

# 巨量美元债务叠加跨境套汇交易 人民币汇率走稳需排除两暗雷

□本报记者 王辉



## 人民币贬值 对外贸影响尚待观察

□本报记者 倪铭娅

过去一周，人民币大幅贬值，中间价创2011年4月以来新低。人民币贬值为出口企业带来利好，对出口的促进作用明显。据测算，人民币名义有效汇率贬值1%将推高出口增速1.5个百分点左右。商务部发言人沈丹阳日前表示，由于2015年12月份的海关数据还未公布，其影响仍需进一步观察。

### 部分出口商难言欢喜

据测算，人民币每贬值1%，纺织服装行业销售利润率将提高2%以上。对出口产品平均利润率仅为3%至5%的纺织服装行业来说，人民币持续贬值似乎是重大利好。但接受中国证券报记者采访的一些外贸企业表示，事实并非如此。

“三个月前下的10万美元订单，如果按现在的汇率结算，毛利率转眼就可提升10%。”山东恒祥纺织有限责任公司总经理郭耀中告诉记者，但由于订单于三个月前签订，按照签单合同，结算汇率按签单当天汇率计算，即使人民币出现大幅贬值，结算金额也不会有变化。

人民币贬值未让旧订单受益，是否会让新签单增收呢？郭耀中坦言，人民币贬值之下，新订单不仅有所减少，而且境外买家趁人民币贬值向境内出口商压价现象较为严重。“原本10美元一捆的手套，现在外商压到8美元，按此价格签单的话，基本赚不到钱。”郭耀中说，最近一段时间，外商询价较多，但签单量锐减。

香港出口商会副会长鲍洁钧则表示，由于香港出口以内地为生产基地，出口时以美元计价，故人民币贬值有助于抵消近年来人工成本上涨的成本，预计今年首季订单平稳。他表示，虽然欧洲及日本经济未见明显复苏，前景亦难以预测，但作为消费龙头的美国，经济已见好转，预计厂商见到美国经济前景明朗后，销售亦会随之好转。

商务部研究院国际市场研究部副主任白明表示，理论上美元加息利好出口，不利于进口，加息带来的人民币贬值会给价格敏感型出口企业带来利好，特别是对劳动密集型企业、薄利多销的企业是极大利好，但也要看其他国家货币的贬值幅度。进口方面则是压价效应和抬价效应共存，美元走强会使得大宗商品价格进一步下跌，但同时人民币购买力也会下降。

国家发展改革委对外经济研究所研究员张建平认为，美元升值，人民币会相对贬值，对出口产生刺激作用，但汇率不是影响出口的决定因素，归根到底还要看产品的竞争力。

### 周边国家紧盯汇率变化

分析人士认为，中国作为经济大国，人民币汇率的变化将对各方产生影响，通过进出口对经济产生的推进作用仅是其中的一个方面。如果人民币继续大幅贬值，不排除出现各国货币竞相贬值和贸易战爆发的可能。

光大证券首席经济学家徐高称，去年8月11日人民币大幅贬值之后，韩元、林吉特、印尼卢比、巴西雷亚尔等周边国家以及新兴市场国家货币均出现显著贬值。周边货币的贬值削弱了人民币贬值效果，人民币名义和实际有效汇率在8月仅较7月贬值1.0%和0.6%。同时，周边国家出现了诸多反对人民币贬值的声音。如果人民币继续大幅贬值，不排除出现各国货币竞相贬值和贸易战爆发的可能。

白明同样担忧人民币继续贬值对贸易的影响。他表示，从周边一些国家看，比如越南、哈萨克斯坦和泰国，这些国家的货币贬值比人民币贬值更厉害，或使劳动密集型的加工企业加速转移到这些国家。

不少专家认为，人民币依然有继续贬值的空间。兴业银行首席经济学家鲁政委预计，2016年汇率能够期待的最大贬值幅度可能在15%，即到年末人民币对美元达到7.3左右。

人民币在对美元贬值的同时，对欧元、澳元、卢布等货币不仅没有贬值，反而各自出现了一定幅度的升值。一家从事对俄出口的外贸企业表示，人民币对卢布的升值让公司的出口损失较大。

