

人民币外汇衍生品市场新进展、意义与影响

周景彤 吴丹

摘要：外汇衍生品市场一直是我国金融市场改革发展的重点领域。近年来，我国汇率市场化改革已取得显著成效，人民币汇率双向波动态势凸显，市场寻求外汇衍生业务规避交易风险的需求不断上升。在此背景下，我国外汇衍生品市场发展迅速，实现了许多新突破，并迎来了许多新机遇。对境内外人民币外汇衍生品市场发展情况与新进展进行梳理，分析了外汇衍生品业务在价格发现、规避风险和助力服务实体经济等方面的市场功能与影响。最后，对我国外汇衍生品市场的未来发展提出了相关政策建议。

关键词：衍生品 外汇掉期 外汇远期 外汇期权 隐含波动率

近年来，我国外汇衍生品市场蓬勃发展，取得了许多新的突破。在人民币汇率市场化双向波动背景下，市场寻求衍生品业务避险的需求不断上升，也为我国境内外汇衍生品市场发展带来许多新的机遇。在坚定不移地推进金融市场对外开放的政策导向下，不断创新发展我国外汇衍生品市场交易具有重要意义，不仅有利于促进我国外汇市场交易模式更加健康稳定，也有利于吸引更多高水平的外商投资组合选择持有人民币资产。为了进一步鼓励外汇衍生品市场业务创新发展，我国已首次批准市场可创新交易美式、亚式外汇期权等产品，丰富了在岸外汇衍生品市场交易工具，标志着我国外汇市场发展不断走向成

熟。在总结人民币外汇衍生品市场发展新进展、新突破的基础上，分析其创新发展的意义与影响，具有重要意义。

一、外汇衍生品市场兴起背景及功能

（一）全球外汇衍生品业务发展背景

全球外汇衍生品市场是在 20 世纪 70 年代后逐渐兴起的，彼时布雷顿森林体系全面瓦解，世界各主要货币汇率与美元脱钩，各经济体逐渐选择实施浮动汇率制度。面对浮动汇率波动的不确定性，企业跨境交易时的汇兑风险增加，寻求外汇衍生品规避汇兑风险的需求上升。1972 年 5 月，芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）推出了货币期货合约产

周景彤, 中国银行研究院副院长; 吴丹, 中国银行研究院研究员、博士后。



品, 涉及英镑、德国马克、日元等在内的多种货币, 标志着外汇期货合约诞生与全球外汇衍生品市场的正式起航。21 世纪以来, 全球外汇衍生品市场交易规模不断扩大、交易活跃度不断增加 (图 1)。据 BIS 统计, 1998 年末, 全球 OTC 外汇衍生品场外交易合约存量名义值 21.71 万亿美元; 至 2008 年末达到 60.6 万亿美元, 增长了近三倍; 至 2018 年末已增加到 90.7 万亿美元。2021 年, 全球金融衍生品场外交易合约存量名义值 598.42 万亿美元, 其中外汇衍生业务存量价值 104.25 万亿美元, 占比为 17.42%。2022 年 4 月, 全球外汇交易量再创新高, 日均交易 7.5 万亿美元, 较三年前的 6.6 万亿美元增长 13.6%, 攀升至历史最高水平。

BIS 数据显示, 2022 年全球外汇交易量再创新高, 人民币在全球外汇交易中份额迅猛增长, 晋升为全球第五大外汇交易货币。人民币在全球外汇市场中的日均交易量增至 5 264 亿美元, 较 2019 年的 2 850 亿美元增长 84.7%; 外汇交易市场份额由 4.3% 增至 7%。人民币对外汇衍生品交易额较三年前 1 881 亿美元大幅增至 3 512 亿美元, 其中, 人民币对外汇期权产品增长尤为迅速, 由三年前 141.2 亿美元增至 527.2 亿美元, 在人民币外汇交易中的占比由 5% 增至 10%。

新兴市场经济体外汇衍生品成长尤为迅速。据 BIS 统计, 2010—2013 年, 新兴市场经济体 OTC 外汇衍生品交易量增长了 41%, 远超过了外汇即期交易量 17% 的增

长。虽然与发达经济体相比, 外汇衍生品市场规模较小, 但在 OTC 市场中, 外汇衍生品交易比外汇即期交易的份额更高。这主要是由于国际资本流动对新兴市场金融体系稳定性的影响更大, 寻求外汇衍生品业务对冲风险和套期保值更加重要 (Ehlers & Packer, 2013)。

(二) 外汇衍生品业务的角色与功能

参考国际掉期与衍生工具协会 ISDA 界定, 外汇衍生品 (Foreign Exchange Derivatives) 是以外汇为标的资产的金融衍生合约业务, 其价值与收益取决于各种外汇类基础资产的价格走势 (两种或两种以上货币汇率或汇率指数)。在实际应用中, 外汇衍生品多用于对冲外汇风险, 也被用于货币套利等。目前, 外汇衍生品有外汇掉期 (Swaps)、外汇远期 (Forwards)、外汇期权 (Option) 和外汇期货交易 (Futures) 四种最基本的产品类型。从国际市场来

