

人民币产品

创新

张光平 著

罗鹏宇 张志强 编校

RENMINBI CHANPIN CHUANGXIN



中国金融出版社

人民币产品创新

张光平 著

罗鹏宇 张志强 编校



中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币产品创新 (Renminbi Chanpin Chuangxin) / 张光平著. — 北京: 中国金融出版社, 2010. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5370 - 4

I. ①国… II. ①张… III. ①人民币 (元) — 货币市场 — 研究
IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 008892 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15.75

字数 264 千

版次 2010 年 3 月第 1 版

印次 2010 年 3 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5370 - 4/F. 4930

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

作者前言

席卷全球的金融危机从爆发到现在已经经历了两年的时间，全球经济的复苏已经出现了曙光。危机爆发以来，国内外媒体讨论最多的话题莫过于金融衍生产品。不少人士认为，金融衍生产品是本次金融危机的罪魁祸首，如果不是金融衍生产品盲目发展，金融危机不会恶化到如此境地，也不会对实体经济造成如此巨大的冲击。虽然问题并非如此简单，但这些观点也并非凭空捏造，因为金融衍生产品在金融危机中的确起了推波助澜的作用。在此背景下，人民币产品的创新前景成为国内金融专家、学者和实务工作者共同关注的焦点。

实际上，在2008年出版的《人民币衍生产品》第二版中，笔者已对活跃于国内外市场的主要人民币产品进行了系统的介绍，并着重对近年来境内外各类人民币衍生产品及其市场发展情况进行了深入的分析。但是，由于该书篇幅过长，很多读者难以在较短的时间内掌握这些产品的主要内涵和相关市场发展的主要情况。同时，在该书出版后的一年多来，国内外金融市场发生了很大变化，人民币国际化步伐也在不断推进，因此也有必要对相关产品和市场的最新情况进行介绍和分析。虽然一直有这个想法，但由于工作忙、时间紧，本人难以仅凭一己之力在原著的基础上再撰写一个更加精练的全新的版本。

值得欣慰的是，我的学生罗鹏宇和张志强等人这几年来参与了《人民币衍生产品》首版和第二版的部分工作，对相关内容已经较为熟悉。而且，在他们参加工作后的这几年里，对我国宏观经济、金融市场和相关产品的认识与理解也在不断加深。在他们的共同努力与协助下，这本编著终于完成，了却了我的一桩心愿。

目前，金融危机虽然接近尾声，但我们对危机中产生和发现的一些问题仍然难有定论，不过可以肯定的是，美国金融创新确实有些过度，存在杠杆过高、监管缺位和基础资产评级有失公允等问题。但是，就产品本身而言，已经流行于国际市场数十年的基本金融衍生产品，例如远期、掉期、期货和普通期权，确实有着不可替代的风险对冲和市场信息反应等功能，而且在此次金融危机中也并未暴露出巨大的风险。众所周知，本轮金融危机实际上是此前次贷危机的恶化，而次贷危机的主要根源来自于经济发展失衡，尤其是美国房地产贷款市场近年来未能坚持审慎原则，导致贷款质量大幅下降。可想而知，如果地基没

有打好，那么筑于其上的任何建筑物，都会轻则倾斜重则倒塌。所以，金融危机的根源实际上并不是衍生产品本身，而是构建这些产品的基础资产。

相信大家都会赞同，不管金融危机还要持续多长时间，我们坚持社会主义市场经济和逐步完善我国金融市场的目标一定不会动摇。要逐步完善我国金融市场，建立多层次的金融市场格局，我们不仅需要具备反映金融市场即期信息的基础产品，还必须拥有反映金融市场未来供求信息的远期、期货和掉期市场，也同样需要隐含金融市场未来价格和回报波动率信息的基础期权市场。

