

完善外汇衍生品市场 服务企业套保需求

文/鲍思晨 吴长风

2015年8月11日的汇率改革是我国推动汇率机制市场化的一次重要尝试。此次汇改后，人民币市场化程度大幅提高，其汇率更趋于双向波动而非单边升贬值。伴随着人民币汇率双向波动特征的显现，我国企业所面临的汇率风险明显加大，汇率风险管理需求明显提升。本文介绍了我国企业使用外汇衍生品进行风险对冲的现状，分析了在使用外汇衍生品进行套期保值时所遇到的问题，并在此基础上提出相关政策建议，以期使外汇衍生品可以真正发挥避险功能，更好服务实体经济。

一、宏观和微观层面的企业外汇衍生金融工具使用现状

（一）宏观层面的企业外汇衍生金融工具使用现状

随着我国涉外经济规模的稳步提升，跨境资金流动越来越频繁，企业面临的汇率风险敞口越来越大。监测跨境资金流动的主要指标包括银行代客涉外收付款和银行结售汇数据，前者统计的是企业和个人通过银行进行的跨境资金收款和付款，后者统计的是银行和客户的本外币兑换情况。自2010年国家外汇管理局公布相关数据以来，市场主体的涉外收入、支出以及结汇、售汇数据都呈现出总体增长态势。2017年，银行代客涉外收入比上一年增长8.95%，涉外支出增长2.36%，银行结汇增长19.21%，售汇增长0.47%，说明我国市场主体的涉外经济活动总体上有序推进、稳步提升。

在此背景下，我国企业的汇率风险敞口不断扩大，汇率风险意识有所增强。国家外汇管理局国际收支司司长王春英在一次新闻发布会上表示：“当前很多企业借用外债后主动考虑开展套保，这对我国外汇供求的影响更加中性。”如果企业在外汇衍生品市场进行套期保值，那么意味着当汇率发生调整时，企业将不必急于在外汇即期市场集中调整其汇率风险敞口，这会使得外汇供求更加平衡，有助于缓解人民币汇率进一步调整的压力，守住不发生系统性金融风险的底线。由于我国还没有推出场内的外汇期货期权产品，因此企业只能与国内银行签订场外外汇衍生品合同，以减少外汇风险敞口。该类业务主要涉及外汇远期，并以外汇掉期、外汇期权作为辅助。2017年，除银行代客外汇掉期交易比上年小幅减少1.91%外，其他类型的银行代客外汇衍生品交易均大幅增长，其中，外汇远期交易增长44.54%，外汇期权交易增长12.41%。

尽管如此，我国企业通过使用外汇衍生金融工具来进行主动管理汇率风险的程度仍然远远不够。据Wind数据显示，2017年12月，银行对客户的外汇即期交易额为19798.00亿元，是外汇远期交易额的8.35倍，外汇掉期交易额的35.19

倍，外汇期权交易额的 16.37 倍。从这些数据中可以看出，即期交易仍是我国银行对客户外汇市场的主体（参见图 1）。同时，衍生品交易额与现货交易额之间的巨大差距，恰恰说明了我国企业很少使用外汇衍生品来对其巨大的风险敞口进行套期保值。未来，人民币汇率市场化形成机制将得到进一步完善。为此，国家外汇管理局强调，企业对于汇率风险的管理必须要树立严肃的风险中性意识，同时，也要进一步丰富外汇市场产品，更好地满足实体经济的避险需求。

