

外汇做市商制度及其对人民币汇率形成机制的影响

林孝成

(厦门理工学院,福建 厦门 361005)

摘要: 外汇做市商制度具有活跃外汇交易,提高外汇市场流动性等特殊功能,因此外汇做市商必须具备雄厚的资金实力、管理库存外汇风险的能力以及准确的报价能力。此外,外汇做市商制度对人民币汇率形成机制(银行间外汇市场报价制度、发挥利率对汇率的作用、促进外汇市场发展等三个方面)具有重要影响,中国在引入外汇做市商的过程中必须进行相应的配套改革。

关键词: 外汇做市商;汇率形成机制;影响;配套措施

中图分类号:F830.9

文献标识码:A

文章编号:1008-5831(2006)05-0024-05

人民币汇率问题是近年来国际经济事务中的热点问题,其形成机制为某些国家企图干预人民币汇率提供了口实。因此,中国在顶住西方国家要求人民币大幅度升值压力的同时,明显加快了人民币汇率形成机制的改革。2005年5月,中国外汇交易中心推出了8对银行间外币买卖业务,并指定9家中、外商业银行作为首批外汇做市商试点。2005年11月,国家外汇管理局发布《银行间外汇市场做市商指引(暂行)》及《关于在银行间外汇市场推出即期询价交易有关问题的通知》,决定在银行间外汇市场引入做市商制度,并于2006年初在银行间市场推出即期询价交易方式,2006年8月正式推出银行间远期外汇交易等配套改革。中国推出外汇做市商制度,意味着人民币汇率形成机制市场化改革迈出了关键的一步。在此背景下,本文对外汇做市商及其对中国汇率形成机制的影响作一分析研究。

一、外汇做市商制度分析

(一) 外汇做市商及其作用

从20世纪60年代以来,做市商逐步成为证券市场上的专用术语,它一般是指在证券市场上,由具备一定实力和信誉度的证券经营法人作为主要的集中型经纪商,不断向公众交易者报出某些特定证券的买卖价格,并在所报价格上接受公众买卖要求,通过做市商的这种不断买卖来维持市场一定的流动性,满足一般投资者的投资需求,做市商则通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用,并实现一定的利润。这种交易制度以美国全美证券交易自动报价系统(NASDAQ)的场外市场形式为最著名,也最完善。将做市商交易方式引入外汇市场被称为外汇做市商制度。

收稿日期:2006-08-19

作者简介:林孝成(1955-),男,四川内江人,厦门理工学院商学系副教授,主要从事国际金融与国际结算研究。

在国际外汇市场上,“做市商”通常由实力雄厚、信誉良好的商业银行承担,充当做市商的商业银行向外汇市场的其他参与者进行连续的买卖双向报价,并利用自有资金买卖外汇,承担汇率风险,市场上的一部分外汇也就分流到外汇做市商手中。而外汇市场的其他参与者通常向外汇“做市商”询问所能提供的汇率,并与之交易。

外汇做市商与证券市场的做市商一样,其最大功能和作用就是活跃外汇交易,提高外汇市场的流动性。主要于以下三个方面的原因:(1)外汇做市商不断向市场报出某种外汇的买卖价格,并对外汇市场的其他参与者在自己所报价位上的买卖指令不予拒绝,缩短了外汇市场参与者等待交易的时间成本,使单位交易量增加;(2)外汇做市商之间的竞争性报价对外汇市场其他参与者具有很大的吸引力,这种参与增加了市场交易量,从而提高市场的流动性;(3)外汇做市商通过信用交易活跃市场。充当做市商的商业银行不是仅靠其自有资金囤积大量外汇头寸等待其他市场参与者询价交易,而是在不断买卖中保持一定的外汇库存。但有时也会发生因头寸不足而难以满足交易者的购买需求,或因资金不足而难以满足交易者出售需求的情况,因此,成熟的做市商制度必须允许信用交易,这种信用交易机制在某种程度上增加了外汇市场的虚假供求,这自然增加了外汇市场的流动性。

