

附錄二：

臺灣債券市場的現況、問題、與對策

壹、前言

債券市場的功能，在暢通儲蓄與投資間之管道，誘導資金剩餘之經濟主體有效運用其儲蓄，希望透過其投資債券，提供資金不足之經濟主體的長期資金需求。

我國債券市場自民國 81 年起迄今，隨著經濟發展、金融之自由化、國際化，加上政府欲發展台灣為亞太金融中心，不論政府或公、民營企業都相繼介入債券市場籌措資金或投資理財，頓時為台灣債券市場的發行與交易展現新風貌。不可諱言，債券市場發展迄今雖已初具規模與雛型，但仍存在諸多問題尚待政府與債券市場參與者共同解決。舉凡市場之發行與交易、稅賦課徵、清算交割、集中保管、融資融券、集中交易或櫃檯買賣、信用評等、風險控管工具等，都出現諸多問題而影響債券市場的活絡性。欲活絡我國債券市場及建立中長期利率指標，這些問題都必須儘快解決。由於這些問題直接、間接都會影響債券市場，本應一一探討解決，但這些問題牽涉層面太廣，恐非本文能在有限篇幅內詳加分析。因此，本文將著重於探討較直接、較迫切需要解決、較市場層面的問題，至於清算、交割屬較後台作業之問題則較少著墨，有興趣讀者或可參閱其它相關文獻。

本文的章節架構如下：第二節概述台灣債券市場目前發展狀況，指出債券市場結構失衡與交易偏頗之現象。第三節針對債券市場目前狀況，指出造成發展不完善的原因及亟待解決的問題。第四節針對第二、三節所指出之現象及問題，提出解決之道。第五節結語。

貳、台灣債券市場概述

台灣債券市場包括政府公債、金融債券、公司債、外國債券四大部份。政府公債主要包括中央政府、省政府及院轄市政府所發行之債券；金融債券係指專業銀行所發行之債券；公司債則係指公、民營企業從社會大眾募集資金所發行之一般公司債和可轉換公司債；外國債券則是指國外法人機構到國內發行之債券。

表一報告歷年台灣債券市場的發行額及流通餘額。由表可知，截自民國 86 年底，政府債券流通餘額約為一兆元，公司債流通餘額則約為三千多億元。至於在發行額方面，公債除了在推動六年國建計劃時期發行額稍高外，一般平均每年發行額約在 1500 億至 2000 億元，預期往後政府債券的發行額每年平均也約在這個數字；而公司債發行額則隨股市榮枯起伏較大，一般而言，當股市多頭時可轉換公司債發行額會大增，但一般公司債發行額下降；反之，當股市空頭時可轉換公司債發行額會減少，但一般公司債發行額則大增。故由表一可知，公司債每年的發行額波動頗大，多時可達約 2000 億元，少時則僅約 1000 億元，但預期往後公司債發行額應有榮景。

表二報告台灣歷年股票市場與債券市場成交統計值。由表可知，截自民國 80 年，國內資本市場一直呈現股票市場一枝獨秀的跛足現象。自民國 81 年起迄今，隨著經濟發展，政府財政赤字日漸擴大，尤其六年國建需求大量資金，迫使政府大量發行公債，加上政府公債的發行採公開競標而非往昔的分配議價制，促使銀行、證券商、票券商積極介入債券市場，自此債券市場產生新的交易風貌。自民國 81 年起迄今，除了民國 83 年外，每年債券市場成交值都大於股票市場成交值，預期往後這種交易現象會一直存在。

雖說債券市場交易成交值大於股票市場，但債券市場的交易結構並不健全。表三報告台灣歷年店頭市場債券交易金額統計表。由表可知，所謂債券交易大多是政府債券的成交值，金融債券、公司債、外國債券的成交值佔整體債券市場的交易值其實比重非常的小，顯示金融債券、公司債、外國債券的交易非常的冷清。

表一、台灣歷年債券市場發行額、流通餘額

單位：新台幣百萬元

年度		78		79		80		81	
債券		發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
公債	中央政府發行	44,000	169,847	-	127,437	174,500	260,163	225,000	451,058
	省政府發行	16,000	31,520	13,365	42,085	26,879	63,324	20,000	75,175
	市政府發行	10,073	21,448	328	19,252	7,602	24,160	5,359	25,171
公司債	公營事業	2,000	35,718	13,100	40,796	14,900	46,845	11,020	46,008
	民營事業	1,300	9,711	3,250	10,804	9,850	18,324	4,840	20,557
年度		82		83		84		85	
債券		發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
公債	中央政府發行	210,000	613,540	148,000	710,155	125,000	805,110	225,000	936,146
	省政府發行	20,000	80,068	-	65,069	-	46,848	-	33,158
	市政府發行	7,334	28,661	-	22,534	-	15,182	20,000	26,793
公司債	公營事業	3,200	35,255	9,560	31,520	5,000	20,160	20,860	34,412
	民營事業	9,750	25,159	20,735	39,201	38,790	72,040	162,850	216,031
年度		86		87					
債券		發行額	餘額	發行額	餘額				
公債	中央政府發行	160,000	975,394	120,000	969,422				
	省政府發行	-	23,347	-	14,000				
	市政府發行	14,000	36,090	26,000	60,477				
公司債	公營事業	-	32,019	23,000	50,850				
	民營事業	111,200	291,209	224,560	481,085				

