

境内外汇差跷跷板 结汇资金玩套利

对于去年四季度中国人民银行外汇占款变化的成因,接受证券时报记者采访的多家银行国际业务部门相关负责人认为,内地香港两地一度走势完全相反的人民币汇率价差带来的企业套利行为,才是造成中国外汇占款数据短期波动的核心原因。一旦两地汇率走势再次出现较大幅度的背离,外汇占款还有可能因为企业的套利行为而出现波动。

证券时报记者 罗克关

外汇市场的套利空间要大到何种程度,才能影响中国外汇占款数据的波动?这可以从去年四季度以来,在香港和内地市场一度出现的人民币汇率价格剪刀差中找到答案。

绝大多数专家认为,去年四季度中国外汇占款减少的主因是热钱流出。与之截然相反,接受证券时报记者采访的多家银行的国际业务部门相关负责人却认为,内地香港两地一度走势完全相反的人民币汇率价差带来的企业套利行为,才是造成中国外汇占款数据短期波动的核心原因。

受访银行人士进一步认为,随着离岸人民币市场和贸易结算的加速推进,香港对中国外汇占款的影响也会逐步凸显。一旦两地汇率走势再次出现较大幅度的背离,外汇占款还有可能因为企业的套利行为而出现波动。

贬值预期

海外一年期无本金交割人民币远期(NDF)汇率在2011年8月份一度急速升值之后,开始连续震荡贬值。这一趋势在9月底开始加速,海外NDF人民币汇率在9月份一改以往高于中国央行中间价的格局,开始连续低于内地中间价。

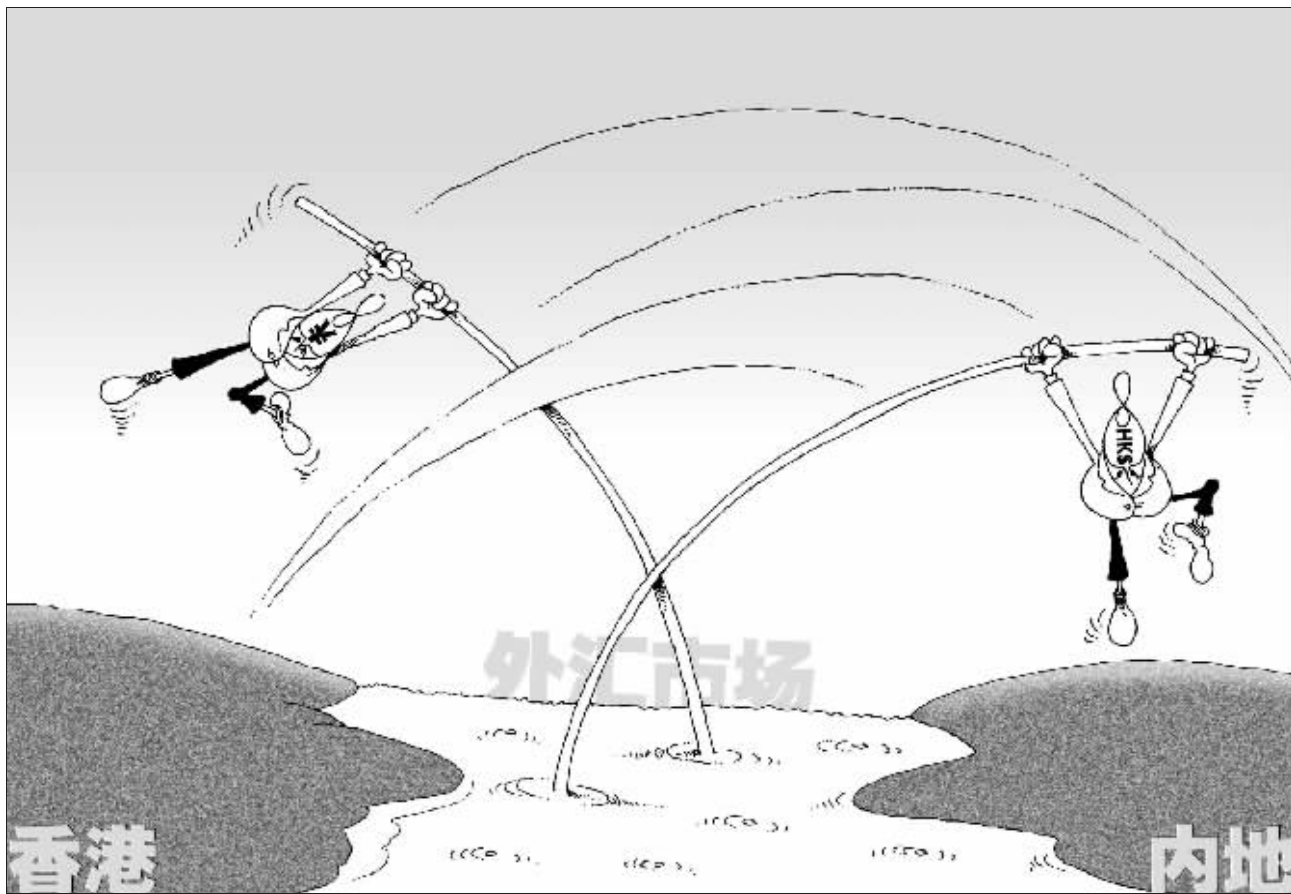
一家股份制银行华南地区国际业务负责人对证券时报记者表示,去年四季度我国连续出现的外汇占款负增长情况,其根本原因并非在于热钱持续流出。据对这段时间内结汇情况的观察,我们认为外汇占款持续负增长的主要原因是由于香港美元汇率走高,相当部分企业将美元留在香港,并未将之汇入内地结汇所致。”该人士对记者称。

