

國際外匯市場

劉邦海 著



台北國際商學出版社發行

國際外匯市場

劉邦海 著



台北國際商學出版社

作者簡介：劉邦海

現任：中央銀行外匯局。

經歷：曾赴歐洲實地研究銀行及外匯業務。

著作：「歐洲貨幣制度與歐洲通貨單位」、「國際債券市場」及「黃金期貨市場」等書。

本書由台北國際商學出版社授
權香港地區港青出版社發行。

版權所有・翻印必究

國際外匯市場

著者：劉邦海

發行人：廖雪鳳

發行所：台北國際商學出版社、香港港青出版社

地址：台北市金山南路二段138號二樓

電話：(02) 3952248・3962195

郵撥：第10600010號 本社帳戶

登記證：行政院新聞局局版台業字第3648號

印刷所：雨利美術印刷公司

地址：臺北市延平北路三段1巷5號

中華民國77年8月25日 初版

定價：150元

自序

近年來世界各國大力推行經濟自由化與國際化之政策，因而使得國際外匯市場的交易更為活絡，加以通訊技術的發展，與全球通訊網的連結，使世界各國能以極低的交易成本，在國際外匯市場上進行外匯交易，因而創造一個範圍廣泛的聯合市場，進而使國際外匯市場成為全球性的單一市場。而國際外匯市場連結的結果，更使此市場與全球的債券及股票市場緊密連結。因此，一九八七年十月的股市崩盤，已導致國際外匯市場的更加不安定。

我國在國際外匯市場動盪不安的環境下，大幅度放寬外匯管制。而國人在國內投資機會不足，游資極為豐沛的情況下，乃紛紛進行國際投資，以有效疏導國內龐大游資並分散投資風險。因此，伴隨國際貿易及國際投資而產生的外匯交易之重要性與日俱增，因而「外匯」與「投資」已成為熱門話題，但坊間書刊以「外匯操作」為主題之論述雖多，而以整體觀念去探討該市場之過去、現在和未來展望者，則付諸闕如。筆者任職外匯局十餘年，由於工作上的關係，必須經常閱讀有關外匯的書刊和雜誌，而從理論和實務的經驗中，深深體認到外匯操作技術上的探討，固然可為業者賺取利潤，但以整體性的考量，亦不可偏廢，乃不揣鄙陋，將個人對該市場之觀察與研究結果，及多年實務工作經驗之心得，編成本書，希冀能對於從事國際貿易之業者、國際投資人

1988/10

2 自序

士、銀行從業人員及對國際外匯市場有興趣之學生等具有參考價值。

外匯自由化之後，國人運用資金的範圍，已由國內金融市場，擴大至國際金融市場，而在利用國際金融市場時，最先接觸到的就是國際外匯市場，尤其是以外幣進行投資的行為，更需將匯率因素列入報酬率之計算中，因此本書對於國際外匯市場的可能發展，及其因應之道，有頗為深入之探討。

因個人對國際金融業務具有濃厚的興趣，而且深感國際金融對我國的重要性，將與日俱增，故數年來經常挑燈夜戰，將國際金融新知筆之成書，先後完成「歐洲貨幣制度與歐洲通貨單位」、「國際債券市場」及「金融期貨市場」三書，並於財團法人金融人員研究訓練中心出版。個人對本書所投入之精力，雖較以上三書為多，而且亦較滿意，但筆者才疏學淺，自知謬誤仍在所難免，尚祈賢達先進不吝指正，而本書於編撰期間，承蒙涂鳳美小姐協助蒐集資料，陳淑治小姐熱心參與校稿，以及各位長官和同事的不斷指導，這些都是筆者所衷心感激的。

劉邦海 謹識

民國七十七年七月

對外滙市場的探討，本書涵蓋面較廣，不僅詳述外滙滙率因素的操作之道，更深入探討有關該市場之過去、現在和未來展望，與因應之道。

外滙自由化之後，國人運用資金的範圍已由國內擴大到國際金融市場，因而外滙交易之重要性與日俱增，如何將滙率列入投資報酬之計算，本書中有詳盡論述。

凡從事國際貿易之業者、國際投資、銀行從業員及對國際外滙市場有興趣之大專學生等。本書具有研讀參考價值。

目次

第一章	國際外匯市場的歷史回顧	1
第一節	布列敦森林制度的興起與崩潰	2
第二節	中央銀行對外匯市場的干預	13
第三節	國際協調干預時代的來臨	23
第二章	國際外匯市場之外匯交易與操作	31
第一節	外匯交易	32
第二節	外匯市場的型態	38
第三節	外匯操作	43
第三章	遠期外匯與利率平價理論	51
第一節	遠期外匯	51
第二節	利率平價理論	58
第三節	二元通貨債券與遠期外匯之關係	65
第四章	外匯期貨	69
第一節	外匯期貨的意義	70
第二節	外匯期貨之交易	73
第三節	外匯期貨之功用	79

