

澳大利亚外汇衍生品市场发展历程探究及其对我国的启示

陈蓉, 郑振龙, 刘琛

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 如何在管理浮动汇率和资本项下人民币不可自由兑换背景下进一步推动我国外汇衍生品市场的发展, 是我国目前面临的重要问题。澳大利亚在 20 世纪 80 年代外汇自由化改革之前的外汇市场与我国目前的状况十分相似。文章考察了澳大利亚外汇衍生品市场现状与发展历程, 发现澳大利亚在岸 NDF 市场的产生和发展是很有特色且极具借鉴意义的一段历史。文章认为发展以人民币结算的在岸 NDF 市场是我国当前推进人民币外汇衍生品市场深入发展的一个可行选择。

关键词: 外汇衍生品; NDF; 澳大利亚

中图分类号: F830.892 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-2154(2009)02-0059-06

随着金融改革的深入推进, 我国金融市场上的衍生产品日益丰富。2005 年 8 月, 银行间外汇远期和掉期市场启动, 成为我国境内外汇衍生品市场的主要组成部分。但据不完全统计, 2007 年上半年, 我国在岸银行间人民币外汇远期和掉期交易的成交金额仅为 1440.44 亿美元, 而同期人民币离岸 NDF^①的成交规模却高达 7500 亿美元左右。

人民币外汇衍生品在岸与离岸市场的这一规模差异深受各界关注。自 2005 年 7 月 21 日国家启动人民币汇率形成机制改革以来, 人民币汇率作为一种基础性的经济资源和金融资产价格, 价格走势广受世人瞩目。而无论是金融市场机理还是国际经验均表明, 一国货币的即期市场和远期(掉期)市场都是汇率定价的重要市场。进一步看, 由于其交易的低成本、便利性和灵活性, 发达的远期市场常常成为价格的发现者和引导者, 即市场信息往往先在远期市场上体现而后传导至即期市场, 远期市场成为引领即期价格的定价中心和波动来源。从人民币外汇衍生品市场的现状来看, 显然, 位于离岸市场、不受监管的 NDF 市场相对发达, 影响较大, 从而存在 NDF 引领人民币即期汇率走势以及我国在一定程度上丧失人民币汇率定价权的可能。2006 年 8 月, 芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)推出人民币期货期权交易, 也

收稿日期: 2008-11-18

基金项目: 国家自然科学基金应急项目“人民币外汇衍生产品的发展现状与结构设计”(70741012); 教育部人文社科一般项目“市场有效性、价格发现与定价权争夺: 基于人民币即期汇率和远期汇率的研究”(07JA790077)

作者简介: 陈蓉(1976-), 女, 福建福清人, 厦门大学经济学院金融系和王亚南经济研究院副教授, 金融学博士, 金融工程博士后, 主要从事金融工程、风险管理、固定收益证券和结构性金融产品研究; 郑振龙(1966-), 男, 福建平潭人, 厦门大学金融系教授, 博士生导师, 金融学博士, 主要从事资产定价、金融工程和风险管理研究; 刘琛(1984-), 女, 辽宁沈阳人, 厦门大学金融系金融工程硕士研究生, 主要从事金融工程研究。

① NDF 全称为 Non-Deliverable Forward, 是一种本金不可交割的远期外汇合约。其最重要特征在于 NDF 远期合约到期时由于存在货币自由兑换的限制无法进行本金交割, 只能采用一种可自由兑换货币进行净额结算。而一国正规外汇远期市场中的远期合约由于符合政策规定, 到期时可以进行货币兑换, 被称为本金可交割的远期外汇市场。例如, 在境外离岸市场上交易的人民币/美元 NDF 合约到期时, 就统一采用美元进行净额结算, 以规避人民币不可自由兑换的限制; 而在岸银行间人民币/美元远期到期时则因符合外管局规定可以进行美元与人民币之间的兑换。NDF 市场通常位于离岸市场上, 不受监管与约束, 主要由希望规避外汇制度约束的国际交易者组成。

