

促外贸稳增长需加快建设外汇期货市场

□北京金融衍生品研究院 刘文财 朱钧钧

一、外汇衍生品促进外贸稳定增长的理论框架

汇率波动降低了对外贸易，外汇衍生品对冲汇率波动带来的风险,从而促进外贸增长。进出口贸易受到一系列因素的影响，诸如两个国家的国民生产总值、通货膨胀和汇率波动等。其中前两个宏观因素所引起的进出口贸易变动难以避免，而汇率波动带来的风险可以通过外汇衍生品市场转移出去，使企业免受汇率波动的困扰。

汇率波动从直接和间接两个渠道影响进出口贸易。直接渠道中,企业出口收到外汇或进口支付外汇，汇率波动导致以本币计算的收入或者支出发生变化，使企业盈利前景面临不确定性，从而使那些风险厌恶的企业减少进口或出口。间接渠道中,企业会评估对外贸易和国内贸易的成本收益。一旦汇率波动加剧使企业在对外贸易中没有稳定的盈利前景，企业将改变产出结构、经营地点、贸易伙伴国或者贸易方式，比如生产国内销售的产品、将工厂搬到境外、尽量与那些有稳定汇率环境的国家开展贸易和采取加工贸易服务贸易等方式。企业面临汇率波动而做出的这些决策都将减少一个国家对外贸易规模。

企业运用外汇期货可以对冲汇率波动的风险,从而增加进出口贸易。外汇期货与外汇远期一样可以锁定某一个时期的汇率。举例说明,企业签订3个月外贸出口合同时,可以通过卖出相应金额的美元兑人民币外汇期货锁定3个月之后的汇率风险。这个外汇期货合约相当于把3个月之后收到的美元以一个确定的汇率当时就卖掉了。这样,不管未来的即期汇率如何变动,企业在3个月之后收到的人民币资金就锁定了,期间的汇率变动不再影响企业的利润。企业通过外汇期货市场可以把汇率风险转移出去，这样企业可以在相对稳定的汇率环境中组织生产，从而提高进出口规模。

二、外汇衍生品促进外贸增长的国际经验

1985年之前,企业缺乏足够的外汇衍生品,使得汇率波动显著减低了外贸增长;1985年之后,发达国家的外汇衍生品市场发展成熟,汇率波动不再负面影响外贸增长。而发展中国家没有成熟的外汇衍生品市场，汇率波动降低了外贸增长。汇率波动和外贸增长之间关系的变化充分说明外汇衍生品促进外贸增长。

(一)外汇衍生品市场发展之前,汇率波动显著降低了外贸增长

上世纪70年代初，各国开始逐步允许汇率小幅波动。1973年,布雷顿森林体系瓦解之后,主要发达国家之间的汇率重新进入一个自由浮动的阶段。随着汇率波动的加剧,企业在对外贸易中面临越来越显著的收入不确定性。

1985年之前，企业缺乏丰富的汇率避险工具,汇率波动显著降低了外贸增长。据Hudson和Straathof（2010）对50个国家或地区的研究,1985年之前汇率波动增加1%，各国外贸将降低3.7%，并且下降幅度具有统计显著性。更多的研究得出相似的结果，即汇率波动导致企业面临收入不确定性,如果没有足够的避险手段,企业将降低外贸业务（Clark，1973;Ethier, 1973;Hooper and Kohlhagen, 1978）。这个时期，汇率波动对外贸增长呈现出显著的负面影响。国际货币基金组织（1984）指出这个时期

国际经验表明,1985年之前发达国家的汇率波动显著降低了外贸增长;1985年之后外汇衍生品市场快速发展,使得发达国家企业有了众多汇率避险工具,外贸增长不再受到汇率波动的负面影响。我国场外外汇衍生品市场相对于外贸规模还非常小,远期结售汇仅占进出口规模约10%。研究表明,汇率波动显著影响了我国外贸增长,当前的外汇衍生品市场难以很好地满足实体经济的套期保值功能。中小外贸企业只能采取接短单等方式被动应对,影响了我国外贸稳定增长。上市外汇期货,可以为企业提供更丰富的避险工具,并且外汇期货标准化的合约和流动性高的特点,可以降低企业的风险对冲成本,促进我国外贸稳定增长,切实发挥金融创新服务实体经济的功能。

