

# 第一章 远期合约

远期合约属于场外交易工具，主要包括远期汇率及远期利率协议。

与期货类合约相比，远期合约有其独到的特点，作为场外工具，其信用风险通常高于场内交易工具。但是，远期合约比期货类合约更富有灵活性，如合约金额、期限可由买卖双方协商确定，而期货类合约属于标准化合约，具有标准化的合约大小及期限。

## 第一节 远期汇率交易

远期汇率交易可用来防范一定期限内某时点上的外汇汇率变动风险。

远期汇率合同属于场外交易，主要由银行同业之间及非银行客户与银行之间签订，用来锁定未来某一期限内相关货币的汇率水平。

远期汇率理论价格可由利率平价定理加以确定。

### 一、概述

#### 1. 远期汇率交易的定义

远期汇率交易是指买卖双方在签订远期汇率合同时预先确定在将来交割日所交割的外汇的汇率，即在将来某一时刻或某一期限内以事先商定的汇率买入或卖出一定数量的外汇。

例如，在某年 3 月 1 日，某日本出口商与某银行签订一笔 3

个月期限的卖出美元同时买入日元的远期汇率合同。假定此时：

即期汇率： $J¥101/\$$

3个月远期汇率： $J¥108/\$$

该出口商利用远期汇率合同锁定了3个月后美元兑日元的汇率，以此防范了3个月后美元对日元贬值的风险。

当然，同其他远期或期货类合同一样，利用远期汇率合同保值，只能锁定未来某一期限（或某一时点）相关货币的汇率水平，但无法利用未来时刻相关货币汇率的有利变动。假定3个月后外汇现货市场情形如下：

即期汇率： $J¥120/\$$

所签订远期合同汇率： $J¥108/\$$

由于3个月前已预先锁定汇率水平，该出口商只能按所签订的远期汇率合同的汇率水平（即 $J¥108/\$$ ）出售美元换回日元。但不管怎样，由于预先签订了远期汇率合同，该出口商达到了锁定3个月后收到的美元兑日元的汇率水平的目的，从而防止了3个月后美元对日元不利的汇率变动风险，即美元3个月后对日元贬值的风险。如果该出口商希望利用美元兑日元升值的有利变动，同时又对不利变动加以防范，则可以考虑利用货币期权等金融工程工具，当然，作为期权买方，需支付相应的保险费或期权的持有成本。

## 2. 远期汇率交易期限

一般而言，远期汇率期限通常为一、二、三、六个月和十二个月。其中以一个月、三个月和六个月远期汇率最为常见。由于是场外工具，还可以进行其他天数甚至1年以上期限的远期汇率交易。目前，最长的远期汇率交易期限可长达5年，最短的合约可以为几天，远期汇率合约相关货币交割日为到期日之后的第二个营业日。

### 3. 远期汇率的升水和贴水

若某种货币对美元的远期汇率大于即期汇率，则该货币对美元远期升水（Premium）；若某种货币对美元远期汇率小于即期汇率，则该货币对美元远期贴水（discount）。值得注意的是，一种货币升水的同时是另一种货币贴水，一种货币贴水的同时是另一种货币升水。

例如，假定某日美元对瑞士法郎即期汇率为 SF1.56/\$，6 个月远期汇率为 SF1.50/\$，则美元对瑞士法郎远期贴水，瑞士法郎对美元远期升水。

### 4. 保证金

由于远期汇率属于场外交易，买卖双方需承担对手方信用风险。在非银行客户与银行进行远期外汇交易时，银行通常要求客户交付一定比例的保证金，以防止客户违约。保证金数额一般按交易量的一定百分比确定。