这位受访人士继续表示,当时外围市场美元汇率走高,加上中国内地经济增长前景并不明朗,导致海外人民币远期汇率市场贬值预期大增。

记者翻阅数据发现,海外一年期无本金交割人民币远期(NDF)汇率在2011年8月份一度急速升值之后,开始连续震荡贬值。这一趋势在9月底开始加速,海外NDF人民币汇率在9月份一改以往高于中国央行中间价的格局,开始连续低于内地中间价。

这一格局意味着,假如企业当时将持有美元汇回内地结汇,其所能兑换人民币的数量将较在香港市场结汇兑换人民币的数量少。以内地和香港两地汇率最大的2011年12月份为例,当月内地美元对人民币汇率中间价维持在1美元兑换6.30元-6.33元人民币区间内;但是在当时境外NDF远期市场上,1美元则可以兑换6.5元人民币。而且即便是在即期汇率市场上,香港当时美元对人民币汇率价格最高也曾达到6.41。

在这种情况下,假定去年12月份一家企业手中有100万美元出口货款,在香港市场按即期价格换成人民币,可以得到约641万元人民币。但如果将其汇回国内结汇,最多只能得



随着离岸人民币市场和贸易结算的加速推进,香港对中国外汇占款的影响力会逐步凸显。

官兵/漫画

到633万元人民币,其中有将近8万元的汇率汇兑损失。

由于香港人民币贸易结算市场发展得非常快,不少企业同时也有用人民币支付进口货款的需求。这种情况下,企业就更倾向于在香港换汇,而不是在境内结汇,因为同等条件下在香港能够换得更多的人民币。”前述股份行国际业务部门负责人说。

值得注意的是,由于当时香港市场人民币贬值预期强烈,当地市场持有美元的意愿也曾经一度持续走强。记者注意到,去年9月23日香港金管局提前宣布中银香港2011年三季度40亿元人民币贸易结算兑换额度告罄。不过,这一次和以往香港市场大量买入人民币的方向正好相反,其间挤爆中银香港人民币兑换额度的交易绝大部分都是在抛售人民币买入美元。

一家香港本土银行的外汇交易员对记者表示,去年9月份起确实有大量企业因为香港与内地汇率拉大的原因,要么选择将美元留在香港,结汇意愿减少,获取美元升值受益;要么就在香港兑换成人民币,以获得比内地结汇更多的人民币。

这是很自然的选择,因为企业可以从其中获得无风险的汇差收益。”这名外汇交易员对记者说。

方向逆转

随着中国央行连续推动境内美元对人民币汇率中间价上行,到今年2月初香港与内地的美元对人民币即期汇率剪刀差即已经基本消失。根据Wind资讯统计,2月1日香港市场美元对人民币即期汇率为6.30,而同日中国人民银行公布的美元对人民币汇率中间价为6.31。

