

# 台北外匯市場發展基金會委託計畫

## 南韓外匯市場發展計畫

研究人員\*：王薇婷

日期： 中華民國一一四年一月

\*中央銀行外匯局研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。



## 摘 要

近年國際外匯市場快速成長，受英國脫歐、中美貿易爭端、2020 年 COVID-19 大流行等因素影響，外匯市場波動性擴大，全球資本流動的不確定性增加。伴隨離岸韓元對美元交易規模超越南韓境內即期外匯市場，更進一步助長即期匯率波動。外匯市場結構不僅影響匯率的穩定，更可能成為資本市場與金融業發展的阻礙。南韓政府於 2022 年將外匯市場發展列為經濟政策重要任務，2023 年 10 月 4 日起允許註冊於國外的金融機構進入南韓外匯市場，並於 2024 年 7 月起延長南韓外匯市場交易時間至首爾時間凌晨 2:00，以增進外國投資人進入南韓市場的便利性。此外，亦放寬外國投資者限制，期望消弭離岸市場與境內市場的外匯供需不均，並提高南韓外匯市場之國際認同。

本篇報告針對南韓外匯市場近年的改革，介紹境內與離岸市場的樣貌，蒐集有關其外匯市場結構性特徵之討論，追蹤本次政策後續相關的應對措施與各方評論。



## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、南韓外匯市場改革 .....	2
一、亞洲金融危機後積極發展外匯管理自由化與擴大衍生性商品市場 .....	2
二、全球金融危機後加強金融監理與外匯衍生性商品部位限制 .....	2
三、疫情後之外匯改革 .....	4
參、南韓境內與離岸韓元外匯市場現況 .....	6
一、南韓外匯市場交易結構 .....	6
二、南韓境內外匯市場 .....	7
三、南韓離岸外匯市場 .....	9
四、南韓外匯市場結構特徵 .....	11
肆、南韓外匯市場結構改善 .....	12
一、擴大境外金融機構參與境內外匯市場 .....	12
二、延長交易時間試辦交易 .....	13
三、其他配套措施 .....	14
伍、預期效用及展望 .....	15
一、納入國際大型指數有益於穩定外匯資本市場 .....	15
二、促進韓元的國際化 .....	17
三、促進境內外匯市場夜間交易，減少離岸 NDF 市場的影響 .....	18
四、外匯交易數位化演進的影響與啟示 .....	19
陸、結論及心得 .....	20
參考文獻 .....	21

## 圖 目 錄

圖 1 南韓對外匯衍生性商品交易總額對自有資本比率之規定 .....	3
圖 2 遠匯與 NDF 之隱含利差 .....	9
圖 3 韓元匯率波動率與非居民 NDF 交易淨買入的相關係數 .....	10
圖 4 各國平均波動度比較 .....	11
圖 5 金融開放 .....	11
圖 6 資本管制指標 .....	11
圖 7 韓元對美元及人民幣對美元 .....	12

## 表 目 錄

表 1 南韓外匯現貨與 NDF 日均成交量 .....	5
表 2 南韓實體經濟、股票市場與銀行間即期成交量 .....	5
表 3 南韓外匯銀行統計日均成交量 .....	8
表 4 主要新興市場 NDF 交易量 .....	9
表 5 2024 年 2 月至 5 月試辦交易情形 .....	13
表 6 新制匯率名稱定義 .....	14
表 7 API 規則 .....	15
表 8 FTSE Russel 於 2022 年 9 月指出的待改進項目及目前進展 .....	16

## 壹、前言

綜觀南韓外匯市場發展，自 1992 年首次向外國投資者開放國內資本市場，1996 年為加入經濟合作暨發展組織(Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD)公布《金融自由化和市場開放藍圖》，但由於 1997 年亞洲金融風暴，使這項計畫提前終止。1997 年外匯危機後實施自由浮動匯率制度，儘管之後的經濟基礎穩健成長，但每在面對外部衝擊時，匯率波動大幅增加；尤其在 2008 年全球金融危機期間，匯率快速波動再次造成外匯損失，使南韓經濟面臨巨大挑戰。

近年國際外匯市場快速成長，受英國脫歐、中美貿易爭端、COVID-19 大流行等因素影響，外匯市場波動性擴大，全球資本流動的不確定性增加。離岸韓元對美元交易規模超越國內即期外匯市場，使境內即期匯率與離岸匯率之間的相互影響力不斷增加。外匯市場結構不但影響匯率的穩定，更可能成為資本市場與金融業發展的阻礙。

南韓政府於 2022 年將改善外匯市場結構列為經濟政策之重要任務，南韓企劃財政部<sup>1</sup>於 2023 年 2 月公布《外匯市場結構改善計畫》，旨為提升境內的外匯市場結構之競爭力，以取代過去開放國內監管體系之外的離岸韓元市場。為深入了解南韓外匯市場結構性問題，本文統整介紹南韓外匯市場發展、境內及離岸外匯市場現狀，並探討政府發展外匯市場的策略目標、預期效果及未來挑戰。

本報告共分陸節，除本節為前言外；第二節首先概觀 1997 年以後兩次金融危機給外匯市場帶來的主要改革；第三節探討南韓境內與離岸外匯市場的現況；第肆節摘錄此次外匯市場結構改善之施行細節；第伍節為預期效用及展望；文末則總結本報告。

---

<sup>1</sup> 2008 年，南韓財政經濟部 (Ministry of Finance and Economy, MOFE) 和計畫預算部 (Ministry of Planning and Budget, MPB) 合併為企劃財政部 (Ministry of Strategy and Finance, MOSF)，將財政政策及部會間的預算分配統一規劃；有關金融市場的政策權限則移交金融服務委員會 (Financial Services Commission, FSC)。2018 年，該部將其官方英文名稱改為 Ministry of Economy and Finance，以更準確地反映其監督整體經濟政策的角色和功能；其韓文名稱(기획재정부)，則維持不變。

## 貳、南韓外匯市場改革

### 一、亞洲金融危機後積極發展外匯管理自由化與擴大衍生性商品市場

1997年亞洲金融風暴席捲南韓引發貨幣危機在南韓幾家大財閥接連宣布倒閉，加上民間企業過度信用擴張，銀行過度依賴海外短期債務融資。當外資抽離亞洲資金，南韓銀行資金周轉不靈致南韓央行外匯干預無效，外匯存底用盡。在國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)的強制介入下進行大刀闊斧的金融市場改革，從總體經濟政策、金融部門重組、監管和監督、公司治理和重整，到資本帳自由化<sup>2</sup>、貿易自由化以及透明度、資訊揭露規範等，其中包含外匯管理自由化計畫，主要內容為(1)取消對企業及個人外匯持有及交易的限制，允許自由兌換外幣；(2)允許境內的南韓金融機構參與無本金交割遠期外匯(Non-Delivery Forward, NDF)等衍生性金融商品的交易，擴大外匯衍生性商品市場交易規模；(3)外國企業和投資者在南韓境內的投資和匯回利潤等外匯交易流程簡化及提高便利性。