2 目錄

第四節	外匯期貨與外匯市場·····	82
第五章	外幣選擇權·····	87
第一節	外幣選擇權契約·····	89
第二節	外幣選擇權之交易策略·····	91
第三節	外幣選擇權價格的決定·····	93
第四節	期貨與選擇權之發展趨勢·····	95
第六章	國際主要外匯市場簡介·····	99
第一節	法蘭克福外匯市場·····	99
第二節	東京外匯市場·····	104
第三節	倫敦及紐約外匯市場·····	110
第七章	國際外匯市場之展望·····	115
第一節	國際貨幣制度的改革及其對國際外匯市場 的影響·····	115
第二節	匯率的變動及其因應·····	121
第三節	國際外匯市場的可能發展·····	131
	主要參考資料·····	137
附錄一	管理外匯條例·····	139

第一章

國際外匯市場的歷史回顧

國際外匯市場（ international foreign exchange market ）之運作，深受國際貨幣制度（ international monetary system ）之支配，故在探討國際外匯市場之前，先說明國際貨幣制度。所謂國際貨幣制度係指規範國與國間金融關係（ financial relations ）的有關法規、規定及協議之全部架構（ framework ），其功能是在促使生產與分配的基本經濟過程，儘可能順利而有效地運行。所以亞當·斯密（ Adam Smith ）把國際貨幣制度稱為「偉大的輪子」（ great wheel ），輪子的運轉如果順利而永不停息，則國際貨幣關係就會非常融洽。在這種狀態之下，不僅國與國間的財貨與勞務、資本、勞力，甚至於觀念，均可自由流通，也沒有必要爲了國際收支（ balance of payments ）的理由，去實施直接管制。（註①）

國際貨幣制度的三大問題

評估國際貨幣制度是否理想的三大標準是流動力（ liquidity ）、信心（ confidence ）與調整（ adjustment ）。流動力是指國際貨幣準備的總和，國際流動力的創造有其利益，亦有其代價，各國之間對於創造流動力的利益與代價之分配常有衝突和爭執，其中爭執的焦點在於貨幣稅（ seigniorage ），它本來是指貨幣

2 國際外匯市場

的鑄造成本及其與貨幣的交換價值之間的差額，時至今日，它則代表發行任何一種貨幣，包括國際貨幣所能獲得的利潤，尤其是到了美元本位制（dollar standard）時，因為國際貨幣的發行，幾無成本可言，貨幣稅的收入極為可觀，其分配更成為各國爭執的焦點。

若某種通貨的持有者對於該種通貨失去信心，就會把那種資產轉換成別種資產，因此就有信心危機的發生。至於調整之問題，當一國的國際收支失衡時，則必須透過變動所得、相對價格或匯率的方式，予以調整，但每個國家只關心本身的調整成本，並不考慮到整個世界所須付出的成本。因此逆差國家不願忍受失業，順差國家不願接受通貨膨脹，甚至於以政治理由，要求對手國家先行採取措施，以恢復對外收支的平衡。（註②）

綜觀國際外匯市場多年來之運作情形，可謂幾乎是籠罩在以上三大問題的陰影下進行的，本章即以此三大問題為經，而以國際外匯市場所發生的問題為緯，探討其歷史背景，並從昔日的措施中，尋找出以往的作為對今日及將來的可能影響。

第一節 布列敦森林制度的興起與崩潰

布列敦森林制度的建立

一九三〇年代的經濟大恐慌，使得國際間的商業貿易、外匯交易及國際間借貸銳減，同盟國於一九四四年在布列敦森林（

Bretton Woods) 召開國際貨幣及金融會議，因而使得戰後金融制度得以重建。與會者認為同盟國雖贏得第一次世界大戰，但對「和平」處置不當，因而戰後不久又發生第二次世界大戰。彼等威信如能為未來的和平作進一步之規劃，則可避免大戰再起，於是四十四國簽署布列敦森林協定 (Bretton Woods Agreement)，其要點有六：(註⑤)

一、建立國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF)，以融資外匯給外匯短缺的國家，惟此等國家需實施 IMF 所決定的經濟政策，方能取得融資。

二、指定美元和英鎊為準備通貨 (reserve currency)，其他各國均以美元和英鎊保有外匯準備。

三、根據各國當時經濟實際狀況，以及可預見的未來之情況為依據，為每一會員國建立貨幣平價 (par value)，而且各國須維持幣值於平價上下各 1 % 的範圍以內。惟實務上因主要的準備通貨為美元，故其他通貨均釘住 (peg) 美元，美國同意向其他貨幣當局以每盎司三十五美元之價格買賣黃金，以清算國際金融交易，因此美元釘住黃金，而其他通貨之平價亦間接釘住黃金。