2014年5月,国务院发布关于促进外贸稳定增长的若干意见,明确提出“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”。2014年6月,中国人民银行发布关于贯彻落实支持外贸稳定增长的指导意见,提出丰富汇率避险工具,“加大外汇产品创新力度,增加外汇市场交易品种,研究外汇期权组合产品和期货业务创新,形成即期、远期、期货、期权等多种产品结合,汇率产品和利率产品结合的产品体系”。加快建设我国外汇期货市场，为企业提供更多的避险工具,有利于外贸稳定,也符合金融创新服务实体经济的精神。

并不是每个国家都发展了外汇衍生品市场,并且所推出的外汇衍生品流动性还有限，企业对冲风险的成本比较高，某种程度上也限制了外汇衍生品市场套期保值功能的发挥。

(二)1985年外汇衍生品市场发展之后,汇率波动不再降低发达国家的外贸增长

汇率波动影响对外贸易符合人们直觉和逻辑。1985年之后,众多研究却发现发达国家的外贸增长往往与汇率波动无关，或者虽然影响负面,但负的相关系数绝对值很小。这种现象被称之为“汇率波动与外贸增长无关之谜”。

至于原因,上世纪80年代后期外汇衍生品市场逐渐发展成熟，企业有了完善的规避汇率风险工具，使得汇率波动不再显著降低外贸增长。Hudson和Straathof（2010）指出,上世纪80年代末外汇衍生品市场开始发展，外汇掉期市场的持仓规模从1987年的2500亿美元增长到1997年19200亿美元，使得企业可以更有效的规避风险。此外,电子交易快速发展,更多的企业可以进入外汇衍生品市场，使得企业汇率风险对冲的成本大幅下降。Straathof和Cali ó（2012）进一步检验了Wei（1999）提出的“对冲工具减少汇率波动负面影响的假说”，发现外汇期货市场的发展至少降低了汇率波动50%的负面影响,促进了外贸增长,使得发达国家的汇率波动与外贸增长无关。

国际货币基金组织也持相似的观点。应世界贸易组织总干事的请求，国际货币基金组织于2004年全面地研究了汇率波动与外贸增长的关系。其研究报告指出,全球贸易中没有发现汇率波动显著降低外贸增长，即使在某些情况下存在这种负面影响,影响幅度也是很小的。汇率波动不再是发达国家政策制定者的主要考虑因素。全球近二十年快速发展的外汇衍生品市场为企业提供了丰富的汇率风险对冲工具，可能是汇率波动负面影响降低的原因。此外,跨国公司在全球各地采购和销售，也部分抵消了不同汇率波动对公司经营的影响。

(三)发展中国家外汇衍生品交易不活跃,汇率波动显著降低了外贸增长

发展中国家中，汇率波动一直显著的降低外贸增长。从各个时期诸多发展中国家的实证研究看,汇率波动具有负面影响。其中,Kadir等（2013）指出,交叉汇率（美元兑日元）显著降低了马来西亚的电动车外贸规模。诸多研究表明，亚洲金融危机之后部分国家的外贸增长速度明显减慢，其原因可以归结为越来越剧烈的汇率波动。Hayakawa和Kimura（2009）的研究表明，亚洲国家的贸易相对于其他地区更加

受到汇率波动的负面影响，影响程度甚至超过关税对外贸的影响。至于原因,亚洲企业普遍欠缺外汇避险经验，此外亚洲国家之间的加工贸易比例很大，也一定程度上放大了汇率波动的影响。

为什么发展中国家的汇率波动显著影响外贸增长,而发达国家却没有？Hall等（2010）认为发展中国家落后的金融市场和金融基础设施是主要原因，特别是企业缺乏充足的汇率避险工具。发展中国家和发达国家在外汇衍生品市场发展上的差别，形成了汇率波动对这两类国家外贸增长的不同影响。发达国家企业可以较好地使用金融工具对冲汇率风险，因而汇率波动没有显著降低外贸增长，而发展中国家却由于缺乏丰富的汇率避险工具，使得外贸增长受到汇率波动的负面影响。

