

# 企业结汇策略升级:从被动结汇到主动套保

中经记者 郝亚娟 夏欣  
上海 北京报道

近期,外汇市场波动率上升,企业的结售汇策略也在随之调整。从最新统计数据来看,中银证券(601696.SH)全球首席经济学家管

## 择机“逢高锁汇”成主流

在人民币升值背景下,不少企业结汇意愿增强,正积极把握汇率窗口,通过逢高结汇锁定利润。

7月31日,中国人民银行授权中国外汇交易中心公布,银行间外汇市场人民币汇率中间价为1美元对人民币7.1494元。

国家外汇管理局副局长、新闻发言人李斌此前表示,今年上半年,人民币兑美元汇率升值1.9%。上半年人民币兑美元汇率在7.15—7.35之间双向浮动,既在合理均衡水平上保持基本稳定,也发挥调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。

招商证券(600999.SH)研报分析称,人民币进入升值区间是内外多方面因素共同作用的结果。第一,美元走弱是推动人民币汇率升值的重要因素;第二,国内市场风险偏好进一步改善,有助于人民币汇率升值。第三,外资增持人民币资产,上半年外资净增持境内股票和基金101亿美元,扭转了过去两年总体净减持态势。第四,私人部门售汇率明显下降,结汇率明显上升,结售汇的顺周期行为对人民币汇率走势有显著影响。

对于进出口企业而言,汇率变动将直接影响盈利能力。“人民币若快速升值(如破7.0),将直接侵蚀利润率(以100万美元订单为例,汇率从7.15升至7.0将减少15万元收入)。”一位出口企业人士坦言。

某城商行人士告诉记者,5月以来,人民币汇率整体呈现震荡走升态势,从7.2上方升值至7.15附近,尽管总体趋于升值,但由于日均波幅仅为150BP左右,加上近期汇价有所反弹,出口企业并未出现恐

涛指出,6月,银行结售汇连续第四个月出现顺差,且顺差规模逐月扩大。五六月份,市场即期结汇意愿和购汇动机齐降,且购汇动机相对稳定,反映出市场对人民币汇率预期继续分化,逢低购汇需求相对旺盛。多位业内人士在接受《中国经

慌情绪。就与企业交流的情况来看,出口企业普遍认为,在短期内,美元对人民币汇率将在一定区间内窄幅波动,后续中美贸易谈判进展或许会对汇率走势产生方向性的影响。

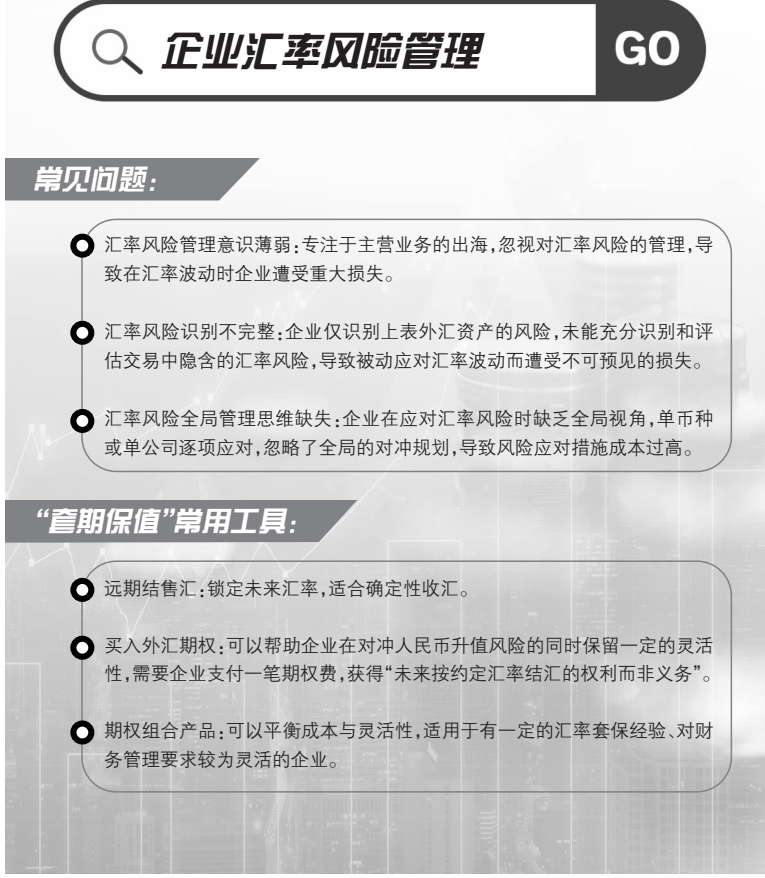
“我们观察到,当前出口企业倾向于逢高操作即期结汇,以满足人民币用款需求,特别是当汇价上行达到部分企业心理点位时,企业入场情绪有所提升。在满足刚性用款需求的基础上,部分流动性比较充裕的出口企业会倾向于留存美元。”该城商行人士说。

