

固定收益商品附條件交易結算
交割制度之研究

召集人：曹素燕

研究人員：王銘祥、陶幼卓、劉珮澄、江慧賢、
李克恭、劉應寬

臺灣集中保管結算所股份有限公司

中華民國九十八年十二月

目 錄

第一章 緒論	1
第二章 國際間固定收益商品交易結算交割制度	3
第一節 美國	3
第二節 英國	10
第三節 德國	18
第四節 新加坡	25
第五節 中國大陸	32
第三章 我國固定收益商品附條件交易結算交割制度	43
第一節 中央政府公債	43
第二節 公司債、金融債等固定收益證券	51
第三節 短期票券	57
第四章 我國附條件交易結算交割作業衍生議題	63
第一節 附條件交易之法律性質	63
第二節 不同交割作業下衍生之議題	66
第五章 結論與建議	72
參考文獻	76

第一章 緒論

我國固定收益商品包含政府公債、公司債、金融債券、各類短期票券、地方政府債券、及債權型受益證券或資產基礎證券等，其次級市場交易方式有買賣斷及附條件交易兩種，而其中附條件交易為市場重要交易工具。

附條件交易起源於美國，當初美國聯邦準備制度（Fed）創立不久，為提供出口商融資，創造出「附買回協定」（repurchase agreement；RP 或 repo），交易方式係同時成立一買券交易及一未來賣券交易（Fed 先買後賣）。交易協定中含移轉標的處分權及擔保規範，包括計收保證金、擔保品定價、替換擔保品限制、追加保證金、處理債券利息入客戶帳、到期前部分或全部解約撤回擔保品等，RP 期間，移轉處分權資產之報酬及風險仍歸屬賣方。

一般交易實務上，附條件交易的方式包括附買回協議（repurchase agreement；Repo 或 RP）與附賣回協議（resale agreement 或 reverse repurchase agreement；RS）兩種，簡言之，作 RP 之另一方即為 RS。

依 Marcia Stigum 之「The Money Market」定義，所謂附買回協議，係指「證券持有者出售證券予投資人，並與投資人約定於特定天期以固定價格買回該證券」；所謂附賣回協議，係指「資金持有者向需要資金的投資人買入證券，並與投資人約定於特定天期以固定價格賣回該證券」。在協議的期間內，證券的買方（資金持有者）等於是借錢給賣方（證券持有者），而協議的各項內容即是建構在賣方要如何補償買方。通常交易商會運用附買回協議，對其持有的部位（positions）進行融資，或運用附賣回協議借入證券，以彌補其部位之不足。

現行我國固定收益商品中包括中央政府公債、國庫券、各

類短期票券、公司債、金融債、地方政府債券、債權型受益證券或資產基礎證券等，其中中央政府公債及國庫券由中央銀行登錄債券系統辦理登錄保管作業，其餘除 95 年 7 月 1 日以前發行流通在外實體債券外，皆由集保結算所辦理，並提供相關帳簿劃撥功能。

或因各類固定收益商品主管機關不同，其結算交割制度發展歷程亦不同，現行我國各類商品之附條件交易存有不同結算交割方式，對結算交割效率及買賣雙方權益保障等亦有不同。

經蒐集世界各國金融市場之附條件交易，其交割皆採帳簿劃撥作業，並多以款券同步(DVP)方式辦理交割，主要是具有保障買賣雙方權益，而我國固定收益商品市場，除短期票券因政府強制採 DVP 交割外，其餘營業處所之債券附條件交易則多採保管條交割。本研究蒐集國際間有關附條件交易結算交割運作實務現況，及對現行我國相關制度作業架構等進行研究，除探討我國附條件交易結算交割制度下衍生之相關議題，並衡酌我國國情，提出相關建議，俾使我國固定收益商品附條件交易結算交割制度更臻完善。

第二章 國際間固定收益商品交易結算交割制度

本章主要針對美國、英國、德國及新加坡固定收益商品附條件交易結算交割作業進行探討。

第一節 美國

壹、市場簡介

一、商品種類

美國債券市場主要商品為政府公債 (Government Bonds)、聯邦機構證券 (Federal Agency Securities)、地方政府債券 (Municipal Bonds)、不動產抵押證券 (Mortgage-Backed Securities)、公司債及外國債券等。

二、交易市場概況

美國債券市場於過去 10 年間，發行餘額由 1996 年的 21.02 兆美元成長至 2008 年底的 48.22 兆美元，成長率達 133%，相關統計如圖 1：

美國債券市場歷年發行量

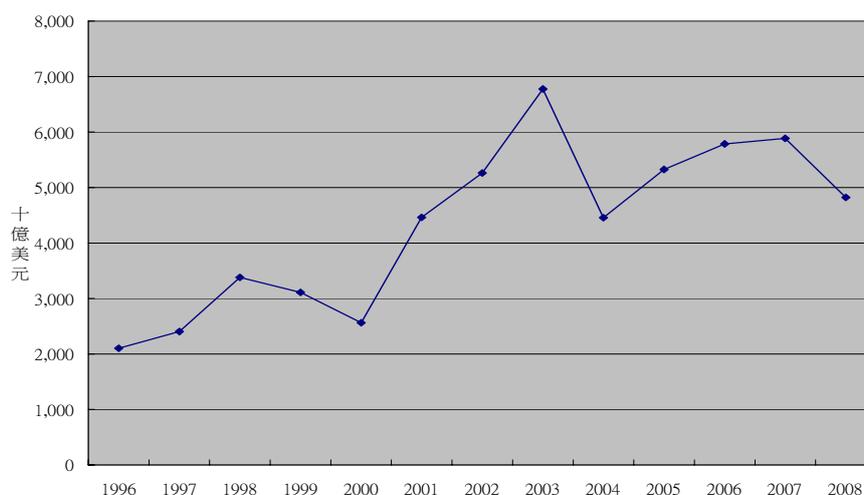


圖 1：美國債券市場歷年發行量統計

資料來源：The Bond Market Association

貳、附條件交易市場

一、交易形式

附條件交易種類很多，分類方法也有多種，通常將附條件交易分為以下三類：

(一)一般附買回交易 (Classic Repo)

在交易時，雙方約定承作金額、天期與利率，賣方將債券賣出，到期時，原本的賣方再以約定利率計算的利息加上本金將債券買回。

(二)賣斷式 (The Sell and Buy Back 或 Dollar Roll)

由交易雙方於交易開始時簽訂一份合約，合約包括兩個交易：即期賣出與遠期買回，而附條件交易利率隱含於遠期買回的價格中。在交易期間債券屬於買方所有，若遇債券付息，由買方收取利息，再將利息於遠期賣出價格扣除，以此方式將利息交付給賣方。

(三)借券形式 (Securities Lending)

與一般的附買回交易不同之處在於，出借證券者不一定需要資金，而是透過借券獲取更高的收益，而借入證券者則透過借券以滿足交割需求或賣出證券以減少空頭市場的風險。借入證券者可選擇以現金、證券或信用狀作為借券之抵押品，但以現金為最常見之抵押品，買方(即借入證券者)於借券結束將債券返還給賣方並支付借券費。於借券期間，證券仍為出借證券者所有，可收取利息或執行相關權益。

若依是否指定擔保品區分，Repo 交易可區分為以下兩種：

(一)一般擔保(General Collateral; GC)

一般擔保於交易時不指定(或提供)特定債券為擔保品，其交易目的為有效利用庫存債券以調度資金，或提供資金以賺取利息。利率水準主要受貨幣市場行情影響。

(二)指定擔保(Specific Collateral)

指定擔保於交易時需指定特定債券為擔保品，其交易目的主要為暫時取得特定債券以作為交割或因應其他交易所需，或提供特定債券以取得較市場利率為低的資金。利率水準主要由該特定債券在市場的供需決定。

保證金運作部分，附條件交易可設定期初保證金(Initial Margin)或扣減率(Haircut)，扣減率通常為債券市價的某一百分比，例如扣減率為 2%，則借款者所借到的金額為債券市價之 98%。在附條件交易期間，需每日洗價(mark to market)，若債券價格下跌至設定之標準，則需追繳保證金，以減少交易對手之信用風險。

二、結算機構

固定收益商品結算公司 (Fixed Income Clearing Corporation; FICC) 現為美國集中保管結算公司(The Depository Trust & Clearing Corporation)之子公司，其下設有政府證券(Government Securities Division; GSD)與不動產抵押證券結算(Mortgage-Backed Securities Division, 以下簡稱 MBSD)兩個部門，GSD 負責處理美國政府債券之結算作業，MBSD 負責不動產抵押證券之結算作業。

三、結算交割方式

(一)結算標的種類

GSD 結算標的可分為國庫券及政府公債、政府發行之零息債券、政府發行之 TIPS (Treasury Inflation Protection Securities)、非不動產抵押證券、政府機構所發行之定息不動產抵押證券等五大類，且必須符合以下全部規則才可使用結算系統。

- 1、交易的買賣雙方均需為結算會員。
- 2、交易之標的需為結算系統之適格證券。
- 3、買賣斷交易的預定交割日不得逾比對日後的 30 天，附條件交易的約定到期日，最長不得逾比對日後的 2 年。

(二)結算交割流程

FICC 經買賣雙方證券商透過電腦連線輸入交易債券之資料，於檢核無誤及比對交易後，逕行辦理淨額結算及交易雙方與 FICC 間有關款券交割之義務，以完成結算交割作業。結算交割相關作業簡述如下：

1、對帳作業

對帳作業包含交易資訊之接收、確認及買賣交割結果之通知。首先，FICC 要求會員輸入所有交易確認之買賣資訊（含附條件交易），如：會員代號、交易對手代號、證券代碼、交易證券之面值、買賣別、交割日期、最終金額、原始承作金額、原始承作日等交易資訊，以提高交易比對之成功率。交易明

細資料必須在每個營業日晚上 8:00 前輸入，通常在晚上 10:00 前，GSD 會將比對結果通知會員進行交割作業。

2、淨額結算系統

FICC 以多邊沖抵方式，每日對其淨額結算會員於現貨市場之每一日不同政府債券所有交易，包括標購、買賣及附條件等，進行沖抵作業，而計算出淨買進或淨賣出的交割部位，以提供結算會員進行後續款券交割作業。FICC 接受參加人將交易明細資料輸入其交易比對系統，以進行交易比對及結算作業，同時對每一筆交易提供保證交割之服務。

3、款券結算交割作業

結算會員透過 FICC 比對及結算之每日交易相關款項及券項交割，透過會員指定清算銀行與 FICC 指定兩家之清算銀行—JPMorgan Chase Bank 及 Bank of New York，於每日上午 10 時前，透過聯邦清算系統（Fedwire）採款券同步（DVP）方式交割。

4、結算交割帳簿劃撥流程

有關 FICC 完成結算作業後，於 Fedwire 系統內進行移轉與支付之款券交割流程如圖 2 所示：

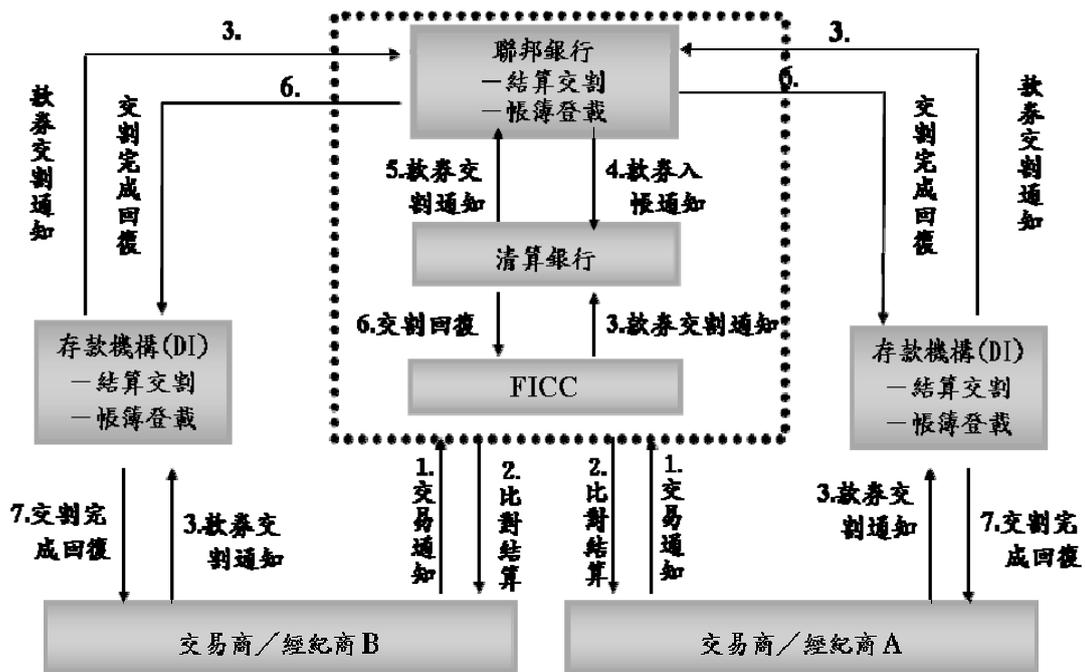


圖 2：透過美國 FICC 辦理結算交割流程圖

(三) 債券附條件交易之券項交割

依附條件交易形式，交割方式有二：

1、Deliver-Out Repo

在附條件交易的承作日與到期日，債券需移轉給交易對手，即附條件交易的承作日，賣方需將債券移轉給買方或買方的代理者；於到期日，債券需由買方移轉給原賣方。於附條件交易承作期間，買方對於債券有使用之權利。

- (1) 買賣雙方達成交易。
- (2) 買方將款項匯入在保管銀行(即代理機構)的帳戶。
- (3) 賣方指示代理機構將債券從其帳戶移轉至代理機構之客戶擔保品帳戶 (Tri-Party

Customer Collateral Account)。

(4)買方指示代理機構將資金轉移至賣方帳戶。

(5)代理機構對債券進行評價，確認擔保品之價值與種類符合附條件交易之條件，將債券移轉至買方擔保品帳戶，並將資金移轉給賣方。

(6)代理機構及賣方將擔保品相關資訊通知買方。

2、Hold in Custody Repo (Due Bill Repo)

賣方將債券作為借款的擔保品，但債券並沒有實際移轉給買方，而是賣方將債券存放於保管銀行的內部帳戶中(Internal Account)指定給買方，而賣方仍有對此債券的控制權，通常此種附買回協議只與大型、穩定的金融機構承作。

(四)FICC 對於債券附條件交易所提供之服務

FICC 提供服務之附條件交易種類：隔夜附買回交易、定期附買回交易(到期日在一天以上，二年以內)、遠期附買回交易(Forward-Starting)、到期日等於或大於債券到期日的附買回交易(Repo-to-Maturity)、一般擔保附買回協議(GCF Repo)等。

FICC 對於不同種類的附條件交易，提供差異化的服務，且均以帳簿劃撥方式辦理。以附條件交易的到期日等於債券到期日為例，在到期日時，買方會收到債券的本金與利息，而債券已不

存在，故無法將債券返還給賣方，取而代之將債券還本付息金額將與附買回協議承作金額加計應收利息相比，將其中的差額支付給交易相對方；若附條件交易的到期日大於債券到期日，則該附條件交易有更換擔保品的權利，在債券到期日之前需更換新的擔保品。

由於附條件交易的承作期間長(最長可至二年)，因此適當的風險管理至為重要。GSD 實施逐日洗價(Mark-to-Market)，並要求每位會員維持足夠的交割結算基金，以降低違約風險。

第二節 英國

壹、市場簡介

一、商品種類

英國債券主要以公債為主，Gilt 是英國財政部發行的英國政府債券，公債(以下簡稱 Gilts) 分類如下：

(一) 傳統型 (Conventional Gilts)

每 6 個月付息一次，具有明確且特定的到期日，依距到期日區分為短期 (7 年內到期)、中期 (7 至 15 年到期) 及長期 (15 年以上)。

(二) 指數連結型 (Index-linked Gilts)

公債之利息及到期還本金額會隨著物價水準而改變，其所連結的指數為英國零售物價指數 (UK Retail Prices Index, RPI)。

(三) 分割債券 (Gilt strips)

目前可分割公債需為傳統型、固定利率、以及付息日為每年 6 月 7 日及 12 月 7 日或 3 月 7

日及 9 月 7 日。

(四) Updated Gilt

並無確定的到期日，英國政府可自行決定何時償付這類債券的本金，由於目前絕大部分未清償的 Updated Gilt 票面利率較市場利率低，故英國政府不願清償，目前英國債務管理局（Debt Management Office；DMO）已經不再發行 Updated Gilt。

二、交易市場概況

Gilt 發行從 1998 年 4 月移由 DMO 代表財政部發行。另外，自 1997 年 5 月始，調整設定利率的責任則由財政部移予英格蘭銀行(英國的中央銀行；以下簡稱 BOE)，公債歷年發行量統計如圖 3：

