

汇率结待解 沪港通呼唤外汇避险港湾

□本报实习记者 马爽 叶斯琦

“一出手就先亏损近6%，汇率的杀伤力太大了！”就在“沪港通”开闸的第一天，一位投资者惊呼。

在“1117号列车”历史性启程之际，汇率问题意外成为第一个插曲。尽管中国结算公司及时声明，实际的结算汇兑比率一般都会优于参考汇率，6%的亏损只是虚惊一场。不过，“极端情况下离岸人民币市场发生大幅度波动时，有可能出现结算汇兑比率劣于参考汇率的结果”还是让市场意识到，“沪港通”中的汇率风险不容忽视。

其实，不仅是“沪港通”，汇率在包括大宗商品在内的资本市场上，一直都是难以绕开的问题。对于航空、有色和能源等公司而言，因汇率变动使得资产负债表出现戏剧性转变的情况早已屡见不鲜。

分析人士指出，随着我国外汇市场的逐步开放，以及对外贸易中主要对手国货币变动更加频繁且剧烈，参与对外贸易的企业面临更大外汇波动风险，外汇期货的推出正逢其时。

“沪港通”的意外插曲

2014年11月17日上午，随着开市钟声敲响，资本市场迎来一个历史性的时刻——“沪港通”开闸了。

在这趟“1117号列车”启程前，港交所总裁李小加说出了他的担忧，“沪港通毕竟是一条全新的投资之路，两地的法律、法规、市场结构、交易规则均存在明显差异，纵然我们演习一遍，开通的初期很难保证不出现这些或那些的插曲。”

出乎很多人意料的是，汇率拨动了第一段插曲。

由于沪港股市分别采用人民币和港币计价，投资者参与其中时，难免涉及到两币兑换。按照上交所17日公布的汇率参考价，港币买入参考价为0.7671，卖出参考价为0.8145。有人据此计算，如果以100万人民币兑换成港元并买入港股，平均卖出后，再兑换回人民币，仅剩下94.18万元。这意味着，投资者在买入前已先亏损5.82%。市场甚至一度传言，汇率差提升交易成本，正是港股通遇冷的重要原因。

“汇率问题显然会影响沪港通的正常运行，其根本原因在于参考汇率买入价和卖出价差过大，导致投资者在进行汇率兑换时，出现损失。这个价格主要由上交所来确定，而国内缺乏汇率对冲工具，因此监管层为了避免汇兑损失，在汇率买卖价差上设置了较大的区间。”银河期货研究员周帆表示。

所幸的是，相关部门在第一时间给投资者送来了“定心丸”。11月17日，中国证券登记结算有限公司发布公告称，港股通业务中需事先设定参考汇率，主要用于券商交易前端预冻结资金，而非用于实际结算，为避免当日汇率波动给市场带来的结算风险，其取值范围覆盖了历史上的最大单日波动范围，实际的结算汇兑比率一般都会优于参考汇率。

虽无近忧，仍有远虑。尽管只是一场虚惊，但“沪港通”中的汇率风险依旧不容忽视。中国结算提醒，极端情况下离岸人民币市场发生大幅度波动时，有可能出现结算汇兑比率劣于参考汇率的结果，投资者需及时关注离岸人民币市场并查看资金账户余额，防止资金账户出现透支。

“目前来看，‘沪港通’的汇率问题对于交易不利，结算汇兑比率的不确定性导致投资者在决策中很难实时了解投资成本，造成



新华社图片

投资判断和实际投资结果出现偏差。”方正中期期货研究员彭博指出，由于美元强势，港币出现持续走弱的情况。因此，从长远看，持有港币投资A股市场需要承受一定程度上的汇率损失。

对于短线、资金并非充裕的投资者而言，汇率的影响可能较大。周帆表示，沪港两市股票的价差不会完全收敛，但因为汇率因素，投资者进行套利的难度加大。

不过，安信期货研究员刘鹏分析，实际结算汇率对于沪港通的影响并不大。“根据上交所公布的结算汇兑比率来看，近几日买入与卖出汇兑比率差值非常小，甚至部分交易日购买港股的投资者在成本方面实际上有小幅收益。”

