

從債券通看台灣債券市場發展

產諮會 許碧書副研究員

中國人民銀行與香港金融管理局在今年 7 月 3 日啟動「債券通」中的「北向通」上線運行，這是李克強總理今年 3 月在中國「兩會」期間宣布要啟動中港互聯互通的重要項目之一，也是繼 2014 年「滬港通」、2016 年「深港通」股票市場開放後，再度加快中國資本市場與國際接軌的腳步，不僅為中國境外投資者投資中國境內債市提供更多元的途徑與便利性，亦有利於提升香港作為國際金融中心及全球離岸人民幣業務樞紐地位¹。

台灣自 2006 年開放外國企業來台掛牌發行外幣計價的國際板債券市場，以活絡我國債市。從資本市場的債市成交值占股市成交值比重來看，由 2007 年 5.9 倍下滑至 2014 年最低點 3.1 倍，爾後雖回升到 2016 年 4.0 倍，但今年 5 月再度跌破 3 倍來到 2.9 倍，主要係受到台股殖利率相對偏高，外資持續流入，加權股價指數已由年初 9,245.3 升至 5 月 9,993.7，成交值較上年同期成長 13.4%，相對高出債市 5.2 個百分點，表示我國債市活絡情形不及於股市。

再以債券發行量來看，2014 年之前起發行規模年平均成長約 5%，但 2014 年以後則以超過 10% 速率增加，2016 年規模甚至達到新台幣 11.5 兆元，主要係 2014 年起金管會開放保險業投資國際板債券且免計入海外投資 45% 上限內，讓國際板債券發行額占我國債市總發行額，由 2013 年以前不及 0.1% 到 2016 年的 26.7%，且因今年 5 月份起金管會限制保險業不得投資可贖回期限在 5 年以下的國際板債券，導致年初以來包括美國蘋果、輝瑞、Verizon 和康卡斯特公司在內，陸續在台發行 10 億美元福爾摩莎債券，AT&T 也發行一筆 30 年期 14.4 億美元債券，讓國際板債市發行額的占比一度升高至 29.4%，僅次於政府債券。

相較於 2013 年底開放發行以人民幣計價的寶島債券，初期僅以中國境內機構及兩岸台商為發行對象，就有 15 檔 121 億人民幣的發行量，2015 年發行檔次及發行量更來到歷史新高，分別為 96 檔次 615.72 億人民幣的水準。然而自 2016 年 8 月起人民幣劇貶後，加上兩岸政治紛擾，以人民幣計價的國際板寶島債，從發行到買氣皆持續下滑，今年以來發行量幾乎呈現停擺。

雖然「債券通」實施迄今，相關成交量及成交額數據尚未公布，但由中港官方公布的訊息，首日即有 142 案係通過「債券通」完成交易，其中有 70 家境外

¹「債券通」結算係透過香港金管局的債務工具中央結算系統 (CMU)，在中央國債登記結算公司同銀行間市場清算所分別開立的帳戶進行。由於開戶手續同合規要求都會由 CMU 處理，境外投資者便於參與中國債市，同時為香港帶來如結算託管、資產管理、風險管理等相關金融需求服務。

機構參與，交易值超過人民幣 70 億元，約占當日中國銀行間債券成交值 4,000 億元人民幣的 1.75%。另外，渣打銀行也表示「債券通」的第一週，有 7 家公司通過，發行總額約 430 億元人民幣，其中以中國農業發展銀行、國家開發銀行、中國長江三峽集團、中國鋁業公司發行 390 億元人民幣債券，占通過「債券通」發行債券規模的 90.7%。由此可研判「債券通」初期，如德意志銀行預期，受到投資者觀望心理而呈現慢熱現象。

中國自 2009 年正式啟動人民幣國際化以來，短短 8 年多，已讓中國國際地位快速提升，也大幅增加人民幣的國際話語權。但國際信評機構穆迪仍在今年 5 月份將中國的主權信評由 Aa3 調降為 A1，但隨著「債券通」啟動，惠譽信評指出中國債市是世界第三大，規模約 9 兆美元，僅次於美國和日本市場，而且中國的債券收益率高於美日兩國。特別是「債券通」後，銀行、保險和基金等海外的機構投資便可在香港銀行開設帳戶，把外幣轉換成人民幣離岸(CNH)，直接對中國銀行間債券市場流通的國債、地方債和公司債進行投資。此外，德意志銀行預估「債券通」在未來 5 年有望吸納 8,000 億美元資金投資中國債券市場。《華爾街見聞》更援引高盛集團的報告，預計未來 10 年將有超過 1 兆美元的全球固定投資資金配置到中國債市。花旗銀行更宣布從今年 7 月起將中國債券納入「花旗世界國債指數—擴展市場」。此皆顯示出人民幣國際化推動進程，已從過去透過跨境貿易導向，再經由「滬港通」、「深港通」及「債券通」轉為資本輸出導向。

即便台灣債券市場對發行者沒有贖回時間限制，加上福爾摩沙債券的買回權成本低(相當於收益率外加 0.1%至 0.15%)，發債公司不僅可以相對於其他國家債市較低買回成本提前買回，更可在融資成本更低時再度發債，以靈活公司資金調度。然而，未來因國內監管單位法規調整，會不會減低國際公司在台發行債券意願或讓有人民幣需求的債券發行機構，在不設投資上限的情形下，直接選擇透過香港往中國境內發行及投資，此將排擠其他國家境外人民幣債券的發行。因此，我國政府加速資本市場自由化之際，更應讓債市多元化與國際接軌，如近期推動綠色相關產業的綠色債券或債券指數，甚至如「債券通」提供有意參與「一帶一路」建設的企業更多元的籌資管道的作法，未來亦可結合我國前瞻基礎建設需要，或透過公私夥伴關係(PPP)引導國際資金投入相關建設中，加速建設進程。