

中国外汇衍生品市场发展的次序*

高扬 何帆

内容提要:本文通过对国际外汇衍生品市场的发展特点和趋势的研究,结合我国外汇衍生品的实际发展状况,提出我国进一步发展外汇衍生品市场的设想,并指出外汇衍生品市场发展所需的配套措施及需要注意的问题。

关键词:外汇衍生品 外汇远期市场 外汇期货 远期结售汇

作者简介:高扬,北京工商大学经济学院讲师、博士,100037;

何帆,中国社会科学院世界经济与政治研究所所长助理、副研究员、博士,100732。

中图分类号:F830.92 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2005)10-0003-07

一、中国外汇衍生品市场的发展现状

外汇衍生品交易是从外汇即期交易派生出来的,可以分为场外和场内交易两大部分。根据国际清算机构的划分标准,场外外汇衍生品主要包括直接外汇远期交易和外汇掉期交易、货币互换、货币期权。直接远期和外汇掉期交易产生历史早且是常用的交易工具,因而人们习惯将它们与外汇即期交易合在一起称为“传统”的外汇交易方式。场内交易,也称为交易所交易,是指在有组织的交易所内进行的交易活动,主要包括外汇期货及外汇期货期权等。

从国际清算银行对外汇与衍生品的调查报告结果可以看出,国际外汇市场有以下特点:(1)传统外汇交易量占有所有外汇交易的绝大部分比重,居外汇市场的主体地位。根据1995年、1998年、2001年和2004年的统计数据,传统外汇交易量占外汇总交易量的比重均在90%以上。(2)外汇衍生品交易派生于即期外汇交易,但其交易量通常数倍于即期外汇交易。从1995年、1998年、2001年和2004年外汇衍生品交易量来看,它们分别是同期即期外汇交易量的1.43倍、1.71倍、2.23倍和2.11倍。(3)在外汇衍生品中,外汇远期交易占主体地位,其中外汇掉期交易又是外汇远期交易的主体。根据1995年、1998年、2001年和2004年的统计数据,外汇远期交易占外汇衍生品交易量的比重均在90%左右,其中外汇掉期交易量在外汇远期交易量的比重均在80%以上。(4)在全部外汇衍生品交易中,场外交易占绝大比重,场内交易处于补充地位。1995年、1998年、2001年和2004年的场外衍生品交易量占全部外汇衍生品交易量的比重分别为98%、99%、99%和98%。(5)在外汇交易的主体构成上,银行间的外汇交易占主体地位,其次是银行与非银行金融机构间的交易,银行与非金融机构的客户交易比重最低,并且银行与非银行金融机构间的交易比重逐渐增加。1995年、1998年、2001年和2004年传统外汇交易中银行间交易比重分别为64%、64%、59%和53%,银行与非银行金融机构的比重分别为20%、20%、28%和33%,两者合在一起所占比重分别达到84%、84%、87%和86%。

* 本论文初稿系上海期货交易所课题《汇率风险汇率衍生品开发研究》的分报告,在写作过程中得到上海期货交易所鲍建平、王玮、中国社会科学院世界经济与政治研究所张斌、光大银行赵陵等同志的帮助,特此致谢。

在 2005 年 8 月 10 日之前,中国外汇衍生品品种主要包括:人民币与外汇间的衍生品交易即远期结售汇交易、外汇间衍生品交易和离岸人民币无本金交割远期汇率交易(NDF)。8 月 10 日,中国人民银行推出促进银行间外汇市场发展的重要举措,其中包括允许符合条件的市场主体开展远期外汇交易,并允许具备一定资格的主体开展掉期交易。由于银行间远期交易和掉期交易开展时间较短,我们只对其他现有的外汇衍生品品种现状及特点进行介绍。