去年四季度曾经在香港市场出现的套利空间,在跨入2012年后开始逐渐消失。

记者注意到,随着中国央行连续推动境内美元对人民币汇率中间价上行,到今年2月初香港与内地的美元对人民币即期汇率剪刀差即已经基本消失。根据Wind资讯统计,2月1日香港市场美元对人民币即期汇率为6.30,而同日中国人民银行在境内公布的美元对人民币汇率中间价为6.31。

这也就是说,假如同样一家企业手中此时收到100万美元的出口货款,其在内地结汇可得人民币631万元,但在香港结汇则只能得到630万元,较内地要亏上1万元人民币。所以在这种情况下,企业会重新考虑手中外汇头寸的配置。从我们看到的情况来说,不少客户已经不再在香港持有美元,而是倾

向于将款项汇入内地进行结汇。”前述股份行华南地区国际业务部门负责人表示。

实际上,接受记者采访的多家银行国际业务人士均表示,因为内地和香港两地汇率而出现的境内美元结汇意愿下降情况,早在2012年1月份就已经基本消除。关键的原因是NDF市场上人民币贬值的预期消除了,1年期的NDF汇率去年12月中旬就开始连续上升,到今年1月份的时候,已经回到以前比境内中间价更高的格局上来。”一家国有大行广东省分行国际部人士称。

在这种情况下,将美元留在香港就已经无利可图。因为即便即期市场上仍有少量汇差套利空间,但境内人民币和境外美元利差之间的空间却比较大。

人民币贬值预期消失之后,香港的美元利率也呈现回落的趋势。目前企业可将美元拿到境内结汇获得人民币,把人民币存为定期,然后通过开立信用证的方式到香港市场贴成美元。由于境内人民币存款利率高于境外的美元贷款利率,企业不但可以打平资金使用成本,甚至可以小赚一笔。”这位国有大行广东省分

行国际部人士称。

而更为稳妥的方式则是,在利率和汇率两个市场上都实现同时套利。同样以今年2月1日香港和内地汇率指标为例,根据Wind资讯统计,当日香港美元对人民币即期汇率为6.30,内地为6.31;同日人民币1年期NDF报价为6.28。参考内地人民币1年期存款利率3.5%,此时香港市场美元贷款利率即便按伦敦银行间拆放利率(LIBOR)加200个基点,亦仅维持在3%左右。

这意味着,在不考虑手续费的情况下,企业将100万美元资金从香港汇入境内结汇可获631万元人民币,存1年定期可获利息为22万元,本息合计653万元。同时,企业在境内银行开立信用证,于香港市场贴现再获得100万美元资金,一年的资金使用成本是3万美元,本息合计103万美元。假如1年后香港市场美元对人民币汇率是6.28,那么这家企业只需用646.84万元人民币购汇即可还清。

与境内存款所获653万元本息相比,这一套利安排即可令企业轻松获得6万多元人民币的收益。

热钱说不准 外汇占款重现增势

去年四季度连续下降的外汇占款极可能在今年1月份就已经重拾增势。对于外汇占款重拾增势的原因,鲁政委认为,美元在1月的疲弱是诱因。而此前一直持有美元资产而迟迟未在国内结汇的企业在“憋了”几个月后,在没有看到人民币有走弱迹象的情况下,大部分可能就选择在1月集中结汇。

证券时报记者 张宁

去年四季度因结汇放缓和热钱流出而持续下降的外汇占款,有望在2012年1月份重回增势。而一直备受关注的“热钱”流向,也在今年元旦过后出现了一些微妙变化。根据业界观测,对比去年四季度,今年1月“热钱”呈现减缓流出的局面,在2月上旬更有少量净流入。同时,多位分析人士还认为,海外跨境资金流出的拐点尚未到来。

争议很大

根据中国人民银行此前公布的2011年四季度金融统计数据表,我国外汇储备从去年10月开始逐月下降。与此同时,四季度末中国外汇占款余额为25.36万亿元,较三季度末的25.51万亿元下降1531亿元。

对于去年四季度外汇占款的变化成因,农业银行战略研究所付兴涛对记者表示,业内分析至少存在三大原因。一是乐观估计,因四季度美元一波强劲的升值反弹,四季度本应回国进行结汇业务的中国企业此时却更倾向于持有美元资产,而减少结汇;二是中性估计,四季度欧债危机处于水深火热,“热钱”不得不抛出人民币资产流出救火;三是悲观估计,认为中国经济预期再探底,

