

人民币贬值“挤热钱” 套利交易者“打寒颤”

□本报记者 黄莹颖



贬值压制 商贸融资需求

□本报记者 官平

自2014年1月以来,人民币即期汇率出现超过2%的贬值。在这轮贬值中,大宗商品市场亦出现大幅波动,其中被市场冠以“铜博士”名头的金属铜融资需求受到抑制,造成铜市恐慌下跌,年初以来累计跌幅超过12%。

分析人士指出,人民币贬值导致商品贸易融资的套利空间被压缩,诸如铜、橡胶等工业品的“金融升水”慢慢流出,一些贸易商可能尽快结清头寸,原本未进入市场真实供需面的货物加大了社会库存压力,价格短期来看仍然受到压制。

贬值引发商品抛售

在2月份后,人民币贬值趋势似有加快。业内人士表示,继本周一人民币录得0.58%的两年来最大涨幅,3月25日和26日即期汇率的持续走弱,显示出至少短期内人民币贬值趋势已不太容易逆转。

在这种背景下,大宗商品能否独善其身?显而易见,长期以来,融资进口为大宗商品暴跌埋下隐患。由于国内利率不断走高,银行对钢铁等行业限贷,很多企业采取借入低息美元、进口铁矿石、铜等大宗商品来融资,能享受利差和人民币单边升值好处,这导致铁矿石、铜等进口商品库存持续上升。

业内人士表示,人民币贬值诱发了抛售,作为融资抵押品的铁矿石和铜,面临被银行追加保证金和强制变现的风险,因此铁矿石和铜率先进入暴跌。截至3月27日,连铁矿石与沪铜期货主力合约在3月均累计跌幅超过7%。

富宝金属分析师雷连华表示,在融资购过程的后续阶段,需要用人民币购买美元来归还资金,人民币贬值将意味着需要以更多的人民币来购买美元,而不是像以前那样能享受到人民币升值所带来的利润。并且在人民币大跌期间,投行上调融资铜保证金缴付比重,令融资铜套利者提前结清,对铜价下跌起到推波助澜的作用。

南华期货在一份分析报告中指出,铁矿石暴跌可能引发钢厂资金链危机。目前港口进口铁矿石逾1亿吨,多数是钢厂的“融资矿”。而所有融资贸易都采取保证金操作,带有资金杠杆,铁矿石连续暴跌,钢厂亏损惨重,还要被追加保证金,加剧了资金紧张。

不利大宗商品进口

随着国内资金面紧张,越来越多的商品具有了更强的金融属性,现在包括铁矿石、大豆、棕榈油、橡胶、锌、铝、黄金、铜以及镍,这也使得包括铜在内的多种大宗商品在价格中包含了“金融升水”,因为市场把中国用于融资进口的大宗商品当成了需求,这导致了商品价格上升。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示,人民币贬值对大宗商品市场的影响可以从三个方面分析:一是,人民币贬值将导致人民币购买力下降,不利于大宗商品进口。铜和铁矿石等商品进口会受到抑制,从而导致中国对商品的表现消费下降,原材料进口价格上涨;二是,人民币贬值会导致贸易顺差下降,外汇占款减少,压缩了人民币流动性,从而抬高了企业融资成本,使得下游补库意愿下降,增加商品的持有机会成本。三是,人民币贬值导致融资贸易商品的套利空间缩小,原因在于人民币贬值会导致人民币即期和远期汇率逆转,增加对冲汇率波动成本,从而人民币贬值对于商品消费是利空,而对于商品出库在某种程度上有利。

不过,一些业内人士认为,人民币贬值令当前做融资贸易的商家更加注重对利率风险的控制,在有利差的情况下,融资贸易将继续存在。

今年以来,人民币遭遇前所未有的贬值,贬值幅度一度接近3%。大幅贬值的人民币,不仅抵消了2013年全年的涨幅,也直接导致人民币从预期升值到贬值的逆转。

与此同时,过去的3月份,RQFII-ETF基金也遭遇罕见大规模赎回,多家香港银行也于近期提高人民币存款利率,以及其他种种现象都显示,被斩断套利空间后,热钱正在加速逃离。

RQFII-ETF遭遇大幅赎回

RQFII基金正在遭遇罕见大规模赎回。据Wind数据显示,截至3月27日,纳入统计的14只RQFII基金,其赎回额高达6.135亿份,其中南方A50赎回份数更是高达4.685亿份,相当于39亿元资金的净流出。此外,博时FA50、华夏沪深300ETF、易方达中证100ETF等多只基金也遭遇较大幅度赎回。

