

# 第四章 外汇交易

## 学习目标

### (一) 知识目标

- 掌握外汇交易的含义和参与者；
- 掌握外汇市场的层次和种类；
- 理解即期外汇交易的报价和计算；
- 理解远期外汇交易的报价和应用；
- 了解掉期交易、套汇交易、套利交易、外汇期货交易和外汇期权交易的含义和应用。

### (二) 技能目标

- 能够利用即期、远期、套汇、套利、期货、期权等外汇交易方式进行投机；
- 能够利用远期、套汇、套利、期货、期权等外汇交易方式进行外汇保值。

外汇交易是国际金融业务中最基本、最重要和规模最大的业务。只有掌握外汇交易的含义,了解外汇交易的目的,深入研究即期、远期、掉期、套汇、套利、期货和期权等各种外汇交易方式的应用,才能正确选择外汇交易方式进行外汇保值和投机,以达到赢利或回避风险的目的。

## 第一节 外汇交易概述

### 一、外汇交易的含义

外汇交易一般是通过外汇市场,以外汇银行为中心在各有关市场参与者之间进行的外汇买卖活动。至今,外汇交易已经历了两个发展阶段:第一阶段为传统的外汇交易阶段,主要有即期外汇交易、远期外汇交易、掉期交易、套汇交易和套利交易;第二阶段为创新的外汇交易阶段,创新的外汇交易是在传统的外汇交易的基础上于20世纪70年代中期发展起来的,主要有外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易和远期利率协议等。

### 二、外汇交易的目的

在当今国际金融市场和国际贸易领域中,外汇交易的目的也日益复杂多样。

### 1. 满足国际贸易结算的需要

各国进行国际贸易需要利用外汇进行结算。例如,我国某外贸公司向美国出口商品,收进美元,这时该外贸公司需要根据国家外汇管理规定,把美元结售给外汇指定银行,换回人民币,取得经营收益,而外汇指定银行则在外汇市场上卖出美元。在此,美元成了结算货币,体现的是人民币和美元的买卖关系。如果外贸公司经批准从国外进口设备、原材料或其他商品,需要支付美元、英镑之类的货币,则需用人民币向外汇指定银行兑换,用以支付货款。外汇交易保证了国际贸易的正常进行。

### 2. 满足回避国际贸易结算中的汇率风险的需要

在进行国际贸易的过程中,当进出口商签订买卖合同时,要按一定的汇率进行成本核算和交易核算。由于贸易需要一个过程,实际收款会在相当长的一段时间后才发生。在此期间,如果汇率发生较大变化,进出口商就有可能比当初成本核算时增加支出或减少收入,造成一定的经济损失。如果进出口商能在签订合同的同时进行成本核算,通过指定银行进行外汇买卖、远期外汇交易或掉期交易,或办理外汇期权交易,就可以避免汇率风险。

### 3. 满足国际投资的需要

一个国家的企业或个人要到外国投资,无论是买股票、办工厂,还是开商店等,都需要将本国货币兑换为投资所在国的货币,才能达到投资的目的。如果这些企业或个人取得了预期的经营成果,还要把以投资所在国货币表示的投资利润汇回国内,通过外汇银行兑换成本币。另外,投资的收回,也需要进行外汇交易。

### 4. 满足金融投机的需要

外汇市场汇率变化不定,给外汇持有者不但带来了风险,也带来了赢利的机会。外汇持有者通过对不同外汇市场和不同时间外汇汇率变化的预测,贱买贵卖,就可以达到投机赢利的目的。

### 5. 满足中央银行干预外汇市场的需要

由于外汇汇率的变动会直接影响与之相关国家的经济发展,因此,当汇率的变动与本国经济发展目标背道而驰时,政府就会动用国库,甚至联合他国在外汇市场上进行外汇交易,以达到使外汇市场汇率变动方向与本国经济发展目标相符合的目的。

## 三、外汇交易的参与者

外汇交易的参与者主要包括外汇银行、外汇经纪人、中央银行和客户四类。

### 1. 外汇银行

外汇银行是**有权经营外汇业务的银行**,它可以是**专营或兼营外汇业务的本国商业银行**和其他金融机构,也可以是**设在本国的外国银行分支机构、代办处**或其他金融机构。外汇银行是外汇市场的主体。

### 2. 外汇经纪人

外汇经纪人是**介于外汇银行之间或外汇银行与客户之间**,为交易双方接洽外汇交易收取佣金的中间商。一般来说,外汇经纪人必须经过所在国中央银行的批准才能取得经营中介业务的资格。外汇经纪人一般分为两类:

(1) 一般经纪人。一般经纪人也称大经纪人,是公司或合伙组织的代理人,他们往往垄断了介绍外汇交易并促进成交的业务,利润十分可观。他们还拿自己的资金参与外汇交易以赚取利润。

(2) 外汇掮客。外汇掮客也称小经纪人,他们利用电讯设备和交通工具,奔走联络于银行、进出口商、贴现商等机构和个人之间,接洽外汇交易,专代顾客买卖外汇,以获取佣金,却不垫付资金,不承担风险。

### 3. 中央银行

虽然在布雷顿森林体系崩溃以后,各国已纷纷实行了浮动汇率制,但是,实际上没有哪一个国家真正放弃了对外汇市场的干预。中央银行通过参与外汇市场的外汇交易干预外汇市场,防止国际游资对本国外汇市场的冲击,使本国货币的汇率稳定在本国所希望的水平上或波动幅度内,以实现本国货币金融政策的意图。目前,许多国家都设立了专门的外汇平准基金账户,以供干预外汇市场之用。近年来,西方国家的中央银行不仅单独干预外汇市场,而且还经常对外汇市场进行联合干预。因此,中央银行不仅是外汇市场的一般参与者,而且在一定程度上可以说是外汇市场的实际操纵者。

### 4. 客户

客户是指出于交易、保值或投机性需要而参与外汇交易的机构和个人,如进出口商、跨国公司、国际投资者、跨国旅游者和留学生等。20世纪80年代以来,跨国公司成为外汇市场上的主要客户,其雄厚的资金和巨大的业务量对外汇市场有着较大的影响。

## 四、外汇交易的场所——外汇市场

外汇市场(foreign exchange market)是进行外汇交易或货币兑换的场所。它的特点在于交易的对象是货币,而且每买进一种货币的同时卖出另一种货币。在外汇市场上,可以用本国货币兑换外国货币,也可以用外国货币兑换本国货币,或以一种外国货币兑换另一种外国货币。

### (一) 外汇市场的层次

根据外汇交易参与者的不同,可把外汇市场分为客户与银行间外汇市场、银行与银行间外汇市场、中央银行与银行间外汇市场三个层次。

#### 1. 客户与银行间外汇市场

客户与银行间外汇市场,也称商业市场(commercial market)或客户市场(customer market)。在外汇交易中,虽然客户之间存在相互买卖外汇的可能,但是,由于寻找合适的交易对象和交易方法比较困难,如双方在外币种类、数额、交割等条件上难以直接达成一致等,因此,客户的外汇买卖通常通过外汇银行的柜台进行。客户需要用外汇时,可以向银行买入外汇;客户收到外汇后,可以向银行卖出外汇。例如,进口商需要对外支付外币时,可向银行付出本币买入外币;出口商获得的外汇收入可以卖给银行以换取本币。客户也可以通过银行进行外汇投机交易。客户与银行之间所进行的交易往往金额较小,笔数较多,故称为零售外汇交易。客户是外汇市场上的直接供给者和需求者,客户与银行间外汇市场是外汇市场的第一个层次。

## 2. 银行与银行间外汇市场

银行与银行间外汇市场,也称同业市场(interbank market)。银行在对客户买入或卖出外汇后,其自身所持有的外汇就会出现多余或短缺,即外汇敞口头寸(exposure position)。某种货币买入过多,就会形成多余的情况,称为超买(over bought)或多头(long position);某种货币卖出过多,就会形成短缺的情况,称为超卖(over sell)或空头(short position)。银行之间进行外汇交易的目的,一是平衡外汇头寸,二是利用多头或空头进行外汇投机。银行间的外汇交易通常采取直接交易和间接交易两种模式,前者是指在各银行间直接进行的外汇交易,后者是指以外汇经纪人为中介进行的交易。银行同业间的外汇交易总额占外汇市场交易总额的90%以上,单笔交易金额一般都比较,通常是100万~500万美元。因此,银行与银行间外汇市场也称批发市场,是外汇市场的第二个层次。

## 3. 中央银行与银行间外汇市场

中央银行参与外汇交易,主要有两个目的:一是增减外汇储备的数量或改变其结构,二是干预市场汇率。一般来说,中央银行或直接拥有,或代表财政经营本国的官方外汇储备。在外汇市场汇率急剧波动时,为了稳定汇率,中央银行也经常通过参与市场交易进行干预,在外汇过多时买入或在外汇短缺时抛出。中央银行与银行间外汇市场是外汇市场的第三个层次。

### (二) 外汇市场的种类

根据外汇市场的构成因素和业务特点,可以从不同角度对外汇市场进行分类。

#### 1. 零售市场和批发市场

根据市场参加者的不同,可把外汇市场分为零售市场和批发市场。

零售市场指由外汇银行、个人和公司客户之间交易构成的外汇市场。其交易规模较小,但每天交易总量很大。

批发市场指银行同业之间买卖外汇形成的市场。其每天成交金额巨大,绝大部分外汇交易发生在银行同业间外汇市场上。

#### 2. 柜台市场和交易所市场

根据市场组织形式的不同,可把外汇市场分为柜台市场和交易所市场。

柜台市场又称无形市场,是指没有固定场所,外汇买卖双方无须面对面进行交易,而通过计算机、信息网络同经营外汇的机构进行联系以达成外汇交易的市场。纽约外汇市场、伦敦外汇市场、苏黎世外汇市场等都采取这种形式。

交易所市场又称有形市场,是指有具体的、固定的交易场所进行外汇交易的市场。巴黎、阿姆斯特丹、米兰等地的外汇市场即属此类市场。在具有固定外汇交易所的欧洲大陆国家,大部分当地的外汇交易和全部国际性外汇交易也还通过柜台市场进行。交易所市场一般办理小部分当地的现货交易。

#### 3. 官方外汇市场、自由外汇市场和外汇黑市

根据政府对市场交易干预程度的不同,可把外汇市场分为官方外汇市场、自由外汇市场和外汇黑市。

官方外汇市场是指受所在国政府控制,按照中央银行或外汇管理机构规定的官方汇率进行外汇交易的外汇市场。

自由外汇市场是指不受所在国政府控制,基本按照市场供求规律形成的汇率进行交易的外汇市场。在这个市场,一般来说,任何银行、金融机构或个人均可从事外汇交易,外汇交易金额、币种、汇率由市场供求决定,外汇资金进出国境不受任何限制。纽约、伦敦、东京、新加坡等外汇市场是国际上主要的自由外汇市场。