难以绕开的汇率结

其实不仅是“沪港通”，汇率在包括大宗商品在内的资本市场上，一直都是难以绕开的问题，对航空、能源、钢铁和矿产等涉及海外业务的行业，乃至人民币国际化、中国企业“走出去”等都产生重要影响。

以航空业为例，由于全球航空公司飞机购买等业务一般通过美元结算和支付，因此美元负债占比较高。公开数据显示，截至2013年12月31日，国航总负债为14741.9亿元，其中美元负债占比高达70.07%，达781.97亿人民币，约130亿美元。南方航空截至2013年年底，净负债总额为人民币1043亿元，其中80%以美元计价，大约是830亿元人民币，约合135亿美元。可见，一旦美元与本币汇率发生大幅波动，必然给企业带来巨大风险。

又比如，2013年铜价大幅下跌，对于大量使用铜作为原材料的电路板制造商而言理应是一大利好。不过，泰国印制电路板制造商KCE的高层却表示，铜价下跌节省的钱都被泰铢兑美元升值抵消了，泰铢升值使该公司出口成本大幅增加。

同样的情形还发生在印度。印度一家汽车配件厂商曾受益于钢材和橡胶价格走低，但印度卢比贬值又将原材料价格下跌的收益大幅稀释。

对于人民币而言，自2005年人民币汇率改革以来，人民币汇率市场开始呈现升值态势，从最初1美元兑约8.27元人民币至最近1美元兑

约6.12元人民币，升值幅度已超过20%。

在人民币汇率不断升值的情况下，我国企业尤其是出口导向型企业面临不利影响，过高的汇率会抑制出口而打击相关行业。银河期货宏观分析师李彦森表示，应该看到，多年以来我国以出口为拉动增长的主要动力，长期贸易顺差造成外汇储备过多。在人民币国际化的趋势下，升值是一个必然的过程。“经济增长和国际收支持续顺差是支撑人民币升值的两大主要因素，而国内利率高企带来的热钱流入也在侧面推动人民币升值上升。”南华期货研究所高级总监张一伟表示，不过应该看到，随着近期我国经济增速下降和实质性降息周期的到来，人民币升值有所放缓，其更多地开始体现为双向变动。

张一伟指出，对市场化的货币而言，汇率出现双向变动是再正常不过的现象，而人民币要想真正实现国际化，汇率出现市场化变动是必不可少的过程。对于中国企业而言，要想“走出去”，实现国际化，管控汇率波动风险将是一门必修课。

例如，我国对于原油的进口依赖度很高，油价对于企业的生产经营起到举足轻重作用。张一伟表示，国内原油期货上市可以给相关企业提供一个有效规避价格波动的金融工具，或许可以说，汇率变动给原油期货上市提供了更多必要性。

值得注意的是，欧美发达经济体和亚洲部分国家的经验表明，汇率的波动非但不会对本国货币国际化带来不利因素，反倒是促进国际化的加速器。

外汇期货推出“正逢时”

作为世界上第一个金融期货产品，40多年来，外汇期货已经成为国际金融市场汇率风险管理不可缺少的工具，并在促进对外贸易、对外投资便利化和服务实体经济方面发挥着重要作用。与此同时，在海外各大交易场所紧锣密鼓地推出人民币期货的同时，“倒逼效应”逐渐显现，促使国内尽快推出人民币衍生产品。

“目前市场正处于一个转折期，美国退出QE，欧元区负利率以及日本的量化宽松出现，加上乌克兰危机等全球性事件的潜在风险，外汇市场正处于一个‘躁动不安’的时期，

打压大宗商品价格。

商品牛市尚远

展望后市，周帆认为，美元的波动主要受到三个因素的影响。第一，避险需求。第二，美国货币政策。第三，其他货币的挑战。

“美元指数后市仍将走强，主要原因有两方面。首先，美国经济处于平稳复苏中。通过非农、首次申领失业金等数据可以看到，美国就业市场的持续向好成为美国经济复苏的最重要支撑，充足的就业传导至消费领域使得零售与消费者信心均稳步提升。在内生性动力逐步增强的局面下，美国经济仍将保持上行，这成为中长期美元指数走强的根本原因。其次，欧元区、日本以及新兴市场经济均面临下行风险，这使得以欧元为首的非美货币整体处于下行通道之中，这给美元指数形