三、外汇期货可以促进我国外贸稳定增长

汇率波动显著影响我国外贸增长。多数企业的出口利润率仅有3%,只能被动应对外汇风险,不敢接长单、大单,外汇期货可以帮助企业锁定利润,提高经营稳定性,从而助推外贸稳定增长。

(一)我国外贸受到汇率波动的显著影响,缺乏足够深度的外汇衍生品市场是主要原因

汇率波动显著影响我国对外贸易。我国外贸与发展中国家一样，受到汇率波动的显著影响。近年所有的文献都指出,人民币汇率变动显著影响外贸增长，并且诸多文献从人民币升值和汇率波动率增加两个角度开展研究。结果显示,人民币升值1%，我国对外出口减少的幅度介于0.8%至2.48%；人民币汇率波动率增加1%，我国对外出口减少介于0.09%至0.58%之间,所有的影响都具有统计显著性。

我们的研究也得出相似的结果：人民币相对于美元升值1%，我国出口贸易减少1.53%；而人民币有效汇率升值1%，我国出口贸易减少0.42%；交叉汇率变动1%，我国出口贸易变动0.24%。另外,人民币汇率的波动也显著影响出口贸易。美元/人民币汇率的波动率增加1%,中国出口贸易将减少0.58%。

我国外汇衍生品市场不发达,企业缺乏足够的避险工具是汇率波动负面影响的主要原因。Nishimura和Hirayama（2013）认为我国缺乏一个足够深度的外汇衍生品市场,企业没有足够的知识和工具对冲汇率风险,导致汇率波动显著影响我国外贸增长。与此相反,美国和日本等国对中国的出口却不受汇率波动的影响,主要是发

达国家的企业有丰富的避险工具应对汇率波动带来的风险。Chou（2000）也持相似的观点,并且认为中国应该加快建设外汇衍生品市场,以便企业可以更好地应对汇率风险。

(二)建设外汇期货市场,可以解决我国企业被动应对汇率波动风险的局面,稳定贸易增长

我国场外外汇衍生品市场相对于贸易规模很小,亟需推出更多的外汇衍生品。2013年,我国进出口总额达到4.16万亿美元，超过美国成为全球第一大贸易大国。但我国非金融企业日均交易外汇衍生品的规模仅是美国企业的6%。相对于其他国家,我国企业使用外汇衍生品的避险规模与外贸水平严重不匹配，极大地影响了我国的外贸增长情况。据外汇管理局,2013年我国企业使用远期结售汇的日均交易规模为23亿美元，银行对企业的外汇掉期和外汇期权日均交易3.3亿美元和2亿美元，货币掉期企业基本没有使用。而美国非金融企业的外汇远期、外汇掉期、货币掉期和外汇期权的日均交易额分别达到288亿、167亿、3亿和3亿美元。

企业面对不断加剧的汇率风险，只能被动应对。多数企业的出口利润率仅有3%,不敢接长单和大单。外汇期货可以与场内外汇衍生品市场协调发展,帮助企业锁定利润,提高经营稳定性,从而助推外贸稳定增长。

一是企业应对汇率波动，外汇期货可以促使企业主动管理汇率风险。商务部2013年针对1000家企业的问卷调查结果显示，我国38.1%的企业只敢接短单，不敢接长单,21.2%的企业不敢接单或者被迫放弃履约。中金所对山东省外贸企业的调研显示,55.1%的企业使用价格转移,36.5%的企业使用接短单的方式被动应对风险。运用衍生工具的企业仅占31.4%，选择人民币结算企业仅占14.4%。如此被动应对汇率风险,大幅减少了我国对外贸易的潜力。外汇期货可以提前锁定企业的进出口汇率，从而提高企业主动应对汇率风险的能力，有助于稳定贸易增长。

