

美國之外匯市場

于政長譯
三民書局印

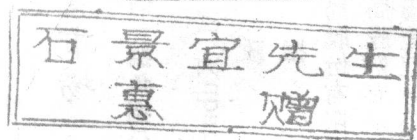
831.126
831

S005718

美國之外匯市場

✓
Roger M. Kubarych 原著
于 政 長 譯

學歷：國立中興大學企業管理學系畢業
現職：中央銀行外匯局主任



三民書局印行

中華民國六十八年七月初版

◎ 美國之外匯市場

基本本價
捌角捌分

版權

原著者 Roger M. Kubarych

所有

譯者于政長

罪

發行人 劉振強

精

出版者 三民書局股份有限公司

~~~~~

印刷所 三民書局股份有限公司

臺北市重慶南路一段六十一號  
郵政劃撥九九九八號

## 原 序

美元在外匯市場中的價值，對我們日常經濟生活，——對我們買進貨物並支付價格，在某種情況下，對我們的工作，我們國家政策的方向——有日漸增加的含義。然而，外匯及各國貨幣交易的市場，常有一種神秘的氣氛，看起來，含有除職業交易員之外，任何人都不十分瞭解的神秘藝術。

紐約聯邦準備銀行 (The Federal Reserve Bank of New York) 很早即試圖驅散此種神秘性，對外匯市場予以清晰，易為一般大眾所接受的說明。為達成此項目的，該行於一九五九年出版 Alan R. Holmes 編著之紐約外匯市場 (The New York Foreign Exchange Market) 一書，並於一九六五年，由 Mr. Holmes 及 Francis H. Schott 加以修訂。

但近年來世界貨幣市場，反映並適應了世界經濟關係引人注目的擴張與轉變，其本身也發生深遠的改變，特別是，美元對其他主要貨幣的匯率，不再固定於法定「平價」(parity) 左右的狹小範圍內，而且交易額及參與機構的數目，均有極大的擴張。

因此，一本最近的外匯指南確有需要，不僅要解釋

市場如何運行，以及銀行如何操作的技術，而且要簡述外匯率變動與一般經濟的重大關聯。甚至書名也有必要改變，以反映全美國銀行日漸增加積極參與外匯市場。

整個新書的作者 Roger M. Kubarych，在理論上及實務上，都非常有資格去寫有關外匯的書。他是一個有修養的經濟學者，曾在紐約聯邦準備銀行外匯交易檯工作數年之久。目前是國際經濟研究部門的主管。

美國之外匯市場 (Foreign Exchange Markets in the United States) 係為廣泛之讀者——學生，經濟學家，銀行家，涉及對外貿易及支付者，以及那些讀報或聽新聞而需要瞭解背景的人——而寫。竊以為，即使對市場業者而言，將亦有裨益。對本行及外匯市場中，曾先閱覽過原稿而在實質上及體裁上提供有用建議的諸先生，謹致謝忱。因為他們的建議，對 Mr. Kubarych 所寫本書的可讀性及正確性，很有助益。

總裁 Paul A. Volcker

一九七八年八月於紐約市

## 自序

自美國紐約聯邦準備銀行於一九五九年出版，並於一九六五年修訂「紐約之外匯市場」(The New York Foreign Exchange Market)一書以來，由於其對外匯市場之意義及操作有深入而淺出的分析，遂成為外匯市場之研究及訓練所不可或缺的用書，惟自該書修訂迄今已逾十年，部份內容已不盡切合實際，是其美中不足。

茲紐約聯邦準備銀行亦鑒於近年來世界貨幣市場發生重大改變，且紐約以外的銀行亦積極參與外匯市場，遂於一九七八年重編該書並易名為「美國之外匯市場」(Foreign Exchange Markets in the United States)，內容切實而更為充實。

目前我國初建外匯市場，各界對外匯之意義及其操作尚乏瞭解。譯者深信「美國之外匯市場」一書，對讀者會有裨益，爰經譯出以供參考。本書譯文承中央銀行外匯局副局長邱教授正雄細心校閱，至為銘感。惟譯者才疏學淺，容或仍有舛誤，尚希讀者不吝指正。

