

國際店頭衍生性金融商品集中結算機制之趨勢分析－ 兼論台灣集中結算商品之長遠規劃

委託研究單位：財團法人台北外匯市場發展基金會

受託研究單位：政治大學風險與保險研究中心

計畫主持人：

謝明華 (國立政治大學風險管理與保險學系教授)

協同主持人：

蔡政憲 (國立政治大學風險管理與保險學系教授)

李宜熹 (東吳大學財務工程與精算數學系副教授)

研究助理：

趙啟方 (國立政治大學風險管理與保險學系博士生)

梁琇瑗 (國立政治大學風險管理與保險學系博士生)

中華民國 一 一 四 年 九 月 五 日

目錄

第壹章	緒論.....	1
第一節	研究背景.....	1
第二節	研究目的.....	3
第三節	研究方法.....	4
第四節	研究成果.....	5
第貳章	國際主要市場店頭衍生性金融商品集中結算機制政策演進與市場狀況	8
第一節	國際政策演進與法規沿革	8
第二節	國際集中結算市場	24
第參章	台灣實施 FX Swap 集中結算之探討與建議.....	37
第一節	店頭衍生性商品市場現況分析	37
第二節	保險業之國外投資與外匯避險	41
第三節	集中結算機制對台灣金融市場的影響評估	49
第肆章	市場參與者訪談分析	54
第一節	訪綱設計.....	54
第二節	主要發現.....	55
第伍章	推動集中結算機制的具體建議與實施路徑	67
第一節	實施路徑與階段性目標	67
第二節	法規調適與其他配套考量	76
第陸章	結論與建議	78
參考資料.....		82
附錄 1：2025 年度壽險端調查問卷		84
附錄 2：2025 年度銀行端調查問卷		85

圖目錄

圖 1：2016 年至 2023 年市場規模與集中結算趨勢.....	25
圖 2：2016 年至 2023 年外匯衍生性商品市場規模和到期日分佈.....	26
圖 3：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品總市場價值與總信用曝險.....	27
圖 4：2018 年至 2022 年全球場外衍生品中央結算名義未平倉總額.....	28
圖 5：2019 年 3 月與 2020 年 3 月各資產類別結算交易量.....	29
圖 6：2016 年 Q2 至 2020 年 Q2 全球店頭市場外匯衍生性商品集中結算統計.....	30
圖 7：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品市場名義未平倉總額.....	31
圖 8：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品總市場價值未平倉總額.....	32
圖 9：FX Swap 與遠期合約市場規模及成長.....	33
圖 10：台灣銀行業外匯衍生性商品新簽約名目本金金額.....	37
圖 11：台灣店頭衍生性商品市場新簽約名目本金與流通名目本金餘額.....	39
圖 12：台灣外匯衍生性商品新簽約名目本金與流通名目本金餘額.....	40
圖 13：台灣外匯衍生性商品市場新簽約名目本金與流通名目本金餘額 (僅涉及新台幣契約).....	41
圖 14：保險業國外投資與避險金額.....	43
圖 15：台灣保險業外匯避險工具新簽約名目本金與流通名目本金餘額.....	47
圖 16：台灣保險業外匯避險 Swaps 與 Forwards 新簽約名目本金與流通名目本金餘額.....	49
圖 17：FX Swap 金流範例.....	50
圖 18：我國店頭衍生性金融商品集中結算發展路徑圖.....	68
圖 19：階段 1－基礎鋪建之施行重點.....	69
圖 20：階段 2－試點實施之施行重點.....	71
圖 21：階段 3－擴大參與之施行重點.....	73
圖 22：階段 4：制度深化之施行重點.....	75

圖 23：我國店頭衍生性金融商品實施集中結算關鍵成功因素.....	77
-----------------------------------	----

表目錄

表 1：全球主要監理機構對集中結算及衍生性商品風險管理規範之發展沿革.....	9
表 2：各主要司法管轄區實施相關法規的時程.....	21
表 3：直接避險工具之特性.....	44
表 4：直接避險工具之交易對手風險.....	45
表 5：保險業外匯衍生性商品集中結算機制意見彙整.....	56
表 6：銀行業外匯衍生性商品集中結算機制意見彙整.....	63

第壹章 緒論

第一節 研究背景

在全球金融市場不斷深化與發展的過程中，店頭衍生性金融商品 (OTC Derivatives) 市場扮演關鍵角色。該市場提供靈活的避險工具與資本管理方案，然而，OTC 市場的交易方式以雙邊協商為主，未經集中結算的衍生品容易引發交易對手風險與市場系統性風險。尤其在金融市場動盪時，違約風險可能透過市場參與者間的高度關聯性而迅速擴散，進一步影響整體金融穩定。

2008 年全球金融危機凸顯 OTC 衍生性商品市場脆弱性與不足之處。當時許多金融機構因交易對手風險控管不足，發生連鎖式違約，最終造成全球市場流動性枯竭、信心瓦解，嚴重衝擊整體金融系統的穩健性與穩定性。此後，國際組織與各國監管機構開始推動金融改革，強化對 OTC 衍生性商品市場的規範，明確要求標準化的 OTC 衍生性商品必須透過中央對手方 (Central Counterparty, CCP) 實施集中結算，以提高市場透明度，降低交易對手信用風險，強化金融體系的整體韌性與抗壓能力。

G20 於 2009 年匹茲堡峰會後確立改革方向，要求標準化的 OTC 衍生性金融商品應透過中央對手方結算，並接受更嚴格的交易紀錄及風險管理規範。國際結算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 與國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 亦持續提出並完善多項具體規範與指引，包括嚴格的保證金要求、完善的違約管理機制，以及更高標準的資本適足性規範等，以推動全球 OTC 市場的結構性轉型，朝向更透明、更具穩定性的集中結算制度。全球主要市場逐步實施這些改革，並強化集中結算要求。截至 2022 年，金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 成員中有 17 個司法管轄區已推動實施強制性集中結算制度，並允許 CCP 結算多種類別的衍生性商品。歐美等成熟市場的經驗顯示，透過集中結算可提高交易透明度，同時減少金融機構的資本計提壓力，進而有效控制並顯著降低市場整體的系統性風險。

雖然 OTC 市場帶來流動性與避險優勢，但未經集中結算的交易模式使市場參與者承擔較高的信用風險與流動性風險。尤其當市場波動加劇時，單一對手違約可能產生連鎖效應，進一步衝擊金融體系的穩定性。因此，各國監管機構對於集中結算機制的要求日益提高，並透過強制結算、提高未結算交易的保證金要求、加強報告義務等方式，鼓勵市場參與者採用集中結算機制。

目前台灣 OTC 外匯衍生性商品市場，特別是外匯交換 (FX Swap)，交易量極為龐大且穩定成長，尤其近年來，台灣保險業在低利率環境及國內投資市場規模與收益受限情況下，積極增加海外投資規模。截至 2024 年底，台灣壽險業海外投資總額已高達新台幣 23 兆元以上，龐大的國外資產投資衍生出巨額的外匯風險避險需求，進而使得 FX Swap 成為壽險業管理匯率風險最主要且經常使用的工具之一。

然而目前外匯衍生性商品尚未完全納入集中結算機制，市場參與者 (主要為銀行、保險等金融機構) 仍仰賴雙邊結算模式，交易風險管理以信用評等與擔保品要求為主，使得市場在流動性緊縮時面臨較大的對手風險，特別是在國際金融市場劇烈波動的情境下，例如俄烏戰爭、新冠疫情所引發的全球供應鏈危機，以及主要央行進行大幅貨幣政策調整期間，市場波動與不確定性升高，導致銀行的未擔保曝險大幅增加，進一步凸顯實施集中結算制度的重要性與急迫性。台灣自 2025 年 7 月 1 日起，金融機構間交易新台幣利率交換 (Interest Rate Swap, IRS) 契約須提交至期交所強制集中結算，但 FX Swap 則尚未被納入此一金融基礎設施框架中，導致在市場高度避險需求下，仍可能存在嚴重的系統性風險缺口。

根據市場數據觀察，新台幣兌美元 FX Swap 交易量已超過 2 兆美元，約為新台幣 IRS 的十倍，顯示其在台灣的 OTC 衍生性商品市場的核心地位。由於 FX Swap 交易頻繁，雙邊結算機制下的對手風險管理需求更為迫切。

國際市場經驗顯示，集中結算機制的導入不僅能顯著降低交易對手違約風險，透過標準化的保證金制度亦可有效提升市場整體的透明度與運作效率，但在實施過程中仍需充分考量市場結構特殊性、業者的初期適應成本、法規制度與配套建設完善程度，以及提供必要的政策誘因與支持措施。

因此，台北外匯市場發展基金會委託國立政治大學風險與保險研究中心研究團隊研究，就市場監理及風險控管的角度評估台灣進一步將 FX Swap 納入集中結算

的可行性。本研究探討國際主要市場的集中結算機制發展趨勢，評估台灣市場現況與風險特性，進而提出適合台灣的集中結算規劃，作為未來政策制定與市場發展的參考依據。

第二節 研究目的

本研究的主要目標是分析國際市場推動店頭衍生性金融商品集中結算機制的發展趨勢，並探討該機制對外匯交換交易在風險管理、交易對手風險降低及市場穩定性等多個層面的具體影響。針對台灣市場，本研究通過檢視 FX Swap 的市場結構及交易規模等特性，探討台灣市場導入集中結算機制的實務可行性、潛在效益與可能面臨的挑戰與影響。具體而言，本研究的目的包含以下幾點：

1. 分析與評估主要國家集中結算機制的實施經驗與執行成果：參考美國、歐盟、日本、新加坡、香港及其他主要國際市場的集中結算制度推行經驗與實際執行成果，探討並總結各國如何透過集中結算機制有效降低交易對手信用風險、提高市場透明度與資訊對稱性，增強整體金融市場韌性與抗壓能力，以作為台灣未來推動相關政策的重要參考與借鏡。
2. 評估台灣市場對集中結算機制的具體需求與潛在實施風險：分析台灣 FX Swap 市場的結構、交易量與主要參與者的操作特性，從而釐清市場在面對劇烈波動或極端事件時推動集中結算制度的必要性與迫切程度。考量因素包括制度推動過程中可能衍生的資本成本增加、保證金制度的適切性與完善性、初期技術建置與制度導入成本，以及潛在市場風險與因應機制。
3. 探討集中結算機制對主要市場參與者的潛在影響與因應策略：評估集中結算機制對台灣 FX Swap 市場的主要參與者（如商業銀行及保險公司）可能產生的實質衝擊，包括風險管理模式的調整需求、交易結構與模式轉變後對於成本效益之影響、資本配置與流動性管理的可能變化。並進一步分析市場參與者在新制度下如何因應與調整風險控管措施，以提供符合台灣市場需求的實務建議與具體策略。

4. 提出對台灣集中結算機制的長遠規劃建議與具體實施路徑：基於國際經驗和台灣市場特性，提出台灣推動 FX Swap 集中結算的可行性規劃，包括政策法規的完整規劃、集中結算基礎設施的技術建置與標準化規範、交易報告機制的完善與資訊透明化策略，以及市場參與者在初期導入階段的具體適應機制與輔助措施，進而促進台灣外匯衍生性商品市場的健康發展，降低整體系統性風險。
5. 研擬並提供具體政策誘因與方案，以有效提升壽險業參與集中結算制度的意願與降低初期參與成本：考量集中結算制度可能增加壽險業者的外匯避險成本，並可能在短期內產生一定程度的資金調度壓力，本研究系統性地提出多項具體政策誘因，包括但不限於稅務優惠、適度放寬壽險業海外投資規範、初期保證金建置補貼、提供資金運用靈活性等措施，以協助壽險業者順利過渡，降低初期參與的財務壓力與制度轉型的營運成本。

第三節 研究方法

本研究採用文獻回顧法與訪談調查法，以分析國際市場推動 FX Swap 集中結算機制的發展經驗，並進一步評估該制度在台灣市場的適用性、實務可行性以及可能產生的潛在影響。

首先，使用文獻回顧法蒐集 2009 年全球金融危機後，國際主要金融機構與監理機構 (如 BIS、全球結算機構組織 (CCP Global¹) 等) 發布的研究報告，以及相關國際學術期刊與研究文獻，重點彙整主要國際市場推動集中結算機制所進行的制度變革、法規調整與交易量變化趨勢，以及檢視相關市場的風險管理策略、交易對手風險控管、流動性管理及市場透明度提升的實證研究成果。並探討集中結算對市場參與者的影響，包括交易對手風險管理、流動性變化及市場透明度提升的成效。同時，也分析制度推動過程中可能衍生的潛在市場風險與挑戰，包括集中結算機制可能帶來的資本成本增加、保證金要求的周期性壓力、市場結構改變後的潛在風險傳

¹ CCP Global 的前身為 CCP12 (The Global Association of Central Counterparties)，該組織成立於 2001 年，原為全球中央對手方機構的聯合組織，目的在促進中央結算機制的穩定性與標準化。隨著市場發展與國際監管需求的變化，CCP12 進一步擴展其職能，並於 2023 年更名為 CCP Global，目前成員包含 42 家國際主要結算機構。

染效應與市場流動性變化，作為評估台灣導入 FX Swap 集中結算的理論基礎與參考依據。

其次，本研究使用訪談調查法，以了解市場參與者的實務觀點。根據前階段之研究報告與文獻回顧的彙整結果與初步分析，研究團隊設計系統性的訪談問卷，與台灣主要 FX Swap 市場參與者（大型壽險與銀行業者）進行訪談，了解現行交易運作模式的具體情形、風險管理機制實施現況與面臨的挑戰、制度推動可能產生的資本成本壓力與調整需求、擔保品機制建置需求與市場適應性，以及市場參與者對於不同集中結算推動方案的接受程度與具體評估。透過訪談調查，研究團隊進一步掌握業者對集中結算制度潛在影響的認知，並釐清推動此一制度可能面臨的具體困難與實務問題。

最後，透過文獻分析與訪談調查所取得之資料與觀點，研究團隊詳細評估並探討適合台灣 FX Swap 市場的集中結算機制之制度設計方案與具體推動架構。本研究提出可行的政策架構、分階段實施路徑、技術基礎設施建置需求、相關配套措施與風險控管策略，並提供具體的政策建議與市場參與者的適應措施，以確保 FX Swap 集中結算制度的推動能有效地降低市場風險、提升市場透明度，並進一步增強台灣金融市場的穩健性與競爭力。

第四節 研究成果

本研究透過對 FX Swap 集中結算機制的國際發展趨勢與台灣市場現況進行分析，並根據制度設計原則、市場監理需求與市場參與者實務觀點，提出具體、可行且實務導向的政策建議與制度規劃藍圖，以協助我國在強化金融市場穩定性、提升金融體系抗風險能力與強化國際接軌方面取得實質進展。研究成果涵蓋制度架構、市場效應、實務挑戰與政策建議等多面向，包含以下四點：

1. 彙整國際主要市場店頭衍生性金融商品集中結算機制的政策演進與法規沿革：
蒐集並分析美國、歐盟、日本、新加坡、香港等國際主要市場在 2008 年金融危機後逐步推動店頭衍生性金融商品集中結算機制的發展歷程，包含商品識別

流程、報導與資訊揭露標準、保證金與違約機制要求等，以提供台灣主管機關可借鏡的政策規劃與監理參考依據。

2. 評估台灣 FX Swap 市場現況，分析集中結算機制的影響：針對台灣 FX Swap 市場的交易結構、流動性與風險管理模式，分析集中結算機制導入後對交易雙方可能產生的影響，包括交易成本上升、保證金需求變化、交易對手風險降低與資訊透明度提升，以及市場整體風險收斂效果。
3. 深入了解市場參與者實際挑戰與因應策略：透過訪談國內 FX Swap 市場參與機構（壽險與銀行業者），收集並歸納業者對集中結算制度可能帶來的營運衝擊與風險管理策略轉變的看法，包括目前風險控管流程、擔保品管理機制、對 CCP 信用風險的看法、資訊系統建置與人力資源訓練壓力等。同時也整理壽險業者對不同制度推動模式（例如先納入短天期契約、分階段擴大適用範圍）的接受程度與可行性評估，提供制度推動順序與緩衝設計建議。
4. 根據國際經驗與台灣市場特性，提出 FX Swap 集中結算發展建議與配套實施規劃：綜合國際制度發展經驗與台灣市場特性，提出具體、分階段的集中結算導入建議方案，包括優先納入具標準化潛力與流動性之商品、同步強化資訊揭露與交易回報制度、建議主管機關制定清算義務時程與納入標準，並考慮提供參與誘因與技術支援配套，以提高制度接受度並降低轉型過程的摩擦與衝擊，協助主管機關於推動制度落地時具備完整實務配套。

本研究的成果預期能為台灣 FX Swap 市場的集中結算發展提供參考方向，研究貢獻包括以下三點：

1. 提供國際 FX Swap 集中結算機制的發展經驗與趨勢：整理全球主要市場的發展歷程，建立橫向對照架構，作為我國設計符合自身制度環境與金融結構之集中結算制度的重要參考依據。
2. 分析台灣 FX Swap 市場結構，協助市場參與者與主管機關理解與國際市場的差異：透過交易量、風險管理與市場行為的比較，進而評估集中結算對市場效率與風險控管之潛在助益與適應方式。

3. 提供監管機構在地化可行性建議以支持政策規劃與市場發展：針對主管機關在制度規劃與監理安排、業者在制度對接與作業轉型、市場在長期結構調整與穩健發展三大面向，提出短中長期政策推進藍圖與具體建議，協助形成推動共識、建立適應機制，穩健推動 FX Swap 集中結算制度於我國金融市場之實施，進而有效強化系統性風險防範能力、提升金融韌性與國際信任度。

第貳章 國際主要市場店頭衍生性金融商品集中結算機制政策演進與市場狀況

第一節 國際政策演進與法規沿革

2008 年全球金融危機期間，金融機構間不透明的交易網路、標準化程度不足的風險評估機制，以及高度相互關聯的市場參與者共同形成一個系統性風險放大器，使單一交易對手的違約風險迅速擴散至全球金融體系，進而加劇市場流動性枯竭與信心崩解等結構性問題，揭露店頭衍生性金融商品市場的結構性脆弱性，尤其在信用違約交換 (Credit Default Swaps, CDS) 市場的影響下，導致監管機構開始強調集中結算 (Central Counterparty Clearing, CCP Clearing) 的重要性。

為建立有效的風險預防機制，2009 年 9 月 G20 匹茲堡峰會確立了四大改革核心原則，以確保金融市場的透明度與穩定性：

1. 所有標準化店頭衍生性商品應在集中市場進行交易；
2. 所有標準化店頭衍生性商品應透過集中交易對手進行結算；
3. 所有交易必須向交易資料儲存庫 (Trade Repository, TR) 報告；
4. 對未結算交易提高保證金 (Margin) 與資本要求。

隨後 G20 於 2011 年將非集中結算衍生性商品保證金規定納入改革計畫，並由巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) 及 IOSCO 研擬全球一致性標準；諸多國際組織相繼發布多項規範，以建構全球一致的監管標準，如表 1。

表 1：全球主要監理機構對集中結算及衍生性商品風險管理規範之發展沿革

時間	組織	規範	重點
2012/02	IOSCO	強制集中結算之規範 (Requirement for Mandatory Clearing)	提出 17 項制度性建議，涵蓋商品納入判斷流程設計、豁免規範及資訊共享機制、跨境監理協調與制度一致性，以及合規監控與制度滾動檢討等面向，協助各國主管機關有效落實強制集中結算義務並提升市場透明度。
2012/04	IOSCO, 支付與市場基礎設施委員會 ² (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)	金融市場基礎設施準則 (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI)	提供 24 項核心原則，要求建立涵蓋信用、流動性、結算及營運風險的健全風險管理架構；規定保證金模型須達 99% 信賴水準並設置反循環機制；制定標準化違約管理程序；明確治理標準，強調透明度與風險委員會獨立性。
2013/3	BCBS	非集中結算衍生性商品保證金規定 (Margin requirements for non-centrally cleared derivatives)	非集中結算衍生性商品交易需按照風險配置保證金。

² CPSS 為 BIS 於 1990 年設立，專責支付與結算系統國際合作與標準制定。隨著職能逐步擴展至更廣泛的金融市場基礎設施，該組織於 2014 年更名為 CPMI (Committee on Payments and Market Infrastructures)，成為全球支付與市場基礎設施的主要標準制定機構。

時間	組織	規範	重點
2014/4	BCBS	銀行對集中結算交易對手曝險之資本計提要求 (Capital requirements for bank exposures to central counterparties)	• 合格集中結算交易對手適用之風險權數：2-4%。 • 非集中結算適用之風險權數：20-100%，且需計提信用價值調整 (Credit Valuation Adjustment, CVA)。

資料來源：本研究整理

作為全球證券監理機關的協作組織，IOSCO (2012) 不僅回應 G20 所設定的政策目標，更針對集中結算制度的制度設計與跨境落實提供具體政策建議，包括商品納入流程、清算義務的適用條件、監理資訊揭露、制度滾動檢討與國際協調挑戰等問題，提供清晰一致的制度性架構。報告中提出 17 項制度性建議，可總結為四大類別：

1. 商品納入流程與義務適用判斷程序設計：強調應透過「自下而上」(bottom-up) 與「自上而下」(top-down) 雙軌途徑識別應納入強制清算的商品，並建立統一資訊通報格式與商品義務起始日
2. 豁免規範與資訊交換機制：訂定商品或市場參與者的豁免條件，並推動跨國監理資訊共享，以提升透明度與制度一致性
3. 跨境協調與國際制度一致性：呼籲建立全球資訊平台，協調清算義務的認定方式與境外 CCP 的使用規範，避免監理重疊與制度斷層
4. 合規監控與制度滾動檢討：建議主管機關建立清算義務的執行監測機制，定期檢視適用商品、參與對象與市場條件之變化，並據以調整制度內容