表明了人民币衍生产品的市场前景。

面对人民币衍生品在国际离岸市场上蓬勃发展的现状,积极推动人民币在岸衍生品市场的发展,争夺人民币汇率的定价权已成为大势所趋。然而我国目前所实行的管理浮动汇率和资本项下人民币不可自由兑换制度却在很大程度上制约了在岸人民币外汇衍生品市场的发展:非完全市场化的汇率形成机制显然会降低市场参与者利用外汇衍生市场进行汇率投机、套利和套期保值的意愿和需求;而资本项下人民币不可自由兑换的规定则导致了人民币交易至今仍受到实需原则的制约,即所有境内的外汇交易都必须对实际的经常项目收支,基于纯粹投机需求的外汇衍生品交易无法进行,这极大地降低了在岸人民币衍生品市场的流动性和交易规模。目前来看,无论是管理浮动汇率还是资本项下的人民币不可自由兑换政策,短期内都不会有彻底的转变。在这样的情况下,我们应如何积极推动人民币在岸衍生品市场的发展?

纵观国际市场,我们发现澳大利亚在20世纪80年代外汇自由化改革之前的外汇市场状况与我国目前的情势相当类似:政府对汇率进行频繁小幅调整,经常项目基本放开而资本项下的交易则受到管制,远期外汇交易必须基于实需原则。在这种背景下,澳大利亚出现了在岸本金可交割的外汇远期市场与“在岸”NDF市场并行的现象,这两个市场最终顺利融合,为澳大利亚成功实现外汇自由化改革、深入发展外汇衍生品市场奠定了重要的基础,对我国具有非常重要的借鉴意义。

一、澳大利亚外汇衍生品市场的发展与变迁

总体来看,澳元外汇衍生品市场大致可分为在岸与离岸市场,其中在岸市场以OTC市场为主,其参与者主要包括来自澳大利亚国内外的金融机构和澳大利亚的非金融机构;离岸市场的主体则是在CME交易的澳元期货和澳元期货期权。近年来澳元的在岸OTC外汇衍生品市场增长迅速,2007年4月的日均交易总规模达到了1320亿美元,比2004年增长约120%;同期(2007年4月)在CME交易的澳元期货和澳元期货期权的日均交易额则仅为24亿美元,远低于国内OTC市场的规模。

目前,澳元在全球外汇市场中占有重要地位。在2007年全球OTC外汇交易(包括外汇现货、远期和掉期)中,澳元交易额排名第八,占全球总交易额的6.7%;按地域划分,澳大利亚本国市场上的OTC外汇交易(同样也由外汇现货、远期和掉期组成)占到了全球总交易额的4.2%。

尽管今天澳元外汇衍生品市场已经相当发达,然而澳元的衍生品市场并不像美、英等国那样一开始就是在自由化程度较高的市场环境中诞生的。20世纪80年代以前,澳大利亚与我国相似,实行固定和爬行钉住汇率以及严格的外汇管制,澳元外汇衍生品市场就是在这样的市场背景下发展起来的。

(一) 1976年11月以前 固定汇率和严格外汇管制下外汇衍生品市场的发展

1931年至1976年11月,澳大利亚实行固定汇率制。1946年以前,澳大利亚货币盯住英镑。1946年至1971年,在布雷顿森林体系下,澳大利亚货币实行盯住美元的固定汇率。1974年,澳元转为盯住以澳大利亚主要贸易伙伴国贸易指数TWI(trade weighted indices,贸易加权指数)为权重的“一揽子”货币。澳大利亚储备银行每天根据TWI对外公布澳元兑美元的中间汇率,并对加权指数进行经常性的小幅调整。在外汇管制方面,这个时期澳元是不可自由兑换的。

尽管如此,早在1939年,澳大利亚就出现了外汇远期市场,但交易规模很小。20世纪70年代以前,世界上的大多数国家(包括澳大利亚)都实行固定(或盯住)汇率制,利率波动也很小,加上澳大利亚实行严格的外汇管制,市场对汇率风险管理的需求很小。在这样的背景下,澳大利亚央行对外汇远期市场实行严格的实需原则和头寸管制。商业银行只能与有实需证明的客户进行外汇远期交易,并每月将相应的风险头寸及其远期交易收入均转给中央银行。因而在最早的澳大利亚外汇远期市场上,商业银行实际上是央行的代理(Debelle et al., 2006)^[1]。

