

金融監督管理委員會 104 年度  
委託研究計畫

大陸債券市場改革與我國金融業因應策略

計畫主持人：王儷容

執行單位：財團法人中華經濟研究院

民國 104 年 12 月

[本研究報告為研究單位之觀點，不代表委託單位金融監督管理委員會之意見]



# 大陸債券市場改革與我國金融業因應策略

計畫主持人： 王儷容

協同主持人： 沈中華

研究員： 敬永康

研究助理： 張弘毅

許倖華

羅琬婷

林佩宜

楊佳寧

執行單位：財團法人中華經濟研究院

民國 104 年 12 月

[本研究報告為研究單位之觀點，不代表委託單位金融監督管理委員會之意見]



## 中文摘要

當前大陸金融正朝市場化及自由化改革，債券市場及相關產業經營環境相對過去複雜多變，營運及投資難度逐漸加大。本研究探討大陸金融體系改革背景下，其債券市場與相關產業經營環境之改革內容與可能變動及影響；並了解台灣金融業參與大陸債市之現況、問題、及解決之道；及分析對我國金融機構參與大陸債券市場之影響、機會與可能風險，進而研擬因應對策。最後，本研究分析兩岸債券市場或債券相關產業競合，並提出我國離岸人民幣市場發展之機會與挑戰及因應之道。

綜合而言，本研究針對以下五層面，提出建言。

### 一、在風險控管上---可考慮發展投資人(買方)信用評等機制

買方評等又稱之為「使用者付費模型」或不請自來評等，通常評等更嚴格，故可以放寬買方評等公司作為合格外部評等之標準，以提供為機構投資範圍及資本適足計算等法定要求採用。

### 二、在資金用途上----鼓勵業者發展台商資產證券化業務

有效利用台幣資金優勢，以台商資產證券化商品為基礎作為發行商品，將可確保我金融機構以低廉資金服務於台商。

### 三、在寶島債市場流動強化上

將結算交割時間調整為與香港一致；香港金管局現以點心債作為擔保，對於 CNH 市場提供流動補充，建議我國央行可以研究比照之；擴大債種

豐富性，如，大陸基礎建設類商品、大型國企或台商證券化商品，可以優先考量納入。

#### **四、在信評之替代性指標方面**

在外部評估方面包括：(1)了解使用「使用者付費模型」之中債資信是否有對投資標的進行評級；(2) 付費請合格的信評公司進行評級；(3) 由相關單位(如銀行公會)延請有經驗之研究團隊持續評估中國大陸的銀行體系；(4) 台灣也可以成立自己的信評公司，一旦有合格的信用評等，資本適足率的風險權重很可能小於目前無評等的100%，可減少投資者的資本使用。在內部評估方面則為由業者建立自己的團隊以衡量中國大陸企業的健全與安全。

#### **五、提醒業者注意相關風險**

必須嚴格注意其政策、利率、及匯率風險。政策風險-如有些個案顯示，大陸政府已漸漸拿掉剛性兌付；利率風險-如大陸鬆綁利率管制可能引發機構間之競爭而產生金融不穩定後果，而為投資大陸債市帶來相當風險；匯率風險則為在人民幣國際化之大戰略下，人民幣波動幅度勢必加大，導致人民幣匯率風險提高。

# **The Reforms of Chinese Bond Markets and the According Response of Taiwan's Financial Industries**

## **Abstract**

Mainland China is now heading toward marketization and liberalization. Chinese bond markets and the operation environments of related industries are more complicated than before, which leads to more and more difficulty on investments and operations. This project explores the reform of Chinese bond markets and the possible impacts after that. Current participation of Taiwanese financial institutions in Chinese bond markets and related impacts, including problems, risks, and opportunities, as well as resolutions are also discussed. At last, the opportunities and challenges of the offshore Renminbi market in Taiwan and the according response are raised.

In summary, some suggestions from five aspects are raised as follows.

### **1. To consider to develop buyer rating systems**

Buyer rating is also referred to as unsolicited rating, which is commonly more conservative than solicited rating. Thus, we may consider less strict criterion for companies rated by buyer rating agencies. Consequently, investors, such as banks and insurance companies, can use this type of ratings to calculate their capital adequacy ratio and risky based capital, respectively.

## **2. To encourage developing Taiwan entrepreneurs' asset related securitization business**

To effectively utilize sufficient Taiwan funding, we can develop Taiwan entrepreneurs' asset related securitization business, which will be helpful in ensuring Taiwan entrepreneurs to acquire capital with lower costs.

## **3. To enhance the market liquidity of the Formosa bonds**

There are several ways to enhance market liquidity of Formosa bonds. First, try to adjust Taiwan bond markets' settlement time to be consistent with that of Hong Kong. Second, in the light of Honk Kong Monetary Authority's using Din sum bond as a guarantee to provide liquidity supplement in the CNH market, Taiwan central bank can follow suit. Thirdly, to diversify the types of bond, infrastructure related bonds and the bonds based on large Chinese state-owned enterprises' or Taiwan enterprises' asset related securitization, for instance, can be launched with priority.

## **4. To establish alternative evaluations**

We consider both external and internal evaluations. In terms of external evaluation, our financial association can invite some independent experienced research team to evaluate Chinese enterprises. Also, Taiwan can establish its own rating companies. Once Taiwan has a qualified rating agency, risky weight used in calculating capital adequacy ratio is likely to be less than 100%, which is the weight for non-rating company. With respect to internal evaluation, banks can establish their own research team to evaluate Chines enterprises' safety and soundness.



## **5. To remind Taiwan investors to pay attention to related risk**

Have to remind Taiwan investors to tightly pay attention to the risk of policy, interest rate, and exchange rate in Mainland China. With regard to policy risk, some cases have shown that the Chinese government has gradually eliminated no bankruptcy guarantee for state-owned enterprises. As to interest rate risk, the deregulation on interest rate will probably cause strict competition among financial institutions and then trigger financial instability, which will subsequently increase the risk of the investments in the bond markets in Mainland China. Finally, the internationalization of the Chinese yuan Renminbi will enlarge the volatility range and the risk of the Renminbi rate, which will also increase the risk of the investments in the bond markets in Mainland China.



# 目錄

中文摘要.....	I
Abstract.....	III
第一章、前言.....	1
第一節、研究緣起.....	1
第二節、研究內容與目的.....	2
第三節、研究方法與限制.....	2
第四節、研究限制.....	3
第二章、大陸債市改革方向、措施及影響.....	5
第一節、大陸債市概況.....	5
第二節、大陸債市改革.....	39
第三章、台灣金融業參與大陸債市之現況、問題及解決之道.....	75
第一節、我國金融機構參與大陸債券市場之現況.....	75
第二節、參與大陸債券市場面臨之問題或障礙.....	82
第四章、大陸債市改革機會、風險及相關因應措施.....	87
第一節、大陸債券市場改革措施對我國金融機構參與其債券市場之影響或可能風險.....	87
第二節、相關因應措施或風險控管機制.....	94
第五章、兩岸債市或債券相關產業競合及對我國離岸人民幣市場發展之影響.....	103
第一節、兩岸債券市場或債券相關產業競合.....	103
第二節、我國離岸人民幣市場發展之機會與挑戰及因應之道.....	107
第六章、結論與建議.....	123
第一節、主要結論.....	123

第二節、主要建議.....	130
參考文獻.....	134
附錄一：「大陸債券市場改革與我國金融業因應策略」訪談會議記錄	137
附錄二、出國考察報告 A.....	142
附錄三、出國考察報告 B.....	148
附錄四、出國考察報告 C.....	154
附錄五：期中報告審查意見回覆辦理說明.....	159
附錄六：期末報告審查意見回覆辦理說明.....	168

# 表目錄

【表格 2.1.1】	五類債券產品與監管機構之關係 .....	7
【表格 2.1.2】	五類債券產品與交易平台/清算平台之關係 .....	7
【表格 2.1.3】	大陸債券市場監管體系 .....	7
【表格 2.1.4】	金融債券之分類架構.....	13
【表格 2.1.5】	非金融信用債券的特徵比較.....	14
【表格 2.1.6】	2015 年 1—9 月國債期貨合約持倉及交易情況 .....	21
【表格 2.1.7】	2014 年債券指數收益率情況.....	22
【表格 2.1.8】	不同債券指數編制規則對比.....	25
【表格 2.1.9】	交易所債券市場與銀行間債券市場的比較 .....	33
【表格 3.1.1】	我金融業投資大陸債市分佈概況 .....	78
【表格 3.1.2】	我金融業投資大陸債市分佈概況 .....	77
【表格 3.2.1】	五個債券產品與交易平台/清算平台之關係 .....	86
【表格 5.2.1】	主要人民幣離岸市場回流管道比較 .....	107

# 圖目錄

【圖 2.1.1】	固定收益商品分類圖.....	8
【圖 2.1.2】	2008 年至 2013 年金融債券發行量 .....	13
【圖 2.1.3】	企業與公司在中國大陸的差異與分類 .....	16
【圖 2.1.4】	非金融信用債的數量與餘額.....	17
【圖 2.1.5】	非金融信用債的分類.....	17
【圖 2.1.6】	中證可轉債指數與上證指數走勢對比圖 .....	19
【圖 2.1.7】	銀行間債券市場投資者數量.....	29
【圖 2.1.8】	近年來銀行間債券市場主要債券品種發行量變化情況 .....	29
【圖 2.2.1】	中國大陸公司債發行利率走勢圖（2015/1-2015/9，頻率：月） .....	54
【圖 2.2.2】	二級市場公司債和企業債成交量走勢圖（單位：億元） ...	55
【圖 2.2.3】	公司債不同發行方式對比.....	57
【圖 2.2.4】	2015 年境內 1 年期信用債收益率時序圖 .....	70
【圖 2.2.5】	人民幣境內與境外短天期利率時序圖 .....	71
【圖 5.2.1】	2014 年及 2015 年一級市場發行金額比較 .....	108
【圖 5.2.2】	2014 年發行人註冊地分析.....	109
【圖 5.2.3】	2015 年前 9 個月度發行人註冊地 .....	110
【圖 5.2.4】	2014 年投資人類別.....	110
【圖 5.2.5】	2015 年至 9 月度投資人類別.....	111
【圖 5.2.6】	Market Structure — Issuer breakdown by type .....	112
【圖 5.2.7】	Market Structure — Issuer breakdown by Region .....	113

# 第一章、前言

## 第一節、研究緣起

大陸自 1978 年實施經濟改革以來，成長相當快速，經濟地位漸受世界矚目，惟因體認到經濟改革中金融角色的重要性，不斷推行金融深化改革。2013 年底，習李體制正式上路後首次的全國黨代表大會—18 屆三中全會，以「市場化、自由化」為主軸目標，為其未來金融體系改革訂定三個方向，一是深化金融組織體系的商業化改革；二是強化審慎監管體制與危機處置能力的改革；三是匯率彈性、利率市場化和資本項目開放等要素領域的改革。金融主管機關依此陸續推動幾項重要改革措施，包括減少市場准入管制、健全金融市場體系、利率及匯率市場化、推展人民幣資本項目可兌換、完善金融監管等。

其中，為了完善金融市場體系，大陸國務院於 2014 年 5 月發布「關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見」，俗稱「新國九條」，擬以市場化、法制化、國際化為資本市場改革目標，全面規範資本市場改革與發展，就債券市場部分，提出「積極發展債券市場」、「強化債券市場信用約束」、「深化債券市場互聯互通」、「加強債券市場監管協調」等四點要求，未來亦將擴大市場開放、防範和化解風險，並營造良好發展環境。近期主管機關也提出相應的措施，包括銀監會、證監會及人民銀行分別於去年 11 月及今年 4 月將資產證券化業務由審批制改為備案註冊制，銀行間及交易所兩大市場證券化商品告別審批制；今(2015)年 1 月初大陸證監會發布「公司債券發行與交易管理辦法」，以完善公司債券的公開發行制度，發展適合不同投資者群體的多樣化債券種類。於此自由化與市場化改革趨勢下，大陸金融市場環境變動更甚以往。

本國銀行以跨境貿易人民幣結算境外參加行身分參與大陸銀行間債券市場，已成為人民幣資金回流重要管道，截至 2015 年 5 月底止，已有 21 家本國銀行獲准投資，額度高達 332 億元人民幣，實有必要及早對大陸債券市場改革及變化作一整體性的瞭解。

## 第二節、研究內容與目的

當前大陸金融正朝市場化及自由化改革，債券市場及相關產業經營環境相對過去複雜多變，營運及投資難度逐漸加大，希望藉由本研究計畫，探討大陸金融體系改革背景下，其債券市場與相關產業經營環境之改革內容與可能變動及影響(第二章)；並了解台灣金融業參與大陸債市之現況、問題、及解決之道(第三章)；及分析對我國金融機構參與大陸債券市場之影響、機會與可能風險，進而研擬因應對策(第四章)；最後，本研究分析兩岸債券市場或債券相關產業競合，並提出我國離岸人民幣市場發展之機會與挑戰及因應之道(第五章)。希望藉由以上諸項議題之探討，供相關單位在兩岸金融業務往來或監理措施等相關政策制定上之參考。

## 第三節、研究方法與限制

本研究主要將採取以下方法進行研究：

### (1)分析比較法

- 針對國內外學者對本研究案相關議題，進行文獻整理。
- 蒐集中國大陸數據並繪製相關之圖型，進行分析。

### (2)提問訪查法

- 針對各研究主題，提出理論與實務上所可能面對之問題，透過專家訪談、



實地調查等，嘗試尋求妥適之因應對策。必要時，考慮提出修法建議或配套措施。並提出具體建議。

### (3)座談會

邀請國內相關領域之學者與國內外之金融機構專業人員（執行長、風控長與市場專業投資者）進行座談會，彙整國內外專家之意見、最後歸納並分析整合上述座談會與專家訪談意見。

## 第四節、研究限制

不過，因本計畫研究時間限制(僅五個月)所致，有些資料仍未稱齊全(如我金融業者迄今進入大陸債市之投資內涵或分佈情形，尚無法進行全面調查分析)，再加上大陸政策(如十三五計畫即將推出等)及經濟金融環境變化甚快，皆將影響到本研究議題之內涵，這些皆有待未來持續追蹤探討。



## 第二章、大陸債市改革方向、措施及影響

### 第一節、大陸債市概況

中國大陸的債券市場開始主要由國債市場構成。自 1981 年恢復國債發行以來，國債市場得到了迅速發展。經過近二十年的努力，國債發行市場最大的成績就是國債的投資價值被廣大投資者認可。2004 年以後，與中國大陸大力發展資本市場的形式相呼應，債券市場改革創新進入了一個新的高潮，中國大陸債券市場從此駛入了發展的快車道，獲得了迅猛的發展。

中國大陸債券市場發展過程中，參與主體隊伍日益擴大，類型更加多樣。以銀行間市場債券發行主體為例，近年來，除原有的大陸財政部、政策性銀行等發行人之外，國有商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、證券公司、非金融企業、國際開發機構等都已經開始在銀行間債券市場發行債券。同時，市場投資主體更加豐富，機構投資者表現活躍。除銀行業金融機構外，基金公司、財務公司和保險公司等非銀行金融機構和企業等非金融機構、眾多證券投資基金、企業年金、信託產品等集合型基金也作為機構投資者參與到債券市場，債券市場影響與日俱增。截至 2009 年年末，銀行間債券市場參與主體已由最初的 16 家商業銀行，增加到 9000 餘家。

## 一、大陸債市縱觀

要了解大陸債市，可自研究其 5-3-3-3 之架構著手(沈中華、沈大白、黃玉麗，2014)。5-3-3-3 係意謂：五類債券產品、在三個監理機關監管、和三個清算機構下，於三個交易平台的交織運作。其中(見表格 2.1.1 及表格 2.1.2)。

5：五類債券產品<sup>1</sup>為 (1) 國債 (2) 金融債券 (3) 非金融信用債券 (4) 城市投資債券 (5) 信託債券。

3：三個監管機構<sup>2</sup>為人民銀行 (銀行間交易商協會)、中國大陸證券監督管理委員會 (證監會) 以及中國大陸國家發展和改革委員會 (發改委)。

3：三個結算機構為中央國債登記結算公司、中國大陸證券登記結算公司、上海清算所。

3：三個交易的平台為銀行間債券市場、交易所市場、商業銀行櫃台債券市場。

---

<sup>1</sup> 此為一種分類方式，亦可再加以細分為九大類：國債、地方政府債、中央銀行票據、金融債券、企業債、公司債、中期票據、短期票券和資產支持證券，見本文以下【圖 2.1.1】及分析。

<sup>2</sup> 此為最基本涵蓋在內之監管機構，更為詳細相關之監管體系，見本文以下【表格 2.1.3】。

【表格 2.1.1】 五類債券產品與監管機構之關係

監管機構 \ 債券	國債	金融債券	非金融 信用債券	城市投資 債券	信託債券
人民銀行 (交易商協會)	✓	✓	✓	✓	✓
證監會	✓	x	✓	✓	✓
發改委	✓	x	✓	✓	✓

【表格 2.1.2】 五類債券產品與交易平台/清算平台之關係

交易平台/清算平台 \ 債券		國債	金融 債券	非金融 信用 債券	城市 投資 債券	信託 債券
銀行間 債券市場	中央國債 登記結算公司	✓	✓	✓	✓	✓
	上海清算所	x	✓	✓	x	x
交易所市場	中國大陸 證券登記結算 有限責任公司	✓	x	✓	✓	✓
商業銀行櫃台 債券市場	中央國債 登記結算公司	✓	x	x	x	x

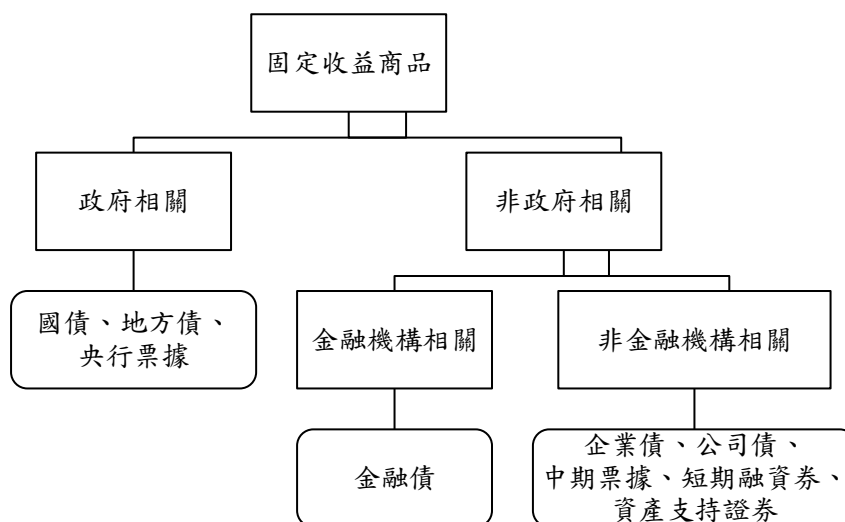
資料來源：沈中華、沈大白、黃玉麗(2014)。

以下，本文自其中兩大面向：債券產品類別以及交易平台，分別加以介紹。

## 二、債券產品類別

### (一)、大陸固定收益商品相關法制構架

債券屬於固定收益商品。中國大陸固定收益市場商品主要區分為政府相關商品和非政府相關商品，而非政府相關商品又可分為金融機構相關商品和非金融機構相關商品。其中，政府相關商品主要包括國債、地方政府債和中央銀行票據；金融機構相關商品為各金融機構所發行的金融債；非金融機構相關商品主要包括企業債、公司債、中期票據、短期融資券和資產支持證券，如下圖所示。



【圖 2.1.1】 固定收益商品分類圖

資料來源：沈中華、黃玉麗、林育暉、蔡岳志(2015)。

在監管體系部分，自【表格 2.1.3】可看出更為詳細之監管機構分工情況。除了上一章節提及之最基本之人民銀行、證監會 以及發改委外，在政府債券及國際機構債券部分，監管機構尚包含大陸財政部；至於交由交易商協會做自律管理之債種則包括：短期融資債、中期債券，及中小企業私募債。

【表格 2.1.3】大陸債券市場監管體系

債券類別		監管機構
政府債券		人民銀行、大陸財政部、證監會
中央銀行債		人民銀行
金融債券	政策性銀行債、 特種金融債券	人民銀行
	商業銀行債券、 非銀行金融機構債券	銀監會、人民銀行
	證券公司債、 證券公司短期融資債	人民銀行、證監會
短期融資債、中期債券		交易商協會(自律管理)
資產支持證券		銀監會、人民銀行
企業債		國家發改委、人民銀行、證監會
國際機構債券		人民銀行、大陸財政部、 國家發改委、證監會
可轉換債券		人民銀行、證監會
上市公司債		證監會
中小企業私募債		交易所(自律管理)

資料來源：中央國債登記結算有限責任公司

固定收益商品市場法律規範主要分三個層面：國家法律、行政法規、主管部門規章和業務規則。在法律層面有《證券法》、《公司法》和《票據法》等，行政法規層面有《國庫券條例》和《企業債券管理條例》等，此外還有各固定收益商品管理部門發佈的部門規章及各類仲介服務機構制定的業務規則。限於篇幅，以下僅針對國債、金融債券，包括企業債、公司債、中期票據、短期票券和資產支持證券在內之非金融信用債券，以及可轉換公司債、債券期貨、債券基金、與債券型 ETF，分別說明。

## (二)、國債

目前大陸國債發行市場大致如下。其發行機構為大陸財政部；發行系統主要是通過設在中央結算公司的人民銀行債券發行系統進行。至於原先亦可通過商業銀行櫃台發行的債券，只有傳統的憑證式國債，不過這種方式目前已逐漸式微<sup>3</sup>。國債目前的發行定價機制主要為公開招標的方式。

公募招標是目前最流行的一種方式，是指在金融市場上通過公開投標、招標確定發行條件來進行國債推銷的方式，或者說是面向不特定多的投資者所公開進行的一種發行方式。具體流程與一般競標無異，競價直到募集資金滿為止。主要特點為：一、發行期限短、發行頻率高、發行成本低；二、發行條件由競爭決定，體現市場公平合理原則。

接著，針對大陸國債自營商制度加以說明。是指具備一定資格條件，經大陸財政部、中國大陸人民銀行和證監會共同審核確認的銀行、證券公司和其他非銀行金融機構。其主要職能是參與大陸財政部國債招標發行，開展分銷、零售業務，促進國債發行，維護國債市場順暢運轉。大陸國債一級自營商的申請條件：

---

<sup>3</sup> 王博森(2015)。



- 1.具備法定最低限額以上的實收貨幣資本。
- 2.有能力且有資源履行國債一級自營商的各項義務。
- 3.在中國大陸人民銀行批准的經營範圍內依法開展業務活動，在前二年中無違法和違章經營的記錄，具有良好的信譽。
- 4.在申請成為國債一級自營商之前，有參與國債一級市場和二級市場業務一年以上的良好經營業績。

**一級自營商制度主要包括：**

- 1.可直接向大陸財政部報價投標承銷每一次發行的國債，並享有每期國債承購包銷合同規定的有關權利。
- 2.優先取得同大陸人民銀行進行以國債交易為手段的公開市場業務操作的資格，協助大陸人民銀行實施一定的貨幣政策。
- 3.自動取得同大陸人民銀行進行國債回購交易、國債抵押再貸款和國債再貼現以及從事國債基金、優先申請成為國債期貨經紀商等的資格，調劑頭寸餘缺，融通資金，拓展業務。
- 4.必須參加每期由大陸財政部組織的國債發行活動。
- 5.參加的每期國債發行，都有最低與最高承銷量的規定。
- 6.承銷國債後，負有積極開展分銷與零售的業務，保證能夠讓投資者方便的購買到國債。
- 7.在二級市場上有承擔做市商的業務，即必須對每種通過的國債券進行報價、並不得拒絕交易方所報價位上的任何交易，每家一級自營商每年在國債二級市場的交易量不得低於大陸規定的最低限額。

### (三)、金融債券

中國大陸的金融債券是由銀行和非銀行金融機構發行的債券。歐美國家的金融機構所發行的債券屬於公司債券，與歐美不同的是，中國大陸和日本的金融機構發行的債券稱為金融債券。

人民銀行天津分行曾公開發表，說明金融債券最大的功能是，較能夠有效解決銀行等金融機構在資金來源不足和期限不匹配的問題，相較於存款，發行金融債券的資金來源較穩定且期限較靈活，有利於優化資產結構。雖然金融債券的信用評級通常較高，違約風險相對較小。

按照發行人來分類，中國大陸金融債券的種類包含政策性銀行（國家開發銀行、進出口銀行、農業發展銀行）所發行的政策性銀行金融債券、商業銀行所發行的金融債券和次級債券，以及非銀行金融機構所發行的金融債券和次級債券。

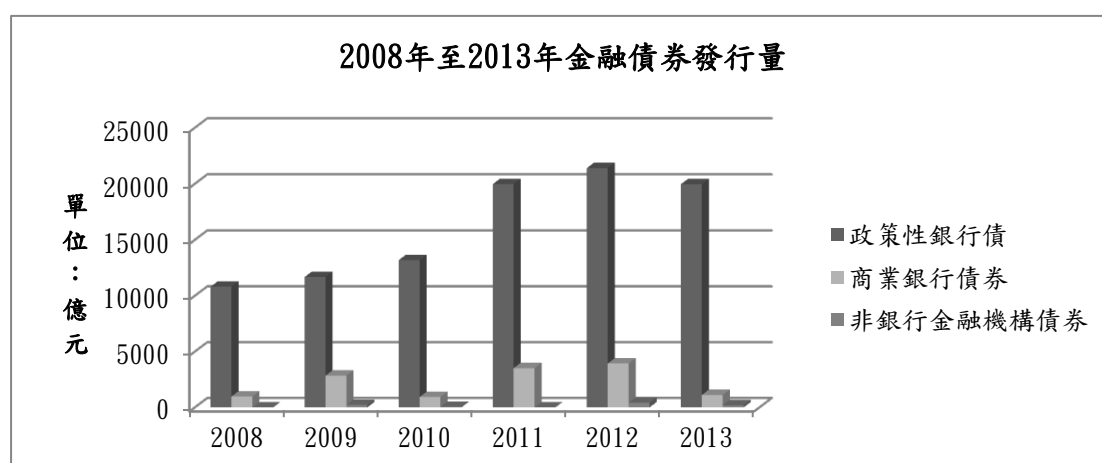
金融債券中的政策性銀行金融債券、商業銀行所發行的金融債券和次級債券，以及財務公司所發行的金融債券之交易市場，為銀行間債券市場；保險公司所發行的次級債券則橫跨銀行間債券市場和交易所。整體來看，多數金融債券的交易市場為銀行間債券市場。

【表格 2.1.4】 金融債券之分類架構

發行人		債券名稱
政策性銀行：國家開發銀行、 進出口銀行、農業發展銀行		政策性 銀行金融債券
商業銀行		金融債券
		次級債券
非銀行 金融機構	企業集團 財務公司	金融債券
	保險公司、 證券公司債券	次級債券

中國大陸金融債券發行量有兩大特點：

1. 政策性銀行金融債券的發行量最大，每年的發行量佔金融債券的總發行量皆超過 80%。
2. 商業銀行的發行量次高，每年所發行的債券佔金融債券的總發行量平均約 10%。



【圖 2.1.2】 2008 年至 2013 年金融債券發行量

資料來源：中央國債登記結算公司，ChinaBond

#### (四)、非金融信用債券

中國大陸的 corporate bond 的定義，和我們一般認知上歐美國家的定義並不完全相同(沈中華、沈大白、黃玉麗，2014)。以台灣為例，corporate bond 即是指所有公司所發行的公司債券。但是在中國大陸，公司債只是所有公司可以發行的融資工具中的其中一種債券，另外還包括企業債和中期票據。因此，本章節將企業債、公司債和中期票據這三大類的公司融資工具統稱為「非金融信用債」。透過下表簡單統整出這三類債券的特徵作為比較。

【表格 2.1.5】 非金融信用債券的特徵比較

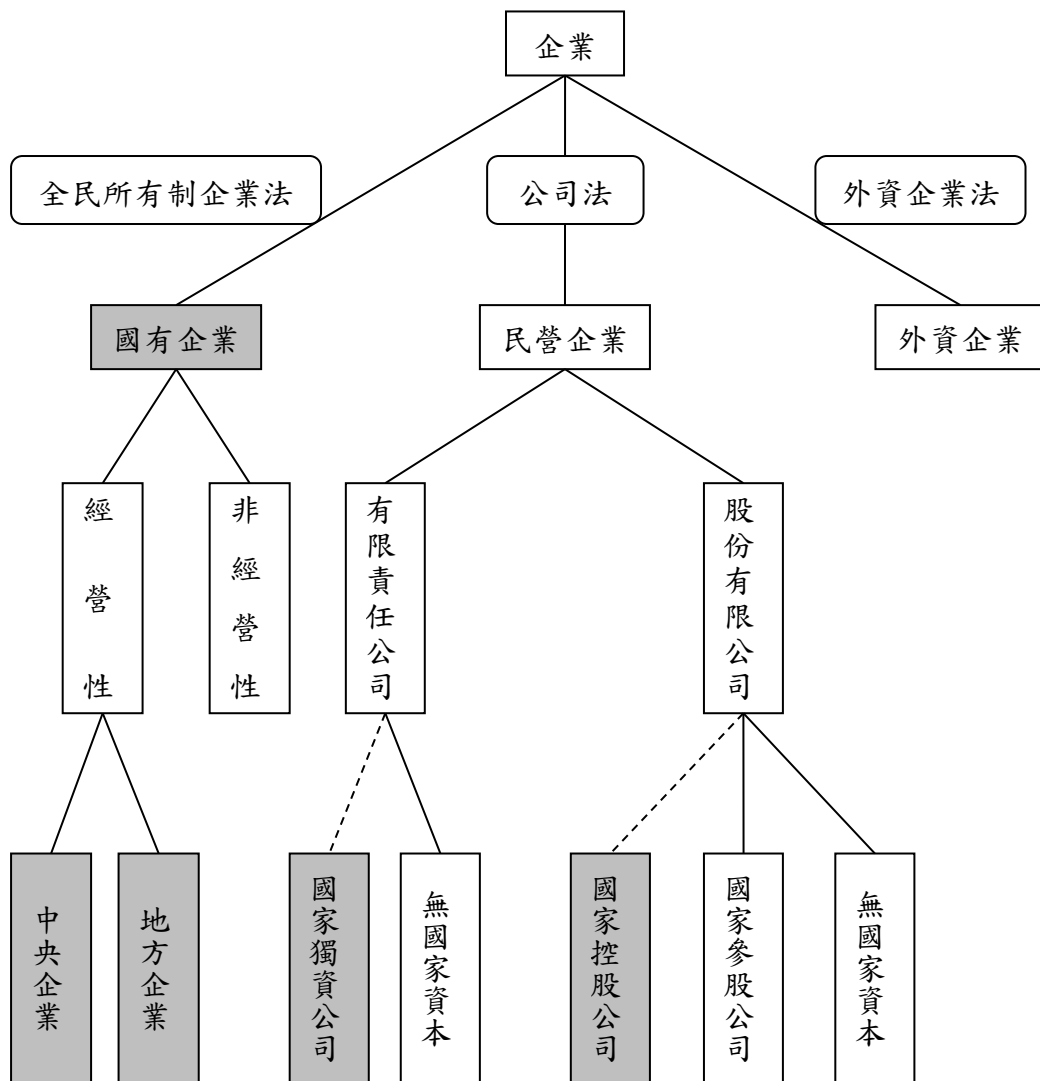
	企業債	公司債	中期票據
發行主體	中央國有企業 地方國有企業	股份有限公司 有限責任公司	所有非金融產業
發行年限	1-30 年	1-15 年	1-15 年
資金用途	政府投資項目	公司營運所需	公司營運所需
交易平臺	銀行間交易市場	證券交易所	銀行間交易市場
監管機構	發改委	證監會	人民銀行
監管法規	企業債券管理條例	公司法 證券法	銀行間債券市場 非金融企業債務 融資工具管理辦法

資料來源：沈中華、沈大白、黃玉麗(2014)。

## 1. 企業和公司的差異

從發行主體上我們可以看出企業和公司可以發行的債券並不相同，因此必須先釐清企業和公司的差異。首先，企業可依照出資的所有人分為國有企業、民營企業和外資企業，外資企業在此就不做討論。國有企業是依照《企業法人登記管理條例》規定登記註冊的非公司制的經濟組織，因此我們可以先瞭解國有企業並非公司制。國有資產的用途可以分為經營性資產和非經營性資產，在經營性資產中可以分為中央企業和地方企業，非經營性在此就不做討論。國有企業是全民所有制企業，中央企業是中央直屬企業，因此我們知道中央企業都是國有企業，國有企業不一定是中央企業。值得注意的是，國有企業不包含有限責任公司中的國有獨資公司。中央企業包括三類：(1)由國務院國有資產監督管理委員會管理的企業。(2)由銀監會、證監會、保監會管理的企業。(3)由國務院其他部門或群眾團體管理的企業。

其次，民營企業根據大陸《公司法》規定可分為有限責任公司和股份有限公司。有限責任公司根據《公司法》規定股東僅以自己的出資額對公司負有限責任，股東至少 2 人，但上限 50 人，轉讓有其限制，且不能公開發行股權，因此不用揭露資訊給大眾投資人。特別的是，中國大陸政府規定，限國家可獨資，即國家出資設立的國有獨資公司可以打破股東人數限制，並且屬於公司制。股份有限公司根據《公司法》規定股東僅以自己所認股份對公司負有限責任，股東至少 5 人，而且無人數上限，股份可以自由轉讓，股權可以公開發行，因此需要向大眾投資人揭露資訊。其中，股份有限公司又可根據國家持股的比例做區分，國家出資且擁有公司最終控制權稱為國家控股公司，國家出資但未擁有公司最終控制權稱為國家參股公司。

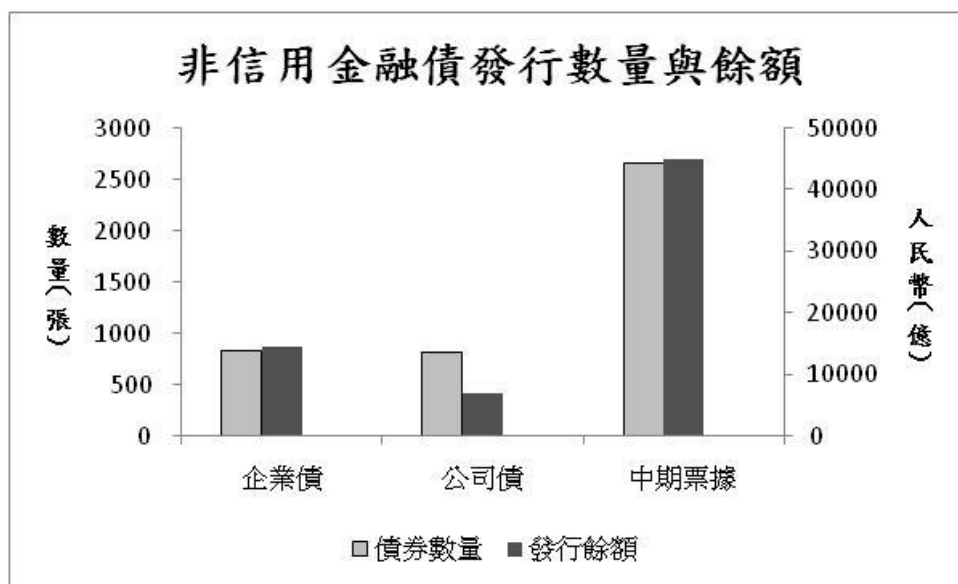


資料來源：本團隊整理

【圖 2.1.3】 企業與公司在中國大陸的差異與分類

## 2. 非金融信用債券的發行現況

以下，簡單畫出非金融信用債的發行存量，左側縱軸代表的是該券種的債券數量，截至 2013 年底，企業債有 823 張，公司債有 809 張，其中以中期票據的發行數量為最大有 2657 張。右側縱軸代表的是該券種的發行餘額，截至 2013 年底，企業債發行餘額有人民幣 1.5 兆元，公司債發行餘額有人民幣 0.7 兆元，其中以中期票據的發行餘額為最大有人民幣 4.5 兆元。