IOSCO 期望各國主管機關能依據共同準則，建立兼顧市場特性與國際一致性的集中結算義務制度，以達到強化監理一致性及提升制度透明度的目標，並避免出現清

算義務推動過程中之法律爭議與市場斷層，為全球衍生性商品市場建立穩健且可持續發展的監管基礎。

為協助主管機關在制度上建構商品納入強制清算義務的判斷機制，IOSCO 在第一項建議中明確指出主管機關應以由 CCP 所通報之商品作為評估起點，建立具一致性與操作性的審查程序。為此 IOSCO 提出一套明確的評估標準，作為各國主管機關判斷特定場外衍生性商品是否適用強制集中結算義務之依據。IOSCO 強調，清算義務的適用不應僅以名目交易量為準，而應兼顧商品特性、市場條件、價格資訊可得性與系統性風險外溢效應，確保政策執行的有效性與穩健性。所提出之評估標準可歸納為四大面向：

1. 商品標準化程度

- i. 契約條款與作業流程的標準化程度：若商品具備高度一致性之契約條款與自動化作業流程，將有助於 CCP 採用標準模型進行清算與風險控管。
- ii. 商品條款之客製化程度：高度客製化商品較難納入統一模型處理，增加 CCP 實施清算的技術障礙。
- iii. 商品條款創新與變動頻率：條款若經常變動，將降低 CCP 模型適用性，影響其風險評估與保證金設定之穩定性。

2. 市場流動性

- i. 平均交易量與規模：需考量市場日均交易量、交易筆數與金額，以確認市場是否具備穩定流動性。
- ii. 買賣價差 (Bid-offer Spread)：價差越小，表示市場效率越高，商品越適合被納入清算機制。
- iii. 活躍市場參與者數量與多樣性：涵蓋流動性提供者、交易對手與平台數量，有助於避免風險集中於特定機構。
- iv. 市場參與度之集中情形：過度集中於少數機構可能加劇 CCP 曝險風險。
- v. CCP 容量限制或技術約束：應考量 CCP 在處理交易量與風險部位上的實質限制。

3. 價格資訊可得性

- i. 價格來源的公允性與一致性：市場中是否存在可被廣泛接受、透明且可驗證的價格資料來源。
- ii. 資訊取得的公平性：所有市場參與者是否能平等且及時取得報價資訊，影響市場預期與保證金計算合理性。

4. 市場結構與制度可行性

- i. 集中結算是否有助於降低系統性風險：須評估清算制度是否可有效阻斷連鎖違約與信用風險擴散。
- ii. 商品是否已具備授權清算機構與法律保障機制：包含 CCP 是否獲得授權、具備法律清算效力與擔保品可執行性。
- iii. 跨國制度一致性與政策配套性：應考量該商品是否已在他國被納入或排除清算義務、境外 CCP 是否具備清算能力，以及是否符應 G20 系統性風險控管與資訊揭露目標。

IOSCO (2012) 通過明確的政策建議與可操作的評估標準，協助各國主管機關在強化市場透明度與風險控管的同時，兼顧制度執行的一致性與靈活性，為全球推動場外衍生性商品清算義務奠定制度基礎。

為進一步完善全球場外衍生性商品市場之制度架構，CPSS and IOSCO (2012) 整合《系統重要性支付系統核心原則》(Core principles for systemically important payment systems)、《證券交割系統建議》(Recommendations for securities settlement systems) 及《中央對手方建議》(Recommendations for central counterparties) 三套監理準則提出 PFMI，透過提升最低要求與拓展風險治理面向，針對支付系統、中央證券託管機構、證券交割系統、中央對手方與交易資料儲存庫等系統性重要機構，建立一致且嚴謹的國際監理標準。

PFMI 除回應 2008 年全球金融危機後 G20 對金融市場穩定性的訴求，亦反映監理機構對交割失誤、信用風險、資訊不透明與跨境風險傳導等結構性問題的深刻反思。PFMI 的制度設計不僅強調風險管理技術面向，更納入治理架構、營運持續性與資訊揭露等機制，作為全球監理機關在制度監督與風險評估上之共同基準。

CPSS and IOSCO (2012) 共提出 24 項核心原則，並依制度功能區分為九大類別，涵蓋法律基礎、信用與流動性風險、交割安排、違約處理、營運風險、參與制度、效率與資訊透明度等層面：

1. 總體組織與治理

- i. 法律基礎：FMI (Financial Market Infrastructure) 應建立清晰、全面且具法律強制力的制度基礎，涵蓋所有核心活動及其適用法律。
- ii. 治理：FMI 應具備健全治理架構，以確保目標一致性、風險控制獨立性與利益衝突管理機制。
- iii. 整體風險管理架構：FMI 須有整合性風險管理框架，能涵蓋其所面臨之所有重大風險。

2. 信用與流動性風險管理

- i. 信用風險：應具備機制限制參與者違約所帶來之信用風險，包括反向擔保與違約資金池。
- ii. 擔保品管理：接受具高品質、流動性與低波動性之擔保品，並對其估值與集中度進行控管。
- iii. 保證金制度：要求實施風險敏感度高之保證金模型，確保即時吸收潛在虧損。
- iv. 流動性風險：FMI 應確保具備足夠高品質流動性資源，應對參與者違約造成之資金短缺。

3. 交割

- i. 交割最終性：交割須具法律效力且無法撤回，並明確界定何時交割完成。
- ii. 資金交割：鼓勵使用中央銀行資金進行交割；若採用商業銀行資金，應嚴格控管信用與流動性風險。
- iii. 實物交割：需具備妥善安排，確保交割之資產能準確無誤地移轉給受方。

4. 證券集中保管與交割對價系統

- i. 中央證券託管機構 (Central Securities Depository, CSD)：CSD 應具備保障資產權利與操作效率的機制。
 - ii. 交割對價結算系統：若涉資產與資金之交換，應設款券同步交割 (Delivery versus Payment, DvP) 機制，避免單邊風險。
- 5. 違約管理與風險隔離
 - i. 違約處理機制：須制定具法律效力之違約程序，能即時控制與隔離風險。
 - ii. 資產分離與可移轉性：保障客戶資產免於參與者違約影響，並可轉移至其他參與者。
- 6. 業務與操作風險管理
 - i. 一般業務風險：FMI 應維持正值資本水準與可行性計畫，因應非技術性營運中斷風險。
 - ii. 託管與投資風險：存放資產應確保安全性、可分離性，並避免高風險投資。
 - iii. 操作風險：包括系統中斷、人為錯誤、資安事件，FMI 應具備控制與恢復機制。
- 7. 參與與連結安排
 - i. 參與門檻：應設定透明且公平的參與條件，避免不當排除或風險擴散。
 - ii. 層級參與架構：應了解間接參與者風險，並透過資訊揭露與監控管理其外溢效應。
 - iii. FMI 間連結：FMI 間之直接或間接連結應具風險識別與管理能力，特別是交割或風險轉移層面。
- 8. 效率與通訊標準
 - i. 效率與效能：FMI 應追求資源使用效率與成本效益，並依市場需求調整服務設計。
 - ii. 通訊標準：鼓勵採用開放、國際一致的標準與技術格式，以促進互操作性與資訊一致性。
- 9. 資訊透明度

- i. 制度規則與關鍵資訊揭露：FMI 應主動揭露其治理、風險管理、收費結構與操作資訊，協助參與者理解風險。
- ii. 由交易資料庫揭露之市場資訊：TR 應定期揭露衍生品交易資料之彙總資訊，供主管機關與市場參考。

雖然 PFMI 所規範的對象涵蓋所有具系統重要性的 FMIs，然而多項原則均涉及 CCPs，主要是因為 CCP 在集中結算制度中扮演信用中介與風險吸收的核心角色，需承擔龐大的交易對手曝險與違約處理責任。由於 CCP 匯聚市場曝險、提供淨額結算與違約吸收機制，其穩健性直接影響整體市場穩定性與信心建構。為此，PFMI 針對 CCP 所面臨之特有風險提出多補充性規範，以確保其在制度設計、資本結構與風險管理上具備足夠韌性。

首先，信用風險與流動性風險做為 CCP 最主要的風險來源，PFMI 明確要求 CCP 應建立具風險敏感性的保證金制度，確保初始保證金 (Initial Margin, IM) 模型涵蓋潛在部位損失，並定期執行模型驗證與壓力情境測試，以維持平價基礎的準確性與前瞻性。同時，PFMI 要求 CCP 持有高品質流動性資源，以因應支付義務及擔保品交割壓力，並鼓勵以中央銀行資金或具高評等之可用資產為主要來源，以降低市場緊縮時的資金中斷風險。

其次，針對違約管理機制，PFMI 強調 CCP 應設有具法律效力且可即時啟動之違約處理程序，明確界定部位處置方式、風險資金動用順序以及相關資訊揭露規範，以防止違約事件擴散至整體市場並引發連鎖效應；同時對 CCP 對其所接受之擔保品進行品質與集中度控管，確保其具備充足的流動性與市場價值穩定性，避免在極端市場環境下削弱擔保效果。

除金融風險外，PFMI 同樣要求 CCP 建立整合性風險管理架構，納入一般業務風險、操作風險及資產保管風險等面向。其中包括確保足夠的營運資本，以承擔收入中斷或重大業務錯誤帶來之潛在損失；同時，也應落實資產保管的安全性與隔離性，並採取審慎的投資政策，以免高風險部位對清算功能構成侵蝕。在資訊系統與操作層面，PFMI 要求 CCP 必須具備足以應對資安事件、人為錯誤與系統故障的營運復原能力，強化其清算職能的持續性與信賴基礎。

透過提升 CCP 在財務穩健性、作業韌性與風險控管等方面的最低標準，有助於其有效發揮市場穩定器之功能，並在壓力情境中維持清算中介角色，支撐全球金融市場基礎設施的持續運作與整體穩定。

為回應 G20 政策要求並補足未納入集中結算商品之風險控管機制，BCBS et al. (2013) 建立針對未納入 CCP 結算之廠外衍生性商品的雙邊擔保制度架構，通稱「未結算衍生品保證金規則」(Uncleared Margin Requirements, UMR)。該規範旨在達成兩大政策目標：一為限制非集中結算商品可能產生之信用曝險與連鎖違約效應；二為提升集中清算機制的相對吸引力，促使市場參與者優先選擇透過 CCP 進行交易。

UMR 強調，儘管部分標準化商品可透過 CCP 進行結算，但仍有大量具高度客製化特性或市場條件限制的場外衍生性商品 (如長天期或低流動性契約) 難以納入結算義務。然而，該類交易仍具有顯著的潛在交易對手風險與市場外溢效應，因此即便不具集中清算適用性，仍應透過雙邊保證金制度進行風險管理。為確保保證金制度之穩健性與執行力，BCBS 並進一步規定：

1. 擔保品適格性與風險控管：僅接受具高度流動性、價格穩定性與低信用風險之資產為擔保品，並應設有評價頻率、集中度與折價控管機制，以確保擔保資產具備實質保障效力。
2. 資產分離與重複質押限制：IM 須採行與對手方資產隔離之獨立帳戶保管方式。若進行擔保品重複質押 (re-hypothecation)，須取得交易對手明確同意，並遵循額外隔離與流動性規範。
3. 估值爭議解決機制：雙方須建立評價一致性驗證程序與爭議解決流程，避免價格歧異導致變動保證金 (Variation Margin, VM) 交換爭議或延遲。
4. 跨境一致性與制度承認：為降低監理套利風險，鼓勵各國依據「等同性原則」(equivalence) 相互承認對方制度，強化制度融合與監管協調。

此外，BCBS 與 IOSCO 設計分階段推行的落實路徑，自 2016 年起依據金融機構之非集中結算衍生性商品名目本金平均餘額 (Aggregate Average Notional Amount, AANA) 規模分為六階段實施，以確保制度推行具備可行性與風險對價比例原則：

1. 第一階段 (2016 年 9 月)：適用於 AANA 超過 3 兆美元的實體

2. 第二階段 (2017 年 9 月)：擴大至 AANA 超過 2.25 兆美元的實體
3. 第三階段 (2018 年 9 月)：納入 AANA 超過 1.5 兆美元的實體
4. 第四階段 (2019 年 9 月)：涵蓋 AANA 超過 0.75 兆美元的實體
5. 第五階段 (2021 年 9 月)：擴展至 AANA 超過 500 億美元的實體
6. 第六階段 (2022 年 9 月)：最終階段，適用於 AANA 超過 80 億美元的實體

UMR 的實施顯著提高非集中結算交易之資本與作業成本，對全球場外衍生品市場結構造成實質性轉變，促使市場參與者選擇集中清算以降低資本負擔。不僅提升交易對手風險控管水準，亦為強化金融體系穩定性與降低市場摩擦提供制度支撐。

為透過資本誘因鼓勵市場參與者將標準化交易轉向集中結算，以降低交易對手風險與市場分散風險累積，同時強化銀行對 CCP 曝險的風險控管與資本適足性，BCBS and BIS (2014) 針對銀行與 CCP 所產生之信用風險建立差異化的資本計提制度，於 2017 年起正式施行。

BCBS & BIS (2014) 首先明確定義銀行對合格 CCP (Qualifying CCP, QCCP) 與非合格 CCP 的曝險風險權數，通過規範銀行因參與集中結算機制所產生的曝險情形，提供清晰可量化的風險加權計算方式，以區分不同清算模式下的資本負擔，藉此引導市場資源流向風險可控且透明度較高的集中結算體系。

若銀行透過 QCCP 參與集中結算，其結算曝險風險權數 (risk weight) 得以降至 2% 至 4%，顯著低於一般非集中結算交易的標準；相對地，若交易對手為未具資格之 CCP，則資本計提比重將顯著提高，風險權數最高可達 100%，並須計入 CVA³ 損失風險資本要求，以反映雙邊交易所帶來的潛在違約損失。

此外，該規範亦涵蓋間接參與者 (Indirect Clearing Participants) 之曝險計提方式、預付金與擔保品之處理原則，並要求銀行評估 CCP 之風險管理機制是否具備透明性與穩健性。BCBS 透過此制度引導銀行將標準化衍生性商品轉向集中結算，以達成強化金融穩定、降低信用傳染風險與促進制度一致性之政策目標。

各國監管機構根據 G20 所確立的改革原則，亦相繼推出與修訂場外衍生性商品市場之監理框架，以提升交易透明度、強化風險管理機制，並透過實施強制集中結算義務降低交易對手風險與系統性連鎖效應。這些改革措施主要聚焦於建立一致性之商品納入基準、加強 CCP 監管，並導入交易資料報告及保證金規範，進而推動具體法規或監管準則之制定。以下將依主要司法管轄區，逐一說明美國、歐盟、日本、香港與新加坡等國家與地區在 G20 匹茲堡峰會後所採行之具體政策作法與制度演進。

美國於 2010 年通過多德-弗蘭克法案 (Dodd-Frank Act)，明確授權商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 和美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 共同負責衍生性商品市場的監管。該法案第 VII 章規定，所有標準化 OTC 衍生性商品交易，均需透過中央結算機構進行結算，以維護市場穩定並降低交易對手風險。此外，法案亦對市場透明度與風險管理提出更嚴格的要求，包括交易報告與保證金制度的規範。首先，所有 OTC 衍生性商品交易均需向交易數據儲存庫 (Swap Data Repositories, SDRs) 報告，以確

³ 信用價值調整 (Credit Valuation Adjustment, CVA)，係指銀行在評價場外衍生性商品交易部位時，基於對手可能違約的預期損失風險，對其合約公允價值所做的負向調整。意即當銀行與其他金融機構進行衍生性商品交易時，即便未來尚未發生實際違約，若對手方信用狀況惡化，該筆合約的未實現正向曝險便可能轉化為實際損失，因此銀行必須針對這種潛在損失進行會計調整與資本計提。CVA 資本要求 (CVA risk capital charge) 旨在確保銀行對此類風險具備充足資本緩衝，以防範交易對手信用風險所引發之連鎖效應。在巴塞爾架構下，未經集中結算的雙邊衍生性商品需計提 CVA 資本，而透過合格 CCP 結算的交易則可部分或完全豁免此要求，進一步凸顯集中清算機制在風險緩釋與資本效率上的制度優勢。

保市場資訊的公開與透明，從而提升監管機構對市場動態的掌握，減少資訊不對稱所可能帶來的風險。其次，為了進一步降低未經結算交易的潛在風險，法案規定未結算的衍生性商品交易必須繳納 IM 及 VM，強化市場參與者之資本穩健性，確保合約義務之履行。

歐盟於 2012 年頒布《歐洲市場基礎設施規則》(European Market Infrastructure Regulation, EMIR)，由歐洲證券及市場管理局 (European Securities and Markets Authority, ESMA) 負責執行與監督，以強化 OTC 衍生性商品市場的穩定性、透明度與安全性。EMIR 規定，所有標準化場外衍生性商品須透過經授權之 CCP 集中結算，並由 ESMA 公告適用之商品類別及參與者類型，透過「清算門檻」(Clearing Thresholds) 判定是否適用集中結算義務。同時鼓勵市場參與者採用組合保證金、淨額結算等風險減少技術，以優化風險效率。對於未經集中結算之交易，EMIR 要求交易雙方必須交換 IM 與 VM，並建立定期風險評估、爭議處理與作業風險控管機制。此外，所有 OTC 衍生性商品交易須向 ESMA 認可的交易資料儲存庫 (Trading Repositories, TR) 報告，TR 則每日將資料提供予 ESMA、EBA、ECB 與各國主管機關，以確保監管機構能夠即時掌握市場狀況，減少資訊不對稱所帶來的風險。此外，EMIR 對 CCP 的認可程序、資本要求、風險管理政策、違約處理程序與壓力測試等均設有明確規範，以確保其營運穩健並具備充足資源因應市場衝擊。並要求 CCP 每日進行市值評價與保證金調整，並對主要結算會員設立違約基金 (Default Fund) 制度，以吸收可能損失。

日本於 2010 年起修訂《金融商品交易法》(Financial Instruments and Exchange Act, FIEA)，由金融廳 (Financial Services Agency, FSA) 負責監管。自 2012 年 11 月起，FSA 正式實施強制集中結算制度，規定金融商品業者與註冊金融機構之特定標準化衍生性商品交易需透過經授權之 CCP (如日本證券結算機構 JSCC) 進行結算。隨後制度亦逐步調整，對於信託帳戶、集團內交易、非對等清算會員等情境提供豁免，並考量跨境交易之域外效力。交易回報方面，所有符合條件之交易必須依 FSA 公告之要求，回報至指定交易資料儲存庫 (如 DTCC Japan)，而未集中結算之交易則由 TR 或業者負責回報。為有效控管雙邊交易風險，日本於 2015 年起依 BCBS-

IOSCO 推動 IM 與 VM 交換制度，並針對未結算之交易設定規模門檻，要求保證金以信託等形式分離保管。

香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority, HKMA) 與證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, SFC) 自 2016 年起實施《證券及期貨(場外衍生工具交易——結算及備存紀錄責任和中央對手方的指定) 規則》。該規則明定，符合一定條件之 IRS 須透過 SFC 指定之 CCP 進行集中結算，適用對象為於香港註冊或營運且達結算門檻之認可機構與持牌法團。此外，香港亦依 BCBS-IOSCO 實施未集中結算交易之保證金制度，涵蓋 IM 與 VM，並要求每日市值評價、資產隔離與門檻豁免之條件。

新加坡自 2013 年起即依據《證券與期貨(交易回報) 規則》(Securities and Futures (Reporting of Derivatives Contracts) Regulations)，要求所有衍生性商品交易均須向經金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 認可的交易資料儲存庫 (Trade Repository, TR) 報告。2018 年 MAS 正式頒布《證券與期貨(衍生商品合約清算) 規則》(Securities and Futures (Clearing of Derivatives Contracts) Regulations)，規定特定標準化 IRS 須透過授權之 CCP 進行集中結算。適用對象包括於新加坡註冊之交易對手、金融機構及達資產規模門檻者，且制度具有域外適用效力。而對於未集中結算之交易，MAS 實施保證金交換要求，同時要求資產隔離與每日評價調整，並提供門檻以下交易或集團內部交易之豁免。此外，MAS 於 2018 年亦公布《資本市場產品規則》(Capital Markets Products Regulations)，進一步界定場外衍生性商品的產品種類及對專業投資人之資訊披露與適銷規範，以提升合規要求之明確性與執行細節。

全球主要司法管轄區對於 OTC 衍生性商品市場之監管已形成相當程度的一致性架構，惟各地落實進程仍存在差異。為更清晰比較各國實施時程與階段，表 2 彙整各主要司法管轄區之法規框架與強制集中結算與未結算衍生品保證金規則之實施進程。

表 2：各主要司法管轄區實施相關法規的時程

司法管轄區	監管機構	法規框架	強制集中結算 實施時間	UMR 第一階段 實施時間
美國	CFTC, SEC	Dodd-Frank Act	2013/03 (IRS, CDS)	2016/09
日本	FSA	Financial Instruments and Exchange Act	2012/11 (IRS, CDS)	2016/09
歐盟	ESMA	EMIR	2016/06 (IRS) 2017/02 (CDS)	2017/02
中國	PBOC, CSRS	期貨交易管理條例	2014/07 (IRS)	尚未實施(計劃 2026 起)
英國	FCA	UK EMIR	2016/06(IRS) , 2017/02(CDS)	2017/02
香港	HKMA	證券及期貨條例	2016/09 (IRS)	2017/09
新加坡	MAS	Securities and Futures Act	2018/10 (IRS)	2017/03
韓國	FSC	Financial Investment Services and Capital Markets	2014/06 (IRS)	2021/09
加拿大	CSA, OSFI	National Instrument 94-101	2017/04 (IRS)	2016/09

資料來源：本研究整理

在全球店頭衍生性商品集中結算制度的推動下，IRS 與 CDS 等高度標準化且未涉及本金交割之店頭衍生性商品已在主要司法管轄區普遍納入 CCP 集中結算義務，並透過法規明確規範適用條件、清算門檻與參與資格。然而，FX Swap 在全球的集中結算推動情況與其他商品類別相比，呈現出明顯差異，且整體推行程度有

限。截至目前，與台灣市場結構、基礎設施及監理環境相近的司法管轄區（韓國、新加坡、香港、澳洲）均未針對 FX Swap 推動 CCP 集中結算⁴。這些市場雖在利率與信用衍生性商品領域已建立成熟的集中結算機制，然而 FX Swap 則多採款對款同步收付 (Payment vs Payment, PvP) 的結算模式，主要原因包括：