由于外汇做市商需用自有资金为卖而买以及为买而卖的方式连结外汇市场的买卖双方,组织市场交易活动,为外汇创造出转手交易的市场,所以做市商又被称为“市场创造者”。

(二) 外汇做市商必须具备的条件

1. 外汇做市商须拥有雄厚的资金实力

担负外汇做市商职能的商业银行必须持有一定数量的外汇库存与本币资金,以便满足其他外汇市场参与者在其所报价位上交易的需要。当接到其他外汇市场参与者卖出某种外汇的定单时,外汇做市商以自有资金执行买入;当接到其他外汇市场参与者购买某种外汇的定单时,调用其库存外汇执行卖出,如果库存外汇数量不够就需要向其他外汇做市商买足以完成其交易承诺。因此,其他外汇市场参与者与做市商之间是一种交易关系,而不是委托代理关系。

由于这些外汇库存需要用做市商的流动资金买

进,如果没有雄厚的资金实力,就难以维持必要的外汇库存,使外汇做市商无法承担对外连续报价的义务和完成其他外汇市场参与者要求的交易。

2. 外汇做市商必须具有管理库存外汇风险的能力

一般的商业银行为避免因汇率波动造成损失,在经营外汇业务时须遵循“买卖平衡”的原则。但充当做市商的商业银行本身愿意承担一定的汇率风险,需要建立适量的外汇库存头寸以满足交易的需要,并从外汇买卖差价中获取利润。因此,库存外汇本身就是风险头寸,管理库存外汇风险是外汇做市商必须具备的基本能力,外汇库存管理成为外汇做市商的一项重要日常业务内容。

外汇做市商管理外汇库存风险的手段之一,就是在连续不断的买卖交易中保持外汇存货的适当头寸,即当外汇库存头寸过大时外汇做市商将倾向于卖出多余的头寸;如果外汇库存头寸不足时外汇做市商将倾向于买进欠缺的头寸。也可以说正是这种存贷风险及其管理促成了外汇做市商的交易积极性,也才使得做市商市场有一种不断趋于旺盛的内在市场力量。与此同时,外汇做市商在对库存头寸予以管理的过程中也对市场价格产生一定影响。

外汇做市商管理外汇库存风险的手段之二,是信用交易机制的大量运用。即外汇做市商为了管理库存头寸,除了运用汇率变动的价格杠杆来应对外,还通过融资与外汇的信用交易方式使外汇库存能够满足其连续报价与交易的要求,这也是促进做市商市场交易活跃的内在因素之一。因为很难想象在不允许信用交易或者信用机制不健全的经济环境下能够建立有效的外汇做市商制度,即使建立也只能是初级的而不可能是效率较高的做市商市场。

我们知道,外汇风险与风险头寸的大小成正比,外汇库存数量越大其面临的风险也就越大。很显然,确定一个最佳外汇库存量是外汇风险管理十分重要的问题。该最佳外汇库存量应该是一个动态变量,它一般与外汇汇率的变动趋势、外汇做市商的自有资金情况、信用交易能力、外汇市场参与者的数量与结构等因素有关。但外汇库存量与汇率变动的相关性最大,当外汇做市商预测某种货币汇率有上升趋势时,会增加外汇库存量以获取汇差利润;当外汇做市商预测汇率有下降趋势时,将减少外汇库存量以避免和减少风险损失。因此,外汇做市商的信息

收集能力、信息分析能力以及对外汇汇率走势的准确预测能力,是提高库存外汇风险管理能力的基本保证。

3. 外汇做市商须具有准确的报价能力

外汇做市商主要通过买卖报价的适当差额补偿所提供服务的成本费用,并实现一定的利润,从而显示出其独特的市场功能,而且外汇做市商只有在做市业务上获取一定报偿,这种制度才具有市场意义上的连续性。如果外汇做市商对某种货币的买入报价过高将会引起该货币的大量买进;如果对某种货币的卖出报价过低将会引起该货币的大量卖出;如果买卖报价的差额过小将不足以补偿其成本费用和实现利润;如果买卖报价的差额过大将增加外汇市场其他参与者的交易成本而使交易量下降。因此,作为外汇做市商的商业银行必须具有较为准确的报价能力。

