



您的位置：首页 - 文章选登

发展外汇衍生品市场乃当务之急(高扬；7月30日)

文章作者：高扬

在新的汇率制度下，国内相关企业将面临更加复杂的汇率环境，客观上将增强对于品种多样、运行有效的外汇衍生品市场的需求。而从我国目前现状来看，无论从品种结构上、市场规模上，还是从定价机制上、运行效率上，都远远不能满足新环境的需求。

由于我国资本市场还没有完全放开，存在一定程度的外汇管制，因而人民币与外汇间的外汇交易及市场还受到相当多的制约，与外汇/外汇间市场有着不同的运行方式和特点，两个市场基本上是相互隔离的。

远期结售汇交易是目前在岸人民币与外汇间惟一一种零售的远期交易方式，并且由于对交易者、交易活动、远期汇率、远期结售汇银行资格等存在诸多限制，远期结售汇交易只是一种极为初级的远期交易方式。远期交易品种单一，掉期交易、外汇期权等外汇远期交易工具缺乏，企业、机构和个人可利用的汇率避险工具极为有限。银行间外汇市场则没有任何远期外汇交易工具。

现有的在岸外汇市场中，商业银行的职能定位在保障政府结售汇制度顺利实施、协助官方保证人民币汇率稳定上，这与国际金融市场上商业银行的主导地位相去甚远。在国际金融市场上，商业银行的主要职能包括：为客户提供各种避险工具服务、进行金融衍生品创新活动、综合运用各种金融工具进行自身的风险管理、提供市场流动性等方面，而从我国在岸市场现状看，商业银行的这些职能受到抑制。

人民币无本金交割远期和期权市场(NDF)是人民币的离岸远期市场，由于离岸市场不在本土管辖之内，是一种基于回避人民币汇率风险需要而自发产生的一种远期外汇交易，因而其市场化程度高，在一定程度上能够反映汇率预期变动，交易量大，市场流动性强，从有效性角度看，要高于在岸市场的远期结售汇交易。可以说，离岸市场在一定程度上承担了回避人民币汇率风险的职能。不过从参与离岸交易的主体来看，从事套期保值交易的主要是那些在中国有大量人民币收入的跨国公司。境内企业和金融机构利用NDF交易还未被许可。

与人民币/外币的衍生品发展状况相比，外汇/外汇间衍生品的发展速度较快，品种多样。严格来说，我国外汇与外汇间交易还不能称之为市场，它只是在银行与客户之间进行的零售业务。银行间市场还不存在，外汇间衍生品交易主要依托于国际外汇市场。目前针对企业推出的相关业务包括代客外汇买卖业务、代客理财业务和外汇风险管理业务。所推出的外汇间衍生品几乎涵盖国际金融市场的主要衍生品种。

汇率制度的调整，使发展完善我国外汇衍生品市场成为当务之急。这一方面需要监管部门的规划设计和适当的政策放松，同时也需要银行业适应新环境需求设计、推出有效的避险工具，顺应市场需求。

笔者认为，在外汇衍生品品种推出方面需要进行科学、合理的规划，一方面要考虑市场建设的成本与收益关系，另一方面也要考虑衍生品的高风险性，在品种选择上有所侧重或排序。对于外汇衍生品推出模式的构想，笔者有以下几个观点：

尽早建立人民币与外汇间外汇远期市场，积极开展掉期交易。远期外汇交易与外汇期货交易有一定相似性，但在实际发展中两种外汇衍生品市场的发展并不是均衡的。国际外汇市场发展经验表明，外汇期货市场并不是外汇远期市场的高级替代品，在许多国家中往往存在外汇远期市场而没有外汇期货市场。在全世界近百家期货交易所中，只有13家开展外汇期货或期权交易，涉及的国家或地区仅有9个。考虑到期货交易的高风险性，首先发展人民币远期外汇交易要优于首先发展外汇期货交易。

掉期交易是远期外汇交易中的一个非常重要的交易方式，在远期外汇交易中，掉期交易占有非常重要的地位，据IMF2004年的统计数据，外汇掉期交易量在外汇远期交易量的比重高达82%。由于掉期交易涉及即期、远期两个市场，其报价依据两个市场之间的套利关系，并且使用掉期交易进行抛补利率平价套利成本低，因此对于保证远期汇率的合理性也有非常重要的意义。

在发展外汇与外汇间的衍生品交易上，可建立国内交易市场的发展模式，即在本土建立相应的场内或场外交易场所，吸引银行、客户等市场主体直接在本国市场进行外汇间的衍生品交易。可借鉴新加坡的做法。1984年9月7日，新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)和美国芝加哥商业交易所(CME)之间建立“共同对冲”(Mutual Offset)机制，也就是说投资者在两个交易所的某些合约上进行可互换的交易，由于新加坡和美国位于不同时区，在CME收市后投资者可以在SIMEX继续进行交易，反之亦然，从而形成24小时的不间断交易，扩大了投资者参与的规模和范围。在开展外汇间互换交易方面，可以利用已有的银行间外汇交易中心的平台，吸引更多的银行参与，积极开展外汇互换交易。

第三，积极研究人民币与外汇间的外汇期货、期权交易。

第四，当在岸市场发展相对成熟时，可完全对外开放在岸市场，最终实现两个市场的融合。

在我国在岸远期外汇市场得到一定程度发展的时候，可允许境内企业参与离岸市场套期保值交易，或允许境外跨国公司参与在岸远期外汇交易，从而使主要的套期保值者充分参与这两个市场的价格形成，并通过套期保值者对市场的选择创造竞争环境，促进交易效率的提高和远期汇率的关联性。

外汇衍生品市场的发展和完善是一个系统工程，除了需要企业、银行、监管部门等多层次、多部门的协调合作之外，相关法律、会计制度的改进与完善、社会公众对外汇衍生品的认知程度等都会影响外汇衍生品市场的发育程度。

从我国目前的会计制度上看，在外汇衍生品方面的制度规定还比较滞后。发展外汇远期交易工具，需要科学、完备的外汇衍生品方面的会计处理法规，能够针对衍生品特点，设计出既符合风险管理需要又能促进市场主体运用外汇衍生品的会计处理法规。

外汇衍生品具有一定的复杂性，因此要使市场主体真正去使用外汇衍生品进行套期保值或投机交易，必须要提高社会公众对外汇衍生品的认知程度。以菲律宾为例，在发展中国家中，菲律宾是远期外汇市场发展相对较快并具有一定深度的国家，其中的一个主要原因是，菲律宾在一段时间适当的扩大了对远期保值的官方安排，这增加了私人部门对远期保值益处的认识和兴趣。有了对远期保值交易的最初的了解和认识，使得菲律宾在引入市场化的远期外汇交易时能够很快地被社会公众接受和认可。

文章出处：《中国证券报》

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所