- 商品特性與交割複雜度：FX Swap 涉及本金交割，跨幣別資金流與交割同步機制的設計，使 CCP 在結算與資金安排上面臨更高的技術挑戰與營運成本。
- 市場需求與成本效益：多數市場現行的雙邊結算與擔保品管理制度，已可有效降低交易對手風險，市場參與者對 CCP 清算 FX Swap 的需求不足，難以支撐系統建置與持續營運所需成本。
- 基礎設施與跨境協調：FX Swap 涉及的跨幣別結算需依賴現有支付系統或 PvP 平台，若無完善的跨境資金結算安排，推行 CCP 可能造成流動性風險與營運負擔。

儘管 FX Swap 在多數成熟市場尚未納入集中結算義務，部分新興及區域性市場由於沒有完備的 PvP 系統，以應對本幣與外幣交換交易的風險管理需求。根據 CPMI (2023) 的報告指出，巴西的 B3 外匯清算所 (B3 Foreign Exchange Clearinghouse) 與印度的 CCIL 外匯結算系統 (Clearing Corporation of India Limited's Forex Settlement)，均針對本國貨幣兌美元的外匯交換交易提供集中結算服務，並採用典型的 CCP 風險控管措施，包括 IM、VM、違約基金以及曝險限額管理，以降低交易對手違約與資金交割風險。其中，B3 僅清算即期外匯交易，未涵蓋 FX Swap；CCIL 則在即期與遠期外匯基礎上，納入本幣兌美元的 FX Swap 清算。兩者的服務範圍均以本幣對美元市場為核心，商品覆蓋有限，且直接參與資格僅限於當地註冊的金融機構。

香港的 CHATS 系統 (Clearing House Automated Transfer System) 雖具備多幣別結算能力，能處理即期外匯、貨幣交換及部分店頭衍生性商品的雙邊淨額支付指令，但未針對 FX Swap 建立強制集中結算制度。參與資格限於香港本地金融機構及與

⁴ 感謝美商摩根大通銀行股份有限公司台北分行汪雅美董事總經理提供相關建議。

系統有連線協議的部分境外機構，風險管理主要透過為參與者提供免息的日間流動性安排以及設定嚴格的資格門檻來進行控管。

CLSSettlement 由 CLS Bank International 營運，做為全球覆蓋度最高的多幣別結算平台，可處理即期外匯、貨幣交換及部分店頭衍生性商品，但並非中央對手方架構，毋涉集中結算義務。參與資格開放給符合條件的銀行及特定其他金融機構，其風險控管強調結算安全與流程穩定性，並透過多邊淨額結算大幅降低參與者的流動性義務，同時要求參與者遵守嚴格的財務、法律及營運規範。

CLSNOW 同樣由美國 CLS Bank International 營運，主要用於結算主要儲備貨幣間的日內交易以及其他當日交割交易，但不提供 FX Swap 的集中結算。該機制的設計重點在於確保資金交付的同步性與降低本金風險，並透過嚴格的參與資格審核、標準化結算流程與作業測試確保營運穩定性。然而，CLSNOW 並未採取違約基金、保證金制度及損失分擔安排等 CCP 的風險吸收與分配機制，因此其功能定位與全面性 CCP 架構存在本質差異。

國際經驗顯示，即使在已具備成熟 CCP 架構與完整法規基礎的國家，FX Swap 的集中結算推動仍受制於商品特性、系統建置成本及市場需求等限制。然而，最具 PvP 代表體系之 CLS (Continuous Linked Settlement) 銀行在 2025 年宣布重新設計旗下的 CLSClearedFX 平台⁵。透過此平台，CLS 提供給 CCP 與其清算會員的 PvP 結算服務，目的在將「已清算」之外匯及衍生品現金流 (包含可交割的 FX 現貨、遠期、選擇權及交換合約等之本金與利息或費用類現金流) 導入 CLS 主結算時段統一處理，從而同時取得結算風險緩釋與流動性效率。此關鍵改變在於讓 CCP 能代表其清算會員，得將雙邊 (Bilateral) 結算指令直接提交到 CLSSettlement 的主結算時段，使「清算後的交割」與「雙邊市場的 CLS 結算」在同一作業視窗與技術堆疊中完成。此一整合帶來更一致的資金流程 (避免過去清算／結算割裂導致的雙重資金安

⁵ 參見：<https://www.cls-group.com/products/settlement/clsclearedfx/>、<https://www.lseg.com/en/post-trade/clearing/lch-services/forexclear/what-we-clear>。含現貨、遠期、選擇權等，其本金結算金額將「每日」在 CLS 主結算時段內完成。LCH 接收交易 (雙方經報價平台或中介配對)、完成債權變更 (Novation) 後，進行保證金計算、到期與結算；清算後的現金流以 CLS 系統進行 PvP。倘若 CLS 發生結算失敗，LCH 亦揭示其備援：可透過 LCH 之受保護支付系統 (PPS) 及其在央行持有的流動性基金等安排，於 CLS 之外完成結算，以確保市場秩序與最終性。

排)、更佳的操作效率與流動性優化，LCH 之 ForexClear 為首家上線的 CCP。對清算會員而言，這意味透過此整合的結算旅程，可以獲得以下效益：(1) 資金籌措與支付時點聚合至 CLS 日內既定節點；(2) 多邊淨額節約資金（減少雙重管線帶來的流動性閒置）；(3) 操作風險可以有效降低，並充分利用 CLS 的失敗管理 (Failure Management) 機制並獲得最終性的保障。對台灣而言，若未來評估將 FX Swap 納入集中結算義務，除需檢視實體交割流程、跨幣別流動性供給以及現有支付與結算基礎設施的整合可行性外，亦應充分評估制度推動的成本效益與市場接受度，以確保政策在安全性、效率與可行性之間取得平衡。

第二節 國際集中結算市場

OTC 衍生性商品市場的未平倉交易 (Outstanding Trades) 可分為已結算與未結算兩類，其中店頭利率衍生性商品 (OTC IRDs)、信用衍生性商品 (Credit Derivatives) 以及外匯 (FX) 衍生性商品為三大主要資產類別。自 2008 年金融危機以來，全球監管機構積極推動市場改革，結算義務 (Clearing Mandates) 與 UMR 成為影響最深遠的兩大政策。

G20 的改革不僅促進了市場向集中結算的轉變，也顯著提高了市場透明度，使監管機構能夠更有效地監控改革的進展與影響。如圖 1，截至 2023 年，利率衍生性商品擁有最高的結算比例，在 2017 年 12 月達到 71%，隨後進一步提升至 75%；信用衍生性商品則由 2017 年 12 月的 31% 到 2023 年成長達到約 72% 增長至 37%，呈現穩定上升趨勢；然而，外匯衍生性商品的結算率雖然較低，外匯衍生性商品市場發展仍呈現成長的趨勢，其名義金額在 2023 年持續上升。

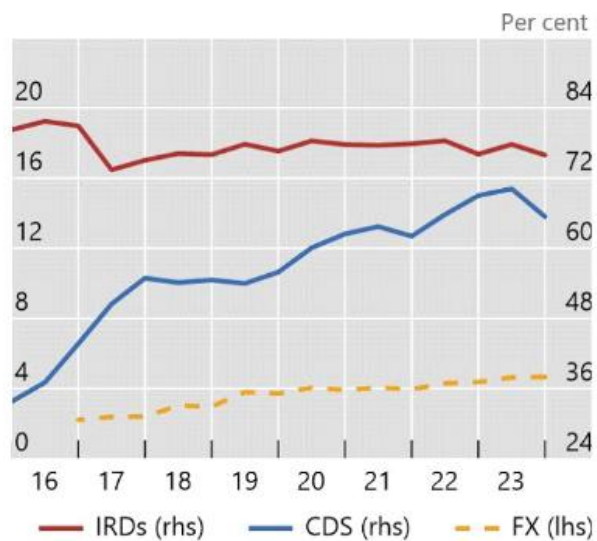


圖 1：2016 年至 2023 年市場規模與集中結算趨勢

資料來源：BIS (2023)

如圖 2-A 所示，外匯衍生性商品集中結算規模的成長主要由美元的交易驅動，美元為外匯市場的主要交易貨幣，是市場成長的主要動力來源。從 2016 年以來，外匯衍生性商品的未結算名義金額已經增加了 50%，主要體現在美元 (紅線)、歐元 (藍線) 以及美元與其他貨幣 (黑線) 的交易合約中。圖 2-B 更可以看到，外匯衍生性商品的成長主要集中在短期合約，尤其為到期日不超過一年之合約，在 2023 年末成長了 7.4 兆美元，同比成長了 9%，達到總額 91 兆美元。

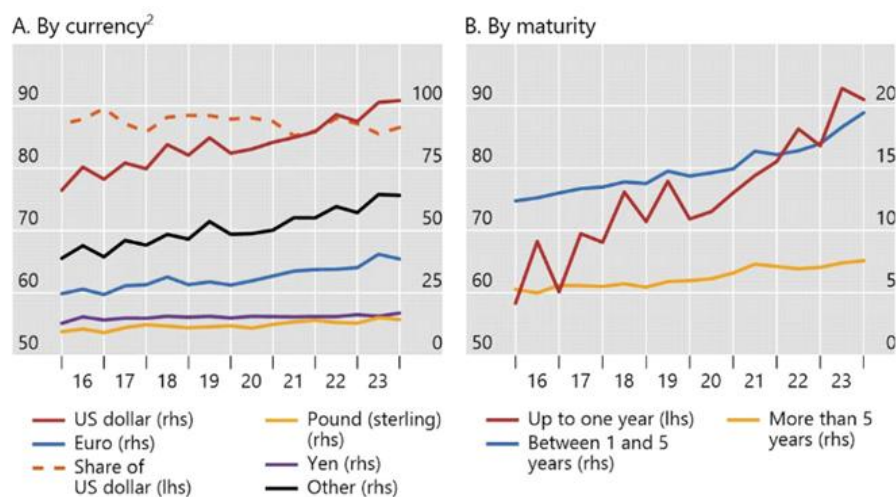


圖 2：2016 年至 2023 年外匯衍生性商品市場規模和到期日分佈

資料來源：BIS (2023)

根據 BIS 定義，GCE (Gross Credit Exposure) 為 GMV (Gross Market Values) 扣除雙邊淨額結算協議 (Bilateral Netting Agreements) 下的對沖淨額，是衡量場外衍生品市場交易對手信用風險的重要指標。如圖 3，2022 年，GCE 顯著上升：2021 年底 GCE 為 2.5 兆美元，2022 年上半年增至 3.3 兆美元 (+30.1%)，為 2020 年 COVID-19 大流行期間 (+35.7%) 以來的最大增幅；而 2022 下半年 GCE 進一步增至 3.7 兆美元 (+11.4%)，顯示市場信用風險持續攀升。

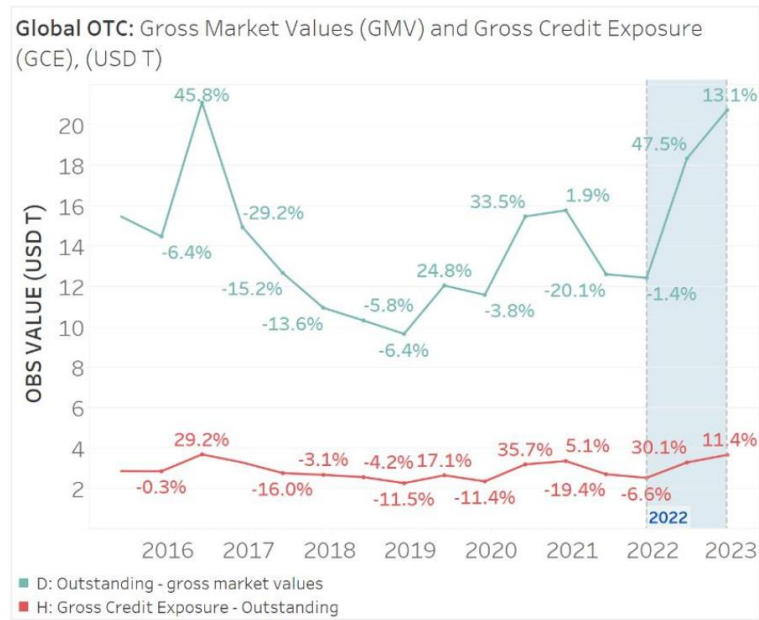


圖 3：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品總市場價值與總信用曝險

資料來源：CCP 12 (2022)

在結算方面，2022 年上半年，場外衍生性商品市場的結算總額達 405 兆美元，創下自 2019 年上半年以來的最高水平 (如圖 4)。各類衍生性商品的變化包含利率衍生性商品 +6%、信用衍生性商品 +2%、外匯衍生性商品 +1%、其他衍生性商品 -5%、股權衍生性商品 -22%。在各類衍生性商品的結算量變化中，外匯衍生性商品雖僅上升 1%，但仍具有重要的市場意義，FX 交易的成長通常反映市場對流動性與風險管理工具的需求。

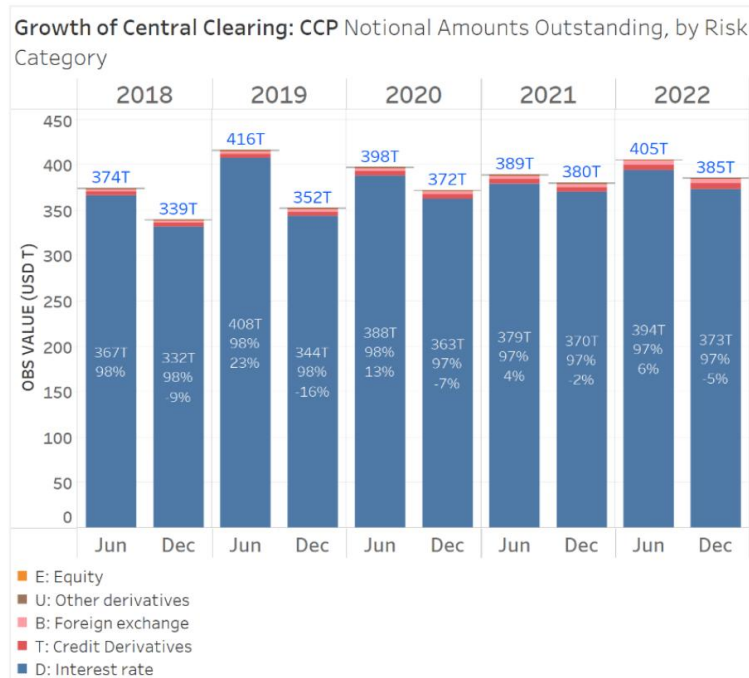


圖 4：2018 年至 2022 年全球場外衍生品中央結算名義未平倉總額

資料來源：CCP12 (2023)

在新冠疫情 (COVID-19) 期間，結算交易量亦大幅增加，其中貨幣類別的交易量亦呈現顯著增長。尤其在 2020 年 3 月，貨幣類結算交易量達到 4.68 億筆，相較於 2019 年 3 月的 3.62 億筆，增幅達 29%，如圖 5 所示。儘管 2019 年 3 月已經是相對高點 (相較於 2019 年 2 月與 4 月)，但 2020 年 3 月的數據仍大幅超越前一年同期水準。這可能反映了市場在疫情初期的不確定性推動了外匯衍生性商品 (如 FX Swap、貨幣期貨 Currency Futures 及外匯選擇權 FX Options) 的結算需求增加。市場參與者在高波動環境下，利用貨幣類衍生性商品進行避險與流動性管理，進一步帶動結算交易量的增長。

單位：百萬筆

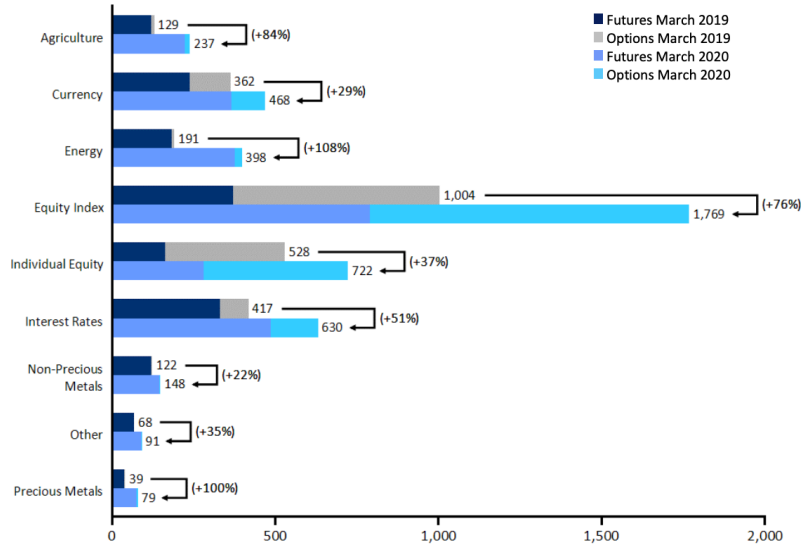


圖 5：2019 年 3 月與 2020 年 3 月各資產類別結算交易量

資料來源：CCP12 (2020)

在圖 6 中進一步觀察 2020 年全球店頭外匯衍生性商品的趨勢，可以發現疫情期間市場的活躍度顯著提高。根據統計，從 2019 年 Q4 到 2020 年 Q2，全球外匯衍生性商品未平倉名義金額從 3.4 兆美元增長至 3.8 兆美元，增幅近 12%。反映疫情帶來的高度不確定性，市場參與者增加對 FX Swap、遠期外匯 (Deliverable Forwards, DF) 及無本金交割遠期外匯 (Non-Deliverable Forwards, NDF) 的使用，以對沖貨幣風險。

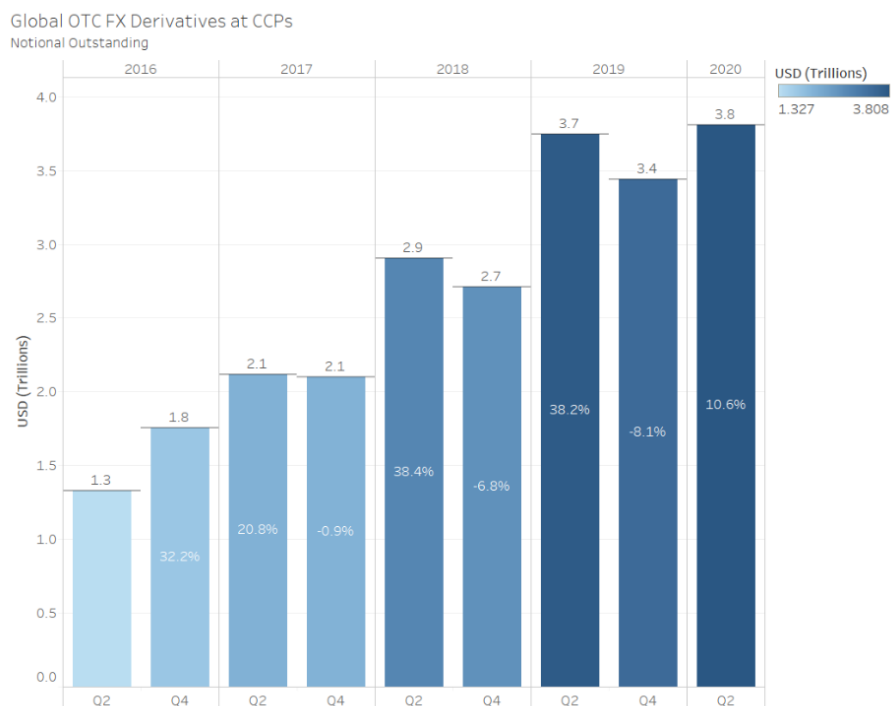


圖 6：2016 年 Q2 至 2020 年 Q2 全球店頭市場外匯衍生性商品集中結算統計
資料來源：CCP12 (2021)

接著 2022 年，全球場外衍生性商品市場經歷了劇烈變動，這和全球通貨膨脹飆升及各國央行前所未有的貨幣政策變動密切相關。根據 BIS 針對 2022 年提供的數據顯示，隨著美國利率的大幅上升，場外衍生性商品市場的未平倉名目價值 (Notional Value) 顯著增加。如圖 7 所示，2022 年 6 月底，未平倉名目價值達到 632.2 兆美元，較 2021 年底的 598.4 兆美元明顯上升。在 2022 下半年，該數值仍維持在高位，截至 12 月底為 618 兆美元，顯示市場需求依然強勁。

單位：兆美元

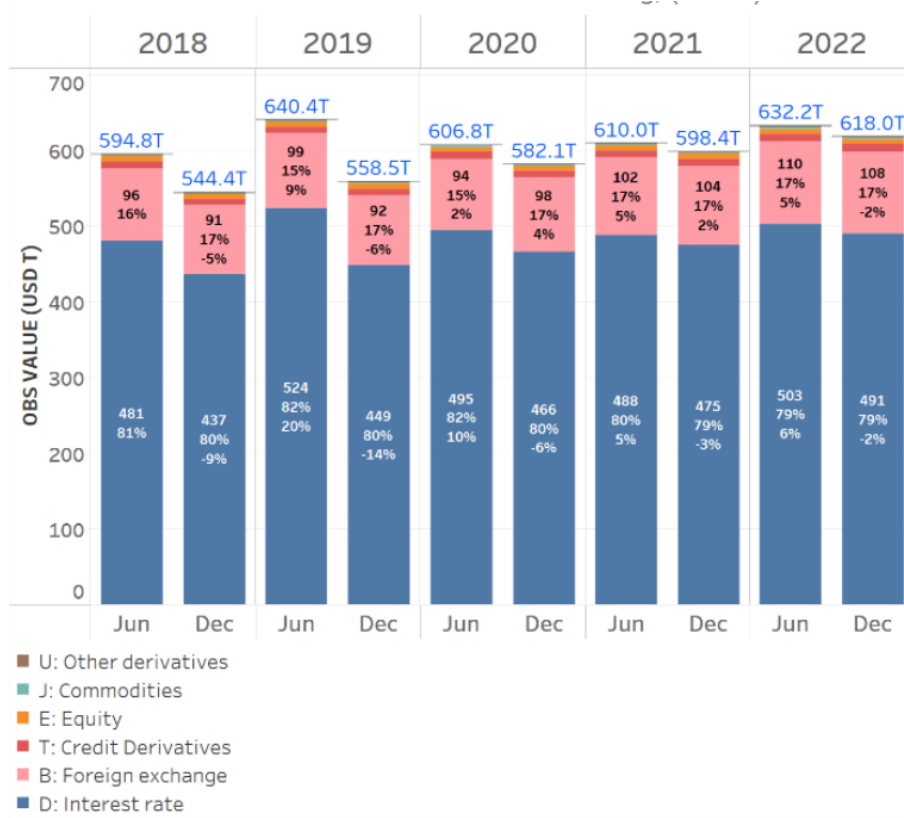


圖 7：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品市場名義未平倉總額⁶

資料來源：CCP 12 (2022)

