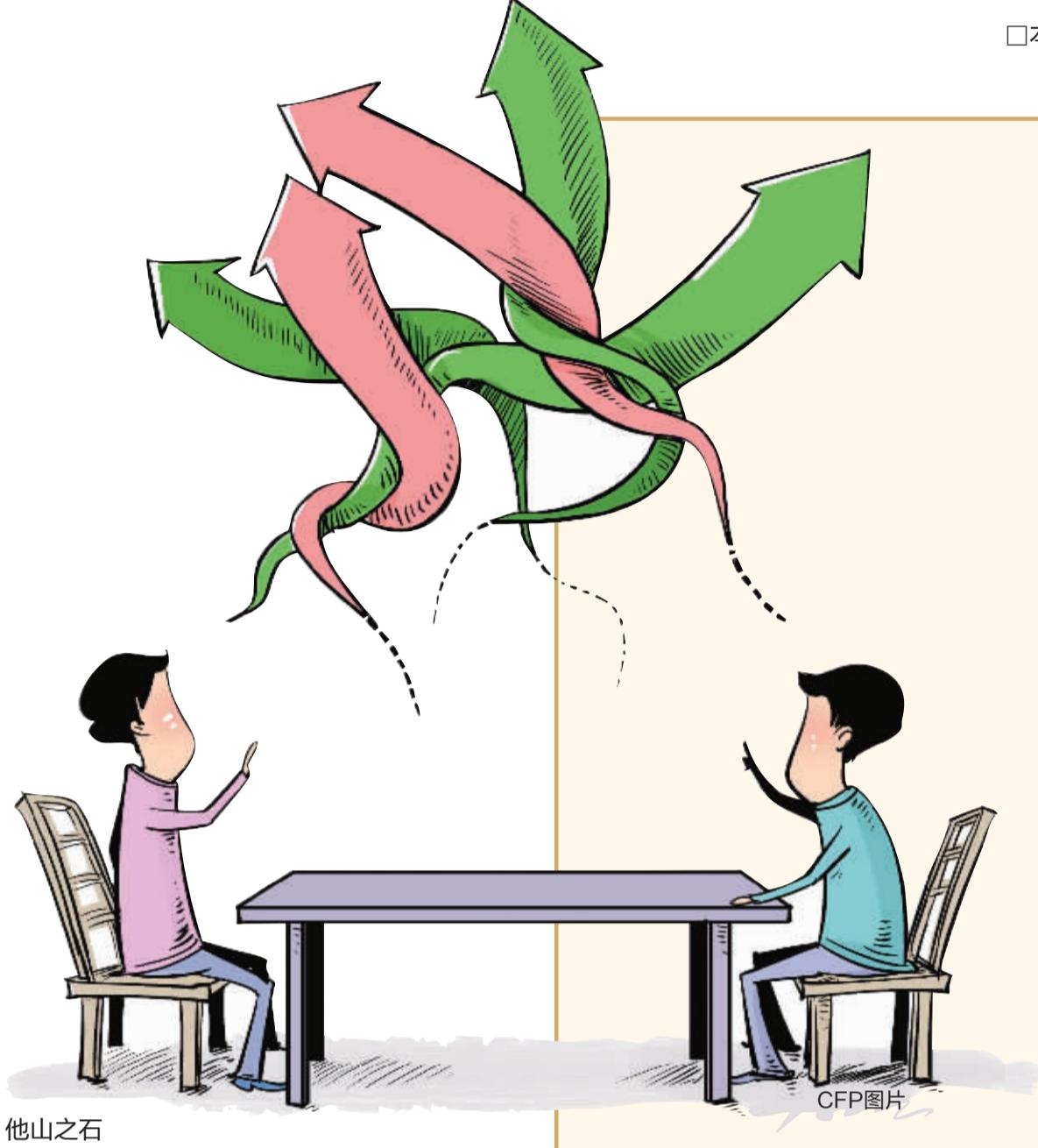


该不该推 时机是否成熟 试点还是外引 外汇期货三辩

□本报记者 倪铭娅



■ 他山之石

结合国情合理设计 外汇期货产品

□本报记者 倪铭娅

目前巴西、俄罗斯和印度等“金砖国家”均已推出外汇期货，而且发展状况良好，无论是从交易量还是发展质量都居世界前列。随着我国汇率改革不断推进以及与其他“金砖国家”的金融合作不断深入，我国有必要借鉴其他“金砖国家”经验，加快推进外汇期货市场建设，更好地服务实体经济发展。但发展外汇期货应结合具体国情合理设计外汇期货产品，有效管理外汇风险。

