

## 第三章 遠期外匯理論

李榮謙 (中央銀行業務局研究員)

個人網頁 <http://sololee.brinkster.net/>

智勝文化事業有限公司製作

## 本章大綱

- 前言：遠期外匯的基本觀念
- 第一節 遠期外匯市場的功能
- 第二節 遠期匯率的決定
- 第三節 匯率、利率與通貨膨脹
- 第四節 我國遠期外匯市場的發展概況

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯的基本觀念

- 遠期外匯 (outright forward)：係指本金交割的遠期外匯 (Deliverable Forward, DF)，它是由外匯交易雙方在某特定時點決定匯率，但同意在未來某一時日或期間交割本金的外匯交易。
- 無本金交割的遠期外匯 (Non-Deliverable Forward, NDF)：係指交易雙方在未來特定的到期日，以原先約定之遠期匯率與到期日即期匯率比較而清算差額，無須本金交割。舉例：若客戶向花旗銀行台北分行掛進總額1億美元之1個月期NDF，約定的遠期匯率為28，若屆時即期匯率為30，花旗銀行須支付客戶2億新台幣。

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯的基本觀念 (續)

- 遠期匯率的掛牌方式
  - 掛牌時直接報出買進 (bid) 及賣出 (offer) 匯率。
  - 掛牌時只列出即期匯率，至於遠期匯率則只報出其升水 (premium) 或貼水 (discount) 的點數。1點代表0.0001。
  - 掛牌時係將遠期匯率的升水或貼水換算成百分比或年率來表示。

$$\frac{f-s}{s} \cdot \frac{360}{\text{遠期天數}} \cdot 100\%$$

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯市場的功能

### □ 避險

- 指進出口貿易商或投資人士，經由收付款時間之安排，以規避匯率變動產生損失之行為。
- 舉例：若國內某出口商持有值10萬美元90天後到期的匯票，他若等待90天，再易取本國通貨，就必須承受美元貶值的風險，為避免此項風險，可依確定匯率，預售90天後的美元外匯；同理，若國內某進口商須在90天後支付10萬美元，為避免美元升值的風險，可依確定匯率，預購90天後的美元外匯。

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯市場的功能（續）

### □ 套利

- 套利者套利(arbitrage)的本質可利用拋補的利率平價說(covered interest rate parity theory)來解釋。它代表的意義為，對投資者而言，如果國內、外資產的報酬率都相等，而且沒有風險，則額外1塊錢投資在國內或國外都沒有差異；惟若國內、外資產的報酬率不相等，則兩者的利率差距會等於遠期外匯的升水(premium)或貼水(discount)。

$$i_d - i_f = \frac{f - s}{s}$$

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯市場的功能（續1）

- 上式即是所謂的拋補的利率平價方程式(covered interest rate parity equation)，表示二國間利率之差距會決定二國遠期外匯的升水或貼水。
- 通貨利差交易(currency carry trade)：投資人先借入一種極低利率之通貨—融資通貨（funding currency），再以之買入另一種高利率通貨—標的通貨（target currency），據以套取兩種通貨間的利率差距。

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯市場的功能（續2）

### □ 投機

- 外匯市場的投機(speculation)有多種類型，其中之一稱之為純粹投機，它是在遠期市場發生。純粹投機的均衡（沒有再進行遠期契約的誘因）發生在：

$$f = s^e$$

- 舉例：若  $f < s^e$ ，則投機者將依  $f$  的價格買入遠期外匯，待日後以較高之  $s^e$  賣出而獲利；若  $f > s^e$ ，則投機者將依  $f$  的價格賣出遠期外匯，待遠期契約到期時獲利。

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期外匯市場的功能（續3）

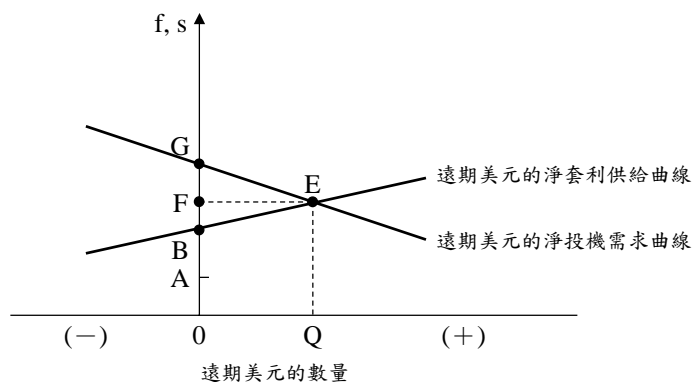
### □ 干預

- 近年來，中央銀行與外匯指定銀行間的換匯操作 (swap operation) 已成為遠匯干預的主要工具之一，因為藉著換匯操作，可使即期匯率、遠期匯率與貨幣市場利率產生互動，並使利率結構產生某種程度的扭轉。
- 所謂換匯交易是指，於外匯交易買進時，同時賣出一筆金額相同且幣別相同的外匯，不論買進或賣出，其間的金額相同、幣別相同，僅有交割日是不同的。