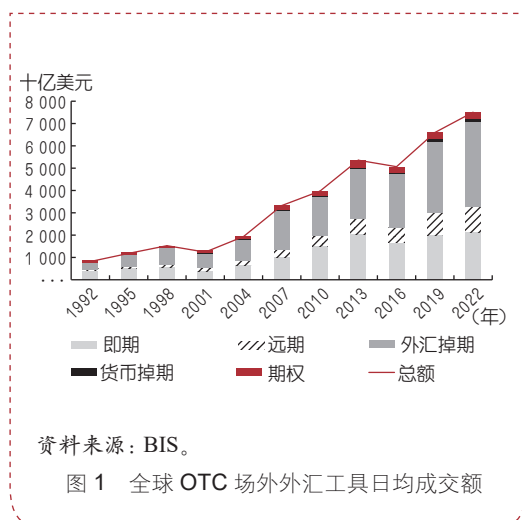


图 1 全球 OTC 场外外汇工具日均成交额

看，外汇掉期^①是规模最大的场外汇率衍生品业务。在全球 OTC 市场，除即期交易以外，外汇掉期的日均交易能占到所有外汇衍生品日均交易量的三分之二以上。据 BIS 统计，2022 年全球 OTC 外汇衍生品交易中，外汇掉期、货币掉期、远期和期权的日均交易量占比分别为 70.5%、2.29%、21.54%、5.6%。

在所有金融衍生品中，外汇衍生品业务有其特殊的角色定位。其一，由于外汇是全球最活跃的交易资产，外汇市场具备强大的流动性特征，因此外汇衍生品的投资交易需求广阔。其二，从风险特征上来说，由于大多数的外汇衍生品都是短期的（到期日不到一年），这意味着外汇衍生品比其他类型衍生品的信用风险要低（Pesch, 2022）。其三，强大的外汇衍生品市场不仅有利于促进金融市场稳定性、活跃性，还能成为央行货币政策调节的有力工具。例如，外汇货币掉期是各国央行的货币政策工具，可被用于收回市场流动性或向市场投放流动性，具有易操作性、独立性和内在稳定性等特征。

外汇衍生品的基本功能是利用衍生合约对冲或规避汇率波动风险，达到价格发现、套期保值与提高交易效率等目的。从

市场角度来看，外汇衍生品的主要作用在于。一是实现风险管理与风险对冲，通过投资与汇率收益波动负相关的衍生金融产品，以冲销或规避汇率波动所带来的潜在风险损失。二是减少金融市场上的信息不对称，提高交易透明度，并降低道德风险的发生。三是衍生品业务大大便利国内进出口企业的外汇结算，也降低了汇兑损失。但值得注意的是，衍生产品具备杠杆性等风险特征，如果市场投机者过度操作衍生品，便会增加系统性风险发生的概率。

二、人民币外汇衍生品市场新进展

（一）市场组成与香港地区离岸市场

我国外汇衍生品市场主要分为境内市场与境外离岸市场两大板块（图 2），其中外汇掉期、远期和期权等产品主要在场外 OTC 市场交易；而外汇期货产品主要在场内交易（Floor Trading）。目前我国境内主要的外汇衍生品交易类型是 OTC 场外衍生品交易，暂无场内外汇衍生品交易^②。境外离岸市场主要是指我国香港地区离岸 OTC 市场交易的人民币衍生品业务，主要包括无本金交割远期（NDF）、可交割远期（DF）、无本金交割期权（NDO）和无本金交割掉期（NDS）等。香港地区离岸场内交易的

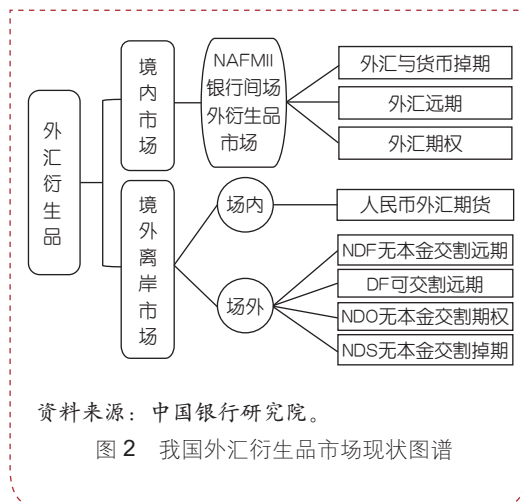
① 外汇掉期(互换)，是指交易双方约定在未来某一时期内互相交换两种货币的交易，最常见的做法就是在买入(卖出)某种即期外汇的同时，卖出(买入)同种远期外汇。外汇掉期市场最主要通过掉期交易，可以锁定未来某一时期的换汇汇率，避免大额的汇兑损失。

② 虽然目前我国境内暂未有人民币场内外汇衍生品交易，但中国金融期货交易所于2014年10月首次推出了欧元兑美元交叉汇率期货、澳元兑美元交叉汇率期货仿真交易，已在进行有益探索与尝试。



外汇衍生品主要有人民币外汇期货合约。香港地区离岸外汇衍生品市场发展起步较早, 外汇交易市场规模更大、外汇衍生品业务品类更加丰富且更加成熟。2009年起, 我国开始推行跨境贸易人民币结算, 推动离岸人民币外汇交易量显著增长。金融市场开放深化背景下, 全球投资者持有人民币资产规模不断增加, 利用外汇衍生品满足人民币融资、对冲等需求也不断增长, 极大推动了我国香港地区离岸人民币外汇衍生品市场的蓬勃发展。

第一, 外汇交易市场规模(离岸与在岸)居于中等偏上的位置。近十年来, 我国境内市场的外汇日均交易量已翻了几倍, 尤其是香港离岸市场已成为在亚洲仅次于新加坡的最重要的外汇交易市场, 但相比英国的 3.76 万亿美元、美国的 1.91 万亿美元来说, 仍有较大差距。2022 年, 我国离岸与在岸外汇交易规模分别位居全球第四与第八位, 外汇日均交易量分别为



