

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：考察)

外匯資產管理所涉風險管理及相關契約問題

服務機關：中央銀行

出國人職稱：科長

出國人姓名：謝佳雯

出國地點：香港

出國期間：99.11.20 99.11.25

報告日期：100年2月18日

目 錄

	頁次
壹、前言	1
一、考察及研討目的	1
二、考察及研討過程	2
貳、契約之擬訂及重要條款說明	4
一、法律文件之擬訂	4
二、擬訂預約之方式	5
三、契約常見條款之研擬及法律效果	6
參、香港外匯資產管理機制及風險控管措施	10
一、概述	10
二、外匯資產管理機關	11
三、外匯資產之投資與組成	17
四、風險控管機制	21
肆、心得與建議	29

附錄 1：“Legal English: Contract Drafting and Negotiating Masterclass” 研討會相關資料

附錄 2：香港「外匯基金條例」

壹、前言

一、考察及研討目的

臺灣為一個貿易依存度頗高之小型開放經濟體，對外貿易占整體經濟活動相當重要之地位。因此，外匯交易與匯率之變動，對國際貿易有深遠之影響。近年來隨著我國金融自由化與國際化之快速發展，對資本帳管制亦大幅放寬，使得資金在國境間之流進、流出益形頻繁，更突顯外匯管理與交易之重要性。

因經貿往來與金融交易所產生之外匯資產，實為國家重要資產之一，亦為各國中央銀行執行貨幣、信用及外匯政策不可缺乏之重要工具。外匯資產管理必須兼顧安全性、流動性及獲利性；審慎之管理機制可促進經濟發展，穩定金融體系並改善政府財政收支。各國對外匯資產管理之機制，其管理主體、管理內容及管理方式各有不同。我國因目前並非國際貨幣基金或世界銀行之會員國，故中央銀行對於外匯資產之管理，即有參考其他國家之管理法則外，並配合我國國情之特別考量之必要，以期更加審慎穩健；其中，除需運用各種投資策略及風險控管措施之外，如何於相關保管、投資或交易之往來契約中，就各該重要約款審慎研擬及審閱，以避免發生法律風險而損及權益，尤有制度及功能之重要性與必要性。

目前央行對外匯資產之實際管理行為，除於外匯市場進行相關交易之外，亦針對管理之需要，分別與國外大型金融機構訂有委託保管或投資契約。為降低外匯資產管理之風險，保障我國外匯資產之權益，央行對受託投資或管理金融機構之選擇，就整體風險分配及個別金融機構之信用評等考量，即須十分審慎；而就相關交易契約之訂定，就有關投資或管理外匯資產之標的、策

略、損益範圍、擔保品、賠償責任、報告義務、保證責任、不可抗力事由、準據法及其他相關事項，亦須妥為規範，俾使此類外匯資產投資或管理行為之法律效力，更臻明確，以保障我國外匯資產之權益。

有鑑於此，為加強本行同仁對外匯資產管理及交易所涉合約之審約能力，以避免發生法律風險，本次爰奉派參加 Euromoney Legal Training 於香港舉辦之” Legal English: Contract Drafting and Negotiating Masterclass”研討會，並順道赴香港金管局就外匯資產管理所涉之法律風險及合約問題進行考察。

二、考察及研討過程

本次原訂出國計畫為考察「英國對外匯資產運用之法律風險管理」，惟鑒於本行辦理外匯資產管理及交易所涉合約頻仍，亟待加強同仁審約能力，以避免發生此項法律風險，爰有先執行本項訓練之必要。同時，亦於研討會後順道參訪香港金融管理局，就外匯資產管理可能涉及之法律風險及合約問題進行瞭解及訪談，俾供本行參考。

本次考察及研討過程如下：

(一)參加訓練課程：於 99 年 11 月 22 日至 23 日參加 Euromoney Legal Training 於香港舉辦之” Legal English: Contract Drafting and Negotiating Masterclass”研討會。其研討內容包括契約之研擬、格式、協商程序，及常用語之定義與運用等。

(二)考察香港金融管理局：於 99 年 11 月 24 日參訪香港金

管局，就其對外匯資產管理所涉法律風險之管理現況，與該局儲備管理部門執行人員直接進行訪談，並蒐集相關資料。

貳、契約之擬訂及重要條款說明

本次於香港舉辦之”Legal English: Contract Drafting and Negotiating Masterclass”研討會，其目的係針對一般法律文件之擬訂、文件效力、格式、重要條款及訂約應注意之處，分別臚列加以說明，並釐清若干國外契約常見用語之定義及法律效果，對於簽訂及審閱外匯資產管理所涉合約，應有相當助益。茲就其主要內容簡述如次。

一、法律文件之擬訂

任何法律文件之研擬，其主要內容必須包括四個要素：

（一）確認身分

以契約為例，當事人雙方之姓名或名稱，必須達到可資辨識並確認之程度。如委託他人代理，則委託人、受託人及委託事項之授權內容均須加以明訂。

（二）約定履行之內容

例如於買賣契約中訂明價金、交易標之物、交易時間地點等；於損害賠償和解書中載明賠償金額、和解條件等是謂。

（三）法律行為之原因

就法律行為發生之原因予以載明，以作為將來請求對方履行義務之依據。例如基於買賣之交易行為而請求交付貨物、基於租賃關係而請求交付出租房屋，或基於某交通意外事故請求給付賠償金等。

