票籌資，致發行餘額較去年底增加1,076億元或8.98%。104年3月底票券發行餘額大幅彈升至近年之高點(圖3-2)。

票券次級市場方面，103年交易金額較上年增加7.72%，主要係商業本票發行餘額增加，票源擴充，以及市場資金充裕，銀行及法人等之買票需求增加所致⁵⁴。104年除2月受季節性因素影響而下滑外，大致維持在高水準(圖3-2)。

3. 債券發行餘額擴增，惟買賣斷週轉率維持在低檔

103年底債券發行餘額較去年底增加14.80%，其中以外幣計價之國際債券⁵⁵成長12.75倍為最多，主要係金管會大幅簡化發行手續，並於6月起放寬保險業投資國際債券金額可不計入其國外投資限額，因而吸引國內外企業及金融機構相繼發債籌資所致(專欄4)。公司債則因美國QE政策退場，企業預期未來Fed可能升息而提高其發債意願，致發行餘額成長8.01%。金融債券因銀行為充實資本及增加購併動能，其發行餘額亦較去年底成長5.94%。政府債券(以下簡稱公債)受持續採行公債定期

圖 3-3 各類債券發行餘額

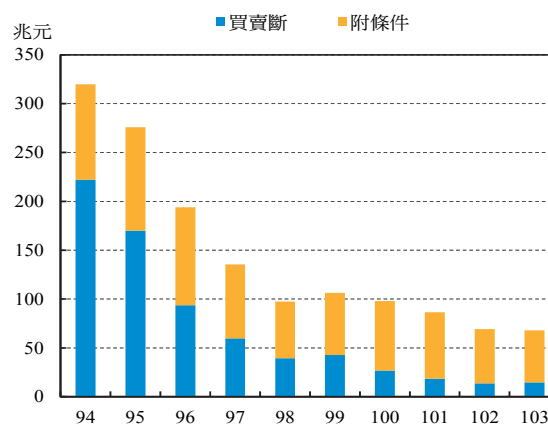


註：1.其他債券包括受益證券、外國債券及以外幣計價之國際債券。

2.103年底其他債券發行餘額市占率9.3%，其中國際債券占其他債券比重達96.16%。

資料來源：金管會證期局。

圖 3-4 債券買賣斷及附條件交易量



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

⁵⁴ 票券次級市場之商業本票交易金額所占比重超過8成，對整體交易量之增減影響大。

⁵⁵ 國際債券(International Bond)係指國內、外發行人於臺灣募集發行並向櫃買中心申請上櫃之外幣計價債券，如果採人民幣計價發行時，另稱為寶島債券(Formosa Bond)。

適量發行政策影響，發行餘額僅成長4.43% (圖3-3)。

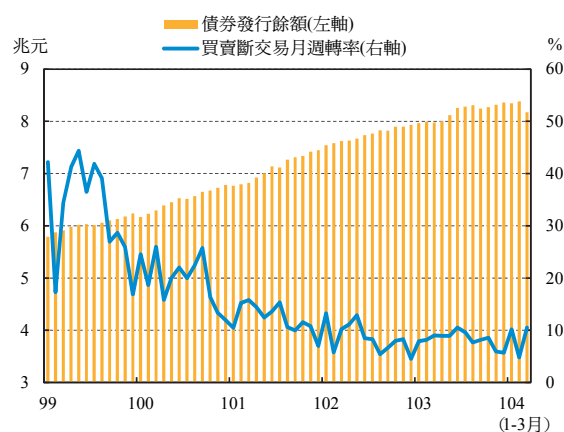
債券次級市場方面，103年受美國QE退場及可能升息議題之影響，短線交易風險偏高，加上債券籌碼過度集中，買賣斷交易量略為萎縮(圖3-4)，12月主要債券買賣斷月週轉率降至5.71%低水準；104年第1季主要債券買賣斷月週轉率大致維持在低水準(圖3-5)。

