

Construct the safe harbor of foreign exchange risk
— the research on China's foreign exchange derivatives

高扬 / 著

构建人民币汇率的 避风港

中国外汇衍生品市场研究



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

构建人民币汇率的避风港

——中国外汇衍生品市场研究



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

构建人民币汇率的避风港——中国外汇衍生品市场研究 / 高扬
著. —北京: 中国经济出版社, 2006. 5

ISBN 7 - 5017 - 7409 - 9

I. 构 ... II. 高 ... III. 外汇市场 - 研究 - 中国
IV. F832. 52

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 018614 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 牛慧珍 (电话: 010 - 68355210 E-mail: niuhuizhen@yahoo.com.cn)

责任印制: 石星岳

封面设计: 刘清水工作室

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市地矿印刷厂

开 本: A5

印 张: 6.75

字 数: 135 千字

版 次: 2006 年 5 月第 1 版

印 次: 2006 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7 - 5017 - 7409 - 9/F · 5966 定价: 19.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

选择我国外汇衍生品市场作为博士学位论文研究内容始于2004年。选择该题主要有两方面的原因,第一,中国汇率制度改革成为当前经济体制改革的紧迫任务之一,这不仅有来自国际上的压力,更重要的是原有的盯住美元的稳定汇率的制度已经成为影响货币政策自主性的主要原因。在外汇管制逐渐放松的背景下,追求汇率的稳定将会丧失货币政策的独立性,在持续顺差的背景下,央行通过买入外汇投放本币的方式稳定汇率,这会带来国内货币供给增加的压力,而相应的冲销政策又会带来相关的成本和问题。因此,选择适应市场供求变化、更为灵活的人民币汇率形成机制是我国汇率体制改革的根本目标。在这种背景下,汇率变动的不确定性将增强,如果没有适当的汇率避险工具,汇率体制改革将会对相关主体的决策行为产生负面影响,这将直接影响整个经济运行的平稳性。建立有效的汇率避险工具及市场是汇率体制改革的系统工程中的一项重要内容。国际外汇市场的发展经验已经证明,外汇衍生品市场作为主要的汇率避险市场,在抵消汇率变动对经济的负面影响方面发挥了重要的作用。为此,研究如何构建中国外汇衍生品市场具有现实意义和紧迫性。选择该题

目的第二个原因，主要考虑到本人的专业背景和研究兴趣。在硕士学习阶段，本人研究方向是金融衍生品，毕业任教期间也主要从事这个领域的研究，因此选择该题目也是将国际金融领域和金融衍生品领域结合起来，能够更好发挥本人的专业优势。

2005年3月本人的博士论文写作完毕，并在5月份通过博士论文答辩。在博士论文中，通过对外汇衍生品市场的定价机制的理论分析、世界各国远期外汇市场定价制度的研究，结合我国外汇市场的实际情况，本人对我国远期外汇市场定价机制提出了一系列的具体构想，其中包括：远期汇率的市场化应优先于即期汇率市场化，因为通过远期汇率的灵活调整，可以保证远期外汇市场结汇、售汇数量保持平衡，不会出现远期外汇市场的不平衡向即期市场转移、由此增加即期市场变动压力的情况；在我国利率市场化程度不高、即期汇率没有放开的背景下，通过有弹性的远期汇率有助于保持抛补利率平价关系，消化外汇冲击对经济的影响；通过远期汇率市场化的操作实践，有助于为即期汇率市场化打好基础。在定价机制中，套利活动是其中的核心和纽带，对此提出的构想是：要保持汇率市场的有效性，需要发展货币市场，促进抛补利率平价套利；建立银行间远期外汇市场、允许银行进行抛补利率平价套利活动。市场的微观组织结构设计是否合理直接关系到市场的运行效率。该论文通过对外汇市场微观组织结构的理论研究及国际外汇市场微观组织结构特点的分析，提出：银行间外汇交易应采取集中交易和分散交易相结合的方式，改变外汇交易中心垄断交易的状况，促使集中交易和