### 5. 远期外汇交易种类

一般的远期交易为标准期限合约，如 1 个月或 6 个月远期合约，也可称为普通的远期汇率合约或固定到期日的远期汇率合约。

对于进出口公司而言，如果不能确定具体的外汇交付日期（这种情形常常发生在推迟交货期或者进出口许可证的审批日期无法事先确定时），可以与银行签订非特定日期的远期汇率合约，即可选择到期日远期合约（Forward option，这里的 option 指的并非是期权合约，只是一种可选择日期的权利）。通常情况下，这种可选择日期的远期汇率合约交割日可以安排在月初（1 号至 10 号），月中（10 号至 20 号）或月末（21 号至 31 号）。当然，这种远期合约由于银行承担较大的价格风险，所要求的费用也较高。这种可选择到期日的远期合约尤其适合于不确知具体发货日期的进出口商的需要。

可选择日期的远期汇率合约可使客户在合约规定的期限内自由选择到期日，从而锁定未来某一期限内汇率变动风险，达到风险防范的目的。

例如，英国某进口公司从美国进口价值为 200 万美元的商品，所签订的进出口合约规定交货日期在 1 个月之后至 2 个月月末之间的任何一天，付款方式为货到付款。为防范未来 1 个月之后的 1 个月之内英镑对美元的汇率风险，该进口商可向银行买入 200 万可选择日期的远期美元，或卖出一笔远期英镑，期限为 1 个月之后开始的 1 个月内。

## 6. 远期外汇交易的报价

(1) 直接报价法。远期汇率可以像即期汇率一样直接给出全报价。例如，假定美元兑瑞士法郎即期汇率为 SF/\$ : 1.5215 - 1.5230，则 1 个月美元对瑞士法郎远期汇率的直接报价可以为下述形式：1 个月远期 SF/\$ : 1.5157 - 1.5168，该报价表明 1 个月美元对瑞士法郎贴水，反之，1 个月瑞士法郎对美元升水。

(2) 点数表示法。远期汇率还可以用点数来报出。对大多数外汇而言，其美元标价法为四位小数点，如上述的 SF/\$ : 1.5215，1 点 (point) = 0.0001。日元则为两位小数，如 J¥/\$ : 110.15，则此时 1 点 (point) = 0.01。当使用点数来表示远期汇率时不标出小数点及零位。如美元对瑞士法郎即期汇率为 SF/\$ : 1.7215 - 1.7225，1 个月美元对瑞士法郎远期汇率为 58 - 54。

远期汇率的点数表示为远期汇率与即期汇率的差值。在国际金融市场上，若交易员报出远期汇率买入价点数大于卖出价点数，如 58 ~ 54，则表明该远期报价为贴水，远期汇率则等于即期汇率买入价及卖出价分别减去相应远期汇率买入卖出价点数。如上例中，1 个月美元对瑞士法郎远期汇率的买入价点数大于卖出价点数，则 1 个月远期美元贴水，该远期汇率报价为 SF/\$ : 1.7157 - 1.7171。如果远期汇率买入价点数小于卖出价点数，则

表明远期报价升水，远期汇率则等于即期汇率买入价及卖出价分别加上远期汇率的买入价及卖出价点数。例如，若某日美元对日元即期汇率为  $J¥/\$$ ：108.01 - 109.02，若 1 个月美元对日元远期汇率点数为 20~30，则表明 1 个月美元升水，或者说 1 个月日元贴水。1 个月美元对日元远期汇率为  $J¥/\$$ ：108.21 - 109.32。

远期汇率的点数通常称为掉期率（swap rate），银行同业市场上进行的远期汇率交易通常涉及外汇掉期交易（买入即期外汇同时卖出远期外汇，或买入远期外汇同时卖出即期外汇）。外汇掉期实际上可以看作两种货币的短期融资，即借入一种货币的同时贷出等值的另一种货币。如果合约双方愿意则可以对各自所贷的货币按现行市场利率互相收取利息。掉期率即为以点数表示的两种货币的利率差值，两者关系可由利率平价定理推出。

