

如何看待重收外汇风险准备金

李奇霖

联讯证券董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室特聘研究员

张德礼

联讯证券研究院宏观组

近日央行发布通知，自 8 月 6 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。消息公布后，离岸人民币汇率出现近 500 点的拉升。

这不是首次收取。2015 年 811 汇改后，人民币面临持续的贬值压力，当年 8 月 31 日央行印发 273 号文，当年 10 月 15 日起对金融机构远期售汇业务收取 20% 的外汇风险准备金。2017 年 9 月，在美元指数走弱、人民币持续升值三个季度后，央行印发 207 号文，将 20% 的远期售汇业务外汇风险准备金调为 0。这次是重新收取，作为最近一个季度人民币持续贬值的应对举措之一。

何为远期售汇业务的外汇风险准备金呢？先来了解下远期售汇业务。这是说的“售汇”，是从银行角度来说的，对应着企业或者个人的“购汇”，远期售汇业务和远期购汇业务是一枚硬币的正反面。当企业或者个人在未来某个时间有外汇需求时，他们可以现在买入外汇，也可以和金融机构签订一个远期执行的协议，锁定汇率风险。对

金融机构而言，这个就是远期售汇业务，因为金融机构承担了未来出售外汇的责任。

远期售汇业务有很多种，包括掉期、期权和远期合约等等。以最简单的远期合约为例，它是指企业（个人现在不允许参与）和银行签订一个合约，约定未来某个时间，以固定的汇率用人民币到银行兑换美元。比如某进口企业 A，与银行签订了一个远期购汇合约，约定 3 个月后以 1:6.5 的汇率购买 1 亿美元。即使 3 个月后美元兑人民币汇率贬到了 1:7，A 企业也能以 6.5 亿元购买到 1 亿美元。这比直接在市场上购买节省了 5000 万元，它也可以把这笔美元按市场价卖出去，中间可以赚 5000 万元。

当人民币有贬值预期，而且贬值空间大于做空成本时，带有投机目的的企业会加大对远期购汇合约的需求。有真实贸易背景的企业出于套期保值的目的，也会加大对远期购汇的需求，来锁定未来的购汇成本。

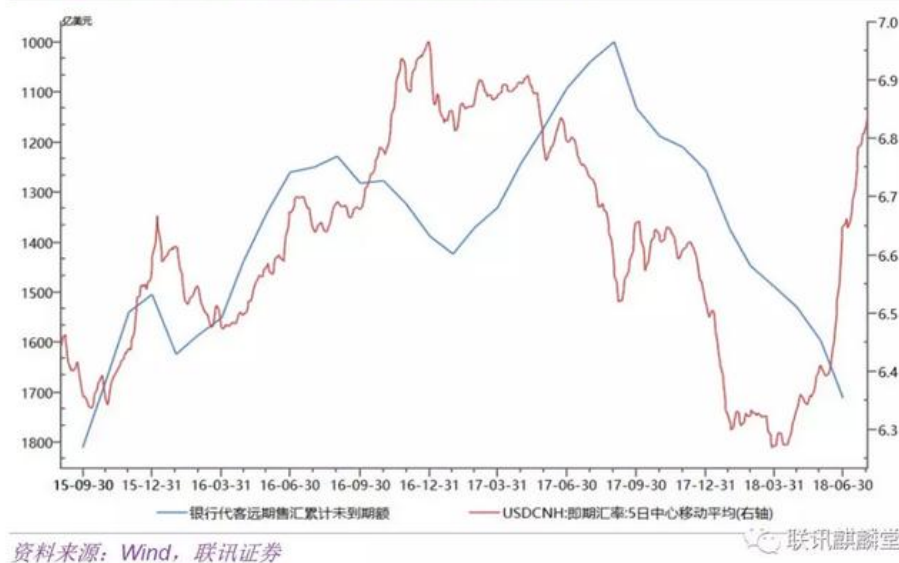
因此，我们会看到，每当人民币贬值预期升温时，远期购汇合约签约规模都会放量。上一次贬值预期最大的时候是 2015 年 8 月，这个月银行代客远期售汇规模飙升到了 789 亿美元，而银行代客远期结汇降到了 109 亿美元，净远期结汇为-680 亿美元。今年 6 月银行代客远期售汇为 338 亿美元，这是 2015 年 8 月以来的最高，代客结汇和净结汇分别只有 200 亿美元和-137 亿美元。7 月的数据还没有公布，但预计代客远期售汇规模会进一步上升。