4. 短期利率持穩，長期利率多與美債走勢連動

短期利率方面，103年本行政策利率維持不變且市場資金適度寬鬆，前3季90天期商業本票次級市場利率多持穩於0.83%上下，惟第4季受年底季節性因素影響，短期利率略為上升。104年第1季，短期利率仍持穩於相對低檔(圖3-6)。

長期利率多與美國公債(以下簡稱美債)走勢連動，103年第1季受烏克蘭地緣政治事件影響，全球資金紛紛流向美國避險，使美債殖利率走低，我國10年期指標公債(以下簡稱臺債)殖利率亦隨之下滑；6月起因我國景氣復甦轉趨明顯，臺債殖利率從低檔反彈呈震盪整理；9月中旬預期未來Fed升息機率高，推升長天期債券殖利率；惟第4季起因國際油價重挫，通膨壓力減緩，加以部分國家相繼實施寬鬆貨幣政策，全球債市走多，臺債殖利率隨之下滑。104年第1季臺債殖利率亦隨美債走勢先升後降。

圖 3-5 主要債券發行餘額及買賣斷月週轉率

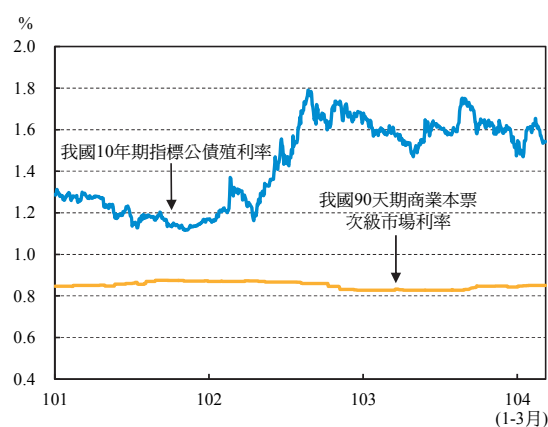


註：1.主要債券標的包括公債、公司債及金融債券。

2.買賣斷交易月週轉率=當月買賣斷成交值/平均發行餘額，其中平均發行餘額=(當月底發行餘額+上月底發行餘額)/2

資料來源：金管會證期局。

圖 3-6 長短期利率走勢



資料來源：Bloomberg。

(二) 股票市場

1. 股價指數逐步走升，波動率呈震盪走勢

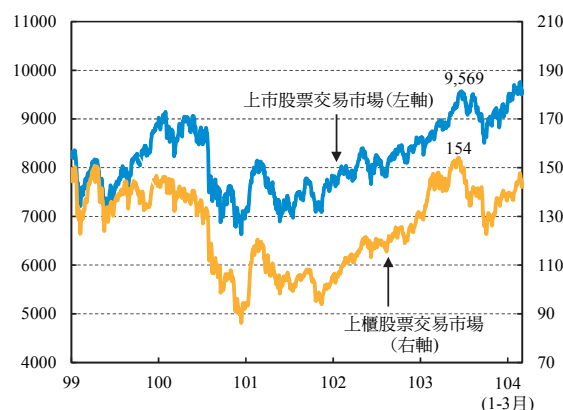
103年上市上櫃股票市場之表現優於102年。上半年由於全球景氣復甦，電子業營收持續增加及金管會開放雙向當日沖銷交易等措施，帶動法人買超，上市股票市場之發行量加權股價指數逐漸走高，7月15日升抵9,569點之全年最高點，其後因高雄氣爆公安事件及食品安全問題等因素，影響市場信心，10月17日指數下滑至8,513點。後續因美股指數上升，以及外資買超台股等因素，年底指數走高收在9,307點，全年漲幅8.08%。104年初因金管會為提升台股量能，提出證券市場揚升計畫，擬放寬股市漲跌幅限制活絡股市，復以美股頻創新高，帶動台股持續走升，3月底收在9,586點，較103年底上漲3.00% (圖3-7)。