于 政 長 敬 識

民國六十八年五月

## 外匯市場實務之最新資料

美國之外匯市場(Foreign Exchange Markets in the United States)一書，在甫行印就而墨汁未乾之時，參與美國外匯市場的銀行及經紀人，已引進某些外匯實務的改變。內中若干技術上的改變，係自一九七八年九月一日起生效，其他將可逐漸實施。

爲使讀者儘可能獲得最新的資料，茲就技術上的改變，與本書所述一九七八年中期尚屬有效的相關程序，一併簡述如次：

一、紐約外匯經紀人計劃以歐洲方式或每美元之外幣單位數，報出歐洲貨幣、日圓及幾個其他貨幣，以取代美國方式或每單位外幣之美元美分數。在從前，只有少數幾種貨幣，例如墨西哥皮索，通常係以歐洲方式報價。對某些貨幣報價，特別是英鎊及加元，仍將繼續以美國方式表示。（請參閱本書第14頁）

二、紐約外匯經紀人有意接受國外銀行對外幣的買價與賣價。如此將擴大美國外匯經紀人的國際空間，且對美國銀行與外國銀行做生意又添了另一種選擇的方式。在歐洲，許久以來外匯經紀業務跨越國界，已司空見慣。

三、美國銀行已擴大國內外直接交易的範圍，他們也開始經由其他國家的經紀人媒介交易。（請參閱本書第10-16頁）

四、外匯經紀人將其服務所收取的佣金，計算方式已有改變。外幣的買方及賣方各支付佣金的半數。從前，係由賣方一方支付。（請參閱本書第14頁）

五、紐約及多倫多商品交易所也在考慮，循芝加哥國際貨幣市場之

## 2 外匯市場實務之最新資料

營運方式，辦理外匯期貨交易。（請參閱本書第24-25頁）

此外，銀行間及銀行與企業顧客間交易關係，也在醞釀其他改變。交易環境繼續改變的現象，將很可能會持續一段時間。

Roger M. Kubarych

一九七八年九月

# 緒 言

自從一九六五年 Alan Holmes 及 Francis Schott 所著紐約外匯市場 (The New York Foreign Exchange Market) 一書刊行以來，世界貨幣市場已發生重大改變。

彼時，國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 的大部份會員國，維持其貨幣以黃金或以黃金含量的美元表示的固定而可調整的平價 (Fixed but adjustable par value)。各國保證干預外匯市場，以限制其匯率波動不超出平價上下 1% 之範圍。美國履行其在基金協定條款下之承諾，隨時準備在外國貨幣當局要求下，以每盎司三十五美元的固定價格，買入或賣出黃金。

在一九七〇年代早期，這些所謂布列頓森林體制 (Bretton Woods System) 的協議，已被放棄。取而代之者，演變成爲一個混合的國際貨幣制度。主要工業國家的貨幣，一般允許對美元浮動，沒有任何支持特定匯率水準或範圍的官方承諾，但有不同程度的干預，以影響交易狀況或匯率之變動。某些國家選擇維持其匯率在固定之範圍內，而對美元集體浮動。協議之一爲歐洲的「蛇」 (Snake)，其會員國同意將其匯率維持在較狹小的範圍內。其他國家，特別是開發中世界，決定非正式地釘住一個主要貨幣，如美元、英鎊、法國法郎或西德馬克是。還有其他國家試圖限制其貨幣對一組貨幣加數平均值之匯率變動。這些不同的方式，都爲修改之貨幣基金協定條款所認可。該項修改之協定條款，係於一九七六年元月在牙買加核准，並自一九七八年四月一日起生效。

世界主要貨幣所採「管理的浮動」 (Managed Floating) 制度的演

進，對外匯市場帶來很大的挑戰。在一九七三年三月浮動匯率時代開始以前，匯率每日變動通常不大。交易員面對的主要風險，是平價間斷的調整。有時，其升值或貶值會使市場大吃一驚。但時常却是在國際收支發生基本明顯地不平衡後才發生的。無論如何，現在較大而且突然的匯率變動，在每日、每月、或更久，已司空見慣。外匯交易員完成一個交易後，任何時間都會曝露在匯率逆轉的重大風險內——即使立即試圖消除其風險的曝露(Exposure)，也在所難免。由於風險日增，交易環境已經歷重大轉變，雖然交易技術並未改變多少。

