

## 以遠期外匯避險的成本

黃志典 金融案例評析

使用遠期外匯避險，成本為多少？這是企業避險時很關心的一個問題。很多管理者習慣將遠期匯率與遠期外匯到期時的即期匯率的差距，或是將遠期匯率與現在的即期匯率的差距，當作使用遠期外匯避險的成本。這兩種做法都似是而非，對避險決策沒有幫助。

以下說明為什麼這兩種做法對避險決策沒有幫助。

### 1. 誤將遠期匯率與遠期外匯到期時的即期匯率的差距當作避險成本

一家企業如果使用遠期外匯避險，則相對於不避險，會有損失或利得，但是這種損失或利得只有事後才會知道。這是事後諸葛亮，對決策沒有幫助。舉例來說，台灣出口商 6 個月後可以收到貨款 100 萬美元，這家公司現在先以 31NT/US\$ 的匯率出售 6 個月期的遠期美元，進行避險：

- (1) 如果 6 個月後的即期美元匯率為 32NT/US\$，則這家公司以遠期外匯避險的收入比沒有避險時減少 100 萬新台幣。
- (2) 如果 6 個月後的即期美元匯率為 30NT/US\$，則這家公司以遠期外匯避險收入的比沒有避險時增加 100 萬新台幣。

可惜，這種損失與利得都是 6 個月之後才可以知道，對現在的決策沒有幫助。

這家出口商是現在要決定是否進行避險，所以它現在就必須評估以 6 個月期遠期匯率( $F_{t+1}$ )預售美元，跟 6 個月後以當時的即期匯率( $E_{t+1}$ )出售美元，有何不同？所以，以遠期外匯避險相對於沒有避險的預期損益，或是以遠期外匯避險相對於沒有避險的成本為：

$$\text{以遠期外匯避險的成本} = F_{t+1} - E_{t+1}$$

根據「已拋補的利率平價條件」與「未拋補的利率平價條件」，遠期匯率是遠期外匯到期時的即期匯率的不偏估計式，亦即：

$$F_{t+1} = E_{t+1}$$

由此可知，以遠期外匯避險相對於沒有避險的成本其實等於零。

## 2. 誤將遠期匯率與現在的即期匯率的差距當作避險成本

延續上面的例子，台灣出口商 6 個月後可以收到貨款 100 萬美元，現在的 6 個月期遠期美元匯率為 31NT/US\$、即期美元匯率為 32NT/US\$。企業管理者看到遠期美元匯率比現在的即期美元匯率低 1NT，往往誤以為如果現在進行避險，以遠期美元匯率預售美元，每 1 美元將損失 1NT，亦即誤以為使用遠期外匯避險的成本為：

$$\text{誤以為以遠期外匯避險的成本} = F_{t+1} - E_t$$

其實，台灣出口商必須在 6 個月之後才可以收到美元，所以，把現在的即期美元匯率作為 6 個月後才會得到的美元的賣出價格，並無意義。就現在的觀點，6 個月後入帳的美元，其賣出價格是預期 6 個月之後出現的即期美元匯率，亦即為  $E_{t+1}$ ，由於  $F_{t+1} = E_{t+1}$ ，所以以遠期外匯避險的成本其實等於零。

上述的分析引伸一個有趣的問題，如果台灣出口商可以使用新台幣報價來規避匯率風險，它應該可報多少新台幣才合理？答案是 3100 萬新台幣，而不是 3200 萬新台幣。理由是 6 個月之後才可以收到的 100 萬美元，6 個月之後可以換到的新台幣是：

$$100 \times E_{t+1} = 100 \times F_{t+1} = 100 \times 31 = 3100 \text{ 萬}$$