20世纪70年代初,随着利率和汇率波动的加剧,开始出现对澳元汇率风险管理的客观需要。然而,除了1971年底商业银行被允许作为市场主体自行在(即期和远期)外汇市场上与客户进行交易,并且可以在每日结束时与其他商业银行、央行及国外银行对冲外汇头寸之外,澳大利亚的外汇管制并未放松,外汇远期交易中的实需原则仍然非常严格。例如,1974年5月推出的“7日规则”就要求只有本国居民7日内发生的国际贸易产生的外汇需求才能在远期市场交易。这使得资本流动驱动下的外汇保值以及投机套利的需求无法在当时的远期市场上得到满足。

1972年有人提议在悉尼交易所开展外汇期货交易,但被政府否决了(Caballero et al., 2003)^[2]。1973年,一个以经纪人为基础、由澳大利亚本国商业银行和非银行机构自发组织的远期外汇市场产生了。这个市场被称为澳大利亚的在岸NDF市场,它是世界上有记载的最早的NDF市场。值得注意的是,它之所以被称为NDF市场,是因为在这个市场中的交易无需遵守澳大利亚货币当局关于实需原则等外汇管制的规定,从而为超过实需原则的澳元交易和保值需求提供了重要的交易场所。但也正因为如此,这个市场中的远期交易无法进行货币兑换和本金交割,只能进行现金结算。而这个市场之所以被称为“在岸”NDF市场,是因为其具有与目前世界上常见的离岸NDF市场不同的两个特点:第一,只有澳大利亚本国的机构参与;第二,交易以澳元结算。这使得该市场是在澳大利亚本土上发展而不是在国际投资者之间进行。澳大利亚政府一开始便注意到了这个在岸NDF市场的出现,也一直在监督它的发展,但采取的是稍加放任的态度而没有对它的发展加以阻止,从而使得当时的澳大利亚出现了正规本金可交割的外汇远期市场与在岸NDF市场并行发展的现象。

(二) 1983年10-12月之前:爬行盯住汇率和外汇管制下在岸NDF市场的迅速发展

1976年11月以后,澳大利亚转向灵活的汇率管理,即爬行盯住汇率制。当对相关经济因素的评估显示汇率水平需要变动时,澳大利亚就小幅频繁地调整澳元对“一揽子”货币的汇率,由储备银行行长、国库部大臣、总理内阁大臣及财政部部长共同组成的小组负责汇率水平的评估。尽管如此,澳元仍然是不可自由兑换的,澳大利亚央行对外汇远期交易仍然实行严格的实需原则和头寸管制,但对在岸NDF市场仍持关注而不禁止的政策。

在这样的市场背景下,汇率的波动增加使得关于澳元汇率的各种交易保值需求不断上升。由于官方正规的外汇远期市场存在诸多规定,这些需求在NDF市场上显然能够更便捷地得到满足,这极大地推动了澳大利亚在岸NDF市场的迅速发展。在所有的本金可交割和本金不可交割远期合约中,基于实需原则的本金可交割远期所占比率逐年下降,从1979年末的70%降到1983年末的20%。许多澳大利亚银行参与到在岸NDF市场上来,据估计当时澳大利亚银行大约有40%的远期外汇合约是在NDF市场上交易的。

与此同时,1980年悉尼交易所推出了以澳元现金结算的外汇期货,以满足政府外汇管制的要求;离岸的澳元NDF市场也在美国出现和发展起来,但交易量小于在岸NDF市场。

(三) 1983年10-12月之后:自由浮动汇率和外汇自由化背景下外汇衍生品市场的融合与发展

20世纪80年代以后,澳大利亚开始推行金融自由化。1983年10月,澳大利亚央行宣布从每日远期外汇市场中退出,基于实需原则的可交割远期外汇市场上的远期汇率开始由市场供需决定而自由浮动;银行无需再将自身的远期外汇头寸完全转移给央行,而是可以在一定的限制内用现货头寸对冲;七天原则也取消了。这些政策实行以后,由于银行可以在两个远期市场上套利,NDF市场和本金可交割远期市场上的远期汇率很快就趋于一致。