此前的1月份,纳入统计的14只RQFII基金,其净申购额高达2.294亿份基金单位,其中南方A50更是获得1.92亿份的净申购,相当于流入资金17亿元。不过这种局面在去年2月已悄然发生变化,尽管南方A50仍然获得一定幅度净申购,但是整体RQFII份额则呈现出逆转态势,赎回份额为987万份。

人民币套利者损失惨重

今年以来,人民币遭遇前所未有的贬值,其幅度一度接近3%。从人民币兑美元即期汇率市场来看,1月14日收盘价为6.0406元,至昨天,收盘价为6.2103元,跌幅达2.85%。大幅贬值的人民币,不仅仅抵消了2013年全年的涨幅,也直接导致人民币从预期升值到贬值的逆转。

中银国际对此评价表示,人民币兑美元汇率自今年初以来已明显贬值约3%,贬值幅度较大,目前市场的人民币升值惯性预期已被打破,取而代之的是对人民币的一片看空之声,在这种情况下,央行已不需要进一步引导汇率贬值。如果上述分析正确的话,则未来一段时间人民币汇率贬值的步伐可能放缓甚至停止,这可能会再一次出乎汇率投机者的预料。

根据国际清算银行(BIS)统计数据 displays,目前香港外资银行发放给内地的贷款总额已高达4300亿美元,香港银行对内地净债权占总债权接近40%。此类贷款的需求通常随着人民币的升值而增加,在人民币市

值得注意的是,由于人民币升值预期逆转,香港离岸人民币存款也发生微妙转变。一些基于人民币升值预期的客户已处于抛售人民币的恐慌当中。而为了应对这种局面,不少香港银行开始祭出提高利率的招数。如工银亚洲近日宣布,由3月14日起至今年4月30日,推出分阶段递增的人民币存款年利率优惠,最高年利率达4%,暂为全香港最高,起存金额为10万元人民币,全期平均为3.3%。建银亚洲近期推出优惠,人民币定存年息亦有3.4%。该优惠须以全新资金开立,分三阶段,首阶段为开立存款日起计首90日为2.5%,第二阶段为存款期第91日至180日,存款年利率3.3%,第三阶段则由存款期第181日至288日,年利率4%。

渣打香港也于近日宣布,3月21日起至4月底,存

值得注意的是H股,3月以来,恒生国企指数的跌幅0.18%,几乎完成一个小V型反转。与此同时,据EPFR Global统计数据显示,3月12日至3月19日,中国股票型基金资金净流出额逾15亿美元,为2008年1月以来单周最大净流出纪录。其中,投资者对中国股基的资金赎回额更创下有统计以来的历史纪录。

有香港基金业人士指出,从3月以来ROFII-ETF赎回、H股跌幅等并不一致的数据看,尽管反映了一部分热钱出于对中国数据偏弱的担忧,但实际上却是相对于其他主要经济体的进一步宽松,美联储反而会收紧货币政策,给予了美元强劲支撑。

值下降的时候也会减少。

预期的变化,对于人民币套利者而言,无疑是当头一棒,香港银行业人士指出,“大幅贬值的人民币将给押注人民币升值的套利交易带来毁灭性打击。不少投资人通过香港银行业借贷,然后再购买RQFII等相关的人民币资产来套利。若按照今年年初以来人民币贬值的幅度,套利交易的投资者损失最高可达140亿美元。”

人民币套利方式目前主要有四种:在离岸岸即期汇率套利、NDF与DF汇率套利、在离岸岸存贷息差套利、跨币种息差套利。莫尼塔的一份研报指出,在人民币升值通道中,息差和汇率将带来双丰收。具体的,企业A在境内“存款”并要求开具信用证给离岸合作伙伴B之后,B按照离岸汇率获得相应金额的外汇贷款,并通过向A进口商品将这笔外汇支付给A;A以在岸汇率将外汇兑换为人民币。到期之后,A获得境内人民币“存款”本利,并按照到期汇率兑换需支付的外汇贷款本利和。

港银提利率拼抢人民币存款

人新资金2万元,承造6个月期定存息达3.2厘,到期收息320元,只适用于全新客户,即是过去12个月内并未有在该行持有任何银行产品或服务,信用卡除外。渣打香港及大中华区存款及按揭业务主管王维宪表示,推出短期优惠目的在于希望吸纳更多人民币,无论是高端或一般客户,人民币高息定存似乎是吸纳新客户的有效方法。