我们要清醒地认识到，与美国金融市场过度创新相比，我国金融市场目前主要的问题仍是创新不足，甚至连基本的产品市场都还没有足够完善地建立与有效地运行。在几千年前，中华民族伟大的祖先就道出了中庸之道的微妙，常识也告诉我们，“中为美，过之为过，不及亦为过也”。所以，在金融危机蔓延而且对实体经济的影响日益显现的情况下，我们不仅不能放慢人民币产品创新的步伐，而且还要加快脚步，补上我们在产品创新方面所缺的基本课程。

创新是人类社会发展和进步的永恒动力，是竞争和生存的力量源泉。党的十七大号召全党、全国各族人民大力弘扬以改革创新为核心的时代精神，深入贯彻落实科学发展观，提高自主创新能力，建设创新型国家。为此我们要按照十七大的要求，要坚持走中国特色自主创新道路，把增强自主创新能力贯彻到现代化建设的各个方面，要大力提高银行业、证券业和保险业的竞争力。

提高金融业的竞争力，落到实处就是要切实提升我国金融业的创新能力。无论是银行业、证券业还是保险业，相关金融机构的利润主要通过产品和服务来实现，因此金融创新的落脚点就是产品和服务的创新。同时，由于我国金融机构绝大多数的资产是人民币资产，所以金融机构创新的重中之重就是提升人民币产品的创新能力，在我国本土开辟人民币产品的主战场。另外，我国国际地位的持续上升要求我们必须加速人民币国际化的步伐，而人民币产品创新正是人民币国际化的基础工作。所以，在当前的世界格局下，加速人民币产品创新是时代赋予我们金融工作者的历史责任。我们要密切跟踪金融危机的走势，吸取金融危机的教训，认真学习和借鉴发达国家近百年来在金融产品创新过程中的经验，取其精华，弃其糟粕，尽量少走弯路。

在对境内外人民币产品进行介绍和分析的基础上，本书还对日元资本项目逐渐开放、日元国际化和东京国际金融中心的推动过程进行了研究，并与人民币进行了相应的比较分析，相信对人民币资本项目开放、人民币国际化和上海国际金融中心的建设应该有一定的参考意义。

衷心希望本书的出版能够为关心我国金融创新的读者提供一些有用的启发，为从事相关金融研究和金融实务的同仁们提供一些有用的参考。同时，衷心感谢金融业众多领导、专家、学者和从业人员等多年来对笔者的关心和支持！这

里还要特别感谢项东方先生，他对本书全文进行了认真的阅读并提出了宝贵的意见。

最后，让我们共同为推动我国金融创新而努力。笔者坚定地相信，只要我们积极进取、扎实工作、锲而不舍，就一定能够在不久的将来逐渐摸索出一条成功的人民币产品创新之路，为人民币国际化做好必要的准备，为切实提高我国金融业的竞争力作出我们应有的贡献。

张光平
2010 年 2 月于上海

编者前言

2008年，在全球经济因为受金融危机冲击而普遍陷入衰退的情况下，我国经济增长率仍然高达9.6%，国内生产总值首次超过30万亿元人民币。金融危机全面爆发不久，党中央、国务院审时度势，及时调整宏观经济政策，陆续出台了4万亿元财政刺激政策、取消银行信贷规模限制和实行家电下乡计划等重要措施并取得了显著的效果。2009年上半年，当全球经济还在底部痛苦挣扎的时候，我国经济已经出现了复苏的迹象。根据国家统计局初步测算，2009年分季度看，我国国内生产总值增长率分别为6.2%、7.9%、9.1%和10.7%，逐季上升。2009年全年，我国国内生产总值高达335353亿元，按可比价格计算，比上年增长8.7%，在全球可谓一枝独秀。同时，截至2009年9月底，我国外汇储备达到2.27万亿美元，持有美国国债接近8000亿美元。在本轮危机中，我国经济的国际地位得到显著提升。

