

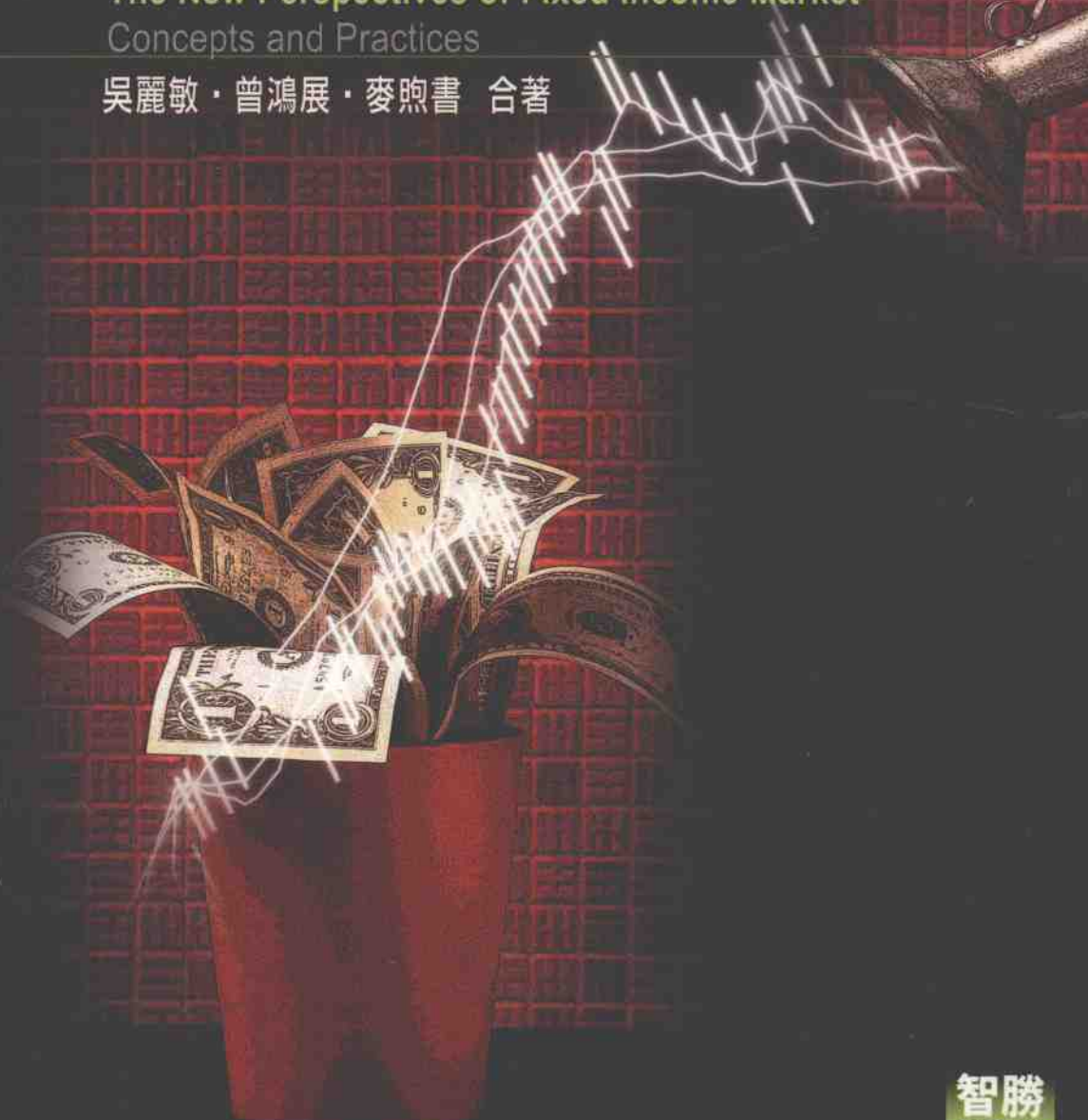
# 債券市場新論

觀念架構與實務導向

The New Perspectives of Fixed Income Market

Concepts and Practices

吳麗敏 · 曾鴻展 · 麥煦書 合著



智勝  
BEST WISE



中青院 13 000002330

*The New Perspectives of*

# 債券市場新論

## Fixed Income Market

觀念架構與實務導向

*Concepts and Practices*

吳麗敏 · 曾鴻展 · 麥煦書 合著



智勝文化

# 債券市場新論 觀念架構與實務導向

## The New Perspectives of Fixed Income Market: Concepts and Practices

國家圖書館出版品預行編目資料

債券市場新論：觀念架構與實務導向 = The  
new perspectives of fixed income market  
: concepts and practices / 吳麗敏, 曾鴻  
展, 麥煦書合著. — 初版. — 臺北市：智  
勝文化, 2005[民 94]  
面：公分  
參考書目：面  
ISBN 957-729-502-9 (平裝)  
1. 債券

563.53

94004462

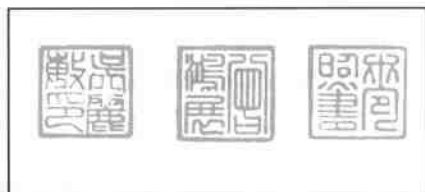
作者/吳麗敏·曾鴻展·麥煦書  
發行人/紀秋鳳  
出版/智勝文化事業有限公司  
地址/台北市 100 館前路 26 號 6 樓  
電話/(02)2388-6368  
傳真/(02)2388-0877  
郵撥/16957009 智勝文化事業有限公司  
登記證/局版臺業字第 5177 號

總經銷/知識達股份有限公司  
傳真/(02)2312-2288

出版日期/2005 年 5 月初版  
定價/480 元 (平裝)  
ISBN 957-729-502-9

The New Perspectives of Fixed Income Market: Concepts and Practices  
by Miranda Wu, Kevin Tseng and PhiMai  
Copyright 2005 by Miranda Wu, Kevin Tseng and PhiMai  