（四）法律行為之效果

為使雙方當事人均對不依法律文件履行其義務之後果有所意識，並提高履約意願，有必要將雙方對違約行為所得採取之法律手段及其效果記入法律文件中，較為明確。例如：若賣方不於期限交付貨物，則買方得請求數倍之賠償金；或貸方若未依約按期攤還借貸金額，則借方得於何時申請拍賣貸方之抵押房屋等條款。

二、擬訂預約之方式

雙方當事人，於正式訂約前，往往需要長時間之溝通、磋商或談判；為保留雙方協議之初步結論，經常會簽訂一些非正式之約定文書，將業經當事人同意、涉及上述請求或約定之重要事項予以載入。常見之文書型態主要包括：

(一) 合作備忘錄(MOU)

法律文件以「備忘錄」(Memorandum of Understanding，簡稱 MOU) 型態簽訂者，通常係用於記載非正式之各類協議。例如兩國或兩家公司於磋商合作或投資事宜，在初期階段所簽訂之合作文書，簽訂內容則包括「願意共同監理、資訊交換、資訊保密與持續合作」等。此類「備忘錄」除非在內容特別訂有約束當事人之規範條款，否則在法律上並不具效力，尚不得據以作為直接之請求權依據。

(二) 意向書(LOI)

意向書(Letter of Intent，簡稱 LOI)亦屬合作或是投資關係之早期文件，即就雙方協調獲致之結論加以記載，並多以信函之型態簽訂。惟需注意「備忘錄」及「意向書」基本上均不是正式合約，若未於該等文書之內容中，就其法律效力特別加以聲明同

意者，則通常該等文書即不具法律上之拘束效力（但一般性之保密義務約定除外）。故此，為避免爭議，此類文書對雙方之拘束力如何，仍以直接明訂於文書內容中為宜。

附帶說明與上述二種文書密切相關之「守密協定」（Non-disclosure Agreement，簡稱 NDA）。為避免簽約於協商階段即因其內容提前曝光而無法達成，相關當事人之保密義務甚為重要，故此類協定通常具有較強之拘束力，違反之法律效果亦較明確。此類協定可單獨簽署，或於 MOU 或 LOI 之內容中併予納入。

（三）條件書

「條件書」（Term Sheet）與「意向書」之型態相似，均屬當事人於磋商初期所簽訂之法律文書，亦通常不具法律上之拘束力。不同之處在於「意向書」之記載重點在於當事人對簽約之意願，而「條件書」所記載之事項更為簡略，甚至只將雙方合意之交易內容簡單條列要旨，或僅依己方之給付條件，向對方提出交易之請求。

三、契約常見條款之研擬及法律效果

（一）時間條款

所謂「時間條款」（Time is of the essence）係指當事人約定交易必須於特定時間完成，或履行特定之給付義務，否則即無法達成該交易之目的。通常契約訂有時間條款者，亦會同時約定如一方當事人未能完成此時間條件，無論此一給付遲延是否有合理原因，或並未造成對方損失，他方當事人即可取得一直接解約權或賠償請求權，且不需另外證明其損害與時間條件之因果關

係。例如約定賣方如未能於一個月內將標的房屋清空交付者，則買方可逕行解約之條款是謂。

此類時間條款於實務交易上甚為常見，惟研擬時需注意該特定之時間條件應具合理性，以免被認定有權利濫用之情形。如時間條款係由對方所提出者，鑒於違反此條款約定之法律效果，無論是否具有正當事由均需負違約責任，則必須審慎考量我方於特定時間內完成交易或給付之可行性及違約風險，再決定是否接受。

（二）保證條款

所謂「保證條款」(Representations and Warranties)係指當事人一方或雙方針對過去曾經發生或現在仍持續存在、可能對契約效力有影響之事實狀態加以陳述，並保證所陳述之事實為真正之條款。例如當事人於併購契約中，就併購標的之合法性、財務之健全性及併購行為業經各該股東會決議等事項予以確認，以保障當事人之權益。

此類保證條款之效力，在於當事人通常會約定，保證條款內所記載之事實狀態如有隱匿或不實者，對方即無條件取得解除或終止契約之權利。

惟研擬此類條款時，需注意不得附加或接受「於保證人所理解或認知之範圍內，負保證責任」(“*to the warrantor’s knowledge or belief*”)或類似用語之條件限制，以避免因其涵義過於不確定或隱晦，而影響保證條款之效力。

（三）擔保條款

所謂「擔保條款」(Indemnification)係就特定之違約情形，

例如當事人以外之第三人對某一方提起關於本合約之訴訟或損害賠償等事由，所引發之責任及相關損失，約定由另一方當事人負最終賠償責任，且不適用免責或減責條款。此類條款得單獨議訂，亦得納入交易合約之一部分。

研擬此類條款時，需先釐清可能發生之違約情形為何，及發生違約時應由當事人何方負責為當，以訂明擔保條款之內容。此外，亦需研判若發生違約情事時，我方所可能遭受之損失情形，是否足夠為他方當事人提供之賠償所彌補；是否尚有其他應負責之人及其責任內容；於具繼續性質之合約（例如委託、僱傭等）終止後，此類擔保之效力是否仍應持續相當期間，以賠償將來可能發生之損害等。

（四）責任限制條款

所謂「責任限制條款」(Limitation of Liability Clauses)係指於一定條件下，將違約或過失行為所可能產生之損害賠償責任，予以免除或限制於一定金額範圍之內。如雙方契約中未訂明此類約款，則於司法訴訟中法官僅得依通常交易習慣或法律原則，判定應賠償之數額。

