

---

# 论“双循环”新发展格局下 尽快推出人民币指数期货

顾远<sup>1</sup>

(上海市国资国企改革发展研究中心 200032)

**【摘要】:** 外汇市场要有足够的深度和广度、足够和良好的流动性,才能充分发挥资源配置、价格发现和风险规避功能,才能更好地对冲和吸收汇率波动的影响,抑制市场的大幅波动。标准化人民币指数期货的推出,能解决以上措施的动力源及其形成机制。唯此,我国的人民币汇率形成机制改革才能达到完全市场化的最终目标。

**【关键词】:** 人民币指数期货 外汇期货市场 汇率市场化

**【中图分类号】:**F822.1 **【文献标识码】:**A **【文章编号】:**1005-1309(2021)08-0043-006

## 一、问题的提出

### (一)深化人民币汇率形成机制改革的时代背景

新冠肺炎疫情的暴发,使近年来增长乏力的全球经济陷入难以复苏的困境。与此同时,随着大国间的贸易摩擦增多和国际经贸形势日趋复杂,全球政府债务不断上升,越来越多国家的货币政策正逐步转向低利率甚至负利率。2019年以来,人民币汇率波动加大,境内和境外人民币对美元汇率下降1000点,汇率瞬间突破“7”的关口。2020年5月以来,人民币对美元汇率触底反弹后开始呈现强劲上升趋势。2021年6月,经过1年多的持续升值,人民币汇率突破“6.4”大关。可见,当前的汇率大幅波动已成为一种经常现象,且波动幅度有进一步加大的趋势。

国际经贸形势复杂多变的背景和我国对外贸易的不断扩大,使得我国企业规避外汇风险的需求急剧上升。外贸企业迫切需要在国际金融市场进行套期保值,以防范外汇风险。然而,外汇套期保值功能在目前国内金融市场中难以有效发挥,现有的外汇金融衍生品已不足以满足企业套期保值和避险的需要,国内企业面临外汇对冲难、对冲贵的局面。

### (二)人民币离岸市场蓬勃发展

根据国际清算银行2019年调查数据,在全球最活跃货币中人民币列第8位,在新兴市场国家中人民币活跃度列第1位。2016年,全球人民币日均外汇交易额约为2020亿美元,2020年升至2840亿美元。在人民币日交易量中,离岸远期和期权交易约占全部交易量的2/3,也就是说,就人民币外汇交易量而言,离岸市场是在岸市场的两倍。

目前,离岸人民币市场经过10多年的迅速发展,金融市场发达、流动性好、交易门槛低,具有显著优势,成为较成熟的多品种体系市场,呈现较大的成交量。共有14家境外交易所正在进行人民币期货交易,其中新加坡、中国香港和中国台湾三地交

---

**作者简介:** 顾远,上海市国资国企改革发展研究中心高级经济师。

---

易所的交易量之和占全球人民币期货市场总交易量的99%以上。

虽然我国推出了远期、掉期等外汇衍生品在人民币外汇在岸场外市场交易，但仍有大量外贸企业的套期保值需求和个人投资者的投机性交易需求无法得到满足，因为无论从市场准入、交易成本或者交易便捷度来看，在岸外汇市场无法和离岸外汇市场相比，这也导致境内地下非法炒汇市场长期存在。因此，在总体风险可控的前提下，推进在岸外汇期货市场建设，以弥补外汇期货套期保值机制的缺失，具有现实必要性和紧迫性。

### (三) 国家层面支持推出外汇金融衍生品

2012年，国家在金融业“十二五”规划中指出，要积极稳妥发展外汇期货、期权等金融衍生品；2014年10月，中国金融期货交易所推出两种交叉外汇期货产品的仿真交易(欧元对美元、澳元对美元)，由于当时我国经济正在转型，金融市场非常敏感，波动有被助推加大的趋势，考虑到潜在的市场风险，外汇期货并没有正式推出。2015年9月，中国人民银行宣布，即期、远期、掉期、期权等各类外汇交易可以在国内场外市场无额度限制地开展。2018年5月，国家外汇管理局国际收支司负责人指出，外汇管理将逐步扩大外汇市场的投资功能和交易功能，支持金融机构创新推出市场需求强劲、风险管理良好的外汇衍生品，继续推动非银行机构参与国内外汇市场，并为境外机构积极参与国内市场提供便利。2021年2月，国家外汇管理局资本项目管理司负责人表示，要适应高水平对外开放的要求，提升国内金融市场国际化水平，促进资本项目安全有序开放。