同時並採取配套措施，允許金融機構獲得更多外匯相關業務的自由、資本帳戶自由化、監管制度與風險管理制度的改進，以促進國際資本的流動、增加外匯市場的深度和流動性，並支持國內金融機構在國際市場上的業務拓展，逐步降低對金融機構外匯存底的嚴格要求，使銀行和其他金融機構能靈活管理外匯資產和負債。

### 二、全球金融危機後加強金融監理與外匯衍生性商品部位限制

2008年全球金融危機期間，原先南韓金融監理當局認為外國銀行分行之總行，於任何時期均能挹注其所需之外幣流動性，因此外幣流動性比率規範並未涵蓋外國銀行分行；惟全球金融危機爆發後，外國銀行總行不僅無法挹注流動性予南韓分行，甚至加速抽離資金，影響外幣流動性管理機制之效果<sup>3</sup>。

為支應銀行美元流動性短缺，南韓外匯準備大幅流失 546 億美元，約占 2007 年外匯存底之 22%。南韓央行透過與美國於 2008 年 10 月達成 300 億美元換匯機

<sup>2</sup> 實施《外國直接投資促進法》(The Foreign Direct Investment Promotion Act)。

<sup>3</sup> 高超洋(2015)，「亞洲金融危機後南韓金融帳自由化之研究」國際金融參考資料第六十八輯。

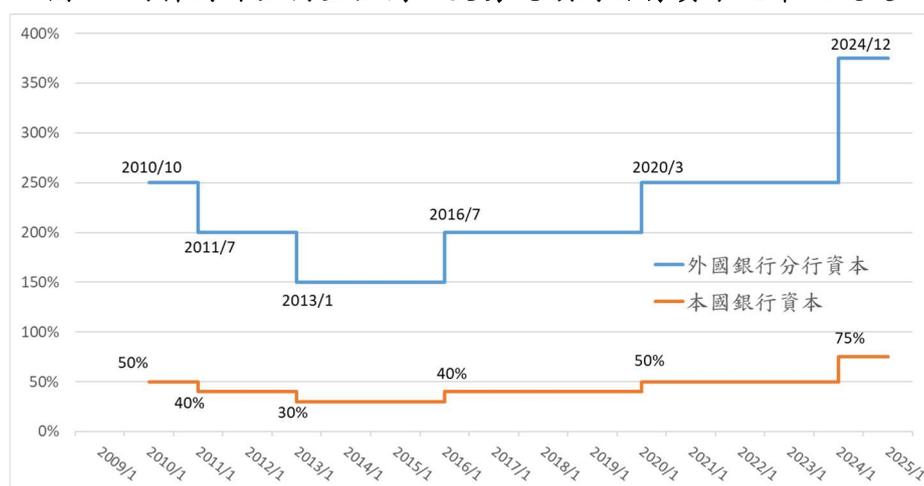
制等各種提供美元流動性對策<sup>4</sup>，輔以對內提出緩解信用緊縮之對策，使金融危機得以趨緩。

2010 年宣布實施與外匯相關的總體審慎措施(FX-related Macro-Prudential Measures, MPM)，以增強抵禦外匯市場面對外部金融衝擊的能力，降低資本移動帶來的匯率波動，其採取一系列強化資本管理政策措施，主要內容包括：

### (1) 加強管理外匯衍生性商品交易部位

南韓政府對所有外匯衍生性商品，包括遠期外匯、外匯交換<sup>5</sup>、換匯換利交易<sup>6</sup>，以及 NDF 等，自 2010 年起實施交易總額對自有資本比率上限管制，每季視未來經濟、市場情況，以及對業務影響等因素調整，且須向主管當局每日(過去為每月底)提交報告。外國銀行分行之上限由 2010 年 250%降至 2013 年最低 150%，2020 年回調至 250%；對銀行、證券公司、綜合金融公司等本國金融機構則由 50%降至 2013 年之 30%，2020 年回調至 50%，詳圖 1。2024 年 12 月，為進一步放寬外匯流入限制，將上限提高 1.5 倍，即外國銀行分行上限為 375%、本國銀行上限為 75%。

圖 1 南韓對外匯衍生性商品交易總額對自有資本比率之規定



資料來源：南韓央行

<sup>4</sup> 該年 12 月亦與中國大陸及日本分別達成 1,800 億人民幣及 200 億美元之雙邊換匯機制協議。換匯額度總額約 800 億美元。危機期間，南韓央行實際僅動用與美國換匯協定額度中之 163.5 億美元。2010 年，南韓政府與東南亞國家聯盟(Association of Southeast Asian Nations, ASEAN)以及中國、日本和南韓(即「東盟+3」)建立的區域金融合作機制，簽訂清邁倡議多邊化架構(Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM)，以應對區域內的短期流動性問題和金融危機風險。

<sup>5</sup> 或稱換匯交易(Foreign Exchange Swap, FX Swap)。

<sup>6</sup> 或稱貨幣利率交換(Cross Currency Swap, CCS)。

## (2) 課徵「總體審慎穩定稅」(Macro-Prudential Stability Levy)

由於 Fed 在 2008 年 11 月起 3 度擴大量化寬鬆政策，導致全球金融體系有越來越多追逐高收益的國際熱錢流竄。為減緩銀行自國外大量借入資金，南韓政府對銀行持有短期利差套利(Carry Trade)目的之非核心外幣負債<sup>7</sup> (Non-core FX liabilities) 課稅，自 2011 年 8 月生效。

## (3) 恢復外國人投資公債課徵預扣所得稅或資本利得稅

全球金融危機最嚴重時期，南韓政府取消對非居民債券投資所得及資本利得分別課徵 15.4%及 20%稅率之規定。惟 Fed 擴大量化寬鬆政策，全球流動性持續增加，預期外資將進一步買進南韓公債<sup>8</sup>。因此於 2011 年 1 月起恢復實施，以降低非居民套利誘因，並有利於防堵熱錢，抑制韓元之漲勢<sup>9</sup>。

為強化銀行的資本結構，南韓政府亦加強對外幣流動性監管，提高流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)及淨穩定資金比率 (Net Stable Funding Ratio, NSFR)；並依據《巴塞爾協議 III》加強對外幣放款之金融監理，引入最低普通股權一級資本比率(Common Equity Tier 1, CET1)、資本適足率、資本緩衝、對於系統重要性金融機構(Systemically Important Financial Institutions, SIFIs)的額外資本要求、槓桿比率等指標。

## 三、疫情後之外匯改革

依據國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)三年一度之全球外匯交易與衍生性金融商品交易量調查統計<sup>10</sup>，2022 年全球整體外匯交易量較 2010 年

<sup>7</sup> 銀行非核心負債係指穩定性較低之負債，包括附買回交易、同業拆借、銀行發行之定存單及債票券，以及短期國外借款等。

<sup>8</sup> 參見經濟日報(2010/11/19)，「防堵熱錢，南韓要恢復外資公債課稅」。2010 年 10 月底，外資投資南韓債券之淨投資部位達 21.1 兆韓元(約 186 億美元)。所有在外流通債務中，外資持有 7.1%，高於 2008 年底時之 4.3%。其中，公債之 14.9%為外資持有，較 2008 年底時之 8.4%高。

<sup>9</sup> 參考南韓企劃財政部於 2010 年 11 月 18 日發布之新聞稿「Government's stance on amendment bills to restore withholding tax」。