英國公債歷年發行量

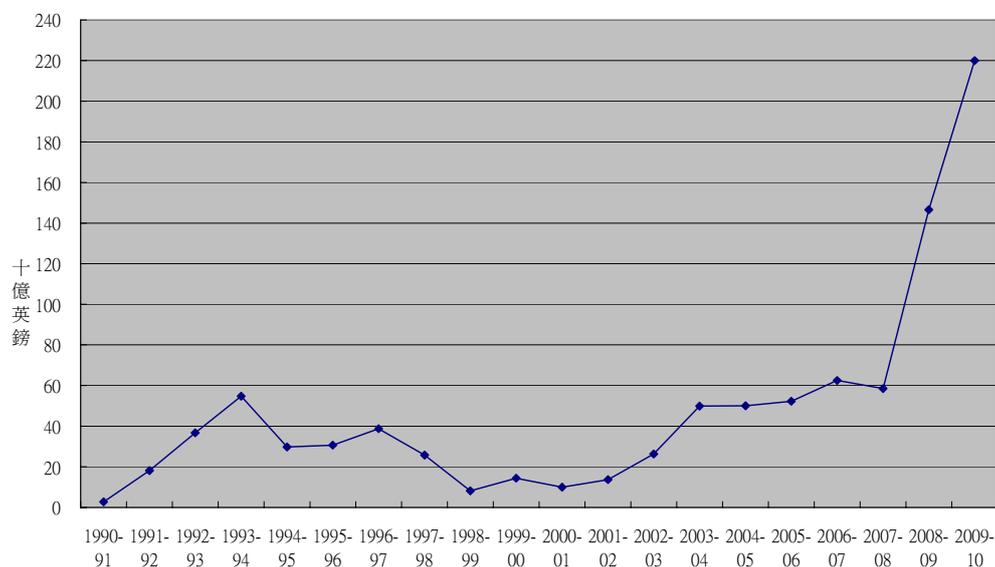


圖 3：英國公債歷年發行量統計圖

資料來源：DMO 網站

貳、附條件交易市場

一、交易形式

英國公債附條件交易依擔保品不同分為一般擔保 (General Collateral;GC)及指定擔保(Specific Collateral) 兩大類。

(一) 一般擔保(General Collateral; GC)

指附條件交易之附賣回交易一方不指定附買回交易對手所提出的擔保公債需為特定期別，交易合約內亦不載明特定的公債為交易標的。

(二) 指定擔保(Specific Collateral)

相對的，此類附條件交易契約需明確指定供交易之公債期別。如指定之標的為流通性佳的債券，則利率通常會較 GC Repo 的利率低 5 至 10 個 bp。反之，如標的為流通量稀少的債券，則通常利率會比 GC Repo 的利率高 5 至 10 個 bp。為了借券目的而進行附條件交易的交易商即透過 Specific Repo 的方式指定交易債券，來借得特定期別的債券。

二、結算機構

英國及愛爾蘭宇陸國際清算公司 (Euroclear UK & Ireland；以下簡稱 EUI)負責提供英國、愛爾蘭市場、跨國證券及債券市場無實體、款券兩訖之高效率清算交割服務。

(一) 組織沿革

英國 BOE 於 1993 年開始研發設計 CREST 系統以取代倫敦交易所舊有之 Talisman 清算交割系統，並依 1986 年之金融服務法 (Financial

Services Act 1986)，於 1994 年正式成立英國證券集保公司 CRESTCo，CREST 系統並於 1996 年 7 月正式上線。CREST 是一即時之清算交割系統，其主要處理標的為英國及愛爾蘭之證券，並於 1999 年起接管原本由英國 BOE 負責之英國政府公債（Gilts）及貨幣市場工具之清算交割作業。

為提供最具優勢之清算交割服務，CRESTCo. 於 2002 年加入 Euroclear 集團，並更為現名(即 EUI)，透過其 CREST 系統，可提供英國、愛爾蘭和國際證券即時之款券交割服務作業。集團內 Euroclear SA/NV 成為 EUI 之母公司，提供服務並支援 EUI 之運作。

(二) 營運狀況

參與 CREST 系統之會員可為直接會員或間接會員，直接會員稱為 user，係直接與 CREST 連線，間接會員則必須透過直接會員與 CREST 連線。CREST 清算交割標的包括貨幣市場工具、CDIs(CREST Depository Interests)、英國及愛爾蘭市場發行之股票、政府債券、公司債等。

三、結算交割方式

(一) CREST 系統特色

EUI 本身並非銀行，也不提供信用予會員；作為一個保管機構，其不持有證券，也無實體庫房，而是提供客戶以電子化、無實體方式安全地保管或移轉其證券，並收取使用費。

自 1995 年英國通過無憑證有價證券規定

(Uncertificated Securities Regulations 1995 ; 1995 USRs)後，即開始進入無實體規範體系，投資人或是發行人可自行決定是否採用 CREST 系統，惟若發行人選擇以無實體方式發行時，則必須採用 CREST 系統。有關公債結算交割流程如圖 4：

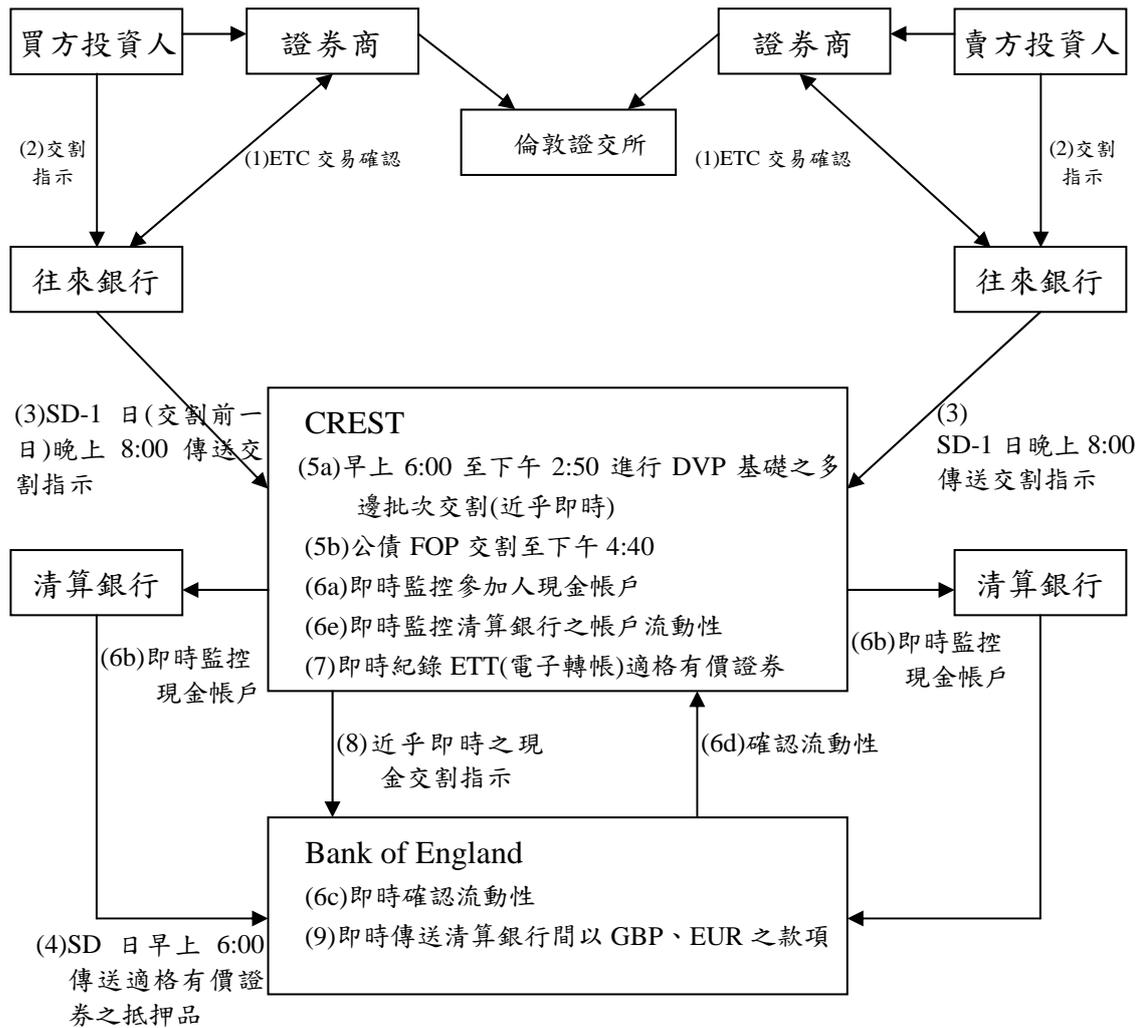


圖 4：英國 CREST 系統辦理公債結算交割流程圖

(二) 自行擔保機制 (Self-collateralisation)

1、運作原則

為增加會員購買公債所需之流動性，CREST 提供自行擔保機制，即會員可透過清

算銀行，將買入之公債自動作為擔保品，因而取得英格蘭銀行提供之流動性，並用以購買公債；日終款券同步清算循環結束時，若清算銀行有足夠之流動性，系統即自動反向將公債轉回予會員。

在自行擔保機制運作過程中，清算銀行及英格蘭銀行均需在系統中，以另外附買回會員（Repo Member）之角色¹，持有相關之款、券；系統衍生 2 筆自行擔保附買回交易（Self-Collateralised Repo Transaction；SCR），其一為會員與清算銀行附買回會員間券之移轉，另一為清算銀行附買回會員與英格蘭銀行附買回會員間券之移轉。

CREST 在清算循環中完成初步清算時，會依下列項目檢查交易是否適用自行擔保機制：

- (1)標的公債需為英格蘭銀行所接受作為附買回交易之合格擔保品。
- (2)交易幣別需為英鎊。
- (3)交易需同時涉及款與券之移轉。
- (4)交易之買方會員需已在系統設定“Repo Indicator”為“Yes”，並經清算銀行授權。
- (5)交易金額需大於規定之最低金額。

¹原先清算銀行在系統中之主要功能係提供信用管理，例如授予會員信用額度，本身並不持有公債或款項。為使清算銀行及英格蘭銀行在系統中持有款、券，清算銀行另設Settlement Bank Repo Member 帳戶，英格蘭銀行另設 Bank of England Repo Member 帳戶。

當清算循環結束，原交易及自行擔保機制下所衍生 2 筆交易之清算結果，款、券及英格蘭銀行提供之流動性均移轉完成。

2、運作方式釋例（圖 5）

假設會員 B 自會員 A 購買 1,000 英鎊之公債，會員 B 之清算銀行設定 5% 之折價比率，而英格蘭銀行設定 10% 之折價比率。CREST 經檢核該筆交易符合自行擔保機制後進行款券移轉，其款券交割流程示意如下：

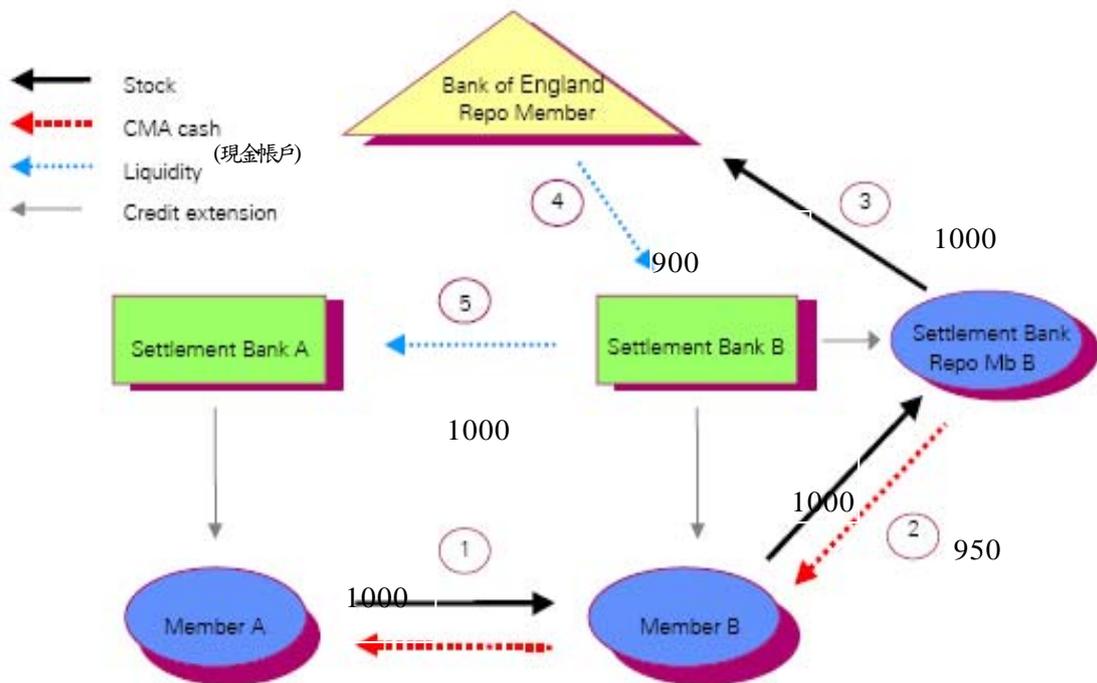


圖 5：英國 CREST 系統辦理附條件交易自行擔保示意圖

- (1) 會員 A 將 1,000 英鎊之公債移轉予會員 B。
- (2) 會員 B 將 1,000 英鎊之公債移轉予 B 之清算銀行，清算銀行提供 950 英鎊流動性支援。
- (3) B 之清算銀行將 1,000 英鎊之公債移轉予

英格蘭銀行。

(4)英格蘭銀行提供 B 之清算銀行流動性支援 900 英鎊。

(5)B 之清算銀行移轉 1,000 英鎊予清算銀行 A(包含英格蘭銀行提供流動性 900 英鎊、B 之清算銀行提供流動性 50 英鎊及會員 B 準備 50 英鎊)。

透過上述款券移轉過程，會員 B 只需 50 英鎊即可先買入公債，大幅節省會員 B 之流動性需求。

(三)Tri-Party Repo

Tri-Party 之參與者包括買方、賣方及介於雙方的代理機構，需簽訂三方契約 (Tri-Party Agreement)。通常以交易者的保管銀行或國際性的清算銀行作為附買回協議雙方的代理機構(如 Euroclear、Clearstream 等)，此代理機構負責附條件交易之後台作業，包括擔保品的分配、將附買回協議交易的款項與券項移轉給交易對手、擔保品逐日洗價與保證金之追繳、擔保品的更換...等。承作 Tri-Party Repo，買方可指定擔保品的種類(債券種類)，承作利率通常會高於 Deliver-Out Repo，但較 Hold in Custody Repo 低。由於進行附條件交易時，債券是在同一家保管銀行不同的帳戶中移轉，故只需支付同行移轉費用，可省下將債券移轉至其他保管銀行的費用，其交割流程如圖 6：

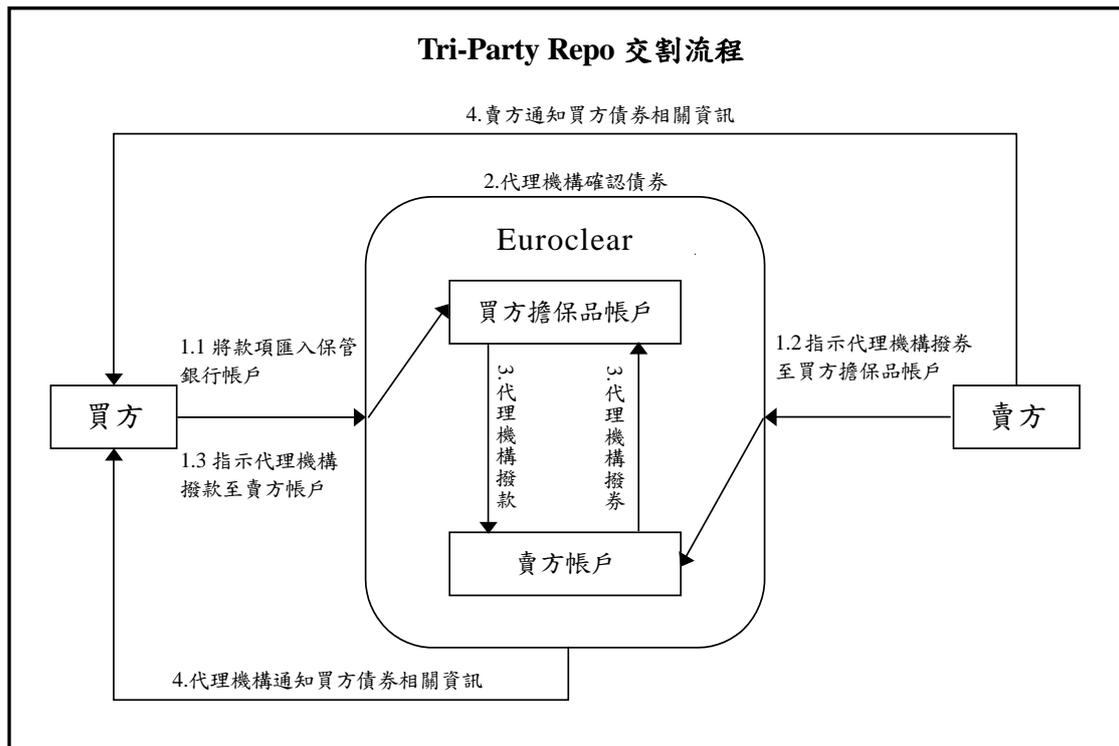


圖 6：英國 Tri-Party Repo 交割流程圖

第三節 德國

壹、市場簡介

一、市場商品種類

德國債券種類依據境內或境外發行人，區分如下：

(一)境內發行人

聯邦政府債券、郵政債券、地方政府債券、抵押權券債、公共債券 (Communal bonds)、公司債、貨幣債券等。

(二)境外發行人

德國馬克債券、貨幣債券及轉換債券等。

依據國際清算銀行 (Bank for International Settlements ; BIS) 2008 年 12 月 31 日資料顯示，

德國境內在外流通之債券數額約為 25,928 億美金，其中政府債券約佔 52%，金融債約佔 35%，公司債及其他債券約為 13%。

二、交易市場概況

德國債券市場交易量為全球第三大，僅次美國與日本。所有的政府公債及大部分公司債均在德國境內八個證券交易所上市，如為上市債券，約 80%至 90%之交易是在法蘭克福交易所完成。惟因集中市場交易並不具強制性，因此，如同其他國家債券市場之發展，交易重心仍以店頭市場為主。

(一)集中市場

1997 年 11 月，法蘭克福證券交易所啟用 Xetra 電子交易平臺進行現貨交易，並於 1998 年 10 月開始債券交易。

1、交易時間

(1)Xetra 交易

A.逐筆交易類別：

(A)pre-opening：7 時 30 分至 9 時。

(B)開盤：9 時。

(C)盤中：9 時至 17 時 30 分。

(D)盤中集合競價：13 時。

(E)收盤集合競價：17 時 30 分。

B.集合競價交易類別：13 時 20 分。

(2)大廳交易：9 時至 20 時。

2、債券報價(殖利率)