6 940 亿美元和 1 530 亿美元(表 1)。

第二, 我国香港地区的外汇衍生品市场规模更大, 而在岸外汇衍生品市场的规模仍尚小, 与我国经济体量与外资外贸的全球地位相比匹配度有所不足。据 BIS 统计, 2022 年中国香港地区离岸市场外汇衍生品日均交易量为 6 991 亿美元, 位全球第三; 而中国内陆市场的外汇衍生品日均

表 1 OTC 外汇工具日均成交额的全球排名(单位: 十亿美元)

2022 年排名	国家或地区	2010		2016		2019		2022	
		数量	%	数量	%	数量	%	数量	%
1	英国	1 854	36.7	2 406	36.9	3 576	43.1	3 755	38.1
2	美国	904	17.9	1 272	19.5	1 370	16.5	1 912	19.4
3	新加坡	266	5.3	517	7.9	640	7.7	929	9.4
4	中国香港	238	4.7	437	6.7	632	7.6	694	7.0
5	日本	312	6.2	399	6.1	376	4.5	433	4.4
6	瑞士	249	4.9	156	2.4	264	3.3	350	3.6
7	法国	152	3	181	2.8	167	2	214	2.2
8	中国内地	20	0.4	73	1.1	136	1.6	153	1.6

资料来源: BIS。

交易量仅 1 089 亿美元（表 2）。据 World Bank 数据，从 2010 年至 2021 年，中国的国内生产总值（GDP）已从 6.09 万亿美元增长至 17.73 万亿美元，中国 GDP 的全球占比从 9.14% 增长至 18.5%。但中国在岸的 OTC 外汇衍生品日均交易量的全球占比仅从 0.4% 升至 1.5%。比较而言，2021 年日本 GDP 的全球占比为 5.14%，而其 OTC 外汇衍生品日均交易量的全球占比为 4%。因此，相对于中国的经济体量而言，中国的衍生品市场体量与规模还很小，增长空间还很充足。

第三，香港地区的离岸外汇衍生品市场对在岸人民币汇率走势有一定程度影响。一方面，由于离岸人民币市场的国际性与开放性更强，因此受国际形势的影响更大，市场情绪波动也与在岸市场有差异；且离岸人民币市场参与主体更加多元，外汇产品更加丰富，因此市场非常关注离岸人民币衍生品交易情况，并在一定程度上牵动在岸人民币汇率走势。另一方面，无

本金交割远期 NDF 与可交割远期 DF 的价格走势体现了境外市场对人民币未来走势的预期。市场参与主体会通过分析 NDF 隐含的人民币汇率预期来分析判断人民币汇率走势。2022 年美联储紧缩政策步伐加快，大部分非美货币均对美元持续贬值，NDF 隐含的人民币汇率贬值预期不断加强，离岸人民币汇率（USDCNH）先于在岸汇率（USDCNY）跌破 7 点位。2023 年人民币对美元的即期汇率有所回调，且相较来说，离岸汇率（USDCNH）升值幅度更明显，对在岸汇率的升值走势有一定程度的引导作用。

（二）境内外汇衍生品市场演进与现状

1. 境内市场的演进脉络

第一，初期成长。早在 1997 年，我国便推出了外汇衍生品，但当时汇率比较稳定，外汇衍生品交易也并不活跃。2005 年，我国银行间市场首次推出远期外汇业务（人民币对外币），标志着我国外汇衍生品市场的正式启动。2006 年和 2007 年相继

表 2 部分国家或地区 OTC 外汇衍生工具日均交易量（单位：十亿美元）

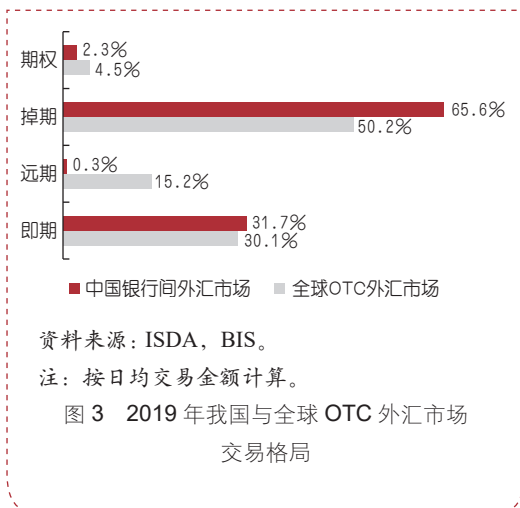
国家或地区	2004 年	2010 年	2016 年	2019 年	2022 年
英国	612.77	1 157.08	1 622.05	2 432.65	2 757.50
美国	281.34	431.78	691.12	894.35	1 200.70
中国香港	70.34	193.79	344.98	520.41	699.05
新加坡	91.11	175.18	395.56	486.00	560.18
日本	154.45	210.87	289.11	277.89	283.81
瑞士	62.18	191.59	131.10	211.52	270.08
法国	53.57	124.57	157.83	144.26	180.77
中国内地	0	11.17	43.41	92.72	108.92