成一定提振。”刘鹏说。

美国加息的时间点无疑将影响美元后市走向。方正中期期货研究员彭博认为，目前来看，这个时间点并不确定。不过，从中长期来看，美联储加息是大概率事件，这将极大改变全球资本流向，使得美元从全球回流，带动美元指数继续走强。

不过，也有分析人士认为，从目前来看，美国大选后，地缘危机有化解的可能，QE退出已尘埃落定，伴随着经济复苏，美元货币活性的增强，有可能使得美元缺乏上涨的动力，未来美元维持目前点位横盘震荡的可能性较大。

总体而言，在供需结构失衡和美元走强的大背景下，大宗商品短期内难有迅速翻身的机会，长期底部徘徊或在所难免，虽然一些品种的结构性机会可能出现，不过像过去由需求高速增长带来的“黄金时期”还遥不可及。

也有业内专家表示，我国实现由商品输出大国向资本输出大国的转型，进一步扩大我国对外投资规模，需要建立以外汇期货为核心的外汇衍生品市场体系，化解对外投资中的各类风险，同时，也需要循序渐进地推动人民币自由兑换的进程，让更多的企业和投资者大胆地“走出去”，增强对外投资力度，化解产能过剩，助推中国经济战略转型。

中国证券报：外汇期货推出将会带来哪些好处？

张一伟：汇率波动或加速本币国际化

□本报实习记者 马爽 叶斯琦

“欧美发达经济体和亚洲部分国家的经验表明，汇率波动非但不会对本国货币国际化带来不利因素，反倒是促进国际化的加速器。”南华期货研究所高级总监张一伟指出，推出外汇期货，既可以帮助企业和居民管理好汇率波动风险，又为投资者提供了一类较好的交易类工具；而对国内金融机构来说，更是为其提供了便捷的资产风险管理工具。

中国证券报：近年来人民币汇率市场呈现怎样的变化？

张一伟：首先，2010年至2013年近四年，人民币几乎呈现单边升值的走势，这四年人民币汇率总共升值超过11.8%，平均涨幅达到2.95%。其中2011年的涨幅超过了4.48%，而涨幅最小的2012年也达到了1.02%。

但进入2014年后，情况发生了改变。2014年1月至4月，人民币累计贬值幅度达到3.35%，出现了2005年汇改以来的最大连续跌幅。而从2014年5月开始，人民币又一改1至4月的贬值走势，开始出现连续升值。这些说明了人民币汇率市场之前的单边升值走势已经发生了改变，当前呈现的是双向波动、更为市场化的走势，而以前单向看多的人民币的走势预期也因此出现了一定程度分化。

中国证券报：出现这些变化的原因是什么？

张一伟：出现这些变化的原因主要有两点。第一，近几年人民币单边升值的逻辑是中国经济的迅速增长以及由此导致的劳动率的上升。但随着中国经济增速的降缓和前期积累的部分问题，导致人民币单边升值的预期开始发生转变，加之美联储货币政策的转向，人民币汇率可能已经进入一个震荡区间。

第二，人民币国际化战略需要更加市场化的人民币汇率。因为只有市场化的汇率才能广泛被市场所接受，而一种货币只有被市场所认可才有可能最终实现国际化。当前我国正处在人民币国际化的路途中，人民币的定价及其市场化的波动又是国际化的核心内容之一。

中国证券报：汇率变动会对我国企业带来哪些影响？

张一伟：我国经济增长离不开全球经济的循环，商品与服务的进出口对我国乃至全球经济都起到了巨大的推动作用。在我国还没有汇率期货等金融衍生品对冲工具时，汇率变动会使得很多的企业暴露在汇率风险中，造成成本和收益的不确定性，给生产经营带来风险。