外汇做市商在报价时,首先要考虑的是提供做市服务的成本费用,确定买卖报价的最低保留差额(即最低买卖价差)。该保留差额应该是外汇做市商向市场提供买卖报价差额的最低盈亏线。由于提供做市服务的成本费用与提供其他服务或产品的成本费用一样,可以分为变动成本与固定成本两部分。随着外汇做市商交易笔数和交易量的增加,单位固定成本趋于下降,使得保留差额也会趋于减少。从市场需求的角度看,只有当市场需求条件达到允许做市商的报价达到或超过其最低保留差额时,外汇做市服务才能得以供给。有时候如果外汇做市商某种外汇库存头寸过多,可能会倾向于以降低保留差额的方式规避汇率风险。

外汇做市商的保留差额除考虑自己的成本费用外,还取决于市场竞争。做市商之间的竞争是做市商市场效率的重要保证。因为在竞争性做市商制度下外汇做市商为了争取获得客户的交易定单,必然在报价上展开竞争,以最有利的报价条件吸引客户定单,从而会给其他外汇市场参与者带来最优成交条件。因此,市场竞争决定着外汇做市商报价能够超过其保留差额的程度,即做市的报价差额到底多大,能否超出其保留差额是由市场竞争力量决定的。由于外汇市场是全球市场化程度最高的市场,汇率是在全球范围内自由竞价形成的,任何外汇做市商在任一时间都无法左右和严重偏离外汇市场行情,尤其外币之间的报价与国际外汇市场报价具有联动

性。只有在一个没有竞争的市场上,外汇做市商才有机会能够连续将买进报价设定为低于保留买进价格的水平,使卖出报价高于保留卖出价格水平上,这显然为市场效率原则所不允许。即使由市场的自发性导致垄断的出现,例如国内少数几个大的外汇做市商形成垄断,这无疑增加了绝大多数其他外汇市场参与者的交易成本,扭曲外汇交易价格,降低市场效率,甚至产生灰色外汇交易,这种状况是不会被监管当局所容忍的。

二、外汇做市商制度对人民币汇率形成机制的影响

(一) 外汇做市商制度对中国银行间外汇市场报价机制的影响

2006年前,中国银行间外汇市场采用电子竞价交易系统组织交易。会员通过现场或远程交易终端自主报价,交易系统按“价格优先、时间优先”撮合成交,得到某一时点唯一成交价格。这种买卖双方的委托指令在前,价格形成在后的竞价交易制度,被称为指令驱动机制。而做市商制度要求外汇做市商必须事先报出某种货币的买卖价格,其他外汇市场参与者在看到报价后才能下达定单,而且所有的定单都必须由做市商用自己的账户买进或卖出,客户与客户的定单之间不直接进行交易,因此做市商制度被称为报价驱动机制。

指令驱动制度的透明度高,买卖盘信息、成交量与成交价格信息等及时对整个市场发布;信息传递速度快、范围广,几乎可以实现交易与信息同步传递;市场运行费用较低,在处理大量小额交易指令方面,优越性较明显。但处理大额买卖盘的能力较低、流动性不足、汇率波动性较大。报价驱动制度的成交及时性高,其他外汇市场参与者可以按做市商的报价立即进行交易,而不用等待交易对手的买卖指令;市场汇率的稳定性较高,因为外汇做市商的报价受市场交易规则约束,且能够及时处理大额定单,减缓其对汇率变化的影响。但是,报价驱动制度透明度不高,买卖盘信息集中在做市商手中,交易信息传递到整个市场的时间相对滞后;此外,还可能增加监管成本、增加市场运行成本即增加其他外汇市场参与者的负担。

指令驱动制度和报价驱动制度是国际成熟市场上流行的两种并存的交易机制,各有所长,也各有不足之处。将外汇做市商制度引入中国银行间外汇市

场,可以使两种交易机制优势互补,共存于同一个市场之中,促进人民币汇率形成机制的市场化。

(二)外汇做市商制度将促进中国外汇市场的发展

在中国目前的全国银行间外汇市场上,中央银行一直是唯一的庄家,或者说是“唯一的做市商”。中央银行为保持汇率的稳定和国民经济的发展,必须根据外汇市场的供求状况大量地吞吐外汇,处于被动接盘者地位,而其他商业银行或金融机构只是外汇市场的参与者,这就没有足够的激励机制去推动外汇市场的发展,导致中国外汇市场的发展水平不高,流动性很低,对人民币汇率形成机制的市场化造成负面影响。

