

墨西哥外汇衍生品市场发展对我国的经验借鉴

陈 蓉, 郑振龙, 蒋 禹

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

摘 要: 墨西哥外汇衍生品市场的发展及汇率制度的变迁和金融危机的发生有着密切的联系。墨西哥金融管理当局积极参与其外汇市场的开放及衍生品市场的发展, 并在市场监管、交易所发展和应对离岸市场冲击等方面发挥着主导作用, 对我国具有借鉴意义。

关键词: 外汇衍生品; NDF; 墨西哥

中图分类号: F830.92 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2009) 01-0059-05

随着金融改革的深入推进, 我国金融市场上的外汇衍生产品日益丰富。但从交易规模还是发展速度上看, 外汇衍生品的离岸市场都远远领先于在岸市场。由于离岸市场不受监管, 交易价格不仅能反映人们对人民币汇率走势的未来预期, 也有可能影响在岸市场的人民币价格, 因此在一定程度上可使我国遭受丧失人民币汇率定价权的威胁。同时, 面对人民币衍生品在国际离岸市场上蓬勃发展的态势, 积极推动人民币在岸衍生品市场的发展, 争夺人民币汇率定价权已成为大势所趋。然而, 人民币目前尚未实现完全自由化的汇率决定机制, 降低了市场参与者进行人民币汇率投机、套利与套期保值的交易需求; 而且资本项目下的自由兑换管制以及相应的结售汇制和实需原则,^①也极大地抑制了外汇衍生品市场的流动性和交易规模。因此, 我们应如何积极推动外汇衍生品市场的发展呢?

纵观世界, 不少国家都为我们提供了宝贵的经验。从全球外汇衍生品市场的发展情况来看, 有两种不同的演进方式: 一是由市场主导, 在强烈的避险动机、巨大的获利机会和成熟的市场主体的共同力量作用下, 形成监管模式和交易品种都较为成熟的交易市场, 如英、美等国; 二是由政府主导, 在国内市场发展动力不足或出现问题时, 由政府法规和命令来引导外汇衍生品市场的走向, 如我国和墨西哥在整个外汇衍生品市场的发展进程中, 政府都扮演了至关重要的角色。深入考察墨西哥和我国外汇衍生品市场的发展历史, 可以发现, 尽管市场背景和发展进程不尽相同, 但墨西哥仍然为我国在何时开放投机需求、央行的作用、市场结构、市场影响以及离岸市场挑战的应对策略等

五个方面, 提供了有益的经验借鉴。

一、墨西哥与我国的外汇衍生品市场发展路径比较

(一) 墨西哥外汇衍生品市场的发展路径

墨西哥的外汇衍生品最早出现在离岸市场上。1972年, 墨西哥在实行外汇管制和钉住美元汇率制度时, 美国芝加哥商业交易所(CME)首次推出的外汇期货就是墨西哥比索期货交易。但由于当时墨西哥比索严格钉住美元, 两者之间的汇率几乎是固定的, 因此比索期货并无太多炒作价值, 交易量非常有限。1982年后, 墨西哥在钉住美元的汇率制度下实施资本项目自由化, 但这一政策组合具有无法调和的内在矛盾: 开放的资本市场允许外资自由进出, 而近乎固定的汇率则使比索的供求无法均衡。在通胀率高于美国、墨西哥比索高估和经常项目逆差的情况下, 对墨西哥比索贬值的投机盛行。1985年10月, 墨西哥中央银行被迫禁止墨西哥银行在芝加哥外汇期货市场上到期交割比索, 比索期货市场停顿。在1985年至1994年比索大贬值前的10年间, 墨西哥国内惟一存在的外汇市场只有银行间外汇保值市场。在此期间, 墨西哥中央银行在这一市场上曾通过干预即期外汇交易来稳定汇率, 也曾通过在银行间市场上卖出比索看跌期权来减少汇率波动。但此期间的墨西哥国内银行间的外汇保值市场, 基本上为外汇现货交易。