<sup>10</sup> 國際清算銀行統計資料網站 <https://data.bis.org/topics/DER>

成長近一倍，韓元 NDF 日均交易量為 498 億美元(表 1)，居各幣別之首，高於同期間南韓外匯現貨日均交易量 362 億美元，顯示韓元並非缺乏外匯交易，而是因外匯法規限制，致使境內外市場分隔。且相較實體經濟、股票市場等其他資本市場的發展速度，境內外匯市場成長相對緩慢(表 2)，存在基礎設施不足問題。

**表 1 南韓外匯現貨與 NDF 日均成交量**

	2010	2016	2019	2022
現貨交易	23.1(1.5% / 11th)	28.7 (1.7% / 13th)	30.1 (1.5 % /16th)	36.2 (1.7% / 16th)
NDF	-	30.1 (23.1% /1st )	60.1 (23.3% /1st )	49.8 (18.7% /1st )
全球外匯交易	3,973 +0%	5,066 +27.51%	6,581 +65.64%	7,508 +88.98%

1.NDF：僅以合約與到期點之間的差額以美元結算的遠期交易，自 2013 年納入統計

2.日平均交易規模(十億美元)，全球占比及排名(銀行間及客戶之交易)

資料來源：BIS 報告

**表 2 南韓實體經濟、股票市場與銀行間即期成交量**

單位：億美元	1997	2008	2021	2022	2023
貿易規模 - 進出口總額	2,808	8,573	12,595	14,150	12,750
股票成交量 KOSPI+KOSDAQ (日均)	6.0	59.5	239.4	124.5	149.3
銀行間市場即期交易量 (日均)	18.3	78.1	100.5	102.5	134.2

1. 出口金額+進口金額 (南韓關稅廳進出口統計)

資料來源：南韓央行

部分學者認為，此現象可能導致韓元匯率係由不受監理的境外交易所主導，BIS (2019)實證顯示南韓外匯市場更易受離岸 NDF 價格影響，使相對淺碟型之境內匯市遭受衝擊，因而建議南韓政府開放外匯市場，使匯市參與者更加多元化，俾提升境內外匯市場深度。

同時，根據 2022 年 MSCI 與 FTSE 等國際大型指數編製機構<sup>11</sup>評估，南韓外匯交易自由度仍有缺乏離岸市場及境內交易受限等待改善事項，從而未能符合升等 MSCI 已開發國家指數及納入 FTSE Russell 世界政府公債指數(World Government Bond Index，WGBI)之門檻<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> 摩根士丹利資本國際公司 (Morgan Stanley Capital International，MSCI) 及富時羅素 (FTSE Russell) 係市場指數的編製機構。

<sup>12</sup> 南韓曾於 2009 年實施非居民債券投資免稅政策後被列入 WGBI 觀察名單，但在 2011 年 1 月取消免稅政策後，被從觀察名單剔除。

南韓政府於 2022 年將外匯市場發展列為經濟政策之重要任務，南韓企劃財政部於 2023 年 2 月發布《外匯市場結構改善計畫》，旨為提升境內的外匯市場結構之競爭力，以取代過去開放國內監管體系之外的離岸韓元市場。主要改善措施為：(1) 允許註冊於國外的金融機構申請進入南韓境內外匯市場；(2)於 2024 年 7 月 1 日延長南韓外匯市場交易時間至首爾時間隔日凌晨 2:00；(3)投入基礎電子化設備的提升，以達到先進國家水準，增進外國投資人進入南韓外匯市場的便利性。2024 年下半年根據延長後市場狀況，評估進一步開放 24 小時外匯交易的可能性。

## 參、南韓境內與離岸韓元外匯市場現況

### 一、南韓外匯市場交易結構

南韓以境內銀行間交易為外匯市場的主要交易結構，市場參與者原則上僅限於根據《外匯交易法》之國內銀行和經外匯局註冊的外國銀行在南韓分行等外匯銀行。由於自 1990 年代南韓國內外證券投資基金的大幅增加，為增加市場參與者之多元性與外國投資者的方便性，2003 年以後便允許南韓國內證券公司參與銀行間外匯市場。截至 2023 年 9 月，參與銀行間即期外匯市場的外匯銀行包括 16 家境內銀行（商業銀行 6 家、專業銀行 5 家、地區性銀行 5 家）及外資銀行境內分行 26 家，以及 13 家證券公司和 1 家商業銀行參與銀行間即期外匯市場。

銀行間市場分為外匯銀行間直接交易市場<sup>13</sup>及透過外匯經紀公司進行交易的市場。2003 年之前，只有兩家國內外匯經紀公司：首爾貨幣經紀公司(Seoul Money Brokerage Services, SMBS)與南韓貨幣經紀公司(Korea Money Brokerage, KMB)。2004 年後，陸續授權其他外匯經紀公司進行交易<sup>14</sup>，截至 2023 年 9 月，南韓共有 9 家外匯經紀公司，其中國內經紀公司 4 家，國外經紀公司 5 家。

---

<sup>13</sup> 交易商之間的價格和交易條件主要透過路透社終端的交易機確定，不須透過外匯經紀公司的銀行間直接交易。

<sup>14</sup> 國外公司為 Tullett Prebon、BGC、Nittan Capital、GFI、Tradition，分別在 2004 年 1 家、2005 年 1 家、2007 年 4 家取得得授權；ICAP 於 2004 年進入南韓，已於 2019 年退出。國內公司為 KIDB 貨幣經紀公司及 IPS 外匯經紀公司在 2012 年取得外匯衍生性商品經紀業務授權。

在銀行間外匯市場中，僅有 SMBS 及 KMB 兩家國內經紀公司被允許進行韓元對美元之即期外匯交易；而獲准辦理遠期外匯經紀業務者，可承作異質貨幣（如日圓對美元或歐元對美元）、離岸非居民的 NDF 交易和 FX Swap(外匯交換)交易的經紀服務。

## 二、南韓境內外匯市場

在銀行間市場最主要的兩種交易貨幣為韓元對美元和韓元對人民幣。最小交易金額分別為 100 萬美元和 100 萬元人民幣，交易單位為 100 萬美元和 100 萬元人民幣的倍數。韓元/美元交易的報價單位為 10 Jeon(0.10 KRW)，韓元/人民幣交易的報價單位為 1 Jeon(0.01 KRW)。

2024 年 7 月 1 日前，南韓境內外匯市場交易時間為首爾時間上午 9:00 至下午 3:30，與股市交易收盤時間相同，導致境外投資人若在股市收盤後有兌換貨幣的需求，因為會增加銀行每日結算申報的外匯暴險部位，無法對沖，迫使境外投資人須支付更高的費用及承擔更多匯率暴險<sup>15</sup>。因此，此次外匯改善計畫便將外匯交易時間延長至隔日凌晨 2 點，時間涵蓋全球金融中心英國倫敦市場的交易時間，讓全球主要金融機構和投資者能夠在外匯主要交易時段以更加方便、即時的價格交易韓元。