上櫃股價指數之走勢與上市股價指數雷同，自103年初逐步攀升，全年最高點為7月初之154點，年底收在140點，全年漲幅8.34%；104年第1季指數走高，3月底收在144點(圖3-7)。

與歐美及亞洲主要股市比較，103年國際主要股市，除英國、南韓與馬來西亞外，多呈上漲格局，尤以上海漲幅52.87%為最高；我國全年漲幅8.08% (圖3-8)。

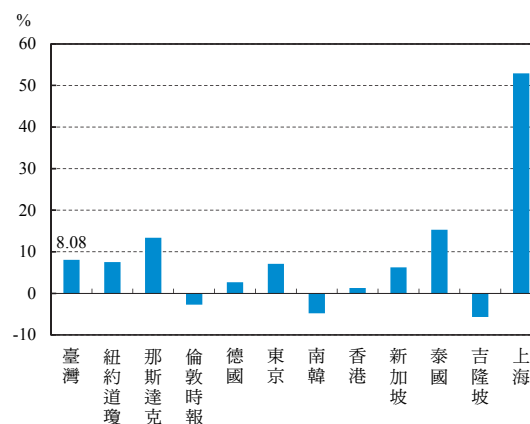
就上市股票產業類股而言，受到半導體、面板及手機相關產品需求成長影響，103年電子產業類股表現佳，尤以半導體業類股全年上漲29.63%最高。

圖 3-7 發行量加權股價指數



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-8 國際主要股市漲跌幅比較



註：1.本圖為 103 年各股市之股價指數漲跌百分比。

2.臺灣部分為上市股票市場。

資料來源：臺灣證券交易所。

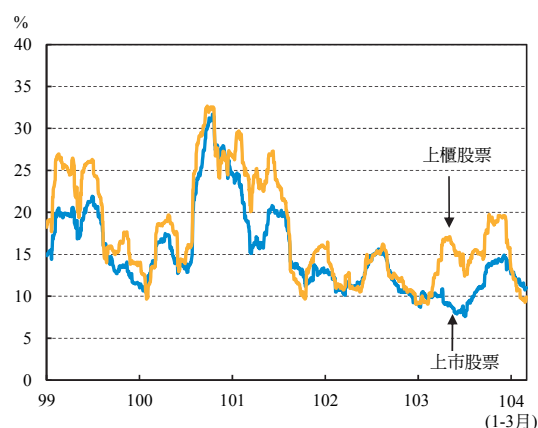
103年我國上市股價指數波動率呈先降後升走勢，上櫃股價指數波動率亦震盪走高，12月底分別為14.51%及18.94%。104年初隨著台股回升走穩，波動率緩步下降，3月底上市及上櫃股價指數波動率分別為10.99%及9.91% (圖3-9)。

2. 上市股票成交值年週轉率略為回升，上櫃股票則連續2年上升

103年我國上市股票交易市況升溫，其中上市股票市場平均月成交值約1.82兆元，較上年成長15.61%，成交值年週轉率略回升至84.63%。上櫃股票市場則表現較佳，103年平均月成交值5,297億元，較上年增加57.68%，成交值年週轉率續升至241.92%(圖3-10)。

比較103年歐美及亞洲主要股市之成交值年週轉率，以上海及東京最高，我國上市股市居中，與紐約道瓊股市相近，並高於倫敦時報、德國、香港、新加坡、泰國及吉隆坡等股市(圖3-11)。