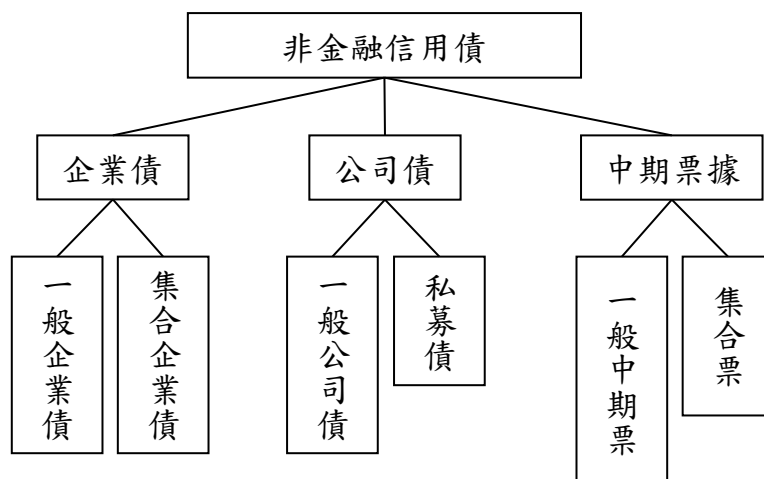


【圖 2.1.4】 非金融信用債的數量與餘額

資料來源：Wind 資訊，截至 2013/12/31

### 3.非金融信用債的所有產品種類

最後，我們知道非金融企業債是由企業債、公司債和中期票據所構成。事實上，企業債、公司債和中期票據底下還有各自產品的分類，如下圖所示。



【圖 2.1.5】 非金融信用債的分類

資料來源：沈中華、沈大白、黃玉麗(2014)。

## (五)、可轉換公司債

1990 年代，大陸企業開始嘗試可轉換公司債券來解決企業的融資問題。迄今為止已經有 50 多家上市公司公佈了發行可轉換公司債券的計畫，可轉換公司債券發行熱潮已經一觸即發。

### 1.發行主體與條件

在大陸，可轉換公司債發行的主體是嚴格限制的，《可轉換公司債券管理辦法》第二條做出了明確規定，只有上市公司與重點國有企業，這與國外對於可轉換公司債的慣例是不同的。其他國家主要是以股份公司為可轉換公司債通常的發行主體，但對其也是有一定的限制。

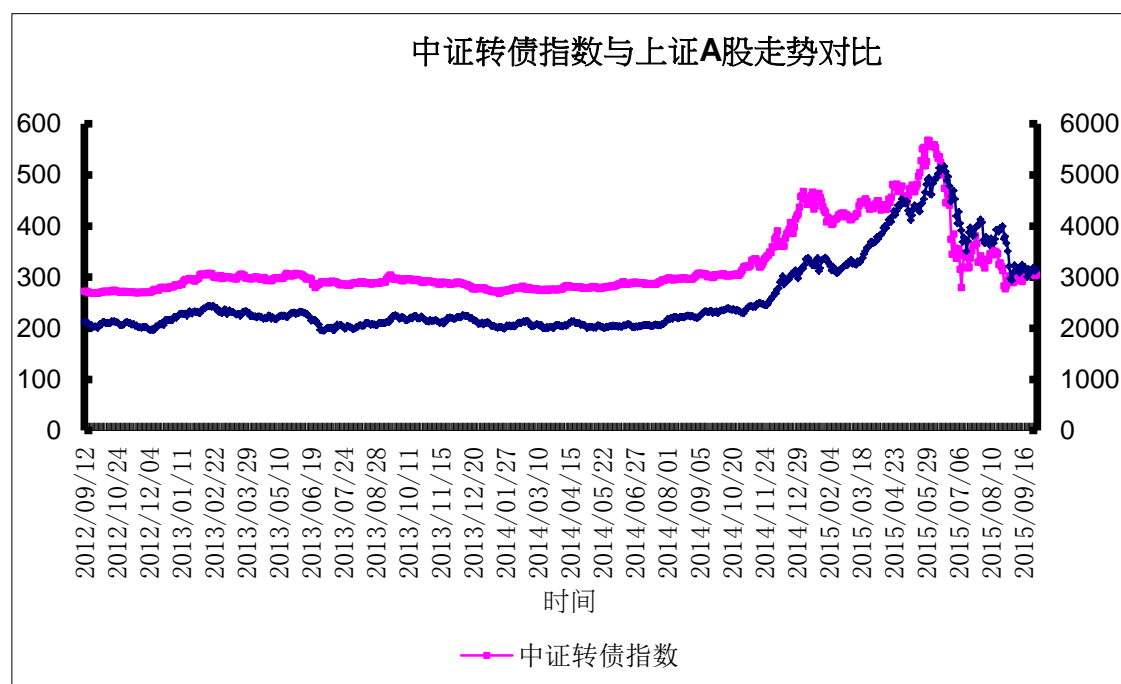
可轉換公司債的發行條件較為苛刻，對上市公司與國有企業要求是不一樣的，因為可轉換公司債的發行首先是債券的發行，同時也是股票發行，要同時符合這兩個發行的條件才可發行，具體而言上市公司發行主要有以下條件：（1）三年連續盈利，且淨資產利率在 10% 以上；屬於能源，原材料，基礎設施的公司可稍低，但不可低於 7%；（2）債券發行後，負債率不高於 70%；（3）累計債券餘額超過公司淨資產額的 40%；（4）資金投向符合政策；（5）債券利率不超過銀行同期存款利率；發行額不少於一億元；（6）國務院證券委員會規定的其他條件。而除此之外在 2001 年 4 月出臺的《上市公司發行可轉換公司債實施辦法》中，又增加了許多額外的限制，總結而言實際上只允許資金雄厚，管理完善的上市公司發行可轉換公司債，從而使可轉換公司債的發行更加完善。



## 2.市場現狀

從目前大陸可轉債市場收益表現上看，因其具有債性支援，平均收益率表現較好。2014 年大陸可轉債整體表現優於大陸股票市場，2015 年經歷了股災過後，大陸可轉債市場表現較弱。隨著大陸經濟潛在增速繼續下行，而政策寬鬆、改革和制度創新則支撐股市走牛，在這種“混合時期”可轉債仍是可攻可守的較好品種。

可轉債是一個小眾市場，數量少且大部分轉債存續時間較短，這導致市場結構很不穩定，歷史估值的可比性較低。下圖是中證轉債指數與上證 A 股走勢對比圖，大陸可轉債市場的強勢與股票市場牛市密切相關。特別是 2014 年 11 至 12 月，大陸 A 股開啟牛市格局，特別是大盤股的大漲帶動了可轉債市的迅速火爆，交易額也達到峰值。



【圖 2.1.6】 中證可轉債指數與上證指數走勢對比圖

從大陸可轉債發行市場看，2014 年新發行可轉債 16 只，發行規模合計 376.59 億元；2015 年 10 月 30 日前，新發行的可轉債 10 只，發行規模

合計 142.14 億元。網上申購中签率整體不超過 4%，中签率波動較大。中签率預測難度增大加上轉債上市估值降低導致一級市場申購風險加大。可轉債發行期限多為 6 年。

## **(六)、債券期貨**

1992 年 12 月 28 日，上海證券交易所率先推出向機構投資者開放的標準國債期貨合約。但由於當時中國大陸證券市場剛開始起步，國債的數量偏少，監管體系不健全，投資者群體整體不成熟，在利率不斷上升，國債期貨價格持續大幅度上揚的情況下，違規事件接連不斷。鑒於這種情況，1995 年 5 月 17 日中國大陸證監會宣佈大陸尚不具備開展國債期貨交易的基本條件，暫停國債期貨交易試點。

2013 年 9 月 6 日，國債期貨重新在中國金融期貨交易所掛牌上市。2014 年，國務院《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》明確提出逐步發展國債期貨，國債期貨獲得新的發展機遇。

### **1.市場現狀**

目前，大陸債券現貨市場交易以銀行間市場為主，而銀行間市場主要採用詢價交易機制，形成的價格連續性、透明度不高，而國債期貨市場的建立有助於形成全國性的公開價格。國債期貨作為基礎性的固定收益衍生性商品，將有助於商業銀行等財富管理機構加快產品創新步伐，拓展業務範圍，豐富盈利模式，促進轉型升級。此外，國債期貨特有的功能正好契合了利率市場化進程中的市場需求，將成為金融體系中不可缺少的重要部分。

2015 上半年國債期貨整體上呈現出由強走弱的趨勢，月度波動幅度較大，但就季度看來，在基本面和資金面雙重作用下，整體波動並不大。

【表格 2.1.6】 2015 年 1—9 月國債期貨合約持倉及交易情況

	持倉量 (手)	增倉 (手)	成交量 (手)	成交金額 (萬元)	期債加權 價格漲幅
1 月	24995	3439	137593	13384302	0.505%
2 月	33888	8893	138476	13649682	1.399%
3 月	43292	9404	414944	40755665	-1.71%
4 月	46728	3436	262173	25552431	1.791%
5 月	36253	-10475	258719	25273501	-2.405%
6 月	26258	-9995	216491	20849577	0.256%
7 月	23562	-2696	153645	14900139	0.78%
8 月	18117	-5445	124373	12131989	0.65%
9 月	17030	-1087	165101	16310900	0.165%

## 2. 缺陷與不足

目前中國大陸國債期貨已經平穩上市運行了一段時間，市場功能初步顯現，國債期貨市場還存在一些制約其進一步發展的因素，如流動性有待提高，投資者結構還較為單一，此外，中國大陸國債不同市場間在聯通方面存在諸多問題，制約著國債市場的整體發展。

## (七)、債券基金

### 1. 發展歷史

大陸債券基金的雛形出現在 1993 年，但由於當時的監管沒有跟上，一些證券公司的違規操作，嚴重影響了中國大陸當時的市場秩序，1998 年底大陸當局對該類產品進行了大規模清理整頓。

2002 年，大陸第一只債券型基金——南方基金管理有限公司推出的南方寶元債券基金宣告成立，在之後的幾年裡，債券基金資產規模增長迅速，每年平均超過 100% 的增長率，但相比發達國家，中國大陸債券基金市場的發展仍然非常落後，整體呈現如下特點：第一，增長速度落後於股票型

基金，規模總量較小；第二，市場佔有率仍然很低；第三，債券基金產品創新不足，基金類型單一；這也是制約債券基金發展的最重要因素之一。

從投資策略上看，大陸債券基金市場上大多數產品都是以具有較強流動性的國家債券、政策銀行金融債券以及央行票據等為投資主要標的。近年來一些基金公司積極推進結構型的債券基金，但由於中國大陸債券市場種類的限制以及基金經理的操作水準等，使該類產品並沒有達到市場投資者的期待；而且由於中國大陸債券市場可投資券種較少，嚴格來說，目前中國大陸債券基金市場上投資單一類型的主題債券基金尚沒有發展；從債券基金的運作模式上看，大陸現有的債券基金在形式上絕大部分是開放型的，封閉型運作的債券基金並沒有像美國基金市場一樣佔有重要地位。

## 2.市場現狀

2014年中國大陸債券市場走出一波持續牛市，全部債券基金平均複權淨值增長率為17.55%，較2013年0.16%有很大的提升，可轉債基金漲幅居於所有債券類基金榜首。下半年受益於權益市場，整體二級債基表現優於一級債基，一級債基表現優於純債基金<sup>4</sup>。

【表格 2.1.7】 2014 年債券指數收益率情況

指數	2014(%)	2013(%)	2012(%)	2011(%)
中證全債	10.68	-1.07	3.52	5.88
中證國債	10.84	-2.81	2.64	6.85
中證金融債	12.08	-1.81	2.08	5.14
中證企業債	9.91	1.51	6.30	4.95
中證央票	5.91	1.19	3.71	3.97
中證可轉債	48.55	-1.41	4.11	-12.77

<sup>4</sup>大陸將債券基金分為純債基金、一級債基和二級債基。所謂一級/二級指的就是初級(發行)/次級(流通)市場。舉例而言，二級債基之投資標的除固定收益類金融工具以外，適當參與二級市場股票買賣，也參與一級市場新股投資。

在大陸境內市場上，由於基準利率相對較高，定期支付債基的優勢並不十分明顯，但從長期看，隨著利率市場化進程的推進，定期支付債基在細分類別上，具有較高的存在意義。

2014年10月2日，中國大陸國務院辦公廳下發《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，對地方政府債務管理進行了部署。《意見》的主要內容包括：將地方政府性債務舉借主體明確為省級政府，市縣級政府通過省級政府代為舉借；提出對地方政府債務實行規模控制；認為其它任何直接債務（或有債務除外）的舉債方式，都是不被允許和合法的；融資用途上，區分為“一般債務”和“專項債務”兩種方式；融資管理上，負債納入全口徑預算管理；並提出建立債務風險應急處置機制。《意見》對於中國大陸完整意義上的市政債出現具有奠基意義。隨著市政債的出現，其政府信用背景將使得這一類債券的風險收益介於國債和產業債之間，市場上有可能會出現更多的市政建設主題債基，這種債基相對於信用債基金應該表現出明細的低風險特徵，但最大收益的期望值也應低於信用債基金。

從2012年債券指數基金在大陸問世以來，目前市場上已有二十多只債券指數和增強債券指數基金，但相比全球市場，這一數量還存在很大的差距。這主要是受制於大陸境內債券指數的可投資性較差以及對沖工具發展落後等因素。2014年國債期貨推出，但成交較為清淡，當前債券ETF和中國大陸債券債市的流動性現狀要支撐ETF套利難度較大，我們認為這是中國大陸債券指數基金2014年依然發展緩慢的重要原因。

## (八)、債券型 ETF

通過投資債券 ETF，投資者可以很方便地實現對一籃子債券的投資。

### 1.發展歷史

大陸第一只債券 ETF——國泰上證五年期國債 ETF 於 2013 年 3 月 25 日上市交易，國泰國債 ETF 以上證五年期國債指數作為跟蹤標的，該指數的樣本券由剩餘期限為 4-7 年且在上交所掛牌的國債組成，成分券期限適中、流動性好。同時，國債 ETF 連接起了銀行間債券市場和交易所債券市場兩端。近日上海證券交易所發佈的《上海證券交易所債券 ETF 業務指南》公告首次明確，債券 ETF 可以實行 T+0 交易。借助國債 ETF “T+0” 買賣和申贖機制，投資者不僅可以高效把握期貨市場和現貨市場、交易所市場和銀行間市場，國債 ETF 能夠在一、二級市場間套利，更可以一日之內在盤中進行多次波段操作，大大提高了投資效率。目前，大陸市場有 4 只債券 ETF，分別是 5 年期國債 ETF、企業債 ETF、城投債 ETF 和中期國債 ETF。

目前，大陸市場上的債券指數眾多，有公開資料可查、編制規則較為透明的包括滬深債券指數、中債債券指數、中信標普債券指數、中證債券指數、新華富時債券指數以及新華巴克萊資本中國大陸債券指數等。其中，中債債券指數、中信標普債券指數、中證債券指數在業內的知名度較高，使用較為頻繁。

【表格 2.1.8】 不同債券指數編制規則對比

	中債債券指數	中信標普債券指數	中證債券指數
指數提供商	中央國債登記結算公司	中信標普指數服務公司	中證指數公司
覆蓋市場	交易所、銀行間、跨市場	交易所、銀行間、跨市場	交易所、銀行間、跨市場
加權方式	債券託管量市值	樣本券現券存量	樣本券總市值+報告期債券利息及再投資收益
取價規則	交易所債券：最優買賣中間價 > 日終收盤結算價 > 中債估值價	交易所債券：即時成交價	交易所債券：做市商最優報價 > 日收盤價 > 模型定價
	銀行間債券：最優買賣中間價 > 日終收盤結算價 > 中債估值價	銀行間債券：平均買入申報價 > 前日平均買入申報價	銀行間債券：做市商最優報價 > 日內加權收盤價 > 模型定價
	跨市場債券：分別取各自的結算價和各個市場的流通託管量		跨市場債券：銀行間做市商最優報價 > 交易所做市商最優報價 > 交易所收盤價 > 銀行間日內收盤價 > 模型定價

債券 ETF 必須綁定指數，而指數制定過程中也因為中國大陸市場現狀和監管等原因，存在一些問題：不同債券流動性分化嚴重、關鍵存續期間與指數不一致、不同券種的信用風險和價格差異較大。一只好的債券指數首先要滿足投資者的需求，能充分的代表市場特徵；其編制規則應該透明、客觀並具有連貫性；此外，還要具有較好的可複製性及流動性，這些問題體現了中國大陸債券 ETF 具有繼續改進完善的空間。

## **2.存在的問題**

### **a.流動性問題**

限制大陸債券 ETF 發展的最大問題在於流動性問題，雖然上交所債券流動性有所提高，但是上交所成交和銀行間市場債券標的成交波動非常大，這給中國大陸債券 ETF 的及時補券和賣券帶來了很大的挑戰。

### **b.標的指數制約**

債券標的指數相對股票標的指數市場影響力較小，且從指數發展來看，債券標的指數的發展也遠落後於股票標的指數。目前市場上的債券指數多數都是作為業績比較基準，沒有考慮到市場容量，因而可投資性不足。標的指數的稀缺以及市場認可度較低成為限制債券指數基金的重要因素。

### **c.跨市場平臺協調問題**

銀行間市場和交易所市場是隔離的，其交易方式大不相同，前者是指令交易後者是撮合交易，且登記結算公司也不同。跨市場債券 ETF 的運作流程參照目前股票 ETF 流程，即上市交易場所和登記結算機構分別是上交所和中登上海分公司，份額交易與資金清算與股票 ETF 基本一致。由於銀行間債券託管在中債登，造成交易所債券與銀行間債券登記的市場分割。

### **d.申購贖回問題**

普通投資者無法獲得個別對應債券，只能採用現金申購以及贖回的方式，ETF 的套利功能將大大下降。

### **e.稅收問題**

債券 ETF 每日淨值一般都扣除應繳利息稅，但在付息日之前二級市場上債券是按不交稅的價格成交，因此債券 ETF 與成分券間存在價差。



### 三、交易平台：發行/流通市場

#### (一)、發行市場

在交易平台之發行(即初級)市場方面，經過 30 年的發展演變，總共包括銀行間債券市場、上海證券交易所和深圳證券交易所、以及商業銀行國債櫃檯市場。銀行間債券市場的參與者限定為機構，屬於債券大額交易市場；上海證券交易所和深圳證券交易所之參與者既有機構也有個人，屬於大額和小額交易混合型的市場；商業銀行國債櫃檯市場的參與者限定為個人，屬於場外債券小額交易市場(王博森，2015)。以下分別介紹。

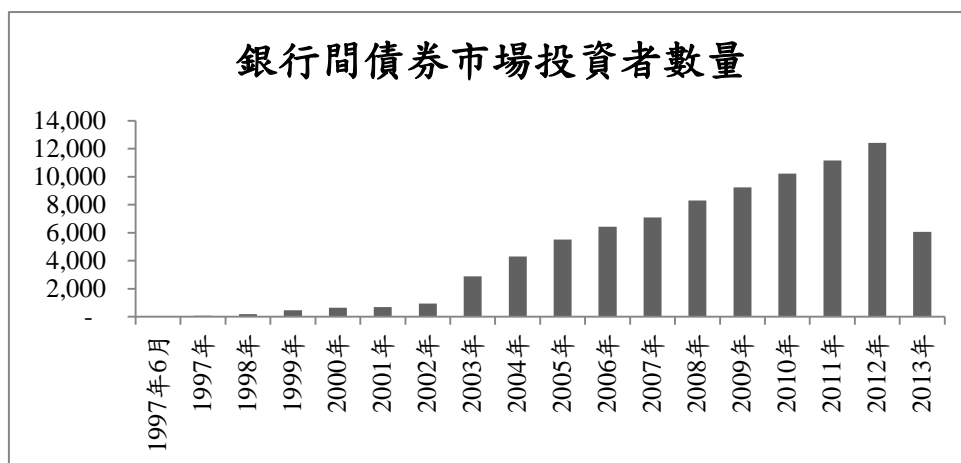
##### 1.銀行間債券市場

迄今，大陸債券之最大交易平台為銀行間債券市。1997 年上半年，由於大量銀行資金通過交易所債券回購的方式流入股市造成股市過熱，導致上海和深圳交易所的股價大幅攀升。為抑制當時的股市過熱，人民銀行於 1997 年 6 月發佈了《關於各商業銀行停止在證券交易所證券回購及現券交易的通知》，要求商業銀行全部退出上海和深圳證券交易所的債券市場，同月，將商業銀行所持有的債券統一託管於中央國債登記結算公司，同時通過全國銀行間同業拆借中心提供的交易系統進行回購和現券交易，銀行間的債券市場就此正式啟動，形成中國大陸債券市場就此分立為場內的交易所與場外的銀行間債券市場。

銀行間債券市場依托於大陸全國銀行間同業拆借中心（簡稱同業中心）和中央國債登記結算公司（簡稱中央登記公司），係包括商業銀行、農村信用聯社、保險公司、證券公司等金融機構所進行債券買賣和回購的市場，成立於 1997 年 6 月 6 日。經過近幾年的迅速發展，銀行間債券市場目前已成為中國大陸債券市場的主體部分。記帳式國債的大部分、政策性金融

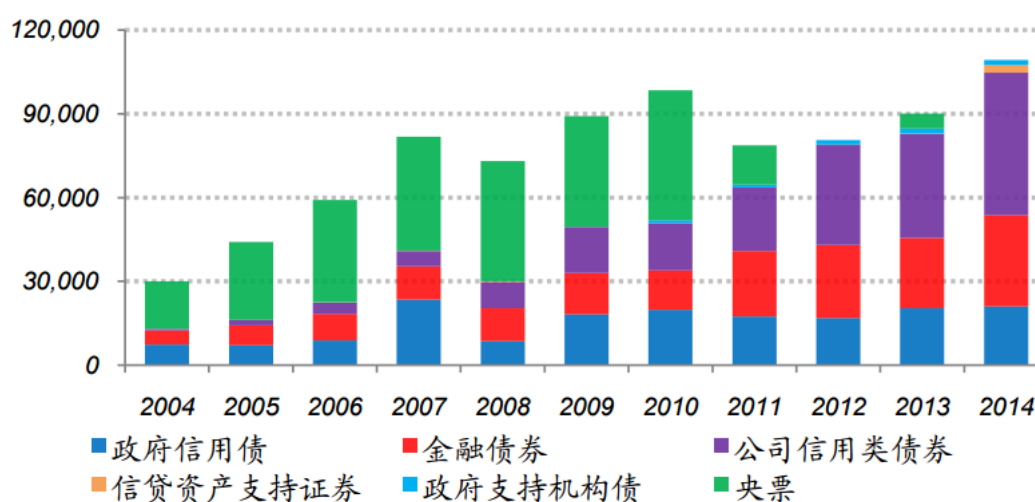
債券都在該市場發行並上市交易。其中，國債是指由國家發行的債券，與其它類型債券相比較，國債的發行主體是國家，具有極高的信用度，被譽為“金邊債券”；政策性金融債則是指大陸政策性銀行（國家開發銀行、中國大陸進出口銀行、中國大陸農業發展銀行）為籌集信貸資金，經國務院、中國大陸人民銀行批准，採用市場化發行方式，向中資商業銀行、商業保險公司、城市商業銀行、農村信用社聯社以及郵政儲匯局等金融機構發行的金融債券。

銀行間債券市場剛成立時只有 16 家商業銀行。為了豐富市場成員，擴大市場規模，1998 年以來，人民銀行陸續批准各類金融機構加入銀行間債券市場。1998 年外資銀行和保險公司入市交易；1999 年農村信用社、投資基金和證券公司進入銀行間市場；2000 年，財務公司和金融租賃公司進入市場；自 2002 年 4 月開始，銀行間債券市場由准入審批制改為備案制，規定只要金融機構的經營範圍裡有債券投資或證券投資的，都可以參與銀行間債券市場。2002 年 10 月，人民銀行又發佈了關於工商銀行等 39 家商業銀行開辦債券結算代理業務的通知，批准非金融機構法人可以通過結算代理人間接進入銀行間債券市場，銀行間債券市場主體進一步擴大。



資料來源：中央結算公司

【圖 2.1.7】 銀行間債券市場投資者數量



資料來源：中央國債登記結算有限責任公司、上海清算所

【圖 2.1.8】 近年來銀行間債券市場主要債券品種發行量變化情況 (單位：億元人民幣)

2014年，債券市場共發行人民幣債券11.0萬億元，同比增加22.3%。其中，銀行間債券市場累計發行人民幣債券10.7萬億元，同比增加24.0%。截至2014年末，債券市場債券託管餘額達35.0萬億元，同比增加18.0%。其中，銀行間市場債券託管餘額為32.4萬億元，同比增加16.9%。

## 2.交易所

交易所債券市場是指通過「證券交易所固定收益證券綜合電子平台」進行交易的整體體系。按 2008 年修訂的《上海證券交易所債券交易實施細則》的規定，交易所債券市場上交易的債券可包括：國債、公司債券、企業債券、分離交易的可轉換公司債券中的公司債券，交易方式則既包括現貨交易，也包括質押式回購交易。

傳統的交易所債券市場通常只採用競價撮合的交易方式，即按照時間優先、價格優先的原則，由交易系統對投資者買賣指令進行匹配最後達成交易。大陸之上海和深圳證券交易所除了沿用傳統的競價撮合交易方式外，近年也在相應的平台上，引入了場外交易方式。交易所的固定收益電子平台定位於機構投資者，為大額現券交易提供服務。該平台包括兩層市場，一層為交易商之間的市場，採用報價制和詢價制。另一層為交易商與普通投資者之間的市場，採用協議交易的模式，通過成交申報進行交易。該平台可以進行現券交易、買斷式回購操作，以及質押券的申報和轉回，但不能進行質押式回購操作。交易所市場的競價和詢價系統之間也可以進行交易，但該系統內債券實行 T+0 交易，跨系統實行 T+1 交易模式。即：當日通過競價系統買入的債券，可於當日通過該系統賣出，但要於次一交易日才能通過固定收益綜合電子平台賣出。

證券交易所是不以盈利為目的的法人，歸屬中國大陸證監會直接管理。主要職能包括：提供證券交易的場所和設施，制定證券交易所的業務規則，接受上市申請，安排證券上市；組織、監督證券交易，對會員、上市公司進行監管，管理和公布市場信息。

### **a.上海證券交易所：**

上海證券交易所是中國大陸兩大證券交易所之一，於 1990 年 11 月 26 日由中國大陸人民銀行總行批准成立，同年 12 月 19 日正式營業。在上海證券交易所掛牌交易的債券，包含國債、地方政府債、企業債、公司債、公司可轉債和公司可分離債。

### **b.深圳證券交易所：**

深圳證券交易所是中國大陸兩大證券交易所之一，於 1991 年 4 月 11 日由中國大陸人民銀行總行批准成立，同年 7 月 3 日正式成立。深圳證券交易所掛牌交易的債券，包含國債、企業債、公司債和公司可轉債。

## **3.商業銀行櫃檯市場**

商業銀行櫃檯交易也是債券交易的場外市場，個人和中小投資者可通過商業銀行的營業網點進行國債買賣，並由商業銀行辦理託管和結算。商業銀行櫃檯市場最早是 2002 年開始起步的。為增加個人和企業等購買國債管道、保障國債順利發行，2002 年 4 月人民銀行發佈了《商業銀行櫃檯記帳式國債交易管理辦法》，同年 6 月，工商銀行、農業銀行、中國大陸銀行和建設銀行四大國有銀行開始在北京和上海開展記帳式國債交易業務試點。2007 年 11 月，人民銀行和大陸財政部為推動商業銀行櫃檯市場發展，將櫃檯交易的記帳式國債交易券種擴大到了所有新發行的關鍵期限國債，並先後批准了民生銀行、北京銀行、南京銀行、招商銀行開辦該業務。目前櫃檯業務債券種類包括記帳式國債、儲蓄國債(電子式)和企業債。

最後，自以下幾方面，比較大陸銀行間債券市場與交易所債券市場，如兩個市場是否存在相互關聯，以及兩個市場的區別。首先，有關兩者相同之處。實際上，不管是銀行銷售，或債券市場銷售，債券商品是相同的。

銷售的是同一種東西，債券是一樣的，故沒有所謂的好與不好。只是看投資人習慣哪種方式購買。

其次，兩者不同只是體現在參與者的結構、交易方式與結算方式上面。從參與者的結構上面來看，銀行間債券市場的參與者全部都是機構投資者，包括各商業銀行，非銀行類金融機構、資產管理公司、基金公司及部分企業投資者，市場對於參與者限制條件比較多。交易所債券市場參與者與股票市場類似，各類投資機構和個人都可以參與。交易所債券市場准入條件比較低。

從交易方式來看，銀行間債市採取的是做市商制度，雙邊報價，實行一對一詢價談判方式進行交易；而交易所債券市場使用集合競價撮合交易的方式，交易準則為價格優先，時間優先。對於小金額的交易，交易所更加快捷靈活，而銀行間債券市場能夠在固定價格成本上滿足投資者大金額的交易。從託管結算方式來看，銀行間債券市場中的債券託管在中央結算公司開立的一級債券託管帳戶中，由全國同業拆借中心提供其前台的債券交易，後台的債券結算由中央結算公司提供，銀行間市場採用的是逐筆、全額和實時的交易結算制度(王博森，2015)。

【表格 2.1.9】 交易所債券市場與銀行間債券市場的比較

	銀行間債券市場	交易所債券市場
功能	人行公開市場操作，實現貨幣政策目標；金融機構債券投資和流動性管理。	股票投資者投資組合和融資便利。
參與者範圍	機構投資者：商業銀行、農村信用社、證券公司、基金管理公司、保險公司、企業(債券結算代理)	機構投資者：證券公司、基金管理公司、保險公司、企業個人投資者
交易方式	雙邊報價(做市商制度)，一對一詢價談判	集中撮合競價(價格優先，時間優先)
債券託管方式	在中央結算公司開立一級債券託管帳戶	在中國大陸證券登記結算有限公司託管(上交所和深交所各在中證登上海和深圳的分公司託管)
債券結算方式	全國同業拆借中心提供前台債券交易，中央結算公司提供債券託管和後台結算，採用逐筆、實時和全額結算制度。	交易所提供前台債券交易，中國大陸證券登記結算有限公司託管和後台結算，採用逐筆、實時和全額結算制度。
交易結算風險承擔風險	由交易雙方自行承擔	由交易所提供結算擔保和承擔交易結算
交易品種	金融機構可以從事回購和現貨交易,企業只能從事正回購和現貨交易。	機構投資者和個人投資者均可進行現貨交易，機構投資者可進行國債企業債回購交易，個人投資者不能進行回購交易。
債券品種	各期限國債和金融債	國債、企業債、可轉換債券
交易手續費	一次性開戶費、結算過戶費和代理佣金	開戶費和交易手續費
價格波動程度	價格波動幅度較小	價格波動幅度較大
投資特點	債券存量較大，投資工具豐富，交易成本低，價格波動小。	流動性較強，投資工具較少，交易費用較高，價格波動大，不利於大宗交易的成交。

資料來源：邵玲，我國銀行間債券市場與交易所債券市場比較研究，2006

## (二)、流通市場

大陸債券流通(即次級)市場成立至今已有二十多年，這二十多年市場的主要變化有:1.債券次級市場有著明顯發展。以交易數據來看，在債券交易量及年上升的基礎上，債券回購業務在債券中的佔比逐步擴大，一定程度上體現了債券市場投資者對債券次級市場的積極性和信心；債券交易從原始的現券交易不斷發展，目前主要交易品種包括現券交易、債券回購和債券期貨。尤其是伴隨著 2013 年 9 月國債期貨業務的重啟，大陸的債券衍生性商品已經基本可以滿足廣大債券投資者的需求；3.債券市場架構日趨合理，從交易量來看，目前大陸債券市場形成以銀行間債券市場為主導，交易所債券市場和櫃檯市場為輔的場內場外市場共同運行、共同發展的局面。合理的債券市場架構對次級市場正常運轉的意義不言而喻。債券交易市場制度不斷完善，大陸在發展次級市場的同時，吸收發達債券市場的經驗，目前已形成詢價與競價機制並存的交易系統，隨著諸如做市商制度、經紀商制度等一系列創新制度的成熟穩定，大陸債券交易制度正在不斷完善(王博森，2015)。

### 1.主要演變過程

大陸債券的次級市場起源於 1988 年國債轉讓市場的形成，在此之前的將近 40 年間，大陸市場中的債券並沒有流通機制，由於並不流通，居民和單位購買的國債(當時只有國債)不能及時兌現，因此給債券投資人帶來很大的不便，一方面雖然 1985 年曾嘗試使用國債貼現的辦法使債券流通，但由於貼現率不符合市場規律且一定時間內保持固定，無法滿足投資者對國債流通的迫切需要；另一方面，長期的債券不流通使得國債黑市迅速發展，一些不法商販投機倒把的現象比比皆是，不流通的國債逐漸被投資者視為一種“變相負債”，極大損傷了國債的信譽。因此，國債市場改革



勢在必行，伴隨著國債轉讓市場的開放，國債的流通大大緩解了國債持有人所面臨的交易困難，方便了投資者，並逐步改善了國債的信譽，這裡，國債的流通指國債可以在投資者和投資者之間自行交易並不需要經過中介參與，”轉讓”即指的是國債櫃檯市場的出現，至 1988 年 6 月，全國國債轉讓市場試點達到 54 個，這標誌著國債次級市場中的櫃台交易市場的形成，這也是大陸最早的場內市場。

次級市場出現後出現了諸多問題，比如：1.在市場剛剛開放之初，個人投資者急切地想回收他們投資在國債上的資金，毫不關注國債投資本應獲得的合法利益，頻繁的單邊市使得國債價格降低，加之 1988 年經濟過熱，通貨膨脹更是加劇了執券人拋棄國債。2.大部分新成立的證券中介機構沒有足夠的資本金收購國債，因此常常拒絕收購或有意降低收購價格。如果沒有穩定的佣金收入，這些中介機構的業務將難以為繼。3.由於流通轉點的試點只在一定範圍內實行，試點地區以外的地方黑市流行，一些非法商販利用地區價差倒賣國債的現象非常嚴重，1990 年 12 月，上海證券交易所成立，開始接受實物債券的託管，並在交易所開始後進行記帳式債券交易，形成了場內和場外交易並存的市場格局。同年，全國證券交易自動報價系統(STAQ)在北京正式開通並試營運，使國債市場發展達到一個新的高度。同時為了加強債券市場的自律性管理，中國大陸國債協會和中國大陸證券協會相繼成立。隨著債券流動性的不斷加強及債券交易量不斷放大，為滿足廣大債券投資者的需求，1992 年後武漢交易中心等一大批發展國債轉讓的集中交易性場所的出現進一步活化了國債的交易。1993 年後一段時間內，債券市場蓬勃發展。但好景不常，金融創新的負面影響開始不斷顯現出來，代表性的有國債”327 事件”、”319”事件的發生等。隨後，1995 年國債期貨的叫停，以及 1996 年底中央國債登記結算有限公司成立專門負責國債的總登記、託管的工作等標誌性事件，有效抑制了國債次級市場出

現的風險，為債券市場的健康發展創造了條件。

1997 年國務院要求所有銀行完全退出股票交易所，從而切斷了銀行系統同股票交易所之間的一切資金聯繫。而銀行處理的國債和其他債券處理使得銀行間債券市場成立成為了必然。銀行間債券市場的形成能為這些銀行提供一個證券交易所。為規範銀行間債券市場的交易，在銀行間債券市場形成的同時，人民銀行專門制定了銀行間交易規則。銀行除了可以在銀行間債券市場交易其所持有的債券之外，還可以通過銀行間債券市場認購發行的債券。因此，銀行間債券市場的形成導致中國大陸債券市場中出現了兩個分割的市場相互存在的情形，即投資者在交易所市場交易債券，而銀行在銀行間市場進行債券交易。銀行間債券市場快速而平穩的發展，為人民銀行公開市場業務操作提供了基礎，並使之逐漸成為人民銀行實現貨幣政策的主要手段，同時也為中國大陸推動利率市場化進程打下了基礎。

