

中華民國證券商業同業公會委託研究

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

計畫主持人：沈中華教授

共同計畫主持人：沈大白教授

協同計畫主持人：黃玉麗副教授

台灣信用評等協會

中華民國一〇三年八月

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 中國大陸的信評理論與實務.....	1
一、發行體付費之評級收費模式.....	2
二、評級膨脹問題.....	2
三、評級技術仍待加強.....	3
四、債券違約可能持續發生.....	3
五、中國大陸信評指標與國際信評指標一致性問題.....	4
第二節 研究動機與目的.....	9
第三節 研究範圍.....	9
第四節 研究架構.....	11
第二章 國債	12
第一節 國債債券簡介.....	12
一、儲蓄國債.....	13
二、記賬式國債.....	13
三、特別國債.....	14
四、儲蓄國債與記賬式國債不同.....	14
第二節 國債法制架構.....	15
第三節 國債交易概況.....	20
第四節 國債信用風險.....	25
第三章 金融債券	26
第一節 金融債券簡介.....	27
一、政策性銀行金融債券.....	27
二、商業銀行次級債券.....	29
三、商業銀行金融債券.....	30
第二節 金融債券法制架構.....	31
第三節 金融債券交易概況.....	36
一、政策性銀行金融債券交易概況.....	36
二、商業銀行次級債券交易概況.....	42
三、商業銀行金融債券交易概況.....	45
第四節 金融債券信用風險.....	48
一、政策性銀行金融債券之風險.....	48
二、商業銀行次級債券之風險.....	49
三、商業銀行金融債券之風險.....	53
第四章 非金融信用債券	57
第一節 非金融信用債券簡介.....	57
一、企業債券.....	60

二、公司債券.....	61
三、中期票據.....	63
第二節 非金融信用債券法治架構.....	65
第三節 非金融信用債券交易概況.....	74
一、企業債券交易概況.....	74
二、公司債券交易概況.....	76
三、中期票據交易概況.....	78
第四節 非金融信用債信用風險.....	83
一、企業債券之風險.....	83
二、公司債券之風險.....	85
三、中期票據之風險.....	90
第五章 城市投資債券	96
第一節 城市投資債券簡介.....	96
第二節 城市投資債券法治架構.....	98
第三節 城市投資債券交易概況.....	99
第四節 城市投資債券信用風險.....	100
第六章 信託債券	105
第一節 信託債券簡介.....	105
第二節 信託法治架構.....	106
第三節 信託交易概況.....	113
第四節 信託產品信用風險.....	115
第七章 交易市場	118
第一節 銀行間債券市場.....	118
第二節 交易所.....	120
一、上海證券交易所.....	121
二、深圳證券交易所.....	121
第三節 商業銀行櫃檯市場.....	122
第八章 監管機構	124
第一節 人民銀行.....	124
第二節 中國證券監督管理委員會.....	124
第三節 中華人民共和國國家發展和改革委員會.....	125
第四節 中央匯金投資有限公司.....	125
第九章 清算機構	127
第一節 中央國債登記結算公司.....	127
第二節 上海清算所.....	129
第三節 中國證券登記結算公司.....	130
第十章 台灣證券業參與中國大陸債券市場之現況與面臨風險....	132
第一節 業務種類簡介.....	132

一、承銷.....	132
二、投資.....	135
三、受託買賣.....	136
四、轉投資.....	138
第二節 台灣證券業參與中國大陸債券市場面臨之困難與風險.....	138
第三節 給予台灣證券業者之建議.....	145
第十一章 結論與建議	148
第一節 結論.....	148
第二節 建議.....	151
參考文獻	154

表目錄

【表 1-1】	中國大陸銀行獲得國際信評機構與中國大陸本土信評機構給予評等對照表	4
【表 1-2】	中國大陸本土信評機構給予銀行評等等級	5
【表 1-3】	五個債券產品與監管機構之關係	10
【表 1-4】	五個債券產品與交易平台/清算平台之關係	10
【表 2-1】	1980 年後發行國債分類	12
【表 2-2】	2000 年-2013 年記賬式國債交割量與發行量變動表	23
【表 2-3】	2013 年國債期貨交易成交量與成交量	24
【表 3-1】	金融債券之分類架構	26
【表 3-2】	2013 年政策性銀行發債概況	37
【表 3-3】	2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之現券交割量	42
【表 3-4】	2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之發行量	42
【表 3-5】	2013 年各體制商業銀行次級債券規模分析	42
【表 3-6】	2013 年發行商業銀行次級債券期限分析	43
【表 3-7】	2013 年各體制商業銀行金融債券規模分析	45
【表 3-8】	2013 年發行商業銀行金融債券期限分析	45
【表 3-9】	2009 年-2013 年商業銀行債券發行量與交割量	48
【表 4-1】	非金融信用債券的特徵比較	57
【表 4-2】	中國大陸、美國、台灣的公司債流動性比較	80
【表 4-3】	11 超日債基本資料	94
【表 5-1】	2009 年-2013 年地方政府債發行額	97
【表 5-2】	10 雲投債基本資料	104
【表 6-1】	近期陷入兌付危機公司一覽表	115
【表 6-2】	信託公司固有資產、所有者權益、信託資產對比	116
【表 6-3】	2010 年中誠信託集合信託計畫基本信息	116
【表 7-1】	2012 年銀行間債券市場債券發行券種	119
【表 7-2】	2012 年上海證券交易所成交概況	121
【表 7-3】	2012 年深圳證券交易所成交概況	121
【表 7-4】	交易所上市公司證券碼	122
【表 7-5】	各種債券投資者的身分與資格	123
【表 8-1】	近 6 年人民銀行監管債券市場籌資金額	124
【表 8-2】	近六年證監會統計債券市場籌資金額	125
【表 8-3】	近 6 年發改委監管債券籌資金額	125
【表 9-1】	2013 年債券市場發行情況	127
【表 9-2】	2012 年債券發行情況	130
【表 10-1】	台灣證券商於中國大陸設立代表處統計表	132
【表 10-2】	台灣證券商在中國大陸設立代表處、在香港設立分/子公司整理	133

【表 10-3】 台灣證券業進軍中國大陸模式與經營策略	134
【表 10-4】 台灣所認可的信評機構	135
【表 10-5】 中國大陸各主管機關認可的信評機構	135
【表 10-6】 國家主權評等【非專業投資人適用】	136
【表 10-7】 國家主權評等【專業投資人適用】	137
【表 10-8】 外國債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等【非專業投資人適用】	137
【表 10-9】 外國債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等【專業投資人適用】	137
【表 10-10】 中國大陸政府是否救助違約債券資料整理	139
【表 10-11】 2010 年中誠信託集合信託計畫基本信息	140
【表 10-12】 2011 年新華信託集合信託計畫基本信息	140
【表 10-13】 2011 上海超日債券基本信息	141
【表 10-14】 吉林信託計畫基本信息	142
【表 10-15】 中華信評發行人信用評等等級與標準普爾全球等級對應表	146

圖目錄

【圖 2-1】	2000 年-2013 年每年國債的發行量.....	21
【圖 2-2】	2009 年-2013 年分類國債發行量統計.....	21
【圖 2-3】	2009 年-2013 年國債投資者結構分析.....	22
【圖 2-4】	2013 年國債商業銀行投資者結構分析.....	22
【圖 2-5】	2009 年-2013 年國債之現券交割量/發行量.....	23
【圖 2-6】	2013 年記賬式國債票面利率與到期年限的關係圖.....	24
【圖 3-1】	2008 年至 2013 年金融債券發行量.....	27
【圖 3-2】	2008 年至 2013 年政策性銀行金融債券發行量.....	37
【圖 3-3】	2013 年國家開發銀行政策性銀行金融債券 票面利率與到期期限關係圖.....	38
【圖 3-4】	2013 年中國進出口銀行政策性銀行金融債券 票面利率與到期期限關係圖.....	38
【圖 3-5】	2013 年中國農業發展銀行政策性銀行金融債券 票面利率與到期期限關係圖.....	39
【圖 3-6】	2013 年政策性銀行金融債券投資機構分析.....	39
【圖 3-7】	2013 年國家開發銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析.....	40
【圖 3-8】	2013 年中國進出口銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析.....	40
【圖 3-9】	2013 年中國農業發展銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析.....	41
【圖 3-10】	2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之現券交割量/發行量.....	41
【圖 3-11】	2013 年商業銀行次級債券票面利率與到期期限關係圖.....	43
【圖 3-12】	2012 年商業銀行次級債券票面利率與到期期限關係圖.....	43
【圖 3-13】	2013 年商業銀行次級債券銀行體制與發行家數.....	44
【圖 3-14】	2012 年商業銀行次級債券銀行體制與發行家數.....	44
【圖 3-15】	2013 年商業銀行金融債券票面利率與到期期限關係圖.....	46
【圖 3-16】	2012 年商業銀行金融債券票面利率與到期期限關係圖.....	46
【圖 3-17】	2013 年商業銀行金融債券銀行體制與發行家數.....	47
【圖 3-18】	2012 年商業銀行金融債券銀行體制與發行家數.....	47
【圖 3-19】	2009 年-2013 年商業銀行債券現券交割量/發行量.....	48
【圖 3-20】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖.....	50
【圖 3-21】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖.....	50
【圖 3-22】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：AA.....	51
【圖 3-23】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：AA-.....	51
【圖 3-24】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：A+.....	52
【圖 3-25】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：A.....	52
【圖 3-26】	2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖.....	53
【圖 3-27】	商業銀行金融債券信用評等.....	53
【圖 3-28】	2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖.....	54
【圖 3-29】	2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：AA+.....	54
【圖 3-30】	2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖.....	55

【圖 3-31】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖 信用評級：AA-	55
【圖 3-32】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖	56
【圖 3-33】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖	56
【圖 4-1】 企業與公司在中國大陸的差異與分類	58
【圖 4-2】 非金融信用債的數量與餘額	59
【圖 4-3】 非金融信用債的分類	59
【圖 4-4】 中期票據發行期間的示意圖	63
【圖 4-5】 企業債歷年發行數量	74
【圖 4-6】 一般企業債歷年發行數量	75
【圖 4-7】 集合企業債歷年發行數量	75
【圖 4-8】 公司債歷年發行數量	76
【圖 4-9】 一般公司債歷年發行數量	77
【圖 4-10】 私募債歷年發行數量	77
【圖 4-11】 中期票據歷年發行數量	78
【圖 4-12】 一般中期票據歷年發行數量	79
【圖 4-13】 集合票據歷年發行數量	79
【圖 4-14】 2013 年 AAA 企業債定價估值曲線	81
【圖 4-15】 2014/06/13 上海交易所公司債券行情每日前 5 名	81
【圖 4-16】 2014/06/13 深圳交易所公司債券行情每日前 5 名	82
【圖 4-17】 中期票據次級市場到期收益率曲線	82
【圖 4-18】 企業債發行時獲得的信用評等	83
【圖 4-19】 企業債的信用評等與票面利率	84
【圖 4-20】 企業債（AAA）的票面利率與到期期限	84
【圖 4-21】 企業債（AA+）的票面利率與到期期限	85
【圖 4-22】 企業債（AA）的票面利率與到期期限	85
【圖 4-23】 公司債發行時獲得的信用評等	86
【圖 4-24】 公司債的信用評等與票面利率	87
【圖 4-25】 公司債（AAA）的票面利率與到期期限	87
【圖 4-26】 公司債（AA+）的票面利率與到期期限	88
【圖 4-27】 公司債（AA）的票面利率與到期期限	88
【圖 4-28】 公司債（AA-）的票面利率與到期期限	89
【圖 4-29】 公司債（A+）的票面利率與到期期限	89
【圖 4-30】 公司債（無）的票面利率與到期期限	90
【圖 4-31】 中期票據發行時獲得的信用評等	90
【圖 4-32】 中期票據的信用評等與票面利率	91
【圖 4-33】 中期票據（AAA）的票面利率與到期期限	91
【圖 4-34】 中期票據（AA+）的票面利率與到期期限	92
【圖 4-35】 中期票據（AA）的票面利率與到期期限	92

【圖 4-36】	中期票據（AA-）的票面利率與到期期限.....	93
【圖 4-37】	中期票據（無）的票面利率與到期期限.....	93
【圖 4-38】	放款基礎利率的平均票面利率.....	94
【圖 5-1】	城投債的數量與餘額（截至 2013/12/31）.....	97
【圖 5-2】	城投債歷年發行數量.....	100
【圖 5-3】	城投債發行時獲得的信用評等.....	101
【圖 5-4】	城投債的信用評等與票面利率.....	101
【圖 5-5】	城投債（AAA）的票面利率與到期期限.....	102
【圖 5-6】	城投債（AA+）的票面利率與到期期限.....	102
【圖 5-7】	城投債（AA）的票面利率與到期期限.....	103
【圖 5-8】	城投債（AA-）的票面利率與到期期限.....	103
【圖 5-9】	城投債（A+）的票面利率與到期期限.....	104
【圖 6-1】	2010 年-2013 年信託公司資金信託餘額圖.....	113
【圖 6-2】	2013 年底資金信託運用方式.....	114
【圖 6-3】	2013 年底資金信託投向圖.....	114
【圖 7-1】	銀行間債券市場投資者數量.....	119
【圖 9-1】	2013 年中央國債登記結算公司債券發行量分析.....	128
【圖 9-2】	2013 年中央結算公司各券種累計發行量比重.....	128
【圖 9-3】	2013 年上海清算所債券發行量分析.....	130
【圖 9-4】	中國結算登記存管證券面額.....	131
【圖 10-1】	放款基礎利率的平均票面利率.....	143
【圖 10-2】	近半年人民幣兌換新台幣的匯率.....	144
【圖 10-3】	信用評等分析基本框架圖解.....	146

第一章 緒論

第一節 中國大陸的信評理論與實務

信用評等在國外已有百餘年的發展歷史，19 世紀中期最早是以債券評級的方式出現，1800 至 1850 年間美國盛行發行國家債券、地方政府債和鐵路債券，1931 年穆迪將信用評等擴展到公用事業和工業債券上，並創立第三方獨立的信用評等方式，信用評等首次進入證券市場。信用評等在金融市場扮演重要角色，包括其可以降低融資者的資金成本、提供投資人決策參考、降低其搜尋及分析資訊的成本等。因此，如何解釋信用評等一直是學術界所重視的議題。

然而，在金融海嘯之後，檢討國際三大信評機構問題的聲浪不斷，主要問題來自預警性差、獨立性不足、付費機制及缺乏監管等構面。預警性部分，自 1997 年亞洲金融風暴、2008 年金融海嘯，乃至近期的歐債危機，信評機構多在事件爆發後或是大型投資者已掌握充分資訊後才調降信評，預警性有較大改進空間；獨立性部分，信評機構多為盈利機構甚至是上市公司，在股東利益追求下影響信評機構獨立性、信評等級的真實性；付費機制部分，多數信評機構採受評者付費，而信評公司為留住大客戶或客戶為拿到好的評等，造成評等結果喪失公正性；最後，監管構面部分，由於評等結果被監管部門廣泛運用於監管金融機構，造成使用者過度專注於信用評等表面的等級文字，而逕依主管機關規範及評等結果進行投資，忽略去瞭解信用評等產生的過程及其限制，以及評等背後的假設及意涵。

中國大陸的信用評級發展也逐漸受到政府當局重視，原因是中國大陸債券市場的規模大幅成長，其中地方政府債券的成長尤其受到重視，且中國大陸地方政府債券背後持有最多的是銀行，一旦出現問題將影響中國大陸整體金融機構的安全性。依據中國國務院審計署資料統計顯示，至 2010 年底止，各級地方政府舉債餘額高達 10.72 兆元，佔 2010 年其 GDP 的 26.9%（雖 2011 年其債務餘額略下降至 9.10 兆元，但佔 2011 年其 GDP 的比重仍是達到 20.9%）。不過，2011 年 7 月 5 日國際著名穆迪信評公司則是估計，中國大陸各級地方政府債務餘額可能高達 14.20 兆元以上，其誤差可能是部分地方政府的申報不實。

但究竟應如何使用信用評等或應使用國際評級機構或本土評級機構之評等，仍有許多的討論。中國大陸央行行長周小川砲轟，三大評級機構屬於寡頭壟斷，且表示中國大陸應減少對國外信用評級機構的依賴，而應加強中國大陸國內大型金融機構內部評級的研究，做出自己的判斷，避免盲目跟風。中央財經大學銀行業研究中心主任郭田勇教授也指出，中國大陸要有自己的金融裁判，即應抓住當前三大信評公司遭遇嚴厲批評的有利時機，積極突破各種阻礙，取得國際信用評等的話語權。因此，中國大陸境內陸續成立了六家以全國發行體為評級範圍的評級機構，包括中國誠信證券評估有限公司、聯合資信評級公司、上海新世紀資信評估投資服務有限公司、上海遠東國際評級公司、大公國際資信評估公司與中債資信評估有限責任公司。

話雖如此，中國大陸的評級市場仍存在許多問題，包括：

一、發行體付費之評級收費模式

信用評等機構的付款模式大致可分成「訂購者付費模式」(Subscriber-Pay Model)以及「發行人付費模式」(Issuer-Pay Model)。前者係指信用評等機構實際發行評等報告，供投資人購買，以銷售報告之方式獲取收入，亦即，評等的費用是由訂購者支付的，後者則是向發行人索取費用。在 1970 年代中期過後，評等機構收費開始採用「發行人付費模式」，亦即改向發行人收取評等服務費用。發行人付費模式面臨的是嚴重的利益衝突問題。一般多認為，信評機構會為了穩住客源，做出付款者——亦即發行人所偏好的評價，造成「評等選購」(Rating Shopping)的狀況，而當評價的對象是結構性商品時，由於該商品的高複雜度會加重投資人與發行人間的資訊不對稱問題，是此利益衝突造成的損害將更加擴大。

中國大陸的評級市場多採取發行人付費模式，包括中誠信國際評級公司、聯合資信評級公司、上海新世紀資信評估投資服務有限公司、上海遠東國際評級公司、大公國際評級公司，因此，是否存在利益衝突與評等選購的情形，值得進一步探討。

2008 年金融危機後，穆迪、惠譽、標普三大國際評級巨頭被指在次貸產品上預警不足，這也使一向採取發行人付費的運營模式飽受詬病，被質疑違背客觀中立原則。而中國大陸的債券信用評級過程中，“以價定級”或“以級定價”等不良現象時有發生，影響信用評級行業的整體公信力。為此，2010 年 9 月，中國大陸由銀行間市場交易商協會代表全體會員出資設立了中債資信評估有限責任公司，採用投資人付費模式，註冊資本 5,000 萬元。公司稱運營將不以營利為目的，採用“為投資人服務、由投資人付費”的營運模式，為投資人提供債券再評級、雙評級等服務。而中債資信評級公司的出現，能否使中國大陸評級市場更具獨立性與客觀性，則仍待觀察與評估。

二、評級膨脹問題

根據英國廣播公司(BBC)報導，到 2013 年底，中國大陸非金融類公司的債務創 12 兆美元新高，推升融資成本，加劇企業併購浪潮。因為中國大陸國內流動性趨緊，融資成本攀升，出售資產和收購兼併將可能是更多企業避免違約的選擇。而根據評級機構標準普爾的數據，中國大陸非金融類公司的債務已經相當於 GDP 的 120%。中國大陸企業債務規模增長前所未有，根據湯姆森路透對中國大陸 945 家大、中型上市非金融公司的分析，它們的債務在 2008 年 12 月到 2013 年 9 月期間膨脹超過 260%，從 1.82 兆人民幣猛增到 4.74 兆元。路透社援引分析師評論指出，雖然近期內中國大陸出現信貸危機的可能性不大，但在中國大陸槓桿率較高的機械、造船、地產、建材和鋼鐵等行業，借新債還舊債、出售資產和兼併成了企業避免違約的慣用方式。

雖然種種數據顯示，中國大陸企業的債務問題嚴重，但數據顯示中國大陸整體企業評級的分布仍以 AAA、AA+、AA 及 AA- 為主，而城投債評級的分布也以 AA- 佔絕大多數。這些信用評級能否反應債券的信用風險是一個重要的議題。

三、評級技術仍待加強

學者指出中國大陸本土信用評級機構在評級方法、手段等方面技術能力與國際信用評級機構比較仍相對較弱，然而目前中國國力和經濟基礎已經可以支援國內信用評級機構國際化，推動國內評級公司在國際上擁有一席之地(中央財經大學中國銀行業研究中心主任郭田勇)。但現階段發現，六家以全國發行體為評級對象的中國大陸本土信評機構，仍明顯受國外信評機構之影響。

自 2006 年以來，美國三大評級機構通過股權收購或技術合作直接或間接控制了中資評級機構，目前已經佔據了中國大陸 2/3 的評級市場。來自中央財經領導小組辦公室的“信用評級與國家金融安全”課題組報告顯示，穆迪於 2006 年收購中誠信國際評級公司 49% 的股權並接管經營權，並約定 7 年之後持股 51%；同年，美國控制的香港新華財經收購上海遠東國際評級公司 62% 的股權；2007 年，惠譽收購聯合資信評級公司 49% 的股權；目前，美國標準普爾與上海新世紀資信評估投資服務有限公司已經簽署了戰略合作協議，正在洽談收購事宜。這是否意味著中國大陸評級市場的評級技術已獲得改善？或者美國已控制著中國大陸的評級機構並掌握了中國大陸資本市場定價權？也意味著中國大陸資本市場的發展對於美國的聲音有著危險的依賴？而危局應如何打破？仍是一連串值得深入探討的議題。

四、債券違約可能持續發生

2012 年 1 月，中國大陸債券市場曝出有史以來第一起 AAA 級債券和第一起中小企業特別債券幾乎違約事件。中國大陸最大的鋼企之一，鞍鋼(Angang)應當在 2012 年 1 月 4 日兌付 50 億元人民幣 3 年期 AAA 票據。當日上午 10 時 41 分，中央國債登記結算有限責任公司(China Government Securities Depository Trust & Clearing Co.)發布公告稱，它“尚未收到發行人足額應付兌付資金”。但到了下午 16 時 10 分，該公司又發布新公告稱，已收到足額兌付資金。鞍鋼這一令人摸不著頭腦的違約“插曲”可能已被描述為純技術性問題。不久後，新聞報道又曝光另一筆債券可能陷入了麻煩。無線系統生產商——北京地傑通信設備股份有限公司(Beijing DG Telecommunications Equipment Co.)表示，由於自己無力償還債務，已向債券擔保人申請，由其代為償還本息。地傑通信在 2010 年發債，融資 4400 萬元人民幣，它發行的債券與另外 12 家中小企業發行的債券被合併為單一債券。這種集合債券是一種創新，監管者希望它能為投資者分散風險、同時方便發債公司獲得直接融資。該集合債券的擔保人——北京中關村科技擔保有限公司(Beijing Zhongguancun Sci-tech Guaranty)表示，它已安排全額支付了應兌付的資金。

雖然這兩起違約很快得到解決、債權人也得到了全額兌付，但人們卻得到了一個難得的機會來認清中國大陸日益加大的信貸風險。未來幾年，這種風險將對中國大陸金融體系構成壓力。中國大陸企業在國外發行的債券中，出現違約並不罕見。但在國內市場上，債券違約仍屬新鮮事物。

中國大陸首次境內違約則發生於 2014 年 3 月 7 日，超日太陽能科技公司未能支付它的債券完整利息，此違約首例也預示中共政府將改變過去救助壞賬累累公司的做法。但是監管機構也面臨一個關鍵挑戰：如何引入更多風險到金融市場但又不點燃一場危機。彭博社 2014 年 3 月 7 日報導說，上海超日太陽能科技公司副董事長劉鐵龍說，公司試圖出售一些海外工廠來籌集資金償還債務，但該公司 3 月 4 日說在 8980 萬元的到期票息當中，它將只能支付 4 百萬元。

金元證券(Jinyuan Securities)固定收益部研究主管王晶表示：“違約將會更頻繁地發生，這是因為過去幾年借的債太多了，現在到了該償還的時間。”另一方面，過去的動盪也突顯出中國大陸經濟的日益複雜性，以及其中蘊含的新危險。

五、中國大陸信評指標與國際信評指標一致性問題

中國大陸信評指標與國際信評指標出現不一致性且無法找到對應關係的問題，由下表可知，獲得三大信評機構評等的銀行共有 17 家，其中獲得標準普爾外匯長期負債評等等級分布於 AA~BBB+，獲得穆迪存款評等等級分布於 A1~Ba2，獲得惠譽長期負債評等等級分布於 A~BB+。但獲得中國大陸本土信評機構評等等級，除了南京銀行獲得中誠信 AA+評等外，其餘評等均為 AAA。此表格可歸納出兩個結論，第一、中國大陸本土信評機構給予過高的評等等級，出現評等膨脹(rating inflation) 問題，第二、無法歸納出三大信評機構與中國大陸本土信評機構間的評等尺規對應關係，因為三大國際信評給予的評等等級範圍廣泛，如標準普爾外匯長期負債評等等級分布於 AA~BBB+，但對應中國大陸本土信評機構幾乎均為 AAA。

【表 1-1】 中國大陸銀行獲得國際信評機構與中國大陸本土信評機構給予評等對照表

中國大陸銀行名稱	信評機構名稱						
	標普外幣長期評等	穆迪銀行存款評等	惠譽長期負債評等	中誠	大公國	聯合	上海
中國農業銀行	A	A1	A	AAA			
中國農業發展銀行	AA-						
中國銀行	A	A1	A		AAA		
交通銀行	A-	A3	A-		AAA		
南京銀行	BBB-			AA+			

中國建設銀行	A	A1	A			AAA	
國家開發銀行	AA-						
招商銀行	BBB+	Baa3	BBB			AAA	
星展銀行中國	AA-			AAA			
中國進出口銀行	AA-						
中國工商銀行	A	A1	A	AAA			
上海浦東發展銀行	BBB+	Baa3	BB+			AAA	AAA
渣打銀行中國	AA-			AAA			
東亞銀行	A						
中信銀行		Baa2	BBB		AAA		
中國光大銀行		Baa3	BBB	AAA			
深圳發展銀行		Ba2	BB+				

資料來源:本團隊整理

由上表得知，獲得中國大陸本土信評機構給予 AAA 評等的中國大陸銀行，部分卻僅能獲得三大信評機構給予 BBB+或 BB+的評等(如上海浦東發展銀行)，可知，其他獲得中國大陸本土信評機構給予非 AAA 的銀行，其評等等級在三大信評機構可能獲得投機等級(即 BB+以下)。這些銀行獲得的本土信評機構之評等如下表。

【表 1-2】 中國大陸本土信評機構給予銀行評等等級

中國大陸銀行	中誠	大公國	聯合	上海
九江銀行股份有限公司		AA-		
上海農村商業銀行股份有限公司			AA+	
上海銀行股份有限公司			AA+	AAA
大連銀行股份有限公司			AA-	
廣州農村商業銀行股份有限公司		AA		
廣西北部灣銀行股份有限公司			AA-	
中國民生銀行股份有限公司		AAA		
天津銀行股份有限公司		AA	AA+	
天津濱海農村商業銀行股份有限公司			AA-	
日照銀行股份有限公司		AA-		
東莞銀行股份有限公司			AA	
北京農村商業銀行股份有限公司			AA+	
北京銀行股份有限公司			AAA	
台州銀行股份有限公司	AA			
寧波銀行股份有限公司	AA+			
寧波鄞州農村合作銀行	AA-			
漢口銀行股份有限公司			AA	

石嘴山银行股份有限公司		A+		
長沙銀行股份有限公司			AA-	
興業銀行股份有限公司			AAA	
華夏銀行股份有限公司			AAA	
華融湘江銀行股份有限公司	AA			
吉林銀行股份有限公司		AA-		
成都銀行股份有限公司			AA	
曲靖市商業銀行股份有限公司	A			
江蘇銀行股份有限公司	AA+			
杭州銀行股份有限公司	AA+			
杭州聯合農村商業銀行股份有限公司	AA-			
武漢農村商業銀行股份有限公司			AA-	
河北銀行股份有限公司			A+	
阜新銀行股份有限公司				A+
青島銀行股份有限公司				AA
南昌銀行股份有限公司			AA	
哈爾濱銀行股份有限公司			AA	
泉州銀行股份有限公司				AA-
重慶三峽銀行股份有限公司	A+		AA-	
重慶農村商業銀行股份有限公司	AA-			
重慶銀行股份有限公司			AA	
浙江民泰商業銀行股份有限公司		AA-		
浙江泰隆商業銀行股份有限公司	AA			
浙商銀行股份有限公司	AA+			
盛京銀行股份有限公司			AA	
廈門銀行股份有限公司			A	
渤海銀行股份有限公司			AA+	
溫州銀行股份有限公司		AA-		
福建海峽銀行股份有限公司				AA
德陽銀行股份有限公司			A-	
鞍山銀行股份有限公司			AA-	
徽商銀行股份有限公司	AA+			
東山市商業銀行股份有限公司			A	
蘭州銀行股份有限公司			AA-	
張家口市商業銀行股份有限公司	A+			
滄州銀行股份有限公司	A+			
萊商銀行股份有限公司	A+			
營口銀行股份有限公司		AA-		
貴陽銀行股份有限公司			AA-	
贛州銀行股份有限公司			A+	

遼陽銀行股份有限公司			A+	
鄭州銀行股份有限公司			AA	
錦州銀行股份有限公司		AA		

資料來源:本團隊整理

過去學術文獻針對信用評級相關問題所進行之研討，可分成三個部分探討，分別為(一)信用評等不一致的現象；(二)主動提供信用評等(Unsolicited Rating)之影響；(三)競爭程度對信用評等品質之影響。

(一) 評等不一致現象

1. 第一個評等不一致：不同信評機構給予同一企業不同評等等級

近年來許多研究報告發現，不同的信評機構針對同一發行體給予評等時出現不同的評等等級。Morgan(2002)研究穆迪及標準普爾在 1993 年給予美國 1,128 家公司的評等，其中包含 74 家銀行控股公司，發現兩家信評機構確實給予同一企業不同的評等，且此現象在保險公司及銀行業更加顯著，整體公司樣本，信評機構評等不一致 60%，其中銀行業評等不一致 62%，保險公司 79%，其他公司 58%，且發現銀行業平均而言有最佳的信用評等。他認為銀行業資產較不透明的特性可解釋評等不一致的現象，發現當銀行資產中放款、現金及交易資產會計科目的金額增加時，信評機構出現不一致評等的機率也隨之增加，因為這些資產相對而言較不透明且容易變動。當固定資產及資本增加時則可降低信評機構間的不一致。Jewell and Livingston(1999)及 Livingston, Naranjo and Zhou(2006, 2007)也將信評機構評等不一致現象歸因於資產不透明特性，造成信評機構與企業間訊息不對稱性，使不同信評機構有不同評等結果。Dandapani and Lawrence(2007)則指出信評機構採用評等標準不相同可以解釋三分之一的評等不一致現象，而其他三分之二則為訊息不對稱性、判斷性差異或隨機誤差所造成。Cantor and Packer(1997)也指出信評機構在給予企業評等時採用不同的評等模型。

2. 第二個評等不一致：信評機構對不同國家的發行體採用不同評等標準

研究報告發現存在第二個評等不一致的現象，如 Cantor and Falkenstein(2001)表示信評機構對非美國企業採取較嚴厲的評等標準，他們比較同樣獲得投機級評等的美國及非美國企業違約機率，發現美國企業的違約機率為 3.3%，而非美國企業的違約機率卻只有 1.8%。認為可能是外國企業多數是近幾年才獲得評等，這幾年的違約機率相對較低，而美國的企業被評等的期間較長，其中經歷經濟情況較為混亂的階段。Ferri, Liu and Majnoni(2001)也指出信評機構對已開發國家與較低度發展國家採用不一致的評等標準，但並未說明評等不一致的原因為何。且發現在開發中國家，當一國主權評等被調降，該國的企業評等被調降的機率也很高，其相關係數高達 0.7，但在已開發國家主權評等與企業評等的相關性則不高。信評機構常以開發中國家的訊息揭露程度不佳作為以主權評等替代企業評等的理由。

(二) 主動提供之信用評等(Unsolicited Rating)

發行體評等(Issuer Rating)係針對一家企業整體償債能力進行評比，其又可分為信評機構接受發行體的委託，向發行體收取費用，與發行體進行訪談以取得公開及私有訊息，繼而給予發行體或發行債務評等等級，稱之為付費取得信用評等(Solicited Rating)；與之對照者，當信評機構主動給予發行體或發行債務評等，亦即發行體並未向信評機構請求給予評等，而信評機構主動給予發行體評等等級，且依據該發行體可公開取得的資訊進行評等，則稱為主動提供之信用評等(Unsolicited Rating)。

主動提供之評等一直以來受到許多爭論，文獻發現主動提供之評等等級出現向下偏誤的現象(Poon, 2003; Poon and Firth, 2005; Van Roy, 2007; Fairchild, Flaherty and Shin, 2009)，但巴塞爾委員會及國際清算銀行卻同意使用以主動提供之評等等級，以評估一家銀行的資本適足比率(Dale and Thomas, 2000)；使債務發行體可能因獲得向下偏誤的主動提供之評等等級，而須支付較高的債務資金成本，因而強烈反對信評機構主動給予發行體或發行債務信用評等(Japan Center for International Finance, 1999)。然而，信評機構則主張主動提供之評等可以提高信用評等在債券市場的涵蓋比率，可以提供投資人更多投資選擇所需的資訊。此外，主動提供之評等可以讓規模較小或成立時間較短的評等機構進入信用評等產業，進而提高信用評等市場的競爭程度。

主動提供之評等出現向下偏誤的現象，有二個可能的原因，其一為信評機構欲透過給予發行體一較低的主動提供之評等等級，再透過與受評發行體進行協商，以使發行體承諾支付評等費用，以獲得較佳的評等等級。由於給予發行體或發行債務評等等級所收取之評等費用已是信評機構最主要的收入來源，因此信評機構希望更多的發行體支付評等費用以取得評等以增加收入，因而是不是有可能透過給予主動付費獲得評等的企業較高的評等等級，以增加收入，是一個值得探討的議題。其二，信評機構給予發行體較低的主動提供之評等等級，也可能是因為評等機構採取較保守的態度，因為主動提供之評等，信評機構只能透過可取得的較有限的公開訊息，使信評機構基於保守原則而給予較差的評等。

(三) 競爭程度對信用評等品質之影響

自 1997 年亞洲金融風暴，2001 年美國安隆公司無預警宣佈破產，2007 年次級房貸風暴，至 2008 年華爾街金融危機，在一連串的金融危機與風暴事件之中，信評機構遭遇許多責難，並被控訴無法及時反應發行體及衍生性金融商品的信用風險，而仍給予良好的投資等級評等，使投資人遭受重大損失。此外，舉凡標準普爾(Standard & Poor's)、穆迪投資服務(Moody's)、惠譽信評機構(Fitch)皆屬於被動式評等，亦即係由企業付費以取得評等等級，也因此信評機構可能存在利益衝突(conflict of interest)的誘因受到許多的爭論。而美國證券交易委員會也質疑信評機構公正性，如 2008 年 7 月美國證券交易委員會的調查報告即顯示，部分信評機構出現信評人員直接參與評級費用的洽談，且證據顯示部分信評機構可能為留住客戶，而重新評估評等等級或延遲調降評等。雖然後續主管機關與信評機構

針對此問題加強監理、提高評級程序的透明度，但受評者付費所產生的利益衝突的問題並未根除，信評機構的獨立性仍備受質疑。

然而，對於競爭程度提高對信評機構提供訊息品質的影響，至今尚未有一致的看法。贊成提高競爭程度的見解主張，更多的信評機構可增加對信用風險的檢視且可能增加訊息的精確性，因為每一個信評機構有個別的觀點與方法來衡量信用風險。反對提高競爭程度的見解則主張，提高競爭可能對評等的精確性有不利影響，且獲得相同評等等級的企業，也可能出現不一樣的意義，使評等等級產生不一致性。Blaurock(2007)則指出當整體信評市場的競爭程度不足時，信評機構自我管制並不足以支持名聲機制，亦即信評機構不會為維持一定的名聲而減少利益衝突的產生。

因此隨著競爭程度的增加，名聲所產生的未來經濟效益可能下降，是否使信評機構維持評等品質的誘因下降，將是一個重要的議題。Becker and Milbourn(2011)以美國的非金融企業為研究對象，以惠譽信評機構的市佔率作為競爭程度的代理變數，且以評等傳遞訊息給投資人的能力，及評等分類風險的能力衡量評等的品質，發現隨著競爭程度的提高，標準普爾與穆迪所給予的評等等級有上升的趨勢，顯示競爭程度的提高，將使信評機構給予企業的評等品質下降。

第二節 研究動機與目的

在 2012 年後，台灣證券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. 全資全照，台資證券業進軍中國大陸股票、債券市場。因此瞭解中國大陸債券市場的特色成為台灣證券業一重大議題。

第三節 研究範圍

這份研究報告，將著重中國大陸債券市場以及債券的信用評級之研究，希望藉由此研究揭開中國大陸債券複雜與神秘的一面，幫助台資金融業認識中國大陸債券市場環境，以及為中國大陸債市信用評等相關研究奠定基礎。

本計畫的目標是研究 5-3-3-3: 為五個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，五個債券產品為(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；

三個監管機構為人民銀行(銀行間交易商協會)、中國證券監督管理委員會(證監會)以及中華人民共和國國家發展和改革委員會(發改委)；三個清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。

【表 1-3】 五個債券產品與監管機構之關係

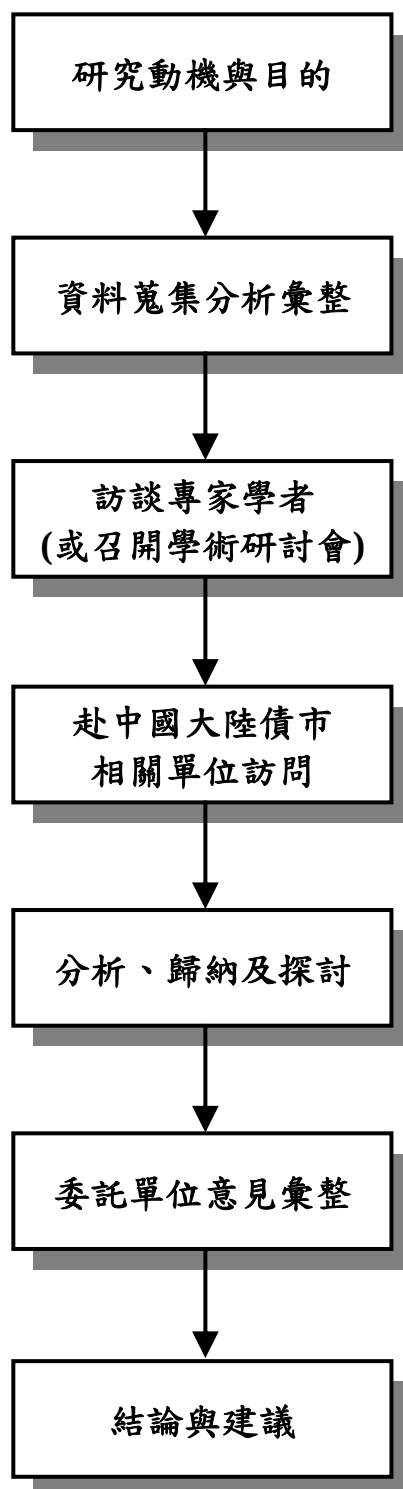
監管機構 \ 債券	國債	金融債券	非金融信用債券	城市投資債券	信託債券
人民銀行 (交易商協會)	✓	✓	✓	✓	✓
證監會	✓	✗	✓	✓	✓
發改委	✓	✗	✓	✓	✓

【表 1-4】 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	✗	✓	✓	✗	✗
交易所市場	中國證券登記結算有限責任公司	✓	✗	✓	✓	✓
商業銀行櫃台債券市場	中央國債登記結算公司	✓	✗	✗	✗	✗

資料來源:本團隊整理

第四節 研究架構



第二章 國債

第一節 國債債券簡介

國債的定義

中國大陸的國債專指財政部代表中央政府發行由國家財政信譽作擔保的國家公債。

國債的發展沿革

為了治理通貨膨脹，中國大陸國務院於 1981 年 1 月 16 日通過並頒佈了《中華人民共和國國庫券條例》，決定自 1981 年起恢復國庫券的發行。到 1992 年為止，每年都頒佈一個國庫券條例，對發行對象與方式、發行數額及利率、換本付息期限、國庫券其其他債券的貼現、抵押和轉讓、國債法律責任、國債管理機構等內容予以規定。1981 年至 1987 年，中國大陸國庫券的年均發行規模為 59.5 億元，尚不存在國債的一級市場(發行市場)和二級市場(流通市場)，國庫券的發行採取的是行政攤派的形式，面向國有企事業單位和個人，且存在利率差別(個人購券的年利率要高於單位 4 個百分點)。發行的券種也很單一，除 1987 年發行過 54 億元的 3 年期重點建設債券外，其它各年份均為 5 年至 9 年的中長期國庫券，1988 年，國家對國庫券發行辦法作了重要改進，在提高利率、縮短還本期限(5 年縮短到 3 年)的同時，國務院批准自 1988 年 4 月起在瀋陽、上海、重慶、武漢、廣州、深圳、哈爾濱等 7 個金融改革試點城市首次進行開放國庫券轉讓市場的試點工作，允許轉讓國庫券，但不得作為貨幣流通。可以進入轉讓市場的，限於 1985、1986 年度個人發行的國庫券。1988 年 6 月，第二批 54 個城市開始進行國庫券轉讓試點。1991 年，財政部和中國人民銀行決定，擴大市場交易券種，從 3 月份開始，在全國範圍內增加開放國債流通轉讓市場的城市。1988 年國債流通市場開放以後，國債發行品種有了一定的增加，陸續發行了國家建設債券，保值公債，國庫券等幾種可流通的債券，以及特種國債，國庫券收款憑證(憑證式國債)，定向國債等不可流通國債。

【表 2-1】 1980 年後發行國債分類

年份	無流通市場 1981 年-1987 年	櫃檯或交易所市場為主 1988 年-1997 年	銀行間債券市場為主 1997 年-2013 年
國債種類	國庫券 重點建設債券	國庫券 國家建設公債 保值公債 國庫券收款憑證 記賬式國債	特別國債(1998 和 2007 年) 定向國債(2000 年) 憑證式儲蓄國債 儲蓄國債(電子式) 記賬式國債

資料來源:本團隊整理

目前中國大陸的國債主要分為儲蓄國債和記賬式國債兩種，以下將一一說明。

一、儲蓄國債

儲蓄國債是中國大陸財政部在中華人民共和國境內發行的、通過儲蓄國債承銷團成員面向個人銷售的不可流通人民幣國債。儲蓄國債分為儲蓄國債(電子式)和憑證式儲蓄國債。中國大陸從1994年開始發行憑證式儲蓄國債，到2006年開始發行儲蓄國債(電子式)。兩種儲蓄國債均實行實名制，相同期限品種發行利率基本相當。根據財政部2014年第10號公告，憑證式國債為記名國債，記名方式採用實名制，可以掛失，但不能更名，不能流通轉讓。憑證式國債，是指國家採取不印刷實物券，而用填制國庫券收款憑證的方式發行的國債。它是以國債收款憑單的形式來作為債權證明，不可上市流通轉讓，但可以提前兌付。根據2013年《儲蓄國債電子式管理辦法》，儲蓄國債(電子式)是指財政部在中華人民共和國境內發行，通過承銷團成員面向個人銷售的、以電子方式記錄債權的不可流通人民幣國債。

儲蓄國債(電子式)和憑證式國債的主要不同之處是：

(一)認購手續不同。投資者購買儲蓄國債(電子式)，需開立個人國債賬戶並指定對應的資金賬戶後，使用資金賬戶中的存款購買。投資者購買憑證式國債，不需開立個人國債賬戶，可使用現金或銀行存款直接購買。

(二)購買情況記錄方式不同。儲蓄國債(電子式)以電子記賬方式記錄投資者購買情況。憑證式國債以開立“中華人民共和國憑證式國債收款憑證”方式記錄投資者購買情況。

(三)投資者起息日不同。儲蓄國債(電子式)從發行公告中規定的發行期開始日起息，即無論投資者在發行期哪一天購買，起息日統一為發行期開始日。憑證式國債從投資者購買當日開始起息。

(四)付息週期和方式不同。儲蓄國債(電子式)按年付息。財政部通過儲蓄國債承銷團成員，於付息日營業開始前向投資者資金清算賬戶足額支付當期利息。憑證式國債到期一次還本付息，利息在投資者辦理兌付時支付；投資者於到期日後兌付憑證式國債，利息計算至到期日前一日止，逾期不加計利息。

(五)到期兌付方式不同。儲蓄國債(電子式)到期時，財政部通過儲蓄國債承銷團成員於還本日營業開始前將本金和最後一次利息轉入投資者資金賬戶。憑證式國債到期後，投資者需前往儲蓄國債承銷團成員網點辦理兌付。

財政部於每年國債發行開始前向社會公佈當年儲蓄國債發行計畫，於每期儲蓄國債發行開始前五個工作日向社會公佈當期國債發行資訊。

二、記賬式國債

中國大陸從1994年開始推出記賬式國債這一品種國債，記賬式國債又名無紙化國債，準確定義是由財政部通過無紙化方式發行的、以電腦記賬方式記錄債權，並可以上市交易的債券。2009年3月23日財政部下發《對記賬式國債實行分類管

理的通知》，明確將記賬式國債分為兩種：記賬式貼現國債和記賬式付息國債。其中記賬式貼現國債是指財政部以低於面值的價格貼現發行、到期按面值還本、期限為1年（不含1年）以下的記賬式國債，而記賬式付息國債是指財政部發行的定期支付利息、到期還本付息、期限為1年（含1年）以上的記賬式國債。

1995年財政部僅試點發行了117億元的記賬式國債，到了1996年，記賬式國債開始在上海、深圳證券交易所大量發行。這一年，證券交易所發行了六期共1116.7億元的記賬式國債，占當年國債發行量的52.5%。同時，二級市場成交量也迅速放大，1996年上海和深圳證券交易所債券成交量比1995年增長了近10倍，其中上海證券交易所占成交總量的95%以上。近年來，記賬式國債的發行量也在逐年增加，2013年分52次發行13,374.40億元。

三、特別國債

迄今為止，特別國債共發行過兩次，分別在1998年發行2700億元和在2007年發行15502.28億元。

1998年為了滿足商業銀行法的規定和國際關於銀行資本適足率不低於8%的相關要求，國務院批准同意發行2700億元特別國債補充國有獨資商業銀行資本金，綜合考慮各行風險資產、現有資本淨額和貸款呆賬等因素，補充的2700億元資本金分配如下：中國工商銀行850億元、中國農業銀行933億元、中國銀行425億元、中國建設銀行492億元。此次的特別國債購買使用的是各行用降低法定存款準備金率後存放在人民銀行“臨時存款”賬戶的資金購，不足部分，人民銀行提供再貸款，多餘部份全部劃入存款準備金賬戶。

2007年為抑制貨幣流動性，緩解人民銀行對衝壓力，財政部計劃發行15500億元人民幣購買約2000億美元外匯，購買的外匯作為投資公司資本金來源，由投資公司進行境外實業投資和金融產品組合投資。同時考慮到貨幣政策操作和緩解市場流動性的需要，2007年發行的特別國債為可流通記賬式國債，期限為10年（6963.78億元）和15年（8538.5億元），票面利率由市場情況決定，以引導市場形成長期利率。此次國債通過全國銀行間債券市場和試點商業銀行櫃檯面向社會各類投資者發行。

四、儲蓄國債與記賬式國債不同

儲蓄國債和記賬式國債主要不同之處是：

（一）發行對象不同。儲蓄國債面向個人投資者發行。記賬式國債面向全社會發行，個人投資者可以通過記賬式櫃檯交易試點商業銀行和證券交易所市場購買部分期次記賬式國債。

（二）利率確定方式不同。當前，儲蓄國債利率由財政部和中國人民銀行比照儲蓄存款基準利率，結合金融市場情況確定；記賬式國債利率通過記賬式國債承銷團成員招投標確定。近年來，同期限記賬式國債利率一般低於儲蓄國債利率。

(三)流通屬性不同。儲蓄國債不可以上市流通，記賬式國債可以上市流通。

(四)變現方式不同。儲蓄國債可以按照有關規定，通過提前兌取、質押貸款等方式變現。記賬式國債可通過上市交易、回購等方式變現，交易價格隨市場變化波動。

(五)到期前終止投資的收益預知程度不同。儲蓄國債投資者可通過提前兌取方式提前終止投資。儲蓄國債提前兌取條件在發行時就已明確規定，因此投資者提前兌取所能獲得的收益是可以預知的，不承擔市場利率變動帶來的價格風險。記賬式國債投資者可通過二級市場賣出方提前終止投資，但二級市場交易價格跟隨金融市場變化而波動，有可能高於或低於發行面值。因此，購買記賬式國債於到期前賣出，收益是不能預知的，投資者要承擔市場利率變動帶來的價格風險。

第二節 國債法制架構

第一階段：有債無市階段（1981 年-1987 年）

1981 年	事件	恢復發行國庫券
	法令	國務院通過 1981 年《中華人民共和國國庫券條例》
	發展	為了治理在改革開放後日益嚴重的通貨膨脹，國務院於 1981 年通過國庫券條例決定恢復國庫券的發行，此後直至 1992 年每年發行國庫券條例，條例規定每年的發行對象與方式、發行數額及利率、換本付息期限、國庫券其其他債券的貼現、抵押和轉讓、國債法律責任、國債管理機構等內容。國債年均發行規模僅為 59.5 億元，且發行日也集中在每年的 1 月 1 日。這一期間尚不存在國債的一、二級市場，國債發行採取行政攤派形式，面向國營單位和個人，且存在利率差別。

第二階段：逐步發展階段（1988 年-1996 年）

1988 年	事件	一二級市場建立
	法令	歷年國庫券條例
	發展	國債年發行規模擴大到 284 億元，增設了國家建設債券、財政債券、特種國債、保值公債等新品種。1988 年國家分兩批在 61 個城市進行國債流通轉讓試點，初步形成了國債的場外交易市場。1990 年後國債開始在交易所交易，形成國債的場內交易市場，當年國債交易額占證券交易總額 120 億元的 80% 以上。
1994 年	事件	國債發行跳躍性增長
	法令	1994 年預算法
	發展	1994 年中國大陸制定的預算法規定：中央財政不得向銀行透

		支，財政赤字只能通過發行國債來彌補。在這種背景下，中國大陸國債發行規模出現了跳躍性的增長。此時國債二級市場交易活躍，別是期貨交易量屢創紀錄，但“3•27”事件和回購債務鏈問題等違規事件的頻頻出現，致使國債期貨交易於5月被迫暫停。
--	--	--

第三階段：多期次發行階段（1997 年至今）

1997 年	事件	成立銀行間債券市場
	法令	《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》、《記賬式國債招標發行辦法》、《儲蓄國債額度發行管理辦法》
	發展	國債市場出現了託管走向集中和銀行間債券市場與非銀行間債券市場相分離的變化，呈現出“三足鼎立”之勢，即全國銀行間債券交易市場、深滬證交所國債市場和場外國債市場。為了應對 1997 年的亞洲金融危機對中國大陸的影響、拉動內需，中國大陸政府實施積極的財政政策，開始發行長期國債。每年財政部會下發當年的國債發行管理辦法，為國債的發行事項做出明文規定。

中華人民共和國國庫券條例

中華人民共和國國庫券條例 （1992 年 3 月 18 日中華人民共和國國務院令第 95 號發佈 根據 2011 年 1 月 8 日《國務院關於廢止和修改部分行政法規的決定》修訂） 第一條 為了籌集社會資金，進行社會主義現代化建設，制定本條例。 第二條 國庫券的發行對像是：居民個人、個體工商戶、企業、事業單位、機關、社會團體和其他組織。 第三條 國庫券以人民幣元為計算單位。 第四條 每年國庫券的發行數額、利率、償還期等，經國務院確定後，由財政部予以公告。 第五條 國庫券發行採取承購包銷、認購等方式。 國家下達的國庫券發行計畫，應當按期完成。 第六條 國庫券按期償還本金。國庫券利息在償還本金時一次付給，不計複利。 第七條 國庫券的發行和還本付息事宜，在各級人民政府統一領導下，由財政部門和中國人民銀行組織有關部門多管道辦理。 第八條 國庫券可以用於抵押，但是不得作為貨幣流通。 第九條 國庫券可以轉讓，但是應當在國家批准的交易場所辦理。	
--	--

第十條 發行國庫券籌集的資金，由國務院統一安排使用。

第十一條 對偽造國庫券的，依法追究刑事責任。

對倒賣國庫券的，按照投機倒把論處。(2011 年 1 月 8 日刪除)

第十二條 國庫券的利息收入享受免稅待遇。

第十三條 本條例由財政部負責解釋。實施細則由財政部商中國人民銀行制定。

第十四條 本條例自發佈之日起施行。

儲蓄國債（電子式）管理辦法

儲蓄國債（電子式）管理辦法

第一章總則

第二條 本辦法所稱儲蓄國債（電子式），是指財政部在中華人民共和國境內發行，通過承銷團成員面向個人銷售的、以電子方式記錄債權的不可流通人民幣國債。。

第四條 財政部委託中央國債登記結算有限責任公司(以下簡稱國債登記公司)為財政部開發和維護儲蓄國債（電子式）業務執行資訊系統，用於管理儲蓄國債（電子式）發行額度分配和接收、核對、記錄承銷團成員銷售和持有儲蓄國債（電子式）資料；制定資料傳輸規範，下發系統參數；協助財政部完成資金清算；提供管理資訊和投資者儲蓄國債（電子式）託管餘額覆核查詢服務等。

第二章一般規定

第五條 儲蓄國債（電子式）發行對象為個人。承銷團成員不得向政府機關、企事業單位和社會團體等任何機構銷售儲蓄國債（電子式），可按照本辦法等規定持有投資者提前兌取的儲蓄國債（電子式）。

