

【專題一】

我國推動店頭衍生性金融商品集中 結算成果與展望

李毓嫻（臺灣期貨交易所專員）

壹、前言

為接軌國際金融監理趨勢，降低金融市場風險，我國於 2019 年修正期貨交易法部分條文，建立店頭集中結算機制法源基礎。臺灣期貨交易所（下稱期交所）於主管機關全力支持與指導下，研析國際店頭集中結算法規，多方考察國際店頭集中結算機構實務，自行開發建置店頭結算系統，歷經多年努力，期間亦多次邀集相關專家學者及業者代表徵詢意見，於 2022 年 7 月 25 日開辦店頭衍生性金融商品集中結算業務，提供結算會員新臺幣利率交換契約（IRS）自營交易之集中結算服務，廣續於 2023 年 7 月 31 日提供新臺幣 IRS 客戶交易之集中結算服務及新臺幣無本金交割遠期外匯（NDF）自營與客戶交易之集中結算服務。

貳、我國店頭衍生性金融商品集中結算機制介紹

一、店頭集中結算效益

金融機構參與店頭集中結算機制，可將原有多邊複雜之店頭衍生性商品交易對手風險轉由結算機構承擔，具有下列 5 大優點：

- (一) 簡化複雜雙邊交易程序；
- (二) 降低交易對手違約風險；
- (三) 增進市場交易透明度；
- (四) 降低市場整體曝險金額；
- (五) 減少作業及法遵成本，並享有資本計提優惠。

透過店頭集中結算機制之債務變更程序（Novation）、每日洗價、盤中風險監控及保證金追繳機制，可大幅降低違約機率。即使違約發生時，也具有相關處理機制，包括部位移轉、避險及拍賣等，可保護市場及非違約參與者之權益。此外，透過結算機構賠償準備金及財務健全之結算會員共同擔保之完善財務防衛機制，可協助維護市場穩固與秩序。

二、店頭集中結算參與資格

業者可透過成為期交所店頭結算會員或以結算會員之客戶身分參與集中結算。

店頭結算會員依其業務範圍，分為個別結算會員及一般結算會員 2 類，其中個別結算會員僅辦理自有集中結算業務，一般結算會員可辦理自有及其客戶集中結算業務。申請為期交所店頭結算會員者，須為經主管機關核准從事衍生性金融商品交易或辦理衍生性金融商品業務之金融機構，包含銀行、保險業、證券商、票券金融公司、槓桿交易商等。此外，依結算會員類別，申請者須符

合期交所訂定之個別財務條件、交割結算基金繳存金額、人力、場地設備等資格要件。

以客戶身分參與集中結算之資格則不限於金融機構，一般企業亦可作為客戶參與。業者只需與結算會員簽訂客戶結算交割契約，將其交易契約委託結算會員，即可以客戶身份參與集中結算。

三、店頭交易提交集中結算流程

契約提交至期交所結算後，透過債務變更程序（Novation），可以將買賣違約風險轉移到期交所，原本買賣方間的債權債務關係，將變成期交所與買方及期交所與賣方間的關係，由期交所擔任雙邊交易之共同交易對手，對每筆交易承擔相關之交易對手風險，交易提交結算流程如下：

（一）交易雙方完成交易後，透過期交所核可之交易確認登記平台（Affirmation Platform）進行交易資料確認後，傳送至期交所之結算系統申請提交集中結算。目前期交所核可之交易確認登記平台為櫃買中心 TR 系統、OSTTRA 之 MarkitWire 系統（新臺幣 IRS）及 TradeServ 系統（新臺幣 NDF）。

（二）期交所之結算系統收到交易資料後，會檢核交易契約（含回溯結算）是否符合下列條件：

1. 契約適格性：應符合期交所受理集中結算之契約規格。
2. 保證金適足性：交易雙方所屬結算帳戶之超額保證金不得低於新增結算契約所需應繳保證金。
3. 客戶交易契約應經結算會員同意：結算會員應於期交所向其確認接受客戶交易契約之一小時內回覆。

（三）回覆交易雙方該交易契約提交狀態：

1. 皆符合前項條件者，即完成債務變更程序（Novation），回覆狀態為已結算（Cleared），並提供結算契約之編號、成立日期及時間等相關資訊。
2. 有不符合前項條件之一者，回覆狀態為拒絕（Rejected），並載明拒絕原因。