从巴西、俄罗斯和印度外汇期货市场发展历程来看，随着经济对外开放程度不断提升，国内外汇风险敞口与外汇风险显著上升，实体经济强烈的避险需求刺激了外汇期货市场的起步与发展。巴西在1987年宣布大规模汇改和资本项目开放的背景下开始发展外汇期货市场；俄罗斯在1992年正式转轨为浮动汇率体制、汇率风险凸显之后开始发展外汇期货市场；印度储备银行也将外汇期货市场视为资本账户开放过程中的必要步骤。

此外，巴西、俄罗斯和印度都设有外汇衍生品场外市场和外汇衍生品场内市场，而后者主要以外汇期货交易为主。从三个国家实际发展情况来看，外汇衍生品场外市场和外汇期货市场形成了良好的互补关系，呈现共同发展态势。俄罗斯在这方面表现最为突出，剔除2008年金融危机的特殊时期不考虑，在2006年至2012年的6年中，俄罗斯外汇衍生品场内市场快速发展的同时，外汇期货市场也快速壮大。

外汇期货产品都以本币对美元合约为主。一是本币对美元的交易动机最强。美元是其主要交易结算货币，本国企业所需要规避的风险一般都是本币对美元的风险；二是其外币负债或跨境资金也以美元为主，故而本币对美元期货合约也是最活跃的投资产品。

外汇期货市场发展主要采用两种产品策略。巴西采取扩张性的产品策略，推出很多外汇期货合约，囊括十几种货币。主要原因在于，一是巴西外汇期货发展历史悠久，技术系统先进，能同时处理如此多的外汇期货合约同时上市；二是在风险突然升高的情况下，市场对外汇期货产品的需求会陡增。印度和俄罗斯采取集中性的产品策略，即仅推出几种关键货币的外汇期货合约。主要原因：一是有助于集中流动性，以便与国内其他交易所竞争；二是集中资源，使这几个关键产品更可能获得成功。

从上述“金砖国家”发展外汇期货的经验看，我国推出外汇期货势在必行。我国目前只有场外外汇衍生品市场，市场功能还不能得到充分发挥。使用外汇衍生品的企业占进出口企业的比重较低。企业在实际避险操作中由于缺少透明的参考价格，只能被动地和银行进行交易。大多数企业甚至认为避险成本比汇率风险更高，宁愿选择不作为。随着我国汇率制度改革的深化，人民币汇率波动幅度将会加大，实体企业的避险需求会进一步上升，尽快完善外汇期货市场建设是满足实体经济发展的基础之一。

但需要指出的是，我国发展外汇期货应结合具体国情合理设计外汇期货产品，有效管理外汇风险。巴西、俄罗斯和印度的外汇期货产品均以本币对美元合约为主，是因为美元是其主要结算货币，规避美元汇率风险是国内主要的避险需求。但由于俄罗斯的汇率制度是以美元和欧元组成的货币篮子为锚，因此欧元合约在莫斯科银行间货币交易所(MICEX)的占比也较高。可见，巴西、俄罗斯和印度在外汇期货产品设计方面，都充分考虑了国内实际情况。我国在设计外汇期货产品时，也应从企业和银行管理外汇风险的实际需求出发，配合我国汇率制度改革的深化和人民币国际化的进程，有效管理外汇风险，保持实体经济稳定。

此外，在外汇期货市场初期起步阶段，我国应借鉴印度和俄罗斯经验，采取“集中性”外汇期货产品策略，设计推出美元、日元和欧元等少量几种关键货币合约，逐步增强我国外汇期货市场的竞争力，为开拓国际外汇期货市场、参与全球外汇期货交易打下坚实基础。