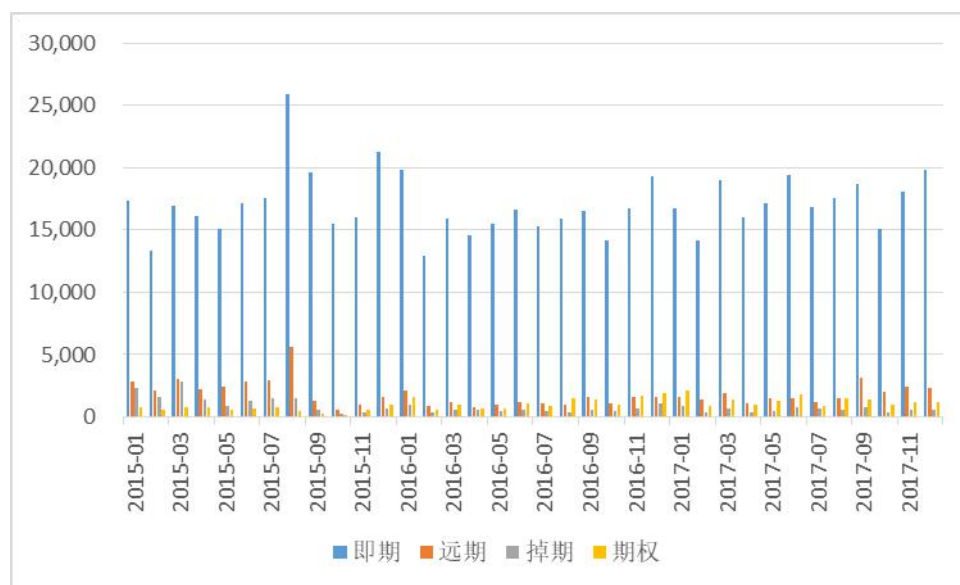


图 1 银行对客户外汇市场交易额（亿元）

数据来源：Wind

（二）微观层面的企业外汇衍生金融工具使用现状

1. 上市公司汇率风险敞口逐步扩大

近十几年来，我国涉外经济规模稳步提升，与此同时，我国企业所面临的汇率风险敞口也越来越大，这主要体现在以下三个方面：

第一，从海外业务收入来看，除 2009 年受国际金融危机影响企业海外业务有所收缩外，我国上市公司海外业务收入呈逐年递增态势，其占营业收入的比重亦不断提高（参见图 2）。据 Wind 统计，2017 年，上市公司披露海外业务收入总额折合人民币 4.31 万亿元，同比增长 38.08%，占同期全部上市公司营业收入的 11.01%，比上年增加 1.54 个百分点。

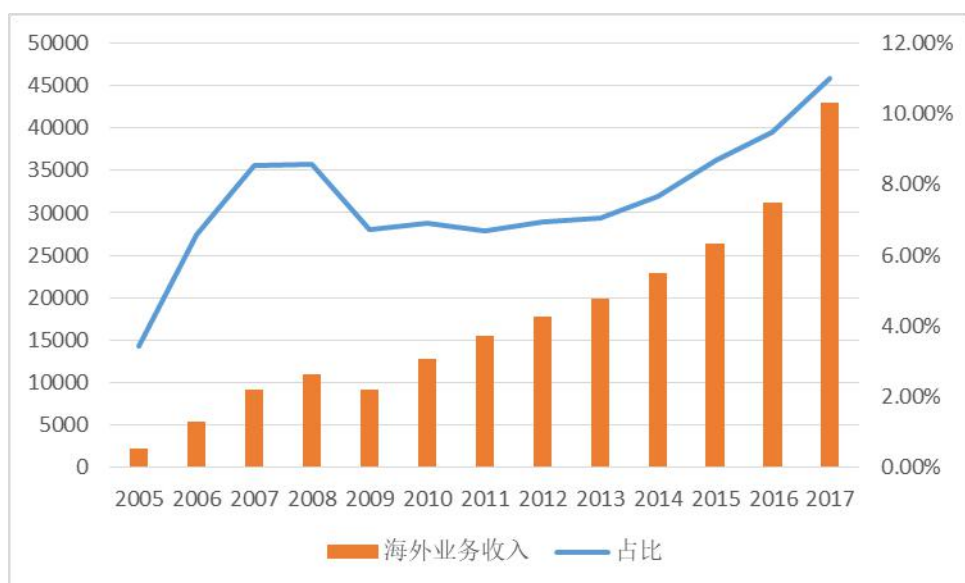


图2 海外业务收入及其占全部A股上市公司营业收入的比重（亿元）

数据来源：Wind

第二，从外币存款来看，尽管上市公司会根据人民币汇率的起伏来调整其外币存款规模增速，但由于外币存款规模始终在不断增长，因此我国企业仍面临着越来越大的汇率风险敞口。值得注意的是，在人民币升值阶段，外币存款规模增速放缓；而在人民币贬值阶段，外币存款规模增速则明显加快（参见图3）。例如，在2017年人民币升值时，外币存款规模同比增速为9.04%；而在2016年人民币贬值时，外币存款规模同比增速则高达60.05%。