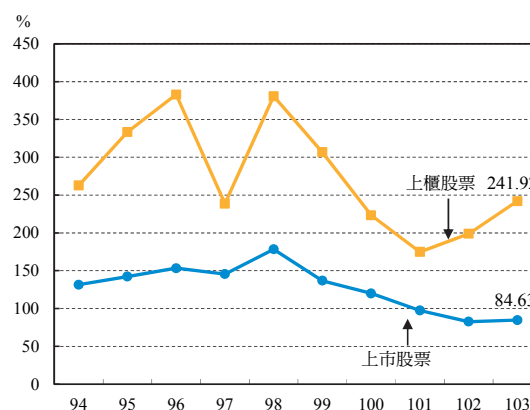
圖 3-9 股價指數波動率



註：波動率係計算 60 個營業日之日報酬率標準差，再轉換為 1 年標準差。

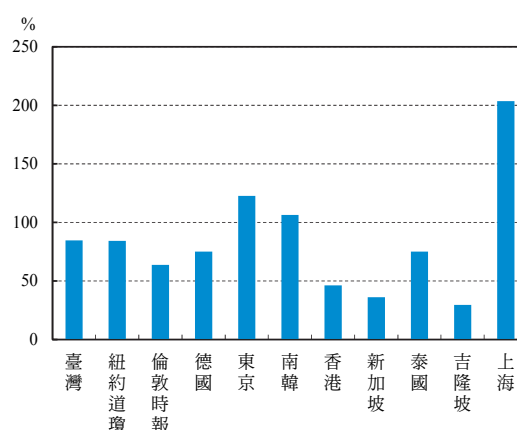
資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心，本行金檢處估算。

圖 3-10 股票市場成交值年週轉率



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-11 國際主要股市年週轉率比較



註：1.本圖係 103 年成交值年週轉率資料。

2.臺灣部分為上市股票市場。

資料來源：臺灣證券交易所。

(三) 外匯市場

1. 新臺幣對美元匯率先升後貶，外匯交易量擴大

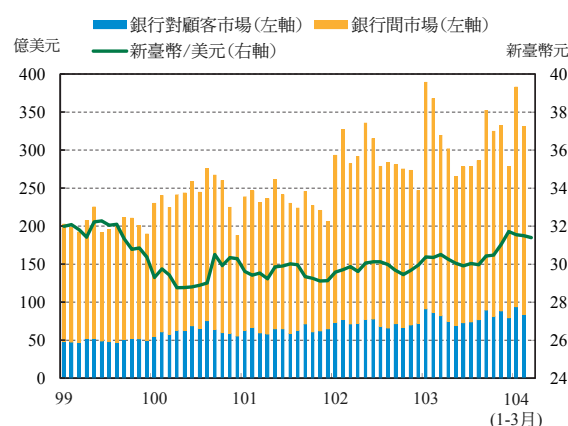
103年第2季起，因外資淨匯入金額增加，新臺幣對美元逐漸升值，7月2日升抵1美元兌新臺幣29.905元全年最高點。其後因美國Fed於10月底結束資產購買計畫，以及歐洲及日本央行擴大貨幣寬鬆政策，帶動美元兌其他貨幣升值，新臺幣對美元趨貶，12月24日貶至1美元兌新臺幣31.815元之全年最低點，103年底略回升貶至1美元兌新臺幣31.718元，全年貶值幅度為5.57%。104年初，新臺幣對美元匯率在狹幅區間震盪，3月底收在1美元兌新臺幣31.401元(圖3-12)。

103年其他主要亞洲貨幣對美元亦呈貶值，新臺幣貶值幅度5.57%，高於韓元3.26%、星幣4.36%及人民幣2.42%。104年3月底，新臺幣較上年底微幅升值1.01%，日圓、韓元、星幣及馬來西亞幣則呈貶值走勢(圖3-13)。

至於新臺幣對其他國際主要貨幣之升貶情形，103年受日圓續貶影響，新臺幣對日圓匯率升值7.59%；對歐元及英鎊亦分別升值7.10%及0.29%；同期間，新臺幣對韓元則貶值2.40%(圖3-14)。