資料來源：中央銀行，金融統計月報

表二、歷年股票市場與債券市場成交值

單位：新台幣百萬元；%

市場年	債券成交值 (1)	股票成交值 (2)	證券成交值 (3)=(1)+(2)	債券股票成交比 (4)=(1)/(2)
73	21,250 6.1%	324,476 93.9%	345,726 100.0%	6.55%
74	49,057 20.1%	195,228 79.9%	244,285 100.0%	25.13%
75	141,621 17.3%	675,655 82.7%	817,276 100.0%	20.96%
76	221,211 7.7%	2,668,633 92.3%	2,889,844 100.0%	8.29%
77	414,843 5.0%	7,868,023 95.0%	8,282,866 100.0%	5.27%
78	906,506 3.4%	25,407,963 96.6%	26,314,469 100.0%	3.57%
79	1,598,431 7.7%	19,031,282 92.3%	20,629,713 100.0%	8.40%
80	3,749,857 27.9%	9,682,738 72.1%	13,432,595 100.0%	38.73%
81	10,738,448 64.5%	5,917,079 35.5%	16,655,527 100.0%	181.48%
82	13,158,239 59.2%	9,056,716 40.8%	22,214,955 100.0%	145.29%
83	15,980,494 45.9%	18,812,112 54.1%	34,792,606 100.0%	84.95%
84	20,802,971 67.2%	10,151,536 32.8%	30,954,169 100.0%	204.93%
85	28,297,525 68.7%	12,907,562 31.3%	41,205,087 100.0%	219.23%
86	40,372,211 52.0%	37,241,150 48.0%	77,613,361 100.0%	108.33%
87	54,957,228 65.0%	29,618,970 35.0%	84,576,198 100.0%	185.71%

資料來源：證券暨期貨管理委員會，證券統計要覽

表三、歷年店頭市場債券交易金額表

單位：新台幣億元

年 度	80	81	82	83	84	85	86	87
買賣總額	37,435	107,346	131,558	159,729	208,214	282,874	403,722	549,572
成長率%	135.1	186.75	22.55	21.41	30.35	35.86	42.72	36.13
普通公司債	0	19	0	0	27.4	240.7	270.6	695.6
可轉換公司債	0	0	0	0	0	0	0.21	20.81
政府債券	37,430	107,326	131,558	159,729	208,162	282,587	403,189	547,166
金融債券	5.1	0.76	0	0	0	0	0	0
外國債券	0	0	0	0	23.2	46.3	262.2	1,689.7

資料來源：證券暨期貨管理委員會 證券統計要覽

縱然由表三可知政府債券的交易非常活絡，每年都有高成率且很穩定，但是這種交易結構仍不健全。主要原因是這些交易量都是附條件交易所創造出，並非真正的買賣斷交易量。表四報告歷年櫃檯買賣債券營業金額，此表列出歷年債券買賣斷金額與附條件交易額。根據表四的統計數字，附條件交易占總成交金額之比重達九成以上，以民國 86 年資料為例，附條件交易金額為 37,801,175 百萬元 (3,671,057+14,058,722+15,041,339+5,030,057)，佔民國 86 年債券總成交金額約 93.64%，顯示債券市場的交易結構不健全。

表四、歷年櫃檯買賣債券營業金額統計表

單位：新台幣百萬元

年	買 賣 斷		附條件 - 原始		附條件 - 到期		合 計
	買進	賣出	附買回	附賣回	買回	賣回	
82	362,275	351,513	1,559,793	2,799,184	4,205,488	2,651,167	11,929,420
83	517,447	515,744	1,919,610	3,935,729	5,629,391	3,454,992	15,972,914
84	906,843	873,422	2,278,690	5,344,406	7,222,590	4,195,409	20,821,416
85	1,338,907	1,282,896	2,999,751	7,763,833	9,758,308	5,143,797	28,287,493
86	1,308,159	1,262,877	3,671,057	14,058,722	15,041,339	5,030,057	40,372,211
87	3,577,711	3,528,793	3,952,460	19,752,995	20,016,420	4,128,851	54,957,228

資料來源：證券櫃檯月刊、櫃檯買賣中心上櫃證券概況。

台灣債券市場交易現況熱衷政府債券交易而冷落其他債券交易、且集中於政府債券附條件交易而非買賣斷交易，故債券市場交易的參與者有失衡的現象，並且導致債券市場發展不健全。表五報告民國 86 年台灣債券市場附條件交易參與者之交易額及比重。由表可知，整個債券市場的交易量大多由證券公司與票券公司所創造，銀行、保險公司、退休基金參與債券市場不多。這種現象隱含幾項問題：

- 1.真正介入債券市場從事附條件交易的金融機構，如：銀行、保險公司、退休基金，尚少，這些金融機構大多參予長期投資債券，但都是只進不出，使得債券買賣斷交易量少且債券流動性不佳；
- 2.參與債券交易的證券、票券公司都非長期持有債券，僅是從事債券投機行情的短期波段操作，或是從事長期利率與短期利率之間利率差的養券套利；
- 3.由 1、2 兩點造成老債券被窖藏在銀行等金融機構，新債券則被證券、票券公司哄抬炒作，形成老債券沒有流動性，新債券則流動性佳，但投機性高、風險大；
- 4.債券市場交易量大，其實是證券、票券公司融資養券所形成，這對國內金融市場有很大的壓力，當利率飛漲或投資者同時抽回附條件交易之資金時，證券、票券公司本身所受的衝擊以及金融市場所承受的壓力很大。

表五、民國 86 年債券附條件交易市場參與者交易量與比重

單位：百萬元

項目	成交金額	比重
證券公司附條件市場成交量	10,446,738.1	58.9%
票券公司附條件市場成交量	4,198,373.1	23.7%
銀行附條件市場成交量	1,477,545.8	8.3%
其它機構附條件市場成交量	1,607,121.9	9.1%
附條件市場成交量	17,729,778.9	100.0%

資料來源：證券櫃檯月刊

造成債券市場附條件交易量如此龐大,除了長期而言利率走低的因素之外,主要尚因擁有稅賦優勢的債券型基金規模成長迅速且龐大。表六報告歷年各季債券型基金規模及成長率。由於債券型基金大多屬於開放式基金,為保持流動性,基金大多從事附條件交易、定期存款、少量買斷債券。前二項交易約佔基金投資的 7 8 成,而買斷債券的金額約只佔基金的 1 2 成,可見國內債券型基金並不是真正投資債券的基金,反而更像投資人調節資金的貨幣型基金,造成債券型基金只提供養券的資金而不是從事買賣斷債券的投資。