对市场化的货币而言，汇率出现双向变动是再正常不过的现象，而人民币要想真正实现国际化，汇率出现市场化变动是必不可少的过程。

中国证券报：国内推出外汇期货需要哪些迫切的前提条件？

张一伟：第一，目前市场处于一个转折期，美国退出QE3，欧元区负利率以及日本的量化宽松推出，加上乌克兰危机以及埃博拉等全球性事件的潜在风险，外汇市场正处于一个“躁动不安”的时期，汇率面临巨大的波动风险。在此背景下，越来越多的中国企业走出去或涉及对外业务，这些企业在进行货币兑换时，都被暴露在汇率波动的风险面前。另外，随着自贸区的成立，标志着我国资本项目的开放将逐渐推进，越来越多的中国资本将走出国门，他们也将面临货币兑换所带来的汇率波动风险。因此，市场迫切需要可以有效管控外汇风险的金融工具。

第二，境外期货市场主要由商品、股票（指数）、利率、汇率几个类型的产品组成。境外市场通过对这些类型产品的有机结合，成功具备了对各类风险进行有效管控的能力，对实体经济的安全、平稳运行提供了保障。我国目前已经推出的期货产品包括有商品、股指、利率这些种类，但汇率类型的期货产品目前还处于空白，相较于国外完善的风险管理体系而言，国内市场的这一块一直是短板。因此，要形成完善的风险管理体系，促进实体经济健康发展，市场迫切的需要汇率类期货品种的推出。

中国证券报：外汇期货推出将会带来哪些好处？

张一伟：外汇期货的推出，将为我国企业和居民带来一类新的风险管理工具，既可以帮助企业和居民管理好汇率波动风险，又为投资者提供了一类较好的交易类工具，而对国内金融机构来说，更是为其提供了便捷的资产风险管理工具。目前外汇期货拟推出的有欧元兑美元和澳元兑美元两个品种。对于我国的涉外企业而言，兑换需求主要集中在欧元和美元这两个币种上，因此推出欧元兑美元期货将可以帮助这些企业规避汇率波动带来的风险；另外，我国从澳大利亚进口大量铁矿石、煤炭等大宗商品，澳元兑美元期货的推出使得进口企业可以管控它们面临的汇率风险敞口。居民的外汇需求主要集中在教育留学和旅游等方面，美元、欧元和澳元也正是这两方面需求的集中体现。

大规模抄底

中国紧抓大宗商品“熊”契机

(上接A05版)由于我国期货市场发展时间短、规模小、品种少，中国没有成为任何一种大宗商品的定价中心，而在国外进行期货交易，由于交易制度差异、代理风险和信息劣势，国内企业参与境外期货交易的成本极高，这导致了定价权的缺失。

“资源商品的供求主要通过长期合约和期货市场合约进行，而货币供应量和流动性又直接影响着期货市场的投资。同时，资源商品的名义价格又大多以美元标价，所以美元汇率的变化也直接影响资源商品的名义价格。全球与资源性商品相关的金融交易市场也发展迅猛，从而为过剩的流动性追逐资源性商品提供了便利条件。”业内一位不愿具名的专家表示。

“打造制造业强国将是未来较长时期内的重点战略任务，制造业的发展对能源原材料的供应保障提出了越来越高的要求，因此我们要将竞争重点转向资源的争取上来，从数量和价格两个方面为制造业强国的崛起提供保障。”前述专家表示。

该专家认为，目前适时加大资源储备正是保障资源量供给和平抑价格波动的必要措施。建立资源战略储备的最大意义，并不是直接会降低资源的价格，而是一方面资源储备可以锁定资源商品的价格，另一方面是稳定对资源价格的预期，从而使得国内资源商品价格不至于出现过度波动，以缓解资源价格剧烈波动带来的风险。

强美元成主线 大宗商品弱势难改

□本报实习记者 马爽 叶斯琦

在汇率方面，美元币值的变动无疑是全球投资者关注的焦点。历史经验表明，美元指数和大宗商品价格时常保持高度负相关性。分析人士指出，在供需结构失衡和美元走强的大背景下，大宗商品短期内难有迅速翻身的机会，取而代之的可能是长期的底部徘徊。