第六條 儲蓄國債（電子式）以 100 元面值單位發行和辦理相關業務。

第七條 儲蓄國債（電子式）從開始發行之日起計息，付息方式分為到期一次還本付息和定期付息。財政部於付息日或還本日通過承銷團成員向投資者支付利息或本金。

第八條 儲蓄國債（電子式）按實際天數計息，不計複利（具體計息規則見附 1）。本辦法生效前發行的各期儲蓄國債（電子式）計息規則按原辦法執行。

第九條 儲蓄國債（電子式）不可流通轉讓，可提前兌取、質押貸款、非交易過戶等。

第十條 儲蓄國債（電子式）實行兩級託管，國債登記公司為一級託管機構，承銷團成員為二級託管機構。國債登記公司和承銷團成員分別對一級和二級託管賬務的真實性、準確性、完整性和安全性負責。

第十一條 儲蓄國債（電子式）實行兩級資金清算，財政部與承銷團成員進行一級資金清算，承銷團成員與投資者進行二級資金清算。二級資金清算通過投資者指定的人民幣結算賬戶進行。

第三章儲蓄國債（電子式）業務

第十七條投資者不可在承銷團成員之間辦理儲蓄國債（電子式）轉託管。

第四章儲蓄國債（電子式）發行兌付管理

第三十一條儲蓄國債（電子式）採用代銷方式發行，每期儲蓄國債（電子式）的發行數量不超過當期國債最大發行額。發行期內，承銷團成員在取得的發行額度內對投資者銷售，不得委託其他機構代理銷售。發行期結束後，承銷團成員未售出的發行額度由財政部收回註銷。

第三十三條財政部儲蓄國債（電子式）發行公告日至發行開始日前一日，如遇中國人民銀行調整同期限金融機構存款基準利率，當期儲蓄國債（電子式）取消發行。發行期內，如遇中國人民銀行調整同期限金融機構存款基準利率，當期國債從調息之日起停止發行，未售出發行額度由財政部收回註銷。

第五章監督檢查

第四十條財政部會同中國人民銀行對承銷團成員和國債登記公司的儲蓄國債（電子式）相關業務進行監督檢查，各級財政部門、人民銀行當地分支機構對承銷團成員當地分支網點辦理儲蓄國債（電子式）業務情況進行監督檢查。

第六章附則

2013 年記賬式國債招標發行規則

2013 年記賬式國債招標發行規則

為規範記賬式國債招標發行程式，促進國債市場健康發展，根據《中華人民共和國預演算法》等法律法規，制定本規則。

第一條本規則所稱記賬式國債，是指財政部通過記賬式國債承銷團向社會各類投資者發行的以電子方式記錄債權的可流通國債。本規則所稱關鍵期限國債是指首次發行期限為 1、3、5、7、10 年期的記賬式國債。

第六條債權登記、託管。

（一）債權託管機構選擇。不可追加投標的國債在競爭性招標結束後 15 分鐘內、可以追加投標的國債在追加投標結束後 15 分鐘內，各中標機構應通過招標系統填制“債權託管申請書”，在中央國債登記結算有限責任公司（以下簡稱國債登記公司），中國證券登記結算有限責任公司（以下簡稱證券登記公司）上海、深圳分公司選擇託管。逾時未填制的，系統預設全部在國債登記公司託管。

第八條分銷。記賬式國債分銷，是指招標結束後至繳款日（含繳款日），中標機構轉讓中標的全部或部分國債債權額度的行為。

（一）關鍵期限國債分銷方式為場內掛牌、場外簽訂分銷合同、試點商業銀行櫃檯銷售。非關鍵期限國債分銷方式為場內掛牌、場外簽訂分銷合同。

（二）分銷對象為在證券登記公司開立股票和基金賬戶，在國債登記公司、試點商業銀行開立債券賬戶的各類投資者。

（三）國債承銷團成員間不得分銷。

(四) 非國債承銷團成員通過分銷獲得的國債債權額度，在分銷期內不得轉讓。

(五) 國債承銷團成員根據市場情況自定分銷價格。

第九條上市安排。

(一) 關鍵期限國債在全國銀行間債券市場（含試點商業銀行櫃檯）、證券交易所債券市場上市交易。非關鍵期限國債在全國銀行間債券市場（不含試點商業銀行櫃檯）、證券交易所債券市場上市交易。

(二) 交易方式為現券買賣和回購，其中試點商業銀行櫃檯為現券買賣。

(三) 上市後，各期國債可在各交易場所間相互轉託管。

(四) 通過試點商業銀行櫃檯購買的國債，可以在債權託管銀行質押貸款，具體辦法由各試點商業銀行制訂。

2013 年儲蓄國債發行額度管理辦法

2013 年儲蓄國債發行額度管理辦法

第一章總則

第二條本辦法所稱儲蓄國債指儲蓄國債（電子式）和憑證式國債。

第三條本辦法適用於 2013 年儲蓄國債（電子式）和憑證式國債發行額度分配管理。國債發行通知另有規定的除外。

第四條儲蓄國債（電子式）發行額度分為基本代銷額度和機動代銷額度，分別按照計畫分配和競爭性抓取的方式分配給 2012-2014 年儲蓄國債承銷團成員（以下簡稱承銷團成員）。憑證式國債發行額度按照計畫分配方式分配給承銷團成員。

第五條本辦法所稱儲蓄國債（電子式）基本代銷額度比例和憑證式國債代銷額度比例分別指，財政部會同中國人民銀行分配儲蓄國債（電子式）基本代銷額度和憑證式國債發行額度時，使用的各承銷團成員占比。

第二章儲蓄國債（電子式）發行額度管理

第九條儲蓄國債（電子式）發行額度分配方式為：

(一) 發行開始前，財政部會同中國人民銀行根據發行通知規定，將當期儲蓄國債（電子式）的最大發行額的全部或部分，作為基本代銷額度，按照各承銷團成員基本代銷額度比例分配給承銷團成員。其餘發行額度作為機動代銷額度在發行期內供各承銷團成員抓取。

(二)發行期內，承銷團成員可於每日 8:30-16:30 通過與財政部儲蓄國債(電子式)業務執行資訊系統(以下簡稱國債系統)聯網方式申請抓取機動代銷額度。承銷團成員申請機動代銷額度的單筆上限為自身當期國債基本代銷額度的 10%，同一期國債兩次申請時間間隔不少於 1 分鐘。國債系統按照接收時間優先原則處理機動代銷額度抓取申請，並向承銷團成員回饋處理結果。如財政部未分配機動代銷額度大於承銷團成員申請抓取額，按該承銷團成員申請額向其分配；如財政部未分配機動代銷額度小於或等於承銷團成員申請抓取額，將未分配機動代銷額度全部分配給該承銷團成員。

(三)發行期每日日終，如承銷團成員當日實際銷售量大於日初未售出基本代銷額度，應將未售出發行額度全部退回財政部；如承銷團成員當日實際銷售量小於或等於日初未售出基本代銷額度，應將當日抓取機動代銷額度全部退回財政部。

第三章憑證式國債發行額度管理

第十七條憑證式國債發行額度分配方式為：

(一)發行開始前，財政部會同中國人民銀行將當期憑證式國債最大發行額按發行通知中規定的代銷額度分配比例分配給承銷團成員。

(二)憑證式國債發行期間，原則上不調整承銷團成員的發行額度。

(三)憑證式國債發行期結束後，各承銷團成員應準確計算當期憑證式國債的實際發售金額，將未售出的發行額度註銷。

第四章附則

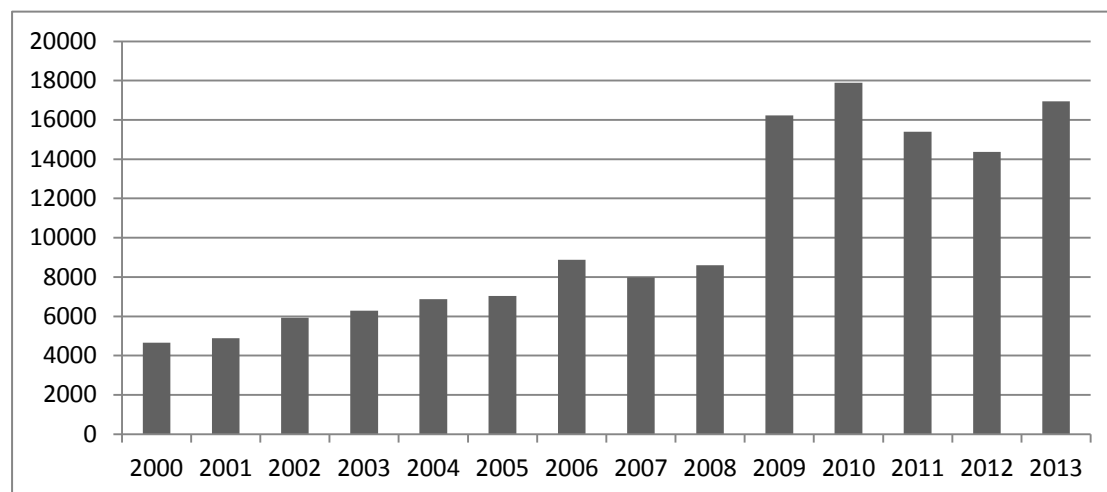
第三節 國債交易概況

國債發行量分析

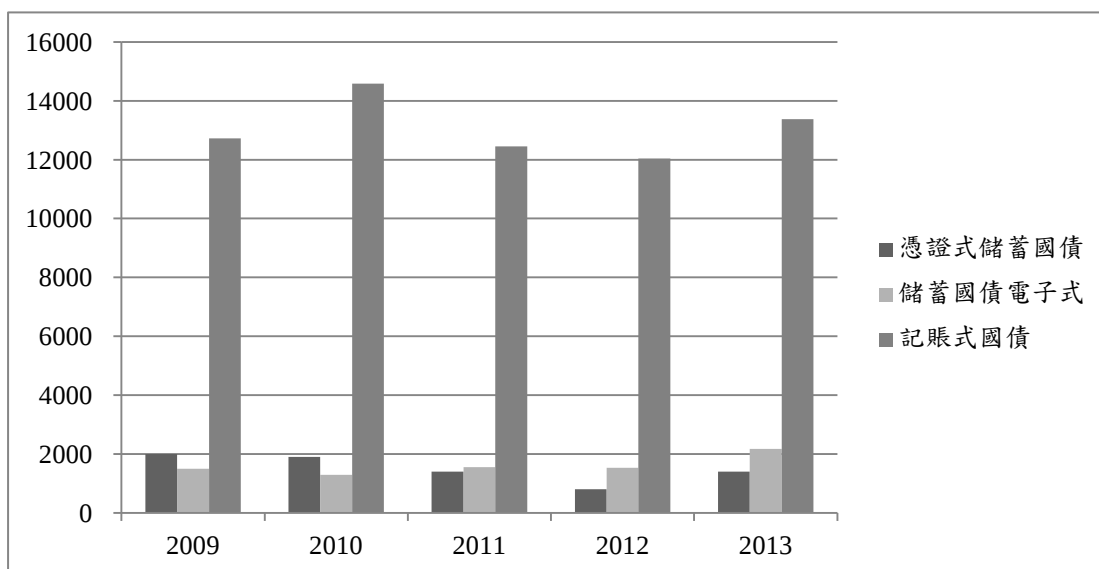
1981 年國債恢復發行開始初期，公債的發行量並沒有很大，大約維持在 40 到 60 億元之間。在 1994 年預算法施行之後，公債的發行量實現了跳躍式的增加。主要是因為新預算法規定財政赤字不能從銀行透支，只能以發行公債解決。1994 年國債發行額一舉突破 1,000 億元大關，其後的規模不斷擴大。其主要原因：一是財政赤字增加和經濟建設的需要；二是以前年度發行的國債進入還本付息的高峰期，同時通貨膨脹時期發行的國債增加的保值貼補條件，使這一時期的國債還本付息支出大幅度增長。2008 年後因為金融危機和稅率降低的影響，中央和地方財政赤字嚴重，中央財政赤字預計增加 5,700 億達到 7,500 億，因此國債發行

量由 2008 年的 8,615 億增加到 2009 年 16,229 億元。

可以看到的是國債的發行量有增加趨勢，並且記賬式國債的發行量要遠遠高過其他兩種儲蓄國債。這也是因為記賬式國債可以在次級市場中交易，並且面向全社會發行，相比較個人來說，法人機構有著更大的資本額可以購買國債。



【圖 2-1】 2000 年-2013 年每年國債的發行量¹（單位：億元）

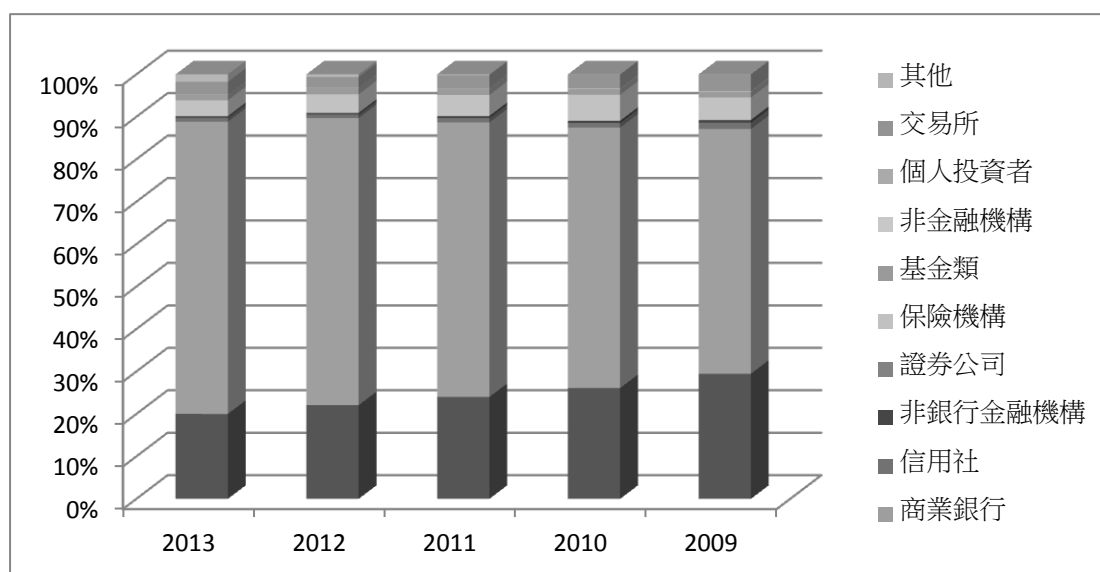


【圖 2-2】 2009 年-2013 年分類國債發行量統計（單位：億元）

投資者結構分析

國債的主要投資人為商業銀行，次要投資人為特殊結算成員。兩者的總比重超過 80%。

¹ 2007 年數據中並未包含特別國債 15,502.28 億元

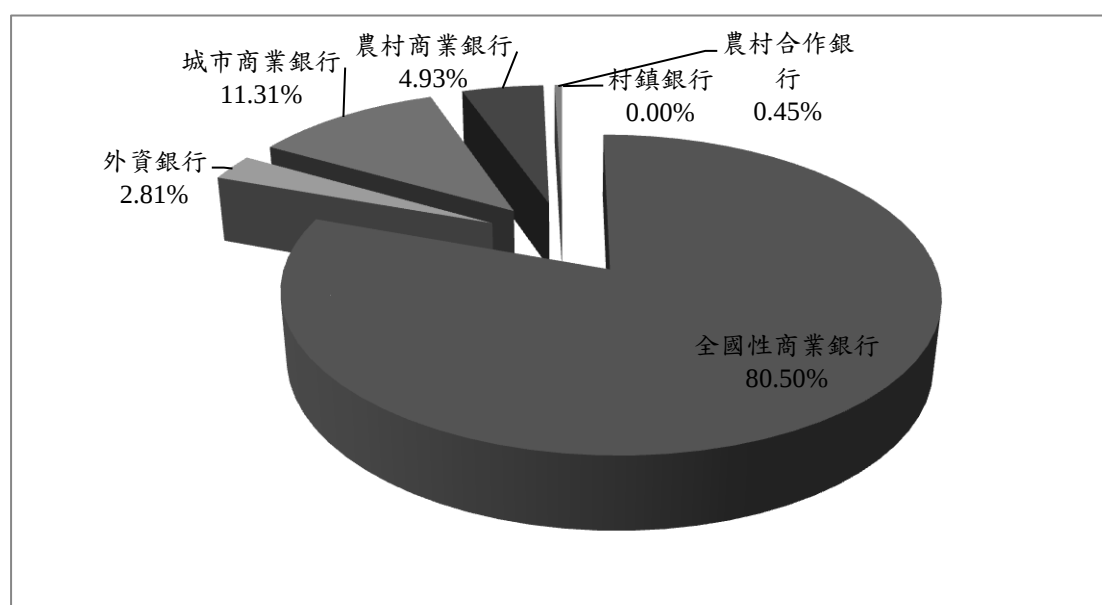


【圖 2-3】 2009 年-2013 年國債投資者結構分析

數據來源：中債登

可以觀察到在特殊結算成員近幾年持有量下降的情況下，商業銀行的持有量進一步的增加。進一步分析國債的主要投資人商業銀行中，全國性商業銀行的持有比例為 80.50%，這主要是由於全國性商業銀行的資本量比較高導致適足資本也比較高。

根據《商業銀行資本適合足夠率管理辦法》，商業銀行持有國債的風險性權重係數為 0。同時，人民銀行也在 1998 年通過降低存款準備金率要求主要商業銀行購買特別國債以達到 8% 的資本適足率。

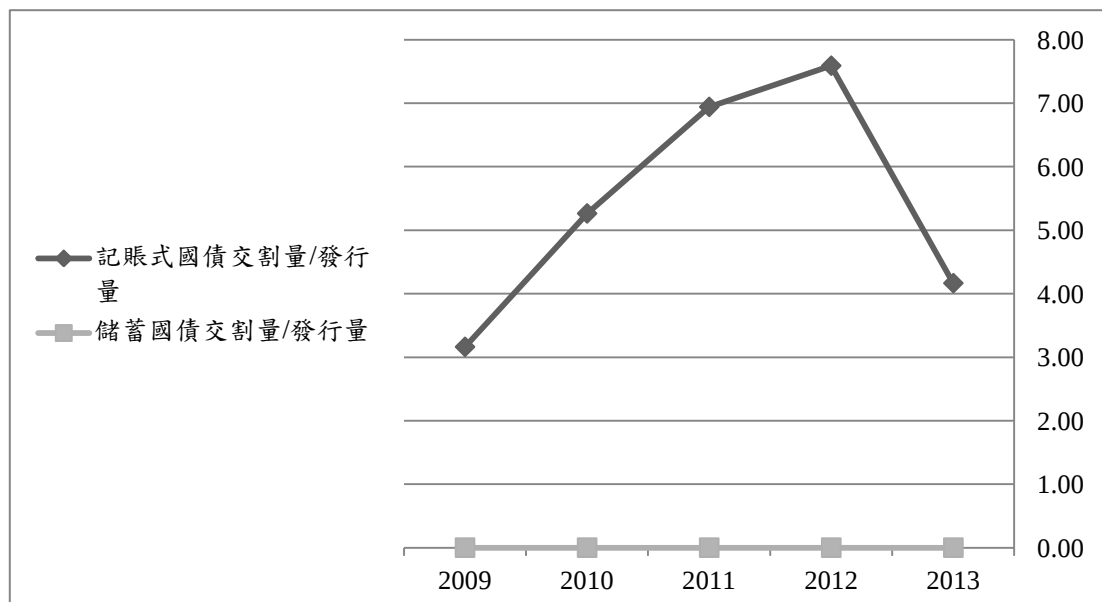


【圖 2-4】 2013 年國債商業銀行投資者結構分析

數據來源：中債登

次級市場流動性

中國大陸的國債主要分為兩個品種：儲蓄國債和記賬式國債。其中儲蓄國債是面向個人發行的不可流通債券，所以其次級市場不存在。而記賬式國債是面向全社會發行的可流通債券，被允許在銀行間債券市場和銀行間櫃檯市場間交易。由圖可以看出，記賬式國債的次級市場流動在 2012 年之前在逐步加強，但是在 2013 年有明顯的回落趨勢。



【圖 2-5】 2009 年-2013 年國債之現券交割量/發行量

數據來源：中債登

銀行間交易市場是記賬式國債現貨交易的主要市場，2011年銀行間市場交易國債規模為8.64兆，交易所市場國債交易規模為962.6億元。2011年末，記賬式國債託管餘額未6.45萬億，其中銀行間市場託管餘額6.25萬億，交易所託管餘額1989億元。目前中國大陸的國債換手率大約在1.3左右，這顯示了中國大陸的國債次級市場流動性較差。

【表 2-2】 2000 年-2013 年記賬式國債交割量與發行量變動表（單位：億元）

年度	銀行間市場交易量	年初託管餘額	年末託管餘額	換手率 ²
2000	427.44	6750.75	9156.16	0.053743
2001	488.46	9156.16	10973.18	0.048532
2002	2716.94	10973.18	16326.93	0.199042
2003	8201	16326.93	21034.6	0.439008
2004	5318.14	21034.6	24176.74	0.235257

² 換手率=交易金額/（年初餘額+年末餘額）*2

2005	10872.92	24176.74	26702.57	0.4274
2006	12568.77	26702.57	28648.17	0.45415
2007	21446.79	28648.17	46202.05	0.573059
2008	36299.78	46202.05	47891.05	0.771572
2009	40206.42	47891.05	53327.45	0.794448
2010	76729.8	53327.45	59627.85	1.358587
2011	86376.2	59627.85	64533	1.39136
2012	91307.68	64533	70674.35	1.350632
2013	55694.61	70674.35	78122.85	0.748598

數據來源：中債登

2013 年 9 月 6 日，時隔 18 年之後國債的期貨交易重新開機，其 9 月交易量就達到了 1400 多億元。

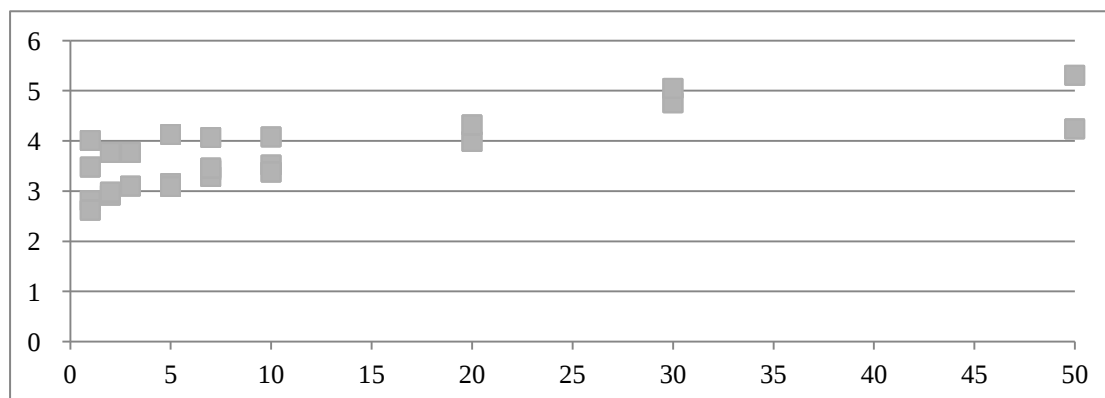
【表 2-3】 2013 年國債期貨交易成交量與成交額

	本期成交量(手)	本期成交額(萬元)	本期持倉量(手)
2013 年 9 月	153320	14438330.72	4444
2013 年 10 月	36806	3456679.882	4024
2013 年 11 月	75584	6957277.834	3208
2013 年 12 月	63085	5786569.306	3632
2013 年合計	328795	30638857.74	

來源：上海金融期貨交易所

票面利率與到期期限關係分析

就國債來說，儲蓄國債利率符合債券特性，即到期期限越長票面利率越高。主要需要探討的是記賬式國債的票面利率與到期期限的關係。可以看出，同一年的不同期次同期限的記賬式國債的票面利率不完全符合債券特性。



【圖 2-6】 2013 年記賬式國債票面利率與到期年限的關係圖

數據來源：wind

第四節 國債信用風險

中國大陸國債目前沒有出現過違約事件，但是歷史上的 3.27 國債期貨弊案可以讓我們試窺中國大陸國債期貨的風險。

一、現貨流動性不足，容易誘發逼空

從國際經驗來看，國債期貨的順利進行，需要具備一個合理市場規模的債券現貨市場。債券現貨市場容量過小，一方面使得國債期貨套期保值需求不足，影響期貨市場的健康發展，另一方面也容易導致市場操縱和過度投機，造成“多逼空”的市場格局，助長投機氣氛。在中國大陸國債期貨試點過程當中，先後發生過“314”“327”“319”等三次國債期貨風險事件，“多逼空”是其共同的特點。以著名的“327”國債期貨品種為例，其對應的現貨(92 年發行的 3 年期國債)只有 246.79 億元，即便是採用混合交收的方式，由於當時可供交割國債的實際流通量不過 650 億元，而且整個國債存量也不過 1020 億元，市場屢次出現持倉總量超過了國債的實際發行量的情況。

二、市場分割性嚴重

中國大陸不僅期貨交易所分散，而且各個市場的交易制度差別很大，從合約設計的標準、交割方式、交割月份乃至保證金比例都不盡相同，導致各市場同類品種合約的巨大價差，形成博取套利和高度投機的市場基礎。

三、交易制度欠合理

從品種設計看，無論是單一品種，還是按對應現券設計合約品種，都缺乏標的現券的連續性，使期貨合約的穩定性差，增加了套期保值的難度；混合交收方式中，用於計算交割現券數量的折算率與現貨市場價格相關，在現貨市場易於被人為操縱的情況下，更加大了折算率的不穩定性，加劇了期市價格的波動。

四、交易所風險防範技術不足

中國大陸交易所的保證金制度不合理，沒有漲跌停板制度，對會員和特別席位的持倉限額沒有統一的標準和依據，也沒有各品種持倉比例的規定，致使交易大戶在一個品種上就超出總持倉量。沒有大戶報告制度，使交易所不能及時掌握持倉大戶的交易情況。

第三章 金融債券

金融債券的定義

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，但信用評級的合理性與潛在的風險，也是本章討論的重點之一。

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³、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 3-1】 金融債券之分類架構

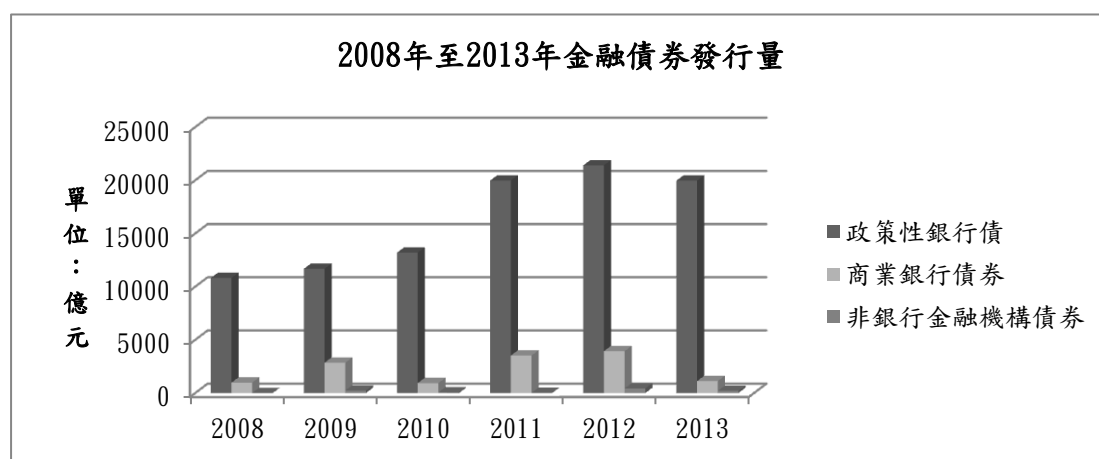
發行人		債券名稱	監管機構
政策性銀行：國家開發銀行、進出口銀行、農業發展銀行		政策性銀行金融債券	人民銀行
商業銀行		金融債券	銀監會、人民銀行
		次級債券	
非銀行金融機構	企業集團財務公司	金融債券	人民銀行、銀監會、證監會
	保險公司、證券公司債券	次級債券	保監會

³政策性銀行所發行的金融債券為政策性銀行金融債券，中央國債登記結算有限責任公司官方網站上又稱其為政策性銀行債，上證債券訊息網官方網站上則稱其為政策性金融債。本研究團隊以人民銀行發布《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》之名稱為主，稱政策性銀行所發行的金融債券為政策性銀行金融債券。

中國大陸金融債券發行量二大特點：

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

由於金融債券中屬政策性銀行金融債券和商業銀行所發行的債券占比最高，同時也最具有研究價值，因此本研究團隊將政策性銀行金融債券和商業銀行所發行的債券，為研究金融債券的重點。



【圖 3-1】 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

第一節 金融債券簡介

一、政策性銀行金融債券

政策性銀行金融債券之發行人

政策性銀行金融債券為三家政策性銀行所發行的金融債券，分別為國家開發銀行、中國進出口銀行以及中國農業發展銀行。

政策性銀行金融債券之發行法規

政策性銀行金融債券最早發行根據是人民銀行於 1998 年 11 月 28 日發佈的《政策性銀行金融債券市場發行管理暫行規定》，但人民銀行於 2005 年 4 月 22 日通過《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》，同時廢止 1998 年的《政策性銀行金融債券市場發行管理暫行規定》，辦法中詳細規定發行政策性銀行金融債券應按年向人民銀行申請金融債券發行，經人民銀行核准後方可發行。政策性銀行金融債券發行申請應包括發行數量、期限安排、發行方式等內容，如需調整，應及時報人民銀行核准。

政策性銀行金融債券之發行目的

政策性銀行的資金來源除了國家撥款、同業存放款項及客戶存款外，主要是靠發行政策性銀行金融債券。其中以國家開發銀行的發行量最大，發行政策性銀行金融債券其銀行業務主要的資金來源。資金多用於支持基礎設施、基礎產業和支柱產業建設，包含的產業有電力、石油石化、鐵路、煤炭、高速鐵路、城市軌道交通、新能源發電等國家重點項目建設。

中國進出口銀行的資金籌集以發行政策金融債券為主，同時在國際金融市場籌措資金，業務主要是辦理進出口信貸、對外承包工程和境外投資貸款、中國大陸政府對外優惠貸款、提供對外擔保等。中國農業發展銀行則以人民銀行的再貸款為主、同時發行少量的政策性金融債券籌集資金，業務上則主要承擔國家糧、棉、油儲備和農副產品收購、農業開發等業務中的政策性貸款。

政策性銀行金融債券之發展沿革

1994 年 4 月，國家開發銀行第一次進行政策性銀行金融債券的派購發行，開闢了政策性銀行金融債。但因派購發行造成價格扭曲，不同期限結構的債券價格比不合理，再加上投資人對新成立的政策性金融機構認同度較低等因素，使得政策性銀行金融債的發行難度大。

1998 年 9 月，國家開發銀行率先進行政策性銀行金融債的市場化發行。在市場化的發行方式下，政策性銀行金融債券的價格由市場確定，市場化發行初期，政策性金融債券主要以中短期券種為主，最長期限是 3 年，而後慢慢發展出期限 3 個月、6 個月、1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期、20 年期、30 年期等券種。

2014 年 1 月 7 日國家開發銀行所發行的政策性銀行金融債券首次在上海證交所上市，在此之前政策性銀行金融債券只能在銀行間債券市場交易，由於國家開發銀行所發行的債券是銀行間債券市場最為活躍的交易品種之一，截止 2013 年 11 月底，國家開發銀行所發行的政策性銀行金融債券餘額為 5.67 萬億元，占銀行間債券市場比例為 20%。市場評論，國開債到上交所發行與交易，是人民銀行和證監會深化債券市場改革、推動市場互聯互通的重大措施。

政策性銀行金融債券之特色

1. 屬國家主權級，具有很好的償還保障

政策性銀行金融債券從發行、使用和償還等方面看性質與國債差別不大，可以說是一種「準國債」。由於有中央財政擔保，不存在償付危機問題。國際上政策性銀行金融債被國際評級機構評為國家主權級債券，在國際市場享有良好的信譽。

2. 商業銀行投資風險過度集中

政策性銀行金融債券的主要投資人為商業銀行，原因除了政策性銀行金融債的發債頻率高，期限種類多外，主要是因為根據《商業銀行資本充足率

管理辦法》，商業銀行持有政策性銀行金融債券的風險權重為 0。然而投資過度集中，風險也隨之增高，若遇到市場利率大幅度波動，多數商業銀行勢必面臨嚴重的利率風險。

二、商業銀行次級債券

商業銀行次級債券之發行人

商業銀行次級債券的發行主體為中國大陸境內設立的商業銀行法人。商業銀行次級債券是指商業銀行發行的、本金和利息的清償順序列於商業銀行其他負債之後、先於商業銀行股權資本的債券。

商業銀行次級債券之發行法規

根據《中華人民共和國中國人民銀行法》、《中華人民共和國銀行業監督管理法》和《中華人民共和國商業銀行法》等法律，人民銀行於 2004 年 7 月發布《商業銀行次級債券發行管理辦法》。

商業銀行次級債券之發行目的

《商業銀行次級債券發行管理辦法》中明確指出商業銀行次級債券的發行目的，是為規範商業銀行發行次級債券行為，維護投資者合法權益，促進商業銀行資產負債結構的改善和自我發展能力的提高。

商業銀行次級債券之發展沿革

商業銀行發行次級債券與商業銀行的改革有著密切的關係。2003 年底中國大陸決定加速國有商業銀行的改革，率先對中國銀行、中國建設銀行進行股份制的改造，但由於國有商業銀行資產規模擴張快速，中國銀行與中國建設銀行的資本適足率在注資之後仍未達到 8%，這對上市有很大的影響，因而有了讓商業銀行發行次級債券融資、補充附屬資本的想法。

人民銀行於 2004 年 7 月發布《商業銀行次級債券發行管理辦法》後，中國銀行、中國建設銀行共發行了 1,000 億元的次級債券，2005 年中國工商銀行也發行了 350 億元的次級債券，此後，股份制商業銀行、城市商業銀行也相繼發行次級債券。

商業銀行次級債券之特色

1. 補充資本，提高資本適足率

補充資本金是商業銀行次級債券的重要功能，根據巴塞爾協定的規定，商業銀行可通過補充一級、二級或三級資本來擴充資本：其中一級資本包括普通股股本等屬於核心層的資本；二級資本包括普通準備、次級定期債務以及混合資本工具等；三級資本包括一些較短期的次級債務。對應於《巴塞爾協議》中次級定期債務的相關規定，人民銀行發布的《商業銀行次級債券發

行管理辦法》對商業銀行補充資本提供了一條路徑，發行次級債券因此成為商業銀行提高資本適足率的主要手段。

2. 增強主動負債能力，提高資產負債管理水準

由於存款是一種被動負債，銀行無法決定存款人存入資金的數量和期限。因此，負債業務很難與資產業務在數量、期限結構和利率結構上有效匹配。而次級債券是一種長期負債，商業銀行可以通過主動負債，改善銀行的負債結構，降低資產負債期限結構不匹配帶來的風險，除此之外商業銀行也增強了資產負債管理的能力。

三、商業銀行金融債券

商業銀行金融債券之發行人

商業銀行金融債券的發行主體為中國大陸境內設立的商業銀行法人。商業銀行金融債券在清償順序上應次於個人儲蓄存款的本金和利息，與發行人吸收的企業存款和其他負債具有同樣的清償順序。

商業銀行金融債券之發行法規

2005 年 5 月人民銀行為了規範商業銀行金融債券的發行，發布了《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》，詳細規範商業銀行金融債券申請、發行、結算等相關辦法。2009 年中國人民銀行為進一步規範金融債發行發布《全國銀行間債券市場金融債券發行管理操作規程》。

商業銀行金融債券之發行目的

隨著中國大陸金融機構間的競爭日益激烈，商業銀行吸收存款的成本逐漸提高，同時資本市場的興起繁榮也導致了大量的存款從銀行分流出來進入股市，因而對商業銀行存款來源和穩定性產生影響。商業銀行發行金融債券可以在短期內籌集大量的資金，支援資產業務發展，也可以在一定程度上緩解資產與負債在期限結構上的錯配風險。

商業銀行金融債券之發展沿革

商業銀行金融債券是商業銀行調整負債結構的重要手段，由於中國大陸的商業銀行主要負債是大眾的存款，但存款的吸收屬於被動，且存款期限的不穩定亦和貸款期限匹配出問題，除此之外一些規模不大的商業銀行，更受存款資金不足以滿足貸款需求所苦，商業銀行發行金融債券的想法因而孕育而生，因此在 2005 年 5 月人民銀行發布了《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》規範商業銀行發行金融債券之相關規定。中國大陸金融市場於 2005 年 8 月 12 日首次發行商業銀行金融債券，上海浦東發展銀行成功發行 70 億元。

商業銀行金融債券之特色

1. 名稱不統一

人民銀行所發布的《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》中，稱商業銀行所發行的金融債券為商業銀行金融債券，但或許是為了和商業銀行次級債券做區隔，許多官方單位⁴又稱商業銀行金融債券為商業銀行普通債，或商業銀行普通金融債，名稱不統一亦造成混用與理解上的困難。

2. 與商業銀行次級債的不同

清償順序：商業銀行次級債的清償順序列於其它負債之後、先於股權資本；商業銀行金融債的清償順序則是列於存款之後、股權資本和次級債之前。發行要求不同：商業銀行次級債的發行條件必須達到核心資本適足率不低於5%，商業銀行金融債的發行條件則是核心資本適足率不低於4%。

可否計入資本：商業銀行次級債的發行可計入資本，商業銀行金融債不可計入資本。

3. 小型微型企業貸款

2011年中國銀監會發布《關於支援商業銀行進一步改進小型微型企業金融服務的補充通知》鼓勵銀行貸款給小微企業，包括允許商業銀行發行小型微型企業專項金融債。可以觀察到近幾年商業銀行所發行的商業銀行金融債，大多在募集資金用途上明確表示募集資金專項用於發放小微企業貸款，而受惠最大的是城市商業銀行與村鎮型的商業銀行，因為小微企業主要分佈在社區、縣域和大集鎮等基層領域。商業銀行申請發行小型微型企業貸款專項金融債，應符合2005年人民銀行所公布的《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》，商業銀行也應出具書面承諾，承諾將發行金融債所籌集的資金全部用於發放小型微型企業貸款，此外該債項所對應的單戶授信總額500萬元（含）以下的小型微型企業貸款在計算小型微型企業調整後存貸比時，可在分子項中予以扣除，概念上可以理解為負的放款，中小銀行為了盈利，在申請發行小企業貸款專項金融債方面，表現得更為積極。

第二節 金融債券法制架構

第一階段：金融債券草創期（1985-1994）

1985 年	事件	首次發行金融債券
	法令	中國人民銀行、中國農業銀行、中國工商銀行三總行聯合發佈《關於1985年發行金融債券，開辦特種貸款辦法》
	發展	金融債券的發行最早可追溯到1985年，當時為解決國有商業銀行信貸資金不足的問題，人民銀行決定由中國工商銀行、中國建設銀行和其他非銀行金融機構向社會公開發行金融債券。發行目的在於支應社會急需且經濟效益高的建設計畫，

⁴中央國債登記結算有限責任公司官方網站上稱其為商業銀行普通債

		從發行目的看來，這時的金融債券類似政府債券，是為了貫徹國家的經濟政策，而非為了金融機構自身的利益。但這種專以國家建設為主的特定目的金融債券發行持續至 1992 年，總共大約發行了二百多億元，之後再也沒有發行過。
--	--	---

第二階段：政策銀行獨秀期（1994-2004）

1994 年 階段一 派購發行	事件	首次發行政策性銀行金融債券
	發展	1994 年國家開發銀行成立，接收了當時由專業銀行分離出的政策性業務，明確目標為支持國家基礎設施、基礎產業和支柱產業建設的主要任務。國家開發銀行成立後面臨的第一個問題就是資金來源。1994 年，中國大陸經濟還沒有完全擺脫通貨膨脹的影響，財政資金非常緊張，資金來源除了中央銀行的再貸款則是發行債券，政策性銀行金融債券因此孕育而生。由於當時缺乏債券市場化發行的基礎，加上國家開發銀行所支持的政策性項目風險較高，人們對這些項目的還款能力並不樂觀，因此政策性銀行金融債券最終選擇了向商業銀行等金融機構派購的發行方式。所謂派購就是通過行政手段實行指令性發行，每年根據專案貸款需要和還本付息額確定當年資金缺口，並以此為依據確定當年發債規模，再參照各商業銀行新增貸款規模的一定比例，確定向各商業銀行的派購額。派購債的發行利率、發行債種、認購人、認購數量等都由中央銀行決定。
1998 年 階段二 市場化 發行	事件	政策性金融債券市場化
	法令	1998 年中國人民銀行發佈《政策性銀行發行金融債券暫行管理規定》
	發展	政策性銀行金融債券的市場化發行，仍然是國家開發銀行於 1998 年 9 月 2 日率先推出，中國進出口銀行於 1999 年開始嘗試市場化發行業務。隨著國家開發銀行資金需求量的不斷增加，中央銀行感受到越來越大的籌資壓力，商業銀行等投資者也對債券投資提出了自主選擇的要求，派購已經不能滿足市場雙方的要求。1996 年，記賬式國債開始在上海、深圳證券交易所上市發行，進行了市場化的發行，而國債的市場化嘗試成為中國大陸債券市場發展的里程碑，也為國家開發銀行債券市場化改革提供了啟示。1998 年 9 月 2 日，國家開發銀行以市場化招標方式在銀行間債券市場上成功地推出 50 億元一年期金融債券，並在不到兩年的時間內實現了債券發行的完全市場化。

第三階段：金融債券創新期（2004-2010）

2004 年	事件	商業銀行首次發行次級債
	法令	2004 年 7 月中國人民銀行發布《商業銀行次級債券發行管理辦法》、2003 年 12 月銀監會發佈《關於將次級定期債務計入附屬資本的通知》
	發展	債券的品種隨著市場需求不斷創新，商業銀行次級債券即是為了改善商業銀行資產品質，以提高商業銀行資本適足率，2004 年 12 月，興業銀行首次發行商業銀行次級債 30 億元。
2005 年	事件	商業銀行首次發行金融債券
	法令	2005 年 5 月中國人民銀行發佈《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》
	發展	既允許發行商業銀行次級債後，為使商業銀行可以拓寬金融機構融資管道以調整負債結構，於 2007 年 8 月 12 日，上海浦東發展銀行成功發行商業銀行金融債券 70 億元。

第四階段：金融債券重返交易所（2010-）

2010 年	事件	上市商業銀行重返交易所
	法令	2010 年 10 月一行兩會（人民銀行、證監會、銀監會）發佈《關於上市商業銀行在證券交易所參與債券交易試點有關問題的通知》
	發展	2010 年 12 月 6 日，交通銀行在上海證券交易所集中競價系統完成首單交易，成為 13 年後第一家進入交易所債券市場的上市商業銀行。 意味著 2008 年 12 月「國三十條」中提到的「上市商業銀行進入交易所債券市場試點」正式進入實質性操作階段。上市商業銀行獲准重返交易所債券市場，可說是中國大陸有意逐步統一債券市場的第一步，也是必然的發展趨勢，為人民銀行、銀監會和證監會貫徹「金融 30 條」關於推進上市商業銀行進入交易所債券市場試點要求的重要舉措。 《關於上市商業銀行在證券交易所參與債券交易試點有關問題的通知》指出，試點上市商業銀行應在證券交易所集中競價交易系統，進行規定業務範圍內的債券現券交易。試點期間，試點上市商業銀行參與證券交易所債券交易涉及的債券登記、託管及結算業務，皆由中國證券登記結算有限責任公司辦理。
2013 年	事件	國家開發銀行到上海證券交易所試點發行政策性銀行金融債券

	法令	2013 年 12 月 24 日上海交易所發佈《關於國家開發銀行金融債券發行交易試點通知》和《上海證券交易所債券招標發行業務操作指引》
	發展	繼 2010 年上市商業銀行進入交易所債券市場之後，又允許國家開發銀行進入上海證券交易所發債，可視為中國大陸債券市場的互通互融過程再邁出一步。經人民銀行和證監會批准，國家開發銀行到上海證券交易所試點發行政策性銀行金融債，首批試點額度為 300 億元。市場認為國家開發銀行到上交所試點發債，是落實國務院常務會議和十八屆三中全會中提到「發展和規範債券市場，提高直接融資比重」的精神，推進債市互通互融的有力行動。

全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法

全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法

第一章 總 則

第一條 為規範全國銀行間債券市場金融債券發行行為，維護投資者合法權益，根據《中華人民共和國中國人民銀行法》，制定本辦法。

第二條 本辦法所稱金融債券，是指依法在中華人民共和國境內設立的金融機構法人在全國銀行間債券市場發行的、按約定還本付息的有價證券。

本辦法所稱金融機構法人，包括政策性銀行、商業銀行、企業集團財務公司及其他金融機構。

第三條 中國人民銀行依法對金融債券的發行進行監督管理。未經中國人民銀行核准，任何金融機構不得擅自發行金融債券。

第二章 申請與核准

第六條 政策性銀行發行金融債券，應按年向中國人民銀行報送金融債券發行申請，經中國人民銀行核准後方可發行。政策性銀行金融債券發行申請應包括發行數量、期限安排、發行方式等內容，如需調整，應及時報中國人民銀行核准。本辦法所稱政策性銀行，是指國家開發銀行、中國進出口銀行、中國農業發展銀行。

第七條 商業銀行發行金融債券應具備以下條件：

- （一）具有良好的公司治理機制；
- （二）核心資本充足率不低於 4%；
- （三）最近三年連續盈利；

- (四) 貸款損失準備計提充足；
- (五) 風險監管指標符合監管機構的有關規定；
- (六) 最近三年沒有重大違法、違規行為；
- (七) 中國人民銀行要求的其他條件。

根據商業銀行的申請，中國人民銀行可以豁免前款所規定的個別條件。

第八條 企業集團財務公司發行金融債券應具備以下條件：

- (一) 具有良好的公司治理機制；
- (二) 資本充足率不低於 10%；
- (三) 風險監管指標符合監管機構的有關規定；
- (四) 最近三年沒有重大違法、違規行為；
- (五) 中國人民銀行要求的其他條件。

第九條 其它金融機構發行金融債券應具備的條件另行規定。

第四章 登記、託管與兌付

第二十五條 中央國債登記結算有限責任公司（以下簡稱“中央結算公司”）為金融債券的登記、託管機構。

商業銀行次級債券發行管理辦法

商業銀行次級債券發行管理辦法

第一章 總 則

第一條 為規範商業銀行發行次級債券行為，維護投資者合法權益，促進商業銀行資產負債結構的改善和自我發展能力的提高，根據《中華人民共和國中國人民銀行法》、《中華人民共和國銀行業監督管理法》和《中華人民共和國商業銀行法》等法律，制定本辦法。

第二條 本辦法所稱商業銀行次級債券（以下簡稱“次級債券”）是指商業銀行發行的、本金和利息的清償順序列於商業銀行其他負債之後、先於商業銀行股權資本的債券。

經中國銀行業監督管理委員會批准，次級債券可以計入附屬資本。

第三條 次級債券可在全國銀行間債券市場公開發行或私募發行。

商業銀行也可以私募方式募集次級定期債務，商業銀行募集次級定期債務應遵循中國銀行業監督管理委員會發佈的相關規定。

第四條 次級債券發行人（以下簡稱發行人）為依法在中國境內設立的商業銀行法人。

第五條 次級債券的發行遵循公開、公平、公正、誠信的原則，並充分披露有關資訊和提示次級債券投資風險。

第六條 次級債券的投資風險由投資者自行承擔。

第七條 中國人民銀行和中國銀行業監督管理委員會依法對次級債券發行進行監督管理。中國銀行業監督管理委員會負責對商業銀行發行次級債券資格進行審查，並對次級債券計入附屬資本的方式進行監督管理；中國人民銀行對次級債券在銀行間債券市場的發行和交易進行監督管理。

第二章 次級債券發行申請及批准

第八條 商業銀行發行次級債券應由國家授權投資機構出具核准證明；或提交發行次級債券的股東大會決議。股東大會決議應包括以下內容：

- （一）發行規模、期限；
- （二）募集資金用途；
- （三）批准或決議的有效期。

第九條 商業銀行公開發行次級債券應具備以下條件：

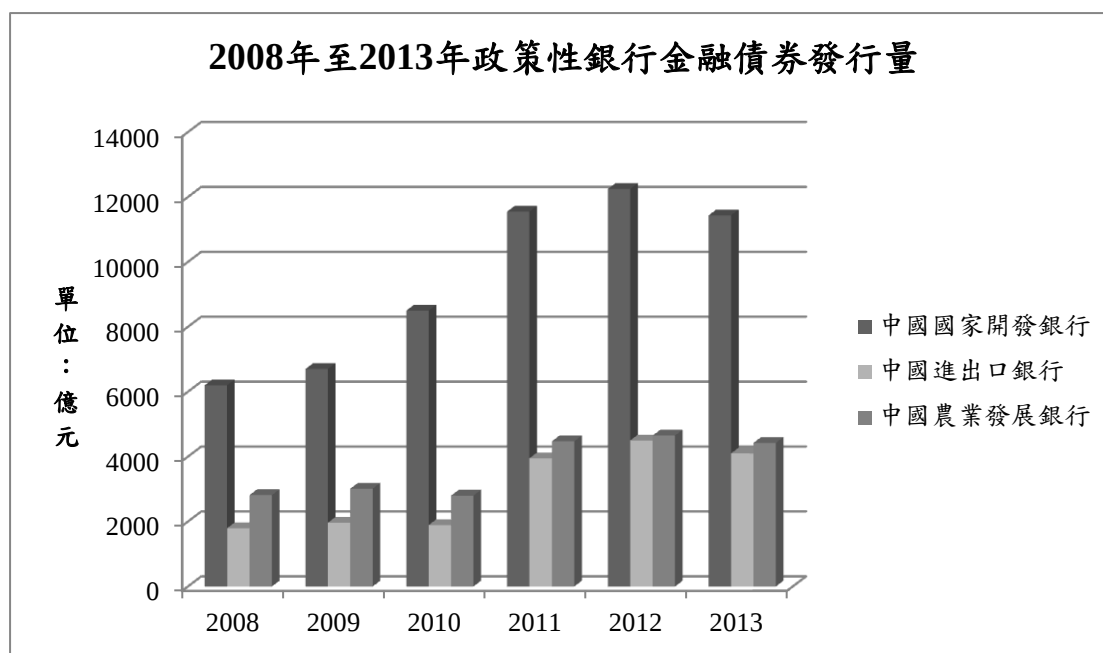
- （一）實行貸款五級分類，貸款五級分類偏差小；
- （二）核心資本充足率不低於 5%；
- （三）貸款損失準備計提充足；
- （四）具有良好的公司治理結構與機制；
- （五）最近三年沒有重大違法、違規行為。

第三節 金融債券交易概況

一、政策性銀行金融債券交易概況

發行量分析

發行政策性銀行金融債券為中國大陸國家開發銀行主要的資金來源，也因此開發行的政策性銀行金融債券發行量最大。2008 年開發行的政策性銀行金融債券發行量為 6,200 億元，2009 年發行量為 6,700.6 億元，2010 年發行量為 8,500 億元，2011 年的發行量是近六年來最高為 11,550 億元，2012 年發行量為 12,250 億元，2013 年發行量為 11,435.8 億元。這樣的數據結果符合上述分析，由於國家開發銀行主要的資金來源即是靠發行政策性銀行金融債券，因此發行量大幅領先中國進出口銀行和中國農業發展銀行。



【圖 3-2】 2008 年至 2013 年政策性銀行金融債券發行量

資料來源：中央結算公司

進一步分析中國大陸三家政策性銀行於 2013 年發行政策性銀行金融債券概況，發行面直接為 100 元，國家開發銀行和中國農業發展銀行的發行年限皆相同為 0.5、1、2、3、5、7、10 年，中國進出口銀行的發行年限則為 1、2、3、5、7、10 年。發行量為國家開發銀行最大高達 11,435.8 億元，中國農業發展銀行的發行量次之為 4,424.5 億元，中國進出口銀行的發行量最少為 4,100 億元，大致上三家政策性銀行在 2013 年的發債量與過去兩年相比變動不大。

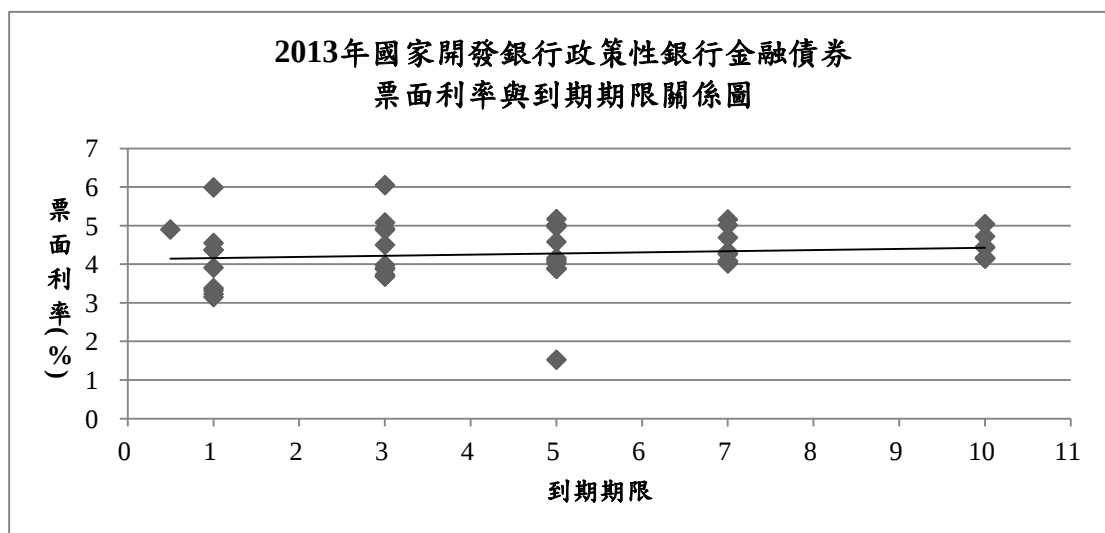
【表 3-2】 2013 年政策性銀行發債概況

	國家開發銀行	中國進出口銀行	中國農業發展銀行
發行面值	100 元	100 元	100 元
發行期限 (年)	0.5、1、2、3、5、7、10	1、2、3、5、7、10	0.5、1、2、3、5、7、10
發行檔數	51	31	31
發行量 (億元)	11,435.8	4,100	4,424.5