表六、歷年各季債券型基金規模統計表

	基金規模(億元)	成長率
84 年 12 月	544	-
85 年 6 月	1,714	215.07%
85 年 12 月	2,297	34.01%
86 年 3 月	2,441	6.27%
86 年 6 月	2,153	-11.80%
86 年 9 月	1,994	-7.38%
86 年 12 月	2,298	15.25%
87 年 3 月	2,648	15.23%
87 年 6 月	3,161	19.37%
87 年 9 月	4,046	28.00%
87 年 12 月	7,459	84.35%
88 年 3 月	8,105	8.66%
88 年 6 月	9,456	16.67%

稅制之於債券市場,不僅賦予債券型基金優勢,造成債券型基金此類金融巨獸,而且也迫使一些保守型基金,如:勞保基金、退撫基金等,原本即應是以債券為投資大宗的機構遠離債券市場。這主要是因為台灣政府債券的資本利得免稅、利息所得可用「買賣說」的會計手法而大部份規避掉,又加上免徵交易稅,形成政府債券的報酬率因稅賦輕而很低。而勞保基金與退撫基金因屬於非營利機構而免稅,因此這類基金不會去投資因稅賦低而報酬率已大降的政府債券,反而會

投入分離課稅的票券市場，因為票券市場的利率一般都高於對應天期的債券附條件交易之利率，甚至於高於債券的殖利率。至於公司債，由於倒債風險的考慮，此二類基金根本不碰，縱然債信非常好的公司債，也由於千分之一的交易稅，使得這些基金望而怯步。由這些現象可看出，債券市場因為稅制而迫使勞退基金、退撫基金退出市場，造成買賣斷債券的需求銳減。

參、台灣債券市場的問題

台灣債券市場發展迄今面臨諸多問題，有發行面、交易面、融資融券制度、交割清算制度、集中保管制度、稅賦制度、風險控管工具等。這些層面的問題都會影響債券市場的發展，特別是影響債券市場的活絡性。由於已有許多既存文獻探討各層面的問題，加上本文囿於篇幅限制，將僅著重於探討較市場面的問題，就不再著墨交割、清算、集保等較後台作業面的問題。

由上一節台灣債券市場的概述，可看出債券市場的病癥。這些現象大致上都是由下列的問題所造成：

一、發行市場的問題

1. 債券的發行只限於少數發行機構

- (1) 政府債券的發行目前只有中央、台灣省與北高市可發行債券，另縣（市）政府囿於法令限制無法發行債券，且政府公債的發行額大多為中央政府發行。
- (2) 由於公司法(例如：第二四七、二四九、二五〇條)對發行公司債限制較嚴，發行成本亦不低，加之自民國 88 年起，欲發行無擔保公司債之公司必須參加信用評等，且評等結果須在某等級以上方可，這會影響無擔保公司債的發行。
- (3) 金融債券囿於銀行法(第八十條及第九十條)規定，僅儲蓄銀行與專業銀行得發行金融債券；但目前由於上述銀行有郵政儲金可供運用，致金融債券發行額很少。
- (4) 外國債券的發行由表三可知，自民國 84 年起已有逐年增加之勢，但發行機構仍未見有太大的多元化。

2. 債券的發行目的偏頗

- (1) 政府發行債券的目的偏重於非自償性公債。政府如發行太多

非自償性公債，除造成政府未來年度還本付息佔歲出比重過多、財務調度僵化外，亦會引發隔代負擔債務與資金排擠效果。

- (2)目前公司發行債券的目的偏重於融資性質，並非為提高公司經營效益而發行。
- (3)儲蓄銀行與專業銀行或因資金來源不虞匱乏而不發行金融債券，但一般商業銀行發行金融債券的目的，若是為了募集長期資金以改善資產與負債間的期限結構(term structure)，則不讓其發行金融債券的原因何在？

3.債券發行的規則性與創新性

- (1)政府債券的發行，除了負有幫政府募集資金之外，其實應亦負有建立中、長期利率指標的任務，以促使健全發展國內債券市場。這其中政府債券的發行應強調規則性，例如：定期、定量（不能太少）發行中、長期公債。但是，政府宥於平衡預算心態，並未大量發行公債，且是不定期、不定量的發行，不但不易建立中、長期利率指標，而且易淪為市場炒作的標的、或是落入銀行機構成為流動準備而永不見天日，造成債券殖利率失真或成為死券。
- (2)公司債的發行係為企業籌措資金，每家公司需求資金的情況不一樣，故公司債講求為公司量身訂做，亦即講求創新，以符合顧客的需要及投資人的需求。但是，揆諸國內承銷公司債的機構，除了少數券商如大華證券之外，其實創新能力明顯不足。

4.債券市場商品種類太少

債券市場商品種類太少，無法吸引更多投資人參與。政府債券作為指標(benchmark)債券是不能太多樣化，但是在國內公債發行已採登錄式債券(bookentry bonds)制度之後，市場發展空間應可擴展，例如考慮將公債分割(STRIP)出售的制度，以吸引投資人。至於公司債之設計及種類，近年來雖已有多樣化，但礙於信用風險的考量，並無法吸引太多投資人。有鑑於這些現象，開發信用風險低且又可多樣化產品內容的不動產抵押證券(Mortgage-Backed Security, MBS)或資產保證型證券(Asset-Backed Securities)，應可吸引更多投資人。

二、交易市場的問題

1. 債券市場交易結構不健全

由前面第二節台灣債券市場的概述可發現，國內債券市場交易面的弊病包含：(1)交易標的幾乎為政府債券，公司債的交易礙於千分之一證交稅的課徵並不活絡，金融債券則因發行量少且課徵千分之一證交稅故亦很少交易；(2)政府債券交易量雖大，但大部份為附條件交易而少有買賣斷交易；(3)債券交易大部份為附條件交易，且交易過度集中於證券與票券公司，一旦市場反轉趨於空頭時，市場類似「擠兌」的風險相對提高；(4)政府債券稅賦輕微或容易規避，造成報酬率低，促使債券大投資機構，例如退撫基金、勞保基金等，退出債券買賣斷市場；(5)政府債券不是淪為養券套利的工具，即是成為金融機構的流動準備，流通在交易市場的債券很少。