Published by BestWise Co., Ltd.  
智勝網址：<http://www.bestwise.com.tw>

本書之文字、圖形、設計均係著作權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。  
如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。



# 張序

債券市場和股票市場同為資本市場的重要一環，由於股票市場發展較為完整，且交易資訊充足又透明，投資人參與度高，而債券商品價格計算及設計較複雜且市場資訊取得不易，使得大部分投資人除債券型基金外，可能減少買賣債券相關商品。不過，債券市場衍生性商品日益增加，在資產管理業務將盛行之際，未來利率商品有極大的發展潛力，尤其近幾年主管機關為健全債券市場，積極訂定許多新制度，如債券借券制度、主要交易商制度等，及開放許多新商品，如新台幣利率交換業務、利率和債券選擇權等，另通過金融資產及不動產證券化條例，使得債券市場更加完整，投資人買賣債券將有更多的管道和保障。

本書三位作者帶領的經營團隊，專精於利率研判、債券操作及債券相關商品設計與承銷，各項業務均領先同業，且利潤績效卓著，他們提供十餘年累積的專業知識和整理豐富的實務個案，撰寫《債券市場新論》，實屬可貴。作者以淺顯易懂的短文方式，將我國債券市場近幾年的新業務和新商品，詳細介紹其觀念架構，並以實例分析運用時機和操作技巧，讓對債券領域感到較陌生的讀者，可由簡單及多樣化的角度，瞭解債券市場制度、交易及產品，進而提升對債券的熟悉與興趣。

本書內容首先提供債券基本概念予讀者作為進入債券市場的基礎，繼而依目前債券業務劃分單元，分別介紹債券各種新商品，讀者可依自己工作需要或喜好選擇閱讀，當作工具書；亦可按照順序地循序漸進，當作債券入門書，對讀者而言應是相當有彈性。因此，本書是研修固定收益學子及金融同業人士的最佳選擇。

元大京華證券總經理



2005年3月31日

# 李序

債券市場是提供長期、穩定資金的直接金融市場，因此健全發展債券市場是刻不容緩的。我國債券市場的發展，從初級市場、次級市場、主要交易商制度、清算交割機制、賦稅課徵及利率衍生性商品開放，近年來已有長足的進步，但仍有許多重要事項待完成，諸如建立外幣債券市場、吸引外國投資人與小額投資人投入、規劃結構式債券上櫃、建立證券化商品交易平台及建構款券同步與總額交割機制等，都將持續推動，使我國債券市場的發展更健全，進而競逐亞洲債券市場的龍頭地位。