20世纪90年代初, 墨西哥比索钉住美元与资本项目自由化的内在矛盾日趋激化, 许多投机者预测墨西哥比索将贬值, 由此引发了大量墨西哥比索离岸NDF交易的出现。当时, 许多货币经纪商加入了NDF市场, 其

收稿日期: 2008-10-07

基金项目: 国家自然科学基金应急项目(70741012); 教育部人文社科一般项目(07JA790077)

作者简介: 陈 蓉, 厦门大学副教授, 金融工程博士后, 主要从事金融工程、风险管理等研究; 郑振龙, 厦门大学教授、博导, 金融学博士, 主要从事资产定价、金融工程和风险管理研究; 蒋 禹, 厦门大学硕士研究生, 主要从事金融工程研究。

经纪功能提高了 NDF 交易的效率和流动性,使得墨西哥比索离岸 NDF 成为当时世界上交易量最大的 NDF 交易。与此同时,国内外汇市场上的远期交易也开始出现。

1994 年的金融危机和 1995 年的比索汇率自由浮动,给墨西哥外汇衍生品的发展带来了契机。墨西哥中央银行进行了一系列重要的监管改革,放开了投资境外外汇期货的管制,积极推动墨西哥比索/美元外汇市场的发展:1994 年,墨西哥中央银行允许外国银行在墨西哥境内设立分行,以及墨西哥政府恢复 CME 的比索期货交易并允许该交易通过墨西哥清算系统结算。自此以后,CME 的比索期货交易发展迅速。比索浮动后,墨西哥比索离岸 NDF 市场逐渐在 CME 的墨西哥比索期货的替代下,规模日渐缩小。国内的“货币保值”市场也被取消,远期交易则因需求日增而获得了大发展。1996 年 10 月,墨西哥中央银行消除禁令,允许本国银行与国外金融机构进行远期产品的交易,进一步促进了远期产品市场的发展。接着,墨西哥中央银行相继推出期权、货币掉期等新的金融衍生品,并允许获得监管当局批准的金融机构在期货市场及 OTC 市场开展外汇期权业务(王宇等,2005)。^[1]1998 年 12 月,墨西哥衍生品交易所(Mexican Derivative Exchange, MexDer)成立,美元/墨西哥比索期货成为墨西哥国内首只外汇期货。2005 年,欧元/墨西哥比索期货开始在交易所内交易。2006 年 7 月,美元期权上市。

这样,墨西哥比索的外汇衍生品市场目前大致可以分为在岸市场和离岸市场。在岸市场又由前述的 OTC 外汇衍生品市场(主要是银行间市场)和墨西哥衍生品交易所内的外汇期货期权构成;而 OTC 交易规模远大于场内交易规模。离岸市场则以 CME 的墨西哥比索期货和期货期权为主。从市场份额来看,在岸市场远远大于离岸市场,但 CME 的墨西哥比索场内衍生品交易又远大于墨西哥国内交易所的外汇衍生品规模。

(二) 我国外汇衍生品市场的发展路径

在 20 世纪 80 年代初,中国银行就开始代理客户进行境外外汇期货、期权、互换等业务,开创了我国企业参与国际衍生品交易的先河。1992 年 6 月,上海外汇调剂中心首次推出外汇期货交易,交易的外汇品种有美元、英镑、德国马克、日元和港币。1995 年“3·27 国债事件”导致国债期货市场倒闭,整个衍生品市场陷入停滞,直到 1998 年可转债的发行才稍有起色。2004 年 2 月,我国开始实施《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(简称“《办法》”),这是我国第一部针对金融衍生品的监管法规。该《办法》从市

