

# 海外并购企业汇率管理实践

## ——以 PTG 阿根廷公司为例

中国化工橡胶有限公司财务部资金研究课题组

**摘要：**汇率管理是国际化企业面临的重要财务课题，本文以中国化工橡胶有限公司境外下属企业PTG公司在阿根廷的汇率管理实践为例，通过分析传统保值工具、人民币与阿根廷比索互换、新型保值工具等方式，积极制定合适的存量资金保值计划，为其他国际化企业的汇率管理提供参考。

**关键词：**汇率管理；境外并购企业管理；财务费用压降

**中图分类号：**F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2024)16-0072-04

汇率管理是国际化企业面临的重要财务课题，汇率波动不仅影响企业的资金收付，对企业整体业绩、经营计划等方面都产生巨大影响。中国化工橡胶有限公司（以下简称橡胶公司）境外下属企业 Prometeon Tyre Group S.r.l.（以下简称PTG公司）是橡胶公司海外工业胎业务平台，业务遍布全球，在13个国家设有18家子公司。截至2023年年末，PTG公司总资产规模达137.70亿元，2022年全年营业收入105.92亿元，利润总额2.55亿元。作为全球化的跨国公司，PTG公司在160个国家销售轮胎产品，在多个国家设立工厂，面临多币种经营压力，其中不乏汇率波动较大、币值不稳定国家，阿根廷就是其中典型代表。

针对阿根廷的外汇匮乏及币种贬值问题，橡胶公司高度重视PTG公司在当地的经营情况，落实“One

Company”工业胎整合战略，做好运营管控管理工作。2023年年初以来，橡胶公司财务部先后同超过10家境外银行探讨PTG公司在阿根廷汇率管理的解决方案，积极制定了一系列合适的存量资金保值计划。

### 一、现状分析

（一）阿根廷金融市场及PTG阿根廷公司经营情况

阿根廷是拉美地区第二大国家，经济实力较强。但近年来通货膨胀严重，货币持续贬值，当地企业、民众对美元等强势货币需求量激增，导致该国外汇储备急剧下降，截至2023年年末，阿根廷央行留有的外汇储备不足190亿美元。受此影响，阿根廷国内无法通过官方渠道进行阿根廷比索兑美元的换汇，只可通过非官方市场（蓝市）操作换汇。但是由于美元流动性

极差，蓝市汇率较官方汇率差异巨大，约为官方汇率的1.5倍，导致换汇成本剧增。

2023年4月，中国与阿根廷两国政府共同发布声明，宣布两国达成贸易项下阿根廷比索与人民币互换协议，初始协议规模为人民币350亿元，后续增加至人民币1300亿元。协议规定，阿根廷当地企业可以针对进口自中国的货物以人民币结算，当地企业可申请自货物进口之日起90天后以人民币结算货款。

PTG阿根廷公司在当地经营轮胎销售业务。PTG巴西工厂将生产的轮胎卖至PTG意大利总部，再由总部转售至PTG阿根廷公司，轮胎货物由巴西工厂直接运至阿根廷销售。PTG阿根廷公司在当地销售轮胎使用美元计价，并以官方汇率兑换收取阿根廷比索现金。根据阿根廷政府的规定，进口

课题组成员：杨汉剑、贺颖、赵星、罗曦。



图 / 张庆龙

货物可以使用美元结算，但需在进口时申请换汇额度，且实际兑换需等待180个自然日。因此，PTG阿根廷公司在当地销售收取大量阿根廷比索现金，但收取的现金无法立即兑换为美元用于支付进口货物货款，导致PTG阿根廷公司在当地留有大量阿根廷比索。受限于当地美元极低的流动性及阿根廷政府强力的外汇管制措施，PTG阿根廷公司留存的阿根廷比索只能积累在阿根廷本土，无法换汇出境。鉴于当前阿根廷比索持续贬值，PTG阿根廷公司存量资金面临巨大保值压力。

2023年11月阿根廷总统选举后，面对比索一次性巨幅贬值，PTG阿根廷公司所持比索现金余额从等值1700万美元贬值至约1400万美元。同时，当地政府冻结了阿根廷当地企业2023年12月12日以前形成的外部美元债务（以下简称旧债）的官方换汇清偿，且新发生的债务也因官方汇率尚未正式启用而无法结算，PTG阿根廷子公司从PTG公司总部进口形成的欠款余额已累计达约2400万美元。