2. 「淺碟型」的債券交易市場

台灣債券市場的交易尚屬「淺碟型」交易市場，小額投資人缺乏交易管道，無法直接參與債券市場交易。雖說政府已開放投信募集債券型基金，小額投資人可透過購買其受益憑證，再由基金作整體的運用與投資。然而此種透過基金投資債券市場的方式，終究不是喜好自行操作的投資人所喜好，加上債券型基金並不是真正的買賣債券，故對交易市場的活絡幫助有限。

3. 欠缺債券相關之借券與融資專責機構

國外債券市場是現貨市場(cash market)、附條件交易市場(Repo market)、期貨與選擇權市場(futures & options markets)三足鼎立且互相制衡以防套利的結構。反觀國內債券市場的結構，光是現貨市場即已存在前述諸多問題，遑論其它另二市場。以附條件交易市場而言，目前都只是從事單純的「抵押債券借款」的 RP 或 RS 業務，很少有將現貨市場與附條件交易市場整合一起，操作價差交易(spread trading)的業務。縱然國內目前有 OS/RS 保證金交易類似價差交易，但是 OS/RS 交易是融資作多，卻未見市場上有相對的 OP/RP 融券作空的交易，形成僅交易單邊，僅能作多不能作空的失衡現象。究其原因，其實是國內有債券融資的機構，如債券型基金，但卻沒有融券的機構。

4. 缺乏期貨與選擇權等相關避險工具與市場

由第三點可知，國內債券市場的結構缺乏期貨與選擇權市場的制

衡，這個缺陷造成債券現貨的均衡價格不易被發現、現貨部位沒有避險管道、現貨價格異常時沒有工具套利及擴大槓桿倍數、甚至於投資人有價格走勢看法時沒有投機的工具。這些現象阻止投資人介入債券市場，並且不敢持有現貨部位，形成大家僅是短線操作或養券套利。

5.外資進入債券市場限制多且會有雙重課稅之弊病

國外法人、個人欲投資國內債券，若沒有 QFII 資格，法人僅能投資 5000 萬美金、個人則僅 2000 萬美金；若有 QFII 資格，最多亦不過是 6 億美金，這種資金規模根本對債券市場資金的供給沒有任何的助益。再者，外人投資國內的公債、公司債或國內廠商赴海外發行的公司債，都會面臨被我國政府以及他們本國政府課稅，形成雙重課稅，造成上述種類之債券無法吸引外人投資。

6.缺乏歐洲美元市場

台灣是進出口繁忙、貿易比重大的國家，廠商對外幣的需求與供給殷切。但是，台灣卻沒有歐洲美元票券或債券市場(Eurodollar Bills or Bonds Markets)供廠商從事直接金融的外幣融資與理財，而我國目前外幣存款餘額平均已達約 200 億美元，未導入直接金融市場殊為可惜。

7.債券的支付交割作業模式不健全

國內登錄公債交割採逐筆總額交割(Gross Settlement)，造成央行主導之登錄公債系統擁塞與線路負荷，大幅提高業者與市場之款券周轉壓力與日中款項透支需求，故業者受到信用額度的限制，無法擴大交易規模；再者，總額交割會增加線路上鉅額待交割款券連鎖等待處理時，衍生交易時間遞延糾紛與交割違約的風險。另外，公司債、金融債券、國外債券目前都屬實體債券，尚未導入登錄系統，形成支付交割作業不方便且風險高。

8.債券議價效率低與指標利率不易形成

目前債券交易係透過電話個別議價，交易效率欠缺，行情資訊不透明，市場行情波動起伏大。由於行情資訊欠缺即時性，不利市場指標利率形成；再者，券商又未能積極造市，報價雖多但非即可成交之價量，欠缺參考性，亦不利指標利率的建立；另外，債券交易集中於最近幾期政府公債，受限於供給面問題及稅制因素，殖利率易遭扭曲。