资料来源：BIS。



推出了外汇掉期业务, 2011年首次推出外汇期权产品, 至此我国境内的外汇衍生品市场已具备了基本的外汇工具品种。“8·11汇改”后, 人民币汇率开始逐渐呈市场化双向波动, 这大大提升了市场主体对外汇衍生工具的交易需求, 也促使外汇衍生品市场发展日趋成熟。2014年, 我国外汇衍生品的市场交易量仅为4.7万亿美元; 2015年, 我国外汇衍生品交易规模翻倍, 增至9.5万亿美元, 其中, 银行间外汇衍生品成交量8.7万亿美元, 超过了同期银行间即期外汇交易量的4.86万亿美元。

第二, 成熟完善。伴随着人民币汇率双向常态化波动, 境内外汇衍生品市场交易需求逐渐稳定, 体系也更加成熟与完善。2017年, 在我国银行间外汇市场交易量中, 外汇即期交易与外汇衍生品交易量占比分别为31.5%与68.5%。2017—2019年, 外汇即期与衍生品的年交易量格局比例保持相对稳定, 银行间市场交易比例与国际OTC市场基本格局大体一致。以2019年为例, 据BIS统计, 2019年全球OTC外汇工具交易中, 外汇即期交易与外汇衍生品交易占比分别为30.1%与69.9%(图3)。2019年, 中国银行间外汇市场交易总规模为25万亿美元; 其中, 外汇即期和外汇衍生品交易总额分别为7.94万亿和17.1万亿美元, 占比分别为31.7%和68.3%。



第三, 活跃度提升。自2021年起, 在我国进出口贸易呈现持续增长的良好形势, 外汇交易与投资也表现更加活跃, 外汇衍生品市场全年交易量增至22.65万亿美元, 同比增25.87%。2022年受美元强势行情影响, 人民币汇率双边波动幅度增加, 金融与实体企业的外资外贸交易大量使用外汇衍生品, 能有效降低汇兑风险, 呈现我国境内外汇衍生品市场交易活跃现象。

2. 境内市场的主要特征

我国境内外汇衍生品市场的基础业务主要包括外汇远期、外汇期权、外汇与货币掉期^①以及组合产品, 主要在银行间场外衍生品市场交易。市场特征体现在, 其一, 外汇衍生品交易量是外汇即期交易量的两倍左右。近年来, 我国外汇衍生品业

① 由于我国境内市场的货币掉期交易量很少, 基本以外汇掉期业务为主。因此在境内外汇市场统计中, 将两类衍生品合并汇报为“外汇与货币掉期”。

务交易量不断增加，且相比外汇即期交易，外汇衍生品交易规模增幅更大。2021年，我国境内外汇市场交易量为36.9万亿美元，较2012年已增长3倍；其中，外汇即期交易14.2万亿美元，增长较为稳定；外汇衍生品交易22.65万亿美元（占比61%，近即期交易的两倍），较2012年增长了6.5倍。其二，外汇掉期工具是最主要市场组成。2022年，外汇与货币掉期合计成交19.51万亿美元，占全部外汇衍生品的89.1%。其三，我国境内尚未建立场内交易的外汇期货衍生品。实际上，外汇期货业务交易对汇市波动的自由度要求较高，汇率波动性需足够大，因此具有较高的市场风险，易受投机行为影响，因此目前我国暂未开展场内交易的外汇期货业务。

3. 境内市场现状

随着汇率市场化机制的逐步完善，人民币汇率在合理均衡水平双向波动已成为常态，各类市场主体利用外汇衍生品稳健经营和外汇风险管理的需求日益增加。我国境内外汇衍生品市场的参与主体，主要包括银行间外汇市场交易与银行对客市场交易两大板块。

具体来看，远期结售汇是境内外汇市场中最基础、最成熟，也是结构最简单的外汇衍生产品，应用范围较广，市场接受度高，交易机制丰富（反向平仓、展期、差额交割）。远期结售汇是当前企业运用最多的汇率避险产品，可提前锁定未来某个时间点的汇率交割价格，锁定交易

成本，以规避汇率波动风险，保护进出口企业利润。2021年期限在3个月以下的外汇远期业务占比52.9%，3~6个月远期占比20.5%，基本匹配我国进出口企业账期规律。

掉期业务可分为外汇掉期与货币掉期，前者以不同汇率交割，后者需以相同汇率进行金额相同、方向相反的两次本外币本金交换。外汇掉期交易有助于企业更加灵活调剂本外币资金，便于流动性管理；货币掉期交易能同时规避利率与汇率波动风险，主要用于匹配融资需求，更适合承担外币利息负债和管理长期利率风险的企业。从业务量来看，外汇掉期多于货币掉期，主要用于银行间外汇市场交易。2021年银行间外汇和货币掉期3个月及以下期限工具占91.5%。值得注意的是，近年来，我国外汇掉期交易中的近结远购交易增长较快（图4）。2022年6月，外汇局企业汇率风险管理服务小组发布《企业汇率风险管理指引》，其中提到掉期近结远购较快