此外,星展银行(香港)也宣布增加人民币定息存款利率,由2.8%升至3%。目前香港银行业人士仍对人民币业务保持较高信心。渣打香港环球市场主管陈铭侨表示,去年外围气氛不明朗,美国QE退市令下半年环球市场较为波动,不过,人民币业务亦有双位数增长,今年首两个月亦保持此良好势头,有信心今年全年亦有双位数增长。

人民币中长期强势基础料稳固

□本报记者 王辉

对于本轮人民币始自2月以来的加速走贬,主流机构分析观点普遍认为,2014年开年以来宏观经济基本面、尤其是进出口部门的疲弱表现,是导致人民币汇率持续急跌的主要原因。与此同时,叠加人民币汇率波幅扩大、美联储QE规模持续削减等因素,人民币汇率下跌幅度在一定程度上出现进一步放大。但另一方面,综合国际收支、劳动生产率等中长期因素来看,人民币长期升值的基础仍较为稳固。

基本面阴云引致人民币急跌

对于本轮人民币汇率持续走软背后的深层因素,目前市场主流观点普遍将其归结为经济基本面的“不给力”,尤其是2月份刚刚出现的月度贸易逆差和热钱流出。

海通证券表示,2月贸易出现230亿美元的巨额逆差,反映热钱流出才是2月汇率贬值真正原因。在利率下降、逆差出现的背景下,不排除人民币汇率走软成为未来一段时间内的趋势。国泰君安也认为,1月份外汇占款和银行代客结售汇高增长所反映出的热钱大规模流入已成过去,预计2月份热钱已经流出,3月还将面临更大流出压力。在此背景下,人民币正在面临现实走贬压力,阶段性贬值预期或逐步增强。而国信证券(香港)的最新观点则进一步认为,前期人民币汇率的弱势表现可以理解为央行主动引导人民币贬值、以扩大人民币双边波动区间。但另一方面,由于单边升值预期的改变叠加贸易大幅逆差的不利影响,预计近期人民币贬值压力加大。

另一方面,结合最新一次美联储议息结果,方正证券、海通证券等多家机构认为,美联储加息时点的提前、二季度美国经济数据可能出现的进一步改善,都可能成为未来美元走势的支撑力量。在此背景下,前期美元的弱势可能告一段

耶伦加息表态 有望支撑强美元格局

□本报记者 张枕河

尽管在最近几个交易日内,美元指数呈现出反弹后的高位回调走势,围绕80整数关口徘徊。但在上周美联储主席耶伦在上任后首次记者会上对未来加息时间做出表态,且该时间早于市场预期后,美元走强已成为大概率事件。特别是相对于其他主要经济体的进一步宽松,美联储反而会收紧货币政策,给予了美元强劲支撑。

欧版QE或打压欧元

多位欧洲央行高层近日连续释放出强烈的宽松信号,表示该行已做好准备,考虑出台“重大举措”来对抗低通胀风险,其中包括实施负利率以及量化宽松(OE)措施。业内人士预计,欧央行在4月推出“欧洲版OE”的概率大增,而欧元兑美元汇率将明显承压。

欧央行下一次会议将于4月3日召开,在3月的会议上,欧洲央行意外地没有采取进一步行动,令市场颇感失望。欧元区今年2月通胀年率修正值为0.7%,为2013年10月以来最低水平,进一步偏离“不但但接近2%”的目标值。

曾是OE主要反对者之一的德国央行行长魏德曼日前就表示,欧洲央行正在讨论货币政策中的核心问题——量化宽松的有效性,并判断其效益是否大于成本和副作用。如果通胀前景改变,比如因为欧元升值,欧央行将可能介入,或再度降息,甚至可能推出量化宽松举措。除反对QE外,魏德曼也是欧洲央行理事会中唯一一个反对直接货币交易(OMT)计划的成员,其态度的转变给量化宽松打开了方便之门。

芬兰央行行长利卡宁近日表示,欧洲央行仍有利率调整空间。在被问及欧央行购买政府债券是否违反欧盟条约时,利卡宁指出,“这不是一个法律问题。条约允许从二级市场购买。”

斯洛伐克央行行长马库赫则透露,几位欧洲央行决策者已准备采取非常规措施,以阻止欧元区陷入通缩环境。“而量化宽松就是欧央行的一个选择。”欧洲央行行长德拉吉则再度强调,欧洲央行将采取必要措施维持物价稳定,该行正在密切关注欧元汇率。