2002 年後債券次級市場的融合與創新成為了直至今日的主題。2002 年 6 月大陸財政部和人民銀行以四大國有銀行儲蓄網點為依託，並辦國債櫃台交易業務，個人投資者可以通過商業銀行櫃檯買賣記帳式國債，實現了報價驅動市場中批發與零售交易的銜接。2003 年 12 月，大陸財政部頒布《國債跨市場轉託管業務管理辦法》，規定中央國債登記結算有限責任公司應為大陸財政部對各託管機構國債託管和轉託管業務的日常監督提供必要的協助，使市場效率得以提高，並大大降低了國債市場轉託管成本。此後，在大陸財政部推動下，國債跨市場轉託管機制得以建立，因此跨市國債品種的跨市交易基本實現。隨著國債制度，交易期限和交易結構等的完善，債券次級市場的發展邁上了一個新台階。2007 年企業債的出現使得債券次級市場有了變化，由於企業融資需求的增加，公司債券在 2008 年有很大的發展。由於機構投資人、市場基礎設施，如中央國債登記公司系

統的更新，債券次級市場的發展從制度基礎到發行人和市場參與人的積極性都具備了條件。同時，銀行間中期票據市場的出現為企業在銀行市場融資提供了場所。

近幾年大陸債券次級市場的發展主要有兩方面特點。一方面，債券次級市場日趨規範、合理，債券交易量逐年增加；另一方面，創新債券產品出現為保持次級市場活力發揮了作用，2011年12月19日銀行間市場清算所股份有限公司正式向銀行間市場提供現券交易淨額清算服務，這標誌著銀行間債券市場集中清算的機制的正式成立。2012年2月13日，國債期貨業務仿真機要正式啟動，標誌著國債期貨時隔17年重新啟動。2012年6月19日，交易商協會通知各主承銷商，凡在AA(含)以上的發行人，將不區分企業性質，允許其短期融資券、中期票據發行額度不佔用。其後數月，短期融資券、中期票據發行量遽增。2012年8月3日，中國大陸銀行間市場交易商協會發布實施《銀行間債券市場非金融企業資產支持票據指引》，這意味著企業資產證券化在開新渠道。2013年債市“核查風暴”以來，出現債券交易“老鼠會”，債券非標資產的管理等問題成為新時期債券次級市場中亟需解決的問題。

## **2.主要制度內涵**

### **a.做市商制度**

大陸做市商制度主要師法西方國家。嚴格遵守《全國銀行間債券市場做市商管理規定》的內容：1.註冊資本或淨資本不少於12億元人民幣；2.市場表現活躍，提交申請時上一年度的現券交易量排名前80位；3.提交申請前，已在銀行間市場嘗試做市業務，具備必要的經驗和能力；4.具有完善的內部管理制度、操作規程和健全的內部風險控制機制、激勵考核機制；5.有較強的債券市場研究和分析能力；6.相關業務部門有5人以上

的合格債券從業人員，崗位設置合理、職責明確； 7.提交申請前 2 年沒有違法和重大違規行為；8.中國大陸人民銀行規定的其他條件。

#### **b.貨幣經紀公司(經紀商制度)**

中國大陸的貨幣經紀公司是指經批准在中國大陸境內設立，通過電子技術或其他手段，專門從事促進金融機構間資金融通和外匯交易等經紀服務，並從中收取佣金的非銀行金融機構。貨幣經紀提供的是一種金融中介服務，業務涉及貨幣市場、資本市場和外匯市場的主要產品，包括同業拆借、短期商業票據、即期外匯買賣和遠期外匯買賣、貨幣掉期、利率掉期、期貨、期權、浮動利率票據、遠期合約、回購協議、政府債券、企業債券、資產抵押、擔保抵押債券，以及期指等股票衍生工具操作方面的金融業務。

## 第二節、大陸債市改革

以下，本章節自大陸債市之主要改革方向、改革現況談起，並就主要品種、主要市場、以及制度的改革三大面向，以及其各自之影響，逐一進行探討。

### 一、主要改革方向

#### (一)、早期國九條：

2004年1月31日，《國務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》頒布(簡稱“國九條”)，行文5000字，這是自1992年12月17日國務院68號文件下發以來，作為中國大陸最高行政機構的國務院首次就發展資本市場的作用、指導思想和任務進行全面明確的闡述。它對發展資本市場的政策措施進行整體部署具有重要的現實意義和深遠的歷史意義。這之後，相關部門出臺的一系列政策，都以此為核心和出發點，“國九條”成為名副其實的證券市場的綱領性文件。

#### (二)、近期國六條：

在2014年3月25日，資本市場在“國九條”推出10年之後，國務院務會議對促進資本市場健康發展做出六大方面部署，一般稱之為“國六條”：  
(a)、繼續穩妥推進註冊制改革；(b)、規範發展債券市場；(c)、培育私募市場；(d)、建設期貨市場；(e)、促進仲介創新；(f)、繼續擴大資本市場開放。

#### (三)、最近加快實施創新驅動發展戰略意見：

2015年3月，中共中央、國務院出臺《關於深化體制機制改革加快實施創新驅動發展戰略的若干意見》，指導深化體制機制改革加快實施創新驅動發展。《意見》強調直接融資市場已經扮演更為重要的角色，特別是

初創企業或專案，很難獲得銀行的信貸支持。在第四條“強化金融創新的功能”中提到，發揮金融創新對技術創新的助推作用，培育壯大創業投資和資本市場，提高信貸支持創新的靈活性和便利性，形成各類金融工具協同支持創新發展的良好局面。在上述表述中，把創業投資和資本市場鮮見地放在信貸支持之前，足見在經濟轉型和產業升級的進程裡，直接融資市場已經扮演更為重要的角色。

#### (四)、新國九條：

為了完善金融市場體系，大陸國務院於 2014 年 5 月發布「關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見」，俗稱「新國九條」，擬以市場化、法制化、國際化為資本市場改革目標，全面規範資本市場改革與發展，就債券市場部分，提出「積極發展債券市場」、「強化債券市場信用約束」、「深化債券市場互聯互通」、「加強債券市場監管協調」等四點要求，未來亦將擴大市場開放、防範和化解風險，並營造良好發展環境。近期主管機關也提出相應的措施，包括銀監會、證監會及人民銀行分別於去年 11 月及今年 4 月將資產證券化業務由審批制改為備案註冊制，銀行間及交易所兩大市場證券化商品告別審批制；今(2015)年 1 月初大陸證監會發布「公司債券發行與交易管理辦法」，以完善公司債券的公開發行制度，發展適合不同投資者群體的多樣化債券種類。於此自由化與市場化改革趨勢下，大陸金融市場環境變動更甚以往。

## 二、債券市場改革現況

以下，引用沈中華、黃玉麗、林育暉、蔡岳志(2015)，分析大陸債市改革現況。

### (一)、中央與地方政府發債意願增強

2015年中國大陸繼續實施積極的財政政策，在經濟成長率放緩、財政收入增幅下降的情況下，財政赤字佔GDP的比重將有所上升，這意味著2015年新增國債發行規模將會擴大。同時，為防範及化解地方政府債務風險，也將允許地方政府發行適當規模的專項債券用於公益性專案或置換納入預算管理的存量債務。其中專項債券是指為了籌集資金建設某專項具體工程而發行的債券，對於專項債券，地方政府往往以專案建成後取得的收入作為保證。

### (二)、政府積極發展債券市場

2014年5月，中國大陸國務院發佈的《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》(“新國九條”)明確提出，政府欲積極發展債券市場，其方向有四點。

#### 1.積極發展債券市場

一為完善公司債券公開發行制度。二為發展適合不同投資者群體的多樣化債券品種。三為建立健全地方政府債券制度。四為豐富適合中小微企業的債券品種。五為推進資產證券化發展。六為支援和規範商業銀行、證券經營機構、保險資產管理機構等合格機構依法展開債券承銷業務。

## 2.強化債券市場信用約束

一為規範發展債券市場信用評級服務。二為完善發行人資訊披露制度，提高投資者風險識別能力，減少對外部評級的依賴。三為完善債券增信機制，規範發展債券增信業務。四為強化發行人和投資者的責任約束，健全債券違約監測和處置機制，防範道德風險。

## 3.深化債券市場互聯互通

一為在符合投資者適當性管理要求的前提下，完善債券品種在不同市場的交叉掛牌及自主轉託管機制，促進債券跨市場流轉。二為鼓勵債券交易場所合理分工、發揮各自優勢。三為促進債券登記結算機構資訊共用，加強互聯互通。四為提高債券市場訊息系統、市場監察系統的運行效率，逐步強化對債券登記結算體系的統一管理，防範系統性風險。

## 4.加強債券市場監管協調

各相關部門按照法律法規賦予的職責，加強對債券市場准入、資訊披露和資信評級的監管，建立投資者保護制度，加大檢查債券市場資料造假、內幕交易、價格操縱等各類違規行為。

### (三)、加強商品資訊披露

2014年5月19日，中國大陸財政部下發了《關於印發〈2014年地方政府債券自發自還試點辦法〉的通知》，上海、浙江等十省區市的地方政府可以試點地方政府債的自發自還，地方債市場自此進入了自發自還時代。此舉也意味著對地方政府的相關資訊披露，特別是財務資訊的公開、標準化披露提出了更高的要求。在此背景下，中國大陸國務院在2014年12月12日，批轉了大陸財政部《權責發生制政府綜合財務報告制度改革方案》(以下簡稱“方案”)，提到將在2015年制定發佈財務報告編制辦法和操作



指南等實施層面的相關制度。在《方案》的具體實施過程中，重點應對財務資訊採集和披露的標準化方式予以考量。在未來地方政府將主要通過發行債券來融資的背景下，迫切需要建立起公開、透明的地方政府財務資訊庫，這是化解地方債務風險、發展地方經濟的基礎條件。

資訊披露針對的另一大趨勢是資產證券化。目前資產支援證券的資訊披露存在透明度不夠的問題，而資產池資訊的不透明使得市場投資者對於池內資產的品質和風險水準不能作出準確判斷，這給市場定價帶來了困難。因此，要對投資人或協力廠商估值機構披露資產池中每筆貸款的明細資訊，以使投資人能夠直接評估風險水準，或者由協力廠商估值機構提供的公允價值來客觀反映其風險水準。

#### **(四)、債券市場信用風險—剛性兌付逐漸打破**

經濟成長率下調，部分企業經營出現問題，2014年以來以“超日債”等為代表的債市違約事件頻頻發生，2015年年初，佳兆業就陷入違約事件，還有中科雲網本金和利息支付全部違約的事件，以及第一例國企公募債—天威中票違約。

2015年，隨著債市剛性兌付逐步打破，債券市場風險加大，信用利差也將進一步拉大。雖然低評級企業的債券融資成本可能因此而提高，但實際上過去多年，低資質企業的債券融資成本相對其風險而言可能是被低估的，而且是以高評級和無風險債券利率的被動提升為代價的。因此讓風險資產定價回歸風險特性，與降低整個社會融資成本並不矛盾。對於債券市場而言，違約市場化短期內雖然可能帶來陣痛，但長期看有利於推動信用債投資回歸風險定價。

為應對這一系列債券市場信用風險，中國大陸不斷加強市場管理和規範，嚴格履行資訊披露、信用評級制度要求，並促進風險的分散和轉移，讓企業債券期限與資金需求相匹配。建立了信用風險處置機制，強化各方責任，完善《破產法》有關資產保全和處理方式的規定，堅持投資人按照市場原則承擔損失，並督促信用增強機構依合約履行代償責任。

#### (五)、架構國債收益率曲線

2013 年中國大陸第十八屆三中全會首次提出“健全反映市場供求關係的國債收益率曲線”。在健全國債收益率曲線方面，目前市場普遍認為需要由兩方面進行。

第一，需要增加短期和超長期國債的發行頻率。從實際經驗來看，短期限和超長期限(10 年以上) 國債的活躍度不如中長期限國債。從完善國債收益率曲線的角度考慮，應適當增加短期限和超長期限國債的發行數量，提高發行頻率，這將有助於短期和長期國債市場活躍，為國債收益率曲線的形成提供更豐富的市場價格信號。

第二，適當減少國債續發行的頻率，增加關鍵期限國債的新發行頻率。此舉對於提高關鍵期限國債的流動性作用不小。由於國債的利息收入免徵所得稅，但資本利得需課稅，投資者在對折價或溢價國債進行交易時會考慮其稅收效應，尤其是在市場收益率出現大幅變動，國債價格折溢價現象十分明顯時。在此背景下，債券的收益率已不能很好地反映新發國債的收益率水準，這不利於國債收益率曲線的編制，因此適當增加關鍵期限國債的新發行頻率，將會降低稅收效應對同期限國債收益率的影響。

此外，還需要加大國債收益率曲線的基準性應用推廣。為強化國債收益率曲線的基準性應用，促進存貸款市場利率體系的完善，應鼓勵商業銀

行以公允的國債收益率曲線為基準進行存貸款定價及內部轉移定價，鼓勵發行人以國債收益率曲線為基準發行浮動利率債券，使國債收益率曲線的深度應用得到有效擴展。

#### **(六)、利率市場化對債券市場有正面影響**

中國大陸深化改革過程中，利率市場化改革對債券市場影響巨大。利率市場化改革內容主要包括三點：第一，讓利率由市場決定；第二，完善市場利率體系和利率傳導機制；第三，商業銀行等金融機構能夠按照人民銀行的利率目標進行調控。綜合上述利率市場化的標準，中國大陸未來利率市場化改革還需要往多方面繼續推進，這包括大力發展債券市場、打通債券市場與信貸市場、建設以基準利率為核心的利率體系、建立有效的貨幣政策傳導機制等。

#### **(七)、批准境外投資者投資額度加大**

2015年4月底，人民銀行再批准32家機構進入銀行間債券市場，包括11家QFII機構投資者、10家境外機構以及11家RQFII機構投資者。截至2014年底，已經通過各種管道進入中國大陸國內人民幣債市的外國投資者有225家，包括央行、主權財富基金、國際金融機構、保險機構、基金等，持有的人民幣債券託管餘額為5,720億元人民幣，至2015年4月份進一步增至7,130億元人民幣，規模大於同期外國投資者所持有的6,010億元人民幣A股，也超過整個離岸人民幣債券市場的規模。據此，發展離岸市場的同時循序漸進地開放在岸人民幣債券市場，可以促進人民幣國際化及其加入SDR的進程。

## (八)、人民幣離岸債券市場規模穩定成長

繼點心債、寶島債、獅城債、倫敦債之後，雪梨的“大洋債”，巴黎的“凱旋債”也加入了人民幣離岸債券市場。近期，人民幣離岸債券紛紛成功登陸新的國家，對於人民幣離岸債券的迅速增長，海外融資成本較低和市場投資人民幣債券意願提升是重要原因。目前離岸人民幣債券發行有三方面新特點：一是在傳統亞太市場之外，倫敦、法蘭克福等歐洲人民幣債券市場發展迅速；二是國際金融機構和國際組織表現突出，如英國政府將發行人民幣債券並把收入作為外匯儲備；三是金融行業發債佔總發行規模大，且增長迅速。離岸人民幣債券市場的發展是人民幣發揮投融資、儲備貨幣功能的重要條件，有助於人民幣國際化。隨著上海自由貿易試驗區的掛牌和發展，其將成為中國大陸境內離岸人民幣中心，協助人民幣國際化。

### **三、主要品種的改革**

#### **(一)、地方政府債改革**

##### **1. 2009 年大陸財政部代理發行地方政府債券**

2009 年為應對國際金融危機，籌措地方政府需安排的配套資金，國務院決定，由大陸財政部通過現行國債發行管道代理發行 2,000 億元地方政府債券。從 2009 年到 2011 年，大陸每年發行地方政府債券 2,000 億元，3 年來累計發行 6,000 億元。這是大陸探索建立規範地方政府舉債融資機制的破冰之舉，其財政部代發的地方政府債券，納入地方預算，構成地方債務，地方政府必須承擔還本付息職責，否則可能被“追償”。

##### **2. 2011 年地方政府自行發債試點**

2011 年 10 月 17 日，大陸財政部印發財庫〔2011〕141 號文，經國務院批准上海市、浙江省、廣東省、深圳市開展地方政府自行發債試點，並制定了《2011 年地方政府自行發債試點辦法》，規定試點省（市）在國務院批准的發債規模限額內，自行組織發行本省（市）政府債券，但仍由大陸財政部代辦還本付息，以確保地方債券的信用。2013 年，試點城市範圍擴大至上海市、浙江省、廣東省、深圳市、江蘇省、山東省六省市。

##### **3. 2014 年地方政府自發自還地方政府債券試點**

2014 年 5 月 19 日大陸財政部下發了關於印發《2014 年地方政府債券自發自還試點辦法》的通知。經國務院批准，上海、浙江、廣東、深圳、江蘇、山東、北京、江西、寧夏、青島試點地方政府債券自發自還。這次改革突出了自還機制，試點地區自辦所發債券的利息支付和本金償還。辦法明確規定，試點地區承擔債券還本付息責任，試點地區應當建立償債保障機制，統籌安排綜合財力，及時支付債券本息、發行費等資金，切實履

行償債責任，維護政府信譽。自發自還機制的建立正式將試點地方政府看做獨立的負債責任主體。

#### **4. 2014 年《預演算法》修訂了關於地方債券的規定**

2014 年 8 月 31 日《預演算法》修正案公佈，將原來的第二十八條改為第三十五條，修改的主要內容涉及：允許經國務院批准的省、自治區、直轄市發行地方政府債券；地方政府通過舉債所融資金僅限用於公益性資本支出；禁止地方政府及其部門產生或有債務。《預演算法》的修改為大陸地方政府債券的發展解除了法律束縛，並規範了地方政府舉債的方式、用途，為地方政府債券的規範發展確定了法律框架。隨著新《預演算法》的頒佈實施，地方政府債券發行規模不斷增長，不同的債券品種也開始進入探索的過程中。不僅有一般事務債，也有專項債、專案債，從這個角度講，地方政府債券市場的發展應該是開啟了大幕。2014 年的這次修訂，特別重視政府的財政壓力和財政風險的管理與化解，並將其單獨成項，目的是解決三個層面的重點問題：一是賦予地方政府適當的舉債權，解決如何借的問題。二是對地方政府債務實施分類管理和規模控制，讓地方政府的債務分類納入預算管理，解決如何管的問題。三是理清政府和企業的責任，解決如何還的問題。綜上所述，新《預演算法》對於放開地方債券市場的嘗試是具有重要意義的，不僅是貫徹“公開、透明”的預算改革趨勢的要求，更是維護地方財政可持續發展的重要舉措。

#### **5. 2014 年加強地方政府性債務管理**

2014 年 9 月 21 日，國務院出臺《關於加強地方政府性債務管理的意見》（國發〔2014〕43 號），在《預演算法》修正案關於地方政府債券的法律框架下，細化了對地方政府債務的規定和管理，相關主要內容有：一是賦予省、市、縣級地方政府依法適度舉債的許可權並明確規定了可以舉

債的主體範圍。經國務院批准，省、自治區、直轄市政府可以適度舉借債務，市縣級政府確實需要舉借債務的由省、自治區、直轄市政府代為舉借。政府債務只能通過政府及其部門舉借，不得通過事業單位等舉借。剝離融資平臺公司政府融資職能，融資平臺公司不得新增政府債務。地方政府不得通過事業單位等舉借債務。二是規範了融資方式。地方政府舉債採取政府債券方式。三是新舊債務銜接。對甄別後納入預算管理的地方政府存量債務，各地區可申請發行地方政府債券置換。四是對政府債務包括存量債務分門別類，區別對待。五是對地方政府債務實行規模控制和預算管理的相關規定。六是控制和化解地方政府性債務風險的相關規定。隨後，大陸財政部 10 月 23 日印發了《地方政府存量債務納入預算管理清理甄別辦法》（財預〔2014〕351 號），對存量債務的清理甄別以及處理方法進行了詳細規定。

## 6. 2015 年地方債債務置換

大陸對地方債務問題採用逐步化解的方法，2015 年實施了債務置換，1 萬億之後再加碼 1 萬億置換債，整體城投債和地方債務系統性風險降低。2015 年大陸財政部、人民銀行、銀監會發佈了《關於妥善解決地方政府融資平臺公司在建專案後續融資問題的意見》，對於地方融資平臺在建專案，不得盲目抽貸停貸。《國家發展改革委辦公廳關於充分發揮企業債券融資功能支持重點專案建設促進經濟平穩較快發展的通知》提出，鼓勵優質企業發債用於重點領域、重點專案融資。對於債項信用等級為 AAA 級、或由資信狀況良好的擔保公司提供第三方擔保、或使用有效資產進行抵押擔保使債項級別達到 AA+ 及以上的債券，募集資金用於七大類重大投資工程包、六大領域消費工程專案融資，不受發債企業數量指標的限制。

存量置換的核心是商業銀行資產結構變化，低風險低收益資產替代高風險高收益資產。尋求低資金成本匹配地方債供給，是對沖供給壓力的有效路徑。目前看，地方債存量置換正在有序推進，債券市場存量結構將向利率品傾斜，從而降低債券市場的資金成本。地方債務存量置換將有效提升銀行融資供給的潛力，從而推動融資成本下行。

## 7. 地方政府債改革成效

截至 2013 年 6 月 30 日，大陸地方政府負有償還責任的存量債務中，2015 年到期需償還 18,578 億元。不過，2015 年實施的 2 萬億元置換債券額度中，已涵蓋到 2013 年審計確定的全部到期政府債務。

以下即就銀行購買置換債券之角度，分析地方政府債改革成效：

a.發行地方政府債券置換存量債務，可以有效降低地方政府舉債成本，緩解地方財政壓力，解決'短借長用'資金錯配問題，是穩增長、防風險的重要舉措，有利於保障在建項目融資和資金鍊不斷裂，還可以騰出部分資金支持重點項目建設。

b.在融資平台公司舉債模式下，政府支付的企業舉債成本，未能合理反映政府信用的市場價值，違背了“收益與風險相對等”的市場化原則，造成了公共財政資源浪費。發行地方政府債券置換存量債務，將使政府舉債成本逐步回歸合理水平，也有利於降低全社會融資成本。據測算，每發行 1 萬億元地方政府債券置換存量債務，可為地方每年節省利息支出 500 億元左右。



c.地方政府債券由省級政府納入預算、統籌償還，其信用明顯高於融資平台公司貸款，特別是低層級融資平台公司的貸款。現在以“銀邊債券”置換貸款，銀行的經營風險明顯降低。把這些因素都考慮進去，銀行購買置換債券在收益上差距不大，金融風險卻大大降低。

d.從稅收方面看，地方政府債券利息所得免徵企業所得稅，銀行貸款對應的利潤需繳納 25% 的企業所得稅。

e.從資本佔用看，融資平台公司貸款的風險權重是 100%，而地方政府債券的風險權重是 20%，投資地方政府債券可以大幅節約銀行資本佔用。而且，債券是標準化的資產，在市場上易於交易、流通，還可用於質押等，有利於盤活銀行信貸資產，增加銀行可貸資金。

## (二)、公司債和企業債改革

### 1.公司債與企業債管理制度進一步完善

2015年1月15日，大陸證監會發佈修訂後的《公司債發行與交易管理辦法》，將公司債的發行主體由上市公司拓寬至所有的公司制法人，發行方式、流程與銀行間市場看齊。《辦法》將在公司債發行主體和交易場所擴大、發行及核准方式更為靈活、引入投資者適當性制度等方面的變化，將給公司債市場帶來新的發展機遇。在發行方式方面，《管理辦法》確立了公開和私募兩種發行方式，同時針對公開發行執行核准制，不再執行保薦和發審委制度，對私募發行執行備案制，進行負面清單管理。即使與交易商協會的註冊制相比，公開發行與私募發行的措施也並不落下風。

企業債券管理也在不斷推陳出新，適應當前宏觀經濟管理的需要。2015年1至5月，大陸固定資產增速為11.4%，2014年大陸全社會固定資產投資11.3%，即要實現7.4%的融資增速，投資的增長規模應該達到15%以上，而2015年中國大陸的經濟增長目標是7%。但7%的目標下現在的投資只有11.4%，而且下行的壓力仍然較大，在經濟下行壓力不斷加大的背景下，基礎設施投資就顯得尤為重要，融資的來源也就成了一個大的問題。在預算改革的大背景下，企業債券的責任也就非常重大。國家發改委推出了一系列的政策措施——從今年發佈的關於發揮企業債券融資功能、支持重大專案的實施到“四大領域”的投融資體系改革。

## 2. 企業債發行制度創新

通過推動改革促進大陸債券市場的發展。企業債券的發行應該逐步向註冊制演變。起初，中國大陸企業債券發行主要需要各相關政府單位嚴格審批通過的審批制，由於這種制度過於繁瑣嚴格，從而大大影響和制約了中國大陸企業債券市場的發展；之後，大陸對發行制度進行改革，實行核准制，之後又對核准制進行優化，採用核准制下的保薦制，可以說近年來大陸債券發行制度得到了很大程度的優化。但是相比於歐美等發達國家成熟的企業債券市場而言，中國大陸企業債券發行的效率仍然很低，要進一步促進企業債券市場的發展，向註冊制改革是必然的途徑，應該逐步放鬆對債券發行的額度管理和指標管理，向公開管理方向轉變。真正促進中國大陸企業債券市場管理的突破性改變，創新市場債券發行機制。

## 3. 公司債發行制度創新

2015年1月大陸證監會發佈《公司債券發行與交易管理辦法》：一方面擴大發行主體；另一方面加快審核。公司債審核權下放到交易所，審核速度明顯增快。交易所4月開始啟動受理新的公司債，由於發行主體大幅放寬至非上市公司，一些不符合中票和企業債發行條件的各類地產公司與類平臺企業蜂擁而至。

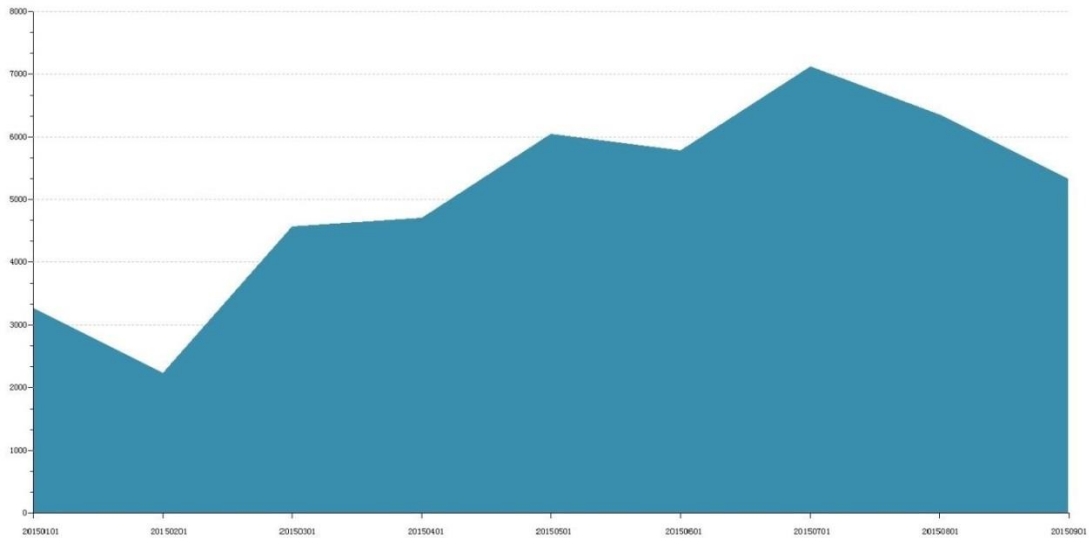
由於上述公司債發行制度創新，再加上資金面因素，導致中國大陸公司債市場出現火爆的行情(以下說明)。所謂之資金面因素係指：2015年6月股災後，監管層暫停IPO，隨著股市資金回流銀行體系和人民幣貶值預期的穩定，外匯流出的速度減緩。其中數額巨大的理財資金沒有更好的資產配置，遂成為對接公司債的主力。

中國大陸 2015 年前 9 個月，公司債共計發行 558 支，發行規模 3,033.47 億元，分別去年同期增長了 65.1% 和 256.3%。3.2 萬億地方政府債發行了一大半，需求面仍緊俏，加上槓桿做債，債券市場熱度猶如 2015 年大陸股票牛市。

特別值得一提的是，大陸銀行間債券市場通過債券質押式回購形成槓桿功能，公司債債項和主體評級是 AA 級以上、評級展望為正面或穩定的公司債，都可以進入債券質押庫，公司債購買者通過中國大陸證券登記結算有限公司做質押融資，拿到錢後繼續賣公司債，形成槓桿。目前，銀行間市場質押回購餘額已經超過 3 萬億元，平均日成交量 1.7 萬億元，相比，交易所平均日成交量 5,000 億元。債券市場也出現場外配資情況，這類高槓桿盤容易在兌付緊張情況下造成債市流動性危機。



【圖 2.2.1】中國大陸公司債發行利率走勢圖（2015/1-2015/9，頻率：月）



【圖 2.2.2】 二級市場公司債和企業債成交量走勢圖（單位：億元）

美國加息延後，人民幣匯率暫時趨於穩定，但人民幣兌美元已經進入了貶值通道。中國大陸寬鬆的貨幣政策仍將延續，無論是寬鬆財政發力、匯率貶值引發資本外逃以及 PMI 新低暗示的通縮風險，都需要寬鬆貨幣政策補充流動性，8 月以來人民銀行降準降息，公開下調逆回購利率，持續釋放流動性，表明維持低利率態度不變。寬鬆貨幣和資金回流，皆將支持大陸債券牛市格局。

### (三)、可轉債改革

2015年8月31日，證監會、大陸財政部、國資委、銀監會等四部委聯合發《關於鼓勵上市公司兼併重組、現金分紅及回購股份的通知》，其中提到了鼓勵上市公司兼併重組支付工具和融資方式創新，推出上市公司定向可轉債。定向可轉債和公募可轉債一樣，最本源的發行目的就是再融資，只不過形式和程式上是私募的性質，相比於公募，私募發行具有簡化發行程式，提高發行速度等優勢。除了四部委提到的作為兼併重組支付工具，定向可轉債還有其他十分廣泛的用途。

定向可轉債類似於定向增發或私募債，是非公開的。目前尚無配套的法律法規明文對定向可轉債的發行條件等事項作出規定。大陸境內與其較為接近的當屬私募可交換債，即同樣具有“非公開發行”和“內含轉股權利”的債券。私募可交換債受到《深圳證券交易所中小企業私募債券業務試點辦法》和《關於中小企業可交換私募債券試點業務有關事項的通知》的共同約束。從規定中看出，私募可交換債並沒有對發行人ROE等要求，條件不如公募嚴格，僅要求發行物件不超過200人。因此，定向可轉債的發行要求會明顯低於公募可轉債，且條款靈活性會明顯提高。

	面向公眾投資者的公開發行(大公募)	面向合格投資者的公開發行(小公募)	非公開發行
適用投資者	● 公眾投資者	● 合格投資者	● 合格投資者
審核方式	● 證監會審核	● 交易所預審，證監會簡化複核	● 交易所預審，證券業協會備案
發行條件	● 近三年無債務違約或遲延支付本息的事實 ● 近三年會計年度實現的年均可分配利潤不少於債券利息的1.5倍	● 近三年無債務違約或遲延支付本息的事實 ● 近三年會計年度實現的年均可分配利潤不少於債券利息	● 無財務指標要求的限制 ● 須滿足負面清單指引的需求

- 
- |                    |                    |
|--------------------|--------------------|
| ● 債券信用評級達 AAA      | ● 的 1.5 倍          |
| ● 累積債券餘額不超過淨資產 40% | ● 累積債券餘額不超過淨資產 40% |
- 

【圖 2.2.3】 公司債不同發行方式對比

定向可轉票據的發行人為具有高成長性的中小企業，投資者不但通過票息享有固定利息回報，同時通過轉股權享有企業未來高速成長帶來的價值，其收益方式更加靈活。相關市場人士表示，相信以此創新產品作為開局，優質中小企業能夠充分享受金融創新所帶來的市場福利，擺脫對非市場化“資金輸血”的依賴，從而最終實現自身良性、快速發展。

#### (四)、債券期貨改革

未來大陸國債期貨市場有兩個值得期待的機會：

##### 1.銀行保險等大機構的入市

目前大陸國債期貨市場最大的問題就是流動性不足，改變這一問題本質方法是銀行保險等國債主要持有者入市，特別是商業銀行，承擔著大量持有國債帶來的利率風險，國債期貨在商業銀行不同帳戶下，將充分發揮風險管理功能。國債期貨可以用於更高效的調整組合存續期間，對於現券投資組合規模巨大的銀行帳戶來說，由於銀行間債券市場為場外交易，通過現券買賣來調整存續期間不僅成本較高，而且調整期較長，同時容易造成現券市場收益率大幅波動。而國債期貨可以在不調整資產結構的前提下一段時間內完成對債券投資組合的存續期間調整。商業銀行還可以借助國債期貨，開發國債期貨現貨套利理財產品、掛鉤國債期貨的理財產品，可以利用國債期貨構建合成資產，高債券投資的收益率。

##### 2.利率貨幣期限更豐富

為了完善國債期貨產品體系，推進行利率市場化進程，健全反映市場供求關係的國債收益率曲線，應推出多種期限的國債期貨，豐富現有的交易策略。期限利差在較長時間區間內會顯示出明顯的均值回歸特性，投資者可以採取在不同期限的國債期貨之間進行利差交易的策略。長期國債和短期國債收益率利差變大時，可以採取正向利差交易，亦即買入短期國債期貨賣出長期國債期貨，在收益率曲線陡峭化，利差擴大化之後平倉。



## **(五)、債券基金改革**

### **1.監管制度創新**

目前中國大陸基金行業的監管體系是以《證券投資基金法》為核心，並配合一些部門規章、政策檔和規範性檔。這些法律法規雖然覆蓋了基金行業內部各個層面的運行，但在現今中國大陸基金業的監管改革創新路線，是“放鬆管制、加強監管”思路的進一步深化落實，所以應該在保障基金行業的自律管理有章可循有法可依的前提下，不斷完善基金業協會的制度體系、內部結構以及日常的和運行機制，強化自律組織對行業的監督力度，促進共同基金行業的健康發展。作為中國大陸債券基金產品創新的大背景和基石，基金業的監管發展應該轉向以規範為基礎的創新，對特殊品種，尤其是像債券基金這樣具有戰略意義的品種在發行設立上應予以適當鼓勵，並在當前市場的激烈競爭格局下，激發基金業本身的創新意識以滿足市場不斷多樣化的需求。

### **2.交易方式創新**

開放式基金和封閉式基金，在投資者的投資便利程度、資產流動性、交易約束機制以及管理的透明度等方面，開放式運行模式較封閉式運行模式具有明顯優勢。基金運行模式從封閉式發展為開放式，這一交易方式的創新是基金發展史上的一大進步，但對於債券基金獨特的投資群體以及投資效果來看，封閉式的交易模式對部分債券基金而言更具有優勢和滿足市場投資需求，但目前中國大陸基金業的產品交易方式創新明顯具有同質性，並沒有對於封閉式和開放式的不同特點發展債券型基金。另外 ETF 型基金交易模式的出現極大豐富了基金產品的交易模式，目前在歐美發達資本市場債券 ETF 已經發展成為主要的基金產品，這一創新交易模式經過市場的考研已經取得很大的成功。