四、會員國只當該國之國際收支 (balance of payments) 呈現基本的不平衡 (fundamental disequilibrium) 時，方得經基金之核准而調整平價，故 IMF 係以可調整的固定 (adjustable peg) 匯率制度為基礎。

五、在戰後過渡時期之後，各通貨須成為可兌換的 (convertible) 通貨，亦即可自由買賣外國通貨，而且外匯管制須逐步

4 國際外匯市場

撤除，同時各國爲了確保其通貨價值在平價上下各 1 % 的範圍以內，各國貨幣當局須保有美元準備，以干預外匯市場。

六、會員國須交付黃金及本國通貨予 IMF，方能成爲會員國，其交付予基金之配額（quota），決定於會員國之大小及資源的多寡，配額中的 25 % 以黃金繳付，而 75 % 以本國通貨支付。

匯率及金價的維持

在外匯及黃金均可自由買賣之情況下，想維持其價格於固定之水準，是件相當困難之事，例如美國欲維持每盎司黃金價格於 35 美元之水準，則當黃金市價高於 35 美元時，美國貨幣當局須以 35 美元之價格，無限制賣出黃金；反之，若黃金市價低於 35 美元時，則美國貨幣當局須以 35 美元之價格無限制買入黃金。同理，各國貨幣當局爲穩定其通貨與美元之匯率，亦須握有大量的美元與本國通貨，俾進場干預（intervention）以維持本國通貨之對外價值。

布列敦森林協定既已要求各會員國儘速恢復各國通貨之可兌換性，故在沒有政府管制之環境下，經由買賣雙方的自由交易，自然產生外匯市場。但事實上由於政府訂定外匯官價及實施外匯管制的結果，易於導致通貨市場價值偏離政府宣布之官價的情況，因而產生外匯黑市（black market or parallel market），此爲不合法的外匯交易。

馬歇爾計劃與歐洲復興

美國國務卿馬歇爾有鑒於戰後歐洲經濟之窘困，主張提供大量美援以扶助歐洲之復興，進而對抗共黨之擴張，乃於一九四七年實施馬歇爾計劃（Marshall Plan）（註④），此計劃對於一九五〇年代歐洲各國之美元缺乏（dollar shortage），或更切確的說法，應是資本缺乏（capital shortage），當有裨益，惟其援助總額僅佔歐洲生產毛額（GNP）的 4%，或僅佔歐洲各國所收到硬勢通貨（hard currency）（註⑤）總額的 40% 而已，因此歐洲各國除了接受美援之外，亦受美國之鼓勵，在歐洲內部實施貿易自由化，結果於一九五二年成立歐洲煤鋼共同體（European Coal and Steel Community）並於一九五八年成立歐洲經濟共同體（European Economic Community, EEC, 俗稱歐洲共同市場）（註⑥）及歐洲原子能共同體（European Atomic Energy Community）。

美國官方鼓勵歐洲國家擴展出口至美元地區，並以部分盈餘作為外匯準備，因此到了一九五〇年代末期，歐洲地區已有足夠的美元準備可用來進行國際貿易，並且維持本國通貨之平價，所以經常帳（current account）逐漸開放管制。

美元限制與歐洲美元的產生

歐洲經濟復興的結果，美元短缺的問題已迎刃而解，同時使得歐洲各國有足夠的美元作籌碼，來進行外匯市場干預。當時歐

6 國際外匯市場

洲各國之通貨，除馬克之外，均可輕易維持均衡的平價（註❶）。歐洲各國貨幣當局所握存的美元不斷增加的結果，若將之與美國黃金存量相比，則易於體認到美國已無力維持布列敦森林協定所規定每盎司黃金等於 35 美元之平價，若各國政府同時要求將所握有的美元兌換成黃金，則美國惟有採取拒絕兌換黃金或提高金價之措施。處此情況，改善美國貿易逆差當為最直接而有效的方法，而改善美國貿易逆差的可行方法是讓美元貶值，但美元是最重要的準備通貨，應為無匯率風險之資產，不可輕言貶值，因此就此觀點而言，不採取任何行動似乎是最好的方法，蓋因各國政府握有美元畢竟是自願的，彼等若繼續希望增加美元為其外匯準備，則美國甚至於需有更大的貿易赤字來供給其外匯準備之需求，但此兩派見解均未被採納，甘迺迪總統仍採取一連串的資本移動管制措施，其中包括一九六三年對購買外國證券之美國人開徵利息平衡稅（Interest Equalization Tax, IET），以增加對美國發行證券之借款人資金成本之方式，不讓歐洲人持有美元，到了一九六四年又將 IET 擴大適用範圍至美國銀行和其他金融機構對外國人之一至三年期的放款。接著又於一九六五年開始實施對外信用限制方案（Foreign Credit Restraint Program, FCRP），此方案包括設定最大的信用額度，此等措施原為自願性的，只要銀行遵守 FCRP 的一般指導原則，政府則不會干擾銀行的放款活動，但這些管制措施，到了一九六八年更進而成為強制性的。以上 IET 與 FCRP 的實施，促進了歐洲美元（Eurodollar）（註❷）市場的成長。

