

韩圆 NDF 市场发展的深层思考及对我国的经验借鉴¹

陈蓉 杨伟 郑振龙

厦门大学金融系

内容摘要：韩圆 NDF 市场是目前亚洲乃至全球规模最大、流动性最好的 NDF 市场。本文在介绍韩圆 NDF 市场发展历程的基础上，对韩圆 NDF 市场与资本项目自由化之间的关系、韩圆 NDF 市场的影响以及韩国政府对韩圆 NDF 市场发展所采取的政策措施进行了分析，最后对我国人民币 NDF 市场发展可借鉴的相关经验进行了总结。

关键词：韩圆 NDF 市场；资本项目自由化；定价权。

中图分类号：F831.5 **文献标识码：**A

The Experience of Korean Won NDF Market's Development and its Enlightenment for China

Rong CHEN, Wei YANG, and Zhenlong ZHENG
Department of Finance, Xiamen University

Abstract: At present, Korean Won NDF market is the largest and most liquid NDF market over Asia and the world. Based on the introduction of Korean Won NDF market's development, this paper analyzes the relationship between Korean Won NDF market and the liberalization of capital account, the impact of Korean Won NDF market and the policies on Korean Won NDF market taken by Korean government. At last this paper summarizes the relevant experience which can be used for reference to the development of Renminbi NDF market.

Keywords: Korean Won NDF Market; Liberalization of Capital Account; Pricing Right.

¹ 感谢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）和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）的资助。

韩圆 NDF 市场的深层思考及对我国的经验借鉴

一、引言

NDF 全称为 Non-Deliverable Forward，是一种本金不可交割的远期外汇合约，与传统的远期（Deliverable Forward）相对而言，其最重要的特征在于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，只能采用一种货币进行净额结算。例如，在境外离岸市场上交易的人民币/美元的 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。

近年来，以 NDF 为代表的境外人民币衍生品的发展与影响成为中国外汇当局目前最关注的问题之一。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 的成交规模却高达 7500 亿美元左右¹，显然成为人民币在岸外汇衍生品市场的重要挑战。根据国际经验，发达的远期市场通常会成为即期汇率的价格发现者，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。如果位于离岸市场、不受监管的人民币 NDF 市场相对发达，影响较大，可能会导致我国在一定程度上丧失人民币汇率定价权。

面对 NDF 市场的发展，不少人建议我国应开放 NDF 市场，即允许境内企业进入 NDF 市场。中国目前应该开放 NDF 市场吗？我们应采取何种政策措施应对 NDF 市场的客观存在和发展？事实上，NDF 并非中国特有的现象，在历史上和现实中，许多推动外汇自由化的国家都曾经或正在面对 NDF 的挑战。在这些国家当中，韩圆 NDF 市场是目前全球规模最大、流动性最好的 NDF 市场，占到全球 NDF 交易量的 30% 左右。根据 Lipscomb（2005）的研究，韩圆 NDF 的交易量在 2003 年达到 3070 亿美元。根据韩国中央银行的统计，2006 年末由韩国非居民购买的流通在外的韩圆 NDF 净金额达到了 108 亿美元。表 1 列出了 1999 年至 2005 年韩国国内银行与非居民之间的 NDF 交易额。

表 1 韩国 NDF 每日平均交易金额（韩国国内银行与非居民之间）

单位：亿美元

年度	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
NDF	0.3	4.0	5.1	6.7	13.4	17	26.1

数据来源：韩国中央银行和 Rhee & Lee（2005）。

事实上，90 年代中期前后韩圆 NDF 产品在新加坡离岸市场出现时，交易并不活跃。1999 年 4 月，作为外汇交易自由化改革的一部分，韩国政府允许韩国金融机构与非居民进行韩圆 NDF 交易后，韩圆 NDF 交易急剧增加，1999 年到 2005 年交易金额的年均增长率达到 110%。而在开放韩圆 NDF 市场后，韩国外汇市场经历了一些动荡，韩国央行采取了一些货币政策和监管政策应对市场的变迁。这些都为我们提供了开放 NDF 市场的宝贵经验。通过借鉴韩国经验，为人民币 NDF 市场的应对措施提供相应的建议，是本文的重要目的。