“热钱”出逃。

付兴涛认为,在这三大原因中,所谓的悲观估计其实在去年全年一直存在,很难解释为何会集中在四季度爆发。而结汇与“热钱救火”,与阶段性现实相印证,更具说服力。

不过,在券商研究中,“热钱救火说”更具市场。如海通证券、华泰证券、国泰君安等多家券商均援引中金公司的“残差法公式”,即热钱流动规模等于当月外汇占款负当月贸易顺差减当月外商直接投资(FDI)金额”,并以此得出去年四季度外汇占款连续三月的减少源于热钱流出。华泰证券分析师陈勇就认为,由于一直以来人民币升值预期和高利率是吸引热钱流入的主要动力,而在去年四季度人民币出现贬值预期,使得其吸引力减弱,导致了热钱的流出。

这种“热钱”四季度加速流出的论调,在广东社科院教授黎友煊四季度的“热钱”实证研究结论中得到一定程度的佐证。目前由黎友煊及其团队建立热钱研究监控体系,从分布在全国各地的100多个地下钱庄进行了热钱流动资料的即时收集。

不过,黎友煊并不认为可以把外汇占款下降直接归因为“热钱”流出。他表示,虽然去年四季度“热钱”的流出

■记者观察 | Observation |

香港离岸人民币市场作用加大

证券时报记者 罗克关

2008年底中国跨境贸易人民币结算试点启动之初,市场恐怕很难想象香港离岸人民币市场未来的作用会有多大。

不过,在经过三年多时间后,不仅人民币跨境贸易结算量迅猛增长,而且香港的离岸人民币存款规模也日渐壮大。综合根据中国人民银行2012年1月8日以及香港金管局1月31日公布的数据,2011年中国全年跨境贸易人民币结算业务累计发生2.08万亿元,直接投资人民币结算业务累计发生1109亿元;而截至2011年12月底,在港的离岸人民币存款规模为5885.29亿元。尽管5885.29亿元的规模商业界乐观估计的1万亿元有不少差别,但在港人民币存款总量稳中有增已是业界共识。

随着离岸人民币存量规模的逐渐壮大,离岸市场的人民币利率和汇率也开始逐渐呈现与内地市场的弹性差异。以2011年四季度的情况为例,在内地美元对人民币汇率中间价仍然持续走低的情况下,香港市场受到美元走强影响,不但无本金交割远期(NDF)市场的预期大幅出现逆转,而且在即期市场上美元对人民币汇率也开始呈现走高态势。

根据Wind资讯统计,从2011年9月中旬开始,香港的美元对人民币即期汇率就已经改变了低于内地美元对人民币汇率中间价的情况,在短时间内出现大幅攀升。其中,2011年9月30日香港内地即期汇率之差达到最高峰——香港美元对人民币即期汇率报6.5202,内地美元对人民币汇率中间价则为6.3549,两地的点差高达1653个基点。

这种势头无疑为相当部分在港设有子公司或分支机构的内地企业,提供了极为有利的汇率套利空间。只要扣去手续费之后,在香港用美元兑换人民币更划算,企业就不会选择将出口创汇的美元汇入内地结汇。这一天然套利动机带来的结果,也正是相关监管部门多年来希望看到的情况——更加平衡的国际贸易收支状况,外汇占款增速的减缓。而这也大大缓

解中国人民银行在内地被动超发货币的压力。

由于中国人民银行统计数据更新的滞后,导致外汇占款在去年9月下旬就已经开始悄然变化的趋势,直至12月初才为内地市场所明确知悉。记者翻阅数据发现,上海的人民币外汇即期交易市场在12月初曾经一度出现的美元对人民币汇率连续跌停,基本发生在2011年12月6日人民银行更新资产负债表那段时间左右。

而当日更新的数据显示,2011年10月人民币外汇占款减少了893亿元。

8年以来首度出现的月度外汇占款负增长局面,让市场对人民币未来能否持续升值产生了强烈的质疑。记者在Wind资讯统计的数据中看到,尽管2011年11月-12月香港内地即期汇率的套利空间已经收窄,但此后人民银行资产负债表公布的11月和12月外汇占款数据,却继续呈现月度负增长情况——11环比减少279亿元,12环比减少更高达1003亿元。