外汇黑市是指在外汇管制比较严格,不允许自由外汇市场合法存在的国家所出现的非法的外汇市场。

#### 4. 即期市场、远期市场和掉期市场

根据外汇交易交割期限的不同,可把外汇市场分为即期市场、远期市场和掉期市场。

即期市场是指在外汇交易后的两个营业日内进行交割的外汇市场。在国际外汇市场上,即期外汇交易是最常见的交易方式。

远期市场是指外汇交易合约成立时,双方无须进行实际外汇支付,而在未来某一时间按照合约规定的汇率办理外汇交割的市场。

掉期市场是指同时买入和卖出数额相同的外汇而交割日却不同的外汇交易市场。掉期市场上的交易实际是一种短期的借贷关系,其目的是调整银行的外汇头寸以及由于现金流期限不同而出现的缺口。

### (三) 现代外汇市场的特点

国际金融市场上的各种交易活动,无论是外汇收支还是外汇结算,都必须通过外汇市场来进行。现代外汇市场是国际金融市场的核心,它具有以下几个特点:

#### 1. 市场相对集中,交易规模大

目前,世界上有 30 多个主要的外汇市场,遍布欧洲、北美、亚洲的不同国家和地区,其中最重要的有伦敦、纽约、东京、新加坡、法兰克福、苏黎世、香港、悉尼等外汇市场。2008 年,前四大外汇市场的交易额分别占全球外汇交易额的 45%、19%、9% 和 5%,共占全球外汇交易额的 78%,而且伦敦和纽约两个外汇市场起着主导性的作用。外汇市场是世界上最大的单一市场,每天成交额约 19 000 亿美元,是美国股票和债券市场交易额总和的 3 倍以上。

#### 2. 连续不断,交易在全球各地循序相连

从全球角度看,由于现代电子通信技术的发展,世界各地外汇市场已经形成一个统一的大市场,交易活动全天 24 小时不间断。欧洲时间从上午 9:00 起到下午 2:00 是欧洲各外汇市场的营业时间,当欧洲各市场收市后,纽约外汇市场开市营业,纽约时间下午 3:00 收盘后,旧金山、东京、香港、新加坡、孟买、中东等外汇市场陆续开市,当东京、香港外汇市场将要闭市时,又与伦敦和欧洲外汇市场次日开业交易相衔接。如此周而复始,形成全天候的外汇交易大市场,便于交易者在任何时间、任何地点查询外汇行情,进行交易活动。全球主要外汇市场开市与收市时间如表 4-1 所示。

表 4-1 全球主要外汇市场开市与收市时间一览表(北京时间)

地区城市	开市时间	收市时间
惠灵顿	4:00	13:00
悉尼	6:00	15:00
东京	8:30	15:30
新加坡	9:00	16:00
中国香港	10:00	17:00
法兰克福	14:30	23:00
伦敦	15:30	次日 0:30
纽约	22:00	次日 5:00

### 3. 交易的币种相对集中

在各外汇市场上交易的货币主要集中在美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎、加元、澳元、新西兰元、瑞典克朗、新加坡元和港元等。伦敦外汇市场上的交易货币几乎包括所有的可兑换货币,交易量最大的是英镑兑换美元。纽约外汇市场上的交易主要是美元兑换欧元。因为第二次世界大战后美元在外汇市场上发挥着媒介通货的作用,所以大多数交易都涉及美元。

### 4. 汇率波动传递异常迅速,风险较大,金融创新不断

由于世界外汇市场跨越了时间和空间的限制,因此,各地的行情变化可以迅速传播,各市场之间的汇率差距能够得以迅速调整。当货币汇率出现差异时,大规模的套汇行为就会产生。这种短期资本的流动,一方面可以使外汇市场资金供求失衡的状况很快得到调节,使汇率在各市场趋向一致;另一方面,它又是一把“双刃剑”,能使汇率的扭曲和人为制造的因素放大并传播,制造出汇率的无规则大幅度波动,为金融危机频繁爆发孕育了条件。1997年东南亚金融危机就是在这种条件下爆发的。从20世纪60年代到80年代,正是风险的存在,推动着外汇交易手段和交易工具不断创新,如大额可转让定期存单、浮动利率债券和票据、货币与利率互换、远期利率协议等,这为外汇交易者规避风险提供了新的渠道。

## 五、外汇交易的种类

外汇交易的类型有许多,其中,即期外汇交易、远期外汇交易、掉期交易、套汇交易和套利交易是外汇市场上的基本交易方式,被称为传统的外汇交易方式。随着国际金融业的发展,金融工具创新层出不穷,20世纪70年代以后出现了许多新型外汇交易方式,如外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易、远期利率协议等。但是传统的外汇交易方式无论在交易总量上,还是在每笔交易的平均额上都远远超过新型外汇交易方式。

## 第二节 即期外汇交易

### 一、即期外汇交易的概念

即期外汇交易(spot exchange transaction)又称现汇交易,是指买卖双方以固定汇率成交,并在两个营业日(working day)内办理交割的外汇交易。即期外汇交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易形式。

交割日又称结算日或有效起息日(value date),是进行资金交割的日期。交割日有三种类型:

(1) 标准交割日。标准交割日是指在成交后第二个营业日交割,如果遇上非营业日,则向后递延到下一个营业日。目前,大部分的即期外汇交易采用这种方式。

(2) 隔日交割。隔日交割是指在成交后第一个营业日进行交割。某些国家由于时差的原因而采用这种方式。

(3) 当日交割。当日交割是指在成交当日进行交割。以前在香港外汇市场用美元兑换港元的交易可在成交当日进行交割。

### 二、即期外汇交易的应用

即期外汇交易是最基本的外汇交易形式,主要应用在以下几个方面:

#### 1. 银行与客户之间的即期外汇业务

银行与客户之间的即期外汇业务主要有汇出汇款、汇入汇款、出口收汇和进口付汇四种类型。

(1) 汇出汇款。汇出汇款是汇出行接受国内汇款人的委托向国外收款人支付一定金额外币的行为。有外币的汇款人委托汇出行直接汇出;无外币的汇款人则要向汇出行支付本币,兑换成外币后委托汇出行汇出。

(2) 汇入汇款。汇入汇款是汇入行接受国外汇款人的委托向国内收款人解付一定金额外币的行为。收款人收到外币后,可存入自己的外币账户,也可以将其卖给银行兑换成本币。

(3) 出口收汇。出口收汇是在信用证结算方式下,出口商根据信用证发货并取得全套单据后交银行议付货款,收回一定金额货款的行为。出口商将收回的外币货款卖给银行兑换成本币,称为银行结汇。我国的银行结汇制度规定,单位各类外汇收入按银行挂牌汇率结售给外汇指定银行。

(4) 进口付汇。进口付汇是在信用证结算方式下,进口商为取得全套单据,根据信用证规定通过银行向出口商支付一定金额货款的行为。进口商用本币向银行兑换外币,称为银行售汇。我国的银行售汇制度规定,获取经常项目下的正常对外支付用汇,可用人民币到外汇指定银行办理兑付。

银行与客户之间的交易主要是本币与外币的相互买卖,通常与国际结算、投资、借贷等对客户的服务相联系。对客户的外汇支付,银行可按照客户的要求使用电汇、信汇、票汇等方式指示国外账户行借记本行外汇结算账户来办理;对客户的外汇收入,只有在收到外国账

户行已贷记本行外汇结算账户的通知后才可给付。

## 2. 银行同业间的即期外汇业务

银行从事银行与客户之间的即期外汇交易,主要是为了获取买卖价差。在很多情况下,银行的外汇头寸是不平衡的,处在持有外汇多头或空头的状态。汇率的变动使得持有外汇多头或空头的风险极大。银行同业间的即期外汇业务主要是为了平衡外汇头寸。当某种外汇处于空头状态时,为了防止该外汇汇率上升,必须将空头部分及时补进。银行同业间相互交易,各自得到平衡。

银行同业间的交易主要是各种自由外汇之间的相互买卖,交付时使用电报、电传发文通知账户行借记本行账户、贷记对方行账户来办理交付手续。

1977年9月,环球银行金融电信协会(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT)网络正式启用。这是一个国际计算和联络网,专门用来处理银行的国际转账和结算。现在大多数国际性大银行都已加入该系统,转账交换极其迅速、安全。

## 3. 进行外汇保值、分散风险

对于从事对外贸易及其他国际经济交往的人来说,经常会面临外汇汇率变动的风险。国际贸易中商品和劳务的价格,一般以双方都能接受的货币计价。如果计价货币贬值,则在交货付款时,进口方就会获利,出口方就会因计价货币贬值而蒙受损失。为了防范外汇市场上的汇率风险,人们通常利用即期外汇交易进行外汇保值和分散风险。

例如,某进口商需在将来某日向某外国出口商支付2亿日元货款,而进口商的资金来源只有美元。市场上预期美元将对日元贬值,进口商担心美元贬值将会增加成本,则可以与银行进行即期外汇交易,以即期汇率向银行购入日元并存入银行,将来到期再支付。

又如,某公司现有100万美元的外汇头寸,根据“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”的风险分散原则,通过即期外汇交易,将一部分美元头寸转换为欧元、日元等其他币种,通过这种组合可以分散部分外汇风险。

## 4. 进行外汇投机

外汇市场上行情起伏不定,甚至暴涨暴跌,从而产生了投机的机会。投机(speculation)是根据对汇率变动的预期,有意持有外汇的多头或空头,利用汇率变动来获取利润。当预期某种货币升值时,买进该货币;当预期某种货币贬值时,抛出该货币。

## 三、即期外汇交易的报价

进行即期外汇交易的双方成交时所使用的汇率称为即期汇率,它是买卖双方成交当天确定下来的市场汇率而不是交割日当天的市场汇率。外汇银行作为外汇交易的一方(买方或卖方),每天都要对外报价。按国际惯例,任何一家外汇银行对外报价后,只要有询价者(客户)愿意按此报价进行交易,该银行必须承担按其报价买进或卖出一定数额的外汇的义务,而不管做这笔交易对银行本身是否有利。因此,即期汇率实际上就是被客户确定了某外汇银行的报价。

外汇银行对外报价一般采用“双档报价”,即同时报出买入价和卖出价。例如,法兰克福某银行报出欧元对美元的汇率  $EUR/USD = 1.0122 \sim 1.0152$ ,这表示该银行愿意以



EUR1=USD1.015 2 的价格买入美元,而以 EUR1=USD1.012 2 的价格卖出美元。由于外汇市场上的交易者对每天各种货币汇率的基本水平都非常熟悉,因此,银行报价时一般不报全价,而是报出小数点后面的最后两位数,如上例中的 EUR/USD=1.012 2~1.015 2,其报价只报“22~52”点。

在国际外汇市场上,绝大多数的外汇交易都是其他货币对美元的交易,因此,通常的报价也只报出其他货币对美元的汇率而不直接报出其他货币之间的汇率。而市场上有一部分外汇交易是在非美元货币之间进行的,这时就必须使用套算汇率,套算率可以从两种非美元货币分别与美元的即期汇率中求出。如果 USD/HKD=7.7980/95, EUR/USD=1.0910/30,则  $EUR/HKD=(EUR/USD) \times (USD/HKD) = (1.0910 \times 7.7980) / (1.0930 \times 7.7995) = 8.5076 / 8.5249$ 。

#### 四、即期外汇交易的计算

外汇头寸(exchange position)经常被用来描述外汇交易的资金情况。某一种货币多头或超买,是指当天买入货币比卖出多;某一种货币空头或超卖,是指当天卖出货币比买入多。

**【例 4-1】** 客户 A 某月某日即期外汇交易的情况如下(都是欧元对美元的交易):

- (1) 买入 EUR 2 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.089 2;
- (2) 卖出 EUR 2 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.089 8;
- (3) 买入 EUR 3 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.088 7;
- (4) 买入 EUR 1 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.088 6;
- (5) 买入 EUR 1 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.088 5;
- (6) 卖出 EUR 3 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.089 0;
- (7) 卖出 EUR 1 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.088 9;
- (8) 买入 EUR 1 000 000, 汇率为 EUR/USD=1.088 8。

收盘汇率为 EUR/USD=1.0887/89。请问:

- (1) 客户 A 在收盘时的实际头寸是多少?
- (2) 头寸的盈亏情况如何?

