



您的位置：首页 - 文章选登

货币掉期价格并非未来人民币升值水平(文亮; 12月8日)

文章作者：文亮

据传，日前中国人民银行与商业银行做了为期一年、总值60亿美元的货币掉期业务，其中掉期的远期汇价是1美元对7.85元人民币。于是，有市场人士揣测，这是中央银行向市场发出的一个信号，希望一年后美元对人民币稳定在7.85的水平，或者说央行可以容忍一年后人民币对美元相对现在升值约3%。然而从专业角度分析，这一价格与一年后的人民币汇率水平并无必然联系，货币掉期的远期价格不代表未来人民币汇价实际升值的水平。

货币掉期远期汇率反映本外币利差

所谓货币掉期，又称货币互换，是指为降低借款成本或规避远期汇率风险，而将一种货币的债务转换为另一种货币的债务的交易。这种交易实际是一笔即期外汇买卖与一笔反向的远期外汇买卖的组合交易。对人民银行来讲，其实是对商业银行开展了以人民币抵押的外汇贷款，只是可以互不记息。货币掉期中规定的远期交割的汇率，可以用即期汇率，也可以用远期汇率或者任何协商的汇率，不同的汇率水平对应的利率水平会有所不同。

以前述货币掉期交易为例，其可能做法是，中央银行按照即期人民币对美元的汇率水平，将60亿美元从商业银行那里转换成人民币，然后再与商业银行按照议定的远期汇率7.85在一年以后将这60亿美元兑回，同时双方人民币与美元互不记息。

目前我国银行间人民币对美元的远期交易不是采用国际通行的平盘做法。按照市场惯例，通常银行对客户签定远期结汇合约后，会在货币市场拆入一笔同等金额和期限的外汇到即期市场换成人民币，然后再将兑换所得人民币以同等期限在货币市场拆出；到期交割时，客户给银行外汇，银行给客户人民币，并将外汇归还。这样，银行对客户签约后，实际自行做了一笔掉期，因此可以按人民币与外币之间的拆借利率差异(即利率平价)确定对客户的远期汇价。但我国现在不允许银行在对客户远期签约后在即期市场上平盘，这导致银行对客户的远期定价不能完全参考利率平价，而必须考虑其他因素，如汇率预期、市场供求等。

货币掉期尽管是即期与远期外汇交易的组合，但与单纯的远期交易不同，它天然在银行与客户之间提供了一种平补外汇敞口、锁定汇率风险的平盘机制，而不必银行之间再行平盘，因此可以运用利率平价确定远期价格。这样，货币掉期中的远期汇率就可以依据本外币利差定价。当前，由于美联储连续加息，境外货币市场美元利率已高出人民币利率。如12月1日，隔夜美元伦敦同业拆借利率(LIBOR)为4.0519%，我国隔夜人民币同业拆借利率(CHIBOR)为1.4696%，人民币利率低于美元利率2.5823个点(同日，一年期美元伦敦同业拆借利率为4.8213%，而我国银行间市场无该档利率，故无法比较)。

当然，由于不清楚央行对商业银行的掉期交易中比较何种利率来确定利差，也就无法判断7.85与现价之间的差异是否完全反映本外币的利率差异。根据利率平价原理，为弥补利率差异的损失，人民币作为低息货币，应该升值以弥补利差上的劣势，以消除无风险的套利交易。这是掉期中的远期汇率定价机制使然，而与中央银行或者商业银行预期一年后人民币对美元的汇率水平无关。

远期汇价与未来汇率并无必然联系

人民银行与商业银行之间进行货币掉期交易，是一种基于自愿前提下的“双赢”选择。对中央银行来讲，通过掉期交易从商业银行手中回笼了人民币资金，减少了基础货币投放，丰富了外汇市场干预的对冲操作手段，增强了中央银行货币调控能力。在世界其他某些国家和地区早有这种对冲方式。对于商业银行来讲，通过货币掉期从中央银行获得了外汇资金，在目前情况下可以赚取美元资金运用的高息收益，同时又通过远期交易锁定了汇率风险。

如果一年以后，人民币对美元升值没有超过7.85，则美元资金与人民币资金运用的收益率差异当可弥补汇率上的损失；如果一年以后，人民币对美元升值超过7.85，则商业银行不仅可以赚取利差，还可以赚取汇差。当然，由于远期外汇交易与即期交易的方向相反，因此上述交易产生的汇兑损益只是账面的，并不实际发生。除非银行再开一笔头寸去实现这一汇兑损失或者收益，但这又意味着银行又新增了一笔外汇敞口头寸，暴露在汇率风险之下。

此外，即使成熟市场上的远期汇率可以由利率平价原理确定，也不必然表示到期交割时现实的汇价水平就一定是远期汇率。因为根据利率平价确定远期汇率，对银行来讲是作为风险中立者，通过利差来从事无风险套利交易。通俗地讲，银行做这种交易，除了收取合理费用外，应该是综合利率差异和远期汇率升贴水因素后不赔也不赚。对于客户来讲，进行远期外汇买卖，是锁定了汇率风险，而不论到期时汇率水平如何。如果到期价格是利率平价反映的远期汇率水平的话，客户反倒没有必要向银行支付额外费用做这种交易。因为，那就意味着即使不做远期，从利差角度考虑，其成本或收益都是相同的。

实际上，汇率走势不仅受利差的影响，还受其他经济基本面和政治环境等因素的影响。即使是利差，由于国际市场利率是浮动和变化的，不同时点上的利差水平也会有所差别。而且，远期交割期限越长，期间不确定性越大，现实汇率水平与远期价格的差异就可能越大。我们从有关数据库上获得了某日本银行今年10月31日关于一个月以后日元对美元的远期价格为113.86日元/美元，但11月30日美联储公布的日元对美元的汇率为119.06，与前述远期汇率误差达5.1%。可以想象，一个月期限的两种汇率误差都有可能如此之大，一年期限的误差更大也就不足为奇了。

综上所述，由货币掉期的汇率定价机制，以及远期汇率与现实汇率的关系，我们可以得出的基本判断是，人民银行与商业银行开展的货币掉期交易，其远期汇率7.85并不代表中央银行希望或容忍一年后人民币对美元汇率升值的水平。

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所