为应对金融危机，一些储备货币发行国不顾他国利益不断增发钞票，对外汇储备所有国外资产的安全造成很大的威胁，引发人们对于国际货币体系的新思考。作为全球外汇储备金额最高的国家，我国政府对此尤为关注。在2009年全国人民代表大会之后的记者招待会上，温家宝总理公开表达了对我国持有的美元资产安全性的担忧。在此大环境下，随着我国经济地位的进一步提高，人民币国际化已经成为我国经济中长期发展的必由之路。唯有实现人民币国际化，我国才能在国际经济重整中更为主动；唯有实现人民币国际化，我国才能获得与自身经济规模对等的国际地位；唯有实现人民币国际化，我国才能成为真正的世界强国。

事实上，作为东亚最重要的经济体之一，我国的人民币国际化进程已经悄然展开。在蒙古、越南和缅甸等周边国家，人民币已经实现了一定程度上的自由流通，菲律宾更是把人民币作为了官方储备货币。在我国香港特别行政区，人民币已经深入到经济生活的各个领域。特别值得一提的是，2009年7月6日，跨境贸易人民币结算试点在上海正式启动，当天上午我国首笔跨境贸易人民币结算业务在中国银行完成，这标志着人民币在国际贸易结算中的地位已经从计价货币提升至结算货币。

可以说，人民币国际化是改革开放以来我国经济面临的最复杂的课题。人

人民币国际化将对我国的宏观经济运行、经济政策决策、金融市场以及经济主体等各个方面带来革命性的影响。作为国际货币，必须有一个发达的以该种货币标价的金融市场，如美元和欧元市场。因此，为实现人民币国际化，我国金融市场必须有足够的广度和深度。具体而言，广度就是指我国金融市场的产品种类，深度就是指我国金融市场的产品的流动性。要扩展金融市场的广度和深度，大力进行产品创新至关重要。

金融危机的爆发，使得不少人对于金融创新望而却步。我们认为，对于金融创新，需要辩证地看待和分析。一方面，在监管缺失和道德沦落的情况下，过度的金融创新不但不必要，而且实际上某些创新属于恶意行为。一些所谓的新产品不但不能称之为创新，甚至应该界定为商业欺诈；它们会对整个社会、经济和金融系统带来严重危害。对此，不但不应鼓励，而且应该加强监管，并逐渐建立和完善相关法律制度，对其予以严惩。另一方面，我们必须清醒地看到，目前我国的金融市场无论是广度还是深度都处于比较初级的发展阶段。我国现有的金融产品的种类和流动性不仅与发达国家存在很大的差距，甚至与印度等发展中国家也存在着不小的距离。例如，近几年，人民币汇率和利率改革不断推进，取得了很大成就，银行间各类人民币产品也相继推出，市场不断深化，但与国际水平相比，我国市场的交易还不够活跃，流动性也处于较低水平；另外，近年来我国商品期货市场建设力度不断加强，但种类还不够齐全，金融期货和期权市场还处在筹备阶段，尚未真正建立，这使得很多的资产定价还处于比较盲目和被动的状态。因此，进一步加强产品创新、不断完善我国金融基础市场和衍生产品市场、掌握人民币产品的定价权和开拓人民币持有者的投资渠道，是推进我国金融市场建设的重要内容，也是人民币国际化的迫切需要。总而言之，对于金融创新，我们不能盲目推进，但也不能因噎废食。

因此，我们认为有必要在人民币国际化逐步推进的大背景下，对国内外现有的人民币产品市场的发展情况进行总结、归纳和梳理，对人民币产品创新前景进行分析。张光平老师回国六年多来，在他多年境外金融实务工作的基础上，对人民币市场进行了长期、深入和持续的跟踪研究，并进行了大量相关的务实的基础性工作。从2004年至2008年，张老师先后撰写并出版了《人民币衍生产品》的英文版、中文版首版和第二版。这些年来，在张老师的悉心指导下，我们对这些著作进行了系统的学习，并参与了相关资料的整理和研究工作。在本书中，我们还进一步吸收了张老师最近两年来关于人民币市场的著作和许多其他最新的极具实务价值的研究成果，按照张老师的思路和他制定的框架，最终编成此书。