**解** (1) 客户 A 在当天的外汇交易的头寸情况如表 4-2 所示。

表 4-2 客户 A 在当天的外汇交易的头寸情况

序 号	欧 元		汇 率	美 元	
	买 入	卖 出		买 入	卖 出
(1)	2 000 000		1.089 2		2 178 400
(2)		2 000 000	1.089 8	2 179 600	
(3)	3 000 000		1.088 7		3 266 100
(4)	1 000 000		1.088 6		1 088 600
(5)	1 000 000		1.088 5		1 088 500

续表

序 号	欧 元		汇 率	美 元	
	买 入	卖 出		买 入	卖 出
(6)		3 000 000	1.089 0	3 267 000	
(7)		1 000 000	1.088 9	1 088 900	
(8)	1 000 000		1.088 8		1 088 800
合 计	8 000 000	6 000 000		6 535 500	8 710 400

当天收盘时的实际头寸为：多头 2 000 000 欧元，空头 2 174 900 美元。

(2) 解法一：

根据收盘汇率，客户 A 买入 2 174 900 美元，需要支付：

$$2\,174\,900 \div 1.088\,7 = 1\,997\,704 \text{ 欧元}$$

以欧元计价的赢利为：

$$2\,000\,000 - 1\,997\,704 = 2\,296 \text{ 欧元}$$

解法二：

根据收盘汇率，客户 A 卖出 2 000 000 欧元，可以得到：

$$2\,000\,000 \times 1.088\,7 = 2\,177\,400 \text{ 美元}$$

以美元计价的赢利为：

$$2\,177\,400 - 2\,174\,900 = 2\,500 \text{ 美元}$$



## 资料卡

### 即期外汇交易程序

一笔完整的交易往往包括四个步骤：询价(asking)、报价(quotation)、成交(done)及证实(confirmation)。询价是交易的起点，指一个银行向另一个银行询问某种外汇交易的汇率。询价行无须开始就向对方表明自己是以买者身份还是卖者身份来询价，在一定程度上身份的选择取决于对方的报价。当银行接到对方询价后，可以给出报价。报价指一个银行向另一个银行表示按某种汇率进行外汇交易的意愿，它对报价行具有法律约束力。鉴于外汇市场上的汇率波动频繁，报价行要求询价行迅速对报价作出答复，否则报价行取消报价或重新报价。若询价行认为对方的报价可以接受，便可使交易转入成交阶段。成交后，报价行需要对询价行的接受予以确认，确认币种、金额、汇率、起息日等，并说明交割货币所解入的银行及账户。

通过路透交易机达成的外汇交易，交易对话在打印纸上的记录可以作为交易契约，不需要进一步通过电传确认。如果交易借助于电话进行，则需要通过电传再次确认。在成交结束后，交易双方需要在相应的表格上作记录，并在交割日办理货币交付。

交易员们为了节省时间常使用简语或行话。例如，买入可用 Bid、Buy、Pay、Taking、Mine，卖出可用 Offer、Sell、Giving、Yours 等，买进 200 万美元，可表示为 Two Mine。外汇交易员在报价时需要根据市场条件和自身情况，在赢利机会和竞争力之间

取得平衡:既要提供富有竞争力的报价来吸引交易,又要通过报价来保护自己,在承担风险的同时获取相应的赢利。具体可见以下典型的即期交易对话。

询价方:Calling spot USD/HKD for please? (请问即期美元对港元报什么价?)

报价方:47/57.

询价方:Mine USD 3 或 Buy USD 3. (我买进 300 万美元。)

报价方:Ok,done. At 7.795 7 we sell USD 3 against HKD value 20/11/03, HKD please to XYZ Bank New York A/C No. 123321. (好的,成交。我卖给你们 300 万美元买进港元,汇率为 7.795 7,起息日 2003 年 11 月 20 日。我们的港元请付至纽约 XYZ 银行,账号为 123321。)

询价方:USD to ABC Bank Hong Kong A/C No. 456789, thank you. (我们的美元请付至香港的 ABC 银行,账号为 456789,谢谢。)

### 第三节 远期外汇交易

#### 一、远期外汇交易的概念

远期外汇交易(forward exchange transaction)又称期汇交易,是指交易双方在成交后并不立即办理交割,而是事先约定币种、金额、汇率、交割时间等交易条件,到期才进行实际交割的外汇交易。

远期外汇交易与即期外汇交易的根本区别在于交割日不同。凡是交割日在成交两个营业日以后的外汇交易均属于远期外汇交易。远期外汇交易一般有 1 月期、2 月期、3 月期、6 月期、1 年等数种,发生最多的是 3 月期的远期外汇交易。

远期外汇交易的交割日分两步确定:先确定这笔交易的标准即期交割日,然后在即期交割日基础上加上远期期限。原则上,交割日的确定是按月累加的。例如,在 6 月 28 日星期一成交的即期交割日是 6 月 30 日星期三,则 6 月 28 日星期一成交的 1 月期、3 月期和 6 月期的远期外汇交易的交割日分别为 7 月 30 日、9 月 30 日和 12 月 30 日。如果遇到节假日或非营业日,则将交割日递延到下一个营业日。



#### 资料卡

#### “做多”和“做空”的含义

当预测某种外汇汇率将要下跌时,采用“先卖后买”的方法,先用现价卖出一定数额该种外汇,过一段时间,外汇汇率下跌了,及时补进相同数额的该种外汇,赢得其中的差价,这种高价卖出、低价买进的交易活动,称为“做空”,也称“卖空”;当预测某种外汇汇率将要上升时,采用“先买后卖”的方法,先用现价买进一定数额的该种外汇,过一段时间,外汇汇率果然上升了,及时抛出相同数额的该种外汇,赢得其中的差价,这种低价买进、高价卖出的交易活动,称为“做多”,也称“买空”。

## 二、远期汇率的报价

在实际的外汇交易中,银行远期汇率也采用双向报价方式。根据国际惯例,通常有两种远期汇率报价方式:直接报价和远期差价报价。

### 1. 直接报价

直接报价(outright rate)与即期汇率报价相同,即直接将各种不同交割期限的远期外汇的买入价与卖出价表示出来。这种方法通常用于银行对一般客户的报价上,日本、瑞士等国银行同业之间的远期外汇交易也采用这一报价方法。一般来说,考虑到汇率风险,远期外汇的买卖价差要大于即期外汇的买卖价差。以英镑对美元的汇率为例,某日即期汇率为 $GBP1 = USD1.6410/20$ ,1月期的远期汇率为 $1.6380/400$ ,2月期的远期汇率为 $1.6350/70$ ,3月期的远期汇率为 $1.6330/50$ 。英镑的即期外汇买卖价差为10点,而远期外汇的买卖价差则有20点之多。

### 2. 远期差价报价

远期差价(forward margin)报价以远期汇率比即期汇率高或低若干点来表示。这种报价方法为英、美、德、法等国所采用。远期汇率与即期汇率之间存在的差价被称为远期差价,远期差价有升水、贴水、平价三种。升水表示远期汇率比即期汇率高,贴水表示远期汇率比即期汇率低,平价表示远期汇率与即期汇率相同。

汇率标价方法不同,通过远期差价来计算远期汇率的原则也不同。在直接标价法下,如果远期差价为升水,则远期汇率=即期汇率+升水;如果远期差价为贴水,则远期汇率=即期汇率-贴水。在间接标价法下,如果远期差价为升水,则远期汇率=即期汇率-升水;如果远期差价为贴水,则远期汇率=即期汇率+贴水。

仍以英镑对美元的汇率为例,如果纽约的银行报出的即期汇率为 $GBP1 = USD1.6410/20$ ,则是采用了直接标价法。前一数字为英镑的买入价,后一数字为英镑的卖出价。对于英镑3月期的远期汇率,纽约的银行也可以采用“贴水80/70”的办法报出。如果报价是由伦敦的银行报出的美元买卖价,则是采用了间接标价法。前一数字为美元的卖出价,后一数字为美元的买入价。对于美元3月期的远期汇率,伦敦的银行也可以用“升水80/70”的方法报出。在这两种情况下,远期汇率的计算过程和结果都是相同的。

$$\begin{array}{r} GBP1 = USD1.6410/20 \\ - \quad \quad \quad 80/70 \\ \hline GBP1 = USD1.6330/50 \end{array}$$

银行标出的即期汇率的顺序都是前小后大,而远期差价两个数值的关系不外乎是前小后大或前大后小两种。在计算远期汇率时,如果无法判断是直接标价法还是间接标价法,或没有指明是升水还是贴水,可按以下方法进行计算:如果远期差价前小后大,则远期汇率=即期汇率+远期差价;如果远期差价前大后小,则远期汇率=即期汇率-远期差价。

如果要检验通过远期差价计算出的远期汇率是否正确,一方面要看远期汇率是否仍然保持前小后大的顺序,另一方面要看远期汇率买卖价差是否大于即期汇率买卖价差。远期汇率买卖价差之所以会大于即期汇率买卖价差,是因为远期交易包含时间因素,承担的交易风险较大。

在外汇市场上,两种非美元货币的远期汇率通常要经过套算求出,套算出的汇率称为远

期套算汇率。远期套算汇率的计算方法与即期套算汇率相似。计算的第一步是根据两种货币对美元的即期汇率和升贴水点数,求出远期汇率;然后,再根据不同的报价方式,将两种远期汇率交叉相除或同边相乘,求出远期套算汇率。

### 三、远期外汇交易的种类

#### 1. 根据交割日划分

根据交割日的不同,可把远期外汇交易分为规则交割日交易和不规则交割日交易。

规则交割日交易指的是远期期限为1个月的整数倍的交易。常见的有1月期、2月期、3月期和6月期的交易。不规则交割日交易指的是远期期限不是1个月的整数倍的交易,如远期33天交割的交易或指定某月某日交割的非整月倍数的交易等,也称零星交易。

#### 2. 根据交割日的确定方法划分

根据交割日确定方法的不同,可把远期外汇交易分为固定交割日交易和选择交割日交易。

固定交割日交易即交易双方商定某一确定的日期作为外汇买卖履行的交割日,这类交易的外汇交割日既不能提前,也不能推迟。例如,2008年6月15日,某德国进口商需在3个月(9月15日)对外支付美元,德国进口商与A银行签订了一项购买美元的3个月期的固定交割日远期外汇合约,则到了9月15日,按约定的汇率,A银行交付美元,德国进口商交付欧元。如果有一方延迟交割,则另一方可向其收取滞付费。

