

# 平論央行規範 NDF 交易的措施



侯金英 \*

最近央行暫停 NDF 交易，引起各界廣泛的議論。然而，任何一個政策的提出，必定有其特殊的時空環境。在論斷是非前，我們必須對提出政策的特殊考量因素有所體認。本文的主要目的即在試圖闡釋央行措施的背景，並以較淺顯的實例介紹這次引起爭論之金融商品的操作原理，進而檢討外資避險的管道是否因而受到阻絕。

從 1973 年 3 月起，採用浮動匯率制度的國家逐漸增加，進出口廠商及跨國境的投資者乃藉由遠期外匯（Forward Exchange）之買賣規避匯率風險。所謂遠期外匯，就是根據今天約定的匯率，在二個營業日以後的任一天，按今天所約定的匯率買賣外匯。進出口廠商以本國貨幣計價的支出或收入金額確定，從而規避了匯率變動所產生的風險。因為多數的遠期外匯，屆期都以新台幣與外幣交割本金，因此又稱為 Delivery Forward，簡稱 DF。

至於近日媒體經常報導的 NDF，其全文為 Non - Delivery Forward，中文稱為無本金交割遠期外匯。因為買賣雙方在合約到期

時，僅須支付因匯率變動而產生的差價，並不交割任何本金，故稱為無本金交割遠期外匯。

外匯銀行從事外匯交易以仲介為主，為規避匯率的風險，當買賣遠匯（DF 或 NDF）時，會在即期外匯市場出售或購入外匯。理論上，即期匯率與遠期匯率是同時決定的，因而遠匯需求若有增加時，其壓力會即時傳遞到即期外匯市場，使美金的價格上漲，進而造成新台幣對美元匯率貶值的壓力。

投機客在即期外匯市場投機時會受到流動性的限制，換言之，當投機客購入美元時必須有新台幣，拋售美元時則必須手中握有美元。但是在遠匯市場則能以小搏大，匯銀的殷實客戶甚至可作無本金交易，搖身一變而成為投機客，因此遠匯市場較容易受到投機客的操作。於是在民國 80 年，當央行重新開放遠期市場時，規定每承作 US\$100.00 遠匯，需先繳納 7% 的保證金，即 US\$7.00 等值的新台幣，收取保證金的目的即在預防屆期客戶不履行交割。往後央行逐漸放寬規

\* 金融人員研究訓練中心董事長。

定，目前遠匯保證金的成數已由匯銀自行決定，各匯銀基於業務的競爭，目前對良好客戶都未收取保證金。因此某些客戶只要一通電話就可買賣遠匯，無需新台幣資金，遠匯市場買賣超的壓力，立即傳遞到即期外匯市場。資料顯示，我國遠匯市場開放之後，即期匯率就呈現較大幅度的波動。

由於遠匯買賣可以小搏大，因而對匯率的影響，遠大於即期外匯交易。央行目前規定遠匯的交易必須有實際交易（Underlying Transactions），並備妥相關文件。進出口廠商可以根據實際需要而買賣遠匯，而外國專業投資機構來台投資亦可購買遠匯。

另一方面，政府自民國 79 年 12 月開放外國專業投資機構（簡稱 QFII）來台投資。當 QFII 於國外募妥資金，但在尚未匯入台灣之前，QFII 必須承擔匯率風險，因此央行為提供投資避險的管道，乃於民國 84 年 7 月開放外國法人來台承作 NDF，並為公平起見也同時允許國內法人承作。當時，央行認為各外匯銀行外匯部位甚少，縱使將外匯部位全部承作 NDF，為數亦甚有限，央行可以承擔這部分的風險。惟自 85 年 7 月起，各匯銀的外匯部位大幅成長，其總數為原先的數倍，央行為避免國外法人大量買賣 NDF，而造成新台幣匯率的過度波動，乃設立防火牆，規定各匯銀只能以其外匯部位的三分之一承作 NDF。開放 NDF 之初相安無事，根據外資保管銀行從業人員在

媒體的投書：「外資很少以 NDF 避險，以 DF 避險的亦為數甚少，許多國外基金管理公司於公開說明書載明不從事外匯避險，主要原因是怕基金經理人濫用避險工具，徒增基金本身之風險，另外也因大部分基金追求長期資本成長，不在乎短期匯率的變動」。

另據報載資料，自從亞洲金融風暴發生後，以套利基金（hedge fund）為主的國外投機客，在亞洲市場炒作 NDF 時，也曾經由我國原先開放的管道來台炒作新台幣 NDF，日交易量曾達數億美元之多，導致新台幣匯率大幅度的波動。根據央行所掌握的資料，某些匯銀當承作 NDF 已達其外匯部位三分之一時，乃尋找國內特定的法人與其對作，以規避所受外匯部位的限制。現舉例說明類似此種投機行為如後：假定匯銀 A 的外匯部位為 US\$150 million，其能出售 NDF 最大的限額為 US\$50 million，當其出售 NDF 金額達 US\$50 million 時，若為滿足投機客的需求，繼續出售 NDF，匯銀 A 則可向特定的國內法人賣出 DF US\$50 million，並向該特定國內法人買入 US\$50 million，一轉手間，匯銀 A 本身 NDF 部位歸零又可再出售 NDF。