张老师于海外著名金融机构工作期间，先后出版了《巴林倒闭与衍生产品》（英文版、海外华文版以及国内中文版）和《奇异期权——第二代期权导论》

(英文版)等著作。近年来,张老师一直密切关注国际市场动态,深入研究人民币市场和跨境资本流动等问题,对国内外宏观经济和金融市场及其相关政策有着很深的理解。回国以后,张老师更是为我国人民币产品市场的发展做了大量理论与实务方面的研究工作,这些成果对人民币产品市场的创新和发展起到了积极的推动作用。张老师的著作《人民币衍生产品》这几年来在国内金融界被普遍使用,但是,由于该书新版字数过百万,篇幅长达一千两百多页,一些读者感到难以在较短时间内全部看完和充分理解。因此我们编写本书的主要目的之一,就是希望在之前专著的基础上编写一个相对简要的版本,以满足那些希望能较快了解人民币产品市场和创新动态的读者的需要。希望本书的出版,对进一步推进我国人民币国际化以及进一步完善人民币市场能够起到一定的参考作用。同时,本书语言尽量做到通俗易懂,不但适合于学者教授、政府官员和金融职业人员,也可以作为高等院校经济金融专业学生的参考读物。

本书共分四篇。第一篇主要介绍金融危机与金融创新的关系。首先,我们指出金融危机并非金融创新之过,金融危机的根本原因在于基础资产质量的大幅降低以及风险监控的过度放松。其次,我们论述了人民币产品创新的必要性和迫切性,我国金融市场的发展还处于初级水平,这与我国的经济地位很不相称,推进金融产品的创新可以弥补我国金融市场发展和经济发展的差距,同时也是人民币国际化的迫切需要。第二篇着重论述和分析我国境内人民币产品市场。目前在我国境内的人民币衍生产品主要有人民币远期、人民币外汇掉期、债券远期、人民币利率互换、远期利率互换、含有嵌入期权的银行理财产品、权证以及可转换债券等。我国境内的人民币衍生产品市场起步较晚,目前市场流动性还不够高,这种局面亟待改善。第三篇重点介绍和分析境外人民币产品市场。此篇涉及的产品主要包括人民币无本金交割远期(NDF)、人民币期货、人民币无本金交割期权(NDO)、人民币无本金交割掉期(NDS)、人民币无本金交割利率互换(NIRS)和H股指数期货及指数期权。通过分析境外人民币产品,我们发现境外人民币产品市场无论在发展程度还是在流动性方面都要比境内市场成熟。相对于我国的经济地位,这是不应该出现的局面,需要尽快改变。第四篇主要讨论国际化趋势下的人民币产品创新。本篇侧重分析当前世界主要储备货币的现状,总结日元国际化的经验教训,论述货币国际化的条件、成本与收益,最后深入分析人民币国际化的现状以及人民币国际化背景下的产品创新和市场发展趋势。

总体而言,我国人民币产品市场近年来已得到了较快的发展,成绩斐然,但仍然与我国的经济地位不相适应。特别是在人民币国际化已经正式提上议事日程的今天,我国更应该加紧推进人民币产品市场的创新和建设,为人民币国际化做好必要的准备。尽管在当今国际经济和金融形势日益复杂的大环境下,

在人民币国际化过程中推动相关产品创新的工作会十分艰辛，但我们必须努力进取、积极推动，为人民币国际化打好基础并创造条件，使我国金融市场保持健康发展，以更好地为国民经济的持续、稳定、健康发展服务。

张光平老师对本书的编写工作非常重视，除多次亲自组织讨论确定框架外，还亲自撰写了本书首末两篇的主要章节。多年来，张老师一直保持求真务实、积极进取、努力创新、刻苦勤奋的工作作风和极其严谨的治学态度，为晚辈树立了榜样。同时，这些年来张老师言传身教，对晚辈的学习和工作给予了很多的关心、支持和鼓励，在这里我们对张老师表示由衷的感谢！另外，参与本书编写工作的还有张老师的其他学生，他们是中国人寿资产管理有限公司的葛重阳女士，高盛国际银行的宋晓玲女士，以及中国人民银行研究生部的杜晗、黄鑫冬、刘怀元、孙寅浩和肖丽娟同学，在这里我们对他们高度负责、极其认真的工作表示衷心的感谢！同时，需要说明的是，本书所有观点均为学术和专业性探讨，并不代表相关人员所在单位或机构的意见。