1983年12月12日,澳元汇率自由浮动并且实现可自由兑换。同时澳大利亚还实行了一系列金融自由化的举措。1984年6月,对本金可交割远期市场上的“实际贸易需求”的限制也取消了。在这样的背景

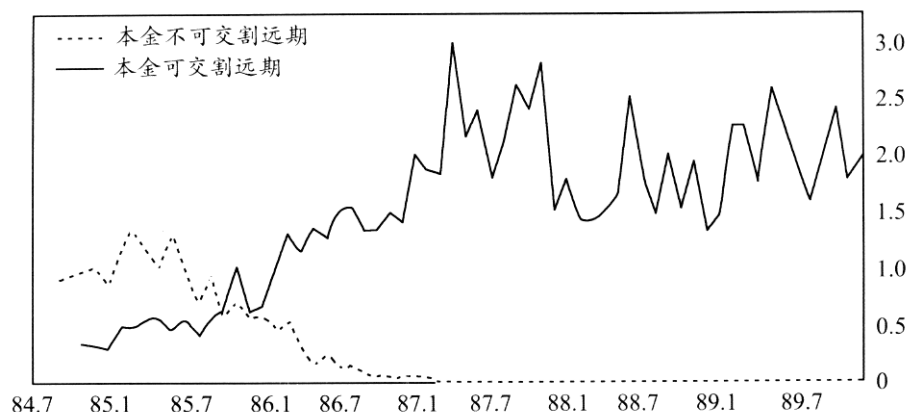


图1 1984-1989年澳大利亚/美元远期市场日交易额(百万澳元)

下,澳元在岸 NDF 市场交易最终实现了与本金可交割远期市场的融合(如图 1)。

到 1987 年中,澳元的在岸 NDF 市场基本已经没有交易,本金可交割外汇远期市场规模则迅速扩大。这两个市场迅速融合的重要原因之一是央行采取积极政策引导与鼓励 NDF 市场参与者加入本金可交割的正规外汇远期市场。1984 年到 1987 年,有 59 家非银行机构从央行获得远期外汇市场的交易权,其中相当部分是原先在岸 NDF 市场的重要参与者。到 1987 年,有 59 家成为合格的外汇交易者。另一个原因则是澳大利亚的商业银行鼓励非金融机构更多地参与到这个本金可交割的远期市场中来。

随着金融自由化的深入和现代化金融市场的发展,澳大利亚 OTC 外汇衍生品市场经历了 20 世纪 80 年代的平稳增长和 90 年代的繁荣发展,1991 年澳元/美元掉期交易规模就超过了外汇即期市场。90 年代末,由于澳大利亚央行在国债市场流动性下降时使用外汇掉期进行公开市场操作,掉期交易的规模迅速扩张,为今日澳元外汇衍生品市场的发达进一步奠定了重要的基础。

与 OTC 外汇衍生品市场的迅速发展相反,1980 年悉尼交易所推出的外汇期货由于成交量不大,90 年代就退出了市场;2001 年悉尼交易所又一次推出外汇期货,因成交不活跃数年后再度被取消。CME 的澳元期货成交量则要比澳大利亚本国的外汇期货活跃得多,但也远远比不上澳大利亚 OTC 市场的交易规模。

二、澳大利亚在岸 NDF 发展对我国的启示

可以看到,澳大利亚远期外汇市场的发展背景与当前的中国的确存在很多共同点:同样是从固定汇率制转变为盯住一篮子货币的有管理的浮动汇率制度/爬行盯住汇率制度,同样是经常项目基本放开而资本项目下的交易则受到管制,同样在外汇市场上奉行按需原则和交易头寸管制(我国实行结售汇制度下的头寸管理)。因此我们认为,无论是澳大利亚在岸 NDF 市场的产生、发展以及在自由浮动汇率和自由兑换背景下向本金可交割市场的过度,还是澳大利亚政府相应采取的措施与对策,都非常值得中国借鉴。