據央行表示，國內法人承作 NDF 及 DF 甚多未依規定辦理。由於外匯銀行作 DF 無額度的限制，國內特定的法人乃成為某些匯銀的工具，以規避匯銀承作 NDF 須受外匯部位三分之一的限制。因為這些匯銀一手賣

出 NDF，一手再買入 NDF，其 NDF 的部位永遠是零，經由此種設計，外國投機客可無限制的經由 NDF 管道來台炒作新台幣匯率。如以每美元 NDF 以 NT\$33.00 的價格向國內某匯銀購入 US\$50 million，國內匯銀必須立即在即期外匯市場補進等額的即期外匯，美元對新台幣的即期匯率勢必上漲，如漲到每美元 NT\$34.00，外國投機客就賺到了 NT\$50 million。

央行此次斷然宣佈暫停國內法人承作 NDF 交易，如此匯銀承作 NDF 總額會回歸受到匯銀外匯部份三分之一的限制，央行即可知道將會承擔多少風險。否則，外國投機客即可恣意來台炒作新台幣匯率，屆時我國將承擔未可限量的風險。

根據以上的瞭解，央行限制國內法人承作 NDF 的禁令對 QFII 的避險管道應亦無影響。因為 QFII 來台之前可承作 NDF、DF、換匯（Swaps）及選擇權（Option），來台之後亦可承做上述各種避險工作，外資避險的管道依舊暢通。

另外，值得在此一提的是國際貨幣基金會（IMF）在今年五月的數份報導中，均曾指出套利基金大都是私人募集的基金，其操作管理可不必遵守各國金融監理機關要求公開揭露的規定，因此有關套利基金營運的詳細資訊付之闕如。在此次亞洲金融風暴中，套利基金所扮演的角色看似有限，卻是難以遽下斷論，謂其完全没有影響。而且根據

IMF 的研究報告，我們可以瞭解到類似套利基金的短期性國際資金具有以下幾個特色值得我們加以注意：

1. 據 IMF 估計，國際性套利基金在 1997 年底所管理的總金額約達 US\$30 billion。這些基金對於紐約或東京等大規模的國際金融中心之交易營運自不足以產生任何鉅大而顯著的影響。但是，對於某些新興市場（emerging markets），尤其是小而開放的經濟體中的淺碟型資本（或外匯）市場而言，套利基金在關鍵時刻應該還是具有「摧枯拉朽」的力量。
2. 國際性資金例如套利基金的另一大特色，即是這些資金經常在某一市場中同進同出，尤其是在一個重視消息面的市場，對於其他投資者或投機客而言，這些基金型國際資金的動向往往就會產生一種帶頭的示範作用（lead steer）。任何風吹草動的消息都可能造成市場的恐慌與蠢動，倘若不能防患於未然，一旦市場崩盤發生，任何補救的措施都將為時已晚。
3. 套利基金的投資策略在理論上當然也是著重經濟基本面。但是，當經濟的體質不健全或是受到外來衝擊的時刻，一旦市場產生套利的機會（arbitrage window），在有利可圖的誘因之下，基金的管理者很少會睜眼錯失良機的。同時，IMF 的報告中也指出，除了套利基金之外，另有更多的法人機構，如商業銀行、投資銀行、保險公

司、退休基金等，透過衍生性金融商品的操作，從事套利的行爲。雖然，目前的統計資料尚無法顯示其間的因果關係，但是在心理上，當這些國際著名的套利基金有任何進出市場的大動作時，其他法人機構，由於盲從的「獸群本性」(herd instinct)聞風而動，對市場造成不堪的後果。

近年來，世界金融市場快速成長，新的金融工具不斷的推陳出新，跨國境的資本移動爲數驚人，雖然這些發展使金融市場更爲有效率，但是亦有不少學者對此持懷疑的態度。對於小型而高度開放的經濟體而言，鉅額而快速的短期外資進出必定會干擾國內經

濟的穩定，同時承受過高的風險。因此，在自由化及國際化的過程中，市場資訊的透明化、遊戲規則的建立、有效的監理及紀律化至爲重要。

平心而論，央行此次暫停國內法人承作 NDF 有其特殊的時空背景，應有助於新台幣匯率的穩定，並無妨礙外資避險的管道，而適當的時候，自亦當再度開放 NDF 的承作。我們相信央行正是因爲尊重市場的機能，希望藉由關閉某些投機客可能作爲炒作工具的商品，以減少匯市因爲投機而產生的波動，進而營造一個穩定的環境，讓市場的正常供需決定合理的匯率。深盼央行同仁將外界的批評視爲求全之責，日益精進。