随着我国期货市场的日益规范化发展，投资者结构的不断丰富和完善，投资者对期货交易方式不断熟悉，监管层对市场管理的经验逐步积累，场内交易的外汇期货产品的推出时机与时点把握也日趋成熟。人民币现货市场交易活跃，汇率双向波动预期增强，人民币在全球货币体系中的重要性进一步增强，这也带来对人民币期货工具更为迫切的需求。

## 二、建立人民币期货市场的意义

### (一) 建立人民币期货市场是企业避险的需要

目前，我国人民币场外交易市场提供的套期保值工具存在交易成本高、套期保值效率低等问题。因此，企业在很多情况下只能被动接受汇率，一旦市场形势不利，双边询价的场外交易市场交易对手的违约风险有可能大幅上升，这使得国内企业在跨境投资和跨境贸易过程中容易遭受巨额汇兑损失。

随着2005年我国开始从固定汇率制度向浮动汇率制度递进式转变，人民币汇率逐步市场化，相应的汇率形成机制不断完善，人民币汇率波动幅度也随着市场化定价交易而逐渐加大，整个金融体系不可避免地产生新的风险源。国内企业的汇率风险显著增加，许多大型企业纷纷借助投机外汇衍生品来避险或者博取对冲收益，有些企业因为经验不足或受到无法预计的市场冲击而遭受重大损失。当前人民币升值又造成国内出口企业增收不增利的问题，中小企业更容易暴露在汇率波动的风险之下。

### (二) 建立人民币期货市场是民间资本保值增值的需要

近年来，人民币升值和贬值以及汇率波动加剧，使居民对境外金融资产的价格是否稳定、是否可预测产生了担忧。国际上，无论是机构投资者还是个人投资者，一般都会将标准化的人民币期货合约等外汇金融衍生品加入自己的投资组合进行资产配置，才能沉着应对和抵御汇率风险。因为期货对现货有价格引导作用，且影响很快、冲击持久，现货市场也可以迅速地将期货市场带给它的信息冲击通过走势反映出来。

随着我国经济实力和国际地位的不断提高，我国民间私人外汇占款持续大幅增加。由于我国人民币外汇期货场内交易机制的缺失，使外汇资产持有者因缺少对冲渠道而无所适从，产生恐慌心理，从而不得不寻求地下非法交易市场。所以，如何通过

---

外汇期货工具有效管理我国涉外的民间资本，并在此基础上进一步实现保值增值的投资初衷，成为亟待解决的问题。

### (三) 建立人民币期货市场是维护我国金融稳定的需要

银行在进行远期交易时，只选择具有一定信用评级的大公司作为交易对手。因此，小型外贸企业只能寻求其他途径，如依托在我国境内建立的国际外汇期货交易平台进行交易。然而，投资者在选择和使用平台时，面临许多潜在的投资和交易风险，甚至会遇到欺诈风险。这些情况使投资者无法得到最低限度的财务安全和金融保护，加上很多投资者自身对外汇期货缺乏了解，往往造成中小企业与个人投资者的资金损失，如果要进行对外诉讼又面临法律规则复杂、诉讼费用高等现实困难。此时，若在场内交易标准化的人民币期货市场，就可以通过设立保证金制度和逐日盯市制度来为各投资方提供充分换手的交易平台。若人民币期货市场准入门槛较低，对各方参与者较为公平，其市场规模、参与广度与深度将会超过场外远期市场。

此外，由于海外外汇衍生品市场具有市场化程度高、流动性强、不受实际需求原则限制的特点，以及大量人民币跨境流动客观存在，离岸人民币市场通过汇率预期传递机制对岸人民币市场的汇率价格造成较大影响，甚至传导到整个中国金融市场。因此，为避免离岸人民币交易的快速发展对人民币全球定价权的不利影响，应尽快推出场内交易的外汇期货产品，保证我国对人民币定价权的真正掌控与主导，确保国内金融安全，更好地实施金融安全发展战略。