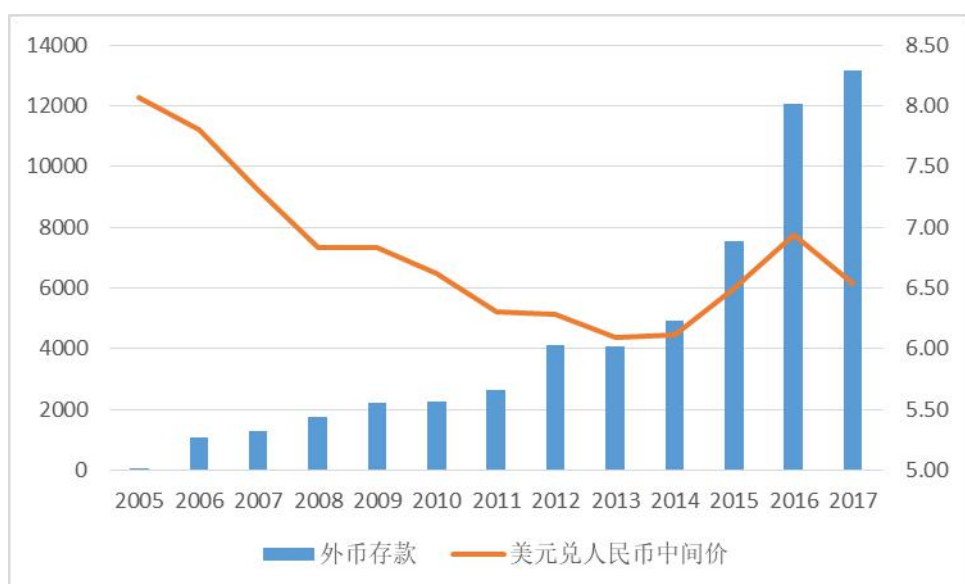


图3 外币存款与人民币汇率（亿元）

数据来源：Wind

第三，从外币借款来看，上市公司的外币借款规模与人民币汇率呈现出高度相关性（参见图 4）。2005 年至 2014 年，人民币以单边升值为主，外币借款规模逐步增加；2015 年和 2016 年，人民币总体震荡贬值，外币借款规模随之下降；2017 年，人民币汇率止跌回升，外币借款规模则再度扩大。另外，上市公司的外币借款规模在整体上也呈现出每隔几年便上一个台阶的态势，意味着我国企业所面临的汇率风险敞口正在逐步扩大。