## （二）PTG阿根廷公司现有套保政策

为锁定外汇风险敞口，PTG公司全球各企业对于非财务报表本位币的外币货币性项目，通过远期外汇等衍

生金融工具进行套期保值，避免外汇汇率大幅波动对业绩产生较大影响。与此同时，在外汇管制国家，针对当地弱势货币，PTG公司通过卖出弱势货币、购买强势货币的远期外汇交易，从而锁定弱势货币与强势货币的汇率风险，实现弱势货币的保值。

PTG阿根廷公司遵循PTG公司外汇汇率风险管理要求开展套期保值交易。由于阿根廷国内通货膨胀严重，强势货币流动性差，阿根廷比索对强势货币汇率持续大幅贬值，PTG阿根廷公司采用了美元作为其财务报表本位币，并将全部阿根廷比索计价的货币性项目通过远期外汇交易锁定汇率风险敞口。

## 二、项目开展情况

针对PTG阿根廷公司存量货币资金的保值压力，橡胶公司与PTG公司共同探讨对策，通过与当地中资银行及国际银行积极沟通，了解当地其他企业保值经验等方式，积极制定适合PTG阿根廷公司的存量资金保值计划。当前，共形成3种方案、4种保值策略：

### （一）传统保值工具

PTG阿根廷公司当前主要通过传统远期外汇工具对其存量阿根廷比索

进行保值。由于阿根廷比索兑美元持续贬值，市场对阿根廷比索持续看低，外汇远期工具的保值成本持续维持在高位，年化已达270%，若考虑115%的存款利率，净保值成本也达到170%。

2023年11月阿根廷举行总统大选后，针对货币政策，当地政府将阿根廷比索与美元持续挂钩，预计后续将取消汇率市场“双轨制”，取消对阿根廷比索官方汇率的干预，将阿根廷比索兑美元汇率向市场汇率快速靠近，在最短时间内实现官方汇率与市场汇率的统一。以此为指导，阿根廷比索官方汇率在11月末经历一次性贬值，贬值幅度超过100%，阿根廷比索兑美元汇率由之前的350:1贬值至820:1。此次贬值后，市场预期阿根廷比索官方汇率将持续贬值，导致外汇远期价格大幅攀升，企业保值成本将持续维持高位运营。

阿根廷大选后，当地政府通过控制比索流通量以尽可能稳定阿根廷比索汇率，规定任何购买传统保值产品的公司须同步购买政府发行的债券或货币基金，极大占用了资金流动性。此外，为刺激经济，当地政府全部取消比索存款利率，因此PTG阿根廷公司无法通过获取银行存款利息的方式对冲套期保值成本，仅通过传统的套期保值已无法适应当前的经济形势，因此PTG阿根廷公司已减少传统套期保值工具的使用，避免不必要的保值成本。

### （二）人民币比索互换

根据中国、阿根廷两国政府签订的人民币比索互换协议，阿根廷当地企业可使用人民币结算进口自中国的货物。PTG公司在中国设有子企业，针对该协议，PTG公司于6月改变其进口轮胎方式。巴西工厂生产的轮胎

不再销售给PTG意大利公司，而是销售给中国子公司，再由中国子公司转售给PTG阿根廷公司，实现PTG阿根廷公司自中国进口货物的条件。

在当地中资银行的协助下，PTG阿根廷公司于2023年6月末完成新模式下首笔进口业务，向阿根廷政府递交以人民币结算进口轮胎货款的申请，并得到政府答复，可于2023年9月30日支付首笔人民币货款。如该模式下可实现人民币收付款，PTG阿根廷公司可将每年增量的轮胎进口货款通过兑换人民币的方式以较快速度实现货币出境，保证当地存量货币维持稳定水平，不会持续增加。

但PTG阿根廷公司9月接到当地政府通知，原定于9月30日以阿根廷比索兑换为人民币支付给PTG中国子公司的交易被迫推迟90天，预计完成换汇时间为2023年12月末，导致该模式下首笔阿根廷境外人民币收款时间大幅推迟，且存在到期未收到的风险。