發行量少於 10 億馬克者，為 0.01%；發行量高於 10 億馬克為 0.05%。

德國交易所集團其下 7 個交易所中，以法蘭克福證券交易所之成交量最大，2008 年該交易所共有 25,000 檔債券掛牌。

德國央行 2008 年資料顯示，全國交易所之債券交易筆數約 121 萬筆，交易量約為 1 千億歐元，而透過 Xetra 電子交易平台交易之債券交易筆數約 26 萬筆，交易量約 2 百億歐元。世界交易所組織(World Federation of Exchanges；WFE) 年統計資料顯示，德國交易所集團 2008 債券交易量為全球第 10 名，交易量約為 1,820 億美元，較 2007 年交易量 3,160 億美元，縮減 42%。

隨者跨境電子交易系統 Euro MTS 及 EuroCredit MTS 之普及，德國債券及巨額抵押債券交易自 1999 年起，多數皆透過跨境電子交易系統交易。

貳、附條件交易市場簡析

一、交易所交易

德國附條件交易可透過各式電子交易平台進行，除法蘭克福證券交易所 Xetra 電子交易平台外，該集團旗下之歐洲期貨交易所(Eurex) 2000 年 10 月也成立債券市場，俾利推廣德國及歐洲債券市場之發展。歐洲期貨交易所債券有限公司 (Eurex Bonds GmbH) 提供債券交易平台，歐洲期貨交易所債券附條件有限公司(Eurex Repo GmbH)提供債券附條件交易平台。Eurex 附買回協定商品 (Eurex Repo) 係歐洲 Repo 商品主要交易市場，交易商品包括德國政府債券及巨額抵押債券，及 1 至 365 天融資券特別擔保附買回協定

(Special Repos) 等 15 項附買回協定商品。

Eurex Repo 電子交易系統含蓋交易及交割功能，其會員包含中央銀行、商業銀行及證券商等約 60 個參加人，該平台之交易特色如下：

(一) 交易時間：

1、盤前報價時間(Pre-trading phase):上午 7 時至 7 時 30 分。

2、主盤交易時間 (Main trading phase) :上午 7 時 30 分至下午 6 時 (歐洲時間)。

(二) 隔夜回購截止時間

1、Overnight Repo External

係指隔夜回購交易之結算作業同時跨 Cleastream 及 Euroclear 之系統完成者，其截止時間為上午 10 時 30 分 (歐洲時間)。

2、Overnight Repo Internal

係指隔夜回購交易之結算作業僅於 Cleastream 或 Euroclear 系統內完成，其截止時間為下午 15 時 30 分 (歐洲時間)。

(三) 交易類型

1、General Repo

係指附賣回方不指定附買回方所提供之擔保公債需為某特定期別之公債，交易合約內亦不會載明特定期別公債為交易標的。最低附條件交易契約規模 1 百萬歐元。

2、Special Repo

此類交易契約明確指定交易公債之期別。交易商可透過特別融資附買回協定，取

得特定期別的債券，以達其借券目的，最低附條件交易契約規模 50 萬歐元。

歐洲期貨交易所債券附條件有限公司資料顯示，附條件交易中，20% 為指定擔保品契約 (Special Repos)，其餘 80% 屬一般擔保品契約 (General Collateral)。

(四) 擔保品管理

1、Special Repos

Eurex Repo 電子交易系統提供「擔保品總覽」(collateral Overview)功能，俾利交易商瞭解擔保品架構。

2、General Collateral

Eurex Repo 電子交易系統提供「擔保品狀況總覽」(Term Overview)，俾利交易商瞭解擔保品利用狀況。

二、櫃檯買賣交易市場

德國銀行間之債券市場之交易，仍以櫃檯買賣交易市場為主，約佔全國債券市場交易九成以上。

參、附條件交易結算交割作業

德國市場之後台結算機構依標的及交易方式，由 Clearstream Banking Frankfurt (CBF) 及歐洲期貨結算公司 (Eurex Clearing AG) 分別負責，分別說明如下：

一、歐洲期貨結算公司 (Eurex)

負責法蘭克福證券交易所 XETRA 電子交易標的、櫃檯市場公債附條件交易及 Eurex Repo GmbH 債券附條件交易平台交易之結算及保證交割業務。

依 2008 年德國央行資料顯示，Eurex Clearing 結

算之債券附條件交易約 22.9 萬筆，結算之成交金額價值約 10 兆歐元，其債券附條件結算方式概述如下：

(一) 每一個Eurex清算會員皆在下列國際集中保管機構有一個以上之帳戶，俾利結算交割之作業。

- 1、Clearstream Banking Frankfurt(CBF)。
- 2、Clearstream Banking Luxemburg(CBL)。
- 3、Euroclear。

(二) 券項交付

結算會員選擇券項交付之國際集中保管機構 (Clearstream 或 Euroclear)。

- 1、結算會員輸入券項交付指令至國際集中保管機構。
- 2、債息補償自動化。

(三) 風險管理

- 1、每日提供當前流動性保證金損益表。
- 2、自動計算保證金。
- 3、透過不同商品之交叉保證金(Cross Margining)制度，降低投資人交易成本，並提升其風險管理效率。
- 4、提供跨市場/跨產品抵押品服務 (cross-collateralization service)。

(四) 固定收益商品中央結算對手服務(CCP service)

- 1、淨額結算服務。
- 2、跨市場券項交付管理。
- 3、提供日中、日終報告及結算預測報告及整體結算結果報告。

二、Clearstream Banking Frankfurt (CBF) 提供 Triparty

Repo 之服務

依 2008 年德國央行資料顯示，CBF 該年處理知債券交付筆數約 3 百萬筆，金額約 14 兆歐元。CBF 為利其結算會員資金調度需求，提供 Triparty Repo 之服務，概述如下：

- (一) 資金提供者包括中央銀行、政府機構、區域型及跨國銀行。
- (二) Clearstream 擔任買賣雙方附條件交易之中介代理機構，負責後台帳簿劃撥、擔保品保管、每日洗價、保證金追繳及更換擔保品等作業。
- (三) CBF 透過 Target 2 帳戶清算相關交易之款項作業。

Triparty Repo 作業流程示意如圖 7：

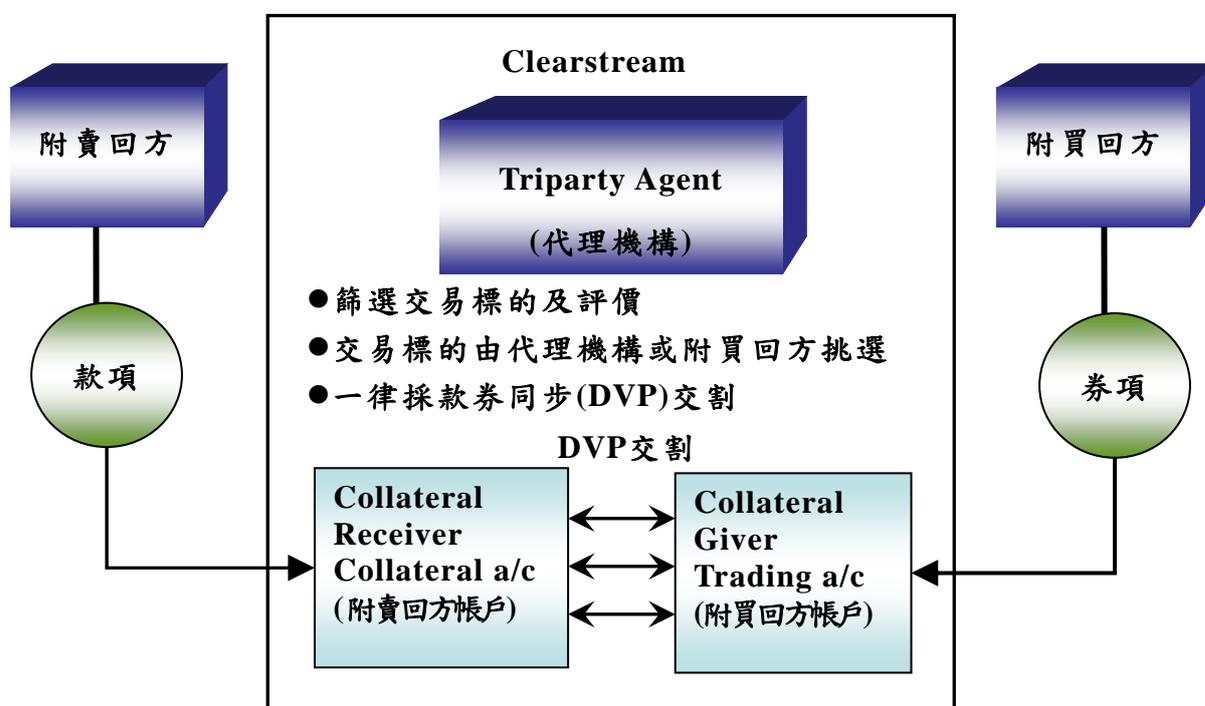


圖 7：Clearstream Banking Frankfurt 辦理 Triparty Repo 作業流程圖

第四節 新加坡

壹、市場簡介

一、市場商品種類

就發行主體而言，可區分為下列幾種商品：

(一)政府債券

新加坡政府透過新加坡金融管理局以公開拍賣方式發行且以新加坡幣計價之登錄形式國庫券或債券。債券投資者可在市場上出售此等證券，初級市場交易商亦可隨時買入和賣出此等債券。政府公債自 1987 年 5 月起採無實體登錄式發行，由新加坡金融管理局核准之登錄機構以自有帳及客戶帳分別登載。

新加坡政府為提高市場效率及流通性，自 2000 年以來實施多項措施，包含提高政府債券發行之量、發行長期政府債券、鼓勵政府相關機構透過債券市場籌資、開放外國企業至新加坡發行債券、開放基金投資債券、債券利息收入採 10% 分離課稅且透過新加坡政府管理之中央公積金(退休儲蓄基金)購買之公債利息免稅等。

(二)公司債

係指為企業為籌資而發行之債券，包含一般債券及結構債券（如資產證券化商品）。

(三)亞洲美元債券

係指以美元等外國貨幣計價之債券或浮動利率票券等債務工具。

二、市場概況

依新加坡金融管理局資料顯示，2008 年政府債券

之發行量為 1,288 億新加坡幣，其餘債券之發行量約為 121 億新加坡幣，2008 年新加坡政府債券平均每月單日成交量約為 23 億新加坡幣至 52 億新加坡幣。

新加坡債券市場分為集中交易市場及店頭市場，商品種類包含政府證券(government securities)、民間體系債券(private sector bonds)及亞洲貨幣債券(Asian dollar bonds)。與大都數國家債券市場發展一樣，債券交易主要以店頭交易市場為主，集中交易市場之交易量相對少很多，以政府債券為例，概述如下：

(一)集中交易市場

債券交易商交易登錄式公債時，須在金融管理局開立一個款項帳戶及二個券項帳戶，俾利記載自有帳及客戶帳。同多數國家，公債交易商擔任市場造市者，提供買賣雙向報價及參與投標等事宜，俾利提高債券市場之流動性。

新加坡證券交易所交易時間：

- 1、一般交易：週一至週五上午 9 時至 11 時 30 分、下午 2 時至 4 時 30 分，T+1 日結算交割（公司債結算交割為 T+3 日。
- 2、現金交易：週一至週五上午 9 時至 11 時 30 分，下午 2 時至 3 時 30 分，T 日進行結算交割

新加坡證券交易所現約有 8 個主要交易商，藉著債券雙向報價(by quoting two-way bid and offer prices)來增強市場上債券之流動性。一般以 500 萬星幣為一個交易單位。交易報價以殖利率為基礎，並以買賣金額加計應計利息為結算金

額。

(二)櫃檯買賣市場

債券交易仍以櫃檯買賣市場交易，尤其以政府債券之交易為主。

三、債券交易方式

以政府債券為例，目前新加坡政府核准之次級市場交易商有 18 家銀行及證券商，其餘 98 家銀行透過其位於新加坡金融管理局之帳簿劃撥帳戶進行政府債券之交易。除了前述之交易商及證券商外，該債券市場之參與者還包含保險公司、基金管理公司、一般企業及自然人。

交易商之政府債券交易係藉由電子通訊傳輸系統完成，除可提高次級市場款項交割效率、新加坡金融管理局亦可瞭解政府債券在外流通情況及機構持有部位，以減少遺失、竊盜、毀損及偽造風險。

新加坡政府於 2005 年推出新加坡政府債券電子交易平台(Singapore Government Securities Electronic Bond Trading Platform)。該交易平台由新加坡政府、彭博通訊社及公債主要交易商合作開發，該電子交易平台提供初級市場債券之買賣成交時間、價格及數量之資料，以提升市場透明度，加強市場穩定性。該平台初期僅提供初級市場交易商使用，未來將開放予其他非初級市場交易商之銀行及保險公司使用。

貳、債券附條件交易制度

依新加坡金融管理局數據顯示，2008 年附條件交易市場每月平均單日之政府債券成交量約介於 16 億至 26 億新加坡幣間。

一、附條件市場交易制度

以政府債券附條件為例，買賣雙方須簽訂新加坡政府 1995 年公佈之 PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement (PSA/ISMA agreement)。交易單位一般為 250 萬新加坡幣，依規定得以擔保品或現金作為保證金。

(一)新加坡交易所公債之附條件交易分為一般擔保 (General Collateral ; GC) 及指定擔保 (Specific Collateral) 兩類，概述如下：

1、一般擔保

係指附賣回方不指定附買回方所提供之擔保公債需為某特定期別之公債，交易合約內亦不會載明特定期別公債為交易標的。

2、指定擔保

此類交易契約明確指定交易公債之期別。交易商可透過特別融資附買回協定，取得特定期別的債券，以達其借券目的。

為利債券市場發展，新加坡金融管理局近年推行多項措施發展公債附條件交易市場，包括：

- 1、允許銀行將附條件交易下持有的所有新加坡政府證券納入為銀行的流動資產。
- 2、准許海外銀行及初級市場交易商參與政府公債附條件交易。

參、結算交割

新加坡負責後台結算交割之機構為新加坡金融管理局及新加坡集保公司 (Central Depository Pte Ltd ; CDP)，新加坡金融管理局負責政府債券之結算交割，而新加坡集保

公司負責公司債之結算交割作業。

一、新加坡債券市場以政府債券為主，茲以政府債券附條件之結算交割機制說明如下：

新加坡金融管理局以即時總額交割系統(MAS Electronic Payment System-Delivery vs Payment；MEPS-SGS)辦理政府債券之結算交割。

MEPS-SGS 以 SWFIT 訊息格式及直通式處理政府債券款項交割作業，其相關功能包含：

- (一) 交割款項轉帳功能。
- (二) 逐筆交易之總額資金移轉作業。
- (三) 採用 SWFIT 訊息格式，並採用網路架構以利與市場參與者後台直接連結。
- (四) 提供交易當日自動擔保流動性功能(automated collateralized intraday liquidity facilities)：為降低結算交割風險，銀行於日中得以新加坡政府債券為抵押品，由新加坡金融管理局提供銀行信用交易，以提升參加人款項交割之效率。

當日自動擔保流動性功能營業時間為星期一至星期五上午 9 時至下午 17 時，沖正截止時間為下午 17 時 30 分。

二、結算交割流程

(一)交易確認

政府債券賣方於附條件交易確認後 1 小時內，將交易指令輸入 MEPS-SGS，並通知買方進行確認後，系統進行結算。

(二)銀行間附條件交易

政府債券賣方須將交易訊息輸入即時總額交

割系統 (MEPS+)，並傳送至買方進行確認。

(三)當日附條件交易

賣方訊息需即時送出，俾利於系統截止時間內完成確認。

1、結算時間

(1)T+1 日結算：星期一至星期五上午 9 時至下午 4 時 30 分。

(2)T 日結算：星期一至星期五上午 9 時至下午 3 時 30 分。

(3)標準化市場交易單位：250 萬新加坡幣。

2、結算日

現行結算日為 T+1 日，若有不同之結算時間，須事先註明。若契約約定之到期結算日為例假日，則自動遞延至次一營業日進行。

3、款項交割終止時間

(1)日間附條件交易 (Intra-day Repo Deals)

交割款項需於交易確認之半小時內，透過 MEPS-SGS 截止時間內完成。

MEPS-SGS 營業時間為星期一至星期五上午 9 時至下午 4 時 30 分，星期六上午 9 時至中午 12 時 30 分。

(2)當日附條件交易 (Same day Repo Deals)

交易日與交割日為同一天，交割款項須於當日下午 3:30 分，透過 MEPS-SGS 完成。

(3)其它附條件交易 (Other Repo Deals)