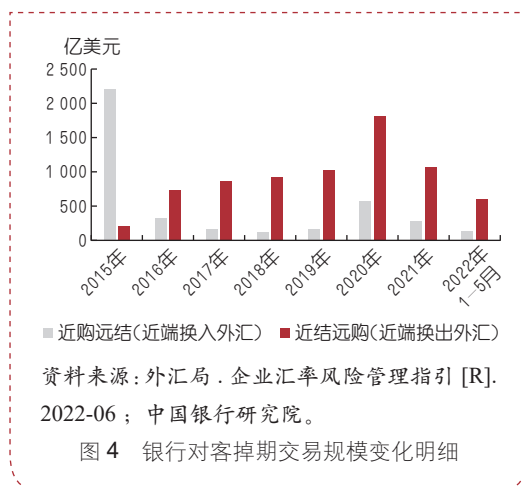


图4 银行对客掉期交易规模变化明细



增长的主要原因在于,在金融市场开放步调下,境外机构投资境内人民币债券增加,而境外机构往往会同时选择近结远购(即期卖出美元,换入人民币;远期买入相同金额的美元并支出人民币,以锁定汇率)的外汇衍生掉期交易,实现融入人民币资金同时达到规避汇率风险的目的。

外汇期权工具^①的灵活性强于远期等产品,且能够与其他外汇衍生工具组合,以实现改善结售汇价格,降低套保费用等目的,适合有一定外汇衍生品交易经验的企业。近年来,我国企业利用外汇期权业务进行外汇套保的需求不断增加。2022年人民币外汇远期交易量10 574亿美元,同比增13.6%;人民币外汇期权交易13 417亿美元,同比增8.4%。

(三) 境内外汇期权业务的创新进展

为了更好地保障实体企业在外汇市场双向波动下可能面临的汇兑风险,2022年,外汇局出台《关于进一步促进外汇市场服务实体经济有关措施的通知》,从政策层面助力外汇衍生品业务提高服务实体经济的能力,要求金融机构充分响应中小微企业的基层外汇服务需求,提供更加精细化、专业化的套期保值服务。这一系列新政策的推进,标志着我国外汇衍生品市场的进一步发展与开放,达到更好服务市场主体、有效管理外汇风险等目的,对完善我国银

行间外汇市场具有至关重要的意义。

第一,交易范围扩大,从业程序简化,有利于提升市场主体参与外汇衍生品业务的积极性。一是扩大了合作办理人民币对外汇衍生品的业务范围。主要包括了在合作远期结售汇业务的基础上,新增加合作办理人民币外汇掉期业务,同时优化市场准入和业务管理细则。对于合作办理业务,主要是指“具备资格银行”可向“合作银行”^②提供相应产品资格的人民币对外汇合作衍生品业务服务,包括合作远期结售汇、合作外汇掉期、合作货币掉期。二是简化了办理合作衍生品业务的从业程序。针对银行开展办理外汇衍生业务程序相对复杂等问题,简化市场准入管理和从业审批程序,便利化了银行对外汇衍生品业务的开展。不仅有利于外汇衍生品市场交易的参与主体增多、交易活跃度增加,也有利于激励银行更好、更积极主动地为企业提供更加符合需求的外汇产品和服务。

第二,丰富外汇衍生品市场的交易工具,新增外汇美式期权与外汇亚式期权两项新产品。2011年,国内外汇市场首次推出普通欧式期权,此后市场交易量逐年增加。2021年银行对客户外汇市场期权交易量3 446亿美元,占银行对客户外汇衍生品交易总量的26%。在市场表现稳健与市场需求增长的背景下,本次进一步支持银

① 外汇期权交易主要指通过支付一定期权费用后,获取到的未来是否按约定汇率行权的外汇买卖权力。

② “具备资格银行”指具备相应衍生产品资格的银行间外汇市场做市商及其分支机构。“合作银行”指境内不具备经营人民币对外汇衍生品业务资格的银行及其分支机构。



行间外汇市场开展人民币对外汇普通美式期权、亚式期权及其组合产品，新增产品符合企业风险识别能力和金融机构风险管理水平，进一步满足了市场多样化的外汇套保需求，增强了衍生品市场的灵活性与创新性。一是灵活度大大增加。现有外汇欧式期权业务已培育多年，在行权日0期上较为固定，需锁定合约到期日的汇率价格。而新增设的美式期权在行权日期上更为灵活，在合约到期日之前的任何交易日均可行权。外汇美式期权的持有者(买方)，可依据对汇率走势的预判更加自主地选择行权日期，因而提升了汇率双向波动下市场利用外汇衍生品规避风险的灵活度。二是创新度大大提升。亚式期权(平均价格期权)是近年场外货币期权市场的新兴品种，也是目前金融衍生品市场上交易最为活跃的奇异期权(Exotic Options)之一。当前国际市场动荡背景下，引入亚式期权规避人民币汇率双向波动的市场风险将更加行之有效。亚式期权的特征主要在确定期权收益方面。以汇率为标的资产为例，亚式期权不采用市场价格，而是采用合约内某段时间的汇率价格的平均值，期权费用更低，能更好平滑合约的到期损益波动，降低极端亏损概率，更好服务企业中性套保需求。

第三，更注重外汇衍生品的普惠性服务，更好满足中小微外贸企业的风险管理

需求。本轮推出一揽子外汇衍生品市场建设和便利化措施，充分考虑了市场需求。当期权交易方式更加灵活时，便有利于中小微企更好地适应汇率市场化双向波动的环境，进一步满足普惠且多样的外汇套保需求，降低了企业的外汇衍生品交易成本，也对银行间市场合作开展外汇衍生品业务交易给予了更广空间，对深化外汇市场业务发展具有重要作用。2022年，中国外汇交易中心全额免除了中小微企业外汇衍生品交易相关的银行间外汇市场交易手续费，全年减免金额将超过1100万元人民币。