資料來源：Wind 資料庫

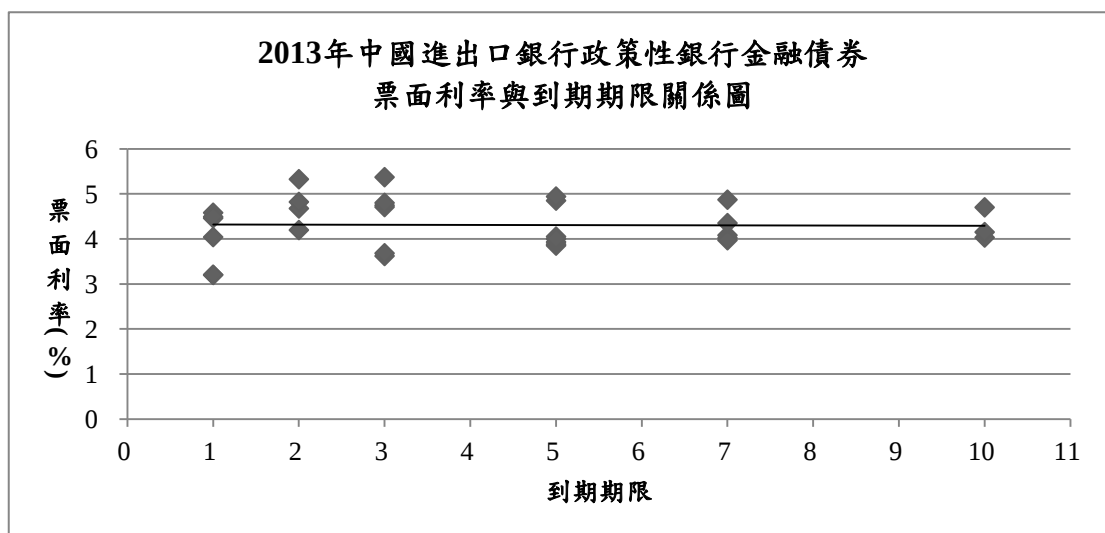
票面利率與到期期限關係分析

債券的特徵之一為到期期限越長票面利率越高，分析 2013 年三家政策性銀行發行政策性銀行金融債券的票面利率與到期期限關係是否存在正相關。國家開發銀行所發行的債券，較明顯可以觀察到票面利率與到期期限的正相關，而中國進出口銀行和中國農業發展銀行所發行的債券，較不易觀察到正相關，可能的原因為期限較長的債券發行量較少，特別是中國農業發展銀行在 2013 年所發行 10 年期的政策性銀行金融債券只有一張。



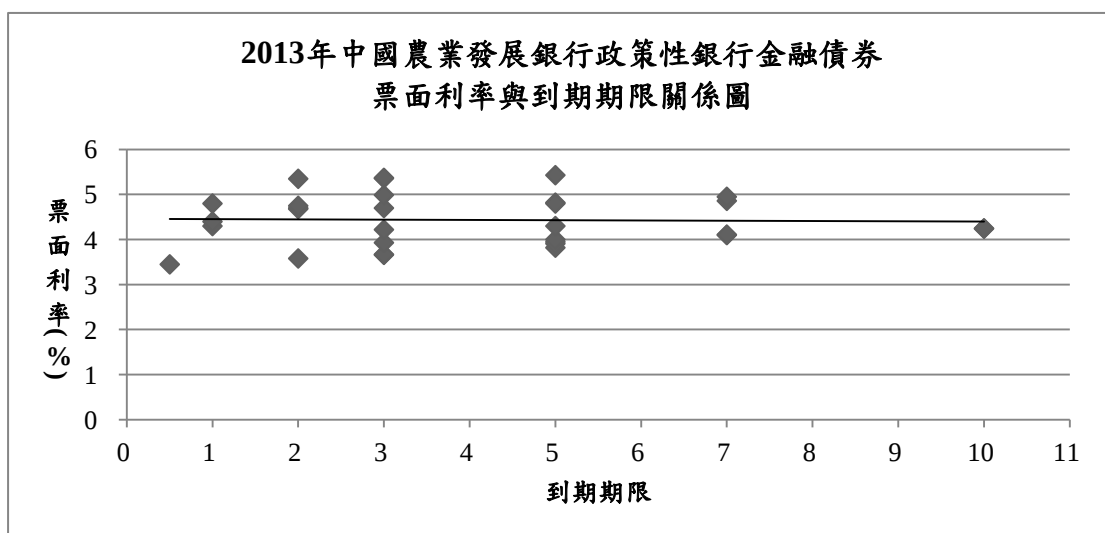
【圖 3-3】 2013 年國家開發銀行政策性銀行金融債券
票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-4】 2013 年中國進出口銀行政策性銀行金融債券
票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫

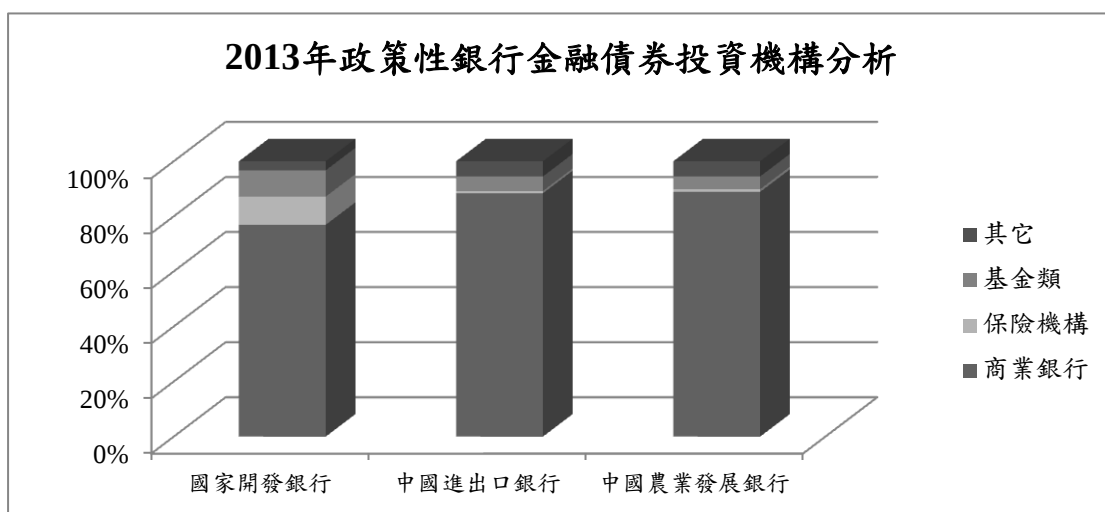


【圖 3-5】 2013 年中國農業發展銀行政策性銀行金融債券
票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫

投資人結構分析

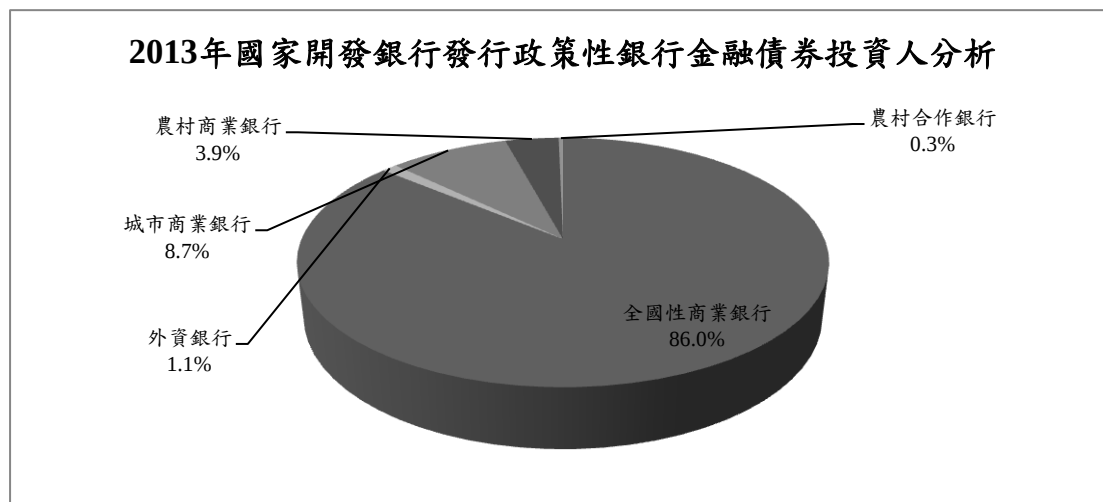
中國大陸政策性銀行金融債券的主要投資人為商業銀行，次要投資人為保險機構，商業銀行投資三家政策性金融債券的比重皆超過 60%。根據《商業銀行資本充足率管理辦法》，商業銀行持有政策性銀行金融債券的風險權重為 0，而持有其他商業銀行債權的風險權重則為 20%，這充分解釋為何政策性銀行金融債券一直都頗受主流機構投資者青睞，尤其是商業銀行的首選配置。根據中央結算公司的統計，2013 年商業銀行持有國家開發銀行所發行的政策性銀行金融債券達 76.9%，持有中國進出口銀行和中國農業發展銀行發行的政策性銀行金融債券皆超過 88%，由此可見政策性銀行金融債券對商業銀行的高度吸引力。



【圖 3-6】 2013 年政策性銀行金融債券投資機構分析

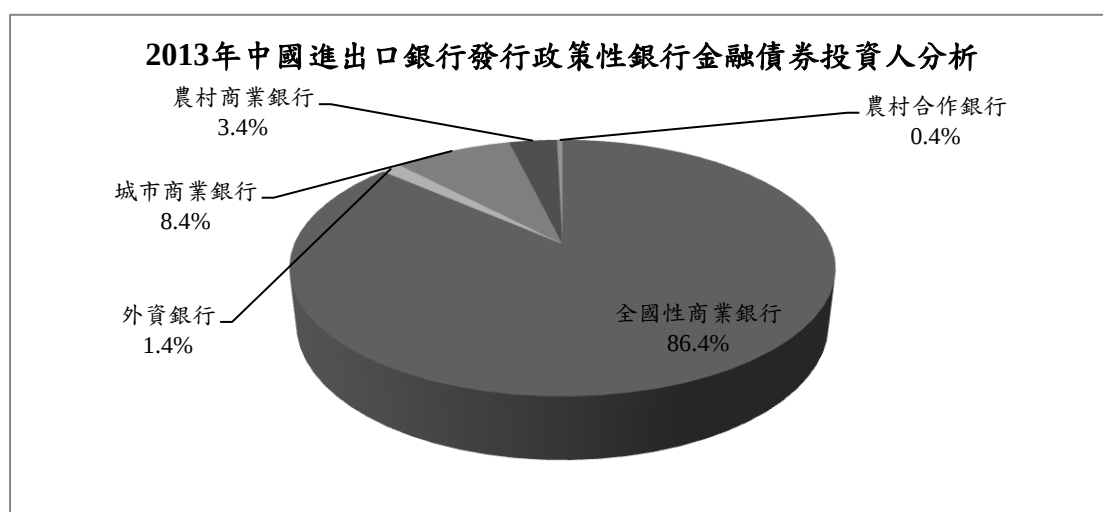
資料來源：中央結算公司

進一步分析政策性銀行金融債券的主要投資人商業銀行中，投資機構為全國性商業銀行所占比例高達八成以上，次要投資人為城市商業銀行，這或許是因為全國性的商業銀行和城市商業銀行的家數相較於其他體制銀行多的緣故。



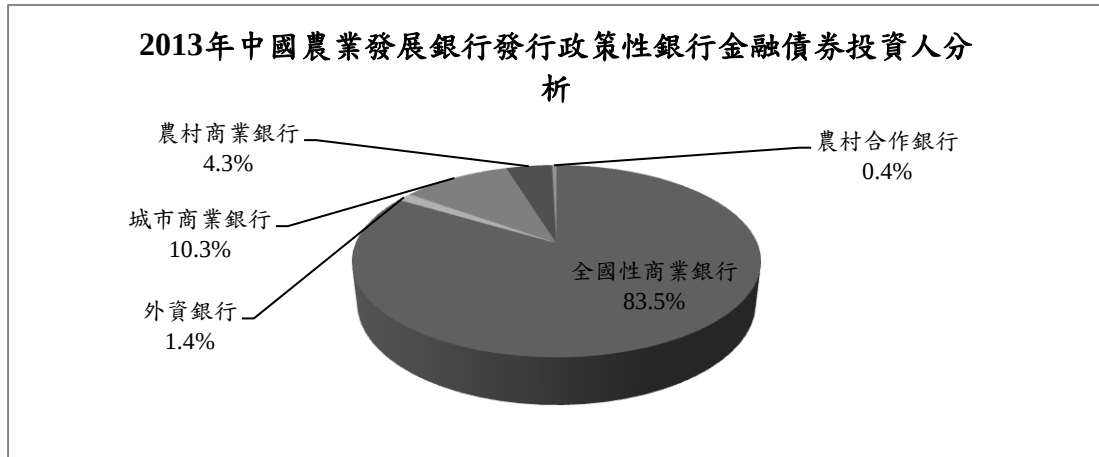
【圖 3-7】 2013 年國家開發銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析

資料來源：中央結算公司



【圖 3-8】 2013 年中國進出口銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析

資料來源：中央結算公司

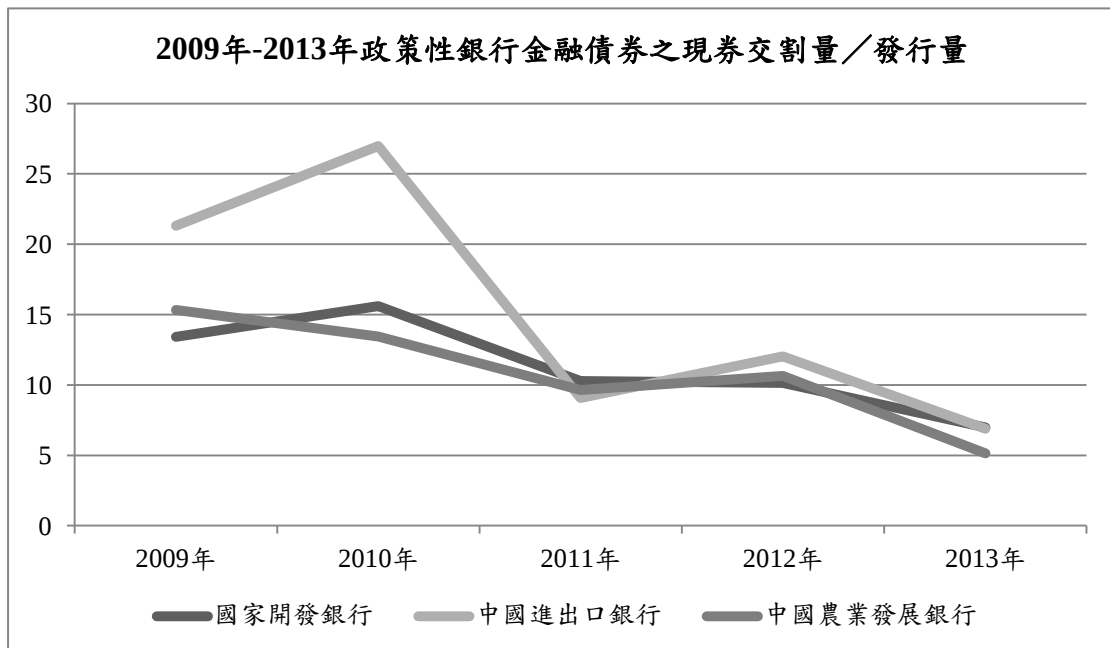


【圖 3-9】 2013 年中國農業發展銀行發行政策性銀行金融債券投資人分析

資料來源：中央結算公司

次級市場流動性

2009 年至 2013 年政策性銀行金融債券之現券交割量／發行量有明顯下降趨勢，由下表可知主要是因為交割量下滑所造成，可以看出政策性銀行金融債券在近兩年的活絡度降低。



【圖 3-10】 2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之現券交割量／發行量

資料來源：中央結算公司

【表 3-3】 2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之現券交割量

現券交割量 (億元)	國家開發銀行	變動 %	中國進出口 銀行	變動 %	中國農業發 展銀行	變動 %
2009 年	89,916.43		41,842.68		46,193.90	
2010 年	132,565.44	47%	51,081.40	22%	37,624.49	-19%
2011 年	118,752.76	-10%	35,826.65	-30%	43,114.37	15%
2012 年	124,157.54	5%	54,101.69	51%	49,469.49	15%
2013 年	79,807.84	-36%	28,224.49	-48%	22,752.99	-54%

資料來源：中央結算公司

【表 3-4】 2009 年-2013 年政策性銀行金融債券之發行量

發行量 (億元)	國家開發銀行	變動 %	中國進出口 銀行	變動 %	中國農業發 展銀行	變動 %
2009 年	6,700.6		1,963.7		3,013.8	
2010 年	8,500	27%	1,892.7	-4%	2,800	-7%
2011 年	11,550	36%	3,950	109%	4,472.7	60%
2012 年	12,250	6%	4,500	14%	4,650	4%
2013 年	11,435.8	-7%	4,100	-9%	4,424.5	-5%

資料來源：中央結算公司

二、商業銀行次級債券交易概況

發行量分析

2013 年商業銀行次級債券主要集中在發行規模小於 50 億元，其中以城市商業銀行所發行的金融債券為多數，發行規模超過 200 億元的國有商業銀行為中國建設銀行股份有限公司與中國農業銀行股份有限公司，該檔債券資金用途表明為充實附屬資本，以提高資本充足率，以增強銀行的運營實力，提高抗風險能力。發行期限只有 10 年和 15 年期兩種。

【表 3-5】 2013 年各體制商業銀行次級債券規模分析

(家數)	小於 50 億	50 億-100 億	100 億-200 億	200 億以上
國有商業銀行	0	1	1	2
股份制商業銀行	0	0	1	0
城市商業銀行	8	1	0	0
農村金融機構	1	1	0	0
外資銀行	0	0	0	0

資料來源：Wind 資料庫

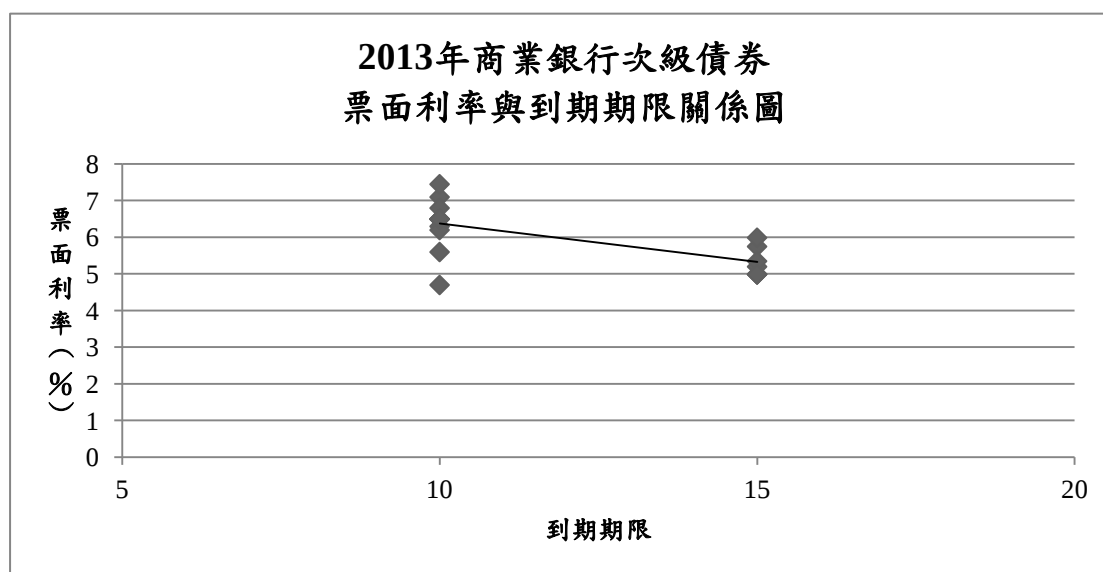
【表 3-6】 2013 年發行商業銀行次級債券期限分析

發行期限	發行檔數
10 年	11
15 年	7

資料來源：Wind 資料庫

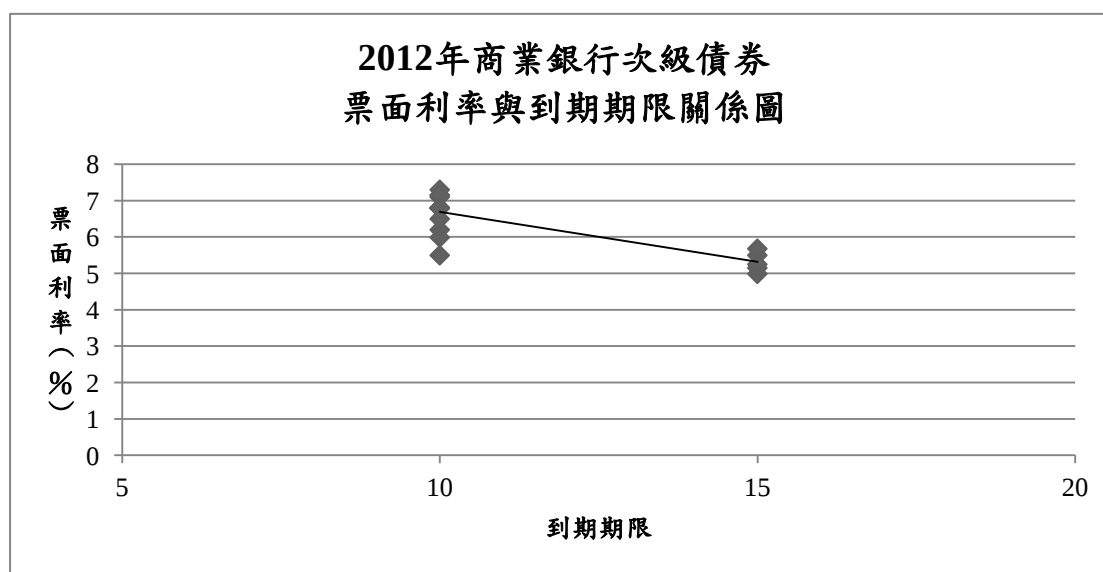
票面利率與到期期限關係分析

2013 年與 2012 年商業銀行次級債券的票面利率與到期期限皆呈現負相關，皆不符合債券的特性。



【圖 3-11】 2013 年商業銀行次級債券票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫

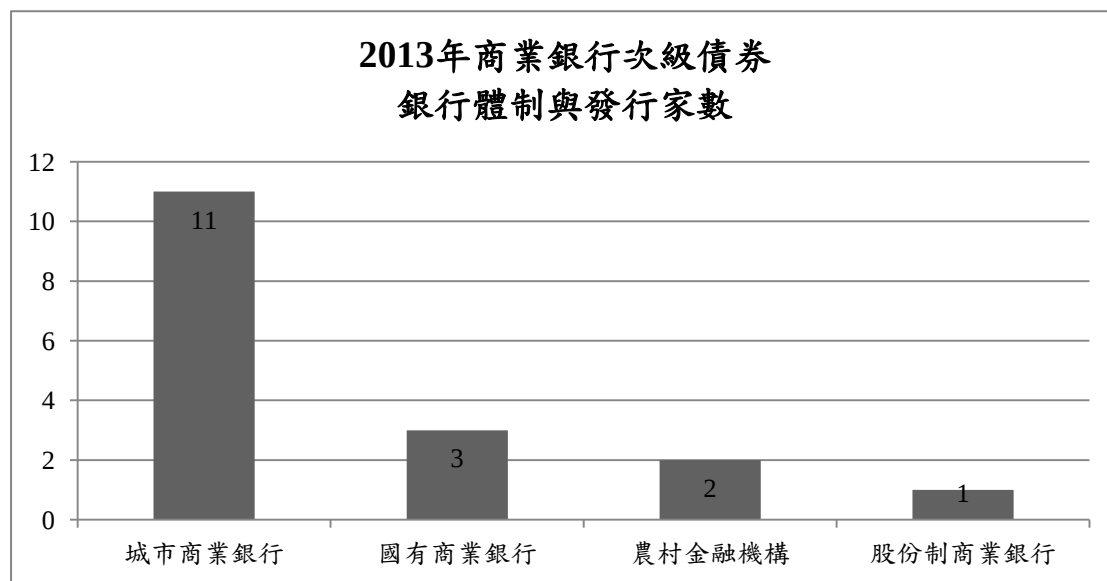


【圖 3-12】 2012 年商業銀行次級債券票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫

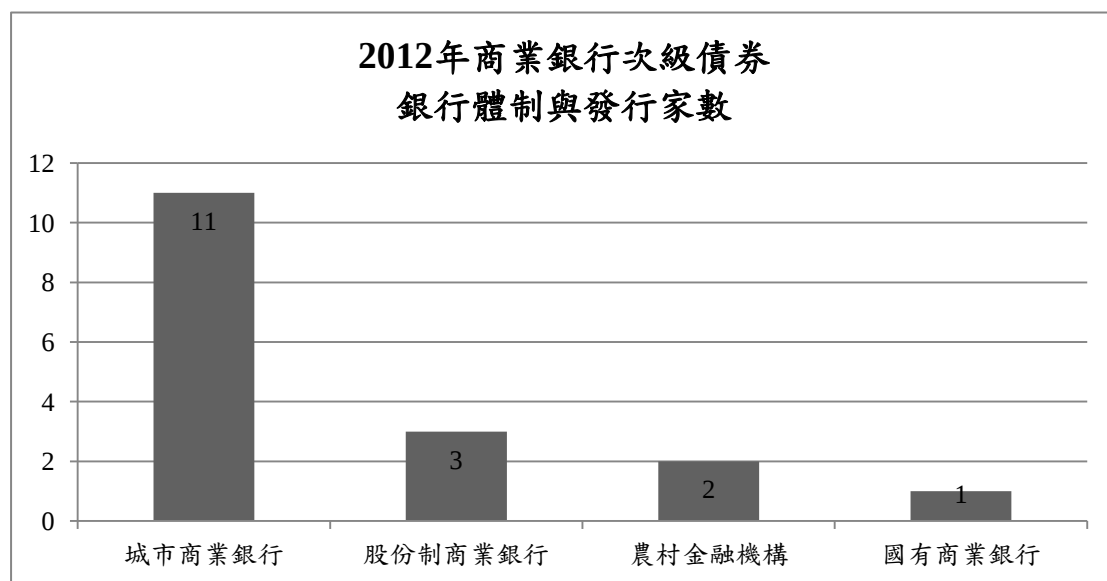
銀行體制與發行家數關係分析

2013 年商業銀行發行次級債券以城市商業銀行數目最多，總共有 11 家城市商業銀行發行，分別為上海銀行股份有限公司、天津銀行股份有限公司、日照銀行股份有限公司、東莞銀行股份有限公司、寧波銀行股份有限公司、華融湘江銀行股份有限公司、阜新銀行股份有限公司、重慶三峽銀行股份有限公司、溫州銀行股份有限公司、樂山市商業銀行股份有限公司、貴陽銀行股份有限公司，國有商業銀行發行數目次之。2012 年商業銀行發行次級債券亦是城市商業銀行發行數目最多。



【圖 3-13】 2013 年商業銀行次級債券銀行體制與發行家數

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-14】 2012 年商業銀行次級債券銀行體制與發行家數

資料來源：Wind 資料庫

三、商業銀行金融債券交易概況

發行量分析

2013 年商業銀行金融債券主要集中在發行規模小於 50 億元，其中以城市商業銀行所發行的金融債券為多數，唯一發行規模超過 200 億元的城市商業銀行為北京銀行股份有限公司，該檔債券資金用途明確表示用於發放小型微型企業貸款。發行期限絕大多數集中於 3 年和 5 年期。

【表 3-7】 2013 年各體制商業銀行金融債券規模分析

(家數)	小於 50 億	50 億-100 億	100 億-200 億	200 億以上
國有商業銀行	0	0	1	0
股份制商業銀行	2	0	1	0
城市商業銀行	24	1	1	1
農村金融機構	2	1	0	0
外資銀行	1	1	0	0

資料來源：Wind 資料庫

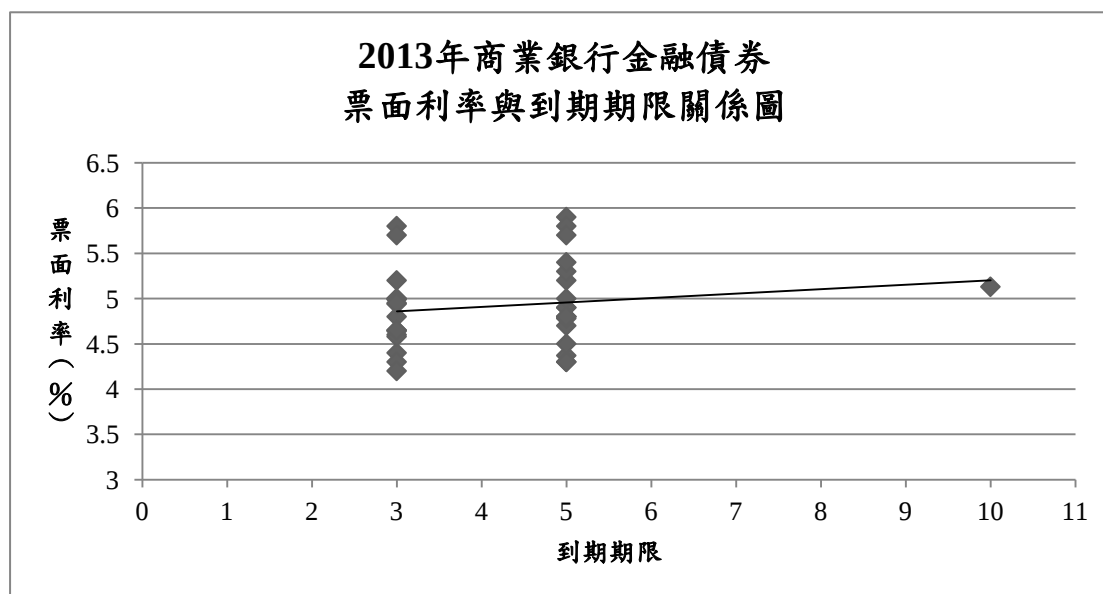
【表 3-8】 2013 年發行商業銀行金融債券期限分析

發行期限	發行檔數
3 年	17
5 年	18
10 年	1

資料來源：Wind 資料庫

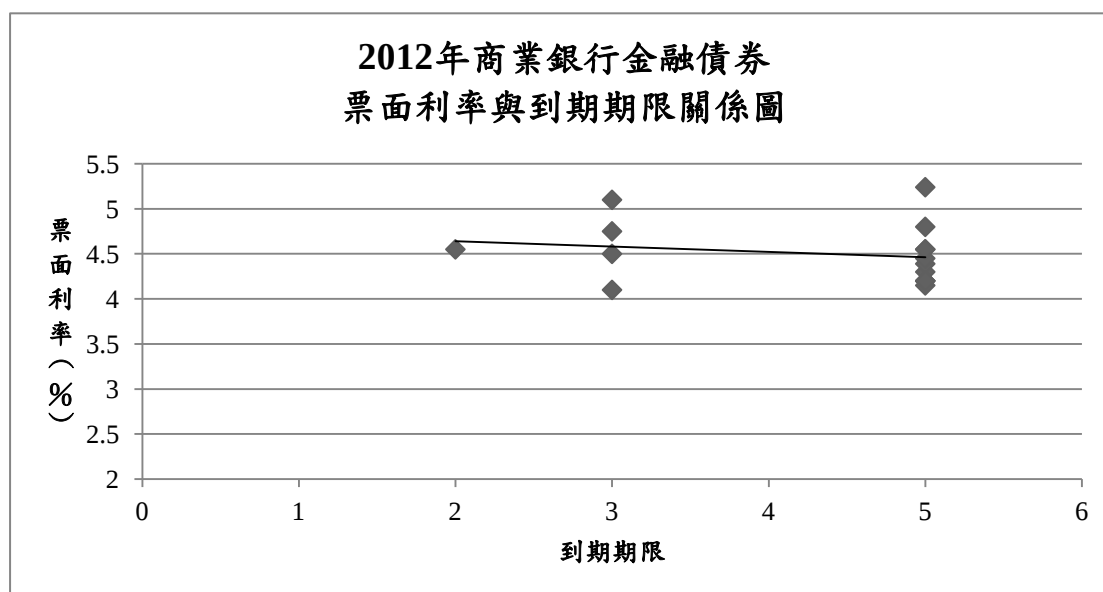
票面利率與到期期限關係分析

2013 年商業銀行金融債券的票面利率與到期期限呈現正相關，但 2012 年所發行的票面利率與到期期限卻呈現負相關，不符合債券的特性。



【圖 3-15】 2013 年商業銀行金融債券票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫



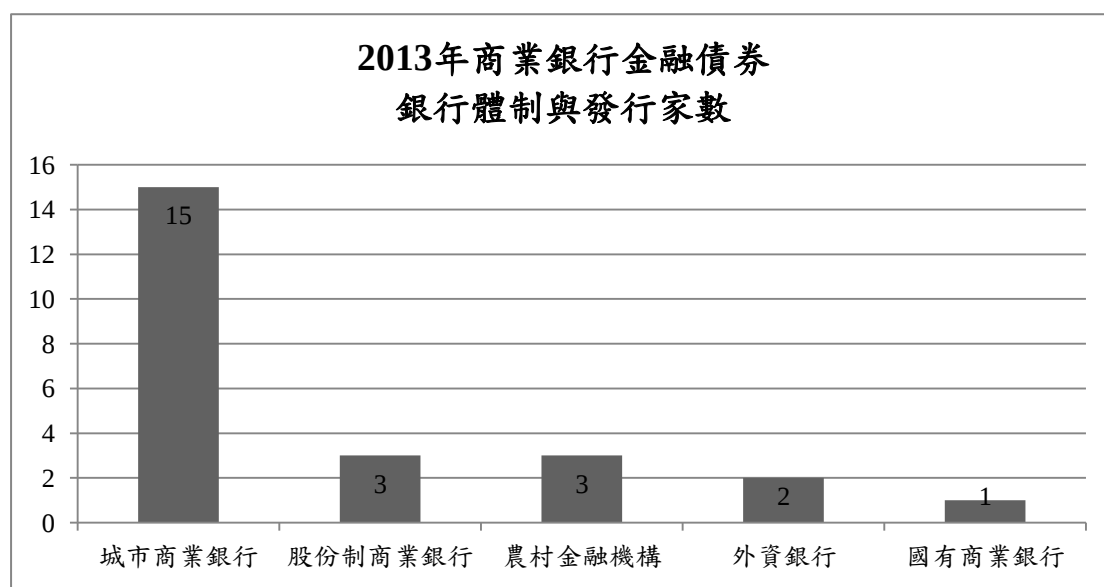
【圖 3-16】 2012 年商業銀行金融債券票面利率與到期期限關係圖

資料來源：Wind 資料庫

銀行體制與發行家數關係分析

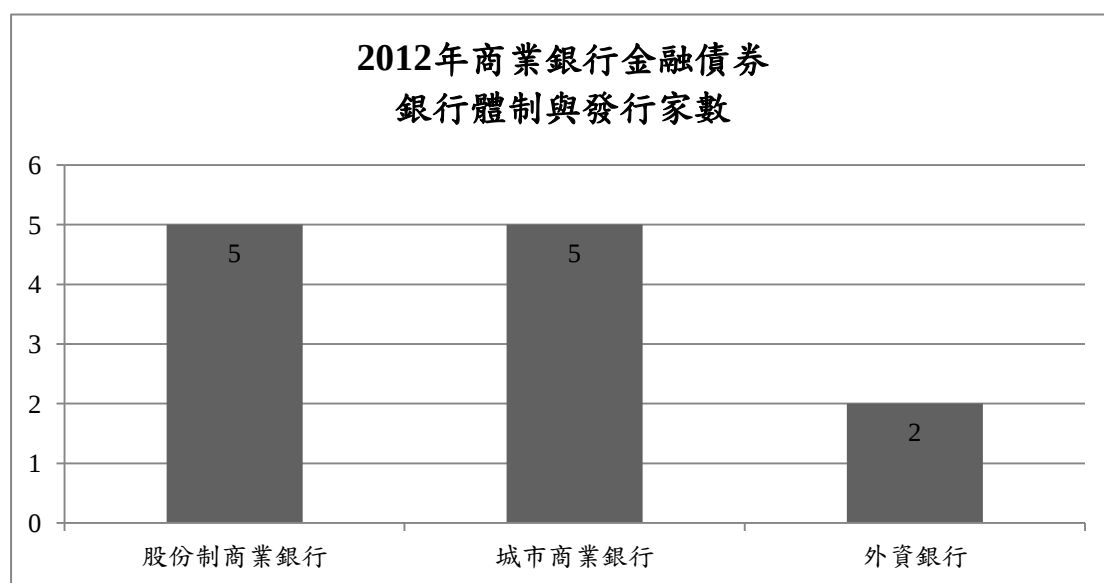
2013 年商業銀行發行金融債券以城市商業銀行數目最多，總共有 15 家城市商業銀行發行，分別為廣西北部灣銀行股份有限公司、北京銀行股份有限公司、寧波銀行股份有限公司、青島銀行股份有限公司、南昌銀行股份有限公司、泉州銀行股份有限公司、重慶銀行股份有限公司、浙江民泰商業銀行股份有限公司、浙江泰隆商業銀行股份有限公司、福建海峽銀行股份有限公司、徽商銀行股份有

限公司、樂山市商業銀行股份有限公司、蘭州銀行股份有限公司、萊商銀行股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司，股份制商業銀行與農村金融機構發行數目次之。2012 年商業銀行發行金融債券則是以城市商業銀行和股份制商業銀行數目最多。觀察近兩年的發行情況，城市商業銀行的發債比例較高，可能的原因為城市商業銀行本身所占家數較多，另外則是因城市商業銀行網點較少，因此資金需求較其他體制銀行大。



【圖 3-17】 2013 年商業銀行金融債券銀行體制與發行家數

資料來源：Wind 資料庫

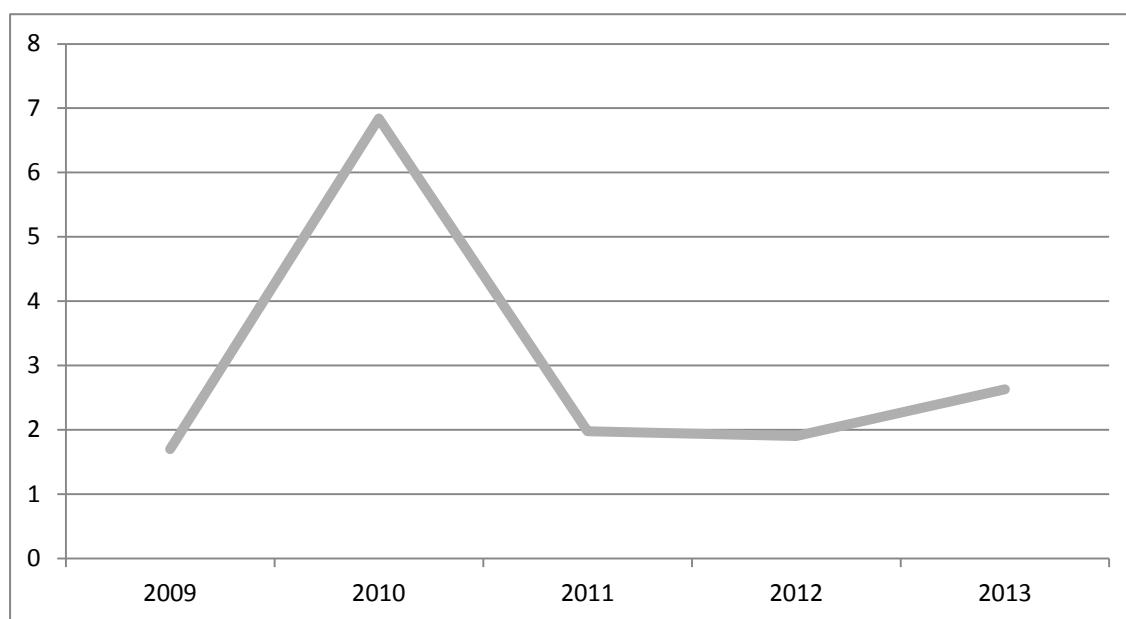


【圖 3-18】 2012 年商業銀行金融債券銀行體制與發行家數

資料來源：Wind 資料庫

商業銀行債券次級市場流動性

這裡所稱的商業銀行債券包括商業銀行次級債和商業銀行金融債，而可以看出商業銀行債券的現券交割量/發行量都維持在 2~3 倍左右，除了 2010 年。進一步分析 2010 年的商業銀行債券的發行量與交割量，可以看出其在 2010 年流動性的增加是因為當年債券的發行量急劇減少的緣故。由此看出，商業銀行債券的次級市場流動性比較弱。



【圖 3-19】 2009 年-2013 年商業銀行債券現券交割量/發行量

資料來源：中債登

【表 3-9】 2009 年-2013 年商業銀行債券發行量與交割量（單位：億元）

年度	交割量	變動	發行量	變動
2009	4,836.32		2,846.00	
2010	6,360.23	31.51%	929.5	-67.34%
2011	6,963.48	9.48%	3,518.50	278.54%
2012	7,495.67	7.64%	3,933.70	11.80%
2013	2,939.37	-60.79%	1,117.00	-71.60%

資料來源：中債登

第四節 金融債券信用風險

一、政策性銀行金融債券之風險

政策性銀行金融債券由於有中央財政為擔保，不存在償付危機的問題，因此可說是一種準國債，根據《商業銀行資本充足率管理辦法》，商業銀行持有政策

性銀行金融債券的風險權重為 0。然而投資過度集中，風險也隨之增高，若遇到市場利率大幅度波動，多數商業銀行勢必面臨嚴重的利率風險。

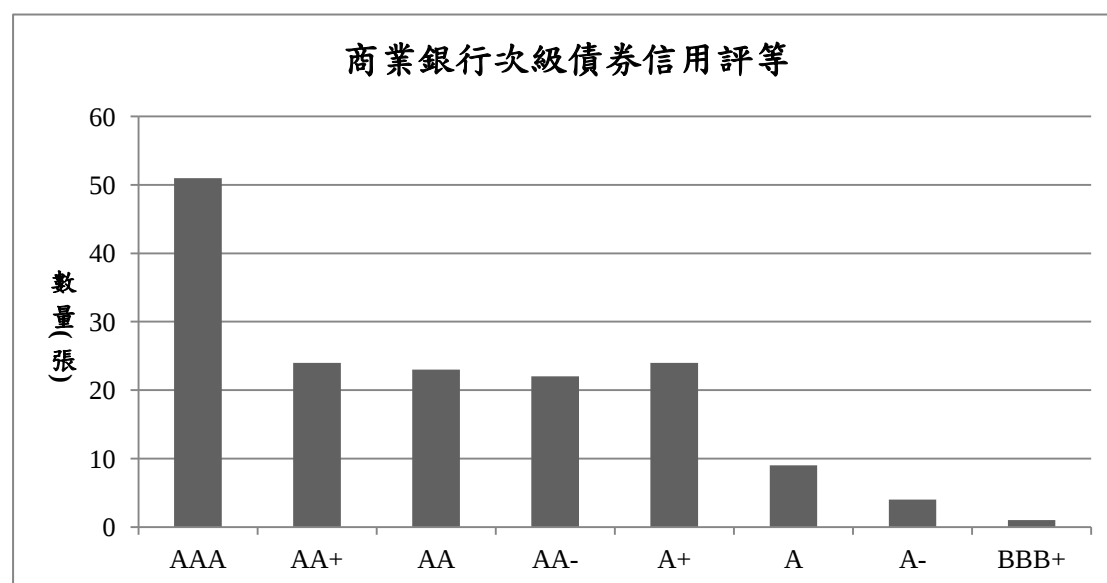
此外，政策性銀行中發行債券量最大的國家開發銀行，就集資需求來說，主要是受人民銀行控制，人民銀行不僅提供高額貸款，還掌握所有政策性銀行包括國開行年度債券發行限額的生殺大權。然而國家開發銀行雖說是一家政策性銀行，除了人民銀行提供的貸款外，也必須在市場上以大量發行債券的方式自行募集資金，而中國大陸債券市場大多是仰賴商業銀行和人民銀行的支持。國家開發銀行所發行政策性銀行金融債券發行量的增長，暗示背後人民銀行的許可，但在市場越來越飽和下，國家開發銀行的集資行為一定會開始對財政部的集資產生排擠效果，這也讓人不免擔心與財政部對立下的後果。

2008 年 12 月 11 日國家開發銀行成為一家股份制公司，是為了辦理 IPO 而做準備，但國務院是基於什麼樣的原因將一家政策性銀行變為商業實體不得而知，而銀行監理單位一直沒有對國開行的身分做出明確定義，而這個定義也直接影響到外界對他所發行政策性銀行金融債券的評價。經由上一章節的分析得知，商業銀行是國家開發銀行所發行金融債券的主要投資者，一旦國家開發銀行的債券價格下跌，就算只是小幅下跌各商業銀行也必須計提大筆的市價虧損，勢必嚴重衝擊商業銀行的收益。

二、商業銀行次級債券之風險

商業銀行次級債券信用評等

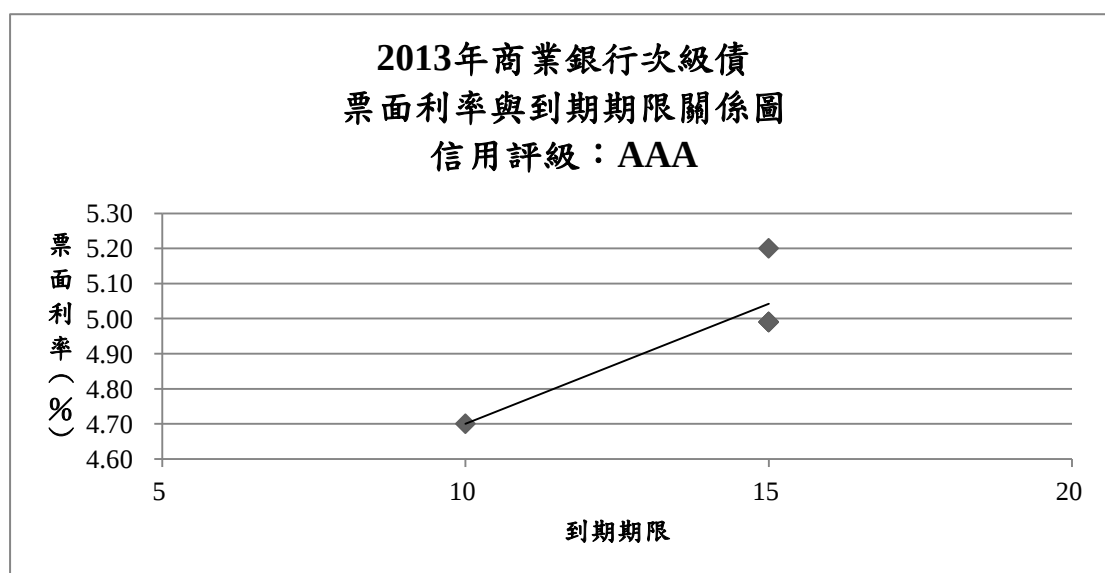
商業銀行次級債券自 2004 年發行以來的信用評級多數集中在 AAA、AA+、AA 以及 AA-，其中 AAA 約占整體商業銀行金融債的 32%。



資料來源：Wind 資料庫

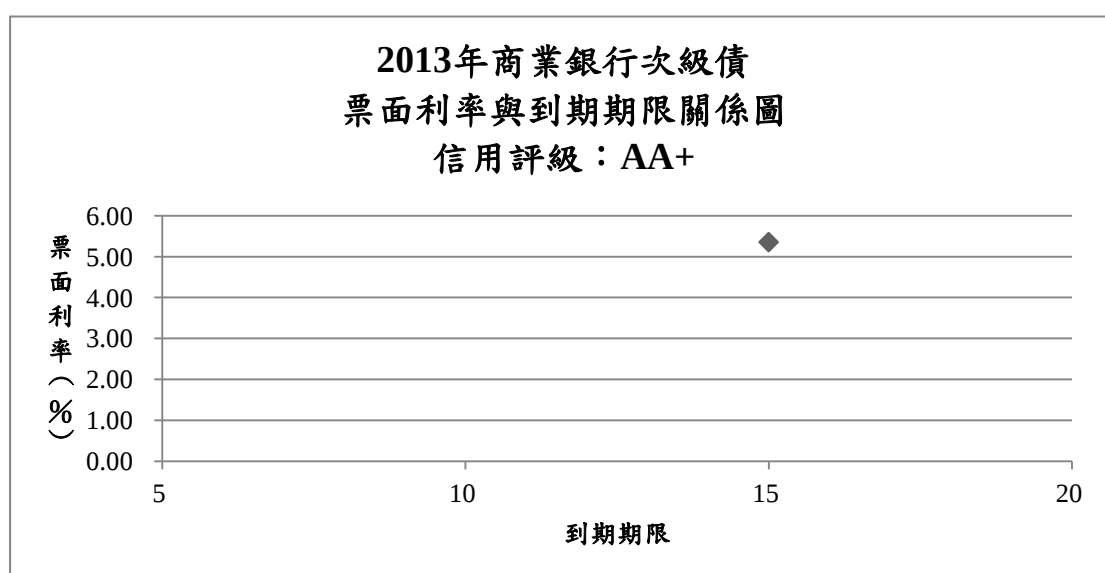
【圖 3-19】 商業銀行次級債券信用評等

剖析 2013 年商業銀行發行次級債券的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的商業銀行金融債券之信用評級共有 AAA、AA+、AA、AA-、A+、A、A-七種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這七種信用評級下所發行的商業銀行金融債券，由於部分評級發行量較少，無法觀察票面利率與到期期限兩者間的線性關係，只有 AAA、AA 兩個評級的票面利率與到期期限呈現正相關。



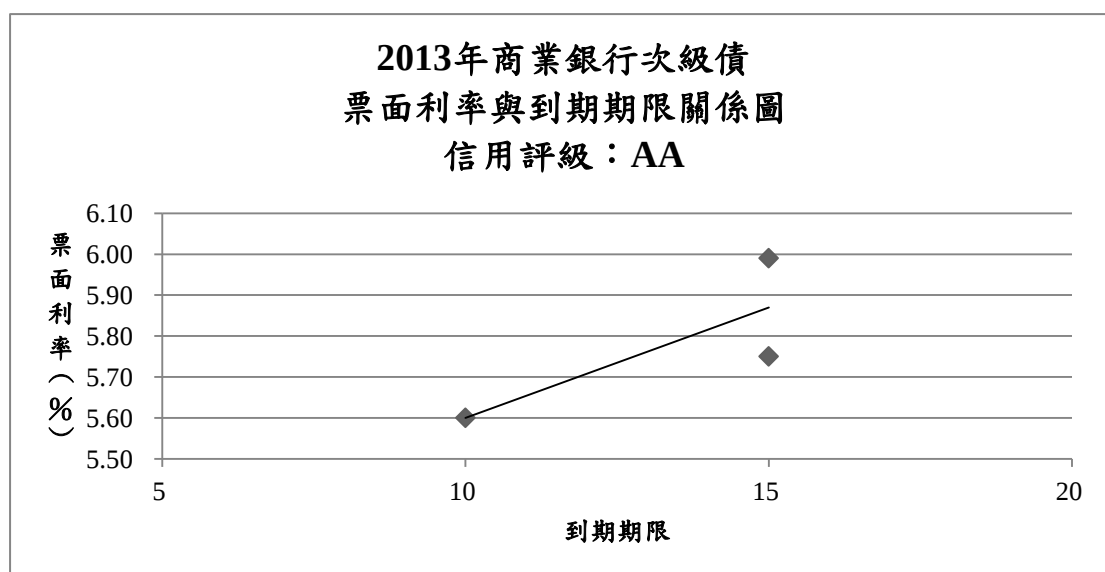
【圖 3-20】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AAA

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-21】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AA+

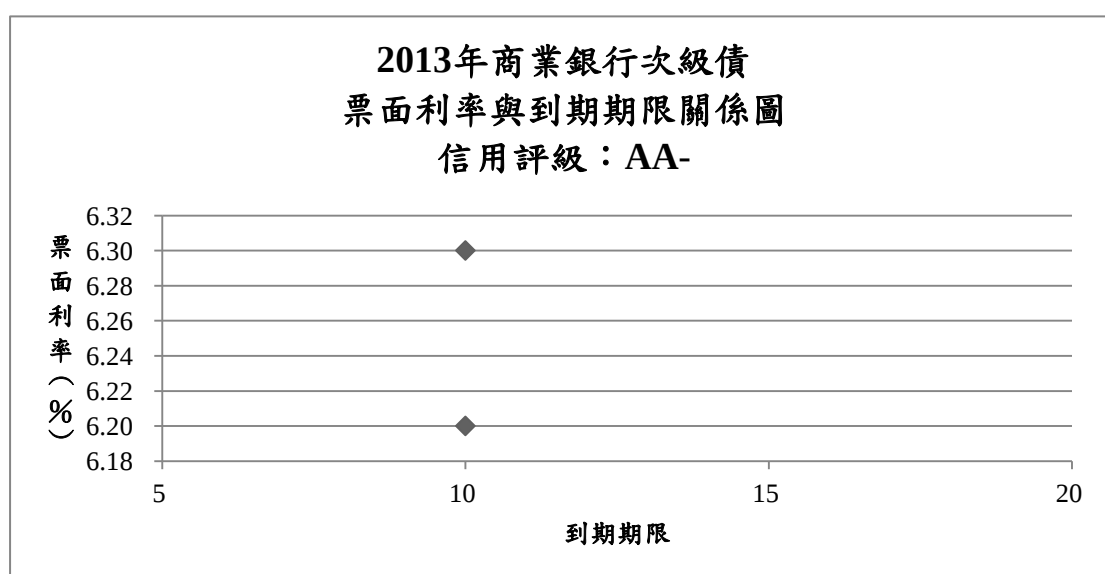
資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-22】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖

信用評級：AA

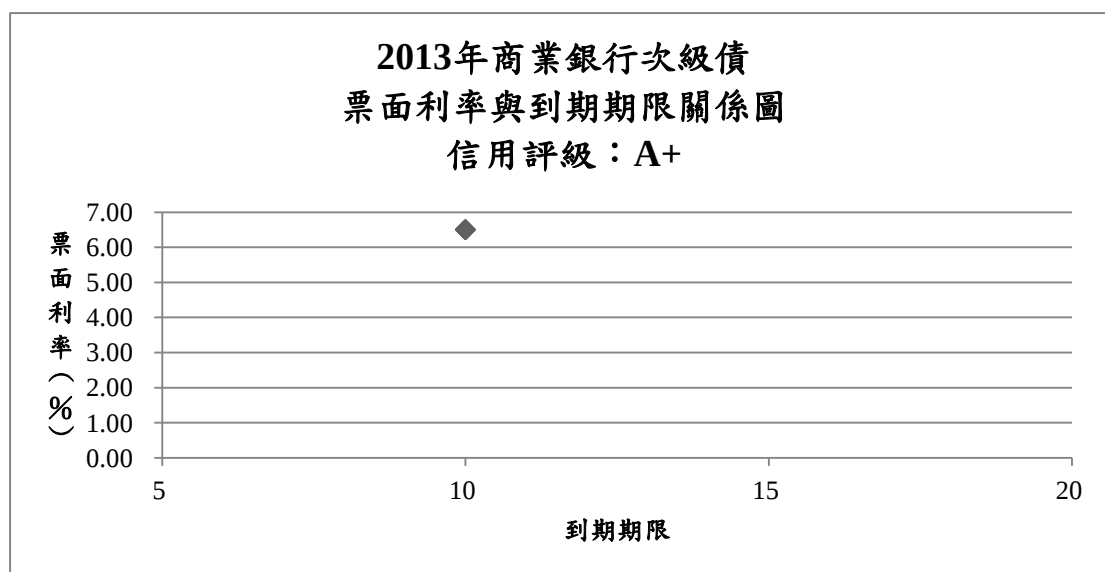
資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-23】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖

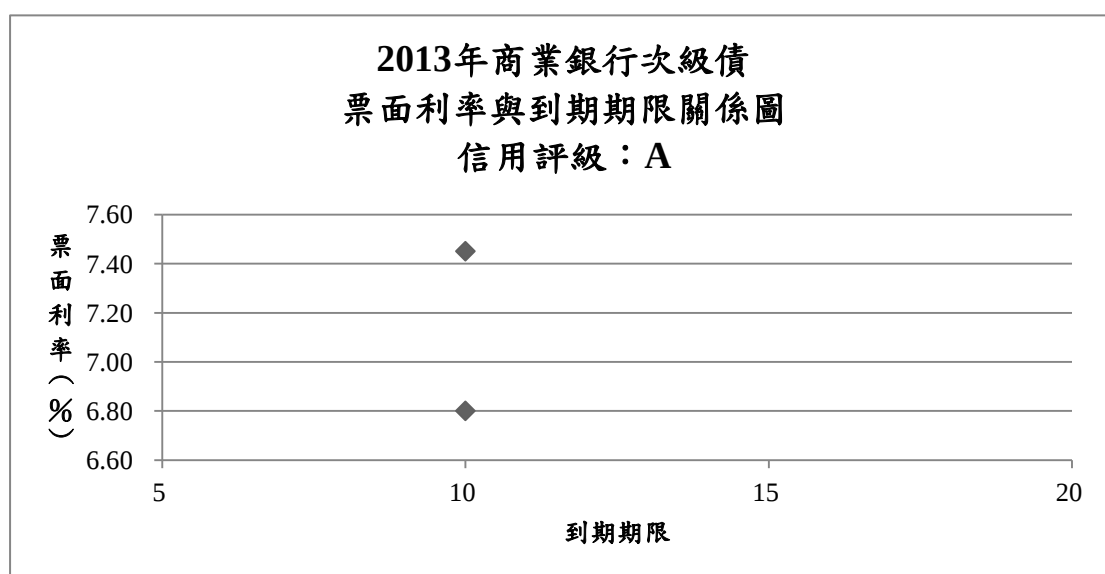
信用評級：AA-

資料來源：Wind 資料庫



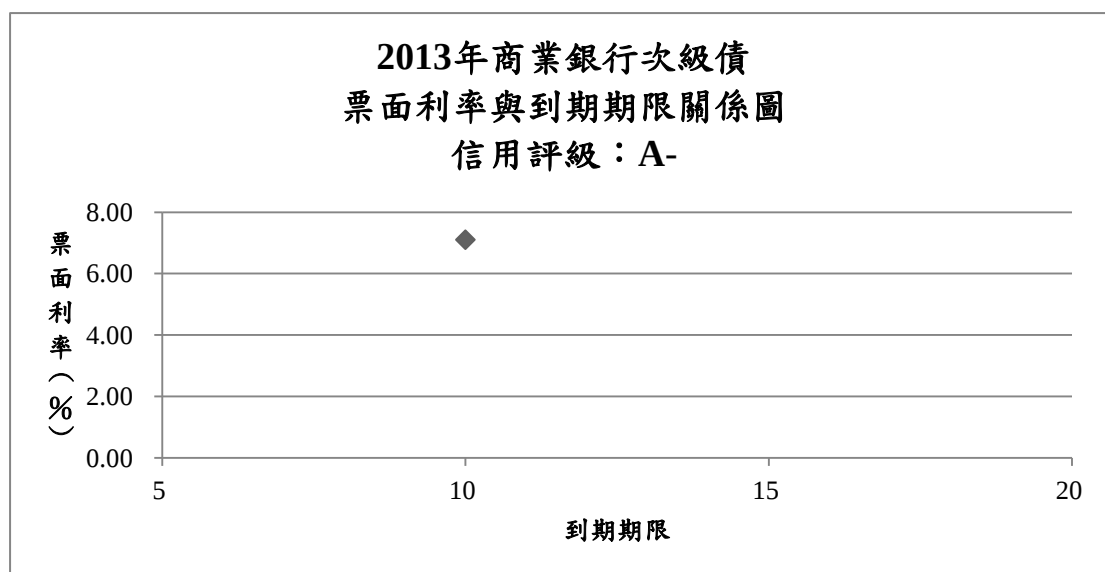
【圖 3-24】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：A+

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-25】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：A

資料來源：Wind 資料庫



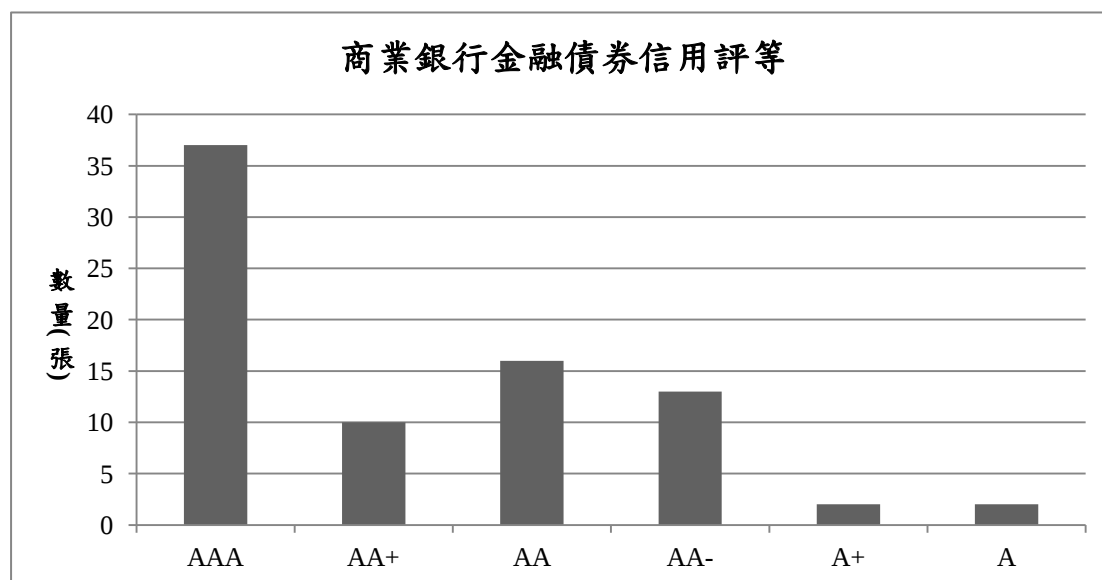
【圖 3-26】 2013 年商業銀行次級債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：A-

資料來源：Wind 資料庫

三、商業銀行金融債券之風險

商業銀行金融債券信用評等

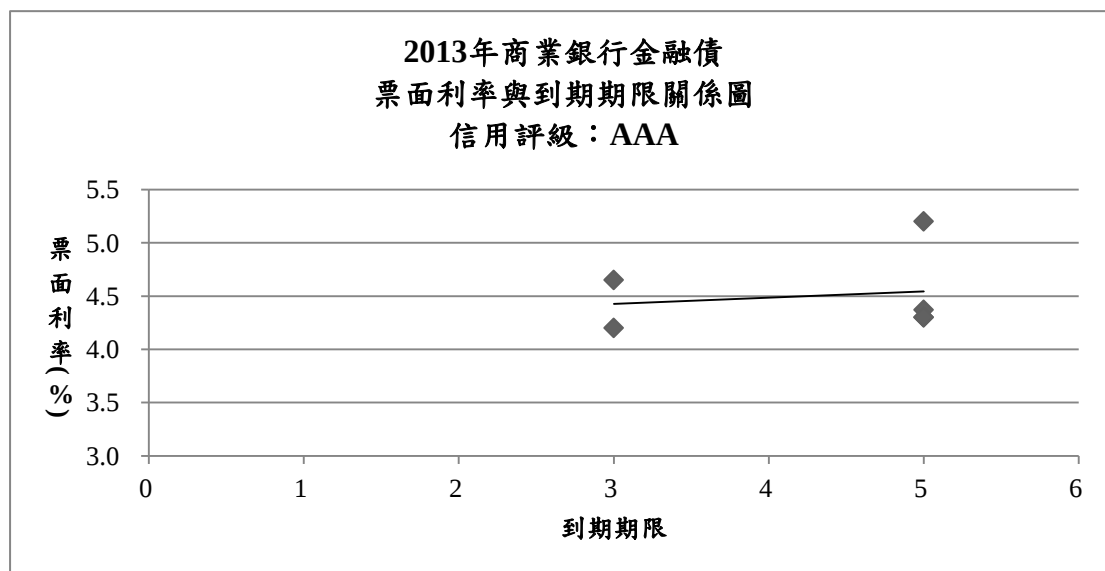
商業銀行金融債券自 2005 年發行以來的信用評級多數集中在前三個等級，分別為 AAA、AA+ 以及 AA，其中 AAA 占整體商業銀行金融債的 46%。



【圖 3-27】 商業銀行金融債券信用評等

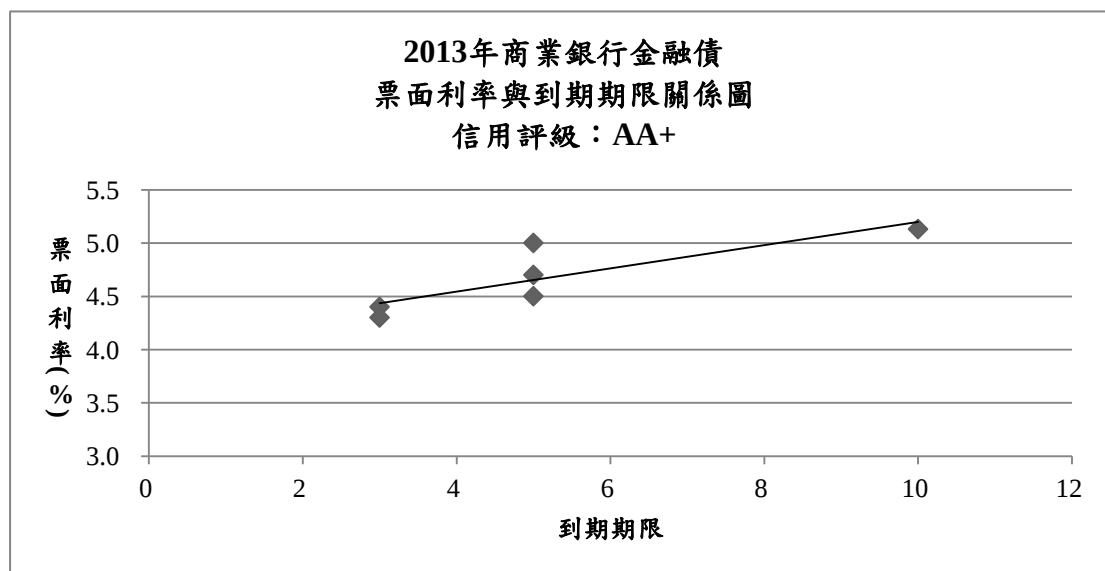
資料來源：Wind 資料庫

剖析 2013 年商業銀行發行金融債券的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的商業銀行金融債券之信用評級共有 AAA、AA+、AA、AA-、A+、A 六種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這六種信用評級下所發行的商業銀行金融債券，其票面利率與到期期限皆呈現正相關。



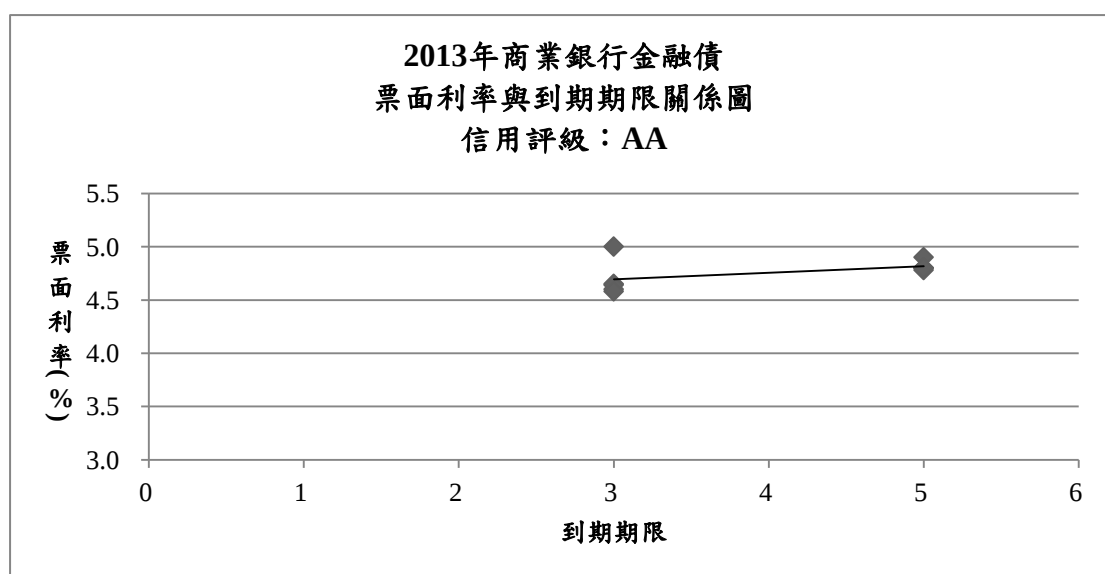
【圖 3-28】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AAA

資料來源：Wind 資料庫



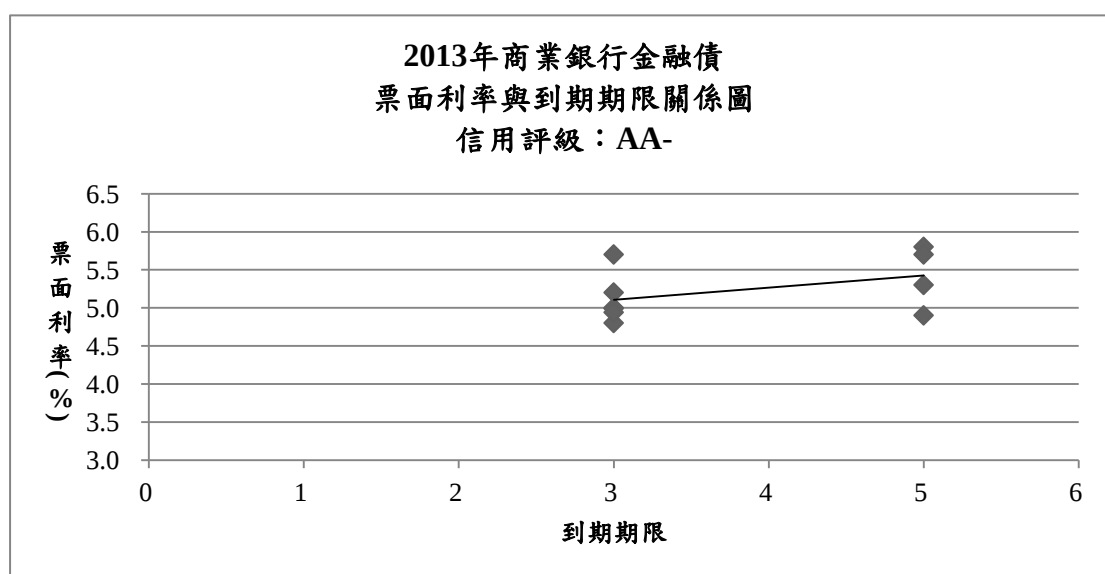
【圖 3-29】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AA+

資料來源：Wind 資料庫



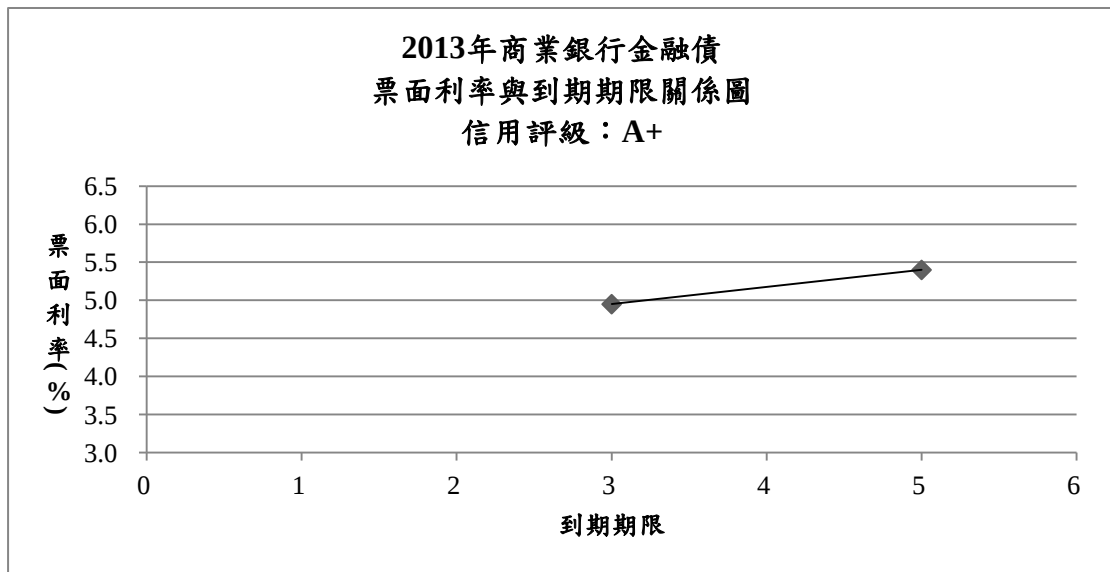
【圖 3-30】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AA

資料來源：Wind 資料庫



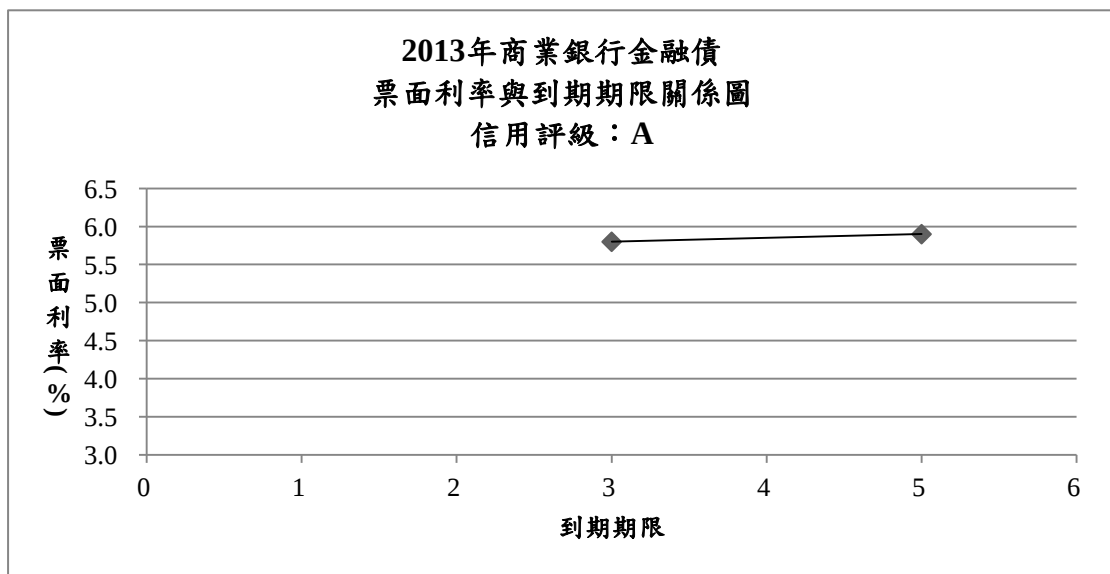
【圖 3-31】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：AA-

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-32】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：A+

資料來源：Wind 資料庫



【圖 3-33】 2013 年商業銀行金融債票面利率與到期期限關係圖
信用評級：A

資料來源：Wind 資料庫

第四章 非金融信用債券

第一節 非金融信用債券簡介

非金融信用債券的定義

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，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，這個章節將企業債、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」。透過下表先簡單統整出這三類債券的特徵作為比較，更詳細的介紹放在下一個小節敘述。

【表 4-1】 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：本團隊整理

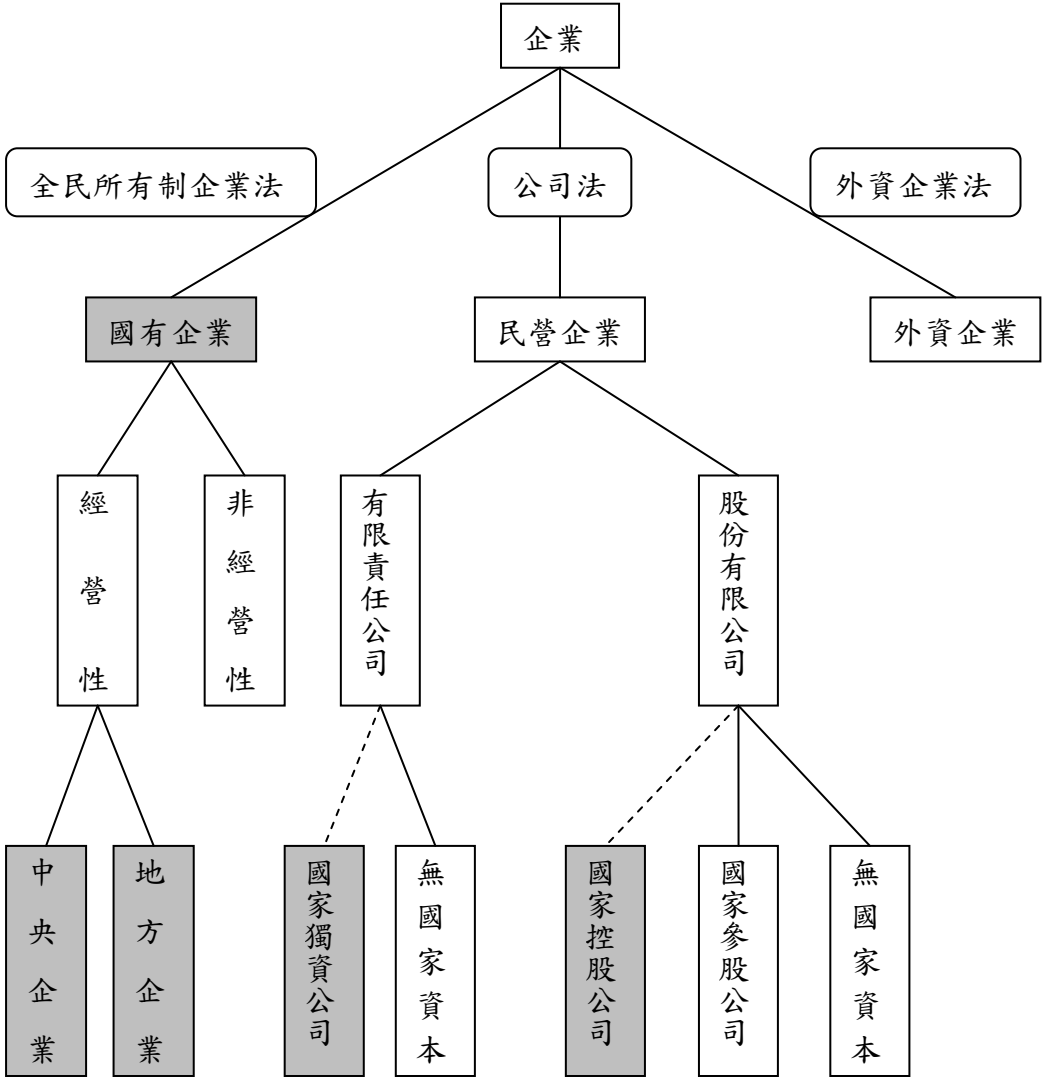
企業和公司的差異

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，因此我們必須先釐清企業和公司的差異。往後我們也會再針對企業債和公司債，更詳細的差異放在下一個小節做比較。

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，這點在接下來會說明。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。

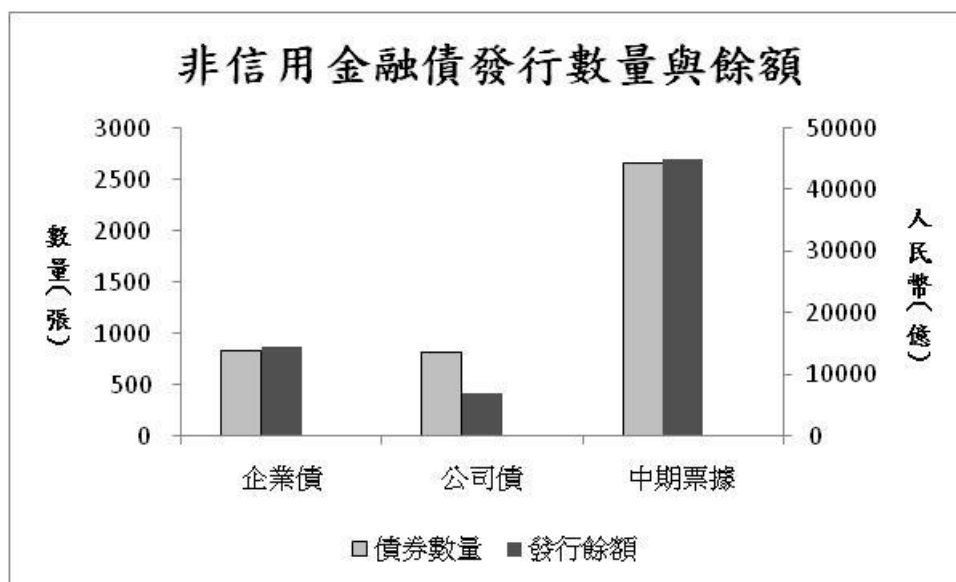
其次，民營企業根據《公司法》規定可分為有限責任公司和股份有限公司。有限責任公司根據《公司法》規定股東僅以自己的出資額對公司負有限責任，股東至少 2 人，但上限 50 人，轉讓有其限制，且不能公開發行股權，因此不用揭露資訊給大眾投資人。特別的是，中國大陸政府規定，限國家可獨資，即國家出資設立的國有獨資公司可以打破股東人數限制，並且屬於公司制。股份有限公司根據《公司法》規定股東僅以自己所認股份對公司負有限責任，股東至少 5 人，而且無人數上限，股份可以自由轉讓，股權可以公開發行，因此需要向大眾投資人揭露資訊。其中，股份有限公司又可根據國家持股的比例做區分，國家出資且擁有公司最終控制權稱為國家控股公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



【圖 4-1】 企業與公司在中國大陸的差異與分類

非金融信用債券的發行現況

我們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。

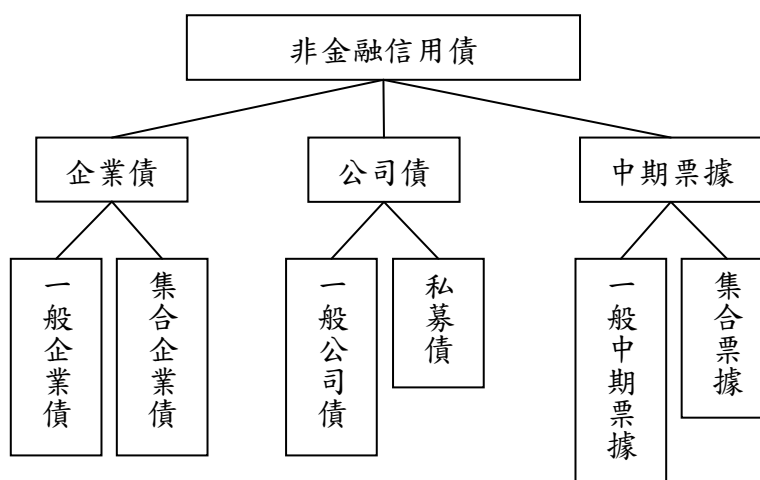


【圖 4-2】 非金融信用債的數量與餘額

資料來源：Wind 資訊，截至 2013/12/31

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，每一種產品詳細的介紹放在下一個小節說明。



【圖 4-3】 非金融信用債的分類

一、企業債券

企業債的發展沿革

中國大陸政府於 1981 年由財政部重新發行國債，隨後 1982 年中國大陸的企業開始在債券市場發行企業債券，這個時期的企業債券主要是由企業自行發行集資，無須政府許可，也沒有法規管制。直到 1987 年 3 月 27 日國務院才發佈「企業債券管理暫行條例」，為了加強對企業債券的管理，引導資金的合理流向，有效利用社會閒散資金，保證國家重點建設，保護各方合法權益。明訂當時仍由中國大陸政府管轄的中國人民銀行作為企業債券的主管機關，發行債券必須經人民銀行批准，同時聯合國家計委（發改委前身）、財政部制定全國企業債券發行的年度額度，對企業發行債券實行集中管理和分級審批制度。1993 年 8 月 2 日國務院發佈「企業債券管理條例」，並由國家計委會同中國人民銀行、財政部、國務院證券管理委員會擬訂全國企業債券發行的年度規模和規模內的各項指標。明訂未經國務院審批同意，任何地方、部門不得擅自突破企業債券發行的年度規模。

企業債券可細分為兩類，一般企業債和集合企業債。

一般企業債

中國大陸企業債券是企業依照企業債券管理條例規定的程式發行，約定在一定期限內還本付息的債券，有別於集合企業債的通稱。企業債券為中國大陸境內非金融企業所發行的債券，即為中央企業和地方企業經國家審批後公開發行募集資金。企業債券相關的法規為《企業債券管理條例》。

集合企業債

全名為「中小企業集合債券」，是指多個中小企業所構成的集合為發債主體，發行企業各自確定發行額度分別負債，使用統一的債券名稱，統收統付，向投資人發行的約定到期還本付息的一種企業債券形式，於 2007 年 11 月 14 日由國務院批准發行。中小企業集合債券起因於金融海嘯的影響，使得中國大陸很多中小企業引發融資困難的問題，中小企業共同發行集合企業債，相較於個別自行發行企業債，不但降低了中小企業的發行條件、融資成本，也解決了中小企業的資金需求。

集合企業債的特色

1. 統一組織

中小企業集合債券一般由某個政府部門作為牽頭人，在債券的發行工作中，負責統一組織協調。

2. 統一冠名

中小企業集合債券使用統一的債券名稱，形成總的發行規模，而不以單

一發行企業為債券冠名。

3.統一擔保

中小企業集合債券將由資質卓越的協力廠商為債券提供統一擔保，從而實現債券信用增級，提高債券的市場認可度。

4.分別負債、集合發行

中小企業集合債券由多家中小企業構成的聯合發行人作為債券發行主體，各發行企業作為獨立負債主體，在各自的發行額度內承擔按期還本付息的義務，並按照相應比例承擔發行費用。

二、公司債券

公司債券的發展沿革

中國大陸的債券市場過去只有企業債券而沒有公司債券，直到 2005 年 10 月 27 日，全國人民代表大會常務委員會發佈《中華人民共和國公司法》，公司債一詞才出現於中國大陸，而後 2007 年 8 月 14 日，中國證監會正式頒布實施《公司債券發行試點辦法》。貫徹落實年初全國金融工作會議關於「加快發展債券市場」工作部署的重要舉措，標誌著公司債券發行工作的正式啟動，對於發展債券市場、拓展企業融資管道、豐富證券投資品種、完善金融市場體系、促進資本市場協調發展具有十分重要的意義。公司債券可細分為兩類，一般公司債和私募債。

一般公司債

公司債券是股份制公司發行的一種債務契約，公司承諾在未來的特定日期，償還本金並按事先規定的利率支付利息，有別於私募債的通稱。公司債相關的法規包括《公司法》、《證券法》。

私募債

全名為「中小企業私募債券」，是指符合中華人民共和國工業和資訊化部之規定，且未在上海交易所和深圳交易所上市的中小微型非金融企業，在中國大陸境內以非公開方式發行和轉讓，在一定期限還本付息的公司債券。中小企業私募債具有高風險、純信用的特點，在發行方式、發行條件、交易場所、資質要求、投資風險等方面都不同於一般公司債。

私募債的特色

1. 發行主體門檻更低

中小企業私募債的監管機構為交易所，審核方式是較為寬鬆的備案制。發行主體定位為在境內註冊未上市的符合工信部相關規定的非房地產、金融類小微企業，對發行人的淨資產和盈利不作任何要求；而企業債、公司債的發行主體多為上市公司、國有企業或者行業龍頭企業，對其淨資產和盈利

狀況有一定要求。除此之外，中小企業私募債也不受發行規模不超過企業淨資產 40%的約束，對籌集資金用途也未作限制，發行條款及資金使用更為靈活。

2. 對投資者限制較少

中小企業私募債對投資者的限制較少。投資人符合交易所規定的私募債券合格投資者資格後即可參與私募債投資，包括商業銀行、證券公司、基金管理公司、信託公司和保險公司等；普通投資者可以購買上述金融機構面向投資者發行的理財產品。中小企業私募債投資者上限為 200 人，高於創業板私募債投資者 10 人的人數上限，更利於中小企業私募債的流通。此外，私募債可在兩大交易所特定管道進行轉讓交易。

3. 對評級和審計的規定較寬鬆

公司債、企業債、中期票據都有評級的要求，而中小企業私募債試點辦法僅鼓勵企業採取如擔保、商業保險等增信措施，沒有強制要求評級，備案時須提供經審計的最近兩個完整會計年度的財務報告。

公司債與企業債的不同

1. 發行主體的差別

公司債券是由股份有限公司或有限責任公司發行的債券，《公司法》和《證券法》對此也做了明確規定，因此，非公司制企業不得發行公司債券。企業債券是由中央政府部門所屬機構、國有獨資企業或國有控股企業發行的債券，它對發債主體的限制比公司債券狹窄得多。公司債券的發行屬公司的法定權力範疇，它無需經政府部門審批，只需登記註冊，發行成功與否基本由市場決定；各類政府債券的發行則需要經過法定程式由授權機關審核批准。

2. 發債資金用途的差別

公司債券是公司根據經營運作具體需要所發行的債券，它的主要用途包括固定資產投資、技術更新改造、改善公司資金來源的結構、調整公司資產結構、降低公司財務成本、支持公司併購和資產重組等等，因此，只要不違反有關制度規定，發債資金如何使用幾乎完全是發債公司自己的事務，無需政府部門關心和審批。但是，企業債券發債資金的用途主要限制在固定資產投資和技術革新改造方面，並與政府部門審批的項目直接相聯。

3. 信用基礎的差別

由於公司的經營情況不盡相同，所以公司債券的信用評等應該有所不同，各家公司的債券價格和融資成本也應該有明顯差異。雖然運用擔保機制可以增強公司債券的信用級別，但是擔保機制不是強制規定。然而，企業債券不僅通過國有機制加上政府信用，而且通過行政強制落實著擔保機制，以至於企業債券的信用級別與其他政府債券大同小異。

4. 監管機制的差別

公司債券的發行通常實行登記註冊制，只要發債公司的登記檔符合法律

等制度規定，監管機關無許可權制止其發債行為。債券市場監管機關的主要工作集中在審核發債登記檔的合法性，嚴格控管債券的信用評級，監管發債主體的資訊披露和債券市場等方面。但是，企業債券的發行需經國家發改委報國務院審批，所以在申請發債的相關資料中，不僅要求發債企業的債券餘額不得超過淨資產的 40%，而且要求有銀行予以擔保，一旦債券發行，審批部門就不再對發債主體的信用等級、資訊披露和市場行為進行監管。

三、中期票據

中期票據的發展沿革

中期票據於 1972 年首次出現在美國債務市場，並以證券期限作為區分，商業票據的發行期限在 1 年以內，公司債券的發行期限在 10 年以上，而中期票據的興起，正是填補中間 1~10 年的發行期限，但中國大陸自 2013 年起批准發行期限為 15 年的中期票據。因此中期票據的發行相當靈活，發行主體不受限制，募集資金的用途也不受限制，通常透過單一的發行計畫，可以在期限內連續發行票據，或可以發行多個期限不同的票據，達到更符合公司的融資需求。



【圖 4-4】 中期票據發行期間的示意圖

中期票據的誕生可謂是人民銀行為了與財政部底下所監管的企業債抗衡，與一年期以上之企業債對比，進而發展出短期融資券，並由人民銀行管轄之交易商協會作為監理單位，隨後根據中國人民銀行令[2008]第 1 號，為進一步完善銀行間債券市場管理，促進非金融企業直接債務融資發展，中國人民銀行制定了《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》。中期票據於 2008 年 4 月 15 日開始發行，因此中期票據亦稱作「債務融資工具」。非金融企業債務融資工具包含短期融資券和中期票據，中期票據可細分為兩類，一般中期票據和集合票據；短期融資券則可細分為短期融資券和超級短期融資券。

一般中期票據

中期票據是一種融資性票據，具有法人資格的非金融企業在銀行間債券市場按照計畫發行，約定在一定期限還本付息的債務融資工具，有別於集合票據的通稱。中期票據相關的法規包括一個《辦法》、三個《規則》、三個《指引》。企業發行中期票據，相較於企業債、公司債等，除了發行方式與期限較為靈活之外，也沒有公司資產規模或發行規模的限制。

中期票據的特色

1. 發行主體
非金融企業。
2. 發行規模
待償還餘額不得超過企業淨資產的 40%。
3. 發行期限
未有硬性規定。
4. 募集資金用途
應用於企業生產經營活動，並在發行檔中明確披露具體資金用途，在存續期內變更募集資金用途應提前披露。
5. 發行註冊方式
一次註冊，一次或分期發行，一般按企業信用發行，無需抵押、擔保。

集合票據

全名為「中小企業集合票據」，顧名思義是由 2 個以上，且 10 個以下具有法人資格的中小型非金融企業，在銀行間債券市場發行的中期票據，是中國人民銀行、中國銀行間市場交易商協會為了方便中小企業融資，於 2009 年 11 月推出的創新金融產品。中小企業集合票據的特色為統一產品設計、統一券種冠名、統一信用增進、統一發行註冊，並約定在一定期限還本付息的債務融資工具。中小企業共同發行集合票據，相較於個別發行一個中期票據，不但可以節省監管機構的審批時間，也可以降低融資成本，解決中小企業融資不易的困境。

集合票據的特色

1. 發行主體
中小非金融企業，可由 2-10 家中小企業組成，參與主體之間的法律關係清晰，各企業的償付責任明確。允許發行企業獨立負債並按負債數額享有權利，承擔相應義務。發行企業之間需根據承擔的責任不同，明確約定彼此之間的法律關係，如連帶責任、部分連帶責任、獨立負債等。
2. 發行規模
單隻不超過 10 億元，單一發行企業不超過 2 億元，單一企業不超過其淨資產 40%。
3. 發行期限
未有硬性規定，主承銷商和發行企業結合市場環境協商確定，一般按 3、6、9 月或 1 年（含）以上以年為單位的整數期限。
4. 募集資金用途
企業發行中小企業集合票據募集的資金應用於符合國家相關法律及政策要求的企業生產經營活動。
5. 發行註冊方式
一次註冊、一次發行。

6. 償債保障措施

從目前已發行的情況看，集合票據需要安排包括信用增進、資金償付安排等償債保證措施。

第二節 非金融信用債券法治架構

企業債的法制沿革

第一階段：無法規監管時期（1982～1987）

1982 年	事件	企業發行「企業債」
	原因	1981 年中國大陸財政部發行國庫券。
	發展	企業自發性效仿政府發行債券，向社會大眾募集資金並支付利息，當時企業債完全沒有法律規範，沒有發行監管機構，也沒有發行條件限制。

第二階段：暫行條例時期（1987～1993）

1987 年 3 月 27 日	法令	國務院發布《企業債券管理暫行條例》
	原因	1986 年企業債發行總量超過人民幣 100 億元。
	發展	中國人民銀行是企業債券的監管機構，發行企業債券必須經過審批。中國人民銀行會同國家計劃委員會、財政部制定年度企業債券發行額度。1987 年國家計劃委員會批准債券發行額度為人民幣 30 億元。
1992 年 12 月 17 日	法令	國務院發布《國務院關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知》
	原因	證券市場的監管機構混亂。
	發展	國務院決定成立國務院證券委員會（宏觀管理機構）和中國證券監督管理委員會（監管執行機構）。嚴格劃分各級監管機構負責的債券監管審批和發行上市職責，步加快證券市場的開放步伐，活絡債券的次級市場。
1993 年 4 月 11 日	事件	國務院發布《國務院關於堅決制止亂集資和加強債券發行管理的通知》
	原因	1992 年企業債發行總量超過人民幣 700 億元，地方政府利用地方企業發行債券，但 1993 年中國大陸政府發行國債人民幣 500 億元卻不順利。
	發展	各級地區部門審批不能超過計畫發行規模，地方政府不得發行或變相發行地方政府債券。要加強債券的信用評級工作，申請發行債券的企業，需有部門認證的信用評級機構進行評級。企業債券及其他任何形式集資的利率都不得高於同期國庫券的利率。在當年度國庫券發行完成之前，不得發行企業

		債券、股票等其他證券和進行各種形式的集資。
--	--	-----------------------

第三階段：管理條例時期（1993～2003）

1993 年 8 月 2 日	事件	國務院發布《企業債券管理條例》
	原因	暫行條例沒有規範企業的條件限制，許多企業債券到期無能力償還本金。
	發展	增加企業發行企業債的條件，嚴格劃分各級監管機構負責的職責。
1998 年 4 月 1 日	事件	中國人民銀行發布《企業債券發行與轉讓管理辦法》
	原因	中國人民銀行希望統一企業債的監管權責。
	發展	人民銀行發布此辦法未與國家計委討論，違反企業債券管理條例，國務院不予承認，最後人民銀行自行發布通知取消此辦法，相關部門開始協商並停止實施企業債券管理條例直到修訂完成。
1999 年 12 月	事件	國務院批准人民銀行《關於企業債券改由國家計委審批的請示》
	原因	1998 年 11 月國務院對中國人民銀行管理體制實行改革。
	發展	人民銀行退出企業債監管機構，由國家計委全面負責企業債的額度與監管。

第四階段：發改委改革時期（2003～2007）

2003 年 3 月	事件	發改委負責企業債的審批
	原因	國家發展計劃委員會改名為國家發展和改革委員會。
	發展	發改委承繼企業債監管機構的權力，執行企業債的審批與監管交由隸屬發改委的財政金融司負責。
2004 年 1 月 31 日	事件	國務院發布《國務院關於推進資本市場改革發展的 9 條意見》
	內容	第四條、健全資本市場體系，豐富證券投資品種 積極穩妥發展債券市場。在嚴格控制風險的基礎上，鼓勵符合條件的企業通過發行公司債券籌集資金，改變債券融資發展相對滯後的狀況，豐富債券市場品種，促進資本市場協調發展。制定和完善公司債券發行、交易、資訊披露、信用評級等規章制度，建立健全資產抵押、信用擔保等償債保障機制。逐步建立集中監管、統一互聯的債券市場。
2004 年 6 月 21 日	事件	發改委發布《關於進一步改進和加強企業債券管理工作的通知》

	原因	發改委呼應國九條的方向。
	發展	要求發行主體要做債券的擔保工作，聘請其他獨立經濟法人依法進行擔保。商業銀行是企業債最大的購買人，但是商業銀行又要負責企業債的擔保。

第五階段：金融海嘯時期（2007～2008）

2007 年 10 月 12 日	事件	銀監會發布《關於有效防範企業債擔保風險的意見》
	原因	金融海嘯期間銀行對企業債的擔保造成表外風險增加。
	發展	嚴格區分直接金融和間接金融，要求銀行逐步退出企業債的擔保。
2007 年 11 月 14 日	事件	國務院、發改委批准發行「中小企業集合債券」
	原因	中小企業於金融海嘯後引發融資困難的問題。
	發展	中小企業共同發行集合企業債，相較於個別自行發行企業債，不但降低了中小企業的發行條件、融資成本，也解決了中小企業的資金需求。
2008 年 1 月 2 日	事件	發改委發布《關於推進企業債券市場發展、簡化發行核准程式有關事項的通知》
	原因	第三次全國金融工作會議指出企業債審核雙重制約、時間長、效率低。
	發展	將原本先審批後發行的二階段，簡化為直接核准發行的一階段。票面利率 取消不得超過存款利率 40% 的規定。

企業債券管理條例

第一章 總則

第二條 本條例適用於中華人民共和國境內具有法人資格的企業（以下簡稱企業）在境內發行的債券。但是，金融債券和外幣債券除外。
除前款規定的企業外，任何單位和個人不得發行企業債券。

第三條 企業進行有償籌集資金活動，必須通過公開發行企業債券的形式進行。但是，法律和國務院另有規定的除外。

第二章 企業債券

第五條 本條例所稱企業債券，是指企業依照法定程式發行、約定在一定期限內還本付息的有價證券。

第八條 企業債券持有人對企業的經營狀況不承擔責任。

第三章 企業債券的管理

第十條 國家計劃委員會會同中國人民銀行、財政部、國務院證券委員會擬訂全國企業債券發行的年度規模和規模內的各項指標，報國務院批准後，下達各省、自治區、直轄市、計劃單列市人民政府和國務院有關部門執行。
未經國務院同意，任何地方、部門不得擅自突破企業債券發行的年度規模，並不得擅自調整年度規模內的各項指標。

第十一條 企業發行企業債券必須按照本條例的規定進行審批；未經批准的，不得擅自發行和變相發行企業債券。
中央企業發行企業債券，由中國人民銀行會同國家計劃委員會審批；地方企業發行企業債券，由中國人民銀行省、自治區、直轄市、計劃單列市分行會同同級計劃主管部門審批。

第十二條 企業發行企業債券必須符合下列條件：

- （一）企業規模達到國家規定的要求；
- （二）企業財務會計制度符合國家規定；
- （三）具有償債能力；
- （四）企業經濟效益良好，發行企業債券前連續3年盈利；
- （五）所籌資金用途符合國家產業政策。

第十五條 企業發行企業債券應當公佈經審批機關批准的發行章程。
企業發行企業債券，可以向經認可的債券評信機構申請信用評級。

第十六條 企業發行企業債券的總面額不得大於該企業的自有資產淨值。

第十七條 企業發行企業債券用於固定資產投資的，依照國家有關固定資產投資的規定辦理。

第十八條 企業債券的利率不得高於銀行相同期限居民儲蓄定期存款利率的40%。

第十九條 任何單位不得以下列資金購買企業債券：

- （一）財政預算撥款；

(二) 銀行貸款；

(三) 國家規定不得用於購買企業債券的其他資金。

辦理儲蓄業務的機構不得將所吸收的儲蓄存款用於購買企業債券。

第二十條 企業發行企業債券所籌資金應當按照審批機關批准的用途，用於本企業的生產經營。企業發行企業債券所籌資金不得用於房地產買賣、股票買賣和期貨交易等與本企業生產經營無關的風險性投資。

第二十四條 單位和個人所得的企業債券利息收入，按照國家規定納稅。

第二十五條 中國人民銀行及其分支機構和國家證券監督管理機構，依照規定的職責，負責對企業債券的發行和交易活動，進行監督檢查。

第四章 法律責任

第五章 附則

公司債的法制沿革

第一階段：立法草案時期（1993～1999）

1993 年 12 月 29 日	事件	全國人民代表大會常務委員會發布《中華人民共和國公司法》
	原因	1989 年 7 月 28 日中共中央委員會宣佈「七件事」決定清理整頓公司。
	發展	以國有獨資公司為主體制定，沒有對上市公司收購進行定義。
1998 年 12 月 29 日	事件	全國人民代表大會常務委員會發布《中華人民共和國證券法》
	原因	1998 年亞洲金融風暴，提高中國大陸政府對金融風險的重視程度。
	發展	以法律形式確認資本市場的地位，沒有保護中小投資者的民事責任。

第二階段：公司修法時期（2004～2006）

2005 年 10 月 27 日	事件	全國人民代表大會常務委員會修訂《中華人民共和國公司法》
	原因	2004 年 8 月 17 日《公司法修改草案》從管制走向自製。
	發展	有限責任公司、股份公司的公司治理結構、股票發行制度、

		財務會計制度。
2005 年 10 月 27 日	事件	全國人民代表大會常務委員會修訂《中華人民共和國證券法》
	原因	第 16 屆三中全會發布《中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定》指出(15)大力發展資本和其他要素市場。
	發展	放寬新金融商品的創新，將股票和公司債以外的證券納入規範。

第三階段：債券試點時期（2007～2012）

2007 年 8 月 14 日	事件	中國證監會發布《公司債券發行試點辦法》
	原因	第三次全國金融工作會議「加快發展債券市場」的工作部署。
	發展	解除公司債券發行配額（人民幣 1000 億元）與資金用途目的（借新還舊）。
2007 年 8 月 22 日	事件	公司發行「公司債」
	原因	證監會發布《公司債券發行試點辦法》
	發展	限滬深交易所的上市公司及境外上市的境內股份有限公司。

第四階段：後金融海嘯時期（2012～至今）

2012 年 5 月 22 日	事件	深圳交易所發布《中小企業私募債券業務試點辦法》
	原因	第四次全國金融工作會議「進一步拓寬中小企業融資管道」的工作部署。
	發展	中國工信部規定未上市中小微型企業（非金融、房地產業）才可發債。
2012 年 6 月 18 日	事件	深圳交易所發行「中小企業私募債券」
	原因	交易所發布《中小企業私募債券業務試點辦法》
	發展	中小企業私募債券提供未上市中小企業的融資管道，降低了中小企業的發行條件、融資成本，也解決了中小企業的資金需求。

公司法

第七章 公司債券

第 154 條 本法所稱公司債券，是指公司依照法定程式發行、約定在一定期限還本付息的有價證券。

公司發行公司債券應當符合《中華人民共和國證券法》規定的發行條件。

第 162 條 上市公司經股東大會決議可以發行可轉換為股票的公司債券，並在公司債券募集辦法中規定具體的轉換辦法。上市公司發行可轉換為股票的公司債券，應當報國務院證券監督管理機構核准。

發行可轉換為股票的公司債券，應當在債券上標明可轉換公司債券字樣，並在公司債券存根簿上載明可轉換公司債券的數額。

證券法

第一章 總則

第 7 條 國務院證券監督管理機構依法對全國證券市場實行集中統一監督管理。國務院證券監督管理機構根據需要可以設立派出機構，按照授權履行監督管理職責。

第二章 證券發行

第 16 條 公開發行公司債券，應當符合下列條件：

- （一）股份有限公司的淨資產不低於人民幣三千萬元，有限責任公司的淨資產不低於人民幣六千萬元；
- （二）累計債券餘額不超過公司淨資產的百分之四十；
- （三）最近三年平均可分配利潤足以支付公司債券一年的利息；
- （四）籌集的資金投向符合國家產業政策；
- （五）債券的利率不超過國務院限定的利率水準；
- （六）國務院規定的其他條件。

公開發行公司債券籌集的資金，必須用於核准的用途，不得用於彌補虧損和非生產性支出。

上市公司發行可轉換為股票的公司債券，除應當符合第一款規定的條件外，還應當符合本法關於公開發行股票的條件，並報國務院證券監督管理機構核准。

第 18 條 有下列情形之一的，不得再次公開發行公司債券：

- （一）前一次公開發行的公司債券尚未募足；
- （二）對已公開發行的公司債券或者其他債務有違約或者延遲支付本息的事實，仍處於繼續狀態；
- （三）違反本法規定，改變公開發行公司債券所募資金的用途。

第三章 證券交易

第一節 一般規定

第二節 證券上市

第 57 條 公司申請公司債券上市交易，應當符合下列條件：

- （一）公司債券的期限為一年以上；
- （二）公司債券實際發行額不少於人民幣五千萬元；
- （三）公司申請債券上市時仍符合法定的公司債券發行條件。

第 60 條 公司債券上市交易後，公司有下列情形之一的，由證券交易所決定暫停其公司債券上市交易：

- （一）公司有重大違法行為；
- （二）公司情況發生重大變化不符合公司債券上市條件；
- （三）發行公司債券所募集的資金不按照核准的用途使用；
- （四）未按照公司債券募集辦法履行義務；
- （五）公司最近二年連續虧損。