### 3.投資對象創新

近些年伴隨著債券市場的蓬勃發展，各類型債券基金不斷湧現，投資範圍也不斷擴大。加入衍生性商品套期保值，特別是一旦中國大陸利率類國債期貨上市交易，將對債券基金市場的利率風險管理能力顯著提升，投資對象的創新將極大推動各種新形式的交易方式和投資策略以滿足市場的競爭壓力，基金產品的特徵將被進一步豐富。另外，中國大陸債券基金的投資方向可以向國際債券市場進一步發展，這不僅可以增強中國大陸債券基金業的整體投資能力和拓展中國大陸投資者選擇，並且也是中國大陸金融市場進一步改革開放所面臨的必然過程。只有將中國大陸債券基金的投資物件進一步放開，才能更好更快的發展中國大陸債券基金和債券市場，才能更好的滿足市場對債券基金的投資需求。

### 4.投資策略創新

中國大陸基金市場不斷推出保本型基金、各類指數型基金、生命週期型基金以及結構型基金等，無不是在投資策略方面進行的創新，並受到市場的熱烈追捧。債券基金投資策略創新目前在成熟市場成功最好範例，就是從主動投資創新發展成以指數基金被動投資為主的投資策略。在成熟市場，指數化投資在各類型的量化管理下，可以得到各類的投資策略，以滿足市場不同的需求。但目前中國大陸債券基金的指數化投資才剛剛興起，無論是資金規模還是投資效果都還無法與世界發達國家相比，但這一趨勢已經形成，被動投資在債券基金的發展會逐漸成為債券基金的主導力量。

## **(六)、債券型 ETF 改革**

### **1. 引入做市商制度**

基金可選擇多家券商作為做市商簽約，券商作為兩個市場的參與主體，可以從兩個市場提供流動性。做市商的作用在於，溝通發行人，構造合理的一籃子資產；一籃子債券買賣的詢價；提供基金份額的融券服務；為基金份額提供做市服務，維持二級市場流動性；為基金份額投資者的大宗交易提供交易對手方。做市商最好是雙邊報價做市商，監管當局可以指定有資質的券商成為做市商，同時券商作為做市商機制後，做市商可以提供雙邊報價，承擔相應的責任義務等，使得跨市場的債券 ETF 有了基本的實施保障。

### **2. 整合固定收益平臺系統**

大陸交易所正在力推整合固定收益平臺系統，相關債券都能在固定收益平臺實現 T+0 交易，銀行這個最重要的參與主體也在相關部門的推動下開始進入交易所市場，交易所產品部也積極為債券 ETF 產品面世提供各種支援尤其是及時推出了適合 ETF 跟蹤的企業債指數。

### **3. 健全債券指數體系**

債券指數最為常見的用途是作為債券投資組合的業績比較基準，在基準的參照下，一方面可對投資組合的過往業績進行更為全面客觀的評價；另一方面，業績基準的歷史資料也運用於投資組合管理過程中的諸多階段，包括資產配置、證券選擇、事前風險分析等。此外，債券指數還是衡量債券市場風險收益特徵的一個有效工具，通過衡量債券市場的收益與風險特徵，可說明投資者更好地進行相關投資策略的開發、回測與實施，同時也有利於投資者對債券市場進行更為全面的分析。在被動投資領域，債券指

數同樣發揮著重要作用。包括債券 ETF 在內的眾多債券被動投資產品，通過掛鉤某一債券指數，完全或部分複製指數的成份券種，以達到跟蹤指數風險收益特徵的目的。

#### 4. 優化對指數的複製

對債券指數複製是債券 ETF 投資管理過程的核心，債券指數複製的目標在於挑選數量合適、流動性較高的個券，以實現對標的指數在收益率、剩餘期限、存續期間、信用風險等維度的全面複製，並追求跟蹤誤差的最小化。根據複製原理的不同，目前常用的指數複製方法可分為完全複製法、優化複製法和抽樣複製法三種，針對債券市場具有個券流動性分化嚴重、債券存在剩餘期限、不同券種間差異明顯等特徵，同時結合複製成本等方面的考量，分層抽樣複製法對債券指數進行複製較為合適。

#### 5. 提高債券 ETF 交易性

ETF 的一大特徵是份額可在二級市場自由交易，交易價格由供求關係決定，但總圍繞著份額淨值做上下波動，而份額淨值則由 ETF 投資組合的價值所決定。對債券 ETF 而言，其持有的絕大部分債券交易於 OTC 市場，市場流動性分化嚴重，報價資訊連續性較差，想通過債券最新成交價格來計算並公佈 IOPV 值（份額參考淨值），顯得較不現實。另一方面，絕大部分債券 ETF 跟蹤的債券指數基本上無日內報價，只每日公佈收盤價。在這樣的情況下，債券 ETF 可能由於日內價格的不透明性，導致交易性大幅減弱。因此，ETF 管理人往往會借助協力廠商機構為旗下債券 ETF 編制對應的 IV 指數，計算並公佈 IOPV 值，作為日內交易、申贖的參考，以提高該類產品的交易性。

## 四、主要市場的改革

### (一)、銀行間債券市場

#### 1.投資者隊伍進一步擴大

2014 年末，銀行間市場投資者共計 7,369 家，較上年末增加 1,007 家。從投資者類別看，既有銀行，又有證券公司、基金公司、保險公司等非銀行金融機構，還有證券投資基金、社保基金、企業年金、銀行理財、保險產品、信託計畫、證券公司和基金公司的資產管理產品等各類非法人產品。從投資者數量看，2014 年末，銀行和各類信用社佔投資者總數的比重僅為 17.8%，證券投資基金、企業年金佔比較高，分別為 21.2%和 20.6%。境外機構參與大陸債券市場數量增加較快，截至 2014 年末，共有 211 家境外機構獲准進入銀行間市場，比 2013 年增加 73 家，其中已經完成交易聯網的境外機構共計 182 家。2015 年，私募基金在投資者的構成方面正不斷擴展。而除了從中國大陸國內投資者構成方面不斷拓展，債券市場對外開放的步伐也在大大加快。

#### 2.票券納入專案債

銀行間市場經過 20 年的發展，現在發債企業的信用等級從 AAA 到 CC 級都有，可以作為確定貸款利率的依據。銀行的大額存單（CD）利率可以作為存款利率的依據。2014 年 11 月，票據納入專案債，有效地滿足了投融資領域跟債券市場改革發展的需求。

#### 3.多層次債券市場建設取得進展

大陸多層次債券市場建設不斷推進，並取得了重大進展，主要表現為四點：一是商業銀行櫃檯債券業務品種在記帳式國債基礎上拓寬至國家開發銀行債券、政策性銀行債券和中國大陸鐵路總公司等政府機構債券。二

是上市商業銀行發行的理財產品首次獲准進入銀行間市場。農村商業銀行、農村合作銀行等農村金融機構，信託產品、證券公司資產管理計畫、基金管理公司及其子公司特定客戶資產管理計畫、保險資產管理公司資產管理產品等四類非法人投資者，可向人民銀行上海總部提交准入備案申請材料後，進入銀行間市場投資交易。三是符合條件的非金融機構合格投資人可通過非金融機構合格投資人交易平臺進行債券交易。四是全國銀行間同業拆借中心發佈實施《銀行間債券市場嘗試做市業務規程》，推出請求報價機制，部分市場參與者試行與做市商或嘗試做市機構以雙邊報價和請求報價的方式達成現券交易，有利於促進市場合理分層、提高市場交易效率。做市商制度可以提升市場價值發現功能，對啟動市場交易也具有明顯的作用。

#### 4. 做市商制度進一步完善

銀行間債市改革的核心就是完善做市商制度，改變一對一詢價交易為主的場外模式，強制啟動債市分層機制，以做市為核心，打造一個分層的銀行間債券市場，包括做市商分層和投資者分層。在《全國銀行間債券市場做市商管理規定》之後，2014年6月《銀行間債券市場嘗試做市業務規程》又獲得發佈。嘗試做市機構可根據自身做市能力，選擇“綜合做市”或“專項做市”，按照規定，嘗試做市機構連續半年以上持續穩定開展該業務的，若向人民銀行申請成為做市商的，交易中心可根據嘗試做市機構的嘗試做市情況向人民銀行提供相關推薦材料。顯然，通過建立嘗試做市制度，可以通過不同市場機構的參與來加強流動性。

## 5. 券款對付

作為債市監管升級的一個重要體現，中國大陸人民銀行曾於 2013 年 9 月發文要求全國銀行間債券市場參與者進行債券交易，應當採用券款對付結算方式辦理債券結算和資金結算。而為了保證平穩過渡，人民銀行當時對實施券款對付結算方式給予了 3 個月的過渡期。

對於丙類戶而言可以通過和不同對手方同時採用見券付款和見款付券的階段方式進行套利，在沒有實際資金的情況下“空手套白狼”。但是券款對付方式下券與款同步交付，丙類戶日間頭寸必須平掉，就杜絕了這種套利放大的盈利模式。儘管此舉有利於防範風險，提升交易效率，推動銀行間債券市場健康規範發展，但多位券商人士也表示，強制券款對付後可能會對市場的流動性有進一步的負面效應。丙類帳戶的機構可能暗藏“灰色交易”的嫌疑，正是因為此，在整頓債市中丙類戶也被作為重點。比如，一方面叫停了丙類戶除賣出、履行未到期結算合同、轉託管已持有的債券外的其他業務，另一方面中債登也加大對丙類結算成員非金融機構法人債券帳戶的清理。

## (二)、交易所債券市場

### 1.市場規模不斷擴大

近幾年來，中國大陸交易所債券市場改革發展步伐加快，市場份額也翻了一番。2014年，國務院《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》指出，積極發展債券市場要深化債市互聯互通，即要放寬市場主體參與限制，讓更多商業銀行參與到交易所市場，提高市場之間的轉託管效率，整合交易品種，實現兩個市場上的品種能夠相互掛牌。鼓勵包括金融債、公司債、企業債、中期票據在內的各類債券在銀行間市場和交易所市場實現跨市場發行和流通。

### 2.管理制度進一步完善

2014年，證監會真貫徹“新國九條”有關規範發展債券市場的任務部署，積極踐行監管轉型，加快推動債券市場創新發展。主要措施如下：一是推進上市公司股東發行可交換公司債券試點，支持盤活上市公司股權存量。二是為拓寬證券公司融資管道，支持證券公司創新發展的業務需求，協調證券交易場所推動了證券公司私募短期公司債券試點。三是為拓寬並購重組融資工具，協調證券交易場所推出了並購重組私募債試點。四是簡政放權，加快資產證券化業務發展。修訂後的《證券公司資產證券化業務管理規定》已於2014年11月發佈實施，按照功能監管原則擴大業務主體範圍，實行證券自律組織備案制和“負面清單”管理，強化以資訊披露為核心的監管要求。目前，資產證券化產品採用私募發行方式，待新《證券法》將資產支持證券納入監管範疇後，有望推出公開發行方式，進一步促進企業資產證券化市場發展。

2014年8月1日，證監會“融十條”中提出“擴大公司債券發行主體範圍，豐富債券發行方式”。10月15日證監會推出證券公司短期公司債。



近期，資產證券化業務管理規定發佈，上交所正在研發債券增信制度及產品，與此同時，市政債等創新品種也在醞釀之中。證監會推出的“融十條”，針對交易所債市長期存在的問題，如品種不夠豐富、市場相對分割、信用約束機制不健全和違約處置機制不完善等，須對症下藥，同時，也為交易所市場快速發展迎來了新契機。

2015年3月20日，上海證券交易所和深圳證券交易所先後發佈了《公司債券上市規則（徵求意見稿）》、《非公開發行公司債券業務管理暫行辦法（徵求意見稿）》和《債券市場投資者適當性管理辦法（徵求意見稿）》等3個配套檔，進一步明晰公司債券在交易所市場的管理規則。可以看出，提高上市效率，強化事中、事後監管，加強債券持有人權益保護是本次發佈配套規則的題中之義，對加強公司債券上市管理、保護投資者合法權益、促進債券市場持續穩定發展有重要意義。

### (三)、商業銀行櫃檯

2002 年，記帳式國債率先開展了商業銀行櫃檯債券業務，2014 年，商業銀行櫃檯債券品種範圍進一步增加，由記帳式國債擴大至國開行金融債券、政策性金融債和中國大陸鐵路總公司等政府支持機構債券。人民銀行發佈公告稱，承辦銀行可以通過其營業網點、電子銀行等管道向投資者分銷債券，與投資者進行債券買賣，並辦理債券託管與結算。承辦銀行應當與債券登記託管結算機構進行聯網測試。系統驗收合格後，承辦銀行可增加櫃檯債券業務品種。承辦銀行可在公告增加的品種範圍內自主選擇債券進行雙邊報價。雙邊報價債券確定後，如果該債券在承辦銀行二級託管帳戶中有餘額，承辦銀行應當對該債券進行連續雙邊報價，且雙邊報價價差應當符合櫃檯債券業務特點、處於市場合理範圍。承辦銀行櫃檯債券業務雙邊報價情況納入銀行間債券市場做市商考評。

商業銀行櫃檯業務運行平穩，2014 年商業銀行櫃檯新增記帳式國債 21 只，國開行金融債 3 只和進出口銀行債 4 只。期限品種進一步豐富，包含 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 15 年等六個品種。2014 年，記帳式國債累計成交 71.7 億元，同比增加 283.4%，商業銀行通過櫃檯分銷國開行金融債 67 億元，進出口銀行債 30 億元。截至 2014 年末，商業銀行櫃檯開戶數量達到 1,674 萬戶，較上年增加 317 萬戶，增長 23.4%。

## 五、制度性改革

### (一)、利率市場化

大陸全面深化改革過程中，利率市場化改革對債券市場影響巨大。利率市場化改革內容主要包括三點：第一，讓利率由市場決定；第二，完善市場利率體系和利率傳導機制；第三，商業銀行等金融機構能夠按照人民銀行的利率目標進行調控。綜合上述利率市場化的標準，大陸未來利率市場化改革還需要在多方面繼續推進。這包括大力發展債券市場、打通債券市場與信貸市場、建設以基準利率為核心的利率體系、建立有效的貨幣政策傳導機制等。

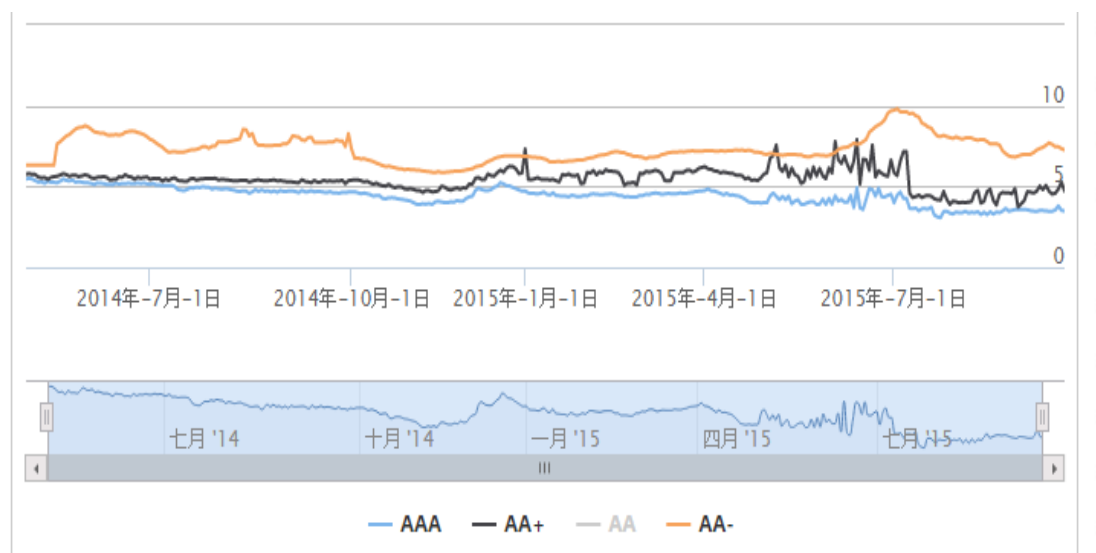
人行在 2015 年 10 月 24 日宣布降準、降息，同時也鬆綁存款利率浮動上限，大陸利率市場化邁開歷史性一大步。針對深化利率市場化改革，國務院常務會議則指示，運用短期回購利率、再貸款、中期借貸便利等貨幣工具，向債券、信貸等形成符合市場規律的市場收益率曲線。同時，採取差別存款準備金率等方式，來約束利率定價行為，透過風險防範，提高利率市場化程度。

此次放開商業銀行和農村合作金融機構等存款利率上限，再加上貸款利率已經 100% 市場化，標誌著大陸的利率管制已經基本放開，改革邁出了非常關鍵的一步，利率市場化進入新的階段。

利率管制的基本放開，對大陸優化資源配置具有重大意義。在利率市場化條件下，利率的價格槓桿功能將進一步增強，推動金融資源向真正有資金需求和發展前景的行業、企業配置，有利於發揮市場在資源配置中的決定性作用。此外，大陸利率管制的基本放開，為推動其金融機構轉型發展注入新的動力。隨著存款利率上限的放開，金融機構在利率受保護情況

下「規模即效益」的傳統經營模式將不可持續，有利於推動金融機構樹立起「以利潤為中心」的經營理念，加快轉變經營模式，完善定價機制，提高自主定價能力，實現差異化、多元化、持續化經營，切實提升金融服務水準。

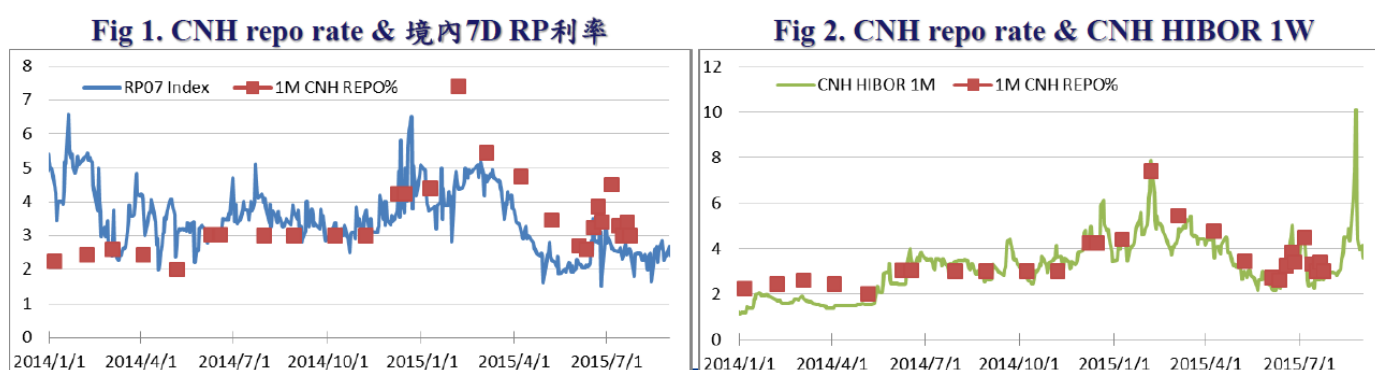
2015 年以來信用債市場由於寬鬆政策不斷加力且因股市暴跌資金部分回流債市，使 AAA 曲線表現與 AA 曲線逐漸下行(年初分別為 5.43%、5.48%到 3.3%、4.0%)。然而 AA-(由年初 5.7%到 5.5%)曲線表現異常分化且承壓逐漸增加，投資者風險偏好降低的現狀下，AA-曲線上揚且表現反復無常。



資料來源：Sinovar 債券月報

【圖 2.2.4】 2015 年境內 1 年期信用債收益率時序圖

而境內人民幣債市收益率下行，也使得長期以來境外人民幣收益率低於境內的情況不復存在，由境內與境外 REPO 比較來看，自 2014 年 10 起境外收益率開始倒掛，平均約在 70bp 上下。由於在股災時境內股市資金不會流轉至離岸債券市場，境外投資人反而對內地經濟下行產生較高疑慮，加上人民幣貶值預期使得持有成本增加且市場資金較為淺碟易產生流動性風險，至短拆 Hibor1W 甚至在最高拉升近 10%。



資料來源：Bloomberg、凱基證券

【圖 2.2.5】 人民幣境內與境外短天期利率時序圖

## (二)、人民幣國際化

維持國際收支平衡是大陸明確的政策目標，而匯率是有效的調節工具。人民幣國際化，一方面可以向外，給大陸的貿易、投資、資本提供便利。另一方面是提供全球可以避險的有投資價值的公共產品。若債券市場發達，就會讓國外願意長期持有人民幣資產。隨著人民幣國際化的推進，海外對於人民幣債券資產需求將穩步提升。

港交所總裁李小加(2015)詮釋國際化就是一個”請進來”與”走出去”的過程，在債券市場”請進來”中發行人部分，鼓勵境外機構境內發行熊貓債，如亞洲開發銀行所發行人民幣債券，戴姆勒賓士公司則是第一家非金融機構發行人；在境外發行離岸人民幣債券上，繼點心債、寶島債、獅城債、倫敦債之後，在人民幣離岸債券市場上又添增雪梨的“大洋債”，巴黎的“凱旋債”。近期，人民幣離岸債券全球遍地開花，紛紛成功登陸歐美等國家。上半年發行的人民幣離岸債券已經超過去年全年發行總額，對於人民幣離岸債券的迅猛增長，海外融資成本較低和市場投資人民幣債券意願提升是重要原因。2014年離岸人民幣債券發行有三方面新特點：一是在傳統亞太市場之外，倫敦、法蘭克福等歐洲人民幣債券市場發展迅速；二是國際金融機構和國際組織表現突出，英國政府將發行人民幣債券並把收入作為外匯儲備；三是金融行業發債佔總發行規模半壁江山，且增長迅速。離岸人民幣債券市場的發展是人民幣發揮投融資、儲備貨幣功能的關鍵條件，有助於人民幣國際化。上海自由貿易試驗區掛牌近一周年，上海自貿區將成為中國大陸境內離岸人民幣中心，建立離岸金融市場對一國貨幣的國際化具有深遠意義。

債券發行人在“走出去”上，人民銀行在2012年發佈的《關於境內非金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券有關事項的通知》因此發行

主體從境內金融機構擴展到非金融機構。2014年，國務院發佈了《關於取消非行政許可審批事項的決定》，取消了境內企業境外發行人民幣債券的地域限制，推動境內機構赴境外發行人民幣債券(如寶鋼在香港發行人民幣債券)，並於2015年9月宣布由核准制調整為備案制。近來債券境外投資人”請進來”的推動上，重點在於動性與衍生性商品參與，今年5月，人民銀行同意三類機構中的境外人民幣清算行和境外參加行開展債券回購交易，並得將融入資金轉往境外。7月，人行行同意境外央行或貨幣當局、國際金融組織、主權財富基金在備案之後進入中國大陸銀行間市場，進行債券現券、回購、借貸、遠期，以及利率互換、遠期利率協定等其他交易，並自行決定投資規模。境外機構進入中國大陸銀行間市場數量快速增長，到2015年5月為止，在中債登開戶交易境外機構已有236家，較2014年增加一倍。

在債券境內投資人”走出去”的推動上，2014年，人民銀行發布《中國大陸人民銀行關於人民幣合格境內機構投資者境外證券投資有關事項的通知》，正式推出RQDII(人民幣合格境內機構投資者)制度，因此QDII的金融機構可以發行RQDII商品以投資離岸人民幣標的。同時，國務院規劃QDII2首批試點，將允許個人直接投資境外資產。

### (三)、其他制度性改革

最後必須提及的是，於 2015 年 11 月 30 日，大陸已獲得國際貨幣基金 IMF 同意將人民幣納入特別提款權 SDR 一籃子貨幣中。展望未來，為繼續推動人民幣國際化，並對大陸債券市場形成一定的需求支撐，合理推斷大陸勢必將進一步對境外投資者開放銀行間債券市場。基於多國經驗研究，陳健恒、唐薇(2015)<sup>5</sup>認為，在債市對外開放的模式上，印度的開放以及監管模式對大陸具有較大的參考價值：由央行統一管理進度與發展方向，並將審核與動態管理的權限部分下放到合格結算代理人手中，即由合格結算代理人根據央行相關規定對境外機構投資者進行資質審核，境外投資者通過委託合格結算代理人進行債券交易與結算。同時，未來大陸銀行間債券市場對外開放還需要解決開放對象、申請流程、額度管理、投資範圍等關鍵問題。

---

<sup>5</sup> 陳健恒、唐薇(2015)，「我國銀行間債券市場對外開放回顧與展望」，上海證券報，2015 年 9 月 11 日。



# 第三章、台灣金融業參與大陸債市之現況、問題及解決之道

## 第一節、我國金融機構參與大陸債券市場之現況

有關人民幣回流管道，王儷容、李紹瑋、與林士傑(2013)盤點目前台灣人民幣回流大陸相關管道，主要包括<sup>6</sup>：1.轉存中國大陸銀行台北分行；2.拆放給境外其他銀行同業；3.跨境貿易以人民幣支付結算；4.以參加行投資中國大陸銀行間債券市場；5.個人人民幣匯款至中國大陸；6.購買人民幣金融商品；7.企業以人民幣直接投資中國大陸以及8.人民幣放款(包含放款至上海自貿區與昆山試驗區)。其中，與投資大陸債市較有相關者為第四及六項為主：以參加行投資中國大陸銀行間債券市場，及購買人民幣金融商品(即債券)。

由於台灣許多銀行擁有人民幣資金來源，如人民幣存款等，且已為大陸離岸人民幣參加行，故已可投資中國大陸銀行間債券市場。而且，人民幣債市之整體利率比台灣債市高(優質債券甚至可達5%以上)，對本土金融機構而言，可賺取更高利息，對中國大陸而言則能加強人民幣國際化的腳步。不過，即使人民幣回流管道暢通，其可否投入大陸債市，仍須視大陸債市之健全、蓬勃發展與否而定。

近年，金管會已籌畫向中國大陸人民銀行爭取提高本土金融機構參與大陸債券市場的投資額度，亦陸續修法以促進人民幣回流中國大陸資本市場的規模擴大。至目前為止，在實際上我國金融機構參與大陸債券市場之法規依據及實際情形，分述如下：

---

<sup>6</sup> 中央銀行(2014)，人民幣相關議題說明，2014年5月21日。

## 一、銀行業

在銀行業方面，首須了解我國銀行業參與大陸債券市場之法規依據。2010年8月，中國大陸人民銀行發佈「關於境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試點有關事宜的通知」(銀發[2010] 217號)，批准境外三類機構可運用人民幣投資「銀行間債券市場」；即中央銀行、跨境貿易人民幣結算境外參加銀行及港澳人民幣清算行，大陸銀行間債券市場是商銀、農村信用合作社、保險公司及證券商等金融機構買賣與回購債券的市場，流通券種除了大陸政府公債、政策性金融債券外，也包括大陸國企與民企發行的公司債。

在我國部分，金管會於2011年10月26日修正「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」，銀行投資大陸地區政府及公司發行有價證券之限制始鬆綁，銀行之人民幣資金運用管道遂轉為更多元。

台資銀行多是透過上述二項條款，以 OBU 或香港分行進入大陸銀行間債券市場。目前台資銀行在大陸享有一些 QFII 額度，但額度很小，大部分銀行一拿到就差不多已做滿。各國央行、台資銀行在香港分行(申請額度一次)、參加行、OBU，三年前額度僅兩億人民幣，近年有放寬，去年申請額度為 10 億人民幣，可自由在大陸境內做買賣(用參加行名義)。國泰、中信銀等有香港分行及 OBU 者可以申請兩次。

截止至 2015 年 1 月止，已有 18 家金融機構獲准可參與中國大陸的銀行間債券市場，共取得 297 億元人民幣的投資額度，較 2013 年底僅 13 家銀行獲准，總投資額度 61 億元人民幣，增加了 5 家銀行和 236 億元人民幣。

## 二、保險業

在保險業方面，中國大陸人民銀行於 2012 年 5 月起准許境外保險機構申請進入銀行間債券市場投資，國內保險公司可透過人民幣保單做為申請載體，並於獲得投資額度後發行接近銀行間債市利率之人民幣保單。

之後，中國大陸人民銀行及保監會於 2015 年 1 月 22 日發布[2015]第 3 號公告，允許保險公司在銀行間債券市場發行資本補充債券。是類債券係指保險公司發行用於補充資本，期限在 5 年以上，清償順序列於保單責任和其他普通負債之後，先於保險公司股權資本的債券。此舉有利保險公司拓展資本補充管道，並擴大銀行間債券市場發行主體，增加市場投資種類。

## 三、證券及投信業

在證券與投信業方面，2011 年 12 月 16 日大陸證監會發布「關於實施『基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法』的規定」【證監會公告〔2011〕37 號】，開放具人民幣合格境外機構投資者（RQFII）資格之證券公司及投信公司投資者投資大陸銀行間債券市場。在 2012 年後，台灣金融業比以往更關心中國大陸債券市場。原因在於(1) RQFII 資金回流到債市：離岸人民幣中心的業務開辦後，可銜接 RQFII 投資債市。(2) 合資全照，台資證券業進軍大陸股票、債券市場。因此瞭解中國大陸債券市場的特色成為台灣金融業一重大議題。

至於我金融業者目前於大陸債市之投資情形如何呢？限於計畫時間限制，本文僅詢問國內投信、證券、銀行、保險各一家業者，針對其投資債種，以及投資之平台(銀行間債市或交易所)之比例，相關結果綜合如下：各該金融業者大多以金融債、中票、國債為投資標的，而交易場所則絕大

部分在銀行間債市中進行。

【表格 3.1.1】 我金融業投資大陸債市分佈概況

債種	A(投信)	B(證券)	C(銀行)	D(壽險)
國債	15.23%	0%	0%	15%
地方債	0.00%	0%	0%	0%
央行票據	0.00%	0%	0%	0%
金融債	4.00%	20%	85%	55%
企業債	0.00%	0%	0%	30%
公司債	0.00%	0%	15%	0%
中票	54.87%	80%	0%	0%
短融	11.71%	0%	0%	0%
資產支持債券	0.00%	0%	0%	0%
可轉換公司債	4.44%	0%	0%	0%
ETF	9.75%	0%	0%	0%

交易市場	A	B	C	D
銀行間債市	85.81%	100%	100%	100%
交易所	14.19%	0%	0%	0%

另外，本文依據投信投顧公會網站，債券型基金「基金投資明細-季占基金淨資產價值 1%以上」的投資標的明細，挑選 5 檔基金，對其基金投資標的進行個案分析，請見表格 3.1.2。在此，本研究依據「標的種類」、「金額」及「國家」進行分類統計，惟金額僅統計國家為中國大陸(China)和香港(Hong Kong)的部分，相關投資分布比例亦以大陸與香港為分母加以

計算。由表格 3.1.2 可看出，這些基金大多以公司債、金融債、及中票為投資大宗。

【表格 3.1.2】我金融業投資大陸債市分佈概況

基金投資標的	富蘭克林華美中國傘型基金之中國高收益債券基金	元大寶來全球國富債券基金	永豐人民幣債券基金	日盛全球新興債券基金	匯豐中國點心高收益債券基金
國債	7.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
地方債	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
央行票據	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
金融債	6.62%	74.62%	13.74%	10.94%	13.50%
公司債	7.25%	25.38%	86.26%	89.06%	86.50%
中票	68.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
資產支持債券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可轉換公司債	2.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ETF	7.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

資料來源: 1. 「標的種類」、「金額」部分來自投信投顧公會網站；2. 國家部分主要取自 Cbonds 網站，本研究整理。

不過，我國目前尚未正式取得 RQFII 額度，國內相關業者尚無法以此管道進行投資。<sup>7</sup>部分證券公司（如元富證券）之香港子公司已取得 RQFII 額度，其他如永豐銀行則於 OBU 引入香港 RQFII 基金產品，屬於間接利用 RQFII 管道投資大陸市場。另大陸於 2013 年 7 月開始批准具 QFII 資格之投資者投資銀行間債券市場，惟係以美元匯往大陸進行投資，對人民幣

<sup>7</sup>2013 年 3 月大陸證監會發布「人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法」【證監會第 90 號令】及「關於實施『人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法』的規定」【證監會公告〔2013〕14 號】後，〔2011〕37 號文同時廢止。

資金去化尚無直接助益。

目前，台灣券商已可透過合格境外機構投資者 QFII 管道進入大陸證券市場，惟須先經由中國大陸證監會核准的資格，再經由國家外匯管理局批准投資額度。證券公司申請 QFII 的門檻包含：經營證券業務 5 年以上、淨資產不少於 5 億美元、最近一個會計年度管理的資產不少於 50 億美元。每一個擁有 QFII 資格的機構持有一家上市公司的持股比例不得超過該公司總發行數的 10%。所有境外投資者對單個上市公司 A 股的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 30%。每一個擁有 QFII 資格的機構持有一家上市公司的持股比例達到 5% (合計 A 股、B 股、H 股等所有發行在外的公司股份) 時，需按照規定的內容進行披露。大陸地區核准台灣總投資額度上限為 45 億美元，資金於批准後 6 個月內匯入。但是，券商的資金進入大陸市場後有一年的鎖定期，大陸政府希望 QFII 做為長期投資用途，因此資金在未來一年內無法自由匯到境外地區。

但相較近年來人民幣存款增加速度，大陸人行核准境外金融機構投資大陸銀行間債市，額度通常採批次核准，鮮少一下子就給出高額度，因此額度需求仍相當殷切。未來除了銀行需積極爭取更多開放額度，建議主管機關能透過兩岸協商來加快額度開放的進程。

對台灣而言，配合「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」簽署、兩岸貨幣清算機制建立及主管機關法規修正完成，各家開辦人民幣業務的銀行皆持有龐大的人民幣部位，惟迄今缺乏管道回流大陸。

至於有關利用大陸給予台灣 1,000 億 RQFII 額度而進入大陸債券市場，以及我證券商藉由合資全照直接投資進入大陸營業，進而進入大陸債券市場之途徑，由於服貿協議尚未通過，皆尚未得以執行。

RQFII 於 2011 年開辦，而人民銀行更於 2013 年實施「人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法」，開放境外機構投資者購買債券。未來各家開辦人民幣業務的銀行都可循著 RQFII 購買中國大陸債券，解決人民幣回流大陸的問題。事實上，根據中國人民銀行之資料顯示，截至 2015 年 11 月底，RQFII 試點資格已拓展至 14 個國家和地區，累計投資額度達人民幣 11,100 億元。其中，香港、新加坡、澳大利亞、瑞士、英國、法國、韓國、德國與加拿大共 9 個市場多家機構皆已獲批 RQFII 資格。此外，根據中國大陸國家外匯管理局之資料顯示，截至 2015 年 10 月底，RQFII 累計批准額度為人民幣 4,195.25 億元，獲批機構共達 146 個。

此外，未來若服貿協議得以過關，大陸即會釋出合資全牌照給台灣券商，其中上海、福建、深圳各開放 1 家台資持股可達 51% 的合資牌照。所謂「合資」即開放台資企業持股 51%，「全照」即是對證券業開放所有牌照，取消過去 2 年內僅能做投資銀行業務的限制。各家券商看上中國大陸 A 股、債市的蓬勃發展。在名額、資本額大小限制下，部分券商則是透過整併的方式，籌劃進軍中國大陸。

目前證券、保險可以繞道香港使用 RQFII，主要是利用香港子公司去申請額度、利用私募基金客製化方式、投資香港 RQFII 資金等模式。不過，投信業者目前無香港子公司可以申請額度，也不能投資私募或者香港 RQFII 基金，因台灣未核備。展望未來，我國若想用其他各國之額度來增加我國人民幣回流管道，可能政策方向為允許投信專案申請借用香港 RQFII 資金。

## 第二節、參與大陸債券市場面臨之問題或障礙

由於 RQFII 係被置於服貿開放項目，而因為太陽花學運之故，服貿尚未通過民意機關通過之程序，故台灣目前尚未得到對岸之 RQFII 額度；也因此，國內大量人民幣資金仍無法透過 RQFII 投入大陸資本市場。在沒有 RQFII 的情況下，想投資大陸則需自香港借用其 RQFII 額度，即透過付給當地提供額度的金融機構通道費，而將在台之人民幣資金回流大陸。

