

# 深化外汇市场改革 力推五大举措

## ——汇改成效盘点及展望

□温文

自2005年7月21日起,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。9个月来一系列改革措施相继推出,人民币汇率机制不断完善,外汇市场得到长足发展。汇率机制改革后,人民币汇率总体保持平稳波动的态势,弹性逐渐增强。外汇市场参与主体不断扩大,新产品相继推出。但升值压力仍未消除,外汇市场改革的任务还很繁重,应多管齐下,进一步改革和完善外汇市场。

汇改后,人民币汇率弹性增强,外汇市场得到很大发展。但升值压力仍未消除,外汇市场改革的国际经验表明,现代化的外汇市场离不开高效的交易系统和清算安排、多元化和专业化的市场主体、丰富的交易品种以及市场透明度。

从更广阔的视角看,货币可兑换是外汇市场供求的基础,汇率制度安排和利率市场化是外汇市场活跃成熟的关键,加强风险监控是外汇市场平稳运行的保障。因此,应多管齐下,进一步从以下几个方面改革和完善外汇市场:

### 一、进一步扩大外汇市场主体和品种

扩大即期和掉期交易市场准入。降低非金融企业和非银行金融机构进入即期市场的门槛。第一家非金融企业中化集团公司已经入市,早已获得境外商品期货交易资格,而期货交易所要求的内部控制制度和风险防范机制相似,交易员的交易经验也相通。因此,建议即期和远期外汇市场会员扩大到有证监会和外汇局颁发的境外商品期货交易资格的非金融企

业。

降低掉期交易市场准入。目前远期外汇资格要求银行取得金融衍生产品资格,但银监会对金融衍生产品资格的准入控制较严,中小银行难以取得资格。鉴于外汇掉期交易类似回购交易,在国际上普遍视为货币市场工具,仅仅涉及利率风险,不涉及汇率风险,银行面临的市场和清算风险远远小于远期交易(国际惯例中掉期交易风险权重仅为远期交易的4%),为给中小银行提供规避汇率风险渠道,建议修改有关市场准入行为,不再要求银行具备远期交易资格6个月才能申请掉期资格,允许中小银行直接申请掉期资格。

丰富市场交易品种。目前虽然推出了远期结售汇和掉期业务,但在外汇衍生产品的两大类品种中,上述两种产品都属于远期类衍生产品,还没有期权类衍生产品,而且这两个产品还不是标准化产品,不同银行之间的报价相差甚远,市场处于分割状态,流动性较差,存在一定的信用风险、清算风险。应创造条件,适时拓宽汇率避险和保值工具,推出外汇期货、期权交易,适当开放金融创新的空间。

### 二、完善外汇市场基础设施建设

适时扩大银行间外汇市场交易汇价日波幅限制。近期,国际外汇市场各主要货币波动率也在增加,美元经过2005年的升值后已显疲态,近期贬值力度加大。从理论上讲,人民币参考一篮子货币进行调节,波幅也将随国际市场汇率波动增大而扩大。目前,人民币汇率中间价弹性加大,3月28日最高达到0.16%,超过允许波幅的一半。银行间市场交易汇价每日上下波幅也在放大。人民币交易汇价波幅不应等到逼近0.3%的上限才着手放松,而应在波幅离边界尚有一定距离时就扩大交易汇价波幅限制。

延长交易时间。2006年银行间即期询价交易推出后,时间延长到17:30。这极大地方便了银行柜台交易和风险控制。但竞价市场仍然维持15:30闭市,造成两个市场闭市不一致,客观上对询价市场授信不足、倚重竞价市场的中小银行不公平。应延长竞价市场闭市时间到17:30。

进一步改进交易方式。加快引入与国际主流接轨的交易平台的步伐,方便交易员之间信息

的即时沟通,实现国内外汇市场和国外交易市场平台的无缝对接。允许银行在询价市场闭市后双边直接交易,事后补录在交易系统上。此外,鼓励银行代理企业入市交易,形成多元化的交易需求。

推进外汇清算系统现代化和国际化。引入清算所,消除中央银行承担最后清算风险的局面,降低竞价交易的清算风险,间接可以为降低竞价交易手续费打下基础,同时可以为加快期权、期货市场提供制度保障。