场准入、内控机制、风险管理、处罚措施等方面,对我国金融机构衍生产品交易进行了总体规范。

2005 年 8 月 10 日之前,中国外汇衍生品品种主要包括:人民币与外汇间的衍生品交易即远期结售汇交易、外汇间衍生品交易和离岸 NDF 交易。2005 年 8 月 10 日,中国人民银行推出了促进银行间外汇市场发展的重要举措,其中包括允许符合条件的市场主体开展远期外汇交易,并允许具备一定资格的市场主体开展掉期交易。除此之外,还有人民币无本金交割期权(NDO)、掉期(NDS)、与 NDF 挂钩的存款、人民币结构性票据等多个交易品种。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。

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。NDF 全称为 Non-deliverable Forward,是指无本金交割远期外汇。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而无法进行本金交割,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。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/美元远期合约到期时,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。

无论从金融市场机理还是国际经验来看,由于交易的低成本、便利性和灵活性,当一国货币的远期市场比较发达时,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在一定程度上丧失人民币汇率定价权的可能。2006 年 8 月,CME 推出人民币期货期权交易,也表明了其看好人民币衍生产品的市场前景。

由两国外汇衍生品市场的发展进程,可以看出其中的不同之处,但也有值得借鉴的地方。作为一个新兴市场国家,墨西哥经历了从固定汇率到自由浮动汇率制度的转变,经历了资本项目自由化的冲击;墨西哥外汇衍生品市场的发展与其汇率制度的变迁,和金

融危机的演变有着密切的联系；墨西哥金融管理当局在其外汇市场的开放及衍生产品的发展中，在市场监管、交易所发展和应对离岸市场冲击等方面都发挥着主导作用。而我国目前正处于由固定汇率向浮动汇率制度的过渡阶段，各种外汇衍生品的推出和外汇交易制度的放开，也与汇率制度的变迁紧密相关。此外，墨西哥的外汇衍生品在岸市场曾受到离岸 NDF 市场的威胁，这与我国目前的情况极为相似。因此，考察墨西哥外汇衍生品市场的发展和变迁，可以获得很多有益的借鉴。

二、墨西哥外汇衍生品市场对我国的经验借鉴

(一) 对外汇衍生品的影响分析

1. 外汇衍生产品与即期汇率的关系

1998 年，Christian Jochum 和 Laura Kodres 就新兴市场国家外汇期货交易对现货市场的影响进行了研究。他们运用 1995 年 4 月 25 日到 1997 年 4 月 4 日的的数据，分析了 CME 的墨西哥比索期货价格与比索现货汇率的关系，发现墨西哥比索期货的交易降低了现货市场的波动性，使得现货市场更加平稳；同时方差分解结果也表明，墨西哥比索现货市场的波动主要来源于现货市场自身而非源于期货市场。另外，他们还发现墨西哥比索期货市场对信息的反应速度要快于现货市场，但这并不意味着中央银行对期货市场的干预一定会降低现货市场的波动。^[2] 本文认为，虽然单凭一些特定期限和特定方法的研究结果，并不能完全描绘外汇衍生品市场对即期汇率的影响，但至少可以得出结论：外汇衍生品交易并不一定会对即期汇率产生显著的不利影响。

但是，衍生产品始终是一把双刃剑。在汇率市场化的正常情况下，外汇衍生品通常不会增大汇率的波动；但在宏观经济和政策面存在问题、发生金融危机时，外汇衍生品的交易通常会助长投机，成为金融危机的导火索之一。如墨西哥 20 世纪 90 年代初离岸市场和国内外汇市场上的投机资金大量抛空比索，对比索汇率造成极大压力，是导致 1994 年比索恶性贬值以及金融危机的重要原因之一。

2. 外汇衍生品市场与宏观经济的关系

理论界普遍认为，在过去的 10~15 年间，衍生品的推出对促进国际资本流动发挥了极大的作用 (Peter, 1998; Dodd, 2001)。^[3-4] 单就外汇衍生品的发展而言，它的推出为国际资本流动提供了规避汇率风险的重要渠道，因此能有效地促进国际贸易的发展。从宏观经济基本面来看，墨西哥外汇衍生品市场推出以来，并无证据表明其具有显著的不利影响。1998 年，在国际