另外，需要特别说明的是，鉴于篇幅的原因，对各种境内外人民币产品，本书着重介绍和分析其基本概念、主要原理、产品功能、发展历程和市场情况等。同时在对国际市场相关产品进行比较分析的基础上，结合我国情况，从比较宏观的角度对境内人民币产品的进一步发展提出相应的建议，并探讨其未来可能的发展趋势。至于各种境内外人民币产品的更为微观更为具体的要素细节、交易方式和定价模型等技术性内容，有兴趣的读者请参考《人民币衍生产品》中文版第二版（张光平，中国金融出版社，2008）的相关章节，本书不再细述。

最后，我们要特别感谢中国金融出版社领导对本书的重视和支持！同时感谢张智慧女士、褚蓬瑜女士和王海晔女士等出版社工作人员，她们认真负责的敬业精神和一丝不苟的工作态度，使张光平老师的原著以及本书的质量得到了提升和保证。

罗鹏宇 张志强
2010年2月于北京

《人民币衍生产品》首版序言（一）

改革开放以来，我国经济得到了飞速的发展，取得了举世公认的成绩。从1978年到2005年，我国国内生产总值年均增长率高达9.6%，人均国民收入也从225美元增至1700美元。在发展过程中，经济的外向型趋势十分明显，进出口贸易对我国国民经济的贡献越来越大，贸易依存度从1978年的9.6%上升到1990年的29.1%，在2005年更是升至63.0%。经济的持续快速发展使我国在世界经济中的比重越来越大。按当年汇率计算，我国1978年的国内生产总值仅占世界国内生产总值的2.7%，但在2005年该比例已经升至5.4%。随着我国贸易额的快速增长和综合国力的不断提升，我国的国际地位以及与其他国家在国际贸易中的关系也发生了重大变化，并且这些变化在今后还会继续加大。这些新的变化将使我国在国际经济、贸易和金融等发展中不断面临新的问题。

境外离岸市场人民币衍生产品有哪些主要类型并且是如何进行交易的？这些产品的活跃交易对我国汇率机制的形成有什么影响？境外离岸市场人民币衍生产品的活跃交易对国内金融市场的发展有什么影响？什么因素影响人民币汇率和远期汇率？这些都是我们金融工作者在目前应该积极思考研究的问题。本书对上述问题作了详细的介绍和回答。张光平博士长期在美国、日本和中国香港从事外汇等银行间产品的研究和操作，对汇率的形成机制和金融衍生产品有着深厚的理论基础和丰富的实践经验。2003年，张光平博士回到国内，在上海期货交易所从事衍生产品开发和研究工作，并撰写此书，而且于2004年完成首稿（英文版）。在本书中，作者对我国经济、银行体系、资本市场、汇率机制和银行间人民币远期市场进行了全面的介绍和分析，从而能使读者了解人民币衍生产品所依托的基础市场。本书使用大量的篇幅分析境外人民币升值压力的变化情况，并提出了基于市场交易数据衡量人民币升值压力的具体方法，该方法与传统的基于经济模型分析汇率方法相比，是一次创新。本书还对影响人民币升值的政治、经济和金融因素进行了深入的分析。

本书在对流行于国际市场上的各类主要场内外外汇衍生产品介绍的基础上，着重介绍和分析了流行于境外离岸市场上的主要人民币衍生产品。由于离岸市

场上交易的衍生产品没有公开系统和连续的数据，尤其是人民币衍生产品近年来才刚刚开始活跃交易，对这些金融产品的研究不仅在国内少有，即使在国际市场也相当罕见。作者历时两年多，收集整理了大量宝贵的数据，在他以前的专著《奇异期权——第二代期权导论》的基础上形成的许多权威性的研究成果都体现在此书中。这本书还通过大量的实例使读者更容易地理解各种人民币衍生产品的定价及其用途，数据主要以表格和图表的形式进行罗列和分析，使读者能够一目了然。