本書作者從事債券市場發展經驗皆逾十年以上，其中吳麗敏小姐，這幾年積極參與主管機關推動的各項債券市場之專案，目前亦擔任證券商公會債券業務委員會和資產證券化專案小組召集人，對於開放新制度、新商品及新業務的內容制定和倡導普及，均相當瞭解與投入。另兩位作者曾鴻展與麥煦書，分別專精於債券現貨和衍生性商品的交易策略、操作技巧、公司債、金融債券及債券證券化商品的發行與配銷。他們將債券市場的演變與發展、商品知識，加上實務經驗，作有系統的分析、整理，與讀者分享。

進入債券市場需具備專業知識，特別是固定收益證券價格的精算、投資報酬及風險的衡量。從業人員專業知識愈強，獲利可能性愈高且不易被取代。最難能可貴的是，本書恰好是提供讀者培養這方面能力的工具，它涵蓋層面相當廣泛，包括債券基本概念與債券各種新商品知識，作者運用子題方式，掌握重點、濃縮精華，方便讀者理解及查閱。本人從事教職多年，且一直參與債券市場發展及實務，深覺本書的確為欲瞭解債券市場之學生、教師及金融同業最好的工具，讀者若善用本書應有練成基本功力之感覺。

行政院金融監督管理委員會委員

李賢源

2005年3月31日

# 自序

自 2001 年以來，台灣債券市場隨著法規的鬆綁，和政府積極開放各種新商品與新業務，不僅使利率商品更加的多元化，也讓市場參與者的質與量不斷提升。正因如此，債券市場的重要性與日俱增，加上利率商品的架構日益複雜，龐大商機吸引了包括銀行、券商及壽險公司等金融機構高度的興趣，紛紛投入大量資源來開發固定收益的相關商品。投資人必須充分瞭解影響利率商品價格的各項因素，方能對設計複雜，而預期收益率高於實質收益率的利率商品之風險有所認識。

相較於實務面的蓬勃發展，多數關於固定利率商品的書籍大多以艱深的數理公式來闡述，常引發讀者因對數理的排拒，間接影響對債券商品的接受度，實屬可惜。爰此，作者期憑藉從事債券實務十餘年之經驗，將債券市場相關業務與商品，寓以精簡的文字定義，輔以簡單的計算公式說明，並多著墨實務操作之應用，期使讀者能理論與實務融會貫通，將基本觀念架構化為實際面對案例的專業能力。

本書以子題方式呈現債券市場的各種商品與業務，全書分為兩大部分，七個單元，在每個單元前頭以導論言簡意賅地將各子題的大意彙總，使讀者可節省閱讀時間。第一部分為債券基礎篇，包括三個單元，第一單元是債券市場概念，主要介紹發行市場和流通市場的架構和制度；第二單元進入債券評價，敘述債券價格計算模式及投資債券風險，並說明兩種債券交易實務；第三單元則從總體經濟的各項指標及市場連動，預估利率趨勢，並根據籌碼供需、殖利率曲線移動及稅負等不同情境，擬定債券操作策略。

第二部分為債券新商品篇，第四單元介紹交換契約、遠期契約、期貨契約及選擇權等利率衍生性商品；第五單元鑑於 2007 年將實施新巴塞爾協定，其規範重點在管理信用風險，因此，由選擇權、遠期契約及交換契約所組成的信用衍生性商品，可使台灣信用風險管理工具能完整發展及健全

公司債市場；第六單元為結構型商品，具有保本及高收益等特性，然潛在風險應留意，另有近三年來資本市場大量發行的反浮動結構式債券的報酬變化及風險分析；第七單元為資產證券化商品，在金融資產與不動產證券化條例於 2002 年 6 月及 2003 年 7 月通過後，台灣資本市場即邁入一個新的里程碑，截至 2004 年底共發行新台幣 760.84 億元。

