



上海市学术著作出版基金

中国外汇衍生品市场研究

基于微观动机、经济效应
及政府监管的视角

斯文 著

 上海人民出版社



上海市学术著作出版基金

博士文库

中国外汇衍生品市场研究

基于微观动机、经济效应
及政府监管的视角

斯文 著

图书在版编目(CIP)数据

中国外汇衍生品市场研究:基于微观动机、经济效应及政府监管的视角/斯文著.—上海:上海人民出版社,2016

ISBN 978-7-208-13988-6

I. ①中… II. ①斯… III. ①外汇市场-金融衍生产品-研究-中国 IV. ①F832.52

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 174113 号

责任编辑 刘林心

中国外汇衍生品市场研究

——基于微观动机、经济效应及政府监管的视角

斯文著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 常熟市新骅印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 23.5 插页 4 字数 277,000

2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-13988-6/F·2393

定价 68.00 元

中国外汇衍生品市场研究

基于微观动机、经济效应
及政府监管的视角

序

获悉斯文同志的博士论文列入上海市第十八次社会科学博士文库并且即将出版的消息,作为他的博士论文指导老师,我感到由衷的喜悦,欣然提笔为本书作序。

在我的心中,斯文同志是一位与众不同、个性鲜明的博士研究生,他对学术有着浓厚的兴趣和执著的追求,科研能力突出,学术成果丰硕,在同期的学生当中是一位佼佼者。选择金融衍生品作为攻读博士期间的研究方向,可以说难度挺高、挑战很大,但是他不畏艰难、勇往直前,通过大量、系统阅读国内外最新的文献材料,同时结合我国金融改革的实践,对国内金融衍生品市场展开了孜孜不倦的研究、持之以恒的探索。在读博期间,他发表了大量关于金融衍生品的学术论文,其中不少论文具有开创性,得到同行的一致好评,填补国内相关研究领域的空白。本书是斯文同志长期以来学术积累的最终成果,可谓是水到渠成。

2005年7月21日,中国人民银行启动了新一轮的汇率形成机制改革,从此我国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。2015年8月11日,中国人民银行完善了人民币兑美元汇率中间价报价机制,进一步增强了人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性,但第二天人民币兑美元的中间价就

大幅下调超过 1 000 个基点,贬值近 2%,创历史最大降幅。2015 年 12 月 1 日,国际货币基金组织(IMF)正式宣布人民币将于 2016 年 10 月 1 日加入特别提款权(SDR),我国将进入一个经济金融市场化程度更高的新时代,汇率波动等金融风险将成为市场主体日常经营中必须面对和处理的主要风险。

可以说,伴随着人民币汇率形成机制改革的不断推进以及我国经济金融对外开放程度的日益扩大,国内各经济主体面临的汇率风险日益显著,迫切需要外汇衍生品这一便捷、有效的工具去管理汇率风险。在全球,随着布雷顿森林体系的瓦解,1972 年 5 月芝加哥商业交易所(CME)推出了外汇期货合约,宣告外汇衍生产品登上了历史舞台;相比之下,国内的外汇衍生品市场从 2005 年 8 月才开始逐步建立,至今仅有十个年头,同时这一市场也未能得到国内学术界的足够重视,相关的研究文献比较缺乏和零散。在这样的背景下,本书以我国外汇衍生品市场作为选题就具有很强的现实意义和理论价值,同时选取了“微观动机、经济效应以及政府监管”这三个既有差别但又紧密相连的视角进行探索,研究角度是新颖的,论证过程是缜密的。

本书试图回答以下几个主要和现实的问题:对于国内经济主体而言,运用外汇衍生品的微观动机可能会有哪些?运用外汇衍生品对企业经营效益会产生怎样的影响?运用外汇衍生品对企业风险承担会带来怎样的效应?外汇衍生品市场发展对我国货币政策传导机制,尤其是汇率传导渠道形成怎样的冲击?外汇衍生品市场发展对我国国际贸易(包括了出口和进口)产生怎样的作用?我国政府对于外汇衍生品市场应当采用放松监管还是加强监管的政策取向,在全球监管框架下又应当采取监管竞争还是监管合作的策略?读完本书,读者就能够找到上述问题的答案。

本书兼顾理论与实践、国外与国内、数理建模与实证分析,结构合理,逻辑严密,条理清晰,论述深刻,文字精练。我相信本书的出版将对我国外汇衍生品市场发展事业起到积极的推进作用,在弥补国内学术研究空白的同时,本书也是金融衍生品的研究者、从业者以及政策制定者手中颇具价值的参考读物。

以此为序!