### (四) 推出人民币指数期货可以有效助力上海金融中心建设

随着中国经济的全面崛起，世界经济中心正向亚太地区转移，上海的目标应该是成为未来国际金融市场的定价中心、重要的资本枢纽和资本聚集地。要实现这一目标，必须大力发展处于金融市场产业链顶端、近 10 年来发展最快的金融衍生品市场。

近年来，上海成功推出原油期货、黄金国际版、自由贸易账户等产品，这些产品在金融市场的交易体量逐渐放大，功能和作用也逐步完善，上海金融市场对外开放步伐也相应不断加快，成为中国内地对外开放的窗口。国家先后推出 IF、IH、IC 等多种金融期货指数产品，这为其他金融期货的推出提供了有益借鉴，具有制度创新和产品创新的示范意义，但目前唯独还缺少以汇率为基础的人民币指数期货产品。人民币指数期货的推出不仅可以提高人民币汇率价格发现功能，还可以提高人民币的全球影响力，上海完全可以依托人民币期货等金融衍生品市场，充实中国资本市场发展的重要进程，进一步加强上海国际金融中心建设和促进金融开放。

## 三、尽快推出人民币指数期货的必要性和可行性

### (一) 必要性分析

#### 1. 中国企业“走出去”步伐加快

伴随中国企业“走出去”步伐的加快，中国企业对外贸易和对外投资显著增加。中国外贸企业面对的是全球市场，人民币不仅有与美元等主流货币的汇兑风险，与欧元、日元等一篮子货币也有交叉汇率风险。另外，新加坡元、俄罗斯卢布、越南盾等“一带一路”沿线国家的小币种与人民币也存在汇兑风险需要规避，但国内人民币金融衍生品市场的标的产品主要针对的是人民币兑七国集团成员国的货币。这样就造成避险工具无法一一对应，无法有效覆盖不同国家币种进行套保避险，而且各小币种国家场外的人民币期货市场较为分散，很容易出现流动性严重不足的情况。

所以，借鉴美元指数期货的成功案例，推出人民币指数期货交易就成为当下助力中国企业“走出去”的当务之急。人民币指数期货可以提升汇市的双向交易频率和交易量，不仅可以为套期保值提供充足的流动性供给，还可以进一步丰富我国人民币衍生品市场的产品系列。这符合市场发展的需要和预期，也有利于促进我国对外贸易的长远发展。

## 2. 用美元指数期货套期保值存在弊端

在中国的贸易伙伴结构中，东盟、俄罗斯、非洲等发展中国家和地区的贸易比重近年来不断提高。2019 年以来，东盟已成为我国第一大贸易伙伴，2021 年一季度，我国对东盟进出口增长 26.1%，而美国则从我国贸易伙伴第 1 位降到第 3 位。

许多新兴市场企业更倾向于以本国货币结算，因此国内企业也被动选择以当地国家的货币进行结算。然而，美元指数与小币种的走势基本上是负相关的，国内很多企业为了规避小币种汇率波动的风险，纷纷转向美元等指数期货。由于国内金融衍生品市场规避人民币对小币种汇率风险的产品基本处于空白状态，因此企业将美元指数期货作为替代选择也是无奈之举。

然而选择美元指数期货避险并不是理想的套期保值方式，因为影响汇率的因素多种多样，导致两者的相关性可能会减弱，甚至发生根本性改变，即使小币种兑美元的汇率风险能够得到有效规避，企业还面临美元兑人民币的外汇风险，这又要借助另外的工具或手段进行风险对冲。

## 3. 人民币国际化走向深水区

由于中美贸易额巨大，美元一直是我国外贸计价结算的主导货币。为了减少美元升值过多影响人民币汇率指数，2016 年中国外汇交易中心调整了人民币汇率指数的构成，其他货币的比重相应增加，以降低指数中美元的权重和影响因素。但是，如果要从根本上摆脱人民币在国际外汇交易市场上对美元的依赖，只有加快人民币国际化进程才能实现。