总的来看，本文在介绍韩圆 NDF 市场发展历程的基础上，对韩圆 NDF 市场与资本项目自由化之间的关系、开放韩圆 NDF 市场的影响以及韩国政府对韩圆 NDF 市场发展所采取的政策措施进行了分析，最后对我国人民币 NDF 市场发展可借鉴的相关经验进行了总结。

二、韩圆 NDF 市场发展历程

¹根据各年中国《货币政策报告》、《中国国际收支报告》、《国际金融市场报告》计算而得。

1996年前后，在离岸市场上出现了韩圆 NDF 交易，但是交易并不活跃。1999年4月，作为外汇交易自由化改革的一部分，韩国政府允许本国银行与非居民之间从事韩圆离岸 NDF 交易，这意味着韩圆的离岸 NDF 市场通过韩国银行与韩国国内的外汇远期、即期市场实现了融通。此后韩圆离岸 NDF 交易急剧增加，并且对韩圆汇率产生日益明显的影响。从表 1 中可以看到，1999 年，韩国国内银行与非居民之间的 NDF 日均交易规模仅为 0.3 亿美元，2000 年即猛增到 4 亿美元。

2003 年 9 月 G7 财政部长会议之后，在美国弱势美元的政策下，韩圆面临着升值压力。但韩国央行强力干预汇市，韩圆持续走低。基于韩圆升值的预期，韩圆 NDF 市场非常活跃，韩国国内银行与非居民之间的 NDF 日均交易规模从 2002 年的 6.7 亿美元猛增至 2003 年的 13.4 亿美元。2004 年初，韩国政府认为 NDF 交易投机过度并导致了韩国外汇市场的动荡，从而对本国外汇银行的 NDF 空头和多头头寸进行限制：韩国外汇银行与非居民进行的 NDF 多头头寸不能高于这些银行自身在 2004 年 1 月 14 日当天多头头寸的 110%，空头头寸必须高于 2004 年 1 月 16 日空头头寸的 90%。这些举措都是为了防止外汇银行买入过多的美元 NDF，导致加剧当时韩圆的升值压力。

这些规定实施以后，对于限制 NDF 投机和稳定韩圆汇率的确起到了作用，但同时也导致了 NDF 市场的收缩以及在岸远期汇率与 NDF 远期汇率差异扩大等后果。2004 年 2 月开始，韩国政府认为外国投资者的投机交易已经减少，开始逐渐放松上述规定，并于 2004 年 4 月最终取消上述规定。此后，韩圆离岸 NDF 市场继续增长，到目前为止，韩圆 NDF 仍是全球交易量最大、市场深度最好的 NDF 市场。

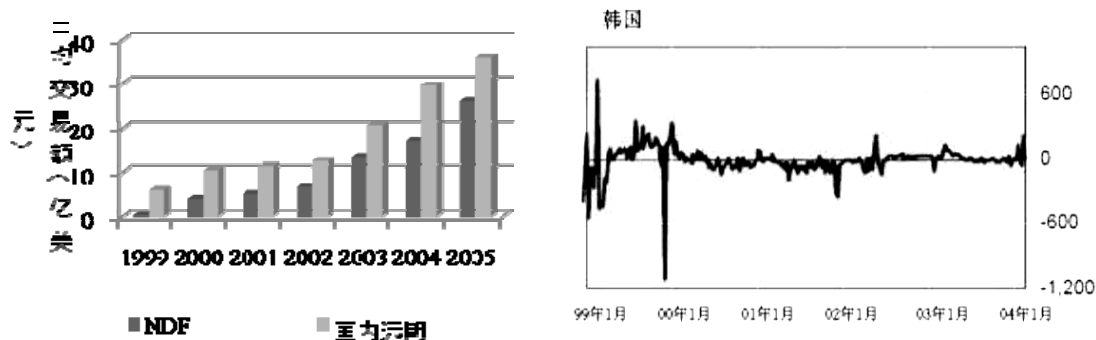
2006 年 9 月，基于韩圆 NDF 市场的活跃程度，美国芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）宣布推出 NDF 式的韩圆期货与韩圆期货期权。所谓 NDF 式，即采用美元进行差价交割，而不进行本金交割。至 2007 年 10 月为止，CME 的韩圆衍生产品交易仍不算非常活跃。