二是汇率波动影响企业利润，外汇期货可以平滑企业利润,从而稳定贸易增长。我国绝大多数外贸企业是中小企业。2013年,山东共1.6万家外贸企业,其中进出口额超过1亿美元的企业只有206家；超过1000万美元的企业只有1608家。90%企业都是进出口额小于1000万美元的中小企业。商务部调研显示,企业平均出口利润率不足3%，其中26.8%的企业还出现出口亏损。面对不断增加的汇率风险,中小企业微薄的利润越来越难以承受。外汇期货可以提前锁定企业的订单利润,减少出口亏损的概率,从而

现代金融服务体系三大方向

□陈德胜 李洪侠

当前,国内外经济、金融环境加快转变,我国传统金融体系已经难以适应经济动力升级的需要,经济转型和产业升级要求完善金融服务,金融环境和科技创新为完善金融服务提供基本条件。我国需要加快完善种类齐全、结构合理、服务高效、安全稳健的现代金融服务体系。

一、我国目前金融服务不适应需要

间接融资占比大直接融资占比小。我国长期以来呈现银行业发展相对较快，社会融资主要依靠银行的局面。截至2013年底,银行业金融机构资产总计151.4万亿元,证券业机构总资产2.1万亿元,保险业资产总计8.2万亿元,占比分别为93.6%、1.3%和5.1%。2013年当年社会融资规模中,通过银行渠道实现的占84.5%，债券和境内股票分别占10.5%和1.3%。相比而言,美国的直接融资存量占比高达86%；银行主导型国家如日本、德国上世纪60年代直接融资占40%—60%，近年发展迅速,2012年分别达到69.2%和74.4%；新兴市场如印度和巴西也分别达到70%和69%。

融资成本高实体经济盈利能力不强。我国资金价格与发达国家相比明显偏高。2013年我国一年期贷款利率约为美国、德国、日本等发达国家的2—6倍。随着贷款利率管制的放开,以及部分银行存贷挂钩、承兑汇票等循环操作,在基准利率6%的情况下，一些企业实际承担了10%左右的贷款利率。今年一季度,我国银行业净资产利润率比工业净资产利润率高1倍以上。更关键的是,与中外高融资成本差相对应的是,中外实体经济利润水平的反向差距。在2014年世界500强企业中,美国银行、保险等各类金融类机

构平均利润率是22.9%，其他实体经济企业仅为7.9%；日本入围企业中,金融类机构和实体经济平均利润率分别为9.1%和3.9%；中国入围企业分别是18.6%和2.2%。显然,中国金融业与实体经济之间利润率差异明显大于美国与日本。这在很大程度上是高融资成本侵蚀了部分实体经济利润所致。

资金相对充裕却分布不均衡。理论上,M2的增速应该等于GDP增速与物价增速之和,再加上2—3个百分点的调整系数。实际中,多年来我国M2增速比上述三者之和的上限高出2—3个百分点。M2/GDP从1995年底的1倍提高到2013年底的1.95倍。M2总量超过110万亿元,已跃居全球第一。

二、经济金融科技环境要求金融服务更完善

(一)经济转型阶段要求金融服务现代化

目前,我国经济换挡减速,三期叠加,人口老龄化加速,青少年人口减少,社会储蓄增速放缓是必然趋势,投资资金供给中长期将现紧张局面。未来我国将走上主要依靠科技带动全要素生产率提高的道路,这也是发达国家的发展路径。在资金总量减少、靠投入拉动增长的模式成为历史的情况下,让有限资金更好灌入实体经济、促进科技创新产业升级和经济增长,就需要加快完善现代金融体系,提高金融效率。

(二)产业结构升级对金融服务提出新要求未来我国产业发展重点方向主要是:现代农业、高端制造业、节能环保产业和现代服务业。这些产业都具有与科技密切相关的特点,前期研发投入大且产业发展的时效性强;产业研发生产周期长,风险大,这是科技创新的普遍特点;产业发

展的正外部性强,利润率偏低,如研究表明节能环保产业平均利润率约为6%左右。发展新行业要求高效率、低成本、剂量大的金融服务,能满足风险较大、收益有限业务的金融需求。

