

# 推进外汇市场做市商制度的思考

陈 硕

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 外币做市商交易制度于 2005 年 5 月正式启动, 中国外汇交易中心选择了 9 家银行作为外汇做市商, 同时增加 8 个外汇交易品种, 并计划在 2005 年 9 月推出美元/人民币做市商制度。做市商制度的出现是外汇体制改革的一个重要转折点, 但在短期内对中央银行干预会形成一定程度的冲击。目前需要逐渐完善金融制度环境, 为推进做市商制度的发展创造条件。

关键词: 外汇市场; 做市商; 干预; 影响

中图分类号: F830.92 文献标识码: A 文章编号: 1002-2740(2005)09-0019-02

做市商制度是一种报价驱动的交易制度, 由具备一定实力和信誉的机构充当做市商, 不断提供双边报价和市场流动性, 它是国际外汇市场上主要交易制度之一。为了使外汇市场更有效率, 中国外汇交易中心于 2005 年 5 月正式启动外币做市商交易制度, 选择了 7 家外资银行、2 家中资银行作为外汇做市商, 同时增加美元兑港元、欧元兑日元, 日元、英镑、瑞郎、澳元、加元、欧元等 8 个外汇交易品种, 并计划在同年 9 月份推出美元/人民币做市商制度。做市商制度的出现是外汇体制改革的一个重要转折点, 改变了原本中央银行在外汇市场上一统天下的局面, 减轻了中央银行外汇干预的压力, 同时也对此提出更高的要求。

## 一、启动外汇市场做市商制度的背景

做市商制度在发达国家已有 30 多年的历史, 在我国也并非一个新生事物, 债券市场于 2000 年 4 月引入双边报价商制度, 同年 7 月将双边报价商统一更名为做市商; 期权市场、证券市场也在研究引入做市商制度的可行性。此次外汇市场加速推动做市商制度, 主要是基于以下考虑:

(一) 外汇市场结构性弊端逐渐突显, 同时外汇做市商制度的试行初见成效。随着市场经济的不断发展, 我国银行间外汇市场的结构性弊端逐渐突出, 主要体现在: 交易主体集中, 交易品种有限, 缺乏有效的价格形成机制, 以至于我国银行间外汇市场基本沦为结售汇头寸抛补市场, 汇率波动极小。在价格发现功能严重缺位、政府大量进行被动干预的情况下, 不仅外汇汇率发生扭曲, 更限制了市场的深度和广度。2002 年 4 月中国外汇交易中心推出欧元/人民币交易时进行做市商制度的试点, 并从 2002 年 7 月起将试点扩大到港元/人民币交易。经过两年多的试运行, 做市商制度已初见成效, 也积累了一定的经验。

(二) 中央银行被动干预的压力增大, 且干预成本高昂。自 1994 年之后, 我国的外汇储备一直保持增长势头, 且增长速度不断加快。截至 2005 年 3 月底, 中国外汇储备达到 6591.44 亿美元, 仅在今年第一季度外汇储备就增加了近 500 亿美元。外汇储备的逐年扩张引发了人民币汇率升值的预期, 国外的政治势力也以此为据要求人民币升值。在目前强制结售汇的外汇体制下, 中央银行肩负市场出清的责任, 是市场供求的最终均衡者。为了缓解人民币

升值的压力, 中央银行不得不在外汇市场上吸纳超额的外汇。被动干预极大地限制了中央银行采取灵活的干预模式, 并使有管理的浮动汇率制仅有管理而缺乏浮动, 人民币汇率趋向僵化, 严重制约了其调节内外经济运行的杠杆作用。此外, 中央银行还需付出丧失货币政策自主性、加重财政负担、加大外汇储备增长的机会成本和风险等代价。

