

汇改一年论人民币汇率衍生产品的发展

中国社会科学院世界经济与政治研究所 冯晓明

2005 年 7 月人民币汇率机制改革以来,有关发展人民币衍生产品的讨论日益热烈。随着人民币汇率弹性逐渐增大,投资者面临的汇率波动风险也在不断增加,客观上增加了市场对人民币汇率衍生品的需求。实际上,监管部门也加快了发展境内人民币衍生品市场的步伐。2005 年 8 月 9 日,中国人民银行发布了《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》。同年 8 月 10 日,又发布了《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》。这两个通知对扩大银行间即期外汇交易市场交易主体范围、推动人民币远期和掉期等衍生产品的发展起着非常重要的作用。一年来,中国银行间外汇市场在人民币衍生产品方面取得了许多进展。

与此同时,国际金融市场对人民币汇率产品也非常关注。2006 年 6 月,全美最大的期货交易市场——芝加哥商业交易所(CME)宣布,将于 8 月 27 日开始在其系统平台 GLOBEX 上推出人民币对美元、欧元和日元的期货及期权产品。此前,境外市场已存在多种场外交易的人民币衍生产品,包括活跃在中国香港、新加坡等地的金融市场上的离岸人民币不可交割远期交易(NDF)。CME 的举措,为境外人民币衍生产品增加了场内交易品种。境外人民币衍生产品市场的存在,已经间接地影响了国内即期和远期基准汇率的形成;考虑到 CME 的市场地位和影响力,其推出人民币期货与期权交易对境内人民币汇率走势的牵制和压力不容轻视。同时,金融衍生产品发展中具有先入为主的特点,CME 在境外率先推出人民币汇率产品,令人民币产品定价权旁落的担忧更为突出。

来自国际市场的竞争压力和国内企业的避险需求使得大力发展人民币汇率衍生产品具有很强的迫切性。本文将回顾汇改一年来中国境内汇率衍生产品的进展,特别是银行间外汇市场的发展,侧重讨论发展汇率衍生产品的基础金融市场环境和制度安排,包括汇率衍生产品的基础市场即外汇即期市场,与汇率衍生产品密切相关的货币市场的发展状况以及作为汇率衍生产品定价基础的利率市场化进程,并就大力发展中国汇率衍生产品提出一点政策建议。

一、中国发展汇率衍生产品的迫切性

国际上外汇衍生品市场发展迅猛,具有强大的生命力,根本原因在于其具有独特的风险管理、价格发现和提高市场的流动性进而提高金融市场效率的基本功能。在中国加入 WTO、逐步融入世界经济的今天,国际上货币之间的比价波动已经把风险带到了国内,而国内金融体制市场化改革,特别是人民币汇率形成机制的改革增加了人民币汇率变动的区间,使投资者利用衍生产品规避汇率风险的需要更为迫切。除了满足企业避险需求和降低融资成本外,加速发展汇率衍生产品对当前的中国还具有以下两个方面特殊重要的意义:

1.完善外汇市场体系和功能,推进人民币汇率形成机制市场化改革

发展汇率衍生产品是人民币汇率改革的系统工程中非常重要的组成部分。一个功能齐全的人民币汇率市场,是一个多层次多功能的市场,必须同时具备即期交易和衍生产品的交易。投资者在人民币现货市场上的头寸,应该可以在衍生品市场进行有效的避险,而适度的投机交易则有助于提高市场的流动性。

另一方面,人民币汇率改革是否顺利也受制于汇率衍生产品市场的发展状况。中国汇改实施一年来,汇率机制的弹性在增加,每日汇率的浮动区间在扩大。但是,美国等国催促人民币升值的压力仍然存在;与此同时,外汇储备持续增长,截止到 2006 年 5 月底,外汇储备已经达到 9250 亿美元,比 2005 年同期同比增长高达 33.9%。外汇占款过高导致流动性过剩的问题愈发严重,中央银行必须增发票据回收流动性,一方面加大了利率成本,更严重的是,中央银行运用货币政策调控经济的能力因此受到很大限制。针对流动性过剩的问题,很多专家建议央行加快人民币升值步伐,扩大人民币浮动的区间,以缓和信贷的扩张。增加汇率弹性是央行汇改的目标之一,但一个重要的原因阻碍了它的步伐,那就是在缺乏足够和有效的汇率避险工具的情况下,汇率波动幅度大可能使外贸企业遭受损失,进而损害中国经济。