於研擬此類條款時，雙方需就「損失」(loss)、「損害」(damage)或「財產」(property)之定義及範圍予以釐清，獲致共識，再決定是否或應如何納入契約中，以避免不公平之情形。如免責條款係由對方所提出，則需評估發生違約或其他損害情事之風險如何，及對方就此類風險或損害主張免責時，可否以保險等其他方式予以彌補等實質問題後，再決定是否同意接受。

（五）保密條款

所謂「保密條款」(Confidentiality)，廣義而言可包括「不揭露」(to keep the disclosed information confidential)及「不濫用」(not to use the disclosed information other than in connection with the agreement)兩大原則。前者係指禁止將與契約有關之資料洩漏予當事人以外之第三人；後者則係將當事人所能使用上開資料之範圍予以明訂，僅以與履約相關者為限。

保密條款之訂定目的，係用以保障訂約之當事人身分、交易型態、交易標的、交易條件等履行合約之重要事項。惟與其他條款相較，當事人因他方違反保密義務所受之實際損害，往往難以估算或證明；為避免因不易舉證或計算而影響當事人權益，當事人通常會直接約定損害賠償之總額，只要一方能證明對方違反保密義務者，即得請求全部賠償金額，此類保密條款始不致成為具文。

參、香港外匯資產管理機制及風險控管措施

本次經訪談香港金融管理局，與該局儲備管理部門人員就香港外匯資產管理之機制，及所涉之風險控管措施，進行瞭解及訪談；並針對下列有關管理現況之議題與對方交換意見，可作為本行研擬相關風險管理措施之參考。

一、概述

所謂「外匯資產」(foreign exchange asset)，依國際貨幣基金(IMF)所訂「國際收支手冊」第 424 款之定義，係指由貨幣主管機關所控管，並隨時可動用之外部資產，以直接支應國際收支之需要，或用以調節外匯市場；其具體類型包括貨幣性黃金、特別提款權、於國際貨幣基金之準備部位、狹義外匯資產（包括貨幣、存款或有價證券）及其他債權。

香港之外匯資產稱為「外匯基金」(Exchange Fund)，由香港財政司擁有操作及運用之控制權，並由「外匯基金諮詢委員會」(Exchange Fund Advisory Committee)向財政司長提供外匯基金運用及投資策略有關意見，而外匯基金之日常管理工作則由香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)（以下簡稱金管局）負責。金管局乃香港特別行政區政府之一部分，為香港負責維持貨幣及銀行體系穩定之政府機構。該局係採高度自主之方式運作，並輔以相當之透明度，其法定職責係透過由財政司長及立法會通過，列明金融管理專員之權力及責任之法律規定，予以明定落實。

故金管局為香港外匯基金實質上之主管機關，其職責除確保基金履行其法定功能之外，另一主要業務為積極管理該基金之資產。目前外匯基金資產中約百分之八十由金融管理局內部之投

資經理負責操作，其餘則由分布於全球十三個金融中心之外聘投資經理負責¹。

二、外匯資產管理機關

(一) 財政司

香港財政司為香港貨幣政策目標及貨幣體制之主管機關。財政司長於 2003 年 6 月 25 日致金融管理專員（即金管局總裁）之函件明訂，應透過貨幣發行局制度維持貨幣穩定，即將港元匯率保持在約 7.80 港元兌 1 美元之水平。因此，金融管理專員須自行負責達成貨幣政策目標，包括決定有關之策略、工具及執行方式，以及確保香港貨幣制度之穩定與健全。

財政司長在財經事務及庫務局局長之協助下，負責維持香港金融體系穩定與健全，以及保持香港作為國際金融中心地位之政策。外匯基金由財政司長掌有控制權；金融管理專員則須根據財政司長所授與之權力，就外匯基金之運用及投資管理對財政司長負責。

(二) 外匯基金諮詢委員會

1. 職掌與功能

財政司長行使其對外匯基金之控制權時，尚須聽取「外匯基金諮詢委員會」所提供之意見。該委員會係根據「外匯基金條例」(Exchange Fund Ordinance)第 3(1) 條所成立。該項條文明定財政司長行使對外匯基金之控制權時，須諮詢外匯基金諮詢委員會之意見。

¹ 呂桂玲，「香港外匯基金之管理—兼論港府當前面臨之財政難題」，國際金融參考資料，第四十九輯，2004.8.，頁 130。

財政司長為外匯基金諮詢委員會之當然主席，其他委員（包括金融管理專員）則以個人身分加入，由財政司長根據香港特別行政區行政長官之授權加以委任。委員各以其本身之專業知識及經驗獲得委任，使該委員會得以廣徵博議；其具備之專業能力涉及貨幣、金融、經濟、投資、會計、管理、商業及法律等範疇²。

外匯基金諮詢委員會就外匯基金之投資政策與策略，以及發展金融基建等以外匯基金撥款進行之項目，向財政司長提供意見。由於金管局之運作成本及員工支出亦由外匯基金撥款支付，因此該委員會亦就金管局之年度行政預算及金管局員工之服務條款與條件等事項，對財政司長提供意見。

外匯基金諮詢委員會係採定期開會，惟如有需要時亦會召開特別會議³，徵詢委員意見。

2. 組織架構

外匯基金諮詢委員會下設 5 個專責委員會，負責督導金管局特定部門之工作，並透過外匯基金諮詢委員會，對財政司長進行報告及提出建議。其中投資委員會負責督導金管局之對外投資管理事項，並就外匯基金之投資政策及策略、風險管理及其他有關事項提出建議。金管局內部之儲備管理部則依據該委員會之督導，及經外匯基金諮詢委員會同意之政策及指導運作，負責外匯基金之日常投資及風險管理工作。茲分述如下：