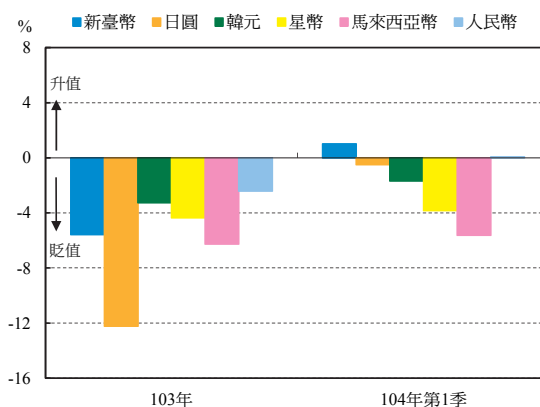
103年因國內外資金進出規模擴大，外匯市場交易較上年更為活絡，臺北外匯市場全年日平均交易量高達315億美元，較上年平均290億美元增加8.27%，主要因銀行間交易增加所致(圖3-12)。依交易對象區分，103年全年外匯交易量以銀行間

圖 3-12 新臺幣/美元匯率及外匯交易量



註：1.本圖係指月底匯率及當月日平均外匯交易量。
2.外匯交易量最新資料截至104年2月。
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 3-13 亞洲主要貨幣對美元之升貶幅度



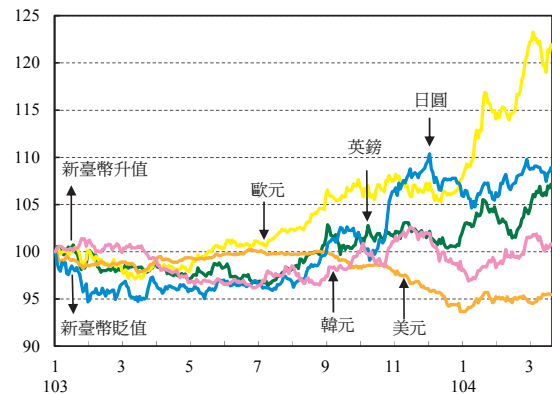
資料來源：本行外匯局。

市場占74.44%為主，銀行對顧客市場則占25.56%；依交易類別區分，以換匯交易占42.78%為最多，即期交易占36.52%次之。

2. 新臺幣對美元匯率波動幅度相對穩定

103年新臺幣對美元匯率波動率介於0.79%-4.25%之間，全年平均波動率僅2.22%。104年初由於歐洲、中國大陸及南韓掀起貨幣寬鬆與降息潮，加上瑞士央行放棄歐元兌瑞士法郎匯率下限政策，以及更多國家加入負利率政策行列⁵⁶，國際資金流入亞洲，金融市場震盪轉劇，新臺幣對美元匯率波動率上升至5%上下，惟隨後已逐步回降。103年以來，相較於日圓、歐元、韓元及星幣等貨幣，新臺幣對美元匯率維持相對穩定(圖3-15)。

圖 3-14 新臺幣對國際主要貨幣之升貶趨勢



註：基期 103 年 1 月 2 日為100。

資料來源：本行外匯局。

圖 3-15 新臺幣及其他貨幣對美元匯率波動率



註：波動率係計算 20 個營業日之日變動率標準差，再轉換為 1 年標準差。

資料來源：本行外匯局，本行金檢處估算。

⁵⁶ 繼歐洲央行2014年6月採行負利率政策後，瑞士及瑞典央行亦分別於2015年1月及2月採行。

專欄4：我國國際債券市場之發展歷程與展望

國際債券(International Bond)係指國內、外發行人於臺灣募集發行並向櫃買中心申請上櫃之外幣計價債券，若採人民幣計價發行者，另稱為寶島債券(Formosa Bond)。國際債券市場除有助於國內發行人籌措外幣資金，以及藉由國外發行人在臺發債提升金融產業國際競爭力外，亦可提供國內充沛資金之重要去化管道，惟自94年開始發展以來，受總體經濟環境及部分制度層面之影響，市場發展有限，至102年起始漸為熱絡，103年更呈現爆發性成長，逐漸成為國際級企業與銀行發債募集資金之重要選項，其發展歷程與展望值得探討。

一、國際債券市場之發展歷程

我國國際債券市場之發展，主要可分為三個階段：

(一) 草創奠基期(95年至101年10月)