(3) 百分数表示法。远期汇率有时以与即期汇率差值的年率百分数表示。这种表示方法有助于比较远期外汇的升（贴）水百分数与两种货币利率差大小，并由此可以方便地确定是否存在跨息套汇机会。

当以间接标价法表示外汇汇率时，可利用下述公式来表示远期外汇升（贴）水百分数，即：

$$\begin{aligned} \text{远期外汇升(贴)水} &= \frac{\text{即期汇率} - \text{远期汇率}}{\text{远期汇率}} \times \frac{12}{n} \times 100\% \\ &= \frac{S - F}{F} \times \frac{12}{n} \times 100\% \end{aligned} \quad (1-1)$$

上式中  $S$  为即期汇率， $F$  为远期汇率， $n$  为远期月份数。

当使用直接标价法表示外汇汇率时，可利用下述公式求得远期外汇升（贴）水数，即：

$$\begin{aligned} \text{远期外汇升(贴)水} &= \frac{\text{远期汇率} - \text{即期汇率}}{\text{即期汇率}} \times \frac{12}{n} \times 100\% \\ &= \frac{F - S}{S} \times \frac{12}{n} \times 100\% \end{aligned} \quad (1-2)$$

该公式中，正数值表明远期外汇升水或本币贴水；负数值则

表明远期外汇贴水，即本币升水。

假设美元对日元即期汇率为  $J¥158.65/\$$ ，3 个月远期汇率为  $J¥158.04/\$$ ，则 3 个月远期美元贴水，3 个月远期日元升水，3 个月日元升水率为：

$$f^{\text{¥}} = \frac{S - F}{F} \times \frac{12}{n} \times 100\% = \frac{158.65 - 158.04}{158.04} \times \frac{12}{3} \times 100\% = 1.54\%$$

同样也可以求得 3 个月美元远期贴水年率为：

$$f^{\$} = \frac{F - S}{S} \times \frac{12}{n} \times 100\% = \frac{158.04 - 158.65}{158.65} \times \frac{12}{3} \times 100\% = -1.42\%$$

3 个月美元对日元贴水年率为  $-1.42\%$ ，而 3 个月日元对美元升水年率  $1.54\%$ ，两者数值并不相等，这种情形类似于一种货币的升值率并不等于另一种货币的贬值率。

## 7. 远期外汇市场

许多进出口商、跨国公司及金融机构利用远期交易来防范汇率风险，银行同业间远期交易常用来抵补银行自身的远期交易的受险头寸的外汇风险。据国际清算银行 BIS 第 69 期年度报告（1998~1999），在 1998 年进行的对全世界 43 个国家和地区进行的一份调查报告显示，1998 年 6 月底，全世界远期和外汇掉期交易合同名义金额为 14 万亿美元左右，占全世界场外金融工程工具交易额的 4% 左右。而截止于 1999 年 3 月 31 日的国际清算银行资产负债表的表外项目中，用来防范汇率风险工具之一的远期外汇合约和外汇掉期合约金额在 1998 年度及 1999 年度分别为 240 亿美元和 200 亿美元左右。这足以说明远期汇率合约在防范汇率风险中的重要性。

### 二、远期汇率的确定

远期汇率的理论价格可通过利率平价定理加以确定，其实际价格同时受市场因素，如供求因素、突发事件等影响，从而使其围绕理论价格上下波动。

### 1. 利率平价定理 (Interest rate parity)

该定理表述短期内外汇市场与国际货币市场的动态均衡状态，并由此确定两种货币利息差与远期外汇汇率的关系。其内容为：两个国家同种风险和期限的证券所附的利息差应等值于相应货币的远期汇率的贴水或升水。利率平价定理主要假设为不考虑交易成本及无资本控制。该定理通常只适用于一年或一年以内的短期证券，如同为无风险的国库券。