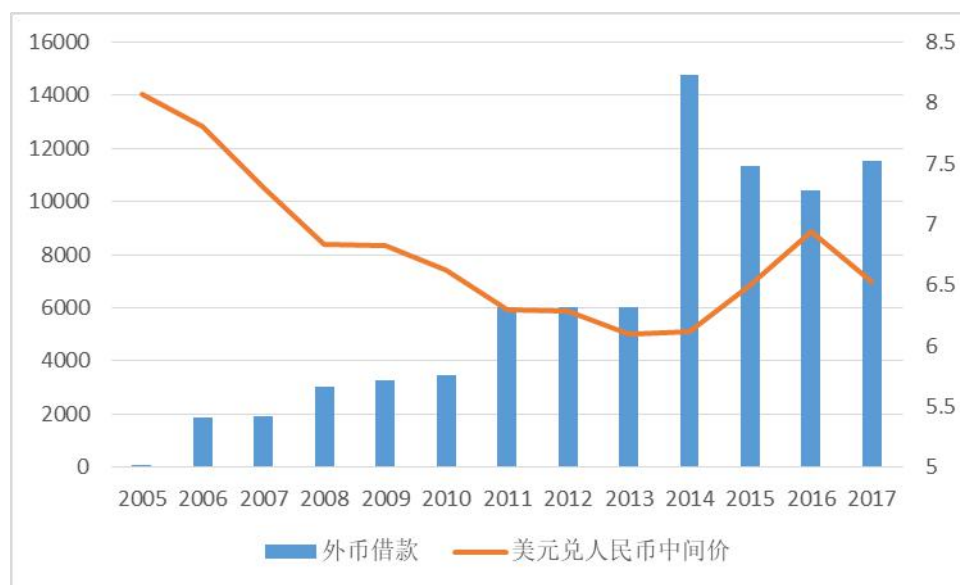


图 4 外币借款与人民币汇率（亿元）

数据来源：Wind

2. 上市公司外汇敞口对企业利润产生较大冲击

由于企业在海外业务收入、外币存款、外币借款等方面都存在较大外汇敞口，因而人民币汇率的波动对上市公司汇兑损益产生了较大冲击，近四年中有三年上市公司整体出现汇兑损失。据 Wind 统计，上市公司 2017 年的汇兑损失为 182.25 亿元，大幅扭转了上一年曾出现的汇兑收益。从汇兑损失占净利润比重来看，比值较高公司的数量有所增加。2017 年，汇兑损失占净利润比重超过 200% 的上市公司共有 9 家，比上年多了 5 家；超过 100% 的上市公司共有 24 家，比上年多了 10 家，说明汇率波动对企业利润的影响正在逐步扩大。

从单个企业的角度来看，取得汇兑收益并不意味着该企业较好地管理了汇率风险。2017 年人民币升值时，格力电器、中国石油、中国电建是汇兑损失最大的三家上市公司；而当 2016 年人民币贬值时，格力电器、中国电建、中国石油分别位列汇兑收益的第一名、第三名、第四名。无独有偶，2016 年人民币贬值时，汇兑损失最大的四家上市公司是中国国航、东方航空、南方航空、海航控股；而同样是这四家航空公司到 2017 年人民币升值时，就变成了汇兑收益最大的四

家公司。值得注意的是，这些上市公司的汇兑损益都随着汇率的波动而产生了剧烈的变动，意味着在汇率双向波动的今天，如果企业不进行套保，就难以实现持续稳健经营。

3. 上市公司开始重视汇率风险管理

近年来，我国企业的利润状况受人民币汇率波动影响较大，尤其是企业财务核算中的汇兑损益等项目随汇率波动出现了较大幅度的变动，因而很多上市公司都准备进一步规范外汇套保业务，进行更加精细化的操作。这反映出国内企业运用衍生品对汇率风险进行套保的意识有所增强。据统计，A股市场公告新开展外汇套保业务或制定相关制度的上市公司数量，从2016年的80余家增加到2017年的142家。而这142家公司分布在9个行业，其中，制造业、信息技术服务业、租赁和商务服务业、批发和零售业是使用外汇衍生品较多的4个行业。

从企业外汇衍生品交易公告和管理制度中可以看出，绝大部分上市公司的外汇衍生品交易业务均以正常生产经营为基础，以具体经营业务为依托，以规避和防范汇率风险为目的。例如，深圳某高新技术股份有限公司在其发布的外汇衍生品交易业务管理制度中称，公司进行外汇衍生品交易必须基于公司出口项下的外币收款预测及进口项下的外币付款预测，或者在此基础上衍生的外币银行存款、借款，外汇衍生品交易合约的外币金额不得超过外币收款、存款或外币付款、借款预测金额，外汇衍生品交易业务的交割日期需与公司预测的外币收款、存款时间或外币付款时间相匹配，或者与对应的外币银行借款的兑付期限相匹配。

4. 上市公司目前较少使用外汇衍生品来进行风险对冲

尽管我国企业在巨大的外汇风险敞口下存在强烈的汇率风险管理需求，同时企业在外汇市场长期“裸奔”的局面也逐渐开始改善，但是从目前的情况来看，绝大多数企业仍然没有运用外汇衍生品来进行风险对冲，未来外汇衍生品套保空间仍然很大。