将外汇做市商制度引入中国外汇市场,意味着中央银行将放松承担做市商职责的商业银行持有外汇的限额管理,这使得外汇做市商能够根据自己的意愿保持一定数量的外汇库存,并通过外汇做市获取做市利润。如前面分析,外汇做市商的最大功能就是利用自身的优势活跃外汇交易,提高外汇市场的流动性。当多个实力雄厚的外汇做市商活跃于外汇市场,将分担目前中央银行在外汇市场被动接盘的压力,使中国银行间外汇市场具有比较充分的流动性,逐步为中央银行淡出外汇市场创造条件。人民币汇率基本由外汇市场的供求力量所决定,只有在人民币汇率发生剧烈波动的情况下中央银行才直接或间接地介入外汇市场进行干预,这样才是一个真正的“有管理的浮动汇率制度”。

(三)成熟的外汇做市商制度将有利于发挥利率对汇率的作用机制

在市场化条件下,当一国的利率和汇率都完全由市场供求决定的时候,利率对汇率大致存在正相关关系。这种关系实质上是外汇市场与货币市场之间的关系,二者相互影响、相互促进。但中国目前的外汇市场与货币市场均不健全,不仅汇率决定的市场化程度不高,而且利率的市场化程度也不高,使利率不可能通过货币市场的传导对人民币汇率产生较大影响。

当中国引入外汇做市商制度,经过一段时间的运作成熟之后,中央银行将逐步淡出外汇市场,并使部分外汇分流到做市商手中,可以降低官方外汇储备的增幅,从而减小人民币的升值压力。当央行淡出外汇市场,中国目前的基础货币投放格局将随之

发生重大变化,由现在外汇占款作为基础货币投放的主渠道,转变为中央银行在货币公开市场上吞吐基础货币作为货币投放的主渠道,增强中央银行执行独立性货币政策的政策效果。与此同时,公开市场操作就会成为中央银行调控货币供应量、影响市场利率走势的最主要的手段,加快中国利率市场化的前进步伐。随着中国外汇市场与货币市场的进一步改革和市场化水平的提高,人民币利率和汇率的联动性将会增强,中央银行就能更大程度地发挥利率对汇率的作用机制,增加人民币汇率管理政策措施和手段。

三、人民币汇率形成机制的配套改革

在引入外汇做市商之后还需要相应的配套改革,才能有利于中国人民币汇率形成机制的市场化改革。

(一)放宽外汇做市商的外汇限额管理

在中国目前资本项目的管制条件下,外汇交易为实需原则,使全国银行间外汇市场表现为一种银行结售汇头寸的平补市场,即主要功能是配合结售汇制度下外汇指定银行平衡结售汇交易产生的头寸。因此,商业银行不是基于商业需要或盈利的目的在外汇市场上买卖外汇,其交易行为是为了履行国家外汇管理局关于结售汇周转头寸的管理规定。担任外汇做市商的商业银行则是以盈利为目的进行外汇交易,主要从事在市场预测的基础上为买而卖或为卖而买的金融性交易。从国际外汇市场看,金融性外汇交易量远高于以贸易或直接投资为背景的实需外汇交易量。这必然要求中央银行放松甚至最终取消外汇限额管理,使承担做市商职责的商业银行能够根据自己的意愿调整持有的外汇头寸,否则无法履行做市商的职能。

(二)逐步赋予外汇做市商自主报价的权利

商业银行根据自己的意愿管理外汇库存和自主报价权利,是承担做市商职责的两个前提条件。2005年9月,中央银行扩大了银行间即期外汇市场非美元货币对人民币交易价的浮动幅度,取消了银行对客户非美元货币挂牌汇价的价差幅度限制,调整了银行对客户美元挂牌汇价的管理方式,扩大了买卖价差幅度,这有利于增强银行自主定价能力,有效管理汇率风险,但是银行间即期外汇市场美元浮动幅度没有作调整,且加强了对挂牌汇价的监测。尽管与以前相比较,银行增加了定价的自主性和灵