在 QFII 方面，最早 QFII 係以投信基金形式進入大陸，接著是銀行，然後才是證券，且以證券為最少。證券開放較晚，因此需要和投信業者借牌才能進入中國大陸；而且，早先證券可申請 QFII 時，大陸當局對證券之資產管理規模常有意見。另一方面，銀行及保險因在大陸已有據點，可自己直接去投資，故亦有買賣。

以下，逐一說明我金融業者參與大陸債券市場面臨之問題或障礙。

1. QFII 要進去要向人行申請，約需 7 個月。在一級市場，若案子熱門要爭取配額，因此要找大的保管行如建行、工行和券商。保管銀行會申報投資明細給主管機關，之後有意見會糾正。通常，大陸當局希望其先買股票(屬潛規則<sup>8</sup>)，且進去大陸的資金要動撥，不能停滯不動。

2. 之後，QFII 本金有匯回時間的限制，即至少匯入之一年後才可匯出<sup>9</sup>，且匯出後要自其原有額度中扣除，也須結清稅負<sup>10</sup>，有完稅證明才放行。可匯出前也不能配息，而客戶要贖回也不能立刻反應，因此，對有些投資

---

<sup>8</sup> 若要買債，潛規則是股票債券各買一半。

<sup>9</sup> 投信操作大陸股債投資時，可分為客戶資產(以公司名義申請)及公募基金。在匯出限制上，較晚推出之公募基金較為寬鬆，可週匯出，且匯出後不用減少額度、匯出時不須完稅證明。

<sup>10</sup> 要課徵 10% 財產增值稅。



人而言誘因變差。目前，似僅有少數我業者執行匯出動作。有些業者主要是要去了解市場，故目前部位不大，等熟悉市場狀況後再放大部位。事實上，我壽險業者進去的量很大，但還未匯出來，主因為債市走多頭，且對大陸曝險有控管，因為曝險不大，還想增加部位。

3. 在交易所有掛牌的債券不多，主要都在銀行間債市。而早期大陸之銀行間市場參與者只有銀行，除了國開行及大陸國債較活絡外，一般公司債流動性不好，但有專責做經紀業務之證券商提供服務，賺取手續費。近來，由於證券商已被允許可作為大陸銀行間債券市場之參與者，故次級市場之交易量確已增加，再加上業者用 REPO 及 IRS 來養券，因此就做出規模來，養券短期利率波動加大，故交易空間跟著大增。

4. 我金融業者表示，參與大陸債券市場之主要問題為額度。比較目前人民幣存款增加速度，大陸人行核准境外金融機構投資大陸銀行間債市，額度通常採批次核准，鮮少一下子就給出高額度，因此額度需求仍相當殷切。未來除了銀行需積極爭取更多開放額度，建議主管機關能透過兩岸協商來加快額度開放的進程。

5. 還有信用 credit 不清楚之問題，因其不像國內企業的資訊較易取得；所以，目前業者觀察的標的物大多為國開行和前幾大銀行發的債券，比較保險。

6. QFII 之投資標的為正面表列，選擇性受到限制；如衍生性商品(國債期貨、RP、RS 等)不能承作。<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> 在台灣，債券基金也不能做 RS；但在國際上都可以。

7. 若是買賣交易所產品，該繳納之稅負係就源扣繳，故相當確定；但若是買賣銀行間債市產品，卻因大陸當局未明確規定是否要課稅並未明確---原則上要課，但在實務上，每年並未拿走該課之稅額---故在稅負上存在不確定性。

8. 此外，證券商雖然已經可以進入銀行間外匯市場，但大陸最近控管較嚴，例如遠期商品要繳 20% 保證金，形同關閉。

9. 中國大陸債券市場發債主體信用評等等級大多集中於 AAA、AA+ 及 AA，且大多透過其本地信評機構辦理，投資人不易瞭解或區分各債券間信用風險的差異性。因此，大陸已在建立投資人付費之系統，如中債資信公司，可望提供品質較佳之評等服務，不過直至目前為止，其市佔率仍相當低。另根據中國大陸主要投資銀行「中國大陸國際金融公司」（簡稱中金公司）的估計，2014 年地方政府債務已高達 21 至 22 兆人民幣，較 4 年前（2010 年底）的 10.7 兆，增加 1 倍多。地方政府債務中約 4 成是仰賴土地出售收入支應，近年房地產景氣持續低迷，加上 2015 年開始已進入償債高峰，對其有關風險應加強注意。

此外，沈中華、沈大白與黃玉麗 (2014) 探討台灣證券業參與中國大陸債券市場之信用風險防範與因應措施，該研究針對我業者參與大陸債券市場面臨之問題，採用資料蒐集及實地訪談後，結論分述如下：

1. 中國大陸本土信用評等機構具有技術不足、評等膨脹等問題，參考價值有限。

2. 受到金融法規限制，使台灣證券業參與中國大陸債券市場仍受到限制。

3. 中國大陸國債信用風險低，但流動性差，且需注意國債債務規模大，財政債務負擔沉重。

4. 投資中國大陸金融債券需注意利率風險，並仔細區分高評級下的潛在信用風險。

5. 中國大陸非金融信用債券規模快速擴張，但存在企業槓桿率激增與發債主體品質不佳之隱憂。中國大陸的非金融信用債成長的主要推動力是2008年金融危機後政府推出的4萬億元刺激政策。

6. 政策的支持與信用擔保加快城投債之成長，但台灣證券業仍應慎選品質高的債券。

7. 中國大陸信託產品“剛性兌付”存在隱憂，房地產業信託兌付危機事件不斷。僅次於銀行的第二大金融業信託業正面臨自身的危機，信託產品的信用風險正處於逐漸爆發的高危時期。從宏觀經濟運行的情況看，房地產市場的低迷亦為隱憂。並且房地產類信託在信託產品總規模中的佔據重要的地位，意味著投資房地產類信託需要有更謹慎的態度和更嚴格的甄別，主要是規避一些三四線城市和資質較差的房地產公司發行的產品，重點關注一線城市和實力雄厚的地產商開發的專案。

8. 中國大陸政治介入債券市場，權力機構間的角力與衝突矛盾值得關注。目前中國大陸債券託管結算市場上共有三家機構，面臨多頭託管結算之問題。分別是負責銀行間債券市場託管的「中央國債登記結算有限責任公司」（中債登）和「銀行間市場清算所股份有限公司」（上海清算所），以及負責交易所債券市場託管的「中國大陸證券登記結算公司」（中證登）。

【表格 3.2.1】 五個債券產品與交易平台/清算平台之關係

交易平台/清算平台		債券				
		國債	金融債券	非金融信用債券	城市投資債券	信託債券
銀行間 債券市場	中央國債登記 結算公司	✓	✓	✓	✓	✓
	上海清算所	x	✓	✓	x	x
交易所市場	中國大陸證券 登記結算有限 責任公司	✓	x	✓	✓	✓
商業銀行櫃台 債券市場	中央國債登記 結算公司	✓	x	x	x	x

資料來源:本團隊整理

## 第四章、大陸債市改革機會、風險及相關因應措施

### 第一節、大陸債券市場改革措施對我國金融機構參與其債券市場之影響或可能風險

本研究第二、三章已針對大陸債券市場改革下，我金融業者參與其中之現況、機會、及相關問題，進行分析。以下，本章將自參與大陸債券市場之影響及可能風險，以及相關因應措施或風控機制，進行探討。

有關人民幣回流與投資大陸債市間之風險，投資者除面臨信用風險外，還包括利率風險、匯率風險、流動性風險、政策風險、求償風險等，以下就各風險逐一說明。

#### 一、信用風險

參考中國大陸的債券信用風險，必須注意該債券是否有政府支持的外部增強信用，因為債券的高評等可能不是發行主體本身的償債能力非常好 (individual rating)，而是發行主體受到政府的支持 (issuer rating)，例如多數的城市投資平台發行的城投債都是受到地方政府的保證。

此外，中國大陸存在信用膨脹的現象。中國大陸的信用評等普遍有信用評等膨脹的現象，債券在發行時獲得的信用評等達 AA 以上的比例超過九成，因此不可將其比照為國際級信用評等的 AA，換句話說，在中國大陸未達 AA 的債券可以視為投機等級的債券。

如上所述，中國大陸債券市場發債主體信用評等等級大多集中於 AAA、AA+及 AA，且大多透過其本地信評機構辦理，投資人不易瞭解或區分各債券間信用風險的差異性。另根據中國大陸主要投資銀行「中國大陸國際

金融公司」(簡稱中金公司)的估計,2014年地方政府債務已高達21至22兆人民幣,較4年前(2010年底)的10.7兆,增加1倍多。地方政府債務中約4成是仰賴土地出售收入支應,近年房地產景氣持續低迷,加上2015年開始已進入償債高峰,對其有關風險應加強注意。

大陸公司透明度普遍不足,譬如:一旦政府進行協議償還貸款紓困時,原先拖欠貸款不能列入之壞帳等;又如地方政府債置換城投債之評估,連大陸人都不能評估地方政府債與城投債是否違約。有些業者認為,買債原則之一就是看「其牽涉的層面若很廣,因“大到不能倒”,就可以」。但是,直轄市政府發的,也說不定有政治問題,甚難衡量。通常,大陸券商都是以自己省的企業做案子,跨省案件很少,原因係:GDP是大陸各省省長施政績效標準,當外省券商要求對其本省企業求償時,很可能踢到鐵板,即使政府有編預算也不見得會償還。

據在大陸營運之台資金融業者親身之觀察,許多陸資銀行(包括國有銀行)近來允許向其貸款且還不出錢之公司,將其應還之利息記帳,而該公司可將來再還,不列入逾放,尚繼續營業;據稱銀監會默許此一現象存在。此一現象亦可自許多銀行之呆帳準備率奇高,看出端倪。換言之,許多陸資銀行存在隱藏性逾放情形。

此外,大陸有些地方政府向銀行借款之利率高達7~10%,顯示即使是國有或大型銀行也逐漸擔心地方政府之信用風險,故在借錢給地方政府意願不高之情況下,遂需增加風險貼水,從而提高了最後要求之借貸利率水準。

## 二、利率風險

台灣證券業參與中國大陸市場需要注意中國大陸政府調整利率的態度，值得注意的是債券的票面利率除了考量發行主體的融資成本，也會隨著基礎利率調整，發行主體在發行債券時參考市場利率加減風險溢酬是相當合理的，因此票面利率會隨著基礎利率變動。

在基礎利率方面，人行於 2015 年 10 月 23 日祭出雙降(降息、降準)救市，更對商業銀行和農村合作金融機構等取消商業銀行存款利率上限，讓利率市場化全部到位。之前大陸貸款利率已全面市場化，如今又取消存款利率上限，等於完成定價權方面利率市場化的最後一步。放手利率自由化，正意味人行衝刺人民幣加入 IMF 特別提款權(SDR)貨幣籃子之決心。

隨著大陸利率市場化之完成，大陸境內境外的融資資金成本，也將被大幅拉近，使廠商企業在大陸境內融資成本如債券利率等進一步下降。不過要注意的是，在景氣低迷之際，假若出現違約問題加劇之情況，利率還是有可能在加入風險貼水後產生飆高現象。

大陸當局之所以遲遲不敢放開存款利率上限，係擔心以往銀行升息搶攬存款之歷史重演；不過隨著存款利率上限之放開，大陸各地紛紛對此祭出金融自律加以防範，如：四川當地金融業者即推出存款利率上限不得超過存款基準利率之 1.3 倍之業界規範。

利率管制的基本放開，為推動金融機構轉型發展注入新的動力。隨著存款利率上限的放開，金融機構在利率受保護情況下“規模即效益”的傳統經營模式將不可持續，有利於推動金融機構樹立起“以利潤為中心”的經營理念，加快轉變經營模式，完善定價機制，提高自主定價能力，實現差異化、多元化、持續化經營，切實提升金融服務水準。儘管利率管制放開有

上述諸多優點，但也代表大陸金融機構高利差之時代結束，是否引發機構間之競爭而產生金融不穩定後果，仍應密切觀察。

### 三、匯率風險

隨著大陸金融市場開放、資本項目開放和人民幣國際化步伐的加快，國際資本雙向流動將更頻繁，將對大陸金融穩定增加風險，匯率波動幅度也會加大，且升貶方向不定。

此外，IMF 將於 2015 年 11 月底決議是否將人民幣納入特別提款權一籃子貨幣中，隨著人民幣被納入 IMF 特別提款權 SDR 之機率越來越高，在此情況下，大陸官方亦有可能進一步擴大人民幣匯率雙向波動區間，由目前的 2% 擴大到 3%。人民幣匯率擴大雙向浮動區間，一方面將遏制熱錢投機，另一方面也讓中間價更市場化，也較能有效地促進 SDR 合理價值的形成。

事實上，人行於 2015 年 8 月 11 日宣布，為增強人民幣兌美元匯率中間價的市場化程度及基準性，將完善人民幣兌美元匯率中間價報價。為此，人行將以前一日銀行間外匯收盤匯率，綜合考慮外匯供求狀況，以及國際主要貨幣匯率變化，向中國大陸外匯交易中心提供中間價報價；該政策一公布，人行兌美元中間價(6.2298)，與前一日中間價(6.1162)相比，大跌約 1.86%，創有史以來單日最大跌幅(2008 年 12 月金融危機後，降幅也才約 0.7%)。上述人民幣中間價的市場化之所以帶來人民幣之大貶，係因人民幣釘住強勢貨幣美元已多時，人民幣實際有效匯率相對全球多種貨幣表現較強，與市場預期出現一定偏離而做的調整。當然，人行算準該時機因大陸經濟下行，致使人民幣朝市場化訂價時會順勢走貶，亦不無關聯。不論如何，人民幣波動幅度加大，必將加大人民幣匯率風險，此變化對於全



球有意針對大陸金融商品進行投資者，有利有弊---利者為增加投機套利空間，弊者則為操作風險加大。

#### 四、流動性風險

許多債券的發行在機構法人手中是持有到期的，例如：國債、金融債等，因此投資中國大陸債券市場必須注意債券種類的流動性。政策性金融債在初級市場是每周固定發行，發行規模龐大，此外利率債的特性也顯示政策性金融債是無需注意信用風險的，因為它並沒有債券信用評等，在次級市場的流動性也很好，然而國債因為其稅務的特性，使得投資人選擇持有到期不買賣，因此次級市場的流動性不佳。

不論如何，為控制此一風險，一般業者之投資標的通常以流動性較高之債券為主，如：金融債(如國開行)、中期票據、短期融資券、國債；接著，再選擇發行人及天期，通常一年內期限者之流動性較佳。企業債及公司債之流動性較差；至於資產支持證券則因係兩年前才上市，故流動性亦待加強。此外，銀行間市場掛牌商品數較多、選擇較多；而交易所掛牌商品數較少、選擇較少。

事實上，相較於其他國家之情況，大陸之債券天期都較短，中期票據三年以內到期較多，國際上則較多五年及以上到期者。在大陸此種情形下，對投資人是好事，因期限短則風險較小；但對於發行人則不好，因需較頻繁地處理發行事宜。

要注意的是，大陸券商分為甲乙丙類，銀行間債市之產品皆要透過甲類券商才能買賣，而迄今所有 QFII 業者皆屬丙類；另外，每一券商在上交所或深交所皆僅能開立三個戶頭(即僅能有三個交易對手)，且買與賣必須跟同一交易對手為之，此一規定導致業者在交易上受到相當限制。

## 五、政策風險

中國大陸國務院總理李克強推動的經濟政策，三大支柱包含不推動激進的擴張政策、去槓桿化和結構性改革。前兩項政策對於中國大陸經濟有減速的效果，短期之內對於中國大陸的經濟成長率可能有負面的衝擊，但是長期卻是改善中國大陸整體經濟結構的機會，並可調整金融機構存放款行為和影子銀行業務等。在結構性改革方面，則是促進中國大陸經濟由原先較倚賴投資與進出口，轉向擴大內需。

在政策風險之另一層面為：在國六條中，提出要規範發展債券市場，但債市是繼續“剛性兌付”還是“坦然面對”？

事實上，2015年3月15日，李克強在中外記者會上表示，將允許個案性金融風險的發生，按市場化的原則進行清算。這是中共首次明確允許個案性金融風險發生，即要逐步打破剛性兌付。不過，2015年4月中李克強則進一步表示：要加大不良資產核銷和處置力度，堅決守住不發生區域性系統性金融風險的底線。

舉例而言，近年來，大陸債券市場高速發展，市場規模從2009年的15萬億元升至目前的30多萬億元。但與此同時，城投債違約時有隱現，到“11超日債”打破債市“零違約”神話，債券違約風險開始浮出水面。例如“11超日債”違約事件，隨著違約風險的提高，該如何處理更多的違約事件？是繼續“剛性兌付”還是“坦然面對”呢？債券市場要想長遠健康發展，關鍵是要逐步破除“剛性兌付”。由於“剛性兌付”多存在於部分與房地產、國有企業或政府基建有關專案中，以及部分有政府或國有銀行隱性擔保的情形之中，這就扭曲了市場資金配置。

依照近來之觀察，可發現大陸政府已漸漸拿掉剛性兌付，即使是央企，也已被允許倒閉，乃至讓員工下崗。以四川攀成鋼倒閉為例，該公司已解聘大多數員工，只剩少數人留守，處理善後事宜(如將剩下物資賣掉等)，但月薪僅領 1,000 元人民幣。另外大陸中鋼股份於 2015 年 10 月下旬公告，將延期支付規模人民幣 20 億元的「10 中鋼債」本期利息。這是繼保定天威後今年第二例大陸央企債務違約，也是中國大陸鋼鐵企業在大陸債市的首例違約。

## 六、求償風險

自 2014 年起多起公募債券發生違約事件，然而對於債務人求償的流程也在逐步實現或檢討中；不外是區分為是有擔保或無擔保債權有所不同(稱為有增信或無增信)，在無擔保債權則是依破產法或合同法對債務人提起破產或違約求償訴訟，而有擔保債權則是依擔保法及物權法對擔保品進行抵價、拍賣或變賣。

中金王瑞娟(2015)針對本年度國企(天威)違約求償過程中困難之處觀察整理以下：

### (一)、持有人大會制度不健全

1. 保護債券持有人及大會的內容比較狹隘，召開持有人大會的觸發條件不夠細緻具體，以致無法真實保護持有人利益。
2. 持有人大會提議案並不直接具有強制執行力，能否落實仍要依賴與發行人協商的結果。

## **(二)、交叉違約條款設置缺乏**

1. 目前債券基本不設立交叉違約條款，只有設置中有一些類同條款，但實際操作一只有督促發行人公開披露和召開持有人大會兩項措施，實際保障效力較弱。
2. 現行法律對於交叉違約的適用並不明確，能否依法求償還有待觀察。

## **(三)、抵質押增信存在潛在風險**

發債完成至辦理抵質押手續前這段時間，投資者面臨的風險較大。

## **(四)、投資者自我保護意識相對淡薄**

應召開債券持有人會議時，多次出現持有人出席人數達不到會議有效條件，使得會議決議不生效的情況

事實上，台灣金融業之投資標的或觀察中國大陸企業之對象，多為央企，較少小型民營公司。債券違約求償要視當地民法規定而定。有關大陸金融曝險，境外多為資本市場，境內則多為銀行企金相關。迄今而言，內地公司倒閉較影響到銀行放款，和債券較無關係。

## **第二節、相關因應措施或風險控管機制**

中國大陸近年將債券市場發展及改革列為重點項目，隨其市場改革深化與開放速度加快，機會與風險將同時伴隨，增加投資困難度，故有必要檢視這些改革及開放措施對未來市場參與之影響性。以下，本研究將就債券投資相關風險控管實務，如投資評估、帳務處理、流動性、資金匯回等，以及債券違約求償等相關議題探討。

## 一、投資評估方面

就投資評估方面，建議投資評估立基於以下幾大面向：

- 風險：流動性、政策、信用等風險
- 報酬
- 流動性
- 資金匯回管制（金融帳/資本帳開放問題）
- 兩岸求償特殊關係

此外，必須特別注意判斷：大陸之利率政策是否與美國利率政策獨立。最後，考量大陸信用評等泡沫情形，兼具建立具有風險意識的境外人民幣市場目標，建議朝向鼓勵投資人評等框架為重點發展工作，方向有三：

協調中華信評依我國市場需求，主動針對大陸企業提供投資人評等服務(或稱信評委託服務)，除可協助金融機構遵循國外投資規範中最低評等要求外，並可作為金融機構資本適足計算合格評等參考來源之一。惟仍有金融規範中僅認可國外信用評等機構部分(如保險業辦理國外投資管理辦法第六、七條..等)，並不利於國內信評公司發展國際評等，建議一併調整。

我銀行業多有建立內部評等經驗，可就此鼓勵業者針對資訊較為透明的大陸上市公司建立評等機制，金管會可就此作為市場准入的重要參考。

大陸國企與地方政府債部分，由於人行轄下中債資信信評公司為主要發展者，且屬投資人評等性質具高度獨立性，建議金管會可鼓勵業者與金融週邊機構(如公會、櫃買中心與聯徵中心)主動逐步建立加值資訊與技術交流機制。

## 二、在帳務處理方面

因到中國大陸境內要找保管銀行，目前都處理得很好，中後台要的資料都要得到。保管銀行主要是四大行，目前最大的是工商銀行。目前在大陸，通常是中資的機構可掌握較佳之資訊，能夠有關係找到好案例。

## 三、在資金匯回方面

雖說投資大陸債市匯出不易，但業者有其轉圜做法：若業者想降低其基金規模維持率，其大陸境內資金退出後可轉給大陸金融機構，再由該大陸金融機構之海外據點轉進等值資金至我業者大陸境外帳戶。換言之，在此方式下雖未真的匯出資金，但卻可達到退出資金之目的。

## 四、在流動性方面

為控制此一風險，故業者之投資標的以流動性較高之債券為主，如：金融債(如國開行)、中期票據、短期融資券、國債；接著，再選擇發行人及天期，通常係一年內期限者之流動性較佳。企業債及公司債之流動性較差；至於資產支持證券則因係兩年前才上市，故流動性亦待加強。此外，銀行間市場掛牌商品數較多、選擇較多；交易所掛牌商品數較少、選擇較少。目前 QFII 及 RQFII 皆已被允許進入交易所買賣債券。

## 五、在違約求償方面

假若真的發生違約事件，在沒有擔保的情況下，即需要進行跨海訴訟。但是，因為目前債券要來台發行皆須透過銀行，因此違約可能性低，因為銀行保證都會依照國際保證函(URDG758)的規範，經過索償後五個工作天，

即會發放求償金。

有些業者認為，吾人必須建立資產池之求償方式。譬如，業者想推大陸太陽能電廠之債券，但海外資產若為債券，其求償比股票複雜，會擔心大陸兩岸法令認定問題，大陸法條要請律師提供意見，要回歸受託企業律師訂定的條款。

即便中國大陸債券投資具有一定的風險性，但仍是收益率相對較佳的國際債券市場。近年美國、歐洲及日本等國家為對抗通縮問題，相繼推出量化寬鬆政策 (QE)，美國雖已結束 QE，但仍積極維持低利率環境，導致債券殖利率長期走低。以 10 年期公債而言 (2015 年 2 月底)，日、德及法國殖利率均低於 1%，美、英國殖利率不及 2%，但中國大陸仍有約 3.5%，高收益債券殖利率差距更大。

中國大陸近年亦持續對債券市場進行深化改革，尤其對於風險防範及強化投資人權益保護等相關措施更為積極，如國務院 2014 年 5 月發布的新國九條 (關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見)，待其市場改革及風險控管機制建置有一定成效後，將更具吸引力。

## 六、在信評之替代性指標方面

由於大陸信評存在評級膨脹問題，造成難以估計其債市風險，以下提供其他替代性指標，提供各方參考。

### (一)、在外部評估方面

有四個建議方法能解決。

1.查一下中債資信是否有對他們進行評級，他們使用「使用者付費模型」<sup>12</sup>，會比目前中國大陸的信評機構更嚴格。並且，也可以接洽部分的信用風險問題。

缺點：(1) 中債資信沒有對中國大陸所有的發行者進行評級。

(2) 評級膨脹仍存在，但他已較其他大陸的信評機構嚴謹。

(3) 在台灣的信用等級不合格，且信用等級也不被台灣政府接受，所以中債資信不能被用在估計風險權重。

2.付費請合格的信評公司進行評級。

如果有符合規範的信評則可減少銀行 CAR 及保險 RBC。由中華信評則權重可減低，符合 CAR 及減少資本支出。

缺點：(1)投資人例如銀行，各自付費去邀請信評，所費不貲，費用分攤機制設計較難有合理性。

(2) 且他們的評級是不請自來的銀行信用評等(unsolicited

---

<sup>12</sup>關於此「使用者付費模型」模型：請參見沈中華和黃玉麗(2014)：投資人付費模式對信用評等品質之影響—以中國大陸公司債券為例，金融研究。



rating)<sup>13</sup>，以財務比率為基礎，此通常係信評相對較低的原因。

### 3. 相關單位(如銀行公會)延請有經驗之研究團隊<sup>14</sup>持續評估中國大陸的銀行體系。

缺點：較不具權威性，董事會質疑且不能減少 CAR 與 RBC 的風險權重。

### 4. 台灣將能成立自己的信評公司

金管會 2015 年 11 月 10 日預告修正《信用評等事業管理規則》，放寬國內信用評等機構設立條件：刪除有關「發起人至少應有一為國際知名信用評等機構」的規範。亦即之後有興趣設立信評公司的台灣業者，不需要再找國際信評機構合資，就可以成立信評公司。而台灣成立自己合格的信用評等公司，可以減少投資者(銀行或保險公司)的風險權重，將有助於中國大陸債券的信用評等，其原因如下。

根據 Basel II 和 Basel III 的規定，資本適足率 (Capital Adequacy Ratio, CAR) 計算概念如下：

$$\text{CAR} = \text{合格自有資本} / \text{風險性資產}。$$

其中，風險性資產 (Risk-Weighted Assets, RWA) 等於所有「風險權數乘以資產」的總額。對採用標準法的銀行(全台灣的銀行均是)，這些風險權數是由合格信評機構的評級決定的。而巴賽爾協議規定，如果債券沒

---

<sup>13</sup>不請自來的銀行信用評等可見：黃玉麗·張元·沈中華 (2012)，「不請自來的銀行信用評等有向下偏誤的現象嗎？」《經濟論文叢刊》，國立台灣大學經濟學系。

<sup>14</sup>請參見：(1)Shen, Wang, Wu and Chen, How Does Shadow Banking Affect Bank Ranking? (2) Effect of Bank Shadow on the Relationship between Capital and Liquidity, JBF.

有評級，則其風險權數為 100%。故若債券有被合格信評機構評級，且依(1) 方案一(依國家信評次一等級)只要 A-以上，則其風險權數會為 50%，(2) 方案二 (依個別信評) 一般債權 只要 BBB 以上，則其風險權數會為 50%，則當評等等級在一定等級以上，可增加 CAR，則購買該債券將能節約銀行的資本。

舉例來說，在 Basel II 底下，如果是中國中央政府公債，且其評級為 A-，則其風險權數為 50%。因此，在其他條件假設不變之下，如果又有合格信評機構與中國債券評等，則台灣的銀行會有多一項動機去購買前述的中國債券，如果其風險權數小於 100%，購買該債券促使 CAR 上升，將能節省銀行的資本。

## **(二)、在內部評估方面**

業者建立自己的團隊以進行衡量，並因其發展特殊性建立以指標。

然而當業者建立自己的團隊發展指標時須注意避免過度自信。

### **1.債務政府支持指標：**

地方債務改革後，政府將不會對所有國企債務進行兜底，其支持責任依償還、擔保與道德程度決定，因此債務條件顯然有差，例如青島城投 01 屬完全保證責任，而南大湖債則沒有，兩者市場價差約達 70bp-100bp 左右。

### **2.地方政府信用評等：**

地方政府信用狀況，也決定對於地方債務與國企的支持能力，而地方土地出讓權收入、分級與特區制度上，各地差異很大。

### **3.影子銀行體系的有效反映：**

其中包括銀行中間業務(信託與理財)，地方擔保體系、集團財務公司以及最近熱門的互聯網金融，使得傳統分析指標需要一定調整。

### **4.企業表外融資與擔保圈特性，掌握完整負債責任有其困難。**

由於非屬人行聯徵中心涵蓋的融資體系比例相當高，且表外融資的掌握相對困難，加以企業間互保與多連環保證更加大了企業違約的骨牌效應與傳染效果。



## 第五章、兩岸債市或債券相關產業競合及對我國離岸 人民幣市場發展之影響

### 第一節、兩岸債券市場或債券相關產業競合

#### 一、信評機制方面

相較於台灣和西方國家，大陸債券市場的運作是非常獨特且相當不透明，其中只有少數的人才知道違約機率。雖然現階段中國大陸債券市場有評級，但大多是在 AA 級以上，因此評級的品質受到相當大的質疑。造成當前台資銀行、證券業投資中國大陸債券市場面臨更大的風險。近年來對於大陸債券市場之研究變得越來越重要，但過去卻很少研究中國大陸債券信評機構相關的文獻。

大陸的債券信評產業起源於 1987 年，最初的評級機構是由中國大陸人民銀行組建。但是大陸信評行業的規模仍然較小，對債券市場的影響也較弱。除了發展歷程較短以外，有兩個因素讓大陸債券評級機構成長緩慢：首先，中國大陸資本市場發展以間接融資為主，債券市場發展的滯後，對評級業的成長形成了約束；其次，在目前有限的債券市場上，大部分公司債券由國有銀行及國有企業持有或者擔保。這種以國家信用對公司債券的支撐，造成公司債券風險承擔機制的健全，也減低市場對信評的需求。

利益衝突同樣也影響著中國大陸信評機構。很多中國大陸信評機構一開始是由政府、商業銀行出資，因而影響到信評業務的公正性與有效性。目前，中國大陸規模較大的信評機構有：大公、中誠信、聯合、上海新世紀以及上海遠東 5 家。在世界三大信評公司壟斷的市場下，中國大陸必定要積極發展自己的信用評等機構，以掌握更多的話語權。

## 二、市場活絡程度

相較而言，臺灣債券市場的起步早於中國大陸，發展歷程長於大陸，並且對外開放的程度更高，且大量學習借鑒了美國、日本等國的債券市場發展經驗，因此，臺灣債券市場從規模上看領先於中國大陸，主要體現在：一是臺灣債券市場的品種更豐富；二是臺灣的債券相對發行量高於中國大陸，債券市場相對規模大於中國大陸；三是臺灣債券市場的交投情況總體上比中國大陸活躍，造成以上的主要原因是投資者對於中國大陸債券市場不熟悉和沒有國際信評，一般上都會認為中國大陸國內信評對債券的評級過高。

## 三、兩岸於債市方面之往來

有關陸資企業來台發債，我券商表示，由於對一般陸企不了解，不敢包銷，投資人也不敢買，而且，一般陸企沒有可靠之信評，還要母公司保證，成本也會往上拉；因此，即使主管單位未來允許一般陸企來台發行寶島債籌資，也較不易受到台灣一般投資人之青睞。此外，若比較近來台灣和大陸發債成本(大陸當局近來多次降息)，大陸境內 3%多，低於台灣之 4%多，大陸一線發行者也應該不會想來台灣發債。更何況金管會若開放陸企過來發 RMB 債券，也可能會要求較高標準。綜合言之，陸企來台發債之問題可能並非最近未來之焦點所在。

正如上述，大陸境內籌資成本較低，一般陸企不會來台發債，目前大陸都是海外分行如香港分行或台北分行在台灣發行；但在意識形態考量下，大陸目前可能較不允許大陸銀行母行、國企、央企等類主權機構來台發債，除了國開行之外。

此外，必須注意的是，目前在大陸註冊的台商子公司較不會想要用「在台發行寶島債匯回大陸」的作法籌資，因為缺乏誘因：主要是資金成本問題----由於大陸台商之台灣母公司之借款成本，低於其大陸子公司，除了可以以投註差之外債額度，在境外做短期借款回流外，還有很多合法之資金流通管道可以做合法結算，而將資金匯入大陸。有些時候以外幣換成人民幣，即借入外幣(美金、歐元、日幣)再換回人民幣，會是較划算之作法。此外，因大陸陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，換言之，在大陸台商已有更多間接金融及匯入人民幣資金之籌資管道。綜合上述各種方式可知，在陸註冊臺商企業缺乏誘因而來台發寶島債。

#### 四、寶島債須容許風險之存在

目前台灣寶島債發行之類型較為單一，因為要求高品質，主要多屬金融機構發債；而且因大多投資人係屬於 buy & hold 之行為，較缺乏做 trading 的交易者，故較不容許建立有風險之市場。換言之，台灣之寶島債市場若要做大，可能要擴大債券市場的風險胃納，容許多一些風險之存在，且因此強化風險辨識能力，則為目前發展特色境外市場的主要課題。目前寶島債之發行之量及流動性皆較低，若要增加市場債券流動性創造者，必須增加大型外資投資者(如渣打、匯豐...)、及國內投信等機構，才有辦法對 REPO 作報價，也才有動機作 REPO(越好之公司，債券利率越低，才愈有市場議價的優勢)。

由於近來美元升值，故 OBU 以美元計價之負債增加，導致 OBU 賠不少。也因 RMB 貶值，因此目前我 OBU 業者可接受以 RMB 做融資對象。相對於 RMB 於大陸境內不能貶太快且不能外流，故很多人在境外放空 RMB。因 RMB 走貶，必須以要求高報酬補償，故其短率飆很高(4~5%)，

在台發債成本也升高。

寶島債 2015 年的狀況是倒掛，即 CNT 之短期利率很高，一反以往地高於 CNH 利率。2015 年境外人民幣利率 CNT 飆高(春節約 4.5%、8 月 4.3~4.5%)，其中原因在於：在目前仍存在市場區隔之情況下，由於離岸人民幣較為強勢，海外銀行在 CNT 市場發行人民幣債券，透過 CCS 之操作，將人民幣換成美金，可取得較便宜之美元資金。許多外商/美系客戶需要美金融資，就會以 USD/RMB CCS 交換利率，成本會到 libor+100 點。也因為透過上述 CCS 之操作，部分銀行認為有利可圖，故快速端出超高利率吸收人民幣資金，一來一往利差就是好幾百億。



## 第二節、我國離岸人民幣市場發展之機會與挑戰及因應之道

目前全球整個離岸人民幣金額約為 1.9 兆，台灣大約 3,000 億，香港 9,000 億，總額大於點心債和寶島債發行總額，但綜觀離岸人民幣資金情況，離岸人民幣還是缺乏。

在我國離岸人民幣市場發展之機會與挑戰方面，必須提及的是，較諸其他幾個主要的人民幣離岸市場，台灣的人民幣回流管道除了 RQFII 外，並未顯著少於其他市場，如表 5.2.1 所示。

【表格 5.2.1】 主要人民幣離岸市場回流管道比較

	香港	新加坡	倫敦	台灣
轉存清算行	有	有	有	有
拆放其他境外銀行 同業	有	有	有	有
跨境貿易	有	有	有	有
大陸銀行間 債券市場	有	有	有	有
個人匯款	不限區域， 限同名帳戶	工行新加坡 分行	無	不限區域，不 限同名帳戶
購買金融商品	有	有	有	有
企業 RFDI	有	有	有	有
放款至 上海自貿區等	有	有	有	有
RQFII	2,700 億 RMB	500 億 RMB	800 億 RMB	1,000 億 RMB，待服貿 協議通過
其他管道	香港經營 RMB 業務之 銀行可貸放至 前海港深合作 區	新加坡銀行機 構可貸放至蘇 州工業園、天 津生態城	無	可透過貸款給 國內企業，經 由昆山管道再 融資集團境內 企業成員

資料來源：王儷容、李紹璋、與林士傑(2013)