2017年，拥有汇率类衍生金融资产的公司数量为52家，占全部A股上市公司的1.47%，披露的汇率类衍生金融资产规模为3818.11亿元，占全部A股上市公司资产总计的0.17%；拥有汇率类衍生金融负债的公司数量为55家，占全部A股上市公司的1.56%，披露的汇率类衍生金融负债规模为4187.68亿元，占全部A股上市公司负债总计的0.23%。

虽然使用汇率类衍生品的公司占比仍然很低，但是汇率类衍生品已是使用最多的衍生金融工具（参见图5）。2017年，汇率类衍生金融资产占全部上市公司衍生金融资产的70.93%，负债端占比为72.88%。事实上，外汇衍生品交易的平均增长速度也远高于其他种类的衍生品交易。2017年，汇率类衍生金融资产比上年增长19.72%，负债端比上年增长38.1%。

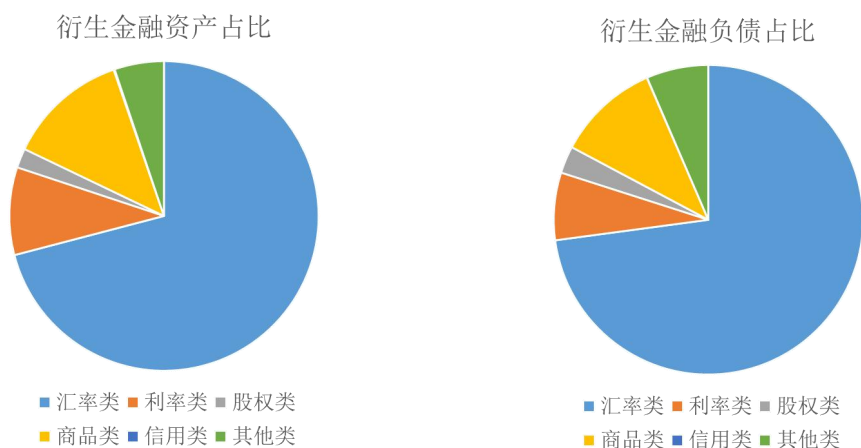


图 5 2017 年各类衍生品的资产和负债占比

数据来源：Wind

从行业分布上看，金融部门运用外汇衍生品占比较高，企业部门外汇衍生品套保业务仍显滞后。然而，汇率风险却主要集中在企业部门。2017 年，企业部门的汇率类衍生金融资产为 37.95 亿元，占汇率类衍生金融资产总计的 0.99%，金融部门占比 99.01%；企业部门的汇率类衍生金融负债为 38.38 亿元，占比 0.92%，金融部门占比 99.08%。

表 1 2017 年开展外汇衍生品交易业务的行业分布情况（亿元）

行业	汇率类衍生金融资产	行业	汇率类衍生金融负债
金融业	3780.16	金融业	4149.30
制造业	29.67	制造业	30.09
批发和零售业	3.85	批发和零售业	2.89
租赁和商业服务业	2.42	电力、热力、燃气及水利	2.74
房地产业	1.32	租赁和商业服务业	1.63
交通运输、仓储和邮政业	0.64	房地产业	1.01
建筑业	0.05	建筑业	0.02
总计	3818.11	总计	4187.68

数据来源：Wind

事实上，大多数实体企业仍常用一些传统方法来管理汇率风险，这主要包括：第一，优化负债币种结构，缩减美元负债比例；第二，在国家外汇管理局允许的范围内，保留外币资金用以支付外币计价费用；第三，在人民币国际化的大背景下，积极推动海外项目的人民币计价结算，以降低企业在日常经营中所面临的汇率风险。总之，汇率波动对国内企业的冲击越来越大。然而，我国企业仍然主要依靠传统手段来规避汇率风险，较少使用衍生金融工具来进行风险对冲。

二、企业使用外汇衍生金融工具的困难

从我国目前总体状况来看，很多企业都没有为其巨大的外汇头寸进行套保，尤其是国有企业，并没有系好人民币汇率的“安全带”。究其主要原因，则是在使用外汇衍生品管理汇率风险的过程中，我国企业仍面临着以下三方面问题：