三、人民币外汇衍生品创新发展意义

(一) 促进金融市场的价格发现

对金融市场来说，发展外汇衍生品对促进市场价格发现有重要作用，有利于引导市场预期更加合理。外汇衍生品交易通过买卖双方签订合同协议达成，能够更客观地反映市场对未来汇率走势的价格预期，提高了市场效率和信息透明度，降低了信息成本，促使银行间市场价格发现功能的提升。当前，外汇市场上重要的价格指标是外汇掉期点(Pips)和外汇期权隐含波动率(Implied Volatility)。掉期点^①是掉期合约价格体系的主要组成部分，能够体现市场的中长期换汇需求。在汇率掉期交易中，通常以掉期点的形势报价。

外汇期权交易具有更强的灵活性，其

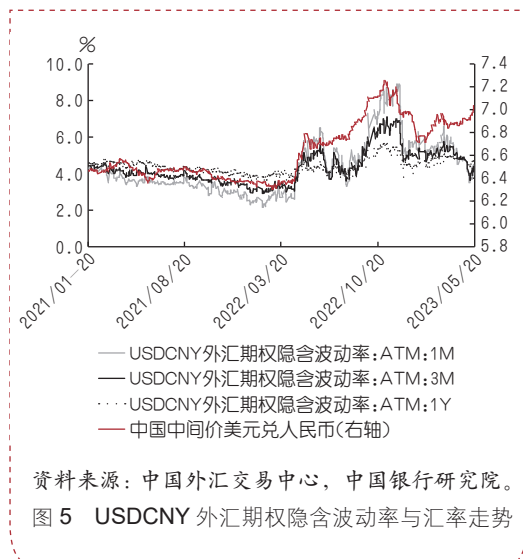
① 掉期点(Pips)：也被称为远期点，掉期合约中约定的期末远期汇率为F，即期汇率为S，则汇率掉期点即为F-S的差值。



波动率对反映市场情绪和未来汇率走势预期有非常重要的作用。我国银行间外汇市场汇报的人民币对美元外汇期权隐含波动率曲线, 是基于期权业务的不同 delta (期权价格变动与汇率价格变动的比率) 计算得出, 是目前反映外汇市场情绪、辅助外汇期权定价的重要基准指标, 也会影响市场交易策略有效性和风险管理效果。当前银行间外汇期权市场提供 13 个标准期限的期权交易产品, 其中, 1M (1 个月) 期限的期权流动性较好, 因此 1M 美元兑人民币 ATM^① 外汇期权隐含波动率代表性更强。当市场情绪高涨时, 期权隐含波动率升高; 反之, 当市场风险情绪缓和, 期权隐含波动率便会下移 (图 5)。可以看出, 其波动趋势与人民币汇率升贬走势基本一致。观察 2022 年汇率波动情况, 当人民币汇率中间价走势相对平稳时, 相对应的外汇期权隐含波动幅度较低; 4 月、10 月, 受美联储紧缩政策外溢效果影响, 市场避险情绪升温, 人民币汇率波动走贬, 期权隐含波动率同期走升。

(二) 利于企业优化衍生工具组合规避汇率风险

对实体企业而言, 外汇衍生品是规避汇率风险的重要工具。实体企业通过向银行等金融机构寻求外汇衍生产品, 以小额手续费来规避大额的汇兑损失风险。当汇率双向波动幅度加大时, 企业汇率避险管



理的难度增加, 如果外汇衍生避险工具不足与套保工具匮乏, 企业利润便容易受到风险损失, 而充分利用外汇衍生工具便能够根据情况动态管理外汇风险暴露敞口, 对冲汇率波动的风险。

当前企业通过交易衍生品来管理汇率风险的意识已逐步提高, 对外汇衍生品的多样化需求和使用效率正不断提升, 多样化的衍生工具才能满足企业设计套保策略需求。但需要看到, 市场仍存在部分企业以套利投机为主要目的从事外汇衍生品交易, 风险偏好较强, 这既不利于企业经营, 也不利于外汇衍生业务的发展。对此, 企业应进一步树立风险中性理念, 正确认识外汇衍生业务的风险管理功能。国家外汇局数据显示, 2022 年企业利用外汇衍生生产

① ATM: At the Money, 平值期权。

品管理汇率风险的规模超过 1.3 万亿美元，同比增长 15.1%，企业套保比率全年提升 2.4 个百分点至 24%，汇率避险首办户超过 2.9 万家，中小微企业使用外汇衍生品规避汇率波动风险的比例进一步上升。

商业银行是我国境内从事外汇衍生品服务实体的主要金融中介机构，在微观层面很大程度上决定了外汇市场的运行效率和业务质量。推进外汇衍生品市场创新发展与成熟度提高，不仅有助于银行等金融机构提高对实体企业的服务能力，扩大对实体企业的服务覆盖，也能通过灵活运用外汇衍生业务提高银行自身业务质量，强化外汇交易能力，促进合约工具多样化与交易活跃度提升。例如，通过外汇掉期交易能有效管控货币错配的风险，减少汇率单边升值或贬值时造成的汇兑损失。

从机构服务角度来看，银行等金融中介仍需加强对中小微企业的服务支持。一方面，随着人民币汇率市场的日益成熟，银行等金融机构的外汇衍生服务质量与实体经济服务水平已不断提高。目前我国约有 124 家银行具备从事人民币对外汇衍生品业务的资格，既有大中小型，也有中外资类银行。但另一方面，在兼顾中小微企业需求等方面还存在不足。中小微外贸企业的业务往往交易额小、交易频率高、碎片化等特征明显，存在匹配难度大、交易成本高、信息不透明等问题，因此在寻求外汇衍生工具时难度更大。银行现有的跨境支付、外贸收付款系统主要服务大型外贸企业，更适合交易额度高、交易频率