继去年人民币汇率大幅升值后，一季度人民币汇率“掉头”直转贬值趋势。这一变动不仅引发了市场人士的高度关注，而且增强了外贸企业希望外汇避险工具创新的呼声。

从中国证券报记者日前对山东外贸企业的调研来看，利用远期结售汇规避汇率风险是目前国内相当一部分外贸企业的可行选择。但据企业反映，受制于银行设定的远期结售汇门槛要求，不少外贸企业尤其是中小微外贸企业尚难享受此项服务，外汇风险尚难规避。

在此背景下，创新外汇避险工具，推动外汇期货发展被提上日程。业内人士称，外汇期货能够为企业提供公平、透明的交易平台，不仅有助于推动人民币汇率交易场内化，而且能帮助企业实现套期保值规避汇率风险。业内人士坦言，从国际市场经验看，推出外汇期货势在必行，但目前国内对推出外汇期货的态度、时机和路径选择方面尚存三大争议。

未来2-3年国际市场 外汇期货交易量增50%

□北京金融衍生品研究院院长 刘文财

近几年，金融危机后监管政策驱动外汇衍生品期货化的效果日趋明显，外汇衍生品期货化的端倪初现。

外汇期货于1972年就由具有远见卓识的利奥·梅拉梅德先生在布雷顿森林体系风雨飘摇之际推出，但在外汇衍生品市场中，外汇期货一直未能占据主角地位。比它晚了近十年产生的外汇掉期后来者居上，成了外汇衍生品市场的主角。据BIS2013年统计数据，外汇掉期日均交易额2.23万亿美元，占整个外汇市场日均交易额的42%，占外汇衍生品市场的68%。在监管当局的默许之下，掉期产品从外汇开端、发展到商品、利率、股票最后到信用掉期，最后发展成了“金融野兽”，反过来狠狠地咬了主人一口，导致了严重的金融与经济危机。美国政府痛定思痛，决定把它关在笼子里。2010年通过的《多德-弗兰克法案》对掉期进行了全面的监管。外汇掉期与外汇远期，在美国财政部的强烈要求下幸免于难，但外汇衍生品并没有从全球监管变革中全身而退。

实际上，外汇衍生品市场的一些变化已在悄然进行。改革的相关文件要求正在加速改变买方与做市商之间的关系，增加的资本金要求提高了银行的商业成本，报告要求改变了市场的透明度。在不远的将来，外汇不可交割远期(NDF)、货币掉期及场外外汇期权都必须纳入监管，进入集中交易与清算的场所。相对于信用与利率产品，在外汇衍生品市场上的金融监管更有争议性，使得一部分外汇市场参与者转向更好理解的外汇期货市场。

支持使用期货的原因是清算与客户定制。

首先，清算场外外汇期权很难。没有人能够理出如何去清算场外外汇期权，部分问题是因为难以对这些产品估值。如果它们不能正确地估值，这使得清算所难以在一定的违约概率下设定保证金水平以确保会员与客户的安全。格林威治协会研究表明，29%的买方公司使用外汇期权，其中，14%使用新兴市场货币期权，这些产品更加难以估值，因为这些国家货币比发达国家货币的波动率更大。场外外汇期权的最大问题是清算，而不是结算。IOSCO与BIS2012年发布的联合咨询报告——《金融市场基础设施原则》提出，清算所应能对所有需要清算的交易者提供清算与最后结算，这些要求在会员违约的情况下，对固定收益产品的保障并不困难，但对场外外汇期权的保障却是相当困难。因为场外外汇期权结算时是以标的货币进行的，清算所需要保留大量多个币种以确保在压力情形下的结算。这样做的成本是很高的。一种解决方案是让持续联接结算银行(CLS)结算，它是结算外汇交易的行业标准系统。根据IOSCO/BIS报告，掉期清算所必须保证自己结算，而不能外包。考虑到CLS在外汇市场结算的普遍性，在CLS与其它清算所之间的正式链接看起来是可行的，但是讨论才刚刚开始，真正落实还需要很长时间。然而，一些市场参与者可能发现一个积极的结果，由于资本金以及保证金的要求导致交易OTC衍生品成本的增加，会改变场外外汇期权的经济性，这样他们就不再使用场外外汇期权了，而转向使用外汇期货或期货期权。