（一）内控管理漏洞导致企业衍生业务亏损

目前，我国对衍生品交易风险的认识还不到位，这主要源于中信泰富和中航油等国有企业衍生业务巨额亏损的个别案例。这些企业使用衍生品进行套期保值产生重大损失，往往是因为衍生品交易量远远超过其现货需求量。例如，中信泰富的外汇风险暴露为，因投资澳大利亚矿业而产生的 16 亿澳元初期投资及后期每年 10 亿澳元的运营费用。但其签订的累计期权杠杆式外汇合约，据丁洪(2009)¹分析，实际上是在未来两年内的每一个月，买入 1 个看涨期权，同时卖出 2.5 个看跌期权作为对价。根据敲出条件，中信泰富的所有澳元合约加起来，其利润总额最高也只不过为 5150 万美元。但只要合约没有被敲出，中信泰富就必须履约，不断高位接货直到总量达到 90.5 亿澳元为止。显然，中信泰富的 90.5 亿澳元潜在外汇衍生品头寸严重超过了其每年需要的 10 亿澳元运营费用。

尽管企业运用外汇衍生品进行风险管理的初衷是正确的，但却还是因为衍生品交易而产生巨额亏损，这除了与企业对未来汇率走势判断错误、对复杂衍生品不熟悉、对风险管理工具使用不恰当有关外，企业内部管理机制缺失或执行不到位，也往往是许多风险事件发生的一个重要原因。企业在最初遭到损失时，为了急于挽回，往往没有及时止损，反而还会继续加仓，导致衍生品持仓量大大超过套期保值需要，当市场走势与其预测方向相反时，便会产生巨额损失。然而，在亏损时一味加仓所面临的风险并不是只有在不利行情下才能够被发现，而是在发生这种投机行为之前就应该被注意到。

有些企业的衍生品业务组织体系仅涉及实际控制人和衍生品操作岗，交易决策主要由实际控制人确定，具体操作由交易岗执行，由于缺乏必要的内部监督管理机制，交易岗的操作没有受到必要的制约，导致衍生品交易的主观性和随意性较强，对既定方案的执行力较差，使得保值交易容易转变为投机交易。而另外一些企业虽然内部也存在风险控制机制，但风控制度在风险面前却形同虚设，风险管理委员会和内审部门等相关节点都没有尽到应尽的职责。企业内部管理部门对这类风险的漠视等于是将企业放置在未知风险之中，因此企业有必要在内部管理和风险控制方面保证其职责的完整性，履行其监管义务。

（二）企业考核机制限制衍生业务

国内媒体在没有搞清楚企业衍生业务亏损真正原因的情况下，只一味夸大衍生品自身的风险，这不仅使国企套保面临了较大的舆论压力，而且也影响了政府

¹ 丁洪. 中信泰富外汇衍生品投资亏损案例分析与启示. 南方金融, 2009 年, 第 3 期.

的相关决策，使国家主管部门加大了对国有企业衍生品业务的监管力度。2009年，国资委多次下发通知，要求国有企业审慎开展金融衍生业务。特别是其下发的《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》，对国有企业参与衍生品市场进行了严格规定，一定程度上影响了企业衍生金融工具的正常使用。

在现行的国企管理制度下，期货和现货是分开考核的。而使用衍生金融工具进行套期保值，通常会出现两种结果：一是现货市场盈利、期货市场亏损，而这将给企业及其相关负责人带来很大压力，如若发生重大损失，甚至要承担刑事责任；二是现货市场亏损、期货市场盈利，但这种情况也并不一定会给企业管理人员带来任何正面激励。因此，在人民币单边升值阶段，海外负债较多的国有企业使用外汇衍生品提前锁定汇率风险的积极性并不高；而在人民币贬值阶段，海外负债较多的企业若使用衍生金融工具进行套期保值，虽然从理论上来说期货交易应该是盈利的，但是由于对冲交易仍然存在出现损失的可能性，因此不少国有企业便都抱着“多一事不如少一事”的态度，反而是民营企业由于决策灵活参与套保的热情倒会更高一些。

