

# 外汇风险

# 防范技巧

# 与策略

李健编著



## 前 言、

汇率的本质是两国货币所代表的价值的交换比率。汇率不仅体现了两国货币之间的价值对比关系，而且它还在国际金融和国际贸易中具有价格传导功能。在国际贸易中，一国商品和劳务的价格通过汇率转换成以另一国货币表示的价格，从而使商品和劳务的价格在国际间具有可比性。在国际金融活动中，不同的货币单位通过汇率转换成外汇市场所需要的货币单位，使国际资金融通和资本流动成为可能。

在外汇市场变幻无常的今天，各国货币之间的汇率经常处在动荡不定之中。一个企业无论是参与国际投资，还是从事国际贸易，都不可避免地会发生以外币表示的经营活动，如进出口货款的收付、外汇贷款的借入或偿还、国外投资收益的汇回或再投资等。有关的外汇汇率一旦发生变动，就可能影响企业的交易额、现金流量、资产负债状况、盈利水平以及企业的竞争地位等。

我国自 1994 年初实行人民币外汇体制的进一步改革以后，实现了汇率并轨，实行了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。汇率的形成机制市场化了。随着外汇供求和国内外政治、经济形势的变化，人民币汇率也会频繁波动，偶尔还会发生较大的波动，汇率风险时刻存在。如何防范外汇风险，成为各类企业密切关注的焦点问题。

本书在介绍了外汇风险的基本概念之后，沿着由宏观至微观的思路分析了企业识别和衡量外汇风险的基本方法、外汇汇率的预测方法、外汇风险管理对策及战略。

第一、二章介绍外汇风险的产生、影响及主要类型；第三章至第五章介绍企业对外汇风险的识别和衡量方法；从第六章开始到第八章，介绍影响汇率的一些基本因素以及汇率预测的方法；第九章至第十一章介绍外汇风险防范对策和措施；第十二章介绍企业总体外汇风险管理战略的制定。

本书适合于各类涉外企业经理、财务人员及业务人员阅读，亦可用作大专院校教材。

由于时间仓促，加之作者水平有限，错误疏漏在所难免，敬请读者批评指正。

作者

## 外汇风险防范技巧与策略

## 第一章 外汇风险的产生与影响

当今世界各国间的经济、贸易联系日益密切。一个国家不可能闭关锁国而独立于世界之外，一个企业也无法闭门造车而称雄于国际市场。国际经济和国内经济通过货币这一特殊的纽带紧密地联系起来。一国货币相对于另一国货币的汇率变动必然会影响到有关的国家、企业和个人。特别是自 1973 年以来，各国中央银行相继开始实行浮动汇率制度，一国货币对他国货币的汇率不再局限于一定的范围，而是随着外汇市场供求状况的变化而变化。汇率的频繁、剧烈波动，增添了国际贸易、国际融资和国际投资等以外币计价的涉外企业的经营风险。

### 第一节 外汇风险的产生

#### 一、跨货币经营活动 (Cross-currency activity)

从事外汇业务的金融机构和工商企业在其业务活动中所发生的外币收付，如应收外汇款项、应付外汇款项、外汇资金的借入及使用外汇资金对外投资等，除了要通过外币进行结算外，还要通过本币进行成本核算，以考核其经营效益，因为本币是衡量金融机构及工商企业经营效果的共同指标。这就发生了跨越不同货币之间的经营活动。而一种货币和另一种货币之间的折算依据是该两种货币之间的汇率。当今国际外汇市场上汇率的波动性之大是前所未有的。汇率的波动必然导致货币折算以后的价值发生变化。任何一个企业，无论是一个大型跨国企业，还是纯粹的国内企业，无论它是否直接与外币打交道，都会不可避免地受到汇率波动的影响。此外，时间对货币的价值也将产生影响。时间会产生不确定性。商品的出售日期和货款的支付日期之间、宣布分红和支付红利之间都存在时间间隔。这一时间间隔就为货币价值的变动提供了机会。影响币值变动的因素有物价水平的变化、劳动生产力的变化、国际收支状况的变化、政府开支的变化、相对贸易优势的变化等。这些因素本身也在不断地变化，有时变化得很快。在这种环境下从事跨国经营，企业的外汇收付就会“暴露”于汇率风险之下。在当今动荡的市场环境下，企业亟待对外汇风险进行积极的防范和有效的管理。