利率平价定理的证明过程如下：

$S(t_0)$ ： $t_0$  时刻每单位外币的本币价格，即直接标价法的即期汇率。

$F(t_0, T)$ ： $t_0$  时刻确定的到期日为  $T$  时刻的外汇的远期汇率。

$i$  本国利率，（年利率）

$i^*$ ：外国利率。

(1) 假定  $t_0$  时刻在本国借款，在外国投资，具体步骤如下所述：

$t_0$  时刻借入 1 单位本币；

②在即期市场兑换成外币  $1/S$ ；

买入外国证券投资，期限为  $T$  天，到期收益为外币数：

$$\left[1 + \frac{T}{360}i^*\right] \frac{1}{S} ;$$

同时在远期外汇市场卖出外国证券的预期收益，在  $T$  时刻可得本币数  $\left[1 + \frac{T}{360}i^*\right] \frac{F}{S}$ ；

在  $T$  时刻归还本币贷款本息和  $\left[1 + \frac{T}{360}i\right]$ 。

上述过程可用图 1-1 表示。

若在外国投资收益大于借贷成本，上述过程将持续进行，直到套利活动使两者达到均衡，即本国借贷成本增加同时在外国投

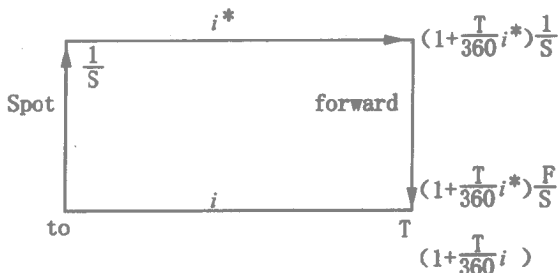


图 1-1 利率平价定理示意图

资收益减少。当货币市场与外汇市场达到均衡时，即：

$$\left[1 + \frac{T}{360}i^*\right] \frac{F}{S} = \left[1 + \frac{T}{360}i\right]$$

将上式加以变换，可得出：

$$\frac{F}{S} = \frac{1 + \frac{T}{360}i}{1 + \frac{T}{360}i^*} \quad (1-3)$$

通过式 1-3 可以在已知即期汇率  $S$  两种货币利率  $i$  和  $i^*$  时，求得一定期限  $T$  的远期汇率  $F$ 。

对上式加以调整，可得下式：

$$\frac{F - S}{S} = \frac{(i - i^*) \frac{T}{360}}{1 + i^* \frac{T}{360}} \quad (1-4)$$

通过式 1-4 可以直接求出远期汇率升（贴）水数。

同样，我们也可以得到下述公式，即：

$$i - i^* = \frac{F - S}{S} \times \frac{360}{T} \times \left(1 + i^* \frac{T}{360}\right) \approx \frac{F - S}{S} \times \frac{360}{T} \quad (1-5)$$

式 1-5 左侧为两种货币利息差，等式右侧为外币的升（贴）

水数。正如利率平价定理所描述的，两种货币利率差等于外币的升（贴）水。

(2) 假定在外国借款，同时在本国投资，同样也可以推导出上述结果。

当远期汇率期限以月份数  $n$  而非具体天数  $T$  表示时，将式 1-5 加以调整，可得下列表述式：

$$i - i^* = \frac{F - S}{S} \times \frac{12}{n} \times \left[ 1 + i^* \frac{n}{12} \right] \quad (1-6)$$