在评价企业业绩时，只允许实际换汇价格优于当期即期汇率的考核机制，会使得企业在套期保值方面的无作为成为其最优选择。一家国有企业的相关负责人曾经表示：“虽然公司会考虑套期保值，但是每一个金融工具的应用不仅有成本，而且还有风险。如果预计人民币贬值，但实际上人民币反而升值了，那么你的操作就会带来损失。”由此可见，企业最关注的仍是衍生品交易可能会带来的潜在损失。因而，欠妥当的外部评价体系会导致国有企业过度担心衍生品交易风险，从而降低企业参与套期保值的积极性。或者，即使企业保持了较高的积极性，欠妥当的评价体系也会使其陷入另外一种误区。近期的中石化期权交易亏损事件，就是这样一个例子。中石化作为原油买方，采取了买入看涨期权的策略来锁定成本、规避原油涨价风险以进行套期保值。但是，由于需要支付较高的期权费，单纯买入看涨期权对公司现金流构成了较大压力。在现行对衍生品进行单独考核的国有企业评价机制中，这种收益未知成本较高的交易，一般很难被接受。这时卖出看跌期权，利用卖出看跌期权的期权费来抵消买入看涨期权的期权费就成了一种替代策略，而这也为中石化几十亿美元的亏损埋下了隐患。

（三）风险管理产品供给抑制难以满足企业避险需求

从境内、境外维度看，境内风险管理产品供给抑制，某种程度上造成了一些企业的境外衍生品违规参与行为。当前对衍生品交易风险的误解在理念上制约了我国衍生品市场的发展，导致我国境内风险管理产品供给不足，客观上成为企业套保参与度不高并且效果不佳的另一个主要原因。受制于国内衍生金融工具供给不足的制约，企业可选择的套保操作往往无法匹配其实际面临的风险，从而产生新的风险敞口，极端情况下还可能造成巨大的经济损失。这种“巧妇难为无米之

炊”的局面，难以满足企业个性化的避险需求。于是，企业便将视线转向了境外套保，而监管部门对国有企业境外套保的态度又比较谨慎，一些企业便在没有被授予资格的情况下，违规参与境外衍生品交易。这一方面凸显了企业强烈的套保需求，另一方面也凸显了监管的不到位，不利于企业套保业务的正常开展。

此外，风险管理产品的供给抑制也体现在场内、场外维度上。从实践来看，汇率类衍生品是企业最常采用的避险工具，但国内目前只存在相应的场外衍生品供给。以场外的远期结售汇为例，在银行与企业签署远期合约之后，银行一般要求企业支付一定比例的保证金，在合约存续期内，如果市场汇率发生了不利于企业的变动，则企业需要追加保证金。虽然有些银行允许客户可以自主选择占用衍生专项授信，而不用交纳保证金，但是授信也是有额度的，这与企业的谈判能力有关，而且占用授信是银行内部的处理方法，严格来讲是否合规值得探讨。

虽然与远期结售汇合约类似，外汇期货交易也需要支付和追加一定的保证金，但是与外汇远期相比，外汇期货具有如下优势：第一，由于外汇期货是匿名的标准化合约，因此对中小企业没有规模歧视，而外汇远期则要求企业有较高的信用度，并且交易金额的大小直接影响企业的交易成本和所接受的服务质量；第二，外汇期货的价格由市场决定，具有公开性、连续性和权威性等特点，可以为外汇远期的定价提供重要参考依据，降低企业套保成本；第三，外汇期货市场属于场内市场，信息透明度较高，便于监管，可以较好地防范系统性金融风险。在已有外汇远期市场的基础上推出外汇期货产品，一是可以使企业在管理风险时多一种可选择的避险工具，二是可以使企业在使用避险工具时的成本更加透明合理。