三、韩圆 NDF 市场发展与应对措施的深层次思考及经验借鉴

作为世界上规模最大、流动性最好的 NDF 市场，韩圆 NDF 市场的发展、影响以及韩国政府的应对措施，带给我们很多思考。

（一）资本项目自由化与 NDF 市场

一般认为，NDF 市场是货币不可自由兑换、资本项目未开放的产物。从其他国家如澳大利亚和墨西哥等国的经验来看，放开实需原则、资本项目自由化和货币自由兑换之后，离岸 NDF 市场就会逐渐消失，与本国外汇远期市场逐渐融为一体。一国政府通常希望实现离岸 NDF 市场与本国市场的一体化，以便尽可能地消除本国之外对本币汇率的影响因素，争取定价权，将其纳入自身的监管之下。然而，1997 年 ~ 1999 年韩国实行汇率自由浮动、放开实需原则、推行资本项目自由化并允许本国银行与非居民之间从事韩圆离岸 NDF 交易之后，韩圆离岸 NDF 市场并未消失，而是与韩国国内的外汇远期市场共荣并存，而且在岸远期汇率与离岸 NDF 远期汇率差异不大。具体可参见图 1。



(a) 1999~2005 年 NDF 与韩国国内远期日均交易额 (b) 1999~2004 年 3 个月 NDF 与韩国国内远期汇率差价
 数据来源：韩国中央银行网站 (<http://www.bok.or.kr/index.jsp>) 和 Rhee & Lee (2005)。

图 1 放开资本项目之后韩国离岸 NDF 与国内外汇远期市场关系

在实行浮动汇率、废除实需原则、允许国内机构参与离岸 NDF 交易、开放资本项目之后，韩圆的离岸 NDF 市场并未消失，反而规模剧增。我们认为，可能的原因有以下三个：

第一，韩国并未完全放开资本管制。1999 年之后，外国资本进入韩国境内的外汇远期市场，仍然存在着一些潜在的限制和报告要求，从而使得纯投机的资本难以进入韩国外汇远期市场。除此之外，韩国银行对外贷款仍受到一些头寸限制等规则的制约。同时，韩国政府还会根据市场状况，出台一些临时举措，对跨境资本流动进行限制，这使得国际资本，尤其是投机资本会继续在 NDF 市场交易。

第二，韩国央行仍对韩圆汇率有一定干预。1999 年之后，韩国央行仍有时对韩圆汇率实施较为明显的入市干预。当市场预期与韩国境内外汇市场走势存在差异时，基于市场预期的投机就会导致离岸 NDF 市场交易激增，2003 年底至 2004 年初的韩圆 NDF 市场投机风潮就是一个典型的例子。当时的韩国经济“内冷外热”，在市场预期韩圆升值而韩国央行试图通过弱势韩圆政策刺激出口型经济复苏的情况下，韩圆 NDF 交易规模激增至 2002 年的一倍，投机意图非常明显。

第三，国际投资者基于信用风险、交易成本和交易习惯的考虑也是一个原因。一般来说，在 NDF 市场上进行交易的都是高信用级别的国际金融机构，加上 NDF 交易只结算美元差价，比起有时需要进行本金结算且参与者多为国内金融机构的国内外汇远期市场来说，信用风险和交易成本都较低。同时由于韩圆 NDF 市场具有较好的流动性，韩国国家风险也较低，投资韩圆 NDF 市场相对来说不太可能出现持续无法成交、政府强制停止外汇交易导致 NDF 市场停顿等行为，使得国际资本仍在韩圆 NDF 市场上继续交易。随着规模的日益扩大，韩圆 NDF 市场实际上已经形成国际资本习惯性的韩圆远期交易场所。

总之，NDF 市场的开放被韩国政府作为资本项目自由化的一个内容。然而，韩国的经验表明，如果资本尚未完全自由流动，市场仍认为央行过多干预汇率可能导致定价不合理，允许境内银行参与境外 NDF，未必能够实现境内外远期市场一体化和将离岸交易纳入本国监管的目的，可能导致 NDF 与境内远期外汇市场并存的局面。