(1) 管治委員會(Governance Sub-Committee)：督導金管局

² 外匯基金諮詢委員會委員之簡歷及操守指引，可於金管局網站查閱。至於委員之個人利益登記冊，亦可於金管局辦事處查閱。

³ 外匯基金諮詢委員會在 2009 年共舉行 6 次會議，討論各項與金管局工作有關之事宜，其中大部分事項均由有關之專責委員會事先進行討論。

之績效，及就薪酬與服務條件、人力資源政策及財政預算、行政及治理事務，向外匯基金諮詢委員會提出建議。該委員會在 2009 年共召開 7 次會議，內容涵蓋金管局之開支預算、表現評估、年度薪酬檢討、金管局年報及策略性規劃事宜。金管局亦定期向該委員會提交工作報告。

(2) 審核委員會(Audit Sub-Committee)：審查金管局之財政匯報程序及內部控管機制是否足夠與具有成效，並提交報告。審核委員會負責審核金管局之財務報表及編製該等報表所用之組成項目與會計原則，並會同外部及內部審計部門，查核其所進行之審計範疇與結果。審核委員會之各委員在金管局並沒有任何行政職務。該委員會在 2009 年共召開 2 次會議，並審議內部審核處所提出之工作報告。

(3) 貨幣發行委員會(Currency Board Sub-Committee)：督導及匯報貨幣發行局之運作情況。鑒於該局係香港採行聯繫匯率制度之重要部門，該委員會之工作包括確保貨幣發行局制度按照既定政策運作、提出改進該制度之建議，以及確保該制度之運作維持高度透明化。金管局定期公布貨幣發行委員會之會議紀錄，及貨幣發行局每月提交該委員會之運作報告。該委員會在 2009 年共召開 3 次會議。

(4) 投資委員會(Investment Sub-Committee)：督導金管局之投資管理，並就外匯基金之投資政策及策略，及風險管理與其他有關事項提出建議。該委員會於 2009 年共

召開 6 次會議。

- (5) 金融基建委員會 (Financial Infrastructure Sub-Committee)：督導金管局在發展及操作香港金融基建方面之工作，以及就金管局履行促進香港金融基建之安全、效率及發展等職責所採用之方法與措施提出建議。該委員會於 2009 年共舉行 2 次會議，並聽取有關金融基建發展計畫之定期報告。

(三) 香港金融管理局

1. 政策目標及職掌

依據香港立法會（前稱立法局）於 1992 年通過「外匯基金條例」修訂條文，明定財政司長有權委任金融管理專員後，金管局即於 1993 年 4 月 1 日成立，而金融管理專員即為金管局之總裁⁴。依據相關法律規定，該局為香港政府組織中實際負責維持貨幣及銀行體系穩定之機關，其政策目標為：

- (1) 在聯繫匯率制度之架構內維持貨幣穩定；
- (2) 促進金融體系，包括銀行體系之穩定與健全；
- (3) 協助鞏固香港之國際金融中心地位，包括維持與發展香港之金融基建；
- (4) 管理外匯基金。

金融管理專員（即總裁）之權力、職能及責任，係由「外匯基金條例」、「銀行業條例」(Banking Ordinance)、「存款保障

⁴ 現任金管會總裁為陳德霖先生（2009.10.1~）。

計劃條例」(Deposit Protection Scheme Ordinance)、「結算及交收系統條例」(the Clearing and Settlement Systems Ordinance)及其他有關法律予以明文規定。財政司長與金融管理專員於2003年6月25日之互換函件中，亦列載雙方職能與責任之分配；互換函件亦揭示財政司長依據上述法律而授權金融管理專員執行之範圍⁵。相關法律之重要規定，茲分述如下：

(1)外匯基金係根據「外匯基金條例」之規定所設立。該條例規定外匯基金須主要運用於影響港元匯價之目的，並由財政司長掌有控制權。財政司長亦可運用外匯基金以保持香港作為貨幣金融體系之穩定與健全，並藉此維持香港之國際金融中心地位。

財政司長亦得依據「外匯基金條例」相關規定委任金融管理專員，以協助其執行根據該條例所賦予之職掌事項，及執行其他法令及財政司長所指定之職務。金融管理專員即為金管局之總裁。

(2)依據「銀行業條例」相關規定，賦予金融管理專員管理及監督銀行業務與接受存款業務之職責及權力。此外，金融管理專員亦根據本條例有關規定，負責處理香港有營業執照之銀行、僅有部分營業執照銀行及接受存款公司認可資格之事宜。

(3)依據「結算及交收系統條例」相關規定，規範金融管理專員有權指定及監管結算、清算及支付系統，以維持香港貨幣或金融穩定，或作為國際金融中心之功能。

(4)根據「存款保障計劃條例」相關規定，金融管理專員負

⁵ 有關函件為公開文件，可於金管局網站查閱：
http://www.info.gov.hk/hkma/chi/press/2003/20030627c4_index.htm。

責執行香港存款保障委員會之決定，例如決定應否根據該條例向倒閉之成員銀行之存款人發放補償。

鑒於金融管理專員須根據財政司長所授與之權力，就外匯基金之運用及投資管理對其負責；為推行相關政策，金融管理專員之職責包括：

- (1) 促進銀行體系之整體穩定與有效運作；
- (2) 與其他有關機構與組織合作，發展貨幣市場；
- (3) 處理與法定紙幣及硬幣之發行及流通有關事宜；
- (4) 透過發展結算、清算及支付系統，及在適當情況下負責操作有關系統，促進金融基建之安全與效率；
- (5) 與其他有關機構與組織合作，促進對香港貨幣及金融體系之信心，並推行適當之發展市場措施，以協助強化香港於金融服務之國際競爭力。