本書得以順利完成，首先感謝的是元大京華證券張立秋總經理與行政院金融監督管理委員會李賢源委員兩位鈞長的教導，並在百忙中為本書撰寫推薦序，另感謝林添富執行副總經理、李克明董事與林慧貞博士的鼓勵和指導；其次是債券部同仁，感謝他們賣力地貢獻本身的實務經驗及專業知識；此外，要感謝智勝出版社萬聖德總經理及其同仁在出版工作上的協助。

作者才疏學淺，憑一份熱忱與使命感撰寫本書，期望能對債券市場盡一份棉薄之力。藉由本書出版，期盼讀者能對固定收益商品的觀念知識與操作技巧多予汲取，以因應國際化之所需，更期盼前輩先進不吝賜教以匡不逮。最後，謹以本書與元大京華債券部最親愛的工作夥伴們共享、共勉。

吳麗敏 曾淑霞 麥煦書

2005 年 3 月

# 目錄

## Contents

張序  
李序  
自序

## Part I 債券基礎篇

### I-1 債券市場概念

#### ▣ 導讀 3

1. 政府公債市場 5
2. 公司債市場 11
3. 金融債券市場 23
4. 永續金融債券 30
5. 交換公債 33
6. 分割債券 37
7. 複式價格標與荷蘭標 47
8. 中央公債主要交易商 50
9. 債券等殖成交系統 54
10. 債券融券交易 58
11. 債券型基金與貨幣型基金 62

#### ▣ 知識補給站 69



## I-2 債券評價與投資實務

### 導讀 71

12. 殖利率與殖利率曲線 73
13. 債券價格 83
14. 債券折價與溢價 90
15. 存續期間 95
16. 債券凸性 99
17. 風險值 104
18. 債券附條件交易 109
19. 債券保證金交易 113

### I 知識補給站 116

## I-3 債券投資操作策略

### 導讀 117

20. 商業本票利率 119
21. 公開市場操作 124
22. 美國聯邦準備制度 130
23. 聯邦利率期貨 133
24. 實質利率 139
25. 經濟指標 144
26. 市場連動性 154
27. 消極型操作策略 160
28. 積極型操作策略 168

### I 知識補給站 176

## Part II 債券新商品篇

## II-4 利率衍生性商品

### 📖 導讀 179

- 29. 利率交換與實務 181
- 30. 遠期利率協定 191
- 31. 債券遠期買賣斷交易 195
- 32. 利率期貨 198
- 33. 債券期貨 206
- 34. 轉換因子 217
- 35. 最便宜可交割公債 221
- 36. 利率選擇權 225
- 37. 債券選擇權 231
- 38. 利率交換選擇權 243

### 📖 知識補給站 248

## II-5 信用衍生性商品

### 📖 導讀 249

- 39. 信用風險模型 251
- 40. 信用違約事件認定與回復率 259
- 41. 信用違約交換 262
- 42. 總報酬交換 267
- 43. 指數交換 272
- 44. 信用價差選擇權及遠期合約 275
- 45. 信用連結商品 280
- 46. 抵押債務債券 285
- 47. 可轉換公司債資產交換 294

### 📖 知識補給站 302

## II-6 結構型商品

### 導讀 305

- 45. 投資風險 307
- 49. 保本率及參與率 310
- 50. 基本型保本商品 313
- 51. 價差型保本商品 317
- 52. 觸及失效型保本商品 321
- 53. 亞洲式保本商品 326
- 54. 彩虹型保本商品 330
- 55. 基本型股權連結商品 333
- 56. 束勒型股權連結商品 338
- 57. 反浮動利率債券 341
- 58. 區間計息連動債券 349
- 59. 固定期間計息債券 355

### I 知識補給站 362

## II-7 資產證券化商品

### 導讀 365

- 60. 創始機構 369
- 61. 安排機構 373
- 62. 特殊目的機構 377
- 63. 服務機構 382
- 64. 信用增強機構 386
- 65. 主順位與次順位受益證券 389
- 66. 流動性基金與保留基金 392
- 67. 年提前還本比率 395
- 68. 加權平均年限 399