## 二、推行做市商制度对外汇市场的影响

引入做市商制度之后, 银行间外汇市场突破了单一的结售汇功能, 市场的深度和广度都有所提高, 市场更加有效率, 主要体现在: 一是市场主体增加。众多由于信用评级较低而不能涉足国际外汇市场的中小银行可以通过外汇交易中心间接从做市商那里获得相对公平的价格并降低了平盘成本, 提高了中小银行参与外汇市场的程度, 扩大了市场主体的范围。二是流动性增强。在原先的竞价交易方式下, 外汇市场每天成交额不大, 2004 年日均成交仅折合美元 6.02 亿元。做市商的出现会促进市场交易量和流动性水平的提高。目前规定做市商每笔报价的有效金额至少相当于 1000 万美元, 9 家做市商的流动性累积将会是一个更高的数量级, 将来随着做市商数量的进一步增加, 市场提供的流动性规模将非常充沛。三是人民币汇率市场化和弹性化。做市商通过理性地判断市场状况, 不断在市场内报出货币买卖价格和数量, 其他价格接受者根据自身需求在多个报价之间进行选择, 从而形成有弹性的价格决定机制。外汇供求双方在银行间市场上大量进行外币交易, 可以间接或直接影响人民币与美元的汇率, 有利于人民币真实价格的发现。而且, 做市商的日常交易以及做市商之间的竞争将导致人民币汇率波动幅度扩大。做市商要赚取点差, 还要冒敞口头寸的风险, 扩大买卖价差是必然的行为。即使在中央银行干预下也是如此。Dominguez (2003) 分析 G-3 国中央银行的干预行为, 发现在中央银行干预时, 交易商为了免受信息不对称带来的损失, 采取增大市场报价价差、加大汇率波动的自我保护行为。

做市商制度的引入对外汇市场干预有着积极的影响, 也有不利的一面。积极的方面主要体现在: 分流外汇储备, 减轻中央银行为维持汇率而被动干预的压力。中央银行不再是外汇市场上唯一的买家, 也不承担市场最后均衡

者的职责,于是相当一部分外汇就会自然分流到做市商手里,他们可以通过管理存货和调整报价,双管齐下来消除市场上买卖指令的不平衡。中央银行被动干预外汇市场的压力就能得到逐步减轻,进而外汇储备增幅下降,外汇占款减少,中央银行货币投放过大过快的被动局面也可得到缓解。不利的一面在于,中央银行必须面临着外汇干预难度加大,干预效力降低的风险,在短期这样的风险尤其明显。因为引入做市商制度之后,交易量扩大,交易信息分散,中央银行对外汇市场的分析难度加大,干预能力减弱,并且干预效力很大程度还需取决于干预信息的传递与做市商对干预信息的理解。对做市商而言,中央银行好比一个知情交易者可以凭借优先信息进行交易,从而能改变货币价格——汇率。中央银行买入外汇,可能是增加货币供应量,刺激经济的信号;相反,卖出外汇,则可能是减少货币供应量,经济紧缩的信号。但是,并非所有市场参与者都能有足够的渠道获知中央银行干预的信息,通常中央银行的干预只与特定的一个或少数几个做市商进行交易。即使能获知中央银行干预的信息,也不能保证做市商都有一致的理解和一致的行动。若做市商对干预所提供的信息是政策一致性信息还是政策不一致性信息判断错误,中央银行干预的结果就会有所偏差。

### 三、推进做市商制度的政策建议

做市商制度,尤其是美元做市商制度将有助于外汇市场的最终开放,也是形成中国自己的市场化汇率形成机制的关键,尽管短期内对中央银行干预会形成一定程度的冲击。为推进做市商制度的发展,中央银行应当从市场垄断者和做市者的角色退出,以保证做市商市场的公平竞争,另外应降低干预的频率,为做市商提供一定的做市空间,还须逐渐完善金融制度环境,为做市商制度的推行创造条件。当然,为消除做市商制度带来的冲击,监管制度的加强和干预方式的改善也是必不可少的。