如圖 8 所示，場外衍生性商品的 GMV 亦出現大幅增長，外匯衍生性商品 GMV 達到 5 兆美元，占整體 GMV 的 26%，相較於 2021 年底的 3 兆美元 (占比 20%)，成長幅度高達 67%。這一增長反映出市場波動的加劇，使投資者與企業加大對沖貨幣風險的力度。

到了 2022 年下半年，外匯衍生性商品 GMV 維持在 5 兆美元，但由於 GMV 總值進一步增長至 20.7 兆美元，其市場占比稍微下降至 23%。雖然外匯衍生性商品的市場價值維持在高位，但其他資產類別 (如利率衍生性商品) 的增幅更為顯著，使得外匯衍生性商品在總 GMV 中的占比略有下滑。然而，整體來看，2022 年全

⁶ 各大銀行及主要衍生性商品交易商在每年 6 月底 (H1) 與 12 月底 (H2) 的未平倉部位 (Outstanding Positions)。

年外匯衍生性商品 GMV 仍處於歷史高點，顯示出市場對於貨幣風險管理的需求持續增強。

回顧 2020 至 2022 年的趨勢，外匯衍生性商品 GMV 的變動與全球市場環境密切相關。在 2020 年 6 月，外匯衍生性商品 GMV 為 3 兆美元 (占比 17%)，但在 2021 年 6 月降至 2 兆美元 (占比 14%)，顯示在 2020 年市場波動後，隨著流動性需求的減少，外匯衍生性商品市場規模短暫回落。然而，2022 年市場環境再次發生劇烈變化，隨著美元持續走強、主要央行貨幣政策調整及企業避險需求上升，外匯衍生性商品 GMV 迅速回升至 5 兆美元，創下五年來的新高。

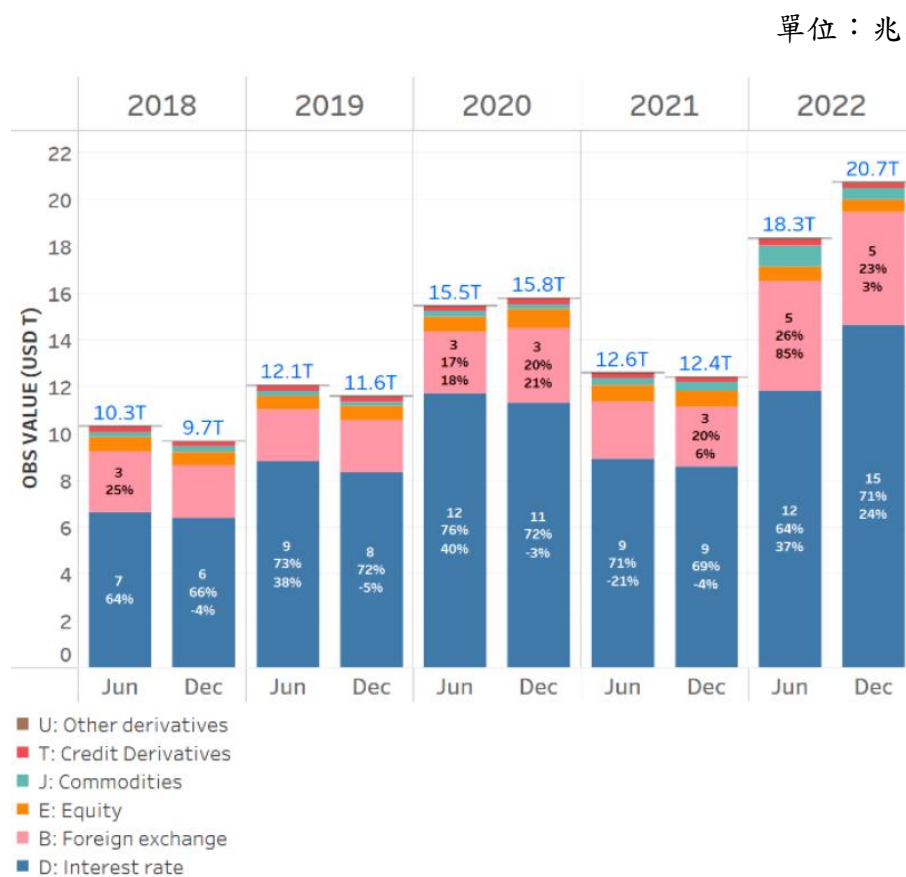


圖 8：2018 年至 2022 年全球場外衍生性商品總市場價值未平倉總額

資料來源：CCP 12 (2022)

2022 年全球店頭外匯市場的交易量顯示出明顯的增長趨勢，而 FX Swap 仍然是市場中最主要的交易工具。根據 BIS 的統計，當年 4 月全球外匯市場的日均交易

額達 7.5 兆美元，其中 FX Swap 占比高達 51% (3.81 兆美元)，顯示其在短期資金管理與流動性調度中的關鍵作用。相比之下，現貨交易 (Spot Transactions) 占 28% (2.1 兆美元)，遠期交易 (Outright Forwards) 則占 15% (1.16 兆美元)，而貨幣交換 (Currency Swap) 與 FX Option 的市場規模相對較小，分別為 1,239 億美元與 3,043 億美元。2024 年，外匯衍生性商品名目金額的上升主要受 FX Swap 和遠期交易量增加的推動 (如圖 9-A)。與日圓有關的合約在 2023 年整年都呈現上升趨勢，在 2024 上半年成長尤其顯著，以美元計算的名目金額同比成長了 13% (如圖 9-B 紫線所示)，而以日圓計算則成長了 26% (如圖 9-C 紫線所示)。這樣的成長來自日圓貶值以及市場對日本擺脫負利率環境的預期成長。日圓匯率的波動反映在從 2020 年以來日圓 Swap 和遠期合約名義金額的成長 (如圖 9-C)。成長最強勁的來自「其他金融機構」相關的對手方，從 2022 年底以來「其他貨幣」(即數據中未明確列出的貨幣) 的合約也持續成長 (如圖 9-A 橘線所示)，同比成長率保持在 10% 左右。與此同時，美元合約也出現成長 (如圖 9-A 紅線所示)，反應美元在外匯衍生性商品市場中的地位。

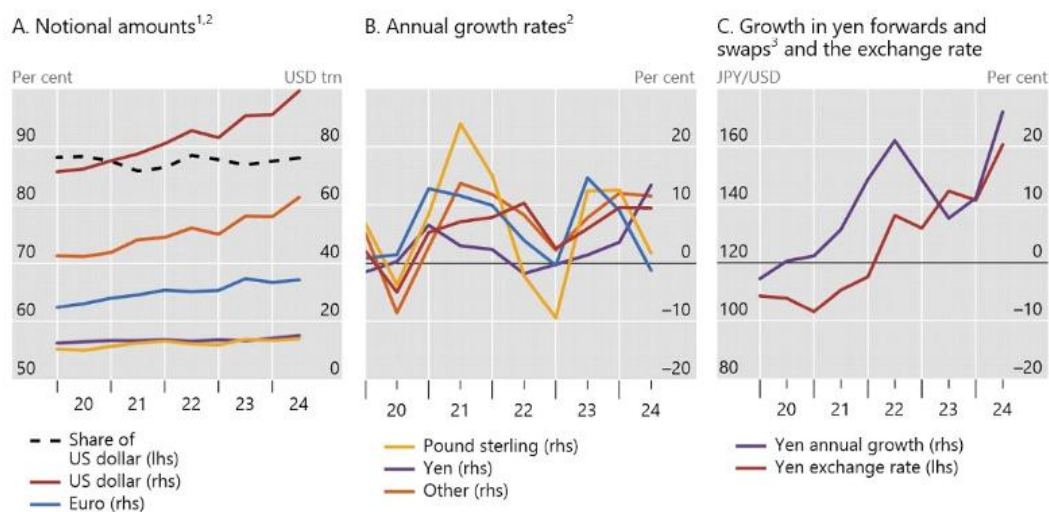


圖 9：FX Swap 與遠期合約市場規模及成長

資料來源：BIS (2024)

從貨幣角度來看，美元仍然是全球外匯市場的主導貨幣，在所有外匯交易中占比 88%，其中美元 FX Swap 交易額達 3.46 兆美元，顯示市場對美元流動性的強烈需求。歐元 (EUR) 交易量為 2.29 兆美元，其中 FX Swap 交易額 1.26 兆美元，日圓 (JPY) 交易量達 1.25 兆美元，FX Swap 交易額 5,570 億美元，顯示出日圓作為避險貨幣的穩定需求。另一方面，人民幣 (CNY) 外匯交易量為 5,260 億美元，FX Swap 交易額 2,306 億美元，反映人民幣國際化進程的推進，也顯示市場對於人民幣流動性的需求正逐步上升。其他主要貨幣，如澳幣 (AUD)、加幣 (CAD) 與瑞郎 (CHF) 的交易量則落在 3,800 億至 5,000 億美元之間。

交易對手的分佈顯示，與報價交易商 (Reporting Dealers) 進行的交易量最高，達 3.46 兆美元，占總交易量的 46%，其中本地交易 1.12 兆美元，跨境交易 2.33 兆美元。表明銀行和主要金融機構仍然主導著全球外匯市場。此外，與其他金融機構 (如對沖基金與投資機構) 的交易額為 2.63 兆美元，占 35%，而非金融機構 (如企業與政府機構) 的交易額則為 4,240 億美元，占比僅 6%，顯示大部分外匯交易仍然由專業金融機構主導。

市場執行方式的變化也顯示出技術進步對市場的影響。電子交易 (Electronic Trading) 已成為市場主流，電子直接交易 (Electronic Direct) 與電子間接交易 (Electronic Indirect) 合計達 4.32 兆美元，占總交易量的 57%。其中，電子直接交易 (如 EBS、Reuters Matching) 規模達 2.64 兆美元，而電子間接交易則達 1.69 兆美元。雖然電子交易快速發展，語音交易 (Voice Execution) 仍然具有市場份額，直接語音交易額達 2.08 兆美元，間接語音交易額為 9,190 億美元，顯示部分交易仍然依賴傳統的人工報價與執行方式。

就地理分佈而言，英國仍然是全球最大的外匯交易市場，日均交易額達 3.75 兆美元，占全球總量近 50%，顯示倫敦作為國際金融中心的領先地位仍然穩固。美國市場則以 1.91 兆美元位居第二，其次是新加坡 (9,294 億美元)、香港 (6,495 億美元) 與日本 (4,325 億美元)，反映出亞洲市場的重要性正在提升。瑞士則以 3,497 億美元的交易量，作為歐洲避險貨幣市場的核心。

國際市場在推動集中結算方面已積累豐富的實證經驗，可從以下案例中，觀察監管要求與市場參與者決策之間複雜的相互作用。King et al. (2022) 指出，在 2008

年金融危機後，IRS 的集中結算比例從不到 25% 快速上升至 2009 年的近 50%，後續伴隨強制結算命令在 2012 年至 2014 年間生效，結算率再次跳升，截至 2018 年上半年，IRS 與 CDS 的結算名目本金已超過 75%。然而，集中結算在降低信用風險的同時，也對金融體系產生了順週期性的流動性風險，此一問題在市場波動時尤為關鍵。如在 COVID-19 疫情初期，CCP 向結算會員發出巨額的追繳保證金要求，其中 VM 總額增加約 1,150 億美元，而 IM 總額更增加了約 3,000 億美元。這些龐大的流動性需求對結算會員的資金造成壓力，成為市場參與者在進行成本效益評估時的關鍵考量，也凸顯市場在面對結算時，必須權衡風險緩解與流動性成本之間的關係。

Bellia et al. (2024) 指出，在歐盟的店頭信用衍生性商品市場中，在未實施強制結算規定的情況下，市場參與者會基於明確的成本效益考量而自願選擇集中結算，其中一項關鍵誘因是風險權重的差異，相較雙邊 OTC 交易的風險权重 (20%)，已結算交易的風險权重為 2%，大幅降低參與者的資金成本，並實質性地減少最終的風險加權曝險額。同時，參與者也會考量保證金的成本與淨額結算效益，當一筆新交易有助於減少其在 CCP 的未結清淨部位，從而降低保證金需求時，該交易被結算的機率會更高。此外，當交易對手信用風險越高時，參與者越傾向於選擇集中結算來管理此風險。整體來說，集中結算的風險緩解功能與成本優勢是影響交易者決策的核心考量。

在亞洲市場，印尼 IDCclear 於 2024 年 9 月 30 日正式於貨幣與外匯市場實施 CCP 集中結算。在實施過程中，IDCclear 投入大量資源與監管機構和市場參與者溝通，闡明集中結算所帶來的淨額結算效益與資本效率，並透過讓中央銀行與商業銀行成為股東來建立市場信心，證明即使在缺乏強制規定的環境下，CCP 仍可憑藉明確的成本效益吸引參與者加入 (CCP Global, 2025)；而在日本，JSCC 於 2012 年 10 月起於 IRS 結算中引入 VaR 模型，並於 2023 年 11 月將此模型擴展至上市金融衍生性商品。於 2024 年 8 月市場劇烈波動期間，JSCC 在日經 225 期貨的分析中發現，新模型下保證金不足的發生次數由舊模型的 6 次降至 3 次，證明新模型在提升風險管理穩健性的同時，也有助於為市場參與者節約潛在成本。此外，在 JGB 期

貨方面，新模型亦能更精準地評估風險，降低保證金與實際損失間的偏離度，進一步提升保證金計算的效率。

總體而言，全球外匯市場顯示出幾個關鍵趨勢。FX Swap 仍然是外匯市場中最主要的交易工具，尤其在美元流動性管理方面扮演核心角色。隨著全球金融市場的不確定性增強，FX Swap 的需求持續增長，尤其是在需要進行美元避險的情境下，尤其台灣保險公司多半持有大量的美元資產，它們通常會面臨較高的美元避險需求，即會透過 FX Swap 進行相應的避險操作。

在下個章節中，將進一步聚焦於台灣的店頭衍生性商品市場，分析其在外匯市場中的角色與交易趨勢。除了討論台灣市場的交易量與主要貨幣對外，亦將探討其外匯衍生性商品結構、流動性管理機制及其與全球市場的連結。此外，也將深入分析交易對手機構，包括本地銀行、跨國金融機構、企業客戶及其他市場參與者，以了解台灣市場的參與者如何在全球外匯市場運作，並應對國際金融環境的變化。這些分析將有助於進一步理解台灣在全球外匯市場中的影響力及未來發展方向。

第參章 台灣實施 FX Swap 集中結算之探討與建議

第一節 店頭衍生性商品市場現況分析

在全球金融市場高度連動的環境下，有效的風險管理對金融機構營運至關重要。衍生性金融商品作為核心風險管理工具，使金融機構能夠轉移或對沖其面臨的市場風險、信用風險以及流動性風險。對台灣金融機構而言，由於其投資活動日益全球化，外匯及利率風險的管理尤為關鍵，直接影響其經營績效與財務穩定性。

根據中央銀行銀行衍生性金融商品交易量統計⁷，台灣銀行業對於外匯風險的避險活動主要於店頭市場進行。如圖 10 顯示，外匯衍生性商品 (Foreign Exchange Transaction, FET) 於店頭市場新簽約名目本金金額不僅顯著高於集中交易市場 (平均占比達 99.68%，標準誤 0.031%)，且其差距呈現持續擴大的趨勢，顯示對於非標準化、客製化避險工具的強烈需求，以期能更精確地對應特定風險曝險，實現更有效的風險管理。

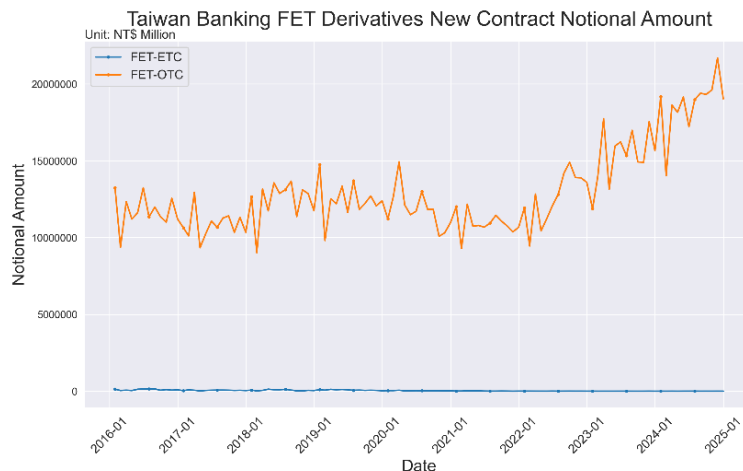


圖 10：台灣銀行業外匯衍生性商品新簽約名目本金金額

資料來源：中央銀行、本研究整理

⁷ <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-534-2342-16E4A-1.html>

證券櫃檯買賣中心 (Taipei Exchange) 衍生性金融商品交易資訊儲存庫統計⁸顯示，台灣店頭衍生性商品市場高度集中於利率衍生性商品 (Interest Rate Contract, IRC) 及外匯衍生性商品兩類商品。圖 11 顯示，外匯衍生性商品的新簽約名目本金在整體市場中具有絕對主導地位 (平均 95.17%，標準誤 0.17%)，2024 年占比雖略微下降，但絕對金額仍持續增加；利率衍生性商品做為占比第二大的類別，平均占比 4.64% (標準誤 0.17%)，且近年占比持續上升。流通名目本金餘額則呈現較為均衡的分布，外匯衍生性商品平均占比 67.68% (標準誤 0.32%)，利率衍生性商品平均占比 31.86% (標準誤 0.32%)，且兩者占比差異持續縮小，主要源自於外匯占比自 7 成逐漸下降至 6 成，利率則緩慢增加至 4 成，且絕對金額顯著增加。此一現象反映利率衍生性商品通常具有較長的合約期限，即使新簽約名目本金較少，累積的流通餘額仍然可觀；相較之下，外匯衍生性商品多為短期合約，因此雖然新簽約金額遠高於利率衍生性商品，但流通餘額的差距卻明顯縮小。其餘類別如商品 (Commodity)、信用 (Credit)、股權連結契約 (Equity Linked Contracts, ELC) 及資產交換 (Asset Swaps, AS) 等衍生性商品的交易活動極為有限，市場占比合計不到 1%。

外匯衍生性商品作為台灣店頭衍生性商品市場主要交易的商品類別，市場參與者主要由銀行業與保險業組成，其中銀行業不僅擔任客戶交易對手，提供避險工具與服務，同時也管理自身的資產負債與市場風險；保險業則主要作為終端使用者，透過外匯衍生性商品管理其國外投資所帶來的匯率風險。

⁸ <https://www.tpex.org.tw/zh-tw/derivative/tpex-derivative/statistics/tr/month.html>

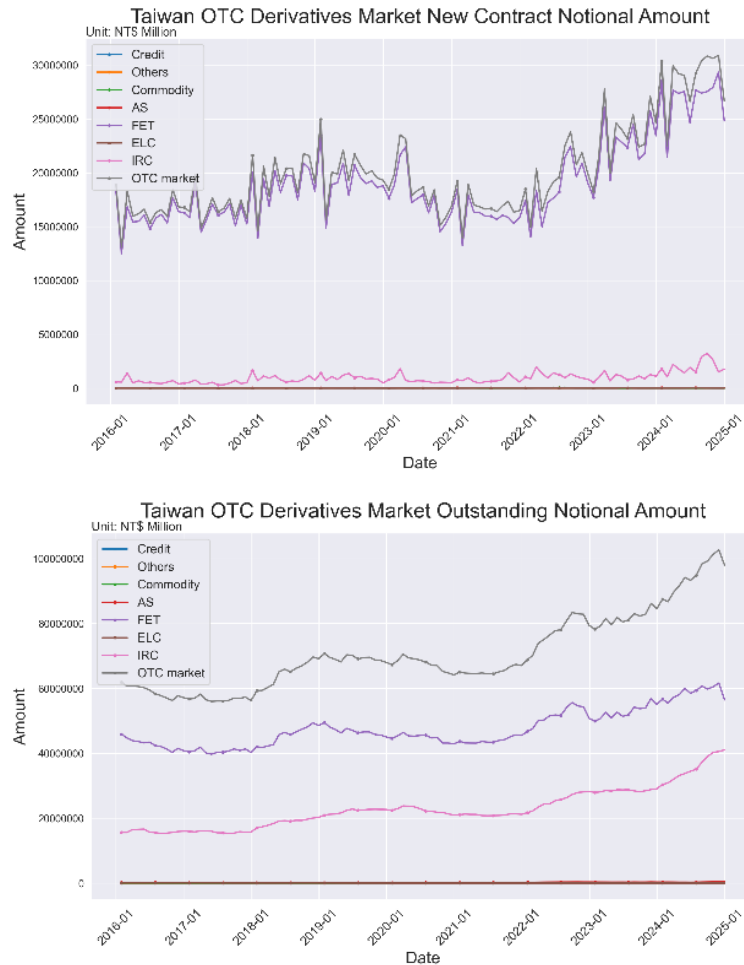


圖 11：台灣店頭衍生性商品市場新簽約名目本金與流通名目本金餘額

資料來源：櫃買中心、本研究整理

根據櫃買中心資料，圖 12 顯示，在台灣店頭外匯衍生性商品交易中，保險業新簽約名目本金占整體市場 (包含涉及新台幣與純外幣之契約) 的 18.83% (標準誤 0.18%)、銀行業的 23.35% (標準誤 0.28%)；保險業流通名目本金餘額在整體市場占比為 20.69% (標準誤 0.17%)、銀行業的 27.83% (標準誤 0.078%)。進一步觀察僅涉及新台幣之交易，圖 13 顯示，保險業的市場參與度明顯提高。在新簽約名目本金中，保險業平均占市場的 22.74% (標準誤 0.18%)、銀行業的 29.64% (標準誤 0.30%)，明顯高於整體市場的比例；保險業流通名目本金餘額占市場的 26.14% (標準誤 0.14%)、銀行業的 35.49% (標準誤 0.25%)。