实际上,中央银行对企业如何规避汇率风险非常重视,在汇改政策实施几个月后,对 10 个省市 323 家外向型企业进行了抽样调查(人行货币政策司,2006)。据中国人民银行 2 月 17 日公布的调查报告指出,企业避险工具使用规模偏小,避险能力有待加强,而商业银行相关的金融服务也有待改进。原因一是人民币波动幅度不大,所以企业避险意识不强;二是对汇率避险工具了解不够;三是国内银行受外汇头寸限制,对开发金融衍生品市场不积极。为此,央行在报告中建议加快外汇市场建设步伐,增加外汇市场参与主体、交易模式和交易品种,推动外汇衍生产品市场的发展,为企业规避外汇风险提供更多的渠道。

2.有助于中国银行拓展业务范围,提高竞争能力

根据中国加入 WTO 条款的要求,到 2006 年年底,外资银行将享受国民待遇,中资银

行和外资银行将要在同一起点上进行竞争。开展增值业务将是中资银行提高竞争力的一个重要方面。目前金融衍生产品交易已经成为全球银行业的主要业务组成部分。国际上一些大的商业银行的利润主要来源于衍生品的交易与开发,许多大的金融机构设立的金融创新部门盈利已超过了传统部门。与外资银行相比,中资银行在利用外汇衍生产品方面显然处于劣势。因此,在中国开展外汇衍生产品的创新与交易,将有力地促进国内金融机构拓展外汇业务范围,使国内银行从传统的、单一的存贷业务拓展到利润空间更大的衍生产品创新和交易中去,积极参与国际外汇市场的竞争,不断提高金融创新与金融服务水平。为了适应全面开放银行业的竞争环境,中国银监会在 2004 年 2 月 4 日颁布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》。该文件的颁布,为有效控制金融机构从事衍生产品交易的风险提供了法律保障,从而为金融衍生产品的发展创造了良好的监管环境。

二、中国汇率衍生产品的历史回顾和汇改后的新进展

目前中国外汇市场分为两部分:银行间外汇市场和零售市场。银行间市场包括外汇指定银行和有交易资格的非银行金融机构以及非金融企业;零售市场包括外汇指定银行和他们的客户(企业和个人)。2005 年 7 月汇率形成机制改革之前,汇率衍生产品交易主要发生在零售市场上,包括外汇指定银行与客户之间的远期人民币结售汇业务,以及银行代客理财所开发的外汇衍生产品;汇改之后,汇率衍生产品开始在银行间外汇市场上推出。

1. 外汇指定银行的远期结售汇业务

人民币衍生产品业务始于 1997 年中国银行开办的远期结售汇业务。截至 2004 年,获得经营远期结售汇业务资格的银行增加了工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、招商银行、民生银行和中信银行。境内企业包括外商投资企业都可向银行申请办理远期结售汇业务,但申请办理远期结售汇业务的外汇收支必须符合“真实需求原则”,即市场参与者必须提供进出口贸易或其他保值背景的证明文件。

汇改之后,中国人民银行于 2005 年 8 月 10 日发布《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》,全面取消交易期限的限制,允许由银行自行确定交易期限和展期的次数。同时,按照审慎监管的原则全面扩大远期结售汇银行范围,银行只要具有即期结售汇业务和衍生产品交易资格,备案后均可从事远期结售汇业务。

远期结售汇业务是中国外汇衍生产品中开办得最早,使用得最多的产品。但与即期结售汇交易量相比,成交量还很小,平均不足即期市场的十分之一(高扬, 2006);与中国贸易