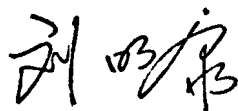
随着金融创新业务在发达国家和地区的不断发展，传统存贷业务在西方国家商业银行盈利中所占份额不断下降，增值服务所带来的利润越来越占重要地位。增值服务中绝大部分产品和服务都直接或间接地与金融衍生产品相关联。至今，我国加入世界贸易组织已超过四年，2006年将是我国加入世界贸易组织调整期的最后一年。可以预见，这些享受“国民待遇”的外资金融机构将会凭借其多年在产品的设计、交易和风险管理等方面的经验和优势，与国内金融机构就创新业务和增值服务展开激烈竞争。为了保证我国金融机构在今后数年内创新业务的发展能够较容易地适应新的竞争环境，中国银监会于2003年10月11日发布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》（以下简称《办法》），并于2004年2月4日正式开始实施。在《办法》推出之后，已有四大国有银行、光大银行和民生银行等10多家国内银行以及40多家外资银行拿到衍生产品业务牌照。在《办法》的推动下，银行间衍生产品交易在我国有了稳步发展。我国商业银行在目前甚至在今后很长一段时间内的主要业务仍将是人民币业务，人民币产品创新将是我国银行今后数年内的主要任务。了解、熟悉和掌握这些产品的特点、定价、应用和风险管理等领域对我国境内人民币产品创新、衍生产品市场的发展以及增值业务的扩张有着非常重要的意义。

随着人民币汇率形成机制的不断完善，国内人民币衍生产品也将不断丰富，其交易亦将逐步活跃；同时境外各类人民币衍生产品也将进一步活跃。境外人民币衍生产品，特别是期权类产品对国内人民币衍生产品有直接的借鉴作用。为了向其客户提供所需的服务，我国银行也需主动参与境内外这些产品的交易。如何对国内银行间人民币衍生产品和金融机构在境外人民币产品交易进行有效监管，也将成为我国银行业监管部门面临的新问题。该书对境内外人民币衍生产品全面和深入的介绍和分析，对我们今后开展此类业务的监管工作也有着相当重要的参考作用。

国外关于衍生产品的书籍品种多样，但张光平博士的这本著作在人民币衍生产品领域的研究迈出了可喜的一步。当然，随着人民币汇率形成机制的不断完善，书中的很多内容还需要不断更新。我希望，随着境内外人民币衍生产品

业务的不断发展与逐渐成熟，本书也能与时俱进，不断总结新的经验。

中国银行业监督管理委员会主席

Handwritten signature of Liu Mingfu in black ink.

2006年2月9日

《人民币衍生产品》首版序言（二）

我一直对外汇及其衍生产品很感兴趣，但却苦于找不到合适的参考书籍。张光平博士此书的出版，为像我这样的没有任何实际经验却又急于入门的人提供了一个极好的学习机会。

在国际金融市场上，外汇衍生产品市场具有巨大的重要性。外汇市场是全球最大而且最活跃的金融市场。由于世界经济和金融市场全球化的发展，全球外汇市场成交额快速增长，特别是自 2001 年以来其增长率高达两位数，超过同期世界经济的年增长率数倍。目前全球外汇市场日均成交金额已超过 2 万亿美元。但是，在这 2 万多亿美元的外汇日均成交金额中，外汇即期成交额的份额却不到 1/3，而外汇掉期和远期的份额超过了 2/3。除外汇掉期和远期这些传统的银行间外汇衍生产品之外，国际外汇市场上还有外汇期货、期货期权等场内外汇衍生产品和各种各样的外汇期权、掉期期权等银行间的外汇衍生产品。这些产品琳琅满目，多不胜数。这些场内和场外的外汇衍生产品，在外汇即期市场的基础之上构成了多层次、多功能的国际外汇市场结构。