人民币汇率日益成为影响我国实体经济和国内金融市场的重要因素，人民币要想成为国际货币，就必须加强其支付和储存功能。目前，在境内交易时间段，境内投资者一般按照每天中国外汇交易中心发布的人民币汇率中间价进行交易，除此之外，还应该存在一个被全球各国外汇市场认可的、具有代表性的、同时可比价可操作的价格。这不仅是作为境内非交易时间段的有效补充，也是一国货币真正国际化的标志。人民币指数期货就是引导汇市大盘价格发现的一个重要的、标志性的金融衍生品。在国内国际双循环的新发展格局背景下，人民币指数期货的推出有利于促进人民币汇率从市场交易中自发形成价格，进一步扩大人民币在全球使用和认可的范围，更有利于助推形成人民币汇率全球定价机制新格局。人民币将会因为人民币指数期货的推出而逐步成为国际贸易货币。

### (二) 可行性分析

#### 1. 人民币指数期货具有现实需求和示范效应

就像股指期货、国债期货等其他各类金融指数产品市场一样，当股市、债市等基础市场发展达到一定阶段，就会顺应市场需求出现相应的指数产品，因为指数产品具有其他金融产品无法发挥的重要功能。美国洲际交易所 (ICE) 美元指数的成功经验可供借鉴，该指数的推出，对跨国公司对冲各种货币汇率风险、降低对冲成本起到了重要作用。以股票市场为例，一个股票指数一旦在期货市场上市交易后，这个指数的知名度与影响力就会迅速上升，美国标普 500 指数期货推出后，其知名度就快速赶上道琼斯指数，而中国沪深 300 指数的知名度现已与上证综指并驾齐驱。

随着我国利率市场化的不断推进和汇率形成机制的不断完善，市场需要使用外汇指数金融产品进行风险对冲的需求普遍存在且呈现急速上升趋势，特别是在人民币进入持续强势周期、人民币对美元升值压力较大的情况下，更应关注人民币汇率指数，推出人民币指数期货并引导实体企业和金融机构参与交易来适应当前我国的改革发展形势。

多年前，中国金融期货交易所已推出股指期货和国债期货两个金融期货产品，且运行平稳。这些金融指数产品的成功实践为人民币指数期货的推出提供了很好的经验。人民币指数期货不仅可以填补国内期货市场的一大空白，而且还可以为后续各种

---

不同特性的以基础金融市场为基础的期货产品的推出积累经验。

## 2. 人民币指数期货合约设计保证其具备较强的抗操作性

由于期货市场的巨大杠杆效应，少数人就会利用人民币指数期货作为杠杆工具来谋取巨额利益，如果真可以通过这种方法影响人民币指数的走势，那么这个产品的推出不仅不能提供价格发现功能、起到规避风险的作用，而且会给市场带来巨大的风险。

一般来说，作为指数期货的标的指数，权重集中度是投资者最重要的反操纵指标，如果权重过于集中，期货走势就存在较大的被操纵风险。因此，人民币指数期货的货币成分中，首先应该纳入全球主要结算货币，如美元、日元、欧元等，但权重可以设置得分散一些，并相应限制美元权重，同时考虑“一带一路”倡议及企业“走出去”需要，“一带一路”沿线国家与中国的贸易额也较大，应赋予这些国家的货币一定的权重，以提高人民币指数期货的货币覆盖率。

在计算方法上，应采用加权平均法代替算术平均法，这主要出于以下 3 方面考虑：一是加权平均法不存在上升和下降不对称的问题；二是对汇率而言，每个汇率的变化不是独立的，必然会对其他货币产生影响，而加权平均法可以显示所有变量之间的相关性；三是加权平均法对单一汇率波动更为敏感，保持指数不变的难度更大。

只有将人民币指数期货的权重集中度设定在合理水平，科学安排计算方法，才能更好地发挥人民币指数期货的反操纵作用，任何权重的货币波动都不能对指数产生决定性影响。随着产品交易量的扩大及人民币国际化进程的加快，人民币指数期货的反操纵功能将得到进一步巩固和加强。