- 69. 資產池 403
- 70. 企業貸款債權證券化 407
- 71. 住宅抵押貸款證券化 410
- 72. 汽車貸款證券化 414
- 73. 信用卡債權和現金卡債權證券化 419
- 74. 資產擔保商業本票 425
- 75. 巨災債券 429
- 76. 不動產投資信託 433
- 77. 不動產資產信託 437
- 78. 鑑價機構 442
- 79. 不動產管理機構 446
- 80. 融資型與處分型之資產信託 450
- 81. 貸放成數 455
- 82. 債務履行保障倍數 459
- 83. 證券化產品稅負 462
- ㊦ 知識補給站 476

參考文獻 477

**PART I**  
*The New Perspectives of  
Fixed Income Market*

*Concepts  
and  
Practices*

# 債券基礎篇

- 1.1 債券市場概念
- 1.2 債券評價與投資實務
- 1.3 債券投資操作策略



## 債券市場概念導讀

雖然債券與股票同是政府或企業籌措營運資金最主要的管道，然而早期債券市場交易量與規模遠遠不及股票市場，直到 1991 年，政府為因應六年國建需求，開始每年大量發行 1,000~2,000 億元之政府建設公債，至 2000 年以後，每年公債發行量更高達 4,000~5,000 億元。而公司債市場從 1997 年發行量亦超過 1,000 億元，債券市場近五年來進入一個快速成長的黃金歲月。

債券市場主要的債券種類包括：政府公債、普通公司債、金融債券、轉換公司債與外國金融債券等。其中，政府公債未償還餘額最多，截至 2004 年 12 月達 2 兆 7,292 億元，而普通公司債、金融債券及轉換公司債發行餘額則為 8,993 億元、4,550 億元及 1,522 億元。此外，在主管機關的積極推動下，各種法規限制逐漸鬆綁，債券種類日益增加，債券發行市場亦隨之多樣化。財政部於 2003 年 12 月准許銀行發行無到期日非累積或累積次順位債券，即永續金融債券；另規劃 2005 年要推出交換公債，轉換標的初期以股價表現相對穩健的中鋼與中華電信；並積極籌劃 2005 年 7 月將發行第一次分割公債，期能建構較完整的殖利率曲線。

目前國內債券市場不論是在整體發行規模、發行種類、金融法規與交易制度等各方面都有顯著的進步：2002年10月建立債券融券制度，12月公債發行前交易正式上線，此具有投資、避險及價格發現功能；2003年3月推出債券遠期交易制度，提供債券現貨避險管道，11月起實施中央公債主要交易商制度，此有助於公債次級市場報價的完整性與連續性；2004年1月成立債券借券中心，導正債券市場長期以來只能做多的跛足現象，7月公債投標制度由荷蘭標取代複式價格標，因單一價格標一般可使投標者對風險擔憂程度降低，而下標動作會較為積極。

目前債券市場每日成交量動輒兩、三千億元，遠超過股票成交量，主要係歸功於櫃檯買賣中心的債券等殖成交系統的設立，此一「電腦議價系統」提供交易商從報價、成交、風險管理、結算交割等一貫作業的電腦交易平台。另外，近年來債券型基金為機構法人與個人重要的投資工具之一，債券型基金從2000年至2004年6月為止，規模成長近五倍，最高峰達2兆4,000多億元，因此衍生出流動性和市場性風險。本單元就債券市場的發展，以實務面切入並引用數據分析，期使讀者能瞭解在主管機關與業者的共同努力下，債市過去的進步與未來發展的潛力。



# 政府公債市場

## 釋義

「政府公債」(Government Bond)是指中央及各地方政府為因應公共事務支出，以債券形式舉借之債務。中央政府公債是由財政部國庫署編列發行額度，委託中央銀行國庫局標售發行。台北市與高雄市政府公債則分別由台北富邦銀行與高雄銀行經理發行事宜。

## 演繹

### 一、發行限制與分類

「政府公債」的發行餘額受限於「預算法」的規定，中央及各地方政府所舉借之一年以上公共債務未償餘額預算數，合計不得超過行政院主計處預估之前三年度名目國民生產毛額平均數的 48%；每年舉債額度，不得超過各該政府總預算及特別預算歲出總額之 15%。至於舉債額度，依「公共債務法」的定義，是指彌補歲入歲出差短之舉債及債務基金舉新還舊以