大国的地位相比，更是不太相称，其交易量占中国贸易总额的比例不足 2%，在亚洲国家和地区中属于很低的水平（张光平，2006）。

表 1 1997-2004 年我国银行远期交易额

单位：亿美元

年份	远期交易额	增长率(%)	远期/即期 (%)	远期交易额/贸易总额(%)
1997	8	--	1.1	0.24
1998	21	178.0	4.1	0.66
1999	37	73.5	11.7	1.03
2000	114	208.1	27.0	2.40
2001	86	-24.7	11.4	1.68
2002	43	-49.9	4.4	0.69
2003	90	109.3	5.5	1.06
2004	210	133.3	10.0	1.82

资料来源：张广平：《人民币衍生产品》，中国金融出版社，2006。

2. 商业银行代客理财业务中包含的外汇衍生产品

这部分汇率衍生产品主要发生在商业银行与其客户之间形成的外汇零售市场上，多为外币之间的衍生品。由于国内没有相应的市场，这些交易大多是银行利用国际外汇市场进行的。早在 1993 年，中国银行就针对个人外汇资产，率先推出了“外汇宝”交易。随后，中行又在上海率先推出了个人外汇期权产品“两得宝”和“期权宝”。提供外汇交易产品的银行也从最早的中行一家扩大到交行、工行、建行、农行、招行等其他中资银行，产品包括外汇期权和个人远期外汇等。银行针对企业推出的相关业务包括代客外汇买卖、代客理财业务和外汇风险管理业务。据中国外汇交易中心初步调查，目前全国具有外汇买卖业务权限的金融机构超过 260 家，实际经营外汇买卖业务的有 240 多家。

银行对客户提供的汇率衍生产品品种多样，发展速度很快。据统计，12 家国有银行和股份制银行共提供了 118 种外汇储存产品。这些外汇产品大多属于传统的简单产品，具有以下特征：均为保本类产品；固定收益；以中短期 1 到 3 年的期限为主。（张光平，2006）。

虽然这些外汇零售业务处于发展初期，产品简单，但他们扩大了企业和个人外汇的投资渠道，也有助于改善银行的业务结构，培养衍生品业务的专业人才，进而提高商业银行的综合竞争能力。

此外,在中国缺乏人民币与外币间避险工具、而人民币与美元的比价比较稳定的情况下,外币之间的衍生产品在一定程度上承担了为市场主体提供回避非美元主要货币的汇率风险的职能。但随着汇率体制的改革,人民币与美元的波动会加大,需要开发人民币与非美元货币的衍生产品来规避相应的汇率风险(高扬,2006)。

3. 银行间外汇市场的人民币衍生产品

2005 年 7 月 21 日,人民币汇率形成机制改革后,政府推进人民币衍生产品业务的步伐明显加快。2005 年 8 月 9 日,中国人民银行发布了《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》。8 月 10 日,又发布了《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》。这两个通知对扩大银行间即期外汇交易市场交易主体范围、推动人民币远期和掉期等衍生产品的发展起着非常重要的作用。通知发布不久,中国外汇交易中心于 2005 年 8 月 15 日正式推出了银行间远期外汇交易品种,为银行规避人民币汇率风险提供了工具。2006 年 4 月,银行间外汇市场又推出人民币和外币之间的掉期交易,已获得国家外汇管理局远期交易备案资格 6 个月以上的金融机构或非金融企业均可获得在交易中心交易系统从事掉期交易的资格。表 2 是银行间外汇市场推出的金融衍生产品的发展情况。虽然这些产品处于初期阶段,交投也不活跃,但在制度建设和风险防范方面打下了很好的基础。

表 2 银行间市场金融衍生产品发展状况

品种	推出时间	交易情况(截止 2006 年 6 月 30 日)	制度建设和风险防范
人民币债券远期交易	2005 年 6 月 15 日	累计成交 226 笔,交易总量 560.71 亿元;249 家机构签署了《债券远期交易主协议》,28 家金融机构参与了交易	保证金管理制度;交易规模控制的事前指标;信息披露和风险预警体系 《全国银行间债券市场债券远期交易规则》
人民币利率互换交易	2006 年 2 月 9 日(试点)	制度备案 33 家,交易备案 19 笔,交易名义本金总额 181.1 亿元	《关于人民币利率互换交易备案有关事项的通知》
人民币外汇远期交易	2005 年 8 月 15 日	成交 981 笔,成交总额 101.7 亿美元,日均 4700 万美元 远期交易会员 62 家	防范风险的措施:双边授信;会员签定主协议;保证金。
人民币外汇掉期交易	2006 年 4 月 24 日	成交 187 笔,成交总额 30.4 亿美元,日均交易量 6756 万美元,掉期市场成员 56 家	防范风险的措施:双边授信;会员签定主协议