交割款項須於結算日於 MEPS-SGS 截止時間內完成。

附條件買賣之價格皆為含息價格。

4.保證金追繳

若新加坡金融管理局於上午 11 時前通知追繳保證金，則相關保證金須於當日截止時間前完成，若於上午 11 時後通知追繳保證金，保證金須於次一營業日補足。

三、交割

除非交易雙方另有約定之交割方式，否則政府債券附條件交易多以款券同步交割辦理。

四、違約

交易雙方若有一方違約或延遞交割，其交易對手可依 PSA/ISMA agreement 向違約方求償利息。

SGS 款券結算交割流程說明如圖 8：

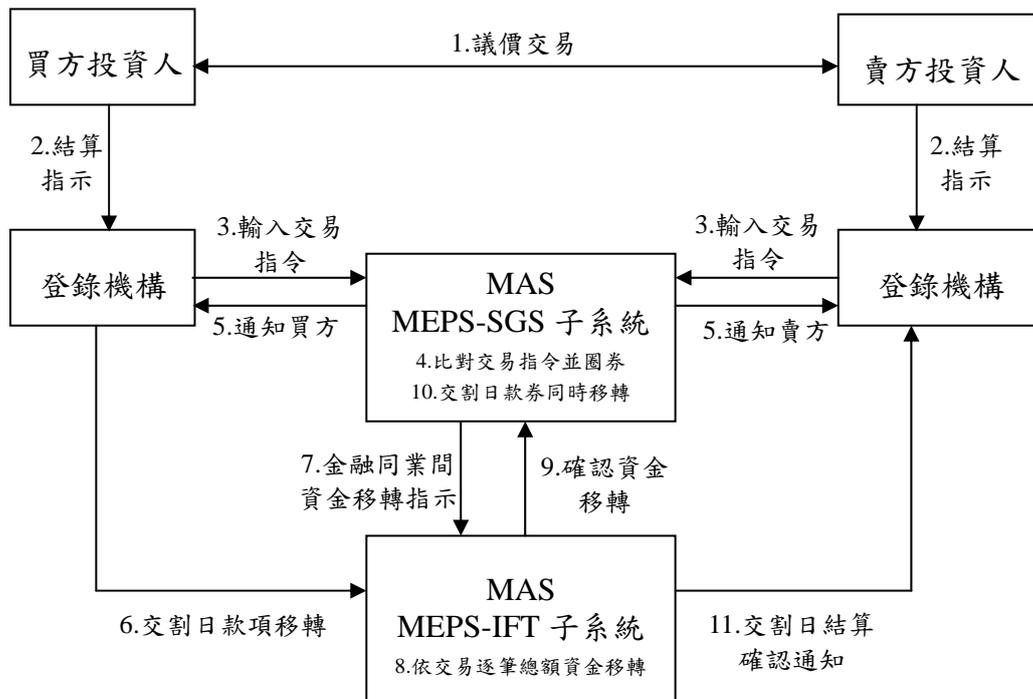


圖 8：新加坡 MEPS-SGS 款券結算交割流程圖

第五節 中國大陸

壹、市場簡介

一、市場商品種類

(一)國債

中央政府為平衡國家財政收支及進行基礎設施和公共設施建設，而發行之國庫券和國家債券。依其債券形式，可分為憑證式國債、無記名國債和記帳式國債，其中憑證式國債及記帳式國債現為主要市場交易標的。

1、憑證式國債

指政府不印製實體券，而用填製“國庫券收款憑證”方式發行的國債，並以國債收款憑證作為債權證明，另因其利率通常比同期銀行存款利率高，具有儲蓄的特點，所以又被稱為儲蓄式國債。具有可記名、掛失之特性。

2、無記名（實物）國債

為實體國債，其票面不記載債權人姓名或單位名稱。由於不記名、不掛失，其持有的安全性不如憑證式國債及記帳式國債，但可上市轉讓，流動性較強。

3、記帳式國債

以無紙化形式發行。該種債券透過證券交易所交易，投資者持有的國債登記於其證券帳戶中，投資者僅取得收據或對帳單以證實其所有權的一種國債，具有可記名、掛失之特性。

中央國債登記結算公司統計資料顯示，2008年國債之發行量為 7,935 億人民幣，歷年來發行統計如圖 9：

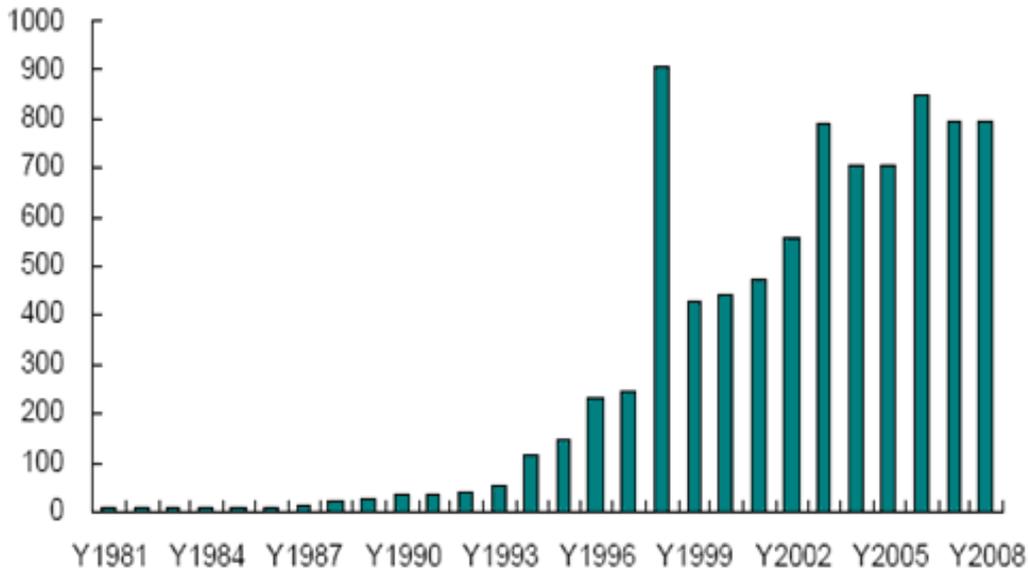


圖 9：中國大陸中央國債歷年發行量統計圖

(二)公司（企業）債

企業為籌資而發行之債券。公司債券的發行主體是股份公司，但也可以是非股份公司的企業發行債券，所以，一般歸類時，公司債券和企業發行的債券合在一起，可直接成為公司（企業）債券。

(三)可轉換公司債

為具股權轉換之企業債券。投資人可於一定期限內，依據發行條件將債券轉換成公司股份。

依據「上市公司證券發行管理辦法」規定，上市公司可依規定公開發行認股權與公司債券分離交易之可轉換公司債券，這類債券之認股權及

公司債券應依證券交易所規定，分別上市交易。

(四)金融債

為銀行及非銀行金融機構依照法定程式發行並約定在一定期限內還本付息的有價證券，目前主要由國家開發銀行、進出口銀行等政策性銀行發行。

中國政府 2008 年 12 月 31 日統計數據顯示，流通在外之國債佔全中國市場 32.27%，公司債及金融債流通在外數僅佔市場 4.5%及 2.81%，相關統計如表 1：

表 1：中國債券市場流通在外固定收益商品統計表

Bonds Outstanding	# of Issues	Par Value (Billion)	Percentage
Government Bonds	110	4875.34	32.27%
Central Bank Bills	135	4812.10	31.85%
Policy Bank Bonds	222	3672.01	24.30%
Financial Institution Bonds	99	424.82	2.81%
Corporate Bonds	295	680.35	4.50%
Corporate Commercial Papers	259	420.31	2.78%
Assets Backed Securities	49	55.11	0.36%
Mid-Term Notes	39	167.20	1.11%
Panda Bonds	3	3.00	0.02%
Total	1211	15110.23	100.00%

資料來源：中國債券信息網

二、交易市場概況

中國債券市場大致可分為交易所交易市場、銀行間債券市場及銀行櫃檯買賣交易市場等三種市場，其基本結構如圖 10：

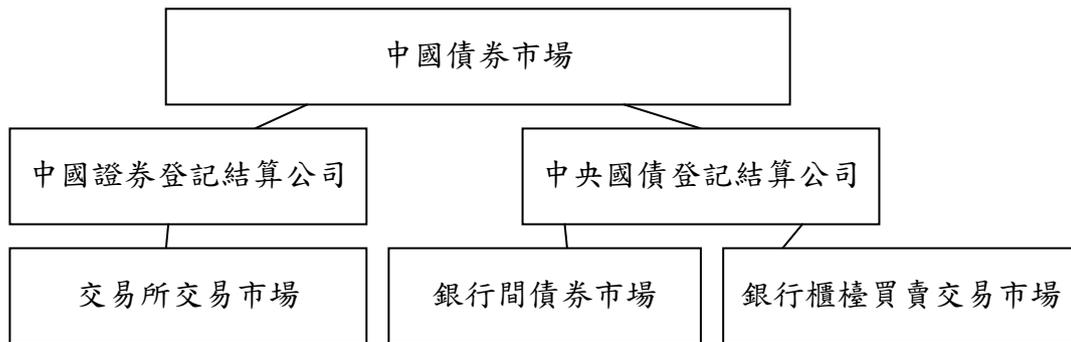


圖 10：中國債券市場基本結構圖

資料來源：張梅琳〈開放式回購下的債券市場交易模式探討〉

(一)交易所交易市場

指透過上海及深圳等證券交易所，進行場內交易之市場。

(二)銀行間債券市場

指依託於全國銀行間同業拆借中心和中央國債登記結算公司，包括商業銀行、農村信用聯社、保險公司、證券公司等金融機構進行債券買賣和贖回的市場，成立於 1997 年 6 月 6 日。經過近幾年的迅速發展，銀行間債券市場目前已成為中國大陸債券市場的主體部分。

(三)銀行櫃檯買賣交易市場

始於 1998 年之場外交易市場。證券經營機構都設有專門的證券櫃檯，通過櫃檯進行債券買賣。在櫃檯交易中場中，證券經營機構既是交易的組織者，又是交易的參與者。

上述三個債券市場特徵比較如表 2：

表 2：中國債券市場交易市場比較表

	交易所交易市場	銀行間債券市場	櫃檯買賣交易市場
市場性質	場內交易	場外交易	場外交易
交易商品	記帳式國債、可轉換債券、公司(企業)債券	記帳式國債、金融債	憑證式國債、記帳式國債
交易方式	電腦競價自動撮合	詢價交易	銀行櫃檯雙邊報價
交易類型	現券交易、回購交易	現券交易、回購交易	現券交易
結算體制	券款對付 (款券同步交割)	逐筆全額交割	逐筆全額結算
結算時間	T+1 日	T 日或 T+1 日	T 日

中國債券市場 2008 年交易規模約為 972.75 千億人民幣，其中回購交易約佔 60%，為 599.56 千億人民幣，詳如表 3：

表 3：中國債券市場交易量統計表

Market	Spot Trading	Repo Trading	Total
Shanghai Stock Exchange	205.87	2430.68	2636.55
Shenzhen Stock Exchange	21.88	0.00	21.88
Interbank Market	37090.52	57526.25	94616.78
Total	37318.28	59956.93	97275.21

資料來源：中國證券監督管理委員會

中國債券回購交易大都集中於交易所市場及銀行間債券市場，上海交易所 2008 年之回購交易量約為 2.4 兆人民幣，而銀行間債券市場之回購交易量約為 58 兆人民幣，前述交易中，97% 為質押式回購交易，相關統計分如圖 11：

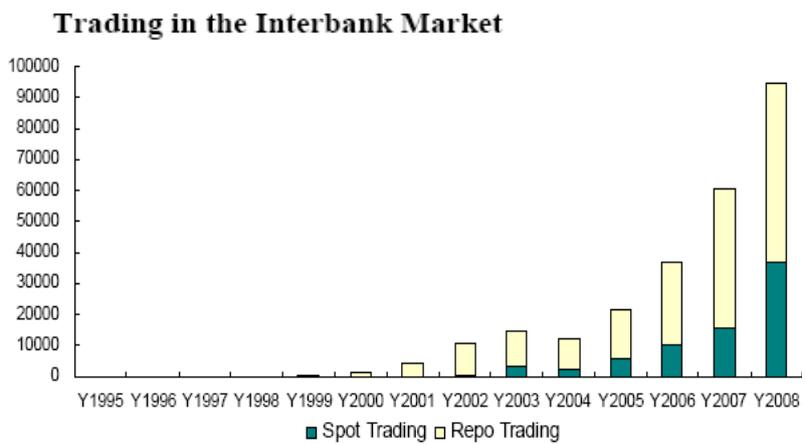
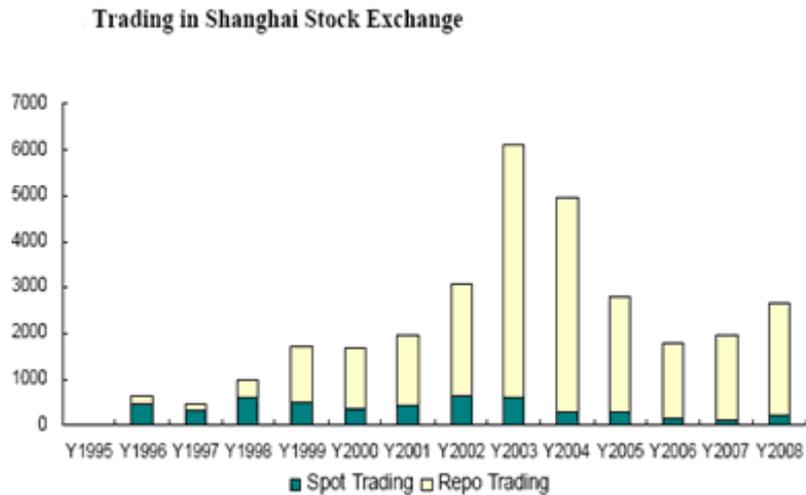


圖 11：中國債券回購交易統計圖

資料來源：中央國債登記結算公司

貳、債券附條件交易(稱為回購交易)方式

債券交易雙方達成一筆交易時，規定賣方必須於未來某一約定時間以雙方約定價格再向原買方買回原先售出的債券，並以商定的利率（價格）支付利息。目前深、滬證券交易所均有債券回購交易，但只允許機構法人開戶交易，個人投資者不能參與。

回購交易可分為質押式回購及買斷式回購交易：

一、質押式回購

交易雙方以債券為質押標的一種短期資金融通交

易。資金融入方（正回購方）將債券出質予資金融出方時，正回購方於約定日期返還本金及按約定回購利率計算利息予逆回購方，逆回購方亦同時解除原出質債券之融資行為。

實際成交天數可由交易雙方決議，惟最短交易期限為 1 天，最長交易期限為 365 天，一般市場常見交易天數為 1 天、7 天、14 天、21 天、1 個月、2 個月、3 個月、4 個月、6 個月、9 個月、1 年，計 11 種天期。

(一)適用對象

中國境內具有法人資格的商業銀行及其授權分支機構、非銀行金融機構和非金融機構、經批准可經營人民幣業務的外資銀行分行。主要機構類型有國有商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、農村信用聯社、外資銀行、證券公司、財務公司、基金公司等，並簽署《全國銀行間債券市場質押式債券回購主協議》。

(二)交易方式

- 1、交易雙方按照市場利率透過詢價，商定債券質押式回購利率。
- 2、交易一方根據雙方交易意向，通過全國銀行間同業拆借中心本幣交易系統發送質押式回購指令，經另一方確認後雙方成交，列印質押式回購成交單。
- 3、交易雙方通過中央債券簿記系統發送債券結算指令，指令匹配後生成結算合同。
- 4、資金交割：雙方成交後，按確定交割日期進

行資金清算，正回購方從逆回購方取得確定金額的融通資金，同時該交易項下的債券暫被凍結。

5、期滿清算：債券回購到期日，正回購方足額償還資金本息後，重新取得其債券的處置權。

二、買斷式回購

指資金融入方（正回購方）將債券賣給資金融出方（逆回購方）的同時，交易雙方約定在未來某一日期，由正回購方再以約定價格從逆回購方買回相等數量同種債券的融通交易行為。

交易期限分為 1 天、7 天、14 天、21 天、1 個月、2 個月、3 個月等共 7 類；實際成交天數可根據需要雙方協商確定，最短 1 天，最長不超過 3 個月。

（一）適用對象

簽署《全國銀行間債券市場買斷式債券回購主協議》之中國境內商業銀行及其授權分支機構、非銀行金融機構、核准經營人民幣業務之外資銀行分行。主要機構類型有國有商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、農村信用聯社、外資銀行、證券公司、財務公司、基金公司等。

（二）交易方式

同質押式回購之交易方式。

參、回購交易結算交割作業

回購交易之結算交割作業，依交易市場不同，分述如下：

一、上海交易所

上海交易所之國債質押式回購，由中國證券登記結算公司(以下簡稱結算公司)負責結算，其相關結算交割作業與回購押品管理如下：

(一)交易前置作業

- 1、融資方結算參與人應當提交國債、結算公司認可的公司債券等作為債券回購的質押券。
- 2、融資方結算參與人應按規定透過交易系統向結算公司申報提交質押券：
 - (1)屬自營融資回購業務，融資方結算參與人應將自營證券帳戶中的債券作為質押券。
 - (2)屬經紀融資回購業務，融資方結算參與人應依客戶委託，以融資方結算參與人自己名義，將該客戶證券帳戶中的債券作為質押券。
- 3、結算公司在其系統設置回購交易質押品保管庫(以下簡稱質押庫)，用於登載融資方結算參與人向結算公司提交之質押券等質押品。結算公司按結算參與人經紀及自營業務分別設立經紀質押庫和自營質押庫。
- 4、在回購交易時，交易系統按證券帳戶對回購交易進行前端檢查，只有在質押券足額情況下，融資回購申報才有效

(二)結算交割作業

- 1、交易日收盤後，結算公司將納入淨額清算的證券標的，以結算參與人為單位，結算參與人應收或應付資金淨額。
- 2、對於按淨價交易方式達成的債券交易，結算

公司按照成交價格和應計利息額之和，與買賣雙方結算參與人進行資金結算。

- 3、回購交易採一次成交、兩次結算方式；結算公司負責回購交易的兩次結算，即成交結算與到期購回結算。

(三)回購質押品管理

- 1、在質押關係存續期間，質押券有兌付到期本息情形且債券發行人委託結算公司辦理還本付息者，結算公司直接將兌付的到期本息留存在質押庫。
- 2、每日收盤後，結算公司按公布的當期適用的標準券折算率分別將各結算參與人提交的質押券折算成標準券，並核算各相關證券帳戶質押券是否足夠。
- 3、遇有標準券折算率調整等情況時，融資方結算參與人應當立即檢查各證券帳戶是否發生質押券不足。質押券不足者，融資方結算參與人應當於次一交易日補足質押券。
- 4、結算參與人於質押券足夠時，得向結算公司申請轉回質押券轉入融資方結算參與人名下，或轉入其指定的證券帳戶。