(二) NDF 市场的影响

究竟是否应该允许中国境内机构进入离岸人民币 NDF 市场，是最近颇具争议的一个问题。韩国向我们提供了开放 NDF 市场可能带来的影响的实际经验。

1. 韩圆 NDF 交易对韩圆即期汇率的影响

Chung et al. (2000) 发现 1999 年放开 NDF 交易限制后韩国外汇现货市场的流动性增强了，NDF 市场上的信息能够更快地传递到即期外汇市场上。Park (2001) 利用从 1996 年 8 月 1 日到 1999 年 10 月 18 日之间的日数据，采用 MA(1)-GARCH(1,1) 模型考察了韩国开放 NDF 市场前后韩圆/美元(下同)即期汇率与离岸 NDF 远期汇率之间的相互关系和信息流动。

他发现无论在韩国开放 NDF 市场前还是后, 韩圆即期汇率与 NDF 远期汇率之间都存在长期均衡关系, 即协整关系成立。但在韩国开放 NDF 市场前, 存在从即期韩圆汇率到 NDF 远期汇率的均值溢出效应, NDF 远期汇率滞后于韩国国内现货市场上的即期汇率; 而在韩国开放 NDF 市场后, 均值溢出的方向变为从 NDF 远期汇率到韩圆即期汇率。由此他认为, 在韩国开放 NDF 市场后, 离岸 NDF 市场上的信息对韩圆即期汇率的决定具有重要的价格引领作用。Rhee et al. (2005) 也得到了类似的结论, 发现 1999 年韩国 NDF 市场开放后, 韩圆 NDF 对韩圆/美元汇率的影响力越来越强。陈蓉、郑振龙和龚继海 (2008) 的研究也发现, 开放 NDF 市场后, 在正常市况下, 韩圆 NDF 对韩圆即期汇率持续存在着价格发现和引导的作用。

总的来看, 无论是市场观察者还是研究者都发现, 放开韩圆 NDF 的交易限制, 的确起到了融通国内外外汇市场的作用。其根本机制在于国内金融机构参与 NDF 交易后, 必然由于套期保值和对冲风险头寸的需要在国内外汇市场上进行反向操作, 从而将 NDF 市场上交易对手的多空头寸传递到国内外汇市场上, 形成同向的影响。但这种一体化主要体现为 NDF 引导即期汇率的变动。金融市场机理和各国经验均表明, 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。韩国开放 NDF 市场后, NDF 市场并未趋于消失, 作为一个境外不受监管的活跃的远期市场和一个信息吸收和传递都非常迅速的市场, NDF 引领现货价格是很自然的事情。

在现代经济中, 一国汇率不仅是重要的金融资产价格, 也是重要的经济资源和政策变量, 如果国际游资可以自由进出的离岸 NDF 市场成为引领即期汇率的信号市场, 一国很可能会丧失汇率定价权, 央行的货币政策独立性乃至该国的金融与经济安全可能都将受到很大的影响, 这一点是开放 NDF 市场之前必须三思的。

2. 韩圆 NDF 交易对韩圆即期市场波动性与投机性的影响

Rhee et al. (2005) 计算了韩国实行浮动汇率制度前后韩圆即期汇率日间波动 (Day-on-day Percentage Change) 和日内波动 (Daily Percentage Change) 的数据, 如表 2。从中可以看到, 韩圆汇率自由浮动后, 汇率的波动几乎是韩圆自由浮动之前汇率波动的两倍。但如果以 1999 年开放实需原则与 NDF 交易为界, 尽管图 1 (a) 显示 NDF 交易额急剧放大, 但长期平均来看, 并无显著证据表明韩圆外汇市场的波动性受到很大的负面影响。

表 2 韩圆/美元每日汇率波动性趋势

单位: %

比率	韩圆自由浮动 之前	韩圆自由浮动 之后	年份						
			1998.4-12	1999	2000	2001	2002	2003	2004
日间百分比 变动	0.16	0.36	0.70	0.29	0.28	0.37	0.31	0.29	0.30
日内百分比 变动	0.26	0.59	1.22	0.57	0.46	0.52	0.50	0.45	0.40

注: 1. 实行自由浮动汇率体系之前是指从 1995 年 1 月 3 日到 1997 年 10 月 31 日, 实行自由浮动汇率体系之后是指从 1998 年 4 月 1 日到 2004 年 9 月 30 日, 排除货币危机期间 (从 1997 年 11 月 1 日到 1998 年 3 月 31 日);