利率平价定理所表述的货币市场与市场的均衡状态可由图 1-2 表示。

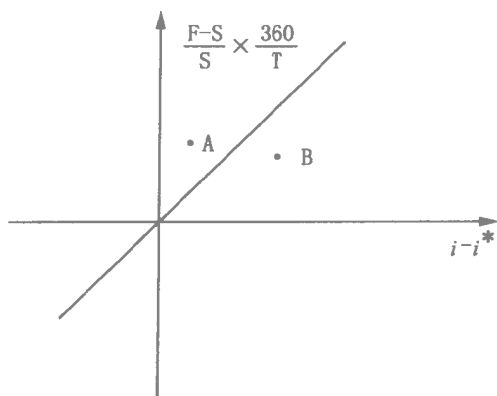


图 1-2 货币市场与外汇市场的均衡

图 1-2 中，斜率为  $45^\circ$  的直线代表均衡状态，即两国货币市场与外汇市场达到动态平衡。

图中 A 点及 B 点为非均衡点，即存在无风险套利机会，而无风险套利活动将使 A 点向均衡线运动。

当处于 A 点时，表明外币升水  $\frac{F - S}{S} \times \frac{360}{T}$  大于两种货币利息差，可以进行无风险套利。具体过程如下。

借入本币 1 个单位，在即期外汇市场兑换成外币  $\frac{1}{S}$ ，同时投资于外国货币市场，并按远期汇率出售外币，预期收益达到  $\left[1 + \frac{T}{360} i^*\right] \frac{F}{S}$ ，该数值大于本币借入本息和  $\left[1 + \frac{T}{360} i\right]$ ，即：

$$\left[1 + \frac{T}{360} i^*\right] \frac{F}{S} > \left[1 + \frac{T}{360} i\right]$$

由于存在无风险套利机会，这一过程将持续下去，直达到均衡状态。由于持续借入本币，本国货币市场对本币需求增加，本币利率  $i$  将上升。本币兑换成外币的活动将使得外国货币供给相应增加，使外币利率  $i^*$  降低，净结果为两国利率差  $(i - i^*)$  增加。

另一方面，在即期外汇市场上本币兑换外币，使对外币需求增加，外币即期汇率  $S$  增加，同时在远期外汇市场上出售远期外汇使外币远期汇率减少，即远期升水点数  $(F - S)$  减少，上述综合结果使 A 点向均衡线运动，直到处于均衡线之上。

同样，图 1-2 中 B 点也为不均衡状态，即存在无风险套利机会，套利活动同样使 B 点向均衡线运动。

图 1-2 中 B 点表示两种货币利率差大于外币升水数，即：

$$i - i^* > \frac{F - S}{S} \times \frac{360}{T}$$

由此，可以进行如下套利活动。首先借入外币，随后兑换成本币，并同时投资于本国货币市场，并将预期收益兑换回外币  $\frac{S}{F} \left[1 + \frac{T}{360} i\right]$ ，该数值大于外币借贷本利和  $\left[1 + \frac{T}{360} i^*\right]$ 。

上述过程中，由于在外国货币市场借入外币，使得外国货币市场利率上升，即  $i^*$  增加，同时本币供给增加使得本币利率降低，即  $i$  减少，净结果为两国货币利率差  $(i - i^*)$  减少。另一方面，在即期外汇市场对本币需求增加使得外币贬值，即  $S$  减少；

同时在远期外汇市场大量出售本币和买入外币，使得外币远期汇率  $F$  增加，净结果为远期汇率升水增加， $(F - S)$  增加。上述过程使得  $B$  点向均衡线移动，最终达到均衡状态。

在远期汇率市场，欧洲货币市场可满足无资本流动控制这一条件。

假定某客户向银行要求买入 3 个月期瑞士法郎，卖出远期美元，银行应进行下列交易过程。

$S_b$  为即期外汇买入价， $S_a$  为卖出价。

$F_b$  为远期外汇买入价， $F_a$  为卖出价。

$i_b$  为存款利率， $i_a$  为贷款利率。

银行在即期市场卖出 1 美元，得到  $S_b$  个瑞士法郎。所卖出美元由欧洲货币市场借入。

银行卖出即期美元的空头头寸通过在欧洲货币市场借入美元抵补，支付借入利息。3 个月后本利和为  $(1 + \frac{T}{360} i_a^{\$})$ 。

银行所买入的瑞士法郎在欧洲货币市场贷出，3 个月后获取本息总计为  $S_b(1 + \frac{T}{360} i_b^{SF})$ ， $i_b^{SF}$  为 SF 的拆入利率，即存款利率。