二、全國銀行間債券市場

該市場之買斷式回購業務，由中央國債登記結算有限責任公司負責結算。

(一)結算交割機制

債券交易結算採用即時總額結算制。

(二)交割時點及款券交付方式

債券回購之交割日包含首次交割日期及到期交割日，交易雙方可約定首次交割日為成交日或次一營業日，而到期交割日為交易雙方約定之債券回購日期。

(三)結算方式

中央結算公司提供下列三種結算方式，回購到期日可採用與首次交割不同之結算方式，由雙方在該筆回購首次結算指令中約定。

- 1、純券過戶，中央結算公司依照參加人之結算指令，辦理債券交割，款項由交易雙方自行約定。
- 2、見款付券：賣方收到買方資金後再通知中央結算公司辦理債券過戶事宜。
- 3、見券付款：買方透過系統得知賣方已將債券轉入其代付帳戶後，即匯款予賣方，並通知中央結算公司辦理債券交割作業。

三、櫃檯買賣交易市場

該市場之結算機構由中央國債登記結算公司負責結算，採兩級託管體制，中央結算公司為債券之一級託管人，而經批准辦理記帳式債券櫃檯交易之商業銀行為二級託管人。

債券櫃檯交易業務透過銀行之交易系統、債券櫃檯交易業務報價系統及中央債券簿記系統共同進行。銀行於中央結算公司之簿記系統開立債券自營帳戶和代理總帳戶，分別記載其自有債券部位及其客戶之債券總額。

第三章 我國固定收益商品附條件交易結算交割制度

第一節 中央政府公債

壹、發行登錄

中央政府債務管理係由財政部負責，依「中央政府建設公債及借款條例」第九條規定，中央銀行係以財務代理人身份經理中央政府國內外公債之發售、登記及還本付息業務，另依第六條規定，以登記形式發行之公債，稱為登錄公債，因登錄公債制度之實施，不但提高公債保管及移轉的安全性，並增進公債市場的效率與流動性，促進公債市場的發展。

中央銀行於民國 86 年 9 月發行無實體之中央登錄公債後，截至 98 年 10 月底登錄公債佔中央政府公債比率為 99.9%，其發行量及未償還餘額統計如表 4：

表 4：中央銀行登錄公債歷年發行量及未償還餘額統計表

單位：新臺幣億元

年度	當期發行額	當期償還額	未償還餘額
91	4,262.00	746.84	21,241.29
92	4,547.50	752.46	25,036.33
93	4,650.00	2,394.00	27,292.33
94	4,450.00	1,611.61	30,130.72
95	4,400.00	2,137.33	32,393.39
96	3,931.51	2,224.60	34,100.30
97	4,100.00	2,102.99	36,097.31
98 年 1-9 月	3,300.00	1,711.50	37,685.81

資料來源：中央銀行網站

貳、交易制度

中央政府公債市場之交易方式目前皆為店頭市場交易，又可分為櫃買中心債券等殖成交系統與交易商營業處所議價。

一、櫃買中心債券等殖成交系統

櫃買中心於民國 91 年 7 月建立債券等殖成交系統，其參與者及交易方式如下：

(一)開戶

中央公債交易商須向櫃買中心申請於債券等殖成交系統買賣債券，並預繳債券給付結算準備金。

(二)交易時間

買賣斷交易之交易時間為上午 9 時至下午 1 時 30 分，指定債券附條件交易之交易時間為上午 9 時至下午 1 時 30 分及下午 2 時至 3 時，一般擔保品附條件交易之交易時間為上午 9 時至 9 時 30 分。

(三)交易價格及單位

交易商之買賣斷與附條件交易應分別採殖利率及利率申報，其升降單位為萬分之一個百分點。

每交易單位為面額新臺幣 5,000 萬元整，買賣申報數量須為一交易單位或其整倍數，單筆買賣申報數量不得超過 9 交易單位。

(四)附條件交易天期

指定債券附條件交易之承作期間，區分為一、五、十個營業日。

一般擔保品附條件交易之承作期間，區分為一、五、十、二十個營業日。

二、交易商營業處所議價

中央政府公債買賣斷交易主要透過櫃買中心債券等殖成交系統交易外，仍有部分買賣斷交易及多數附條件交易依然維持電話議價方式，由投資人與交易商議定買賣債券之標的、面額、利率及交割方式等條件，即為處所議價交易，登錄公債買賣斷及附條件交易金額統計如表 5：

表 5：中央銀行登錄公債歷年處所議價交易統計表

單位：新臺幣億元

年度	登錄公債買賣斷 交易金額	登錄公債附條件 交易金額	登錄公債交易總額
91	593,960	466,881	1,060,841
92	1,296,767	510,574	1,807,341
93	1,358,227	510,418	1,868,645
94	2,418,517	618,972	3,037,489
95	1,677,552	800,768	2,478,320
96	923,420	856,169	1,779,589
97	584,563	607,456	1,192,019
98 年 1-9 月	308,510	337,079	645,589

資料來源：中央銀行網站

由表 5 統計分析，於民國 92 年起實施政府公債主要交易商機制，致政府公債買賣斷金額大幅成長，而附條件交易係屬營業處所議價買賣，為交易商重要融資工具，其交易量亦逐年穩定成長。另登錄公債登記分析如表 6：

表 6：中央銀行登錄公債歷年登記分析統計表

金額單位：新臺幣億元

年度	轉讓登記		附條件交易憑證簽發及註銷	
	筆數	面額	筆數	面額
91	250,462	294,010	1,194,044	466,881
92	230,504	299,560	1,107,004	510,574
93	178,368	242,734	990,240	510,418
94	196,356	309,332	976,875	538,073
95	165,344	291,808	944,467	503,570
96	114,068	184,533	791,496	448,284
97	98,398	210,745	636,039	347,098
98年1-9月	73,262	181,846	352,744	196,218

資料來源：中央銀行網站

參、中央登錄債券系統架構

中央登錄債券系統架構特色如下：

一、跨行連線系統(interbank on-line network)

中央登錄債券系統係以中央銀行為跨行連線中心，透過中央銀行與 16 家清算銀行電腦主機連線的運作，以電腦登錄方式，辦理中央登錄債券之發售、買回、移轉及還本付息等作業。

二、層級式(Tiers)帳戶架構

除中央銀行國庫局及業務局分別開立登錄債券帳戶，以辦理其相關業務外，限清算銀行可直接向國庫局開立登錄債券帳戶，一般之自然人及法人均應向清算銀行申請開立登錄債券帳戶，其帳戶架構示意如圖 12：

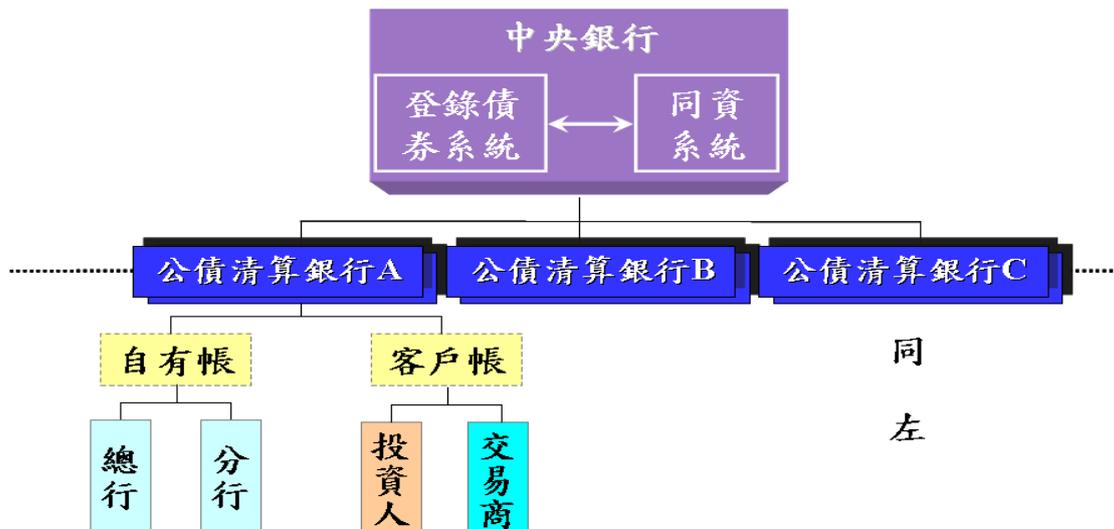


圖 12：中央銀行登錄債券系統帳戶架構示意圖

三、帳簿登錄(book-entry)作業

中央登錄債券為記名式，其承購、轉讓、信託、提存、繳存準備、設定質權及充公務上之保證，均透過電腦系統登錄持有人權益，非經登記不得對抗第三人。

四、即時總額清算(Real Time Gross Settlement；RTGS)

中央登錄債券制度係以連續即時、逐筆總額清算模式辦理登記轉帳。

五、款券同步交割(Delivery versus Payment；DVP)

原機制僅限同一清算銀行內之交易轉帳可採款券同步交割方式，自 97 年 4 月 14 日起，不同清算銀行間之交易轉帳，可採跨行款券同步交割清算機制，惟僅限於買賣斷交易。

肆、附條件交易結算交割作業

一、櫃買中心債券等殖成交系統

債券等殖成交系統包括電腦議價系統及比對系統二部分，主要均以證券自營商之間的登錄債券交易為

主體，其中指定債券附條件交易之給付結算日為成交日之次二營業日，一般擔保品附條件交易之給付結算日為成交日，其結算給付分為款券兩部分，交割示意如圖 13：

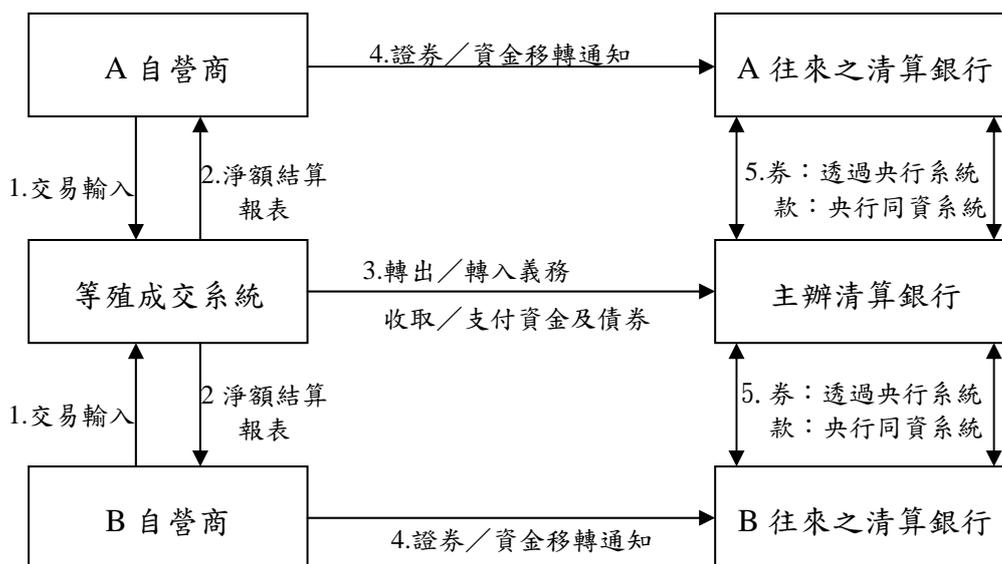


圖 13：櫃買中心債券等殖成交系統結算流程圖

- (一) 有應付價金者，在給付結算日下午 1 時 30 分前，合併計算買賣斷與附條件交易淨額之價金，存（匯）入櫃買中心債券等殖成交系統款項結算專戶。
- (二) 有應付債券者，在給付結算日下午 1 時 30 分前，將買賣斷與附條件交易之債券合併計算後，轉入櫃買中心債券等殖成交系統債券結算專戶。
- (三) 應收價金之交易商，櫃買中心於給付結算日下午 1 時 30 分起，將其買賣斷與附條件交易之淨額款項，存入證券自營商「款項結算專戶」。
- (四) 應收債券之交易商，櫃買中心於給付結算日下午 1 時 30 分起，將買賣斷與附條件交易之債券合併

計算後，淨收債券轉入至證券自營商「清算銀行登錄公債帳戶」。

二、營業處所議價交易

除採帳簿劃撥轉帳(FOP)或款券同步(DVP)買賣斷方式交割外，多數附條件交易皆採附條件交易憑證（俗稱保管條）方式交割，其作業流程如下：

(一) 附條件交易憑證開立作業

由交易商填具「附條件交易憑證簽發申請書」，向清算銀行辦理，清算銀行掣發憑證交予交易商，再由交易商交付投資人；而款項部分則由交易商與投資人另行約定交付方式，採款券不同步方式進行，有關附條件交易憑證開立作業示意如圖 14：

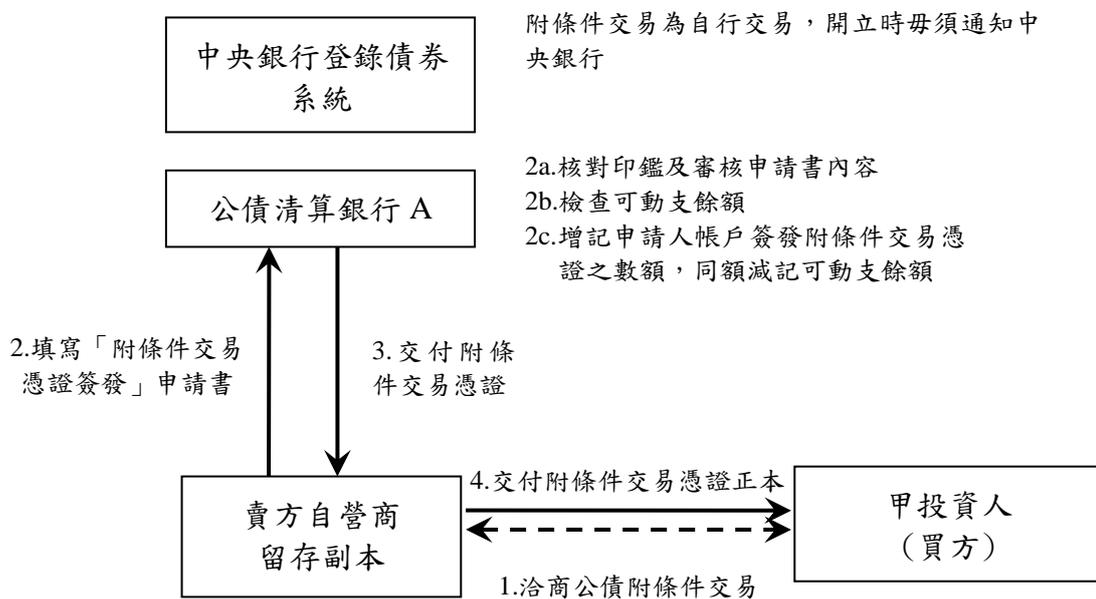


圖 14：中央銀行登錄債券附條件交易憑證開立作業流程圖

(二) 附條件交易到期履約作業

附條件交易到期時，投資人持有之附條件交

易憑證即自動失效；由交易商交付附條件交易憑證副本，並加蓋交易商原留印鑑向清算銀行辦理，清算銀行即減記申請人債券帳戶簽發附條件交易憑證之數額，同額增記其可動支餘額。而款項部分則由交易商與投資人另行約定交付方式，採款券不同步方式進行，附條件交易憑證到期履約作業示意如圖 15：

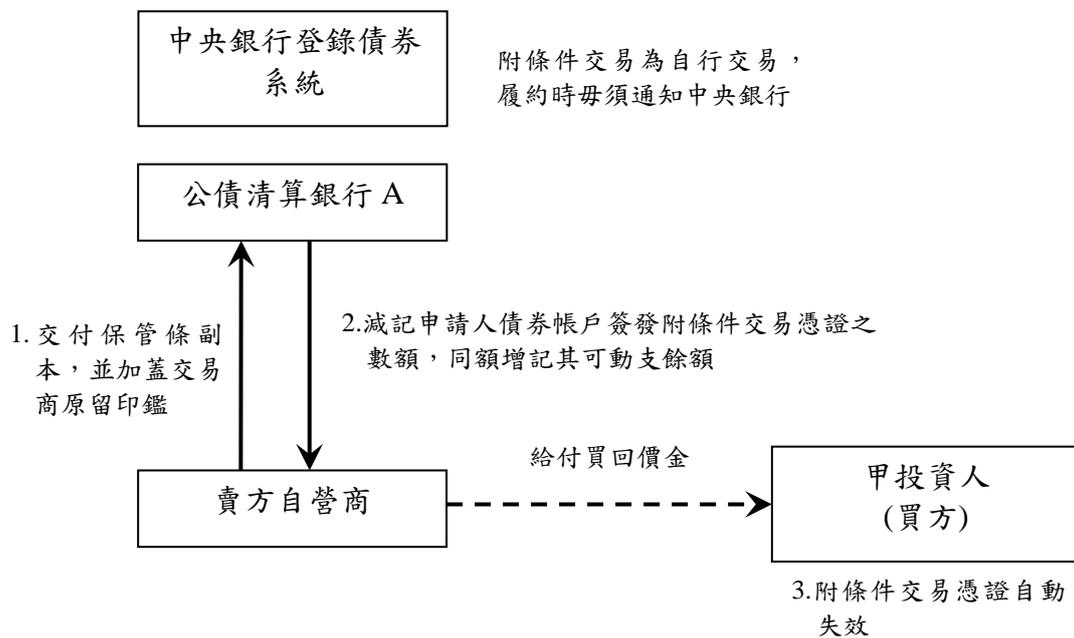


圖 15：中央銀行登錄債券附條件交易到期履約作業流程圖

(三) 附條件交易中途解約作業

由交易商向投資人收回附條件交易憑證或切結書，再將附條件交易憑證或切結書加蓋交易商原留印鑑，交付予清算銀行辦理，清算銀行即減記申請人債券帳戶簽發附條件交易憑證之數額，同額增記其可動支餘額；而款項部分則由交易商與投資人另行約定交付方式，其附條件交易憑證中途解約作業如圖 16