四、店頭集中結算風控機制

（一）每日商品評價

當店頭衍生性金融商品之交易提交集中結算後，期交所將每日進行商品評價，建構遠期利率曲線（forward curve）、遠期匯率曲線及折現率曲線（discount curve），分別計算 IRS 及 NDF 之淨現值，以反映契約每日市場價值變動，進行每日原始保證金（Initial Margin）、變動保證金（Variation Margin）之計算。

（二）預收保證金制度

期交所之保證金收取方式採行預收保證金制度（Pre-Margin），不僅期貨集中交易市場之買、賣雙方均須提存保證金，始可從事交易，店頭衍生性金融商品市場之交易雙方亦須提存保證金，始可提交集中結算。為控制市場風險，以即時市價或收盤結算價進行洗價作業（Marked-to-Market），計算部位損益及保證金維持率。期交所固定於每日之日內與日終進行 2 次洗價，並得依市場狀況進行機動洗價，如洗價後結算會員保證金權益數不足，則進行保證金追繳，結算會員須在期交所規定時限內補足。

（三）保證金計算

為涵蓋店頭衍生性商品交易之市場風險、流動性風險及信用風險，期交所對於提交集中結算之交易收取原始保證金、變動保證金、流動性風險保證金及額外保證金等，分述如下：

1. 原始保證金

原始保證金係為因應未來結算會員違約時之潛在部位曝險，估算涵蓋結算會員自營及客戶帳戶部位之可能損失金額。期交所參考國際主要結算所之作法，採歷史模擬法，計算最近 5 年結算契約之評價所採利率及匯率變動幅度，按結算會員自有結算帳戶及各客戶結算帳戶之結算契約，分別估算至少可涵蓋 5 日與 7 日淨現值變動幅度 99.5% 信賴區間之預估損失值，作為各結算帳戶之原始保證金。

2. 變動保證金

變動保證金係用以涵蓋結算會員各帳戶每日與前一營業日洗價後，部位淨現值變化所產生之損益。其計算方式如下：

T 日日內變動保證金 = T 日日內淨現值 - $T-1$ 日日終淨現值。

T 日日終變動保證金 = T 日日終淨現值 - $T-1$ 日日終淨現值。

3. 流動性風險保證金

為管理集中結算部位之流動性風險，期交所參考國際作法，收取流動性風險保證金。訂定方式則參考日本 JSCC 之作法，定期採市場調查方式，由結算會員依交易實務經驗提供各 IRS 與 NDF 各天期門檻值及額外價差，做為期交所訂定之參考。按每一帳戶分別估算各期別利率或匯率變動一個基點對淨現值之敏感度（IRS 與 NDF 之敏感度分別為 PV01 與 delta），並就超過各 IRS 各天期之 PV01 與 NDF 各天期之 delta，依加收金額計算流動性風險保證金。

4. 連續假日加收額外保證金

為因應連續假日期間國際金融市場產生之潛在價格波動風險，期交所參考香港場外結算公司及我國期貨市場於春節長假前調高保證金之作法，考量結算契約標的價格之可能波動狀況及長假天數等因素後，於長假前評估採行加收保證金措施，並於長假結束後回復。

（四）部位監視

為管理部位集中於少數結算會員可能衍生之風險，期交所依各結算會員部位所需結算保證金相較全市場結算會員部位所需保證金，訂定結算會員之部位集中度。

期交所每日檢視各結算會員之部位集中度是否達警示與處置標準，並採行相關處置措施。達警示標準者，通知該結算會員注意部位集中度狀況；進一步達處置標準者，並將收取額外保證金，或同時採行其他為維護市場秩序或保障市場安全之必要措施。

五、店頭財務安全防衛資源

期交所建構完善之財務安全防衛系統，由結算會員與期交所共同擔負期貨市場交割履約之責任。資金來源包括各結算會員之結算保證金、期交所提存之賠償準備金、各結算會員繳存之交割結算基金，及結算會員必要之分攤金額，以作為違約發生時維持市場秩序及保證結算、交割順利進行之後盾。期交所於期貨集中交易市場與店頭衍生性金融商品市場分設財務安全防衛資源，遇店頭結算會員不履行結算交割義務時，得依下列順序支應：