受到 1990 年代中期全球外匯市場電子化的影響，南韓境內銀行間外匯市場在 2000 年代初期開始實施交易電子化，如今經紀交易主要透過電子經紀系統(Electronic Broking System, EBS)完成，但客戶對客戶(C2C)交易市場，仍透過語音方式進行。2021 年修訂《首爾外匯市場行為準則》<sup>16</sup>開始引用 API(Application Programming Interface)的電子交易。在銀行間市場，外匯銀行可以透過電子交易系統(Market Making System, MMS)自動清算客戶交易所產生的外匯部位；企業客戶

---

<sup>15</sup> 南韓於外匯市場收盤後兌換貨幣時，先以高於市場匯率的暫時匯率進行，再於隔日外匯市場重新開市時按即期市場匯率結算。

<sup>16</sup> 「서울 외환시장 행동규범」

可以透過外匯銀行提供的單一電子交易平台（Single-Bank Platform，SBP）查看即時報價進行交易，也可透過綜合電子經紀平台（Aggregator），從各銀行電子交易系統收集價格資訊，以最有利的價格成交。

2022年3月為提升美元對韓元的市場深度，引入造市商體系(KRW/USD Market Leading Bank System)，選定主導銀行<sup>17</sup>(Leading Bank)，並設立外匯穩健性賦稅抵扣制度，鼓勵造市商雙向報價。即期外匯交易的詳細內容由銀行間外匯市場參與者成立的民間自治協商機構「首爾外匯市場營運協會」決定。

根據南韓央行統計，境內市場外匯銀行間的即期外匯與遠期外匯交易量(日均)從2010年的165.8與65.2億美元成長至2023年的258.1與126.0億美元(表3)，其中遠期外匯交易量大部分是來自外匯銀行與非居民的NDF交易需求。客戶市場之進出口公司，以承作遠期外匯和外匯交換的交易為主。銀行間市場上，大部分外匯交易是交易為目的，主要透過即期外匯市場進行；而當銀行需要調整外匯部位時，以融資、部位對沖等目的之交易，多選擇使用流動性相對充裕的FX Swap或NDF市場進行差額結算，因而境內遠期外匯交易需求並不多。

**表 3 南韓外匯銀行統計日均成交量(億美元)**

	2010	2016	2019	2020	2021	2022	2023	2023 vs 2010
Spot (A)	165.8	194.3	198.3	203.2	227.1	231.3	258.1	+55.67%
Forward	65.2	95.9	119.9	99.2	112.3	120.0	126.0	+93.25%
NDF(B)	54.4	81.9	99.9	79.8	88.1	91.7	99.6	+83.09%
B/A(%)	32.8	42.2	54.4	44.9	45.8	47.9	46.0	+40.17%
FX swap	179.2	184	226.2	213.4	229.3	258.3	263.0	+46.76%
Total	410.2	474.2	544.4	515.8	568.7	623.8	659.6	+57.75%

1. NDF：係外匯銀行與非居民之買賣
  2. 交易量包括銀行間市場及客戶市場
- 資料來源：南韓央行

<sup>17</sup> 韓國開發銀行、新韓銀行、友利銀行、韓亞銀行、CA-CIB、摩根大通入選主導銀行，主導銀行需支付外匯穩健性費用，根據交易業績比率最高可降低60%。

### 三、南韓離岸外匯市場

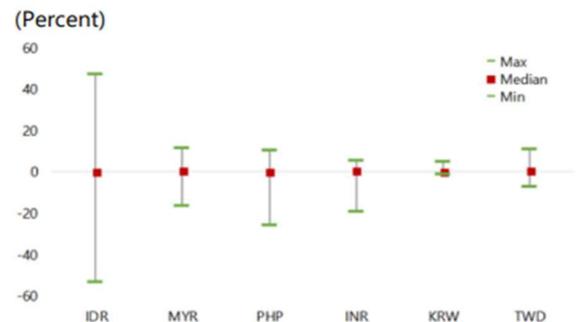
離岸市場交易主要以韓元對美元 NDF 交易為主。依 BIS 資料，2022 年全球韓元對美元的 NDF 日均交易量為 498 億美元，居各幣別之首(表 4)，遠超過境內即期外匯交易量的 258 億美元(表 3)。由於 NDF 交易是以美元結算損益，無須交割本金的場外交易(Over-the-Counter, OTC)，不受南韓外匯管理局之外匯交易監管，亦無任何交易對手、交易時間、中介機構、交易方式之限制。早期在新加坡和香港等亞洲地區形成市場，近年倫敦、東京以及紐約等全球主要金融中心交易規模擴大。

表 4 主要新興市場 NDF 交易量

	韓元	印度盧布	新台幣	巴西里拉	其他	全球
						(億美元)
2016	301	164	115	187	536	1,302
2019	601	500	309	358	810	2,578
2022	498	464	430	397	764	1,553

資料來源：BIS

圖 2 遠匯與 NDF 之隱含利差



資料來源：2013 年至 2020 年 4 月，IMF(2020)

自 1999 年 4 月南韓外匯危機爆發後，南韓政府便允許境內金融機構自由參與 NDF 市場，2023 年南韓境內外匯銀行承作非居民 NDF 交易金額達 99.6 億美元(表 3)，為即期外匯交易量的 46.0%，較 2010 年成長 83.09%，成為離岸匯率對即期匯率的直接影響；離岸非居民得透過 NDF 以投資國內證券為目的進行外匯避險，或從事外匯投機交易。即使不涉及直接的外匯流入流出，也會透過銀行外匯部位的變動對即期匯率產生間接影響。境內金融機構之套利交易促使境內及離岸市場之間價格緊密結合，如圖 2 顯示，使境內遠期匯率與 NDF 之隱含利差<sup>18</sup>極小。隨著非居民 NDF 交易規模超出國內市場，不僅加大韓元匯率的波動性，也間接削弱韓元計價資產的吸引力<sup>19</sup>，從而影響整體外匯市場穩定性。在全球經濟不確定性加劇情況