中国银行(601988.SH)深圳市分行大湾区金融研究院高级研究员曾圣钧向记者分析称,受美国贸易政策不确定性影响,我国外贸企业面临的汇率波动风险也越来越明显,不同市场主体的结汇策略出现了差异化调整,出口企业逐渐从“被动接受汇率波动”转向“主动管理汇率敞口”,不再急于将外汇兑换为人民币,而是更倾向于通过收支对冲或衍生工具锁定未来汇率。比如跨境电商(尤其是B2C模式)具有“订单分散、金额小、频率高”的特点,其结汇策略更注重灵活性与成本控制,采用分批次结汇,平滑汇率波动,不再集中兑换大额外汇,而是根据资金使用计划采取分批逢高结汇策略。同时,跨境电商还青睐运用线上结汇工具,如通过银行的挂单结汇服务,在收到外汇后即时锁定结汇汇率,在人民币升值至目标区间时自动触发结汇。对于制造商来说,往往同时

营报》记者采访时表示,当前全球贸易政策仍存不确定性,外汇市场波动率上升,若企业存在结汇需求,可根据自身情况逢高灵活套保锁汇,尽量减少单边敞口暴露。

7月30日,中共中央政治局召开会议强调,要扩大高水平对外开放,

稳住外贸外资基本盘。帮助受冲击较大的外贸企业,强化融资支持,促进内外贸一体化发展。优化出口退税政策,高水平建设自贸试验区等开放平台。



存在外汇收入(出口产品)和外汇支出(进口设备、原材料)的情况,其策略核心是通过“收支匹配”减少净结汇需求,优化外汇收支节奏。

上海经邑产业数智研究院副院长沈佳庆也指出,从不同企业来看,出口企业面临具有较高不确定性的市场环境,风险管理意识已明显强化。在人民币升值背景下,不少企业结汇意愿增强,正积极把握汇率窗口,通过逢高结汇锁定利润。在具体实践中,许多企业不再一次性锁定全部汇率敞口,而是根据业务进度分批操作,如在订单中标、合同

签订、发货确认债权等关键节点分比例锁汇。

沈佳庆指出:“跨境电商倾向于选择第三方平台优化结汇效率,如中小卖家使用派安盈Payoneer、万里汇Worldfirst等平台实现收结汇一体化,资金到账速度快,避免非正规渠道风险。这些平台还能帮助企业设置自动结汇触发点,在预设汇率阈值自动结汇,减少人为判断延迟。而大额卖家则倾向开设中国香港离岸账户,自主选择结汇时机,灵活运用离岸账户与多币种管理。”

## “锁汇”策略愈发精细化

虽然很多企业采取“逢高结汇、逢低购汇”的策略,但更科学的风控手段则是系统性运用套期保值工具。

多家机构预计,人民币汇率有望进一步升值。

招商证券方面指出,展望年内,人民币汇率仍有升值空间。一是基本面表现好于预期;二是中美利差显著扩大的可能性较低,美元指数将维持弱势;三是地缘政治形势和国内“反内卷”政策将继续提高市场风险偏好,外资有望继续增持人民币资产;四是私人部门结售汇顺周期行为与人民币升值可能形成正反馈循环,进一步改善国内外汇市场供求关系,推动人民币汇率走强。