(一)人民币与外汇间衍生品交易——远期结售汇交易

远期结售汇业务,是指外汇指定银行与境内机构签订远期合同,约定将来办理结汇或售汇的外汇币种、金额、汇率和日期,到期时按照合同约定办理结汇或售汇业务。远期结售汇业务已经扩大至所有具有即期结售汇资格的银行。交易期限从 7 天至 12 个月共分 14 个档次,并允许择期交易和展期交易。交易币种包括美元、欧元、日元等 9 个币种。远期结售汇的范围扩展至经常项目和部分资本项目,其中包括用于偿还自身的境内外汇贷款和经国家外汇管理局登记的境外借款。

与一般意义的外汇远期交易相比,我国的人民币/外汇间的远期结售汇交易是一种受到各种限制的衍生品交易,严格来讲还不是真正的外汇远期交易。具体表现在:(1)远期结售汇和即期外汇交易的综合头寸受限额管理,超出部分先通过银行间即期市场进行平补,平补后余下的差额将由中央银行调节,远期结售汇交易的市场化程度不高。(2)远期结售汇交易实行按需原则,这在很大程度上限制了交易规模,不能充分反映远期外汇的供求状况。(3)远期结售汇定价方式不够合理,且一日一价,远期汇率缺乏权威性和连续性,参考价值小。我国远期结售汇汇率的计算方法是根据抛补利率平价理论,利用人民币同业拆借市场等有关的人民币利率、国际外汇同业拆借市场利率和即期人民币汇率计算出来的(李海源、叶永刚,2001,第 118 页)。因为我国利率市场化程度不高,人民币利率数据的代表性不足,资本市场开放程度较低会影响套利活动,所以根据抛补利率平价理论所计算出来的远期汇率不能反映人们的真实预期,不能作为未来即期汇率的有效预测。

由于受以上各种因素的影响,与即期结售汇交易量相比,远期结售汇交易量相对较小。以最早开展远期结售汇交易且交易量最大的中国银行为例,2000 年、2001 年和 2002 年远期结售汇交易额分别为 115 亿美元、86 亿美元和 43 亿美元,而对应年份的即期结售汇交易额分别为 1315 亿美元、1521 亿美元和 1918 亿美元^①。远期结售汇交易量不足即期结售汇交易量的 1/10。

(二)外汇间衍生品交易

与人民币/外币的衍生品发展状况相比,外汇及外汇/外汇间衍生品的发展速度较快,品种多样。这类衍生品均为银行对个人和企业的零售、代理交易,银行提供外汇衍生品交易的服务主要是通过国际金融市场上的运作来完成的。目前针对个人推出的主要外汇交易品种包括个人实盘外汇买卖(属于即期外汇交易)和个人外汇衍生品交易,后者包括个人外汇期权、个人远期外汇等,例如中国银行推出的“两得宝”、“期权宝”和中国建设银行推出的“双如意”和“权如意”等。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。

表 1 是我国四大国有银行提供的外汇交易业务 2001—2003 年的交易量表,由于各银行统计口径不一,数据连续性不足,我们很难掌握总体规模,但不难看出,交易量呈现快速增长的特点。以中国工商银行外汇代客理财和风险业务各年交易量为例,2002 年和 2003 年的增长率分别达到 115% 和 153%。中国建设银行 2001—2003 年代客金融衍生品业务量分别为 12.1 亿、12.7 亿、26.56 亿美元,代客外汇买卖业务量分别为 108.66 亿、151.7 亿和 187 亿美元,呈现逐步增长趋势。

由于外汇业务尤其是衍生品业务开展时间不长,多数业务处于推广阶段,与同期银行的外汇存款相比较,外汇交易业务量规模还比较小。以中国工商银行为例,2001 年、2002 年和 2003 年银行外汇代客理财和风险管理业务的业务量分别是 13.28 亿和 71 亿美元,占同期外汇存款余额的比重分