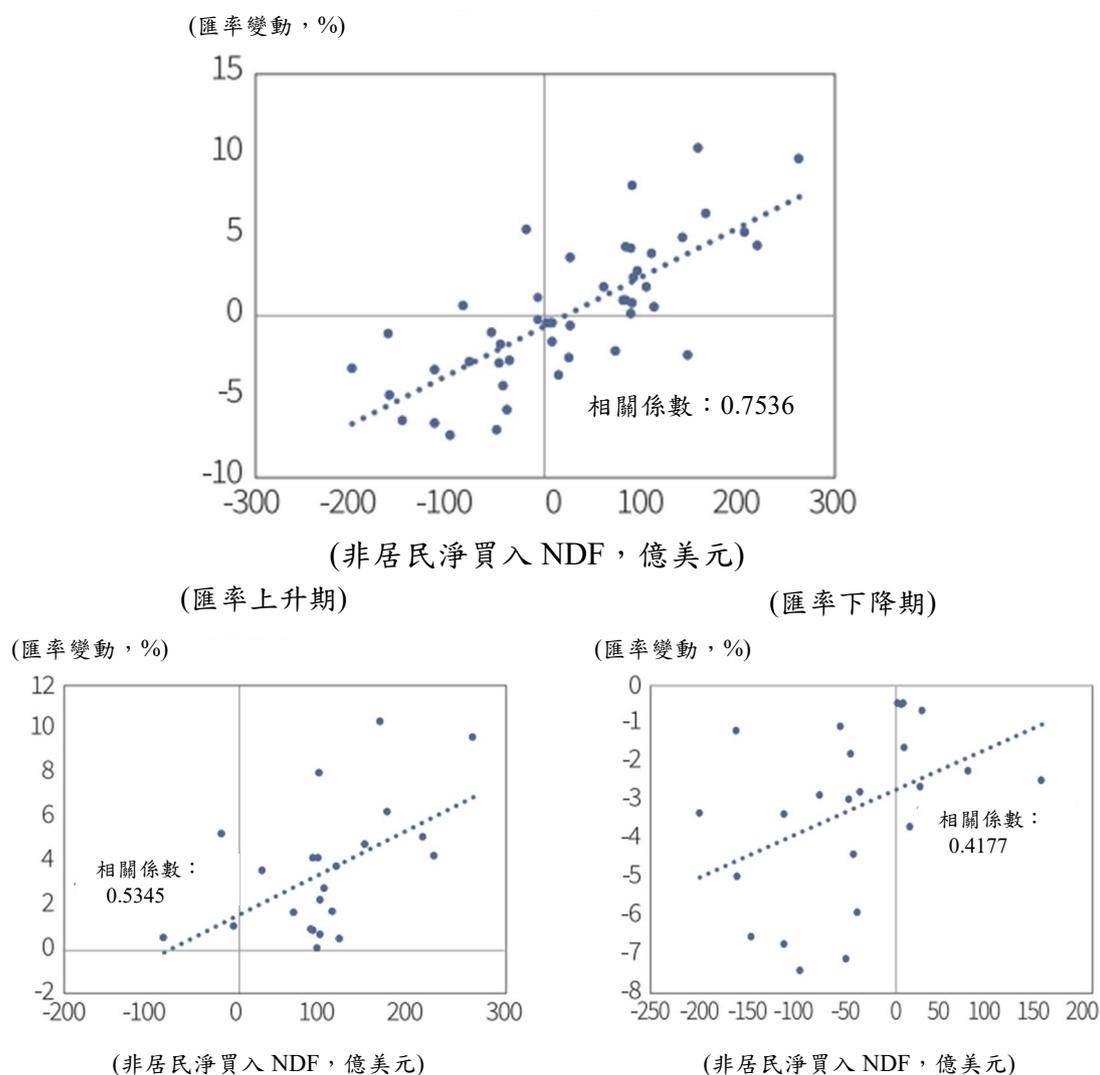
<sup>18</sup> 透過拋補利率平價理論(Covered Interest Rate Parity, CIP)比較境內遠期及離岸 NDF 的價格偏離。

<sup>19</sup> 李升浩、金京勳《國內外韓元外匯市場的結構特性及擴大開放的影響分析》(2023)。

下，更成為境內匯率波動加劇的主因<sup>20</sup>。

圖 3 韓元匯率波動率與非居民 NDF 交易淨買入的相關係數

(全樣本：2010 年第一季至 2021 年第三季)



資料來源：南韓央行

根據南韓央行(2023)的研究，自 2010 年第一季至 2021 年第三季韓元匯率波動率與非居民 NDF 交易之間的相關係數為+0.75(圖 3)，顯示非居民 NDF 交易與韓元匯率波動密切相關，非居民密集的交易行為使匯率波動加大。依匯率漲跌將其分為韓元匯率上升期和下降期，匯率上升期的相關係數(+0.53)比下降期(+0.42)稍大，顯示當貨幣預期走弱時，非居民與銀行之間的 NDF 交易對匯率的影響較大。

<sup>20</sup> BIS(2019)就5種主要 NDF 交易幣別與其境內市場間價格傳遞關係，進行實證分析。研究顯示僅南韓外匯市場因受離岸 NDF 價格變動，對境內即期匯率產生較大的單向影響。

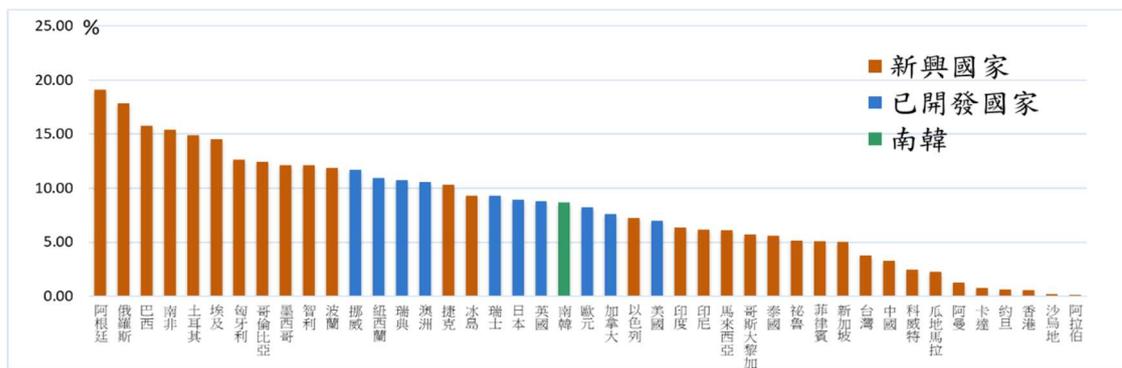
#### 四、南韓外匯市場結構特徵

南韓採用浮動匯率制度下，匯率基本上是由外匯市場供需決定。外匯供需變化所產生的匯率波動，除了經濟基本面、政策因素以及與國際金融市場的連結性等，還會受外匯市場參與者的短期預期、主要國家匯率波動以及銀行部位變動的影響。南韓央行歸納南韓匯率市場的結構性特徵對匯率波動的影響：

##### (一) 一國的制度性和結構性因素對匯率波動有決定性的影響

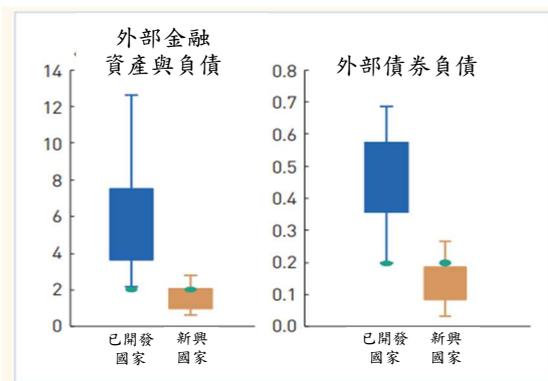
對已開發國家和新興國家的實證分析顯示，金融開放度越高、短期外債與外匯存底的比率越高、匯率制度越靈活，則匯率波動越大。這與金融開放程度高的已開發國家匯率波動較大(圖 4、圖 5)；而資本管制嚴格、匯率制度嚴格的東亞國家匯率波動較小的經驗一致(圖 4、圖 6)。