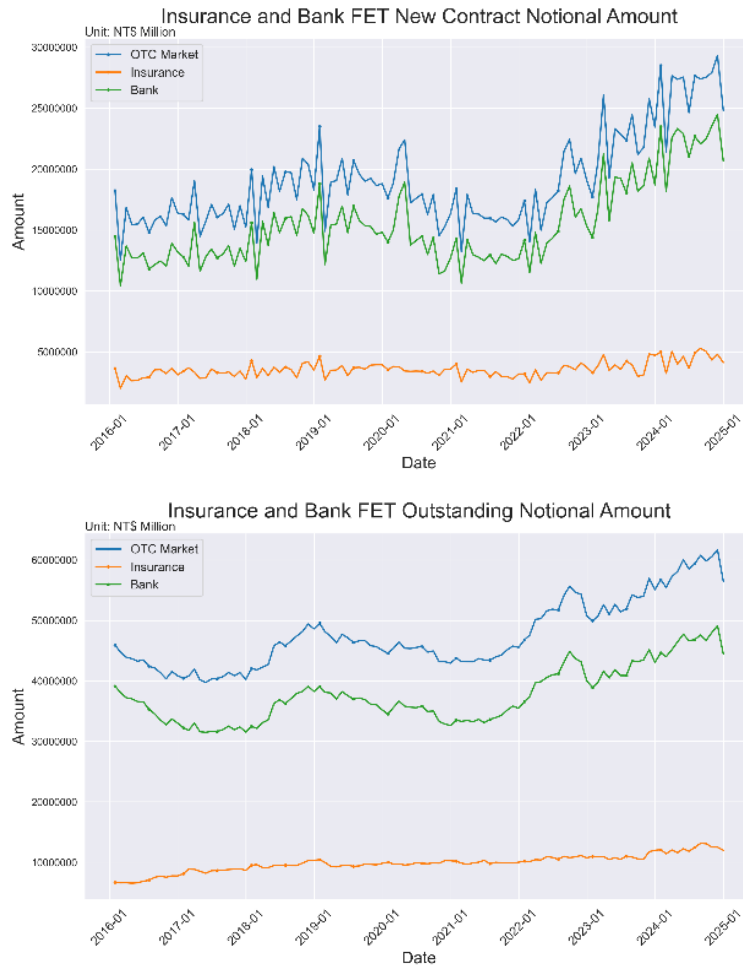


圖 12：台灣外匯衍生性商品新簽約名目本金與流通名目本金餘額

資料來源：櫃買中心、本研究整理

保險業外匯衍生性商品中涉及新台幣契約⁹的占比平均為 68.59%，明顯高於整體市場 (56.28%) 及銀行業 (53.41%)；在流通餘額方面，此一特性更為明顯，保險業涉及新台幣的外匯衍生性商品流通餘額占其全部外匯衍生性商品流通餘額的 87.91%，遠高於整體市場 (69.53%) 及銀行業 (64.75%)。此一現象與保險業實務相符，由於保險業負債主要以新台幣為主，而其海外投資規模持續擴大，使其對於外匯避險工具，特別是涉及新台幣外匯衍生性商品，有持續且穩定的需求，成為市場重要的流動性來源。

⁹ 涉及新臺幣匯率之外匯衍生性商品，係指其價值由新臺幣匯率所衍生之交易契約，或其與其他衍生性商品、新臺幣或外幣本金或其他業務、產品之再組合契約。

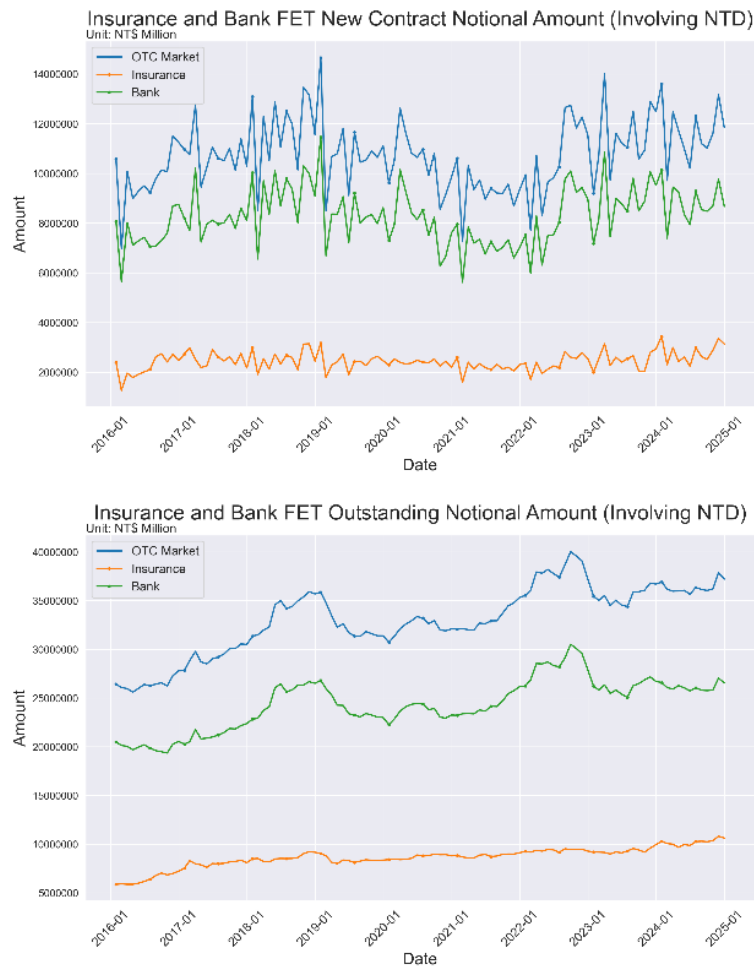


圖 13：台灣外匯衍生性商品市場新簽約名目本金與流通名目本金餘額 (僅涉及新台幣契約)

資料來源：櫃買中心、本研究整理

在市場壓力期間，如 2008 年全球金融危機、2011 年歐債危機、2020 年新冠肺炎疫情等金融或經濟危機發生時，全球金融市場陷入動盪，投資人避險情緒高漲，外匯衍生性商品的新簽約名目本金往往會出現明顯波動，保險業作為主要市場參與者，其避險行為對市場穩定性的影響更加顯著 (謝才雄, 2020)。

第二節 保險業之國外投資與外匯避險

台灣壽險業長期面臨嚴重的利差損問題，此問題源於過往在高利率環境下業者相互競爭銷售的大量高預定利率保單，然而，隨著 2000 年後台灣進入低利率環境，市場利率急遽下降，造成壽險業早期發行的保單產生高額利差損（蔡政憲等, 2017）。同時，國內固定收益投資市場規模有限，債券市場流動性不足且期限結構不完善，無法滿足壽險業對長期穩定收益資產的大量需求。即便當時銷售較少高預定利率保單或較後期加入市場的壽險公司，也因新保單市場競爭壓力，需提高資產投資報酬率而轉向國外投資。

主管機關自 1992 年開放保險業進行國外投資以來，為協助壽險業提高資產面收益，「保險法第 146 條之 4」歷經多次修法，逐步將投資國外的資金比率上限由 5% 提升至 20%、35% (2003 年) 與 45% (2007 年)；而 2011 年與 2014 年的兩次修法雖未調高國外投資比率上限，但加入不計入國外投資限額之排外標的項目，進一步放寬實際投資限制（張士傑等, 2020）。

在此政策下，壽險公司積極通過海外多元的投資工具與更高的收益率來緩解利差損壓力。圖 14 顯示，壽險業國外投資規模自 2016 年的 12.6 兆新台幣增加至 2024 年的 23.0 兆新台幣，增幅超過 10 兆新台幣，總資產占比自 62.82% 上升至 70.08%，大幅超過國內投資比重。

然而，國外投資策略雖在一定程度緩解利差損問題，但也為壽險業帶來了顯著的匯率風險。鑑於國外投資規模龐大，即使小幅匯率波動也可能對壽險業財務狀況產生重大影響，侵蝕獲利甚至導致巨額損失，進而影響財務報表穩定性、清償能力及整體投資組合表現。為有效管理這些匯率風險，保險業積極實施多元化的外匯風險管理策略；中央銀行也逐步放寬外匯衍生性商品限制，自民國 80 年起，陸續開放外幣換匯換利交易、外幣匯率選擇權及無本金交割新臺幣遠期外匯等多項外匯衍生性商品（中央銀行, 2003），為保險業提供更完善的匯率風險管理工具。伴隨國外投資規模的擴大，保險業產生大量匯率相關避險需求，推動外匯衍生性商品流通名目本金餘額持續增長。

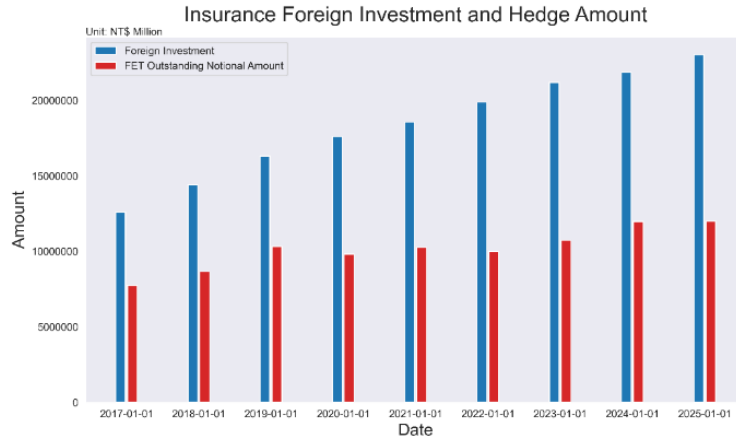


圖 14：保險業國外投資與避險金額

資料來源：保險事業發展中心、證券櫃檯買賣中心、本研究整理

用於管理外匯風險的避險工具主要可分為直接避險與間接避險兩大類別。直接避險係指避險衍生性商品連結標的與被避險資產相同，包括 FX Swap、跨幣別利率交換 (Cross Currency Swap, CCS)、DF 等境內避險工具，以及 NDF 等境外避險工具；間接避險則是指避險衍生性商品連結標的與被避險資產不同，透過兩者標的物間的高相關性來實現風險轉移。表 3 及表 4 參考王儷玲等 (2024)、蔡政憲等 (2017)，分別彙整主要直接避險工具的特性與交易對手風險。

表 3：直接避險工具之特性

特性	FX Swap	CCS	DF	NDF
定義	期初進行即期匯率交易交換不同貨幣，期末反向進行遠期匯率交易換回	期初交換本金，合約期間定期交換不同貨幣利息，期末換回原定本金	約定未來交易條件，僅在到期日進行一次實際交割	約定到期條件，到期日僅結算市場匯率與預設結算價格的價差，不交割本金
交易地點	境內	境內	境內	境外
交易對象	國內法人無須檢附文件，國外需核准	限國內外法人	有實際外匯收支需要者	限國內指定銀行及其海外分行等
交割方式	實際交割	實際交割	實際交割	現金差額交割
利率處理	隱含在遠期與即期匯率差價中	合約期間定期交換不同貨幣利息	隱含在遠期匯率中	隱含在遠期匯率中
主要目的	短期流動性管理與匯率避險	中長期匯率與利率雙重避險	鎖定未來特定日期匯率	規避外匯管制或缺乏可自由兌換貨幣時的避險

資料來源：王儷玲等 (2024)

四種避險工具在功能定位和應用情境上各有差異。FX Swap 作為短期流動性管理工具，其雙向交換的設計能夠在不同時點靈活調配不同貨幣資金，適合應對短期的匯率波動和流動性需求；CCS 則以其長期性、定期利息交換的特點，主要應

用於中長期避險，適合同時管理匯率和利率風險；DF 單一交割時點的特性，提供鎖定未來特定日期匯率，適合有明確未來現金流需求；NDF 則針對受管制貨幣或不可自由兌換貨幣提供替代性避險方案，適合在新興市場或外匯管制環境中通過現金差額結算的方式規避無法實際交割的限制。

表 4：直接避險工具之交易對手風險

避險工具	風險特徵
FX Swap	• 短期資金雙向交換，交易對手信用變動風險有限 • 高流動性市場環境，提供有效風險控制 • 高度標準化合約與完善交易慣例降低風險
CCS	• 長期本金和利息交換結構增加信用變動敏感度 • 合約期內交易對手信用狀況可能顯著惡化 • 多次支付點與複雜結構增加風險管理難度
DF	• 場外交易性質使風險直接取決於雙方信用狀況 • 履約完全依賴交易對手未來交割能力 • 單一交割時點集中風險，缺乏集中市場保障
NDF	• 境外市場交易增加法規不確定性與複雜度 • 缺乏集中結算機制與標準化流程保障 • 針對流動性低貨幣，極端市況下履約風險急劇上升

資料來源：王儷玲等 (2024)

FX Swap 的交易對手風險相對可控，主要優勢在於其高度標準化的合約結構與短期交易特性，使風險暴露期間有限，加上活躍的市場流動性，為交易提供較佳的風險分散機制；相較之下，CCS 因其長期合約性質，交易對手信用在合約期間可能有較為顯著的變化，而多次利息支付點則增加交易方中途違約可能性，存在更明顯的風險累積效應；DF 雖在結構上較為簡單，但其場外交易與單一交割時點特性，

使風險高度依賴於交易對手未來特定時點的履約能力，缺乏集中市場的保護機制；NDF 的交易對手風險最高，主因為其境外交易性質帶來的法規不確定性，以及其通常針對流動性較差的貨幣，在市場極端波動時，可能面臨定價機制失效、履約困難等問題。

圖 15 顯示，當前台灣保險業主要使用遠期契約 (DF+NDF, Forwards) 與交換合約 (FX Swap +CCS, Swaps) 進行外匯避險。Swaps 作為保險業避險的主要工具，其流通名目本金餘額從 2016 年初約 5 兆新台幣穩步增長至 2019 年高峰期的 7 兆新台幣以上，目前仍穩定維持在約 6.5 兆新台幣的高水位；同時，遠期契約在保險業避險工具組合中的重要性日益提升。其流通名目本金餘額呈現顯著上升趨勢，從 2016 年至 2024 年增幅超過三倍。

觀察新簽約名目本金變化趨勢，自 2022 年起 Forwards 的新簽約名目本金開始超越 Swaps，成為交易最為活躍的避險工具，可能是因應近年國際匯率的劇烈波動及美元利率快速攀升等市場環境變化；相對而言，Swaps 的新簽約量雖有起伏，但整體維持在相對穩定的水準。

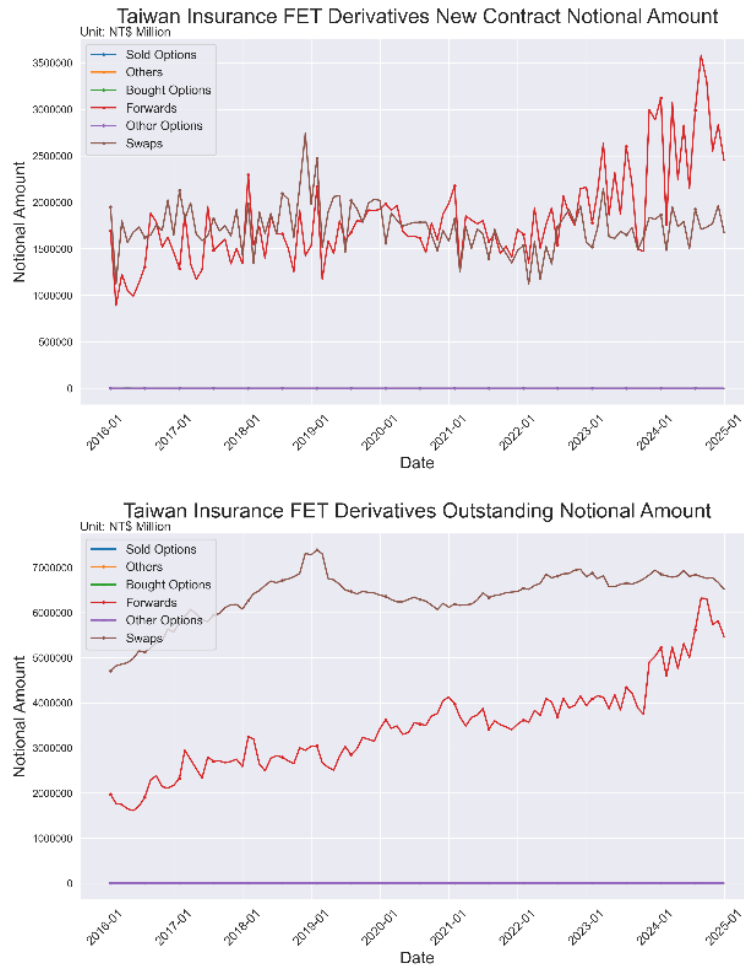


圖 15：台灣保險業外匯避險工具新簽約名目本金與流通名目本金餘額

資料來源：櫃買中心、本研究整理

從歷史發展來看，近年來多起重大國際事件對台灣保險業的避險行為產生了顯著影響，這些事件引發的市場不確定性直接影響保險業的避險策略與規模調整。2018 年初至 2019 年中的中美貿易緊張局勢增加全球經濟的不確定性，促使台灣保險業增加外匯避險部位，新簽約名目本金金額波動增加，市場總體流通餘額從約 4 兆台幣上升至 5 兆台幣；2020 年初 COVID-19 疫情爆發後，市場總體流通餘額出現短暫下降，可能源於疫情初期全球金融市場大幅震盪導致部分避險部位調整或平倉所致。新簽約名目本金在 2020 年第一季末與年底出現明顯峰值，反映市場對全球寬鬆貨幣政策的反應及匯率預期調整；2022 年 2 月俄烏戰爭爆發進一步改變避險市場格局。衝突引發的能源危機與全球通膨壓力導致主要央行快速升息，帶動美

元走強，地緣政治風險提高進一步加劇全球金融市場波動。在此背景下，保險業大幅增加避險部位，總體市場流通餘額從約 4.5 兆台幣快速增長至 2023 至 2024 年的 6 兆台幣以上，新簽約名目本金金額亦明顯增加，並在 2023 年底至 2024 年初達到近 3 兆台幣的歷史新高。

雖然 Swaps 的新簽約金額在近期相對較低，然而相較於 Forwards 僅能對單期進行避險，Swaps 能夠針對雙期至多期進行避險，整體架構更為彈性，使其在風險管理中具有明顯優勢。

台灣保險業的外匯衍生性商品主要集中於涉及新台幣契約，圖 16 顯示，在 Swaps 的新簽約名目本金中，涉及新台幣契約平均占比為 85.16% (標準誤 0.57%)，流通名目本金餘額占比為 94.89% (標準誤 0.21%)；Forwards 的新簽約名目本金中，涉及新台幣契約平均占比為 52.62% (標準誤 0.88%)，流通名目本金餘額占比為 75.22% (標準誤 0.59%)。造成此一現象主要原因為保險業的負債仍以新台幣計價保單為主，而資產端則大量配置於國外市場，由此產生幣別錯配 (Currency Mismatch) 風險，使得壽險業容易受到國際經濟情勢變化的衝擊，進而衍生大量外匯避險需求 (謝才雄, 2020)。雖然保險業亦廣泛運用 Forwards 進行匯率避險，但在將外幣資產之匯率風險轉換為新台幣、以匹配負債結構的實務需求下，Swaps 更具代表性。因此，本研究後續分析將聚焦於涉及新台幣契約之 Swaps 工具，作為探討集中結算可行性與制度設計的核心標的。

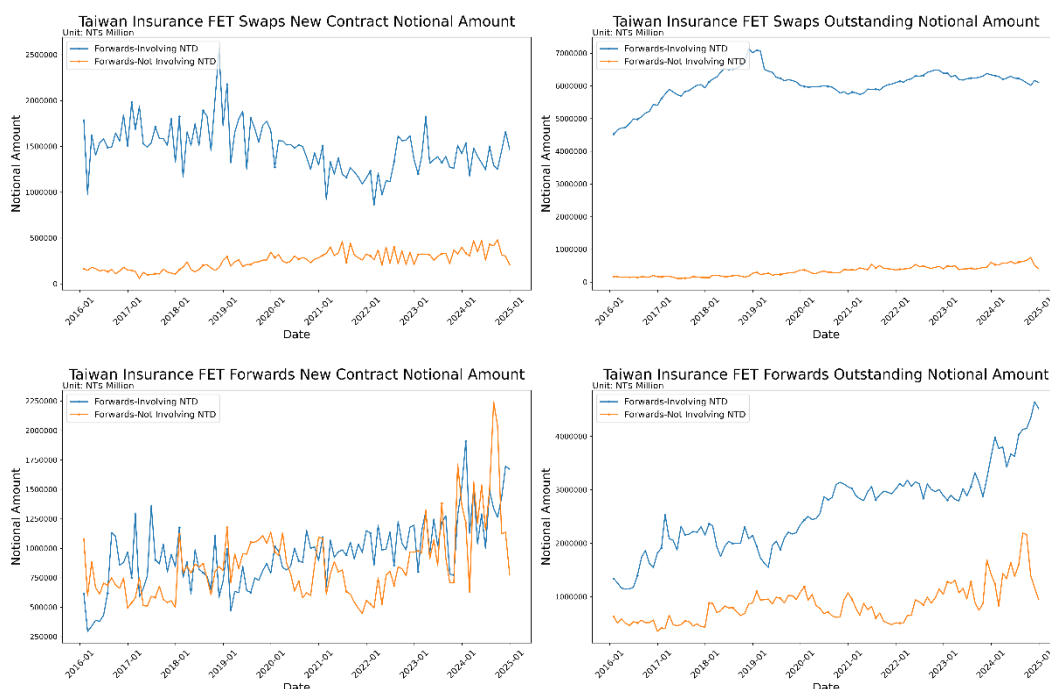


圖 16：台灣保險業外匯避險 Swaps 與 Forwards 新簽約名目本金與流通名目本金
餘額

資料來源：櫃買中心、本研究整理

實務上保險業 FX Swap 合約期限通常介於 4 至 5 個月之間。根據圖 16，Swaps 的流通名目本金餘額平均為新簽約名目本金金額的 4.2 倍 (標準誤 7.8%)，此比例與實務觀察數據一致。在市場避險需求較低的時期，此倍率可高達 7 倍；而在避險需求較高時期，倍率則降至約 2.5 倍，反映 FX Swap 作為短期流動性管理工具與匯率風險避險工具，能夠有效滿足保險業者在不同市場環境下的需求。