黃金和 SDR 政策

爲維持黃金市價於每盎司 35 美元之窄幅內，美國與歐洲共同市場會員國及瑞士各國中央銀行於一九六〇年秋天開始進行協調干預（coordinated intervention）行動，合力干預民間黃金市場，後來形成黃金總滙（gold pool）。因爲倫敦爲世界黃金交易中心，故黃金總滙由該國央行英格蘭銀行（Bank of England）管理，透過在商人銀行 N.M. Rothschild 每日決定設定價格（fixing price）之過程干預民間黃金市場。每個營業日上午 10:30 及下午 3:00 在 N.M. Rothschild 銀行的金價設定室（fixing room）決定兩個設定價格，由 Mocatta & Goldsmid, Sharps, N.M. Rothschild, Johnson Matthey 及 Samuel Montagu 五大黃金交易商之代表聚集在金價設定室，首先由 N.M. Rothschild 的代表開價，每家交易商的代表則以電話與自己公司的交易室（trading room）連繫，而每個交易室以各種不同價格與全球市場進行交易，此時依供需均衡價格（equilibrium price）所決定之價格，係代表大量交易的某一特定時間之均衡價格，此即爲黃金的設定價格（fixing price），此設定價格每日公布於主要報紙上。黃金每日兩次的設定價格，對黃金市場有很大的影響力，在市場上每天有大量的黃金係依設定價格成交的，而某些中央銀行亦以設定價格計算其所握存黃金之價值。

黃金總滙的崩潰

一九六七年以阿六日戰爭，導致對黃金的大量需求，黃金總滙爲平抑民間市場之金價，而大量拋出黃金，該年年底美國空軍緊急空運大量黃金至倫敦，甚至於將英格蘭銀行的磅秤室壓垮，但其努力仍歸失敗，次年三月開始實施黃金兩價制（two-tier system），官方黃金交易與民間自由市場隔離，各國中央銀行間之黃金交易價格固定爲每盎司 35 美元，但不得與民間交易，而民間市場則依市價交易，且無官方干預。

特別提款權的創設

任何通貨若合乎下列標準，則各國樂於以之爲準備資產：（一）無外滙及信用管制。（二）政治安定。（三）此通貨之數量足敷國際交易使用。美元信心危機發生之後，法國擬以法國法郎代替美元爲準備資產，但遭其他國家的反對而未能如願，IMF的十國集團（G-10）乃決定創造人爲的準備資產，以作爲央行間的清算工具，它事實上是記載於IMF帳簿上的一種新準備資產，亦稱紙金（paper gold），但法國不願稱之爲一種準備資產，各國爲了對法國表示讓步，以取得其合作，只好稱之爲特別提款權（Special Drawing Right，簡稱SDR）。SDR於一九七〇年一月首度分配，因而開始創造各國之外滙準備，以補充世界性準備資產之不足。

布列敦森林制度的崩潰

一九六〇年代末期，由於越戰的龐大戰費支出，使得美國的國際收支赤字不斷惡化，歐洲各國所握存之美元發生過剩現象的結果，各國對美元的信心更形低落，紛紛要求將手中握有的美元，兌換成黃金，黃金市價節節上漲，尤其是到了一九七一年初，國際外匯市場混亂的現象極端嚴重，一九四四年布列敦森林會議上經由國際間的同意，所訂之匯率，已因各國經濟力的互動而不合實際，例如日本、德國之工業競爭力已大幅提高，其幣值顯被低估，外匯市場投機熾烈，德國、瑞士、奧地利、荷蘭及比利時各國相繼關閉外匯市場，國際間的外匯交易因而停頓，尼克森總統不得不於一九七一年八月十五日宣布停止美元與黃金之兌換，並對進口貨物徵收 10 % 附加稅，此舉稱尼克森震撼 (Nixon Shock)。尼克森震撼之後，各國紛紛改採浮動匯率制度 (floating rate system)，但當時的浮動匯率制度只是臨時性之措施而已，蓋因當年十二月十八日史密松寧協定 (Smithsonian Agreement)，各國已同意調整主要通貨與美元之平價，改稱中心匯率，並擴大各國通貨與美元之邊際波幅為中心匯率的上下各 2.25 %，從此又恢復以美元為中心的固定匯率制度，尼克森乃稱此協定為「世界歷史上最重要的貨幣協定」。

聯合浮動

在布列敦森林制度下，美元對歐洲任何一種通貨的波動幅度