金融市场动荡等不利因素的冲击下，墨西哥政府及时采取有效措施，实现经济增长 4.8%。2000 年墨西哥经济增长高达 6.9%，居拉美国家首位。2001 年受美国经济减速和石油价格波动影响，经济负增长 0.3%，但宏观经济总体保持稳定，金融市场监管有序。摆脱金融危机之后，墨西哥的 GDP 一直按照比较稳定的速度增长，FDI 一直处于较平稳或增长的状态，外汇储备也在逐年增加。此外，1996-1999 年墨西哥的通货膨胀率分别为 27.7%、15.7% 和 18.6%，而近年来墨西哥中央银行的货币政策以控制通胀为目标，将通胀率维持在 4% 左右。所有迹象均表明，墨西哥外汇衍生品交易并未对宏观经济产生不利的影响。相反，宏观经济状况的改善为外汇衍生品市场的发展提供了良好的外部环境。而在国内市场，自央行于 2005 年 8 月推出促进外汇市场发展的各项措施以来，总体上我国的宏观经济运行保持在相当稳健的水平上，经济增长、物价和外贸形势都相当良好，如 2006 年 GDP 增长达到 10.6%，外贸顺差达到 1770 亿美元 (王元龙, 2007)。^[5] 这也说明宏观经济与外汇衍生品市场的发展是相辅相成的。

(二) 在固定或钉住汇率制度下不宜开放外汇衍生品的投机需求

我国目前实行的是管理浮动汇率制度，同时人民币在资本项目下不可自由兑换，因而在外汇市场中实行实需原则，不允许基于投机需求的外汇交易。而要推动外汇衍生品市场的深入发展，汇率形成机制的进一步市场化、资本项目自由化和放开投机需求都是必需的步骤。但其中的先后顺序是非常重要的，次序不当可能造成难以挽回的不良影响。墨西哥的经验向我们表明，在固定或钉住汇率制度下不宜开放外汇衍生品的投机需求。

在固定或钉住汇率制度下，汇率常常偏离其均衡价格。此时如果放开国内外汇衍生品交易的投机需求，必然对固定或钉住汇率产生冲击。特别是像墨西哥这样先实现资本项目自由化，后推行汇率市场化的国家，开放外汇衍生品交易的投机需求必将导致致命的结果。因为外汇现货与衍生品之间的套利行为必然对现货汇率造成巨大压力。这也正是为什么在实行钉住汇率期间，尽管墨西哥比索的离岸衍生品交易非常活跃，墨西哥中央银行仍然抑制国内外汇衍生品市场的发展，直到 1994 年墨西哥比索汇率自由浮动。据此本文认为，开放国内外汇衍生品交易的投机需求，推动更多的外汇衍生品交易的发展，应该以汇率的市场化作为基

础,否则将对中央银行维护汇率水平造成极大的压力。

2007年,美国商品期货交易委员会(CFTC)对在CME交易墨西哥比索期货的投资者进行了调查,分别统计了1999年以来交易的套期保值头寸和投机头寸。图1是调查结果的一个反应,其左纵轴是投机头寸的变化,右纵轴是比索汇率的变化。虽然图1仅对离岸外汇期货投机头寸与汇率变化的关系做了一个初步的分析,但的确向我们揭示了外汇衍生品市场上的投机头寸和汇率的变动是高度相关的。