以上第二、三節闡述台灣債券市場發展狀況、失衡現象、及亟待解決之問題，接著下一節針對這些問題，提出解決之道。

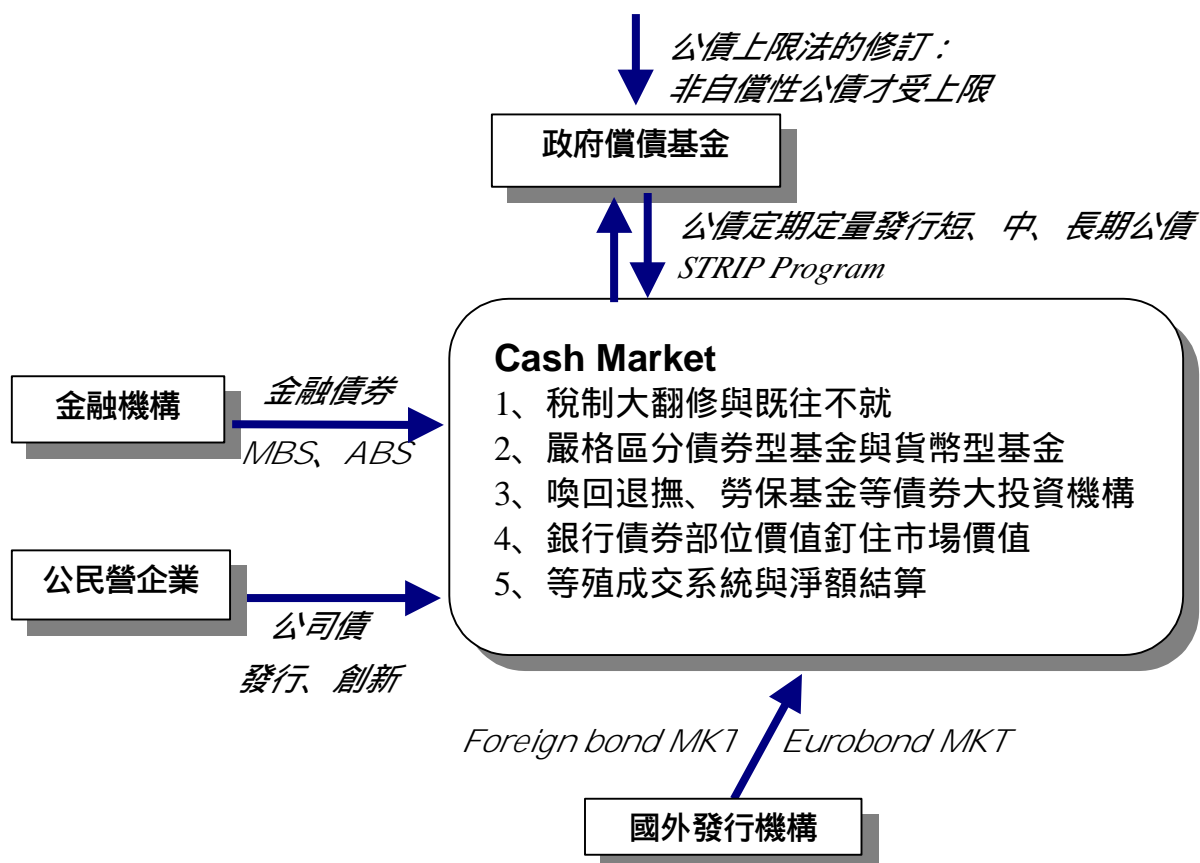
肆、解決台灣債券市場問題之對策

欲解決台灣債券市場問題，必須健全發展債券現貨市場、債券附條件交易市場、及債券期貨與選擇權市場，同時必須徹底改革債券市場的稅賦制度，方可畢其功於一役，達到完善解決問題，活絡債券市場及建立中長期利率指標。

一、債券現貨市場的對策

解決債券現貨市場問題，圖一提出解決問題的架構圖。圖中大長方形之外是針對現貨發行市場提出對策，大長方形之內的對策，則是針對現貨交易市場提出。

圖一、解決債券現貨市場問題架構圖



1. 發行市場解決對策

(1) 政府債券

政府債券的發行僅限於中央、省、院轄市政府，不及於縣（市）政府，在台灣目前的政治、經濟狀況來看，並無不妥。反而是政府宥於平衡預算心態，並未大量發行公債，且公債的發行偏重於非自償性及中央政府債券值得商榷。建議的作法是：

a. 修訂公債上限法

非自償性公債的發行才須有上限的限制，一般自償性公債只要符合財務規劃，不必要設上限予以約束。這可限制非自償性公債的發行，防止隔代負債的負面影響；另一方面，自償性公債的發行，除可挹注資金進入提高國家生產力的經濟活動外，尚可增加債券籌碼，活絡債券市場。

b. 公債定期、定量發行短、中、長期公債

修訂公債上限法解決了公債籌碼的供給問題，接著政府應把公債的發行定期與定量（規模不可太小）。定期發行公債可使市場參與者做好債券投資規劃，定量發行公債則可避免債券流動性與價格等受到扭曲，這有助於指標利率的建立。再者，除了定期、定量發行公債外，政府還須妥善規劃短、中、長期債券的發行。假若政府能定期、定量的發行短、中、長期債券，且各類債券的規模發行得宜，則市場上無時無刻都有活絡（on-the-run）的短、中、長債券在交易，透過有效率的交易系統（例如下面即將介紹的等殖交易系統），隨時顯示市場行情與交易資訊，則短、中、長期債券的指標利率於焉形成。若能再輔以債券期貨市場的CTD系統（Cheapest To Delivery），讓某些符合資格交割之冷門（off-the-run）券種，再度參與交易，則債券市場具指標性的殖利率曲線就可構建完成。

c. 政府償債基金的設立

定期、定量發行短、中、長期公債立意雖佳，但是公債發行額勢必急遽增加。以政府宥於平衡預算的心態，增加之債券發行收入，除非有足夠之自償性公共

工程可資挹注，否則該筆資金極可能被消費掉或閒置。消費掉與否有公債上限法限制較沒問題，但是若發行公債籌措的資金閒置，必會影響政府繼續發債的意願。因此，勢必要為這些維持定期、定量發債所增加的資金找尋出路。本文建議設立政府償債基金，將閒置之資金置於基金內，由基金統籌投資管理，只要投資報酬率高於發行債券的票息即可。

d. 推動登錄式債券與分割債券

政府公債目前餘額約 1 兆餘元，大多是以實體、無記名方式存在，僅八十七會計年度以後發行者為無實體、記名式公債，即為登錄式公債。為使清算、交割、保管更具效率，政府應持續推動登錄式公債系統，並將以前發行之實體、無記名式公債陸續轉入登錄公債。另外，政府應開始規劃分割式債券（STRIP）的推出，除了多樣化政府債券商品種類，有利於投資人之介入外，亦可透過 STRIP 市場與付息債券市場相互制衡，找出兩市場均衡的殖利率曲線。

e. 公債標售納入增額發行（Re-opening）機制

公債增額發行的意義，就是讓債券種類簡單化，使每種債券之發行額擴大。因此，採增額發行機制，同一債券之市場籌碼增加，可活絡市場交易，降低人為壟斷市場之機會。假若前面所提之定期、定量發行短、中、長期公債及設立償債基金等對策，短時間內無法實施，則公債標售納入增額發行機制，是一提高公債流動性的良好對策，且短期內可實施又丕需要其它配套措施，推行較為容易。

(2) 公司債

公司債發行應儘快與信用評等制度配套，亦即讓信用評等結果反映到公司債發行成本上。至於發行程序應儘量簡化，方便公司債的發行，而且發行費用應降低，以降低發行成本。再者，公司債的發行強調量身訂製，因此產品的設計、訂價、推廣與配銷通路的建立，都需要金融行銷人才，所以公司債市場應積極培育人才，加強創