上海社会科学院研究员、博士生导师 周宇

2015年12月于上海

目 录

序	1
第一章 绪论	1
一、选题背景和意义	1
二、文献综述	5
三、研究概述	16
第二章 外汇衍生品市场的概况	30
一、外汇衍生品的相关议题	30
二、境外的人民币外汇衍生品市场	40
三、我国外汇衍生品市场的演进	49
第三章 运用外汇衍生品微观动机的理论分析	68
一、风险暴露动机论	68
二、税收负担动机论	73
三、财务困境动机论	76
四、投资不足动机论	79
五、信息质量动机论	83

六、风险厌恶动机论	87
七、其他的动机论	90
第四章 运用外汇衍生品微观动机的实证检验	96
一、基于制造业上市公司的实证检验	96
二、基于上市商业银行的实证检验	112
三、结论	125
第五章 外汇衍生品对企业经营效益的影响分析	129
一、引言	130
二、基于制造业上市公司的实证检验	132
三、基于上市商业银行的实证检验	146
四、结论	158
第六章 外汇衍生品对企业风险承担的影响分析	161
一、衍生品影响企业风险承担的内在机理	162
二、基于制造业上市公司的实证检验	166
三、基于上市商业银行的实证检验	180
四、结论	193
第七章 外汇衍生品对货币政策传导机制的影响分析	196
一、衍生品对货币政策传导机制影响的理论剖析	197
二、外汇衍生品对汇率传导渠道影响的理论模型	206
三、基于我国宏观经济数据的实证检验	209
四、结论	226

第八章 外汇衍生品对国际贸易的影响分析	229
一、相关理论研究的梳理	229
二、外汇衍生品对国际贸易影响的理论模型	234
三、基于我国宏观数据的实证检验	243
四、结论	256
第九章 外汇衍生品市场的政府监管及监管国际合作	258
一、相关监管理论的演进	258
二、金融危机后全球场外衍生品市场监管改革	263
三、外汇衍生品市场监管的演化博弈分析	270
四、外汇衍生品市场监管国际合作的局部均衡模型	282
第十章 结论与政策建议	289
一、主要结论	289
二、完善我国外汇衍生品市场的政策建议	294
三、局限性与未来研究展望	317
参考文献	320
后记	363

第一章 绪 论

一、选题背景和意义

(一) 选题背景

20 世纪 70 年代以来,随着布雷顿森林体系的瓦解,西方主要发达国家的货币汇率与美元脱钩而实行浮动汇率制,汇率波动日益频繁,再加之各国逐步放松外汇管制,国际资本流动加速,这又加剧了汇率变动,市场对规避汇率风险的需求日趋上升。1972 年 5 月芝加哥商业交易所(CME)推出了英镑、日元、加元、德国马克、瑞士法郎、意大利里拉和墨西哥比索七种货币的期货合约,标志着外汇期货合约的正式诞生,同时也宣告外汇衍生品登上了历史舞台。此后全球外汇衍生品市场步入了快速发展阶段,依据国际清算银行的统计,2013 年末全球外汇衍生品合约名义本金共计 70.94 万亿美元,比 2000 年末的 15.76 万亿美元增长了 4.3 倍。^[1]

2005 年 7 月 21 日中国人民银行发布了《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》,正式启动新一轮人民币汇率形成机制的改革,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,人民币从固定汇率制向浮动汇率制过渡,市场化定价机制日渐成型,人民币汇率作为一种基础性的经济资源和金融资产价格,成为广泛影响中国经济发展和国内金融市场运行的主要因素,同时也成为了影响世界经济和全球金融市场的重要因子。

随着人民币汇改的推进和经济对外开放的扩大,我国外汇衍生品市场诞生的内在要求和外部条件得到满足。为了应对日益加剧的人民币汇率波动,中国人民银行依托银行间外汇市场逐步建立起了外汇衍生品市场,在我国这一市场属于典型的场外衍生品市场。就市场的演进路径而言,2005年8月央行发布了《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》以及《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》,据此银行间外汇市场推出了人民币外汇远期合约和人民币外币掉期交易;2007年8月发布了《关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》,允许开展人民币外汇货币掉期交易;2011年2月国家外汇管理局发布了《关于人民币对外汇期权交易有关问题的通知》,历史性地推出了人民币对外汇的期权产品。我国外汇衍生品市场的合约品种日益丰富,参与主体日趋壮大。同时,人民币汇率波动幅度的逐步扩大也意味着国内经济主体将面临更大的汇率风险,迫切需要汇率风险管理工具。随着我国经济对外开放持续加强,与全球经济融合不断加深,外汇衍生品市场交易量从2006年的649.17亿美元大幅增加至2013年的3.47万亿美元。^[2]然而,与成熟的市场相比,我国衍生品市场依然是一个新兴加转轨的市场,任重而道远。被誉为“金融衍生品之父”的利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)也评价道“中国金融衍生品市场还只是个孩子”。^[3]