一家出口企业在与国外进口商磋商出口交易时，双方可能商定以外国货币进行成交。尽管出口企业的活动可能没有超越本国领土，但其出口收入却是外币。在这种情况下，企业的经营活动涉及两种货币，即外币和本币。该两种货币价值的相对变动就会对企业经营活动的效益产生一定影响，进而也会对该企业的价值产生影响。一般来说，各类企业的跨货币经营活动主要有以下几类：国际贸易（包括商品贸易和劳务贸易）、国际生产许可证贸易（licensing）、国际特许权转让（franchising）、国际技术转让（technology transfer）、国际合资企业和国际直接投资等。

在以上各种跨货币的经营活动中，我们可以找到一个共同点，就是参与这些活动的企业，或者有一部分以外国货币计价的资产负债，或者有一定金额的以外币表示的未来资金流入或流出。例如，一个甲国企业在乙国拥有一个分厂，这个乙国分厂应按照所在国的要求在当地注册、接受当地法律、税务等方面的管理。自然，分厂的会计记录是以当地货币为记帐单位的，那么该甲国企业就有一部分资产负债是以外币计值的。再如，一家企业签定了一

项以外币从某外国购买某产品的合同，在今后一段时间内，该企业就要以某种方式支付一笔外币款项。

这里需要指出的是，并非所有参与上述国际经济交往的企业都拥有跨货币经营活动。例如，中美贸易活动中，进出口贸易基本上都以美元计价。这样，对美国进出口商来说，他们收付的都是美元，没有涉及外国货币，因而美国进出口商虽然从事了国际经济交往，但没有从事跨货币的经营活动。

相对于一般国内企业来说，参与跨货币经营活动的企业所承受的汇率波动影响会更大些，但并不是说一般国内企业不受汇率波动的影响。一个没有直接参与跨货币活动的国内企业，也会受到汇率波动的影响。实际上，即使一个企业没有外币资产负债，没有外币计价的交易或者海外投资，但如果其原材料供应商对它的供给，或者其客户对其产品的需求受到汇率波动影响，这个企业也就间接地承担外汇风险。在开放型经济中的任何企业，都会直接或间接地承担或多或少的外汇风险。相反，参与跨货币活动的企业并非一定会受到汇率波动的影响。比如，一家美国出口商以英镑作为计价货币，同一家英国客户签定一笔出口合同。美国出口商一个月后得到的货款是英镑，而一个月后，这家美国出口商正好要对外支付相同金额的英镑货款，美元和英镑之间汇率波动的风险实际上在这两笔交易中自动抵消了。

## 二、外汇风险的涵义

### 1. 风险

在对外汇风险下定义以前，我们首先对风险这个概念作个解释。所谓“风险”，就是事物的不确定性，或者说是事件发生的可能性。在经济活动中，人们常说投资兴办企业是要冒风险的。这里所说的“风险”意味着企业取得合理利润的可能性。也可以反过来说，“风险”意味着企业没有取得合理利润或出现亏损的可能性。但是，亏损本身不是风险。如果一个企业在经营一段时间以后发生了亏损，作为这一段时间营业结果的亏损，它是实实在在的，因而不是风险。如果我们明确知道以后各期企业营业的结果都是亏损，那么投资兴建这个企业就没有任何风险，只不过这笔投资的收益率是负值。当然，任何一个以盈利为目的的企业是不会进行该项投资的。然而，如果一笔投资的结果可能是盈利，也可能是亏损，在这种经营活动结果不能预先确定的情况下，人们就面临着风险。

从某种意义上讲，从事国际经济、贸易活动实际上就是一个预测风险、避免风险的过程。

### 2. 外汇风险

所谓“外汇风险”，就是指由于汇率波动导致企业、个人以外币计价的资产或负债的价值发生变化的可能性。这种价值变化的可能性有两种：一种可能是汇率波动使以外币计价的资产或负债的价值增加；另一种可能是使以外币计价的资产或负债的价值减少。无论是哪一种可能性，对于企业或个人来说，都是一种不确定的因素，因而是一种风险。这种风险可能给企业或个人带来额外收益，也可能给企业或个人带来意外损失。作为一个企业、金融机构等，首先应该考虑的是汇率变动带来损失的可能性。