- （一）違約結算會員之結算保證金。
- （二）違約結算會員之店頭交割結算基金。
- （三）期交所店頭賠償準備金。
- （四）非違約結算會員之店頭交割結算基金。
- （五）非違約結算會員之額外分擔金額。

六、店頭違約處理程序

由於店頭衍生性金融商品交易無集中交易市場，倘店頭結算會員發生違

約，違約部位無法透過集中交易市場進行反向部位沖銷。因此，結算機構如何處理違約結算會員之部位，降低違約損失，減少財務安全防衛資源之耗用，確保結算機構能持續履行結算交割之責任，實為店頭集中結算機制之重要環節。期交所參酌國際主要結算機構之作法，訂有下列店頭違約處理程序：

（一）違約宣告

當店頭結算會員發生違約情事，期交所將通知其他未違約店頭結算會員及對市場公告，並召集違約處理小組（DMG），協助期交所執行後續違約處理。

（二）非違約客戶移轉（Porting）

儘速採取客戶資產保護措施，將非違約客戶移轉至其他非違約結算會員。

（三）避險（Hedging）

針對前述無法移轉出去之客戶部位及違約結算會員之自營部位，適時採取避險交易，以降低違約店頭結算會員部位之市場曝險，減緩部位損益波動性，有助取得較佳之拍賣價格，並降低拍賣得標店頭結算會員承接部位之風險。

（四）拍賣（Auction）

透過舉行拍賣，決定承接違約結算會員部位之結算會員，其中在違約發生日前 60 個營業日內，持有與該次拍賣組合相同商品別部位之結算會員皆有義務參與拍賣。

（五）復原及處置程序（Recovery & Resolution Plan , RRP）

倘期交所店頭財務防衛資源不足以支應違約損失，則以 RRP 取得額外財務資源，包含：非違約結算會員淨應收結算款項、非違約結算會員自願性資本投入、期交所自有資金及全市場淨額結算（Close-out Netting）所取得之資金支應損失。

參、我國推動店頭衍生性金融商品集中結算成果

期交所自 2022 年 7 月 25 日開辦店頭衍生性金融商品集中結算業務迄今已逾 2 年，從制訂符合我國國情的店頭集中結算法規，到自行開發建置店頭結算系統，廣續取得國內外主管機關認可為 QCCP，且在店頭結算業務量、店頭結算會員與客戶家數、應繳結算保證金與現存有保證金快速成長，各方面皆有顯著成果，分述如下：

一、制訂符合我國國情的店頭集中結算法規

為明定店頭集中結算業務相關規範俾利市場參與者依循，期交所蒐集各主要國家集中結算相關法規資料，協助推動修訂期貨交易法、期貨結算機構管理規則，並制訂期交所店頭集中結算業務相關規章，協助奠定我國店頭集中結算之法規基礎，也因法規接軌國際，為後續取得國外主管機關認可為 QCCP 奠定重要基石。

（一）協助推動修訂期貨交易法、期貨結算機構管理規則

各主要國家集中結算之母法立法方式，主要分為下列 3 種方式：

1. 另立新法（美國 -Dodd-Frank 法案及歐盟 -EMIR 法案）
2. 增修訂原有資本市場法律（日本 - 金融工具與交易法、香港 - 證券及期貨條例、新加坡 - 證券暨期貨法、韓國 - 金融投資服務與資本市場法）
3. 不修法而以行政函令規範（中國大陸）

為協助推動我國集中結算法規之實施，期交所蒐集國際規範並參酌我國法規架構後，於 2017 年提供立法建議供主管機關參酌。主管機關經綜合考量後，以修改既有資本市場法規之方式，提案修改期貨交易法相關條文，修法完成於 2019 年 1 月 16 日經總統令公布施行，明定非在期交所進行之期貨交易（即店頭衍生性金融商品交易）符合主管機關規定強制集中結算之期貨交易範圍者，

應於其指定之集中結算機構依期貨交易法規定進行集中結算，以作為我國店頭集中結算之母法基礎。

期貨交易法修正通過後，主管機關廣續於 2019 年 6 月 24 日公告期貨結算機構管理規則部分條文修正，將店頭集中結算業務納入期貨結算機構之管理範疇，並於同日發布金管證期字第 10803195266 號令，指定期交所為辦理店頭衍生性金融商品強制集中結算之機構，並自該令發布日起生效。