新能力。另外，核准公司債發行與否，應視籌資的目的而定。若係純粹為融資，則審核應從嚴；若係為提高經營效益而發行公司債，則在審核財務規劃後應儘速核可。

(3) 金融債券

金融債券的發行應儘速修訂銀行法第八十條及第九十條的規定，不要限制只有儲蓄銀行與專業銀行才可發行金融債券，要讓一般銀行亦得發行金融債券，募集長期資金，以便改善銀行資產與負債間的期限結構，避免銀行過度運用短期資金支應長期放款。

(4) 代理機構債券 (Agency Debt)

國內銀行有兩項資產值得規劃發行代理機構債券，一為銀行對房地產的放款，一為銀行信用卡或短期放款。前者可規劃發行不動產抵押貸款證券 (MBS)，開發出信用風險低、又可多樣化債券市場產品的證券；後者則可規劃發行資產保證型證券，或稱為貨幣市場證券 (Money Market Bill, MMB)，係以銀行短期資產擔保而發行之有價證券，是一信用風險低、又可豐富國內短期利率市場的有價證券。

(5) 外國債券

外國債券的發行應分成兩個市場，一為外國債券市場 (Foreign Bond Market)、另一為歐洲美元債券市場 (Eurobond Market)。發展外國債券市場，應鼓勵國外機構到國內發行新台幣計價的債券，發行機構除了目前一些跨國性銀行之外，應擴大到經國際信用評等公司評鑑優良之金融機構或公司企業，以便多元化發行機構。至於歐洲美元債券市場的發展，則應爭取發行歐洲美元債券的機構，與世界同步到我國發行不同幣別之債券，讓國內投資人除了外幣存款這一投資外幣的管道外，多了投資外幣直接金融市場的管道。

2. 交易市場解決對策

解決國內債券現貨交易市場問題的對策，不外是圖一大長方形內所標示的幾個因應對策。

(1) 稅制大翻修與既往不就

國內債券市場之所以畸型發展，如前面所述，主要原因即是稅賦制度造成。因此，唯有大幅修改與債券有關之稅制，方可矯正債券市場偏頗的發展，否則徒勞無功。關於稅制的改革有下列幾點建議：

a. 實施分離課稅制度

債券投資所得不外：資本利得與利息所得。在目前稅制下，前者是免稅；後者雖名目上要課稅，但投資人會應用所謂「過水」的動作，將利息所得稅避掉。再者，債券附買回、附賣回交易所得之利息收入，投資人亦會以「買賣說」，將該利息收入轉換成資本利得而免稅。「過水」動作與「買賣說」讓債券利息收入的稅賦為零，促使債券報酬率降低，造成債券型基金、勞保與退撫基金不從事債券投資。為導正稅賦公平以及吸引這些基金回到債券市場，必須破解「過水」動作與「買賣說」。欲破解此二弊端，本文建議實施分離課稅制度是釜底抽薪之計。倘若債券市場實施分離課稅制度，則不論法人或自然人持有債券幾天，大家按一樣稅率對利息收入分離課稅，則「過水」動作自然破解。至於債券附條件交易的利息收入，由於實施分離課稅之後，該利息收入會自動以稅後利率計算，故也不需要再將該筆收入轉為資本利得避稅，所以「買賣說」亦自動失效，由此可見分離課稅制度可使稅賦趨向公平。

b. 取消法人、自然人區分與禁止「買賣說」作法

分離課稅制度雖可導正稅賦的公平性，但若實施之後，債券交易價格的計算會因「前手稅」而改變，可能會對市場造成沖擊，而且睽諸國外先進之債券市場，仍無實施分離課稅之案例。在考慮這些因素之後，若不願實施分離課稅制度，則可在目前稅制求改善。

首先，取消法人、自然人的區分，利息所得按持有天數計算歸入年底綜合所得或營利事業所得課徵所得稅。另外，債券附條件交易之利息收入，一律以「融資說」出帳，不得以「買賣說」作帳，且投資人之利息收入一樣併入綜合所得或營利所得課稅，如此稅賦自然回復公平性。

c. 稅制的改革不溯及既有之債券部位

假若稅制的改革不是遵循(a)就是(b)，則債券的殖利率(yield to maturity)必定上升，政府、公司、金融機構的籌資成本必定增加，對於投資人原先即持有之債券部位必定蒙受損失。因此，翻修稅制時，對於原持有之債券部位一律免稅，直到各期債券到期為止；至於新發行之債券則一律遵循(a)或(b)課稅。如此才不會因稅制的改革損害債券原持有人之利益。

d. 取消或降低金融債券與公司債的交易稅

金融債券與公司債目前課徵千分之一交易稅，造成交易冷清、流動性極差，也課不到稅，因此建議取消或降低兩者之交易稅。

e. 提高外人投資債券之資金規模與取消雙重課稅

目前外人投資國內債券市場的資金規模太小，有必要予以擴大。再者，外人投資國內債券市場有雙重課稅之弊病，政府應仿效美國債券市場，凡外人投資國內債券一律免稅或減輕稅負，誘使外資投資國內債券。另外，國內企業赴海外發行公司債，政府針對這些海外債券的利息亦扣繳利息所得稅，此部份一般是由國內企業負擔，增加企業發債的成本，故應取消或減輕此部份的稅賦，減少企業籌資的成本。

(2) 嚴格區分債券型基金與貨幣型基金

台灣債券市場屬於「淺碟型」交易市場，債券型基金是小額投資人參與債券市場交易的唯一管道。但是，由於稅制的問題，令目前債券型基金很少買賣債券，反而都是從事貨幣型基金的業務，所以政府應嚴格區分債券型

基金與貨幣型基金。解決之道是：依據前面建議之方案，首先解決債券市場稅制問題，導正稅賦公平性後，債券殖利率自然上升，債券型基金才有意願買賣或持有債券。接著政府應規範債券型基金的業務範圍，屬於短期資金應用的項目，例如：附條件交易、短期定存等，應限定在某一比例之內，讓債券型基金主要業務是買賣持有債券。