早在 1995 年，张光平博士在美国纽约大通银行和瑞士银行工作期间，他就完成了系统介绍和分析这些复杂衍生产品的专业著作——《奇异期权——第二代期权导论》，然后于 1997 年年初正式出版了该专著的英文第一版。由于出版后广受欢迎，此专著又于 1998 年完成了其第二版。该专著近十年来广泛受到国际银行、交易所、基金管理公司和大专院校的重视和应用，在国际上产生了较大影响。

积累了十几年的对国际金融衍生产品的研究和实践经验之后，2003 年张光平博士正式回国工作。在国内工作两年多以来，他密切跟踪国内外人民币相关产品的市场动态，对各类人民币衍生产品进行了系统深入的研究、分析和探讨。在 2004 年，他独立撰写并出版了英文版《人民币衍生产品》一书，该书出版以来在国际上产生了一定的影响。此后他再接再厉、开拓创新，在英文版的基础上又增加了我国国内情况的新内容，包括国内外人民币衍生产品的最新动态、完善人民币汇率形成机制方案、推行实施对人民币产品的影响，以及人民币在国际市场上的影响等新章节，终于为读者奉上了这本《人民币衍生产品》的中文专著。

翻阅此书，是一次富有教益的学术旅行。我国自改革开放以来，经济建设取得了举世瞩目的成就，金融体系的改革也在不断地深化。国际资本流动以及相应的结售汇交易也不断增长。国内外汇交易额自 2000 年以来一直保持在 30% 以上的年增长率。但是，外汇成交金额占国内生产总值比例与国际情况相比仍然很低。在外币对人民币交易方面，资本管制条件下的国内人民币结售汇业务虽然已经试点了多年，但是交易仍不够活跃。一方面，除了有限的人民币远期业务之外，国内其他人民币衍生产品品种较少且流动性较差；另一方面，境外的人民币交易，如境外离岸市场上人民币衍生产品的交易，却变得日益活跃而且品种也在增加。这种状况呼吁着我们加强对人民币外汇交易和衍生产品的研究。

我很高兴张光平博士的著作能够适应我国经济、金融建设的迫切需要而及时出现。该书不仅对人民币的基础——中国经济和金融体系进行了系统介绍，还系统、深入地分析了流行于国际外汇市场上的主要场内外外汇衍生产品的概念、定价、交易、发展状况等。这对我们了解人民币衍生产品的现状和将来发展有相当重要的意义。

同时，此书也分析了目前国内外交易的各类人民币衍生产品，这对我国读者有很大帮助。我重点留意了本书的第四篇，它对流行于国内外的各类人民币衍生产品进行了系统、深入的分析和介绍。第五篇^①也相当精彩，它专门对境内外人民币产品之间的关系，市场对人民币汇率形成机制改革方案的反应和我国人民币衍生产品今后的发展等热点问题进行了探讨。就我目前所阅读的相关著作而言，该书或许是坊间关于人民币衍生产品方面最系统、最全面的著作，当然，这包括国内，也包括国际。张光平博士对相关专题的研究也是相当深入的，不仅对贸易、投资、银行等实际业务可能有直接的应用价值，而且对我们研究人民币汇率形成机制的完善、金融风险管理等领域也会有重要的参考价值。

除此之外，张光平博士的著作中对以下专题的研究，我感到也相当有启发意义。

一、人民币升值压力的判断

任何金融产品价格发生变化时，如果没有相应的成交额作支持，我们往往难以准确判断这种价格变化本身的支撑程度。当前的情况是，国内外人民币最活跃的交易产品——人民币无本金交割远期和期权每日的交易价格可以获得，但是由于境外柜台交易产品的特点，特别是由于无本金交割产品的隐蔽性，相应的成交量却难以获得。本书在分别分析了人民币无本金交割远期和期权交易