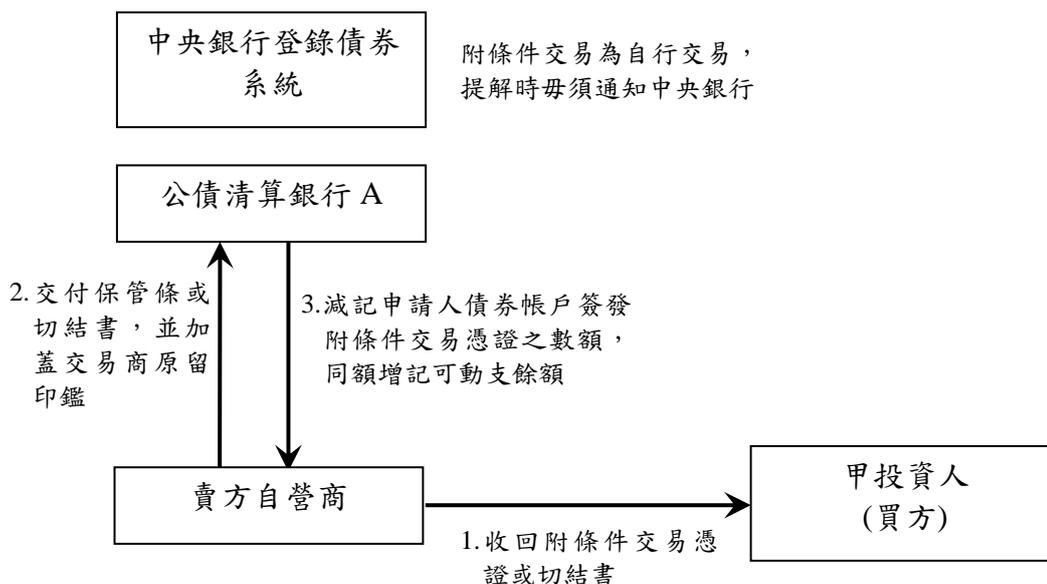


圖 16：中央銀行登錄債券附條件交易憑證中途解約作業
流程圖

第二節 公司債、金融債等固定收益證券

壹、發行登錄

目前中央政府公債以外之固定收益證券包括公司債、金融債、地方政府債券及債權型受益證券或資產基礎證券等，除 95 年 7 月 1 日前發行流通在外實體固定收益證券外，其餘皆由臺灣集中保管結算所（以下簡稱集保結算所）辦理發行登錄及帳簿劃撥作業。

截至 98 年 9 月底，普通公司債、金融債、政府債券（含中央政府公債）及受益證券其發行檔數及餘額統計如表 7：

表 7：我國債券歷年流通餘額統計表

單位：新臺幣十億元

年度	政府債券		金融債券		受益證券		普通公司債	
	檔數	餘額	檔數	餘額	檔數	餘額	檔數	餘額
88	50	1,243.82					907	386.17
89	57	1,478.32					1,206	443.34
90	65	1,856.92	21	5.00			1,487	516.90
91	74	2,212.72	327	129.92			2,036	650.86
92	80	2,587.67	727	263.89	6	9.48	2,666	799.85
93	86	2,850.67	1,160	455.05	23	29.72	2,882	899.38
94	88	3,141.72	1,290	583.62	58	90.055	2,784	935.52
95	90	3,382.52	1,390	741.83	75	132.11	2,397	971.02
96	88	3,518.47	1,209	754.13	98	191.00	1,744	877.34
97	91	3,735.17	929	806.20	82	144.28	1,142	947.61
98年 1-9月	94	3,910.55	649	738.02	72	108.80	822	883.66

資料來源：金管會證期局

貳、交易制度

固定收益證券交易方式目前皆為店頭市場交易，又可分為櫃買中心固定收益證券交易系統及交易商營業處所議價交易。

其中透過櫃買中心固定收益證券交易系統得辦理固定收益證券買賣斷交易之結算交割作業，惟因商品特性緣故，實際幾無成交量，市場交易多為交易商營業處所交易。

集保結算所自 95 年 8 月 21 日起提供市場買賣斷及附條件交易 DVP 交割機制，惟因政策未作強制，實務上附條

件交易則採債券存摺(俗稱保管條)方式交割，自 95 年 7 月 1 日公司債、金融債等採無實體化發行，於集保結算所發行登錄數量亦逐年增加，透過集保結算系統開立之債券存摺數量亦逐年增加，最近 5 年開立債券存摺統計如表 8：

表 8：集保結算所最近 5 年開立債券存摺統計表

單位：新臺幣億元

年度	筆數	數額
94	770	988
95	4,367	5,333
96	15,815	12,495
97	29,812	20,877
98 年 1-10 月	23,185	13,815

資料來源：集保結算所

參、債券存摺開立之帳戶架構

一、帳戶架構

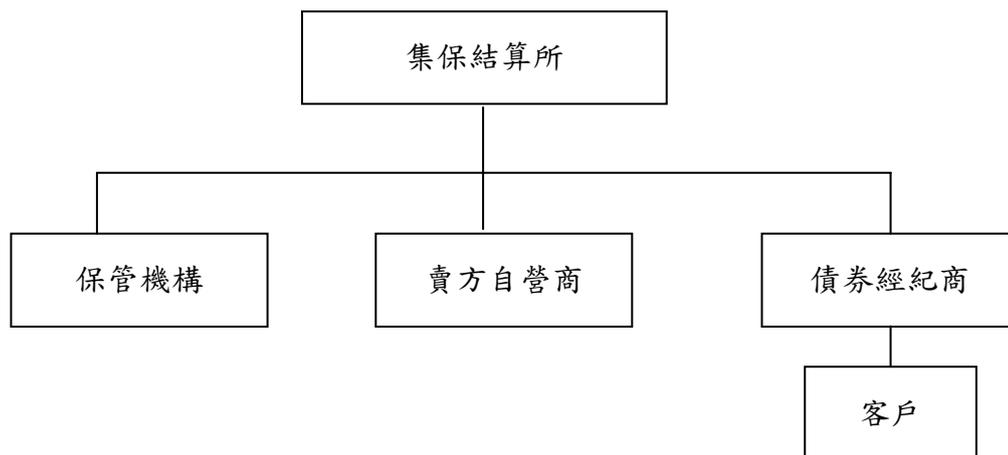


圖 17：債券存摺開立帳戶架構圖

二、債券存摺簽發作業原則

(一) 債券自營商直接至集保結算所開戶成為參加人，

所有交易均由債券自營商操作連線交易。

(二) 由集保結算所系統控管債券存摺簽發與註銷交易。

(三) 債券存摺由債券自營商簽發，債券存摺上無買方集保帳號者，債券存摺應送交集保結算所覆核。

肆、附條件交易交割作業

一、債券存摺開立作業

(一) 賣方自營商填具債券存摺開立申請書，並經集保結算所連線電腦輸入賣方帳號、買方帳號、買方名稱、買方身分證字號或營利事業或扣繳單位統一編號、債券代號、成交面額、成交單編號、附條件到期日及類別等資料通知集保結算所。

(二) 集保結算所審核其帳戶可動用支餘額無誤後，增記其帳戶開立債券存摺數額，同額減記其可動用餘額。

(三) 賣方自營商經集保結算所連線電腦輸入賣方帳號、原交易日期、原交易序號、簽發類別等資料，列印經集保結算所電腦系統編號之債券存摺，用印後交付客戶，作業流程如圖 18：

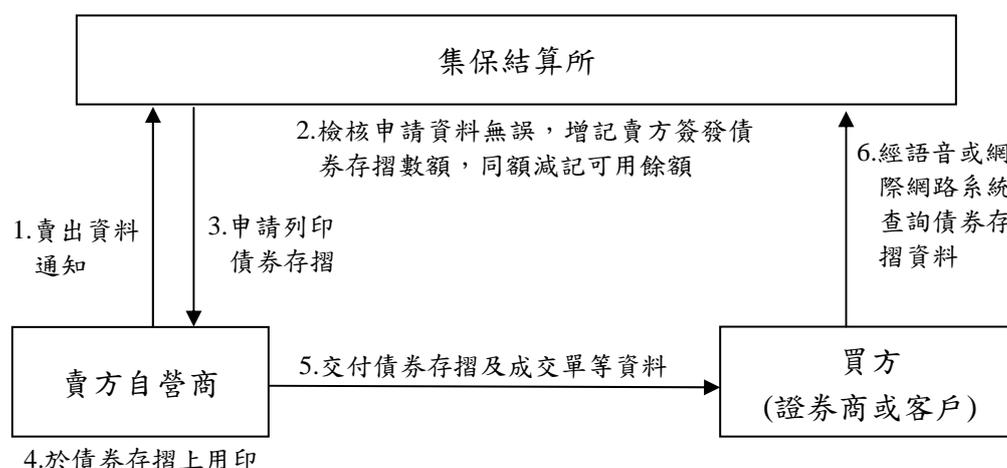


圖 18：債券存摺開立作業流程圖

二、債券存摺到期履約作業

- (一) 原賣方自營商得填具債券附條件到期通知書，並經集保結算所連線電腦輸入原賣方帳號、原交易日期、原交易序號、債券存摺編號等資料通知集保結算所辦理債券存摺註銷，但未支付買回價金者，不得為之。
- (二) 集保結算所審核到期資料無誤後，即註銷債券存摺紀錄，並減記自營商帳戶開立債券存摺數額，同額增記其可動用餘額或附條件餘額，作業流程如圖 19：

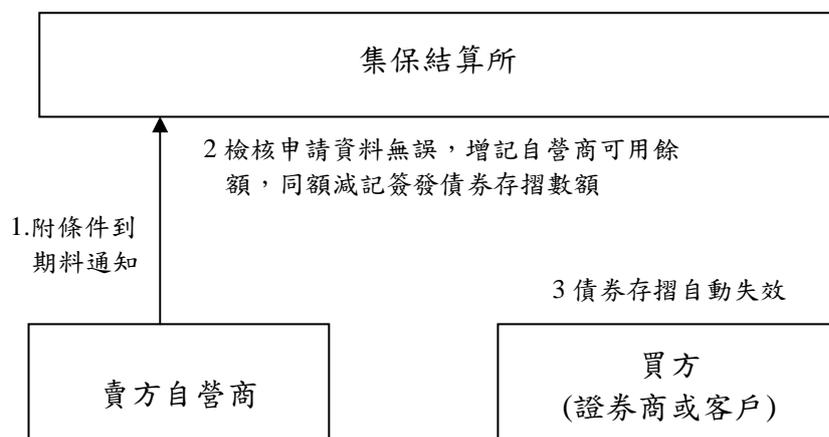


圖 19：債券存摺到期履約作業流程圖

三、債券存摺中途解約作業

- (一) 賣方自營商填具切結書，並檢具債券存摺正本，向集保結算所申請註銷債券存摺，未能提示債券存摺正本時，切結書應經客戶簽章，並檢具對客戶之付款證明。
- (二) 集保結算所審核前目資料無誤後註銷債券存摺記錄，並減記自營商帳戶開立債券存摺數額，同額增記其可動用餘額，作業流程如圖 20：

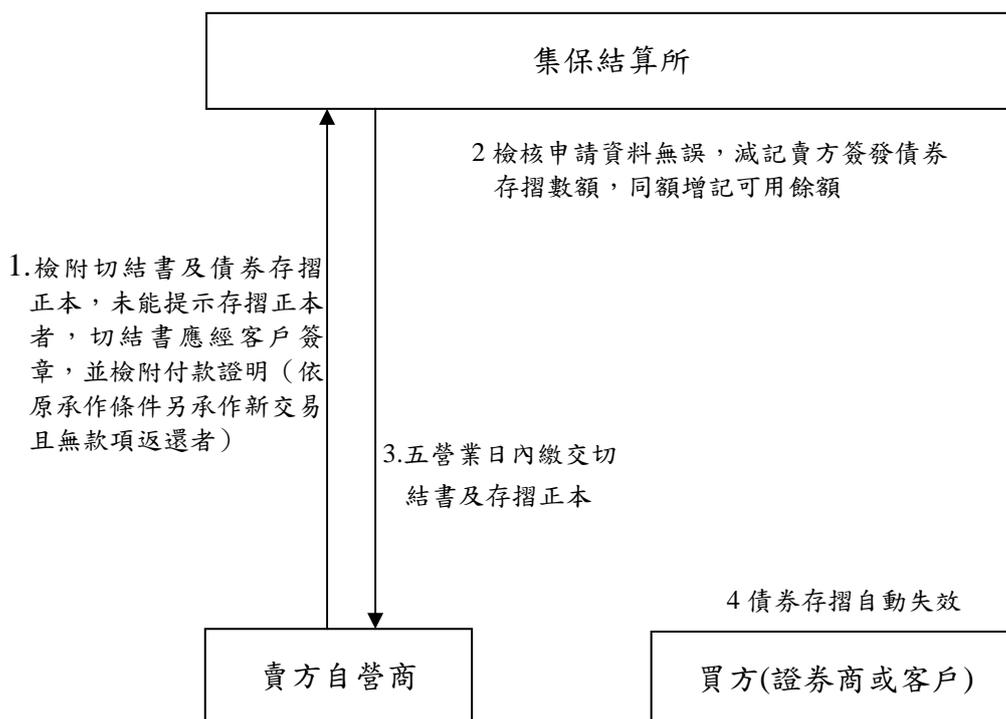


圖 20：債券存摺中途解約作業流程圖

四、債券存摺申請更正作業

- (一) 賣方自營商交付客戶債券存摺後，發現債券存摺內容與成交資料不符或債券存摺毀損或遺失向集保結算所申請更正或補發債券存摺時，填具債券存摺更正申請書，並檢具債券存摺正本，向集保結算所申請註銷債券存摺，未能提示債券存摺正本時，更正申請書應經客戶簽章。
- (二) 集保結算所審核資料無誤後註銷債券存摺記錄，並減記自營商帳戶開立債券存摺數額，同額增記其可動用餘額。
- (三) 賣方自營商應依附條件交易承作方式重行申請開立債券存摺，作業流程如圖 21：

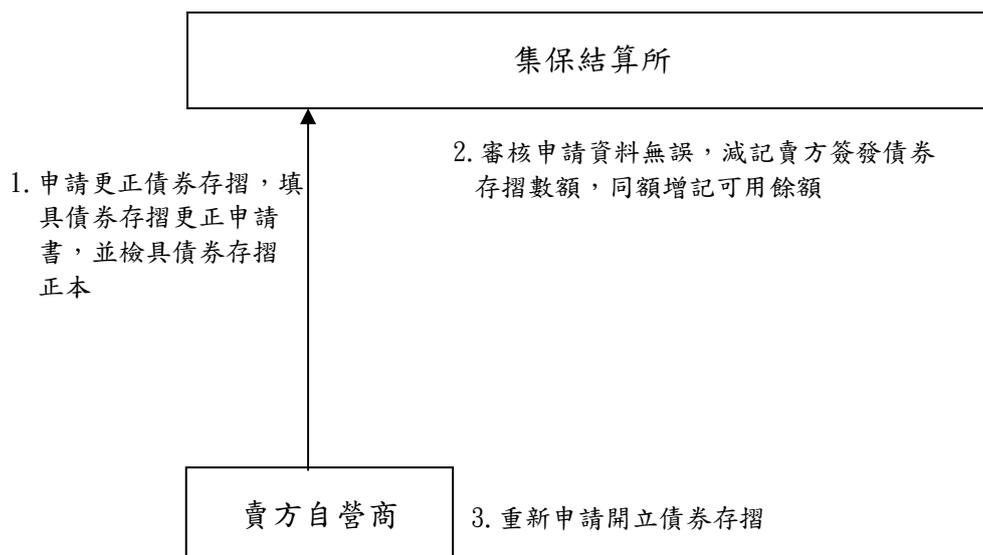


圖 21：債券存摺申請更正作業流程圖

五、款券同步交割作業（DVP）

自民國 95 年 8 月 21 日起，除中央登錄債券以外之金融債券、普通公司債、地方政府債券、一年期以上資產基礎證券及受益證券、外國發行人在國內發行之債券、分割本金及利息債券等商品，屬營業處所議價交易部分，集保結算所已提供 DVP 相關作業功能，主要係比照短期票券次級市場運作模式，請參考「第三節 短期票券」說明。

第三節 短期票券

壹、保管登錄

目前短期票券中，除國庫券由中央銀行登錄債券系統辦理登錄，其餘皆由集保結算所保管或辦理登錄。

集保結算所保管短期票券包括融資性商業本票(CP2)、銀行可轉讓定期存單(NCD)、銀行承兌匯票(BA)、交易性商業本票(CP1)及資產擔保商業本票(ABCP)等共五類，其

中除 ABCP 採無實體發行外，餘皆為實體發行，並由集保結算所委託實券保管銀行保管。近 4 年短期票券集中保管結算交割之發行量及未償還餘額統計如表 9：

表 9：短期票券集中保管結算交割近 4 年發行量及未償還餘額統計表

單位：新臺幣億元

年度	當期發行額	當期償還額	未償還餘額
95	64,424	63,845	9,116
96	62,131	63,338	7,850
97	65,721	66,064	7,501
98 年 1-10 月	46,396	46,543	7,275

資料來源：集保結算所網站

貳、交易制度

目前短期票券皆為營業處所議價交易，主要交易方式為買賣斷及附條件交易，交易交割皆為同一日。自 93 年 4 月 2 日起，政府實施「短期票券集中保管結算交割制度」，以帳簿劃撥方式，取代實體票券或保管條之交割，達到票券次級市場交割無移動化，近 4 年短期票券附條件交易結算交割統計如表 10：