上述过程中美元借入本息和与瑞士法郎贷出本息和等值，即  $(1 + \frac{T}{360} i_a^{\$}) \times F_b = S_b(1 + \frac{T}{360} i_b^{SF})$ ，由此可得：

$$F_b = S_b \frac{1 + \frac{T}{360} i_b^{SF}}{1 + \frac{T}{360} i_a^{\$}} \quad (1-7)$$

也可推导出下列升（贴）水表达式：

$$\frac{F_b - S_b}{S_b} = \frac{(i_b^{SF} - i_a^{\$}) \times \frac{T}{360}}{1 + \frac{T}{360} i_a^{\$}} \quad (1-8)$$

式 1-8 也可表示为：

$$F_b - S_b = \frac{S_b \times (i_b^{SF} - i_a^{\$}) \times \frac{T}{360}}{1 + \frac{T}{360} i_a^{\$}} \quad (1-9)$$

通过上式可计算出美元对瑞士法郎远期升（贴）水，实际上是远期汇率买入价点数。

同样，假定客户向银行要求买入 3 个月远期美元，卖出 3 个月远期瑞士法郎。则该银行应进行下列交易。

银行在即期外汇市场上卖出瑞士法郎买入美元，银行买入 1 美元需支付  $S_a$  个瑞士法郎，或者说银行需卖出  $S_a$  个瑞士法郎得到 1 美元。

银行在欧洲货币市场借入  $S_a$  个瑞士法郎，3 个月后，所借入瑞士法郎本利和为  $(1 + \frac{T}{360} i_b^{SF}) S_a$ 。

银行将所买入的美元在欧洲货币市场投资，3 个月后所得本息收入总计为  $(1 + \frac{T}{360} i_a^{\$})$ 。

上述过程中借入瑞士法郎本利和与美元投资收益等值，即

$$(1 + \frac{T}{360} i_b^{\$}) F_a = (1 + \frac{T}{360} i_a^{SF}) S_a。$$

$$\text{从上式可得：} \frac{F_a}{S_a} = \frac{1 + \frac{T}{360} i_a^{SF}}{1 + \frac{T}{360} i_b^{\$}} \quad (1-10)$$

将式 1-10 加以调整，可得出美元远期汇率卖出价点数，即：

$$F_a - S_a = \frac{S_a (i_a^{SF} - i_b^{\$}) \frac{T}{360}}{1 + \frac{T}{360} i_b^{\$}} \quad (1-11)$$

由此可以看出，在给出即期汇率买入价及卖出价，以及两种

货币存贷利率的情形下，可以推导出远期汇率的买入价及卖出价，及求出远期汇率买入价和卖出价点数。

## 2. 抵补利息套汇

从上文中可以看出，国际货币市场及外汇市场并非时时处于如利率平价定理表示的均衡状态，换句话说，市场上常常存在无风险套利机会。套利者可以通过投资于较高回报的货币市场，并利用货币市场及外汇市场暂时存在的不平衡状态中获利。这个过程就是通常所说的抵补利息套汇，或称跨息套汇（Covered interest arbitrage）。

由于欧洲货币市场可满足资本自由流动要求，抵补利息套汇大多发生在欧洲货币市场。

例如，假定某跨国银行某交易员专门负责该银行抵补利息套汇业务，该交易员可以利用该银行持有的任何一种主要的欧洲货币作为套汇工具。

假设在某日，欧洲货币市场及外汇市场行情如下：

6 个月欧洲美元年利率 6%；

6 个月欧洲日元年利率 3%；

美元兑日元即期汇率为 J¥135.00/\$；

美元兑日元 6 个月远期汇率为 J¥134.00/\$。

根据利率平价定理，两种货币利率差与远期汇率升（贴）水数相等，则达到均衡状态，否则存在无风险套利机会。

$$i^{\$} - i^{J\text{¥}} = 3\%$$

$$\begin{aligned} \text{美元升(贴)水年率} &= \frac{F - S}{S} \times \frac{360}{T} (1 + i^{J\text{¥}} \frac{T}{360}) \\ &= \frac{134 - 135}{135} \times \frac{360}{180} \times (1 + 1.5\%) \approx -1.48\% \end{aligned}$$