### (三) 新型保值工具

1. 购买投资产品对冲保值成本。为应对迅速贬值的阿根廷比索，阿根廷金融市场出现了收益与比索兑美元汇率挂钩的公司债券或私募基金产品。投资者通过投资债券，获取与汇率挂钩的投资收益的方式，变相实现阿根廷比索的保值。从产品实质看，该类债券、基金产品本质上是套期保值工具。若PTG公司选择该类产品，年化保值成本可下降至约20%~40%。

由于货币保值需求旺盛，市场中可供选择的债券数量有限，且可选择债券的到期日均在未来2~3年以后。鉴于阿根廷国别风险较高，其主权债务层多次违约，尽管当地公司发行的债券本身拥有AAA评级，但在当地经济环境不佳的环境下，公司债自身的

表1 BOPREAL 债券差异

	第一批	第二批	第三批
到期日	2027年10月31日	2025年6月30日	2026年5月31日
票面利率	5%	0	3%
分期还款	2027年4月和2027年10月半年付	2024年7月至2025年6月月付	2025年11月至2026年5季度付
提前赎回条款	有，自2025年4月起三笔总计可赎回70%，但赎回货币为按照赎回时官方汇率折算的比索，可用于支付部分税款	无	无
是否可转让	是	有	是
离岸二级市场	有	无	有

不确定性较大，尽管可以对冲部分货币贬值风险，但也会带来债券投资风险。

2. 投资新型政府债券换汇。阿根廷大选后，当地政府出台一项新政，鼓励企业延缓比索换汇出境的时间，给政府节省外汇储备。当地政府规定，任何2023年12月12日前阿根廷境内公司对境外的欠款（政府称之为旧债），均无法通过官方汇率换汇出境偿还。为解决阿根廷境内企业偿还旧债的诉求，阿根廷政府发行一款新型债券（BOPREAL债券），该债券均以美元计价，按照初始实际发行美元价格以及发行时官方汇率折算为比索进行认购，到期以票面美元进行支付（除提前赎回情形外）。该债券将于2024年年初分三批发行，到期日分别为2027年10月31日、2025年6月30日、2026年5月31日，具体差异主要见表1。

为偿付境外美元旧债，企业可有三种选择：一是持有至到期按到期日汇率计算的比索金额，通过官方渠道使用官方汇率换汇出境偿还美元旧债；二是在离岸二级市场以美元公允价值出售债券并以离岸美元账户收款；三是直接将该债券作为偿付工具支付给境外供应商。

该债券的优势主要包括：一是该

债券可以按照目前官方汇率实现货币转换，较蓝市汇率价格更优，且还可收取部分票息；二是企业可继续使用官方汇率开展后续进口结算业务。但该债券也存在较大劣势，主要包括：一是该债券为政府推出的全新债务工具，无历史可参考分析数据，债券初始发行以及后续价格变化均存在重大不确定性；二是阿根廷政府出现过美元外债违约的情况，其美元外汇储备能否在未来取得实质性改善而有充足的美元用于债券到期结算存在重大不确定性；三是若提前赎回只能取得比索，企业仍然无法实现资金换汇出境；四是若2024年1月31日之后认购，需缴纳17.5%的PAIS（团结税）税金。

经过与阿根廷当地金融机构的多次沟通，目前阿根廷境内该债券二级市场非常活跃，购买该债券并在离岸二级市场出售预计2天左右可在离岸账户获得美元。而且由于该工具在2024年1月31日前无需缴纳PAIS税金，且不受交易前后各90天无法通过官方途径换汇的限制，目前已成为PTG阿根廷公司的首选工具。

3. 使用Blue Chip Swap换汇。Blue Chip Swap是一款较成熟的产品，阿根廷大选前各银行及金融机构均提供该

产品服务,方便有紧急且小额换汇需求的客户使用。通过 Blue Chip Swap,阿根廷当地企业可以通过银行使用阿根廷比索在当地购买在岸阿根廷国债,经过2天的锁定期后,银行可帮助寻求买家将阿根廷国债以美元计价卖出,并兑换成美元,实现当地货币换汇出境。阿根廷大选前,鉴于市场对阿根廷比索需求量有限,加之阿根廷政府的管制,导致每日可交易限额为10万美元,且购买该公司的产品在交易前后各90天不可向政府申请进出口换汇。因此,该产品无法满足PTG阿根廷公司当前的保值需求。