(3) 喚回退撫、勞保基金等投入債券市場

目前退撫、勞保基金不願介入債券市場，主要原因有二：一為投資債券報酬率太低；另一為公司債信用風險太高或無參考依據。所以要喚回退撫、勞保基金投入債券市場，必須提高債券報酬率，而這唯一解決之道，即是如前所述大幅翻修債券市場的稅制，導正債券市場的稅賦公平性，則債券報酬率自然提高。再者，欲讓退撫、勞保基金也介入公司債，則信用評等制度的推廣與落實是必要條件，讓信用評等結果給予這些基金做為投資公司債的參考，較能讓基金瞭解其承擔信用風險的程度，也較能吸引它們投資公司債。

(4) 銀行債券部位價值盯住市場價值

國內債券只要成為銀行的部位之後，從此就窖藏起來不再交易，造成債券市場除了最近幾期之債券流動性佳之外，其餘全成為死券，因此讓這些死券如何再活絡起來，是很重要的課題。本文建議可採兩項措施：首先，最重要的是與公債期貨市場的「以最便宜債券交割」（cheapest to delivery, CTD）系統結合，亦即公債期貨交割時，期貨交易所可公佈許多符合交割資格的債券，此時許多原本是死券的債券會符合資格，市場就會對其評價，這些死券就會再度成為市場交易的對象；再者，政府應強迫銀行將債券部位以市值計價入帳，不可以成本入帳，如此方可顯示銀行操作債券的績效。但是考慮會計以保守為原則，或許不可能將債券部位以市價入帳，但建議至少在會計報表的附註上顯示：以市價計算，該年度債券部位的損益及操作績效。如此才可讓銀

行正視債券部位的操作,再配上公債期貨的CTD系統,則銀行債券部位的死券方可重見天日,再度成為熱門券。

(5) 推動等殖成交系統

櫃檯買賣中心應儘速修正現有之債券等殖成交系統,改善債券自營商網路議價的功能與環境,提升店頭議價買賣債券的成交效率;並且經由系統主動擷收交易商報價與成交資訊,取代被動接收業者回報議價成交行情,可提升資訊之即時性與真確性,可促使指標利率形成。因此,等殖成交系統的成功很重要,且建議此系統應包含下列功能機制:

- a. 採交易商加盟制,並訂定加盟規則
- b. 提供會員即時的雙向報價
- c. 會員之間可透過電腦系統的交易螢幕逕行成交
- d. 會員盡報價之義務
- e. 最新成交的價格與成交量即時揭露給會員
- f. 納入「給付結算保證金」和「交易商對方風險額度」的考量
- g. 報價 - 成交 - 結算均在電腦網路一次完成作業,兼具安全與效率

(6) 改善現行逐筆總額交割制、適度提供淨額結算機能

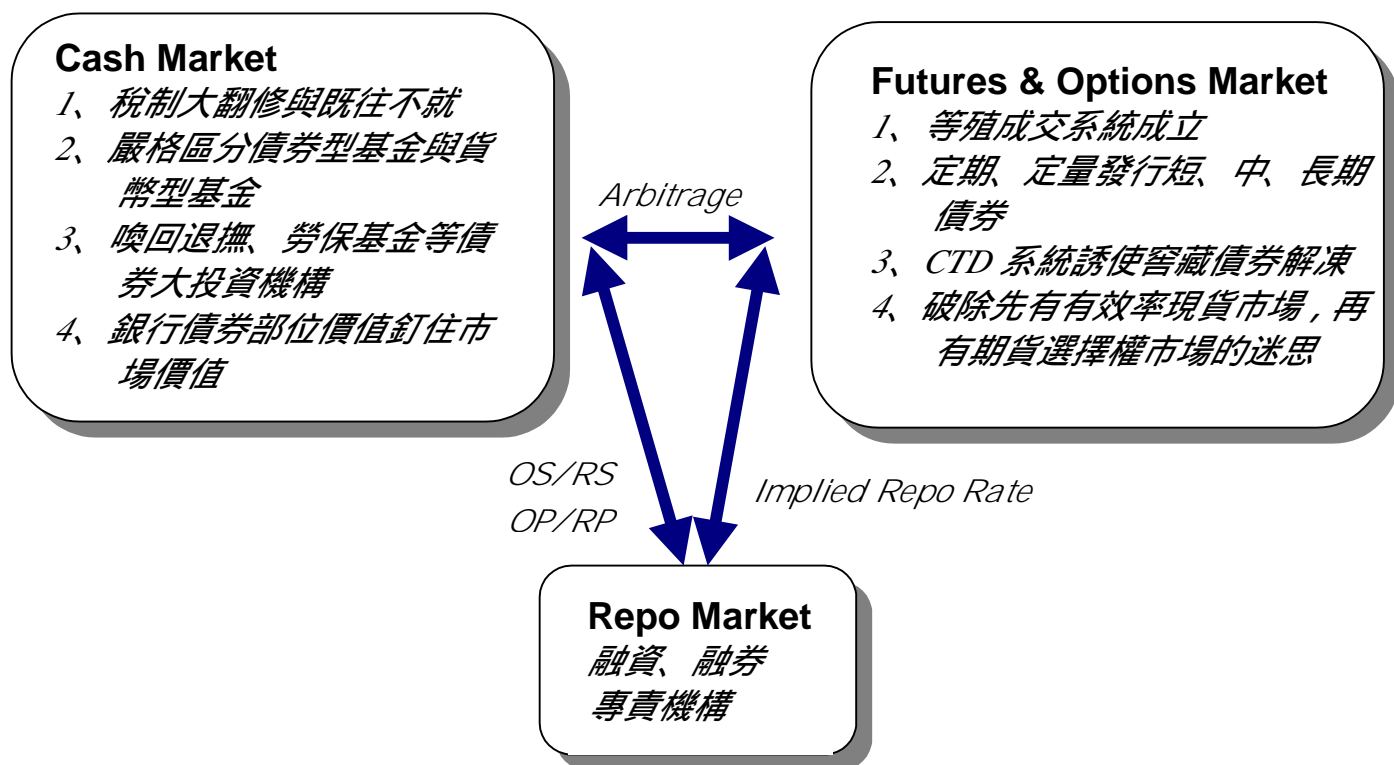
現行逐筆總額交割制度影響批發市場交割效率,因此實有必要成立清算機構負責定時淨額給付結算。本文建議健全債券支付交割作業模式,應針對登錄公債自營商間買賣(inter-dealer),適度提供淨額結算機能;但對於一般店頭議價交易之結算,輔以現行逐筆總額交割制,兩制並行。另外,定時淨額結算交割之系統應包含下列之功能:

- a. 初期之參與者只限交易商同業及適用於登錄公債
- b. 清算機構負責保證交割及違約相關事項處理
- c. 所有參與者依其買賣淨部位(現貨和遠期合併),繳交一定之保證金,並且逐日依市價清算以追補差價

- d. 參與者於交易次日將所有交易資料傳送到清算機構，以便清算機構完成交易資料比對
- e. 清算機構於交割日前一日通知交易商待交割之款券
- f. 交割日當日各參與者依其當日交易淨部位，備妥現金或債券，於清算機構指定之帳戶完成給付結算
- g. 違約發生時，清算機構以附條件交易方式取得款(券)以完成交割。

以上是本文針對如何健全發展債券現貨市場的一些建議，由這些解決問題的對策可發現，許多對策尚需要健全的債券附條件交易市場與期貨選擇權市場來配套方可成功。圖二繪出債券現貨、附條件交易、期貨選擇權市場的關係圖，由圖中可看出，三個市場彼此之間互相制衡的關係。

圖二債券現貨、附條件交易、期貨選擇權市場關係圖



二、債券附條件交易市場的對策

由圖二可看出債券現貨與附條件交易市場之間的關係。附條件交易市場除了提供 RP 或 RS 調度資金的管道之外，其實尚可提供以小搏大、高度槓桿操作的投機活動，如 OSRS(

Outright Sale and Reverse Sale)作多行為與 OPRP(Outright Purchase and Repurchase Agreement)作空行為。藉由這些投機行為，促使債券在現貨市場的價格達到均衡。國內目前法令並未禁止 OSRS 與 OPRP 的投機操作，但在附條件交易市場卻只見 OSRS 作多，並未見 OPRP 作空相對之力量。究其原因是國內附條件交易市場只願融資借錢給投機客，都不願借券給投資客，因為害怕追不回借出之債券。因此，本文建議：開放清算銀行或其它專責機構為借券仲介單位，經營借券業務，則不僅可平衡現貨的多空買賣力道，也可降低債券閉鎖的效應。

三、債券期貨選擇權市場的對策

由圖二可看出債券現貨與期貨選擇權市場的關係。債券期貨或選擇權不僅可提供投資債券現貨的避險管道，而且可透過現貨與這些衍生性商品的套利操作，使現貨與期貨選擇權的價格達到均衡。再者，債券期貨與附條件交易市場亦會透過隱含於期貨 CTD 系統的 RP 利率（即所謂 implied Repo Rate），使兩市場達到均衡。由此可見，欲活絡債券市場、建立中、長期利率指標，光改善債券現貨與附條件交易市場是不夠的，債券期貨與選擇權市場的建立亦是刻不容緩。本文對於債券期貨選擇權市場的發展有下列幾點建議：

1. 等殖成交系統必須儘速改善，提升店頭議價買賣債券成交效率，即時揭示成交行情，導引債券利率指標形成，促進債券期貨的發展。
2. 定期、定量發行短、中、長期債券，使市場上隨時都有活絡的券種在交易，較易形成短、中、長期利率指標。
3. 債券期貨契約應採用 CTD 系統交割而不要採現金結算交割，亦即可在期貨交易所公佈之合格交割債券中，期貨

賣方選擇最便宜債券來交割。CTD 系統的特色，在於它不僅可用目前最活絡的短、中、長期債券來交割，它亦可用一些已較不活絡的債券代替這些目前最活絡的債券來交割。這種功能使得原本已較不活絡的債券，又再度得到市場的青睞及評價，這些原本已窖藏之債券又得重見天日，重新在市場交易。因此，CTD 系統不僅使可交割債券種類變多，債券現貨與期貨價格較不易因「軋空」而出現不合理價位，有利兩市場的發展外；再者，CTD 系統可導引原本被金融機構窖藏的債券解凍，有利債券籌碼的增加，創造出冷門券的流動性，有利於國內殖利率曲線的建立，對相關之利率衍生性商品的發展，如利率選擇權、利率交換、利率遠期契約等，有相當的助益。

4. 政府主管機關與其它相關單位主其事之人員，應該要破除先有具效率性之債券現貨市場與利率指標之後，才能有期貨選擇權市場的迷思。由前面解決問題的對策可發現，債券現貨、附條件交易、期貨選擇權市場的發現是相輔相成，不是誰先誰後發展，否則是無法事半功倍，健全與活絡債券市場。

伍、結論

本文概述台灣債券市場目前發展的狀況，指出債券市場的結構不健全、市場失衡、交易偏頗的現象。接著分析造成這些不合理現象的原因，以及指出亟待解決的問題。本文針對問題所建議的對策，不以解決個別市場之問題為出發點，而係由完整健全發展整體債券市場之發行、交易、避險、投機、融資、融券等功能著眼。所提的對策不僅是解決個別市場的問題，且是有助於其它市場發展的配套措施。因此，若欲健全國內債券市場的發展，本文所建議的對策，必須整套缺一不可的執行，方可畢其功於一役，否則仍僅是治標非治本式的解決問題。另外，在所有的對策裏面，稅賦制度的檢討與大翻修是解決問題的根本重心，這個問題若不解決，其它都是罔然。至於等殖成交系統與提供淨額結算功能、設立融資、融券專責機構，以及推動公債期貨上市等則是短期間必須立即解決的。