可见，我们这里所说的外汇风险，是指由于未来货币汇率是不确定的，有关企业未来的经营结果也就无法确定这样一种情况。

在对外汇风险进行讨论时，我们经常会在西方的文献中发现，英文中有两个词经常被用来表示外汇风险：一个是 risk，另一个是 exposure。 risk

一词意为“风险”，这一点我们比较明确。而 exposure 一同在中文里的译名就不够统一。国内对 exposure 的译法有：风险、暴露、敞口、受险部分等等。它是指一个企业或个人以外币计价的资产或负债受汇率变动影响的部分。它可以分为两种情况，一种是当企业或个人以外币计价的资产或负债的金额不相等时，就会出现一部分外币资产或负债受汇率变动的的影响，我们称之为“敞口头寸”（openposition）；另一种情况是当一个企业或个人以外币计价的资产或负债的期限不同时，就会出现“不对应缺口”（mismatchgap）或称“期限缺口”（maturity gap）。也就是说，risk 泛指因汇率变动给企业或个人带来收益或造成损失的可能性，而 exposure 则是指企业以外币计价的经营活动中受汇率变动影响的那部分金额。

从理论上讲。一个参与跨货币经营活动的企业可以不受汇率波动的影响。例如，某一出口商以外币成交一笔交易，在签定合同时，该出口商清楚地知道他将在 X 天以后收到 Y 单位的外币货款。但是，在浮动汇率制度下，人们不可能在合同签定之日确切知道 X 天后的外币与本市之间的实际汇率。如果出口商不采取任何防范措施，只是在收到货款时将外币按当时的即期汇率兑换成本国货币，那么，在收到货款以前，出口商的这笔 Y 单位外币贷款是百分之百地“暴露”在汇率波动的风险之下。在收到货款以前这一段时间，两国货币汇率发生多大的相对变化，出口商以本国货币计算的销售收入就会发生同样程度的变化。

近年来，日元对美元的大幅度升值，使日本的出口商受到很大损失。他们以外币计价的出口收益折算成日元以后下降了。日本的很多出口企业无论是出口到哪个市场，其以外币表示的销售收入折算成日元以后都受到不同程度的影响：一方面，日本国内的生产成本由于日元的升值而上升，另一方面，出口销售所得的外币收入折算成日元后反而下降了。这给日本企业带来了相当大的压力，许多日本企业不得不调整其经营战略以避免或减少损失。

外汇风险不仅存在于进出口贸易中，在国内经济交易中，同样也存在外汇风险。例如，一些纯粹在国内经营的企业，由于其本国货币对外升值，其产品在国内市场上相对于进口商品缺乏竞争能力，被迫退出市场。

80 年代初美元对欧洲主要货币升值，许多美国企业因此叫苦不迭。由于美元的升值，导致在美国国内旅游的费用高于到欧洲旅游的费用。美国游客纷纷到欧洲旅游，美国的旅游业受到很大打击。

外汇风险有狭义和广义之分。狭义的外汇风险，又称直接外汇风险，是指与直接从事国际经济交易的企业和个人有关、汇率变动使其蒙受损失的可能性。它可以用外汇金额来测定。例如，进出口商均为国际经济交易的直接参加者，出口商需要卖出外汇，进口商需要买入外汇，他们承担的外汇风险即属狭

义的外汇风险。对于日本进出口商来说，日元升值会使以外币计价的日本出口商蒙受损失，进口商获利，因为出口商收到的外币货款所能兑换的日元减少，而进口商在购买外币支付货款时所需付出的日元减少。由于汇率变动还会使那些与国际经济交易无直接关系的企业和个人蒙受损失或获得收益，这是广义的外汇风险概念，或称间接外汇风险。近年来，日元的大幅度升值，给日本的国民经济造成了广泛、深刻的影响。其影响之一便是使出口产业部门的出口下降，投资下降。该部门的剩余资金转向金融市场和房地产市场，抬高了房地产价格。原来够纳税条件的房地产所有者，纳税额增加。

原来不够纳税资格的房地产所有人也升格为纳税人。房地产所有者和国际经济交易并无直接联系，却因汇率变动遭受了损失，此类损失就是由广义的外汇风险造成的。

## 第二节 外汇风险对企业的影响

外汇风险在许多方面对企业的经营产生影响。外汇风险对企业的影响主要有以下几个方面。

### 一、对全业经营效益的影响

外汇风险使企业的未来收益因汇率的变动而上下波动。由于汇率的不确定，导致企业经营效益的不确定。在汇率频繁波动的今天，企业如果对其面临的外汇风险不加以管理，在不考虑其它因素的情况下，其未来的经营效益就要取决于外汇汇率了。