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期匯率的決定

### □ 套利者和投機者共同決定遠期匯率



智勝文化事業有限公司製作

## 遠期匯率的決定（續）

### □ 非拋補的套利

- 另一種型態的投機是非拋補的套利。屬於此種類型之套利，投機者雖握有外國資產（可能是國庫券、銀行存款），惟並不在遠期市場進行拋補。一個風險中立的投機者，當下面的等式成立時，對他而言，額外一塊錢投資在國內、外資產並無差異，此即：

$$(1+i_d) = (1+i_f) \cdot \frac{S^e}{S} \quad [3-7]$$

智勝文化事業有限公司製作

## 遠期匯率的決定（續1）

[3-7]式可加以整理並寫成下式：

$$i_d = i_f + \frac{S^e - S}{S}$$

$$\text{或 } i_d - i_f = \dot{s}^e \quad [3-8]$$

- [3-8]式即是一般所稱的非拋補的利率平價說 (uncovered interest rate parity theory)，表示二國間利率之差距會決定外國通貨的預期升值率( $\dot{s}^e$ )。

智勝文化事業有限公司製作

## 匯率、利率與通貨膨脹

### □ 利率和通貨膨脹

- 預期通貨膨脹率和名目利率的關係，可由費雪方程式(Fisher equation)來表示：

$$i_d = r_d + \dot{P}_d^e$$

上式中， $i_d$ 是本國名目利率， $r_d$ 是本國實質利率， $\dot{P}_d^e$ 則是本國的預期通貨膨脹率。

### □ 匯率、利率和通貨膨脹的連結關係

$$i_d - i_f = \dot{P}_d^e - \dot{P}_f^e = \frac{S^e - S}{S}$$

上式表明了利率、預期通貨膨脹率和匯率這三者的連結關係。

智勝文化事業有限公司製作

## 我國遠期外匯市場的發展概況

- 為提供進出口商匯率之避險工具，我國的遠期外匯市場於1979年2月成立。
- 1987年10月起，在計算外匯指定銀行的外匯部位時，中央銀行改以「現金制」取代原先的「權責制」。此一改變，使得遠期外匯不列入外匯部位的計算，致明顯阻礙了遠期外匯市場的機能。

智勝文化事業有限公司製作

## 我國遠期外匯市場的發展概況 (續)

□ 1991年11月1日，中央銀行重建遠期外匯市場。其要點有：

- 將外匯指定銀行外匯部位計算方式改為權責制。
- 外匯指定銀行與顧客之遠期交易只限商品進出口，簽約時廠商應提出足以證明進出口交易之文件。
- 規定簽訂遠期外匯合約時，客戶應繳納不少於7%之保證金，且規定保證金一律以現金繳納，不予計息，也不得以定存單或其他有價證券、期票等代替。

智勝文化事業有限公司製作

### 表3-2 1991年以來我國開放遠匯 交易情形

開放項目	開放日期	內容
實質商品交易之遠匯	1991年11月1日	進出口廠商可辦理遠期外匯交易。
勞務性交易及資本交易之遠匯	1994年3月14日	運輸、產物保險等服務業勞務性外匯收付可辦理遠期外匯交易。
	1994年6月3日	三角貿易等勞務性外匯收付可辦理遠期外匯交易。
	1995年1月16日	股利、佣金、技術報酬金等勞務性外匯收付及經政府核准的資本交易可辦理遠期外匯或換匯交易。

智勝文化事業有限公司製作



表3-2 1991年以來我國開放遠匯  
交易情形 (續)

開放項目	開放日期	內容
勞務性交易及資本交易之遠匯	1996年1月4日	改採負面表列，僅個人勞務收支、移轉收支、個人或公司行號團體利用自由結匯額度從事投資理財活動等三項不得辦理遠匯，其餘不管制。
	1996年12月16日	取消負面表列限制，全面開放有實際外匯收支需要者的遠匯交易。

智勝文化事業有限公司製作