其次，清算NDF很贵。考虑到场外外汇期权清算的复杂性以及财政部对掉期与远期的豁免，NDF是外汇领域唯一一个须被执行强制清算的品种。在某种程度上，它看起来很完美，因为合约是标准化的且经常被用来规避新兴市场货币风险。不幸的是，大多数交易的NDF内在的波动性要求清算所设定较高保证金，从而使得这些合约对投资者来说缺乏经济性。IOSCO建议对未清算的外汇交易设置6%的初始保证金，相对利率产品(不超过两年)1%的保证金，以及信用产品(不超过两年)2%的保证金，假定掉期交易者用一半的初始保证金，也需要3-4%，这对期限少于6个月的交易来说，是一笔相对可观的数字。

最后，客户化定制不再需要。大多数场外衍生品的出现都是因为客户需要买到一个定制化的解决方案，这可以大部分解释为什么一些买方机构愿意为结算的掉期全部付清而不愿使用期货。在一个双边市场，NDF是每天创造的离到期日有固定期限的产品，公司与终端用户是最可能的NDF的参与者，也经常要求定制化的条款以创造完美地对冲他们买卖货币的外汇风险。格林威治协会数据显示，44%机构交易NDF的是公司。

外汇期货合约已经存在很长时间了，提供了与场外合约类似的风险管理功能。例如，在CME与ICE挂牌的外汇期货实际上就是固定期限的、每张代表一定数额名义价值的NDF。同时，在全球主要交易所，外汇期货流动性在过去几年一直稳步增长，表明了市场对这个产品的兴趣。

场外外汇期权与NDF市场做市商有动机保持双边交易市场的活跃性，并努力创造一个成本有效的商业模式，但是监管与新成本要求将不可避免使它们转到高流动性的期货市场上。交易双边外汇衍生品将被立即证明是成本高昂的。对场外外汇期权的清算并没有解决方案，清算NDF将使初始保证金提高，根本性地改变产品的经济性。未来2-3年，5%的场外外汇衍生品转向外汇期货，将使外汇期货交易量增加50%。

态度之“辩”：支持VS不支持

近几年来，推出外汇期货的呼声越来越高，但与之相伴的是，不支持的声音也从未间断。

支持建立外汇期货市场的业内人士认为，中国经济和金融的发展已经对外汇期货市场提出了强烈的需求，部分基础条件也已经具备，建议发展外汇期货。在他们看来，当前，我国经济国际化程度不断提高，国家外汇储备不断攀升，企业居民外汇储蓄日益增加，必然带来对风险管理工具——衍生品市场的巨大需求。

中国人民大学财政金融学院教授王传纶曾表示，金融期货不能消除风险，但

能把风险散开。市场上有宁愿少冒点险而多获点利的交易者，也有宁愿多冒点险而可能多获点利的交易者，双方通过种种形式的金融期货交易而把市场风险分担了。这有利于金融市场的稳定。

但不支持建立外汇期货的业内人士则表示，金融衍生品市场建立后的长足发展主要取决于金融创新。而在金融工具创新方面，我国缺乏与国际接轨的条件，如缺乏发达的金融市场、利率未完全市场化、货币尚未自由化及资本市场没有完全放开等。

“应该承认，这两种观点都有自己的合理成分，都是我国在建立外汇期货市

场时必须考虑的。”中国人民大学金融与证券研究所博士陈启清表示，当前是否建立外汇期货首先应回答三个问题：第一，从提升中国金融体系竞争力和建立完整的金融市场的角度来看，外汇期货市场的建立是否是必需的？第二，当前的市场需求是否已经在推动我们必须建立外汇期货市场？第三，当前建立外汇期货市场的基础条件是否已经具备？

陈启清坦言，中国外汇期货市场还是应该选择时机适时推出，这个时机可能是市场需求突破一定界限的时候，也可能是基础条件如汇率形成机制发生一定变化的时候。

条件之“辩”：成熟VS不成熟

当前建立外汇期货的条件是否成熟是业内人士辩论的一大焦点。专家表示，一个成功的外汇期货市场的诞生和发展必须要有系列基础条件，包括充分的市场需求、完善发达的基础市场、市场化的汇率和利率形成机制、作为完整经纪人的交易者、成熟的法律框架和完整的制度体系等。