曾圣钧指出,面对人民币汇率升值趋势,企业规避结汇风险的核心是通过“套期保值”锁定汇率成本,同时保留对有利汇率波动的收益空间。常用工具包括:远期结售汇,锁定未来汇率,适合确定性收汇;买入外汇期权,可以帮助企业在对冲人民币升值风险的同时保留一定的灵活性,需要企业支付一笔期权费,获得“未来按约定汇率结汇的权利而非义务”;期权组合产品,可以平衡成本与灵活性,适用于有一定的汇率套保经验、对财务管理要求较为灵活的企业。

前述城商行人士指出,面向双向波动的汇率市场,企业应始终秉持风险中性理念,基于自身套保需求,结合账期和存量仓位,合理运用外汇衍生品开展汇率套保,从而减少汇率波动对企业经营的影响。企业在汇率波动中进行套期保值操作主要依靠银行提供的金融工具锁定未来汇率,常用的锁汇工具包括远期和期权等。

“下半年除各国贸易谈判外,市场也在持续关注美联储开启降息的时点,即期汇率波动可能加大。”该人士进一步表示,对于出口企业,建议锚定订单成本,抓住即期汇价反弹和掉期点上行的行情,分批建仓,运用远期结汇之类工具进行套保,保住订单利润。考虑到当前人民币对美元远期汇率仍处于贴水状态,远期结汇的期限选择可以结合具体外贸订单

考虑短期限套保为主,减少贴水行情损失的掉期点。对于衍生套保经验不足、较为保守、认为美元指数长期走势尚不明朗的企业,可以考虑适当操作结汇方向的买权,通过期初支付一定的买权费用,锁定保底结汇价格,同时保留按照更优价格进行结汇的权利。

“企业可通过多元化金融工具与动态策略来妥善管理汇率风险。虽然很多企业采取‘逢高结汇、逢低购汇’的策略,但更科学的风控手段则是系统性运用套期保值工具,这也是许多成熟企业的做法。对于现金流不确定的企业,期权工具成为更灵活的选择。企业买入看涨期权后,既可在人民币升值时行权保值,又能在汇率贬值时放弃行权,按市场价结汇获取收益。”沈佳庆指出。

记者了解到,中国人民银行宁波市分行(外汇局宁波市分局)亦积极推进外汇领域改革创新,聚焦企业汇率避险业务中“不肯办、不愿办、不会办”等难点,通过迭代升级奖补政策、指导银行优化服务、多层次宣导汇率风险中性理念等方式,综合施策帮助涉外企业提升汇率风险管理能力。

由于企业使用汇率避险工具,通常需结合产品类型和期限缴纳一定费用,对部分中小企业的现金流形成一定压力。中国人民银行宁波市分行针对涉外企业因汇率避险业务费用问题而“不肯办”的问题,以“小微企业”为重要突破口,通过“政府补贴一点,银行让利一点”的方式,充分激发“企业主动一点”的业务办理动力。今年4月,该行联合市商务局、财政局进一步加码政策支持力度,出台中小外贸企业期权业务费用补助政策,按照行政银企三方共担原则,对符合条件的企业买入期权业务费用,由财政补助30%,银行承担40%,企业仅需自负30%,充分降低企业汇率避险业务办理成本,助推业务规模稳步提升。

# 股债“跷跷板”加剧 理财资金何去何从?

中经记者 张漫游  
北京报道

7月下旬以来,资本市场的“跷跷板”效应持续显现。

股市与商品市场联袂上行,上证指数突破3600点关口,焦煤期货单周暴涨35%。反观债市,10年期国债收益率在7月28日当周触及1.745%高点。

这场股债分化直接冲击着银行理财产品的收益。

普益标准数据显示,截至7月28日,理财产品近7日平均年化收益率较6月底下降42个基点。伴随债基遭遇去年9月以来最大单日赎回,超40只基金因大额赎回被迫调整净值精度,理财公司亦发声稳定市场。

下一步,理财资金配置何去何从?