不少业内人士建议，决策层要对人民币贬值保持谨慎，力求维持人民币汇率平稳格局。

年初以来人民币急速走贬。上周，东方航空宣布提前偿还10亿美元债务之后，中资企业过去几年积累的巨量海外美元债务也进入了投资者视线。

分析人士指出，在美元汇率中期有望持续走强的背景下，以万亿计的巨量海外美元债务偿还压力，可能给人民币汇率带来潜在风险；另一方面，在岸、离岸人民币汇率价差拉大助推了跨境套汇交易的盛行。整体而言，保持人民币汇率基本稳定仍需排除上述两大暗雷。

## 美元债务浮出水面

在美联储2015年12月启动加息的背景下，全球投资者对于新兴经济体的债务风险开始愈发关注。摩根大通日前最新公布的数据显示，2015年新兴市场类主权债发行的速度超过了主权债发行的速度，类主权债存量从2014年的约7100亿美元升至2015年底的8390亿美元左右，创历史新高。从历史上新兴市场债务危机情况来看，一旦相关境外债务出现较大规模违约，相关国家政府存在介入兜底预期。

而在各类中资企业的海外负债方面，来自国际清算银行的数据显示，截至2015年第二季度，中国的国际借贷为1.25万亿美元，比当年第一季度增加了373亿美元。更重要的是，上述国际借贷中一年以内的短期贷款从第一季度的60%左右上升到70%左右。而横向对比人民币汇率的同期表现，该时期内人民币汇率整体表现为“波动率几乎为零”的一条直线。综合中金公司等研究机构测算，近两年中资企业累计新借贷的各类海外债务整体超过1万亿美元，这其中不仅以大量的短期贷款为主，更值得关注的是，其中很大一部分是大量企业的短期限跨境套利资金。

有外贸行业资深人士指出，过去几年，许多中资企业广泛从事于跨境人民币升值套利活动。较为

常见的是，中资企业的海外子公司凭借母公司在国内银行开出的美元信用证担保，从海外银行获得短期美元贸易贷款。然后海外子公司把获得的美元资金以各种方式汇入国内，提供给母公司在国内投资获利。

来自岭峰资本的测算显示，过去几年，半年期美元贸易贷款利息大约3%，如果汇入国内并投资于理财信托产品，则可能实现10%左右的回报。再加上人民币对美元升值和资金的杠杆率，套利企业资金的潜在年回报率最高可达20%以上。

分析人士指出，宏观经济的升级转型完全能够保障中资企业正常的国际债务偿还。部分中资地产企业和中资航空企业出于汇率风险的考虑提前偿还美元债务，由于其总规模较小、偿还时点较为离散，整体负面影响相对有限。而相较于部分企业出于正常财务角度提前还款，大量违规企业套利交易的集中反转，仍可能将对人民币汇率带来明显冲击。整体而言，由于美联储升息、海外美元贷款利息上涨，以及人民币升值预期趋弱等因素，套利资金短时期集中撤出，对人民币汇率乃至国内资本市场的稳定都将带来显著的不利影响。

## 跨境套汇交易活跃

今年年初以来人民币急贬、离岸人民币汇率先行走贬以及与境内银行间即期汇率的大幅倒挂，成了与以往截然不同的市场特征。分析人士表示，如果未来在离岸汇率价差持续处于高位的状况不能得到有效遏制，则人民币汇率的稳定也将直接受到离岸市场的负面影响。

统计数据显示，自1月4日（上周一）以来，香港离岸市场上人民币对美元CNH汇价，较境内在岸即期汇价，最大汇价差一度高达1600个基点，即人民币在香港市场的汇率要较境内低近2.5%。在此背景下，近期香港市场上人民币资金利率持续高涨，在香港市场上拆入人民币资金进入境内套汇的交易持续盛行。