选择交割日交易通常称为择期交易,是指外汇买卖双方签订远期合约时,事先确定交易的货币、金额、汇率和期限,但交割可在这一期限内选择一日进行的一种远期外汇交易方式。在上例中,如果德国进口商并不能确定贸易合同中的付款日在3个月内的哪一天,则可与银行签订3个月的择期远期合同,交割日可以是6月16日至9月15日期间的任何一个营业日。

由于在择期交易中,客户有权选择约定期限内的任何一天交割,而银行处于被动地位,因此,银行一般选择从择期开始到结束期间最有利于银行(不利于客户)的汇率作为择期交易的汇率。银行的通常做法是,首先计算出约定期限内第一天和最后一天的远期汇率,然后根据客户的交易方向从中选取对银行最为有利的报价。

**【例 4-2】** 假设即期汇率为  $\text{USD/AUD} = 1.3260/70$ , 2个月的远期差价点数为  $132/145$ , 3个月的远期差价点数为  $156/172$ 。请计算报价银行2个月至3个月的任选交割日的远期汇率。

**解** 择期内第一天的远期汇率,即2个月交割的远期汇率为:

$$1.3260/70 + 0.0132/145 = 1.3392/415$$

择期内最后一天的远期汇率,即3个月交割的远期汇率为:

$$1.3260/70 + 0.0156/172 = 1.3416/42$$

选择对银行有利的报价。根据以上分析,银行买入美元(基准货币)时,可供选择的汇率有1.3392和1.3416,选择1.3392对银行更有利。银行卖出美元时,可供选择的汇率有1.3415和1.3442,而选择1.3442对银行更有利。于是,2个月至3个月美元兑换澳元的择期远期交易,银行的双向报价为1.3392/442。

通过例 4-2, 不难归纳出: 在择期远期交易中采取直接标价法, 如果远期外汇升水, 银行将择期第一天的远期汇率作为买入汇率, 而将择期最后一天的远期汇率作为卖出汇率; 如果远期外汇贴水, 银行将择期第一天的远期汇率作为卖出汇率, 而将择期最后一天的远期汇率作为买入汇率。

#### 四、远期外汇交易的应用

采用远期外汇交易的方式, 可以在成交日将未来交割的汇率予以事先确定, 因此, 远期外汇交易可以被进出口商、外汇银行等用来进行套期保值或投机。

##### (一) 保值性远期外汇交易

保值性远期外汇交易是指交易者在已知未来远期外汇头寸的情况下, 利用远期外汇交易对未来的外汇头寸进行抛补, 从而发挥保值的作用。

在浮动汇率制下, 汇率经常会波动, 而在国际贸易中进出口商从签订贸易合同到执行合同、收付货款通常需要经过一段相当长的时间, 在此期间进出口商可能因汇率的变动遭受损失。因此, 进出口商可以通过与外汇银行进行远期外汇交易进行保值。

**【例 4-3】** 某年 3 月 12 日, 外汇市场上的即期汇率为 USD/JPY=111.06/20, 3 个月远期差价点数为 30/40。假定当天某日本进口商从美国进口价值 100 万美元的机器设备, 需在 3 个月后支付美元。日本进口商预测 3 个月后(6 月 12 日)美元将升值(日元对美元贬值)到 USD/JPY=112.02/18。但是, 日本进口商不采取即期将日元兑换成美元并在 3 个月后支付的方式。在其预期准确的情况下, 试问:

(1) 如果日本进口商不采取保值措施, 则 6 月 12 日需支付多少日元?

(2) 日本进口商采用远期外汇交易进行保值时, 避免的损失为多少?

**解** (1) 如果日本进口商不采取保值措施, 则 6 月 12 日按当日即期汇率买入美元时, 需支付:

$$1 \times 10^6 \times 112.18 = 1.1218 \times 10^8 \text{ 日元}$$

(2) 如果日本进口商采取保值措施, 即在签订进货合同的同时, 与银行签订 3 个月的远期协议, 约定在 3 个月后的 6 月 12 日买入 100 万美元, 则 3 个月的远期汇率为:

$$111.06/20 + 0.30/40 = 111.36/60$$

6 月 12 日, 日本进口商按远期汇率买入美元时, 需支付:

$$1 \times 10^6 \times 111.60 = 1.116 \times 10^8 \text{ 日元}$$

因此, 日本进口商进行远期交易时, 避免的损失为:

$$1.1218 \times 10^8 - 1.116 \times 10^8 = 5.8 \times 10^5 \text{ 日元}$$

对未来有外汇支出(空头)的进口商而言, 可以通过与银行签订买入外汇的远期合约, 即通过与银行交易制造远期外汇多头来对已知的外汇空头进行抛补, 对未来外汇的本币计值支出进行保值。同样, 对未来有外汇收入(多头)的出口商而言, 可以通过与银行签订卖出外汇(制造空头)的远期合约, 对未来外汇的本币计值收入进行保值, 从而规避外汇风险。类似地, 对持有净外汇债权或债务的资金借贷者而言, 汇率的不利变动也会引起以本币计值收入的减少或成本的增加, 因此, 进行远期外汇交易也是一种可选择的规避外汇风险的方式。

同即期交易一样, 外汇银行与客户进行远期交易后, 难免会出现远期外汇的超买或超

卖,因此,外汇银行就处于汇率变动的风险之中。为避免外汇风险,外汇银行对不同期限、不同货币头寸的盈缺要进行抛补,以求外汇头寸平衡。

**【例 4-4】** 某日英镑对瑞士法郎的即期汇率为  $\text{GBP/CHF}=13.750/70$ ,6 个月的远期汇率为  $13.800/20$ ,伦敦某银行存在外汇敞口,6 个月期的瑞士法郎超卖 200 万。如果 6 个月后瑞士法郎交割日的即期汇率为  $\text{GBP/CHF}=13.725/50$ ,那么,该行听任外汇敞口存在,其盈亏状况怎样?

**解** 该行按 6 个月后的即期汇率买进瑞士法郎,需支付:

$$2 \times 10^6 \div 13.750 = 1.4545 \times 10^5 \text{ 英镑}$$

银行履行 6 个月期的远期合约,将会获得:

$$2 \times 10^6 \div 13.800 = 1.4493 \times 10^5 \text{ 英镑}$$

因此,银行如果听任外汇敞口存在,将会亏损:

$$1.4545 \times 10^5 - 1.4493 \times 10^5 = 520 \text{ 英镑}$$

由此可见,客户与银行之间的远期外汇交易使外汇风险转移到了银行身上。如果银行不愿承担这种外汇风险,可将超卖部分的远期外汇买入,将超买部分的远期外汇卖出。在本例中,该银行可以再买入 200 万瑞士法郎的 6 个月远期外汇,以平衡瑞士法郎头寸,规避外汇风险。

例 4-3 中,日本进口商利用远期外汇交易来“锁定”未来外汇支出的本币成本;例 4-4 中,伦敦银行利用远期外汇交易来平衡其已有的外汇头寸。这两种方式都是利用远期外汇交易来规避外汇风险,从而进行保值。上述两个例子列举的是进行远期外汇交易而为交易者避免损失的情况。但是,进行远期外汇交易也可能会带来相对的损失,这取决于未来的即期汇率与远期汇率的差距是否有利于交易方。例 4-3 中,如果日本进口商的预期不准确,3 个月后日本进口商购入美元的即期汇率低于远期汇率 111.60 时,则日本进口商通过远期交易进行保值反而会亏损。同样,例 4-4 中,如果该行 6 个月后买进瑞士法郎的即期汇率高于远期汇率 13.800 时,银行进行远期外汇交易反而会亏损。因此,远期外汇交易在用来规避外汇风险时的特点是:能将未来的货币支出成本或收益提前“锁定”,而不一定能令交易者避免外汇损失。

## (二) 投机性远期外汇交易

投机性远期外汇交易是指投机者基于预期而主动在远期创造外汇头寸以谋利。利用远期外汇交易进行投机有买空和卖空两种基本形式。

买空是指投机者在预期某种货币的未来即期汇率将会高于远期汇率的基础上所进行的单纯买入该种货币远期的交易。如果投机者预期准确,即交割日的即期汇率高于双方协定的远期汇率,投机者会获得买空收益。但是,如果预期不准确,投机者就会遭受损失。

**【例 4-5】** 某英国投机商预期 3 个月后英镑对日元有可能大幅度下跌至  $\text{GBP/JPY}=180.00/20$ 。当时英镑 3 个月远期汇率为  $\text{GBP/JPY}=190.00/10$ 。如果预期准确,不考虑其他费用,该投机商买入 3 个月远期 1 亿日元,可获得多少投机利润?

**分析:**英国投机商预期 3 个月后日元的即期汇率将高于现在日元 3 个月的远期汇率,可以做买空 3 个月日元远期的交易。如果预期准确,在 3 个月后按远期合约购入日元后再到即期市场上出售,即可获得差价收入。

**解** 为履行远期合约,3 个月后该英国投机商为买入 1 亿日元,需支付:

$$1 \times 10^8 \div 190.00 = 5.263 \times 10^5 \text{ 英镑}$$

3 个月后英国投机商在即期市场上卖掉 1 亿日元,可获得:

$$1 \times 10^8 \div 180.20 = 5.549 \times 10^5 \text{ 英镑}$$

英国投机商通过买空可获利:

$$5.549 \times 10^5 - 5.263 \times 10^5 = 2.86 \times 10^4 \text{ 英镑}$$

由此可见,英国投机商买入 3 个月远期 1 亿日元,可获利约 2.86 万英镑。

卖空与买空是相对的,是指投机者在预期某种货币的未来即期汇率将会低于远期汇率的基础上所进行的单纯卖出该种货币远期的交易。如果投机者预期准确,即交割日的即期汇率低于双方协定的远期汇率,投机者将获得卖空收益。但是,如果预期不准确,投机者则会遭受损失。

**【例 4-6】** 某加拿大投机商预期 6 个月后美元对加元有可能大幅度下跌至 USD/CAD=1.3570/90,当时美元 6 个月远期汇率为 USD/CAD=1.3680/90。如果预期准确,不考虑其他费用,该投机商进行 300 万美元的远期卖空交易,可获得多少投机利润?