### 三、完善有关法律,提高外汇市场透明度

修改有关法律,降低外汇交易的法律和清算风险。为了减少外汇交易的头寸暴露,国际上一般采用净额清算的做法以最大限度减少信用和清算风险。例如,国际掉期和衍生产品协会(简称ISDA)主协议规定,双方所有的交易采取净额清算(NETTING,或称净额结算)的方法。根据国际清算银行2004年调查,全球场外(OTC)金融衍生产品名义金额为220.1万亿美元,通过净额清算方法使得交易市值下降到1.5万亿美元,

风险暴露下降了99.3%。因此,应修改我国破产法的有关规定,明确轧差清算原则。

提高外汇市场透明度。汇改后不再公布外汇市场交易量,但央行定期公布季度外汇储备数据,而外汇市场除竞价之外还增加了询价市场,市场行为与过去完全不同,建议适时公布交易量,提高市场透明度。

### 四、加强对外汇市场的监管和自律,减少系统性风险

加强外汇市场的自律性管理,建立市场会员行为准则。建议成立交易员协会,制定交易行为规范和行业惯例。进一步规范市场运作程序和信息披露制度,防止市场欺诈行为,保障市场公平秩序。

加强对外汇市场的审慎监管。加强对市场风险的监测,逐步建立市场监测指标体系。掌握异常交易信息,监管交易的合规性。由于开办银行间掉期交易,外汇市场和货币市场的联系更为紧密,因此跨市场风险问题开始凸显。建立跨市场的监管框架,防止不稳定的资本流动的冲击,防止跨市场的系统风险传播。

### 五、加强政策配套,渐次推进各项改革

统筹兼顾,加强各项改革的协调配套。外汇市场与货币可兑换和汇率制度之间紧密相关,一方面,货币可兑换程度决定整个外汇市场的供求基础,是确保外汇市场供求自由的前提。另一方面,不同汇率制度下,政府对汇率的干预程度不同,对外汇市场的发展影响也不同。因此,外汇市场建设和开放应当与外汇管理、人民币形成机制和金融体制改革协调配套,逐步完善外汇市场价格形成和规避风险机制。

稳步有序推进人民币可兑换进程,拓宽资金流出渠道。改直接管理手段为间接管理手段,改逐笔交易监管模式为主体监管模式。首先要改变企业和个人外汇交易的实需原则。鉴于人民币升值压力,可先从购汇环节开始,根据企业信用等级允许企业在一定期间内凭经营计划直接购买一定金额的外汇,或根据上一年度的现金流与银行进行远期结售汇业务。此外,允许企业和个人购汇到银行进行保证金外汇对外的虚盘交易,减少套期保值成本,规范外汇市场行为,打击非法按金外汇交易和网络炒汇行为。

## 汇改使外汇市场活力加大

### 一、即期外汇交易

2005年前半年,人民币对美元继续保持稳定。美元对人民币日均加权平均价一直维持在8.2765元人民币/美元的水平。2005年7月21日,美元对人民币交易中间价调整为8.11,人民币升值幅度为2.05%。之后,人民币有升有贬,双向浮动。美元对人民币收盘价最低达到8.0004(2006年4月10日),最高为8.1128(2005年7月27日)。上下波幅达到1088个基点。期间人民币走势分为两个阶段。从2005年7月22日至12月30日,美元对人民币价格小幅振荡,有升有降,总体保持平稳波动,略有升值的态势,中国人民银行公布的人民币收盘价由8.11小幅升值至年末的8.0702。全年人民币对美元升值了398个基点,升幅2.56%,日均升值3.5个基点。2006年,人民币升值步伐加快。2006年4月21日人民币汇率升至8.0210,升值了492个基点,升幅0.61%,日均升值6.7个基点(见图1)。

与此同时,人民币汇率的波动率也在增加。从2005年7月22日到2006年4月21日,日均波幅21.3个基点。其中,从2005年7月22日到2005年12月30日,汇率日均波幅16.7个基点;从2006年1月4日到2006年4月21日,汇率日均波幅28.7个基点,较2005年下半年放大72%。2006年3月16日人民币汇率为8.0350,较汇改之前8.2765升值幅度首次突破3%。3月17日人民币汇率为8.0286,较汇改确定的新汇率8.11升值幅度首次超过1%(见图2)。

从2006年以来的市场成交情况看,银行间即期外汇市场运行基本良好。询价交易成交较为活跃,交易量超过竞价交易。大中型金融机构是询价交易的主要参与者。同时,竞价交易也保持一定的规模,一些城市商业银行和信用联社等中小会员因授信不足,主要在竞价市场交易,而做市商则为其提供流动性。