外匯市場如其他國際金融市場一樣，在過去十幾年中，受到世界貿易及投資非常成長的影響。在一九六五年，所有世界進口貿易總額為三千五百億美元；至一九七七年，暴漲六倍多，總額已超過二萬億美元。近如一九七〇年，主要多國籍銀行國際聯貸總額為五十億美元；至一九七七年，新的融資已擴張八倍，超過四百億美元。在一九六〇年代中期，歐洲美元市場(Eurodollar market)<sup>①</sup> 尚在形成階段，總負債估計約一百十億美元；至一九七七年底，歐洲美元總債務估計約四千億美元，增大三十五倍。十年前，在歐洲市場(Euromarkets)，其他主要貨幣幾乎不存在；而現在，則幾乎所有主要貨幣均有其外在貨幣市場(External money markets)。

此種發展，使國際金融市場密切結合的趨勢，更為加強。其結果之一，是外匯市場間資金流動能量增加。外匯市場一般已能吸納大規模的國際性資金流動。但決定資金由一種貨幣轉變為另一種貨幣，有時仍會

---

①歐洲美元(Eurodollar)係指在美國以外的銀行，以美元為單位的存款。大的國際銀行在需要獲得或投資額外的美元資金時，即借入或貸出此項存款餘額。其處理借入及貸出的市場，稱為歐洲美元市場(Eurodollar market)。

擾亂正常交易，並觸發一段市場紊亂的時期。

美國外匯市場也分享了全世界貨幣交易的驚人成長。市場參與者的數目，包括銀行及其企業顧客、成交額，以及辦理交易的人員，均有擴張。依照一九七七年四月，紐約聯邦準備銀行的調查，四十四家銀行機構抽查交易總額——所有賣出及買入的數額——該月份已超過一千億美元，亦即每營業日超過五十億美元。在美國已有一百餘家銀行機構，其外匯交易額已大得可按照一九七三年美國國會通過的法案，應對美國財政部填報其外匯活動的統計報告。北美外匯交易人員協會（FOREX Association of North America），外匯交易員的職業性機構，其會員人數，在一九七八年初已超過五百人，為十年前之兩倍。

本書之目的，在協助促進一般大眾瞭解外匯的基本內容及外匯市場發生的變化。第一章研討外匯市場的基礎——其結構，交易方式及交割的方法。第二章仔細觀察商業銀行的外匯交易廳——其組織，管理階層對操作及風險的控制，以及銀行間所採行的不同交易方法。最後一章重點在探討協助決定匯率以及匯率變動動力的經濟因素。

作者對許多曾提供意見，指導及批評的外匯專家，謹致謝忱。在紐約聯邦準備銀行的國外部，包括 Scott Pardee, Gretchen Greene, Tom Barman, Peter Skorpil, Bob Sleeper, 特別是 Mike Sabloff。在研究部門，包括 Peter Fousek, Steve Clarke, 以及許多其他的人。聯邦理事會（Federal Reserve Board）的 Mike Dooley 及 Ralph Smith 曾提供有益的意見。華爾街上摩根信託銀行（Morgan Guaranty Trust Co.）的 John Arnold, 華友銀行（Chemical Bank）的 David Bodner 以及信孚銀行（Bankers Trust Co.）的 Hans Hunsch, 曾毫不吝嗇地提供其時間及獨特的經驗。但如尚有任何舛誤，應全由作者負責。特別感謝本行公共資訊部的 Dick Hoenig, Abigail Cantwell 以及 Ann Rubing 使本書得以發行。最後感謝 Alan Holmes 的鼓勵並為本書奠定基礎。

# 美國之外匯市場 目次

原 序

自 序

## 外匯市場實務之最新資料

緒 言