圖 4 各國平均波動度比較



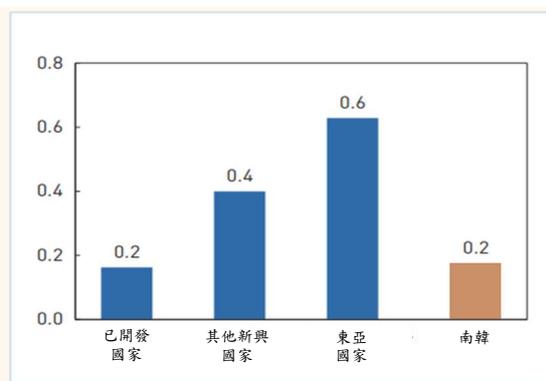
註：2010 年至 2023 年之年平均波動度  
資料來源：Bloomberg

圖 5 金融開放



1. 以 2022 年為計算基準，綠點為南韓。  
2. 箱型圖之上下限為第 1 四分位數與第 3 四分位數。  
資料來源：南韓央行

圖 6 資本管制指標



註：指數越高、資本控制越強。  
資料來源：南韓央行、Fernandez et al.(2016)

## (二) 經濟聯結程度高的國家的貨幣價值波動也對其匯率產生重大影響

中國是南韓最大的貿易夥伴，經濟聯繫密切，因此影響人民幣幣值的因素可能會外溢到韓元幣值。如圖 7 所示，韓元對美元匯率與人民幣對美元匯率整體呈現相似趨勢。

圖 7 韓元對美元及人民幣對美元匯率



資料來源：Bloomberg

## 肆、南韓外匯市場結構改善

### 一、擴大境外金融機構參與境內外匯市場

2023 年 10 月 18 日起允許符合一定條件<sup>21</sup>的境外註冊金融機構（Registered Financial Institutions, RFI）透過境內外匯經紀商在境內銀行間市場直接參與即期外匯和外匯交換交易。截至 2024 年 10 月可直接在境內外匯市場進行交易之機構有 40 家，此為引入外國投資者，增加南韓境內外匯市場流動性與可及性的重要舉措。並陸續修訂《外匯交易管理辦法》<sup>22</sup>及《外匯交易辦理細則》<sup>23</sup>等相關規定，包括：

1. 暫時韓元透支(Temporary KRW Overdraft)擴大及減輕註冊境外機構的申報負擔。

<sup>21</sup> 在外匯局註冊並符合《外匯法》規定的某些要求（例如財務健全性）的外國金融機構。

<sup>22</sup> FX Transactions Regulations

<sup>23</sup> Detailed Regulation on Handling FX Transactions, and Handling Procedures of FX transactions

2. 南韓為促進全球金融機構與吸引外國投資人參與，篩選交易延長時間活躍的 RFI 為「領先 RFI」(Leading RFIs)，以便定期與南韓外匯主管機關溝通協調。

3. RFI 的適當性將根據交易量及交易頻率，依情況重新評估。

## 二、延長交易時間試辦交易

企劃財政部和南韓央行自 2024 年 2 月至 6 月共實行 12 次外匯市場交易時間延長測試，包括以固定價格（匯率）、交易對手等之「情境交易」；及以即時匯率自由接收和執行報價之「自主交易」。為避免各時區參與國內外匯市場的金融機構交易及結算日期可能引發的混亂，規定交易發生於南韓時間當日（t 日）午夜後至次日（t+1 日）凌晨 2 點，也屬於同日（t 日）交易。據當時參與試點之外匯交易員<sup>24</sup>表示：買價及賣價與正常交易時間大致相似，但流動性在夜間 22:00 後下降，買賣價差擴大至 0.5~0.7 韓元。企劃財政部公布前 8 次之試辦交易情形如表 5。

表 5 2024 年 2 月至 5 月試辦交易情形

日期	參與機構	時區	交易內容	商品	交易規模 (mil. USD)
第一次 (2/6)	9 家銀行	18:00~24:00	情境交易	spot	144
		00:00~02:00			144
第二次 (2/22)	9 家銀行、1 家證券公 司、2 家 RFI	18:00~24:00	情境交易	spot	126
		00:00~02:00			146
第三次 (3/14)	10 家銀行、1 家證券公 司、4 家 RFI	18:00~24:00	情境交易	spot	46
		18:00~24:00	自主交易	spot	113
		00:00~02:00	自主交易	spot	71
第四次 (3/21)	9 家銀行、1 家證券公 司、2 家 RFI	18:00~24:00	情境交易	FX swap	220
		00:00~02:00	自主交易	spot	260
第五次 (4/19)	12 家銀行、3 家證券公 司、2 家 RFI	18:00~24:00	情境交易	FX swap	390
		00:00~02:00			
		00:00~02:00	自主交易	spot	50
		18:00~24:00 00:00~02:00	情境交易	spot	28
第六次 (4/29)	14 家銀行、4 家證券公 司、3 家 RFI	18:00~24:00	情境交易	FX swap	540
		00:00~02:00			

<sup>24</sup> “Korea Draws About 40 Traders for Test of Won’s Extended Hours,” Bloomberg, June 21 2024.

		23:30~01:00	自主交易	spot	96
		18:00~24:00 00:00~02:00	情境交易	spot	14
第七次 (5/23)	10 家銀行、4 家證券公 司	23:30~01:00	自主交易	spot	74
				FX swap	160
		18:00~24:00 00:00~02:00	情境交易	spot	4
				FX swap	80
第八次 (5/24)	11 家銀行、4 家證券公 司	23:30~01:00	自主交易	spot	61
				FX swap	310
		18:00~24:00 00:00~02:00	情境交易	spot	6
				FX swap	20

資料來源：南韓企劃財政部

### 三、其他配套措施

#### (一) 定義匯率名稱

即期匯率收盤價：首爾 15:30 (Seoul 15:30 Closing Spot Rate)。國內外市場參與者亦可自行約定參考各種匯率，如以隔日凌晨 02:00 之匯率為收盤價。為減低 RFI 對當前參考利率的可靠性提出質疑<sup>25</sup>，經紀商須按時區提供時點匯率和平均匯率 (Seoul Market Average Rate, SMAR 或 Seoul MAR)，參表 6。

表 6 新制匯率名稱定義

	改革前	改革新制
時點匯率	(每小時) 09:00 至 15:00 整點，及 15:30	(每小時) 09:00 至 02:00 整點，及 15:30
平均匯率	MAR (09:00~15:30 分)	MAR (09:00~15:30 分)
	無按時提供	09:00 至 02:00 之整點前 10 分鐘內的加權平均交易匯率

※ 參考已開發國家的貨幣，每 30 分鐘計算最後 5 分鐘的平均匯率。

資料來源：南韓企劃財政部

#### (二) 電子交易操作指南

引入國際 API 規則手冊(API Rulebook 電子交易操作指南)，規範包括最小報價

<sup>25</sup> <https://m.edaily.co.kr/News/Read?newsId=03066806635803752&mediaCodeNo=257>。「建立市場擾動監測和主導銀行體系改革...外匯市場改善方案」南韓新聞 E-daily 報導，2023年11月8日。