第三節 持續資訊公開

第四節 禁止的交易行為

第四章 上市公司的收購

第五章 證券交易所

第六章 證券公司

第七章 證券登記結算機構

第八章 證券服務機構

第九章 證券業協會

第十章 證券監督管理機構

第十一章 法律責任

第十二章 附則

中期票據的法制沿革

2008 年 4 月 15 日	事件	中國人民銀行發布《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》
--------------------	----	----------------------------------

	原因	人行為了與財政部底下所監管的企業債抗衡。
	發展	將一年以下的債務融資工具稱為短期融資券，一年以上的債務融資工具稱為中期票據，規定於銀行間債券市場交易。
2008 年 4 月 23 日	事件	公司、企業發行「中期票據」
	原因	中國人民銀行發布《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》
	發展	填補中國大陸公司信用債的空白年限。
2009 年 11 月 9 日	事件	交易商協會發布《銀行間債券市場中小非金融企業集合票據業務指引》
	原因	國家工商總局表示中小企業對中國大陸 GDP 貢獻 60%，但融資困難卻制約中小企業的發展。
	發展	中國人民銀行批准發行「中小企業集合票據」。
2013 年 1 月 14 日	事件	中國人民銀行批准發行期限為 15 年的中期票據
	原因	改善公司以短支長的風險。
	發展	建構非金融企業信用債券收益率曲線。

銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法

第二條 本辦法所稱非金融企業債務融資工具（以下簡稱債務融資工具），是指具有法人資格的非金融企業（以下簡稱企業）在銀行間債券市場發行的，約定在一定期限內還本付息的有價證券。

第四條 企業發行債務融資工具應在中國銀行間市場交易商協會（以下簡稱交易商協會）註冊。

第五條 債務融資工具在中央國債登記結算有限責任公司（以下簡稱中央結算公司）登記、託管、結算。

第九條 企業發行債務融資工具應由在中國境內註冊且具備債券評級資質的評級機構進行信用評級。

第十五條 中央結算公司負責債務融資工具登記、託管、結算的日常監測，每月匯總債務融資工具發行、登記、託管、結算、兌付等情況向交易商協會報送。

第十八條 中國人民銀行依法對交易商協會、同業拆借中心和中央結算公司進行監督管理。交易商協會、同業拆借中心和中央結算公司應按照中國人民銀行的要求，及時向中國人民銀行報送與債務融資工具發行和交易等有關的資訊。

第三節 非金融信用債券交易概況

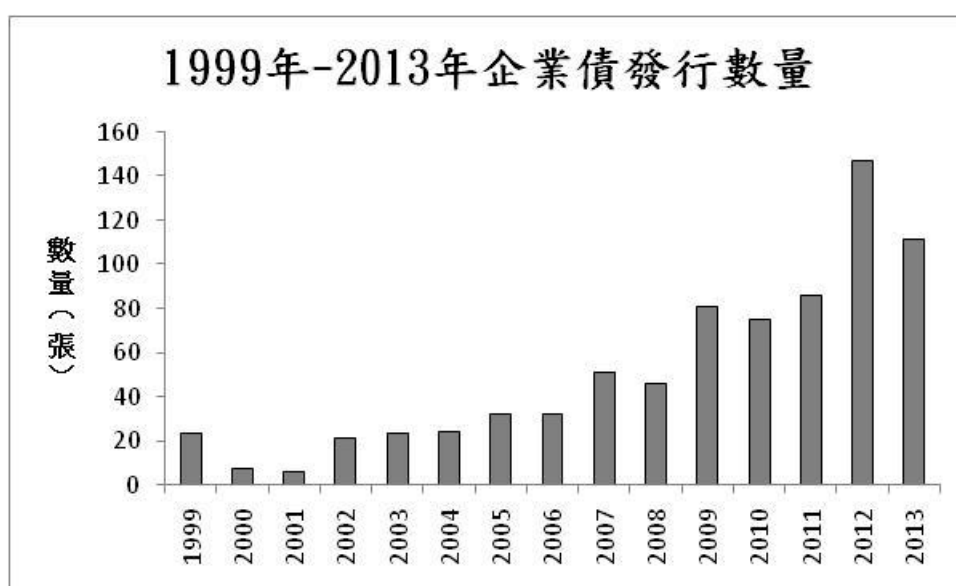
初級市場發行量

國債和政策性金融債券是中國大陸債券初級市場最大的發行來源，根據國務院《國9條》的意見表示，中國大陸政府希望能夠「健全資本市場體系，豐富證券投資品種」，其中又以公司、企業發行的債券產品為主要項目，希望制定和完善發行、交易、資訊披露、信用評級等規章制度。

一、企業債券交易概況

企業債發行狀況

企業發行企業債的數量逐年增加，如下圖，但是企業債每年的發債規模是受到國務院當年度的審批限額。值得注意的是，2012年企業債的發行量突破一個高點，2013年回歸正常的趨勢。除了經歷2010、2011年的歐洲債券危機，使得債券市場在2012年穩定後出現反彈，另外「金融業發展和改革十二五規劃」亦有提高融資規模的目標。

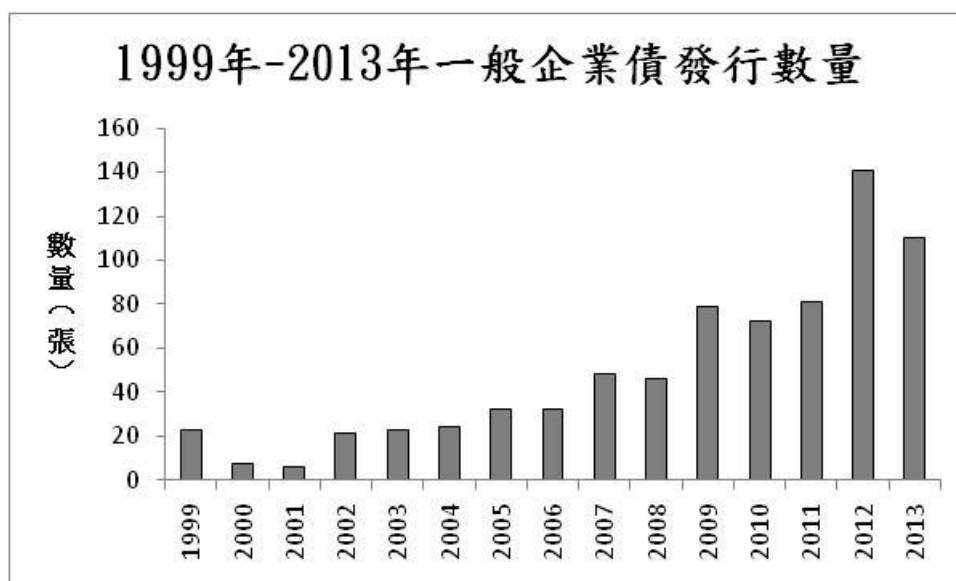


【圖 4-5】 企業債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

一般企業債發行狀況

企業債又可分為一般企業債和集合企業債，下圖獨立畫出一般企業債的發行量。因為集合企業債的發行量相對較小，發行起始年（2007）又相對較晚，因此一般企業債的發行趨勢和整體企業債的發行趨勢幾乎完全相同。

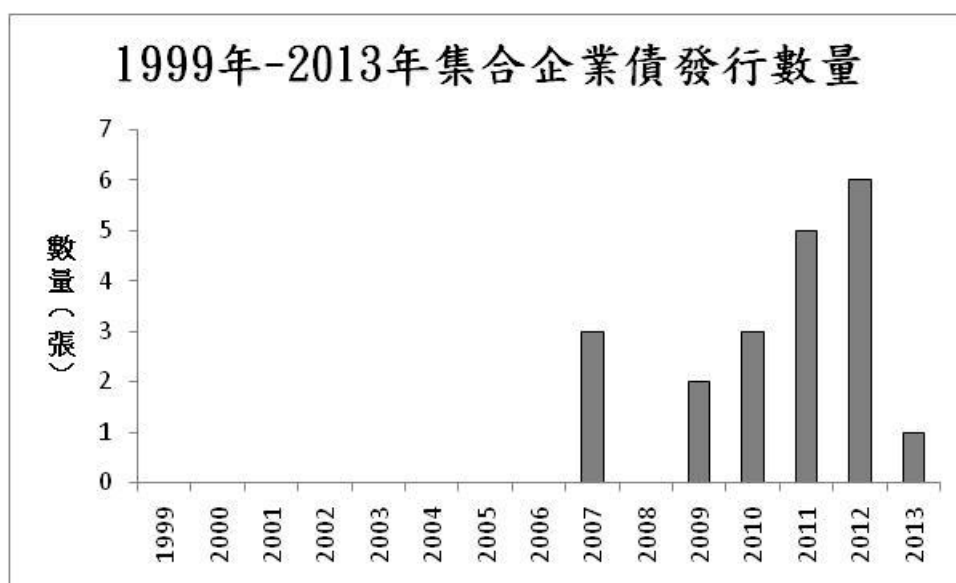


【圖 4-6】 一般企業債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

集合企業債發行狀況

企業債可分為一般企業債和集合企業債，下圖獨立畫出集合企業債的發行量。2007 年中國大陸政府為了解決中小企業融資困難，因此通過發行集合企業債，每年通過發改委批准發行的集合企業債不超過 10 筆。在 2008 年金融海嘯的高峰期，銀行與市場投資人資金最緊縮的時刻，集合企業債還是沒有為中小企業公開募集到任何資金。



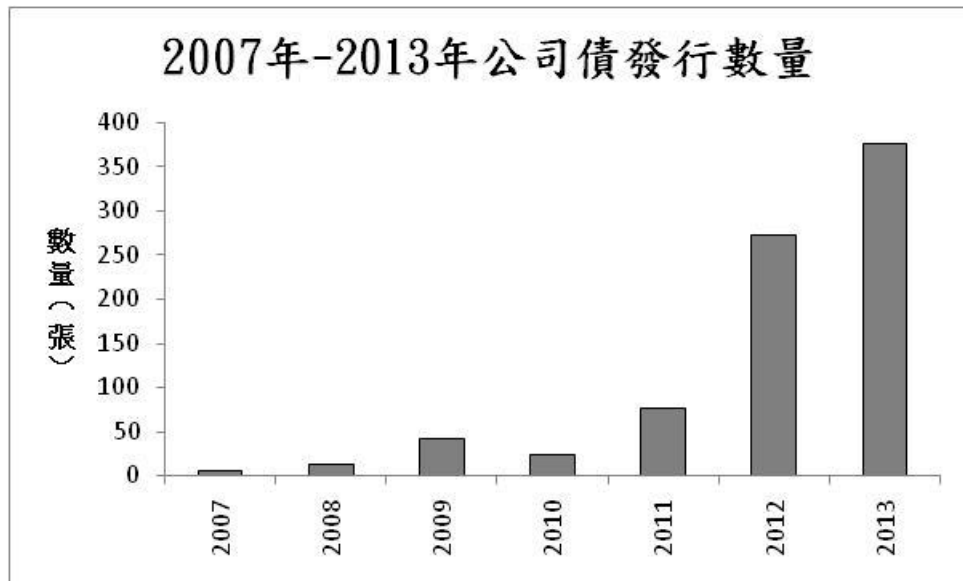
【圖 4-7】 集合企業債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

二、公司債券交易概況

公司債發行狀況

公司債的發行量也是有逐年增加的趨勢，在公司債試點初期階段，證監會只開放公司於滬深證券交易所上市的公司及發行境外上市外資股的境內股份有限公司，國有獨資公司則是另外需要國資委的批准。由此可見發行主體主要還是以股份有限公司為主。

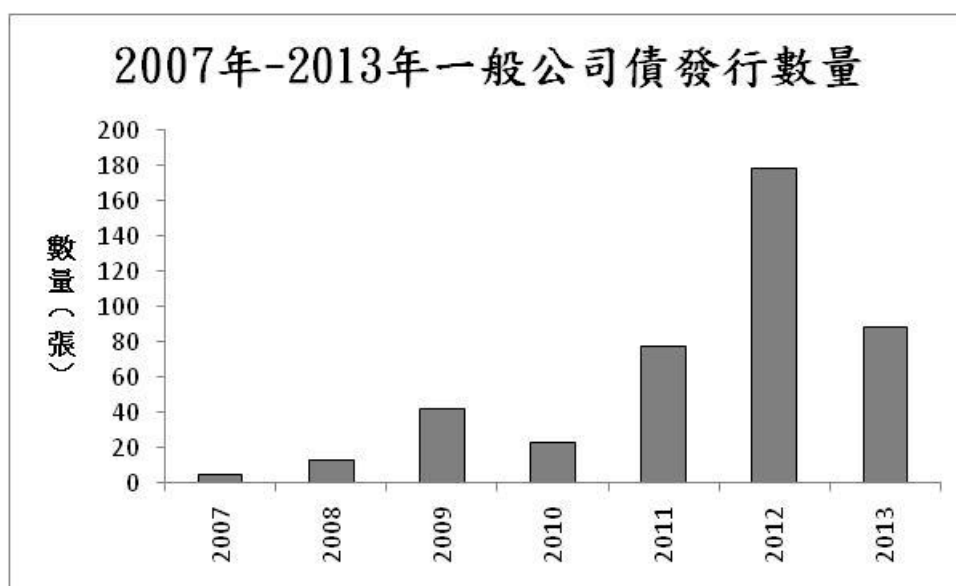


【圖 4-8】 公司債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

一般公司債發行狀況

公司債又可分為一般公司債和私募債，下圖獨立畫出一般公司債的發行量。因為私募債的發行起始年（2012）相對較晚，因此一般公司債的發行趨勢和整體公司債的發行趨勢幾乎完全相同，不過在 2013 年時出現不同以往趨勢的變化，使得一般公司債的發行量回歸到 2011 年的水準。主要是私募債在 2013 年的發行量反超一般公司債，這一點我們在下一個段落繼續說明。

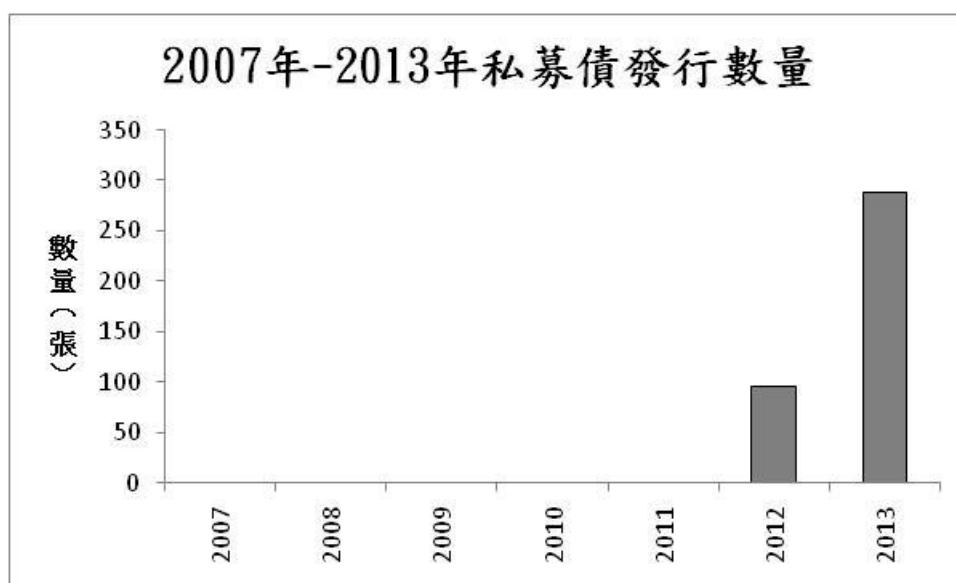


【圖 4-9】 一般公司債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

私募債發行狀況

公司債可分為一般公司債和私募債，下圖獨立畫出私募債的發行量。2012年私募債通過初次發行時，其發行量就已超過去年2011年整體公司債的發行量，但是2012年整個債券市場的發行量都是大幅上升，包括一般公司債，然而2013年私募債的發行量相比2012年大幅增加了3倍之多，一舉超過一般公司債的發行量，這可說明公司體制逐漸以私募的公司債取代公募的公司債。



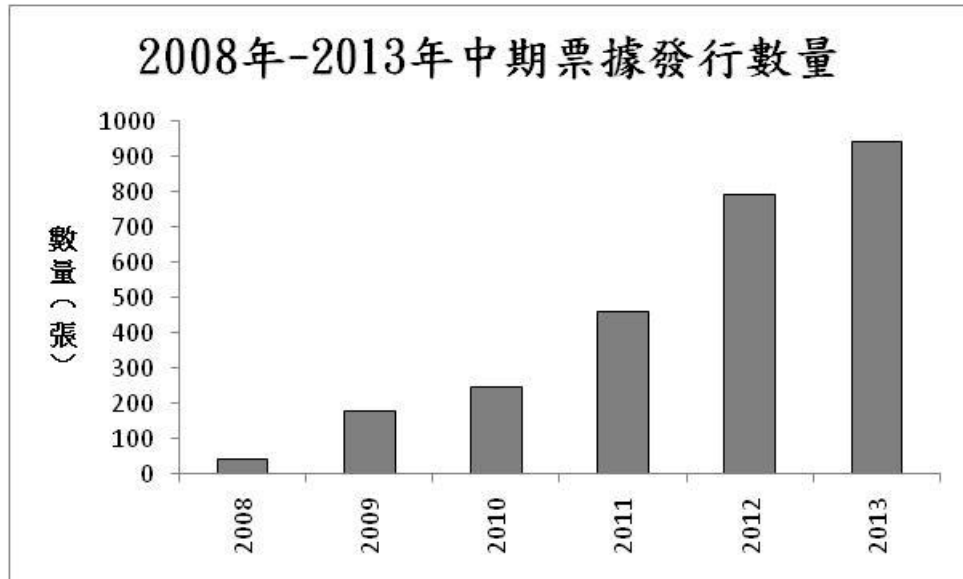
【圖 4-10】 私募債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

三、中期票據交易概況

中期票據發行狀況

中期票據的發行數量也是逐年增加的趨勢，如下圖，中期票據的交易市場是目前中國大陸所有債券市場交易平台中最具有規模的銀行間債券市場，中期票據亦是所有非金融信用債中發行規模最大的產品，自 2008 年起由人民銀行推行至今，因為中期票據的靈活性，使得企業債、公司債的發行量遠遠不能相比。

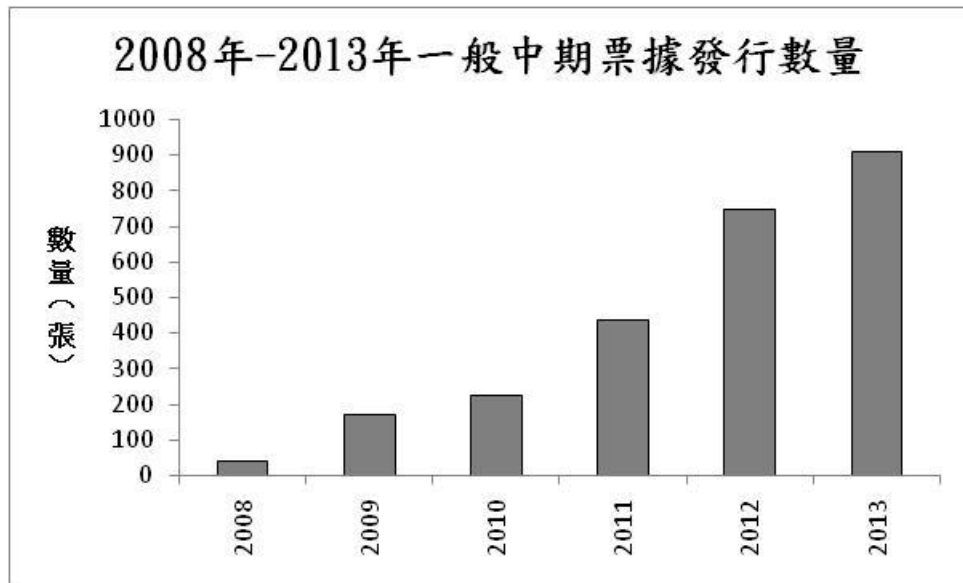


【圖 4-11】 中期票據歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

一般中期票據發行狀況

中期票據又可分為一般中期票據和集合票據，下圖獨立畫出一般中期票據的發行量。因為集合票據的發行量相對較小，因此一般中期票據的發行趨勢和整體中期票據的發行趨勢幾乎完全相同。

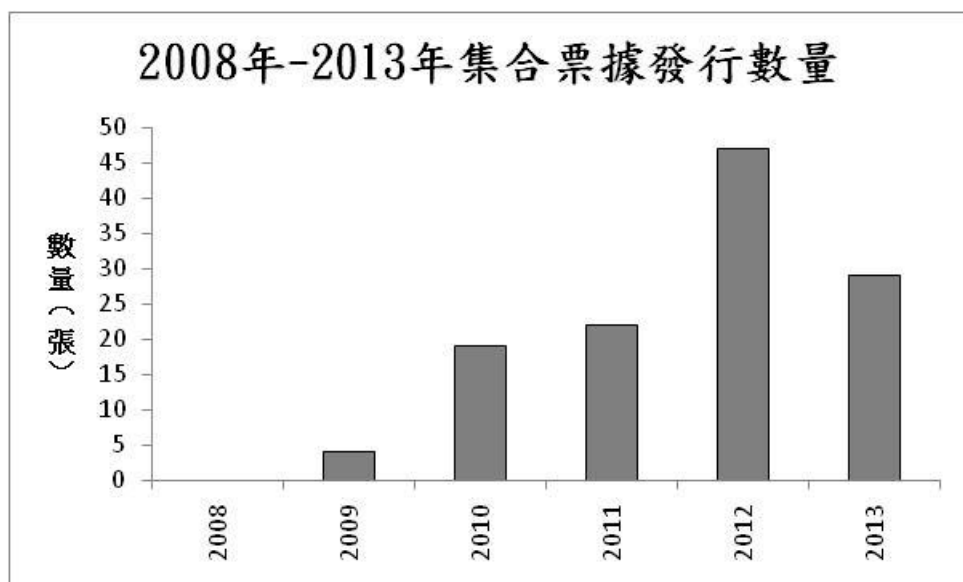


【圖 4-12】 一般中期票據歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

集合票據發行狀況

下圖獨立畫出集合票據的發行量。2009 中國人民銀行為了解決中小企業融資困難，亦通過發行集合票據。每年發行的集合票據不超過 50 筆，雖然發行量在 2012 年有大幅的成長，但與一般中期票據相比，仍不足其十分之一的發行量。



【圖 4-13】 集合票據歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

次級市場流動性

中國大陸 2013 年的債券發行量已經是世界排名第 2 位（2012 年為世界排名第 5 位），僅次於美國而已。如此龐大的發行量說明中國大陸的初級市場已經頗具規模，但是次級市場的發展又是什麼情形，本小節以非金融信用債的角度去看次級市場，並同時比較台灣和美國的次級市場，如下表。

【表 4-2】 中國大陸、美國、台灣的公司債流動性比較

	中國大陸	美國	台灣
初級市場發行量			
企業債	RMB 6499 億	-	-
公司債	RMB 2594 億	USD 13850 億	NTD 4738 億
中期票據	RMB 8453 億	-	-
2012 合計	RMB 17546 億 =USD 2924 億	USD 13850 億	NTD 4738 億 =USD 160 億
次級市場交易量			
2012 合計	RMB 254644 億 =USD 42440 億	USD 82716 億	NTD 15700 億 =USD 531 億
交易量/發行量	14.51	5.97	3.32

資料來源：本團隊整理

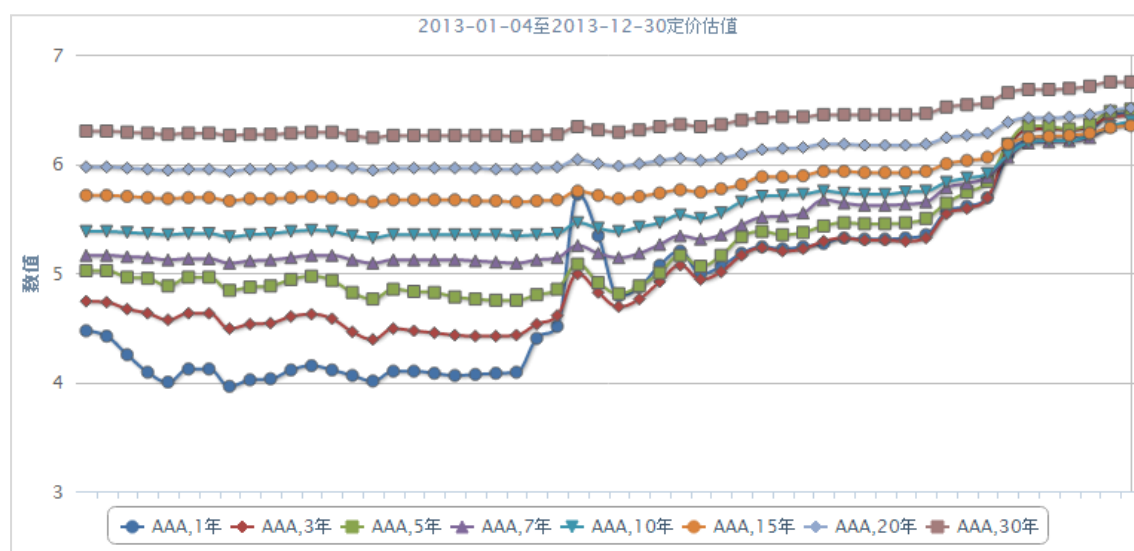
根據上表我們可知，不論是台灣還是中國大陸，公司債的發行量還是遠遠不及美國公司債的發行量，在次級市場的交易量亦是如此。然而，我們將交易量除上發行量，以該國的市場規模做為基準，表示該國次級市場的流動性。我們發現在公司債的部分，中國大陸雖然發行量和交易量都不及美國，但是因為中國大陸的發行量相對較小，因此出現中國大陸流動性大於美國流動性的數據表現。

根據這個意外的發現做進一步的探討，在市場的印象中，中國大陸債券市場的流動性應是相當不足，也就是投資人的交易策略多是買進持有。然而，這個印象其實是中國大陸整體債券市場的現象，以稅率的觀點來看，中國大陸最大的發債主體即是中國大陸財政部，財政部發行的國債的量很大，但是流動性很低。因為在中國大陸投資人的國債利息所得是免稅的，如果交易國債獲得資本利得反而是要繳稅的。因此國債持有者，如大銀行（甲類承銷商），通常都是持券直到到期。公司債的利息所得是要課稅的，投資人如果交易公司債也是要繳交資本利得稅，因此投資人若有資金需求，必定是選擇出售公司債而不是國債，所以公司債確實存在流動性。

這一小節先從非金融信用債的角度來看，產品包含企業債、公司債和中期票據。企業債是最早出現的非金融信用債，交易量除以發行量有 11.18 倍。公司債

券的發行量和交易量規模，皆是非金融信用債當中最小的，交易量除以發行量只有 1.36 倍。中期票據是非金融信用債之中，發行量和交易量規模皆為最大，交易量除以發行量有 11.85 倍。因此我們發現企業債和中期票據的流動性相當高，反而公司債這項產品，雖然名稱和國際慣用的公司債（Corporate Bonds）相同，但是在中國大陸的次級市場卻是相對比較不受到投資人注視的產品。

下圖為中國銀行間市場交易商協會為了提供次級市場的報價基準，建立「非金融企業債務融資工具定價估值曲線系統」，由 22 家專業金融機構，包含 17 家商業銀行、2 家證券商、1 家基金公司、2 家保險公司。每日根據不同等級的信用評等（AAA、AA+、AA、AA-）和不同期限（1、3、5、7、10、15、20、30 年）提出報價，交由銀行間市場交易商協會以算術平均做出最終報價。



【圖 4-14】 2013 年 AAA 企業債定價估值曲線

資料來源：中國銀行間市場交易商協會

代碼	簡稱	最新價	漲跌	漲跌幅	成交金額(元)↓	成交量(手)	開盤	最高	最低
122149	12石化01	98.00	-0.50	-0.51	226971159.00	23149.20	97.91	98.10	97.9
126018	08江銅債	91.23	0.08	0.09	156608238.00	17173.40	91.19	91.30	91.11
122605	11寧海債	104.85	0.24	0.23	103018266.00	9825.30	104.80	104.85	104.8
126016	08寶鋼債	99.92	0.01	0.01	78200288.00	7826.40	99.85	99.92	99.85
122093	11中孚債	82.47	0.87	1.07	61383196.00	7450.60	81.72	82.70	81.72

【圖 4-15】 2014/06/13 上海交易所公司債券行情每日前 5 名

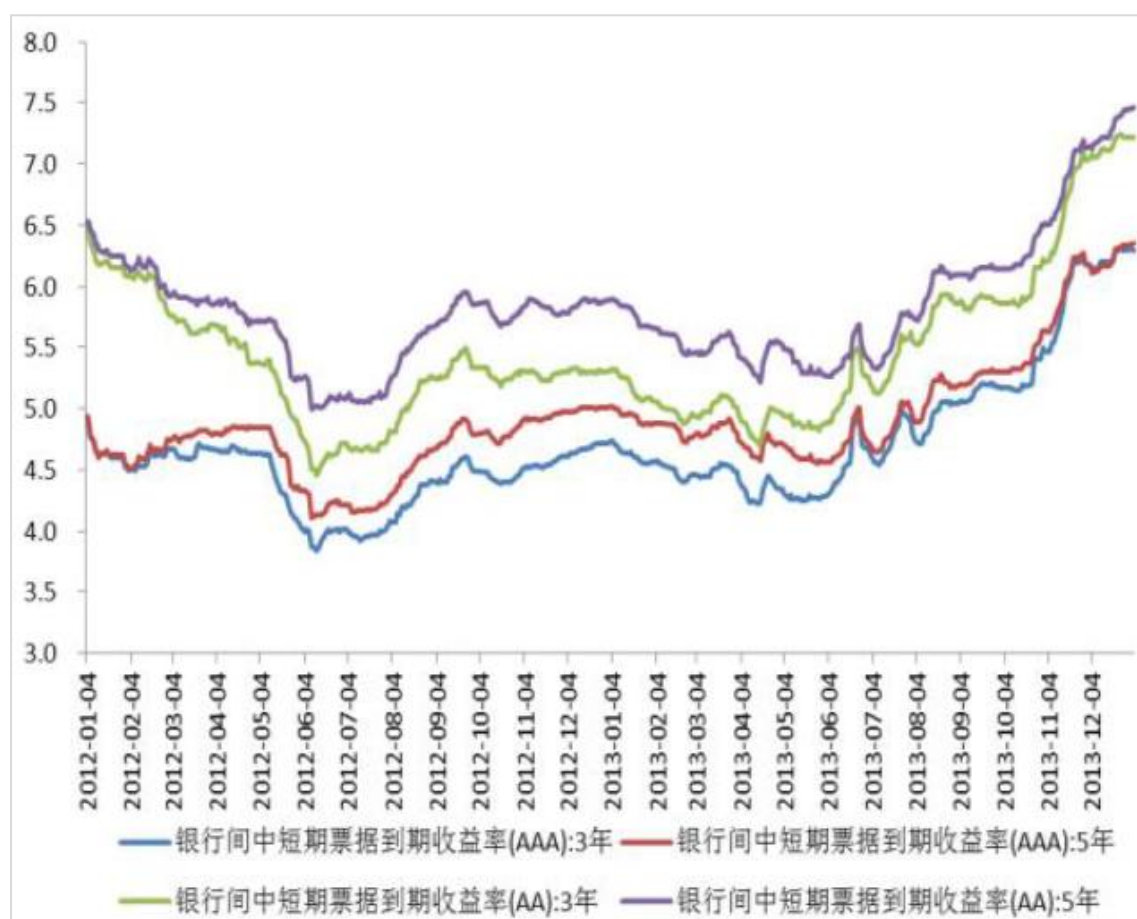
資料來源：和訊債券網

代码	简称	最新价	涨跌	涨跌幅	成交金额(元)↓	成交量(手)	开盘	最高	最低
112090	12中興01	99.39	0.00	0.00	290227946.00	29197.16	99.35	99.60	99.35
112192	13赤灣01	99.72	0.21	0.21	57633225.00	5780.00	99.71	99.73	99.71
112039	11黔輪債	100.33	0.00	0.00	51214511.00	5104.60	100.33	100.39	100.33
111060	10佳城投	103.10	0.15	0.15	45697783.00	4450.10	103.00	103.10	102.62
112008	09金街02	100.15	0.00	0.00	41001360.00	4094.00	100.15	100.15	100.14

【圖 4-16】 2014/06/13 深圳交易所公司債券行情每日前 5 名

資料來源：和訊債券網

下圖為信用評等 AAA 的 5 年期中期票據和信用評等 AA 的 5 年期中期票據，以及信用評等 AAA 的 3 年期中期票據和信用評等 AA 的 3 年期中期票據，在次級市場交易的每月份平均到期收益率曲線。



【圖 4-17】 中期票據次級市場到期收益率曲線

資料來源：中債資信

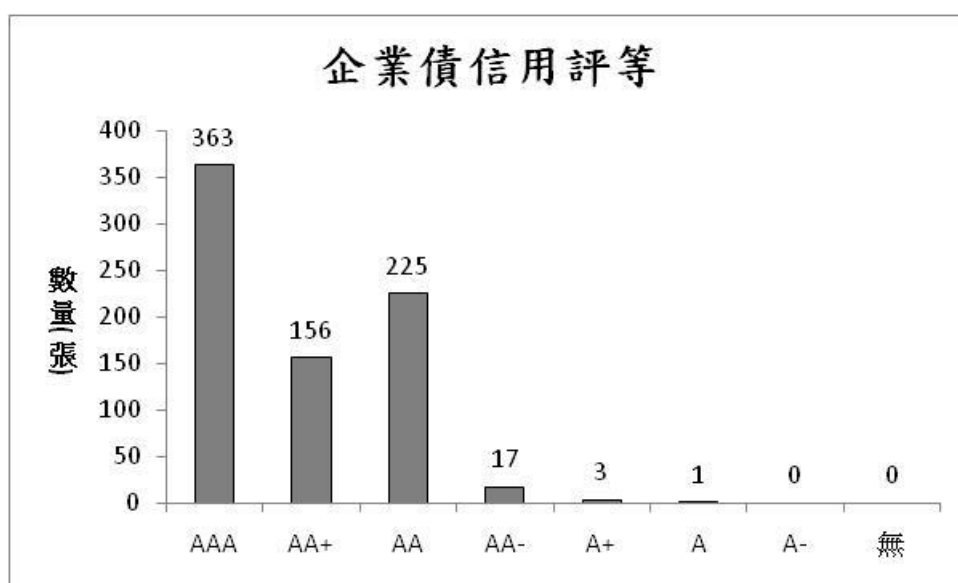
第四節 非金融信用債信用風險

一、企業債券之風險

企業債的信用風險大小，取決於兩大因素：一，中國大陸經濟宏觀面；二，企業財務風險管理。近年由於中國大陸企業的全球擴張，帶動了融資需求。然而，中國大陸的企業債務規模占據了全球企業債務規模的 30% 左右，其中的 1/4 到 1/3 源於境內的影子銀行。如果中國大陸經濟增長進一步放緩，房地產價格出現下跌的話，影子銀行便會出現危機，信用風險規模龐大。此外，部分企業現金流和槓桿水平迅速惡化，償債能力有所下降，房地產和鋼鐵行業尤其令人擔憂。

企業債信用評等

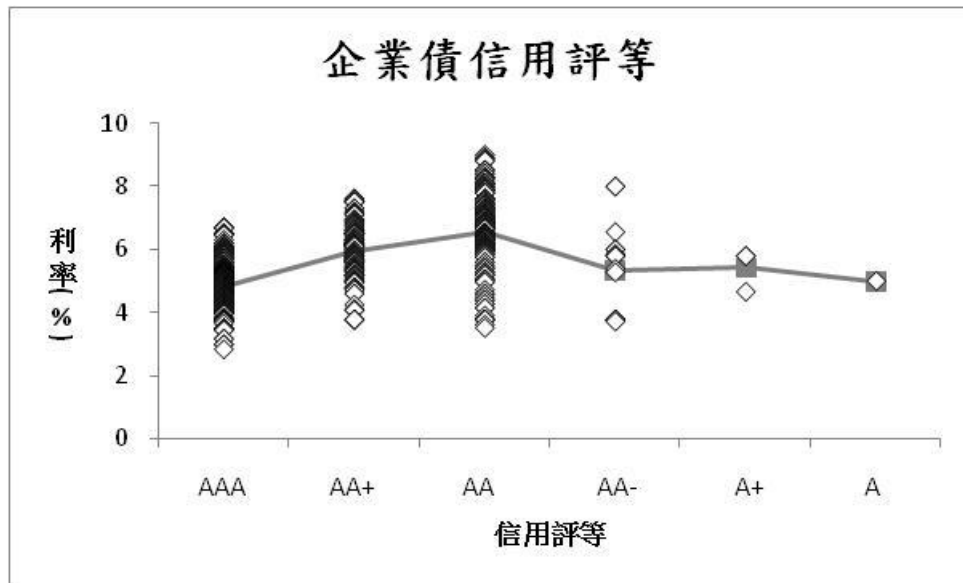
我們畫出每一筆企業債，在發行時從信評機構獲得的信用評等，如下圖。圖中可以清楚看出信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+ 和 AA，佔企業債整體的 97.25%。事實上從 AA- 開始，在中國大陸就會被視為垃圾債券。



【圖 4-18】 企業債發行時獲得的信用評等

資料來源：Wind 資訊

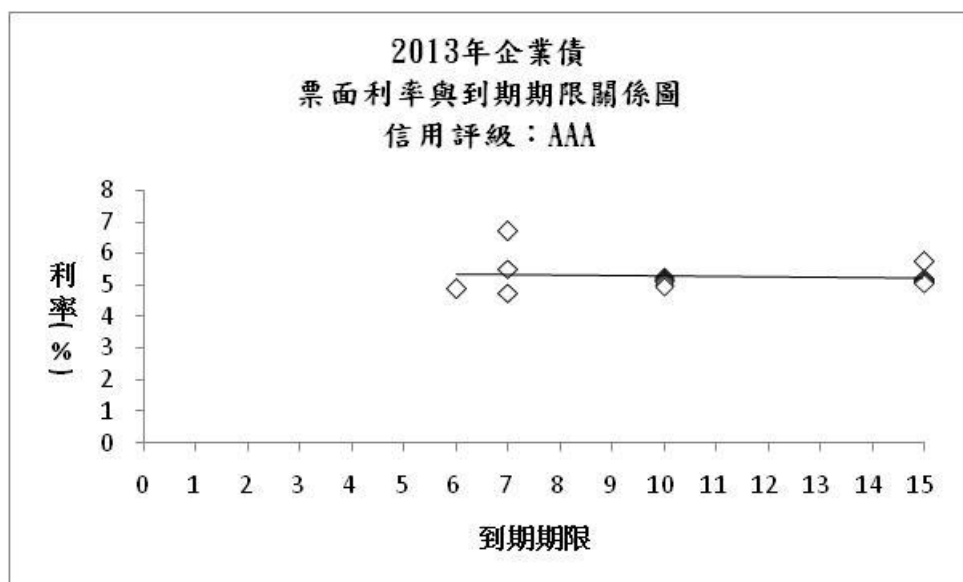
接下來，我們畫出每一筆企業債發行時的票面利率，並以信用評等由高至低排序，每一個黑點代表一張債券，灰色曲線代表平均票面利率，如下圖。圖中可以清楚看出在 AA 以前，隨著信用評等愈好，債券的平均票面利率愈低，符合理論的預期，但是相同的評級之中，債券彼此的票面利率差距又甚大，有 4%-5% 的差距。在 AA- 以後，信用評等和票面利率沒有一定的關聯性，且樣本數也相對較小。



【圖 4-19】 企業債的信用評等與票面利率

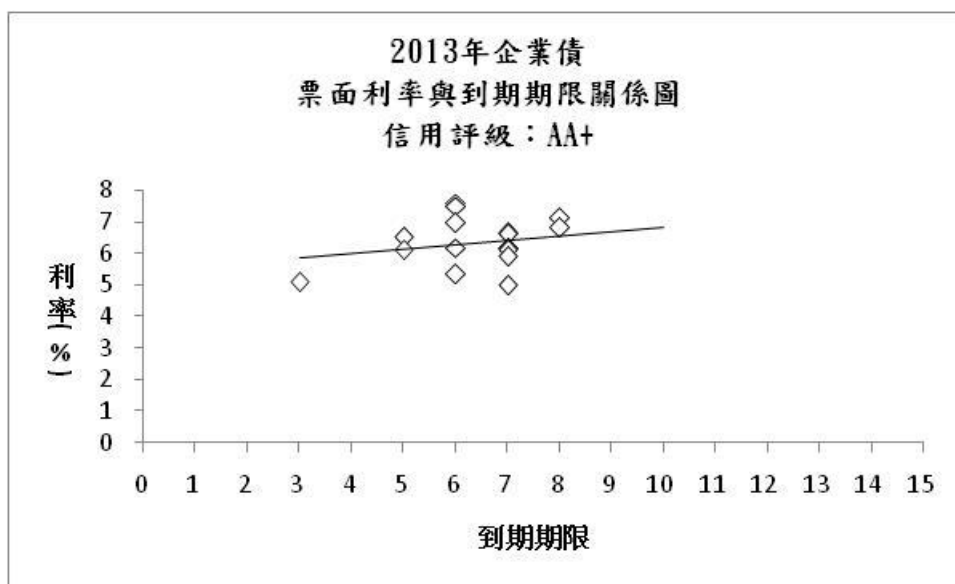
資料來源：Wind 資訊

剖析 2013 年企業發行企業債券的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的企業債券之信用評級共有 AAA、AA+、AA 三種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這三種信用評級下所發行的企業債券，其票面利率與到期期限不一定呈現正相關。



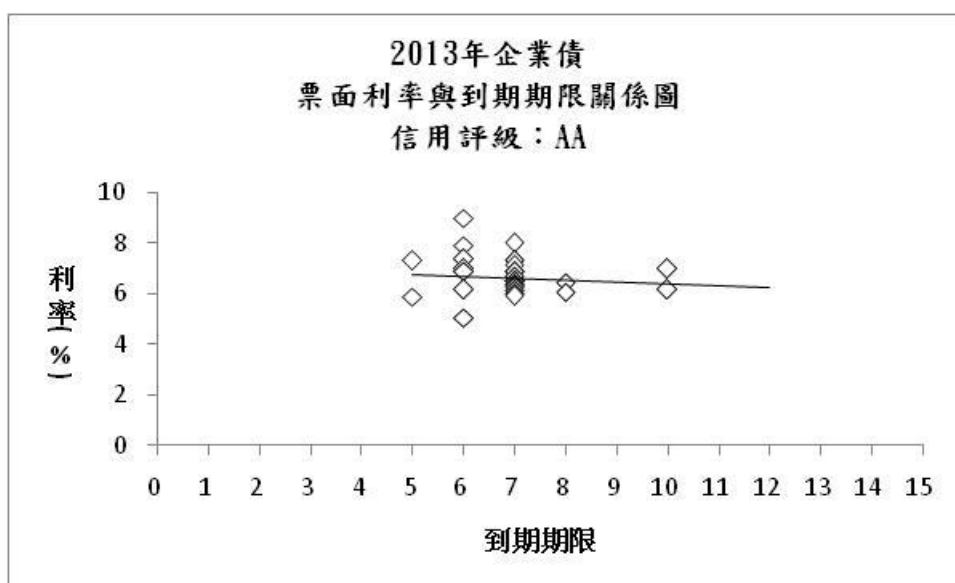
【圖 4-20】 企業債（AAA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 4-21】 企業債 (AA+) 的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 4-22】 企業債 (AA) 的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊

二、公司債券之風險

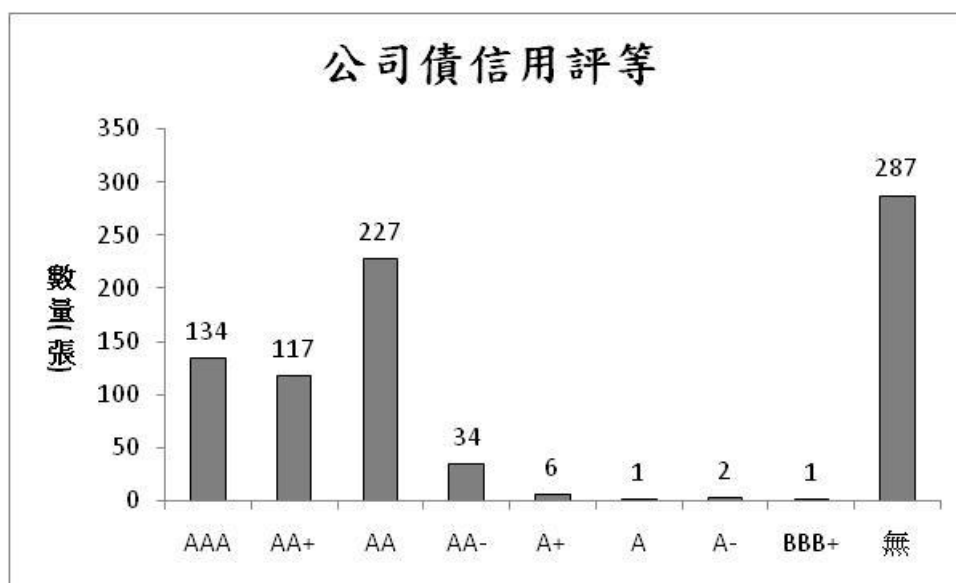
2014 年以來，債券市場中小企業發行人頻現兌付危機。3 月 5 日中小板上市公司超日太陽發行的“11 超日債”無法全額支付利息，直接打破了債市零違約的記錄，成為國內債券市場第一個債券違約事件。同時間發生“13 中森債”的兌付風波和“12 華特斯”發行人破產重組引發投資者對其償債能力的質疑，非公開發行的中小企業私募債券也成為市場關注的違約焦點。

與在銀行間債券市場發行的集合債券和集合票據不同，中小企業私募債非公開發行的特點讓市場的參與者很難清楚地瞭解企業的信用水準，同時可能沒有擔保又缺少信用評級為投資者提供參考，讓市場對中小企業發行債券的信用風險產生擔憂。

歸納整理近年導致中小企業信用水準惡化的因素包括：（1）產業不景氣，企業利潤下降甚至出現虧損，財務狀況惡化，相應的信用等級也下調（2）企業規模較小，結構單一，抵禦風險能力脆弱（3）信用風險較高的中小企業難以獲得銀行的授信，融資、再融資能力偏弱。隨著債券市場剛性兌付記錄的打破，提高了市場對信用違約事件增多的預期，個別債券的信用風險尤須特別注意。

公司債信用評等

我們畫出每一筆公司債，在發行時從信評機構獲得的信用評等，如下圖。圖中可以清楚看出信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+和 AA，佔公司債整體 78.49%。

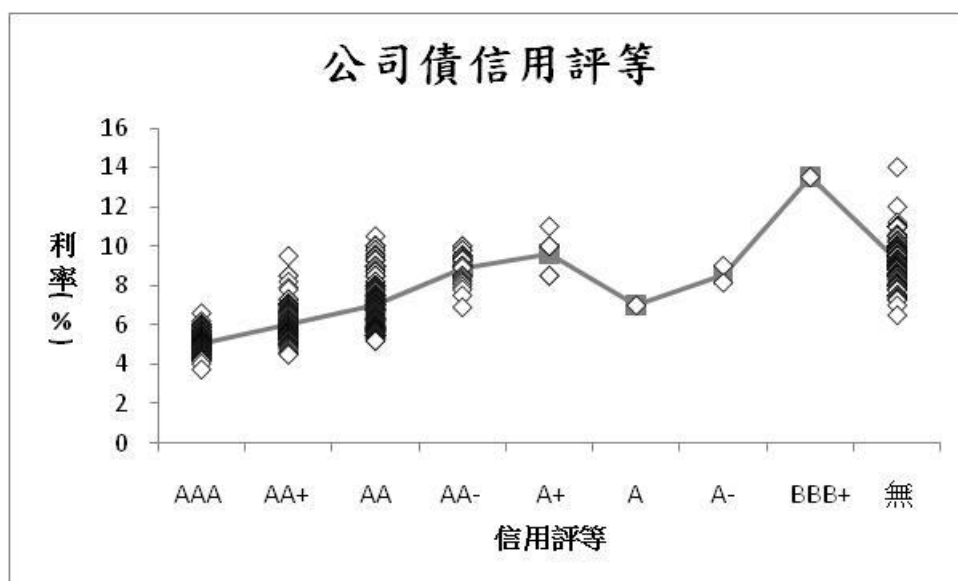


【圖 4-23】 公司債發行時獲得的信用評等

資料來源：Wind 資訊

接下來，我們畫出每一筆公司債發行時的票面利率，並以信用評等由高至低排序，每一個黑點代表一張債券，灰色曲線代表平均票面利率，如下圖。圖中可以清楚看出在 A+ 以前，隨著信用評等愈好，債券的平均票面利率愈低，符合理論的預期，但是相同的評級之中，債券彼此的票面利率差距又甚大，有 4%-6%

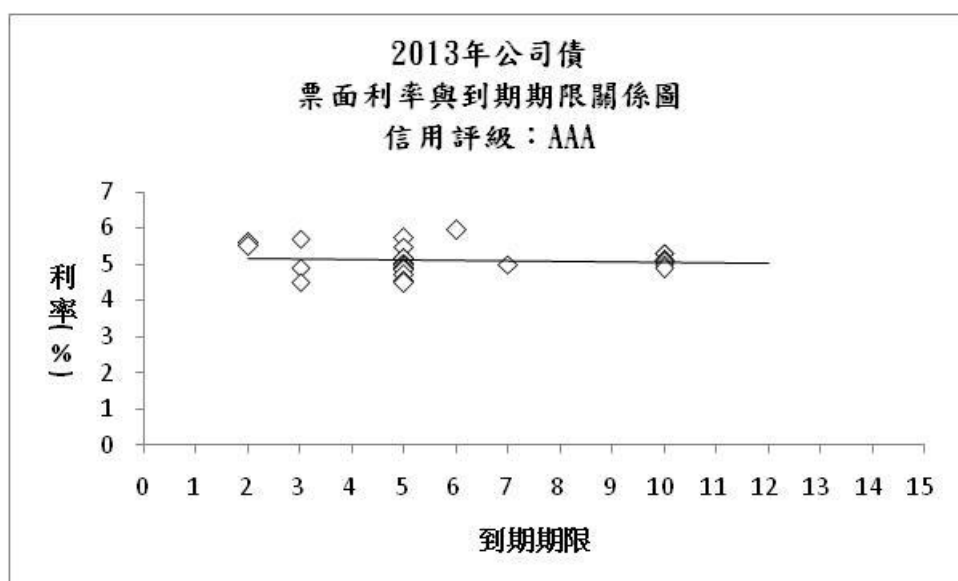
的差距。在 A 以後，信用評等和票面利率沒有一定的關聯性，且樣本數也相對較小。其中，無評等的平均票面利率約等於 AA- 的平均票面利率。



【圖 4-24】 公司債的信用評等與票面利率

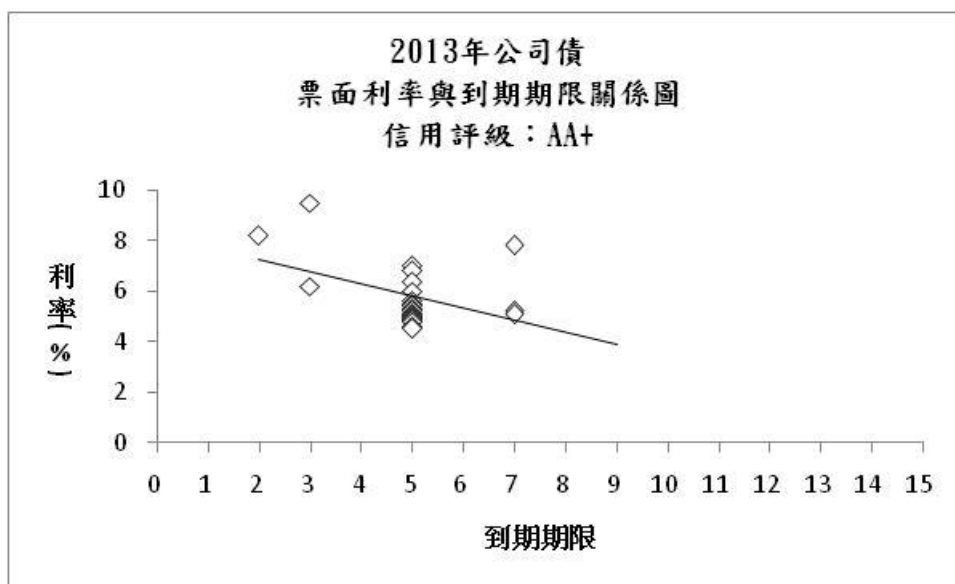
資料來源：Wind 資訊

剖析 2013 年公司發行公司債券的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的公司債券之信用評級 AAA、AA+、AA、AA-、A+、無，共有六種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這六種信用評級下所發行的公司債券，其票面利率與到期期限不一定呈現正相關。



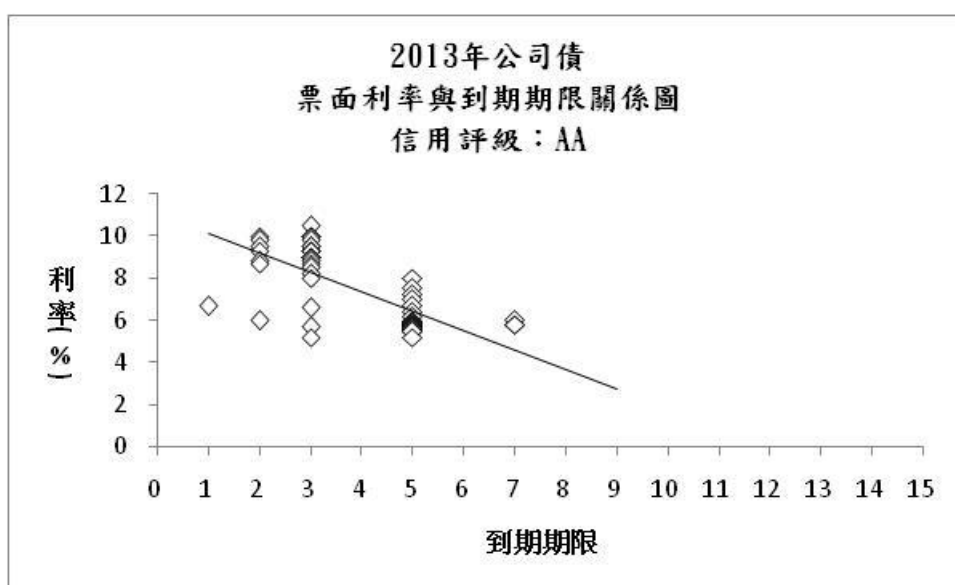
【圖 4-25】 公司債（AAA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