分散交易优势互补；尽快建立做市商制度，放松对做市商的持仓头寸限额的管理，为做市商的积极报价创造有利条件；应转变外汇交易中心的官办性质，削弱中国人民银行在外汇交易中心的主导地位，使外汇交易中心真正成为反映市场供求、提供市场流动性的场所；对于各种外汇衍生品，可以根据其特点选择适当的市场组织形式，使外汇市场市场组织结构多元化，以满足不同交易主体的需求。在发展我国外汇衍生品的模式选择上，通过对国际外汇市场的发展现状和趋势，提出应率先积极发展人民币与外汇间直接远期和掉期交易；积极开展外汇间远期外汇交易；慎重推出人民币与外汇间外汇期货、期权交易；实现在岸市场和离岸市场的融合。在对银行外汇风险监管方式上，应实行持仓头寸限制和资本要求方式相结合的外汇监管，以兼顾外汇风险控制和外汇市场规模发展的要求。

博士毕业不久，也就是在2005年7月，一个令人惊喜的消息传来了，中国人民银行宣布自2005年7月21日起我国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。这是我国汇率形成机制改革迈出的重要一步。对于我而言，这个消息还意味着我的博士论文的现实意义更加突出。在随后的8月10日，中国人民银行发出《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》，推出了一系列促进外汇市场发展的重要举措，包括对远期结售汇制度的进一步放宽、增加外汇市场询价交易方式、引入银行间远期外汇交易和掉期交易等。我欣喜地看到，在我博士论文中所构想的外汇市场的发展思路，有些正在变为现实。我的导师，中国社会科学院世界经济与政治所

的所长余永定研究员，在一个周末的下午打电话“提醒”我，这是一个重要时机，之前所做的研究成果有了用武之地，希望在汇率制度调整、外汇市场发展的重要时机，能够听到我的“声音”。生性懒散、行动“迟缓”的我立刻打起精神，将博士论文中的核心部分进行整理，向学术杂志和专业性报纸投稿。因为选题很具有时效性，所以《财贸经济》、《国际经济评论》等杂志录用了我的文章，使我在这个关键的时期留下了一些“声音”。

经过数月的进一步思考和整理，以我的博士论文为基础的书稿呈现在大家面前了。该书稿基本上保持了博士论文的基本结构和思路，结合汇率制度改革之后相关变化作了适当的调整扩充。该书包含了汇率制度改革之前外汇市场发展的状况和问题，以及汇率制度改革之后的新变化，并从理论层面对这些变化进行阐释、分析和评价。更重要的是，本书对我国未来的外汇市场发展思路、所需要具备的客观条件进行了深入研究，这为我国外汇市场的进一步完善、成为有效的回避汇率的场所提供了理论和实践意义上的指导。

希望拙作能够吸引更多的学者关注这个研究领域，以此作为沟通和合作的平台，能够展开更为深入和有益的探索。也真心希望中国的汇率制度改革更加顺利的进行，外汇衍生品市场能够真正成为汇率的避风港。

高扬

2006年3月

目录

CONTENTS

第一章 研究背景和研究内容

第一节 研究背景介绍	3
一、远期外汇市场产生发展历史和作用	3
二、我国外汇市场发展现状及存在问题	6
三、我国汇率体制改革方向与远期外汇市场发展 要求	22
第二节 远期外汇交易品种概述	24
一、直接远期外汇交易	25
二、外汇掉期交易	29
三、外汇期货交易和外汇期货期权交易	35
四、外汇期权交易	39
五、货币互换	42

第二章 我国远期外汇市场定价制度选择

第一节 远期外汇市场定价机制概述	47
一、套利、投机活动在远期汇率形成中的作用	47
二、外汇市场有效性内涵	49
三、偏离抛补利率平价关系的因素研究	52
四、远期外汇品种间价格关系	68
五、远期外汇市场的定价机制与避险机制关系	75
第二节 世界各国远期外汇市场定价制度	88
一、发达国家远期外汇市场定价机制特点	88
二、发展中国家远期外汇市场定价机制特点	92
第三节 我国远期外汇市场定价制度选择	98
一、我国远期外汇市场交易情况与问题	98
二、我国远期外汇市场银行自主定价的理论依据	100
第四节 改善我国远期外汇市场定价效率的政策建议	108
一、发展货币市场，促进抛补利率平价套利	108
二、进一步发展银行间远期外汇市场，允许银行进行抛补利率平价套利	115