表 10：短期票券近 4 年附條件交易結算交割統計表

單位：新臺幣億元

年度	附條件交易	附條件履約	合計
95	270,507	271,509	542,017
96	265,612	266,385	531,997
97	258,957	260,051	519,008
98 年 1-10 月	168,538	169,159	337,698

資料來源：集保結算所

參、短期票券集中保管結算交割制度架構

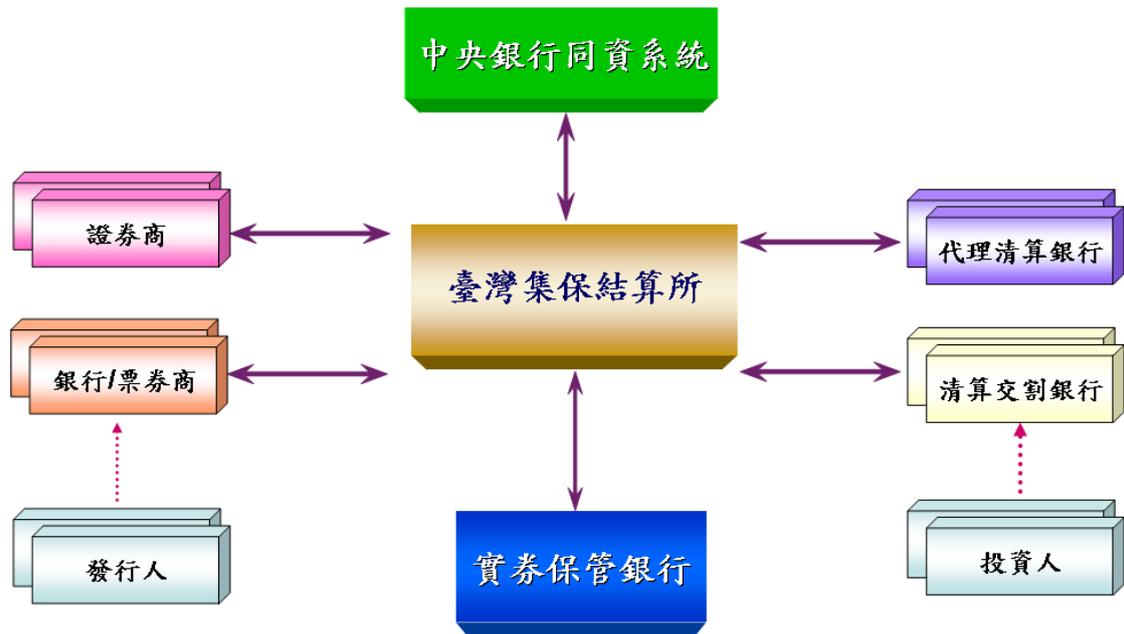


圖 22：短期票券集中保管結算交割制度架構圖

營運架構如上圖所示，主要由中央銀行同業資金調撥清算作業系統（以下簡稱央行同資系統）、集保結算所、實券保管銀行（合作金庫商銀）、證券商、銀行／票券商、代理清算銀行、清算交割銀行等共同組成。

其中央行同資系統負責票券交割作業中有關買賣雙方款項部分之最終清算作業；集保結算所「票券保管結算交割系統」負責票券初級市場、次級市場、兌償與其他相關券項及款項交割清算作業之電腦處理機制；實券保管銀行受集保結算所委託辦理債票形式票券之保管、票券承銷／首買及到期提示兌償之款項收付劃撥作業。

清算交割銀行為投資人進行票券交割作業之介面機構，投資人至清算交割銀行開設券項劃撥帳戶與款項交割帳戶（活期性存款帳戶），並透過銀行提供之交割確認介面，包括臨櫃、電話語音、網路銀行、授權等方式進行與

票券商間之結算確認及交割作業。

主要參加人為票券商及清算交割銀行，票券商透過集保結算所提供之傳輸介面（包含主機對主機、傳檔工作站與瀏覽器工作站等），將交割指令傳送至「票保結算交割系統」辦理初級承銷／首買作業，及與其他票券商、或與投資人間之次級市場交割或質權作業。

另配合主管機關開放綜合證券商兼營短期票券經紀、自營業務，並囿於證券商尚無法於中央銀行開設存款帳戶，由各兼營票券業務之證券商各別選定一家銀行開設存款帳戶後，辦理票券交易款項之清算。

肆、附條件交易交割作業

一、票券商與投資人間附條件交易作業

由票券商發送交易指令通知集保結算所「票券保管結算交割系統」，再由該系統通知清算交割銀行辦理確認後，採 DVP 方式交割，其作業流程如圖 23：

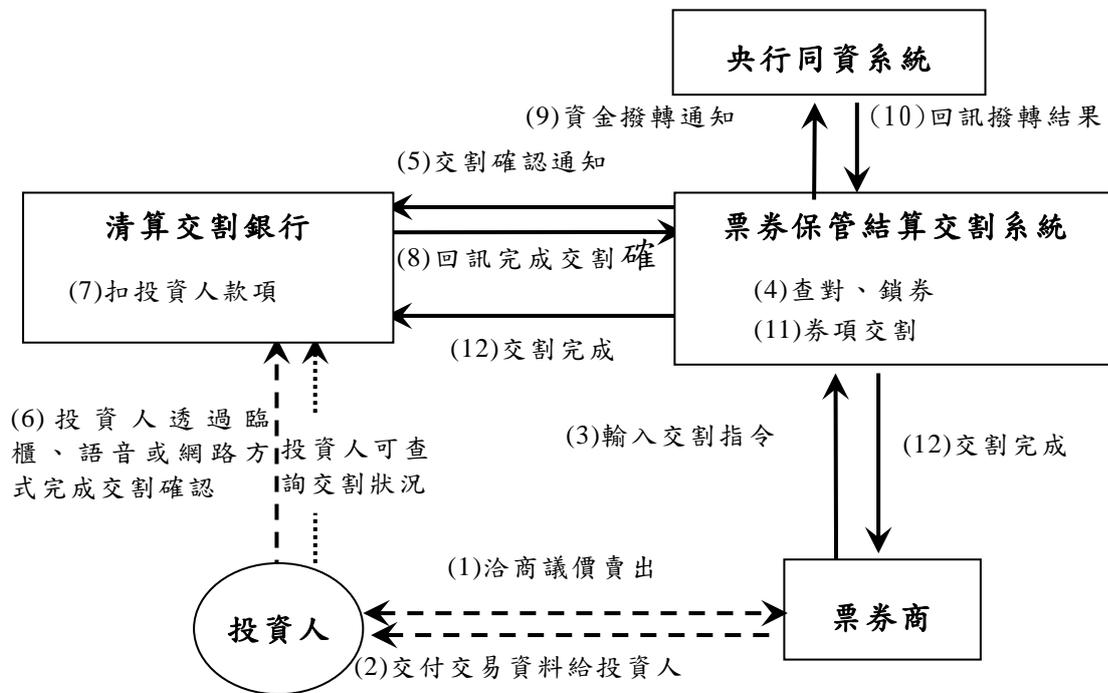


圖 23：票券商與投資人間附條件交易 DVP 作業流程圖

二、票券商與投資人間附條件交易履約作業

由票券商發送履約指令通知集保結算所「票券保管結算交割系統」，再由該系統辦理 DVP 交割，其作業流程如圖 24：

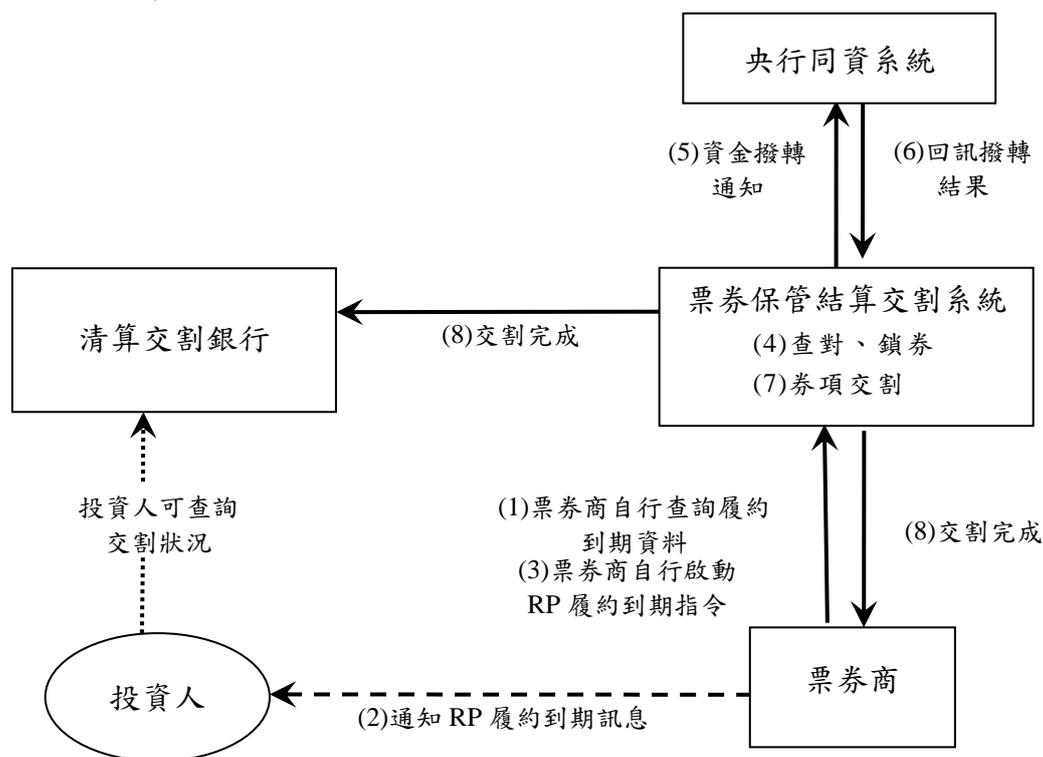


圖 24：票券商與投資人間附條件交易履約 DVP 作業流程圖

三、票券商與投資人間附條件交易中途解約

票券商與投資人間之附條件交易中途解約，其作業方式如下：

- (一) 「票券保管結算交割系統」接獲票券商發送之附條件交易中途解約指令時，即通知清算交割銀行辦理投資人之交割確認事宜。
- (二) 清算交割銀行完成投資人交割確認訊息，即辦理該附條件交易中途解約作業。
- (三) 附條件交易履約作業流程同「二、票券商與投資

人間附條件交易履約作業」。

四、票券商附條件交易到期履約／不履約處理機制

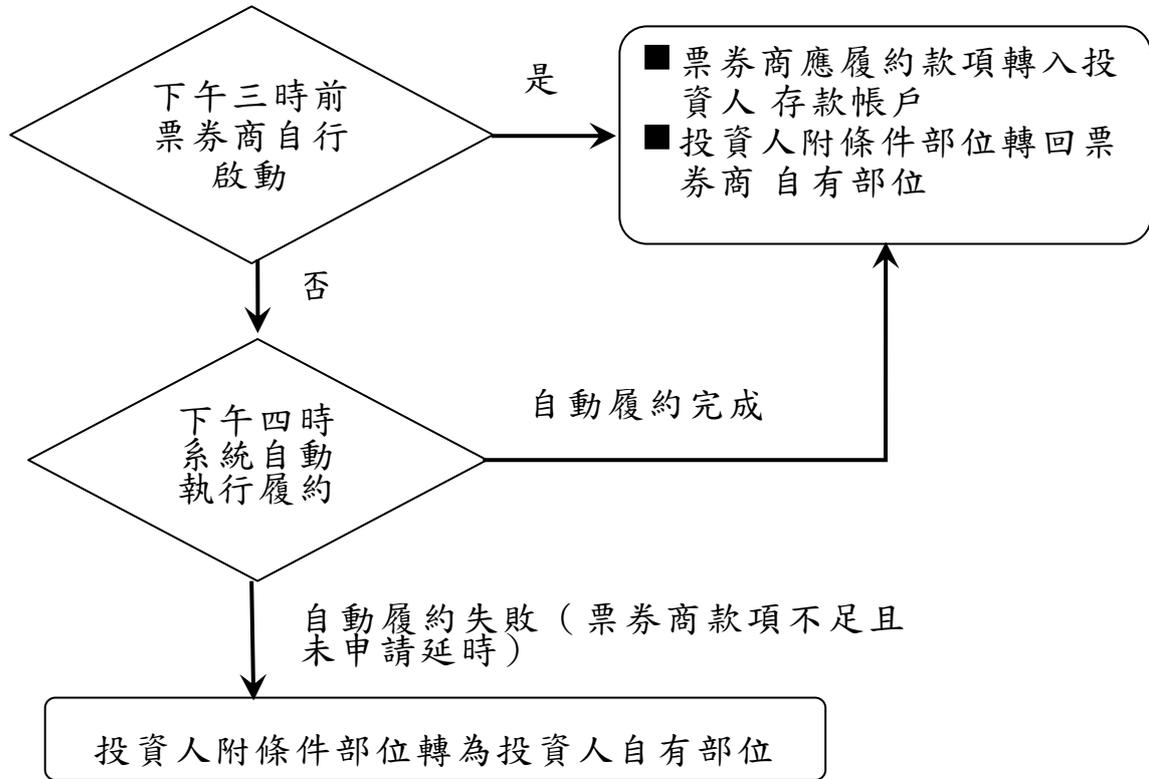


圖 25：票券附條件交易到期履約／不履約處理機制圖

第四章 我國附條件交易結算交割作業衍生議題

第一節 附條件交易之法律性質

附條件交易之法律性質歷來素有二說，一為融資說，一為買賣說，以下分別說明之：

壹、買賣說

一、定義

買賣說認為附條件交易屬一買賣之行為，即賣方承作附買回交易時訂定之買賣契約，其於契約中保留買回之權利，並以賣方表示買回之意思為停止條件（依我國民法第 99 條第一項規定，附停止條件之法律行為，於條件成就時，發生效力），而買回其已出賣固定收益證券之再買賣契約，故其附買回交易實為二個買賣契約。

另依我國民法規定，買回權為一形成權，因此賣方僅需以單獨行為向相對人為買回之意思表示即可，因此，當賣方向買方行使買回權，即成立另一買賣契約，賣方即需支付買回價金，買方則需將原交易之固定收益證券交付予賣方之義務。

二、所有權

買賣說認為附條件交易為一買賣行為，自應適用我國民法第 345 條規定以下有關買賣之規定，依我國民法第 345 及 348 規定，稱買賣者，謂當事人約定賣方移轉財產權於買方，並使買方取得該物所有權之義務。由此觀之，附條件交易之期間內，該買賣標的物之所有權應屬於買方。

三、到期時違約之求償方式

買賣為一雙務契約，雙方互負給付之義務，賣方之義務為交付買回價金，買方之義務則為交付買賣之標的物（即固定收益證券），若於到期時賣方不支付買回價金，買方得於催告後，就標的物予以處分求償。

貳、融資說

一、定義

附條件交易僅是為賣方為融通資金需要，以固定收益商品作為擔保之交易，賣方以該固定收益商品為擔保，向買方借入資金，到期時，買方再收回資金及利息。因此，買賣雙方間之關係應為以固定收益商品為擔保之融資行為，亦即為一權利質權及消費借貸。

二、所有權

附條件交易若採融資說，因賣方僅係將固定收益證券作為擔保，並無固定收益商品所有權移轉之行為，因此於附條件交易之期間內，該固定收益商品之所有權仍為賣方所有，

三、到期時違約之求償方式：

因買賣雙方間僅係以固定收益商品為擔保品之融資行為，若於到期時賣方不支付買回價金，買方得行使質權以為清償。

綜上比較而言，區別買賣說與融資說二者之實益，最重要在於若採賣賣說，於附條件交易期間內，買賣標的物所有權屬於買方，若到期後賣方不履行買回權，買方經催告後即得就標的物予以處分求償，實現債權之時效性較高。若採融資說，於附條件交易期間內，買賣標的物之所有權仍屬於賣方，於到期時賣方若不買回，投資人得行使質權優先受償，惟實現債權之時效性就較低。

附條件交易之法律性質，雖於我國學說上有「買賣說」及「融資說」之爭議，惟如單純從我國法律觀之，多數學說仍係認附條件交易之法律性質應為「買賣」。若再依我國有關固定收益商品相關規定觀之，包括「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所債券附條件買賣交易細則」（以下稱櫃買中心交易細則）第 6 條第 1 項前段：「債券附條件買賣之標的於賣還日前，其所有權歸屬於買方」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心債券附條件買賣總契約」（以下稱債券附條件買賣總契約）第 4 條：「為交易標的之債券於賣還日前，其所有權歸屬於買方。」、第 6 條「於個別買賣中為賣方者，應保證於交易日交付買方之債券，無任何瑕疵或負擔足以影響買方取得所有權。」、第 7 條：「於個別買賣中為買方者，應保證於賣還日交付賣方之債券無任何瑕疵或負擔，致有害於賣方回復其所有權。」、及中華民國票券金融商業同業公會之票券附條件買賣總契約第 6 條：「為交易標的之票券於賣還日前，其所有權歸屬於買方」。

此外，包括：櫃買中心交易細則第 6 條第 2 項：「前項買賣其券之給付得以證券商所指定之保管機構出具之債券存摺或中央登錄債券清算銀行出具之中央登錄公債附條件交易憑證代替交付，亦得以帳簿劃撥辦理給付將該債券劃撥至買進者之帳戶，或依臺灣證券集中保管股份有限公司規定出具並經該公司覆核之債券存摺代替交付。若係透過中央登錄公債清算銀行以轉讓登記方式辦理給付者，應增記買進者指定公債帳戶之數額。」

集保結算所業務操作辦法第 56 條：「附條件交易參加人與客戶在營業處所以附條件方式議價買賣有價證券，並以參加人出具之債券存摺交付客戶時，集保結算所按下列程序辦理其有