^① 数据来源:中国银行 2002 年年报,中国银行网站。

别为 5.4%、11.5% 和 29.2%，交易规模相对较小。

表 1 我国四大国有银行提供的外汇交易业务的交易量 单位:亿美元

银行名称		代客外汇买卖	外汇代客理财和风险管理业务	个人实盘外汇买卖
中国银行	2001 年	*	32.8	98
	2002 年	*	*	239
	2003 年	*	*	689
中国工商银行	2001 年	*	13	25
	2002 年	*	28	280
	2003 年	*	71	297
中国建设银行	2001 年	108.66	*	*
	2002 年	151.7	*	*
	2003 年	*	*	*
中国农业银行	2001 年	253	0.6	4.7
	2002 年	*	6.39	28
	2003 年	*	*	*

注:该表是根据《中国金融年鉴》(2002 年、2003 年)和各银行年报的相关数据整理而来的,* 表示该数据未获得。

总的来说,我国外汇衍生品市场存在的问题具体包括以下几个方面:

1. 人民币/外汇衍生品的缺乏,不能为我国汇率市场化改革提供有效的市场保障。我国自 2005 年 7 月 21 日起开始实行以市场供求为基础、参考“一篮子”货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率形成机制更加市场化,汇率变动更具灵活性和有弹性。这意味着人民币汇率的波动幅度将变大,汇率风险也将增大,将会影响企业生产经营活动的稳定性。要保证改革的稳步进行,就必须建立完善的汇率避险工具和市场,为汇率体制改革创造有利的基础环境。而从我国人民币/外汇衍生品现状来看,现有的交易品种、交易方式和市场规模还远不能满足未来避险的需求。

2. 银行间外汇衍生品市场尚不能构成外汇市场的核心。由于目前我国银行在外汇业务中受到多方面的限制,银行间外汇衍生品市场尚不能构成外汇市场的核心。就外汇/外汇间的衍生品来说,交易主体均是在银行与企业或个人之间进行的,属于零售、代理性质,银行间的外汇衍生品市场尚不能构成外汇市场的核心,这与国际外汇市场的发展现状与特点不相符合。

3. 中国还不能形成有一定代表性和权威性的地区定价中心,只能作为国际金融市场的参与者,这与中国经济规模和影响力不相符合。在我国外汇间衍生品交易中,银行是代理客户在国际金融市场进行交易,对于银行自身的外汇资产,也是通过国际金融市场进行风险管理,我国银行在世界主要国际金融中心只是扮演参与者的角色,中国还无法形成有一定代表性和权威性的地区定价中心,这与中国经济规模和影响力不相符合。

二、中国外汇衍生品市场发展设想

我国外汇衍生品无论从交易品种还是交易规模来说都是发展不足的,其发展现状远远不能满足汇率机制改革对外汇衍生工具的需求。随着对外经济活动的增加、资本管制逐渐放松、微观主体对汇率风险的意识提高以及大量社会闲置资金对新投资渠道的需求,外汇衍生品的潜在需求是巨大的。

根据国际外汇市场的发展现状以及主要国家或地区发展外汇市场的先进经验,并结合我国自身情况,我们对进一步发展外汇衍生品的具体设想是:在完善即期外汇市场的同时,重点发展人民币与外汇间远期外汇市场,尤其是积极发展掉期交易;与此同时,可以各种方式积极开展外汇间的期货、互换、期权等衍生品交易;慎重考虑推出人民币/外汇期货及期权的场内交易。

(三)离岸人民币无本金交割远期汇率交易(NDF)

人民币的 NDF 是从 1996 年开始出现于新加坡,1997 年亚洲金融危机后交易日趋活跃。目前,新加坡、香港是人民币 NDF 交易的主要市场。市场的主要参与者是大银行和投资机构,他们的客户主要是那些在中国有大量人民币收入的跨国公司,这些跨国公司通过参与人民币的 NDF 交易规避人民币收入和利润的汇率风险。据国际清算银行(《亚洲货币的无交割远期交易市场》,2004),估计,2001 年 4 月的日均交易量为 0.55 亿美元。人民币 NDF 占中国远期交易(包括境内的远期结售汇和人民币 NDF)的比重达到 90%。