1. 開放本國及外國發行人¹得募集與發行人人民幣以外之外幣計價國際債券，發行人或債券之信用評等應達一定等級以上，並應向主管機關申報及取得中央銀行同意，始得在臺發行國際債券。
2. 由櫃買中心建置國際債券交易系統，供自營商間買賣斷及附條件交易，一般投資人則可透過證券商營業處所進行議價交易。
3. 整體而言，本階段之開放措施，為國際債券市場奠定初步基礎。

(二) 法規鬆綁及市況升溫期(101年11月至103年5月)

1. 開放人民幣債券的募集與發行，以及建置兩岸貨幣清算機制及DBU正式開辦人民幣業務等，並將人民幣納入外幣結算平台，為臺灣發展人民幣離岸市場開啟新頁。
2. 實施國際債券市場分級管理機制

將投資人屬性區分為專業投資機構(係指金融消費者保護法第4條所稱之專業投資機構)及非專業投資機構(一般投資人)，大幅鬆綁專業板債券(僅銷售給專業投資機構者)之發行人資格、發行程序及審查書件等要求；至於可銷售予一般投資人之非專業板債券，則多維持原有作法，以保障一般投資人權益。專業板債券之簡化措施如下：

- (1) 外國發行人發行專業板債券，豁免其向主管機關申報生效，取消債券信用評等要求，發行前向本行報備即可(無須取得備查函)，以及向櫃買中心申請登錄掛牌所需時程縮短，可大幅減少債券發行作業時間及降低發行成本。

- (2) 本國發行人發行專業板債券，簡化其申報流程，取消債券信用評等要求，以提升其發行時效。
3. 開放部分大陸地區註冊法人²來臺發行僅銷售予專業投資機構之人民幣計價普通公司債，大陸地區發行人應先向櫃買中心取具該債券得為櫃檯買賣之同意函，併同預定發行辦法、發行人基本資料及資金用途等資料事先報備本行外匯局，並副知金管會證券期貨局及櫃買中心後，始得發行。
4. 集保結算所與歐洲清算銀行(Euroclear)及明訊銀行(Clearstream)連結，提供外國投資人投資國際債券之款券交割服務。
5. 本階段之國際債券市場逐漸升溫。

(三) 蓬勃發展期(103年6月迄今)

1. 103年6月4日修正「保險法」，放寬保險業投資於國內證券市場上市或上櫃買賣之國際債券，不計入其國外投資限額(最高不得超過各該保險業資金之45%)，提供保險業海外投資資金回流之誘因。
2. 放寬專業板債券之銷售對象，由銀行業、證券業或保險業等「專業投資機構」擴大為「專業投資人」，俾具一定財力或專業能力之法人或自然人³參與。
3. 國際債券市場至此呈現蓬勃發展趨勢。

二、國際債券之業務概況

近年來，國際債券市場不論在發行面或交易面市況，均有顯著成長及活絡。

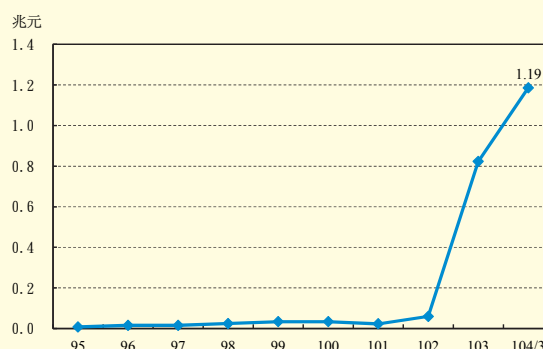
(一) 發行規模

第一檔國際債券由德意志銀行於95年11月發行，惟受到總體經濟環境、法令規範與發行程序影響，雖歷經6年，其發行量及流通餘額之成長極為有限，102年起始逐漸升溫(首檔人民幣債券由中國信託於102年3月發行)，103年更呈爆發性成長(圖A4-1)，且發行量首度超越公債發行量。茲就國際債券類型、發行人及投資人別分析如次：