图表1：人民币贬值预期升温时，银行代客远期售汇签约规模都会放量



远期售汇签约规模放量，会对即期汇率形成负反馈，加速贬值预期自我实现。银行在签订好远期售汇合约后，为了对冲自身面临的汇率风险，通常会即时在外汇市场上买入外汇，人民币面临抛盘和贬值压力。以银行为中介，企业客户对未来的贬值预期，向外汇市场上的即期汇率传导，而即期汇率的贬值，又会强化贬值预期。

图表2：远期售汇业务，会对即期汇率形成负反馈



要遏制这种贬值趋势，央行有两种干预手段。一种是直接消耗外储，抛出美元买入人民币。二是在制度层面做出调整，提高做空人民币的成本。对央行来说，消耗外储是有限度的，在制度层面做出调整，中长期来看，可能会延缓人民币汇率市场化改革的进程，但相比于消耗外储，制度调整的短期成本可能更低。

于是我们看到，在贬值预期强烈的 2015 年 8 月，央行印发了《关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，提出要对金融机构的远期售汇业务收取 20% 的外汇风险准备金，冻结一年，无息。

应计提外汇风险准备金=上月银行远期售汇签约额*20%。假设某个月一个银行签订了 1 个亿的远期售汇，下个月就要上缴 2000 万美元的无息外汇风险准备金。

对银行来说，这笔资金无论是从外部拆借，还是自有资金，都要面临机会成本的损失，因为如果不拿来上缴，它们可以用作其它有收入的用途。这部分成本，最终会转移给签署远期购汇合约的企业客户。

特别需要注意的是，企业面临的转移成本，可能要远高于银行拆借入美元的利息。我们举个例子，便于理解。假设 A 企业，与某银行签署一个远期购汇合约，规模为 1 亿美元。按规定需要缴纳 2000 万元的风险外汇准备金，由于需要锁定一年，机会成本按最新的 12 个月 Libor 美元同业拆借利率 2.83% 计算，是 56.6 万美元。

当这个远期合约的期限是 1 个月时，征收风险准备金后，企业增加的年化成本是 $56.6 \times 12 / 10000 = 6.8\%$ 。当远期合约期限是 3 个月时，

增加的成本是 $56.6 \times 4 / 10000 = 2.26\%$ 。合约期限越短，受到的影响越大，因为外汇风险准备金锁定期固定在了了一年。

从 2015 年的经验看，征收外汇风险准备金，对于遏制远期售汇业务还是有比较明显的影响。开始征收的 10 月，当月银行代客远期售汇签约额只有 53 亿美元，相比于 8 月份的高点下降了 93%。2016 年人民币持续贬值，但是银行代客远期售汇规模的中枢，相比于 2015 年上半年大幅下降，12 个月中有 5 个月是低于 100 亿美元的。

尽管增加了通过远期业务做空人民币的成本，但对人民币即期汇率的实际影响并没有立竿见影。2015 年 10 月征收远期售汇业务风险准备金后，人民币并没有停止贬值的步伐。2017 年 9 月调为 0 后，人民币在短暂的贬值后，又重回升值通道。

对于人民币汇率未来走势，我们认为从美元指数的角度看，贬值压力已经得到较为充分的释放，中美利差对汇率的拖累也在缩小。未来需要注意外部风险，通过经常账户给人民币汇率施加压力。

这次重新收取远期售汇业务的外汇风险准备金，更为重要的在于信号意义，当前汇率水平可能超过央行认为的合适区间。不排除会有更进一步的措施出台，来维护汇率稳定。