两种货币利率差大于美元远期贴水，则存在无风险套利机会，具体过程如下：

首先借入 135 000 000 日元，借款成本为 3%，期限为 6 个

月，6个月后借款本金和为：

$$135\,000\,000 \left(1 + 3\% \times \frac{6}{12}\right) = 137\,025\,000 \text{ 日元}$$

将所借入日元在即期外汇市场转换成美元，得到1 000 000美元。

将上述美元投资于欧洲美元市场，期限为6个月，到期后收益为 $1\,000\,000 \left(1 + 6\% \times \frac{6}{12}\right) = 1\,030\,000$ 美元。

在远期外汇市场上将美元预期收益转换成日元，远期汇率为 $J¥134.00/\$$ ，6个月后可收到 $1\,030\,000 \times 134 = 138\,020\,000$ 日元。

上述跨息套利净收益为： $138\,020\,000 - 137\,025\,000 = 995\,000$ 日元。

该跨息套汇过程可用下图表示。

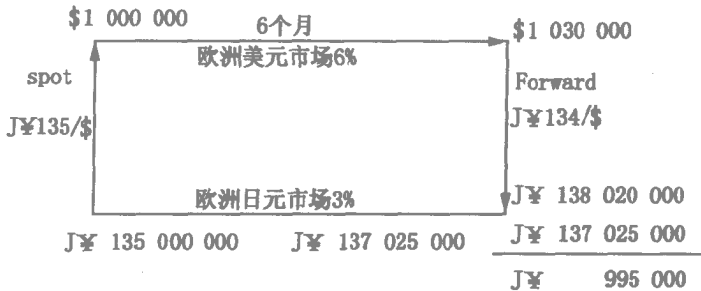


图 1-3 跨息套利示意图

通过上述跨息套利过程，该银行在6个月后可得净利润995 000日元。

当然，由于跨息套利活动，欧洲货币市场与外汇市场将再次达到平衡状态，具体过程如下所述。

在即期外汇市场买入美元以及在远期外汇市场卖出美元将

使美元即期汇率上升，远期汇率下跌，从而使即期市场兑换美元数减少，在远期市场上兑换日元减少，最终使经由欧洲美元市场投资收益总体减少。

②在欧洲日元市场对日元的需求增加使得欧洲日元利率增加，同时美元供给增加使得欧洲美元利率下跌，其净结果为欧洲美元与欧洲日元利差减少。

上述综合结果使得欧洲货币市场与外汇市场达到平衡状态。

### 三、远期汇率合约与汇率风险防范

远期汇率合约可用来防范未来某时点汇率变动风险。跨国公司及金融机构常利用远期汇率合约防范汇率风险。当然，跨国公司还可以采用其他风险防范技术来减轻汇率变动风险，如采取提前或拖后收/付策略，建立财务平衡中心等。

#### 1. 远期汇率合约的作用

总体而言，远期汇率合约有下列作用。

- (1) 锁定未来特定期限上的汇率水平；
- (2) 便于进行掉期交易。例如某银行可能拥有一笔荷兰盾，但荷兰盾不如美元便于投资。该银行可以先在即期外汇市场将所持荷兰盾兑换成美元，同时卖出远期美元以抵补这段期限内美元汇率可能下跌风险。通过外汇掉期交易，该银行可安心运用这笔美元进行投资并获取投资收益；