惟香港之貨幣及匯率制度，係採「聯繫匯率制度」(linked exchange rate system)，亦即港幣鈔券之發行並非由政府指派之貨幣委員會負責，而係由匯豐及渣打兩家私人商業銀行，自 1994 年後加入中國銀行共同發行之。發券銀行需繳交美元至外匯基金以換取無利息之「債務憑證」(Certificates of indebtedness)，作為發行紙幣之合法證明。準此，金管局並不直接操作支付系統，而係委由民間處理之⁶；金管局則定期檢討其投資策略與運作，而其外匯基金之投資形式和策略亦與同類中央銀行和金融管理機構十分接近，符合有關設立及管理外匯基金之法定目的。

金管局雖屬香港政府機關之一部分，但可以按與公務員不

⁶ 目前香港外匯基金大部分已由金管局自行管理，但仍有約 25% 交由專業基金經理人負責管理。李榮謙，國際貨幣與金融，三版，2004.9，頁 185、264。

同之任用條件聘請員工，以吸引具備適當經驗與專門知識之人才。金管局總裁及其員工均為公職人員，惟在金融管理專員所獲授權或賦予之法定權力下，金管局之日常運作仍具高度之自主性。

三、 外匯資產之投資與組成

1935年香港根據「貨幣條例」(後改名為「外匯基金條例」)而成立外匯基金，作為支持當時香港發行港幣紙鈔之準備，故香港外匯基金之法定用途，係由其「外匯基金條例」予以規範。1983年香港開始採行聯繫匯率制度後，外匯基金之法定首要目的則明定為用以直接或間接影響港幣匯價；至1992年再明定外匯基金之次要目的為維繫香港貨幣與金融體系之穩定和健全發展，以保持香港之國際金融中心之地位⁷。

(一) 投資目標

外匯基金諮詢委員會為外匯基金訂定下述投資目標：

1. 保障資本；
2. 確保整體貨幣基礎在任何時候都由流通性極高之美元證券提供十足支持；
3. 確保資金之流動性，以維持貨幣及金融穩定；以及
4. 於符合上述各項情況下，盡量爭取投資回報，以保障資產之長期購買力。

⁷ Yu Syue-Ming, "The Role of the Central Bank in a Crisis Environment: The Experience of Hong Kong and Taiwan, 1997-9", *International Monetary Law—Issues for the New Millenium*, Oxford University Press, 2000, p. 280-283.

上述目標即為外匯基金之法定目的，並已反映於外匯基金之投資基準，作為基金之長期資產分配之投資方向。亦即外匯基金之投資活動是根據上述投資目標而設定之「投資基準」來進行；投資基準為基金之長期資產分配策略提供方向，並會定期檢討以確保符合投資目標之要求。投資基準如需作出修訂，必須經外匯基金諮詢委員會之同意。

依目前遵循之投資基準規定，債券與股票分配比率是 75 比 25。以貨幣類別計，投資基準 86% 之資產分配於美元及其他貨幣（包括港元），其餘 14% 分配於其他貨幣（主要包括歐元、日圓及英鎊）⁸。

（二） 投資基準

外匯基金之投資以兩類資產之不同性質，分別為策略性資產組合(Strategic Portfolio)及戰略性資產(Technical Portfolio)組合。策略性資產組合即投資基準反映之分布情況，代表外匯基金為達到投資目標而可作出之最佳長期資產分布。外匯基金根據策略性資產組合作為指標，另對資產設定戰略性資產組合，以爭取獲利。

外匯基金自 2007 年設定策略性資產組合以來，即持有若干政府基於策略性目的而為外匯基金帳目購入之香港交易及結算所有限公司股份。且由於策略性資產之性質獨特，因此在評估外匯基金之投資表現時並未包括該項有關資產。

惟於實際操作外匯資產管理時，其分布往往會偏離投資基準或策略性資產組合，故除投資基準之外，外匯基金諮詢委員會

⁸ 截至 2009 年底，外匯基金共計有 1,069 億元投資收入，投資回報率 5.9%；基金總資產為 21,494 億元。

亦設定外匯基金可偏離投資基準之合理範圍，包括根據投資基礎 (allocation) 所設定之長期投資「策略性(strategic)偏離」基準限度，以限制基金之資產及貨幣分布可偏離投資基準之幅度；及適用於中短期投資之「戰略性(technical)偏離」基準限度，為基金之中期投資提供方向。該等限度之設定係依據外匯基金諮詢委員會所設定之風險承受水平，及基金可投資之資產類別及市場所產生之風險量等考量因素。金管局助理總裁或以上職級之高級管理層則已取得授權，可就基金之中期投資隨時作出決定。

投資基準及戰略性偏離之限度，均由財政司長於諮詢外匯基金諮詢委員會後訂定，金管局則根據授權作出戰略性資產組合之決定，並於戰略性偏離之限度內運用管理，以從短期市場變化中保持穩定並獲利。

(三) 投資管理

1. 直接投資

金管局內部單位「儲備管理部」下設「直接投資處」，係負責直接管理外匯基金約 80% 之投資，其中包括以穩定金融為目的，投資美元債券為主之「支持組合」；及以獲利為目的，投資於多幣別固定收益金融產品之「投資組合」。該部門之職員亦負責金融衍生工具之投資，以執行外匯基金之投資策略或控制風險。

2. 外聘投資經理

除透過內部職員管理外匯資產外，金管局亦以約聘方式，雇用外部投資經理。外聘投資經理分布於十多個國際金融中心，負責管理外匯基金約 20% 之資產，其中包括所有股票組合及其他特別資產。雇用外聘投資經理之目的，係希望藉由運用渠等對