(一)完善即期外汇市场,为外汇衍生品的推出奠定基础

即期外汇市场是外汇衍生品的基础,即期外汇市场发展是否完善,会直接影响到外汇衍生品的运行状况。2005年8月10日,中国人民银行在发展银行间外汇市场新举措中提出扩大即期外汇市场交易主体,允许符合条件的非银行金融机构和非金融企业按照按需原则参与银行间外汇市场交易。从这个意义上讲,外汇交易中心已不再是“银行间”外汇市场,应该说是真正意义上的即期外汇交易市场了。原来是为结售汇银行进行外汇调剂、中央银行维持汇率稳定的职能,现在应逐渐演变为外汇市场调节供求、形成市场化价格的场所。

即期外汇市场的新举措,将带来以下几个方面的积极影响:(1)参与到银行间外汇交易的结售汇企业将有更大的定价权。在原来的与银行间进行的结售汇交易中,银行是定价主体,结售汇企业只能按照公布牌价的汇率进行交易。在新规定下,这些符合资格的企业可以直接参与到银行间的交易中,进行集中竞价交易,因而在定价上具有了一定的主动权。(2)原来必须由银行进行代理交易的机构,如果符合资格要求,也可以直接参与到银行间外汇交易中,可节省交易成本,提高市场效率。(3)从整个外汇市场的角度看,外汇交易主体的增加,有助于提高市场参与度,扩大交易规模,提高市场流动性和价格发现的效率,提高外汇市场的运行质量。(4)非银行金融机构在外汇市场中的作用将得以加强,这符合国际外汇市场上银行与非银行金融机构间交易比重日渐增加的趋势。

要进一步完善即期外汇市场,还应在以下方面进行改进:(1)逐步放松对银行即期外汇交易的头寸限额等各种限制,使其能够根据自身需要决定持有外汇头寸的规模以及进行保值或投资的行为;(2)逐步放松对市场主体参与即期外汇交易的限制,从“真实需求”原则过渡到“自由”原则,逐步允许出于投资目的参与即期外汇交易,从而扩大市场交易规模,提高市场流动性。

(二)重点发展人民币与外汇间远期外汇市场,尤其是积极发展掉期交易

从国际外汇市场的发展特点和规律来看,重点发展远期外汇市场这一衍生品市场更符合国际惯例:(1)在国际外汇市场中,远期外汇交易(包括直接远期和外汇掉期)是“传统”的外汇衍生品种,产生历史早、交易规模大,在外汇衍生品交易中占主导地位。(2)在外汇衍生品交易中,银行间外汇交易和银行与非银行金融机构间的外汇交易是主体,交易通常依靠双方信用来保证,交易规模大,交易条款由双方协商决定,交易方式灵活,这也正是场外交易在外汇交易中占主导地位的原因。(3)在远期外汇交易中,掉期交易占有非常重要的地位。掉期交易可以看作一笔即期(或近期)与一笔远期交易的组合,其交易成本低,是一种常用的对敞口头寸进行套期保值的方式,并且也可使用掉期交易进行抛补利率平价套利活动(即期买入收益率较高的货币同时卖出远期该货币),这对于促使利率与汇率保持利率平价关系具有积极作用。(4)从远期外汇市场和外汇期货市场各自的特点及发展规律来看,首先推出远期外汇市场要优于外汇期货市场。外汇期货交易实行合约标准化、保证金制度、对冲机制,这些特点更适合小规模的投资参与,而远期外汇交易依靠双方信用,因此参与者通常为实力雄厚的金融机构。一般来说,外汇期货交易的交割不足1%的交割率,而远期外汇市场上约90%的合约进行交割。考虑到我国人民币汇率不可能一下子完全放开,在汇率制度改革初期人民币汇率的波动幅度有限,开展外汇期货交易很难吸引众多投机者的参与,从而影响市场流动性,套期保值者的风险也难以顺利转移。并且在这一阶段,政府干预客观存在并且是汇率变动的最大变量。如果政府干预行为的公开性、透明性不足,这就会导致交易者之间的信息不对称,不仅会影响市场的公正性,还会可能导致市场操纵。由于外汇期货具有杠杆效应,容易引发巨大的市场风险。从我国开展期货交易的历程看,之所以在1995年发生“327”国债风波,其关键原因就在于在我国利率尚未实现市场化的情况下过早推出国债期货。在推出外汇期货上,这一教训值得我们借鉴。