（二）訂定店頭衍生性金融商品集中結算業務規章

期交所為使法規接軌國際，蒐集國際主要結算機構如倫敦結算所（LCH）、日本證券結算公司（JSCC）、韓國交易所（KRX）、香港場外結算所（HK OTC Clear）、歐洲結算所（Eurex Clearing）及澳洲交易所（ASX）相關店頭集中結算業務規則及期交所期貨集中交易市場業務規章構及內容，於 2020 年起擬訂店頭衍生性金融商品集中結算業務規則，2022 年起增訂店頭衍生性金融商品集中結算業務施行辦法、契約及委員會組織細則等規章草案。

在擬定法規期間多次邀請主管機關、周邊單位、相關公會與業者（包含國內外銀行、保險、票券、證券及期貨業）召開座談會，徵詢意見並與業者溝通。期交所亦邀請相關專家學者及業者代表組成店頭結算業務法規審議小組，召開多次會議討論，並於 2021 年 7 月 23 日召開公聽會。經法規預告，亦聽取國際交換交易暨衍生性商品協會（ISDA）及外資之建議，先後完成店頭集中結算業務相關規章如下：

1. 店頭衍生性金融商品集中結算業務規則（共 84 條）
2. 店頭衍生性金融商品集中結算業務施行辦法（共 163 條）
3. 店頭衍生性金融商品結算交割契約
4. 店頭衍生性金融商品集中結算電腦連線契約（適用結算會員與客戶）

5. 店頭衍生性金融商品集中結算業務暨風險管理委員會組織細則與作業要點
6. 店頭衍生性金融商品集中結算業務紀律委員會組織細則與作業要點
7. 店頭衍生性金融商品集中結算違約處理小組設置要點

二、取得國外主管機關認可為 QCCP

為提升外資參與意願，期交所積極申請各國主管機關認可為 QCCP，業取得歐美日本多國認可，並依各國主管機關規定辦理各項結算資訊申報作業，定期完成 PFMI 資訊揭露、CPMI-IOSCO 公開量化資訊揭露等，以完善法令遵循，努力成果深獲外資肯定，有助於提高市場國際能見度、強化我國結算機構之國際競爭力。

三、從無到有自行開發建置店頭結算系統

由於店頭集中結算不同於期貨集中交易市場的結算機制，國際交易所如 Eurex、CME、JSCC 及 ASX 等多為外部購置店頭集中結算系統，期交所為掌握店頭集中結算系統關鍵技術，特別聘請國外顧問，並赴日本及韓國考察其店頭集中結算系統之建置經驗，投入大量人力與資金克服重重困難，從無到有以自主開發方式，經過兩年多的努力，整合 15 個模組建構店頭結算系統，含結算會員管理、交易提交、結算流程、帳戶架構、部位管理、保證金與擔保品管理、風控核心、結算作業、銀行出入金作業、部位監視風控、壓力測試與交割結算基金、違約處理、收費與財會帳務、報表、入口網站與連結等。

期交所並聽取業者意見，持續精進優化結算系統，迄今累計開發約 350 個系統功能，並依市場需求開發 50 個 SFTP 報表，滿足業者自動化帳務處理需求。以集中結算系統之入口網站（Web-Portal）作為期交所與結算會員日常

業務運作、部位與保證金管理、其他相關功能操作及訊息溝通平台，為全球少數掌握關鍵知識、自建店頭結算系統之交易所。

四、開業至今金融機構參與家數與結算量顯著成長

期交所為發展店頭集中結算業務持續投入人力、技術及資源，除積極爭取國際監理機構之認可，並持續推廣、輔導業者參與店頭集中結算服務，2022年7月開業時共計有11家金融機構以結算會員身份參與新臺幣IRS集中結算，2023年7月進一步將服務對象拓展至客戶端，除了金融機構可自行選擇以結算會員或客戶身分參與外，一般企業亦可以客戶身分參與，進一步提高市場參與程度，達到提升監理效率，強化我國金融基礎建設與金融健全之目的。商品面則新增新臺幣NDF集中結算服務，將涵蓋面向由原先利率類，擴及至匯率類，使集中結算業務更臻完善。