市場之專業投資技術，為外匯基金進行投資，並讓外匯基金分散於多元化之投資形式，並藉增加內部專業投資人員之市場知識與資訊。

雇用外聘投資經理之相關支出包括基金管理與託管費、交易費、預扣稅及其他稅項；此類支出並受市場因素等各種原因影響而逐年變動⁹。惟鑒於外聘投資經理大多仍服務於一般金融機構，則如何避免競業及利益衝突，則有賴於外聘契約之保密條款及利益衝突條款中予以明訂。

金管局亦定期進行細部之投資表現因素分析，俾使內部及外聘投資經理之投資管理技術，得以發揮最大效用。

（四） 資產之組成內容

根據「外匯基金條例」相關規定，外匯基金之資產可以港幣、外幣、黃金或白銀持有，或由財政司長於徵詢外匯基金諮詢委員會之意見後，投資於合適之證券或其他資產¹⁰。目前香港外匯基金之資產主要為外幣有價付息證券及股票；而為了應付政府之運作需要，外匯基金之部分資產並以港元證券方式持有之¹¹。

為達到保障資本、提供流動資金以維持金融和貨幣穩定，及取得足夠之長期獲利等目標，外匯基金被分為「支持組合」及「投資組合」來管理。「支持組合」係指持有流通性極高之美元證券，並按照貨幣發行局之規定為貨幣基礎提供十足準備；「投

⁹ 支出項目（包括金管局內部管理之投資組合涉及之支出項目）之詳細資料，載於外匯基金財務報表之附註。

¹⁰ 呂桂玲，同前註1，頁131。

¹¹ 目前香港外匯資產之投資策略仍以債券之比率為重，其次為通用貨幣，且以美元及歐元為主。Robert Pringle, and Nick Carver, How Countries Manage Reserve Assets, 2003, pp.304-310.

資組合」主要投資於經濟合作與發展組織(OECD)成員國之債市及股市，目的在於維持外匯基金之價值，以保障外匯基金之價值及長期購買力。金管局對「投資組合」所採之投資策略，主要係適用於長期基金，其中包括推行基準模式及利用長期資本市場等方式；此外，投資所涉及之貨幣及工具類別亦更趨多樣化。

外匯基金於 2009 年共計取得 1,069 億元之投資收入，其中包括 489 億元及 488 億元分別來自香港與投資其他國家股票之收益、98 億元外匯重估收益，以及 6 億元債券與其他投資(經扣除利息後)之虧損。除上述 1,069 億元投資收入外，策略性資產組合之預估收益及股息收入為 44 億元。經扣除策略性資產組合後，以上述投資收入計算，外匯基金之報酬率為 5.9%。此外，外匯基金在 2007-2009 三年間之平均報酬率為 3.8%、過去五年為 4.8%、過去十年為 5.0%，以及 1994 年起為 6.1%；上述報酬率均高於同期平均通膨率。

至外匯基金是否可以用來直接投資港府之公共建設(如興建新機場或機場快捷)，於「外匯基金條例」中並無禁止之規定，惟至目前為止，金管局未曾動用外匯基金作為直接投資興建政府公共建設之用。

四、 風險控管機制

為避免因金融市場大幅波動，對外匯資產之價值產生影響，採行妥適之風險管理措施即甚為重要。金管局為內部及外聘投資經理管理之投資組合，均訂立了嚴格之風險管控措施及投資策略，並密切助益對該等策略及法規之遵循情況；另亦採取若干風險控管工具，以評估在正常情況及極度不穩定波動時之市場風

險。

(一) 風險類型

1. 信貸風險

信貸風險(Credit risk)係指因交易對手或貸款人未能履行其契約責任，而產生財務虧損之風險。為對外匯基金之投資維持有效之信貸風險管理，金管局根據外匯基金諮詢委員會之授權，設有「信貸評審及監察委員會」(Credit Review and Compliance Committee)，負責辦理下列事項：

- (1) 制訂及維持信貸風險政策，以管理基金之投資；
- (2) 檢討現行信貸風險管理方法是否足夠，並於必要時提供修訂建議；
- (3) 分析信貸風險事項；
- (4) 制訂及檢討核准發債體及交易對手之信貸風險額度；以及
- (5) 督導基金之投資有否遵循既定政策與限額，並匯報及追蹤任何違規情況。

信貸評審及監察委員會係由主管貨幣事務副總裁擔任主席，其職責並獨立於基金之日常投資活動之外；委員會成員包括金管局之儲備管理部與貨幣管理部之代表。為監控來自基金投資之交易對手、發債體及國家之風險，金管會並依據外匯基金投資政策及信貸風險政策所列載之內部方法，設定信貸限額。

茲就信貸風險之來源分述如下：

(1) 交易對手風險(Counterparty risk)

外匯基金以審慎及客觀之標準選擇其在借貸、存款、衍生性金融商品及買賣交易中之交易對手。鑒於各類交易之性質不同，交易對手之風險各有差異，因此金管局乃依據各認可交易對手之信貸評等、財務狀況、總資產及資本規模，及其他有關資料以訂定其信貸額度，從而控制對各認可交易對手所能承擔之整體信貸風險。

(2) 發債體風險(Issuer risk)

發債體風險係指因從事債券投資所產生之風險。對發債體訂定其信貸限額，可用以監控因發債體未能還款而導致虧損之風險，並避免信貸風險過度集中。尤其與新興市場有關之金融工具，必須達到基金對信貸評等、安全性及流動性之最低要求，始得納入核准之投資範圍。