## 3. 人民币指数期货助力完全市场化的人民币汇率形成机制

只有外汇市场有足够的深度和广度，有足够的、良好的流动性，才能充分发挥外汇市场的资源配置、价格发现和风险规避功能，更好地对冲和吸收汇率波动的影响，抑制外汇市场的大幅波动。而标准化人民币指数期货的推出，就能解决以上措施的动力源及形成机制，我国的人民币汇率形成机制改革才能达到完全市场化的终极目标。

因此，应充分考虑交易各方不同的风险偏好，扩大市场交易主体范围，为交易提供流动性便利。除此之外，还必须扩宽人民币期货市场的广度和深度，即打破在岸和离岸外汇市场的互相封闭状态，借鉴分阶段推出的“沪港通”和“沪伦通”等成功经验，进一步推进国内人民币期货市场与纽约、伦敦等离岸外汇市场之间互联互通和流动性互补等的功能建设。

## 4. 结合国内多种金融产品解决各类对冲需求

产业投资者可以根据汇率变化情况选择合适的标准化人民币指数期货合约进行套期保值，投机者也可以根据汇率走势建立跨市场对冲套利方案，在规避贸易风险的同时从期货交易中获利。

### (1) 股指与汇率的负相关关系。

研究表明，人民币兑美元汇率走势与中国股市价格走势存在正相关关系，也就是说，人民币升值将推动中国股市的上涨，反过来，中国股市走势也将对人民币汇率走势产生影响。2015 年“811 汇改”后，人民币兑美元汇率走势对中国股市涨跌的引导作用更加明显，这是因为汇率改革后，人民币汇率波动的阻力趋于减小，汇率机制更加市场化，事实上，它们之间本就具有密切的联动关系。随着我国外汇市场机制的完善与成熟，这一关系将变得越来越重要。

---

(2)股指与大宗商品的负相关关系。

人民币汇率波动的预期将由市场提前预测和反映，这是因为国内期货市场对人民币汇率波动有一定的预期，国内期货价格能够稳定一部分国际价格，而且大部分时间内弱于国际价格。但现行汇率制度限制性较小，灵活性较强，未来人民币是进入贬值周期还是继续升值还不确定，因此人民币指数期货将成为判断国内期货乃至全球期货走势的重要指标。拿原油期货举例，随着“石油美元”流向全球金融资产，原油本身所具有的金融属性特别是其货币现象也愈发凸显，NYMEX 原油期货合约与美元指数在 2000 年以后由无明显相关逐渐演化为负相关关系。

#### 四、人民币指数期货合约构建

要在中国境内设立一个标准化的人民币指数期货合约的交易场所，关键在于合约的具体构建。因此，在人民币指数期货合约设计中，应广泛调查国内金融机构、实体企业乃至重要个人投资者的具体套期保值需求和风险对冲目标，并在合约设计和交易制度上吸取成交活跃排名靠前的离岸人民币指数期货的经验教训，充分征求行业内外专家意见，根据我国外汇期货市场建设战略目标和阶段性发展要求，创建具有中国特色的人民币指数期货产品。

##### 参考文献:

- [1]冷丽莲. 论新常态下外汇期货市场对金融稳定的作用[J]. 金融理论与教学, 2018(5):31-36.
- [2]许炎文. 人民币汇率的波动对国内市场期货价格的影响[J]. 现代商业, 2018(34):90-91.
- [3]杨博睿. 中国股票市场人民币汇率变动研究[J]. 西部皮革, 2020(3):103-107.
- [4]杨德森, 吴弘. 论人民币汇率改革与人民币外汇期货的关系[J]. 现代管理科学, 2016(2):72-74.
- [5]姜哲. 外汇期货市场发展的国际经验与启示[J]. 金融与经济, 2019(6):65-70.
- [6]卢静. 沪深 300 指数作为中国股指期货标的的研究[D]. 南开大学, 2008.
- [7]贺坤. 汇率改革对建立人民币外汇期货市场的影响探讨[J]. 中国商论, 2016(12):84-86.
- [8]石波. 离岸、在岸人民币外汇期权价格差异及交易决策[D]. 上海交通大学, 2016.