阿根廷大选后,当地政府放开了Blue Chip Swap产品的单日限额限制。使用该工具可以在很短的周期内完成交易,快速将阿根廷比索现金换汇出境,盘活资金减少流动性占用。经历大幅贬值后,目前官方汇率与蓝市汇率差异已缩小,且该差异有持续缩小的趋势,考虑到该交易无需支付17.5%PAIS税金(阿根廷境内任何换汇都需要支付的税费),以及Blue Chip Swap拥有成熟市场,PTG阿根廷公司可持续使用该工具实现阿根廷当地销售盈余现金

的出境,减轻阿根廷外汇管制和货币贬值对当地轮胎销售业务发展的制约。即使后续官方汇率贬值趋缓逐步市场化,等待90天后PTG阿根廷公司可继续切换至官方汇率结售汇,预计对企业经营不会造成重大影响。

综合考虑上述多种方式,经过橡胶公司、PTG公司与PTG阿根廷公司商议后,决定将存量资金通过BOPREAL债券或Blue Chip Swap工具换汇出境,承担部分换汇损失,但考虑未来比索持续的贬值压力,该成本是在阿根廷经营必须承担的费用,且当前是换汇成本最低的时段,集团财务部也同意了该换汇方式。

### 三、思考

#### (一) 企业要快速应对市场变化

外汇市场瞬息万变,需要快速沟通、迅速上报,及时决策。尤其面对极为复杂的金融市场环境时,一周之内汇率就可能出现巨大变化,原本的解决方案可能一至两周后就无法再适应市场情况。

#### (二) 企业要结合业务寻找常态化方案

照以物易物的增值税处理方式,交易双方均作为购销碳资产处理,分别计算销项税额和进项税额,适用“无形资产”税目。

#### (二) 出台鼓励自愿碳抵消行为的税收政策

目前,国内尚未形成有效的自愿碳抵消市场,建议将自愿碳抵消、捐赠明确为增值税非应税行为,以鼓励企业和全民的积极参与。如企业将购入的CCER注销用于抵消其运营活动中产生的温室气体排放量,作为不征税处理,其购入CCER对应的进项税

面对持续贬值的金融市场环境时,任何套期保值手段都面临较高成本,无法从根本上缓解汇率波动给企业实际经营带来的巨大不确定性。业务部门确定产品价格时需充分考虑保值成本给企业带来的压力,进而合理制定在该地区的经营策略和产品价格。在金融市场环境不稳定的地区,货币保值是在当地经营必不可缺的环节,企业决策时必须考虑保值成本,否则产品价格无法真实、完整地反映企业的成本情况。

#### (三) 企业要与当地机构加强合作,持续跟进市场动态

本次汇率管理工作中,橡胶公司充分利用银行资源,与公司合作密切的相关银行在当地拥有大量经营网点,对阿根廷当地金融市场环境、政府政策导向都有独到的见解,与这些银行保持密切沟通,有助于橡胶公司通过银行专业团队第一时间获取当地宏观环境信息,在注意到阿根廷宏观经济环境的变化时,能够对可能出现的对汇率产生重大影响的变动提前研究和部署,尽量降低损失。

责任编辑 王词

(上接第71页)商品,因此期权费适用“金融商品转让”税目。若期权行权后,购买方取得碳配额,则适用“无形资产”税目;若购买方取得碳期货,则按照上述碳期货规则进行处理。

6. 碳掉期。即交易双方以碳资产为标的,在未来的一定时期内交换碳资产或等价现金流的合约,包括两种形式:一是期限互换,指以现金结算标的碳资产即期与远期的价差,建议适用“金融商品转让”税目。二是品种互换(碳置换),试点市场中常见的有碳配额和CCER的互换交易。建议参

额予以抵扣。个人使用航空公司的碳抵消服务,通过飞行里程和现金支付等方式购买VER来降低飞行碳排放,减少对环境的影响,可借鉴英国增值税政策,对VER的提供方不征收增值税。

#### (三) 出台定向的税收优惠政策

借鉴新加坡、英国和新西兰的国际经验,适时考虑对在指定交易场所进行的符合特定条件的大宗交易给予一定的税收优惠政策,如免税或零税率。

责任编辑 林荣森