分析:投机商预期 6 个月后美元的即期汇率将低于现在美元 6 个月的远期汇率,可以做卖空 6 个月美元远期的交易。如果预期准确,在 6 个月后即期市场上购入美元后再按远期合约出售美元,即可获得差价收入。

**解** 6 个月后投机商按即期汇率买入 300 万美元,需支付:

$$3 \times 10^6 \times 1.3590 = 4.077 \times 10^6 \text{ 加元}$$

6 个月后投机商履行远期合约卖出 300 万美元,可获得:

$$3 \times 10^6 \times 1.3680 = 4.104 \times 10^6 \text{ 加元}$$

投机商通过卖空可获利:

$$4.104 \times 10^6 - 4.077 \times 10^6 = 2.7 \times 10^4 \text{ 加元}$$

由此可见,该加拿大投机商进行 300 万美元的远期卖空交易,可获利约 2.7 万加元。

在例 4-5 中,投机者利用预期进行买空时,如果预期准确,投机者买空的规模越大,其获利也越多。但是如果预期不够准确,只要 3 个月后英镑对日元的即期汇率仍低于远期汇率 190.00(即日元对英镑的即期汇率比远期汇率高),投机者仍可获利,只不过获利比预期准确的情况下要少。如果预期很不准确,3 个月后英镑对日元的即期汇率高于远期汇率 190.00(日元对英镑的即期汇率比远期汇率低),投机者将会蒙受损失。在例 4-6 中,投机者利用预期进行卖空时,如果预期准确,投机者卖空的规模越大,其获利也越多。但是如果预期不够准确,只要 6 个月后美元对加元的即期汇率仍低于远期汇率 1.3680,投机者仍可获利,只不过获利比预期准确的情况下要少。如果预期很不准确,6 个月后美元对加元的即期汇率高于远期汇率 1.3680,投机者将会蒙受损失。

可见,同为保值而进行的远期外汇交易一样,投机性的远期外汇交易是否能获得投机收益,取决于未来的即期汇率与远期汇率的差距是否有利于交易方。对于某种远期货币的买入方来说,如果未来的即期汇率高于远期汇率,则避免了损失(带来投机收益);反之,则有损失。而对于某种远期货币的卖出方来说,损益状况恰好相反:如果未来的即期汇率低于远期汇率,则避免了损失(带来投机收益);反之,则有损失。对于同种货币远期外汇交易的买卖双方来说,买方的收益(或损失)等于卖方的损失(或收益)。



## 第四节 其他外汇交易

外汇市场上除即期外汇交易与远期外汇交易两种主要外汇交易方式之外,经常使用的还有掉期交易、套汇交易、套利交易、外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易和远期利率协议等外汇交易方式。

### 一、掉期交易

#### (一) 掉期交易的概念

掉期交易(swap transaction)是指买入某日交割的甲种货币,卖出乙种货币的同时,卖出在另一交割日金额相等的甲种货币,买入乙种货币的外汇交易。也就是说,掉期交易就是两笔货币金额相等、方向相反、期限不同的外汇交易。

掉期交易主要用于套期保值,规避外汇风险。掉期交易也可用于货币转换,即从甲货币转换为乙货币,然后从套期保值的角度出发,再从乙货币转换回到甲货币,从而满足客户对不同货币资金的需求。掉期交易与一般套期保值的不同之处主要有以下几点:

- (1) 掉期交易改变的并不是交易者手中持有的外汇数额,只是交易者所持货币的期限。
- (2) 掉期交易中强调买入和卖出的同时性。
- (3) 掉期交易绝大部分是针对同一对手进行的。

进行掉期交易的主要目的是轧平各货币因到期日不同而造成的资金缺口,所以掉期交易是资金调度的工具。

#### (二) 掉期交易的交易方式

根据交割日的不同,掉期交易可分为三种交易方式:即期对远期的掉期交易、即期对即期的掉期交易和远期对远期的掉期交易。

##### 1. 即期对远期的掉期交易

即期对远期的掉期交易(spot-forward swaps)是指买进或卖出一笔现汇的同时,卖出或买进一笔期汇的掉期交易,是最常见的掉期交易方式。在国际外汇交易市场上,常见的即期对远期的掉期交易有以下几种类型:

- (1) 即期对次日(S/N, spot/next):自即期交割日算起,至下一个营业日为止的掉期交易。
- (2) 即期对一周(S/W, spot/week):自即期交割日算起,为期一周的掉期交易。
- (3) 即期对整数月:如1个月、2个月、3个月等,自即期交割日算起,为期1个月、2个月或3个月的掉期交易。

##### 2. 即期对即期的掉期交易

即期对即期的掉期交易(spot-spot swaps)由当天交割或第二天交割和标准即期外汇交易组成,用于银行调整短期头寸和资金缺口。常见的这一类型的掉期交易有:

- (1) 隔夜交易(O/N, over-night):前一个交割日是交易日当天,后一个交割日是第二天,即交易日后的第一个工作日。

(2) 隔日交易(T/N, tom-next):前一个交割日是第二天,即交易日后的第一个工作日,后一个交割日是交易日后的第二个工作日。

隔夜交易和隔日交易的时间跨度虽然都是一个交易日,但它们的第一个交割日和第二个交割日却都是不同的。

### 3. 远期对远期的掉期交易

远期对远期的掉期交易(forward-forward swaps)是指对不同交割期限的远期外汇双方做货币、金额相同而方向相反的两个交易。进一步开展远期对远期的掉期交易,其好处是可以利用有利的汇率机会。银行在承做远期对远期的掉期交易时,通常会将它拆为两个即期对远期的掉期交易,而真正的远期对远期的掉期交易在国际市场上较为少见。

## 二、套汇交易

世界各地的外汇市场是密切联系的,各个市场的汇率通常也十分接近。但有时在不同的外汇市场上,外汇汇率在很短暂的时间内,会因为种种原因而出现较大的差异,从而引起外汇买卖者追逐外汇差价的活动,这就是套汇活动。在世界各地,套汇活动非常普遍。

### (一) 套汇交易的概念和条件

#### 1. 套汇交易的概念

套汇交易(arbitrage transaction)是指投机者在同一时间、不同地点,两种相同货币汇率出现差异时,以低价买入某种货币的同时,再以高价卖出该种货币,即采用贱买贵卖的方式,以谋取利润的一种外汇交易。套汇交易具有很大的投机性。

在各个不同的外汇市场上,在信息交流不充分的条件下,不同货币的汇率可能会因外汇供求或其他关系的变动,出现不一致的情况。在这种情况下,套汇者利用贱买贵卖的方式,大量套汇,就可获取丰厚的利润。套汇的结果是汇率低的市场供不应求,原本较低的货币汇率上涨,汇率高的市场供过于求,原本较高的货币汇率下降,从而使不同外汇市场的汇率差异很快消失。现在各外汇市场大都采用互联网技术,由于信息传递的速度相当快,各地同一种货币汇率的差异越来越小,而且汇率差异持续的时间越来越短,因此,套汇者很难捕捉到获取丰厚利润的时机。西方的大商业银行往往是最大的套汇投机者。

#### 2. 一般套汇交易必须具备的条件

一般套汇交易必须具备的条件有以下几点:

- (1) 在世界上不同外汇市场、同一种货币汇率出现差异。
- (2) 套汇者具备一定数量的资金,而且在主要外汇市场拥有分支机构或代理行。
- (3) 套汇者具备一定的技术或经验,能够在千变万化的市场风云中迅速作出判断,果断操作。

### (二) 套汇交易的类型

#### 1. 两角套汇

两角套汇(two point arbitrage)又称直接套汇,是指利用两个不同的外汇市场上某种货币出现的汇率差异,在一个市场上买进,在另一个市场上卖出,遵循贱买贵卖的原则,赚取套汇利润。例如,美元对日元的汇率在东京外汇市场上为  $USD1 = JPY106.26$ ,在香港外汇市

场上为  $USD1=JPY106.86$ , 美元在香港贵, 在东京便宜。这样, 套汇者在东京以日元买进美元, 同时在香港卖出美元买进日元。这样, 他在两地套汇后, 每 1 美元就可获得 0.60 日元的套汇利润。

当然, 套汇业务要花费电传、佣金等费用, 因此, 套汇的利润必须大于套汇费用, 否则套汇者就无利可图。上述套汇活动可以一直进行下去, 直到两地美元与日元的汇率差距消失为止。然后又产生新的汇率差异, 套汇者再进行新的套汇活动。

**【例 4-7】** 某天, 香港一位银行交易员发现在同一时间, 香港和纽约外汇市场美元对港元的汇率有差异: 香港外汇市场的汇率为  $USD/HKD=7.8079/86$ , 纽约外汇市场的汇率为  $USD/HKD=7.8023/33$ 。如果套汇者迅速借入 100 万美元套汇, 在香港市场上兑换港元, 然后在纽约市场再兑换为美元, 他可以获得多少收益?

提示: 针对这种套汇题, 首先应观察两个市场是何种标价方法, 找出不同外汇市场上的买入价和卖出价; 其次要观察同一种买入价和卖出价有无差异, 如有就可以抓住机会套汇。

**解** 在香港市场, 100 万美元可兑换:

$$1\,000\,000 \times 7.8079 = 7\,807\,900 \text{ 港元}$$

在纽约市场, 用 7 807 900 港元可兑换:

$$7\,807\,900 \div 7.8033 = 1\,000\,589.5 \text{ 美元}$$

因此, 该套汇者可获利:

$$1\,000\,589.5 - 1\,000\,000 = 589.5 \text{ 美元}$$

又如, 在同一时间内, 某交易者观察到两家银行英镑对美元的报价分别为:

A 银行:  $GBP/USD=1.4620/25$

B 银行:  $GBP/USD=1.4630/35$

显然, 前者(A 银行)的英镑卖出价低于后者(B 银行)的买入价。根据贱买贵卖的原则, 该交易者同时与两家银行做交易, 按照 1.4625 的价格从前者买入英镑, 按照 1.4630 的价格向后者卖出英镑, 结果每英镑获得 5 个点的收益, 而且没有承担汇率风险。如果交易金额为 10 万美元, 该交易者将获得  $50(100\,000 \times 0.0005)$  美元的无风险收益。

在上面的例子中, 套汇者都属于询价方, 作为报价方来说, 套汇的机会和空间更大。例如, 某银行英镑对美元汇率的报价为  $GBP/USD=1.4620/25$ , 上述报价银行应对手要求, 按照 1.4620 的价格用 146 200 ( $100\,000 \times 1.4620$ ) 美元买入 10 万英镑, 只要该银行同时观察到其他银行的买入价高于 1.4620 (而不是询价方的 1.4625), 就存在套汇机会。

假设有一家银行的报价为  $GBP/USD=1.4630/35$ , 上述报价银行就可按照 1.4630 的价格卖出英镑, 买入 146 300 美元。同样 10 万英镑的交易, 作为报价银行的套汇者将获得  $100(146\,300 - 146\,200)$  美元的无风险收益。

## 2. 三角套汇

三角套汇(three point arbitrage)也叫间接套汇, 是指利用同一时间至少三个外汇市场上的汇率差异, 进行贱买贵卖, 从中赚取套汇利润。判断是否存在三角套汇的机会, 要比判断是否存在两角套汇的机会复杂得多, 需要计算套算汇率。首先要根据其中两个汇率计算套算汇率, 然后与观察到的市场汇率相比, 这时判断方法和两角套汇相同。

三角套汇的原则包括:

(1) 将三个外汇市场报出的买入价与卖出价, 都变为中间价;

(2) 将三个市场不同标价方法的汇率均转换成同一标价法(直接标价法或间接标价法均可)来表示,将基准货币均统一为1;

(3) 将三个市场标价货币的汇率值相乘,如乘积为1,说明三地汇率无差异,没有套汇机会,如果乘积不为1,则存在套汇机会;

(4) 套算不同市场的汇率比价,确定套汇路线。

**【例 4-8】** 在某一时间点,各外汇市场的银行报价如下:

伦敦市场:  $\text{GBP}1 = \text{CHF}1.643\ 5/85$

苏黎世市场:  $\text{SGD}1 = \text{CHF}0.282\ 7/56$

新加坡市场:  $\text{GBP}1 = \text{SGD}5.664\ 0/80$

试问:在这三个外汇市场有无套汇机会? 如果存在套汇机会,则如何套汇? 套汇毛利是多少?