图1 CME比索期货投机头寸与比索汇率变动关系

资料来源:墨西哥中央银行金融系统年报(Financial System Report,2007)。

(三) 外汇衍生品市场结构应以OTC市场中的外汇远期和掉期为主

在我国外汇衍生品市场的发展规划中,存在一些与市场结构有关的问题,包括应以OTC市场还是以场内市场为主、具体应以何种外汇衍生品为主、发展路径如何选取等。从市场整体结构来看,墨西哥外汇衍生品市场中最重要的是OTC市场,这与世界各国的经验都是一致的,是由外汇衍生品交易的市场需求天然决定的。从发展路径来看,墨西哥外汇衍生品市场基本经历了从简单产品到复杂产品、从初级市场到高级市场的渐进过程,这同时也是大多数新兴市场国家的发展经验。从产品结构来看,在墨西哥比索衍生品的OTC市场中,市场份额最大的是外汇掉期,其后依次是外汇远期、外汇期权和货币互换;在交易所市场中,主要是外汇期货,而外汇期权交易量很小。这与其他国家的经验也很相似。我国在发展外汇衍生品市场中,也应当把外汇掉期与外汇远期市场建设作为重点。

(四) 墨西哥中央银行在外汇衍生品市场发展中的作用与监管经验

墨西哥的外汇衍生品市场是相对发达的,墨西哥中央银行在这个市场的发展和监管中起到了非常重要的作用,并在一定程度上发挥着主导作用。这对我国很有借鉴意义。

从外汇衍生品市场的发展来看,墨西哥中央银行起到了控制发展节奏的重要作用。在1995年墨西哥比索汇率自由浮动以前,墨西哥中央银行抑制了国内外汇衍生品市场的发展,并对CME市场上的比索期货和离岸NDF的投机交易采取了一定的限制政策;汇率自由浮动之后,墨西哥中央银行转而积极推动外汇衍生品市场的发展,包括放开境外外汇期货的投资限制,推动远期市场的发展,推出OTC市场上的外汇掉期、外汇期权等衍生产品,推出外汇期货和交易所外汇期权等。

而墨西哥对外汇衍生品的监管是由中央银行负责的。墨西哥中央银行至今仍对参与OTC外汇衍生品市场的交易者实行严格的审查和监管,其主要标准为机构的信用等级。只有得到监管当局批准的银行、交易商、经纪商、其他金融机构和非金融机构才能进入这个市场。在具体的风险管理方面,墨西哥中央银行采取了一系列积极措施来防范市场风险,例如建立有关外汇风险敞口的主要框架,要求包括商业银行和经纪公司在内的金融机构必须遵守,并规定了机构可以投资的产品和市场以及外汇风险敞口;同时还对金融机构提出了流动性要求等。在具体监管方式上,墨西哥中央银行对商业银行的外汇衍生品交易实行较为严格的在线监管,即要求从事外汇交易的金融机构必须通过电子方式报送逐笔交易信息。报送的内容包括进入国内银行资产负债表的每笔交易的产品类别、交易对手、交易币种和交易量。中央银行如要了解市场趋势,主要通过交易数据,并随时与商业银行沟通了解市场情况。由于数据涉及商业银行客户资料,墨西哥中央银行承诺每日销毁有关数据。

从以上可以看出,在比索自由浮动和推出外汇衍生品之后,墨西哥中央银行对外汇衍生品市场虽然实行较为严密的监管,但更多地还是通过对交易信息的收集与观察,通过对交易者风险管理制度的建设来实现。这种做法是比较值得借鉴的。

(五) 离岸外汇衍生品市场的应对策略应以疏导为主

墨西哥中央银行对离岸外汇衍生品采取的不同策略,对于我国很有借鉴意义。

对于CME的比索期货,在钉住汇率的情况下,墨西哥中央银行曾一度禁止墨西哥银行交割到期的比索期货,使其基本停顿;但到了1995年,在资本项目自由化和汇率市场化的背景下,墨西哥中央银行恢复比索期货交易并允许该交易通过墨西哥的清算系统结算,