### 第一章 市場之基礎

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、外匯與支付機能·····       | 1  |
| 二、商業銀行的任務·····       | 2  |
| 三、世界市場與國家市場·····     | 4  |
| 四、交易方式：現滙、期滙與對沖····· | 5  |
| 五、銀行間市場之交易·····      | 10 |
| 六、中央銀行的任務·····       | 17 |
| 七、交易的通貨·····         | 21 |
| 八、外滙之期貨交易市場·····     | 24 |

### 第二章 商業銀行的交易功能

|                   |    |
|-------------------|----|
| 一、外滙風險的意義與控制····· | 28 |
| 二、如何決定交易之決策·····  | 37 |

## 2 目 次

|                |    |
|----------------|----|
| 三、外匯結算的機能..... | 45 |
| 四、外匯盈虧之計算..... | 48 |

## 第三章 滙率如何決定

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、國際收支原理.....        | 54 |
| 二、預期在決定滙率中之作用.....   | 56 |
| 三、外滙市場中滙率的動態.....    | 57 |
| 四、中央銀行之干預與滙率之決定..... | 59 |
| 五、現滙與期滙滙率的共同決定.....  | 61 |
| 六、利率平價.....          | 64 |
| 七、滙率與經濟.....         | 65 |

# 第一章

## 市場之基礎——定義， 機構，及技術

### 一、外匯與支付機能

外匯(Foreign Exchange)對不同的人來說，有其不同的意義。大部份美國人，做為一個出國觀光者時，會遭逢外匯問題。他們在銀行，旅館或商店，以美元滙票或旅行支票兌換當地貨幣以支付費用。一個出國旅行的人，也可使用國際上認識的信用卡在國外付款。由信用卡公司來處理當地貨幣的支付，並轉換為美元記在旅行者每月的帳單上。許多美國人對國外親友餽贈，或直接自另外國家訂購貨物付款。他們常利用在大部份商業銀行可買到的外國貨幣滙票。這些各種各樣的外匯零售交易，就各別來說，金額都不大，而且不是經常發生的，但就整體來說却很重

要。

因國際貿易及投資所發生的外匯交易，經常都是金額很大，而且重複發生。每天，出口商與進口商，經營國際業務的企業，許多國家的公用事業、中央銀行、國際及區域性官方機構，以及各式各樣的金融機構，

在其活動中，收進或支付種種的外國貨幣。對他們來說，外匯是以另外國家貨幣為單位的銀行存款，而不是另外國家發行的銀行鈔票。他們藉交換銀行存款來買賣外匯。

外匯交易，不論大額或小量，都很相似。即每個都是簡單的以一國貨幣交換另一國貨幣。外匯匯率 (Foreign Exchange Rate)，簡單地說，就是一國貨幣以另外國家貨幣表示的價格。另外還有一個共同的特徵，企業及個人，通常不是為買賣貨幣本身而買賣，而是在買賣別的事情——一項產品、服務或金融性資產——的過程中，買賣外國貨幣。自此項意義來說，外匯交易在基本上是支付機能 (Payments mechanism) 的一部份。

因為外匯交易是支付機能的一部份，所以個人及企業，習慣上找商業銀行將外匯收入兌換為本國貨幣，或取得外國貨幣以應支付需要。一個需要外國貨幣的進口商，可試着去找一個出售剛好等額外匯的出口商，但一定不方便，而且所費不貲。一個在幾個國家設有分支機構的大規模國際性企業，內部可活用外匯餘額，而且在對銀行的外匯交易上可以節省。但是這種做法，需要在複雜的資訊制度上大量投資。經由商業銀行處理外匯交易是否方便，經常是有決定性的。