2006年以来,所有做市商美元买卖双边报价点差随做市商经验积累而逐步走低,目前询价市场在10个基点以内。这些充分显示做市商制度活跃了外汇市场交易,提高了外汇市场流动性,增强了中央银行调控的灵活性,进一步提高了人民币汇率形成的市场化程度,更好地发挥市场在资源配置中的基础作用。

### 二、银行间市场远期外汇交易

2005年8月15日银行间市场正式推出远期人民币外汇交易业务,全年市场发生交易的有美元/人民币的1周、1个月、2个月、3个月、6个月、9个月、1年七种期限品种,以及日元/人民币的1周、1个月、2个月、3个月四个期限品种。交割方式既有全额交割又有差额交割。2005年远期外汇各币种共成交277笔,其中美元成交263笔,日元成交14笔。成交量最大的两个期限品种为美元1年期和1年期。全年银行间远期外汇市场共有98个交易日,各币种、各期限合计成交量26.90亿美元,日均成交2745万美元。

从美元1年期远期报价走势看,美元远期价格稳中趋降。1年期美元远期报价在业务推出之初先上行并企稳,8月末回复初始价位,此后在相当长时间内保持稳定,并与境外NDF价格逐渐趋近。11月报价呈逐级下行之势,12月止住跌势,月末一度大幅上扬,但随即迅速回归,以7.7500的全年最低点报收。2006年后由于允许做市商签订远期合约后即可到即期市场平盘,远期报价大幅反弹,向利率平价回归,并与境外NDF逐渐拉开,相差超过1000基点。2006年2月9日达到年内最高点7.8370,随后有所下跌。4月24日报收7.7920(见图3)。

## 外汇市场正发生结构性变化

为配合人民币汇率机制改革,加大市场深度,扩展市场广度,提高流动性,增加透明度,充分发挥其在汇率发现、资源配置和风险管理中的作用,外汇市场正发生结构性变化。

### 一、着眼于引入竞争,扩大外汇市场主体

增加即期外汇市场交易主体。2005年8月8日,允许更多符合条件的非银行金融机构和非金融性企业进入银行间即期外汇市场。截至2005年底,共有会员384家。其中当年新增30家,中国中化集团公司成为第一家非金融性企业会员。

扩大对客户办理远期结售汇业务的主体和业务范围。自2005年8月2日起,将银行对客户办理的远期结售汇业务准入门槛从结售汇金额200亿美元改为具有即期结售汇业务和衍生产品交易业务资格。截至2005年底,新批39家中资银行开办远期结售汇业务,使得具有远期结售汇业务资格的银行达到46家。其中,中资银行15家,外资银行31家(同一外资银行的不同分行合并计算)。远期结售汇业务的范围按照实需原则,扩大到所有经常项目外汇收支,以及外债、直接投资、境外上市等部分资本项下的外汇收支活动。远期结售汇业务的期限结构、合约展期次数和汇率由银行自行确定。

### 二、注重提供避险工具,增加外汇市场交易品种

开办银行间市场外币间买卖业务。2005年5月18日,银行间市场推出外币对外币买卖业务,建立了境内金融机构特别是中小银行进入国际外汇市场的直接通道。截至2006年3月底,银行间外币间买卖市场有做市商银行11家,会员银行41家。

允许银行对客户开办掉期业务。2005年8月2日起,凡获准办理远期结售汇业务6个月以上的银行,向外汇局备案后即可对客户办理不涉及利率的人民币与外币间的掉期业务。截至2006年3月底,共有7家银行可对客户开办人民币对外币的掉期业务。

开办银行间远期外汇交易

和人民币与外币掉期业务。2005年8月8日起,符合条件的中国外汇交易中心会员均可参与银行间远期外汇交易。目前已有64家中外资银行会员获准进入银行间远期外汇市场。其中,中资15家,外资49家。2006年4月24日起,银行间外汇市场推出人民币外汇掉期交易,获得银行间远期外汇市场会员资格6个月以上的银行都可以自动入市交易,在现行结售汇管理政策范围内进行以套期保值和头寸结构调整等为目的的掉期交易。