(3) 國家風險(Country risk)

廣義之國家風險包括資金轉移風險及主權風險。根據現行架構，基金對外匯基金諮詢委員會認可投資之國家均設定國家風險額度，以控制整體信貸風險。國家之風險限額反映有關國家之主權信貸品質，及其政府違約償還所發行債券之風險。

上述信貸風險限額會定期予以檢討；任何違反信貸風險限額之情況都會向信貸評審及監察委員會、外匯基金諮詢委員會及其轄下之投資委員會提出報告，風險管理及監察處亦會迅速作出後續辦理事項。

此外，為管理來自貸款組合及貸款保險業務之信貸風險，此類業務之風險控管包括四種策略：(i)審慎挑選核准交易對手；(ii)採取審慎之購買貸款準則及貸款保險申請標準；(iii)進行有效

之盡職調查程序；及(iv)確保為高風險抵押貸款提供足夠風險保障。

2. 市場風險

所謂市場風險(Market risk)係指利率、股價及匯率等市場之變動而影響金融工具之公平值或現金流量之風險，並以風險值(VaR)方法作為計算標準。其主要類型如下：

(1) 利率風險

利率風險(Interest rate risk)係指因市場利率變動而造成虧損之風險。利率風險可再區分為「公平值利率風險」(fair value interest rate risk)及「現金流量利率風險」(cash flow interest rate risk)：

- (i) 公平值利率風險係指金融工具之公平值會因市場利率變動而波動之風險。此類風險之成因係源自其投資之主要部分為固定利率之債券；當市場利率上升，此類債券之公平值便會下跌，因而存在利率風險。其他牽涉利率風險之固定利率金融資產及金融負債，包括在銀行及其他金融機構之存款，及已發行之外匯基金票據及債券。
- (ii) 現金流量利率風險係指金融工具之未來現金流量會因市場利率變動而波動之風險。除了貸款組合外，目前外匯基金並無重大之浮動利率投資及負債項目，因此其未來現金流量較不會因市場利率之潛在變動，而受有明顯影響。

(2) 貨幣風險

貨幣風險(Currency risk)是因匯率變動而產生虧損之風險。鑒於大部分外幣資產均為美元，其餘則為其他主要國際貨幣。當有關外幣兌港元之匯率波動時，以港元計價之外幣資產價值便會相應變動。

由於港元與美元掛鈎，外匯基金之貨幣風險主要來自非美元為單位之外幣資產及負債。

(3) 股價風險

股價風險(Equity price risk)係指因股價變動而產生虧損之風險。股票投資涉及股價風險，是因為此類投資之價值會因股票價格下跌而減少。目前持有之大部分股票證券均為主要股市指數之指標股及市值龐大之上市公司。

3. 流動資金風險

流動資金風險(Liquidity risk)係指欠缺足夠資金支應到期債務之風險。此外，亦指可能無法於短期內按接近公平值之價格，將金融資產予以變現之風險。

為確保資金之流動性足以支應債務，及有能力籌集資金應付特殊需要，外匯基金主要投資於流動性高之金融市場及隨時可出售變現之金融工具。同時，根據債券之性質或期限等不同因素，於其內部亦訂有投資限制，避免投資過度集中於個別債券、個別及有密切關係之發債體。存放於定期存款之資產亦設有最高比例之限制，並對外幣資產轉為現金之能力亦設有規定。

上述限制之目的均係用以促進資產之流動性，以減低流動資金風險。風險管理及監察處則負責有關限制規範之遵循事宜，

及向外匯基金諮詢委員會及其轄下之投資委員會提報任何違規情況，並迅速追蹤處理。

4. 業務運作風險

業務運作風險(Operational risk)係指因運作程序、人事、科技及基礎設施相關等內部事由，或基於信貸、市場及流動資金風險以外之其他外在因素（如法律及監管規定之訂定或修正），而直接及間接造成損失之風險。

對業務運作風險進行管理之目標，是為避免財務虧損與信譽受損，及達成整體成本效益之衡平，並避免因監控程序而妨礙日常業務之順利推展。

對於上述業務運作風險之評估，金管局訂有相關程序加以管理，並定期於每年進行一次風險評估，並由風險委員會負責確保已知之風險均已有妥善處理。上述風險評估結果並將作為年度內部審核計劃之重要基礎；金管會內部審核處亦會依據對個別風險類型之風險評估內容，對各該風險範疇進行周期性之審核。

（二）直接風險控管

外匯基金投資之風險管理及法規遵循，係由金管局內部之儲備管理部轄下之風險管理及監察處負責。該處會確認基金之風險承擔、審查投資活動是否遵守既定原則，提報並追蹤任何違規情況。

（三）內部審核

金管局轄下之「內部審核處」(Internal Audit)負責對風險管

理與監控程序是否足夠及具成效，進行獨立評估，並提出改善建議。該處並負責統籌年度風險評估，向風險委員會提報評估結果；及直接向金管局總裁及外匯基金諮詢委員會轄下之審核委員會，報告其對各風險範疇之審核結果，與尚須持續追蹤處理之事項，以確保有關問題得以妥善解決。

此外，該處亦得就主要系統開發項目提供意見，並隨時求處理內部監控事宜。該處亦審查香港存款保障委員會之運作。

(四) 風險管理委員會

金管局轄下之「風險管理委員會」(Risk Committee)，主要負責訂定及實施相關業務運作風險監控措施；對管理業務運作涉及風險之管理事項，應提供建議及改進方向。該委員會由金管局總裁擔任主席，3位副總裁為委員組成。該委員會之目之及功能包括：