资料来源:根据中国外汇交易中心资料整理。

在银行间市场率先推出人民币外汇远期交易和外汇掉期交易,显然是一种深思熟虑的安排。在所有外汇衍生工具中,远期交易和掉期交易是历史最长、使用最频繁的交易方式,国际清算银行将这两种交易方式与即期外汇交易合称为“传统”的外汇交易方式。据国际清算银行 2004 年对国际外汇市场所做的每三年一次的调查,当年 4 月场外交易(OTC)的外汇衍生品中,直接远期(outright forward)和外汇掉期(swap)占了 91.5% (BIS, 2005)。直接远期交易主要目的是通过买卖外汇以满足贸易或投资需要,因而只要存在贸易和投资活动,这种远期交易就会存在;掉期交易是远期外汇交易的一种特殊形式,通过即期和远期交易的组合起到回避风险作用,是银行平补其敞口头寸的最常用的工具。因此,只要存在汇率波动,即便波动幅度不大,对这两种交易仍然有很大的需求。显然,率先推出这两个汇率衍生交易品种比较适合中国汇率安排的现状。

从币值方面,银行间外汇市场主要有人民币兑美元、欧元、日元和港币等四个交易品种,其中人民币兑美元汇率是最受市场关注的价格,而兑欧元等币种交易量不大。从 2006 年 8 月 1 日起,银行间外汇市场又推出了人民币对英镑的即期、远期和掉期交易。预计,央行会加快推出一篮子货币中各币种与人民币交易品种,这将有助于相关经济主体在钉住一篮子货币的汇率制度下、人民币对美元的比价波动加大的情况下,直接回避人民币与非美元主要货币之间的汇率风险。

三、发展汇率衍生产品的条件和基础金融环境分析

2005 年 7 月的汇率改革措施概括起来有两方面的内容,一是建立有管理的浮动汇率制,二是提高人民币汇率形成机制的市场化程度,后者主要包括对结售汇制度的完善。这两项内容为汇率衍生产品的发展提供了真实需求。与此同时,一些相关的基础市场和金融环境的改善,如外汇市场、货币市场和利率市场化的改革,为大力发展金融衍生产品提供了重要的市场条件和制度保障。

1. 汇率波动幅度增大

汇改以前,由于人民币汇率的波动非常小,市场缺乏避险的动机,所以人民币远期交易十分清淡,对其他人民币衍生产品的需求也受到抑制。根据专家计算,从 2001 年初到 2005 年 7 月 21 日,人民币/美元汇率平均历史波动率仅为 0.05%。汇改之后,人民币/美元汇率波动率仍然很低,但比汇改之前上升了 8 倍(张光平, 2006)。据中国人民银行公布的《2006

年第二季度中国货币政策执行报告》指出，人民币对美元汇率中间价日均波幅由 2005 年汇改以后的 0.02% 提高到 2006 年以来的 0.04%，单日最大波幅为 0.21%，超过人民币汇率最大日波动区间（千分之三）的 2/3。下图（略）显示汇率改革后人民币汇率的波动幅度明显加大了，而且有升有跌，单边运行的情况有所改善。

2. 强制结售汇改为意愿结售汇

1994 年外汇体制改革后，中国开始实行结售汇制度。这个制度由两个层次组成。第一个层次是针对企业的。境内所有中外资机构的外汇收入都要按银行挂牌汇率，卖给外汇指定银行；同时，企业根据“真实贸易需求”的原则到外汇指定银行购汇。第二个层次是针对银行的。对各银行也核定结售汇周转头寸，超出这个限额的外汇就要到银行间外汇市场卖出。中央银行作为市场上的接盘者，买入外汇以积累国家的外汇储备。结售汇制度的实施适应了当时中国外汇管理需要，促进了中国外汇收支状况的持续好转。