（二）学术价值与现实意义

党的十八大报告中明确提出了“健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系”。同时，中国人民银行行长周小川（2013a）也明确指出：“在国家金融改革中，实施创新驱动发展战略，稳步推动金融市场机制、组织、产品和服务模式创新，形成长效创新机制，拓展金融市场发展的深度和广度，丰富金融市场层次和产品。”国际货币基金组织在2014年4月发布的《全球金融稳定报告》中也告诫：“在中国，政策制定者面临的挑战是有序地过渡到市场约束更强的金融体系。”（IMF，2014）然而，与外汇衍生品市场快速发展的现实形成鲜明对比的是，国内学术界对这一市场的探索是比较滞后与碎片化的，已有的研究仅局限在单一的、特定的领域，缺少系统性的理论研究，同时也缺乏相应的实证分析，而本书试图弥补学术界在该研究领域的空白点。

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（下文简称《决定》）中旗帜鲜明地指出：“必须新的历史起点上全面深化改革，不断增强中国特色社会主义道路自信、理论自信、制度自信。”世界银行前首席经济学家林毅夫（2012a）在《从西潮到东风》一书的序言中也积极主张：“发展中国家的学者应该解放思想，实事求是地根据自己国家的现实，分析问题，了解背后的因果关系，自己独立构建理论，这样提出的理论可能和传统的或西方的现有理论相同，也可能是全新的，只有每次都经过这样的创造性重构的努力，才能发现问题的本质，提出与时俱进的、能推动国家现代化、走向繁荣和长治久安的政策措施，也只有这样的方法才是科学的而不是教条的方法。”著名华人经济学家张五常（2009）在《中国的经济制度》一书中也提到：“对一个自然资源相对贫乏的国家而言，我认为中国的经济制度是人类历史上对经济增长最有效的制度。”为此，

本书的研究将我国外汇衍生品市场放在人民币汇率形成机制改革的大背景下,同时围绕着金融支持实体经济以及保持金融体系稳健运行作为研究分析的出发点和政策建议的落脚点。通过融合国外理论界对外汇衍生品的最新研究成果,基于对我国外汇衍生品市场的观察,本书有针对性地选取了“微观动机、经济效应以及政府监管”这三个既有差别但又紧密相连的视角,从微观层面、宏观层面、监管层面这三个维度依次展开分析,在逻辑上实现层层递进并且形成因果关系,这也是研究不断深入的结果。最终,本书试图建构起具有中国特色的、比较完整的外汇衍生品市场的分析框架和理论体系。

与此同时,2006年2月财政部颁布了新的《企业会计准则》,新准则要求企业在财务报告的附注部分披露金融工具的类型、账面价值、公允价值以及公允价值变动收益等信息,这为分析经济主体运用外汇衍生品的情况以及探究可能产生的经济效应提供了微观数据保障。同时,从2006年10月开始,中国外汇交易中心正式对外公布我国外汇衍生品市场的月度交易数据,截止到2013年末已经积累了7年的月度数据,这使得实证检验我国外汇衍生品市场对宏观经济运行的影响成为了可能。

本书试图回答以下几个主要和现实的问题:

问题1:对于国内微观经济主体而言,运用外汇衍生品的微观动机可能会有哪些?

问题2:对于国内微观经济主体而言,运用外汇衍生品对企业经营效益会产生怎样的影响?

问题3:对于国内微观经济主体而言,运用外汇衍生品对企业风险承担会带来怎样的影响?

问题4:我国外汇衍生品市场发展对国内货币政策传导机制,尤其是汇率传导渠道形成怎样的冲击?

问题 5:我国外汇衍生品市场发展对我国国际贸易(包括了出口和进口)产生怎样的作用?

问题 6:我国政府对于外汇衍生品市场应当采用放松监管还是加强监管的政策取向,在全球监管框架下又应当采取监管竞争还是监管合作的策略?

《决定》中明确提出了“加快完善现代市场体系”,而外汇衍生品市场则是金融市场体系的重要、有机组成部分。2014 年 5 月国务院发布的《关于支持外贸稳定增长的若干意见》也提出“鼓励金融机构开发适应实体经济发展需要的避险产品,帮助企业有效规避汇率风险”的指导思想。因此,本书的研究结论对于进一步完善我国外汇衍生品市场有着比较明显的政策含义,具体政策含义如下:一方面,对于国内金融政策制定者而言,通过掌握微观主体运用外汇衍生品的动机以及这一市场所产生的经济效应,将有助于对国内衍生品市场进行更好地“顶层设计”,进一步健全和完善市场的运行机制,从而更好地发挥金融服务实体经济的功能,也能有效避免金融市场系统性风险的爆发;另一方面,对于市场的各类参与主体而言,通过正确认识外汇衍生品的作用、功能以及风险,将有利于指导其选择恰当的风险对冲工具、优化风险管理机制,进而有效规避汇率风险,促进其稳健经营和可持续发展。最终,将更好地建设一个品种丰富、运行高效、功能完备、具有相当规模、与社会主义市场经济体制相适应的、有中国特色的外汇衍生品市场体系。