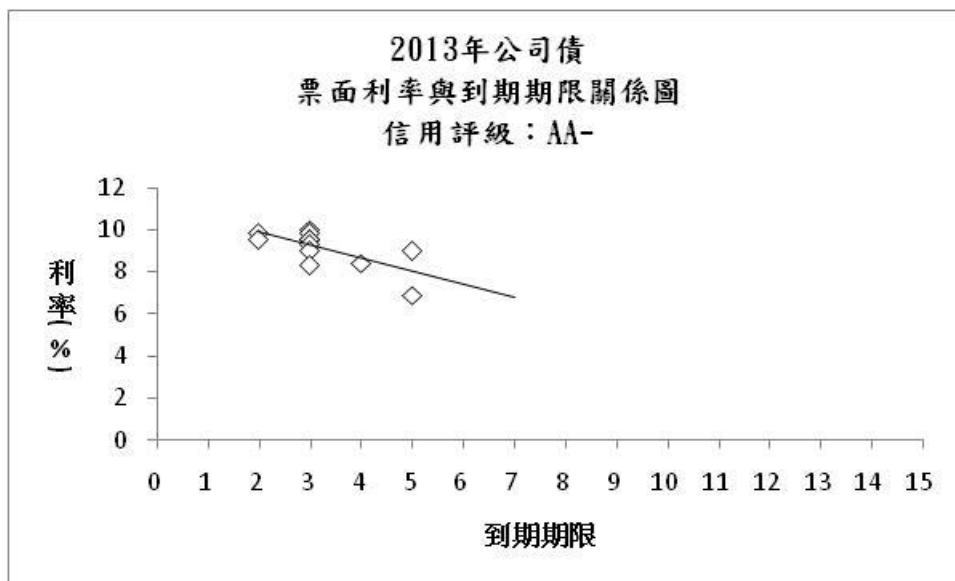
【圖 4-26】 公司債（AA+）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



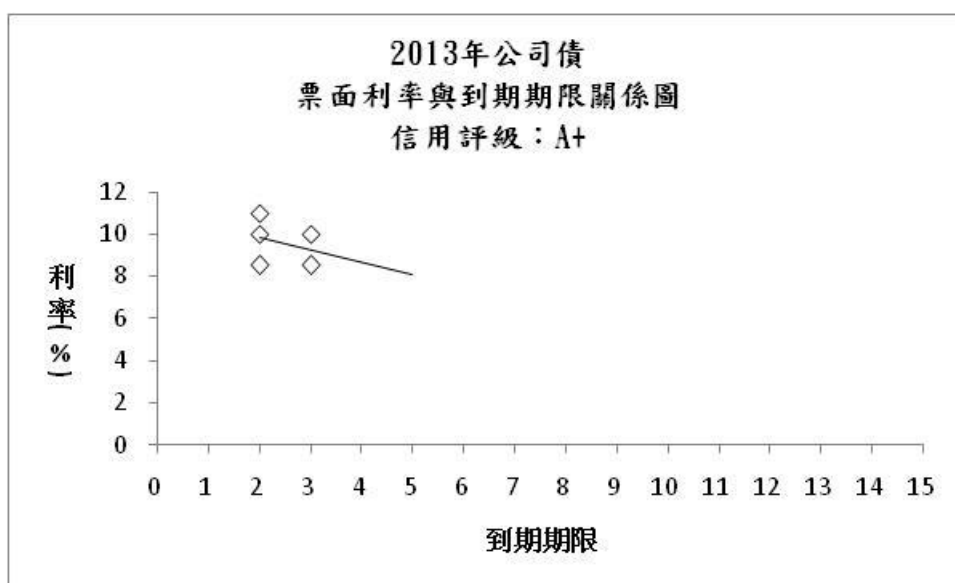
【圖 4-27】 公司債（AA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



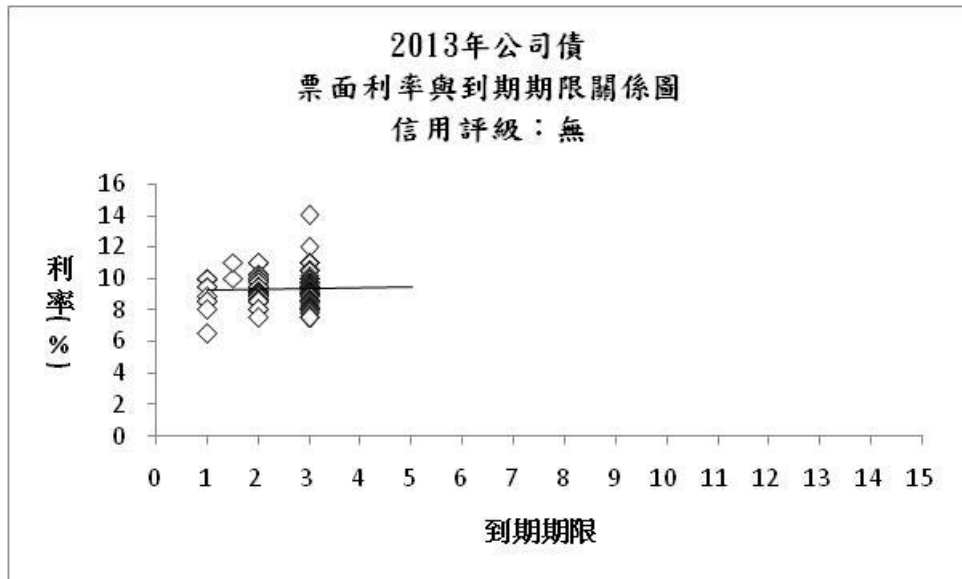
【圖 4-28】 公司債（AA-）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 4-29】 公司債（A+）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



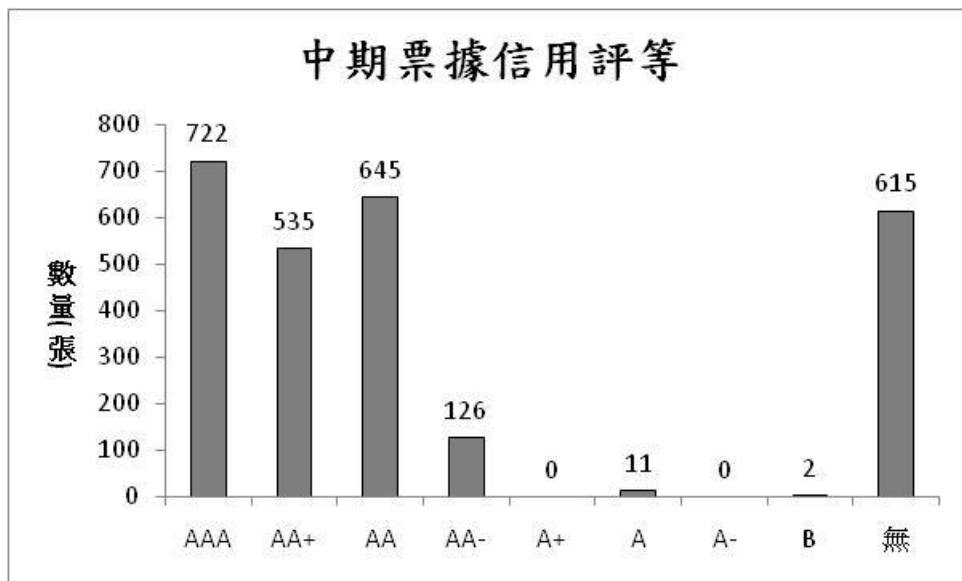
【圖 4-30】 公司債（無）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊

三、中期票據之風險

中期票據信用評等

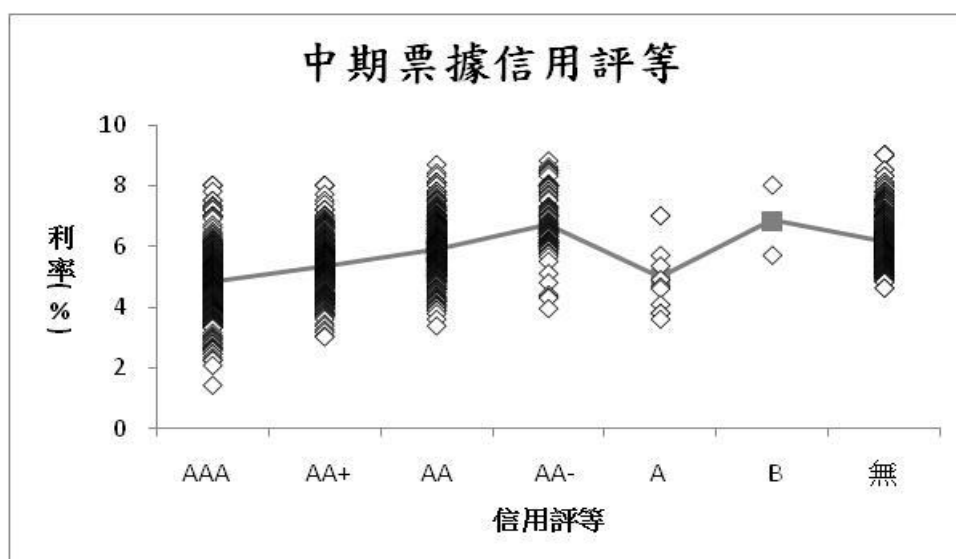
我們畫出每一筆中期票據，在發行時從信評機構獲得的信用評等，如下圖。圖中可以清楚看出信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+和 AA，佔中期票據整體的 71.61%。事實上從 AA-開始，在中國大陸就會被視為垃圾債券。



【圖 4-31】 中期票據發行時獲得的信用評等

資料來源：Wind 資訊

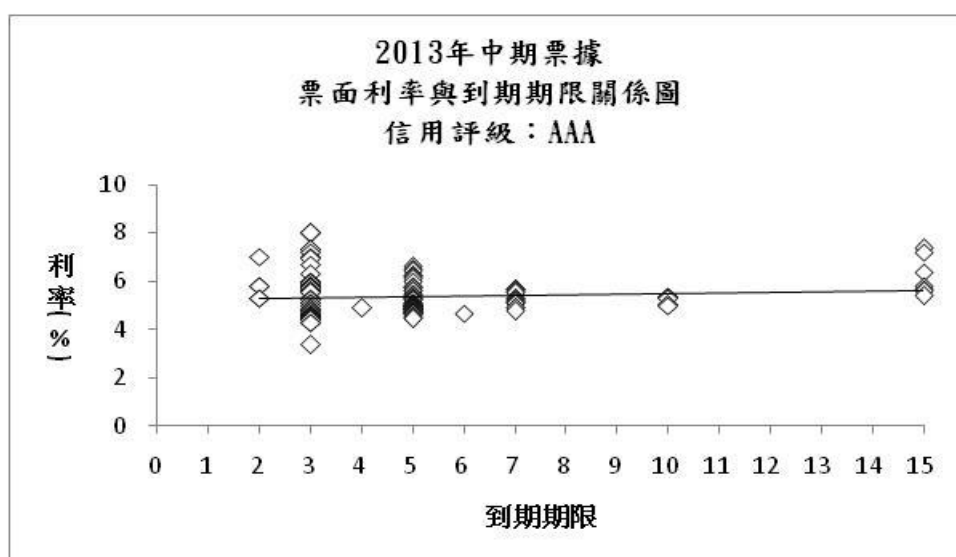
接下來，我們畫出每一筆中期票據發行時的票面利率，並以信用評等由高至低排序，每一個黑點代表一張債券，灰色曲線代表平均票面利率，如下圖。圖中可以清楚看出在 AA- 以前，隨著信用評等愈好，債券的平均票面利率愈低，符合理論的預期，但是相同的評級之中，債券彼此的票面利率差距又甚大，有 5%-7% 的差距。在 A 以後，信用評等和票面利率沒有一定的關聯性，且樣本數也相對較小。其中，無評等的平均票面利率約等於 AA- 的平均票面利率。



【圖 4-32】 中期票據的信用評等與票面利率

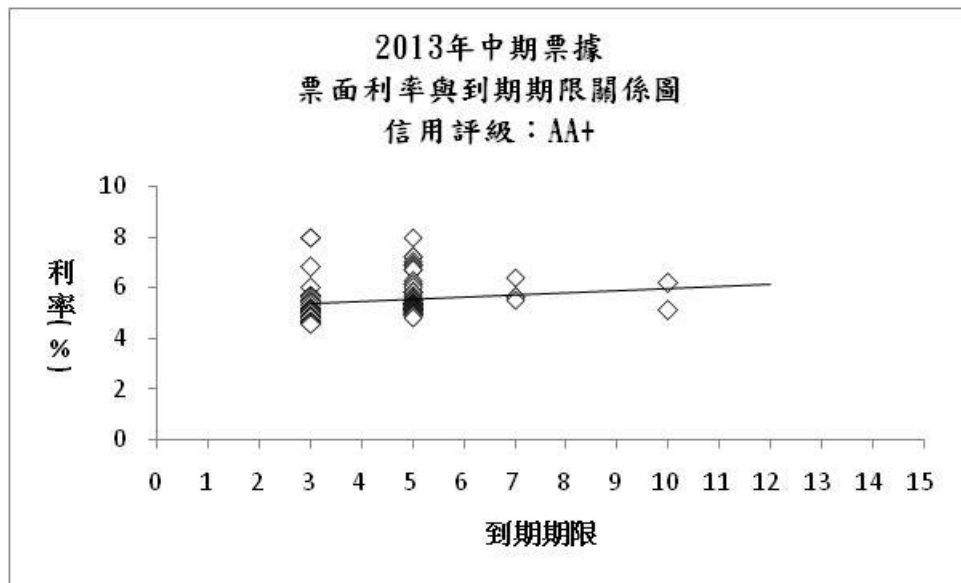
資料來源：Wind 資訊

剖析 2013 年發行中期票據的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的中期票據之信用評級 AAA、AA+、AA、AA-、無，共有五種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這五種信用評級下所發行的中期票據，其票面利率與到期期限不一定呈現正相關。



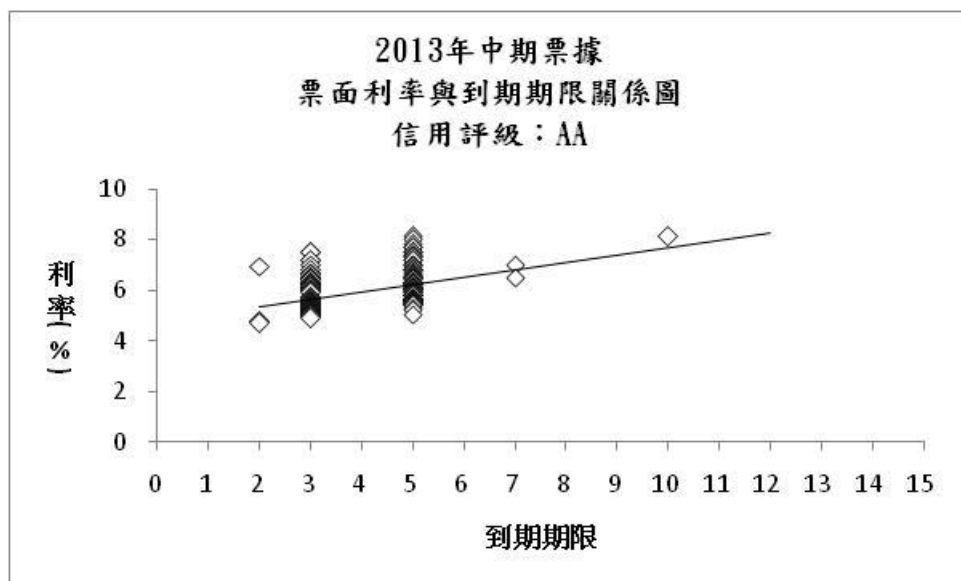
【圖 4-33】 中期票據（AAA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



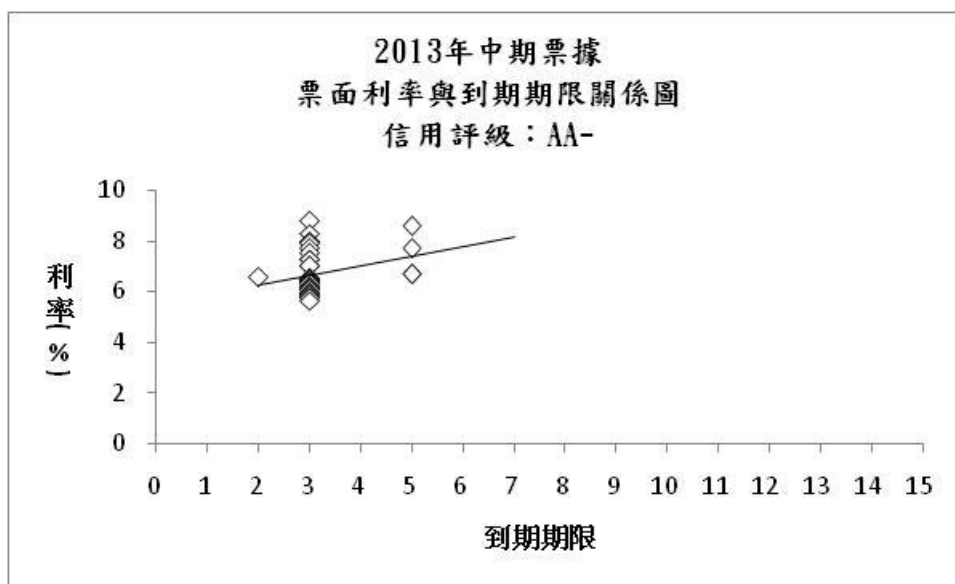
【圖 4-34】 中期票據（AA+）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



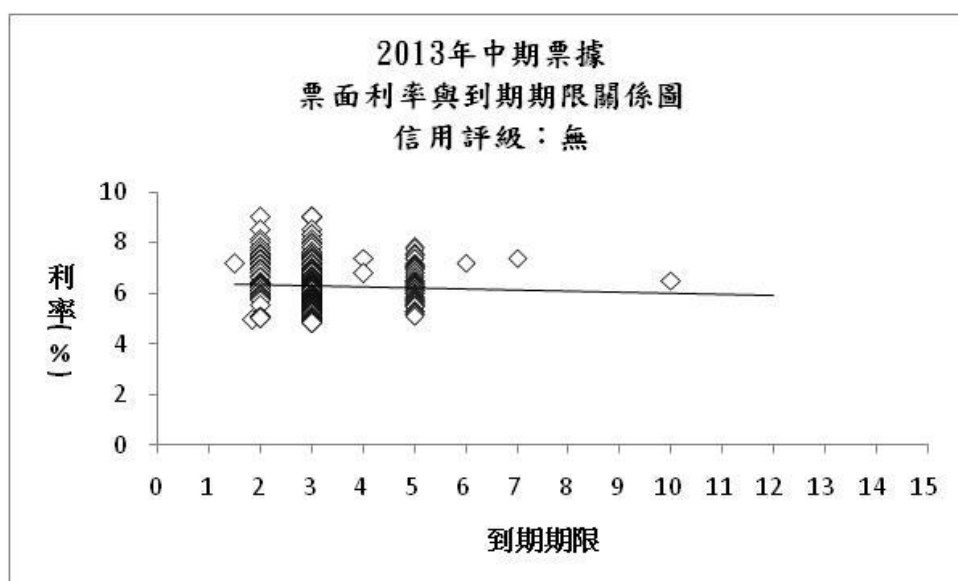
【圖 4-35】 中期票據（AA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 4-36】 中期票據（AA-）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



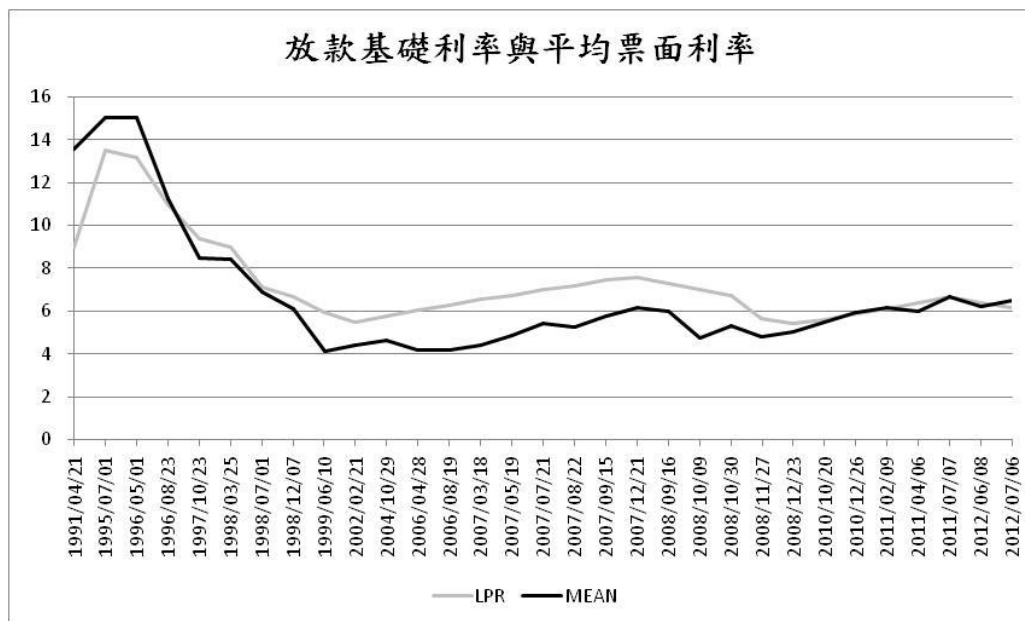
【圖 4-37】 中期票據（無）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊

票面利率與放款利率的差別

公司企業發債的票面利率是否偏離公司企業的信用風險，我們以中國人民銀行公布的基準放款利率(Loan Prime Rate)為基準，與債券平均票面利率做比較，如下圖。我們觀察到灰色線段（基準放款利率）和黑色線段（平均票面利率）的差距，在 1997 年以前，平均票面利率高於基準放款利率；1997~2005 年，基準

放款利率高於平均票面利率 1%；2005~2008 年，基準放款利率高於平均票面利率 2%；在 2008 年以後，基準放款利率和平均票面利率幾乎重疊。



【圖 4-38】 放款基礎利率的平均票面利率

資料來源：本團隊整理

四、公司債之信用風險—以超日債為例

在此以公司債之一違約事件做為非金融信用債之個案討論。

【表 4-3】 11 超日債基本資料

債券簡稱	11 超日債
債券名稱	上海超日太陽能科技股份有限公司 2011 年公司債券
發行主體	上海超日太陽能科技股份有限公司
債券代碼	112061
發行額度	人民幣 10 億元
發行日	2012-03-07
到期日	2017-03-07
發行期限	5 年
票面利率	8.98%
上市地點	深圳交易所
公司類型	民營企業
信用評等	AA (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20110713) AA (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20120628) AA- (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20121227) BBB+ (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20130410) CCC (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20130518)

信評公司	鵬元資信評估有限公司
承銷機構	中信建投證券股份有限公司
會計師事務所	天健會計師事務所

債券違約主因

這次事件可以歸類為三個原因。第一個原因是當初公司屬於虧損並未符合公開發行條件，但是深交所卻通過批准上市，顯示監管機構的疏失。第二個原因是商業銀行對於該公司已有多筆逾期放款，顯示銀行對單一公司曝險已過高。第三個原因海外擔保，使得信用評級增強至 AA 以至於獲得市場認可發行公司債。

風險討論

投資人應該修正對於中國大陸債券零違約的風險觀念，中國大陸政府不再全面性接手重整違約公司。其中，超日太陽亦非屬於政府投資的國有企業，我們從很多方面早已經可以觀察到中國大陸政府對於中央企業、地方國企、民營企業和外資企業的差別待遇。另一方面，投資人應該重新檢視中國大陸信用評級的基準，將 AA 級視為投資等級是中國大陸信用風險的一個迷思，正如前小節透過圖表即可以觀察出這個現象，投資人不該將其比擬為國際信用評等 AA 級。

第五章 城市投資債券

第一節 城市投資債券簡介

城市投資債券的定義

城投債是相對於一般產業發行的債券，全名是「城市投資債券」。顧名思義主要是用於城市基礎建設的投資目的而發行，是地方融資平台作為發行主體，公開發行募集資金的企業債，因此城投債也是企業債中的一種。本報告因為城投債的特殊定位和話題熱絡，特別獨立出這項券種於此章節中探討。事實上，小部分的城投債也會利用短期融資券和中期票據的發行管道。

城投債又可稱成為「準市政債」。雖然債券發行主體為某地方融資平台，例如：某省某市的投資建設公司。然而，城投債將公開募集的資金全部用於地方基礎建設等等，事實上就是地方政府成立地方融資平台作為地方基礎建設的資金來源管道，因為非地方政府直接發債，故稱準市政債。至於地方政府為何不直接發行地方政府債或是市政債，這一部分將留到下一小節再做詳細說明。而準市政債的另一種形式，則是透過信託公司等影子銀行業務進行，這一部分也將留到下一章再做詳細討論。

城市投資債券的發展沿革

中國大陸中央政府為了開發上海市，成立負責城市建設投資開發控股公司——城市建設投資開發總公司，於1993年4月15日發行浦東建設債券。然而，城投債成長速度緩慢，發行規模較小，且仍未受到市場投資人的注意。

中國大陸政府在1994年實施財政分稅改革偏重集權，將財政收入的權力大幅上收到中央政府層面，但地方公共支出卻大部分留給了地方政府，造成了地方政府的財政短缺。中國大陸《預算法》又明確規定地方政府不得發行債券，使得地方政府直到近年來都無法像其它國家的地方政府一樣，通過正規途徑發債來獲得融資支持。在這樣的情況下，地方政府融資平台應運而生，地方政府設立公司，將政府的資產注入其中，以這些公司為平台來向社會融資。這些公司就是所謂的地方政府融資平台或城投公司。實際上，地方政府往往又給予這些債券提供擔保，讓它們帶有政府信用。

重慶市城市建設投資公司於2002年12月9日，通過發改委批准發行企業債，其募集資金全部用於重慶基礎設施建設項目。自此城投債以企業債的發行管道在市場上陸續出現，發行規模直到2009年有突破性的成長，發行比重已經佔整體企業債的30%。城投債的發行地方也從原先的一級重點城市開始向外擴散，一般的地級市，縣級市也都開始陸續發行城投債。金融海嘯的影響也間接造成城投債的另一項轉變，2009年開始中國大陸政府轉向支持城投債的發展，考慮重新開放地方政府發債融資。

在 20 世紀 80 年代末至 90 年代初，許多地方政府為了籌集資金修路建橋，都曾經發行過地方債券。但到了 1993 年，這一行為被國務院制止了，原因是“對地方政府承付的兌現能力有所懷疑”。在此後頒布的《中華人民共和國預算法》第 28 條，明確規定“除法律和國務院另有規定外，地方政府不得發行地方政府債券”。

2009 年 3 月 23 日，財政部下發通知決定代理發行 2009 年新疆維吾爾族自治區政府債券。這意味著地方債正式問世。新疆成為第一個發行地方債的省級政府。2014 年 5 月 19 日，財政部下發通知，上海、浙江、廣東、深圳、江蘇、山東、北京、江西、寧夏、青島將試點地方政府債券自發自還。

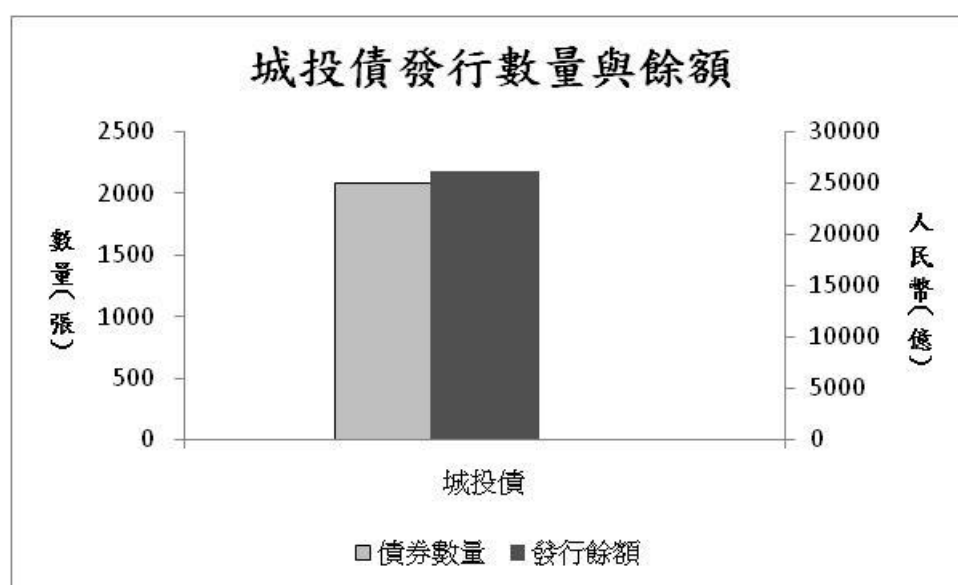
【表 5-1】2009 年-2013 年地方政府債發行額

年度	2009	2010	2011	2012	2013
三年期	2000	1384	893	1098	1417
五年期		616	888.6	1113	1431

數據來源：財政部(單位:億元)

城市投資債券的發行現況

我們簡單畫出城投債的發行存量，左側縱軸代表的是城投債的債券數量，截至 2013 年底，城投債有 2080 張。右側縱軸代表的是城投債的發行餘額，截至 2013 年底，城投債發行餘額有人民幣 2.6 兆元。



【圖 5-1】城投債的數量與餘額 (截至 2013/12/31)

資料來源：Wind 資訊

城市投資債券的特色

1、完全按照企業債券的流程操作。

儘管準市政債券募集資金的目的是那些投資額大、回報期長、帶有公益性特徵的市政項目，與一般的企業債券差異很大，但從債券的設計、審批到發行、流通與清償，其模式和企業債券是一樣的。

2、具有明顯的政府行為特徵。

地方政府一方面在債券發行計畫上給予發債企業寬鬆，另一方面為發債主體提供擔保、開發許可和稅收優惠等各種政策。一旦出現兌付問題，地方政府有強烈的責任代為清償。因此，準市政債券的發行並不是純粹的企業行為，更是具有地方政府意識的政府行為。

3、信用級別高，籌資成本較低。

城投債以地方政府信用作為最終保障的準市政債券在信用級別方面具有相當優勢，再加上大型國有企業和國有商業銀行提供的直接融資擔保，所以信用級別比較高，使得準市政債券的融資成本低於一般的企業債券。

第二節 城市投資債券法治架構

第一階段：預算改革時期（1992～1994）

1993 年 4 月 15 日	事件	城投公司開始發行「城投債」
	原因	1992 年中國大陸政府希望開發上海市的基礎建設。
	發展	城市建設投資開發總公司發行浦東建設債券，首次以地方政府成立的公司公開募集資金，並作為地方基礎設施建設項目的資金來源。

第二階段：市場冷淡時期（1994～2008）

1994 年 3 月 22 日	法令	全國人民代表大會常務委員會發布《預算法》
	原因	地方政府發債浮濫，市政債券信用出現問題。
	發展	明文禁止地方政府債券，大大限制地方政府的融資。

第三階段：金融海嘯時期（2008～2010）

2008 年 10 月	事件	中國大陸政府實施「四萬億財政刺激計畫」
	原因	金融海嘯造成資金嚴重緊縮，政府放寬政策希望改善地方經濟。
	發展	交易商協會支持城投債發行，並制定配套措施「六真原則」。
2009 年 3 月 5 日	法令	全國人民代表大會常務委員會發布《政府工作報告》
	原因	中國大陸政府為減緩經濟下滑的衝擊，實施積極的財政政策。

	發展	國務院同意地方政府可以發行債券，當年限額 2000 億元。
2009 年 3 月 23 日	法令	中國人民銀行發布《關於進一步加強信貸結構調整促進國民經濟平穩較快發展的指導意見》
	原因	人民銀行和銀監會呼應貨幣政策適度寬鬆，並且加強信貸結構調整。
	發展	支持有條件的地方政府組建投融資平台，發行企業債、中期票據等融資工具。
2010 年 6 月 13 日	法令	國務院發布《關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知》
	原因	城投債的造假事件層出不窮，重新引發中央政府關注。
	發展	發改委暫停城投債的交易，未發行的城投債重新審批。

第四階段：新老劃斷時期（2010～至今）

2010 年 6 月 30 日	事件	財政部、發改委、人民銀行及銀監會聯合發佈《關於貫徹國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知相關事項的通知》
	原因	國務院要求相關部會對城投債進行清理整頓改善。
	發展	上述四部會重新安排對於城投債的分工目標及步驟說明。
2010 年 11 月 20 日	法令	發改委發布《關於進一步規範地方政府投融資平台公司發行債券行為有關問題的通知》
	原因	加強地方政府性債務管理。
	發展	發改委改變立場轉向支持有條件的發行城投債。
2012 年 6 月	事件	發改委核准「21111 原則」，放鬆發行條件
	內容	每個省會城市開放 2 家平台發債，地級市開放 1 家平台發債，縣級市必須是百強縣才開放 1 家平台發債；北京、天津、上海和重慶四個直轄市申報城投項目沒有限制，但任一區只可同時申報 1 家。只要有地方銀監局出具的非平台證明書即可發債。

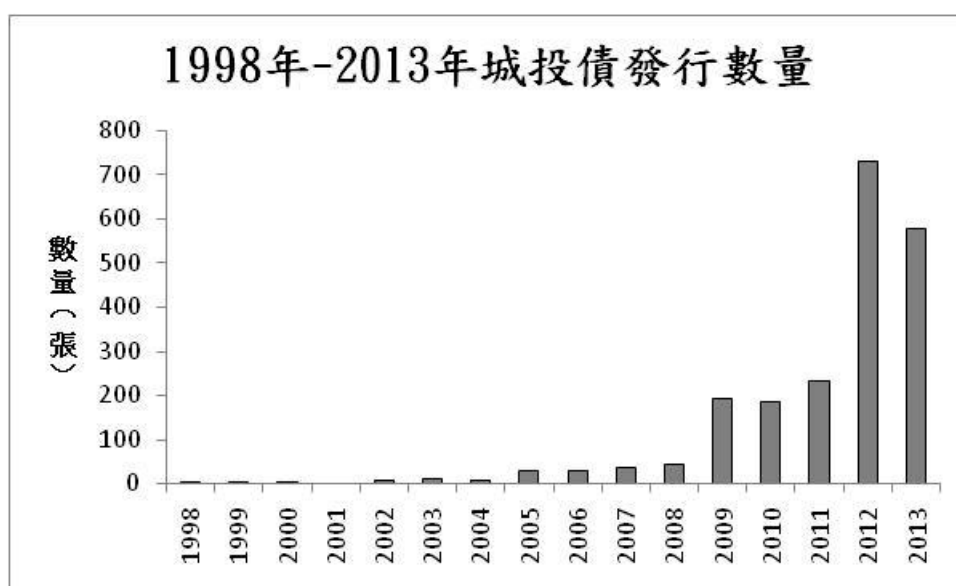
第三節 城市投資債券交易概況

初級市場發行量

城市投資債券發行狀況

地方城投公司發行城投債的數量有逐年增加的趨勢，如下圖，但是我們可以看出較早的時期，每年的發行量甚至連 10 張都不到，這樣的成長趨勢是依賴 2 次爆發性的成長。第一次突破是在 2009 年，因為受到金融海嘯的影響，地方政府融資再起。第二次突破是在 2012 年，因為中央主導城投債的肅清整頓，並且

改變為支持的立場。



【圖 5-2】 城投債歷年發行數量

資料來源：Wind 資訊

第四節 城市投資債券信用風險

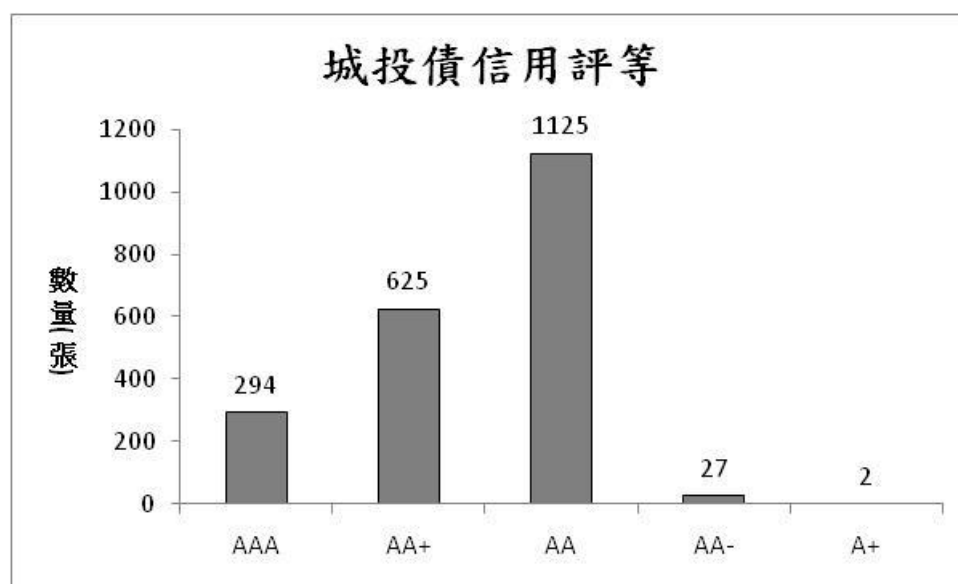
2014 年 1 至 6 月城投發債總額為 1.09 萬億元，占全部債券發行額的 19.7%，相較去年同期發行 5814 億元，同比增幅 88%。2013 年全年城投債發行總額為 7017 億元人民幣，今年上半年的發行量已經超過去年全年的城投債發行總額。發行量高的原因，一是城鎮化建設的推進和中央對直接融資市場的重視，城投債發行有所加快；二是發改委為防止出現違約，承諾擔保可以借新還舊，並不會出現爛尾工程等；三是央行對貨幣市場採取了相對寬鬆的政策，市場利率走低，為城投債發行提供了良好的環境；另外，超日債違約的出現導致更多的投資者看好具有政府背書或者隱形擔保的城投公司債券。

雖然有國務院鼓勵和加大對基礎設施建設投資、保障房、普通公路建設等項目的投資，使得城投債近來看似信用風險很小。然而，現在有不少城投公司通過轉移資產不停地融資，持有人資訊不透明，這是城投債潛在的風險。這個策略其實是用債券市場的資金置換了銀行貸款，銀行的風險轉嫁給了債券市場上的其他金融機構和投資者，這部分融資大量用來借新還舊，或者投入低收益低現金流的基礎設施投資，未來的信用風險將被放大。

城市投資債券信用評等

我們畫出每一筆城投債，在發行時從信評機構獲得的信用評等，如下圖。圖中可以清楚看出信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+和 AA，佔城

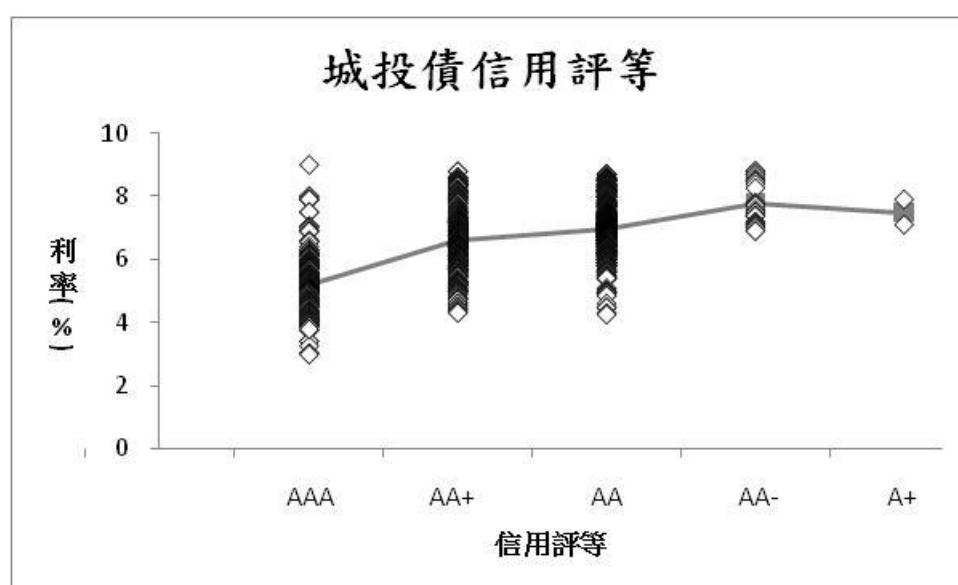
投債整體的 98.60%。



【圖 5-3】 城投債發行時獲得的信用評等

資料來源：Wind 資訊

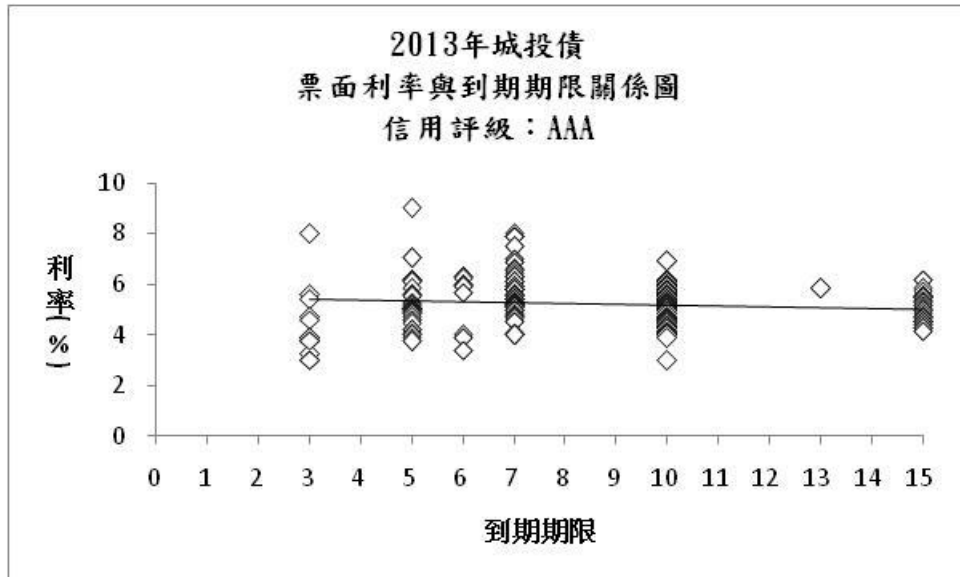
接下來，我們畫出每一筆城投債發行時的票面利率，並以信用評等由高至低排序，每一個黑點代表一張債券，灰色曲線代表平均票面利率，如下圖。圖中可以清楚看出在 AA- 以前，隨著信用評等愈好，債券的平均票面利率愈低，符合理論的預期，但是相同的評級之中，債券彼此的票面利率差距又甚大，有 5%-6% 的差距。A+ 的信用評等和票面利率的趨勢的不同，但是因為樣本數相當小，可能不具有代表性。



【圖 5-4】 城投債的信用評等與票面利率

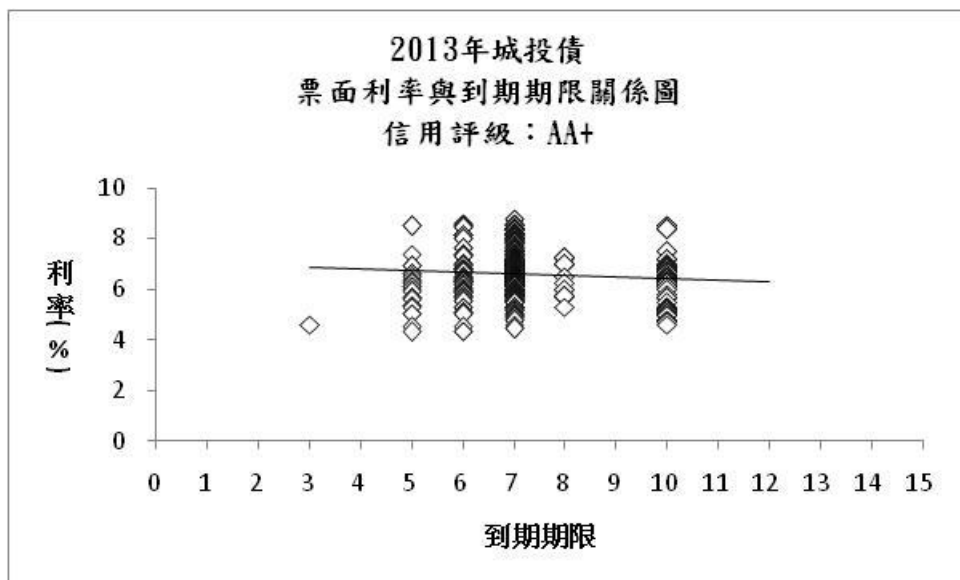
資料來源：Wind 資訊

剖析 2013 年城投公司發行城投債的信用評級是否合理，觀察 2013 年所發行的城投債之信用評級 AAA、AA+、AA、AA-、A+、無，共有六種評級，在固定信用評級下分析票面利率與到期期限的關係。在這六種信用評級下所發行的城投債，其票面利率與到期期限不一定呈現正相關。



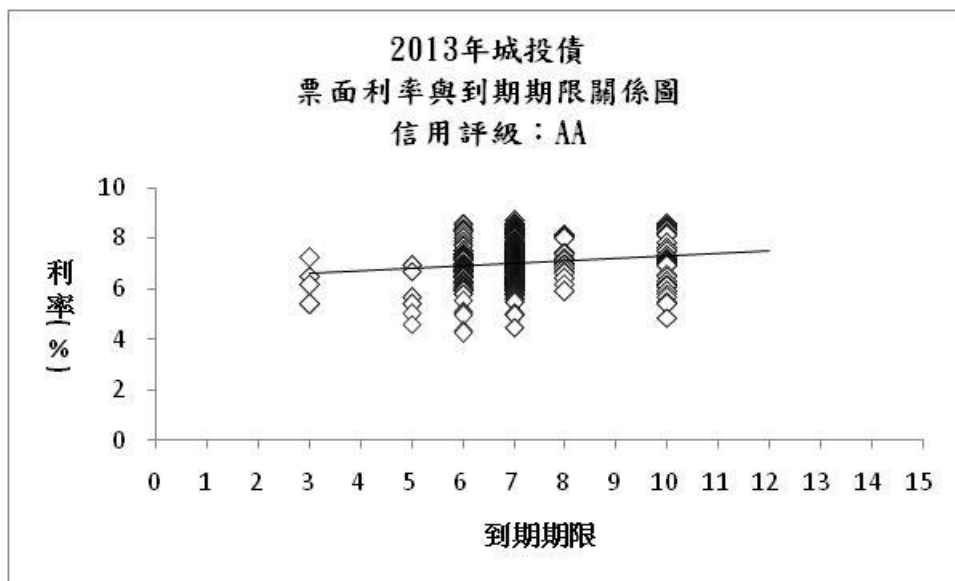
【圖 5-5】 城投債（AAA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



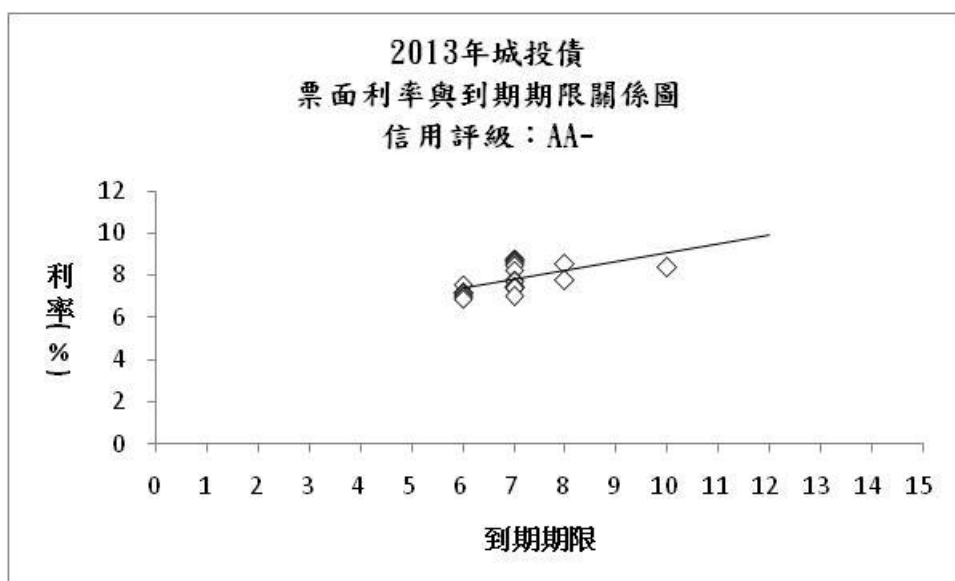
【圖 5-6】 城投債（AA+）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



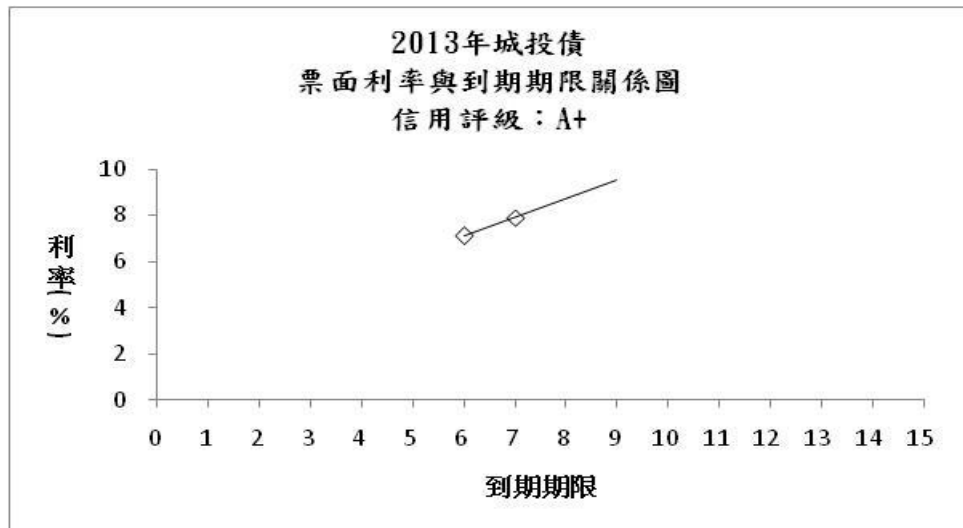
【圖 5-7】 城投債（AA）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 5-8】 城投債（AA-）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊



【圖 5-9】 城投債（A+）的票面利率與到期期限

資料來源：Wind 資訊

城投債之信用風險—以雲投債為例

【表 5-2】 10 雲投債基本資料

債券簡稱	10 雲投債
債券名稱	2010 年雲南省城市建設投資有限公司市政項目建設債券
發行主體	雲南省城市建設投資集團有限公司
債券代碼	1080161
發行額度	人民幣 8 億元
發行日	2010-12-13
到期日	2016-12-13
發行期限	6 年
票面利率	5.68%
信用評等	AA+ （長期信用評級-上海新世紀有限公司-20100511） AA+ （長期信用評級-上海新世紀有限公司-20131011）
承銷機構	東方證券股份有限公司
會計師事務所	信永中和會計師事務所

風險討論

這次事件並沒有造成違約，城投公司獲得商業銀行再融資並由雲南省政府進行重整。然而，投資人應該注意到地方融資平台的高負債問題，AA+級的評等是建立在省政府的擔保，與債權實際風險有脫鉤之現象。另一方面，城投公司先資產轉移，重整包裝後再發行也顯示監管機構的疏失。

第六章 信託債券

第一節 信託債券簡介

信託債券定義

在中國大陸，信託屬於特殊的金融模式，其兼具私募股權、資產管理和銀行的特點，其稱呼也從“信託投資公司”改為“信託公司”，與西方的信託概念不能混淆。令問題更為複雜的是中國大陸的信託公司仍處在不斷的變化之中，這也就增加了定義的難度。根據銀監會的定義，信託公司，是指依照《中華人民共和國公司法》和《信託公司管理辦法》設立的主要經營信託業務的金融機構。這其中所說的信託業務是指信託公司以營業和收取報酬為目的，以受託人身份承諾信託和處理信託事務的經營行為。

信託公司發行信託計畫募集資金後，需要將資金運用出去，投資於實體企業或金融產品。信託資金的運作方式，可以是債權模式，可以是股權模式，也可以是介於二者之間的夾層模式，此外，還可以投資於某種特定的權益（比如特定資產收益權）。

1. 債權模式

信託資金運用的債權模式，主要是指信託公司通過發行信託產品募集資金後，以向特定企業發放信託貸款的形式運用資金的一種模式。此外，信託資金先投資融資企業的股權（或其它某種權益），約定一定期限後，由企業的大股東（或協力廠商）以固定的價格進行回購，也屬於債權模式。

信託貸款模式業務流程相對簡單，風險控制方法比較成熟。但是，由於監管部門希望限制貸款類信託業務發展，《信託公司集合資金信託計畫管理辦法》規定，信託公司管理信託計畫，向他人提供貸款不得超過其管理的所有信託計畫實收餘額的30%。