目前欧央行的基准利率为0.25%,分析人士认为,虽然该利率已经创历史低

落。如果美元开始进入强势,则本轮人民币贬值的压力与持续性可能会超出市场预期,不排除人民币即期汇率会贬至6.30左右水平。

人民币汇率长期强势基础仍存

尽管短期市场各方对于人民币汇率进一步走贬的预期较浓,但在人民币汇率的长期趋势方面,多数机构观点仍认为,人民币长期升值的基础仍较为稳固。

国联证券指出,由于国际收支差额总体维持在高位,而且劳动力生产率未来还存在提高空间,人民币在中长期周期上仍会以升值为主要特征。来自中银国际的分析观点认为,虽然短期贸易情况恶化与央行引导促使汇率大幅贬值,然而由于中长期中国国际收支将保持盈余的状态并未改变,以此为基础的外汇供求决定人民币中长期将继续缓慢升值。

针对2014年全年人民币汇率表现,广发证券认为,虽然2月份新增外汇占款低于预期,但事实上,当月金融机构代客结售汇这一“流量指标”并不太差。在人民币长期升值基础并没有消融的情况下,对于今年全年人民币汇率和外汇占款的整体形势不必过于悲观。

此外,来自农业银行战略规划部的分析认为,考虑到人民币单边升值不利于稳定出口、人民币前期积累了较大的贬值压力、中国对美贸易顺差仍然保持较高水平等多个因素,近期的人民币汇率贬值并不是人民币大幅贬值的开始,只是预示着人民币汇率将重回双向波动态势。从2014年全年走势来看,今年人民币走势有望重现2012年走势,即中间价、实际有效汇率全年仍会小幅上升,而全年外汇占款增长、热钱流入压力整体保持在相对低位。

除此之外,来自宏源证券等机构的观点指出,在人民币汇率“波动超量”时,货币当局仍然会灵活干预,防止人民币单边升值或单边贬值的过度波动,目前判断人民币长期走贬显然为时尚早。

耶伦加息表态 有望支撑强美元格局

位,但在欧元区通胀率依然过低的背景下,传统货币政策工具如降息的空间已非常有限。

日元套利平仓潮降温

日本的会计制度规定日本企业结算必须换成日元以后进行结算,日企为了应付年度结算,不得不从海外高息债券市场抽离出来,再换成日元汇回国内列入年度结算盈余中,这些前期利用日元进行套息交易的大量资金平仓后回流日本构成大量日元实质买盘,推动日元不断攀升。

所以按照常理,基本上从2月份开始就会产生资金回流现象。统计显示,此前三年美元兑日元汇率基本都在3月份走势疲软。但从今年情况看,日元套利交易平仓潮明显降温,其汇率并未如期走强。美元兑日元汇率自3月18日开始持续上涨,从17日收盘价101.44涨至27日收盘价102.22。

日元并未按惯例出现阶段性走强的主要原因就是各界预计日央行将很快进一步放水。从4月1日开始,日本消费税税率从当前5%上调至8%的政策就将生效,提高消费税对缓解日本财政负担的确可以带来“立竿见影”的效果,短期内迅速补贴一定财政缺口,但是却对消费构成明显抑制,最终对日本通胀水平“达标”、经济增长、乃至金融市场的整体情绪都将构成打击,日央行去年4月推出的量化宽松货币政策效果也将大打折扣。

日本央行近日明确表示,这一加税举措将暂时导致该国4-6月份的经济陷入负增长。日本经济研究中心日前对40位权威经济学家的调查结果显示,有90%的经济学家预计日本央行今年将采取新的措施,其中预计该行将在7月份采取措施的经济学家所占比例最大,而自2013年4月份推出大规模宽松举措以来,日本央行还未采取过更多政策行动。高盛集团最新研报预计,日央行将在今年5月掀起新一轮“宽松周期”,日元也将继续下跌。野村证券指出,日本去年第四季度经济增速为按年率增长1%,远低于市场预期的增长2.8%,凸显出其复苏乏力风险,而4月份日本消费税上调将带来更大压力,重要数据不佳或促使日本央行很快进一步加大货币宽松力度。三菱东京UFJ银行研究主管赫尔夫尼表示,日本央行将很可能被迫在近期进一步“采取行动”,而美元兑日元汇率的涨势将得到巩固。