“由此可见，我国尚不具备建立外汇期货市场的条件。”一位业内人士称，外汇期货市场具有很大的风险，而我国金融市场形成机制不健全、市场交易主体不成熟、基础市场不完善、监管体系不健全，这些因素制约了当前外汇期货市场的建立。

但全国政协委员、华东师范大学教授黄泽民则认为，现阶段，我国推出外汇期货的条件已经基本成熟。他表示，经过7年汇改，人民币汇率市场化机制初步形成，场外人民币外汇衍生品市场渐趋成熟，外汇期货、期权上市的条件已经具备。“一是人民币汇率形成机制逐步完

善，汇率接近均衡水平，推出外汇期货的市场条件成熟。2012年汇改政策推出之后，人民币汇率弹性明显增强，为外汇期货上市铺平了道路。二是OTC外汇即期、远期和掉期市场发展为场内人民币外汇期货产品奠定了市场基础。企业和金融机构积累了一定的外汇交易经验。三是现行的外汇管理体制下，上市外汇期货不存在制度障碍，推出外汇期货可行。”黄泽民说。

需要指出的是，不论当前建立外汇期货的条件是否成熟，都应当看到，当前我国开展外汇期货的必要性和可行性均已具备。

上海财经大学博士张书人认为，从外汇期货的必要性来看，人民币最终将走向可自由兑换，日益增加的进出口企业、大量的外商投资及合格境外机构投资人(QFII)等众多机构迫切需要人民币避险工具，目前远期结售汇虽然能在一定程度上规避人民币汇率风险，但外汇期货相对于远期结售汇在交易规模、

交易效率等方面具有明显优势，具有良好的市场需求。

从开展外汇期货的可能性看，张书人表示，首先，国内商品期货的成功运作为开展外汇期货积累了丰富经验，可充分借鉴商品期货在资金清算、保证金制度等方面的经验来开展外汇期货；其次，国内银行已经为客户提供远期结售汇业务，国内银行提供期货业务的实时报价不存在技术上的障碍；再次，从风险角度考虑，虽然外汇期货由于杠杆作用而存在巨大的风险，但该业务基本上是一种“零和博弈”，即有亏损的一方必然有盈利的一方，而亏损者又可以分成两类，一类为套期保值者，这类亏损者可通过现货市场的盈利弥补期货的亏损，总体风险很低；另一类为投机者，这类亏损者因为是主动承担风险而希望获取利润，因而其承受风险也是一种合理的行。

最后，我国金融监管当局的监管手段、监管技术和监管水平应能够有效合理地管理外汇期货业务的风险。

路径之“辩”：试点VS外引

针对外汇期货推出的路径选择问题，不少业内人士提出，选择条件较成熟的城市开办外汇期货试点。

一位业内人士表示，由于中国资本项目管制还没放开，货币还不能自由流动，稳妥起见，外汇期货的推出选择硬件和软件环境相对较为成熟的城市有利于保证金期货交易的健康运行。

在该业内人士看来，经济发展是不平衡的，由此导致在经济金融化的过程中，不同区域面对具有不同发展特征的经济结构和经济主体，政策操作也必然具有区域性特点。在我国还存在管制的资本项目中，大多是非常重要的甚至关乎国家金融安全的项目，因此，对这类项目的开放不能采取

推广前要基本完成相关法律法规的制定和完善。为培育我国外汇期货市场，应尽快建立、健全金融衍生产品交易的法律体系。

与试点不同，在外汇期货市场建设方面，有业内人士提出“先外引后发展”的建议。他们认为我国外汇期货应走“先引入非人民币国外成熟产品，在消化吸收的基础上等时机成熟后再发展人民币衍生品”的发展道路。在引入国外非人民币成熟产品方面，鉴于当前芝加哥商品交易所在全球外汇衍生品交易中的主导地位，以及外汇交易中心与其合作的可能性和中美金融技术合作的有利时机，初期可以考虑在符合国家利益和控制风险的前提下，引入芝加哥商品交易所成熟的外汇衍生产品。