^① 第二版为第六篇。

的基础上，将这两种产品的价格结合起来的相关系数，作为我们判断境外人民币升值压力随时间变化的一个参数。不仅如此，作者还认为这可能是一个更加可靠的判断人民币升值压力的参数，是一种有益的探讨。

二、政治和基础因素对人民币汇率影响的分析

汇率是一国或地区的货币以外币来表示的价格。其升降变化，主要反映不同经济体之间经济增长幅度、贸易差额、利率变化等基本经济面及相应的市场预期。由于我国人民币汇率形成机制改革的时间较短，这些因素或许还需要一个过程，才能在人民币即期汇率上迅速和充分地反映出来。张光平博士在该书中对近年来境外人民币升值压力出现以来，影响人民币/美元无本金交割远期汇率的中美政治因素、主要国际机构对人民币升值的态度等政治因素进行了系统的跟踪和分析。在对政治因素分析的基础上，该书对2002年以来影响人民币升值的中美两国的贸易、国内生产总值、外汇储备、利率等主要经济和金融因素对人民币/美元无本金交割远期交易的影响，进行了实证的分析 and 研究。这些研究结果可以使读者对人民币远期汇率的变化或升值压力的产生和发展过程有一个具体而深入的认识。这些结果对今后进一步完善人民币汇率形成机制也应当会有重要的参考价值。

三、国内外人民币产品的差异和比较

随着人民币汇率形成机制的不断完善和我国金融体系改革的不断深入，境内外人民币产品的价格和交易方式从长远来说将趋于基本一致。本书比较研究了近年来国内外人民币远期和无本金交割远期交易，进而分析了机制变迁对外汇衍生产品的作用和影响。这种研究及其成果相当值得重视。

汇率形成机制的完善需要一个相对复杂而漫长的过程。在今后数年人民币汇率形成机制不断完善的过程中，境外人民币衍生产品会更加活跃而且品种也将更加丰富。同时，国内人民币衍生产品品种也会不断地被推出而且交易也将更加活跃。学习和借鉴发达国家和一些发展中国家汇率改革的经验对我们完善人民币汇率形成机制无疑是很重要的，但是这些经验与我国的实际情况还有一定的距离。由各类外汇衍生产品构成的多层次的外汇市场将是我国多层次的金融市场的重要组成部分。在学习和借鉴国外经验的同时，我们必须立足于我国经济发展的实际及其对人民币汇率形成机制的要求，密切跟踪和研究人民币汇率形成机制完善进程中必然要涉及的各种人民币衍生产品。而在我国传统的关于人民币汇率问题的研究中，这方面的研究尚付阙如。因此，张光平博士此书的研究，对我们拓宽和加深对汇率机制的研究，是十分有意义的。

随着我国经济持续、协调和稳步增长，人民币在亚洲以至全球的影响也将

进一步增加。研究人民币的国际影响以及以此为代表的我国的金融崛起对亚洲和世界经济的可能影响，以及它对于我国经济的健康发展，皆有十分重要的意义。张光平博士的研究在这方面开了一个很好的头，我希望今后数年这方面有更多的研究成果出现。

本书集金融理论与业务运作于一体，自成体系，通俗易懂。书中很多技术性的论述和分析来自作者英文版的专业著作《奇异期权——第二代期权导论》。以此为基础，作者通过具体实例和图表介绍各类人民币产品，可读性强。随着我国完善人民币汇率形成机制方案实施以来，国内人民币产品创新的力度明显加快。因此，对人民币衍生产品的研究需求也日益强烈。我很高兴看到本书及时出版。张光平博士的独立钻研精神和专业上求精求新的敬业态度值得鼓励。希望作者能够再接再厉，继续跟踪并研究国内外该领域的新动态和新品种，同学术界和实务界的同事们一起努力，更上一层楼。

中国社会科学院世界经济与政治研究所所长
中国人民银行货币政策委员会委员

余永定

2005年10月20日