(一) NDF 市场的产生与发展是汇率波动和外汇管制情况下市场的内在要求

汇率波动会引发对汇率风险进行投机、套利和套期保值的需求,如果此种需求受到按需原则的约束,就会产生超越按需原则进行外汇衍生品交易的内在要求。NDF 无需进行货币兑换,正是满足此类需求的良好选择。澳大利亚的在岸 NDF 市场出现在 1973 年澳元汇率开始频繁波动和外汇严格管制的时期;该 NDF 市场在 70 年代末至 80 年代初达到顶峰,正是澳元自由兑换和汇率自由浮动的前夕,汇率波动日益剧烈,市场存在强烈澳元贬值预期,而按需原则和外汇管制一直没有放开。1983 年基于按需原则的外汇远期交易规模仅占澳大利亚国内远期交易总规模的 20%,充分说明了 NDF 的发展是汇率波动和外汇管

制情况下市场的内在要求。我国离岸 NDF 规模近年来的迅猛增长,也正是反映了市场对人民币汇率风险管理、投机和套利的内在要求。可见,人民币 NDF 市场的存在与发展已是我们无法回避的现实。

(二) 在岸 NDF 机制可以在不违反外汇管制的前提下放松远期市场上的按需原则

一般来说,如果要放开外汇衍生品市场的按需原则,允许非贸易项下的外汇衍生品交易,就意味着资本项下的管制难以实现,至少出现货币在某种程度上的可自由兑换。而这种在岸 NDF 由于使用本币结算,无需涉及货币的兑换,因而完全可以在不违反外汇管制的前提下放松远期市场上的按需原则。在 1983 年澳元在资本项目下可自由兑换之前,澳大利亚在岸 NDF 市场已存在了 10 年,就是很好的证明。

(三) 在岸 NDF 的市场机制对管理浮动汇率的压力相对较小

一般来说,在汇率尚未自由浮动的情况下放开外汇衍生品市场的按需原则,如果市场对货币有贬值或升值预期,该国货币很容易受到投机力量的攻击,对管理汇率形成压力。而这种在岸 NDF 市场由于仅就汇率指标的变动进行本币的差价结算,不涉及货币的真实兑换,压力相对较小。在 1983 年 12 月澳元自由浮动以前,澳大利亚在岸 NDF 市场在固定和爬行盯住汇率制度下存在和发展了 10 年,为以上观点提供了一定的证据。

然而,压力较小并不意味着没有压力,在岸 NDF 市场主要经由市场情绪和预期的传递以及套期保值需求的影响(例如,一个在 NDF 市场上有敞口的机构通常会尽力在其他市场上实现套期保值,从而形成市场间价格和波动性的传递)对管理汇率形成压力,尤其在升值贬值预期强烈、投机严重的时候压力也是较大的。

总之,我们认为,在我国目前的状况下,既要积极发展外汇衍生品市场,扩大规模争取定价权,又要受到资本项目尚未自由化和汇率管理浮动的限制,发展在岸 NDF 市场,也就是说放松按需原则但仅使用人民币交割的外汇远期市场,是一个可行的选择。

三、澳大利亚政府对在岸 NDF 的监管经验以及对我国的借鉴意义

(一) 政府对在岸 NDF 市场的监管态度

在岸 NDF 市场出现以后,澳大利亚央行在继续实行按需原则的同时,并未禁止这个市场的发展,而是采取了稍加放任和严密监督的政策。后来的事实证明,澳大利亚国内机构在多年的 NDF 市场上发展了他们的交易技能。当政府放开外汇管制,实行浮动汇率时,他们能够很快地在外汇即期市场和本金可交割的外汇远期市场上进行类似的操作,对澳大利亚外汇制度的顺利过渡起到了不可忽视的作用。NDF 是市场运行的内在要求,作为一个锻炼交易者技能的平台,它对将来货币自由化后,NDF 向本金可交割远期市场的顺利过渡发挥着重要作用。而在岸 NDF 比离岸 NDF 更具有可控性,因此,这是合理的监管态度。