低的大单业务；而对订单规模小、抗风险能力不足的中小微企业来说却有较高的准入门槛，存在匹配难度大、交易成本高、信息不透明等问题。对此，银行需提升对中小微企业的外汇衍生服务能力，更加积极主动为企业提供专业化服务与支持，帮助客户接触更多衍生交易产品，及时满足中小微企业的碎片化外汇业务，降低小微企业差异化业务的汇兑成本，更好地满足日益多样化、个性化的市场需求。

（三）对我国经济金融高质量发展的重要战略意义

对我国发展来说，推进外汇衍生品市场发展有重要战略意义。中国式现代化新发展战略下，我国外汇衍生品市场深化改革、不断完善，服务高水平对外开放，利于防范化解系统性风险。积极制定合理的外汇衍生品发展思路和对策，提高金融风险管理水平，促进金融市场的稳定和发展，实现我国外汇衍生品市场高质量发展。

首先，外汇衍生品市场成熟度提高可提升金融市场运作效率，助力金融市场不断完善和经济转型发展。发展衍生品市场利于提高基础资产的市场流动性，便利金融市场参与者的资产配置与风险管理，促进市场资源优化配置。而且，外汇衍生品市场创新发展利于促进人民币汇率市场化波动机制的更加成熟，促进我国金融衍生品市场组成更加完备。发达的外汇衍生品组合是提高国际投资组合收益的重要工具。以发展外汇衍生品市场为目标的创新



改革, 利于吸引更高水平的外国股权投资 (Thapa et al., 2016)。

其次, 外汇衍生品市场发展对促进人民币国际化进程不断前进有重要意义。随着人民币国际化进程的有序推进, 市场的人民币交易使用的意愿不断增强。2022 年跨境人民币结算金额 7.92 万亿元, 同比增长 37.3%; 直接投资跨境人民币结算金融 6.8 万亿元, 同比增长 16.6%。截至 2022 年底, 人民币跨境贸易结算额占中国对外贸易总额的比重已超过 20%。发达的外汇衍生品市场业务, 能促进未来跨境人民币结算需求的进一步上升。值得注意的是, 东盟和 RCEP 的人民币跨境支付现在正处于关键时点, 外汇衍生品市场发展对扩大东南亚人民币的运用具有长远意义。

最后, 有利于防范和管理系统性金融风险。在西方发达国家金融市场中, 系统性风险在投资风险中的占比非常高, 防范和化解系统性金融风险至关重要。外汇衍生品具有对冲功能, 可以有效规避市场价格不利变化带来的系统性风险。在我国汇率双向波动常态化背景下, 不断创新并强化应用外汇衍生品工具, 能起到积极预防与控制系统性风险的作用。

四、相关建议

(一) 持续推进创新产品, 助力跨境人民币结算便利性提升

伴随人民币汇率双向波动加大和市场套保避险需求的不断上升, 外汇衍生品市场需进一步提升产品丰富程度, 以满足多

样化、差异化的市场需求。当前, 人民币在 SDR 货币篮子中的权重逐步提升, 人民币国际化进程不断推进, 国内外市场对人民币外汇交易需求也将增加, 但相比国际市场我国外汇市场的交易工具丰富度仍然不足, 外汇市场成熟度亟须提升。尤其在 RCEP、东南亚国家之间贸易战略合作中, 提供更具有针对性、服务性的人民币外汇衍生品, 促进外贸交易更好开展, 保障人民币汇率贸易与结算交易更加稳定。

一方面, 要抓住外汇衍生市场发展契机, 更加重视丰富外汇市场交易主体, 不断推进衍生产品创新, 优化外汇产品交易结构, 强化培育专业化人才队伍, 向发达的国际外汇市场对标, 致力打造更加市场化、多元化、国际化的外汇市场。另一方面, 可进一步丰富现有外汇标准化合约, 注重外汇掉期、期权等产品组合交易, 保持外汇期权产品创新步伐活力。此外, 可考虑适时拓展外汇期货等场内市场发展。由于场内外汇期货类产品交易的前提条件之一是要求货币汇率充分弹性波动, 因此可在不断要求提高外汇市场参与主体风险管理水平的前提下, 考察外汇期货市场的发展条件, 不断丰富投资者外汇业务的合规交易渠道, 考虑适度推进外汇期货等场内外汇衍生业务, 以推动境内外汇套期保值体系的更加完善。

(二) 鼓励市场参与主体多元化, 增强境内外市场互联互通

从外汇市场交易的参与主体来看, 我国的商业银行仍然为主要参与者, 银行间外汇市场交易占据绝对主导地位, 参与外

汇衍生品市场交易的主体较为单一，许多投资公司、中小银行或企业、外国投资机构等不具备参与交易的资格。相对而言，国际外汇市场中的参与主体更加多元，投资银行、证券公司等做市商的积极性更高。对此，我国可适度放宽外汇衍生市场主体准入资质，鼓励更多金融机构参与竞争交易，也有利于优化外汇衍生合约与工具合理定价。对于国家重点支持的民营企业、中小微企业、专精特新型企业，适当降低其使用外汇衍生工具的使用门槛，鼓励这些类型的企业与金融机构更好的对接并获得融资支持。与此同时，需要积极增强境内外外汇市场的互联互通。由于人民币会通过贸易、直接投资和资本市场交易在离岸市场与在岸市场之间流转，境内在岸人民币市场会受到离岸人民币汇价波动的牵引，也会对境内外汇衍生品市场的自主发展造成一定影响。因此，不仅要正面促进离岸外汇衍生品市场对在岸市场的引导作用，也要积极关注离岸市场与在岸市场之间的汇率价格关系，加强在岸与离岸市场之间的联动套期保值，稳步推进资本项目可兑换开放，保障人民币资金在离岸与在岸市场之间良性循环。