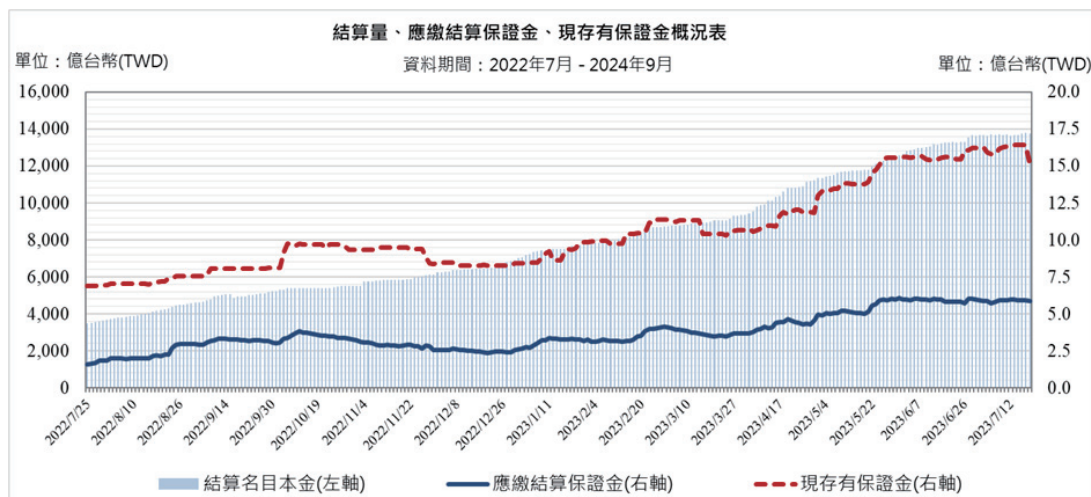
開業至今，參與集中結算的金融機構數量顯著增長，參與金融機構業別包括銀行、證券公司等，除國內金融機構外，亦推廣至外國金融機構在臺分行，依所屬國家分類，已有歐洲、美國、澳洲與日本等國之外商銀行在臺分行陸續開業。截至2024年10月16日，店頭結算會員已開辦30家，包括25家個別結算會員與5家一般結算會員；客戶已開辦10家、7家預計於今年底前開辦。參與結算的會員客戶數量持續增長，參與身份結構亦趨多元，顯示出市場對店頭集中結算服務的需求和信任度持續提升。

表一、店頭集中結算業務開業至今歷程



¹ 開業 11 家業者為：台北富邦商業銀行、中國信託商業銀行、永豐金證券、元大商業銀行、國泰世華商業銀行、彰化商業銀行、永豐商業銀行、臺灣銀行、合作金庫商業銀行、臺灣新光商業銀行、玉山商業銀行。

圖一、期交所開業至今結算量與保證金概況



期交所推出店頭集中結算業務至今，除結算會員與客戶參與家數持續成長，全市場結算業務量與保證金亦顯著增加，截至 2022 年底，第 1 階段 11 家結算會員之結算名目本金為新臺幣 251 億元，全市場應繳結算保證金為新臺幣 9,285 萬餘元，實際存有保證金為新臺幣 3.1 億餘元。

2023 年共新增 7 家結算會員與 3 家客戶，使得截至 2023 年底，結算名目本金達新臺幣 5,402 億元，全市場應繳結算保證金為新臺幣 3.4 億餘元，實際存有保證金亦攀升至新臺幣 9.4 億餘元。

2024 年至 9 月底，結算名目本金已逾新臺幣 1.3 兆元，應繳結算保證金逾新臺幣 5.8 億元，實際存有保證金亦逾新臺幣 15 億元，顯示出店頭集中結算業務在過去兩年多來的蓬勃發展。

肆、我國推動店頭衍生性金融商品集中結算展望

一、持續協助推動店頭強制集中結算規範

由於店頭集中結算可簡化市場參與者間複雜的雙邊關係、減少市場整體的信用曝險、降低銀行風控與資金成本、促進金融市場穩定與降低系統性風險，

2008 年金融風暴後，G20 在 2009 年 9 月匹茲堡高峰會上即決議要求所有標準化店頭衍生性商品需採行集中結算制度。各國為推行強制集中結算制度，均由結算機構先行推出自願性集中結算，再由主管機關公告實施。

目前主要國家均已推行強制集中結算，如日本於 2012 年、美國於 2013 年、澳洲於 2015 年、歐盟於 2016 年起實施，結算商品包含利率交換契約（IRS）與信用違約交換契約（Credit default swap, CDS）。除日本外之亞洲國家，包括韓國、香港與新加坡，亦分別於 2014 年、2016 年與 2018 年起，將 IRS 納入強制集中結算契約。