第三節 集中結算機制對台灣金融市場的影響評估

保險業國外投資部位龐大，為有效管理匯率風險，通常透過匯率衍生性商品進行避險交易，其中以 FX Swap 為主要避險工具。目前 FX Swap 交易主要採用雙邊交易模式 (Bilateral)，交易雙方直接建立契約關係並各自承擔相應風險。以 A 壽險 (買方) 向 B 銀行 (賣方) 承做一契約期間為 4 個月的 USD/TWD FX Swap 為例，該契約名目本金為 100 萬美元，換匯點數 (遠期匯率 32.83 扣除即期匯率 33.17) 為 -

0.3421。在交易生效日 (Effective Date) 時，A 壽險公司將收到 100 萬美元並支付 3317 萬新台幣，B 銀行作為交易對手則支付 100 萬美元並收到 3317 萬新台幣；於四個月後的交易結算日 (Maturity Date) 進行反向沖銷，A 壽險公司須歸還 100 萬美元並收回 3283 萬新台幣，B 銀行則收回 100 萬美元並支付 3283 萬新台幣，如圖 17 所示。通過 FX Swap，壽險公司能夠取得所需外幣並鎖定未來換回匯率，有效規避匯率波動風險。

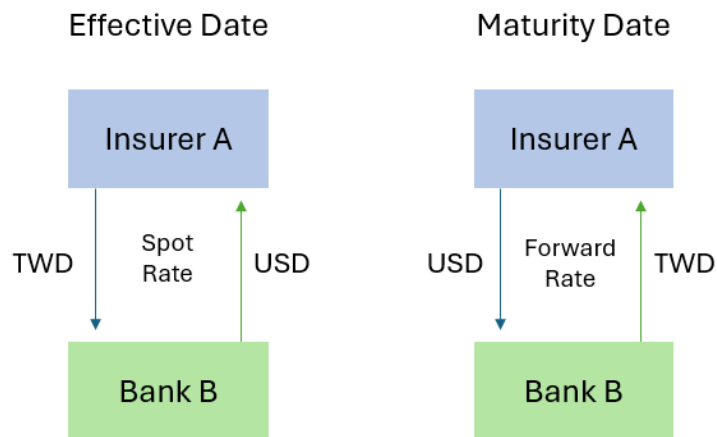


圖 17：FX Swap 金流範例

在雙邊交易模式下，若在契約結算日時其中一方無法履行合約義務，另一方將面臨重大財務損失，尤其是在市場波動劇烈的情況下，這種損失可能更為嚴重。因此，交易雙方必須透過交易對手信用評等、授信額度控管及擔保品要求等機制以降低潛在的違約風險 (蔡政憲等, 2017)。雙邊交易的系統性風險，主要源於市場參與者之間的相互依賴性。在台灣金融市場環境中，雖然根據過往經驗，交易對手信用風險通常不高，然而當系統性壓力事件發生時，保險公司的外匯交易對手若無法履約，可能連帶影響整體壽險業的財務穩定性 (王儷玲等, 2024)。

自 2008 年全球金融危機後，各國監理機構基於 G20 匹茲堡峰會共識，承諾將標準化店頭衍生性商品交易轉移至集中結算平台，通過 CCP 集中管理交易對手風險，以解決傳統雙邊交易模式下的系統性風險問題，使風險評估與控制更加透明可

預測，同時透過標準化的保證金制度與違約處理流程，確保市場在極端條件下仍能維持穩定運作，並提升交易透明度，使監管機構能更有效監控潛在的系統性風險。

在集中結算機制下，店頭衍生性商品交易將產生以下影響：

- 交易對手風險的集中管理：CCP 成為每筆交易的交易對手，使市場參與者僅需管理與 CCP 之間的淨額部位。以壽險公司為例，在傳統模式下需分別管理與多家銀行間的 FX Swap 風險，轉換為集中結算後僅需考慮與 CCP 之間的單一淨額風險，大幅簡化風險管理架構與降低複雜度。
- 多層次風險防護機制：CCP 實施嚴格的會員資格標準、標準化保證金制度及共同違約基金等措施，其中初始保證金用於應對未來可能的市場波動，變動保證金每日調整反映市場價值變化，共同違約基金則提供額外保障，確保單一機構違約不會危及整體市場運作，有效提升金融體系韌性。
- 優化風險評估方法：集中結算推動風險評估從傳統的機構整體信用評級轉向更精細的投資組合分析，考量特定資產類型的風險特性、價格波動情況及與其他資產的關聯性，降低風險被低估或錯誤定價的機率，提高整體市場風險管理的有效性。
- 系統性風險隔離機制：標準化的違約處理程序有效阻斷風險傳染效應。在傳統雙邊交易環境中，單一機構違約可能引發連鎖反應；而在集中結算制度下，CCP 能透過預設的違約管理流程，立即凍結違約會員的保證金與違約基金，同時進行客戶持倉轉移，確保非違約客戶的交易連續性。CCP 隨後組織有序的拍賣程序，將違約會員自營部位分配給其他會員，整個過程中非違約參與者基本不受影響，大幅降低市場恐慌與流動性緊縮風險。
- 市場透明度與監管效能提升：所有交易透過 CCP 處理，使監管機構能完整掌握市場風險分布與相互關聯性，更有效地識別潛在威脅，同時減少因資訊不對稱引起的市場恐慌風險。
- 穩定市場波動的調節機制：CCP 的標準化保證金制度具有市場波動緩衝功能，避免傳統模式下各機構在壓力時期同時提高保證金要求或縮減額度

的情況，有助於穩定市場壓力期間的資金流動與價格波動，防止市場情緒過度反應造成的惡性循環。

- 市場結構重塑與效率提升：集中結算將分散的交易網路重構為以 CCP 為中心的結構，促進合約與流程標準化，提高市場效率與流動性。雖然大型機構可能獲得較多成本優勢，但整體而言，標準化交易環境有助於降低所有參與者的交易摩擦與避險成本。

台灣壽險業國外投資金額截至 2024 年底逾新台幣 23 兆元，面臨顯著的匯率風險管理需求，大量使用 FX Swap 等外匯衍生性商品進行避險。若將 FX Swap 納入集中結算，不僅能降低個別機構的風險曝險，亦能夠在市場壓力時期提供關鍵保障。若遇台幣大幅升值等市場極端事件，傳統雙邊交易模式下可能發生多家交易對手同時面臨履約困難的情況，將對保險業資產品質與財務穩定構成重大威脅。而集中結算機制能有效防範此類連鎖風險，確保即使在市場動盪期間，保險公司的避險工具仍能維持正常運作，保障資產負債匹配的穩定性。

相較於雙邊交易模式下違約處理的不確定性和複雜性，集中結算的違約處理流程具有高度標準化與透明度。在雙邊交易中，一旦交易對手違約，市場參與者需自行判斷違約時點，風險結構立即改變，可能被迫在不利條件下重建避險部位；而在集中結算模式下，CCP 的多層次防護機制能按預設順序吸收損失，避免將衝擊直接傳遞給非違約參與者，同時確保交易的連續性。因此，推動 FX Swap 納入集中結算體系，不僅提升個別機構的風險管理水準，亦能強化台灣整體金融市場韌性。

然而，CCP 雖可有效提升市場透明度與金融穩定性，其實務推動過程亦伴隨若干潛在風險與成本，需審慎評估與應對，以避免在降低個別風險的同時反而衍生系統性風險或抑制市場效率：

- 風險集中效應：CCP 作為市場中唯一的結算對手方，雖能簡化參與者間的風險管理架構，然而一旦 CCP 發生財務困難或操作失誤，如資金流動中斷或保證金計算失誤，可能迅速引發整體市場信心危機與連鎖違約效應，擴大系統性風險的傳導路徑 (Domanski et al., 2015; FSB, 2020)。

- 市場集中度上升與競爭限制：對中小型金融機構而言，面對較高的資本與營運要求，參與門檻提高，可能導致市場資源過度集中，削弱市場競爭結構與創新動能 (FSB, 2018)。
- 保證金成本增加壓縮資金效率：集中結算制度下，交易雙方需繳納 IM 及 VM，儘管有助於控制風險，但也可能造成資金成本上升、資產配置靈活度下降，並於流動性緊縮時加劇壓力 (BCBS et al., 2022)。
- 結算機構治理與風險補償機制不足：儘管 CCP 建構多層次風險控管體系，然而 (BCBS et al., 2022) 指出，部分 CCP 治理機制可能缺乏透明度與會員參與，當累積損失超出既有緩衝機制後，如何公平分擔風險常成爭議焦點，亦可能削弱市場信心。

王儷玲等 (2024) 則指出，壽險業者在評估是否參與集中結算時，主要關注該制度對於在實務上可能造成的負面影響。首先，集中結算制度下的保證金制度對公司的資金調度靈活度帶來挑戰，可能壓縮可運用資金並提高資本成本。其次，集中結算所接受的擔保品種類受限，使壽險公司無法靈活運用現有的高流動性資產作為擔保品，進而影響其資產配置策略。此外，制度導入所需的資訊系統升級與內部流程調整，也將帶來額外的人力與技術成本負擔；因此，若無完善配套措施，推動集中結算恐將對其營運效率與風險管理穩定性產生不利影響。

綜上所述，將 FX Swap 納入集中結算體系，雖有助於提升市場穩定性與風險控管效率，但其推動過程中需評估壽險業面臨的成本結構與制度衝擊，並透過跨機關協調、彈性制度安排與實質誘因設計，建構出一套可兼顧穩定性與操作彈性的接軌路徑。因此，本研究透過市場參與者訪談，深入探討 FX Swap 納入集中結算的實務可行性與制度建議，為我國建構具韌性的匯率風險管理架構提供實證依據與政策參考。

第肆章 市場參與者訪談分析

第一節 訪綱設計

本研究首先回顧 2023 年與 2024 年針對壽險業參與新台幣 NDF 集中結算所進行的意見調查結果，藉以掌握過往業者對集中結算制度推動的實務回應與關鍵顧慮，作為本研究探討 FX Swap 納入集中結算制度可行性的基礎。

根據 臺灣期貨交易所 (2023) 之調查結果，壽險業者不願參與集中結算的原因可歸納如下：

- 境外交易對手參與度不足：NDF 多由外資機構主導，且大多於境外交易。若僅 USDTWD NDF 透過國內 CCP 進行集中結算，保險公司仍需保留原有系統以應對其餘交易，造成作業負擔。
- 擔保品使用限制：目前國內集中結算系統對保證金的資產種類設有限制，尚未開放如美國公債等外幣資產作為抵繳品，導致資金配置效率受限。
- 系統與作業調整成本高：集中結算需重新設計內部資訊系統、流程作業與合約架構，並需與交易對手重新協商，增加作業與人力資源成本。
- 缺乏政策誘因與法規協調：包括 NDF 仍受央行禁止境內交易限制等政策因素，以及尚無強制集中結算要求，導致推動缺乏制度誘因與迫切性。

王儷玲等 (2024) 延續相關議題，通過量化問卷方式，發現壽險業者雖對集中結算持續審慎，但在特定條件下已有較高接受度：

- 交易對手參與是參與意願的前提條件：多數壽險公司表示，若主要交易對手 (特別是外資機構) 亦願意參與國內集中結算平台，將同步提升自身的參與意願。若缺乏對手配合，則集中結算無法形成有效對接，將使制度推行困難。
- 保證金與資金調度壓力：相較現行的雙邊交易模式，壽險公司多數交易可免除原始保證金要求，且在變動保證金部分亦可彈性運用美國公債等高流動性資產作為擔保品。集中結算制度雖然在風險控管上具備優勢，卻同時

提高資金調度與保證金成本，特別是在擔保品接受種類受限的情況下，將使壽險公司原有資產配置策略面臨更大壓力。

- 系統與作業接軌成本：導入集中結算不僅涉及交易結構調整，亦需同步建置內部資訊系統、修改作業流程，並與各交易對手重新簽署契約與擔保品協議。上述工作不僅將帶來人力與技術面的投入壓力，並顯著增加營運成本。且若僅針對單一商品 (USDTWD NDF) 導入集中結算，其餘仍維持原架構，勢必造成作業流程「雙軌化」，進一步提高內部管理難度與作業風險。
- 外資機構態度持續保守：外資金融機構多仍偏好透過香港、新加坡或倫敦等成熟市場平台進行集中結算。主因包括台灣法規限制、擔保品管理複雜性及交易規模仍未達成規模經濟，導致其對參與台灣集中結算平台意願偏低。
- 政策誘因仍是關鍵推動因素：部分業者認為，若能搭配擴大擔保品接受範圍、提供系統建置補助、簡化流程等實質誘因，有助於強化市場接受度，並提升制度穩定性與金融市場韌性。

基於過去針對 NDF 納入集中結算之意見調查結果，本研究進一步以 FX Swap 為對象，針對其是否適合納入集中結算制度，分別設計壽險公司四個訪談問題 (詳附錄 1) 與銀行業三個訪談問題 (詳附錄 2)，並以書面問卷方式邀訪 4 家壽險公司及 4 家銀行 (含 2 家外商銀行與 2 家國內銀行)，期能更進一步瞭解業者在外匯避險實務操作上的策略運用與實際需求，掌握制度調整過程中市場參與者的考量重點與政策期待，並評估 FX Swap 納入集中結算制度的可行性。

第二節 主要發現

表 5 顯示，壽險業者在外匯避險策略的選擇上，會因公司型態、經營特性及資金配置需求而有所差異。整體而言，壽險公司普遍採用 FX Swap 與 NDF 作為主要外匯避險工具，其中 FX Swap 多用於新增海外投資部位時的避險需求，而 NDF 則主要用於既有部位的非主動調整與策略性避險。儘管近期新增海外投資規模成長趨

緩，使 FX Swap 使用比例略有下降，然而受訪公司普遍表示，未來避險工具的配置比例仍將依市場情勢、公司策略、利率政策及海外投資規模限制等多項因素進行動態調整。

交易對手結構中，相較於 NDF 主要與外資銀行海外分行進行交易，由於 FX Swap 需於境內結算，因此壽險業 FX Swap 之交易對手以國內銀行及外資銀行台灣分/子行為主。多數受訪公司指出，交易對手的參與程度，特別是外資銀行台灣分/子行，是能否順利推動 FX Swap 納入集中結算的關鍵因素。若集中結算制度僅適用於部分交易對手，將導致業者必需在不同結算模式間轉換，進而增加作業負擔並帶來額外作業風險。因此，制度推動過程中，除應明確界定適用範圍外，亦須提升交易對手參與的全面性，以確保執行的一致性與穩定性。

擔保品方面，現行雙邊交易制度下壽險公司普遍無需提撥 IM，而 VM 可使用現金或債券擔保，具備一定的資金調度彈性。若改為提交 CCP，則 VM 擔保品將限於美元，IM 則需額外提撥現金或台債等資產，可能加重壽險公司現金配置與擔保品管理壓力。此外，交易對手所需承擔的 IM 成本亦可能轉嫁至避險報價中，進一步影響壽險業避險成本與操作誘因。部分受訪公司建議，若 CCP 允許使用台債或國際板債券作為 VM 及 IM 擔保品，將有助於降低參與障礙，提升實務可行性。

此外，業者也強調，集中結算制度導入過程涉及內部系統建置、作業流程盤點及合約調整等作業成本。特別是壽險公司不具結算會員資格，需委託第三方結算銀行並建立相關合約與接口，進一步增加導入門檻。這些制度轉換與內部調整所需的準備與支出，亦是公司評估是否參與集中結算的重要考量之一。

表 5：保險業外匯衍生性商品集中結算機制意見彙整

類別	外匯避險	
項目	議題	受訪業者回應
1	工具偏好與使用比例	● FX Swap、NDF；未揭露具體比例(公司 A)

		● DF、FX Swap、NDF、CCS；其中 Swap 占比約 75%，NDF 占比約 25% (公司 B) ● TWD Swap、TWD NDF；兩者使用限制與影響因素不同 (Swap 受壽險海外投資上限規範、保費收入，以及台幣支付需求等因素影響；NDF 為調整避險比率的主要工具)，因此在比例上並無特定關係 (公司 C) ● Swap、NDF；其中 Swap 占比約 68%；NDF 占比約 32% (公司 D)
2	使用時機與考量因素	● FX Swap： ■ 新增海外投資部位時之避險工具 (公司 A、C) ■ 新增美元需求時之避險工具 (公司 D) ● NDF： ■ 舊有海外投資部位因非主動調整部位所產生金額變動衍生之避險需求 (公司 A、C、D) ■ 因應匯率預期改變或風險考量所進行避險策略調整 (公司 A) ● 各種避險工具 (DF、FX Swap、NDF、CCS)：以避險成本作為主要考量 (公司 B)
3	避險部位現況	● Swaps 部位： ■ 近年新增海外投資部位減少，使名目本金成長趨緩 (公司 A、C) ■ 2022 年以來美國升息導致成本上升，避險轉向使用 NDF (公司 B)

		■ 近兩年美元升息循環使美元相關商品收益率高於國內保單，業者普遍面臨現金淨流出，且台幣保單缺乏現金流入，因此不再需要新增 Swap 部位 (公司 D) ● Forwards/NDF 部位： ■ 舊有部位非主動調整所產生之投資金額增加使避險需求提高，使 NDF 避險部位規模擴大 (公司 A、C) ■ 避險策略有所調整，主要使用 NDF，使新簽約名目本金增加 (公司 A)
4	契約天期	● Swaps 契約天期： ■ 介於 1~12 個月 (公司 A) ■ 約為 3 個月 (公司 B) ■ 過去平均約為 3 至 6 個月 (公司 C) ■ 約為 4.8 個月 (公司 D) ● Swaps 新簽約與流通未平倉餘額之關係 ■ 新簽約金額根據新增海外投資部位或市場狀況而定，與流通未平倉餘額無特定關係 (公司 A、B) ■ 契約多為全數續作，流通未平倉餘額與新簽約金額倍數無特定關係 (公司 C) ■ 視落點情況，未平倉餘額約為新簽約金額 8 至 15 倍 (公司 D) ● NDF 與 Forwards 契約天期： ■ 介於 1~12 個月 (公司 A) ■ 約為 3 個月 (公司 B)

		■ 過去平均約為 2 至 6 個月 (公司 C) ■ 約為 5.7 個月 (公司 D) ● NDF 與 Forwards 新簽約與流通未平倉餘額之關係 ■ 新簽約金額根據非主動增減海外投資金額變動或避險策略變動，與流通未平倉餘額無特定關係 (公司 A) ■ 新簽約金額依市場狀況調整，與流通未平倉餘額無特定關係 (公司 B、C) ■ 視落點情況，未平倉餘額約為新簽約金額 4 倍 (公司 D)
5	未來趨勢	● 視後續市場狀況及公司策略 (公司 A) ● 視利率政策與市場價格 (公司 B) ● 考量壽險業海外投資上限、市場行情、公司保費收入、台幣支付需求等因素 (公司 C) ● 視利率政策與台幣保單銷售情形而定 (公司 D)

類別	集中結算	
1	交易對手比例	● Swaps 交易對手： ■ 國內銀行為主 (54.1%)、外資銀行台灣分/子行 45.9% (公司 A) ■ 國內銀行及外資銀行台灣分/子行；具體比例未揭露 (公司 B) ■ 國內銀行及外資銀行台灣分/子行，以國內銀行為主；具體比例未揭露 (公司 C) ■ 國內銀行占比約 57%、外資銀行台灣分行占比約 43% (公司 D) ● NDF 與 Forwards 交易對手： ■ 外資銀行海外分行為主 (87.3%)，國內銀行海外分行占比 12.7% (公司 A) ■ 外資銀行及外資銀行海外分行；具體比例未揭露 (公司 B) ■ 國內銀行海外分行及外資銀行海外分行，以外資銀行為主；具體比例未揭露 (公司 C) ■ 以國外交易對手為主；具體比例未揭露 (公司 D)
2	交易對手參與集中結算是否影響公司意願	● 須盤點作業環節、評估系統建置需求、考量時間與成本 (公司 A) ● 外資銀行參與意願為關鍵因素 (公司 B) ● 若僅部分交易對手參與集中結算，將導致流程複雜化及成本增加 (公司 C)

		● 壽險不具結算會員資格，須委託第三方銀行代為結算，並重新簽訂合約；如交易對手未全數參與，將導致雙軌系統與雙重擔保品配置，增加作業與資金成本。且境外交易對手未提交 TR，且未必設有台北據點，參與意願仍具不確定性 (公司 D)
3	是否同意將 Swaps 一同納入集中結算	● 交易對手同意後可辦理；希望增加納入集中結算範圍之交易對手涵蓋率，以提高作業一致性 (公司 A) ● 成本效益及交易對手意願 (公司 B) ● TWD Swaps 因實質交割特性，多數交易對手均排除互相提撥擔保品，集中結算需求較低；若納入集中結算需避免各家交易對手適用範圍不同之情形 (公司 C) ● 納入 CCP 將須提撥 VM (僅限美元) 與 IM (現金或台債)，加劇資金壓力，且交易對手會將 IM 成本反映於避險報價。若 VM/IM 可接受台債或國際板債券作為擔保品，將有助提高公司加入 CCP 的意願 (公司 D)
4	期交所可提供之協助	● 本題無公司回應

資料來源：本研究整理

表 6 顯示，銀行在 FX Swap 的交易結構會因業務定位與資金運用需求而異，整體而言，受訪銀行的主要交易對手皆為同業，壽險業次之，企金客戶佔比偏低。

在是否納入集中結算之立場上，受訪外商銀行普遍認為自願情境下參與誘因相對有限，主因在於 FX Swap 平均天期短，市場風險並非主要痛點，若主管機關明確要求強制納入，仍會配合參與。國內銀行則認可集中結算對降低對手違約風險並