2005年8月10日,中国人民银行提出的新举措中允许开展银行间远期外汇交易,同时允许符合一定资格的主体参与掉期交易。这一政策顺应了国际外汇市场的发展规律和特点,是完善我国

外汇衍生品市场的重要举措。在进一步发展我国外汇衍生品的过程中,仍要将完善远期外汇市场作为重点,具体来说可采取以下措施:(1)放松对外汇指定银行的即远期综合头寸限制,扩大市场主体管理外汇风险的自主权。(2)可首先允许银行利用掉期交易进行抛补利率平价套利活动,在增加银行利用外汇市场获利机会的同时能够促进即远期汇率、国内外利率间的合理性。(3)尽快引入掉期交易的做市商制度,增加市场流动性。因为掉期交易承担风险较低,做市商可以持有比即期市场做市商更高的头寸水平,所以掉期交易的做市商不必频繁地入市交易冲抵头寸来回避所持头寸的汇率风险,相应地交易成本就比较低,做市商的报价相对于即期市场做市商来说对客户更具有吸引力。

(三)积极开展外汇间衍生品交易,借鉴新加坡经验建立场内外汇间期货、期权市场

在发展外汇与外汇间的衍生品交易上,可以考虑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。在国内建立外汇间衍生品交易市场的意义在于:(1)对国内银行及客户来说,建立国内市场可以为其交易提供方便。(2)中国经济规模增大,经济实力增强,外汇交易有着巨大的潜力,中国对国际汇率的形成将会产生一定的影响力。组建地区性的外汇衍生品交易中心,发挥中国经济的规模优势,可以为中国在国际金融市场上的定价权构建一个平台。对于发展我国国际金融业务,确立在国际金融市场中的地位,有一定的战略意义。(3)在国内建立外汇与外汇间的衍生品交易市场,有利于积累经验,为推出人民币与外汇间的衍生品奠定良好的基础。

在开展场内外汇间衍生品交易(包括外汇期货和期权交易)上,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。对我国而言,借鉴这种方法开展外汇间的期货、期权交易,与独立建立市场相比,可以利用对方交易所已有的国际影响力和交易方面的经验,能够以较低的成本进入。而独立建立市场,不仅可能面临日本、韩国、香港等周边国家或地区的国际金融市场的竞争,而且还面临规模经济这一天然的障碍。

(四)推出人民币与外汇间的外汇期货、期权应采取慎重态度,应在汇率制度进一步市场化的基础上予以考虑

外汇远期市场发展历史悠远,而外汇期货产生于上世纪70年代,它产生时已经面临着交易活跃的外汇远期市场,从某种程度上讲,外汇远期市场的存在在一定程度上确实阻碍了外汇期货交易量的增长(Kolb,2003,p27)。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。与其他期货品种(包括商品期货、利率期货和股指期货等)相比,交易所的数量也是最少的(Battley,2000)。

尽管外汇期货市场并非是所有国家外汇市场的必然组成部分,但从整个外汇市场体系来说,外汇期货作为外汇衍生品的有机组成部分,发挥着特定的作用,与外汇远期市场有一定的互补关系。它的作用主要体现在:(1)外汇期货市场的存在,使套利者能够在外汇远期市场和外汇期货市场这两个市场上进行套利活动,从而有助于保持两个市场的价格联系,有利于价格形成的合理化。(2)由于外汇期货交易是在集中、公开的场内进行,所形成的期货价格是连续、公开的,与外汇远期市场相比,期货价格信息更容易获得,具有较高的透明度。(3)外汇期货交易存在的诸多特点,例如保证金交易、双向交易和对冲机制等,可以吸引社会公众参与投机行为,与外汇远期市场相比,是一种更适宜的投资工具。