### 三、加强外汇交易灵活性,丰富交易方式

增加询价交易方式,提高交易灵活性。询价交易方式是指银行间外汇市场交易主体以双边授信为基础,通过自主双向询价、双边清算进行的外汇交易。询价交易采取场外(OTC)外汇交易的方式,具有灵活、成本低、信用风险分散等优点,更好地适应了外汇市场主体多元、需求多样的特点,因而在国际外汇市场上取得了迅猛发展。2005年8月15日,银行间人民币外汇远期交易市场率先采用询价交易方式,银行间人民币外汇远期市场推出以后运行平稳,受到远期会员欢迎。从2006年1月4日起,银行间即期外汇市场也引入询价交易方式,同时保留竞价交易方式。银行间市场即期会员可自主选择集中交易、集中清算的竞价交易方式或者双边授信、双边清算的询价交易方式,按照中国人民银行规定的银行间市场交易汇价浮动幅度,在银行间外汇市场进行即期外汇交易。在原有即期竞价交易的基础上,推出即期询价交易方式,有利于加快央行淡出市场干预,通过价格引导市场供求,有利于为外汇市场主体提供多种可选择的交易模式,降低外汇交易清算风险,进一步深化外汇市场建设。

推出即期询价交易方式,也有利于在即期外汇市场上引入做市商制度,通过做市商的公开报价提供市场的流动性。2006年1月4日,银行间外汇市场全面正式引入人民币对外

币交易做市商。这是指经核准在银行间外汇市场持续向市场的中国外汇交易中心会员提供与外币的买、卖价格的外汇指定银行。做市商制度是国际外汇市场的基本市场制度。做市商通过自身的连续报价和交易,为市场提供流动性,平滑市场价格波动,提高交易效率,分散风险,并通过买卖价差盈利。同时,做市商也集中了市场供求信息,成为重要的定价中心。从国际主要外汇市场情况看,做市商在提供外汇市场的流动性、提高市场交易效率、转移和分担风险,促进市场发展等方面具有重要作用。2002年,我国银行间外汇市场在欧元和港币交易中进行了做市商制度的试点。引入做市商后,到2006年3月底,15家银行获做市商资格,其中,中资银行9家,外资银行6家。

### 四、放宽外汇市场价格和数量管理,增强银行自主性

改善汇率中间价形成机制。从2005年7月22日起,央行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。这意味着从过去按加权平均汇率采用询价方式公布中间价,提高了央行干预的主动性和灵活性。2006年1月4日起,针对询价交易和做市商制度的推出,为增强汇率中间价的代表性,人民币汇率中间价改为每天上午开市前做市商报价的加权平均价。

放松银行间市场交易汇价日波幅管理。在保持每日银行间外汇市场美元对人民币的交易汇价在央行公布的美元交易中中间价上下0.3%的幅度内浮动的基础上,逐步扩大其它币种浮动范围。自9月23日起,非美元货币对人民币的交易汇价在央行公布的该货币交易中间价上下3%的幅度内浮动。

调整挂牌汇价管理办法。自2005年9月23日起,调整了外汇指定银行挂牌汇价管理措施:一是允许银行对挂牌货币实行一日多价。二是取消了非美元货币挂牌汇价的价差幅

度限制,并扩大银行对客户美元货币挂牌汇价的价差区间,其中,美元现汇卖出价与买入价的价差不得超过央行公布的汇率中间价的1%,美元现钞卖出价与买入价的价差不得超过央行公布的汇率中间价的4%。三是鼓励银行与客户议定价格,给银行经营更大自主权。银行既可自行制定单笔大额交易标准,还可选择特定客户议价。

调整外汇指定银行结售汇头寸管理。从9月22日起,将现行结售汇周转头寸范畴改为结售汇综合头寸管理,涵盖范围扩展为外汇指定银行持有的人民币与外币间交易而形成的外汇头寸,包括由银行办理符合外汇管理规定的对客户结售汇业务、自身结售汇业务和参与银行间外汇市场交易而形成的外汇头寸。结售汇综合头寸上限有较大的提高。对中外资银行统一管理政策和限额核定标准,以利于实现银行间的公平竞争。而提高银行结售汇综合头寸的上限,有利于增强银行办理结售汇业务和外汇资金管理灵活性和主动性。

### 五、努力提高市场效率,改善外汇市场基础设施

针对询价交易的推出,修改了即期交易规则,制定了远期和掉期交易规则。组织会员拟定了远期交易主协议,并确定了将远期、掉期交易纳入统一的主协议地原则。在即期交易规则里,明确延长询价交易时间,银行间竞价交易市场15:30收市后,外汇指定银行结汇、售汇业务仍然营业。为方便各银行能及时平补结售汇头寸,即期和远期询价交易时间同时延长至17:30。开市时间和清算速度同国际接轨。将竞价交易清算和询价交易标准清算的速度从T+1改为T+2,规定所有周六、周日不开市。