放开了投资境外外汇期货的管制，实际上可以看作是对其持鼓励态度。

对于离岸 NDF，墨西哥中央银行在 20 世纪 90 年代初允许国内银行参与离岸 NDF 交易，试图通过在岸化将其更多地纳入监管。1994 年金融危机以后，资本项目的自由化与浮动汇率制的政策组合，使得 NDF 的交易需求自然消失；与此同时，墨西哥中央银行通过大力发展国内 OTC 市场与场内交易市场，将对汇率风险管理、套利和投机需求引导到国内 OTC 和交易所市场中来，从而纳入中央银行监管的范畴，在岸和离岸 NDF 交易规模日渐缩小乃至消失。

从以上分析中可以看到，在宏观经济与政策面因素导致离岸市场的交易尤其是投机交易盛行时，在制度因素无法完全改变的条件下，离岸市场在岸化等策略可以在一定程度上缓和、但无法根本消除离岸市场的负面影响。最根本的措施是汇率市场化和资本项目自由化。同时，墨西哥中央银行的应对策略以疏导为主，如 CME 的墨西哥比索期货交易虽属离岸市场，但其属于场内交易，交割通过墨西哥中央银行的清算系统进行；墨西哥 OTC 与交易所的外汇衍生品市场均在中央银行的监管之下。这样的举措，实际上是将外汇衍生品交易基本都纳入中央银行的监管范畴，是比较合理有效的政策措施，值得我们借鉴。

三、结论

整体而言，我国外汇自由化改革的进程比墨西哥要谨慎得多，因而市场所受冲击相对较少。尽管如此，作为一个拥有已经相对发达的外汇衍生品市场的国家，墨西哥仍然在外汇衍生品市场的发展进程、央行合理政策、外汇衍生品市场结构、外汇衍生品影响和 NDF 市场应对措施等方面，为我国提供了有益的经验借鉴。其中的重要经验包括：在固定或钉住汇率制度下不宜

放开外汇衍生品的投机需求；央行对外汇衍生品市场的发展虽应严密监管，但应较多地通过对交易者的风险管理监督来实现；外汇衍生品发展应以 OTC 市场中的外汇远期和掉期为主；外汇衍生品市场的发展并不必然对汇率波动和宏观经济产生不利影响，但在宏观经济和政策面存在问题、发生金融危机时，外汇衍生品交易可能会助长投机，成为金融危机的导火索之一；面对离岸外汇衍生品市场的挑战，以疏导为主的应对策略还是比较合理有效的。事实上，除了墨西哥，全球许多国家在外汇衍生品市场发展方面都为我国提供了有益的经验借鉴。我们应当深入考察，对比研究，使我国在外汇衍生品市场的进一步发展少走弯路。

注 释：

① 即所有境内的外汇交易都必须对应实际的经常项目收支，不能进行基于纯粹投机需求的外汇衍生品交易。

参考文献：

- [1]王 宇,王春英,姜盈盈. 美国、墨西哥外汇衍生产品市场的发展和借鉴价值[J]. 当代金融家, 2005, (3) .
- [2] Jochum, C., L. Kodres. Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies [R]. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998.
- [3]Garber, Peter. Derivatives in International Capital Flows[EB/OL]. NBER Working Paper: No. 6623, 1998.
- [4]Dodd, R. Derivatives and International Capital Flows [R]. Paper presented at Capital Flows to Emerging Markets Since the Asian Crisis, Helsinki, Universidad de las Naciones Unidas. (UNU) /Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER) -Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). 2001, (10).
- [5]王元龙. 人民币汇率走势回顾与展望[J]. 当代财经, 2007 (3).

Experience Learned from the Development of Foreign Exchange Derivative Market in Mexico

CHEN Rong, ZHENG Zhen-long, JIANG Yu
(Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract : The development of foreign exchange derivative market and the changes of foreign exchange rate system in Mexico have a close connection with the financial crisis. Mexican financial authorities have actively participated in the opening of foreign exchange market and the development of the derivative market and are playing a leading role in the market regulations, development of exchanges and dealing with the impact from off-shore markets. China can learn from the Mexican experience.

Key Words : foreign exchange derivative; NDF; Mexico

责任编辑：魏 琳