活性,只要在足够大的价差范围内,银行牌价就可实行一日多价,但离外汇做市商要求的自主报价的权利有较大差距。因此,随着中国外汇做市商的成熟,应该逐步赋予承担做市商职责的商业银行自主报价的权利。

(三)从企业强制结售汇向意愿结售汇过渡

人民币汇率形成机制的市场化是指由外汇市场的供给与需求决定汇率的机制。外汇需求指人们用本国货币兑换外汇的需要,即在一定的汇率水平下人们愿意并且能够兑换的外汇数量,外汇需求量与外汇汇率之间总是呈反方向变动的关系。而外汇供给指在一定的汇率水平下,人们愿意并且能够提供的各种外汇的数量,外汇供给量与外汇汇率之间大体呈相同方向变动。很显然,外汇的供给与需求都是“愿意”与“能够”的统一,二者缺一不可,否则不能构成有效的供给与需求。

中国目前实行的企业对外汇指定银行强制性结售汇制度,不管企业是否情愿,通过外贸得来的超出外汇账户限额以上的外汇收入,都必须卖给银行。这种只有“能够”而没有“愿意”的制度扭曲了外汇市场的供给与需求,使得人民币汇率形成机制存在缺陷,表现为人民币贬值的压力被掩盖,而升值压力被虚夸。因此,中国在引入外汇做市商制度后,须改革现行结售汇制度,使企业从强制结售汇向意愿结

售汇过渡,完善外汇市场的供给与需求机制,最终通过市场机制形成合理、均衡的人民币汇率。

(四)进一步推动人民币利率的市场化进程

稳步推进人民币利率市场化是中国金融改革的重要内容,同时,人民币汇率形成机制的改革需要与利率市场化改革相配合。如前述分析表明,人民币利率市场化与人民币汇率市场化改革相辅相成,不能完全脱离利率市场化进行人民币汇率形成机制的改革,反之亦然。只有二者同步改革,才能建立起符合市场机制要求的人民币汇率与利率的联动机制。

参考文献:

- [1]张礼卿. 人民币汇率制度:现状、改革方向和近期选择[J]. 国际金融研究,2004,(10):44-47.
- [2]王爱俭,张金旺. 论不同经济体制下利率与汇率的联动性[J]. 现代财经,2003,(9):67-70.
- [3]曹康霖,冯用富. 人民币汇率稳定与汇率机制改革[J]. 上海金融,2003,(9):32-25.
- [4]曹勇. 做市商制度、人民币汇率形成机制与中国外汇市场的发展[J]. 国际金融研究,2006,(4):11-16.
- [5]袁东. 证券市场上做市商制度的运作机理分析[N]. 证券市场导报,2002-01-14.
- [6]深圳证券交易所综合研究所. 做市商制度研究[EB/OL]. 中华财会网(www.e521.com),2002-01-14.

The Foreign Exchange Market Maker System and Its Influence on the RMB Exchange Rate Formation Mechanism

LIN Xiao-cheng

(Xiamen University of Technology, Xiamen 361005, China)

Abstract: This thesis studies the function of foreign exchange market maker as stimulating foreign exchange, increasing the liquidity on the foreign exchange market. The thesis analyzes that being a foreign exchange market maker needs strong capital backup, requires the ability of managing foreign exchange risk and the ability to quote prices accurately. The thesis also proves that foreign exchange market maker impacts the inter-bank exchange rate quoting system, under which generates the RMB exchange rate system. It goes on to prove that foreign exchange market maker increases the influence that interest rate has on exchange rate and that it is beneficial to the development of the foreign exchange market. Lastly, the thesis argues that China needs to have complementary reform measures after importing the foreign exchange market maker.

Key words: foreign exchange market maker; exchange rate generation system; impact; complementary measures