## 债市急跌致理财净值承压

日前,多家理财公司发声,提示债市调整之下,理财产品持有者该如何应对。如平安理财方面表示,4月以来,债市持续偏弱震荡,市场风险偏好持续回升、资金面波动加大,债市面临阶段性调整。但历史上,债市具有长牛短熊的特征。

谈及近期债市波动的原因,光大理财相关人士向《中国经营报》记者分析道,近期,投资者对经济企稳和物价回升的预期有所加强,商品期货市场和股票市场对此反应较快,表现较强,引发整体市场风险偏好抬升,叠加中国人民银行持续净回笼资金、中美关税谈判持续推进等因素,导致本轮债券市场调整。

某银行研究人员向记者补充道,从宏观层面看,经济数据整体向好提升了市场主体对后续经济增长信心,资金流向权益资产,降低了对债券的配置需求。从资金面看,7月

中下旬短期资金利率抬升,也对债市产生一定影响。

债市的持续调整,直接反映在银行理财产品的净值表现上。普益标准数据显示,截至7月28日,理财产品近7日平均年化收益率为3%,较6月底下降42个基点。纯固收类产品近7日年化收益率降至2.23%,较6月底减少54个基点。

普益标准研究员张璟晗分析称,固定收益类银行理财产品的底层资产主要配置债券这类固收资产,因此债券市场回调导致债券价格下跌,而引起理财产品净值回撤。其中,纯固收类产品收益率下行相对更为明显,而固收+产品的“+资产”部分,则在权益市场、部分商品市场走强的带动下为产品提供一定的收益能力。

与此同时,债基出现大面积赎回。7月24日,债市大幅回调引发连锁反应,公募债基创去年“9·24”行情

后最大单日赎回纪录,基金连续3个交易日累计净卖出债券规模超1200亿元。7月以来,有超40只债基因大额赎回而调整基金份额净值精度。

对于债基大额赎回可能引发的流动性折价传导风险,市场各方观点存在一定分歧,但整体更倾向于风险可控。

上述银行研究人员认为,债基大额赎回导致的流动性折价有一定可能向理财持仓传导。当债基面临赎回压力抛售债券时,会压低债券价格,造成流动性折价。若银行理财与债基投资的债券资产存在重合度,尤其是一些流动性较差债券,市场价格下跌压力容易蔓延。若理财机构风控完善、投资分散,能有效应对短期波动,可在一定程度上阻断传导。但整体市场关联紧密,后续仍需关注债基赎回动态及理财持仓结构变化,防范可能出现的流动性

折价传导风险。

不过,东方金诚研究发展部副总监瞿瑞分析认为,传导风险可控,主要原因是本次债基赎回为机构“预防性减持”,由于存在一定安全垫,近期债基和理财产品,尤其是理财产品的整体净值下跌情况对投资者来说尚可接受,并未出现居民资金从理财的大规模流出。同时,在债券配置价值修复背景下,即便债基因赎回压力抛售部分债券,也能被配置盘承接,加之近几日央行通过大额净投放稳定资金面,市场流动性总体充裕,均有利于在债基大额赎回的情况下维护债市稳定,避免引发“踩踏”及负反馈。

华源证券研究所所长助理、固定收益首席分析师廖志明分析指出,当前债市发生理财负反馈的可能性较低。“我们认为,理财债券投资久期偏短叠加理财估值尚未整改完,债市调

整幅度不到20BP,这轮发生理财负反馈的可能性低。不过,股市走牛可能导致理财规模增长承压。7月21日—25日债基已快速降久期,期间债基二级净卖出利率债2361亿元,其中20年期以上的为612亿元。”