因而，面對旺盛的融資需求，信託公司在實務操作中，大量採用“股權投資附加回購”，“投資特定資產收益權附加回購”的方式進行信託資金的債權模式運作。在此類以債權方式運用信託資金的業務中，通常由信託公司發行信託計畫募集資金，並負責審查和確定貸款的對象、用途、期限和利率，抵質押擔保方式等，並負責貸後管理。近幾年來，中國大陸處於信貸額度強力管控狀態，而企業資金需求旺盛，市場真實利率遠遠高於銀行貸款基準貸款利率。企業願意以較高的成本，使用效率更高的信託債務融資。在以債權模式運用信託資金的信託產品中，只要抵質押物充足，落實好擔保手續，並監控好資金，“專款專用”於有較高投資回報率的專案，一般情況下風險是可控的。而此類信託產品的收益率遠遠高於同類理財產品，受到投資者的追捧。

2. 股權模式

信託資金運用的股權模式，主要是指信託公司通過發行信託產品募集資金後，入股企業，並行使股東權利。相比債權投資，股權投資的優勢在於，信託公司一

般能夠派員加入公司董事會，深度影響公司的戰略，並監督公司的日常運營。且股權投資的收益上不封頂，如果所投資的企業經營狀況良好或實現上市，其收益將會遠遠超過債權模式。

但是，在清償順序上，股權劣後於債權，因而，信託資金所投資的企業若經營不善，甚至破產，信託資金可能面臨較大損失甚至“血本無歸”的可能。採用股權投資方式運用信託資金的信託產品，適合那些想獲取高回報並願承擔較高投資風險的投資者。

3. 夾層模式

信託資金運用的夾層模式，是指採用介於純粹的股權投資和純粹的債權投資之間的方式進行投資。比如可轉債，信託資金雖然是以債權投資方式進入被投資企業，但約定在一定條件下，債權可轉換為股權。或者優先股，信託資金雖然是以股權投資方式進入被投資企業，但約定了一系列優先分紅和投資本金保障機制。

夾層模式最大的優勢在於其靈活性。在實務操作中，被投資企業對資金的需求，其既有的股權狀況和現實的風險狀況，都決定了可能無法直接匹配單一的股權或債權融資模式。為了滿足投融資雙方對風險的偏好，就可以採用夾層模式，或者在一個信託計畫中採用一部分資金進行股權投資，一部分資金進行債權投資的股債混合模式。

第二節 信託法治架構

第一階段：無序發展階段 1979 年—1998 年

1979 年	事件	現代信託業在中國大陸誕生
	法令	
	發展	現代的信託業隨著 1979 年中國國際信託投資公司的成立而誕生,是中國大陸的改革開放催生了信託業的誕生,但是在之後的 20 年內信託投資公司的主要目的實際包括兩個：一是探索在銀行之外開拓引進外資及國內融通資金的新管道；二是在高度集權的計劃經濟、傳統的金融體制之外，引入具有一定市場調節功能的新型組織機構，進一步推動經濟體制、金融體制的改革。

第二階段：重新定位 1999 年—2006 年

1999 年	事件	信託業最後一次清理整頓，重新定位信託業
	法令	2001 年 10 月 1 日《中華人民共和國信託法》，標誌信託制度在中國大陸的正式確立。 2002 年 5 月 9 日《信託投資公司管理辦法》與

		2002 年 7 月 18 日《信託投資公司資金信託管理暫行辦法》構成了信託業的基本法律框架
	發展	1999 年 2 月，國家對信託投資公司進行第五次清理整頓，被稱為信託業的“最後一次清理整頓”，信託公司重新定位為“受人之托、代人理財”的專業機構，不再從事銀行和證券業務。同時機構數量大大減少，有 210 對家機構退出市場，59 家獲准重新登記，13 家擬保留未重新登記。雖然信託業的定位問題基本解決，但後來也出現過德隆系信託、慶泰信託等風險事件。

第三階段：全面改革，規範發展階段 2007 年至今

2007 年	事件	銀監會啟動對信託公司的全面改革
	法令	2007 年銀監會修訂出臺《信託公司管理辦法》和《信託公司集合資金信託計畫管理辦法》（即“新兩規”）。
	發展	針對發展中的經驗和教訓，銀監會啟動了對信託投資公司的全面改革。此後“信託投資公司”在清理完實業資產後，逐步更名為“信託公司”。2007 年銀監會非銀部牽頭組織擬定了信託公司未來發展計畫：力爭在 3—5 年內使信託公司盈利模式發生較大改變。

中華人民共和國信託法

中華人民共和國信託法 （2001 年 4 月 28 日第九屆全國人民代表大會常務委員會第二十一一次會議通過） 第一章 總 則 第二條 本法所稱信託，是指委託人基於對受託人的信任，將其財產權委託給受託人，由受託人按委託人的意願以自己的名義，為受益人的利益或者特定目的，進行管理或者處分的行為。 第三條 委託人、受託人、受益人（以下統稱信託當事人）在中華人民共和國境內進行民事、營業、公益信託活動，適用本法。 第四條 受託人採取信託機構形式從事信託活動，其組織和管理由國務院制定具體辦法。 第二章 信託的設立 第六條 設立信託，必須有合法的信託目的。 第九條 設立信託，其書面文件應當載明下列事項： （一）信託目的； （二）委託人、受託人的姓名或者名稱、住所； （三）受益人或者受益人範圍；	
--	--

(四) 信託財產的範圍、種類及狀況；

(五) 受益人取得信託利益的形式、方法。

除前款所列事項外，可以載明信託期限、信託財產的管理方法、受託人的報酬、新受託人的選任方式、信託終止事由等事項。

第十二條 委託人設立信託損害其債權人利益的，債權人有權申請人民法院撤銷該信託。人民法院依照前款規定撤銷信託的，不影響善意受益人已經取得的信託利益。

本條第一款規定的申請權，自債權人知道或者應當知道撤銷原因之日起一年內不行使的，歸於消滅。

第三章 信託財產

第十四條 受託人因承諾信託而取得的財產是信託財產。

受託人因信託財產的管理運用、處分或者其他情形而取得的財產，也歸入信託財產。

法律、行政法規禁止流通的財產，不得作為信託財產。

法律、行政法規限制流通的財產，依法經有關主管部門批准後，可以作為信託財產。

第十六條 信託財產與屬於受託人所有的財產（以下簡稱固有財產）相區別，不得歸入受託人的固有財產或者成為固有財產的一部分。

受託人死亡或者依法解散、被依法撤銷、被宣告破產而終止，信託財產不屬於其遺產或者清算財產。

第四章 信託當事人

第一節 委託人

第十九條 委託人應當是具有完全民事行為能力的自然人、法人或者依法成立的其他組織。

第二十條 委託人有權瞭解其信託財產的管理運用、處分及收支情況，並有權要求受託人作出說明。

委託人有權查閱、抄錄或者複製與其信託財產有關的信託賬目以及處理信託事務的其他檔。

第二十一條 因設立信託時未能預見的特別事由，致使信託財產的管理方法不利於實現信託目的或者不符合受益人的利益時，委託人有權要求受託人調整該信託財產的管理方法。

第二十二條 受託人違反信託目的處分信託財產或者因違背管理職責、處理信託事務不當致使信託財產受到損失的，委託人有權申請人民法院撤銷該處分行為，並有權要求受託人恢復信託財產的原狀或者予以賠償；該信託財產的受讓人明知是違反信託目的而接受該財產的，應當予以返還或者予以賠償。

前款規定的申請權，自委託人知道或者應當知道撤銷原因之日起一年內不行使的，歸於消滅。

第二十三條 受託人違反信託目的處分信託財產或者管理運用、處分信託

財產有重大過失的，委託人有權依照信託文件的規定解任受託人，或者申請人民法院解任受託人。

第二節 受託人

第二十四條 受託人應當是具有完全民事行為能力的自然人、法人。

法律、行政法規對受託人的條件另有規定的，從其規定。

第二十五條 受託人應當遵守信託文件的規定，為受益人的最大利益處理信託事務。

受託人管理信託財產，必須恪盡職守，履行誠實、信用、謹慎、有效管理的義務。

第二十六條 受託人除依照本法規定取得報酬外，不得利用信託財產為自己謀取利益。

受託人違反前款規定，利用信託財產為自己謀取利益的，所得利益歸入信託財產。

第三十一條 同一信託的受託人有兩個以上的，為共同受託人。

共同受託人應當共同處理信託事務，但信託檔規定對某些具體事務由受託人分別處理的，從其規定。

共同受託人共同處理信託事務，意見不一致時，按信託文件規定處理；信託檔未規定的，由委託人、受益人或者其利害關係人決定。

第三十四條 受託人以信託財產為限向受益人承擔支付信託利益的義務。

第三十五條 受託人有權依照信託檔的約定取得報酬。信託檔未作事先約定的，經信託當事人協商同意，可以作出補充約定；未作事先約定和補充約定的，不得收取報酬。

約定的報酬經信託當事人協商同意，可以增減其數額。

第三節 受益人

第四十三條 受益人是在信託中享有信託受益權的人。受益人可以是自然人、法人或者依法成立的其他組織。

委託人可以是受益人，也可以是同一信託的唯一受益人。

受託人可以是受益人，但不得是同一信託的唯一受益人。

第四十五條 共同受益人按照信託檔的規定享受信託利益。信託檔對信託利益的分配比例或者分配方法未作規定的，各受益人按照均等的比例享受信託利益。

第五章 信託的變更與終止

第五十條 委託人是唯一受益人的，委託人或者其繼承人可以解除信託。信託文件另有規定的，從其規定。

第六章 公益信託

第七章 附 則

信託公司管理辦法

第一章 總 則

第一條為加強對信託公司的監督管理，規範信託公司的經營行為，促進信託業的健康發展，根據《中華人民共和國信託法》、《中華人民共和國銀行業監督管理法》等法律法規，制定本辦法。

第二條本辦法所稱信託公司，是指依照《中華人民共和國公司法》和本辦法設立的主要經營信託業務的金融機構。

本辦法所稱信託業務，是指信託公司以營業和收取報酬為目的，以受託人身份承諾信託和處理信託事務的經營行為。

第三條信託財產不屬於信託公司的固有財產，也不屬於信託公司對受益人的負債。信託公司終止時，信託財產不屬於其清算財產。

第五條中國銀行業監督管理委員會對信託公司及其業務活動實施監督管理。

第二章 機構的設立、變更與終止

第六條 設立信託公司，應當採取有限責任公司或者股份有限公司的形式。

第七條 設立信託公司，應當經中國銀行業監督管理委員會批准，並領取金融許可證。

第八條 設立信託公司，應當具備下列條件：

- (一) 有符合《中華人民共和國公司法》和中國銀行業監督管理委員會規定的公司章程；
- (二) 有具備中國銀行業監督管理委員會規定的入股資格的股東；
- (三) 具有本辦法規定的最低限額的註冊資本；
- (四) 有具備中國銀行業監督管理委員會規定任職資格的董事、高級管理人員和與其業務相適應的信託從業人員；
- (五) 具有健全的組織機構、信託業務操作規程和風險控制制度；
- (六) 有符合要求的營業場所、安全防範措施和與業務有關的其他設施；
- (七) 中國銀行業監督管理委員會規定的其他條件。

第十條 信託公司註冊資本最低限額為3億元人民幣或等值的可自由兌換貨幣，註冊資本為實繳貨幣資本。
申請經營企業年金基金、證券承銷、資產證券化等業務，應當符合相關法律法規規定的最低註冊資本要求。

第十一條 未經中國銀行業監督管理委員會批准，信託公司不得設立或變相設立分支機構。

第十三條 信託公司出現分立、合併或者公司章程規定的解散事由，申請解散的，經中國銀行業監督管理委員會批准後解散，並依法組織清算組進行清算。

第十四條 信託公司不能清償到期債務，且資產不足以清償債務或明顯缺乏

清償能力的，經中國銀行業監督管理委員會同意，可向人民法院提出破產申請。

中國銀行業監督管理委員會可以向人民法院直接提出對該信託公司進行重整或破產清算的申請。

第三章 經營範圍

第十六條 信託公司可以申請經營下列部分或者全部本外幣業務：

- (一) 資金信託；
- (二) 動產信託；
- (三) 不動產信託；
- (四) 有價證券信託；
- (五) 其他財產或財產權信託；
- (六) 作為投資基金或者基金管理公司的發起人從事投資基金業務；
- (七) 經營企業資產的重組、購並及項目融資、公司理財、財務顧問等業務；
- (八) 受託經營國務院有關部門批准的證券承銷業務；
- (九) 辦理居間、諮詢、資信調查等業務；
- (十) 代保管及保管箱業務；
- (十一) 法律法規規定或中國銀行業監督管理委員會批准的其他業務。

第二十條 信託公司固有業務項下可以開展存放同業、拆放同業、貸款、租賃、投資等業務。投資業務限定為金融類公司股權投資、金融產品投資和自用固定資產投資。

信託公司不得以固有財產進行實業投資，但中國銀行業監督管理委員會另有規定的除外。

第二十一條 信託公司不得開展除同業拆入業務以外的其他負債業務，且同業拆入餘額不得超過其淨資產的 20%。中國銀行業監督管理委員會另有規定的除外。

第二十二條 信託公司可以開展對外擔保業務，但對外擔保餘額不得超過其淨資產的 50%。

第四章 經營規則

第五章 監督管理

第四十五條 信託公司應當按規定制訂本公司的信託業務及其他業務規則，建立、健全本公司的各項業務管理制度和內部控制制度，並報中國銀行業監督管理委員會備案。

第四十九條 信託公司每年應當從稅後利潤中提取 5%作為信託賠償準備金，但該賠償準備金累計總額達到公司註冊資本的 20%時，可不再提取。信託公司的賠償準備金應存放於經營穩健、具有一定實力的境內商業銀行，或者用於購買國債等低風險高流動性證券品種。

第五十條 中國銀行業監督管理委員會對信託公司的董事、高級管理人員實行任職資格審查制度。未經中國銀行業監督管理委員會任職資格審查或者審查

不合格的，不得任職。

信託公司對擬離任的董事、高級管理人員，應當進行離任審計，並將審計結果報中國銀行業監督管理委員會備案。信託公司的法定代表人變更時，在新的法定代表人經中國銀行業監督管理委員會核准任職資格前，原法定代表人不得離任。

第五十三條 中國銀行業監督管理委員會根據履行職責的需要，可以與信託公司董事、高級管理人員進行監督管理談話，要求信託公司董事、高級管理人員就信託公司的業務活動和風險管理的重大事項作出說明。

第六章 罰 則

第七章 附 則

信託公司集合資金信託計畫管理辦法

信託公司集合資金信託計畫管理辦法

第一章 總則

第二條 在中華人民共和國境內設立集合資金信託計畫（以下簡稱信託計畫），由信託公司擔任受託人，按照委託人意願，為受益人的利益，將兩個以上（含兩個）委託人交付的資金進行集中管理、運用或處分的資金信託業務活動，適用本辦法。

第三條 信託計畫財產獨立於信託公司的固有財產，信託公司不得將信託計畫財產歸入其固有財產；信託公司因信託計畫財產的管理、運用或者其他情形而取得的財產和收益，歸入信託計畫財產；信託公司因依法解散、被依法撤銷或者被依法宣告破產等原因進行清算的，信託計畫財產不屬於其清算財產。

第二章 信託計畫的設立

第五條 信託公司設立信託計畫，應當符合以下要求：

- （一）委託人為合格投資者；
- （二）參與信託計畫的委託人為惟一受益人；
- （三）單個信託計畫的自然人人數不得超過 50 人，但單筆委託金額在 300 萬元以上的自然人投資者和合格的機構投資者數量不受限制；
- （四）信託期限不少於一年；
- （五）信託資金有明確的投資方向和投資策略，且符合國家產業政策以及其他有關規定；
- （六）信託受益權劃分為等額份額的信託單位
- （七）信託合同應約定受託人報酬，除合理報酬外，信託公司不得以任何名義直接或間接以信託財產為自己或他人牟利；
- （八）中國銀行業監督管理委員會規定的其他要求。

第三章 信託計畫財產的保管

第四章 信託計畫的運營與風險管理

第二十六條 信託公司可以運用債權、股權、物權及其他可行方式運用信託資金。信託公司運用信託資金，應當與信託計畫檔約定的投資方向和投資策略相一致。

第五章信託計畫的變更、終止與清算

第六章資訊披露與監督管理

第七章受益人大會

第八章罰則

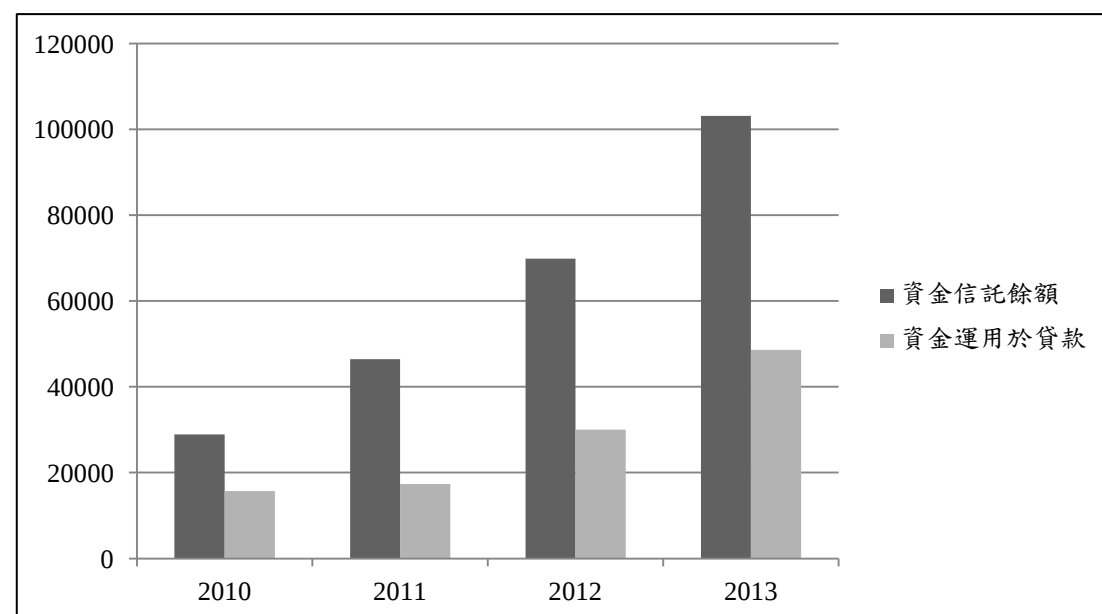
第九章附則

第五十二條 兩個以上（含兩個）單一資金信託用於同一專案的，委託人應當為符合本辦法規定的合格投資者，並適用本辦法規定。

第五十三條 動產信託、不動產信託以及其他財產和財產權信託進行受益權拆分轉讓的，應當遵守本辦法的相關規定。

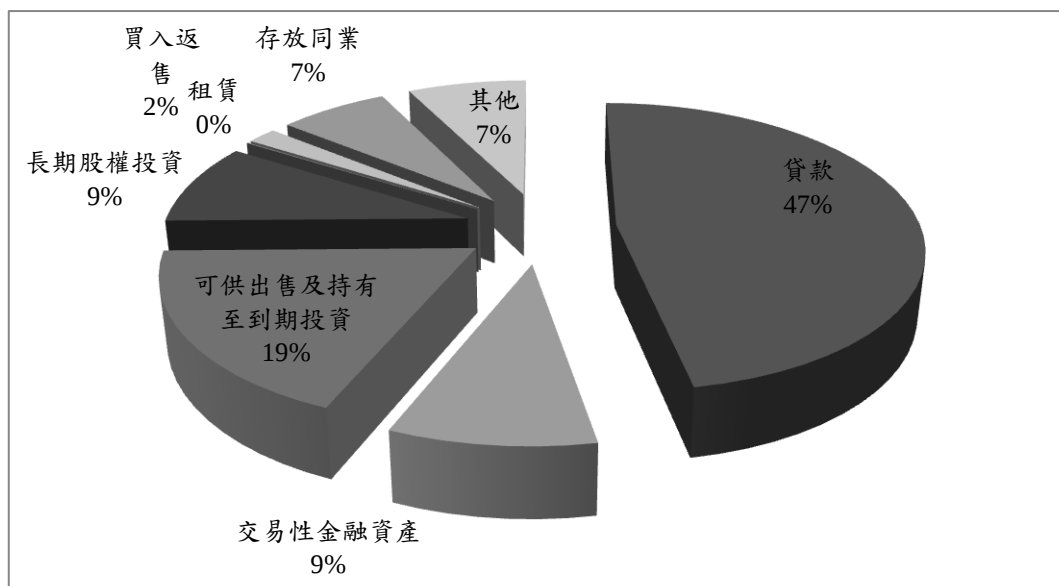
第三節 信託交易概況

2008 年以來，信託業進入了高速發展，管理資產規模不斷刷新，截止 2013 年末，其資產管理規模已超過 10 萬億元，超過保險業且遙遙領先於基金業和證券業，成為僅次於銀行的第二大金融行業。而且其中信託資金運用於貸款的數額也在逐年增加，其比例一般都在 40%以上。



【圖 6-1】 2010 年-2013 年信託公司資金信託餘額圖（單位：億元）

中繼資料來源：中國信託業協會

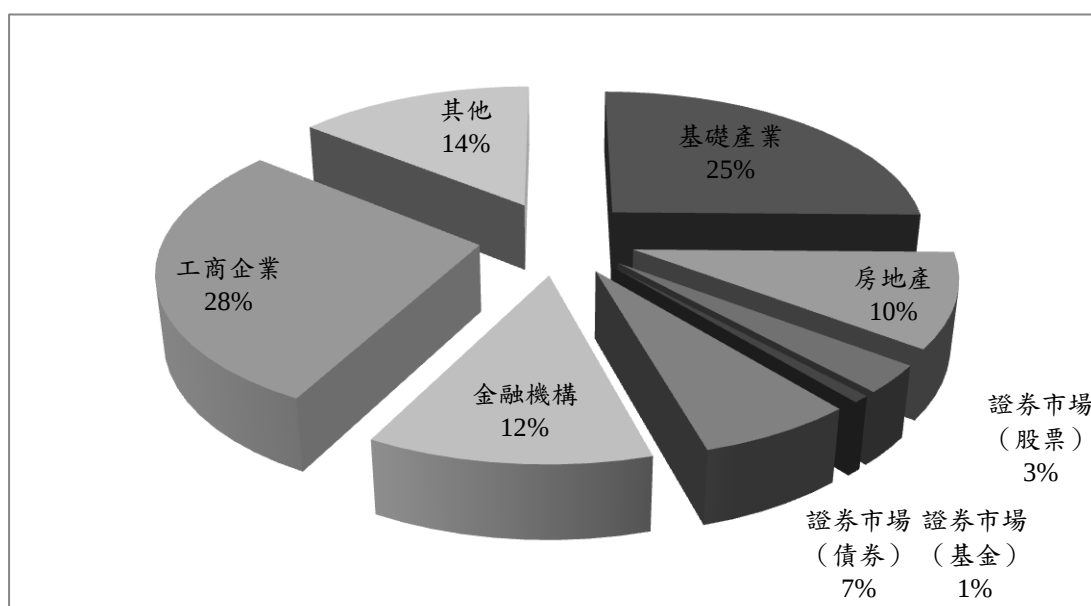


【圖 6-2】 2013 年底資金信託運用方式

資料來源：中國信託業協會

信託資金的運用一般是進行放貸，比例在 40%-50%之間，這是因為中國大陸的信貸額度強力控管，而企業面臨著旺盛的資金需求，市場的真實利率遠遠高於銀行利率。所以企業願意以較高的成本使用信託債務融資。

按信託資金的投向劃分，信託資金投入到工商企業最多達到 28%，其次依次是基礎產業、金融機構和房地產。不同的投入市場的風險值也不一樣，以下將會詳細分析說明。



【圖 6-3】 2013 年底資金信託投向圖

資料來源：中國信託業協會

第四節 信託產品信用風險

近年來，信託產品風險事件頻發。2012 年 4 月 12 日，“吉信長白山 11 號·南京聯強集合資金信託計畫”到期，但因南京聯強專案資金困難未按時兌付，在華融資產接盤下才得以延期 8 天兌付，這被視作“房地產信託首個違約項目”。2012 年 6 月，華澳國際信託將大連實德訴諸法庭，成為近兩年來房地產信託爆發式增長後上訴法院的首例金融借款合同糾紛案。2012 年 12 月，因無法償還中融-青島凱悅地產信託計畫，凱悅中心部分資產被司法拍賣，被媒體稱為信託投資資產拍賣第一例。實際上，從 2012 年至今，信託已爆出多款產品遭遇兌付危機。除房地產信託外，在礦產、基建領域均已出現信託風險事件。儘管系統性風險基本不會出現，但違約事件的背後卻暴露出信託產品存在不容忽視的信用及運營風險。

【表 6-1】 近期陷入兌付危機公司一覽表

時間	信託公司	專案類別	具體內容
2014 年 1 月	中誠信託	房地產信託	2011 年中誠·誠至金開 2 號集合信託計畫
2014 年 1 月	中誠信託	礦產信託	“誠至金開 1 號”礦產信託計畫
2014 年 1 月	新華信託	房地產信託	“上海錄潤置業股權投資集合資金信託計畫”
2013 年 12 月	吉林信託	礦產信託	“吉信-松花江 77 號”山西福裕能源專案收益權集資金信託計畫
2013 年 3 月	安信信託	房地產信託	昆山·聯邦國際資產收益財產權信託
2013 年 4 月	中信信託	房地產信託	中信製造·三峽全通貸款集合資金信託計畫
2012 年 12 月	中融信託	房地產信託	廊坊海潤達股權投資集合資金信託計畫、鄂爾多斯伊金霍洛旗棚戶區改造專案集合資金信託計畫
2012 年 7 月	中誠信託	礦產信託	中誠信託“農戈山鉛鋅礦股權投資集合資金信託計畫”暗藏風險，鉛鋅礦的建設工程已陷入停工狀態

資料來源：公開報導經團隊整理

此前，眾多投資者未對信託風險給予足夠的重視，是因為堅信信託的“剛性兌付”。所謂“剛性兌付”，指的是信託產品到期時，若信託產品出現不能如期兌

付或兌付困難時，信託公司需要兜底處理。實際上，“剛性兌付”並不是一個明文規定的法定義務，而只是信託業一個長期潛規則。“剛性兌付”將風險與投資者隔離，使投資者獲得高收益卻並未完全承擔對應的高風險，這是信託產品受到市場狂熱追捧的不可忽視的因素。然而“剛性兌付”本身是違背市場規律的。尤其是隨著風險爆發增多，特別是系統性風險累積到一定程度，超出信託公司本身所能承受的範圍時，那麼實質性的違約將不可避免。且不少信託公司也在嘗試打破該慣例。

【表 6-2】 信託公司固有資產、所有者權益、信託資產對比 （單位:億元）

	2010	2011	2012	2013
信託公司固有資產	1483.44	1825.08	2282.08	2871.41
信託公司所有者權益	1320.2	1632.78	2032	2555.18
信託資產	30404.55	48114.38	74705.55	109071.11
信託資產/所有者權益	23.03	29.47	36.76	42.69

資料來源：中國信託業協會

信託產品之信用風險—以忠誠信託為例

【表 6-3】 2010 年中誠信託集合信託計畫基本信息

信託產品	2010 年中誠 誠至金開 1 號集合信託計畫
信託公司	中誠信託
交易對手	山西振富能源公司(礦業)
期限	2011.1.31-2014.2.1(每 12 個月支付一次利息)
金額	人民幣 20.3 億
預期收益率	A、B、C 類優先受益人預期收益率 9.5%/年、10%/年、11%/年
資金運用方式	通過股權投資方式將信託資金運用於振富能源公司的煤炭整合
資金用途	煤礦收購價款、技改投入、洗煤廠建設、資源價款及受託人認可的其他支出
風險事件	振富能源公司未按期支付股權維持費，1 月 16 日中誠信託發佈公告稱信託資產在期限前變現存在不確定性
後續處理	據報道可能是工行間接出資支援協力廠商接盤，部分委託人和受託方簽訂協議，以放棄第三期利息的承諾領回本金。但是該信託的年化收益率仍然達到了 7%，高於一般的銀行存款利率

資料來源：本團隊整理

違約原因分析

這隻信託產品在設計之初就有先天不足，但是工行居然能夠過關銷售簡直匪夷所思。誠至金開 1 號之所以無法兌現的原因，一個重要的節點是 “作為這只信託產品擔保品的兩家主要煤礦仍未能從山西省政府獲得採礦證”。在發售產品之初，作為擔保的煤礦根本沒取得採礦證，完全就是空中樓閣，其最後的違約也在預期之中。其次，山西振富的資金緊張，其董事長因涉嫌違法吸納公眾存款被逮捕，而其資金緊張的原因一部分來自於政府。政府為了降低全國環境污染程度的努力使得煤炭行業大受打擊。

後續發展分析

據多名投資者透露，代銷方工行已向其提供協議書，簽訂後投資本金將在 31 日如期兌付，但第三年剩餘的 7.2% 利息不能獲得兌付。自此，中誠信託違約前夜風險產品得以重組，信託業仍將以剛性不破收場。這對短期市場穩定而言是一個利好消息，這樣中國大陸的信託產品仍然維持著不敗金身。然而“剛性兌付”本身是違背市場規律的。尤其是隨著風險爆發增多，特別是系統性風險累積到一定程度，超出信託公司本身所能承受的範圍時，那麼實質性的違約將不可避免。

第七章 交易市場

本計畫的目標是研究 5-3-3-3: 為五個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，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。

第一節 銀行間債券市場

起源

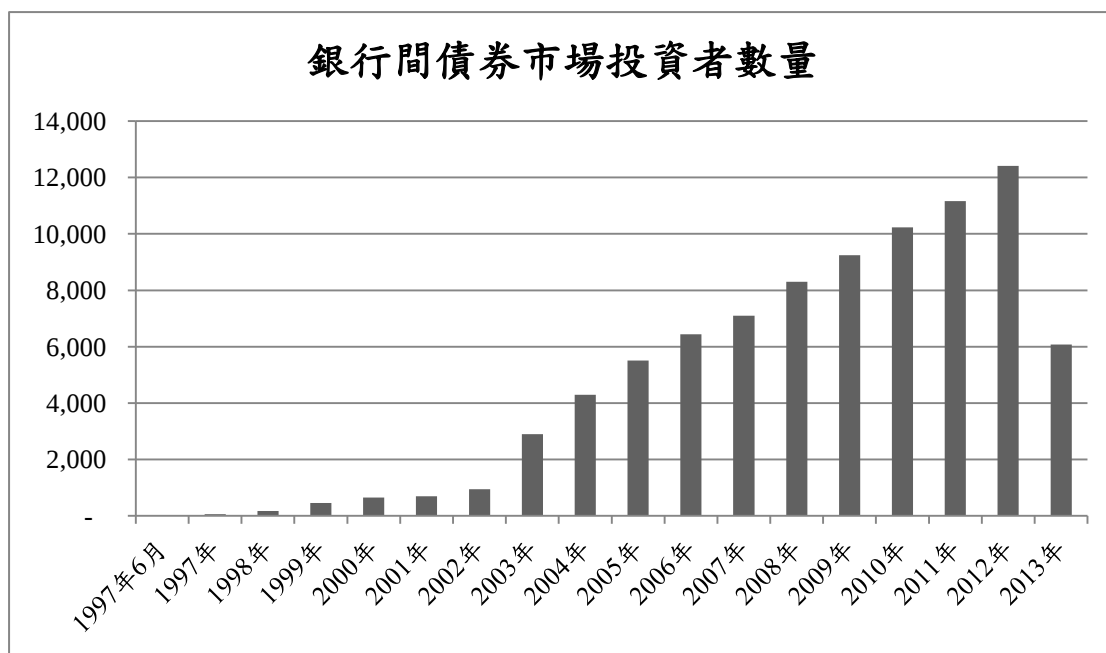
1997 年上半年，由於大量銀行資金通過交易所債券回購的方式流入股市造成股市過熱，導致上海和深圳交易所的股價大幅攀升。為抑制當時的股市過熱，人民銀行於 1997 年 6 月發佈了《關於各商業銀行停止在證券交易所證券回購及現券交易的通知》，要求商業銀行全部退出上海和深圳證券交易所的債券市場，同月，將商業銀行所持有的債券統一託管於中央國債登記結算公司，同時通過全國銀行間同業拆借中心提供的交易系統進行回購和現券交易，銀行間的債券市場就此正式啟動，形成中國大陸債券市場就此分立為場內的交易所與場外的銀行間債券市場。

現況發展

投資者數量不斷豐富

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。

截至 2012 年末，市場投資者數量發展到 12,415 家。其中，銀行類機構 557 家、信用社 916 家、非銀行金融機構 192 家、證券公司 133 家、保險類機構 154 家、基金類機構 3,991 家、非金融機構 6,375、其他機構 82 家。銀行間債券市場已經形成了以金融機構為主體，各類機構投資者參與的債券市場。但由於 2012 年中起，銀行間債券交易陸續爆發弊端，2013 年 4 月央行決議整頓債市問題，暫停了信託賬戶、證券商資管產品、基金專戶等部分乙類及丙類賬戶的開戶，導致 2013 年底市場成員只有 6,075 家。



【圖 7-1】 銀行間債券市場投資者數量

資料來源：中央結算公司

2013 年發行狀況

2013 年銀行間債券市場累計發行債券 8.59 萬億元，同比增長 10.90%，增幅較上年高 7.07%。其中，公司信用類債券發行規模為 3.31 萬億元，同比減少 0.37%，占到銀行間債券市場發行總規模的 38.54%。從發行券種看，政策性銀行金融債券占比最高，而非銀行金融機構債券增幅最大。2013 年，發行額占比居前四位的分別是政策性銀行金融債券、國債、短期融資券和超短期融資券，市場占比分別為 24.16%、19.56%、9.69% 和 8.77%；發行規模同比增幅居前四位的分別是非銀行金融機構債券、非公開定向債務融資工具、地方政府債券和超短期融資券，分別同比增長 434.03%、50.77%、40.00%和 29.42%。

從發行期限看，短期品種占比上升，長期品種占比下降。2013 年一年期以下和一至三年期限品種發行占比分別為 31.75% 和 23.94%，與 2012 年相比分別上升 4.98%和 11.04%；三至五年、五至七年、七至十年和十年以上期限品種占比分別為 18.15%、14.90%、8.28% 和 2.97%，與 2012 年相比分別下降 3.43%、4.51%、4.24%和 3.86%。

【表 7-1】 2012 年銀行間債券市場債券發行券種

券種	發行量(億元)	同比 (%)	券種	發行量(億元)	同比 (%)
國債	16806.41	18.06	企業債券	4752.3	-26.88
地方政府債	3500	40	短期融資券	8324.8	-0.37
央票	5362		超短期融資券	7535	29.42

政策性銀行債	20760.3	-2.98	中期票據	6716.2	-20.55
政府支持機構 債券	1900		集合票據	66.39	-33.62
政府支持債券	0		非公開定向債 務融資工具	5668.08	50.77
金融債券	1321	-67.25	資產支持票據	48	-15.79
非銀行金融機 構債券	2995.9	434.03	國際機構債券	0	
信貸資產支持 證券	157.72	-18.11	合計	85914.1	10.9

資料來源：中央結算公司

仲介機構

銀行間債券市場的仲介機構包括中央國債登記結算公司和全國銀行間同業拆借中心。中央國債登記結算公司是人民銀行指定的全國銀行間債券市場託管結算機構，是財政部唯一授權的全國國債登記託管結算機構，其主要職能是為公開市場業務、國債發行及交易提供登記、託管及結算服務。銀行間債券市場的債券以記賬方式統一託管於中央結算公司的中央債券簿記系統，並且甲類、乙類和丙類成員都在中央債券簿記系統開立一級託管賬戶，每個投資者都可以在營業時間通過查詢系統瞭解自身賬戶的情況，有效的防範了市場風險。中央結算公司通過國際互聯網站——中國債券資訊網（www.chinabond.com.cn）向投資者提供有關債券發行、結算、通告以及資訊產品等資訊服務。

全國銀行間同業拆借中心是全國銀行間債券市場的前臺交易系統，其基本職責是：為銀行間債券市場的報價、交易提供仲介及資訊服務，為市場參與者的交易提供電子成交登記服務；按照人民銀行的有關規定，即時監測債券交易活動；定期對市場成員進行交易操作培訓，維護交易系統的正常運行；定期向人民銀行報告市場交易情況，提供市場有關統計資料。該中心在每天通過國際互聯網-中國貨幣網（www.chinamoney.com.cn）發佈銀行間債券市場的公開報價、即時成交情況、行情統計、市場排名等資訊。

第二節 交易所

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。

一、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，2012年的交易概況如下表。

【表 7-2】 2012 年上海證券交易所成交概況

	成交筆數	成交量 (M)	成交金額 (M)
國債	102391	8593.16	86984.41
地方政府債	42	0.000767	0.7661
企業債	941456	274.81	276920.92
公司債	389236	208.75	210127.55
公司可轉債	1028009	212.27	217735.64
公司可分離債	93605	48.29	44824.15

資料來源：上海證券交易所

二、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，2012年的交易概況如下表。

【表 7-3】 2012 年深圳證券交易所成交概況

	成交筆數	成交量 (M)	成交金額 (M)
國債	16639	8.69	862.14
企業債	277449	197.70	19943.69
公司債	800474	1092.10	110369.49
公司可轉債	69392	91.68	9795.92

資料來源：深圳證券交易所

交易所上市公司證券碼

中國大陸債券種類複雜且官方分類不清楚，監管機關和交易市場錯綜複雜。投資人想要清楚明辨債券的產品種類，直接看該債券的名稱即可知道，但是債券名稱卻有混用的情形，例如取名為「債務定向融資工具」的債券就較難辨認。交易所市場此時提供的證券碼便是相當清晰的歸類，如下表。

【表 7-4】 交易所上市公司證券碼

上海證券交易所		深圳證券交易所	
國債	01XXXX	國債	10XXXX
企業債	120XXX	企業債	111XXX
公司債	122XXX	公司債	112XXX
公司可轉債	100XXX	公司可轉債	125XXX
	110XXX		126XXX
			128XXX
公司可分離債	126XXX	公司可分離債	115XXX

資料來源：本團隊整理

第三節 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《商業銀行櫃檯記賬式國債交易管理辦法》，同年 6 月，工商銀行、農業銀行、中國銀行和建設銀行四大國有銀行開始在北京和上海開展記賬式國債交易業務試點。2007 年 11 月，人民銀行和財政部為推動商業銀行櫃檯市場發展，將櫃檯交易的記賬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賬式國債、儲蓄國債（電子式）和企業債。

與同為場外市場的銀行間債券市場不同，商業銀行櫃檯市場主要面向個人和中小機構投資者。持有有效身分證件的個人以及法人機構均可在商業銀行櫃檯開立債券託管賬戶，在與銀行簽署債券託管協定後，即可買賣在銀行掛牌的記賬式債券。商業銀行櫃檯市場具有幾個特點：一是集中統一的託管後臺。商業銀行櫃檯交易與從前各地交易中心債券櫃檯交易不同，它有一個集中統一的託管後臺——中央託管機構（中債登），原來的分散託管、分散結算、資訊分散的債券交易變為集中託管、集中結算、資訊集中的債券交易。二是公開掛牌報價。櫃檯承辦銀行在辦理櫃檯交易的各營業網點明顯位置公開掛牌報價，在每個營業日開始交易前和營業中更改報價時，向其辦理櫃檯交易的營業網點發送當日各券種櫃檯交易的雙邊報價。三是採取二級託管方式。中央結算公司為一級託管人，商業銀行為二級託管人，各級託管人分別對各自的託管賬戶負責。投資者持有的債券數額以承辦銀行所記載的二級託管賬戶為主，但該數額必須經過中債登核對，以確保二級託管賬戶的準確性。商業銀行和中債登之間通過聯網在櫃檯交易系統設路上保證二級託管賬戶的安全性。中債登的簿記系統自動即時保證每一券種發行量和託管賬務的平衡。對於可在櫃檯進行交易的券種，商業銀行需將其自營債券和客戶債券分別在中債登的自營賬戶和代理總賬戶上予以反映。四是交易對手是商業銀

行。在交易所債券市場主要是投資者之間通過集合競價進行交易，而在商業銀行櫃檯交易中，每個投資者均是在銀行進行交易，投資者之間不能交易。

本章的最後，整理中國大陸各種債券投資者的身分與資格如下表

【表 7-5】 各種債券投資者的身分與資格

債券名稱		投資人
國債	儲蓄國債(電子式)	個人投資者
	憑證式儲蓄國債	個人投資者
	記賬式國債	所有投資者（機構+個人）
金融債券	政策性銀行金融債券	經中國人民銀行批准的金融機構和其他認購人
	商業銀行次級債券	經中國人民銀行批准的金融機構和其他認購人
	商業銀行金融債券	經中國人民銀行批准的金融機構和其他認購人
非金融 信用債券	企業債券	所有投資者（機構+個人）
	公司債券	所有投資者（機構+個人）
	中期票據	所有投資者（機構+個人）
城市投資債券		所有投資者（機構+個人）
信託債券		所有投資者（機構+個人）

第八章 監管機構

本計畫的目標是研究 5-3-3-3: 為五個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，三個監管機構為人民銀行（銀行間交易商協會）、中國證券監督管理委員會以及中華人民共和國國家發展和改革委員會。另外，中央匯金投資有限公司是否屬於監管機構仍有爭議，本文特別對其加以介紹。

第一節 人民銀行

人民銀行金融市場司是負責監管債券市場的單位，主要職責為擬訂金融市場發展規劃，協調金融市場發展，推動金融產品創新；監督和管理銀行間同業拆借市場、銀行間債券市場、銀行間票據市場、銀行間外匯市場和黃金市場以及上述市場的有關衍生產品交易。

【表 8-1】 近 6 年人民銀行監管債券市場籌資金額

年度	債券市場籌資金額（億元）			
	國債	地方政府債	政策性銀行金融債	商業銀行債
2008 年	7,246.39	0	10,809.30	974
2009 年	14,213.58	2,000.00	11,678.10	2,846.00
2010 年	15,878.18	2,000.00	13,192.70	929.5
2011 年	13,997.91	2,000.00	19,972.70	3,518.50
2012 年	13,562.26	2,500.00	21,400.00	3,933.70
2013 年	15,544.01	3,500.00	19,960.30	1,117.00

第二節 中國證券監督管理委員會

中國證券監督管理委員會

證券監督管理委員會，隸屬中華人民共和國國務院，1992 年 10 月成立為國務院證券委員會的監管執行機構。但是 1981 年中國大陸政府開始發行國債，1984 年中國大陸公司開始發行股票，此時證券業由中國人民銀行負責監管。1997 年 8 月上海交易所和深圳交易所統一歸給中國證監會監管，全國金融工作會議中，決定對全國證券管理體制進行改革，原由中國人民銀行監管的證券經營機構劃歸中國證監會統一監管。

證券監督管理委員會負責監管股票、可轉換債券、證券公司債券和國務院確定由證監會負責的債券及其他證券的發行、上市、交易、託管和結算；監管證券投資基金活動；批准公司債券的上市；監管上市國債和企業債券的交易活動。

【表 8-2】 近六年證監會統計債券市場籌資金額

	債券市場籌資金額（億元）			
	可轉債	可分離債	公司債	中小企業私募債
2008 年	55.60	632.85	288.00	—
2009 年	46.61	30.00	638.40	—
2010 年	717.30	0.00	603.00	—
2011 年	413.20	32.00	1262.20	—
2012 年	157.05	0.00	2471.97	93.75
2013 年	551.31	0.00	3219.91	310.85

資料來源：中國證券監督管理委員會

第三節 中華人民共和國國家發展和改革委員會

中華人民共和國國家發展和改革委員會（簡稱：國家發改委）---National Development and Reform Commission，作為國務院的職能機構，是綜合研究擬訂經濟和社會發展政策，進行總量平衡，指導總體經濟體制改革的宏觀調控部門。國家發改委的前身是國家計劃委員會，成立於 1952 年。原國家計劃委員會於 1998 年更名為國家發展計畫委員會，又於 2003 年將原國務院體改辦和國家經貿委部分職能併入，改組為國家發展和改革委員會，簡稱國家發改委。

其下屬機構財政金融司負責企業債券的審核工作，其機構工作職責有：負責企業債券發行管理工作，審核發債資金投向，監督發債資金使用情況；參與公司發行各類股票和可轉換公司債券的審核工作。

【表 8-3】 近 6 年發改委監管債券籌資金額

	債券籌資額（億元）	
	中央企業	地方企業
2008 年	1,683.00	683.90
2009 年	2,029.00	2,223.33
2010 年	1,644.00	1,977.20
2011 年	204.00	2,267.30
2012 年	1,170.00	5,314.50
2013 年	473.00	4,275.30

第四節 中央匯金投資有限公司

2002 年周小川卸下中國證監會主席的職務，接手中國人民銀行董事長職位，延續前總理朱鎔基的金融改革，並以 1992 年鄧小平的談話「九條信綱」作為政治背書，使人民銀行於 2003 年設立「中央匯金投資公司」，處理四大商業銀行間

題資產處分，執行中國大陸債券市場整合的原創計畫。

人民銀行推動銀行和證券公司發行短期融資券，侵犯發改委發行債券的職權；推動外國銀行購買中國大陸證券公司的股權，侵犯證監會監督證券市場的職權，中央匯金被譽為「金融國資委」。2005 年財政部出面終止整合計畫，將金融監理打回分段零碎的個別單位不同監理。

第九章 清算機構

本計畫的目標是研究 5-3-3-3: 為五個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，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。

第一節 中央國債登記結算公司

起源

九十年代初，中國大陸的債券市場是國債市場為最早期發展的階段，但由於市場缺乏債券集中託管和統一結算機制，造成國家信用被冒用、投資者合法權益得不到有效保護、市場運行成本居高不下、金融風險加大等問題，阻礙了國債市場的發展。為整頓國債市場秩序，人民銀行和財政部共同議定並報經國務院同意後，在原中國大陸證券交易系統有限公司的基礎上改組設立了國有獨資的中央國債登記結算有限責任公司（簡稱中央結算公司），承擔國債和國內其他債券的統一登記、託管和結算職能。中央結算公司屬全國性非銀行金融機構，1996 年 12 月在國家工商管理局登記註冊，目前註冊資本 4.8 億元人民幣。

- 前臺：銀行間債券市場
- 交易
- 後台：中央國債登記結算公司

現況發展

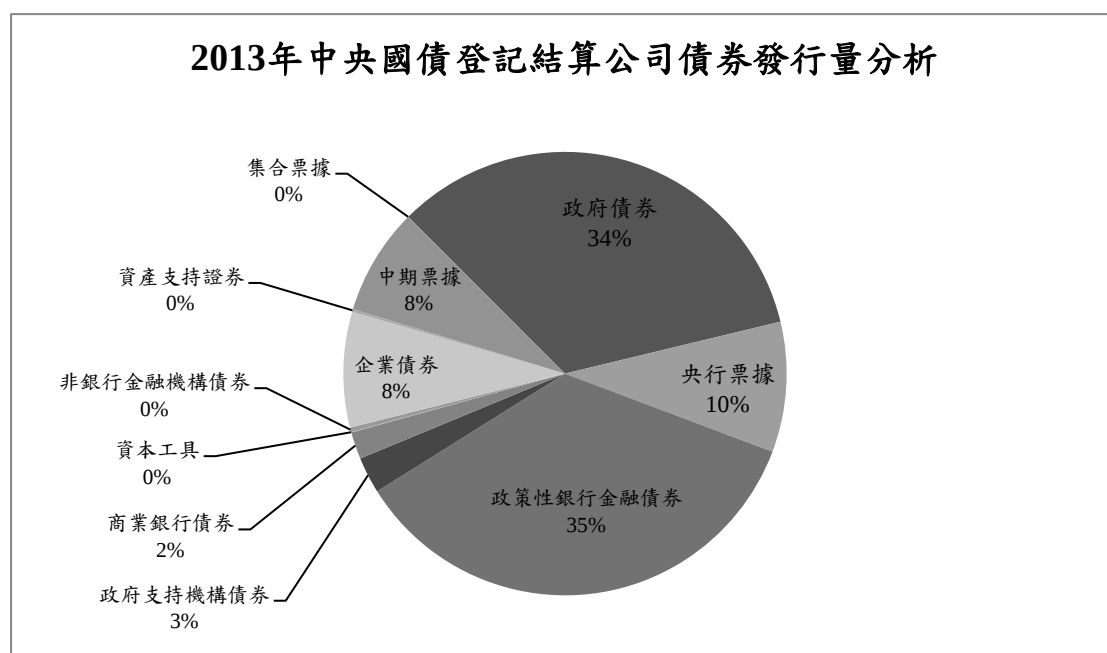
2013 年債券市場共發行各類債券 87,016.27 億元，相較 2012 年增加 7,218.72 億元，增長 9.05%。其中在中央結算公司登記新發債券 1,150 檔，發行量共計 56,453.94 億元，占債券市場發行總量的 64.88%；上海清算所登記新發債券 2,000 檔，發行量共計 27,845.02 億元，占債券市場發行總量的 32%。交易所發行公司債和中小企業私募債共計 331 檔，發行量 2,717.30 億元，占債券市場發行總量的 3.12%。

【表 9-1】 2013 年債券市場發行情況

	發行量(億元)	發行檔數
全市場	87,016.27	3,481
中央結算公司登記託管的債券	56,453.94	1,150
上海清算所登記託管的債券	27,845.02	2,000
中証登登記託管的債券	2,717.3	331

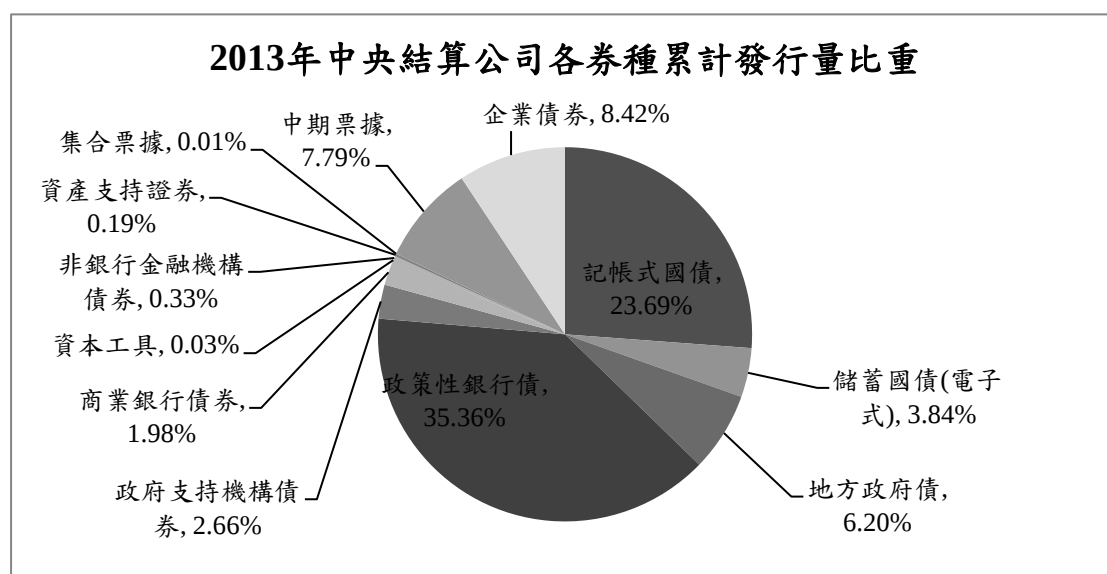
2013 年中央國債登記結算公司登記新發債券發行量為 56,453.94 億元，發行量最大的是政策性銀行金融債券，發行量為 19960.3 億元，占中債登發行量 35%，

發行量次之的為政府債券，發行量為 19,044.01 億元，占中債登發行量 34%。



【圖 9-1】 2013 年中央國債登記結算公司債券發行量分析

資料來源：中央結算公司



【圖 9-2】 2013 年中央結算公司各券種累計發行量比重

資料來源：中央結算公司

第二節 上海清算所

起源

2009 年 11 月 28 日銀行間市場清算所股份有限公司是經財政部、中國人民銀行批准成立的清算機構，銀行間市場清算所股份有限公司的商標是上海清算所，因而稱上海清算所⁵，英文名稱為 ShangHai Clearing House。銀行間市場清算所股份有限公司的主要業務，是為銀行間市場提供以中央對手淨額清算為主的直接和間接的本外幣清算服務，包括清算、結算、交割、保證金管理、抵押品管理；資訊服務、諮詢業務；以及相關管理部門規定的其他業務。

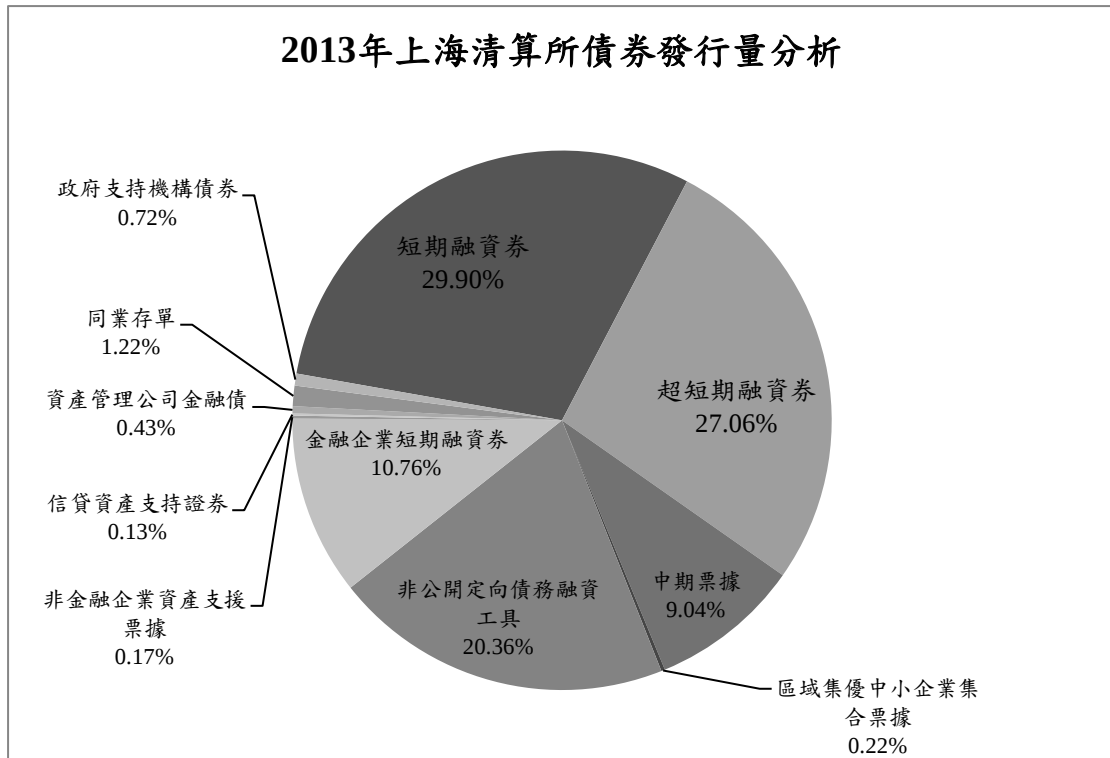
同樣身為銀行間債券市場的清算機構中央國債登記結算公司，與上海清算所的關係到底為何，以下為本團隊分析後的觀點