降低交易费用。为进一步活跃市场,询价方式交易费用大幅降低到十万分之一,仅为竞价方式的三分之一,接近国际水平(国际上发达国家一般为百万分之三到百万分之八)。同时,为鼓励做市商积极做市,将做市商在即期竞价市场做市的手续费从万分之三降低到万分之一。

图1 人民币汇率(元/美元)

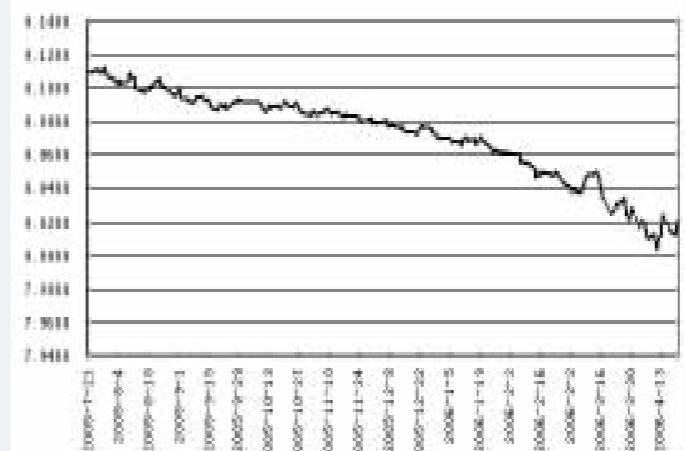


图2 人民币汇率波幅(元/美元)

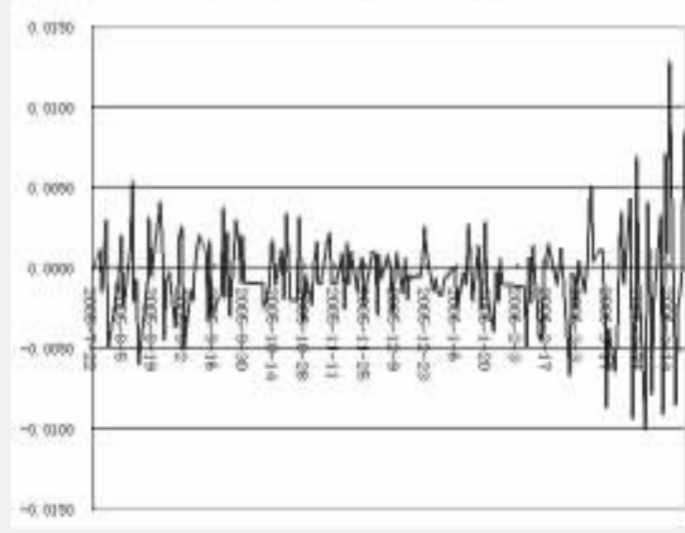
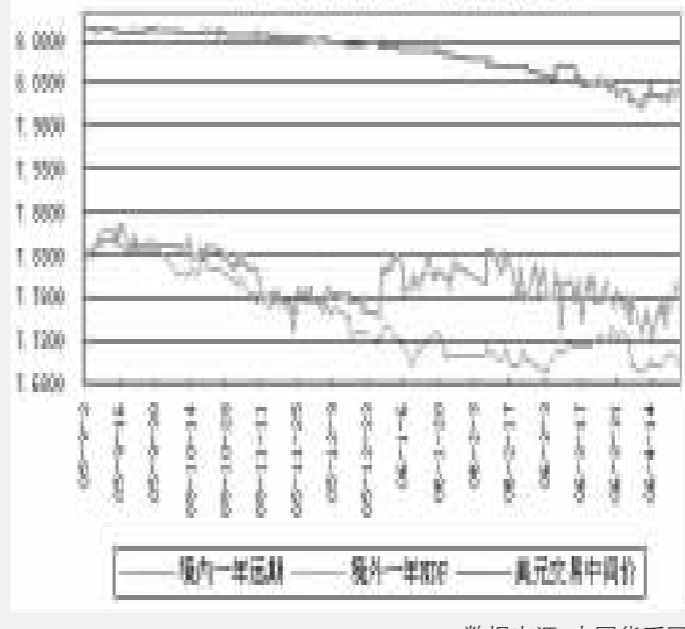


图3 人民币对美元远期价格走势



数据来源:中国货币网