(3) 此外，利用外汇掉期交易还可以对原先所持有的外汇远期交易期限加以延长或缩短。

假定一日本出口商预计 3 个月后收到一笔美元付款，为防止美元在 3 个月后汇率下跌的风险，该出口商与银行签订了卖出 3 个月远期美元合同。假定 3 个月美元远期汇率为  $J¥ 125.12/\$$ ，远期外汇合同签订后 1 个月，该出口商被告知装运期推迟两个月。由于为货到付款合同，交货期推迟两个月意味着收款期也将随之推迟两个月，原定的远期汇率合约不能有效防范美元汇率下

跌风险。为此，该出口商决定通过外汇掉期交易来推迟原定远期汇率合约期限，具体步骤如下。

出口商可以买入两个月远期美元，同时卖出四个月远期美元。在原定远期汇率合约到期后，同一笔美元相反方向交易互相对冲。该出口商手中持有剩余期限为 2 个月的远期美元合约。通过掉期交易，该出口商将原有远期合约到期日推迟了 2 个月。

(4) 便于外汇投机。在远期外汇市场也可以进行外汇投机活动。远期外汇市场的投机者获利与否与未来即期汇率变动趋势是否与预测相同并不相关，而只在于未来即期汇率与远期汇率的相对位置是否与所做判断相同。此外，利用即期外汇市场投机，在交割日要计算两种货币利息，而在远期外汇市场投机则不必计算两种货币的利率关系，在交割日即期汇率与远期汇率之差即为投机收益，而不必考虑利息成本。

## 2. 远期外汇市场投机策略

远期外汇市场投机策略有下列两种类型：

(1) 若投机者预计未来外汇即期汇率大于外汇远期汇率，则可以买入远期外汇。在远期外汇合约到期日，交付本币，按远期汇率买入外币，同时在即期外汇市场以较高的即期汇率卖出外币。若交割日外汇即期汇率大于远期汇率，则可以获利，否则承担损失。

(2) 若投机者预计未来即期汇率小于远期外汇汇率，则可以卖出远期外汇。若两者汇率关系果如所料，在远期合约到期日以较高汇率卖出外币得到本币，同时用本币以较低汇率在即期市场买入外币来冲抵所卖出的远期外汇，从中获利。反之，若交割日即期汇率大于远期汇率，则将承担投机损失。

## 3. 远期汇率影响因素

从利率平价定理，我们可以得出，远期汇率主要取决于两种货币利率差以及即期利率大小及远期汇率期限。远期外汇升水或

贴水约等于两种货币利率差。在美元标价法下，若某货币利率高于美元利率，则该货币对美元远期升水，美元远期贴水。若某货币利率低于美元利率，则该货币对美元远期贴水，美元远期升水。

## 第二节 远期利率协议

远期利率合约于 20 世纪 80 年初在欧洲货币市场发展起来，与远期汇率合约相似，远期利率协议是对未来某一期限内利率变动风险加以保值的场外合同。

利率风险保值工具包括远期利率协议，利率期货，利率期权，利率互换及利率上限、下限及双限协议，上述各种保值工具各具特点。有的只限于单一时点，有的则可以对一系列时点上利率风险加以保值。有的保值工具流动性较好，有的保值工具流动性较差。

### 一、远期利率协议概述

#### 1. 基本概念

远期利率协议是指合约双方为避免未来某一时点开始的特定期限内利率变动风险，买卖双方彼此商定在将来某一特定日期，按特定金额及商定的参照利率来计算应交付金额的一种协议。

远期利率协议的本金为形式本金，它与利率互换的名义本金相似，买卖双方不进行本金收付。

远期利率协议的参照利率通常为 LIBOR，即伦敦同业拆放利率。一般取交割日前两个营业日的 LIBOR 平均值，通常选取几家指定参照银行拆放利率进行计算。

远期利率协议交易金额可以从 500 万美元到 1 亿美元。通常协议名义金额为 1 000~2 000 万美元。