本周的最新市况显示，本周一（1月11日），在香港借入人民币的成本创下有记录以来最高。当日，香港银行间隔夜拆借利率（Hibor）一度狂涨超过900个基点，

由上周五的4%最高飙升至13.4%，创2013年6月有记录以来最高水平，而香港银行间7天拆借利率也由上周五的7.05%大幅升至11.23%。

对此，分析人士表示，近期在岸与离岸人民币价差扩大引发套利运动，促使离岸人民币流动性大幅趋紧，进而将短期银行间拆借利率推升。具体而言，年初以来的一段时间内，部分投资者通过在香港离岸市场买入人民币，并输送至境内，用在岸、离岸汇率差套利。与此同时，有市场人士还进一步指出，此前一直表现稳固的港币汇率周一也出现脱离强方兑换保证，该因素也可能在未来加剧这一套利活动。

对于现阶段跨境套汇交易的活跃，分析人士指出，在人民币国际化和资本对外输出持续推进的背景下，从人民币汇率预期能否稳定以及境内资本流动能否保持基本平稳等角度来看，跨境套汇交易的隐患需要管理层进一步化解。

## 汇率有望保持稳定

在股市开年以来出现急跌的背景下，资本市场的稳定，很大程度上要依赖于人民币汇率以及金融市场整体外部环境的平稳。一方面，从汇率的角度而言，如果贬值预期强化，资本外流压力加剧，则股票等人民币计价资产价格将因此受到不利影响；另一方面，从企业微观角度而言，相关企业的财务状况也将受到直接冲击。

早在去年12月初，即美联储启动加息前，国际清算银行（BIS）就发布报告称，尽管2015年第四季度全球金融市场整体稳定，但新兴经济体仍面临美联储加息的负面冲击。尤其对于近年发行大量美元债的新兴经济体企业而言，美元进一步升值将考验其偿债能力。随着美元升值，这些负债将拖累新兴经济体企业的财务状况，削弱其资产负债表。而结合近期一些中资企业启动对海外债务的偿还，渣打银行指出，由于此前一段时间内人

民币汇率走软势头延续，中资企业已经开始减少美元负债，转而增加人民币负债。整体而言，中资企业降低美元债务的序幕已经拉开。

而在跨境资本流动方面，申万宏源上周末表示，虽然新年首周A股以重挫开场，中国股市、债市资金当周再现同步全球资金净流入的状况，但在美联储加息周期重启以及中国经济基本面持续低迷的背景下，未来较长时间内资金外流压力仍将存在。不过，考虑到央行维稳动作持续，预计会保持人民币汇率在合理均衡水平上保持稳定。而A股的大幅下挫，将为外资提供抄底机会。

从本周一人民币汇率在香港离岸市场和境内在岸市场的整体表现来看，经过急速走贬之后，人民币在岸CNY汇价、离岸CNH汇价双双显著走强，在离岸价差也已压缩至300个基点左右。

部分外资机构认为

## 人民币汇率下半年会有反弹

□本报记者 高改芳

渣打中国财富管理部日前发布了《2016年全球市场展望》报告，预计2016年中国的主基调是积极的财政政策和稳健的货币政策。渣打中国财富管理部投资策略总监王昕杰指出，人民币加入SDR会吸引国际资金配置人民币资产，也就是说机构投资者对人民币的需求会增加。因此，人民币汇率快速贬值只是短期现象，下半年应该会有所反弹。央行已经加强了包括转口贸易在内的外汇流出通道管理，以有效控制风险。

### 需打破贬值预期

“我们预期下半年汇率会反弹到6.4。”王昕杰说。渣打中国财富管理部总经理梁伟指出，最近看到人民币汇率波动加大，这在人民币国际化的过程中是可以预见的。去年年底，渣打预计今年一季度末人民币对美元汇率会到6.55，目前已经超过了这个水平，投资者应做好资产全球配置。

华侨银行在其研究报告中指出，最近人民币对美元的加速贬值很难和经济基本面联系起来，更多是由市场情绪所主导的。汇率不像股票那样有许多参照物可以判断均衡价格，这也是为什么汇率经常会出现超调的现象。在最新公布的外汇交易中心人民币指数已经回到100的情况下，要防止汇率陷入自我应验的贬值通道，打破贬值预期是当务之急。