維持時間 (Minimum Quote Lifespan, MQL)、每秒提供的報價數量限制，參表 7。

**表 7 API 規則**

	內容
最短 API 報價維持時間	維持報價建議的買入價及賣出價 0.2 秒以上
報價/點擊次數限制	每秒 10 次報價和點擊(不包括取消)
API Sidecar	銀行間 API 若價格較前一日收盤價波動超過 3.0%，將暫停 10 分鐘。
收市前 API 功能限制	為了防止利用下午 3 點 30 分股票和債券市場收盤時匯率波動加劇進行投機交易，建議銀行至少在股債市收盤前 10 分鐘接受客戶訂單。此外，收市前 10 分鐘禁止使用快速鍵輸入金額及匯率。

資料來源：南韓企劃財政部

## 伍、預期效用及展望

### 一、納入國際大型指數有益於穩定外匯資本市場

自宣布外匯市場改善計畫後，南韓於 2022 年 9 月被 FTSE Russell 列入固定收益證券的政府公債國家類別(Fixed Income Country Classification)觀察名單。南韓金融服務委員會宣布從 2023 年 12 月 14 日起，取消外國投資人事先登記(Investment Registration Certificate, IRC)要求，外國投資人無需先向金融監督服務局 (Financial Supervisory Service, FSS) 註冊。公司投資人可使用法律實體識別碼 (Legal Entity Identifiers, LEI) 及個人投資人使用護照號碼即可開設投資帳戶並進行南韓上市證券的投資。2024 年初亦修法以接軌國際債券帳戶清算業務，實施 ICSD(International Central Securities Depositories)總帳戶，詳如表 8。

2024 年 10 月 FTSE Russell 宣布南韓將於 2025 年 11 月起被納入世界政府公債指數，之後將以一年 4 季度分批買進。根據高盛估計將帶來總金額高達 500-600 億美元的被動資金流入及 100 億美元的主動資金流入。南韓智庫研究認為，納入世界政府公債指數可為公債市場提供穩定資金來源，透過外國公債投資需求擴大，緩

解國內公債利率上升壓力，穩定韓元對美元匯率，有助於改善南韓金融市場穩定。

表 8 FTSE Russel 於 2022 年 9 月指出的待改進項目及目前進展

待改進項目	目前進展
國際投資免除南韓公債扣繳稅	2022 年 10 月 17 日
	企劃財政部發布規定非居民投資南韓公債 (Korean Treasury Bond, KTB) 及貨幣穩定債 (Monetary Stabilization Bond, MSB) 時免除利息及資本利得稅。
實施 ICSD 總帳戶	2024 年 2 月 21 日
	企劃財政部發布《外匯交易條例》於第 1 季度進行相關修訂，將於 2024 年 6 月與同屬 ICSD 的歐洲清算銀行 (Euroclear Bank) 及明訊銀行 (Clearstream) 建立公債綜合帳戶。
廢除 IRC 制度	2023 年 12 月 14 日
	金融監督委員會公告 IRC 正式廢除。
外匯市場改革	2023 年 2 月 7 日
	企劃財政部提出的《外匯市場結構改善計畫》： 1. 放寬非居民投資境內證券時外匯交易對手的限制。 2. 尚無法 24 小時與外匯市場對接，但 2024 年 7 月後交易時間延長至隔日凌晨 2 點。 3. 2023 年 10 月 18 日允許 RFI 參與銀行間外匯市場。
FTSE 國家分類 2 級	2024 年 10 月 9 日
	FTSE Russell 公布南南韓家分類升級至 2 級，於 2025 年 11 月起被納入世界政府公債指數。

資料來源：Korea Capital Market Institute(KCMI)研究與新聞整理

而 MSCI 則於 2024 年 6 月 7 日之年度審查報告中未將韓股納入已開發國家指數。MSCI 過去指出，投資南韓資產存在不安因素，源於股東權利薄弱，企業所有權結構錯綜複雜，接二連三醜聞凸顯公司治理不佳，且政府干預往往扭曲市場。南韓為解決上述疑慮，在 2023 年 1 月宣布一系列證券改革，包括股利分配政策更接近西方標準、併購與拆分程序更加保護小股東、取消外資投資股市的註冊程序、要

求大型企業須提供英文申報資料等。至 2024 年，雖然 FSC 已實施第一階段強制性英文揭露，然而只有少數公司遵循。此外，2023 年 11 月，南韓政府頒布全面禁止賣空的禁令，多家外資金融機構被認定違法放空而被裁罰，從而帶來更多准入性限制。因此，既使外匯市場結構已進行大幅的改善，短期也難以改變全球投資人對南韓監管機關存在不確定性的疑慮。

## 二、促進韓元的國際化

在全球金融危機之後，便有南韓央行學者認為韓元國際化或許是解決韓元匯率劇烈波動的最終良方。雖然初期可能易遭受外部財務衝擊影響，但隨著國際化程度越高，便會逐步降低其對外部投機攻擊的風險。其次，隨著中國人民幣國際化的浪潮，部分學者認為中韓在貿易與貨幣的緊密連結有益於提升韓元的國際需求。長遠而言，這次外匯改善計畫亦是希望透過增加境外市場參與者的交易機制，確保韓元在全球主要金融中心自由交易，提高韓元在全球市場地位。

然而，韓元國際化亦表示貨幣政策的自主性將受到很大限制。南韓央行學者提到國際化的過程，政府將面臨的挑戰：(1)必須做出以市場需求為中心的結構性改革，且前提是國家有堅強的經濟實力、永續經營的成長動能作為改革基礎。(2)資本帳自由化是一國貨幣在國際上能被廣泛使用的基本前提。在「不可能三元論<sup>26</sup>」的理論下，若希望維持貨幣政策的獨立性，就必保留的匯率制度一定的操作彈性，也因此資本帳自由化被視為轉型經濟體或新興經濟體最危險的經濟改革之一，必須嚴格要求以漸進和謹慎的方式進行，並持續採取宏觀審慎政策，以確保幣值穩定。(3)加強國際經濟合作可能是貨幣國際化過程中必要的輔助工具。透過簽署雙邊或區域貨幣互換協議，一國貨幣可能有更多機會被其他國家的外匯干預活動所利用，進而用於貿易和投資等商業用途。此外，建立公共和私人結算基礎建設，除促進貨幣國

---

<sup>26</sup> 同時實現①貨幣政策自主(monetary independence)、②資本自由化(financial integration)、③匯率穩定(exchange rate stability)三個政策目標，被稱為(不可能三元論 impossible trinity 或三難困境 trilemma)。源自：“Assessing the emerging global financial architecture: measuring the trilemma's configurations overtime,” NBER working paper 14533.