(二) 是否允许国外机构进入在岸 NDF 市场

1983 年汇率市场化和货币兑换自由化以前,澳大利亚央行一直不允许非居民交易者进入在岸 NDF 市场,也限制澳大利亚国内金融机构参与澳元离岸 NDF 市场。一般认为,这些措施限制了澳大利亚在岸 NDF 市场规模的扩大,整个市场缺乏深度和广度,有时会出现中等规模或大笔交易无法成交的现象。我们认为,在岸 NDF 与离岸 NDF 是否要融合或融通是 NDF 市场规模与稳定性的抉择。允许国内机构参与离岸 NDF 或是国外机构参与国内 NDF,能扩大市场规模,提高本国在远期外汇市场中的定价能力,但同时也意味着国内 NDF 市场乃至外汇即期市场会更多地受到国外金融机构与金融市场的影响。例如韩国 1999 年允许本国金融机构参与韩圆离岸 NDF 市场后,离岸 NDF 市场增长迅速,并对韩圆汇率产生较大的影响,以至于韩国央行不得不在 2004 年对韩国金融机构参与离岸 NDF 的头寸加以限制,稳定市场汇率。因

此,一国央行应根据本国具体情况做出选择。我们认为,由于资本项下并未完全开放,人民币的流动仍受到管制,即使国外机构进入在岸 NDF 交易,实质上仍受到较大约束,很大程度上会是套期保值的需要,因而可以对外资机构开放的。

(三) 促进 NDF 市场向国内外汇远期市场过渡的一些经验

NDF 是货币不可自由兑换、实行按需原则和外汇管制情况下的产物,一旦货币实现可自由兑换,国外投资者能够进入本国外汇远期市场进行交易,NDF 的交易也就自然消失了。澳大利亚就是通过废除外汇远期交易中的按需原则和货币自由化,使国内的 NDF 市场逐渐被现在的远期市场取代。而且,当澳元走向汇率自由浮动和可自由兑换时,在放松本金可交割远期市场的按需原则后,澳大利亚央行及时增加可进入该远期市场的交易商,其中相当一部分就是原先在岸 NDF 市场的重要交易者,同时商业银行也在鼓励非金融机构参与到本金可交割的远期市场中来。这些举措都很好地促进了在岸 NDF 市场向国内外汇远期市场的转化与过渡,使得澳元 NDF 市场与外汇远期市场自然融合。这些对我们适时放开 NDF 市场,促进离岸 NDF 市场向国内远期市场的平稳过渡都具有很好的借鉴意义。

四、结语

以上可见,澳大利亚在岸 NDF 市场的产生和发展是很有特色且极具借鉴意义的一段历史。它以澳元结算,且只能在澳大利亚国内机构之间进行交易,以规避当时澳大利亚实行的外汇管制,与遵循按需原则的澳大利亚外汇远期市场并行存在,并在澳大利亚货币当局的合理政策下,最终伴随着澳大利亚金融和外汇自由化的推进与之逐步融合,这为我国目前推进人民币衍生品市场的发展提供了重要的借鉴与经验,我们认为目前在中国实行管理浮动汇率和人民币资本项下不可自由兑换的市场背景下,以人民币结算的在岸 NDF 市场是我国推进人民币外汇衍生品市场深入发展的可行选择之一。

参考文献:

- [1] DEBELLE G, GNTELLBERG J, PLUMB M. Forward Currency Markets in Asia: Lessons from the Australian Experience [R]. BIS Quarterly Review, 2006: 53-64.
- [2] CABALLERO R, COWAN K, KEARNS J. Dollar-Risk, Banks and Fear-of-Sudden-Stop: Lessons from Australia and Chile [C]. Conference "Financial Dedollarization: Policy Options", the Inter-American Development Bank, 2003(1-2).

The Evolution of Australian Foreign Exchange Derivatives Markets and Its Revelations

CHEN Rong, ZHENG Zhen-long, LIU Chen

(Department of Finance, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: How to develop onshore Renminbi derivatives market under the managed-floating exchange rate system and capital control is an important issue for China nowadays. There are a number of similarities between the current Chinese foreign exchange markets and the Australian markets in the early 1980s. We discuss the evolution of Australian foreign exchange derivatives markets and find that the appearance and development of Australian onshore NDF market was a special story that could be used for our reference. We think that onshore Renminbi NDF market is a practical choice to develop Renminbi derivatives markets.

Key words: foreign exchange derivatives; NDF; Australia

(责任编辑 毕开凤)