对我国而言,在汇率体制改革进一步深化,汇率形成机制更加趋于市场化的情况下,适时推出

人民币外汇期货,还具有特殊的战略意义。在适当的时机在本国国内推出人民币外汇期货,有利于占领市场先机,这一点在竞争激烈的国际金融市场上尤为重要。人民币作为中国的货币,在本国推出人民币外汇期货是具有天然优势的,但是也要看到,由于中国经济规模的增大,在国际上的影响力增强,许多国家或地区的市场也都看中这一市场,试图开发与人民币有关的品种,拓展其金融业务,开辟新的市场。例如目前新加坡和香港所开展的 NDF 交易,它是人民币尚不能自由兑换、存在诸多外汇管制情况下推出的人民币衍生交易,可以想像,如果人民币实现了自由兑换,周边国家或地区对中国“人民币产品”的推出积极性会更高,这会在一定程度上影响中国国内人民币外汇衍生品的发展速度和规模。1986年,新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)成功地推出了日本股市指数期货,它是世界上第一个在指数所在国之外的国家推出期货品种的案例,这也从一个侧面说明在金融衍生品方面是不存在明显的国界之分的,在国际金融市场上存在激烈的竞争,谁能率先设计并推出新的衍生品,谁就能占领市场先机,赢得主动权。因此,对我国而言,在时机适当的情况下,推出人民币外汇期货具有一定的战略意义。

三、发展中国外汇衍生品市场的配套措施和需要注意的问题

外汇衍生品的成功推出要受各种因素的影响,需要各种宏、微观环境的配合,具体来说,外汇衍生品推出可能遇到的困难和障碍包括以下五个方面。

1. 监管部门对外汇衍生品的态度以及监管方式。外汇期货与期权作为外汇衍生品,与外汇远期、掉期和外汇互换交易相比,具有高风险、高收益的特点,政府在推出外汇衍生品方面要进行社会收益与所承担的风险和成本之间的一种权衡,态度往往较为谨慎。2004年3月1日,《金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》开始实施,在该办法中明确了中国银监会对金融机构从事金融衍生产品交易的管理权,而我国目前对期货交易的专门管理部门是中国证监会期货部,其主要监管对象是商品期货,对金融衍生品的监管能力不足。因此,我国目前对金融衍生品的监管还存在着多头管理、权责不明的问题,这对于有效监控市场风险、引导金融衍生品对经济的积极作用是非常不利的。

2. 资本市场的成熟度。一个成熟的远期外汇市场依赖于运行良好的即期外汇市场和货币市场,它们之间呈现一种密切的联系,如果货币市场运行有效,则有助于外汇市场的发展,否则会阻碍外汇市场的发展。远期外汇市场的有效运行对货币市场的要求包括这样几个方面:(1)货币市场应具有高度的流动性。高度流动性的货币市场会使套利者很容易找到潜在的卖方或买方,并可保证套利者在进行证券买卖时不会引起证券价格大幅度上升或下跌,从而保证预期套利利润的实现。(2)货币市场应具有高度的开放性。套利活动不仅涉及以本币表示的证券资产的买卖,也涉及以外币表示的证券资产买卖。开放性意味着本国居民可以购买在本国境内或境外发行的以外币表示的证券,外国居民可以购买在本国境内或境外发行的以本币表示的证券。此外税收待遇的差异性以及政府对政府实施资本管制的预期都会影响套利活动。(3)货币市场应具有期限完备的短期金融工具。抛补利率平价中的远期汇率并不是特定期限的远期汇率,而是包含了不同长短期的一组远期汇率,当抛补利率平价关系成立时,意味着这一组远期汇率与相对应的不同期限的货币工具、即期汇率之间均保持一种稳定的关系。因此,远期外汇市场的有效运行必须有一个期限完备的货币市场来保证,并且货币市场所形成的利率期限结构与外汇远期市场的汇率期限结构保持内在的平价关系。(4)货币市场的短期证券种类应该是多样的、高度竞争性的。在货币市场中,具备相同期限的货币工具应该是多种多样的,票据市场、短期债券市场、存单市场等均衡发展,从而为套利活动提供一个高度竞争的、具有广泛选择余地的货币市场,保证套利的有效进行。(5)货币市场应发展各种利率衍生工具。货币市场本身的发展需要各种利率衍生工具,例如利率期货及期货期权、利率期权、利率互换和互换期权等,这些衍生工具能够为投资者提供更适宜的回避利率风险的工具,在进行抛补利率平价套利活动时,还可以借助利率衍生工具来“优化”套利活动。例如通过使用利率期