强美元 弱商品

11月21日，美元指数盘中再度冲高，截至收盘，报收于88.3，较上一交易日上涨0.62或0.71%，盘中更是一度上探至88.38，创下2010年6月以来的最高值。据中国证券报记者统计，2014年7月1日以来，美元指数已累计上涨了10.67%。在此期间，衡量全球商品期货价格变动的CRB指数则累计下跌了12.69%。美元走强，是近期大宗商品市场上毋庸置疑的重要主线。

强美元 弱商品

11月21日，美元指数盘中再度冲高，截至收盘，报收于88.3，较上一交易日上涨0.62或0.71%，盘中更是一度上探至88.38，创下2010年6月以来的最高值。据中国证券报记者统计，2014年7月1日以来，美元指数已累计上涨了10.67%。在此期间，衡量全球商品期货价格变动的CRB指数则累计下跌了12.69%。美元走强，是近期大宗商品市场上毋庸置疑的重要主线。

“通过对于历史数据、尤其是近十年数据的观察可以看到，美元指数和大宗商品价格保持高度的负相关性。”安信期货研究员刘鹏认为，大宗商品与美元资产是全球资产配置中两个重要的资产类别，美元指数的变化，在一定程度上反映了美元资产吸引力的变化，这会引导资金在大宗商品与美元资产之间的转换。当美元走强时，投资者对美元资产偏好增强，促使部分资金从商品市场流出，导致其价格回落。

“美元对商品的影响主要表现为两个方面。第一，由于国际大宗商品普遍以美

元定价，所以美元上涨肯定对商品是利空影响。第二，美元上涨往往是由货币紧缩导致，而货币紧缩会影响实体经济需求，故导致商品价格下跌。”银河期货研究员周帆表示。

不过，对于美元作为计价货币的影响，刘鹏提醒，标价层面上美元对大宗商品的影响仅限于货币层面，对于供求影响较为有限。具体而言，美元走强影响的仅是持有美元资产的投资者，当投资者以升值的美元购买等量商品时，他所花费的美元较之前减少，其获得的收益即为美元升值的幅度。而对并未持有美元资产的投资者，其所持货币可兑换美元减少，但是购买时，可按下跌的商品价格购买，因此结果并不受影响。

值得注意的是，除了美元升值以外，大宗商品价格走势还受到包括实际供需在内的多重因素影响。

分析人士普遍指出，很多大宗商品受制于全球经济低迷及农业丰产带来的高库存期，并且页岩气等替代能源的发展也减少对大宗商品的需求，逐步

打压大宗商品价格。

商品牛市尚远

展望后市，周帆认为，美元的波动主要受到三个因素的影响。第一，避险需求。第二，美国货币政策。第三，其他货币的挑战。

“美元指数后市仍将走强，主要原因有两方面。首先，美国经济处于平稳复苏中。通过非农、首次申领失业金等数据可以看到，美国就业市场的持续向好成为美国经济复苏的最重要支撑，充足的就业传导至消费领域使得零售与消费者信心均稳步提升。在内生性动力逐步增强的局面下，美国经济仍将保持上行，这成为中长期美元指数走强的根本原因。其次，欧元区、日本以及新兴市场经济均面临下行风险，这使得以欧元为首的非美货币整体处于下行通道之中，这给美元指数形

成一定提振。”刘鹏说。

美国加息的时间点无疑将影响美元后市走向。方正中期期货研究员彭博认为，目前来看，这个时间点并不确定。不过，从中长期来看，美联储加息是大概率事件，这将极大改变全球资本流向，使得美元从全球回流，带动美元指数继续走强。

不过，也有分析人士认为，从目前来看，美国大选后，地缘危机有化解的可能，QE退出已尘埃落定，伴随着经济复苏，美元货币活性的增强，有可能使得美元缺乏上涨的动力，未来美元维持目前点位横盘震荡的可能性较大。

总体而言，在供需结构失衡和美元走强的大背景下，大宗商品短期内难有迅速翻身的机会，长期底部徘徊或在所难免，虽然一些品种的结构性机会可能出现，不过像过去由需求高速增长带来的“黄金时期”还遥不可及。

1、证券投资基金管理人 1名

任职要求：5年以上证券投资经验并取得优秀业绩，熟悉各类资产的收益和风险特征分析，具有较强的市场分析和判断能力。3年以上基金管理经验；有丰富的投资团队管理