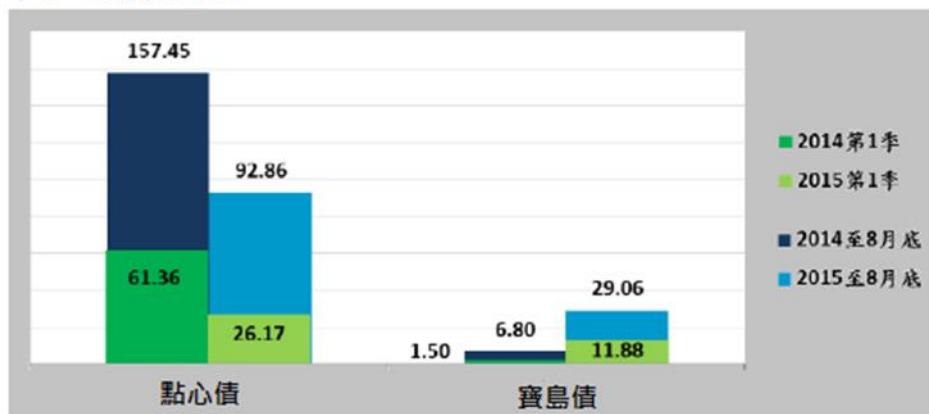
即便台灣人民幣回流管道種類不遜於香港與新加坡等離岸中心，且具有特殊的基本面經貿往來優勢、累積大量貿易順差，然目前人民幣回流主要仍以轉存中國大陸銀行台北分行為主。由於大陸已陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，因此在「放款至上海自貿區等」及「其他管道」之人民幣回流，料應較以往有所增加。

## 一、市場概況與參與

2015 年第一季度點心債受到人民幣貶值預期影響，發行金額大幅縮減，但第 2 季發行量回升，至 7 月底發行量較前年下跌約 12%。臺灣人民幣存款持續增加且發行人透過 CCS 操作間接推升寶島債收益率，至 7 月底寶島債發行金額較 2014 年前 8 個月大幅增加 427.35%。

**2014年及2015年一級市場發行金額比較**

單位：人民幣十億元



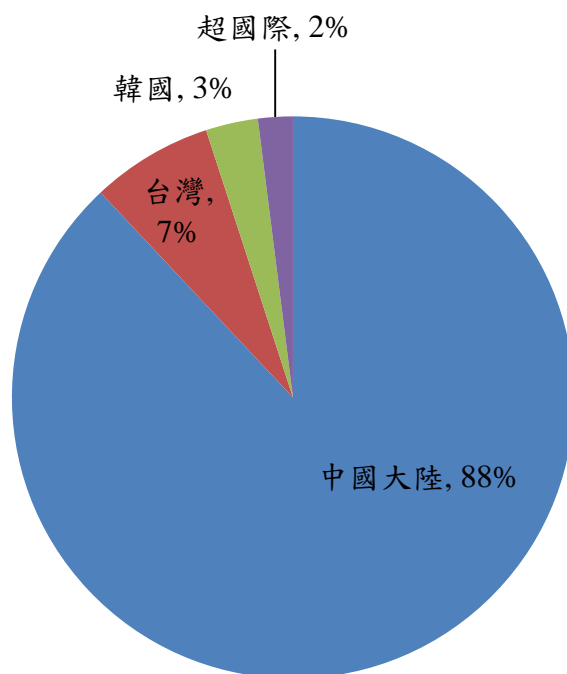
資料來源：凱基證券、彭博社

**【圖 5.2.1】 2014 年及 2015 年一級市場發行金額比較**

寶島債發行人主要是高盛、摩根士丹利、德意志等國際投資銀行，籌資目的為進行財務操作並透過 CCS 操作取得低廉美元資金成本之優勢，使得非陸銀法人主導寶島債一級市場。今年 2 月與 7 月兩次 CCS 上升引發寶

島債定價熱潮，但隨著 CCS 回落，套利操作誘因下降，詢價案件顯著減少。

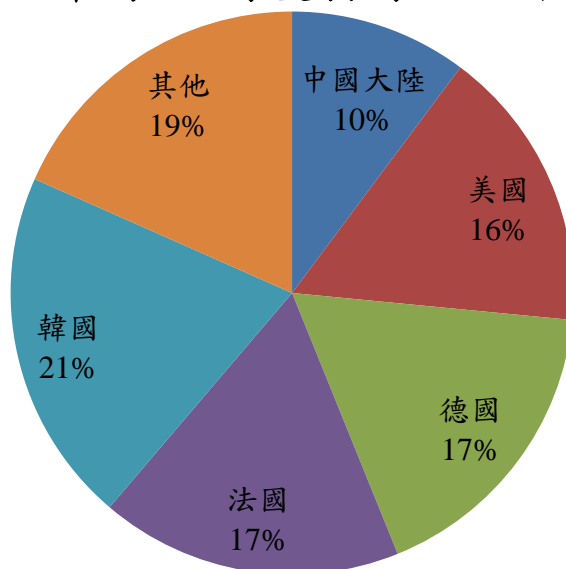
## 2014年發行人註冊地分析



【圖 5.2.2】 2014 年發行人註冊地分析

資料來源：櫃買中心、凱基證券

## 2015年前9個月度發行人註冊地

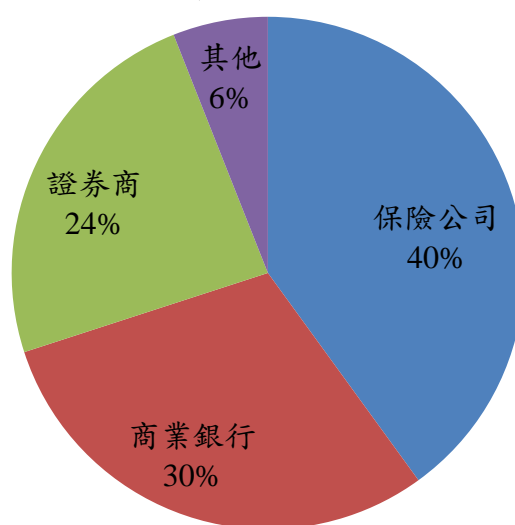


【圖 5.2.3】 2015 年前 9 個月度發行人註冊地

資料來源：櫃買中心、凱基證券

自 2014 年放寬保險公司之寶島債投資不計入海外投資限額計算後，保險公司成為寶島債最大的投資人。境外人民幣回購利率自 2014 年之 3% 大幅上揚至 4.5%，影響證券商投資寶島債之意願。2015 年寶島債收益率上揚使得企業戶、政府基金及高淨值客戶增加寶島債投資。

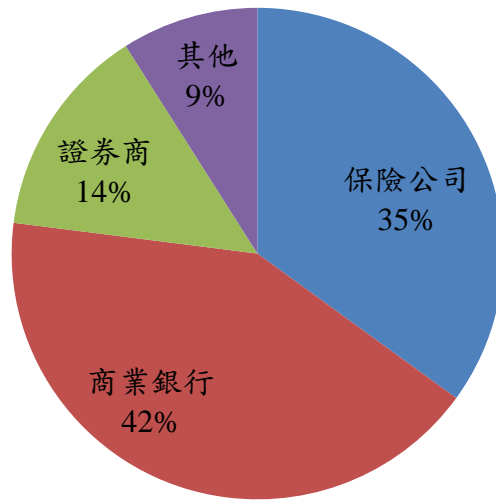
2014 年投資人類別



【圖 5.2.4】 2014 年投資人類別

資料來源：凱基證券

## 2015年至9月度投資人類別

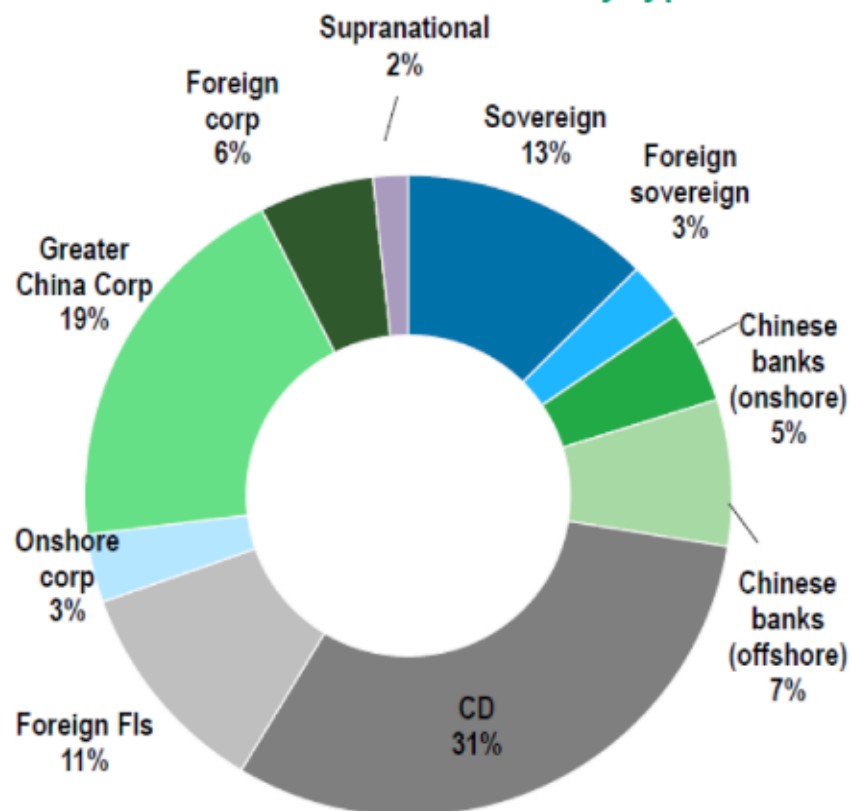


【圖 5.2.5】 2015 年至 9 月度投資人類別

資料來源：凱基證券

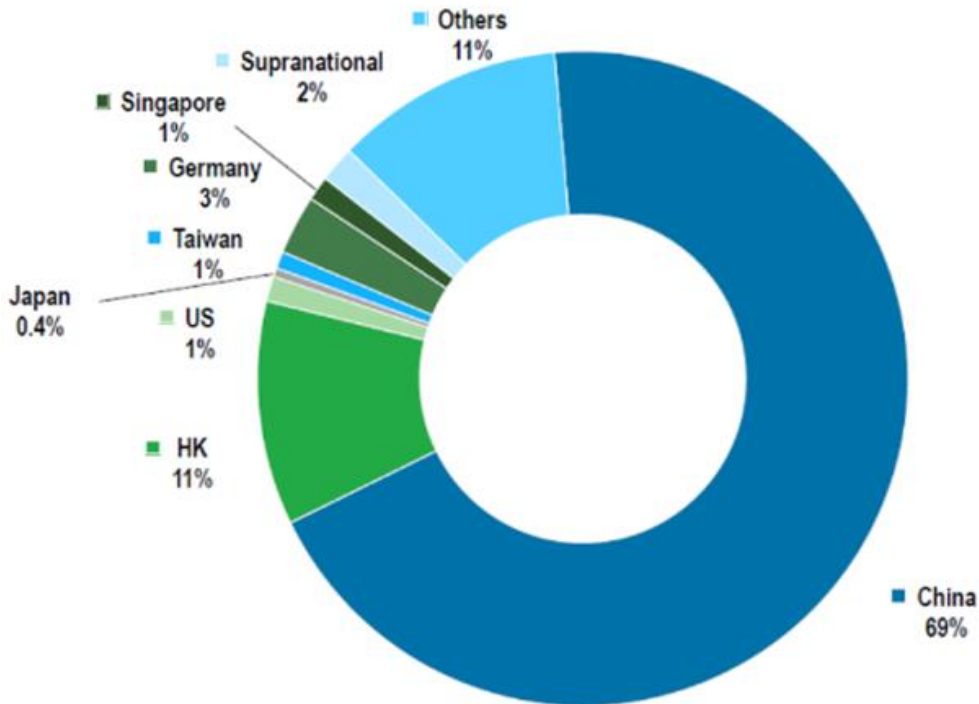
流通在外之境外人民幣債券發行者類型中，發行者以中國大陸銀行仍為大宗，包含 CD、境內及境外的中國大陸銀行，約佔 42% (outstanding)。中國大陸政府公債份額仍少，僅佔 13%。流通在外之境外人民幣債券發行者地區發行者以中國大陸地區最多，約佔 69% (outstanding)，其次為香港，約 3%。

## Market Structure – Issuer breakdown by type



【圖 5.2.6】 Market Structure — Issuer breakdown by type

## Market Structure – Issuer breakdown by Region



【圖 5.2.7】 Market Structure — Issuer breakdown by Region

國際金融機構來台發債，多是為了財務操作，從境外人民幣債主要發行人來看，開放陸企來台發債，才能使資金使用於實體經濟中，並確實掌握資金流向。另外，在陸台商在擁有低廉的台幣資金來源下，一般回台發行寶島債的意願並不高，但若能有效整合台商當地借款，適當打包或以證券化方式(以下章節分析)作為寶島債基礎資產，則是對台商服務管道之一。

在目前大陸非金融機構國企將逐步進入離岸人民幣債券發行市場之際，這是發展離岸人民幣市場不能迴避的議題，建立在寶島債具有獨特的風險意識與辨識能力，如建立具有全覆蓋買方信用評等特色，包含以投資機構內部評等提高風險定價能力，大幅提高投資人市場認可。這也是點心債市場未來因大陸信用評等體系不健全而受限時，未來台灣寶島債的可能的優勢，相關程序與建議於第四章第二節、相關因應措施或風險控管機制

大致說明。

## 二、離岸市場流動性強化機制

離岸人民幣資金池較為淺碟，在人民幣貶值預期時加以因各種匯率利率套利行為造成利率會大幅走高且波動性加大，同時因為貨幣工具市場活躍度不若境外市場時，更加深當地流動性風險的影響程度，導致利率大幅波動，目前香港金管局和香港清算行已通過各項流動性補充工具，加以人行短期將納入境內機構利用境內附買回資金流入境外，並配合 QDII 的逐步開放加速境內外資金流通，擴大離岸人民幣資金池規模，市場主體更容易通過拆借或 REPO 獲取人民幣資金。

香港金管局自 2015 年 7 月 20 日起延長人民幣流動資金安排日間回購協議的運作時間，以配合人民幣即時支付結算系統於同日起延長其運作時間，現行的早上 8 時 30 分至晚上 11 時 30 分，改為早上 8 時 30 分至翌日（以公曆日計）上午 5 時；並強化人民幣流動資金安排條款及條件 包括 1、隔夜回購協議 2、翌日交收的 1 天及 1 星期期限回購協議 3、日間回購協議。不論在結算效率與最終借款人角色上，作為人民幣離境中心地位難以動搖；惟上海將建成 CIPS 跨境支付系統，將使人民幣回流機制更加多元，避免過度依賴單一系統。

2014 年至今，一個月內 CNH REPO 最高成交 7.40%，最低 2.00%，拆款利率與境內利率及香港境內資金利率連動性高，抵押品之債券須滿足流動性要求，流動性要求如發行量需大於 \$200M、國際信評 BBB 以上，但部分交易對手直接表示因流動性較差不接受寶島債做為拆款抵押品，且境外人民幣資金成本波動大、券種限制多，附買回協議之拆款操作難度高。

目前而言，寶島債的 CNT 資金系統之清算順暢度不及香港的 CNH：



台灣交割時間為 4 點，香港為 11 點，人民幣要匯回大陸時，大陸規定大額結算截止時間為 4 點半，因此若客戶需要在每日 4 點後從台灣(CNT)將資金匯往大陸，則需隔日完成。加上資金若由香港機構借入時間在 4 點後結算(通常)，也自然須等到隔日才能打入大陸境內。

香港 CNH 之 REPO 係目前最短期、最便宜之人民幣融資途徑，原因係：CNH 較多以交易為目的(trading purpose)，於金融工具使用方面較具多元性，而 CNT 則因台灣相對上較缺的是資金出路，而較不缺短期資金，且在人民幣之升值預期下，故較多以持有(buy & hold)為目的，亦導致 CNT 交易量低於 CNH。且在交易量及流動性的考量下，對手機構通常會對寶島債要求比較高的折扣(Haircut)，也使得融資成本增加，值此之故，即使台灣相關人民幣投資標的品質並不差，但因上述原因，仍會限縮台灣之離岸人民幣市場流動性與資金來源。

### 三、因應之道

(一)、 台灣人民幣買方還是以銀行為主，除了收人民幣存款，尚經營拆借與放款，政策若不放寬對市場有影響，故為政策放寬(如曝險及淨值限制問題)之重點。因此，本研究建議：銀行買大陸銀行寶島債，可比照保險業，不計入大陸投資上限。

資金雄厚之壽險公司，原本應亦為大買方，但其寧可去國際版買 20~30 年之債券，因其關心收益報酬，寧願選美金等強勢貨幣，兼具利率 4 點多之高報酬債券。若自風控之角度思考，不免要問：金融機構之資產配置究竟是否應有外幣上限？就目前而言，由於預期新台幣走貶，故尚較無風險。

(二)、 由於 REPO 機制不健全且資金成本過高，因此寶島債投資人成

分中屬於交易商與證券商比例過低，更加深市場流動性不足的情況。我主管單位亟於解決陸資作為發行人機制之問題，但因涉及許多國人對於陸資企業債留台灣之疑慮，恐怕無法於短期間內解決；相對而言，其實可優先擴大市場投資人成分、爭取陸資機構參與，可能較無爭議且可行。

在人民幣國際化的趨勢下，臺灣欲爭取發展人民幣離岸業務中心和國際資產管理中心，最主要除了兩岸政策上的支持外，包括人民幣境外產品的規模化、多樣化與高收益率；人民幣境內流入與流出的暢通性及安全性，以及人民幣產品的二級市場交易的開發等，均為重要關鍵因素。

在我國離岸人民幣回流大陸方面，中國大陸持續推動 RQFII 人民幣回流試點，進一步擴大資本市場改革開放，並且不斷鞏固香港國際金融中心以及離岸人民幣中心的地位。未來大陸政府扶持地方企業開拓多元籌資的力道，可作為資本市場改革觀察的重點。

未來台灣券商進入大陸證券市場，可以透過 RQFII 的管道，將可直接募集人民幣資金匯入大陸地區從事證券市場業務。在服貿協定可能的推行方案，台灣券商將獲得全牌照業務的資格，台灣券商可以從事大陸券商可以從事的業務，即是原先顧問諮詢再加上經紀和自營。另外，大陸開放台灣券商在上海、廈門和深圳地區持股可達 51%，在其他地區則持股只能 49%，但合資對象不限一家券商而已，有助於台灣券商對於控制權的保留，同時也為兩岸理財商品市場扎下深厚的基礎。

不過，假若 RQFII 管道因為服貿協議未過致遲遲無法運用，我證券業者在短期內亦無法直接進入大陸執業，並投資大陸債市，或

許證券商可以在香港設立私募基金<sup>15</sup>，再以透過與台灣證券商基金往來之方式(如由台灣證券商下單給該私募基金)，運用香港 RQFII 額度進入大陸市場。

(三)、 台商資產證券化。有效整合台商於中國大陸當地借款(或應收/付帳款)為基礎資產進行證券化---即為跨境資產證券化。

1. 可能的運行模式有二：一為由外資(台資)金融機構為創始機構於中國大陸境內發行證券化商品，二為中國大陸境內金融機構為創始機構於境外發行證券化商品。

模式一外資(台資)金融機構為創始機構，將台商於中國大陸境內當地借款打包抵押證券資產池，於中國大陸境內發行證券化商品，並出售與外資金，藉此達到境內台商資產在境外實現證券化的作法。目前境外資金投資中國大陸境內金融市場產品，主要通過合格境外機構投資者(QFII)和人民幣合格境外機構投資者(RQFII)參與，不論 QFII 還是 RQFII 都可以投資資產支援證券，且均可在交易所市場和銀行間市場投資。在中國大陸現有資產證券化產品，境外資金參與主要集中在汽車抵押貸款支持證券，其中寶馬一期外資投資機構達到 66%，華馭一期外資投資機構達到 80%，福元一期外資投資機構達到 50%，外資比遠遠高於其他證券化商品。可體現對於外資為主的汽車金融業務的具體支持。

模式二為中國大陸境內金融機構為創始機構於中國大陸境外發行證券化，即中國大陸境內金融機構透過國外 SPV 在國際市場以證券化方式向國外(中國大陸境外)投資者進行融資。唯中國大陸境外

---

<sup>15</sup> 私募基金不須是台灣所核備者，方可以此管道進行。

債權融資轉回中國大陸境內使用，是屬於外債範疇，據中國大陸《外債管理暫行辦法》需經中國大陸外匯管理部門審批和備案，並施行額度管理。目前中國大陸境內企業海外發債配合一帶一路規劃大幅放寬，而證券化的方式，境外發行以 Zheng He Finance S.A.ABCP (鄭和財務)，為近期主要代表案例。

**2. 資產證券化的好處：**資產證券化是指將缺乏流動性，但未來能夠產生可預見的穩定現金流的資產，通過一定的結構安排，對資產中風險與收益進行分離與重組，轉換成為在金融市場上可以出售的流通的證券的過程。

至於資產證券化的好處，對於資產原始權益人而言，可增加多樣化籌措資金管道、加快資產變現予以活化運用、提高資本適足率，藉由證券化信用增強降低融資成本、提高獲利性。對於投資人而言，具有獲得較高的投資回報、突破投資限制等好處，此外資產證券化亦能提高資本市場的運作效率。

**3. 資產證券化成功的要素：**資產證券化成功的要素要有適當的基礎資產及完整的資產證券化的架構。適合證券化的金融資產特質(1)需具充分利差之金融資產、(2)同質性高且標準化之債權合約、(3)數量龐大、充分分散或小額化之債權合約、(4)資產報酬率須能承擔其應負之風險、(5)良好的資產品質等。

資產證券化的架構，完整的資產證券化融資過程的主要參與者有：發起人、投資者、特設信托機構、承銷商、投資銀行、信用增級機構或擔保機構、資信評級機構、托管人及律師等。基本運作主要有以下幾個步驟：

(1)基礎資產組合、現金流建構、風險收益分離、重組：將未來能夠產生穩定現金流量的信貸資產進行篩選、組合、對現金流按貸款期限結構、本金和利息的重新安排或風險的重新分配等進行分層、分級與重組，將這些資產彙集為一個資產池。

(2)資產風險隔離：將資產移轉予以資產證券化為唯一目的的、獨立的信托實體，即通過真實出售，移轉資產所有權，達到破產隔離。

(3)信用增強：對資產支持證券的償付能力提供保證降低信用風險，信用增強可分為內部信用增強及外部信用增強，內部信用增強包括超額抵押、資產支持證券分層結構(優先/次順位)、設定現金抵押/利差帳戶等，外部信用增強則有提供流動性支持、第三方信用支持等。

#### **4. 兩岸證券化規範:**

在兩岸相關法規方面，台灣資產證券化主要可分為不動產證券化及金融資產證券化，主要相關法規有不動產證券化條例、不動產證券化條例施行細則、金融資產證券化條例、金融資產證券化條例施行細則等，就銀行局臺灣資產證券化商品核准（或申報生效）統計資料，截至 2015 年 10 月，金融資產證券化有 60 件、不動產證券化有 17 件。

至於中國大陸方面，其境內三大資產證券化模式之相關制度文件皆已發布，大陸資產證券化主要有三種模式，分別為中國人民銀行和銀監會主導的信貸資產證券化、證監會主導的企業資產證券化、及銀行間交易商協會主導的資產支援票據（ABN）。信貸資產證券化有關的法規主要有 2005 年 4 月中國人民銀行和中國銀監會聯合發布「信貸資產證券化試點管理辦法」，確立中國的信貸資產證券化制度，2005 年 11 月 7 日：銀監會發布「金融機構信貸資產證券化試點監督管理

辦法」，對參與信貸資產證券化的機構及經營規則等做出明確規定。2008年2月銀監會發布「關於進一步加強信貸資產證券化業務管理工作的通知」，對信貸資產證券化中的相關問題作進一步規定，2008年底金融危機出於風險和審慎，暫停資產證券化審批，但2012年5月中國財政部、中國人民銀行、銀監會發布「關於進一步擴大信貸資產證券化試點有關事項的通知」中國信貸資產證券化重啟。企業資產證券化有關的法規主要有2009年5月證監會發布「關於通報證券公司企業資產證券化業務試點情況函」及「證券公司企業資產證券化業務試點指引」，2013年3月證監會發布「證券公司資產證券化業務管理規定」，上海證券交易所和深圳證券交易所分別發布服務及交易指引。資產支援票據部分，銀行間交易商協會2012年8月發布「銀行間債券市場非金融企業資產支持票據指引」。另中國人民銀行2015年4月(中國人民銀行公告第7號)宣佈推行資產證券化註冊制，2015年9月，國家發改委發佈外債管理新政，取消了中國企業發行外債的預先審批程式，都有助於證券化業務。

##### 5. 資產證券化風險配套措施：

資產證券化風險包括信用風險(利息支付、本金支付)、現金流量機制、利率風險、匯率風險、混合風險、抵銷風險、提前清償風險、交易相對人風險、作業風險等，但主要風險為信用風險，此部分證券化架構時可以納入信用增強提供者來降低信用風險，如 Zheng He Finance S.A 證券化納入中國輸出入銀行為信用增強提供者(credit support provider)，此外納入資產池之債權標的亦有一定的信用品質、特定的付款頻率、最低收益率門檻、加權平均剩餘期間、借款人的最高集中度等篩選標準，且若有任何一筆應收帳款不符合，創始機構有

義務將其買回的條款以控管信用風險。最後，在利率、匯率等風險方面，則可透過貨幣交換、利率交換等來減緩。





## 第六章、結論與建議

### 第一節、主要結論

#### 一、大陸債市縱觀

- (一)、中國大陸的債券市場開始主要由國債市場構成。國債發行市場最大的成績就是國債的投資價值被廣大投資者認可。2004 年以後債券市場改革創新進入了一個新的高潮，中國大陸債券市場獲得了迅猛的發展。
- (二)、大陸債市主要為不同種類債券產品、在三個監理機關監管、和三個清算機構下，於三個交易平台的交織運作。其中債券產品如第二章所分析者可有多種分類，若為五類之分類則為國債、金融債券、非金融信用債券、城市投資債券、信託債券。三個監管機構為人民銀行(銀行間交易商協會)、證監會及發改委。三個結算機構為中央國債登記結算公司、中國證券登記結算公司、上海清算所。三個交易的平台為銀行間債券市場、交易所市場、商業銀行櫃台債券市場，其中交易量最大者為銀行間債券市場。
- (三)、第二章針對以下債券類別之概念定義、發展歷史、市場現況、存在的問題等分別說明：國債、金融債券，包括企業債、公司債、中期票據、短期票券和資產支持證券在內之非金融信用債券，以及可轉換公司債、債券期貨、債券基金、與債券型 ETF。
- (四)、另外，介紹大陸債市交易平台，即發行及流通市場。其中，在發行市場中之銀行間債券市場的參與者限定為機構，屬於債券大額交易市場；上海證券交易所和深圳證券交易所之參與者既有機構也有個

人，屬於大額和小額交易混合型的市場；商業銀行國債櫃檯市場的參與者則限定為個人，屬於場外債券小額交易市場。本章在最後用表格比較兩種交易平台，方便快速釐清兩者的異同。

- (五)、在流通市場方面，本文說明這二十多年市場的主要變化。以交易數據來看，在債券交易量及年上升的基礎上，債券回購業務在債券中的佔比逐步擴大，一定程度上體現了債券市場投資者對債券次級市場的積極性和信心；債券交易從原始的現券交易不斷發展，目前主要交易品種包括現券交易、債券回購和債券期貨。主要制度則分為做市商制度及經紀商制度。

## 二、大陸債市改革

- (一)、此部分分別由政策面、主要品種、主要市場、及制度性改革幾大面向，進行改革方向、成效、及影響之分析。
- (二)、在政策面上，係從最早期的國九條，近期的國六條到現今的新國九條，進行分析；至於品種的改革詳述則包含：地方政府債改革、公司債和企業債改革，乃至最新的定向可轉債、債券期貨、債券基金、債券型 ETF 皆有涉及，並由資料分析提出債券期貨、債券基金及債券型 ETF 改進方向及建議。再來則是有關各交易平台的市場改革動向，反映出近年資金大量湧入後的投資現況因應的對策。最後提及包括利率市場化及人民幣國際化之兩大制度性改革。從這些政策走向，可掌握大陸債市未來重要發展可能性。

### 三、台灣金融業參與大陸債市之現況、問題及解決之道

- (一)、首先，針對銀行、證券投信和保險業，本文分別介紹此三類業務進入大陸市場的開展歷史、現況和法規。
- (二)、至於我金融業者目前於大陸債市之投資情形，限於計畫時間限制，本文僅詢問國內投信、證券、銀行、保險各一家業者，彙整其投資債種，以及投資之平台(銀行間債市或交易所)之比例，結果如下：各該金融業者大多以金融債、中票、國債為投資標的，而交易場所則絕大部分在銀行間債市中進行。另外，本文依據投信投顧公會網站，債券型基金「基金投資明細-季占基金淨資產價值 1%以上」的投資標的明細，挑選 5 檔基金，對其基金投資標的進行個案分析，結果顯示，這些基金大多以公司債、金融債、及中票為投資標的。
- (三)、其次，探討參與大陸債券市場面臨之問題或障礙。目前主要問題為服貿尚未通過民意機關通過之程序，故台灣目前尚未得到對岸之 RQFII 額度；也因此，國內大量人民幣資金仍無法透過 RQFII 投入大陸資本市場。其他問題還有下列幾項：1. QFII 要向人行申請，約需 7 個月。2. QFII 本金有匯回時間的限制，即至少匯入之一年後才可匯出，且匯出後要自其原有額度中扣除，也須先結清稅負，有完稅證明才放行。可匯出前也不能配息，而客戶要贖回也不能立刻反應 3. 在交易所掛牌的債券不多，主要都在銀行間債市。4. 額度不足問題，其他還有信用不清楚導致投資風險之問題。5. QFII 之投資標的為正面表列，選擇性受到限制。6. 銀行間債市產品在稅負上存在不確定性。7. 證券商雖然已經可以進入銀行間外匯市場，但大陸最近控管較嚴。8. 中國大陸債券市場發債主體信用評等等級大多集中於 AAA、AA+及 AA，且大多透過其本地信評機構辦理，投

資人不易瞭解或區分各債券間信用風險的差異性。

(三)、相關信用風險防範問題整理如下：1.中國大陸許多的投資標的並未付費獲得國際信評公司給予評等 2.中國大陸債券多數獲得中國大陸本土信評機構給予評等，但我國法規多數以列舉方式正面表列國際信評機構，其中並未包含任何一家中國大陸本土信評機構。

#### **四、針對大陸債券市場改革措施對我國金融機構參與其債券市場之影響、機會或可能風險**

(一)、有關人民幣回流與投資大陸債市間之風險，包括以下六種：1.信用風險。2.利率風險：鬆綁利率管制有諸多優點，但也代表大陸金融機構高利差之時代結束，可能引發機構間之競爭而產生金融不穩定後果。3.匯率風險：隨著大陸金融市場開放、資本項目開放和人民幣國際化步伐的加快，國際資本雙向流動將更頻繁，將對大陸金融穩定增加風險，匯率波動幅度也會加大，且升貶方向不定。4.流動性風險：政策性金融債在初級市場是每周固定發行，發行規模龐大，此外利率債的特性也顯示政策性金融債是無需注意信用風險的，因為它並沒有債券信用評等，在次級市場的流動性也很好，然而國債因為其稅務的特性，使得投資人選擇持有到期不買賣，因此次級市場的流動性不佳。5.政策風險：中國大陸國務院總理李克強推動的經濟政策，三大支柱包含不推動激進的擴張政策、去槓桿化和結構性改革。前兩項政策對於中國大陸經濟有減速的效果，短期之內對於中國大陸的經濟成長率可能有負面的衝擊。6.求償風險：包括持有人大會制度不健全、交叉違約條款設置缺乏、抵質押增信存在潛在風險、投資者自我保護意識相對淡薄。

(二)、第四章第二節為相關因應措施或風險控管機制，就投資評估方面，建議投資評估立基於以下幾大面向：風險、報酬、流動性、資金匯回管制（金融帳/資本帳開放問題）；在帳務處理方面，因到中國大陸境內要找保管銀行，目前都處理得很好，無太大問題；在資金匯回方面，若業者想降低其基金規模維持率，其大陸境內資金退出後可轉給大陸金融機構，再由該大陸金融機構之海外據點轉進等值資金至我業者大陸境外帳戶；在流動性方面，為控制此一風險，故業者之投資標的選擇以流動性較高之債券為主；在違約求償方面，假若真的發生違約事件，在沒有擔保的情況下，即需要進行跨海訴訟；但因目前債券要來台發行皆須透過銀行，因此違約可能性低。不過，海外資產若為債券，其求償比股票複雜，會擔心大陸兩岸法令認定問題，大陸法條要請律師提供意見，必須回歸受託企業律師訂定的條款。

## 五、兩岸債市或債券相關產業競合

- (一)、此部分由四大面向探討，包括：信評機制、市場活絡程度、兩岸債市之往來及寶島債須容許風險之存在。
- (二)、在信評方面，資料顯示出大陸債券市場運作非常獨特且具低度透明，其公正性與有效性備受質疑。
- (三)、從市場規模上看，台灣在市場的品種豐富程度、債券市場相對規模及市場交投情況總體活躍度皆領先於中國大陸。
- (四)、在兩岸債市之往來，因目前大陸境內籌資成本較低，一般陸企不會來台發債，現今大陸都是海外分行如香港分行或台北分行在台灣發行，且金管會對陸企可能會要求較高標準，所以來台發債目前對陸

企誘因較低；至於大陸銀行母行、國企、央企等類主權機構來台發債，除了國開行之外，其可能尚有其他考量因素(如兩岸政治角度等)，目前可能性較低。

(五)、最後在寶島債的部分，台灣之寶島債市場若要做大，可能要擴大債券市場的風險胃納，容許多一些風險之存在，因此必須強化風險辨識能力。此外，必須增加大型外資投資者及國內投行等機構，才有辦法對 REPO 作報價，流動性才能跟著增加。

## 六、對我國離岸人民幣市場發展之影響

(一)、首先比較主要人民幣離岸市場回流管道，目前人民幣回流主要仍以轉存中國大陸銀行台北分行為主。由於大陸已陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，因此在「放款至上海自貿區等」及「其他管道」之人民幣回流，料應較以往有所增加。

(二)、接著，本文由圖表說明離岸人民幣市場概況與參與，包含一級市場發行金額比較、發行人註冊地分析、投資人類別及市場結構。

(三)、針對離岸市場流動性強化機制部分，本文指出，香港金管局和香港清算行已通過各項流動性補充工具，加以人行短期將納入境外機構利用境內附買回資金流入境外，並配合 QDII 的逐步開放加速境內外資金流通，擴大離岸人民幣資金池規模，再加上香港金管局自 2015 年 7 月 20 日起延長人民幣流動資金安排日間回購協議的運作時間，所以相較之下寶島債的 CNT 資金系統之清算順暢度不及香港的 CNH。

(四)、最後本研究提出以下因應之道，第一：政策應放寬，銀行買大陸銀

行寶島債，可比照保險業，不計入大陸投資上限。第二：與其陷入短期間內無法解決之陸資企業債留台灣爭議，其實可優先擴大市場投資人成分、爭取陸資機構參與，可能較可行。第三：兩階段台商資產證券化，模式一為台資金融機構為創始機構，將台商於中國境內當地借款打包抵押證券資產池，於中國境內發行證券化商品，並出售與外資金，模式二為中國境內金融機構為創始機構於中國境外發行證券化，即中國境內金融機構透過國外 SPV 在國際市場以證券化方式向國外(中國境外)投資者進行融資。

(五)、在資產證券化風險配套措施方面，資產證券化風險包括信用風險、現金流量機制、利率風險、匯率風險、混合風險、抵銷風險、提前清償風險、交易相對人風險、作業風險等，但主要風險為信用風險，此部分證券化架構時可以納入信用增強提供者來降低信用風險，如 Zheng He Finance S.A 證券化納入中國輸出入銀行為信用增強提供者，此外納入資產池之債權標的亦有一定的信用品質、特定的付款頻率、最低收益率門檻、加權平均剩餘期間、借款人的最高集中度等篩選標準，且若有任何一筆應收帳款不符合，創始機構有義務將其買回的條款以控管信用風險。至於利率、匯率等風險方面，則可透過貨幣交換、利率交換等來減緩。