1. 債券類型

歷年來(95年至104年3月)，國際債券發行類型以專業板占90.3%最

圖A4-1 國際債券發行餘額



註：外幣折合為新臺幣。
資料來源：金管會證期局。

高，非專業板僅占9.7% (圖A4-2)，顯示發行人偏好專業板債券之發行，主要係專業板債券發程序大幅簡化，以及近來發行之債券大多附有可提前贖回條款，當其發行人執行贖回權時，若僅針對數量有限的專業投資人，手續相對簡便所致。

2. 發行人別

以外國發行人之發行比例最高達71.8%；其次為本國發行人占18.6%；大陸發行人(陸銀)僅占9.6%(圖A4-2)，主要因其進入市場時間尚短所致。

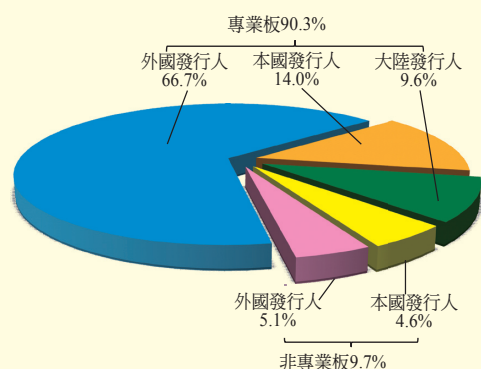
3. 投資人別

以103年1月至104年3月美元及人民幣計價之國際債券初級投資人分布情形分析，均以保險業者所占比率最高，分別達93.1%及44.8% (表A4-1)。主要因國內保險業有龐大資金可一次認購較高之金額，因此，初級市場洽詢特定投資人時，多以保險業為主要對象；另美元債券發行期限長，較符合保險業長期持有之目的，致保險業認購美元債券比率明顯高於人民幣債券。至於外國法人，其認購國際債券之金額及比率尚低。

(二) 交易規模

近年來，國際債券交易(次級)市場與發行(初級)市場之走勢雷同，103年國際債券成交金額折合新臺幣6,983億元，較上年成長22.3倍。其中以買賣斷交易6,113億元為主，較上年成長53.2倍；附條件交易870億元，則較上年成長3.6倍(圖A4-3)。

圖A4-2 國際債券類型及發行人別



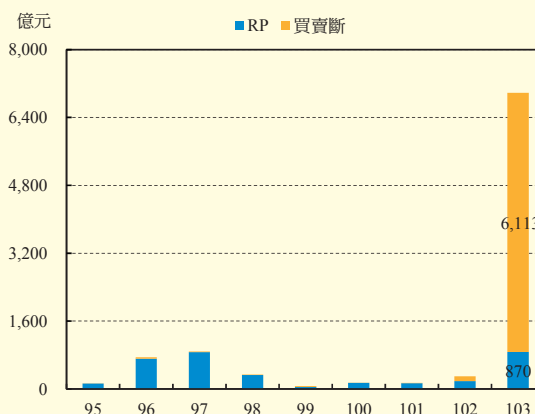
註：資料期間為 95 年至 104 年 3 月。
資料來源：本行外匯局。

表A4-1 國際債券投資人別

計價幣別	投資人別	保險業	銀行業	證券商	外國法人	其他	合計
		金額(億元)	277.2	3.0	2.3	7.8	7.4
美元	比率(%)	93.1	1.0	0.8	2.6	2.5	100.0
人民幣	金額(億元)	146.0	90.7	58.6	17.4	13.1	325.8
	比率(%)	44.8	27.8	18.0	5.3	4.1	100.0

註：1.資料期間為 103 年 1 月至 104 年 3 月。
2.美元國際債券未包括可轉換公司債 3 億美元。
資料來源：本行外匯局。

圖A4-3 國際債券交易量



註：外幣折合為新臺幣。
資料來源：金管會證期局。

三、國際債券對臺灣公債市場之影響

國際債券市場提供國內外發行人多元籌資選項，亦為國內充沛資金重要去化管道之一，使臺灣債券市場國際化發展邁進一大步，惟國際債券之大量發行對臺灣公債市場產生一定程度影響。