华侨银行认为，人民币短期贬值压力尚未完全出清。但如果央行能够将人民币指数有效管理在98以上，在欧元不出现大幅贬值的情况下，人民币对美元汇率在6.6—6.7之间可能会阶段性见顶。

### 汇改方向未动摇

威科金融银行业监管分析师冯德诚建议，从近一年新发布的几个政策入手分析未来的趋势。威科金融是荷兰一家专门提供金融服务的上市公司。

2015年9月，央行发布《关于进一步便利跨国企业集团开展跨境人民币资金池业务的通知》，该通知是央行渐进式开放资本账户的一种尝试。2015年10月，央行推出全新的人民币跨境支付系统(CIPS)。2015年12月，国家外汇管理局宣布延长外汇交易时间。此举虽然会带来一定风险（比如做空），但交易延长将是人民币全球化的一部分，也能反映出监管当局对人民币国际化的信心。

威科金融认为，人民币国际化仍然是2016年的关键看点。尽管目前人民币的汇率处于波动阶段，但相关政策改革措施并未动摇。不过，监管机构也需要重视目前市场传言，提高执法透明度和公开性，及时与外界沟通和澄清。对外资行来说，熟悉国际市场规则、国际业务熟练依然是其在中国市场的优势。在人民币国际化起步阶段，需要加强与监管机构沟通，同时做好内部的合规管理。

## 港股现少量资金流入迹象

□本报记者 黄莹颖

近期在人民币贬值等因素影响下，海外资金流出较明显，港汇更呈现弱势。不过，从证券市场看，已出现少量资金流入迹象。

### 港元汇率创出新低

近日，港汇再次出现转弱趋势，1月8日更是一度触及7.763港元对1美元，创最近5个月来新低。分析指出，港汇历来与人民币资产息息相关，港汇转弱，表明人民币资产对海外资金吸引力减弱，尤其是当前内地A股市场向下跌势明显。此前，2015年上半年在A股趋势向好，沪股通受追捧之时，海外资金大幅流入香港，港汇曾屡次突破7.75。

不过，从证券市场看，资金流入迹象也已开始出现。申万宏源统计，上周A股呈现0.49亿美元净流入，前一周为1.58亿美元净流出。四周均值为流出4.13亿美元，上期均值为流出5.72亿美元。中国股票ETF上周资金流入2.28亿美元，前一周为流入1.91亿美元。在港股方面，全球资金上周继续流入。截至1月6日当周香港股市录得约0.43亿美元净流入，前一周约为流出0.40亿美元。近四周均值为流出0.37亿美元，前一周均为流出0.70亿美元。香港股票ETF上周录得0.45亿美元净流入，前一周为0.32亿美元净流入。

### 经济数据仍较低迷

近日，内地CPI等数据发布。汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌表示，内地去年12月CPI同比增速为1.6%，较上月微升但符合预期。12月PPI依旧疲弱，同比下降5.9%，与上月持平。尽管基数有利，PPI降幅毫无改善，工业部门通缩严峻。去年全年CPI和PPI分别录得1.4%和-5.2%，远低于2014年水平。需求不足导致通缩升温是今年首要风险，政策宽松及供给侧改革应同时发力，力抗通缩。

去年12月份财新中国服务业商务活动指数（即整体服务业PMI）从11月份的51.2降至50.2，为17个月来的最低水平。大多数分项指数较去年11月走软，只有就业指数和服务业积压工作量指数是例外。新接业务指数从51.1降至50.6，服务业预期指数从57.6微降至57.5。高盛高华首席经济学家宋宇指出，12月份财新中国服务业PMI指数显示出服务业和制造业增速均有所放缓，与表现改善的官方PMI背道而驰。指向不一的12月份PMI数据表明，整体经济增速在11月份环比反弹之后仍在不确定性。

宋宇指出，虽然去年11月份经济数据反弹，但从中长期来看10月份和11月份财政刺激力度的加大似乎不可持续，经地方债调整后的社会融资规模环比增速也是如此。去年12月份调查数据喜忧参半，虽然这些指标并不总能准确衡量经济的实时变化，但预计环比增速将随着政策支持力度减弱而放缓。此外，由于出口增速深处负值区间，未来数月出口可能依然疲弱。