(三)国内外金融环境变化为金融服务现代化创造条件

国内出现金融脱媒、利率市场化、民营银行等新的发展态势,加剧传统金融的竞争。竞争带来发展压力和动力，很多传统商业银行开始探索加快改革创新。云计算、大数据等互联网技术，以及移动终端等科技创新广泛应用于金融领域，互联网金融已成为包括第三方支付、P2P小额信贷、众筹融资、新型电子货币在内的新金融领域,而且在不断丰富完善。一系列科技和商业模式的创新，将为我国金融服务现代化提供必要的支撑。

三、现代金融服务的发展方向

(一)处理好银行业市场决定作用和政府作用关系

完善现代金融企业制度。借规范央企负责人薪酬的东风，进一步严格考核、强化预算约束,为各类金融机构提供公平竞争环境;提升国有金融机构治理水平，根据市场化原则选拔管理层,通过激励约束相容的考核机制,确保高管人员以股东利益为目标。完善公司治理,形成有效的决策、执行、制衡机制,并落实到日常经营管理和风险控制之中。

发展普惠金融。支持小型和区域性金融机构发展,满足草根经济体金融需求。创新调控政策，引导金融机构加大对经济实体经济发展薄弱环节的支持。

扩大金融业对内对外开放。顺应利率市场化趋势，加快建设民营银行等民间资本参与的

金融机构,扩大实施范围,为实体经济提供竞争性的金融供给。遵循准入前国民待遇和“负面清单”等原则,扩大金融业对内对外开放,引入国际经营管理理念，提高金融资源优化配置能力,增强金融部门竞争力,推动人民币跨境使用和国际金融中心建设。

推进政策性金融机构改革。政策性金融机构剥离商业性业务，专门负责政府委托的带有战略性、外部性、低利润的业务,并建立量化考核办法,重点关注社会和战略效果,而非利润等财务指标。

(二)健全多层次资本市场体系

加快股票发行注册制改革。减少IPO过程中证券监管部门行政审批和价值判断，增强发行制度的弹性和灵活性,降低发行成本,提高融资效率。加强事中、事后监管,完善责任追究制度,抑制欺诈上市等行为。

丰富股权融资产品和渠道。继续完善主板、中小企业板、创业板和新三板股权市场体系建设,建立区域性股权市场。建立健全不同层次市场间的差别制度和统一结算平台。

规范发展债券市场。扩大债券市场规模,推进金融产品创新和多元化，加大资产证券化力度。发展市政债,完善城镇化建设融资机制。发展中小企业集合债券、私募债等融资工具,拓宽企业融资渠道。债券管理部门加强协调配合,提高信息披露标准,落实监管责任。

加强金融基础设施和金融创新。落实《金融市场基础设施原则》,完善支付、清算、结算法规制度。保障发行、交易、清算、托管结算和监管机构间数据高效处理和传递，提高市场透明度和运行效率,促进金融市场安全高效运行。

(三)完善金融监管加快金融改革实施金融监管改革新标准。完善逆周期资

稳定我国对外贸易，特别是让中小企业继续在我国外贸中发挥作用。

三是外汇期货市场可以让企业树立良好的风险管理知识和理念，长期促进我国贸易增长和经济发展。交易所建设的外汇期货市场首先是一个交易平台、风险管理平台,其次才是产品营销。这个交易平台要发挥风险管理和套期保值功能，需要一群有知识有经验有需求的企业参与。这样,交易所会致力于风险管理知识的传播和风险管理理念的推广，从而有助于提高实体经济对冲汇率风险的能力。而银行推出远期结售汇,重点在于推销产品,实现银行自身的利益,而不关注企业风险管理知识的获得、理念的形成。银行“授之以鱼”,交易所“授之以渔”。从这个意义上外汇期货市场可以向广大外贸企业传播风险管理理念，促进我国对外贸易的稳定增长。

(三)当前建设外汇期货市场的条件已经成熟一是中金所具备丰富的金融期货交易管理经验。2010年4月16日,中金所推出了沪深300股指期货,2013年9月6日又推出了国债期货,积累了丰富的金融期货交易管理经验。