第三章 我国外汇市场微观组织结构选择

第一节 外汇市场微观组织结构理论	119
一、外汇市场微观组织结构理论产生及研究内容	119
二、外汇市场流动性、透明度与价格发现效率之间的关系	120
第二节 国际外汇市场微观组织结构特点	125
一、交易商组织方式下的做市商制度	125
二、拍卖型组织方式与指令驱动制度	128
第三节 我国外汇市场微观组织结构选择	131
一、《通知》之前的外汇市场微观组织结构状况	131
二、《通知》之后我国外汇市场微观组织结构的 一系列重大调整	132
三、进一步完善我国外汇市场微观组织结构的 建议	134

第四章 发展我国远期外汇品种模式研究

第一节 国际外汇市场远期外汇品种及特点	141
第二节 发展我国远期外汇品种模式研究	145
一、完善即期外汇市场，为外汇衍生品的推出 奠定基础	146

二、重点发展远期外汇市场，尤其是积极发展 掉期交易	147
三、积极开展外汇间远期外汇交易	151
四、慎重推出人民币与外汇间的外汇期货、期权 交易	153
五、实现在岸远期外汇市场与离岸市场融合	157

第五章 我国外汇市场风险监管研究

第一节 国际银行外汇风险监管的主要内容和 概况	161
第二节 外汇持仓限制与资本要求监管方式的比较	166
第三节 我国银行外汇风险监管现状及特征	172
一、我国对外汇风险监管现状	172
二、我国外汇风险监管的主要特征	175
第四节 我国外汇风险监管方式的选择	177
一、汇率体制改革对我国外汇风险监管的新要求	177
二、我国外汇风险监管机构的效用函数	178
三、我国外汇风险监管方式的选择	180

结束语

参考文献

后记

研究背景和研究内容

外汇远期市场的产生有一百多年的历史，发达国家的实践表明外汇远期市场在抵消汇率变动所带来的负面影响方面起到了积极的作用。但与之相比，发展中国家的外汇远期市场大多还处于初步发展阶段，严格的管制、官方的干预、流动性差、交易规模小等直接影响到外汇远期市场避险功能的发挥。

本章将中国外汇市场分为人民币与外汇间市场和外汇与外汇间市场，根据不同的交易品种对我国外汇市场的发展现状进行的描述与剖析，并结合我国汇率体制改革的目标，指出我国现有的外汇市场发展现状尚不能满足汇率避险需要，汇率体制改革也需要更为完善的外汇市场作为配套。

在本章中，还对主要的外汇衍生品的种类、定义及作用进行了描述，并对这些衍生品之间的区别和联系进行一定的分析，从而为以后章节的论述奠定基础。

第一节 研究背景介绍

一、远期外汇市场产生发展历史和作用

外汇远期市场产生于十九世纪后半世纪的欧洲，迄今已有一百多年的历史。外汇远期市场作为回避汇率风险的工具，其兴衰的历史与国际汇率制度的演变过程紧密相关。浮动汇率制度是促进外汇远期市场产生和发展的根本动力。世界上第一个外汇远期市场之所以产生于维也纳^①，正是在因为在 19 世纪 70 年代，也就是欧洲大多数国家采取与黄金挂钩的固定汇率制度的时期，德意志帝国和奥匈帝国终止了银本位制度，荷兰盾和德国马克自由浮动，使得荷兰盾和德国马克间的外汇市场在 19 世纪 70 年代至 80 年代成为世界上最为活跃的市场。两次世界大战期间，由于各国对外汇的严格管制，外汇远期市场的发展受到压抑。在一次世界大战后至二次世界大战前这段时期，浮动汇率制度使得外汇远期市场得到发展迅速，利率平价套利活动被广泛进行。尤其是在 20 世纪 20 年代初期，中欧的恶性通货膨胀以及金块本位集团在 30 年代的不稳定运行

^① P. Einzig, *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, London Macmillan, 1975, Chapter 1.