随后，中国外汇市场进行了一系列改革，对经常项目外汇账户实行限额管理，并且逐步提高限额的范围，扩大境内机构经常项目外汇资金使用的自主权。2005 年汇率机制改革后，中央银行对结售汇制度做了进一步的改革。2006 年 5 月，取消了经常项目外汇开户的事前审批，再一次提高了经常项目外汇账户限额。与此同时，中央银行将对各银行的结售汇周转头寸管理改为综合头寸管理，涵盖范围扩展为外汇指定银行持有的因人民币与外币间交易而形成的外汇头寸，包括由银行办理符合外汇管理规定的对客户结售汇业务、自身结售汇业务和参与银行间外汇市场交易而形成的外汇头寸。结售汇综合头寸限额的管理区间下限为零、上限为外汇局核定的限额，而且结售汇综合头寸上限有较大幅度的提高。同时对中外资银行统一了管理政策和限额核定标准，实现了银行间的公平竞争。

通过以上一系列政策调整，中国自 1994 年以来实行的强制结售汇制度越来越向意愿结售汇转变。银行方面，外汇周转头寸增长，办理结售汇业务和外汇资金管理的灵活性和主动性提高，在外汇市场的操作能力和自由度也有所增强。与此同时，企业可以根据自身生产经营的需要保留外汇收入，一方面企业财务安排更加灵活，另一方面也使得企业面对的外汇风险增大，在企业拥有保留更多外汇的自由的同时，对规避外汇风险的需求增强，对相应的外汇衍生产品的需求也增强，这为外汇衍生产品市场的发展提供了广阔的需求市场。

虽然强制结售汇体制已经逐渐淡出，但企业在利用外汇衍生产品开展外债资金的避险时，还必须满足实需性的原则；另外，由于中国资本项目没有放开管制，资本项下的一些项目的结售汇还存在明显的管制；此外，银行结售汇实行综合头寸管理，头寸必须保持为正，一方面增大了银行的风险，同时也限制了银行参与期权交易的空间。

3. 外汇市场制度建设进一步完善

汇率衍生产品市场的发展依赖于完善的外汇现货市场：一方面，汇率衍生品的出现是由于现货市场上价格波动而提出的避险需要；另一方面，汇率衍生品的定价也离不开现货市场上的一些关键的市场数据。2005 年 7 月汇改后，银行间外汇市场在交易方式上进行了改革，从而使人民币汇率形成机制更趋合理。

2006 年 1 月 4 日，银行间即期外汇市场上引入询价交易方式。这是指银行间外汇市场交易主体以双边授信为基础，通过自主双边询价、双边清算进行的外汇交易。询价交易采取场外(OTC)外汇交易的方式，具有灵活、成本低、信用风险分散等优点，更好地适应了外汇市场主体多元、需求多样的特点，因而在国际外汇市场上得到了迅猛发展。2005 年 8 月 15 日，银行间人民币外汇远期交易市场率先采用询价交易。银行间人民币外汇远期市场推出以后运行平稳，受到远期会员欢迎。从 2006 年 1 月 4 日起，银行间即期外汇市场也引入询价交易方式，同时保留竞价交易方式。银行间市场会员在进行即期外汇交易时，既可自主选择集中交易、集中清算的竞价交易方式，也可选择双边授信、双边清算的询价交易方式。在原有即期竞价交易的基础上，推出即期询价交易方式，有利于为外汇市场主体提供多种可选择的交易模式，降低外汇交易清算风险，进一步深化外汇市场建设。推出即期询价交易方式，也有利于在外汇市场上引入做市商制度，通过做市商的公开报价为市场提供流动性。询价交易推出以来，成交较为活跃，2006 年 6 月，询价市场成交量占银行间即期外汇市场成交量的比例超过 97%（中国人民银行，2006）。大中型金融机构是询价交易的主要参与者。同时，竞价交易也保持一定的规模，一些城市商业银行和信用联社等中小会员因授信不足，主要在竞价市场交易，而做市商则为其提供流动性。