表二、國際實施店頭強制集中結算時程

地區	自願性集中結算	實施強制集中結算
美國	2010 年 IRS 2009 年 CDS 2012 年 NDF	2013 年 IRS 2013 年 CDS
歐盟 / 英國	1999 年 IRS 2009 年 CDS 2012 年 NDF	2016 年 IRS 2017 年 CDS
澳洲	2013 年 IRS	2015 年 IRS
日本	2012 年 IRS 2011 年 CDS	2012 年 IRS 2012 年 CDS
香港	2013 年 IRS 2013 年 NDF	2016 年 IRS
韓國	2014 年 IRS	2014 年 IRS
新加坡	2010 年 IRS 2011 年 NDF	2018 年 IRS

我國店頭集中結算業務於 2022 年開業至今已逾兩年，考量國內店頭衍生性金融商品集中結算基礎設施已完成建置，且多數市場參與者已自願參加期交所集中結算服務，期交所將持續推廣店頭集中結算業務，協助主管機關推動實施強制集中結算規範，以降低整體市場系統性風險、增加監管效率與維護金融穩定，使國內金融市場更安全、更有效率與國際競爭力。

二、持續優化並擴大店頭集中結算業務

參考國際金融監理趨勢，期交所將持續推動新臺幣 IRS 與新臺幣 NDF 集中結算業務，並優化結算服務，以期建構更加完善之店頭結算機制，擴大店頭集中結算市場規模，2024 年相關推動業務包括：

（一）業務宣導與推廣：

1. 辦理市場宣導說明會，俾利市場參與者瞭解相關制度規範。
2. 協助業者修訂內控制度及遵循國際主管機關法遵要求等相關事項，確保市場參與者順利完成強制集中結算相關準備。
3. 業於 2024 年 7 月推出交易提交與資訊系統補助方案，並持續提供結算費率優惠，減輕業者成本負擔。

（二）優化結算服務：規劃推出開放式網頁保證金模擬試算、網際網路方式連結期交所店頭集中結算系統入口網站 (Web-Portal) 服務，並研議推出公債抵繳保證金孳息一段式匯撥至客戶帳戶、協助業者免向 TR 申報交易對手變更為結算機構等服務，另將視市場需求適時提供部位壓縮服務。

（三）配合店頭衍生性金融商品市場發展，評估擴大店頭衍生性金融商品集中結算適用商品之可行性。

面對金融市場的激烈競爭，期交所持續打造具前瞻性與國際競爭力的店頭衍生性金融商品集中結算服務，提升市場安全與效率，以強化我國金融基礎建設。

伍、結語

因應全球店頭衍生性金融商品集中結算業務發展趨勢，為降低我國金融機構成本，健全整體金融市場發展，期交所依主管機關指示建置我國店頭集中結

算機制，多年來研析國際組織及國外主要店頭結算機構制度，並考量我國店頭衍生性金融商品市場運作實務，以符合國際發展趨勢、監理規範與實務作法，訂定完善之店頭集中結算相關規章，建置便利之店頭集中結算資訊系統，俾利市場參與者依循，使店頭集中結算機制得以穩健且順利推動上線。

期交所亦積極取得國際監理機構之認可，與國際接軌，積極落實法令遵循之要求，提升國內外金融機構參與店頭集中結算意願與信心，並持續推廣、輔導業者參與店頭集中結算服務，開業迄今參與金融機構家數與結算業務量皆大幅成長，成果有目共睹。

展望未來，期交所將持續關注國際主要結算機構之結算制度，積極參與國際結算機構組織如全球集中結算組織協會（CCP Global）等組織活動、與國際結算機構進行經驗交流，即時掌握國際最新發展趨勢，不斷精進以應對複雜多變之市場環境。除了持續檢視風險管理架構，期交所亦積極聽取業者意見，進一步精進優化結算服務，營造有利於國內外各方機構參與之環境，擴展我國店頭集中結算業務發展，並致力協助主管機關推動新臺幣 IRS 強制集中結算，維持市場之健全性與安全性，以達到市場永續經營與發展之目標。

~ 投資 ETF 小提醒 ~

投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數 (當日) 正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。