三、企业使用外汇衍生金融工具的建议

面对未来的外汇衍生品套保新常态，我国应从多角度出发，解决企业在使用外汇衍生品对冲风险时所遇到的困难，同时协调推进外汇衍生品市场的建设与发展。具体建议如下：

（一）引导企业建立完善的内控体系，统筹管理衍生品业务

事实上，衍生金融工具仅仅是一种工具，它到底是在发挥套保功能，还是更多的在投机，这其实取决于交易者如何运用它。在我国与世界经济不断融合的过程中，如何合理运用衍生金融工具，如何构建高效的企业集团内控机制才是真正值得深入思考的问题。对此，建议采取积极引导方式推动企业苦练内功，特别是在组织管理体系上，应保证监控与效率的有机结合。具体来说，一是在董事会下，设立由董事、高管，以及多部门参与的衍生品管理委员会，统筹管理衍生品业务。二是做好企业内部前中后台的衔接配合：首先，前台的衍生品交易部门应在已制订的额度限制下经过严谨的分析模拟后执行套保方案，并定期向衍生品管理委员会汇报套保情况；其次，中台的风险管理部门应运用压力测试、情景分析、风险价值法等多种价格风险指标进行风险计量，同时也要对操作风险、信用风险等非

价格风险进行跟踪与评估；再次，后台的财务审计部门应对交易进行核对确认，对资金进行集中管理，并定期开展合规检查，查找业务运营过程中组织体系、制度流程、保值方案、执行环节等方面出现的问题。

（二）针对衍生品业务的特点，完善国企绩效考核机制

正常情况下，风险与收益必然是匹配的，而使用衍生金融工具进行套期保值的目的，在于确保低风险，此时便不应再要求高收益。建议从套保目的出发，进一步完善国有企业绩效考核机制。一是绩效考核机制应综合评价期现货经营效果。因为任何一笔单独的衍生品交易，不是盈利就是亏损。如果只要求交易部门每笔交易都盈利，而不是将其与经营部门的业务结合在一起考核，那可能就不是在鼓励交易部门进行套保操作。因此在进行衍生品业务考核评估时，应注重期货业务对企业经营的贡献程度，并做到期现业务绩效的有机结合。二是绩效考核机制应侧重评价套保业务的长期动态效果。套期保值是一个长期动态的过程，有些套保操作在短期来看可能是错误的，但是从长期来看却是正确的。因此，不能因为短期的亏损，便彻底否定通过套保操作来锁定未来价格的这种主动风险管理模式。三是绩效考核机制应正确评价有效套保所带来的正面效果。对那些通过有效运用期货市场进行风险管理的国企管理层应给予奖励，从而激励国有企业积极采用金融手段锁定成本，实现企业保值目标。

（三）消除风险管理产品供给抑制，更好服务实体经济

2018年12月底的中央经济工作会议认为，要提高金融体系服务实体经济能力，形成国内市场和生产主体、经济增长和就业扩大、金融和实体经济良性循环。而提高服务实体经济的能力则应从增加有效金融供给入手，在充分认识衍生品功能定位的基础上，理性对待期货市场的发展，包括逐步丰富衍生交易产品、适时完善市场交易机制等。在此呼吁，应从金融服务实体经济的角度出发，推出人民币美元期货。近十几年来，在企业外币存款和借款当中，以美元计价的存款和借款一直远远多于其他外币币种，美元存款在外币存款中的占比始终保持在50%—90%的区间内，而美元借款占比甚至达到了70%—90%的区间。由此可见，规避美元汇率风险仍是我国企业最主要的避险诉求，企业急需更为丰富的外汇套保工具来对冲美元汇率风险。另外，从外币借款期限来看，近年来外币短期借款占全部借款的比例有所提高。2013年之前，外币短期借款占比大约为20%—40%，而2013年之后，短期借款占比则提高到了40%—50%，表明当前我国实体企业的外债周期大约有一半集中在一年以内。设计总期限为一年左右的场内外汇衍生品，与企业汇率风险的期限结构大致有一半是相匹配的，可以在较大程度上帮助实体经济管理汇率风险。

总之，只有在坚持稳中求进工作总基调的基础上，让市场发挥决定性作用、让产品更为多样化，才是消除金融抑制、释放资本活力、服务实体经济的根本良

药。

（作者就职于北京金融衍生品研究院）