## 第二節、主要建議

### 一、在風險控管上

----積極發展投資人(買方)信用評等機制

- (一)、過往經驗證明，美國機構為基礎的發行人評等，是 2008 年金融風暴的肇因之一，也使得境外投資人蒙受重大損失。
- (二)、建立買方評等作為合格外部評等之監理要求，以提供為機構投資範圍及資本適足計算等法定要求採用。
- (三)、從擴大寶島債發行人範圍角度上，要接受大陸現行發行人評等公司評等結果，仍有相當的困難。
- (四)、因此，必須優先要求我國機構投資人加強對大陸企業之內部評等發展，並作為市場准入的重要參考。
- (五) 目前國內仍有金融規範中僅認可國外信用評等機構部分(如保險業辦理國外投資管理辦法第六、七條..等)，並不利於國內信評公司發展國際評等，建議加以調整。

### 二、在資金用途上

----鼓勵業者發展台商資產證券化業務，有效利用台幣資金優勢

- (一)、展望未來，即使台幣資金成本持續低廉，但境外人民幣因波動度加大與流動性不足，其資金成本可能高於境內人民幣。
- (二)、以台商資產證券化商品為基礎作為發行商品，將可確保我金融機構低廉資金服務於台商。



- (三)、台商在大陸因營運所需或資本管制限額，仍有相當融資依賴境內機構，因此大陸金融機構對台商貸款也是重要標的資產來源。
- (四)、近來外資汽車貸款公司證券化商品，獲得其外資機構高度青睞，在陸銀行與租賃公司也可借鏡，研發、推出證券化或具多元性之金融商品。

### 三、在寶島債市場流動強化上

- (一)、將結算交割時間調整為與香港一致，因為不論在資金拆入或拆出，對台商客戶服務上最終都將產生落差。
- (二)、香港金管局現以點心債作為擔保，對於 CNH 市場提供流動補充，建議我國央行可以研究比照之。
- (三)、擴大券種豐富性，如，大陸基礎建設類商品、大型國企或台商證券化商品，可以優先考量納入；在投資人付費評等為特色市場下，高收益商品也可逐步納入。
- (四)、已獲准進入銀行間債券市場的境外人民幣清算行和參加行，可開展大陸境內債券回購交易，且回購資金可調出境外使用，可鼓勵銀行加入此一機制，在目前人民幣貶值預期與境內、外資金成本倒掛的情形下，較低廉的境內資金，可作為境外人民幣流動性提供的多元管道。

## 四、在信評之替代性指標方面

由於大陸信評存在評級膨脹問題，造成難以估計其債市風險，以下提供其他替代性指標，提供各方參考。

### (一)、在外部評估方面：

- 1.了解使用「使用者付費模型」之中債資信是否有對投資標的進行評級，其會比目前中國大陸的信評機構更嚴格。
2. 付費請合格的信評公司進行評級。
- 3.相關單位(如銀行公會)延請有經驗之研究團隊持續評估中國大陸的銀行體系。

4.台灣將能成立自己的信評公司。根據金管會新規定，之後有興趣設立信評公司的台灣業者，不需要再找國際信評機構合資，就可以成立信評公司。而台灣成立自己合格的信用評等公司，可以減少投資者(銀行或保險公司)的風險權重，將有助於中國大陸債券的信用評等。

### (二)、在內部評估方面：

業者建立自己的團隊以進行衡量，並配合大陸發展特殊性建立指標；如，債務政府支持指標、地方政府信用評等、影子銀行體系的有效反映及企業表外融資與擔保圈特性。

## 五、提醒業者注意相關風險

- (一)、必須謹慎嚴格注意其政策風險，例如允許人民幣自由兌換美金，有時允許自由匯回，有時又因政策需要而拖延匯出入時間；此外，隨著大陸有些地方政府向銀行借款之利率飆高，顯示即使是國有或大型銀行也逐漸擔心地方政府之信用風險，有些個案顯示，大陸政府已漸漸拿掉剛性兌付，即使是央企，也已被允許倒閉，乃至讓員工下崗。
- (二)、大陸鬆綁利率管制雖有諸多優點，但也代表大陸金融機構高利差之時代結束，是否引發機構間之競爭而產生金融不穩定後果，必須密切觀察，因其將為投資大陸債市帶來相當風險。
- (三)、人民幣國際化之大戰略下，人民幣波動幅度勢必加大，故必將加大人民幣匯率風險，此變化對於全球有意針對大陸金融商品進行投資者，有利有弊---利者為增加投機套利空間，弊者則為操作風險加大。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

1. 上海證券交易所(2008)，我國交易所債券市場發展研究。
2. 王博森，2015，中國大陸債券市場：分析與研究，人民出版社。
3. 王儷容(2013)，開放人民幣業務對國內總體經濟的影響，開放人民幣業務對台灣經濟金融之影響論壇，台灣綜合研究院與財團法人現代財經基金會主辦，2013年1月31日。
4. 王儷容、李紹瑋與林士傑(2013)，臺灣金融(銀行)業服務貿易開放、輸出與障礙之現況與探討-以兩岸為觀點與政策建議(上/下篇)，臺灣經濟金融月刊，No.583/584，2013年8月/9月20日。
5. 台灣證券交易所(2002)，我國證券經紀商經營績效改進之研究—平衡計分卡在證券商之應用。
6. 李存修與陳姿利(2013)，點心債券和中國大陸公司債券信用價差的影響因素，兩岸金融季刊，第一卷第一期，2013年9月。
7. 李存修與葉銀華(2014)，台灣資本市場之發展，台灣的金融體制與發展系列之4，台灣金融研訓院，2014年9月。
8. 沈中華與王儷容(2012)，人民幣國際化，清算機制與臺灣，臺灣金融研訓院，2012年8月。
9. 沈中華、王儷容、呂青樺與吳孟紋(2014)，金融機構在中國大陸的機會與挑戰-對台灣銀行業的策略建議與提醒，二版，智勝文化出版社，臺北，2014年10月。

10. 沈中華、沈大白與黃玉麗(2014)，台灣證券業參與大陸債券市場之信用風險防範與因應措施，證券商業同業公會。
11. 沈中華、黃玉麗、林育暉、蔡岳志(2015)，在兩岸特色金融計畫下探討我國固定收益商品市場未來發展方向—如何深化台灣金融改革強化直接金融競爭力，臺灣集中保管結算所股份有限公司。
12. 沈中華與黃玉麗(2013)，美國、歐盟及亞太地區信評機構發展模式對於我國金融產業之影響，銀行公會。
13. 李稻葵，2013，人民幣國際化道路研究，科學出版。
14. 邵玲，我國銀行間債券市場與交易所債券市場比較研究，2006年。
15. 孫兆東，2010 世界的人民幣一場由中國大陸發動的貨幣戰爭，孫兆東，高寶國際，2010
16. 趙慶明，2005，人民幣資本項目可兌換及國際化研究，中國大陸金融
17. 鄭貞茂、王儷容、朱浩民、柯仕偉(2013)，開放人民幣業務對我國金融業之影響，行政院經濟建設委員會委託，台灣金融研訓院，2013年11月。
18. 葉銀華(2013)，兩岸金融與人民幣市場，前程文化，2013年9月初版。
19. 龔天益、王儷容、謝順峰、與汪聖芬(2014)，上海自由貿易試驗區成立對台灣銀行業中國大陸業務發展之影響，銀行公會委託，台灣金融研訓院，2014年11月。

## 二、英文文獻

1. He, D. and R. McCauley (2010), Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues, BIS Working Papers, 320.
2. Kidwell, D. S., M. W. Marr and G. R. Thompson (1985), Eurodollar Bonds: Alternative Financing for U.S. Companies, *Financial Management*, 14, 18-27.
3. Pei, C. H. and Y. F. Yu (2011), Development and Perspective of Offshore RMB Bond Market, *Chinese Review of Financial Studies*, 3, 40-53.

## 附錄一：「大陸債券市場改革與我國金融業因應策略」

### 訪談會議記錄

一、時間：104 年 10 月 1 日(五)下午 15:00 起

二、地點：台北市松山區南京東路五段 125 號

三、出席人員：凱基銀行黃副總、尹資深協理、鄭協理、  
蕭協理、謝協理；凱基證券簡經理、  
周業務副理

四、列席人員：王研究員儷容、敬資深協理永康、張研究助理弘毅

五、紀錄彙整：

Q1: 請問目前離岸人民幣的發展現況及用途為何?

Ans: 中國離岸資金用途目前仍不透明，此前離岸人民幣主要用途為貿易付款，原本發行美元債券為境內業務融資的企業，也可通過離岸人民債券進行再融資，獲准在境內投資的投資機構也能將離岸資金轉到境內。但中國當局目前嚴厲控制境內人民幣流動性的貨幣政策環境，不利於離岸人民幣的流入。

Q2: 關於銀行資金回流及參與大陸境內市場近期的動向及所碰到之問題為何?

Ans: 台灣方面因為服貿協議仍未獲立法機關通過，故尚無法運用 RQFII 管道，致使台灣內部大量人民幣無法直接前進大陸 A 股及債市。目前台灣銀行在大陸享有一些 QFII 額度，但額度很小，大部分銀行一拿到就已做滿。在沒有 RQFII 的情況下想投資內陸要從香港借額度，並付給當地提供

額度的金融機構通道費。

Q3: 請問銀行間債券市場參與者有哪些?

Ans: 各國央行、台灣在香港分行(申請額度一次)、參加行、OBU, 三年前額度兩億人民幣, 近年有放寬, 去年申請額度為 10 億人民幣, 可自由在境內做買賣(用參加行名義)。國泰、中信等有香港分行及 OBU 者可以申請兩次。QFII 為基金額度, 和此額度不同。證券開放較晚因此需要和投信業者借牌才能進入中國。

Q4: 證券業參與大陸市場有無其他困難與障礙?

Ans: 主要問題為額度, 其他問題還有 credit, 因不像國內的資訊好取得, 所以觀察的標的物為國開行和前幾大銀行發的債券(較為保險)。

Q5: 大陸近期中央政策對國企保障是否有鬆動?

Ans: 台灣觀察之中國企業多為央企, 較少小型民營公司。債券違約求償要是當地民法規定(目前還未發生過)。中國在境內境外分離後。境外多為 capital market, 境內多為企金類, 內地公司倒閉為影響內部銀行放款, 和點心債較無關係。

Q6: 離岸的錢回流的狀況如何?

Ans: 回流的錢還是佔大宗, 目前整個 offshore 人民幣金額為 1.9 兆, 台灣大約 3000 億, 香港 9000 億, 總額大於點心債和寶島債發行總額, 但綜觀離岸人民幣資金情況, 離岸人民幣還是缺乏, 離岸的錢多是靠企金的錢過去的, 而現在需要內保外貸, 外商貸款給中資企業, 再由中資銀行擔保, 等於是半放款給中資銀行, 賺取價差。近期人民幣看貶, 所以各國資金池暫時沒有變動。



Q7: 大陸企業(債券)default 要如何求償?

Ans: 在沒有擔保的情況下需要跨海訴訟。債券目前要來台發行須透過銀行，因此 DEFAULT 可能性低，銀行保證都會依照國際保證函(URDG758)的規範，經過索償後五個工作天會發放求償金。

Q8: 境內跨境融資有無相關規定?

Ans: 今年 3 月 2 日人行副司長對媒體發表，研擬方向為朝向國資企業在香港不受限，先前政府持股的企業要到境外發債券須前往香港，把香港債市拱起來。民營(純陸資)企業到境外借錢(貸款、發債)須有一筆外在額度，並要由發改委批准。台資銀行對中國而言是外商銀行因此無須通過發改委批准，且自身也有一定外債額度。

大陸台商為自己債務提供對外擔保，及台灣居民以法律大陸資產提供對外擔保，兩者均無須到外管局辦理對外擔保登記，萬一發生履約也可直接匯出履約款項。大陸外管局自 6 月 1 日起執行 29 號文《跨境擔保外匯管理規定》，大幅放寬過去限制重重的「內保外貸」外匯限制，對大陸境內台商的融資，以及對台灣的銀行向大陸地區的放款業務，將產生深遠且實質的影響。

29 號文明確「內保外貸」項下資金只能用於債務人正常經營範圍內相關支出，不得用於支持債務人從事正常業務範圍外業務活動，更不得虛構貿易行為進行套利或是其他投機性交易，比較特別的是，29 號文對「內保外貸」項下資金用途，在過去的「不得回流」之前，增加了「未經外匯局批准，不得回流」的字樣。

大陸台資企業為自身外債提供對外擔保，或是台灣居民以境內資產直接向境外債權人提供擔保，兩者均不屬於 29 號文所定義的「內保外貸」，這兩種情況在境外獲得的借款，可以通過合法途徑回流境內，台資企業或台灣

居民也無須到外管局辦理擔保登記。而台灣的銀行最在乎的履約資金匯出問題，在 29 號文也明確一旦發生履約，擔保人可自行向境內銀行提出申請匯出擔保履約款。當然，只有經境內辦理銀行對擔保交易行為的真實性、合規性進行審核後擔保履約款才能順利匯出。

Q9: 在大陸註冊的台商子公司目前不會以在台發行寶島債匯回大陸的作法?

Ans: 目前不會(缺乏誘因)，資金成本問題，母子公司除了資金投資之外還有很多合法之流通管道可以做合法結算(ex:美元換成人民幣)，近期借外幣(美元、歐元、日幣)再換回人民幣較賺。

寶島債的底就是 CNT，CNT 資金系統順暢度不及 CNH，CNH 清算系統較順暢，台灣交割時間為 4 點，香港為 11 點，寶島債的交易量 turnover rate 在 CNT 較低，大陸的人民幣市場結算時間為 4 點半，和台灣的時間相差半小時，就算台灣能提早半小時完成交易，可能因為交割 deadline 有太多錢卡在海關，所以造成這筆錢明天才會入帳。

Q10: 可否簡述一下投信業的狀況

Ans: QFII 進去的人在保管/託管銀行上有特殊的限制: 要找到較夠力之銀行，一在操作上有困難，因交易所掛牌者不多，只能投雙掛牌(銀行間債市、交易所)，以避開保管行，而投資標的也會變少。QFII 本金有匯回時間的限制(至少匯入之一年後，且匯出後要自其原有額度中扣除，也須結清稅負<sup>16</sup>，有完稅證明才放行)，可匯出前也不能配息，而客戶要贖回也不能立刻反應，對有些投資人誘因變差。銀行間債市無此限制，可以直接簽保管銀行，台灣雙掛牌交易少(交易所數量低，主要都在銀行間)。

---

<sup>16</sup> 要課徵 10% 財產增值稅，雖為就源扣繳，但仍須證明已繳。

Q11: 有關寶島債近期有無相關消息?

Ans: 寶島債今年的狀況是倒掛(即海外人民幣利率反而高於大陸境內人民幣利率),今年大陸的銀行只有中國銀行台北分行來發行,其他的都是海外的銀行,因人民幣對美元匯率飆高,因此多半來這裡發人民幣都是換回美元(較便宜)。

美元國際債跟寶島債在台灣發行不受外商投資金額上限規定(不算在45%裡面),美元國際債以壽險為主。境外人民幣利率飆高(今年春節4.5%、8月4.3~4.5%),剛好搭上CCS談的很快,部分眼明手快的銀行,認為有利可圖,快速端出超高利率吸收人民幣資金,一來一往利差就是好幾百億。

Q12: 信用評級有無其他替代性指標?

Ans: 中華信評會主動提供對發行人的信評,大陸的CPRI,希望有20家金融機構會使用它的系統,做出來的東西會掛S&P的信評,第21家進來的就照年費收費。

## 附錄二、出國考察報告 A

報告名稱	「大陸債券市場改革與我國金融業因應策略」出國考察		計畫代號	#1740
出國人員	王儷容	隸屬單位	第二所	
出國地區	中國大陸北京			
出國期間	2015/10/18 - 10/23			
內容摘要 (二百至三百字)	<p>藉由代表中經院參加「第二十屆兩岸金融合作研討會」之便，順道進行金管會債市計畫相關參訪。除了職於 19 日、20 日自行安排之與「中國信託銀行 杜台莉 北京首席代表」、「元大寶來 陳熙瑩 北京首席代表」、「國資委中國商業企業管理協會 投融資管理辦公室 許向銘 副主任」、「哈爾濱工業大學 經濟管理學院 王聞 副教授」訪談之外，職亦跟隨此次研討會所安排之赴大陸證監會所參訪之行程，對於接待官員(祁斌 主任、楊柳 副巡視員)提出債市計畫相關提問。</p>			
國外地區 聯絡單位 及聯絡人	<p>中國信託銀行 杜台莉 北京首席代表          元大寶來 陳熙瑩 北京首席代表          國資委中國商業企業管理協會 投融資管理辦公室 許向銘 副主任          哈爾濱工業大學 經濟管理學院 王聞 副教授          中國證券監督管理委員會 國際合作部 祁斌 主任          中國證券監督管理委員會 國際合作部 楊柳 副巡視員</p>			
建議事項				
院 長		副 院 長		主 管

附註：一、本報告表返國後兩週內填妥。

二、本報告表於院長閱畢後送資料處理室上網，再歸人事組存檔。

考察心得：(可續下頁)

一、行程表

起迄時間		地點	參訪機構與對象
10月18日(日) 台北→北京	下午	台北>> 北京	去程
10月19日(一) 北京	上午	北京	中國信託銀行 杜台莉 北京首席代表
	下午	北京	元大寶來 陳熙瑩 北京首席代表
10月20日(二) 北京	上午	北京	國資委中國商業企業管理協會 投融資管理辦公室 許向銘 副主任
	下午	北京	哈爾濱工業大學經濟管理學院 王聞 副教授
10月21日(三) 北京	上午	北京	參加「第二十屆兩岸金融合作研討會」
	下午		
10月22日(四) 北京	上午	北京	參加「第二十屆兩岸金融合作研討會」
	下午		
10月23日(五) 北京→台北	上午	北京	參訪北京證監會
	下午	>>台北	回程

## 二、考察心得

藉由代表中經院參加「第二十屆兩岸金融合作研討會」之便，順道進行金管會債市計畫相關參訪。除了職於 19 日、20 日自行安排之與「中國信託銀行 杜台莉 北京首席代表」、「元大寶來 陳熙瑩 北京首席代表」、「國資委中國商業企業管理協會投融資管理辦公室 許向銘 副主任」、「哈爾濱工業大學 經濟管理學院 王聞 副教授」訪談之外，職亦跟隨此次研討會所安排之赴大陸證監會所參訪之行程，對於接待官員(祁斌 主任、楊柳 副巡視員)提出債市計畫相關提問。

### 1. 公司債發行制度創新

2015 年 1 月大陸證監會發佈《公司債券發行與交易管理辦法》：一方面擴大發行主體；另一方面加快審核。公司債審核權下放到交易所，審核速度明顯增快。交易所 4 月開始啟動受理新的公司債，由於發行主體大幅放寬至非上市公司，一些不符合中票和企業債發行條件的各類地產公司和類平臺企業蜂擁而至。

由於上述公司債發行制度創新，再加上資金面因素，導致中國大陸公司債市場出現火爆的行情(以下說明)。所謂之資金面因素係指：2015 年 6 月股災後，監管層暫停 IPO，隨著股市資金回流銀行體系和人民幣貶值預期的穩定，外匯流出的速度減緩。其中數額巨大的理財資金沒有更好的資產配置，遂成為對接公司債的主力。

中國大陸 2015 年前 9 個月，公司債共計發行 558 支，發行規模 3033.47 億元，分別去年同期增長了 65.1%和 256.3%，許多非標被置換成了 4%-5%的公司債。3.2 萬億地方政府債發行了一大半，需求面仍緊俏，加上槓桿做債，債券市場熱度猶如 2015 年大陸股票牛市。

特別值得一提的是，大陸銀行間債券市場通過債券質押式回購形成槓桿功能，公司債債項和主體評級是 AA 級以上、評級展望為正面或穩定的公司債，都可以進入債券質押庫，公司債購買者通過中國大陸證券登記結算有限公司做質押融資，拿到錢後

繼續賣公司債，形成槓桿。目前，銀行間市場質押回購餘額已經超過 3 萬億元，平均日成交量 1.7 萬億元，相比，交易所平均日成交量 5000 億元。債券市場也出現場外配资情況，這類高槓桿盤容易在兌付緊張情況下造成債市流動性危機。

## 2. 求償風險

自 2014 年起多起公募債券發生違約事件，然而對於債務人求償的流程也在逐步實現或檢討中；不外是區分為是有擔保或無擔保債權有所不同(稱為有增信或無增信)，在無擔保債權則是依破產法或合同法對債權人提起破產或違約求償訴訟，而有擔保債權則是依擔保法及物權法對擔保品進行抵價、拍賣或變賣。

中金王瑞娟(2015)針對本年度國企(天威)違約求償過程中困難之處觀察整理以下：

### (1) 持有人大會制度不健全

a. 保護債券持有人及大會的內容比較狹隘，召開持有人大會的觸發條件不夠細緻具體，以致無法真實保護持有人利益。

b. 持有人大會提議案並不直接具有強制執行力，能否落實仍要依賴與發行人協商的結果。

### (2) 交叉違約條款設置缺乏

a. 目前債券基本不設立交叉違約條款，只有設置中有一些類同條款，但實際操作只有督促發行人公開披露和召開持有人大會兩項措施，實際保障效力較弱。

b. 現行法律對於交叉違約的適用並不明確，能否依法求償還有待觀察。

### (3) 抵質押增信存在潛在風險

發債完成至辦理抵質押手續前這段時間，投資者面臨的風險較大。

### (4) 投資者自我保護意識相對淡薄

應召開債券持有人會議時，多次出現持有人出席人數達不到會議有

效條件，使得會議決議不生效的情況

### 3. 信用評級有無其他替代性指標？

#### A. 在外部評估方面：

有三個建議方法能解決。

- a. 查一下中債資信是否有對他們進行評級，他們使用「使用者付費模型」，會比目前中國的信評機構更嚴格。

缺點：(1) 中債資信沒有對中國所有的發行者進行評級。  
(2) 評級膨脹仍存在，但他們較傳統略為嚴格。

- b. 付費請中華信評進行評級。

缺點：(1) 所費不貲  
(2) 且他們的評級是不請自來的銀行信用評等(unsolicited rating)，以

財務比率為基礎，此通常係信評相對較低的原因。

- c. 相關單位(如銀行公會)延請有經驗之研究團隊持續評估中國大陸的銀行體系。

缺點：較不具權威性，董事會質疑。

#### B. 在內部評估方面：

業者建立自己的團隊以進行衡量。

就投資評估方面，建議投資評估立基於以下幾大面向：

- 風險：流動性、政策、信用 等風險
- 報酬
- 流動性
- 資金匯回管制（金融帳/資本帳開放問題）
- 兩岸求償特殊關係

### 4. 兩岸債市競合

買同樣信評之公司：信評不同先看信用風險，相同則看報酬

寶島債 V.S 大陸債

- a 報酬率：price return:

(1). Price-type reward 價格

(2). Non-price return: fees and commission，與非價格成本、律師、會計師費用等



(3). Tax

b 風險

甲 Price-type risk:

1. credit risk: using credit rating; however, the evaluation of credit rating agency is critical.
2. Exchange rate risk: fluctuation range becomes 3%
3. market risk: more fluctuation of interest rate (bond price)

乙 non-price risk

1. restrictions on remitting 資本匯出入
2. Sale restrictions; 行政干預
3. Switching policy: Long term bond is replaced for the short term bond

丙 Liquidity risk

The depth of the market; 流動性: easy for sale; 供給需求; 發行人、投資人是否容易賣掉

### 附錄三、出國考察報告 B

報告名稱	大陸債券市場改革與我國金融業因應策略 「出差考察報告」		計畫代號	#1740
出國人員	王儷容	隸屬單位	第二所	
出國地區	中國大陸成都			
出國期間	2015/11/10 - 2015/11/15			
內容摘要 (二百至三百字)	<p>本次主要目的是進行金管會債市計畫「大陸債券市場改革與我國金融業因應策略」計畫相關參訪。據職在大陸營運之台資金融業者親身之觀察，許多陸資銀行(包括國有銀行)近來允許向其貸款且還不出錢之公司，將其應還之利息記帳，而該公司可將來再還，不列入逾放，尚繼續營業；據稱銀監會默許此一現象存在。此一現象亦可自許多銀行之呆帳準備率奇高，看出端倪。換言之，許多陸資銀行存在隱藏性逾放情形。除此，依近來之觀察，發現大陸政府已漸漸拿掉剛性兌付，即使是央企，也已被允許倒閉，乃至讓員工下崗。以四川攀成鋼倒閉為例，該公司已解聘大多數員工，只剩少數人留守，處理善後事宜(如將剩下物資賣掉等)，但月薪僅領 1000 元人民幣。另外大陸中鋼股份於 2015 年十月下旬公告，將延期支付規模人民幣 20 億元的「10 中鋼債」本期利息。這是繼保定天威後今年第二例大陸央企債務違約，也是中國大陸鋼鐵企業在大陸債市的首例違約。</p>			
國外地區 聯絡單位 及聯絡人	<p>第一銀行成都分行張仕霖行長 第一租賃陳華宗董事長</p>			
建議事項				
院長		副院長		主管

附註：一、本報告表返國後兩週內填妥。

二、本報告表於院長閱畢後送資料處理室上網，再歸人事組存檔。

考察心得：(可續下頁)

## 一、信用風險

參考中國大陸的債券信用風險，必須注意該債券是否有政府支持的外部增信，因為債券的高評等可能不是發行主體本身的償債能力(individual rating)非常好，而是發行主體受到政府的支持(issuer rating)，例如多數的城市投資平台發行的城投債都是受到地方政府的保證。

大陸公司透明度普遍不足，譬如：一旦政府進行協議償還貸款紓困時，原先拖欠貸款不能列入之壞帳等；又如地方政府債置換城投債之評估，連大陸人都不能評估地方政府債與城投債是否違約。有些業者認為，買債原則之一就是看「其牽涉的層面若很廣，因“大到不能倒”，就可以」。但是，直轄市政府發的，也說不定有政治問題，甚難衡量。通常，大陸券商都是以自己省的企業做案子，跨省案件很少，原因係：GDP是大陸各省省長施政績效標準，當外省券商要求對其本省企業求償時，很可能踢到鐵板，即使政府有編預算也不見得會償還。

據在大陸營運之台資金融業者親身之觀察，許多陸資銀行(包括國有銀行)近來允許向其貸款且還不出錢之公司，將其應還之利息記帳，而該公司可將來再還，不列入逾放，尚繼續營業；據稱銀監會默許此一現象存在。此一現象亦可自許多銀行之呆帳準備率奇高，看出端倪。換言之，許多陸資銀行存在隱藏性逾放情形。

此外，大陸有些地方政府向銀行借款之利率高達7~10%，顯示即使是國有或大型銀行也逐漸擔心地方政府之信用風險，故在借錢給地方政府意願不高之情況下，遂需增。

## 二、利率風險

台灣證券業參與中國大陸市場需要注意中國大陸政府調整利率的態度，值得注意

的是債券的票面利率除了考量發行主體的融資成本，也會隨著基礎利率調整，發行主體在發行債券時參考市場利率加減風險溢酬是相當合理的，因此票面利率會隨著基礎利率變動。

在基礎利率方面，人行於 2015 年 10 月 23 日祭出雙降(降息、降準)救市，更對商業銀行和農村合作金融機構等取消商業銀行存款利率上限，讓利率市場化全部到位。之前大陸貸款利率已全面市場化，如今又取消存款利率上限，等於完成定價權方面利率市場化的最後一步。放手利率自由化，正意味人行衝刺人民幣加入 IMF 特別提款權 (SDR) 貨幣籃子之決心。

隨著大陸利率市場化之完成，大陸境內境外的融資資金成本，也將被大幅拉近，使廠商企業在大陸境內融資成本如債券利率等進一步下降。不過要注意的是，在景氣低迷之際，假若出現違約問題加劇之情況，利率還是有可能在加入風險貼水後產生飆高現象。

大陸當局之所以遲遲不敢放開存款利率上限，係擔心以往銀行升息搶攬存款之歷史重演；不過隨著存款利率上限之放開，大陸各地紛紛對此祭出金融自律加以防範，如：四川當地金融業者即推出存款利率上限不得超過存款基準利率之 1.3 倍之業界規範。

利率管制的基本放開，為推動金融機構轉型發展注入新的動力。隨著存款利率上限的放開，金融機構在利率受保護情況下“規模即效益”的傳統經營模式將不可持續，有利於推動金融機構樹立起“以利潤為中心”的經營理念，加快轉變經營模式，完善定價機制，提高自主定價能力，實現差異化、多元化、持續化經營，切實提升金融服務水準。儘管利率管制放開有上述諸多優點，但也代表大陸金融機構高利差之時代結束，是否引發機構間之競爭而產生金融不穩定後果，仍應密切觀察。

### 三、政策風險

在國六條中，提出要規範發展債券市場，但債市是繼續“剛性兌付”還是“坦然面對”？事實上，2015/3/15，李克強在中外記者會上表示，將允許個案性金融風險的發生，按市場化的原則進行清算。這是中共首次明確允許個案性金融風險發生，即要逐步打破剛性兌付。不過，2015/4月中李克強則進一步表示：要加大不良資產核銷和處置力度，堅決守住不發生區域性系統性金融風險的底線。

舉例而言，近年來，大陸債券市場高速發展，市場規模從2009年的15萬億元升至目前的30多萬億元。但與此同時，城投債違約時有隱現，到“11超日債”打破債市“零違約”神話，債券違約風險開始浮出水面。例如“11超日債”違約事件，隨著違約風險的提高，該如何處理更多的違約事件？是繼續“剛性兌付”還是“坦然面對”呢？債券市場要想長遠健康發展，關鍵是要逐步破除“剛性兌付”。由於“剛性兌付”多存在於部分與房地產、國有企業或政府基建有關專案中，以及部分有政府或國有銀行隱性擔保的情形之中，這就扭曲了市場資金配置。

依照近來之觀察，可發現大陸政府已漸漸拿掉剛性兌付，即使是央企，也已被允許倒閉，乃至讓員工下崗。以四川攀成鋼倒閉為例，該公司已解聘大多數員工，只剩少數人留守，處理善後事宜(如將剩下物資賣掉等)，但月薪僅領1000元人民幣。另外大陸中鋼股份於2015年十月下旬公告，將延期支付規模人民幣20億元的「10中鋼債」本期利息。這是繼保定天威後今年第二例大陸央企債務違約，也是中國大陸鋼鐵企業在大陸債市的首例違約。

#### 四、地方政府債改革成效

截至2013年6月30日，大陸地方政府負有償還責任的存量債務中，2015年到期需償還18578億元。今年3月，其財政部下達了第一批1萬億元置換債券額度，此次置換債券額度為1萬億元，加上2015年3月份下達的第一批1萬億元額度，今年的置換債券額度達2萬億元。覆蓋了2013年審計確定的全部到期政府債務。

以下即就銀行購買置換債券之角度，分析地方政府債改革成效：

- a.發行地方政府債券置換存量債務，可以有效降低地方政府舉債成本，緩解地方財政壓力，解決“短借長用”資金錯配問題，是穩增長、防風險的重要舉措，有利於保障在建項目融資和資金鍊不斷裂，還可以騰出部分資金支持重點項目建設。
- b.在融資平台公司舉債模式下，政府支付的企業舉債成本，未能合理反映政府信用的市場價值，違背了“收益與風險相對等”的市場化原則，造成了公共財政資源浪費。發行地方政府債券置換存量債務，將使政府舉債成本逐步回歸合理水平，也有利於降低全社會融資成本。據測算，每發行1萬億元地方政府債券置換存量債務，可為地方每年節省利息支出500億元左右。
- c.地方政府債券由省級政府納入預算、統籌償還，其信用明顯高於融資平台公司貸款，特別是低層級融資平台公司的貸款。現在以“銀邊債券”置換貸款，銀行的經營風險明顯降低。把這些因素都考慮進去，銀行購買置換債券在收益上差距不大，金融風險卻大大降低。
- d.從稅收方面看，地方政府債券利息所得免徵企業所得稅，銀行貸款對應的利潤需繳納25%的企業所得稅。
- e.從資本佔用看，融資平台公司貸款的風險權重是100%，而地方政府債券的風險權重是20%，投資地方政府債券可以大幅節約銀行資本佔用。而且，債券是標準化的資產，在市場上易於交易、流通，還可用於質押等，有利於盤活銀行信貸資產，增加銀行可貸資金。

## 五、行程表

起迄時間		地點	參訪機構與對象
11月10日 (二) 台北→成都	19:55~ 23:35	台北>> 成都	去程
10月11日 (三) 成都	11:00~ 14:00	成都	第一銀行成都分行 張仕霖行長，張侖璋副行長，李葆源 信貸部總經理
	15:00~ 16:00	成都	第一租賃 陳華宗董事長
11月12日 (四) 成都→長沙	9:30~ 10:30	成都	西南交大經管學院黃登仕院長
	12:30~ 14:00	成都>> 長沙	飛往長沙
11月13日 (五) 長沙	全日	長沙	私人行程
11月14日 (六) 長沙	全日	長沙	私人行程
11月15日 (日) 長沙→台北	16:45~ 19:05	長沙>> 台北	回程

## 附錄四、出國考察報告 C

報告名稱	大陸債券市場改革與我國金融業因應策略		計畫代號	#1740
出國人員	沈中華	隸屬單位	第二所 (協同主持人)	
出國地區	中國大陸長沙與北京			
出國期間	2015/11/29 - 2015/12/5			
內容摘要 (二百至三百字)	<p>本次主要目的是進行金管會債市計畫「大陸債券市場改革與我國金融業因應策略」計畫相關參訪。飛往長沙拜會湖南大學金融與統計學院院長楊勝剛教授、湖南大學張強副教授、湖南大學工商管理學院院長馬超群教授；除此飛赴北京拜會人民大學工商管理學院院長毛基業教授、清華大學社會科學院羅家德教授、新華普惠國際資產管理(北京) 有限公司 Sinovar 執行董事 許向銘等位人士，考察心得詳略於後。</p>			
國外地區 聯絡單位 及聯絡人	<p>湖南大學金融與統計學院院長楊勝剛教授                  湖南大學張強副教授                  清華大學社會科學院羅家德教授                  新華普惠國際資產管理(北京) 有限公司 Sinovar 執行董事 許向銘</p>			
建議事項				
院長		副院長		主管

附註：一、本報告表返國後兩週內填妥。

二、本報告表於院長閱畢後送資料處理室上網，再歸人事組存檔。



考察心得：(可續下頁)

這段時間，我拜訪湖南大學金融與統計學院院長楊勝剛教授、副校長張強教授、工商管理學院院長馬超群教授；而我前往北京拜訪人民大學工商管理學院院長毛基業教授、清華大學社會科學院院長羅家德教授與新華普惠國際資產管理有限公司 Sinovar 執行董事許向銘一、金融市場與債券市場。對於他們提供的見解與看法，彙整如下：

### 一、中國的金融市場與債券市場

大陸自 1978 年實施經濟改革以來，經濟地位經成長後逐漸受到世界的矚目，相信中國大陸會更加市場化與自由化。其中，中國中央政府為了達成更加市場化與自由化的目標，制定了三個方向，一是加強金融組織體系的商業改革；二是強化嚴格監管體制與危機處置能力的改革；三是匯率彈性、利率市場化和資本項目開放等領域的改革。

為了完善大陸金融市場的制度體系，大陸國務院於去年(民國 103 年)5 月發布了「新國九條」，其中債券市場的部分，就提出了「積極發展債券市場」、「加強債券市場監管協調」、「強化債券市場信用約束」、「強化債券市場互聯互通」等四點要求，以求完善公司債券的公開發行制度，並且，提供了不同投資者群體所需的多樣化債券種類。而由於前面所提到的自由化與市場化改革趨勢下，大陸金融市場環境變動更甚以往。