二、文献综述

从外汇衍生品市场出现至今仅有短短的四十余年时间,因此关于这一市场的研究在学术界尚属新兴的领域。本节将通过对外国、国内

已有的相关文献从逻辑角度和时间维度进行梳理,从而清晰勾勒出本书在相关文献中所占的学术地位以及对相关领域的边际贡献。

(一) 国外的研究

伴随着迅速发展的外汇衍生品市场,从 20 世纪 90 年代起国外理论界开始关注各类经济主体使用外汇衍生品的微观动机,同时也探讨了外汇衍生品对企业价值、风险承担的影响,此外还分析了外汇衍生品市场对货币政策的冲击,下面就依次进行梳理和归纳。

1. 运用外汇衍生品的微观动机

在研究外汇衍生品微观动机的相关文献中,主要是以外汇衍生品作为载体,通过实证以检验最优风险对冲理论是否成立^[4],当然实证检验的可行性取决于企业针对金融衍生工具信息披露的完备性。美国财务会计准则委员会(FASB)于 1990 年发布了财务会计准则(SFAS)第 105 号,要求美国企业在财务报告中对外披露运用金融工具(包括衍生品在内)的面值、合同金额或者名义本金,以及所涉及的信用风险、市场风险和会计政策等信息,此后英国、加拿大、澳大利亚等发达国家也陆续出台了类似的会计政策,从而为涉及外汇衍生品的相关实证分析提供了企业层面的数据保障。

纵观国外已有的文献,在检验外汇衍生品的微观动机中,主要是以非金融企业作为实证对象,选择不同国家的样本企业以及选取不同的观测期间会对实证结论产生影响。相比之下,金融机构(如商业银行)往往即作为衍生工具需求方又充当供给方,因此在微观动机方面则会与非金融企业有所不同(Smith, 1993),然而以金融机构为样本的实证分析仅仅涉及利率衍生品和信用衍生品^[5],并无针对外汇衍生品的研究。表 1.1 汇总了国外研究运用外汇衍生品微观动机的相关实证文献。

表 1.1 运用外汇衍生品微观动机的实证文献

文 献	样本选取	结 论
Géczy et al. (1997)	以财富杂志 1990 年评出的 500 强企业中的美国非金融企业为样本,观测期为 1991 年,共计 372 组观测值。	汇率风险、投资机会、财务约束、规模经济对运用外汇衍生工具产生了正效应。此外,外汇风险的来源是影响外汇衍生品合约品种选择的一个重要因素。
Goldberg et al.(1998)	以资产规模超过 10 亿美元的美国非金融企业为样本,观测期为 1993 年,共计 410 组观测值。	对比了运用外汇衍生品与利率衍生品的驱动因素,经营国际化、资产收益的波动性、成长机会、企业规模均对这两类衍生品合约的运用产生了正效应,而运用利率衍生工具又与债务水平正相关。
Allayannis and Ofek(2001)	以美国标准普尔 500 指数中的非金融企业为样本,观测期为 1993 年,共计 387 组观测值。	企业是否运用外汇衍生工具取决于海外销售、出口规模、资产规模以及研发支出等变量,而运用衍生工具的程度却取决于海外销售和出口贸易的规模。
Nguyen et al. (2003)	以澳大利亚的非金融企业为样本,观测期为 1999—2000 年,共计 469 组观测值。	对于外汇衍生品而言,当企业规模越大、负债率越高、市净率(代表增长机会)越高时,公司运用的概率就越大;对于利率衍生工具,则企业规模越大、负债率越高、流动性越好、股息支付率越高时,运用的概率才越高。
Rossi(2007)	以巴西的非金融企业为样本,观测期为 1996—2004 年,共计 1 664 组观测值。	公司规模、汇率风险、财务困境概率、成长机会、行业特征以及外币债务比重均是影响外汇衍生工具的因素。
Schiozer and Saito(2009)	以在美国发行存托凭证(ADR)的来自阿根廷、巴西、智利、墨西哥的企业为样本,观测期为 2001—2004 年,共计 183 组观测值。	企业的经营规模、财务困境成本、信息不对称、投资机会均是决定外汇衍生品运用的重要因素,然而潜在的税收利益则不是决定因素。
Afza and Alam (2011)	以巴基斯坦卡拉奇证券交易所上市公司为样本,观测期为 2004—2007 年,共计 344 组观测值。	具有较低管理层持股比率、较高出口销售、较强财务约束以及较大资产规模的企业,更倾向于运用外汇衍生工具以降低汇率风险。