際化，亦有助於降低貨幣兌換的交易成本。

### 三、促進境內外匯市場夜間交易，減少離岸 NDF 市場的影響

自改善計畫施行以來，市場普遍對南韓政府如何引入離岸市場的投資者與境內夜間市場的效益提出諸多質疑。財政企劃部及南韓央行先是將境內外匯銀行的離岸韓元對美元 NDF 電子交易時間較即期外匯交易時間延長 1 小時至凌晨 03:00，以利境內銀行管理夜間交易的匯率風險。其新聞稿強調，將確保交易延長時間的外匯流動性充足，即時監測離岸及境內市場動態，防止匯率過度波動，必要時採取調解穩定措施，維持市場交易順暢。在促進國內外匯市場發展的同時，推動配套措施，確保國內金融機構繼續在韓元交易中發揮核心作用，並切實維護外部穩健。也就是說，國內金融機構扮演兩個重要角色，一是協助 RFI 透過國內金融機構提高業務便利性；二是作為發生緊急情況時直接控制 RFI 資金交易的手段，制定有效的監管措施。目前，南韓政府已授權南韓貨幣經紀公司(KMB)在倫敦及新加坡設立辦事處，並計劃授權首爾貨幣經紀公司(SMBS)在倫敦設立辦事處。

參與南韓外匯市場的外資銀行主管認為<sup>27</sup>，NDF 市場能長時間交易，一直以來是相對境內外匯市場吸引國際投資者的主要原因，延長交易時間故能大幅提升國內外投資者的便利性。然而即使境內外匯市場開放，NDF 市場的需求仍持續存在，並非所有離岸公司都能參與當地市場，而未來 NDF 市場的規模，將很大成分將取決於 RFI 緩解或吸收需求的積極程度。

南韓央行從以下三個面向，預期看到非居民進入境內外匯市場的機會增加，並帶動整體效益。

(一) 離岸國家的非居民參與境內市場，直到南韓時間隔日凌晨 2 點。在交易便利性及成本的考量上，境內市場比以往顯著增加優勢，將吸引投機或避險投資者進入。

---

<sup>27</sup> 參考資料：朝鮮日報2024年7月8日訪問 ING 銀行金融市場部主管 Kim Byeong-jun ([https://biz.chosun.com/policy/policy\\_sub/2024/07/08/YTR56MV33JDJ5OZKQRT03AF4HM/](https://biz.chosun.com/policy/policy_sub/2024/07/08/YTR56MV33JDJ5OZKQRT03AF4HM/))

(二) 離岸 NDF 匯率與境內即期匯率一但出現差距，便提供金融套利的機會。境內銀行間市場可以立刻鎖定利差，一定程度上對交易規模有所貢獻。

(三) 非居民對當地即期外匯市場的參與增加，境內外匯市場的流動性有望獲得改善，使價格效率提高，進一步降低非居民在離岸 NDF 市場進行交易的動力。儘管政府無法對離岸市場交易進行限制，但隨著非居民取得韓元的機會增加，離岸 NDF 市場的價格影響力將逐漸降低。

#### 四、外匯交易數位化演進的影響與啟示

南韓智庫發表的一份報告(2024)分析，認為全球外匯市場數位化快速發展，不僅提高外匯交易的速度和便利性、降低交易成本，最重要的是改變客戶交易在外匯市場中扮演的角色。因此，相關法律應將進行檢討，市場基礎設施應該更加完善，以因應全球數位化的趨勢，帶來更多貨幣轉換的便利性。例如在國內銀行間市場，大型企業和非銀行金融機構，往往是外匯市場流動性背後真正的供給者，數位化使傳統外匯銀行的角色逐漸弱化，建議國內銀行須轉變觀念，將客戶外匯交易數位化當成鞏固客戶群的一種方式；隨著南韓國內外證券投資資金流入和流出的增長，非銀行金融機構也需要投入與外匯交易和經紀服務相關的數位化，以爭取競爭優勢，為發展壯大各類外匯業務而努力。如此一來，才能與早已數位化且 24 小時交易的離岸 NDF 市場競爭，從而吸引離岸 NDF 交易者進入國內即期外匯市場，奪回市場主導權。

## 陸、結論及心得

2023年2月公布之《外匯市場結構改善計畫》，打破過去在國內監管體系之外開放離岸韓元市場的策略，改向外國人開放國內外匯市場並將其轉變為競爭性市場結構的核心目標，鼓勵全球知名的金融機構註冊為RFI直接在境內外匯市場進行交易。2024年初開始進行試點工作，7月1日正式延長外匯交易時間至南韓當地時間隔日凌晨2點。外匯市場交易時間涵蓋全球金融中心之稱的英國倫敦市場的交易時間，讓全球主要金融機構和投資者能夠在外匯主要交易時段以更加方便、即時的價格交易韓元。未來也將根據市場的交易回饋，研議延長至24小時的可能性。此舉得到國際指數公司FTSE Russel的肯定，在2024年10月宣布將於2025年11月起將南韓公債納入世界政府公債指數，有益於提升南韓公債需求，降低公債殖利率。

然而，就如南韓央行學者的擔憂，在「不可能三元論」下，希望維持貨幣政策的獨立性、資本市場的自由度，就必保留的匯率制度一定的操作彈性。南韓政府如何透過引入更多元的外國機構投資者參與以及建立造市商體系來維護匯率穩定，值得密切觀察；再者，南韓政府的新聞稿中雖強調國內金融機構的重要性，惟其是否能在緊急情況時，發揮抑制恐慌擴散的作用，亦是考驗風險控管與監管體系能否有效運作。最後，全球外匯交易數位化的趨勢下，南韓的金融數位化發展仍處於早期階段，南韓金融機構與非金融機構面臨全球化的競爭，應如何重新定位自身的角色，對內鞏固既有客戶取得競爭優勢，對外吸引各國投資者願意優先選擇進入境內外匯市場，亦是值得深入思考的議題。

## 參考文獻

1. 권용오 (2023), 「우리나라의 외환시장 압력지수 추정 결과 및 주요 특징」, *Blog*, Bank of Korea, 7 월 27 일.
2. Kyungsoo Kim and Young Kyung Suh (2009), “Dealing with the Benefits and Costs of Internationalization of the Korean Won,” *Seminar on Currency Internationalization*, BoK/BIS, Mar. 19-20.
3. Kyungsoo Kim and Young Kyung Suh (2009), “Dealing with the Benefits and Costs of Internationalization of the Korean Won,” *BoK/BIS Seminar on Currency Internationalization*.
4. Hyo Sang Kim et al. (2022), “Internationalization of the Korean Won in the Light of RMB Internationalization,” *KIEP Research Paper*, Policy Analysis 21-01, Aug. 31.
5. Jochen M. Schmittmann and Chua Han Teng (2020), “Offshore Currency Markets: Non-Deliverable Forwards (NDFs) in Asia,” *IMF Working Paper*, Sep.
6. 김한수 (2023), “세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 영향 및 시사점,” *Korea Capital Market Institute*, Research Report 23-02.
7. 李升浩、金京勳 (2023), 「역·내외 원화외환시장의 구조적 특징과 개방 확대에 따른 영향 분석」, *Korea Capital Market Institute*, Research Report 23-07, 10 월 20 일.
8. Nikhil Patel and Dora Xia (2019), “Offshore markets drive trading of emerging market currencies,” *BIS Quarterly Review*, Dec.
9. Woo-Sik Moon and Yeong-Seop Rhee (2000), “Foreign Exchange Market Liberalization Policies in Korea: Past Assessment and Future Options,” *Journal of International and Area Studies*, Vol. 7, No. 1, pp. 59-79.
10. (2023), 「한국의 외환시장과 외환제도」, *Bank of Korea*, Dec.
11. 이승호 (2024), “외환거래의 디지털 진화에 따른 영향과 시사점,” *Korea Capital Market Institute*, Research Report 24-04.
12. Fernandez et al. (2016). “Capital Control Measures: A New Dataset”, *IMF Economic Review*, vol. 64, pp. 548-574.