都为外汇远期市场的快速发展创造了有利的条件。二战后，在布雷顿森林体系下，成员国只保证经常项目的可自由兑换，对非居民持有的本币的自由兑换不作限制，但对居民的金融交易和非居民的借款被广泛地管制，在这一时期居民被禁止参与远期外汇交易。在严格的外汇管制下，远期外汇市场的发展在此受到抑制。直至1973年，在布雷顿森林体系解体、浮动汇率制度被广泛实行后，外汇远期市场才获得重新发展的机会。1972年5月芝加哥商业交易所（CME）的国际货币市场（IMM）分部推出了世界第一张外汇期货合约，将商品期货交易机制引入到外汇交易中，迈出了金融期货创新的第一步。经纪业的国际化和通讯技术的革新打破了地理上的分割，使市场合一。与二战期间相比，资本流动的规模大大增加，与资本账户有关的汇率风险也远远大于经常项目，外汇远期市场在为债务人回避债务清偿的汇率风险方面发挥了重要的作用。成熟的外汇远期市场在稳定一国经济、促进国际经济活动起到了重要的保障作用，具体表现在：通过远期外汇交易，使从事国际贸易的企业消除因汇率变动对进出口活动的影响，促进国际贸易发展；通过签订远期外汇合约，借款人和贷款人可以有效回避汇率风险，债务人可将其全部债务头寸限定在本币范围内，从而促进了本国居民参与境外融资的活动；对于从事跨国业务的公司来说，外汇远期市场在公司管理外汇风险方面发挥了至关重要的作用；外汇远期市场还拓展了投资渠道，有利于优化投资组合、改进资产的风险/收益结构。

早在1923年，也就是一战之后的浮动汇率时期，凯恩斯就指出：有了远期保值工具可以使交易者避免投机活动的影响，从而专注于所从事的贸易活动。凯恩斯建议，没有运行良好的外汇远期市场的国家，其中央银行要采取措施发展这种市场，或是向商业银行提供支持性保护以启动外汇远期市场。^①从各国实践来看，发达国家及少数新兴国家与发展中国家的外汇远期市场发展程度存在较大差异。前者为保证外汇远期市场的有效运行，在市场主体参与程度、交易品种、定价机制、市场组织结构等诸多方面，将管制程度尽可能降到最低。从实际运行效果看，这些国家的外汇远期市场在抵消汇率变动所带来的负面影响方面起到了积极的作用。与之相比，发展中国家的外汇远期市场大多还处于初步发展阶段，其主要特征是：远期外汇交易通常由官方提供、对外汇远期市场的管制较严，外汇远期市场交易规模小、市场流动性差，从而导致外汇远期市场的避险功能发挥有限。影响发展中国家外汇远期市场功能发挥的因素是复杂、多重的，并且每个国家也各有不同，主要因素包括：过于固定的汇率制度、中央银行对汇率的过多干预、资本项目的严格管制、金融市场的低开放程度、货币市场的不发达等等。

^① Keynes, John Maynard, *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan, 1923, Chapter 3 and 4.

二、我国外汇市场发展现状及存在问题

中国人民银行宣布自 2005 年 7 月 21 日起我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调解、有管理的浮动汇率制度。这是我国在汇率形成机制市场化改革进程中迈出的关键一步，这表明人民币汇率的变动将更加灵活、具有弹性。在新的汇率制度下，企业、政府等主体将面临汇率变动的风险，这需要有效的外汇及衍生品市场以回避汇率变动风险。但是，从我国现有的外汇市场体系来看，无论从交易品种上，还是交易规模上都远不能满足需要。

由于人民币不能完全自由兑换，人民币与外汇间的交易存在诸多限制，与之相比，外汇与外汇间交易管制相对较小，两个市场具有不同的运行机制和特征，因而在分析我国外汇市场发展状况时，需要将人民币与外汇间交易市场与外汇与外汇间交易市场作以区分，分别进行研究。

（一）人民币与外汇间市场

人民币与外汇间市场包含了银行间即期外汇市场、远期外汇市场（包含掉期交易）、银行与客户间即期结售汇和远期结售汇交易以及人民币无本金交割远期市场（NDF）这五种形式。按交易的期限划分，银行间即期外汇交易、银行与客户间即期结售汇属于即期外汇交易范畴，其他三种交易属于远期交易范畴。按交易是否在本土