2. 日间百分比变动为利用 (每天的汇率收盘价-前一天的汇率收盘价)/前一天的汇率收盘价计算出来的绝对值的平均数; 日内百分比变动为利用 (每天汇率的最高价-每天汇率的最低价)/每天的平均汇率计算出来的平均数。

数据来源: Rhee et al. (2005)

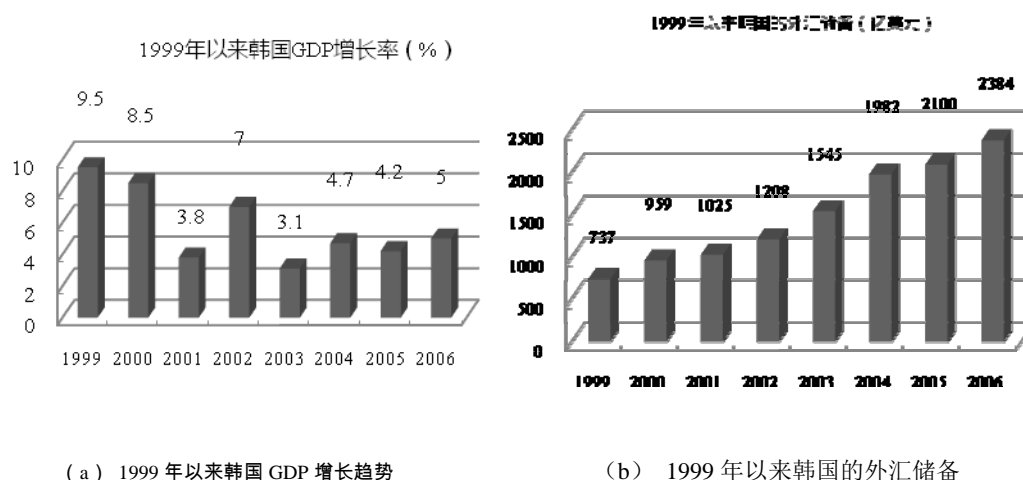
但是从波动传导的方向看, Park (2001) 发现, 在韩国开放 NDF 市场前, 韩圆即期汇率和 NDF 汇率之间存在双向的波动传导, 也就是说, 两个市场是彼此相互影响的; 但在开

放 NDF 市场之后,波动溢出的方向变为从 NDF 远期汇率到韩圆即期汇率。陈蓉、郑振龙和龚继海(2008)的研究也发现了类似的结论。

3. 韩国开放 NDF 市场对韩国宏观经济的影响

1999 年韩国政府允许本国外汇银行与非居民进行 NDF 交易以后,NDF 市场交易量急剧放大,投机程度提高。从对宏观经济的影响来看,至今尚无证据表明,NDF 市场的开放对韩国经济造成显著的负面影响,但汇率自由浮动和 NDF 市场的开放的确使得一国央行通过调控汇率调节经济走势的能力下降。

图 2 显示了 1999 年以来韩国 GDP 增长率和外汇储备情况。从图中可以看出,1999 年之后虽然 GDP 增长有所起伏,但总体上仍保持较快增长。其中 2003 年韩国经济的衰退主要被认为是疲弱的国内消费需求和设备投资衰退以及政府对信用不良者管理上政策失误的结果,与 NDF 市场的开放并无直接关系。



数据来源: 韩国中央银行网站 (<http://www.bok.or.kr/index.jsp>)

图 2 1999 年以来韩国宏观经济走势

4. 韩国开放 NDF 市场对央行货币政策的影响

发生在 2003 年 9 月至 2004 年 9 月期间的韩国央行干预汇市,为外汇自由化及开放 NDF 背景下央行干预的政策效果提供了极好的经验与案例。如前所述,2003 年 9 月起,为解决韩国经济“外冷内热”的问题,韩国央行试图通过干预汇市抑制韩圆升值,希望通过实施弱势韩圆策略以在国内需求低迷的情况下维持出口型经济复苏。但大量资金进入韩圆 NDF 市场投机韩圆升值,韩圆 NDF 交易规模激增至 2002 年的一倍。大约 1 年的时间内,韩国国内外汇市场动荡加剧,2003 年底韩国政府不得不暂时对国内金融机构参与 NDF 市场的头寸加以限制。2004 年下半年,韩圆持续升值,韩国央行干预汇市的试图基本失败。