價證券之帳簿劃撥及登載：一、承作附條件交易申請開立債券存摺時，集保結算所依參加人之通知，審核其帳戶可動支餘額無誤後，增記其帳戶開立債券存摺之數額，同額減記其可動支餘額。」

承上，我國現行有關固定收益證券相關規定，似認附條件交易為買賣之行為。惟如觀之我國固定收益證券交易市場，買方於承作附賣回交易時，大部分係取得保管條(即中央登錄公債附條件交易憑證或債券存摺)；又買方多數對附賣回交易僅係將其視為短期資金之運用，重視的是利率高低及到期是否得以領回本息，並不重視是否取得該固定收益商品之所有權，因此，若從市場作業程序及探求當事人實質真義而言，將附條件交易視為一消費借貸融資行為，似較符合附條件交易之本質。

目前雖相關作業法規較傾向採買賣說，但現今實務上對此二說仍無定見，而本研究則認附買回交易實同時具有「買賣」與「擔保」的雙重法律效果，如此始能完整說明附買回交易債券之雙方當事人契約架構及法律關係。

第二節 不同交割作業下衍生之議題

本研究前一章節已說明我國固定收益商品附條件交易之相關作業，其中債券等殖成交系統已有櫃買中心擔任結算機構，訂有相關保證金收取規範，本文不作探討。至營業處所議價交易，多為交易雙方自行約定交割方式，原則上可分為款券同步交割(DVP)、帳簿劃撥轉帳(不含款項，FOP)，或依前述櫃買中心交易細則第6條第2項規定，以中央登錄公債附條件交易憑證或債券存摺(以下合稱保管條)代替交付。本研究以下將就各相關作業所可能衍生之相關議題分析說明：

壹、帳簿劃撥轉帳(不含款項，FOP)

櫃買中心交易細則第7條規定：「債券附條件買賣，以帳簿劃撥辦理給付者，應於買方完成款項結算後，由證券自營商通知集保公司將債券自賣方帳戶撥入買方帳戶，或依集保公司規定出具並經該公司覆核之債券存摺代替交付。證券自營商之附條件買賣，前項通知應由賣方自營商為之，賣方自營商將買進者之保管劃撥帳號通知集保公司供買進者之往來證券商或保管機構透過與該公司連線電腦查詢列印並核驗債券存摺內容者，前項債券存摺得免經集保公司覆核。中央登錄公債附條件買賣以轉讓登記方式辦理給付者，應由證券自營商自行或依客戶之委託洽中央登錄公債清算銀行辦理債券自賣方之公債帳戶轉入買方之公債帳戶。」

另集保結算所業務操作辦法第55條第1項：客戶在參加人營業處所與參加人議價買賣有價證券時，集保結算所按下列程序辦理帳簿劃撥及登載：一、債券、公司債、金融債券、屬債權型之受益證券及資產基礎證券、地方政府發行之債券、外國發行人在國內發行之債券部分：(一)客戶劃撥買進部分，集保結算所依參加人通知，即由其保管劃撥帳戶自有帳撥入該參加人保管劃撥帳戶客戶帳，並即通知參加人為客戶帳簿之登載。(二)客戶劃撥賣出部分，集保結算所依參加人通知，即由其保管劃撥帳戶客戶帳撥入該參加人保管劃撥帳戶自有帳，並即通知參加人為客戶帳簿之登載。(三)客戶與參加人議價買賣之款項收付由集保結算所代為處理者，集保結算所依買賣雙方參加人之通知，於完成款項收付作業後依第一目及第二目規定辦理有價證券帳簿劃撥及登載。」

從上得知，我國固定收益證券附條件交易以帳簿劃撥

辦理給付者，可分為以債券存摺交付及轉帳之作業，而現行轉帳之帳簿劃撥作業，係將固定收益證券由賣方帳簿中扣除，並轉入買方帳簿，因此交易之部位係已移轉至買方帳下，而於到期時，依集保結算所辦理固定收益證券帳簿劃撥作業配合事項第 35 條第 1 項第 2 款規定，由原買方操作交易將固定收益證券撥回原賣方帳下。

附條件交易以轉帳為給付之帳簿劃撥作業，如同以買賣斷交易為之，此種作法，附買回到期時，係由買方將債券轉回賣方之作業，故將使賣方產生無法確定屆期是否可順利由買方轉回債券之疑慮，就此種轉帳作業，對賣方而言風險較大，且易影響其資金之調度。

此外，因雙方交割時，款、券通常無法同時撥付，雙方都希望對方能先撥款（或券），即某方必須給予對方一定期間之信用融通，除易造成資金調度困擾，亦因收付時間落差，可能產生違約交割風險，故附條件交易以轉帳方式給付之交割作業，佔附條件交易市場比率極低。

貳、保管條—開立中央登錄公債附條件交易憑證或債券存摺代替交付之方式

依前述交易細則第 6、7 條規定，債券附條件買賣，以帳簿劃撥辦理給付者，得以保管條代替交付。而保管條起源甚早，最早為交易商透過保管銀行保管實體債票券後，再委由該保管銀行開立保管條，以為交易商辦理附條件交易時，交付投資人之憑證，避免現券交割之遺失、被搶奪、偽造的風險，而也因保管條交割方式之產生，使得我國附條件交易市場蓬勃發展。

有關集保結算所辦理附條件交易以開立債券存摺代替交付之作業方式，主要係市場上中央登錄公債附條件交易

交割方式，已存有中央登錄公債附條件交易憑證代替交付之作業方式，市場參與者要求集保結算所規劃相關作業時，應接近中央登錄債券作業制度所致。

保管條為我國固定收益商品市場特有之交割方式，因時空背景需要，對我國固定收益商品附條件交易市場發展有其貢獻，惟因保管條皆訂有失效條款，如中央登錄公債附條件交易憑證訂有「憑證到期時，得由證券商憑加蓋原留印鑑之副本向清算銀行辦理憑證註銷，屆時正本即行失效，請客戶特別注意」，另債券存摺訂有「附條件交易到期時，由本公司(指交易商)通知集保結算所辦理存摺註銷後，本存摺即行失效，請 台端特別注意」。

如交易商於支付履約款項予買方後，再行通知清算銀行或集保結算所註銷保管條，交割作業上順利完成並未存有任何風險。

反之，或存有相關交割及道德風險，亦即附條件交易到期時，交易商尚未支付履約款項予買方時，即通知清算銀行或集保結算所註銷保管條。為防範衍生之風險，針對集保結算所開立之債券存摺到期履約作業，櫃買中心已於交易細則第 7-1 條規定：「.....以債券存摺代替交付者.....：附條件交易到期時，得辦理存摺註銷，但未支付買回價金者，不得為之.....」，另集保結算所辦理固定收益證券帳簿劃撥作業配合事項亦有類似規定。

參、款券同步交割(DVP)

自 93 年 4 月 2 日起政府實施短期票券集中保管結算交割制度，國庫券以外之各類短期票券，一律採行採行帳簿劃撥及款券同步交割(DVP)作業。

自民國 95 年 8 月 21 日起，除中央登錄債券以外之金

融債券、普通公司債、地方政府債券、一年期以上資產基礎證券及受益證券、外國發行人在國內發行之債券、分割本金及利息債券等商品，屬營業處所議價交易部分，集保結算所已提供 DVP 相關作業功能，主要係比照短期票券次級市場運作模式，惟因政策未作強制，交易商仍多以保管條辦理，故目前每日結算交割金額尚不高。

本研究前述章節已說明短期票券附條件交易 DVP 相關作業方式，不再贅述，僅就其相關特色為說明如下：

一、透過中央銀行及清算交割銀行辦理線上即時 DVP 交割

交易商或其代理之銀行，與清算交割銀行應於中央銀行開設存款帳戶，並於集保算所開設劃撥帳戶，而投資人須於集保結算所參加人清算交割銀行中擇一家開立帳簿劃撥帳戶及存款帳戶，並由集保結算所與中央銀行同資系統及交易商、清算交割銀行連線，辦理附條件交易線上即時之款、券同步結算交割。

二、買賣雙方帳簿記載為附條件部位，表彰雙方權利義務

以帳簿劃撥方式辦理附條件交易，除於帳簿記載附條件部位，免除開立及交付保管條之人工作業及風險外，同時可處理中途解約、到期履約、及到期續作等多樣性交割服務。例如辦理中途解約作業，即透過連線方式，經買賣雙方確認後，採 DVP 及 RTGS，直接辦理款項清算及券項撥轉，毋須人工辦理；另到期履約時，由買賣雙方約定履約時點，透過連線方式同步辦理款項收付及券項回轉，毋須人工另行填表申請。如此，即可免除前述開立保管條之時間差及道德風險。

三、提供附條件交易到期履約及未履約處理機制

交易商於集保結算所規定時間內，可啟動附條件交易履約，集保結算所於檢核相關條件後，即將交易商應履約款項轉入買方存款帳戶，同時間位於買方附條件部位即轉回交易商自有部位。如交易商未於規定時間內啟動附條件交易履約，集保結算所即於規定之時間，由系統自行啟動附條件交易強迫履約機制，相關作業及比照交易商自行輸入交易之作業辦理。倘如交易商款項不足且未申請延時，集保結算所即將於買方附條件部位下之交易數額轉為其自有部位(斷票)。此一附條件交易履約機制係採連線款券同步作業，可有效保障交易雙方權益。

四、完整記載並提供跨商品「款項整批差額交割」服務

系統完整記載交易雙方、利率、履約日及履約金額等資訊，亦可針對不同固定收益商品，提供「款項整批差額交割」服務。

五、提供順延營業日之自動補息機制。

遇臨時放假日時，因系統已完整記載包括利率、成交金額等交易資料，可依順延履約天期，辦理自動補息，保障買賣雙方權益。

第五章 結論與建議

為活絡政府公債、公司債、金融債券、各類短期票券、地方政府債券及資產基礎受益證券等固定收益商品交易，及因應市場參與者需求，我國固定收益商品市場之發展，交易面呈現產品多樣化，而我國固定收益商品後台結算交割作業亦呈現多樣化發展。

其中附條件交易係為我國固定收益商品市場重要之一環，對交易商而言，取得長天期高利率票債券後，透過短天期附條件交易之低利率養券，賺取長短天期間價差；就企業及個人而言，承作附條件交易，可依資金需求，指定到期日，賺取相較於短期存款較高之利息。

也因為附條件交易在次級市場的交易量中佔有相當大的比重，具有活絡市場之功能，因此企業及個人持有存款機構之附買回交易餘額，也包括在廣義貨幣供給額 M2 的項目之一，重要性不容忽視。

經查國外附條件交易結算交割機制，而國內尚未提供類似作法，此部份可作為未來市場相關機構規劃參考，包括：

一、Tri-Party Repo 機制

經查英國及德國市場辦理附條件交易，提供 Tri-Party Repo 機制，主要係由買方、賣方及介於雙方之代理機構，簽訂三方契約，通常以交易者保管銀行作為附買回協議雙方的代理機構，由代理機構負責附條件交易之後台作業，包括擔保品的分配、將附買回協議交易的款項與券項移轉給交易對手、擔保品逐日洗價與保證金之追繳、擔保品的更換...等。

二、當地中央銀行提供必要之流動性支援

英國及新加坡市場，為提高流動性，皆由當地央

行提供必要之流動性支援。以英國為例，Crest 會員可透過清算銀行，將買入之公債自動作為擔保品，因而取得英格蘭銀行提供之流動性，並用以購買公債；日終款券同步清算循環結束時，若清算銀行有足夠之流動性，系統即自動反向將公債轉回予會員。

三、集中市場提供附條件交易商品

以中國上海交易所對一般投資人提供質押式回購交易，其上市商品期別依市場需求設計出各種天期，透過市場撮合方式成交，而後臺結算交割作業則由中國證券登記結算公司辦理，並包括質押品之折算率訂定、洗價、追補、返還及本息處理等管理。

另我國固定收益商品附條件交易，於營業處所議價之交割方式，主要有帳簿劃撥轉帳(FOP)、保管條及款券同步交割(DVP)三種交割方式，而 FOP 對賣方權益保障較低、保管條對買方權益保障較低，相對以 DVP 方式對買賣雙方保障最為周延，惟採保管條方式對交易商而言，相對資金調度較有運作空間。因此我國固定收益商品附條件交易市場之交割，仍以保管條為大宗。

而基於以下原因，推動固定收益證券採取 DVP 之方式，似為改善傳統作業問題之一種方法，此部份可為主管機關及固定收益商品市場參與者進一步探討之議題：

壹、已有固定收益商品採用 DVP 作業

我國短期票券係第一個強制採行 DVP 作業方式交易之標的，自 93 年 4 月實施以來，平均每日 RP 交易筆數 828 筆，平均每日 RP 交易量 401 億元，皆僅低於中央登錄債券外，惟高於其餘固定收益證券之 144 億元，有關 98 年 1 至 10 月附條件交易保管條及 DVP 統計如表 11：

表 11：98 年 1 至 10 月固定收益商品附條件交易保管條
及 DVP 統計表

項 目	中央登錄公債	集保結算所 保管債券	集保結算所 保管短期票券
交割方式	保管條		DVP
流通餘額(億元)	3 兆 8,386	1 兆 4,317	7,275
平均每日 RP 交易筆數	928	189	828
平均每日 RP 交易量(億元)	517	105	401

資料來源：中央銀行/集保結算所

註：有關「公司債等流通在外實體券」之交易筆數及交易量，因無公開統計資訊，所以無法表列

另自 97 年 4 月 14 日起，中央登錄債券屬營業處所跨行之買賣斷交易，亦須透過中央銀行同資系統採 DVP 之方式完成款及券項之交割，雖目前尚未包含附條件交易，惟政策上，已認同固定收益證券採行 DVP 之作業方式。

貳、DVP 作業方式最能保障交易雙方權益

相對 FOP 轉帳及保管條代替交付之作業方式，DVP 作業最能保障交易雙方，且若為有效保護買方權益，應儘量避免於營業處所議價時使用保管條交割，以免除履約之風險，避免造成買方權益受損。

參、有效控制交易商作業風險

目前交易商辦理債券附條件交易，成交後須由交易商委託清算銀行開具或自行開立保管條，並需交易商外交割人員送交，以完成交割作業，交易量大時，費時耗力，人力成本高，如採 DVP 方式，將可有效擷節作業人力，且達達交割作業全面電子化。

另就主管機關監理而言，採取 DVP 作業方式，可免除固定收益證券於日間存有保管條註銷期間至收取履約價金

之時間差風險，有效控管交易商作業及道德風險。

肆、業者已有認同 DVP 為較佳之交割作業方式

相關業者認為目前多採取保管條交割主要係資金調度考量，惟畢竟採 DVP 才是向前進步發展之道，短期票券強制採 DVP 交割亦已 5 年餘，資金調度作業應有模式可循，或可作為研議之參考，因此曾有建議研究如何將相關固定收益證券導入 DVP 作業。

亦有業者表示無實體及固定收益證券採 DVP 作業是一趨勢，鼓勵業者多採 DVP 作業，以提昇交割之公平、安全及效率。

伍、符合國際金融市場發展趨勢

由於結算交割制度之設計，為控管交割過程中各種潛在風險之關鍵因素，因此提高證券市場的交割效率及降低風險，向為國際證券與金融主管機構重視，多認為消弭風險的方法，就是採行 DVP 制度。

參考文獻

1. 朱麗雯，債券交易與民法之探討，證券暨期貨月刊第二十四卷第四期。
2. 阮文堅、蔡宗穎、陳宏濱、王君文、何玉芝，DTCC 固定收益相關服務，民國 95 年。柯百鈴，新加坡及香港債券清算交割制度，民國 89 年。
3. 阮文堅、姜文政、吳惠齡、吳芷葳、許柏樹、周 儒、姜志堅：DTCC 權益商品相關服務，民國 96 年。
4. 柯玲君，英國政府債券登錄及清算交割制度，民國 94 年。
5. 張梅林，開放式回購下的債券市場交易模式探討。
6. 陳錦旋、莊如茵，債票券附條件買賣法制及帳簿劃撥制度之研究，96 年 5 月。
7. 賈穎笛，政府公債與債券市場發展之研究，民國 93 年。
8. 劉玉玲、徐千惠，考察英國政府債券發行與債務管理制度出國報告，民國 98 年。
9. 曹素燕、王銘祥、類成瑾、蔡宗穎、李克恭，提供固定收益商品結算交割保管服務之探討，臺灣集中保管結算所研究報告，95 年 12 月。
10. 簡易賜、王浩宇、周業熙、陳宏濱、李克恭，提供中央登錄公債款券帳簿劃撥服務之研究，臺灣集中保管結算所研究報告，96 年 12 月。
11. 上海證交所，2008 年 9 月修訂之「債券交易實施細則」。
12. 中央登錄債券跨行款券同步清算交割作業說明會簡報，中央銀行國庫局，97 年 1 月。
13. 中國證券登記結算有限責任公司，2008 年 10 月修訂之「債券登記、託管與結算業務細則」。財團法人台灣金融研訓院，台灣貨幣市場新論。

14. 臺灣證券交易所 2007 年版「世界主要證券市場相關制度」。
15. 臺灣證券交易所 2005 年版「世界主要證券市場相關制度」。
16. Legislative Council Secretariat-The development of government bond market in Singapore , IN19/08-09
17. Marcia Stigum , The Money Market
18. <http://www.bis.org>
19. <http://www.chinabond.com.cn>
20. <http://www.chinaclear.cn>
21. <http://www.clearstream.com>
22. <http://www.csrc.gov.cn>
23. <http://www.eurexrepo.com>
24. <http://www.marketsselect.com>
25. <http://www.mas.gov.sg>
26. <http://www.nta.gov.tw>
27. <http://www.otc.org.tw>
28. <http://www.pbc.gov.cn>
29. <http://www.sfb.gov.tw>
30. <http://www.sse.com.cn>
31. <http://www.worldbank.org>