## 二、商業銀行的任務

大部份商業銀行均裝置設備處理其顧客之外匯交易，以作為一種金融服務。但對大部份美國銀行來說，貨幣交易不是一個重要活動，外匯交易並非常有。這些銀行依賴美國貨幣市場中心的通匯銀行來履行其訂單。

美國的大半外匯交易，是由相當少數的貨幣中心銀行來經營的。事

實上，所有的紐約大銀行都積極從事買賣外匯業務。芝加哥、舊金山、洛杉磯、波士頓、底特律、費城，以及幾個其他大城市的主要銀行，也都經由總行，還有在紐約及他處的附屬機構，積極經營。許多銀行在倫敦、法蘭克福、蘇黎世、香港及新加坡等地之分行，維持設施以襄助其廣泛之交易業務。另外，大多主要外國銀行，在紐約或其他美國城市設立分支機構。最近幾年，尤有增加。設立這些分支機構的主要目的，在利用美國國內貨幣市場，但其中有許多亦積極買賣外匯，通常，特別着重其本國貨幣。當然，其母銀行 (Parent banks) 在其總行及其他分行所在地，也有積極買賣外匯業務。

所有這些銀行，都準備為其商業顧客，通匯銀行，並且也為其本身機構的國際金融活動，買入或賣出外國通貨餘額 (Foreign currency balances)。但另外，許多銀行還成為一種或多種貨幣之「市場做成者」 (Market makers)。因此，每個都隨時準備與其他做成市場的銀行交易。他們一起的交易活動，有助於將每日成千上萬的交易所無法避免不發生的暫時性超額供給或需求，予以軋平。市場做成者在提供此項功能時，經常要繼續不斷地買進及賣出各種貨幣。在一日的某些時間，銀行可能還要為平衡其與企業及通匯銀行間外匯交易的流量而買賣外匯。但市場做成者經常是置身於市場中，而不管其本身當時外匯業務差額的狀況。

上述業務操作，係職業性銀行間外匯市場 (Interbank market) 的精髓<sup>②</sup>。在這個市場裏，整個外匯供給與需求互相會合，外匯匯率也由這個市場決定。在美國積極買賣外匯的一百多個銀行機構中，可列為市場做成者，還不到五十個。

<sup>②</sup>在這裏，「職業性」 (professionals) 並不就是指交易量大。銀行交易員對主要的企業顧客，也可履行大宗交易比經由銀行間市場的交易大好幾倍，而且不至於使匯率趨向於逆轉。詳見第二章。

### 三、世界市場與國家市場

銀行可做全世界外匯市場的做者。只要政府規定許可，交易關係存在時，在一國的一個銀行，幾乎可與任何地方的另一銀行交易。從這個意義上來說，他們構成一個全球性市場。銀行間藉電信設備相連結可立即通訊，而使此種「櫃臺交易」(Over-the-counter)的市場，就像電話或電傳電報(Telex)機器一樣密切。因為外匯是支付機能中不可缺少的一部份，所以本地銀行與國內貨幣市場密切接近會受益。通常在買賣其本國貨幣時，他們居於優勢地位。例如，以美元買賣英鎊，倫敦的銀行間最為活躍。同樣地，瑞士法郎的重要市場在蘇黎世，日圓的重要市場在東京。但當地的優勢並非絕對的。所以，美元與瑞士法郎的交易在倫敦很活躍，美元與英鎊的交易在蘇黎世很活躍。而且，紐約銀行與倫敦、德國或瑞士銀行買賣所有主要貨幣，正如他們與其他紐約銀行交易一樣頻繁。

外匯係在一個二十四小時市場中交易。一日中任何時間，世界某地的銀行，譬如，就以馬克買賣美元。遠東的銀行，包括主要美國及歐洲銀行的分行在內，大約在大部份舊金山銀行交易員回家吃晚餐的時候，開始在香港、新加坡及東京買賣外匯。當遠東市場關閉以後，中東金融中心已進行交易幾個小時，而歐洲市場則剛開始營業。一些紐約大銀行一早就開始營業，以縮短與歐洲間五、六個小時的時差。在八時左右，紐約銀行開始充分營業時，倫敦及法蘭克福則正是午餐時間。為完成此世界圓周，美國西海岸的銀行也延伸了「正常營業時間」，使得一方面可與紐約或歐洲銀行交易，另一方面又可與香港、新加坡及東京銀行交易。