权,既可以保证套利获得既定的利润,还可以在利率发生有利变化时能够获得相应的好处,从而为套利活动的收益设定一个低限。再例如,套利者可以通过利率互换选择成本更低、期限更配比的借款方式来降低套利成本。

3. 企业的汇率风险意识。我国改革开放已经 20 多年了,虽然有不少企业意识到汇率风险对企业自身的影响,开始使用汇率避险工具。但从整体来看,由于多数企业管理层和财务人员对金融工具相对陌生,对外汇市场的波动认识不足,许多潜在的风险没有引起重视,有些企业甚至将外汇衍生品工具视为投机工具。这使得国内企业屡遭汇率波动损害。因此,强化企业的汇率风险意识,加强对汇率衍生工具的理解和掌握,对于企业稳定经营、提高竞争力来说非常重要。

4. 与外汇衍生品相关的会计处理制度的完善程度。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。例如,目前会计制度规定按外汇贷款的年末余额折算汇率来确认汇兑损失和收益,但对企业委托银行进行掉期业务等带来的收益却不予确认,也就是说,即使企业进行外汇风险管理,但利润表上无法反映由此给企业带来的收益,这会妨碍企业参与外汇衍生品交易的积极性。

5. 外汇人才的储备和培养。外汇衍生品具有较高的复杂性和专业性,开发外汇衍生品需要有专业的外汇人才。对企业来说,对汇率走势进行科学的预测、灵活运用外汇衍生工具,有效实现保值或投资目的,同样需要专业的外汇人才。因此,加强专业的外汇人才储备和培养,对于外汇衍生品市场的健康发展非常重要。

主要参考文献:

1. 国际清算银行:《外汇市场与衍生品交易活动调查报告(2004 年)》,国际清算银行网站。
2. 李海源、叶永刚:《远期结售汇——人民币兑外汇远期市场研究》,武汉大学出版社 2001 年版。
3. 吴晓灵主编:《中国金融年鉴(2002)》,中国金融年鉴编辑部 2002 年版。
4. 吴晓灵主编:《中国金融年鉴(2003)》,中国金融年鉴编辑部 2003 年版。
5. 国际清算银行:《亚洲货币的无交割远期交易市场》报告, *BIS Quarterly Review*, 2004 年 6 月。
6. 国际清算银行:《国际清算银行第 72 期年报》,中国金融出版社 2002 年。
7. 马国南:《中国外汇市场:国际视角》,《中国货币市场》2004 年第 1 期。
8. Kevin Clinton, Transactions Costs and Covered Interest Arbitrage: Theory and Evidence. *The Journal of Political Economy*, Vol. 96, No. 2, April, 1988, pp. 358 - 370.
9. Nick Battley, *The World's Futures & Options Markets*, 2nd edition, John Wiley & Sons, LTD, 2000.
10. Robert W. Kolb, *Futures, Options and Swaps*, 4th edition, Blackwell Publishing, 2003.
11. Tsaiang, S. C., The Theory of Forward Exchange and Effects of Government Intervention on the Forward Exchange Market. *International Monetary Fund Staff Papers*, April, 1959, pp. 75 - 106.

责任编辑:张群群