(一) 保險業投資由公債轉向國際債券之趨勢

因美元計價之長期國際債券利率(4%~5%)扣除避險成本(約1%)仍遠高於國內同年期公債殖利率，對保險業具有投資誘因，加以103年6月起保險業投資國際債券可不計入其國外投資限額，投資轉向國際債券之趨勢更為明顯，致保險業(主要為壽險公司)成為國際債券主要投資人(表A4-1)；反之，保險業標購中央公債得標比率及持有比率均呈下滑走勢(圖A4-4)。

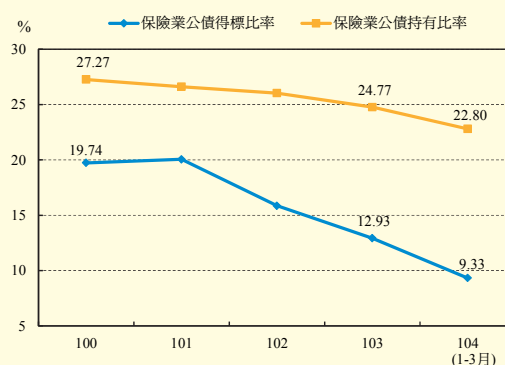
(二) 可能影響交易商投標長期公債意願

由於國際債券收益率高於同年期公債，可能降低交易商對長期公債投資需求，影響交易商積極投標意願，例如103年9月以來，20年期以上之公債投標倍數多呈下降趨勢(圖A4-5)。

四、未來展望與因應

- (一) 發行人有持續來臺發行寶島債券之意願，加上現行寶島債券發行餘額(2015年3月底為432億人民幣)相較香港點心債(2014年底約4,000億人民幣)，其規模尚低，未來尚有大幅成長空間，惟仍須視主管機關對寶島債券發行限額管制政策而定。
- (二) 大陸地區一般企業之財務透明度普遍較為不足，未來主管機關若研擬開放其來臺發行寶島債券，宜審慎規劃，並強化相關資訊揭露及管控。
- (三) 國際債券之發行，可增加國內金融市場規模與商機，惟未來若其發行餘額持續擴增，對整體債券市場發展之影響，似值得關注。

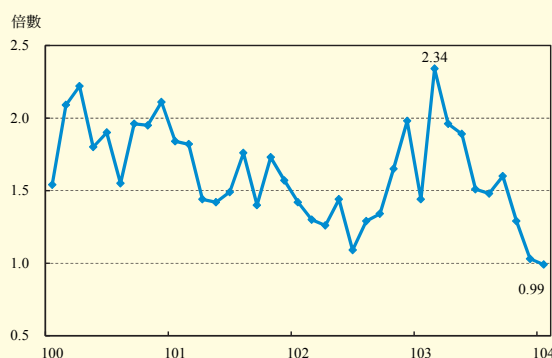
圖A4-4 保險業公債得標及持有比率



註：僅涵蓋具中央公債交易商資格之保險業。

資料來源：本行國庫局。

圖A4-5 臺灣20年期以上公債投標倍數



註：投標倍數=投標總額/標售額度

資料來源：本行國庫局。

- 註：1. 外國發行人須符合一定資格條件，例如第一、第二上市(櫃)公司及國外金融機構之分支機構等。
2. 包括大陸地區境內政策性銀行、國有商業銀行或股份制商業銀行等3類銀行及其海外分行或子行。
3. 係指總資產超過新臺幣5千萬元之法人、基金，或提供新臺幣3千萬元以上財力證明並具備充分金融商品專業知識、交易經驗之自然人。

參考文獻：

高青憚(2013)，「我國債券市場之發展契機及展望」，證券暨期貨月刊，第31卷，第8期。

周資輔、曾寶磁(2013)，「寶島債券現況介紹與未來發展契機」，證券暨期貨月刊，第31卷，第8期。