### 二、对税收的影响

由于汇率的变化，企业的资产、负债、销售收入或投资收入折算为本币时可能上升或下降，从而影响企业的税收负担。

外汇风险对税收的影响因国家不同而不同。一般来说，只有已经实现了的外汇损失才能享受所得税减免。相应地，只有已经实现了的外汇盈利才能构成应纳税收入。

因交易风险造成的外汇亏损，往往会降低当年的应纳税收入；由于经营风险造成的外汇亏损，往往会降低将来几年的应纳税收入；会计风险，由于是非实现的亏损，因此是不能减免的。

由于税收政策是由企业的所在国决定的，作为一个跨国经营的企业，应该从全局考虑制定其外汇风险管理策略。在其它条件不变的情况下，一个企业应该设法将外汇风险所造成的税后结果降到最低，使税后收益达到最高。

### 三、对企业长远经营战略的影响

我们知道，本币对外升值的结果会导致本国出口商品以外币表示的价格上涨，从而降低本国产品在国外市场的竞争能力。这方面，日元的升值给日本企业带来的影响最为典型。日元对外升值给日本经济造成的影响不亚于1974年和1978年的两次石油危机。石油危机使日本出口企业的出口业绩受到极大影响。然而，除了特别依赖进口原料的企业以外，日本的各企业均以节约能源、提高技术得以转轨，在某些领域，甚至超过欧美企业。但是，日元升值的危机，不但冲击日本的大企业，同时，也波及了周边的卫星企业。

本币对外升值，对国内企业的生产和销售也会产生影响。本币对外升值，使进口商品在国内的售价降低，进口商品在国内的竞争能力加强，那些生产设施在国内、销售市场也在国内的企业，受到外来竞争的压力，其产品在国内市场上的销售

额会因此而下降。

本币对外贬值所带来的效应恰恰相反。那些从事出口业务的企业，由于本币对外贬值，其出口商品的外币价格会有所下降，其产品在国外市场上的竞争能力则会加强，出口销售额因此而上升。本币对外贬值，对国内企业来说，由于进口商品的国内售价上升，国内企业的产品在国内市场上的竞争能力加强。但是，如果国内企业生产所需的部分或全部原材料、零部件等需要进口解决，则本币贬值所带来的好处会因为进口成本的上升而被部分或全部

抵消。

因此，本币对外币汇率的变动，通过对出口企业的生产成本、销售额等的影响导致企业的出口销售收益、海外投资收益相应发生变化。如果本币对外币汇率的变动是一种长期趋势的话，那么，这种变化将影响到企业的长远经营战略。企业可能要重新考虑其市场取向、计价货币、工厂区位、投资国别等全球战略。

### 第三节我国企业与外汇风险

1979年我国实行改革开放政策以来，与金融体制、外贸体制改革相配套，外汇体制也进行了一系列改革，实行了外汇留成制度，在此基础上，建立了外汇调剂市场，把市场机制引入了外汇分配领域，改变了以往的“统收统支”的办法。汇率也由过去的一定几年不变的固定汇率制，变为有管理的浮动汇率制度。但是，由于从计划体制向市场体制转变过程中，价格没有完全理顺，形成了官方汇率和调剂市场汇率并存的局面，即双重汇率，或汇率双轨制。外汇汇率的制定基本上是政策驱动的，而与市场供求的关系不甚密切。人民币对外币的汇率基本上是固定的，企业在其经营过程中，汇率意识相对比较薄弱。进出口贸易、对外投资等大多集中使用几种主要的外币，如美元、日元等进行结算。企业不必过分担心自己将来获得的外汇的本币价值可能下降，同样，也无需担心将来需要对外支付的外汇的本币价值上升，因为人民币外汇牌价基本上是固定的。自1994年1月1日起，我国实行外汇体制改革以后，实现汇率并轨，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。汇率的形成机制市场化了。随着外汇供求和国内外政治、经济形势的变化，人民币汇率也会几乎每天都在变化，偶尔还会发生较大的波动，汇率风险时刻存在。如何防范外汇风险，对各类企业构成了一个新的挑战。