### 二、貨幣政策與債券市場

利率市場化改革對債券市場影響巨大，利率市場化改革內容主要包括 2 點：第一，讓利率由市場決定；第二，商業銀行等金融機構能夠按照央行的利率目標進行調控。因此，我們應需要先注意利率市場，中國大陸未來的利率市場化改革還需要往多方面繼續推進，例如發展債券市場、打通信貸市場、建設以基準利率為核心的利率體系、建立有效的貨幣政策傳導機制等。

人行在今年 10 月 24 日宣布降準、降息，針對深化利率市場化改革。國務院常務會議指示，運用短期回購利率、中期借貸便利、再貸款等貨幣工具，向信貸、債券等形成符合市場規律的市場收益率曲線。並且同時間也採取差別存款

準備金率等方式，來約束利率定價行為，經由風險防範，提高利率市場化程度

### 三、中國大陸的中小企業的籌資

104年9月1日國務院常務會議決定設立國家中小企業發展基金，將會對中小企業造成許多影響。這個中小企業發展基金中央財政出資150億元，要求金融機構、民營和國有企業、地方政府共同參與，設立規模600億元（約新台幣3000億元）的中小企業發展基金，並透過設立母基金、直投基金等，用市場化方式，重點栽培種子期、初創期成長型的中小企業發展。並且該基金將按市場化原則操作，採用有限合夥制，在募資、設立、收益分配和到期退出等，透過社會出資人優先分紅，吸引更多社會資本，激發中小企業的創業、創新能量。

大陸證監會發佈修訂《公司債發行與交易管理辦法》後，公司債的發行主體將由上市公司放寬至所有的公司制法人。該辦法將在公司債發行主體和場所擴容、引入投資者適當性制度等方面的變化，將給公司債市場帶來新的發展機遇，因此這或許也解釋了為什麼公司債券市場會如此快速增長。交易所4月開始啟動受理新的公司債，由於發行的主體大幅放寬至非上市公司，各類地產公司和類平臺企業蜂擁而至。

由於上述公司債發行制度創新，再加上資金面因素，導致中國大陸公司債市場出現火爆的行情。所謂之資金面因素是指：隨著股市資金回流銀行體系和人民幣貶值預期的穩定，外匯流出的速度減緩。其中許多的理財資金沒有更好的資產配置，逐漸地成為公司債的買家。

### 四、網絡的發展在中國的演化

中國積極鼓勵互聯網金融平臺、產品和服務創新，激發市場活力。並且，相關政府部門要堅持簡政放權，提供更優質的服務，營造有利于互聯網金融發展的良好制度環境。鼓勵省級人民政府加大對互聯網金融的政策支持。互聯網發展對於中國金市場是非常重要的，因為強大的互聯網將能推動信用基礎設施建設，培育互聯網金融配套

服務體系。

## 五、債券市場的發展與違約

2014年發生至今“超日債”等為代表的債券市場違約事件頻頻發生，2015年初佳兆業就陷入了違約事件，還有中科雲網本金和利息支付全部違約的事件，以及第一例國企公募債—天威中票違約。隨著債市剛性兌付逐步打破，債券市場風險加大，信用利差也將進一步拉大。他點出了違約風險估計的重要性。違約市場化短期內雖然可能帶來陣痛，但長期看有利於推動信用債投資回歸風險定價。

地方的財政政策一大問題，一旦政府進行協議償還貸款紓困時，原先拖欠貸款不能列入之壞帳等；又如地方政府債置換城投債之評估，連大陸人都不能評估地方政府債與城投債是否違約。因此，在大陸對於信用風險評等有其相當之困難性。

### 11月29日-12月5日行程

時間	時間	拜訪對象	訪問主題
11月29日 星期日	台北飛湖南長沙		
11月30日 星期一	14:00-16:00	湖南大學金融與統計學院院 長楊勝剛教授	金融市場與債券市場 的重要性與相關性
12月1日 星期二	10:00-12:00	湖南大學副教授 張強教授	貨幣政策與債券市場
	15:00-16:00	湖南大學工商管理學院院長 馬超群教授	中國大陸的中小企業的 籌資
12月2日 星期三	09:00-10:00	飛往北京	
	14:00-16:00	人民大學工商管理學院院長 毛基業教授	債券市場與企業的關係
12月3日 星期四	14:00-16:00	清華大學 社會科學院 羅家德教授	網絡的發展在中國的演 化

12月4日 星期五	10:30-11:30	新華普惠國際資產管理(北京) 有限公司 Sinovar 執行董事 許向銘	債券市場的發展與違約	
12月5日 星期六	北京飛台北			

## 附錄五：期中報告審查意見回覆辦理說明

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
林教授蒼祥	我國金融業因應策略部分，應著眼於兩個目的：我國金融機構參與大陸債券市場，以及我國離岸人民幣市場之發展。建議期末報告能予以修正。	針對此提問方面，已於期末報告第三章與第五章中，分別予以加強。
	我國金融業者表示 QFII 之主要問題為額度之限制；中國大陸分配給每個國家的額度並非均等。應基於互惠原則考量相關開放條件，建議進一步提出解決措施。	關於 QFII 部分，原先大陸政策方向係希望將 QFII 與 RQFII 予以合併，但目前已延緩。 關於互惠原則，由於兩岸市場規模差距甚大，因此，我們建議在政策開放上是否能不尋求對等。除了 ECFA 之外，其餘政策能夠盡早開放。對此建議，大陸證監會(於訪談時)基本上持正面回應。
	引用大陸官方數據需再次查明其真實性，例如表格 2.1.5 與人民銀行數據有所出入。建議期末報告能予以修正。	針對林教授建議方面，期末報告已利用人民銀行的資料更新表格 2.1.5(現為圖 2.1.8)，而人行該圖的資料來源為：中央國債登記結算有限責任公司以及上海

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
		清算所。
李教授 存修	建議研究團隊探討大陸公債發行制度。	已補充於期末報告第二章中。
	建議研究團隊在期末報告說明我國業者在大陸目前投資該市場之現況。	已補充於期末報告第三章第一節中。
	寶島債如何跟香港的點心債及大陸的熊貓債競爭。面臨市場競爭，利率最為關鍵，我國金融機構要如何因應，建議在期末報告酌予分析。	針對此議題，本文提出四大建議：將結算交割時間調整為與香港一致；比照香港金管局以點心債作為擔保，對於 CNH 市場提供流動補充；擴大券種豐富性；鼓勵我清算行(台銀)盡快加入開展大陸境內債券回購交易，且回購資金調出境外使用，為境外人民幣市場提供流動性。
	建議表格 2.1.5 數據更新至 2014 年，以及文字誤植請於期末報告做全面檢視。	針對李教授建議，並綜合林教授相同建議，已利用人民銀行 2014 年的資料更新表格 2.1.5(現為圖 2.1.8)，而人行的資料來源為：中央國債登記結算有限責任公司以及上海清算所。文字誤植方面也已做全面檢視。

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
銀行局 邱副局長 淑貞	<p>大陸資本市場改革迅速，我國現行法規或政策要如何調整及因應，例如：曝險問題；產品如何做信用評估及風險控管等，建議在期末報告說明。</p>	<p>已依委員建議於期末報告第四章第二節中補強。</p>
	<p>跨境人民幣清算方面，我國非直接參與機構，是否對我國金融機構在提供人民幣跨境和離岸業務之清算、結算服務造成影響。</p>	<p>經向參與大陸債市之我資深業者進行了解，其表示：目前透過 Clearstream/Euroclear 進行券之保管，及陸資銀行或外資銀行進行款之保管，在運作上皆相當順暢，且會透過契約之認定確保我業者之應有權益。因此，CIPS5 之推出似乎對我金融業者影響不大。</p>
	<p>簡報第 54 頁提及寶島債 CNT 清算速度不及香港 CNH，資金非貨物，何以有此問題，請釐清。</p>	<p>已予適當修正。</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
證 券 期 貨 局 高 副 組 長 晶 萍	第 42 頁提及我國證券商申請大陸 QFII 之資格條件，與現行大陸規定不符，建議再予更新。	已依委員指教加以修正。
	第 57 頁 3 第一段落，該段內容與我國寶島債現況不盡相符，且未實際評估大陸就企業赴海外發債之審批制度及近期大陸政府降準降息等影響寶島債發行之因素，建議應具體分析相關影響原因，及提出相關風險控管或因應措施。	大陸就企業赴海外發債審批制度之施行細則或辦法尚未出爐，現無法評估；至於兩岸利率差異將隨許多(包括市場或政策)因素而改變。 相關風控已於第四章第二節中提出，敬請卓參。
	第 58 頁 4 寶島債須容許風險之存在：(第一段落) 建議本文可就促進我國寶島債發行市場多元化，詳細分析相關開放措施對我國市場之利弊影響，提出具體建議措施並分析可能衍生之風險事項，及相關配套之風險控管措施。	已依委員建議略加增補。



審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
吳主任秘書桂茂	建議補充說明我國金融業參與大陸債券市場的九類商品與三個市場的投資現況。	已補充於期末報告第三章第一節中。
	第三章取得方式及具體內容可再整理並加強說明之。	針對此提問，本研究係透過多個個別訪談，請業者提供而得(限於時間，銀行、證券、投信、保險各一家)。
	第 64 頁（第一段落）提及可整合臺商當地借款，以證券化方式作為寶島債基礎資產乙節，建議期末報告就相關證券化方式宜具體說明，及分析可能衍生之風險及相關配套措施。 同頁第二段落，亦建議具體說明擬議之作法、法規建議及相關配套措施。	針對此提問，已於期末報告第五章最後納入相關建議。

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
國際業務處賴處長銘賢	第 54 頁 b · 金管會可就此作為市場准入的重要參考。針對此節建議期末報告加強說明之。	已依委員建議於該章節最後提出替代性指標內容，加以補充。
	第 54 頁 C · 考量有關信用評等資料庫與評等技術屬各信評公司所有，相關交流宜由業者間合作，尚不適宜由主管機關(本會)主導。	已依委員建議加以修正。
	第 54 頁 2 · 在帳務處理方面，建議加強說明中資機構為何夠力。	針對此提問，外資銀行不夠力在於其與當地公司之關係不若陸資金融機構為佳，故不易取得好的券種。
	因 ECFA 尚未通過，故臺灣目前仍未取得 RQFII 額度，研究團隊是否有因應之道。	由於兩岸市場規模差距甚大，因此，我們建議在政策開放上是否能不尋求對等。除了 ECFA 之外，其餘政策能夠盡早開放。對此建議，大陸證監會(於訪談時)基本上持正面回應。

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
綜合規劃處林副處長志吉	第一章尚未說明大陸債市改革對相關產業之影響評估，建議可於期末報告酌予分析。	相關影響分析已分別於期末報告第二、四及五章中提出。
	第 53 頁尚未對流動性與資金匯回等議題提出具體說明，建議期末報告能彙整相關資料供本會參考。	已依委員建議補充於期末報告第四章第二節中。
	第三章第一、二節未明確說明投信業所面臨問題，及提出解決措施，建議於期末報告補充之。	針對投信業部分，已依委員建議補充於期末報告第三章第一及第二節中。
	第 57 頁針對在陸註冊臺商企業缺乏誘因來台發寶島債，可否進一步分析原因，以及提供解決措施。	除了期中報告所提資金成本問題(即由其在台母公司借款成本較低)外，尚因大陸已陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，換言之，在大陸台商已有更多籌資(間接金融)及匯入人民幣資金之管道；因此，在陸註冊臺商企業缺乏誘因來台發寶島債。
	大陸債券信用評等評級膨脹，造成難以評估其債券市場信用風險，建議提供其他替代性指標	已依委員建議補充於期末報告第四章第二節中。

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>人民銀行與證監會對於大陸債券市場業務之間有重疊之處，建議期末報告再補充說明之。</p>	<p>期末報告第二章第一節最後以補充大陸債市多頭監管表格；惟對於人民銀行與證監會對大陸債券市場業務間重疊之處之分析，已向大陸證監會提出詢問，但目前研究團隊仍未獲證監會回覆說明。</p>
	<p>第 24 頁大陸對地方債問題採逐步解決，是否提供相關數據說明改革成效。</p>	<p>已依委員建議，於第二章第二節中，增補地方政府債改革成效。</p>
	<p>第 60 頁提及人民幣回流除轉存中行台北外，其他回流投資管道並未顯著發揮作用，建議分析原因並提供解決措施。</p>	<p>因大陸已陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，因此在「放款至上海自貿區」及「其他管道」之人民幣回流，料應有所增加。</p>
	<p>建議將數據更新至 2014 年底，如圖 2.1.4、圖 2.1.6(現圖 2.1.7)、表格 2.1.5。</p>	<p>圖 2.1.4、圖 2.1.6(現圖 2.1.7)無法拿到最新資料。 表格 2.1.5 已利用人民銀行 2014 年的資料更新成圖 2.1.8，而人行該圖的資料來源為：中央國債登記結算有限責任公司以及上海清算所。</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>內文之排版、文字誤植、字體及格式等，請於期末報告提出全面審視（如間距、不同投資者群（韋）體、p. 30 圖 2. 2. 1 與圖 2. 2. 2 的時間不一致）。</p>	<p>已依委員建議修正。</p>

## 附錄六：期末報告審查意見回覆辦理說明

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
林教授蒼祥	P. 5 表格 2.1.1、P. 10 表格 2.1.3 及 P. 36 表格 2.1.9 大陸各類債券監管機關之分析有不一致情形，請再確認	茲依照各類債券監管機關之詳細分類程度：表格 2.1.1 為最基本之大分類，原表格 2.1.9(最終版為表格 2.1.3) 為較詳細分類。原表格 2.1.3(最終版為表格 2.1.4) 則去除監管機構欄位。
	P. 17 提及中國大陸金融期貨交易所，建議改為正式名稱「中國金融期貨交易所」	已依評審意見修改
	P. 114 提及探討參與大陸債券市場面臨之問題或障礙。目前主要問題為 ECFA 尚未通過民意機關，建議將 ECFA 改為服貿。	已依評審意見修改
	P. 115 倒數第 6 行，第二節為相關因應措施…，此處的「第二節」應說明出自於前面第幾章節	已依評審意見修改
	1. P. 116 倒數第 6 行提及在意識形態考量下…。針對「意識形態考量下」等字之用語應再考慮精確用語。	1. 已依評審意見修改用語。

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>2. 另外，同段的倒數第二行，提及必須增加大型外資投資者及國內投信等機構，才有辦法對 REPO 作報價，建議期末報告能就國內投信業者對 REPO 報價做詳細說明。</p>	<p>2. “國內投信”誤植，改為“國內投行”。國內投行有對 REPO 做報價，有助於提高流動性。</p>
	<p>P. 110 有關因應之道提及台商資產證券化乙節，我國證券商可否透過香港分公司以基金往來方式進入大陸市場？</p>	<p>補充以下於第五章第二節中：假若 RQFII 管道因為服貿協議未過致遲遲無法運用，我證券業者在短期內亦無法直接進入大陸執業，並投資大陸債市，或許證券商可以在香港設立私募基金，再以透過與台灣證券商基金往來之方式(如由台灣證券商下單給該私募基金)，運用香港 RQFII 額度進入大陸市場。</p>
	<p>P. 94 提及現行兩岸債權違約已有求償機制，建議期末報告可以再做詳細分析，俾制定相關政策</p>	<p>有關違約求償之相關分析，散見於 90、91、94 各頁，已多有著墨，請委員參考。事實上，在大陸違約求償方面，基本上跨省求償已有相當難度，更何況是跨海求償。</p>

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
李教授存修	TEJ 有針對台灣上市櫃公司進行信用評級，如果 TEJ 願意用相同的評分系統來對大陸之發債公司進行信用評級，也許是一個不錯的選項	TEJ 在做台灣之上市櫃公司之信評成效不錯，但大陸方面受限於資料揭露，以致在迴歸模型之效果不彰。
	CDS 對信用風險是一保障，建議期末報告可以針對 CDS 這部分審酌分析	據研究團隊之了解，目前尚未有外資公司對大陸個別公司賣出 CDS，大多是主權 CDS，由於此避險商品決定於國外 台灣能著墨不多，如果將來有此商品時，債券投資者可透過購買 CDS 將信用風險轉嫁出去之途徑，但亦應考慮交易成本。
銀行局邱副局長淑貞	簡報 P. 19 提及有關買債券如果利息沒有兌償，應該認列投資損失，而非認列逾放，建議調整	此張剪報談的是銀行貸款利息記帳之問題，非關債券。本文以此來說明大陸不少公司已出現營運/周轉困難，以了解大陸信用風險之情形。
	P. 109 有關離岸市場流動性強化機制，香港與台灣在 REPO 的使用目的不同，似非屬流動性不佳問題，如果用流動性來分析，似	依照委員意見修改內文如下：CNH 較多以交易為目的 (trading purpose)，於金融工具使用方面較具多元性，而



審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>乎有欠公允，建議期末報告能有所調整並進一步分析</p>	<p>CNT 則因台灣相對上較缺的是資金出路，而較不缺短期資金，且在人民幣之升值預期下，故較多以持有(buy &amp; hold)為目的，亦導致 CNT 交易量低於 CNH。且在交易量及流動性的考量下，對手機構通常會對寶島債要求比較高的折扣(Haircut)，也使得融資成本增加，值此之故，即使台灣相關人民幣投資標的品質並不差，但因上述原因，仍會限縮台灣之離岸人民幣市場流動性與資金來源。</p>
<p>張 副 局 長 麗 真</p> <p>證 券 期 貨 局</p>	<p>P. 77 擁有 QFII 資格的機構持有一家上市公司持股比例不得超過該公司總發行數的 20%，現行規定似為 30%；另所列大陸地區核准台灣總投資額度上限為 10 億美元似亦有誤，請再確認</p>	<p>依照委員意見修改如下：所有境外投資者對單個上市公司 A 股的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 30%。...大陸地區核准台灣總投資額度上限為 45 億美元...</p>
	<p>P. 78 所謂「全資」即開放台資</p>	<p>已依照委員意見修改。</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>企業持股 51%，似應改為「合資」</p>	
	<p>P. 80 提及目前還沒見到我業者執行匯出動作，實際上，我國投信業者現已有匯出者，建議調整</p>	<p>已依照委員意見修改。</p>
	<p>1. P. 92 提及依信用評等機構管理規則，以做為金融機構資本適足計算合格參考來源乙節，按信用評等機構管理規則是規範評等機構設立與規管事項，並無審查其國際評等資格。</p> <p>2. 至於資本適足計算，應回歸各業法規定，亦非做為資本適足計算合格參考來源</p> <p>3. P. 96 提及《信用評等事業管理規則》與本文內容亦應無關係，建議酌以修正或刪除</p>	<p>1 &amp; 2. 依照委員意見，修改相關內文如下:協調中華信評依我國市場需求，主動針對大陸企業提供投資人評等服務(或稱信評委託服務)，除可協助金融機構遵循國外投資規範中最低評等要求外，並可作為金融機構資本適足計算合格評等參考來源之一。惟仍有金融規範中僅認可國外信用評等機構部分(如保險業辦理國外投資管理辦法第六、七條..等)，並不利於國內信評公司發展國際評等，建議一併調整。</p> <p>3. 很抱歉讓委員誤會，研究團隊所寫內容本意如下，已予補充:</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
		<p>根據 Basel II 和 Basel III 的規定，資本適足率 (CAR)計算概念如下：</p> <p>CAR = 合格自有資本 / 風險性資產。其中，風險性資產等於所有「風險權數乘以資產」的總額。對採用標準法的銀行(全台灣的銀行均是)，這些風險權數是由合格信評機構的評級決定的。而巴賽爾協議且規定，如果債券沒有評級，則其風險權數為 100%。故若債券有被合格信評機構評級，且依(1) 方案一(依國家信評次一等級)只要 A-以上，則其風險權數會為 50%，(2) 方案二 (依個別信評) 一般債權 只要 BBB 以上，則其風險權數會為 50%，則當評等等級在一定等級以上，可增加 CAR, 則購買該債券將能節約銀行的資</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
		<p>本。</p> <p>舉例來說，在 Basel II 底下，如果是中國中央政府公債，且其評級為 A-，則其風險權數為 50%。因此，在其他條件假設不變之下，如果又有合格信評機構與中國債券評等，則台灣的銀行會有多一項動機去購買前述的中國債券，如果其風險權數小於 100%，購買該債券促使 CAR 上升，將能節省銀行的資本。</p>
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. P. 107 提及適當打包或以證券化方式做為寶島債基礎資產…，就現行寶島債發行之類型限為純債券(straight bond)，尚無法以證券化方式發行寶島債。</li> <li>2. 放寬投資人限制及爭取陸資機構參與部分，目前已放寬至專業投資人，故建請提出</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 本文於第五章第二節提出"台商資產證券化"建議，供相關單位參考。若覺合宜或有需要，即可接續修改相關法規以推動之。</li> <li>2. 以上"台商資產證券化"建議內容，亦已提出相關風控建議，敬請委員參</li> </ol>

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
	具體建議措施及風控措施	酌。
吳主任秘書桂茂	P. 76 表格 3.1.1, 建議期末報告能加入其他業者之相關資料。另外, 還有表格中之 D(壽險)在銀行間與交易所之數值有所遺漏, 建議再做確認並補上數值	針對委員意見, 本研究依據投信投顧公會網站, 債券型基金「基金投資明細-季占基金淨資產價值 1% 以上」的投資標的明細, 挑選 5 檔基金, 對其基金投資標的進行個案分析, 請參見表格 3.1.2。另已補上 D(壽險)在銀行間與交易所之數值。
	P. 110 台商資產證券化方面, 請就兩岸法規是否允許, 以及相關配套措施提出具體建議。	已依照委員建議, 於第五章第二節最後增補相關分析。
國際業務處賴處長銘賢	P. 76 第 2 行之附註 4 宜作調整	已依照委員建議修改。
	<p>1. P. 77 倒數第 4 行, 提及至 2013 年時 RQFII 的全球限額及尚未使用的配額, 請中經院針對上開資料做更新。</p> <p>2. 目前各國之 RQFII 額度使用率不高, 是否能用其他各國之額度來增加我國人民幣回流管道, 請於期末報告審酌分析</p>	<p>1. 已依照委員建議予以更新。</p> <p>2. 目前證券、保險可以繞道香港使用 RQFII, 主要是利用香港子公司去申請額度、利用私募基金客製化方式、投資香港 RQFII 資金等模式。</p> <p>但投信業者目前無香港子</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
		<p>公司可以申請額度，也不能投資私募或者香港 RQFII 基金，因台灣未核備。未來若想用其他各國之額度來增加我國人民幣回流管道，外，可能政策方向為允許投信專案申請借用香港 RQFII 資金。</p>
	<p>P. 109 提及 CNH 較多以交易為目的，而 CNT 則較多以持有為目的，請說明為何香港與台灣之 REPO 在用途上有如此差異</p>	<p>台灣相對上較缺的是資金出路，而較不缺短期資金；再加上原文中所提及之台港兩地投資人特性之差異，故對 REPO 之需求較少。</p>
	<p>關於訪談會議紀錄的第二題回答，台灣因學運…大量人民幣無法直接前進大陸 A 股，上開論述似不適當，請調整。</p>	<p>已依照委員建議修改用語。</p>
<p>志吉 綜合 規劃 處林 副處 長</p>	<p>P. 118 在資金用途上建議業者發展台商資產證券化業務…，請說明為何台商發展資產證券化業務與台幣資金優勢有相關聯</p>	<p>台幣資金優勢為台灣擁有超過三千億之人民幣存款，經過轉化後，可以成為以台商於大陸貸款為基礎之證券化商品之重要投資資金來源。</p>

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>P. 119 在寶島債市場流動強化上之建議，提及「已獲准進入銀行間債券市場…盡快加入此一機制，為境外人民幣市場提供流動性」，為何加入該機制可為境外人民幣市場提供流動性？</p>	<p>原文內容略有不妥，已將相關內文改為：…可鼓勵銀行加入此一機制，在目前人民幣貶值預期與境內、外資金成本倒掛的情形下，較低廉的境內資金，可作為境外人民幣流動性提供的多元管道。</p>
	<p>P. 120 提及「…而台灣成立自己的信用評等公司，將有助於中國大陸債券的信用評等」。請說明其原因。</p>	<p>假若台灣成立自己的信評公司較以往容易，則國內有意投資大陸債市者，即可委由國內信評公司對於大陸債券進行評級，以為投資參考。詳細原因說明請見第四章第二節最後相關內文之補充分析。</p>
	<p>關於訪談會議紀錄的第二題回答，提及在沒有 RQFII 的情況下想投資大陸要從香港借額度，並付給當地提供額度的金融機構通道費。我國金融業是否有可能與他國金融業合作，來使用某些</p>	<p>補充以下於第五章第二節中：假若 RQFII 管道因為服貿協議未過致遲遲無法運用，我證券業者在短期內亦無法直接進入大陸執業，並投資大陸債市，或許證券商可以</p>

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
	國家沒有使用完的額度，請於期末報告分析。	<p>在香港設立私募基金，再以透過與台灣證券商基金往來之方式(如由台灣證券商下單給該私募基金)，運用香港 RQFII 額度進入大陸市場。此外，未來應可考量：在政策上允許投信專案申請借用香港 RQFII 資金。</p> <p>據業者表示，目前美國也是利用與香港基金公司合作的方式獲取 RQFII 額度。</p>
綜合規劃處	請中經院依契約於 12 月 22 日前繳交 80 本期末報告及其電子檔、期末報告修正對照表	遵照辦理。
	報告第一章前言，請補充研究方法與目的，另相關研究限制亦請一併說明。	遵照辦理。
	有關研究報告最後一章的建議及結論，務請具體詳細，俾後續進行可行性評估	遵照辦理。
處書面意見	P1,大陸國務院於 103 年 5 月發布;P2 截至 104 年 5 月底止...	已依照委員建議修改。



審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	文中大多以西元表示，為求一致性建議改為西元年。	
	P7，有能力且資源履行國債一級自營商的各項義務。 請說明何謂資源履行？	該處為漏字，已修改為：有能力且”有”資源履行。
	P15，發行主體與條件之第二段： 具體而言上市公司發行主要 「有」有以下條件	已刪除重複「有」字。
	P17 1. 「...，但由於當時”我國”證券市場剛開始起步，...」 2. 倒數第2段9行:目前,284XJ4 債券現貨市場 3.倒數第2段6行:國債期貨作為 基礎性的固定收益衍生品	1. 已修改為：”中國大陸”證券市場。 2. 已將 284XJ4 改為：中國大陸。 3.已將衍生品改為：衍生性商品。
	P19，最後一行:整體二級債基表現優於一級債基。 請說明何謂一級、二級債基？	大陸將債券基金分為純債基金、一級債基和二級債基。所謂一級/二級指的就是初級(發行)/次級(流通)市場。舉例而言， 二級債基之投資標的除固定收益類金融工具以外，適當參與二級市場股票買賣，也

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>P20</p> <p>1. 2014年10月2日乙節，</p> <p>2. 《意見》對於”我國”完整意義上的市政債出現具有奠基意義。請說明此節意義與債基的關係為何？</p>	<p>參與一級市場新股投資。</p> <p>1. 《意見》之出台使得大陸市政債有其較為堅實之依據。而其政府信用背景將使得這一類債券的風險收益介於國債和產業債之間，故這種債券構成之基金相對於信用債基金風險較低，故其收益期望值也應低於信用債基金。</p> <p>2. 信用債是政府之外的主體發行的債券。信用債的信用是指有些債券(包括企業債、公司債、短期融資券、中期票據、分離交易可轉債、資產支持證券、次級債等)存在信用風險問題，投資人是否購買債券，取決於信用風險。投資人會擔心債券違約，故利率水準必須足以彌補信用風險。總之，信用債的風險大於利率債，但收益</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
		率較高。
	<p>P20、P21</p> <p>1. (八)一 ”攬”子債券的投資。應修正為一”籃”子債券的投資。</p> <p>2. 大陸第一”隻”債券 ETF，...，同段，...大陸市場有 4 ”只”債券 ETF...，宜統一。</p>	<p>1. 已依評審意見修改。</p> <p>2. 已依評審意見修改。</p>
	<p>P26</p> <p>圖 2.1.8 近年來銀行間債券市場主要債券品種發行量變化情況。圖不清楚。</p>	由於無法取得原始數據，故請恕無法重製。
	<p>P31，但由於貼現率不符合市場規律且”依”定時間內保持固定，...，不流通的國債逐漸被”交”費者視為一種變相負債。應為：”一”定時間內、”消”費者</p>	已依評審意見修改。
	<p>P32，由於流通轉點的試點只在一定範圍內實行，”市”點地區以外的地方黑市流行；1996 年底中央國債登記結算”有限司”成立。應改為：”試”點、有限公司</p>	已依評審意見修改。
	<p>P33，”及”投資者在交易所市場交易債券...，應改為：”即”投資</p>	已依評審意見修改。

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	者在交易所市場交易債券...	
	P57, ...不調整資產結構的前提”下段”時間內...；...可以採取正向利差交易，”也”即買入短期國債...，應改為：前提下”一”段時間內、”亦”即買入短期國債。	已依評審意見修改。
	P77，因此資金在未來一年內”自由無法”匯到境外地區，應改為：”無法自由”匯到境外地區。	已依評審意見修改。
	P87，人行於 2015 年”八”月 11 日宣布，建議為：”8”月。	已依評審意見修改。
	P97，...價差約達 70bp-100”p”左右。應改為：...價差約達 70bp-100”b”p 左右。	已依評審意見修改。
	<p>P115</p> <p>1. 利率風險:利率管制”放開”有諸多優點，應改為：利率管制”開放”有諸多優點。</p> <p>2. 利率債的特性也顯示政策性金融債是無需注意信用風險的，請說明：何謂利率債？</p>	<p>1. 已修改為：”鬆綁”利率管制有諸多優點。</p> <p>2. 利率債的利率是指有些債券(例如國債、地方政府債券、政策性金融債和央行票據)沒有信用風險問題，投資人是否購買債券，取決於利率水準。也</p>

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
		<p>就是說，利率債的發行主體是國家或政府，安全等級最高，但利率偏低。</p>
	<p>P119，(四)近來外資汽車貸款公司證券化...，在陸銀行與租賃公司也可借鏡。請解釋在陸銀行與租賃公司也可借鏡？</p>	<p>此段文字只是在舉例說明大陸證券化商品之一些可能性，譬如以汽車貸款為基礎之證券化商品，我在陸銀行與租賃公司也可推出類似商品。</p>
	<p>P120，(二)內部評估方面：...及企業表外融資與擔保圈特性」，請解釋何謂擔保圈特性？</p>	<p>擔保圈特性指的是：企業間互保與多連環保證，會加大企業違約的鏈條效應與傳染效果。</p>
<p>綜合規劃處第二次書面意見</p>	<p>建議期末報告列出中、英文摘要</p>	<p>謹遵辦理。</p>
	<p>頁 49 提及地方政府債改革成效乙節，「截至 2013 年 6 月 30 日，...，覆蓋了 2013 年審計確定的全部到齊政府債務」語意不清，建議進一步說明。</p>	<p>語意不清之處已改為“...今年 2 萬億置換債券額度，<u>有涵蓋到</u> 2013 年審計確定的全部到齊政府債務。”</p>
	<p>頁 87 提及匯率風險，在人民幣國際化下，對全球有意針對大陸金融商品進行投資者，利弊各</p>	

審查委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>半，請中經院分析我國金融機構在持有人民幣資產及設計人民幣相關金融商品有何因應之策。</p>	<p>基本上，在風險增大之情況下，只能提醒投資人(不論是民眾個人或公司)或金融業者特加注意。此外，銀行公會，證券商公會等均將此主題另外外包給專精金融商品設計之團隊，故限於時間與經費，本計畫就不在此提出具體因應之策。</p>
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 頁 110 與 118 談到在資金用途上建議鼓勵業者發展台商資產證券化業務，利用台幣資金優勢，請說明為何台商發展資產證券化業務與台幣資金優勢有相關聯。</li> <li>2. 所述「台幣資金成本將持續低廉，但境外人民幣因波動度加大與流動性不足，其資金成本可能高於境內人民幣」，請說明台幣資金成本將持續低廉之立論依據。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 台幣資金優勢為台灣擁有超過三千億之人民幣存款，經過轉化後，可以成為以台商於大陸貸款為基礎之證券化商品之重要投資資金來源。</li> <li>2. 已將相關內文改為“展望未來，即使台幣資金成本持續低廉，但境外人民幣因波動度加大與流動性不足，其資金成本可能高於境內人民幣。”</li> </ol>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>頁 118 提及在風險控管上，建議積極發展投資人（買方）信用評等機制等事項，此機制與 P.95 付費請中華信評進行評級，但缺點是所費不貲，費用分攤機制設計較難有合理性，上開內容有所出入，請研究團隊考量投資人成本負擔問題，進一步說明釐清。</p>	<p>謝謝指正，已經重寫此部分讓其意義上下文更一致。但實際沒有出入，都是提各種可能性，每一種建議都有優點與缺點，例如，建議積極發展投資人（買方）信用評等機制是看重其優點，即然已說過優點，則接者則偏重談缺點，缺點是所費不貲，費用分攤機制設計較難有合理性等事項(由銀行公會或壽/產險公會付費請中華信評進行評級，則沒買的銀行與保險公司可能並不同意。如只由買的機構自行負擔又成本太貴 且可能有白吃的午餐問題)。</p>
	<p>1. 頁 119 提及「已獲准進入銀行間債券市場的境外人民幣清算行和參加行…」，臺灣銀行係為我國在大陸境內之新臺幣清算行，為何加入該機制可為境外人民幣</p>	<p>1. &amp; 2 原文內容只提及大銀行台銀略有不妥，已將台銀部分刪除，相關內文改為：“…可鼓勵銀行加入此一機制，在目前人民幣貶值預期與境內、外資金</p>

審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	<p>市場提供流動性？</p> <p>2. 我國獲准進入大陸銀行間債券市場的境外人民幣參加行計有 21 家，臺灣銀行為其中一家，為何只鼓勵其加入？請進一步補充論述。</p>	<p>成本倒掛的情形下，較低廉的境內資金，可作為境外人民幣流動性提供的多元管道。”</p>
國際業務處書面意見	<p>頁 43</p> <p>三個監管機構...以及「中華人民共和國」國家發展改革委員會，建議宜將「中華人民共和國」修改為「中國大陸」。</p>	<p>已依評審意見修改。</p>
	<p>頁 8</p> <p>1. 可直接向「財政部」報價...，建議修改為可直接向「大陸財政部」報價...</p> <p>2. 優先取得同「中央銀行」進行以國債..，建議修改為...「大陸人民銀行」進行以國債..</p> <p>3. 自動取得同中央銀行進行....，建議修改為自動取得同大陸人民銀行進行....</p> <p>4. 交易量不得低於「國家」規定的最低限額，建議修改為交易量</p>	<p>1. 已依評審意見修改。</p> <p>2.、3. 已全面檢視期末報告內的「中央銀行/央行」，例如大陸中央銀行，修改為：「大陸人民銀行」。然而，專有名詞「中央銀行票據/央行票據」，本團隊建議不變。</p> <p>4. 已依評審意見修改。</p>



審查 委員	審查意見	研究團隊回覆
	不得低於「大陸」規定的最低限額。	
	頁 15 發行主體與條件，第二段第三行最後一字「有」字重複，應予修正。	已依評審意見修改。
	頁 16 圖 2.1.6、頁 20 表 2.1.6、頁 26 圖 2.1.8、頁 56 圖 2.2.3 等簡體字呈現，建議宜修改以正體字呈現。	圖 2.1.6 及圖 2.1.8 因時間因素或未有原始數據，請恕無法重製；表 2.1.6 及圖 2.2.3 已依照委員意見修改。
	頁 24：最後一行，記賬式國債...，應修正為記「帳」式國債	已依評審意見修改。