1. 成立目的：1997 年成立銀行間債券市場，中央國債登記結算公司成為集中託管和統一結算機制，而上清所的成立背景為因應金融海嘯爆發後，國際社會對建立集中清算制度安排，降低交易對手方風險並實施有效監管所達成的共識。
2. 權力競爭：中央國債登記結算公司的相關監管機構出現多頭馬車的形況，業務受人民銀行指導、人事受銀監會指導、國債託管運營受財政部指導，而上海清算所可以說是人民銀行一手扶持，因此權力機構的角力也影響著清算機構的權力劃分。
3. 券種分割：銀行間債券市場的活絡券種短期融資券與中期票據，已經分別與 2011 年 9 月 1 日和 2013 年 6 月 17 日從中央國債登記結算公司移至上海清算所，債券市場再次被切割，但也有觀點認為這是市場效率的提升

現況發展

2013 年上海清算所登記新發債券發行量為 27,845.02 億元，其中發行量最大的是短期融資券，發行量為 8,324.80 億元，占上清所債券發行量 29.9%，其次為超短期融資券，發行量為 7535 億元，占上清所債券發行量 27.06%。短期融資券是指具有法人資格的非金融企業在銀行間債券市場發行的，約定在一年內還本付息的債務融資工具。而超短期融資券為指具有法人資格、信用評級較高的非金融企業在銀行間債券市場發行的，期限在 270 天以內的短期融資券。

⁵選擇上海清算所作為商標和中文簡稱，是因為銀行間市場清算所股份有限公司立足上海。



【圖 9-3】 2013 年上海清算所債券發行量分析

資料來源：中央結算公司

第三節 中國證券登記結算公司

2001 年 3 月 30 日，依照《中華人民共和國證券法》關於證券登記結算集中統一運營的要求，經國務院同意，中國證監會批准，中國證券登記結算有限公司正式成立，承接原來屬於上海證券交易所和深圳證券交易所的登記結算業務。

中國證券登記結算公司負責上海、深圳兩個交易所的所有結算業務，因此在這兩個交易所掛牌的債券，也全都歸由中國證券登記結算公司負責清算，包括國債、地方政府債、企業債、公司債等。

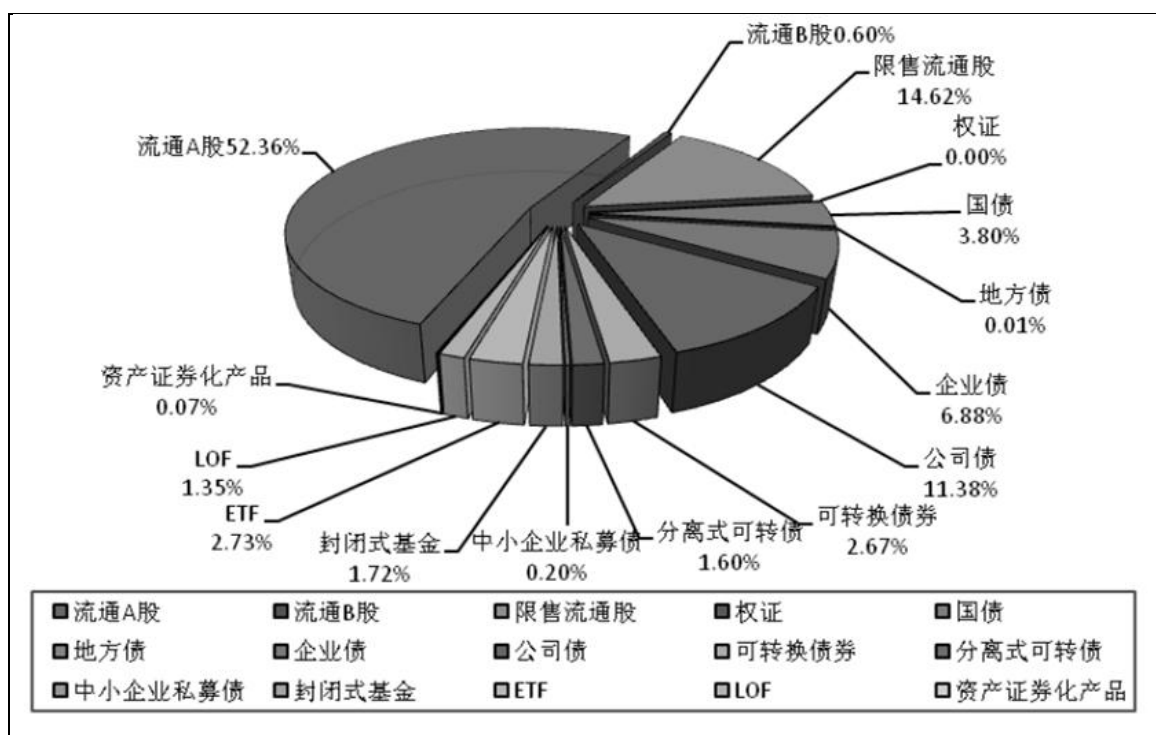
- 前臺：交易所市場(滬市、深市)
- 交易：競價(報價、詢價)／場外(議價)
- 後台：中國證券登記結算公司(分公司)

【表 9-2】 2012 年債券發行情況

2012年債券發行情況		
(一) 發行數量	459	98
國債	29	0
企業債券	277	0
可轉換債券	4	0
公司債	104	70

可分離式可轉債	0	0
中小企業私募債	45	28
(二) 發行規模(億)	2,635.95	594.10
國債	108.40	0.00
企業債券	553.07	0.00
可轉換債券	157.05	0.00
公司債	1,772.80	562.20
可分離式可轉債	0.00	0.00
中小企業私募債	44.63	31.90

資料來源：中國證券登記結算公司



【圖 9-4】 中國結算登記存管證券面額

資料來源：中國證券登記結算公司 2012 年統計年報

第十章 台灣證券業參與中國大陸債券市場之現況與面

臨風險

第一節 業務種類簡介

一、承銷

中國大陸金融業屬於外資投資之限制類服務業，證券期貨業亦屬該類別，按規定外資（包括台資）只能設立合資的證券公司，外資持股比例不得超過 49%，且該等合資公司業務限於從事 A 股承銷，B 股和 H 股以及政府和公司債券的承銷和交易；又證券投資基金管理公司亦限於合資，外資比例不超過 49%。

這次的兩岸服貿協議，陸方所承諾之開放內容，我國已初步爭取到部分台灣證券期貨業者期盼開放之條件。在證券投資上，舉例來說，我方爭取到在上海、福建、深圳可分別設立一家合資但經營全執照業務之證券公司，且台灣股東持股可達 51%，相對於現行外資在中國大陸僅能從事 A 股承銷，B 股和 H 股以及政府和公司債券的承銷和交易，以及外資股東持股上限為 49%，且同時間公司應有中國大陸單一股東持股不低於 49%者，中國大陸給予我國之開放內容，意謂著在上海等三個城市之合資證券公司，台灣股東對該公司經營方向更具主導性外，將可經營更全面的業務，畢竟一般中外合資證券公司，原則上不可承作人民幣普通股票（亦即俗稱之「A 股」經紀業務），然而由於 A 股經紀業務是中國大陸境內證券公司主要獲利來源，因此台灣證券業者將可透過上海等三家合資證券公司，擴大潛在之經營效益。

目前台灣證券業對於中國大陸市場經營策略與現行佈局，不外乎透過：（一）在中國大陸申請設立代表處（二）進行同業（中國大陸證券業）策略聯盟（三）透過香港地區轉投資的證券子公司或直接設立香港分公司進行業務三種方式，截至 2014 年 2 月 19 日，已有 11 家台灣證券商在大陸設立代表處，及 16 家在香港設立海外分/子公司。表 10-3 整理部分台灣證券業進軍中國大陸之模式與經營策略(不以表列為限)。

【表 10-1】台灣證券商於中國大陸設立代表處統計表

台灣證券商	北京市	上海市	深圳市	廈門市	進駐時間
群益金鼎證券		V			1997
元大寶來證券	V	VV ⁶	V		1998

⁶ 原寶來上海辦事處目前正進行裁撤作業中。

元富證券		V	V	V	1998
永豐金證券		V			1999
日盛證券		V			1999
兆豐證券	V	V	V		2001
凱基證券		V	V		2001
統一證券		V		V	2002
富邦證券	V	V		V	2005
華南永昌證券	V	V			2009
第一金證券		V			2011
合 計	4	12	4	3	23

資料來源:中華民國證券商業同業公會(2013/8/15)

【表 10-2】 台灣證券商在中國大陸設立代表處、在香港設立分/子公司整理

證券商名稱	地區	
	中國大陸	香港
元大寶來證券	V	V
凱基證券	V	V
富邦證券	V	V
群益金鼎證券	V	V
永豐金證券	V	V
統一證券	V	V
日盛證券	V	V
元富證券	V	V
兆豐證券	V	V
華南永昌證券	V	V
康和證券		V
第一金證券	V	V
中國信託證券		V
台灣工銀證券		V
宏遠證券		V

資料來源:中華民國證券商業同業公會(2014/2/19)

【表 10-3】 台灣證券業進軍中國大陸模式與經營策略

公司名稱	進入中國大陸模式	經營策略
富邦證券	1.設有北京、上海、廈門代表處。 2.與上海銀河證券進行策略聯盟。 3.設立香港子公司。 4.結合港基銀行、富邦銀行香港分行、台北銀行香港分行資源。	擴展中國大陸沿海客群，作為爭取消費金融（個人）及企業金融（法人）業務基礎。
元大寶來證券	1.1994 年 6 月於香港中環地設立元大香港子公司。 2. 設有北京、上海、深圳代表處。	1.香港子公司初期以台商為服務對象，提供有效籌資管道，積極拓展業務網路，緊密地與世界各地商譽良好的證券集團合作，以香港子公司作為整個集團發展國際事務的樞紐。 2.透過辦事處熟悉中國大陸承銷制度、法規、經紀業務運作，為日後兩岸政府開放台灣證券商中國大陸營業奠定基礎。 3.提供中國大陸上市公司研究報告，並進行市場調查。
元富證券	1.設有上海、深圳、廈門代表處。 2.設立香港子公司。 3.設立上海元富投資顧問公司。 4.與中國大陸南方證券進行策略聯盟。	
凱基證券	1.轉投資香港凱基證券(1997 年初開業，1999 年收購海裕證券、海裕期貨)。 2.設有上海、深圳代表處。	為個人客戶及機構投資者提供一站式金融服務，包括股票、債券、場外結構性產品、顧問及籌資規劃服務。
永豐金證券	1.設有上海代表處。 2.設立香港子公司。 2.2010 年與上海證券結盟，簽訂「管理諮詢顧問合約」 3.2013 年董事會通過與廈門市金財	通過合資設證券公司後，在中國大陸地區將擁有銀行、證券、資產管理與租賃全方位業務的金融版圖。

	投資公司合資成立證券商。	
--	--------------	--

資料來源：本團隊整理

二、投資

根據金管證券字第 1010060035 號第二項第二款規定：證券商自行買賣外國有價證券需符合下表所列信用評等機構評定達一定等級以上之外國政府相關債券、金融債券、公司債、轉(交)換公司債等。表 10-4 為台灣所認可的信評機構，其中並沒有包含中國大陸現有的信用評等公司。

【表 10-4】 台灣所認可的信評機構

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	bb
DBRS Ltd.	BB
Fitch Ratings Ltd.	BB
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	BB
Moody's Investor Services, Inc.	Ba2
Rating and Investment Information, Inc.	BB
Standard & Poor's Rating Services	BB
Egan-Jones Rating Company	BB
Kroll Bond Rating Agency	BB
中華信用評等股份有限公司	twBB
英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司	BB(twn)
穆迪信用評等股份有限公司	Ba2.tw

資料來源：本團隊整理

表 10-5 為中國大陸各主管機關認可的信評機構，但這些中國大陸本土信評機構均非我國金管會及金融法規中所列舉的信評機構，因此受限於法規規定，將使證券業參與中國大陸債券市場的標的選擇與投資規模受到限制。

【表 10-5】 中國大陸各主管機關認可的信評機構

信評機構	人民銀行認可	保監會認可	證監會認可
上海新世紀資信評估投資服務有限公司	V	V	V
大公國際資信評估有限公司	V	V	V
聯合資信評估有限公司	V	V	
上海遠東資信評估有限公司	V	V	
中誠信國際信用評級有限責任公司	V	V	

中誠信證券評估有限公司	V	V	V
天津中誠資信評估有限公司			V
鵬元資信評估有限公司			V

資料來源：本團隊整理

為提升證券自營商投資彈性，參酌「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」第三點第一項第二款關於商業銀行投資於無信用評等或信用評等未達一定等級以上有價證券總額度，應以核算基數百分之十為限之規定。根據金管證券字第1030010224 號，有關證券商管理規則第十九條之一第一項及第三十一條之一規定之令，刪除上述第二款關於債權性質有價證券信用評等應達一定等級以上及第三款關於本國企業赴海外發行證券不適用信用評等等級之規定。

三、受託買賣

中華民國證券商業同業公會規定證券商受託買賣外國有價證券管理辦法第6 條。規定證券商可以經營業務之一為受託買賣外國有價證券，但證券商受託買賣之外國有價證券，其範圍以下列各款為限，並應符合中華民國證券商業同業公會(公會)所定條件：一、公會指定外國證券交易所交易之股票、認股權證、受益憑證、存託憑證及其他有價證券。二、經公會認可之信用評等公司評等為適當等級以上之債券。但受託賣出之外國債券，不在此限。三、經公會核准或申報生效在國內募集及銷售之境外基金。四、其他經公會核准投資之有價證券。

指定證券商受託買賣外國有價證券之外國證券交易市場及相關規定中，與信用評等相關的有兩個部份，第一、證券商受託買賣外國中央政府債券，委託人為非專業投資人者，發行國家主權評等應符合下表所列信用評等機構評定達一定等級以上。

【表 10-6】 國家主權評等【非專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
DBRS Ltd.	A
Fitch, Inc.	A
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A
Moody's Investor Services, Inc.	A2
Rating and Investment Information, Inc.	A
Standard & Poor's Rating Services	A
Egan-Jones Rating Company	A

資料來源：本團隊整理

委託人為專業投資人者，發行國家主權評等應符合下表所列信用評等機構評

定達一定等級以上。

【表 10-7】 國家主權評等【專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
DBRS Ltd.	BBBH
Fitch, Inc.	BBB+
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	BBB+
Moody's Investor Services, Inc.	Baa1
Rating and Investment Information, Inc.	BBB+
Standard & Poor's Rating Services	BBB+
Egan-Jones Rating Company	BBB+

資料來源：本團隊整理

第二、證券商受託買賣外國中央政府債券以外之外國債券（含可轉換公司債及附認股權公司債），委託人為非專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等及外國債券之債務發行評等應符合下表所列信用評等機構評定達一定等級以上。

【表 10-8】 外國債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等
【非專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	a-
DBRS Ltd.	AL
Fitch, Inc.	A-
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A-
Moody's Investor Services, Inc.	A3
Rating and Investment Information, Inc.	A-
Standard & Poor's Rating Services	A-
Egan-Jones Rating Company	A-
LACE Financial Corp.	長期債務信用評等：B+ 債務發行評等：A-
Realpoint	A-

資料來源：本團隊整理

委託人為專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等或外國債券之債務發行評等須符合下表所列信用評等機構評定達一定等級以上。

【表 10-9】 外國債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等
【專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	bbb
DBRS Ltd.	BBB
Fitch, Inc.	BBB
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	BBB
Moody's Investor Services, Inc.	Baa2
Rating and Investment Information, Inc.	BBB
Standard & Poor's Rating Services	BBB
Egan-Jones Rating Company	BBB
LACE Financial Corp.	長期債務信用評等：B- 債務發行評等：BBB
Realpoint	BBB

資料來源：本團隊整理

四、轉投資

台灣證券業投資或轉投資外國事業適用「證券商管理規則」第五十條至第五十八條之相關規定。唯民國 103 年 6 月，金管會為協助證券業赴海外布局，鬆綁證券商海外轉投資之相關限制，具體措施包括只要自有資本適足率高於 200% 的券商，得專案申請提高海外轉投資上限等 3 大項目，分別為：

- (1) 證券商專案申請核准得超過海外轉投資限額：自有資本適足率達 200% 以上之證券商，海外轉投資如有超過淨值 40% 限額之需求，得專案向金管會申請核准。
- (2) 證券商得為海外子公司融資為背書保證：證券商直接及間接持有已發行有表決權之股份超過 50% 之海外子公司，有因業務需要而於當地金融機構融資者，得由國內母公司為背書或提供保證。
- (3) 證券商之外國轉投資事業間資金貸與限額由現行淨值之 40% 提高至淨值之 100%：證券商直接及間接持有已發行有表決權股份總數達百分之百之外國轉投資事業間之資金貸與限額由現行貸與企業淨值 40% 提高至淨值之 100%。

第二節 台灣證券業參與中國大陸債券市場面臨之困難與風險

台灣證券業資金來源、資金用途與辦理業務都受到法規限制，而法規中許多以信用評等等級作為規範，以信評等級作為規範，目前面臨兩個問題：

- (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，或獲得評等不符合本國法規限制，使台灣證券業投資受到限制。
- (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。因此，證券業投資這些金融商品仍受到法規限制。

我國證券業參與中國大陸債券市場除面臨信用風險外，還包括利率風險、匯率風險、流動性風險，政策風險等，未考量任一風險均可能使台灣證券業遭受嚴重損失，以下就各風險說明如下。

一、信用風險

債券信評提高是因為政府補助

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非常好，而是發行主體受到政府的支持，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。

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。

中國大陸債券違約四個案例分析

中國大陸債券發展至今，許多學者專家提出警訊，認為中國大陸存在債務問題，亦即舉債過多，因此提醒投資人需注意未來中國大陸發生債務違約的可能性。截至目前，中國大陸已出現幾起債券償還的問題，且本文將其分為三種情況。第一、債券違約但政府出面援救，包括中誠信託的誠至金開 1 號，及新華信託的錄潤置業。第二、發生違約但政府未出面援助，此為 11 超日債。債券違約在中國大陸是非常罕見的，過去聽聞違約事件即將發生，政府、銀行或國企就會接手債務。然而，投資級債券終究於 2014 年 3 月發生首次違約，上海超日太陽能公司的公司債券的信用評等從 AA 連續調降至 CCC，這種違約事件發生後才大幅調降信用評等的行為和三大信評公司如出一轍。第三、目前還在處理中尚無最終結果的吉林信託的山西福裕能源。整理如下表。

【表 10-10】中國大陸政府是否救助違約債券資料整理

債券違約	有救	中誠信託 誠至金開 1 號
		新華信託 錄潤置業
	沒有救	11 超日債
	尚無結果	吉林信託 山西福裕能源

資料來源：本團隊整理

目前看來，除了 11 超日債的違約沒有得到救助外，其餘的信託產品違約之後都有近乎剛性兌付，即使是中融信託超日系列的信託產品也得到了中融信託的清償。但是需要指出的是，信託產品也已經不是完全的清償，有些會以損失一定的利息的代價獲得本金。另外，隨著風險爆發的增多，一旦超出信託公司本身所能承受的範圍時，實質性的違約將不可避免。

以下將四個違約個案詳細說明如表 10-11、表 10-12、表 10-13、表 10-14。

【表 10-11】 2010 年中誠信託集合信託計畫基本信息

信託產品	2010 年中誠 誠至金開 1 號集合信託計畫
信託公司	中誠信託
交易對手	山西振富能源公司(礦業)
期限	2011.1.31-2014.2.1(每 12 個月支付一次利息)
金額	人民幣 20.3 億
預期收益率	A、B、C 類優先受益人預期收益率 9.5%/年、10%/年、11%/年
資金運用方式	通過股權投資方式將信託資金運用於振富能源公司的煤炭整合
資金用途	煤礦收購價款、技改投入、洗煤廠建設、資源價款及受託人認可的其他支出
風險事件	振富能源公司未按期支付股權維持費，1 月 16 日中誠信託發佈公告稱信託資產在期限前變現存在不確定性
後續處理	據報道可能是工行間接出資支援協力廠商接盤，部分委託人和受託方簽訂協議，以放棄第三期利息的承諾領回本金。但是該信託的年化收益率仍然達到了 7%，高於一般的銀行存款利率

資料來源：本團隊整理

【表 10-12】 2011 年新華信託集合信託計畫基本信息

信託產品	上海錄潤置業股權投資集合資金信託計畫
信託公司	新華信託
交易對手	錄潤置業
期限	2011 年 1 月 10 日，期限三年期
金額	8.5 億
預期收益率	優先順序預期年收益率為 9.80%（認購 100 萬-300 萬元）或 12%（認購 300 萬元以上）
資金運用方式	以增資的方式投資錄潤置業
資金用途	2.5 億元用於償還股東借款，其餘資金用於項目公司江灣 23-5 地塊項目建設。

風險事件	錄潤置業項目涉訴，相關地塊被法院查封，項目擔保方鄒蘊玉與高遠置業陷入債務糾紛 受託人新華信託並未及時向投資人警示風險，而是認為風險可控，必定兌付
風控措施	對信託受益權進行結構型安排本信託計畫採用結構化設計，分為優先受益權和劣後受益權；控制專案公司 98.84%股權，委派專案公司董事、實行印信和資金監管等方式；鄒蘊玉個人擔保；高遠置業為信託資金順利退出提供不可撤銷的連帶責任保證擔保。
後續處理	新華信託發佈公告將依合同如期進行清算分配，據媒體報道兌付資金可能來自協力廠商機構

資料來源：本團隊整理

【表 10-13】 2011 上海超日債券基本信息

債券簡稱	11 超日債
債券名稱	上海超日太陽能科技股份有限公司 2011 年公司債券
發行主體	上海超日太陽能科技股份有限公司
發行額度	人民幣 10 億元
期限	2012-03-07 到 2017-03-07
票面利率	8.98%
上市地點	深圳交易所
公司類型	民營企業
信用評等	AA (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20110713) AA (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20120628) AA- (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20121227) BBB+ (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20130410) CCC (長期信用評級-鵬元資信評估有限公司-20130518)
信評公司	鵬元資信評估有限公司
承銷機構	中信建投證券股份有限公司
會計師事務所	天健會計師事務所
違約過程	*ST 超日於 20140304 晚宣佈“11 超日債”本期利息將無法于原定付息日 2014 年 3 月 7 日按期全額支付 8980 萬元，僅能按期支付 400 萬元,正式宣佈違約。
後續處理	相關債民組織對深交所和保薦機構中信建投的訴訟，不過，深圳中院以“深交所同意超日公司債券上市交易，屬於深交所對證券上市和交易活動做出決定的行為，不直接涉及投資者利益”為由駁回起訴。 2011 年至 2012 年底，曾先後向山東國際信託、中融信託、廈

	門國際信託、五礦國際信託等 8 家信託公司進行股權質押融資。中融信託的超日系類相關產品本應於 2014 年下半年開始到期，但早在 2012 到 2013 年間就已全部提前還本付息。其他信託公司也可能在早期就已清償相關項目。
--	---

資料來源：本團隊整理

【表 10-14】 吉林信託計畫基本信息

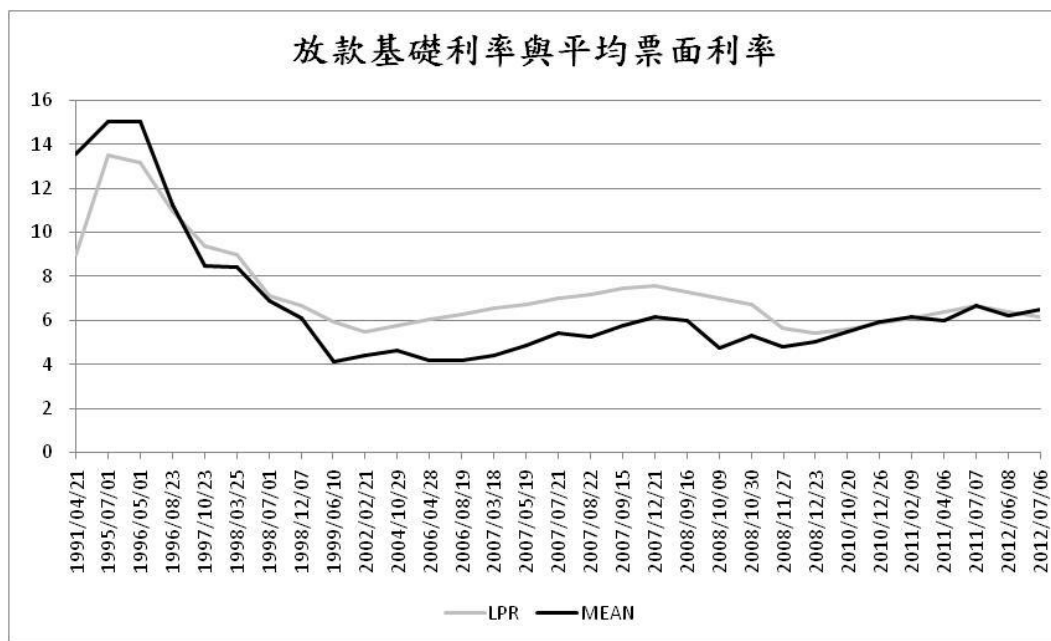
信託產品	吉信松花江 77 號山西福裕能源項目收益權資金信託計畫
信託公司	吉林信託
交易對手	山西福裕能源有限公司
期限	分為 6 期，一期成立於 2011 年 11 月 17 日，二期成立於 2011 年 11 月 30 日，三期成立於 2011 年 12 月 29 日，四期成立於 2012 年 2 月 8 日，五期成立於 2012 年 2 月 20 日，六期成立於 2012 年 3 月 12 日，每期為 24 個月
金額	一期規模為 24490 萬元，二期規模為 13950 萬元，三期規模為 8940 萬元，四期規模為 28900 萬元，五期規模為 10900 萬元，六期規模為 10000 萬元，累計為 97270 萬元
預期收益率	9.8%-12%
資金運用方式	用於受讓山西福裕能源有限公司投資建設的 450 萬噸洗煤專案、180 萬噸焦化項目和 20 萬噸甲醇項目的收益權三個項目建設
風險事件	吉信 2013 年 12 月 2 日發佈公告稱該信託計劃出現兌付危機，融資方僅轉款 1000 萬元
風控措施	無實物擔保，本信託計畫項目由山西福龍煤化有限公司提供連帶責任保證，由山西聯盛實際控制人邢利斌、李風曉提供無限連帶責任保證
危機原因	聯盛能源主產的焦煤價格由 2008 年最高時的每噸 1500 元下降到 2012 年底的每噸近 600 元。受煤炭價格下跌、企業大規模技改擴建等多種因素影響，聯盛集團財務狀況不佳。而信託計劃所投資建設的三個項目仍處於建設階段，尚未開始盈利
後續處理	聯盛集團向法院提出重整申請，根據柳林法院提供的資料，目前，聯盛能源金融負債近 300 億元，財務費用居高不下，嚴重缺乏債務清償能力。2013 年以來，公司面臨欠繳稅款、職工養老保險金、工程款、材料設備款等多項財務問題。此外，還有 10 多家民營企業與聯盛集團有擔保關係，涉及信貸資金 200 多億元。

資料來源：本團隊整理

二、利率風險

基礎利率影響債券票面利率

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。



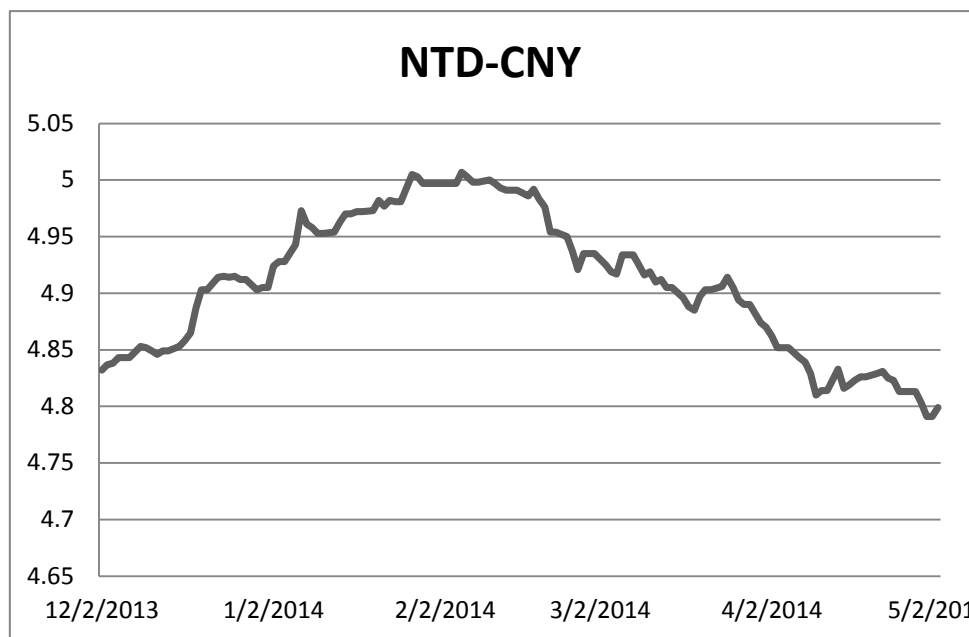
【圖 10-1】 放款基礎利率的平均票面利率

資料來源：本團隊整理

三、匯率風險

人民幣匯率存在貶值趨勢

人民幣並非單向升值的貨幣，從近六個月人民幣兌新台幣的匯率來看，如下圖，我們可以發現匯率自 2014 年初以來有一段下跌的趨勢，也就是投資中國大陸債券會面臨匯率波動的風險。



【圖 10-2】 近半年人民幣兌換新台幣的匯率

資料來源：本團隊整理

加寬浮動區間 2%

中國大陸於 2005 年起實施浮動管理匯率，為了匯率自由化和人民幣國際化，2014 年中國大陸將人民幣匯率的浮動區間從 1% 調整到 2%，預期未來人民幣匯率浮動區間還會繼續擴大。

四、流動性風險

中國大陸整體的債券市場流動性是非常不足的，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。

五、政策風險

國務院推動經濟增長計畫

中國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，調整金融機構存放款行為和影子銀行業務等。

中國大陸經濟轉向擴大內需

中國大陸面臨經濟轉折，從出口導向轉變為擴大內需市場，調整企業養老金資金，增加退休人員的收入分配，提高社會保險待遇有利於擴大消費，而資金來

源一部份是社保基金，另一部份是中央政府補助。

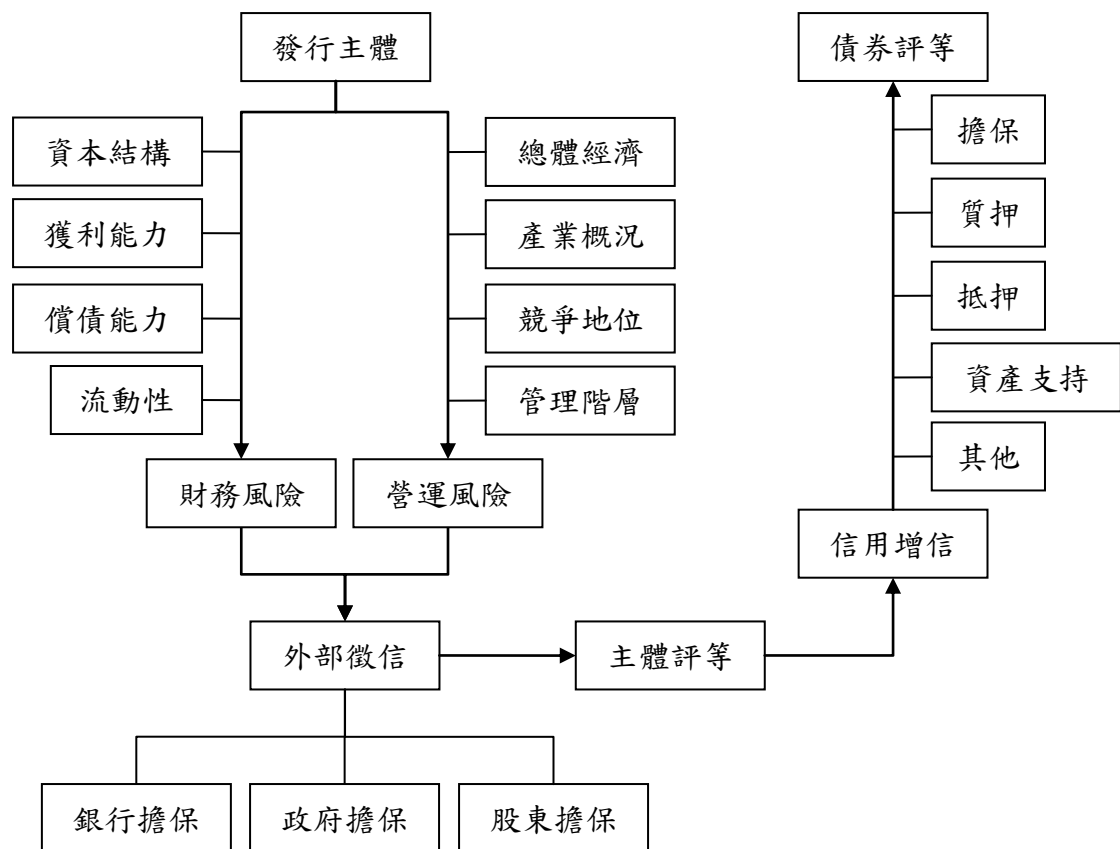
第三節 給予台灣證券業者之建議

一、建議台灣證券業應該要注意其他風險

除了上述五項債券常見的風險之外，台灣證券業參與中國大陸市場還需要特別注意金流的問題，因為中國大陸目前已經完全開放跨國貿易的經常帳，可以自由流通沒有金額限制，但是其他資金的管制非常嚴格。因為中國大陸的人民幣市場區分為境內人民幣市場和境外人民幣市場，境外人民幣市場像是台灣和香港之間的人民幣金流是完全不需經過中國大陸同意就可自由進出，但是境內人民幣市場就有諸多限制，當資金用途為非跨國貿易的理由或目的需要進入中國大陸境內人民幣市場，必須經過外匯管理局的批准同意，當境內人民幣結算後欲匯出中國大陸也會有額度的限制。

二、建議台灣證券業該要同時注意債券和主體的信用評等

我們可以從信用評等的分析流程得知，信用評等機構會先評估發行主體的財務風險和營運風險，再根據外部的支持，如銀行、政府等擔保，發布主體評等，當債券發行時，發行主體會再單獨針對該證券提供其他信用增信，如質押、抵押等以提高債券的信用評等，詳見圖 10-4 之「信用評等分析基本框架圖解」。台灣證券業在參與中國大陸債券市場時，除了注意債券發行時的債券評等，應該同時注意發行主體的長期債務信用評等。雖然債券評等已經是信用評等機構綜合所有因素後發布的信用評等，具有充分的參考價值，但是根據 2008 年金融海嘯的經驗，我們知道一旦發生系統性風險，使得發行主體直接受到衝擊，接連影響其發行之證券，造成信用評等機構大幅下修信用評等，使得發行主體的資金成本壓力升高，投資人的債券價格也大幅下跌，甚至面臨違約、破產、倒閉的風險。因此，如果主體的財務或營運發生問題，以至於外部的連結選擇緊縮銀根、不實施紓困計畫，如此一來債券評等的基礎就產生動搖，故台灣證券業應該同時注意債券的信用評等和主體的信用評等。



【圖 10-3】 信用評等分析基本框架圖解

資料來源：本團隊整理

台灣證券業在計算資本適足率之信用風險約當金額，是用合格外部信評機構之評等對照，來確定適用的風險係數做為計提比例。

若台灣證券業或投資人想投資台灣企業發行債券，若該發債主體沒有國際評等機構給予評等，但有中華信評公司給予評等，則其信用風險的衡量可以參考中華信評發行人評等與標準普爾評等對應表。

【表 10-15】 中華信評發行人信用評等等級與標準普爾全球等級對應表

中華信評等級評等		標準普爾等級評等
短期信用評等	長期信用評等	
twA-1+	twAAA	A 及以上
twA-1+	twAA+	A- 至 A
twA-1+	twAA	BBB+ 至 A-
twA-1 至 twA-1+	twAA-	BBB 至 BBB+
twA-1	twA+	BBB- 至 BBB
twA-2 至 twA-1	twA	BB+ 至 BBB-
twA-2	twA-	BB+
twA-3 至 twA-2	twBBB+	BB 至 BB+

twA-3	twBBB	BB- 至 BB
twA-3	twBBB-	B+ 至 BB-
twB	twBB+	B+
twB	twBB	B 至 B+
twB	twBB-	B
twB	twB+	B- 至 B
twB	twB	B-
twC 至 twB	twB-	B-
twC	twCCC+	CCC+
twC	twCCC	CCC
twC	twCCC-	CCC-
twC	twCC	CC
twR	twR	R
D	D	D

資料來源:中華信用評等公司

第十一章 結論與建議

第一節 結論

本研究主要探討問題為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，本研究針對上開問題，採用資料蒐集及實地訪談後，所得結論分述如下：

一、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

中國大陸債券市場蓬勃發展，且債券附有高票面利率，在離岸人民幣業務開辦，且 RQFII 資金流入債市之後，中國大陸債券市場確實是國內證券業可以考慮的標的。但參與債券市場很重要的是信用風險的衡量，而信用風險最常使用信評機構給予的評等等級當作參考指標。中國大陸雖已有六家本土的信評機構，但面臨評等技術不足、評等膨脹等問題，使評等等級集中於 AAA、AA+與 AA，投資人不易區分各債券間信用風險的差異性。而中國大陸發債主體獲得國際信評機構給予評等的家數很少，且中國大陸本土信評機構給予的評等等級也無法與國際信評機構給予的評等等級找到相對應關係，參考價值有限。

二、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

我國證券業資金來源、資金用途與辦理業務都受到法規限制，而法規中許多以信用評等等級作為規範。以信評機構發布的評等等級作為規範，目前面臨兩個問題：第一、中國大陸許多的標的並未付費獲得國際信評公司給予評等，或獲得評等不符合我國法規限制，因此證券業經營此類債券業務將受到限制。第二、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。因此，證券業從事這些金融商品的業務仍受到相當程度限制。

根據民國 103 年七月最新證券商管理規則之修正，已刪除有關證券商自行買賣外國有價證券須符合信用評等達一定等級以上之規定，對於台灣證券業參與中國大陸債券市場的法規限制已有所放寬，希望能夠提升證券自營商的投資彈性及標的範圍。

三、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

中國大陸國債目前來看並不存在著償付危機，但相較於臺灣或者美國公債其在次級市場上流動性存在著嚴重不足。

記賬式國債的主要持有方都是商業銀行，而商業銀行持有國債的目的是為了

降低風險性資產的持有比重，並提高資本適足率，並不會流入交易市場。另外需要注意的是，在金融危機過後，政府面對嚴重的財政赤字增發國債，導致國債規模突飛猛進，中央財政國債依存度日益提高，尤其是 2007 年增發的特別國債讓這一指標遠高出國際警戒線。儘管在發行以來國債並沒有出現過兌付危機，但如果控制不了國債的規模，那日益龐大的國債債務規模以及地方政府債的猛增勢頭勢必會對政府的財政債務負擔產生沉重的壓力。

四、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

政策性銀行金融債因為其“准國債”的性質，並不需要擔心其償付問題，其主要持有方商業銀行也是因其風險權重為 0 的特殊屬性而持有該種債券。但是由國家開發銀行發行的政策性金融債券，當市場呈現飽和狀態時，會與財政部的國債產生集資的排擠效果，中國大陸債券市場的政治衝突、對立也需特別留意。此外，當市場利率變動較大時，政策性金融債也讓大部分的商業銀行承受利率風險。

商業銀行金融債券發行額較小，其中以城市商業銀行所發行的金融債券為多數，主要是為了滿足銀行的資金需求。但因為評級膨脹的原因無法很好的區分不同銀行金融債券之間的潛在風險，這也需要審慎地使用信評結果，不過分依賴外部信評。

五、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。政策下企業發債融資的成本比較低，很多企業不僅可以從銀行獲得貸款，更可以快速地從債券市場融資。然而，「11 超日債」成為中國大陸出現首次債券違約事件後，意味著中國大陸債券市場之剛性兌付格局已破滅，亦反映中國大陸非金融信用債市場在過去幾年大躍進式發展背後的隱憂：企業槓桿率的激增與發債主體品質的驟降。

儘管中國大陸的企業債務規模龐大，但中國大陸債券市場在發行層面、交易層面、監管層面的不成熟及不完善，一定程度上也增加了非金融信用債違約的風險。如本文所提到，在 2013 年發行量超過一般公司債的私募債，發行門檻低，且未強制要求評級；又或是前段所提及的「11 超日債」，在 2013 年曾瀕臨銀行貸款違約時，竟由上海市奉賢區政府說服銀行將貸款展期，埋下之後違約的子彈。然而剛性兌付被打破也是糾正市場風險定價機制和建立市場化違約機制的一個起點，在中國大陸債券市場的審查與監管格局尚未完善前，證券業應該重新檢視中國大陸信用評級的基準，將 AA 級視為投資等級是中國大陸信用風險的一個迷思。

六、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

隨著預算法的修訂和地方政府自主發債等措施的推出，地方城投公司發行城投債的數量有逐年增加的趨勢。其中有兩次突破性的成長：第一次是在 2009 年，因為受到金融海嘯的影響，地方政府融資再起，第二次在 2012 年，因為中央主導城投債的肅清整頓，並且改變為支持的立場。

城投債以地方政府信用作為最終保障的準市政債券在信用級別方面具有相當優勢。然而，從 2010 年雲南省之城投債事件所引起的風波來看，應該注意到地方融資平台的高負債問題。此外，AA+級的評等可能是建立在省政府的擔保，與債權實際風險有脫鉤之現象；另一方面，城投公司先資產轉移，重整包裝後再發行也顯示出監管機構的疏失。故證券業應選擇高行政級別、經濟發達地區、重要性平台公司，以及擔保品質高的債券。

七、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，房地產市場的低迷成為最大的隱憂。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。

從實際爆發的信託風險事件看，信託風險事件從礦產資源，房地產領域向傳統產能過剩領域蔓延。當傳統產能過剩行業的經營狀況與盈利能力不斷惡化，從事信託產品的業務時所要做的行業選擇就顯得尤為重要。隨著近年來信託產品的風險事件爆發的不斷增多，信託公司承受的兌付壓力越來越大，當超出信託公司本身的所能承受的範圍，且“剛性兌付”被打破時，信託產品的實質性違約將不可避免。

八、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「中國證券登記結算公司」（中證登）。

由人民銀行一手扶持的上海清算所，正與由財政部、人民銀行、銀監會三者共管之中債登進行政治權力之角力與衝突。債券託管結算機構的集中或寡頭競爭，在中國大陸市場引起激烈的輿論，贊成寡頭競爭的一方認為此舉是有效的錯位競爭，能夠促進彼此提高效率，而且上海清算所成立之目的之一為在銀行間市場建

立中央對手清算機制，有利於提高市場透明度，及時完整獲得市場交易和參與者風險資訊，有助系統性金融風險之防範。然而，反對的一方則認為，託管結算機構的不集中可能有重複開設帳戶之嫌，且當前以券種來劃分託管機構的歸屬，並不能形成後臺的有效競爭。借鑑國際經驗，債券託管、結算業務有走向集中的趨勢，若能打通不同託管機構之間市場後臺的聯通，實現即時轉託管，將大大提升債券市場的交易效率。

第二節 建議

一、若以評等等級作為投資或授信決策的參考資訊，建議應先瞭解其背後的評等意涵後謹慎使用

當前獲得中國大陸本土信評機構給予 AAA 評等等級的金融債券，獲得的標準普爾長期負債評等等級卻分布於 AA-~BBB+，獲得的穆迪存款評等等級也分布於 A1~Ba2，而獲得惠譽長期負債評等等級則分布於 A~BB+。明顯得知，中國大陸信評機構存在評等膨脹且評級集中的現象。因此，台灣證券業參與中國大陸債券市場如何衡量其信用風險十分重要，且不宜過度依賴外部信評機構發布之評等等級。

二、中國大陸債券違約的案例雖然有限，但未來是否出現大量違約，值得台灣證券業謹慎評估

中國大陸有許多企業具有違約之可能，但沒有被及時揭露以致外部人無法事先反應。其中為人熟知的中國大陸首次境內違約發生於 2014 年 3 月 7 日，超日太陽能科技公司未能支付它的債券完整利息，此違約事件的發生，也預示中國大陸政府可能改變過去救助壞賬累累公司的做法。但是監管機構也面臨一個關鍵挑戰：如何引入更多風險到金融市場但又不點燃一場危機。

各項報導均顯示中國大陸債市未來隱含高信用風險，根據英國廣播公司(BBC)報導，到 2013 年底，中國大陸非金融類公司的債務創 12 兆美元新高，推升融資成本，加劇企業併購浪潮。而根據評級機構標準普爾的數據，中國大陸非金融類公司的債務已經相當於 GDP 的 120%。中國大陸企業債務規模增長前所未有的，根據湯姆森路透對中國大陸 945 家大、中型上市非金融公司的分析，它們的債務在 2008 年 12 月到 2013 年 9 月期間膨脹超過 260%，從 1.82 兆人民幣猛增到 4.74 兆元。路透社援引分析師評論指出，雖然近期內中國大陸出現信貸危機的可能性不大，但在中國大陸槓桿率較高的機械、造船、地產、建材和鋼鐵等行業，借新債還舊債、出售資產和兼併成了企業避免違約的慣用方式。若這些說法具參考價值，台灣證券業參與中國大陸債市，必須更加審慎評估。

三、台灣證券業應隨時檢視自身各項業務與投資標的，除參考信評機構公布之資訊外，應輔以其他相關信用資訊做成適當決策

由本計畫研究得知，中國大陸信評產業使市場仍存在許多問題，因此，信用評等資訊雖可做為參考依據，但仍須考量市場上最新的交易資訊，以減少誤差。舉例而言，一般公司或金融機構在財務惡化遭調降評等時，其債券價格多少都已在「調降前」相當程度的反應評等調降的結果，這些價格變動等相關的市場資訊，若能合理使用，將有助於減少對信用評等資訊的依賴程度。因此，證券業內部如有其他諸如內部評分法等模型產出的信用相關資訊，亦可提供類似的資訊而達到相同的效果。證券業更可考慮買入適合自身需求的風險專業資訊，或尋找外部專業團隊，協助建立自己的風險資訊參考架構，將有助企業以更客觀的角度與資訊評估各項決策。此外，證券業合理使用其他信用相關資訊，導入投資或授信的決策過程，還能達到辨別各機構發布信用資訊之參考性、促進信用評等資訊提供機構的活躍、減少整體證券業對蒐集信用評等資訊的投入與時間花費等成效。

四、建立一套更完善的評分系統協助台灣證券業對中國大陸債券進行風險評估

台灣經濟新報資料庫 2009 年建立了中國上市企業信用評等(China Corporate Credit Risk Index ; CCRI)系統，協助使用者在中國大陸金融資金做更有效配置，並降低授信風險。然而關於該評分系統的方法及預警效果仍待討論。當前中國大陸的信評存在技術不足與評級膨脹的問題，而中華信用評等也無法過去提供服務，若台灣可以建立一套更健全的評分系統，將可協助台灣證券業針對中國大陸的債券給予評級，以降低台灣證券業個別評估風險之成本。

五、信評機構採取“投資人付費模式”，降低利益衝突且提升評等品質之可能性

評等付費模式包括“發行人付費模式”與“投資人付費模式”。信評公司對於擁有潛在危機的受評公司，仍然選擇維持和其他信評公司差不多的信用評等，原因來自於信評公司和受評公司間存在的利益衝突問題，即發行人付費模式（issuer-pay model），也就是受評公司向信評機構主動請求信用評等，信評機構向受評公司收取費用並發布評等。受評公司會希望獲得較佳的信用評等以降低公司的資金成本，信評機構則會給予較樂觀的信用評等以爭取業務並賺取費用，偏誤的信用評等非但沒有提供正確的風險參考依據，反而造成投資人的損害。

中國大陸第一家投資人付費模式的中債資信評估責任有限公司於 2010 年 8 月，由中國銀行間市場交易商協會代表全體會員出資設立。在此之前，中國大陸四大信評公司皆是發行人付費模式，包括中誠信國際、上海新世紀、大公國際、聯合資信。中國銀行間市場交易商協會是由中國人民銀行主導的債券交易平台，金融海嘯過後，中國大陸政府決定改革發行人付費模式的「以級定價、以價定級」的利益衝突，採用「誰受益、誰付費」的投資人付費模式。若中債資信確實能區分債券的違約風險，可以協助證券業做信用風險評估。

發行體評等(Issuer Rating)係針對一家企業整體償債能力進行評比，其又可分

為信評機構接受發行體的委託，向發行體收取費用，與發行體進行訪談以取得公開及私有訊息，繼而給予發行體或發行債務評等等級，稱之為付費取得信用評等 (Solicited Rating)；與之對照者，當信評機構主動給予發行體或發行債務評等，亦即發行體並未向信評機構請求給予評等，而信評機構主動給予發行體評等等級，且依據該發行體可公開取得的資訊進行評等，則稱為主動提供之信用評等 (Unsolicited Rating)。若中華信評公司能採取主動評等 (unsolicited ratings)，也許能協助本國證券業評估信用風險，且符合法規對證券業投資債券需有特定信評機構評等之要求。

六、台灣證券業參與中國大陸債券市場應考量所有潛在風險、現金流及相關法規之限制

台灣證券業參與中國大陸債券市場除面臨信用風險外，還包括利率風險、匯率風險、流動性風險，政策風險等，應謹慎考量所有的潛在風險，以避免遭受嚴重損失。此外，還需要特別注意金流的問題，雖然中國大陸目前已經完全開放跨國貿易的經常帳，可以自由流通沒有金額限制，但是其他資金的管制非常嚴格。例如境內人民幣市場就有諸多限制，當資金用途為非跨國貿易的理由或目的需要進入中國大陸境內人民幣市場，必須經過外匯管理局的批准同意，當境內人民幣結算後欲匯出中國大陸也會有額度的限制。

七、台灣證券業參與中國大陸債券市場，宜同時注意債券和發行主體的信用評等

台灣證券業的資金需要找尋收益率穩定且有一定報酬的出口，介入中國大陸債券市場是無庸置疑的。證券業在評估業務標的時，除了注意債券發行時的債券評等，應該同時注意發行主體的長期債務信用評等。因為當主體的財務或營運發生問題，以至於外部的連結選擇緊縮銀根、不實施紓困計畫，此時債券評等的基礎就產生動搖。此點可從過去金融海嘯發生系統性風險時，信評機構大幅下修評等致使發行主體的資金成本壓力遽增，且面臨違約及破產風險得證。

參考文獻

英文文獻

1. Becker, B., Milbourn, T., 2011. How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101, 493-514.
2. Blaurock, U., 2007. Control and responsibility of credit rating agencies, *Electronic Journal of Comparative Law*, 11(3).
3. Cantor, R., and E. Falkenstein, 2001, “Testing for Rating Consistency in Annual Default Rates,” Moody’s Standing Committee on Ratings Consistency.
4. Cantor, R., and F. Packer, 1997, “Differences of Opinions and Selection Bias in the Credit Rating Industry,” *Journal of Banking and Finance*, 21, 1395–1417.
5. Dale, R. S. and S. H. Thomas, 2000, “The Role of Credit Ratings in the Basel Capital Adequacy Proposals,” ECMI Short Paper No. 2.
6. Fairchild, L., S. Flaherty and Y. Shin, 2009, “Analysis of Unsolicited Credit Ratings: New Evidence from Moody’s,” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12:103-123.
7. Ferri, G., and L. G. Liu, and G. Majnoni, 2001, “The Role of Rating Agency Assessments in Less Developed Countries: Impact of the Proposed Basel Guidelines,” *Journal of Banking and Finance*, 25, 115–148.
8. Japan Center for International Finance, 1999, “Characteristics and Appraisal of Major Rating Companies-Focusing on Ratings in Japan and Asia,” (April).
9. Jewell, J., and M. Livingston, 1999, “A Comparison of Bond Ratings from Moody’s, S&P and Fitch IBCA,” *Financial Markets*,

Institutions and Instruments, 8, 185–204.

10. Livingston, M., A. Naranjo, and L. Zhou, 2006, “Split Bond Ratings and Ratings Migration,” Working paper, University of Florida.
11. Livingston, M., A. Naranjo, and L. Zhou, 2007, “Asset Opacity, Split Ratings and Rating Migration, Financial Management, Autumn, 49–62.
12. Morgan, D. P., 2002, “Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry,” The American Economic Review, 92, 874–888
13. Poon, W. (2003), “Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?,” Journal of Banking and Finance, 27:593-614.
14. Poon, W. and M. Firth (2005), “Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings,” Journal of Business Finance and Accounting, 32:1741-1770.
15. VanRoy, P. (2007), “Is There a Difference Between Solicited and Unsolicited Bank 26 Ratings and, If So, Why?,” National Bank of Belgium Working Paper No. 79.