2006 年 1 月 4 日，银行间外汇市场正式全面引入人民币对外币交易做市商。这是指经核准在银行间外汇市场持续向会员提供人民币与外币的买卖价格的外汇指定银行。做市商制度是国际外汇市场的基本市场制度。做市商通过自身的连续报价和交易，为市场提供流动性，平滑市场价格波动，提高交易效率，分散风险，并通过买卖价差盈利。同时，做市商也集中了市场供求信息，成为重要的定价中心。从国际主要外汇市场情况看，做市商在提供外汇市场的流动性、提高市场交易效率、转移和分担风险、促进市场发展等方面具有重要作用。对于中国来说，做市商制度的建立，也使中央银行逐步转为单纯的市场调控者，不再承担为市场提供流动性的责任。截至 2006 年 3 月底，15 家银行获得做市商资格，其中，中资银行 9 家，外资银行 6 家。引入做市商之后，银行间市场从撮合竞价交易转变成由做市商连续报价交易，将集中交易模式变成了分散交易模式，改变了人民币汇率的形成机制。从 2006 年 1

月 4 日起,人民币对美元汇率中间价的形成方式以外汇交易中心每日开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价并加权平均计算出来。由做市商通过自身的买卖行为为市场提供良好的流动性,使得银行间外汇市场更能反映真实的市场供求关系,因此有利于更合理汇价机制的形成。

中国人民银行《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》中,决定扩大银行间外汇市场交易主体的范围,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即期交易,其目的是扩大银行间外汇市场的主体规模,活跃即期外汇市场。截至 2005 年底,共有会员 384 家。其中当年新增 30 家,中国中化集团公司成为第一家非金融企业会员。远期交易会员增长迅速,2005 年 8 月《通知》发布不久只有 14 家,截至 2006 年 6 月底,已有 62 家中外资银行会员获准进入银行间远期外汇市场。

在人民币汇价形成机制改革和引入询价机制和做市商制度后形成的即期汇价较好地反映了市场的真实情况,有利于外汇衍生产品的准确定价。同时询价交易方式和做市商制度的存在使得即期外汇市场参与主体能够以更丰富和更灵活的交易方式进行交易,使即期外汇市场的变动更能反映市场供求关系。即期外汇市场的发展为外汇衍生产品的发展提供了较为准确的汇价和良好的市场基础。

4. 利率市场化进程和货币市场的发展为人民币衍生产品的定价提供了依据

发展人民币衍生金融产品最核心的部分就是定价问题。在外汇衍生产品定价中,既要用到即期汇率,也要用到无风险收益率,也就是金融市场中投资者要求的最低回报率,无风险利率就是基准利率。金融市场的投资通常通过观察基准利率的变化,来衡量市场的走向和风险。此外,由于外汇衍生产品往往涉及多个市场、不同期限,为保持无套利均衡原则,必须形成金融市场间相对统一和期限完整的收益率曲线。如果各个市场严重分割,相关利率人为地偏离市场价值,就会削弱衍生产品自身的保值功能和价格发现功能,造成市场混乱。

由于利率在衍生产品定价中的基础性作用,因此建立准确反映资金供求关系的利率体系,对于衍生产品的发展至关重要。世界各国发展金融衍生产品的经验也表明,市场化的利率体系是衍生产品发展的基础。英、美等发达国家以及一些发展中国家和经济转轨国家大都是在市场浮动利率体系下,发展金融衍生产品。因此市场化的利率体系是外汇衍生产品发展的基础性条件之一。

1986 年中国允许专业银行相互拆借,拆借利率由借贷双方商定,从而启动了货币市场利率市场化进程。在中国利率市场化进程的 20 年中,大体遵循着先将货币市场利率和债券市场利率市场化,再逐步推进存、贷款利率市场化的思路。存、贷款利率市场化又是按照“先

外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序来进行。目前，中国的利率按市场化程度的高低，可分为三类。一是被严格管制的利率，主要是针对居民和企业的人民币存款利率；二是正在市场化的利率，如银行的贷款利率和企业债券的发行利率；三是已基本实现市场化的利率，包括各种金融市场利率、人民币协议存款利率、以美元为主的外币大额存款利率和外币贷款利率等。