減少資本提存的正面作用，對營運具有吸引力；然而參與意願仍取決於主要交易對手是否加入，以及制度是否能配合美元清算時段、國際流程與流動性支持等配套安排。

由於 FX Swap 涉及本金交割，現階段具備相應處理能力的清算所仍有限，受訪銀行普遍傾向先完備本金交割處理機制與結算風險治理，並建立明確的交割與入帳通知流程，必要時允許以美元境外存同行結算帳戶辦理交割與隔日銷帳，以提高結算確定性與可操作性。同時，若期交所能夠從成本、產品與流動性三方面出發，針對降低系統建置與成本負擔、擴大可接受擔保品範疇、提升產品多元性與設計回饋金機制等方面提出配套，並在流動性安排上提供如提高日間透支額度與境外帳戶交割等措施，將有助於增強銀行業者的自願參與誘因。

整體來說，多數受訪銀行認為，現階段較適合先以自願方式自美元兌新台幣 FX Swap 起步，並透過階段性目標、費用與成本減免、擔保品擴充及與美元清算窗口銜接等配套措施，逐步建立市場信心與累積流動性，再視運作成效評估擴大納入。但同時，也有銀行認為集中結算能進一步強化風險控管、簡化流程並降低法遵成本，進而提升整體營運效率，因此支持主管機關推動強制納入。

表 6：銀行業外匯衍生性商品集中結算機制意見彙整

項目	議題	受訪業者回應
1	FX Swap 交易對手比例 (壽險/企金/同業)	● 目前主要的客群為銀行間業者。(外銀 A) ● 壽險業約占 40%，一般情況下合約期限為三個月內；銀行同業約占 60% (包含本地銀行與外商銀行)。(外銀 B) ● 2024/1~2024/12 之交易，同業占比 82 % (含銀行、郵局、農業金庫)、壽險業占比 14%、企金 2%。(國銀 A) ● 2024/8~2025/7 涉及新台幣 FX Swap 之交易，同業占比 75.48%、壽險業占比 23.25%、企金 1.27%。(國銀 B)
2	交易對手自願參與集中結算是否影響公司意願	● 若我國主管機關要求須將 FX Swap 一同納入強制集中結算範圍，本分行會配合參與。(外銀 A) ● 進入集中結算的主要優勢在於有效降低對手違約風險，並因而減少資本提存，對銀行而言具高度吸引力。(國銀 A) ● 若主要交易對手自願參與 CCP 比例居高，將成為本行是否參與 FX Swap 集中結算的關鍵因素之一。此外，若交割結算制度可配合美元清算時間且與國際接軌，並提升核給金融機構日間透支額度等配套措施，或可提升參加意願。(國銀 B)

3	主管機關可提供哪些誘因以增強「自願」參加 CCP 的動機	● 可設定階段性目標，鼓勵市場逐步轉向集中結算，提高交易對手自願參加意願，以確保全面性參與執行的一致性與穩定性。 (國銀 B)
4	期交所可提供之協助	● 若能夠針對以下建議加以調整：包括交易產品多元化 (涵蓋各類交易情境，簡化作業流程)、降低交易成本 (適度減免相關費用)、採用現有結算機制 (央行清算或 CLS，可避免大幅增加系統建置成本)、回饋金激勵制度 (回饋金鼓勵參與、針對壽險業設計專屬獎勵措施)，將有助於更多業者參與集中結算。(國銀 A) ● 減少系統建置成本、擴大擔保品範疇、降低清算不確定性、費用與成本減免、提高資金靈活度等。(國銀 B)

5	是否贊同將 Swaps 一同納入強制 CCP 範圍	● 若主管機關要求將 FX Swap 一同納入強制集中結算範圍將會配合參與。(外銀 A) ● 不贊同。本行 FX swap 的平均期限低於三個月，主要考量結算風險，然而 CCP 僅降低市場風險、未解決結算風險問題，因此更傾向透過 CLS Bank 進行管理。此外 FX Swap 涉及本金交割，若期交所希望推動集中結算，首要前提是建置本金交割的處理機制。(外銀 B) ● 贊同。進入集中結算可以有效降低對手違約風險，強化風險控管與維持市場穩定性，更能簡化作業流程與法遵成本，進而提升整體金融機構的營運效率。(國銀 A) ● 不贊同。FX Swap 涉及實體交割，建議比照現行銀行間的作法：透過國外存同行進行清算，並於隔日進行銷帳作業。建議短期先以自願參與方式納入 USDTWD FX Swap，逐步建立市場信心與流動性，搭配政策實質誘因以強化市場接受度，並提升制度穩定性與金融市場韌性。
---	---------------------------	--

相較於 2023 與 2024 年針對 NDF 實施集中結算制度的調查結果，伴隨 2025 年 7 月 TWD IRS 將強制實施集中結算，2025 年壽險業者在 FX Swap 集中結算議題上的回應顯示出審慎開放的態度。整體觀察顯示，集中結算制度的適用範圍、交易對手涵蓋率，以及擔保品機制與作業成本，將會是評估是否參與集中結算的關鍵考量。

銀行端意見則指出，FX Swap 交易以短天期同業往來為主，市場風險並非主要痛點，因此在自願情境下參與誘因有限。若主管機關要求強制納入，仍會配合，但

前提是需先建置完善的本金交割與結算風險管理機制，並確保相關作業流程具備可操作性。

綜合壽險與銀行端觀點，未來制度設計除需明確界定適用範圍並提高涵蓋率外，亦必須建置可操作的本金交割機制並強化與現有流程的銜接，同時提升擔保品彈性與控制導入成本，以避免雙軌並行的風險，並進一步提升整體實施成效與市場運作效率。

第五章 推動集中結算機制的具體建議與實施路徑

本計畫的第貳章探討了國際店頭衍生性金融商品集中結算的趨勢與制度演進，明顯看到全球金融危機後各主要司法管轄區紛紛強化集中結算要求，力求提高市場透明度並降低系統性風險。第參章論及台灣市場現況顯示本國壽險業因龐大的海外投資而面臨巨額匯率風險，廣泛使用 FX Swap 與 DF/NDF 等衍生商品進行避險。在雙邊交易模式下，這些避險部位曝露於對手方信用風險，極端匯率變動時可能引發連鎖違約風險，對金融穩定構成威脅。第肆章彙整的市場參與者意見也指出，業者普遍認同引入集中結算可提升風險管理水準與市場韌性，但同時關切交易對手適用範圍、保證金成本、作業調整及參與誘因等實務考量。綜合以上國際經驗、本土市場特性與實務意見，本章提出推動集中結算機制的具體建議，研究團隊以實施路徑與階段目標為經，並以政策誘因設計、法規與基礎建設配套措施等為緯，期提出一套符合台灣市場需求的集中結算體系之開展路徑。

第一節 實施路徑與階段性目標

在推動店頭衍生性商品（特別是外匯類商品）納入集中結算時，建議採取四階段漸進實施路徑為之（圖 18）。在初始階段優先強化基礎建設與資訊透明，隨後循序引導國內外主要參與者加入集中結算，最終視情況考慮強制性規範，以確保市場穩定與效率同步提升。各階段重點目標與內容如下：

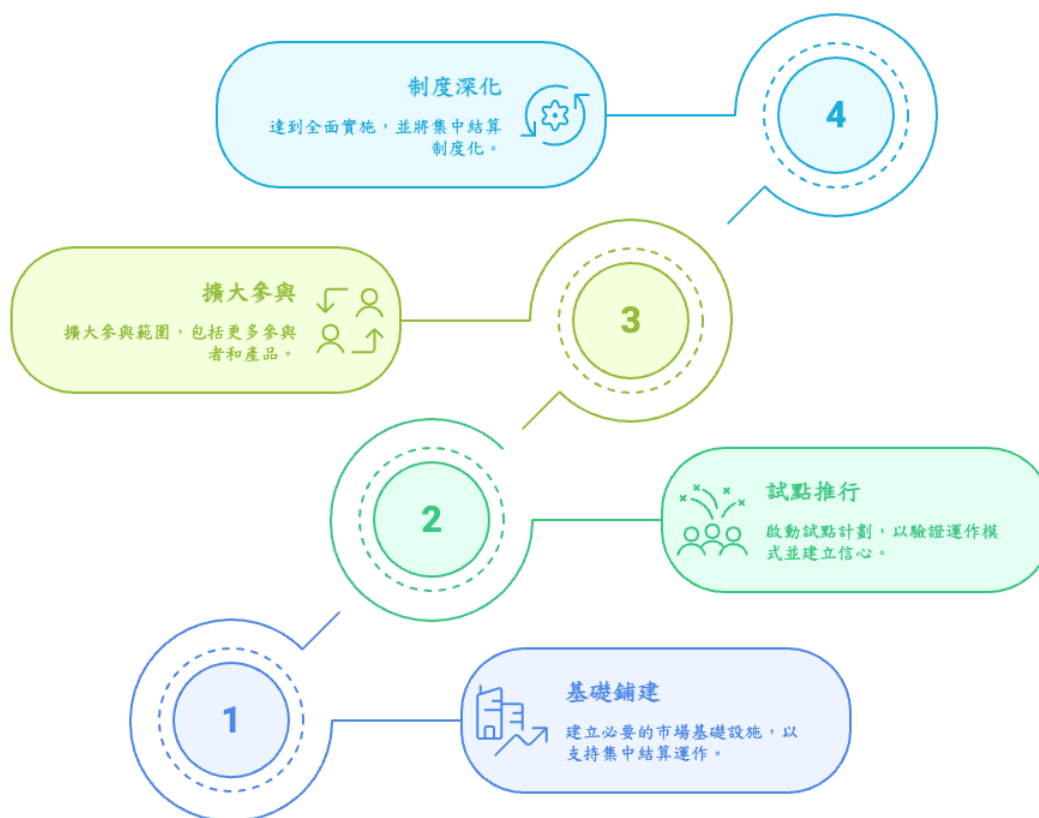


圖 18：我國店頭衍生性金融商品集中結算發展路徑圖

資料來源：本研究整理

(一) 階段 1：基礎鋪建

首先完善集中結算運作所需的市場基礎設施，提高交易資訊透明度並完善風險管理制度設計，具體措施包括 (圖 19)：

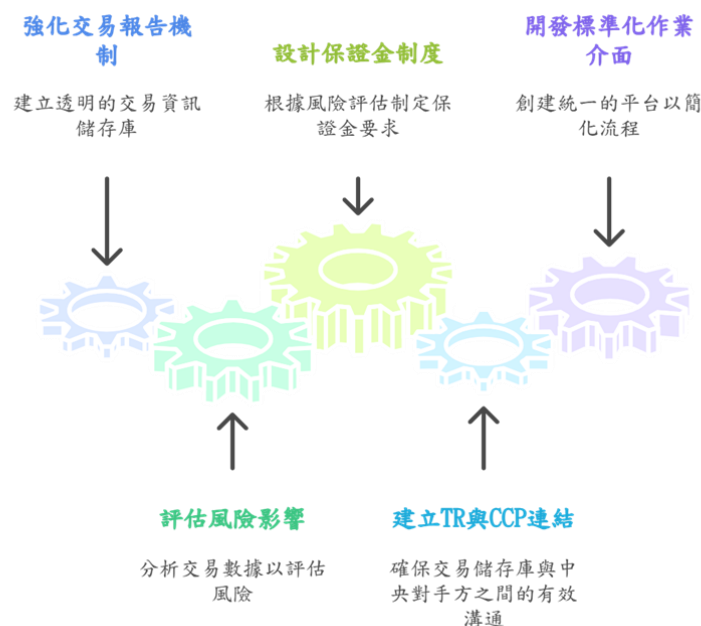


圖 19：階段 1－基礎鋪建之施行重點

資料來源：本研究整理

- **強化交易報告機制**：台灣的 TR 系統雖然已由證券櫃檯買賣中心於 2012 年起開始運作，並定期蒐集台灣外匯交換市場交易資料，建立完整的市場交易資訊庫。惟應定期透過資料分析，掌握保險業等機構使用避險工具的部位規模、交易對手分佈與風險曝險等市場資訊的揭露。TR 系統的透明度是構建有效 CCP 基礎的核心，可協助監管機關及早識別潛在系統性風險。
- **評估風險影響並設計保證金制度**：應有一定機制授權台灣期貨交易所（集中結算服務提供機構）在監理機構授權的範圍內，可利用 TR 所蒐集之實際交易數據進行量化分析，評估將特定商品（如 FX Swap）提交 CCP 結算對國內金融市場的潛在影響。根據分析結果，設計符合本地市場特性的保證金制度，包括適當水準的初始保證金與變動保證金要求。同時參考國際監管標準（如 CPMI-IOSCO 原則）及王儷玲等 (2024) 與 謝明華等 (2024) 的研究成果，確保保證金模型兼顧風險控制與資金效率，減少不必要的順周期影響。

- 串接款對款收付 (Payment vs Payment, PvP) 系統：CCP 因應本金交割商品型態 (例如 FX Swap 或 DF 等)，應仿 LCH ForexClear 加入 CLS (Continuous Linked Settlement, CLS) 之 CLSClearedFX 平台的模式，串接財金公司已搭建的「外幣結算平台」，以避免本金風險的發生 (蔡佩珍, 2015)。整個結算體系先透過 CCP 進行債權變更 (Novation) (劉邦海, 2010)，其後依據外幣結算平台的規則進行結算。
- 建立 TR 與 CCP 連結的監督架構：在集中結算導入前，監管機關應建立 TR 系統與 CCP 機制的有效連結。透過資訊共享與監督合作，強化總體審慎監理，使主管機關能即時掌握集中結算後市場整體風險分布及關聯性。這將有助於提高監管效能，確保集中結算機制運行透明穩健。
- 開發標準化作業介面：由期貨交易所牽頭，開發整合性資訊服務平台，提供統一的 API 介面規格與技術支援，降低業者對接集中結算系統的技術門檻。同時規劃標準化的結算流程與作業協議，方便市場參與者調整內部系統流程，為後續階段順利導入集中結算奠定基礎。

上述基礎建設階段可視為集中結算機制的「地基」：透過提升市場透明度與制度準備度，降低不確定性並取得市場參與者信任。在完成前期準備後，再逐步推進後續各實施階段。

(二) 階段 2：試點實施

在基礎準備就緒後，首先聚焦於國內主要金融機構的參與，優先將本國銀行及壽險業者間交易的外匯衍生商品 (例如新臺幣相關 FX Swap) 逐步納入集中結算。此階段的目標在於在有限範圍內驗證運作模式、累積經驗，並建立參與者對集中結算的信心。為促進國內機構願意率先參與，建議採取以下配套措施 (圖 20)：

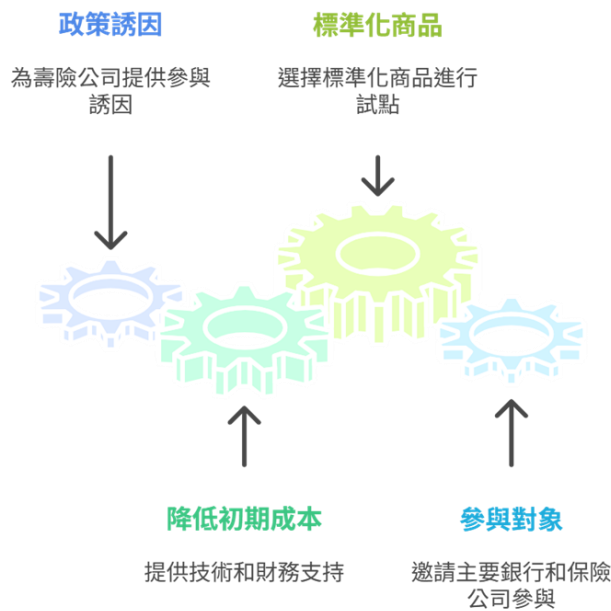


圖 20：階段 2－試點實施之施行重點

資料來源：本研究整理

- **政策誘因：**針對壽險公司等主要終端避險需求者提供明確的參與誘因。例如，監管單位可考慮調整保險業海外投資上限的計算方式，將提交集中結算之避險部位所繳交的保證金（或相應曝險金額）從海外投資額度中予以扣除或降低計入比重。此項措施呼應第參章所述壽險業受限於海外投資上限的情形，能降低壽險業者因參與集中結算需額外提繳保證金而佔用投資額度的顧慮，提升參與意願。集中結算也將增加避險成本，放寬擔保品的類型(如台債或國際板債券)，將有助提高壽險公司加入 CCP 的意願。
- **降低初期參與成本：**主管機關與期貨交易所可合作提供技術與資金上的支持，協助業者克服初期上線結算機制的成本。具體作法包括：提供系統建置補助或稅費減免，以減輕業者導入 CCP 的財務負擔；由期交所提供自動化對接工具及技術諮詢，協助銀行與保險業者快速改造內部作業流程，確保交易流程與結算系統順利銜接。同時，在試辦初期盡量簡化結算作業程序，例如精簡報送資料項目、彈性結算時間等，以降低參與者的適應難度。

- 選擇性商品與對手方：階段一可先從交易量大且契約結構相對標準化的商品著手。例如，以期限較短的新臺幣兌美元外匯交換為試點商品，因其依據第參章風險分析具有高度標準化、流動性佳且信用風險較低的特性，較適合作為集中結算首批對象。參與對手方面，初期可採自願參與原則，重點邀請國內大型銀行及主要壽險公司加入試辦，以其雙邊交易關係為基礎，在 CCP 架構下重構核心結算圈。這樣可使參與者在相對熟悉的同業環境中測試結算機制，同時避免一次性涉及過多陌生對手而增加不確定性。

透過上述措施，階段 2 預期可建立起基本的集中結算運作模式並取得初步成效。例如，新臺幣利率交換 (TWD IRS) 集中結算自 2022 年導入後，市場接受度持續提升，日均交易量顯著成長，並將於 2025 年 7 月起進行強制性集中結算。類似地，在 FX Swap 試辦結算後，預期可觀察到參與機構對手風險曝險下降、交易透明度提升，以及整體避險操作更具穩健性的效果。一旦初期成果獲得市場認可，即可著手推進下一階段的擴大實施。

(三) 階段 3：擴大參與

擴大參與範圍與產品範疇。在試辦基礎上，第三階段將集中結算覆蓋範圍擴大至更多元的參與者類別和交易產品。目標是提高集中結算的市場覆蓋率，形成更深的流動性池，進一步發揮規模經濟與風險分散效益。主要工作方向包括 (圖 21)：

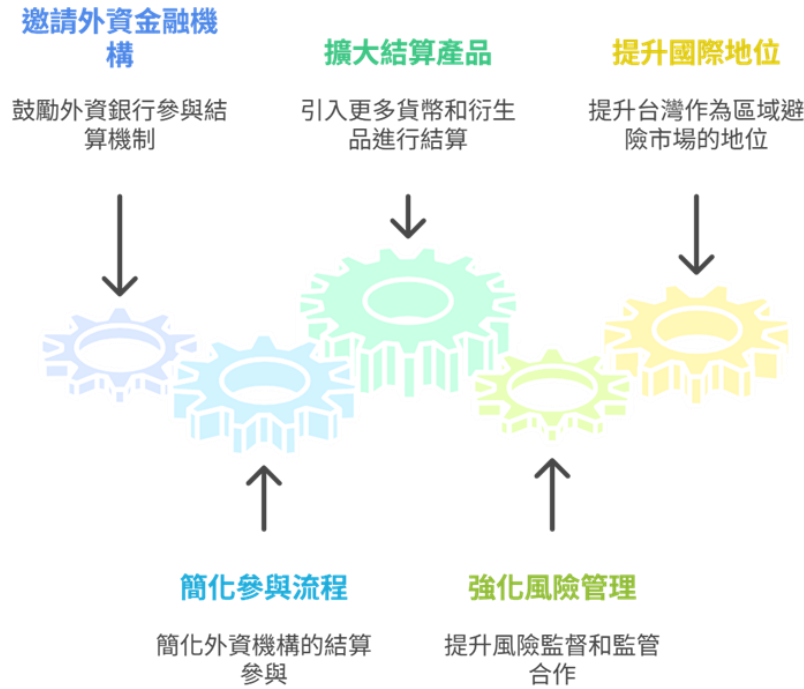


圖 21：階段 3－擴大參與之施行重點

資料來源：本研究整理

- 納入外資金融機構：逐步邀請並鼓勵在台外資銀行及境外交易對手參與台灣的集中結算機制。由於壽險業者避險交易對手中不乏外資銀行（透過在台分行或海外分行與之交易），只有國內機構參與仍不足以消除所有雙邊風險。因此，期貨交易所和監管機關應積極與外資金融機構溝通，簡化境外機構參與結算的管道。外銀可透過其台灣分行（若具有結算會員資格）代表總行或海外分支提交交易結算，或直接以客戶身份成為期交所一般結算會員的服務對象。必要時可研議調整相關法規，降低外資參與的法律與稅務障礙，吸引更多國際性銀行將其新臺幣避險交易納入本地 CCP 結算。隨著外資機構加入，結算參與者組合將更趨多元，有助於分散集中結算體系內的風險，並提升台灣作為區域避險市場的國際地位。

- 增加結算產品種類：除了擴大參與者外，階段三亦可考慮將結算產品版圖延伸至其他貨幣或類別的衍生商品。例如，在成功結算新臺幣相關商品後，可評估逐步推出多幣別的外匯交換契約集中結算服務（如加入主要國際貨幣對的 FX Swap 結算），使跨境交易也能在本地 CCP 架構下結算，提升台灣集中結算機制對國際交易的覆蓋率。此外，可研議將 NDF 進一步擴大至更多幣別，甚至評估 CCS 等保險業常用避險工具的結算可行性。透過豐富結算產品，滿足不同市場參與者的避險需求，打造一站式集中結算平台。值得注意的是，國際間目前 FX Swap 集中結算量相對有限，但台灣市場交易量大且參與者集中，若能率先實現主要幣別的 FX Swap 集中結算，將有機會形成具有吸引力的流動性池，反過來吸引更多海內外機構參與。這不僅提升市場效率，也有助於奠定台灣在亞太區域衍生品結算市場中的角色。
- 強化風險管理與監督合作：隨著集中結算業務規模擴大，監管當局需同步強化對 CCP 的風險監督，確保其資本充足、違約處理及流動性安排等機制足以應對更多元、更大量的交易結算。監管機關應定期檢視 CCP 之風險模型和治理架構，必要時根據國際最新監管指引進行調整。由於階段三將涉入更多跨國交易，需加強與國際監理機構的合作，包括資訊交換和監管互認，確保境內外監管規範銜接，讓外資機構能放心地將其在台交易納入結算。透過國內外協力監管，可降低因制度差異導致的監管套利或風險缺口，維持集中結算體系的穩健性。