从韩国经验可以看到,即使已经实现了相当程度的外汇自由化,一国货币当局干预汇率走势的政策也可能诱发 NDF 投机交易;而外汇自由化背景下,开放 NDF 市场可能会降低货币政策的有效性,这是值得我们注意的。

(三) 韩国政府对韩圆 NDF 市场政策的经验借鉴

1999 年韩国允许本国外汇银行与非居民进行 NDF 交易,意图应当在于促进国内外远期外汇市场的融合,争取汇率定价权,将离岸市场纳入监管。但由于资本项目未完全开放等原因,韩圆离岸 NDF 市场并未消失,反而规模激增,并对韩国外汇市场和汇率确定带来显著的影响。

2004 年初,当韩国央行干预汇市企图抑制韩圆升值时,NDF 投机交易激增,韩国政府认为 NDF 交易投机过度并导致了韩国外汇市场的动荡,对其采取了一定的政策措施,如前所述,这些政策措施主要是通过限制本国银行在 NDF 市场的多空交易头寸,即限制买入过

多美元 NDF 进行约束。从短期的政策效果看，韩国政府的这一举措在抑制投机、稳定市场方面的确收效显著，NDF 市场显著收缩，韩圆汇率暂时稳定。同时，在岸与离岸 NDF 掉期率差异迅速扩大，NDF 市场上的掉期率从 2003 年底的 3.35% 迅速跌至 0.34%，而在岸市场上的掉期率保持稳定。然而，这一方面使得在政策限制下被迫承担较多美元空头的本国金融机构在 NDF 交易中受损严重；另一方面由于 NDF 市场掉期率显著低于韩圆与美元利差，也就是说美元 NDF 价格低于利率平价机制下的合理远期价格，在利率平价机制的作用下大量套利者借入并卖出即期美元，换成韩圆投资于韩国债券市场，同时买入低估的美元 NDF，获取套利收益，这导致大量资本涌入韩国债券市场，根据 Rhee et al. (2005)，2004 年 1 月 16 日到 2 月 20 日，进入韩国国债市场的资本达 14 亿美元，超过了 2003 年全年的成交规模，从而放大了韩国资本流动的不稳定性，也削弱了央行干预汇市的政策效果。

基于这些负面效应，2004 年 2 月开始韩国央行又开始放松头寸限制，到 2004 年 4 月，韩国政府认为 NDF 交易的投机性已经大大减弱，限制措施终止。

从这个案例中可以看到，开放 NDF 市场背景下对 NDF 交易头寸的约束，实际上是市场化条件下的非市场化约束，可能导致一定程度上的政策效果的扭曲，实施政策之前需要综合考虑其影响。

四、 结论

总之，作为世界上最大的 NDF 市场，以及一个开放 NDF 市场后 NDF 与境内外汇市场共存并荣的典型案列，韩圆 NDF 市场为我们提供了很多宝贵的经验。可以看到，在资本项目尚未完全开放、汇率尚未完全自由浮动且境外已形成规模巨大的习惯性离岸交易场所的情况下，对离岸 NDF 市场实行开放，允许本国金融机构参与离岸 NDF 交易，不一定能够实现境内外远期市场一体化和将离岸交易纳入本国监管的目的。尤其在市场存在强烈升贬值预期的情形下，NDF 市场很容易成为投机与波动的来源，导致一国外汇市场的震荡，并降低一国央行货币政策、汇率政策和监管政策的有效性。我国目前是否适宜开放 NDF 市场，需综合考虑、谨慎作为。

参考文献：

- [1] Chung J, and Yang, 2000, Foreign Exchange Market Liberalization: The Case of Korea, *Korea Institute for International Economic Policy Working Papers*[R], No. 00-02.
- [2] Lipscomb L. 2005, An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets [R], *Federal Reserve Bank of New York, Government Report*.
- [3] Park J., 2001, Information Flows between Non-Deliverable Forward and Spot Markets: Evidence from Korean Currency [J], *Pacific-Basin Finance Journal*, 9: 363 ~ 377.
- [4] Rhee G, and Lee, 2005, Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea [R], *BIS Paper*, No. 24.
- [5] 陈蓉,郑振龙,龚继海, 2008, 中国应开放人民币 NDF 市场吗? —基于人民币和韩圆的对比研究[*]/OL, 厦门大学工作论文, <http://efinance.org.cn>.