**解** (1) 先求出三个外汇市场的中间价。

伦敦市场:  $\text{GBP}1 = \text{CHF}1.646\ 0$

苏黎世市场:  $\text{SGD}1 = \text{CHF}0.284\ 2$

新加坡市场:  $\text{GBP}1 = \text{SGD}5.666\ 0$

(2) 将不同标价法均转换成同一标价法——直接标价法。

伦敦市场:  $\text{CHF}1 = 1 \div 1.646\ 0 = \text{GBP}0.607\ 5$

苏黎世市场:  $\text{SGD}1 = \text{CHF}0.284\ 2$

新加坡市场:  $\text{GBP}1 = \text{SGD}5.666\ 0$

(3) 将三个市场标价货币的汇率值相乘。

$0.607\ 5 \times 0.284\ 2 \times 5.666\ 0 = 0.978\ 2$

该乘积不等于1,故存在套汇机会。

(4) 套算不同市场的汇率比价,确定套汇路线。

首先,通过套算求出伦敦市场与苏黎世市场的英镑对瑞士法郎的比价及其差异。

伦敦市场:  $\text{GBP}1 = \text{CHF}1.646\ 0$

苏黎世市场:  $\text{SGD}1 = \text{CHF}0.284\ 2$

通过新加坡市场的  $\text{GBP}1 = \text{SGD}5.666\ 0$  的比价套算出苏黎世市场英镑对瑞士法郎的比价为  $1.610\ 3(5.666\ 0 \times 0.284\ 2)$ 。

这说明,伦敦市场英镑对瑞士法郎的比价  $1.646\ 0$  高于苏黎世市场英镑对瑞士法郎的比价  $1.610\ 3$ 。

其次,通过套算求出苏黎世市场与新加坡市场英镑对新加坡元的比价及其差异。

苏黎世市场:  $\text{SGD}1 = \text{CHF}0.284\ 2$

新加坡市场:  $\text{GBP}1 = \text{SGD}5.666\ 0$

通过伦敦市场  $\text{GBP}1 = \text{CHF}1.646\ 0$  的比价就可以套算出苏黎世市场英镑对新加坡元的比价为  $5.791\ 7(1.646\ 0 \div 0.284\ 2)$ 。

这说明,苏黎世市场英镑对新加坡元的比价  $5.791\ 7$  高于新加坡市场英镑对新加坡元的比价  $5.666\ 0$ 。

由此可以确定套汇路线为:伦敦—苏黎世—新加坡。

套汇者具体操作和可获利的情况是:以1英镑在伦敦市场可换得  $1.643\ 5$  瑞士法郎;然

后在苏黎世市场可换得 5.754 6(1.643 5÷0.285 6)新加坡元;最后到新加坡市场可换得 1.015 3(5.754 6÷5.668 0)英镑。

通过三角套汇,套汇者每拿出 1 英镑可获得毛利 0.015 3(1.015 3-1)英镑,如拿出 1 000 万英镑进行套汇,不考虑其他费用则可获毛利 15.3 万英镑。

### 三、套利交易

套利交易(interest arbitrage transaction)又称利息套利,是指两个不同国家的金融市场短期利率高低不同时,投资者将资金从利率低的国家调往利率高的国家,以赚取利差收益的外汇交易。根据是否对套利交易所涉及的汇率风险进行抛补,可把套利分为不抛补套利和抛补套利。

#### (一) 不抛补套利

不抛补套利又称不抵补套利(uncovered interest arbitrage),是指资金持有者把资金从利率低的国家或地区调往利率高的国家或地区,并不进行反向交易轧平头寸的一种赚取利差的活动。这种套利活动适用于汇率比较稳定的情况。

例如,某年美国货币市场上 1 年定期存款利率为 12%,英国货币市场 1 年定期存款利率为 8%。在这种情况下,英国投资者会把资金从英国调往美国,以谋取 4%(12%-8%)的利差收益。

**【例 4-9】** 假设某日伦敦市场,英镑对美元的汇率为 GBP1=USD2,一个英国投资者用 100 万英镑,按上述两国的利率进行套利,假定 1 年后汇率并未发生变化,该英国投资者将获得多少毛利?(分别计算在英国和美国的投资获利情况,然后再进行比较)

**解** 如果在英国进行投资,则可获利:

$$100 \text{ 万} \times 8\% = 8 \text{ 万英镑}$$

如果在美国投资,投资者需先按即期汇率把英镑兑换成美元,其获利为:

$$100 \text{ 万} \times 2 \times 12\% = 24 \text{ 万美元}$$

1 年后汇率没有发生变化,该英国投资者将多获利:

$$24 \text{ 万} \div 2 - 8 \text{ 万} = 4 \text{ 万英镑}$$

因此,英国投资者用英镑兑换美元在美国投资 1 年后,假设汇率没有变化,再用美元兑换英镑,进行比较后,他比在本国(英国)投资多获 4 万英镑的收益。这是假定美元与英镑汇率在这一年中保持不变情况下的结果。如果 1 年后,美元汇率大幅度下跌,跌幅超过 4%以上,套利者不但不会赚取利润,还要承担汇率下跌造成的损失。因此,在不抛补套利的情况下,投资者要承担利率高货币贬值的风险。

#### (二) 抛补套利

抛补套利又称抵补套利(covered interest arbitrage),是指把资金从利率低的国家或地区调往利率高的国家或地区进行投资的同时,为规避汇率风险,在外汇市场上卖出远期利率高货币,进行套期保值的一种活动。

例如,一个美国投资者手中有闲置资金 10 万美元,此时,美国货币市场上 1 年期利率为 5%,同时,英国货币市场上 1 年期利率为 10%,即期市场汇率为 GBP1=USD2。该投资者有两种选择:或者是在美国投资,可获得利润 5 000(100 000×5%)美元;或者是在英国投

资,将美元按汇率  $GBP1=USD2$  转换为英镑,即 50 000(100 000÷2)英镑,存入英国银行,获取较高利率。若两国汇率比较稳定,1年后该投资者可获得利润 5 000(50 000×10%)英镑,按不变汇率可兑换为 10 000(5 000×2)美元,比在美国投资可多得利润 5 000(10 000-5 000)美元。

该投资者为了防范外汇波动的风险,可在把美元兑换为英镑存入英国银行的同时,做一笔掉期业务。

假设 1 年后英镑贴水 400 点,则其远期汇率为  $GBP1=USD1.960 0(2-0.040 0)$ 。该投资者在即期外汇市场用美元兑换为英镑存入英国银行的同时,卖出 1 年期的 55 000 英镑,可得 107 800(55 000×1.960 0)美元。

1 年期满后,美国投资者可收回本息共 55 000 英镑,履行远期外汇合同,获得 107 800 美元。这样,他在一开始投资时就已确定比在本国投资可多得 2 800(107 800-100 000-5 000)美元利润,消除了汇率变动给该套利者带来的风险损失。

从上例中可以看出,如果两国存在较大的利差,套利者就会进行抛补套利,使利率高货币的即期汇率不断提高,远期汇率不断降低,贴水额变大;而利率低货币的即期汇率降低,远期汇率提高,升水额变大。这种变动会使套利收益逐渐减少,等到利差相互抵消时,套利活动即会停止。

#### 四、外汇期货交易

期货是指买卖双方约定在未来某个特定日期购买或出售的实物商品或金融凭证,故也称契约买卖。一般来说,凡是在数量、品质上能够标准化的商品,如谷物、橡胶、金属等都可成为期货商品,而难以标准化的商品,如服装、食品等,一般不能成为期货商品。

根据契约标准的不同,可把期货分为一般的商品期货和金融期货,而金融期货又包括黄金期货、股票期货、利率期货以及外汇期货等。外汇期货交易(foreign exchange futures transaction)是在 20 世纪 70 年代中期由于浮动汇率制的出现,由传统的商品期货交易发展起来的一种新型的金融期货业务。它是指在固定的期货交易所,交易双方通过公开竞价的方式买卖期货合约的一种外汇业务活动。目前,全世界有几十个国家和地区的交易所以可以进行外汇和其他金融期货交易,其中,以芝加哥国际货币市场(International Monetary Market,IMM)和伦敦国际金融期货交易所(London International Financial Futures Exchange,LIFFE)规模最大,所进行的外汇期货业务交易量占世界外汇期货交易总量的 50%以上。

##### (一) 外汇期货交易的特点

外汇期货交易是由远期外汇交易业务引申出来的,它们都是以事先约定的汇率,在未来某一特定日期进行交割的外汇业务,其交易目的都是外汇保值或投机。但是,外汇期货交易又远不同于远期外汇交易,它自身具有许多特点,主要表现在以下几个方面:

##### 1. 期货合同是标准化合同

外汇期货交易所买卖的对象并不是外汇本身,而是期货合同。对于能够进行期货交易的每种货币而言,其合同除价格外,其他如合同金额、交割月份、交割日期等都具有统一的规定。例如,在芝加哥国际货币市场上,英镑的期货合同交易单位为 2.5 万英镑;期货交易的

总额是标准合同额的倍数;交割日期具体只能在1、3、4、6、7、9、12月份的第三个星期三。因此,期货合同是标准化合同。而远期外汇交易一般对交易数量、交割期限等无统一规定,买卖双方可自由议定。

## 2. 保证金制

凡在交易所进行期货交易的客户,都必须缴纳规定比例的保证金,一般为合约金额的5%~15%,由期货清算所掌握。而所有的期货合同都是与清算所之间的交易,因此,客户不必担心交易的另一方违约。而远期外汇交易一般不收保证金,买卖双方交易时完全根据双方的信用进行,因而风险也大大增加。

## 3. 清算所制

期货交易都有固定的交易场所,交易所都设有清算所,外汇期货交易每天由清算所结算盈亏,获利可以提走,而亏损超过最低保证金时,应及时通知交易人补充或退出交易。而远期外汇交易可以在任何地点发生,通过电话或电传即可完成。

## 4. 日内限价制

外汇期货交易是在交易所内公开喊价,以竞价的方式成交。为避免由于人为因素导致短期内期货价格暴涨暴跌,出现市场失控,交易所对期货交易的外币都规定当日的价格波动的最低限额和最高限额,只要价格达到限额,交易即告终止。而远期外汇交易是以双方协商的价格交易,一般无限额规定。

## 5. 外汇期货合同以对冲为主

外汇期货合同最后进行了实际交割的只占合同总数的1%~3%,其余绝大部分期货合同都是在合同到期之前通过买卖相反的合同予以冲销,只需交割价格涨落差。如果在到期日前没有相反的合同冲销,则称为未结清权益,到期才需以合同的数量实际交割,但所占比重极小。而远期外汇交易往往只能在合同规定的日期按合同数量进行实物交割,很少能以冲销。