这组数据让市场对于热钱流出的预期达到顶峰,并在随后的逻辑判断中预期人民币必定要连续下调存款准备金率,才能对冲外汇占款持续走低对货币供应的负面影响。但事实上,中国人民银行行长周小川在2012年初接受媒体专访时就已经明确表示,此前外汇占款数据的波动,更大程度上是受短期外汇供求变化影响所致。目前来看,周小川彼时所指,正是企业推迟结汇所致。

不过,随着境外市场对美元持续走强预期的消散,香港内地的美元对人民币即期汇率差在2012年初开始逐步回归常态。而从珠三角地区多家商业银行反馈的信息显示,去年四季度一度活跃的两地套利现象已经烟消云散。与之对应的情况是,人民银行并未选择下调存款准备金率,而近期市场关于外汇占款数据的预测也已悄然发生变化——去年四季度一度连续下降的势头将不可持续。

这一短暂现象能否对未来中国的外汇收支状况给出完整的解释?目前来看尚不明朗,但是套用多家银行国际业务部人士的判断或许更为精炼——香港的作用正在变大!

速度和流出总量较前三季度增加了不少,但在净流出量上对比外汇占款减少额度,却是个相对较小的数字。

兴业银行资金运营中心首席经济学家鲁政委则认为,“热钱”一词在范围上较难定义,但跨境资金在去年四季度的表现与前三季度确实迥异。他说,四季度跨境资金净流出的可能性较高,一个典型的例子是休·亨利旗下一只专门“做空中国”的对冲基金去年成为盈利冠军,某种程度上是传递了跨境资金流出的信号。

此外,鲁政委还认为,除了跨境资金流出,部分中国企业在去年四季度不急于结汇也是央行外汇占款主要的波动成因。

外汇占款或重拾增势

不过,去年四季度连续下降的外汇占款极可能在今年1月份就已经重拾增势。

据鲁政委分析,首先从国际资本流动上看,过了元旦之后,新兴市场货币普遍升值,海外资金重新布局投向包括中国在内的亚洲地区。其次,从国内情况看,2月7日为260亿元28天期正回购,2月9日为200亿元91天期正回购,回笼资金共计460亿元,而当周到期的资金仅为20亿元,因此央行净回笼资金达到440亿元。不过,此时的市场却并没有因为央行回笼资金的动作而感到资金面紧张,以此判断,很可能是外汇占款重新出现净流入,弥补了市场资金缺口,且从量上反推,1月的外汇占款估计不会太小。

对于外汇占款重拾增势的原因,鲁政委认为,美元在1月的疲弱是诱因。

而此前一直持有美元资产而迟迟未在国内结汇的企业在“憋了”几个月后,在没有看到人民币有走弱迹象的情况下,大部分可能就选择在1月集中结汇。

而作为外汇占款另一大构成原因的“热钱”,在今年元旦之后也出现一些微妙变化。根据黎友煊的观测,对比去年四季度,今年1月份“热钱”呈现了减缓流出的局面,但这中间不能排除节日因素的影响。在2月上旬“热钱”有少量净流入,但观测时间较短,还无法下判断。

付兴涛亦认为,我国1月份FDI仅小幅下滑0.3%,海关总署公布的贸易顺差数据高达272.8亿美元,而新增外汇占款虽然将重拾增势,但会不会超过贸易顺差和FDI的相加数还很难判断。因此,目前还无法直接套用“残差法公式”推论热钱是否卷土重来。

鲁政委表示,虽然今年1月份的情况较去年四季度有所改观,但未来外汇占款的持续增加与跨境资金流入,有一个大前提是假定美元汇率走弱的趋势可以持续,但恰恰是这个结论风险最高。

首先从技术指标看,美元汇率历史上每一波的谷底反弹,都要比原来的下跌起点要高,现在仍有一定上升空间。从整个国际宏观环境上看,美国经济的复苏表象为美联储前期的“定量宽松”货币政策赢得了相当程度的市场认可,也使得欧洲、日本等经济体货币政策今年跟随走上“印钞”之路的可能性提高,但美联储今年应该不会再推出第三阶段量化宽松(QE3)计划,这就使得美元今年相对于其他货币将更为坚挺。”鲁政委对记者表示。