张璟晗亦赞同上述说法。他分析认为,鉴于债市存在长期投资价值,市场观点并未显著改变,叠加7月末银行理财整体破净率仍远低于2022年赎回潮时的水平,目前银行理财面临的赎回压力相对较小,当前债基赎回并未触发“净值下跌—赎回—抛售—净值再下跌”的负反馈循环。并且,从宏观经济、政策调控等多角度看,债市仍具备一定配置价值,市场中部分理财机构同样认为当前债市调整带来了一定投资机会并加仓优质城投债、产业债等,机构间的博弈与交易行为同样在一定程度上维持了市场的流动性和稳定性。

## 债市震荡中配置价值凸显

在债市经历短期调整、理财净值承压的背景下,市场目光聚焦于债市后续走势及理财资金的下一步配置方向。

浦银理财方面分析认为,虽然短期债市受到情绪扰动,但趋势性回调的风险仍然较低。年内经济缓慢修复的逻辑仍未改变,下半年经济仍面临地产止跌回稳、出口边际放缓、消费持续偏弱等潜在压力,基本面仍是债市最主要的支撑,也是中长期债市定价的底层逻辑。

瞿瑞亦指出,从基本面来看,7月PMI指数(采购经理指数)即将公布,我国对美国及东盟、欧盟等非美市场“抢出口”势头降温,出口增速或进一步下行,外需拉动减弱,7月

制造业PMI下行风险较大,基本面对债市支撑仍存。从资金面来看,为避免赎回踩踏,叠加跨月因素,央行将延续大规模资金净投放以稳定预期,预计在央行呵护下,资金面将保持均衡。此外,7月28日至29日中美在瑞典进行了第三轮经贸磋商,双方同意继续就关税休战协议进行磋商,对债市形成一定利好。不过,7月30日召开的中央政治局会议再度强调“依法依规治理企业无序竞争,推进重点行业产能治理”。这可能会强化工业品价格上涨预期,加剧债市波动。总体来看,在基本面仍偏弱、资金面重回均衡,以及市场风险偏好波动等因素交织下,债市短期内将呈现震荡修复态势。

在此情况下,理财资金应如何操作?上述银行研究人员认为,当前理财资金是否抄底债市须谨慎判断。一方面,部分机构认为当前利率债已超调,中高等级信用债票息保护增强,从长期配置角度,若投资者风险偏好适中,追求稳健收益,此时入场部分优质债券资产有望在后续市场修复中获利。另一方面,债市不确定性仍存,若市场情绪持续低迷,债券市场仍有继续调整的可能。因此,理财资金抄底入场须综合评估自身风险承受能力、投资期限等因素。

平安理财方面提示称,万得短期纯债型基金指数,万得中长期纯债型基金指数近10年出现过多次回撤,但每次回撤不久之后不改其继续向

上的走势。目前债市偏弱震荡,但债市中期偏多的方向或未逆转,从历史表现看,在有发生回撤的平安理财固收产品中,超七成产品在两个月内完成净值修复,近六成在一个月內完成净值修复。

瞿瑞认为,从中期看,在房地产调整与有效需求不足背景下,基本面偏弱趋势尚未逆转,货币政策维持宽松基调,央行呵护流动性意愿仍在,这意味着债市趋势性转熊的风险不大。因此,在近期债市连续调整,10年期国债收益率上破1.7%的情况下,债券配置性价比修复,理财资金可适度布局。不过,激进“抄底”应谨慎,短期内债市波动尚未结束,中央政治局会议强化“产能治理”预期,将

进一步推升工业品涨价情绪。此外,市场风险偏好若因股市、商品强势维持高位,也会对债市造成阶段性冲击,债市短期或“震荡修复”而非单边反弹。市场波动性会比较大,激进抄底可能面临净值波动压力。

南银理财方面提示称,当前经济仍处于“弱现实”阶段,消费动能减弱、地产修复缓慢、出口面临压力,货币政策预计维持宽松以配合政府债发行。债券票息价值已明显提升,为中长期收益奠定基础。市场企稳后,南银理财建议投资者关注信用债“捡漏”窗口,短期抛售或带来错杀机会,择优布局高性价品种。静待资金利率回落,通过久期、杠杆策略增厚收益。