## (二) 外汇期货交易的基本操作原理

外汇期货交易的参加者主要有套期保值者和投机者。

### 1. 套期保值者的基本操作原理

当套期保值者将要发生预期的货币收付时,为了避免收付货币汇率变动造成损失,他们预先买入或卖出该货币期货,等到将来实际收付时,再进行一笔同数量同交割期的反向期货买卖,冲销原来的期货合同,即如开始为买进(或卖出),则到期之前卖出(或买进),从而赚取期货交易的好处,利用期货交易的赢利来补偿或抵消现货交易中因价格变动而带来的损失,从而起到保值作用。

套期保值可分为买入套期保值和卖出套期保值。

(1) 买入套期保值。买入套期保值也称多头套期保值,是指先买入期货合约,再卖出对冲。

例如,美国某进口商与英国出口商于3月1日签订了一笔计算机交易合同,金额为25万英镑,即期汇率为 $GBP/USD=1.7525$ ,交货期为9月1日,若9月1日交货付款时英镑汇率上升,则美国进口商的进口成本会上升。为避免英镑汇率上升,该进口商买入10手(每份英

镑合约的标准金额为 2.5 万英镑)12 月份 25 万英镑期货,合约汇率 GBP/USD=1.760 0,则该进口商购买英镑期货合约需支付 44 万美元。

若 9 月 1 日英镑汇率果真上涨,GBP/USD=1.762 5。根据现货价格与期货价格的趋同性关系,12 月份的期货汇率也同步上升,假设上升为 GBP/USD=1.770 0,此时进行期货合约对冲,卖出 12 月份 10 手英镑期货,获利 2 500 $[250\ 000\times(1.770\ 0-1.760\ 0)]$ 美元,而在 9 月 1 日实际付款时,由于英镑汇率比 3 月 1 日订约时汇率上涨,所以美国进口商要多支付 2 500 $[250\ 000\times(1.762\ 5-1.752\ 5)]$ 美元。而这多支付的 2 500 美元正好与期货市场上所获收益相抵消。这里假设的是刚好抵消,而实际中则要么多抵,要么少抵,刚好抵消的情况不多。

若 9 月 1 日到期时英镑汇率没有上涨,反而下跌,则期货价格也同步下跌,此时进行对冲,会造成期货交易损失,而这一损失可通过 9 月 1 日现货交易少支付的美元数进行抵补,从而保证进口商原来匡算的进口成本不变,起到了保值作用。

(2) 卖出套期保值。卖出套期保值也称空头套期保值,是指先卖出期货合约,再买入对冲。

例如,美国某出口商向英国出口价值 10 万英镑的商品,3 月份收到货款,为防止英镑贬值,美国出口商卖出 4 手 3 月份到期的英镑期货合约。若 3 月份英镑期货合约的汇率为 GBP/USD=1.600 0,则卖出 4 手期货合约可收入 16 万美元。

若 3 月份收款时英镑汇率果真下跌,则出口商按当时的汇率兑换成美元数就会比原来匡算的要少,利润也会相应减少,而这部分损失数可通过期货市场对冲的赢利进行补偿。例如,订货时即期汇率 GBP/USD=1.577 0,3 月份到期收款时即期汇率下降为 GBP/USD=1.500 0,3 月份的期货价格也同步下跌为 GBP/USD=1.550 0,则出口商在现货市场要损失 7 700 $[100\ 000\times(1.577\ 0-1.500\ 0)]$ 美元。而在期货市场上,通过买入 4 手英镑期货对冲可赢利 5 000 $[100\ 000\times(1.600\ 0-1.550\ 0)]$ 美元,弥补了现货市场交易的损失。

反之,若到期时英镑汇率上涨,那么该进口商在期货市场就会亏损,而在现货市场上则必然赢利,两者相互弥补,仍然起到了规避风险的作用。这也说明期货交易使套期保值者在保值避险的同时丧失了获利的机会。

## 2. 投机者的基本操作原理

由于在期货市场上,只需缴纳少量的保证金和佣金即可参与外汇期货交易,因此,期货市场为投机者利用少量资金进行大规模的投机活动提供了可能。

在外汇期货市场上,投机者现在没有,将来也不一定有交易合同的货币数量,他们仅是为了获取投机利润而对汇率变动进行短期或长期的预测后,朝着对自己有利的方向进行投机交易。因此,当他们预测某种货币汇率将会下跌时,先卖出该种货币期货而“做空”,等到该货币汇率下跌,新的期货价格也下滑时,就买入同数量、同交割期的新的期货,平仓获利;同理,如果预测某种货币汇率将上涨就买入该货币期货而“做多”,等到该货币汇率上涨,新的期货价格也上扬时,就卖出同数量、同交割期的新的期货,平仓获利。

适度的投机对于期货市场是有利的,其作用主要体现在以下几个方面:

- (1) 承担了套期保值者不愿承担的风险,使保值者的外汇期货合约买卖得以顺利实现。
- (2) 投机者的介入,对外汇期货市场起着润滑剂的作用,大大促进了市场的流动性。
- (3) 促进了合理价格的形成。期货交易都是以公开喊价的方式竞价成交,如果价格低,



则买进增加,需求上升,导致最终价格提高;相反,如果价格高,则卖出增加,供给上升,导致最终价格降低。这样能使价格趋于稳定合理。

## 五、外汇期权交易

外汇期权(foreign exchange option)又称货币期权或外币期权,是指在合同规定的日期或期限内,按照事先约定的汇率购买或出售一定数量货币的权利。

期权实际上是一种选择的权利。对于购买期权合约的一方(买方)来说,在支付了一定金额的期权费之后,就获得了一定的权利。这种权利就是在一定期限内按合同规定的汇率,买进或卖出一定数量货币的权利。如果行市对其有利,他可不履行合同,也即放弃按合同规定的汇率、数量买卖某种货币,让合同自然失效,其最大损失就是付出的期权费。而对出售期权的卖方来说,其收入就是买方付出的期权费,但一旦出售了期权,就承担了交割履约的义务。

在外汇期权交易中,出售期权合约的一方称为合同签署人,一般为外汇银行;购买外汇期权合约的一方称为合同持有人,一般为企业或商业银行,统称为客户。在这种交易中,客户向外汇银行支付一定的行使选择权的费用(称为期权费或者期权价格、期权费),则外汇银行就允许其在规定的有效期内任何交割日或在合同规定的到期日按合约规定的汇率(称为协定汇率或协定价格)买进或卖出一定数量的某种外汇,而客户有选择执行合约或放弃合约让其逾期作废的权利。

### (一) 外汇期权的特点

#### 1. 期权业务下的期权费不能收回

期权的卖方一旦出售了期权就承担了汇率风险,即不论市价如何变化,只要期权的买方要求执行合约,卖方就责无旁贷,不管行市对其是否有利。因此,为了弥补卖方在汇率上可能遭受的经济损失,期权交易规定合约的买方必须向卖方支付期权费,这笔费用在期权合约成交后第二个营业日一次性付清,而且不可退回。

#### 2. 期权费费率不固定

期权费的多少取决于费率的高低,而期权费费率在实际业务中并不固定,在具体确定时需要考虑多种因素,如成交当天市场上即期汇率与期权合约中协定汇率之间的差别,期权有效期的长短,汇率的波动性等。一般来说,即期汇率与协定汇率差别越大,到期时间越长,汇率越不稳定,期权费费率就越高;反之,期权费费率就越低。

#### 3. 外汇期权是一种选择的权利,而不是义务

期权合约的买方在购买了期权后,便获得了在一定期限内执行合约的权利,如果协定汇率于己有利就执行,否则可放弃合约,所以具有较大的灵活性。它弥补了远期外汇交易和外汇期货交易必须执行合约的不足,为客户提供了防范汇率风险的更为灵活的交易方式。

外汇期权交易产生于20世纪70年代,至80年代遍及各主要国际金融中心,发展甚为迅速。目前,外汇期权交易越来越规范化,已有了标准化契约,现已成为国际金融市场上极为流行的创新金融工具之一。

## (二) 外汇期权的类型

### 1. 欧式期权和美式期权

外汇期权根据行使权利有效日的不同,可分为欧式期权和美式期权。

欧式期权(European-style option)是指期权购买方只有在期权合约期满日(到期日)到来之时才能执行其权利的期权形式,既不能提前,也不能推迟。若提前,期权出售者可拒绝履约;而若推迟,则期权将作废。

美式期权(American-style option)是指期权购买方可于合约有效期内任何一天执行其权利的期权形式。当然,超过到期日,美式期权也作废。由此可见,美式期权与欧式期权相比,在权利的执行日期上有较高的弹性。因此,美式期权的价格也较欧式期权高。

欧式期权和美式期权并没有任何地理位置上的含义,在欧洲国家的期权市场上也交易美式期权,而在美国的期权市场上也同样交易欧式期权。目前,在世界各主要的期权市场上,美式期权的交易量远大于欧式期权的交易量。不难看出,相对于欧式期权来说,买进美式期权后,持有者可在期权有效期内根据市场行情的变动和自己的实际需要比较灵活而主动地选择有利的履约时间;相反,对期权出售者来说,美式期权比欧式期权使他承担着更大的风险,他必须随时为履约做好准备。就目前来说,美式期权因具有更大的灵活性,故发展相对迅速。

### 2. 看涨期权和看跌期权

外汇期权从期权买方买入或卖出某种货币的角度,可以分为看涨期权和看跌期权。

看涨期权(call option)又称买入期权、买进期权或买权,是指外汇期权的买方在合约的有效期内,有权按协定汇率买入一定数量某种货币的权利。当客户预测某种外汇的汇率要上涨时,便会购买看涨期权。如果将来的外汇汇率果真上升,并且高于合约中的协定汇率,客户(期权买方)可要求执行合约,即按照协定汇率买进一定数量的外汇;如果将来的外汇汇率低于合约中的协定汇率,客户可不执行合约。例如,某客户按协定汇率 USD/JPY=112 购买了一定数量美元外汇的看涨期权,如在合约到期前美元汇率上升为 USD/JPY=113,则客户行使权利,买入美元,如不考虑期权费,则他要比在市场直接购买每美元少支付 1 日元。如果合约到期前美元汇率下跌为 USD/JPY=110,则他可放弃执行合约,直接在市场上购得美元。

看跌期权(put option)又称卖出期权或卖权,是指外汇期权的买方在合约的有效期内,有权按协定汇率卖出一定数量某种货币的权利。当客户预测某种外汇的汇率要下降时,便会购买看跌期权。如果将来的外汇汇率果真下降,并且低于合约中的协定汇率时,客户可要求执行合约,即按照协定汇率卖出一定数量的外汇;如果将来的外汇汇率高于合约中的协定汇率,客户可不执行合约。

如果美元与日元的协定汇率为 USD/JPY=112,若到期日市场汇率为 USD/JPY=111,则对于购买看跌期权的客户来说,应执行合约,卖出一定数量的美元,如不考虑期权费,客户每美元可比按市场价卖出多得 1 日元。若到期美元汇率变为 USD/JPY=113,则他可放弃执行合约,直接在市场上按上升了的汇率抛出美元。