透過階段 3 的推動，預期台灣集中結算機制將進一步成熟，市場覆蓋率和交易量大幅提升，進而實現更顯著的系統性風險降低效果。同時，也為最終階段的全面實施奠定基礎。

(四) 階段 4：制度深化

全面實施與制度化階段。在前述階段取得良好成果後，可考慮進入最終階段，即集中結算制度化、常態化運作的階段。此時集中結算機制已獲廣泛接受，可進一步採取措施鞏固並完善制度（圖 22）：

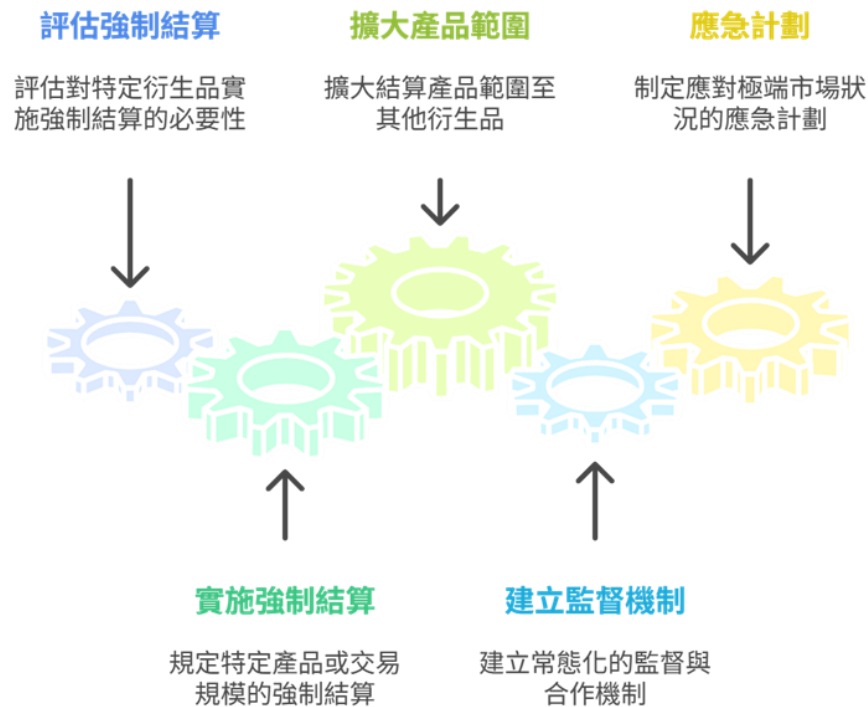


圖 22：階段 4：制度深化之施行重點

資料來源：本研究整理

- 檢討並強制化結算範圍：評估是否需要對特定標準化店頭衍生商品實施強制集中結算規範。若市場運作證明集中結算有效降低風險且參與者多數已加入，可由主管機關 (如金管會) 考慮規定特定產品或交易規模以上的避險交易必須透過 CCP 結算，將集中結算從自願參與提升為監理要求，確保所有系統重要性參與者均納入風險控管網絡。強制結算應以市場條件成熟為前提，並預留緩衝期讓尚未參與者調整準備，以免對市場造成過大衝擊。此舉呼應國際間已有 17 個司法管轄區強制執行集中結算的做法，能進一步將台灣導入與國際規範接軌的穩健結算架構。
- 擴大結算產品至其他衍生商品：隨著經驗累積，CCP 可再次評估承作更廣泛類別的店頭衍生性商品集中結算，例如利率類衍生品 (目前已涵蓋 TWD IRS，未來可擴及更多期限或幣別)、信用衍生品 (視市場需求)、其他外匯產

品(如選擇權)等，其中第參章分析顯示壽險業避險使用部分 CCS，未來亦可納入考量。藉由擴大產品範疇，集中結算機制將成為整體 OTC 衍生品市場的重要基礎設施，提升整體市場運作效率與避險體系穩定。

- 建立常態化的監督與合作機制：將集中結算納入日常監管框架，明確各相關機關職責分工。例如，金管會負責持續監督 CCP 遵循風險管理規範與資本要求；中央銀行監控結算機制對金融市場流動性及貨幣穩定的影響；櫃買中心維持交易報告與資訊透明度；期交所持續提升結算服務品質等。此外，建立定期的市場溝通管道，讓參與者可反映集中結算運作中的問題並及時獲得協助。透過監管與業界的良性互動，確保集中結算制度長期運行順暢並與時俱進。若發生極端市場狀況，監管機關與 CCP 亦應具備應急預案，啟動風險控制措施維持市場秩序，達到穩定與效率並重的政策目標。

第二節 法規調適與其他配套考量

為了配合上述路徑推動集中結算，相關法規制度與市場配套需同步調整完善。首先，在法規面，主管機關可檢視現行《期貨交易法》、《證券交易法》與《保險法》及相關子法，確認店頭衍生性商品集中結算業務的法源基礎明確無虞。如有必要，修訂法規以賦予 CCP 對更多商品結算的權責，並調整保險業、銀行業監理規定以容納集中結算參與(例如前述對保險業者保證金資產額度的豁免屬於此類監理規則調整)。此外，因集中結算將導致業者資金運用模式轉變，央行及金管會應檢討相關流動性規範與資本適足性規則，確保未因引入保證金機制而對單一機構造成過度壓力，並適度提供資本誘因(如對經由合格 CCP 結算的交易給予較低風險權數或豁免雙邊交易附加資本要求)，鼓勵業者向集中結算轉移。

在市場與作業面，需要配合進行人才培訓與系統強化。金融機構應培養熟悉集中結算流程及保證金管理的人才，強化內部風險模型以評估結算所需的流動性儲備與擔保品調度，確保在需要繳交追加保證金時不致產生資金鏈斷裂。另外，期貨交易所需持續優化結算系統的穩定性與處理效率，完善違約處理機制的演練，確保

即便在重大對手方違約時也能有序處置，維持市場信心。最後，監管機關可考慮提供過渡期監管寬限，允許業者在初始導入階段出現的非惡意違規（如報送遲延、小額保證金短繳）有一定寬容度，以降低市場對新制度的適應壓力。

綜上所述，推動店頭衍生性金融商品（特別是壽險業大量使用的外匯避險工具）納入集中結算，需統籌考量國際趨勢與本地市場特質，循序漸進地實施。同時搭配周延的配套措施與政策誘因，才能提升市場參與意願，實現集中結算降低對手風險、提升金融穩定的目標。透過「基礎鋪建—試點推行—擴大參與—制度深化」的路徑，台灣有機會建立起符合自身需求且與國際接軌的集中結算體系，強化整體金融市場的韌性與競爭力。整體而言，我國店頭衍生性金融商品實施集中結算關鍵成功因素可歸結如圖 23。

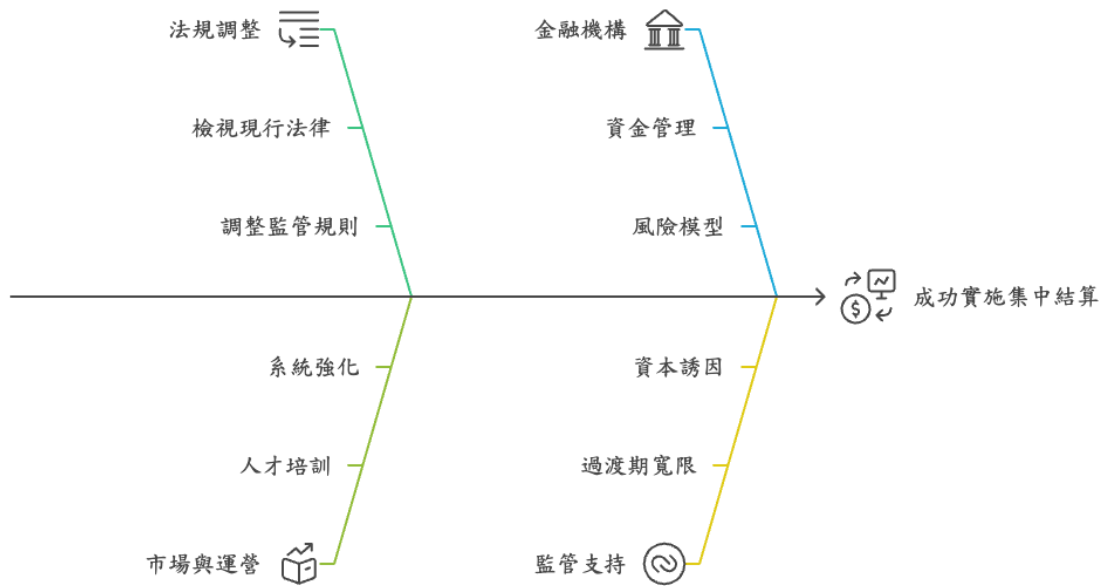


圖 23：我國店頭衍生性金融商品實施集中結算關鍵成功因素

資料來源：本研究整理

第陸章 結論與建議

本研究透過文獻分析、數據統計與業界訪談，探討了店頭衍生性金融商品集中結算機制的國際演進趨勢、台灣市場的適用性，以及推行此機制的具體作法與影響評估。在此最後章節中，我們對研究成果進行整體性的回顧與總結，並據此提出政策建議與未來研究方向。

1. 集中結算制度發展趨勢與台灣市場適應性：

全球金融危機後，各國監理機關針對 OTC 衍生性商品市場紛紛採取改革行動，CCP 機制日益成為市場基礎設施的核心。國際主要市場經驗顯示，集中結算有助於降低交易對手風險曝險、提升交易透明度，並透過多層次風險緩衝機制增強整體金融體系韌性。截至 2020 年代中期，多數 G20 國家已建立強制結算規範或資本誘因鼓勵集中結算，標準化的利率交換、信用違約交換等產品結算比例顯著提高。在外匯衍生商品方面，全球雖尚未普遍強制結算，但部分區域市場（如歐洲、亞洲）正逐步推動 NDF 等產品的集中結算服務。此外，特別值得關注的是 2025 年 7 月，為外匯市場提供 PvP 結算見長的 CLS 重新設計了 CLSClearedFX 平台，其可以讓 CCP 的會員串接 PvP 的結算服務，提供了 CCP+PvP 的雙重機制保障。LCH ForexClear 成為首家加入該平台的 CCP 機構。CCP 與 PvP 的結合預期可謂外匯交易搭建一套更強大的風險管理體系。

因應許多新興巨大風險事件（如新冠疫情及全球地緣政治變遷）等不斷的衝擊，台灣市場在這股趨勢中展現出高度的適應潛力：一方面，政府與市場近年來已提前布局相關基礎（如建置交易報告庫、期交所成為合格 CCP 並開辦利率交換與 NDF 結算）；另一方面，台灣壽險業龐大的外匯避險需求使本地 OTC 外匯交易量居高不下，也意味著導入集中結算潛在效益巨大。本研究分析證實，將常用的 FX Swap 等避險交易納入集中結算，預期可降低保險業對手方違約風險，強化市場在極端匯率波動下的穩定度。同時，台灣

市場參與者對新機制已有基本認知和興趣，只要配套措施得宜，集中結算制度有望順利融入現有市場架構，達成提升避險體系穩健性的目標。

2. 政策建議-監管機關與市場參與者的行動方向：

為促進店頭衍生性商品集中結算在台灣的成功落地，我們提出以下政策與行動建議，供主管機關與市場參與者參考：

- 監管機關（政府）層面：金融監理部門應制定明確的集中結算發展路徑圖和時間表，循序推動市場過渡至集中結算架構。短期內可發布指引鼓勵銀行、保險等機構自願將部分標準化衍生商品送交 CCP 結算，並宣布未來可能的強制結算範圍以利業者提早準備。監管單位亦應啟動相關法規修訂與制度調整，包括允許期貨交易所結算更多元的店頭產品、調整保險業海外投資額度與資本適足率規定以配合保證金機制，以及建立跨機構的監管協調機制確保 CCP 運作安全。政策上可引入誘因措施，如對經由合格 CCP 結算的交易給予資本優惠或監理豁免，減少業者參與結算的機會成本。此外，監管機關應強化對 CCP 的持續監督，要求定期壓力測試、強化違約處理機制並提高資訊揭露，防範集中結算本身可能帶來的風險集中和道德風險問題。
- 市場參與者層面：銀行、保險公司等金融機構作為集中結算機制的直接參與者，應主動提升內部能力以配合新制度。首先，各機構應進行風險管理策略調整，重新檢視雙邊交易與集中結算在成本與風險上的權衡。例如，將結算所需的保證金納入流動性規劃，確保有足夠高品質擔保品可供調度；調整對交易對手風險的評估方式，把 CCP 納入風險暴露計算，享受降低的信用風險資本占用。其次，參與者應加強作業與人力準備，包括升級交易與風險系統以對接 CCP 平台、培訓專責人員熟悉結算與擔保品管理流程等。對於保險業者，尤其需調整資產配置策略，因應部分資金將轉為保證金形式留存在 CCP，下階段投資決策須更重視流動性和安全性。最後，市場參與者間應強化溝通合作，透過同業公會或論壇交

流對集中結算的看法與經驗，形成共識以同步行動。訪談結果顯示許多機構有「對手參與我才願意參與」的顧慮，本研究建議大型機構應發揮領頭作用，帶動整體市場投入集中結算的轉型，畢竟集中結算帶來的系統性風險降低將惠及所有參與者，長遠而言對市場各方均有利。

3. 未來研究延伸方向：

本研究聚焦於外匯相關店頭衍生性商品 (特別是匯率交換契約) 導入集中結算的探討，後續尚有若干值得深入的研究議題可供延伸：

- 擴大至其他衍生商品領域：未來研究可評估利率類衍生性商品全面集中結算的影響與可行性。雖然台灣已推行新臺幣利率交換的集中結算並將實施強制結算，但其它利率衍生性商品 (如遠期利率協議 FRA、選擇權) 以及 CCS 可能有不同的風險特性與參與者考量，需要進一步分析其結算效益與潛在問題。同樣地，信用衍生性商品 (如 CDS) 在國際間亦逐步採用集中結算，台灣如擬發展相關市場，可提早研究其結算機制設計與監管需求。
- 保險業風險模型與資本管理最佳化：由於保險業是台灣推動外匯衍生品集中結算的關鍵推力，其風險管理框架在引入 CCP 後勢必調整。未來研究可著重於保險業資產負債管理模型的最佳化，例如評估納入集中結算後，保險業者在經濟資本、風險容忍度及避險策略上應做出的調整。亦可探討保險業如何運用內部模型計量結算所降低的違約風險，將其反映於償付能力評估中，或者研究在保證金機制下保險資產配置的再優化。此外，隨著資料累積，還可運用情境模擬與壓力測試方法，衡量極端情況下 CCP 對保險業資金調度與負債穩定的保護效果，為監理機關調整相關規範提供實證依據。
- 跨境結算與國際接軌：隨著我國集中結算機制擴展到外資機構及跨境交易，另個重要研究方向是在國際接軌與跨境監理方面。未來可研究如何加強台灣 CCP 與國際主要 CCP 之間的合作或互認機制，探討跨境交易結

算的法律衝突與風險處理，以及臺灣在全球結算生態系中的定位策略。

這對於提升台灣資本市場國際化、服務更多域外投資人具有長遠意義。

綜言之，店頭衍生性金融商品集中結算機制的推動，對台灣金融市場的穩健發展具有策略性價值。本研究強調，唯有同時關注國際趨勢與在地需求，在政策設計上取得風險控管與市場效率的平衡，方能確保集中結算制度順利落地並發揮預期效益。期望本研究之分析與建議能為主管機關決策及業界實務提供有益參考，未來透過持續的研究探索與政策優化，逐步建構出更安全、高效且符合金融業等重要部門需求的衍生性商品交易體系，提升台灣金融市場在國際上的信譽與競爭力。

參考資料

- Bank for International Settlements [BIS]. (2023). *OTC derivatives statistics at end-December 2023*.
- Bank for International Settlements [BIS]. (2024). *OTC derivatives statistics at end-March 2024*.
- Basel Committee on Banking Supervision [BCBS], [CPMI], C. o. P. a. M. I., Board of the International Organization of Securities Commissions [IOSCO], & Bank for International Settlements [BIS]. (2022). *Review of margining practices*.
- Basel Committee on Banking Supervision [BCBS], & Bank for International Settlements [BIS]. (2014). *Capital requirements for bank exposures to central counterparty*.
- Basel Committee on Banking Supervision [BCBS], Board of the International Organization of Securities Commissions [IOSCO], & Bank for International Settlements [BIS]. (2013). *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*.
- Bellia, M., Girardi, G., Panzica, R., Pelizzon, L., & Peltonen, T. (2024). The demand for central clearing: To clear or not to clear, that is the question!. *Journal of Financial Stability*, 72, 101247.
- CCP 12. (2022). *2022 Annual Markets Review in Central Counterparty Clearing*.
- CCP12. (2020). *Progress and Initiatives in OTC Derivatives*.
- CCP12. (2021). *2020 Annual Markets Review in Central Counterparty Clearing*.
- CCP Global. (2025). *THE YEAR IN CLEARING: 2024*.
- Committee on Payments and Market Infrastructures [CPMI]. (2023). *Facilitating increased adoption of payment versus payment (PvP)*.
- Committee on Payment and Settlement Systems [CPSS], & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions [IOSCO]. (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- Domanski, D., Gambacorta, L., & Picillo, C. (2015). Central clearing: trends and current issues. *BIS Quarterly Review December*.
- Financial Stability Board [FSB]. (2018). *Incentives to Centrally Clear Over-the-Counter (OTC) Derivatives*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R191118-1-1.pdf>
- Financial Stability Board [FSB]. (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*.
- King, T., Nesmith, T. D., Paulson, A., & Prono, T. (2022). Central clearing and systemic liquidity risk.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions [IOSCO]. (2012). *Requirements for Mandatory Clearing (OR05/12)*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd374.pdf>
- 中央銀行. (2003). *中華民國中央銀行之制度與功能 (92 年版)*. <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-731-24662-5D9AF-1.html>
- 中央銀行業務局 (2011). *支付與清算系統之相互依存關係*.
- 王儷玲, 謝明華, 蔡政憲, & 李宜熹. (2024). 從市場監理及風險控管角度探討保險業參與店頭衍生性商品集中結算效益及可行性之研究. 臺灣期貨交易所委託研究計劃.
- 張士傑, 張元晨, & 鄭宗記. (2020). 匯率風險對我國壽險業經營之短中長期影響. 台北外匯市場發展基金會委託研究計劃.

- 臺灣期貨交易所. (2023). 保險業者參與新臺幣 NDF 集中結算意見彙整表.
- 蔡佩珍 (2015). 探討我國「外幣結算平台」之服務與發展. 財金資訊. Vol. 82. 17-26.
- 蔡政憲, 林建業, 陳業寧, 石百達, 張森林, & 彭金隆. (2017). 強化保險業國外投資之匯率風險管理與監理機制之研究. 財團法人保險安定基金委託研究計劃.
- 謝才雄. (2020). 主要貨幣換匯交易價格行為之探討. 台北外匯市場發展基金會委託研究計劃.
- 謝明華, 吳牧恩, 李宜熹, 鍾建屏, & 孫立憲. (2024). 我國店頭衍生性金融商品集中結算保證金模型檢視與妥適性評估. 臺灣期貨交易所委託研究計劃.
- 劉邦海. (2010). 店頭衍生性商品集中交易對手結算之研究. 中央銀行季刊. Vol. 32. No. 4. 17-42.

附錄 1：2025 年度壽險端調查問卷

外匯衍生性商品集中結算機制調查

1. 貴公司對於外匯避險，偏好使用哪一種避險工具：Forwards (DF + NDF) 或 Swaps (FX Swap +CCS)？請說明使用比例、時機與主要考量因素。
保險業 Forwards 每月新簽約名目本金自 2024/01 開始明顯超越 Swaps。前者流通名目本金餘額大幅增加，而 Swaps 的流通名目本金餘額無明顯變動。請問貴公司也是如此嗎？理由是？這個趨勢會持續嗎？
2. 台灣壽險業 Swaps 平均契約期間為 4.2 個月，Forwards 平均契約期間為 2.8 個月。
 - 請問貴公司 Swaps 的平均契約期間為多少個月？流通未平倉餘額 (Outstanding) 與月平均新簽約金額的倍數關係為何？
 - 請問貴公司 Forwards 的平均契約期間為多少個月？流通未平倉餘額 (Outstanding) 與月平均新簽約金額的倍數關係為何？
3. 貴公司目前與國內交易對手和國外交易對手進行 Forwards、Swaps 交易的比例各為多少？請列出主要交易對手機構類型 (如國內大型銀行、外資銀行台灣分行、外資銀行海外分行等)。若這些交易對手願意參與集中結算，貴公司也會願意參與嗎？
4. 金管會已正式宣布 2025 年 7 月起 TWD IRS 集中結算。貴公司是否同意將 Swaps 一同納入集中結算範圍？若有困難，主要考量因素為何？希望期交所可以提供哪些協助以減輕這些困難？

附錄 2：2025 年度銀行端調查問卷

外匯衍生性商品集中結算機制調查

1. 貴公司交易的 FX Swap 的主要客群佔比 (壽險/企金/同業)?
(最近一年或具貴行代表性的統計)

客戶別	交易佔比	說明
壽險業		
企金		
同業		

2. 若以上主要交易對手願意「自願」參與集中結算 (CCP)，貴公司也會願意配合參與嗎？
- a. 希望主管機關可以提供哪些誘因，以增強「自願」參加集中結算的動機？
- b. 希望期交所可以提供哪些協助或誘因以減輕相關困難？
3. 金管會已正式宣布 2025 年 7 月起 TWD IRS 「強制」集中結算。
貴公司是否贊同將 FX Swap 一同納入強制集中結算範圍？
- ☐ 贊同，主要的考量因素為何？
- ☐ 不贊同，主要考量因素為何？