近年来，中国货币市场发展很快，同业拆借市场、票据市场和银行间债券市场都获得了较大的发展。货币市场是一年期以内短期资金融通的市场，主要为银行和非银行金融机构调剂资金余缺和补充流动性。货币市场对汇率衍生产品的影响主要是通过影响利率和即期外汇市场来发生作用的。目前，中国货币市场的各个子市场利率基本放开，逐渐形成了较为灵敏的市场利率体系，初步反映了市场资金供求的真实状况。货币市场利率的市场化为金融衍生品定价提供了初步基础。各银行在进行外汇衍生产品定价过程中，可以选择同业拆借利率、中央银行票据回购利率等作为外汇衍生产品定价的参考。可以说，目前中国利率市场化进程为外汇衍生品定价提供了初步的基础。

由于商业银行改革不到位，中央银行的利率调控体系不完善，推进利率市场化进一步改革还面临着巨大挑战。首先是货币市场和客户市场的利率是分离的，存贷款利率的上下限管制使得货币市场利率并不能有效地传导到所有金融市场的价格中，因此，中国尚不能形成单一的标准的市场基准利率。其次，没有形成一个完整合理的收益率曲线。许多国家采用短期国债的收益率曲线作为无风险收益率并作为衍生产品定价的参考。而中国国债以 1 至 10 年的中期品种为主，1 年以下的品种匮乏，导致国债期限结构不完整，影响了汇率衍生产品的定价。

结 语

本文回顾了汇改一年以来中国汇率衍生产品发展状况，着重探讨了与发展汇率衍生产品密切相关的一些基础市场和金融制度的改革情况和存在的问题，特别是外汇现货市场、货币市场和利率市场化方面的进展。金融衍生产品的大力发展最终取决于这些基础条件的完善。但是，我们看到，以上各个方面的改革都是相互独立而又相互联系的复杂的系统工程，各自都有独立的时间表并受制于一系列的制约因素。因此，发展汇率衍生产品是一个循序渐进的过程。但我们仍可以事实求是，积极进取，借鉴亚洲其他国家和地区（特别是韩国和新加坡）的经验，走出一条具有中国特色的衍生产品发展的道路。

首先, 汇率衍生品的发展需要政府的扶植。在亚洲国家和地区和金融衍生产品的发展过程中, 政府政策非常重要。无论是韩国还是新加坡在开展衍生品交易中, 政府都进行了严密的论证, 并有计划地稳步推进。此外, 汇率衍生产品的发展也离不开政府立法和有效的监管, 以防范金融风险。

其次, 积极推动外币之间的衍生产品的发展。亚洲国家如韩国和新加坡在汇率衍生产品的发展过程中, 利用国际先进经验, 充分享受后发优势, 直接引进先进的产品和电子网络技术。外币之间的衍生产品与本国汇率、利率之间的联系小, 对国内金融市场的干扰小。而且, 中国商业银行和投资者已经在国际市场上积累了一定的经验, 因此, 可以加速推出这方面的产品。可以考虑与国际著名的金融机构合作, 直接引进国外成熟的汇率产品, 以培育市场, 锻炼人才, 聚集人气。

第三, 积极推出场内人民币汇率衍生产品。汇率衍生产品市场包括交易所和场外市场 (OTC) 两个部分, 其中交易所产品以增加现货市场的流动性和具有更强的价格发现功能而获得投资者的青睐。场外市场的发展离不开一个运行平稳、流动性良好的现货市场和期货市场, 以便从中获得其管理风险和资产定价所需要的市场数据和流动性对冲工具的支持。目前, 中国银行间市场虽然已经推出了远期交易和掉期交易, 但交易活动并不活跃, 这与国内缺少期货、期权等市场强大的流动性支持, 从而使交易商无法找到足够的流动性对冲工具有很大关系。其次, 活跃在境外的人民币无本金交割远期和 CME 即将推出的人民币期货和期权产品, 使中国面临着激烈的国际竞争。此外, 现阶段人民币汇率波动的浮动比较小, 因此, 对汇率期货和期权产品的风险的可控性相对较强, 正好为我们提供了积累经验的过程。应该争取尽快推出场内人民币汇率衍生品市场, 并在发展中不断完善。