在外汇期货方面，中金所已进行了两年多的研究和准备，做好了推出外汇期货的技术准备。中金所根据人民币外汇市场的特点,借鉴国际外汇期货合约设计经验，完成了外汇期货合约设计,推出了内部仿真交易,具备了推出外汇期货的条件。

二是外汇期货市场发展风险可控。外汇期货不会放大人民币汇率波动幅度，不会影响汇率稳定。同时,期货交易机制可以有效防范价格操纵和欺诈。外汇期货将沿用中金所现有成熟的交易机制,包括:套保额度审批制度、日内涨跌幅限制制度、大户持仓报告制度等。高效的交易监察系统可以有效防范、识别和处置各种价格欺诈交易,维护市场秩序。

三是国外外汇期货市场发展的成功经验可以借鉴。外汇期货在发展中国家中发挥更重要的套期保值功能,受实体经济欢迎。全球外汇期货占外汇市场的份额很小，但金砖国家等新兴经济体的外汇期货已超过场内外汇远期市场的规模,发挥了重要功能。2013年,印度外汇期货日均交易56.4亿美元，而印度外汇远期日均交易37.4亿美元；巴西外汇期货日均交易240.7亿美元,而巴西外汇远期仅有64.1亿美元；俄罗斯外汇期货日均交易19.5亿美元，而外汇远期11.5亿美元。只有南非的外汇期货市场（1.4亿美元）还是小于外汇远期市场（15.1亿美元），但南非外汇期货市场年均增速达到41%，远超过场内外汇远期的增长速度。我国与金砖国家类似,推出外汇期货也会受到企业的欢迎,更好地满足企业规避汇率风险的需求。此外,全球外汇衍生品市场开始从场外向场内的转移趋势,我国也应该借鉴其中的经验和教训，推出外汇期货市场,降低整个金融体系的系统性风险。

综上所述，汇率波动显著影响了我国外贸增长，而我国场外外汇衍生品市场相对于外贸规模还非常小,远期结售汇仅占进出口规模约10%,难以很好地满足实体经济的套期保值功能。中小外贸企业只能采取接短单等被动方式应对,影响了我国外贸稳定增长。上市外汇期货，可以为企业提供更丰富的避险工具，并且外汇期货标准化的合约和流动性高的特点,可以降低企业的风险对冲成本,促进我国外贸稳定增长,切实发挥金融创新服务实体经济的功能。

(作者刘文财、朱钧钧分别为北京金融衍生品研究院兼职高级研究员、研究员)

本要求和系统重要性银行附加资本要求，引进国际银行业流动性和杠杆率监管新规，提高银行业稳健性标准。细化金融机构分类标准,统一监管政策,减少监管套利,弥补监管真空。明确对交叉性金融业务和金融控股公司的监管职责和规则。加强货币政策与金融监管政策、交叉性金融产品与跨市场金融创新的协调,共享信息,形成监管合力。

建立存款保险制度。建立功能完善、权责统一、运作有效的存款保险制度,形成市场化的金融风险防范和处置机制。要覆盖所有存款类金融机构,与现有金融稳定机制衔接,实行有限赔付和基于风险的差别费率机制，具备信息收集与核查、早期纠正及风险处置等功能。完善金融机构市场化退出机制,包括风险补偿和分担机制,加强对存款人的保护,防止银行挤兑。

稳步推进汇率和利率市场化改革。按照以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度为目标,发展外汇市场。健全市场利率定价自律机制,提高金融机构自主定价能力;发挥贷款基准利率作为信贷产品定价的参考作用;推进同业存单发行与交易，扩大金融机构负债产品市场化定价范围。健全反映市场供求关系的国债收益率曲线,优化国债期限结构,完善债券做市支持机制。

加快实现人民币资本项目可兑换。推动资本市场双向开放，提高跨境资本和金融交易可兑换程度。继续推进境内外股市互联互通,提升个人资本项目交易可兑换程度。综合考虑资产负债币种、期限等情况,合理调控外债规模,优化外债结构,做好外债风险监测。加强对短期投机性资本流动特别是金融衍生品交易监测。坚持对资本流动采取必要的临时性管理的理念。

(陈德胜,清华大学研究员;李洪侠,国家信息中心博士后)