## 六、互换交易

互换交易是交易双方预先约定汇率和利率等条件,在一定期限内相互交换一组资金,以

达到规避风险目的的一种交易。

外汇互换是继外汇期货、期权后创设的又一种新的金融工具,为规避中长期的汇率和利率风险提供了有力的工具,有金融市场上的“集成电路”的称誉。作为一种高效的风险管理手段,互换交易的对象可以是资产,也可以是负债;可以是本金,也可以是利息。根据交易内容的不同,可以将互换交易简单地分为货币互换和利率互换,在此基础上又产生了货币利率交叉互换、互换期权等。

货币互换是指交易双方在一定期限内将一定数量的一种货币与另一种货币进行交换,以避免各方所承担的风险,并降低成本。货币互换包括固定利率货币互换、固定利率与浮动利率货币互换和浮动利率货币互换三种情况。

利率互换与货币互换不同,它是指持有同种货币的交易双方,以协定的本金为计息基础,一方以一种利率换取另一方的另一种利率。双方仅交换利息,而不进行本金的互换。通过这种交易,当事人可将其某种利率的资产或负债换成另一种利率的资产或负债(或者相反)。交易双方的目的都在于降低借用资金的利息开支并得到自己所希望的利息支付方式(固定或浮动利率)。利率互换也需要以银行或其他金融机构为媒介进行。

利率互换交易中,双方的现金支付(付息)受事先签订的法律合约制约,而且本金不动,双方的信用风险仅被限制在从对方收到的利息总额之内,如果一方违约,另一方也可停止支付。再者,双方如果彼此对对方的信誉不放心,还可以借助信用证、抵押或其他担保方式得到额外的保护。因此,这种交易是比较安全的,而且简便易行,深受客户欢迎。

互换交易有许多优点:交易双方可利用互换交易,发挥各自的筹资优势,达到降低筹资成本的目的;在债务资产管理中,交易者可运用互换交易防范和转嫁长期利率和汇率风险;筹资者运用互换交易可比较容易地获得任何期限、币种和利率的资金;互换交易可以用来调整财务结构,使资产负债实现最佳搭配,从而达到分散风险的目的;互换交易属表外业务,它不会使企业负债增加;互换交易可以使借款人间接进入某些优惠市场,利用有利利率,降低融资成本,换取所需要的货币。

## 七、远期利率协议

远期利率协议(forward rate agreement, FRA)是指合同双方签订的对未来两种约定利率的利差进行补偿的远期协议。在远期利率协议中,作为合约双方的客户与银行或两家银行同业之间约定协议利率和作为参照利率的某个市场利率,到协议清算日时,双方按规定的协议利率、期限和本金额,由当事人一方向另一方清算支付协议利率与参照利率之间的利息差额。

远期利率协议是远期利率风险管理的金融创新工具,协议的交易双方依据各自的不同需要,在对市场利率变化趋势预测差异的基础上,通过签订远期利率协议来防范未来可能发生的利率风险。远期利率协议的买方如果预期未来期限内利率趋于上升,则可通过远期利率协议将利率水平控制在自己能承受的协议利率水平上。当未来参照利率上升超过协议利率时,协议买方即可获得协议卖方的利息差额补偿来弥补实际筹资中增加的利息成本;当未来参照利率水平下降低于协议利率时,协议买方也要将其在实际筹资中减少支出的利息费用,即参照利率低于协议利率的利息差额支付给卖方。由此,将筹资利率固定为协议利率,防范利率上升引起的筹资成本增加。反之,远期利率协议的卖方如果预期未来期限内利率

趋于下降,也可通过远期利率协议将利率水平控制在协议利率水平上,从而防范利率下跌引起的利息收入损失,锁定未来的利息收入。

远期利率协议于20世纪80年代中期产生于英国,常用于银行及金融机构之间的利率风险防范,以美元为最主要的交易币种。远期利率协议通常从 $n$ 期后开始,在 $n+m$ 期后结束,有“3对6”(3个月开始至6个月结束)、“3对9”(3个月开始至9个月结束)和“6对9”(6个月开始至9个月结束)等期限种类。当协议利率与市场参照利率存在差额时,利息差额的计算公式为:

$$\text{利息差额} = \frac{A \times (I_n - I_m) \times t \div 360}{1 + I_m \times t \div 360}$$

式中, $I_n$ 为协议利率; $I_m$ 为市场参照利率; $A$ 为合约本金金额; $t$ 为合约规定的期限。若 $I_m > I_n$ ,由合约卖出方向买入方支付利息差额;反之,若 $I_m < I_n$ ,则由合约买入方向卖出方支付利息差额。

设两家银行就3个月期100万欧洲美元贷款的利率签订“3对6”的远期利率协议,从协议签订日起算,3个月后开始,6个月后结束,约定的协议利率为8%,市场参照利率为同期限的伦敦同业拆借利率(London Interbank Offered Rate, LIBOR),合同期限为91天。合同购买方以此防范利率上涨导致的筹资成本增加的风险,合同卖出方以此规避利率下降导致的利息收入减少的风险。如果3个月后远期利率协议开始时,3个月期的LIBOR为7.5%,合同买入方需向合同卖出方支付利息差额为:

$$\frac{1\,000\,000 \times (8\% - 7.5\%) \times 91 \div 360}{1 + 7.5\% \times 91 \div 360} = 1\,240.37 \text{ 美元}$$

远期利率协议无须支付保证金,交易成本低廉,交易币种、期限和金额的选择由双方协商确定,具有较大的灵活性,满足了国际金融市场利率波动环境下的市场避险需要。

## 本章小结

外汇交易一般是通过外汇市场,以外汇银行为中心在各有关市场参与者之间进行的外汇买卖活动。外汇交易的参与者主要包括外汇银行、外汇经纪人、中央银行和客户四类。外汇银行是外汇市场的主体,中央银行是外汇市场的实际操纵者,客户是外汇市场上的直接供给者和需求者。

即期外汇交易是指买卖双方以固定汇率成交,并在两个营业日内办理交割的外汇交易。即期外汇交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易形式。即期外汇交易的报价通常采用美元标价法,并且采取“双档报价”。

远期外汇交易是指交易双方在成交后并不立即办理交割,而是事先约定币种、金额、汇率、交割时间等交易条件,到期才进行实际交割的外汇交易。远期汇率的报价通常有直接报价和远期差价报价两种方式。远期外汇交易可以被用来进行套期保值或投机。

外汇市场上除即期外汇交易与远期外汇交易两种主要外汇交易方式之外,经常使用的还有掉期交易、套汇交易、套利交易、外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易和远期利率协议等外汇交易方式。

► 复习思考题

1. 什么是外汇交易？外汇交易的目的有哪些？
2. 外汇交易主要有哪些参与者？根据参与者的不同，外汇市场可分为哪几个层次？
3. 什么是远期外汇交易？远期外汇交易可以应用在哪些方面？
4. 计算下列各货币的远期套算汇率：

(1) 即期汇率	GBP/USD=1.642 0/30
6 个月远期差价	290/280
即期汇率	AUD/USD=0.665 0/60
6 个月远期差价	75/65

设 GBP 为基准货币，计算 GBP/AUD 的 6 个月的双向汇率。

(2) 即期汇率	USD/CHF=1.254 0/50
3 个月远期差价	20/25
即期汇率	USD/HKD=7.796 0/70
3 个月远期差价	30/40

设 CHF 为基准货币，计算 CHF/HKD 的 3 个月的双向汇率。

5. 某日外汇市场的行情为：即期汇率为 USD/EUR=1.006 0/70，4 个月的远期差价点数为 30/40。美国某出口商向法国出口电子产品，与对方签订 4 个月后收款 10 万欧元的协议。若该美国出口商预计 4 个月后欧元将贬值，即期汇率变为 USD/EUR=1.104 0/50。如果不考虑其他费用，问：

- (1) 该美国出口商利用远期外汇市场进行套期保值时，4 个月后可收入多少美元？
  - (2) 如果预期正确，美国出口商进行保值与不采取保值措施相比可避免多少损失？
6. 什么是外汇期货交易？举例说明外汇期货交易如何进行套期保值和投机。

► 案例分析

巴林银行的倒闭<sup>①</sup>

一家拥有 200 多年历史的英国老牌贵族银行，顷刻间覆灭在一个自负的交易员手中，这就是发生在 1995 年的巴林银行事件。巴林银行亏损 10 多亿美元的风波震惊了全世界金融界和舆论界。

尼克·利森是巴林银行派驻新加坡的首席交易员，他曾经为巴林银行创造过辉煌的业绩。1993 年和 1994 年，新加坡期货部从日经指数和日本政府债券的期货合约交易中赚取了丰厚的利润，巴林银行的交易额翻了 8 倍，1993 年占银行总利润的 20%，1994 年前 7 个月约 3 000 万美元利润都是利森创下的。他曾被视为新加坡金融中心最大的交易行家，日经 225 期货合约市场上人人皆知的王子。骄人的成绩使利森飞扬跋扈，孤注一掷。

利森搞垮巴林银行的过程并不复杂。他是利用新加坡与大阪之间汇率的差别买进和卖

<sup>①</sup> 李宗元：《国际金融》，武汉，武汉理工大学出版社，2007：98 页。

出而赚钱的。1994年年初,利森用“巴林期货”的名字建立了一个秘密账号 88888,他用这个账号购买日经 225 股价指数的期货合约及其他品种期货合约,赌日本股市上升。但是,天有不测风云,1995年1月16日神户大地震,让日本的证券市场来了个兜底翻,股票市场持续衰落。到2月23日,股指已经下跌了1 000多点,利森所持有的期货合约巨幅贬值。

当尼克·利森1995年2月潜逃时,他已经违规在日本利率期货交易中建立了大量的短期头寸,使巴林银行购进了200亿美元或者更多的日本政府债券,在日经指数期货交易和期权交易中建立了巨额的长期头寸,日经225的股指期货就达70亿美元。新加坡的日经期货指数每日成交合约在6万张左右,以利森一个人的持有量计算,就占市场的 $\frac{1}{3}$ ~ $\frac{2}{3}$ 。股指期货交易合同的价值由构成指数的基础股票的市场表现来决定,若股价指数上升,期货合约就升值;若股价指数下降,期货合约就贬值。由于尼克·利森和整个市场大势对着干,方向完全相反,这样按照巴林银行所持有的头寸,股指每下跌1%,巴林银行就亏损7 000万美元。

1995年3月4日,巴林银行在新加坡国际货币交易所的所有仓位被对冲,巴林银行在日本股票和利率上的交易亏损约为13亿美元。最后,荷兰国际集团收购了巴林银行。

金融交易是最无情、最无道德可言的。一个经纪人的操作失误可以导致一个有200多年历史的跨国金融机构的倒闭,引起人们普遍的震惊和深思。

### 讨论题

1. 巴林银行事件暴露了银行业的哪些问题?
2. 结合本案例,谈谈在进行外汇交易时应该注意哪些问题。