（三）完善监管制度，保障外汇衍生品市场有序发展

推进外汇衍生品市场创新发展的同

时，也要增强现有体系的风控监管能力，严格把关市场准入条件审核与从业行为规范，及时配备完善的信用评估体系与健全的监管制度，才能保证衍生品业务真正惠及实体。当前外部形势依旧复杂，发达经济体货币政策动向对人民币汇率的影响仍较为明显，应持续完善相关监管制度，降低外汇市场风险。由于外汇衍生品加强了市场参与者之间的关联，导致交易损失发生连锁效应，具有系统性风险特征。远期、掉期、期权等业务交易中会形成对未来汇率价格的市场预期，这一预期也会对现期的汇率走势造成影响，从而影响外汇即期交易与外汇市场供求关系。对此，一方面，要持续加强金融机构服务实体经济的外汇风险管理能力建设，正确引导市场主体秉持风险中性交易理念，保持市场透明度，灵活展业按需推进，保障外汇市场交易健康开展。另一方面，重视配套完善的外汇衍生交易监管制度。不仅要做好境内外汇衍生业务的规范监督，也要做好离岸人民币的外汇衍生交易数据统计工作。此外，也要注重积极寻求跨境监管合作，构建更加完备的离岸与在岸业务协同一体化监管制度框架，以制度促发展。**[N]**

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 国家外汇管理局.企业汇率风险管理指引[R].2022-06.
- [2] 国际掉期与衍生工具协会.发展安全、稳健、高效的中国衍生品市场[R].2021-12.



- [3] 高扬,何帆.中国外汇衍生品市场发展的次序[J].财贸经济,2005(10).
- [4] 胡潇予.中国外汇衍生品市场现状、问题及发展建议[J].西南金融,2018(9).
- [5] 蒋一乐,何雨霖,李一芄.金融开放下离岸人民币市场新风险——外汇衍生品隐形负债的估算[J].亚太经济,2022(1).
- [6] 雷曜,陈一稀.香港人民币外汇衍生品市场现状与展望[J].南方金融,2021(1).
- [7] 斯文.发展我国外汇衍生品市场的理论分析与政策思考[J].世界经济研究,2014(5).
- [8] 张睿锋,王舒婷.外汇衍生品市场对金融市场稳定的影响及其监管对策[J].新金融,2012(4).
- [9] 中国银行全球市场部课题组.对境内场外衍生产品管控的思考[J].国际金融,2021(5).
- [10] BIS. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019 [EB/OL].<https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>.
- [11] BIS. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2022 [EB/OL].https://www.bis.org/statistics/triennialrep/2019survey_guidelinesturnover.pdf.
- [12] Chandra Thapaa, Suman Neupaneb, Andrew Marshall. Market liquidity risks of foreign exchange derivatives and cross-country equity portfolio allocations [J]. Journal of Multinational Financial Management,2016(34).
- [13] Ellen Pesch.Foreign exchange (FX) derivatives [EB/OL].[https://www.lexisnexis.co.uk/legal/guidance/foreign-exchange-fx-derivatives#:~:text=A%20foreign%20exchange%20\(FX\)%20derivative,amount%20of%20FX%20derivative%20contracts](https://www.lexisnexis.co.uk/legal/guidance/foreign-exchange-fx-derivatives#:~:text=A%20foreign%20exchange%20(FX)%20derivative,amount%20of%20FX%20derivative%20contracts).
- [14] Park Y, C Song. Renminbi internationalization: prospects and implications for economic integration in East Asia[J].Asian Economic Papers, 2011(10).
- [15] Torsten Ehlers, Frank Packer. FX and Derivatives Markets in Emerging Economies and the Internationalisation of Their Currencies [J].BIS Quarterly Review,2013(12).

New Developments and Their Implications in the Offshore and Onshore Foreign Exchange Derivatives Markets

ZHOU Jingtong WU Dan

(Bank of China Head Office Research Institute)

Abstract The foreign exchange derivatives market has been a key focus of our financial market reform and development. In recent years, China's market-oriented reform of the exchange rate has achieved remarkable results. The two-way fluctuations of the RMB exchange rate are prominent, and market demand is increasing for foreign exchange derivatives to avoid transaction risks. In this context, China's foreign exchange derivatives market is developing rapidly, achieving many new breakthroughs and ushering in new opportunities. This paper introduces the main business types and functions of China's foreign exchange derivatives market, and analyzes the domestic and foreign RMB foreign exchange derivatives market conditions and new developments. It also reviews the market functions and influences of foreign exchange derivatives in price discovery, risk avoidance and service to the real economy. Lastly, the paper makes policy suggestions for the future development of the foreign exchange derivatives market.

Keywords Derivatives; Foreign Exchange Swap; Foreign Exchange Forwards; Foreign Exchange Options; Implied Volatility

JEL Classification F31 F33 E52