(一)在控制对外风险的前提下,改进现行的结售汇制度。资本项目管理是我国抵御对外风险的主要方式,只有在对外风险基本可控的前提下,外汇市场才有发展空间。当前推行美元做市商制度,应以进一步加强资本项目管理为前提。外管局近期加强的对外资银行短期外债指标核定、进口延期付汇、远期付汇管理、个人财产对外转移售付汇、完善外资并购外汇管理等规定,已体现了这种理念。同时还应注意到,在当前强制结售汇制度下,企业、外汇指定银行的外汇买卖行为并非完全是市场行为,而是带有一定的强制性。而且,外汇指定银行外汇周转头寸分布带有一定的规律性,处于做市商地位的银行就有可能通过加大买卖价差,不对称定价等获得不合理的收益。因此,逐步由现有的强制结售汇制度过渡到自愿结售汇制度,有助于做市商合理报价,灵活地引导和调节外汇供求。

(二)尽快推出外汇远期、互换及期货、期权等外汇衍生产品,分散做市风险。做市商为市场提供流动性的结果是大量敞口头寸的积累,这就需要发展与人民币有关的

外汇风险对冲工具,以便为他们提供汇率保险。目前我国国内银行间外汇市场上只有美元、欧元、港币、日元对人民币的即期交易,没有银行间的远期、互换以及期货、期权等外汇衍生产品。只有少数银行可以从事远期结售汇业务,利用香港、澳门市场上的人民币非交割远期等管理人民币汇率风险。由于美元做市商制度的推行必然伴随着汇率波动幅度的加大,对汇率风险进行套期保值的要求也就增加。若市场上缺乏外汇风险管理工具,做市商要么承受不必要的汇率风险,要么就只能为规避风险放弃做市义务。

(三)注重对做市商的监管,确保做市商制度的有效运行。尽管做市商通常由具备一定实力和信誉的机构充当,但不可避免有违规行为。比较常见的是做市商为了自己的利益在报价、交易和成交报告等方面采取协同行为,制造外汇市场的交易假象,损害了客户最优成交的利益;或者私下将其客户的委托(包括数量、客户身份)信息相互交换共享,还相互交换其存货头寸、报价策略和准备报出的价格等信息;甚至有的做市商会违反规定,不按照其报价执行成交。由于做市商享有资金和资讯优势,其违规行为将会极大地损害外汇市场的有效性和汇价的合理性。完善规章制度、加强监管是保证其高效运行的关键。由于赢利性对做市商意义重大,监管上应该避免不适当地限制做市商的买卖价差或收取的佣金。

(四)提高信息的透明度,降低做市商制度对干预效力的冲击。首先,提高市场信息的透明度有助于中央银行把握市场趋势,做出正确的干预决策。对于场内交易,中央银行可直接通过电子记账系统获取信息,对于场外交易,则可要求做市商提供部分或全部的关于交易对手、交易数量等准确资料。其次,提高干预信息的透明度可以正确引导做市商的汇率预期,保证干预的成效。根据干预的信号理论,明确的干预目标与规则,可使外汇市场参与者在新的市场条件下改变其市场预期,从而平稳市场波动,降低中央银行进行干预的难度和成本,并提高干预效力。具体到实践中,可以在入市干预之际,通过新闻媒介正式宣布中央银行的政策意图和操作目标,一方面改变做市商当期的交易行为,影响即期汇率;另一方面直接影响远期汇率,进而对即期汇率发生影响。

#### 参考文献:

- [1] Dominguez, Kathryn M. E. When Do Central Bank Interventions Influence Intra-Daily and Longer-Term Exchange Rate Movements? [E]. NBER Working Papers No. 9875, 2003.
- [2] Kaminsky G, Lewis K. Does foreign exchange intervention signal future monetary policy? [J]. Journal of Monetary Economics, 1996, (37): 285-312.
- [3] 冯巍. 海外做市商制度的实践及其相关理论问题综述 [J]. 证券市场导报, 2005, (1).

(责任编辑:周冰)

(责任校对:周冰林浩)