1. 辨識金管局及其他貨幣及金融體系所面對之潛在風險及威脅，並訂定策略以減輕此類風險及威脅之影響；
2. 檢討各部門現行之風險管理制度，分析可能存在之漏洞及高風險項目，並確保已有適當之因應措施；
3. 擬訂風險評估準則及方法，及訂定對已知風險之處理與資源分配優先次序；
4. 鼓勵及強化機關內之風險管理文化，以推動適當之授權及管控。

風險管理委員會定期舉行會議，以檢討各部門所作之風險評估及有關之控管措施是否足夠，並分析潛在或新型風險，並研訂因應方案。

(五) 外部審計

根據「外匯基金條例」第 7 條規定，香港特別行政區政府審計署應審核外匯基金之財務報表，且不得就此項服務收取額外費用。

肆、心得與建議

所謂外匯資產管理 (Foreign Exchange Reserve Management)，依國際貨幣基金之定義，係指一國之貨幣主管機關，對公部門資產以提供可資運用之資金、對風險之審慎控管，以及因進行投資而獲取合理利益等方式加以管理之程序；而外匯資產 (Foreign Exchange Asset) 則依國際貨幣基金所訂「國際收支手冊」第 424 款之定義，係指由貨幣主管機關所控管並隨時可動用之外部資產，以直接支應國際收支之需要，或用以調節外匯市場之供需。我國因非國際貨幣基金之會員國，一旦國際情勢出現明顯變化時，我國將無法自國際金融界中尋求協助，因此政府有必要維持偏高外匯存底，以維持新台幣匯率之穩定；因此如何維持適度之外匯存底，保障外匯資產之價值，便有賴對外匯資產管理之風險控管措施，包括研擬及審閱妥適之資產管理契約。

本次經參加研討會及考察香港金管局後，擬研提有關建議如下：

- 一、就風險控管而言，鑒於中央銀行法第二條規定，央行之經營目標包括促進金融穩定，及維持對內及對外幣值之穩定，因此央行對外匯資產之管理，目前已就各種交易行為之交易對手、投資標的、投資條件等可能涉及之風險（包括信用風險、市場風險及作業風險等），設立專職單位負責辦理；惟似可就下列事項進一步訂定相關內部規範，以利相關風險控管：

- (一) 風險分類：例如可參考香港金管局之分類方式，區分為信用風險（包括交易對手、發債主體，及國家或地區等風險）、市場風險（包括各

期利率、貨幣、股票或債券價值等風險)、流動性風險及業務運作風險等，分別訂定判斷之標準，以利及早蒐集相關資料及研判風險程度。至與交易對手所簽訂之契約內容，因涉及將來一方違約時，可能承擔損失或賠償責任之風險，應可認屬交易之法律風險。

(二) 管理程序：例如交易對手認定為「合格」之標準為何、負責認定之層級如何；各類交易之風險應如何評估；如發生緊急金融情勢之變化時，所採取之因應措施為何；以及相關交易或管理契約應如何事先研擬及審閱等事項，研訂可資遵循之標準程序。

(三) 審核機制：為強化風險評估之成效，依據內部程序做成之風險評估應有適當之事後審核機制；亦即風險分類及管理程序之執行及其效果亦可由機關內部稽核單位進行確認及審查，俾確保更完整的管理機制。

二、至與各交易或投資相對人所訂定之契約，除沿襲原有之慣用契約條款之外，為配合投資交易型態之不斷變化，於必要時似可參考國際間外匯交易常用之標準化契約範本¹²，並就我國央行對外匯資產管理之特殊考量，尤

¹² 國際常用之外匯交易標準契約，近年來除了 ISDA 建議範本之外，尚有由英國銀行家協會(The British Bankers Association)與美國紐約聯邦準備銀行支援之外匯委員會(Foreign Exchange Committee)所提出之國際外匯主契約(International Foreign Exchange Master Agreement, 簡稱 IFEMA)。IFEMA 係針對若干特定之即期及遠期外匯交易，所涉及之貨幣約定、違約情事、淨額清算、不可抗力及違約事件等所為規範，通常應用於外匯交易商之間；最近一次之大幅度修正為 1997 年版本。而受 ISDA 建議範本之影響，自 2003 年起 IFEMA 與國際貨幣選擇權市場主契

需注重保證條款、擔保條款、免責條款及保密條款等內容之法律效力及妥適性，以個別條款之方式予以訂入；於符合保密義務之條件下，亦可適時就契約內容徵詢外部法律顧問之意見，以集思廣益，俾避免產生法律風險而影響權益。

約(International Currency Options Market Master Agreement, 簡稱 ICOM Master Agreement)、國際外匯及選擇權主契約(International Foreign Exchange and Options Master Agreement, 簡稱 FEOMA)合併並精簡為「國際外匯及貨幣選擇權交易契約」(International Foreign Exchange and Currency Option, 簡稱 IFXCO)，主要內容包括一般核心條款(the Terms)，及當事人間之特定約款(the Adherence Agreement)。此外，臺灣亦列為 IFXCO 主契約之適用地區。
<http://www.newyorkfed.org/fmlg/documentation/master.html>, visited on 2007.6.30. 有關 IFEMA 之相關論述，see e.g. Hal S. Scott, *International Finance: Law and Regulation*, 2004, p.243; John P. Emert, "The Significance of the International Foreign Exchange Master Agreement"; Ruth Ainslie, "An Analysis of the International Foreign Exchange Master Agreement"; Raj Bhala, Comment, *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, IMF, Vol. 4, 1997.3., pp.441-462.