企业再也不能盲目迷信某一种或某几种货币了。在计价货币的选择问题上，就应该有一个理性的标准。而这个标准是建立在对企业本身面临的外汇风险的细致分析和对外汇汇率的准确预测基础之上的。不仅如此，一个企业在决定上马某个项目时，或者进行海外投资时，应该对其可能面临的外汇风险有个清醒的认识、估计和预测，并且在投资前就作好风险防范的准备工作 and 战略安排。

在出口业务方面，由于国际市场竞争激烈，形成了买方市场。买主对出口商的附加条件越来越多，也越来越苛刻。在出口贸易中，实行即期付汇的比重呈下降趋势，而多半要求采用远期付汇，给国外买主一定的信贷期限（帐期），以争取订单。而到真正收汇时，人民币和外币的汇率可能已经发生了变化，从而影响企业的出口效益。

从进口业务方面来看，我国外贸进口实行统一以美元与

用户结算。不论对外签定的进口合同是使用什么货币计价，如果进口合同是非美元成交的，则我国用户将承担双重货币汇率变化的风险。即美元折合人民币汇率的变化和其它外币折合美元汇率的变化。由于美元对人民币的汇率经常变化，而美元对其它主要国际货币的汇率也在不断变化，这样，以美元以外的货币成交的进口合同可能带来的外汇风险就会更大。在外汇体制改革以前，外贸公司、用户拥有的只有人民币和外汇额度，只有在对外付款时，才能兑换成美元现汇，因此，企业进行外汇风险管理的主动性受到很大

限制。人民币汇率的并轨，也为进行外汇风险的防范提供了有利条件。

在企业的融资决策中，同样也存在外汇风险问题。例如，国内企业需要从国外银行或其它金融机构取得一笔外币资金，那么，在融资决策中，确定借入货币时，不仅要考虑利率等信贷条件，还要考虑该种货币币值变化的可能性，使风险降到最低。

我国在国外有很多高效益的投资项目。由于某些企业缺乏风险意识，盲目迷信某种硬通货，所有的投资收益一律以该货币结算，而且，还把以该种货币表示的投资收益存于国外，不但不采取合理的风险防范措施，也不及时汇回国内，结果，当这种货币的价值随该国经济形势或其它因素的恶化而下降时，这些企业仍然期待着它还有回天之力，在汇率节节下降的情况下，企业最终遭受了莫大的损失。

所以，我们在外汇风险面前，不能抱任何侥幸心理。只有积极面对风险，采取合理防范措施，制定理性的管理战略，才能掌握主动权，将风险造成的损失降到最低。

## 第二章外汇风险的类型

我们知道，并非所有参与跨货币经营活动的企业都会受到汇率波动的影响。那么，究竟在什么情况下，汇率的变动会对企业产生影响呢？如果说汇率变动是影响企业经营效益的原因，那么，外汇风险的不同形式则是汇率变动作用于企业的途径。因此，在了解了外汇风险的产生及涵义之后，我们有必要区分一下外汇风险的不同类型。根据汇率波动作用于企业的途径来看，外汇风险可以分为三种基本类型，即经营风险、交易风险和会计风险。

### 第一节经营风险 (Operating Exposure)

#### 一、经营风险的涵义

经营风险，又称经济风险，是指由于非预料的汇率变化导致企业未来的收益发生变化的外汇风险。风险的大小取决于汇率变化对企业产品的未来价格、销售量以及成本的影响程度。

汇率发生变化之后，一个企业将面临原材料、劳动力、管理费等价格的相应变化，生产成本也就随之而有所变化，因此，产品的市场价格也将不同，从而影响到顾客对该企业产品的需求量，最终导致该企业的营业额发生变化。如果用营业额

来折算一个公司的价值，我们也可以说，在汇率变化之后，企业的价值也会发生变化。

经营风险相对于下面将要谈到的交易风险和会计风险而言，对企业长远健康发展的重要性更为突出。然而，经营风险无疑又是主观性较强的，因为它取决于对未来特定时间范围内现金流量的估计。

经营风险不是从会计处理过程中产生的，而是产生于对经营结果的分析过程中。对经营风险进行分析、计划是一项全面的管理任务，因为它包含了资金、营销、采购和生产等战略的各个层面。

外汇汇率的预期变化不会导致经营风险的产生，因为企业管理人员和投资者应当已经将这一情况融入其对经营成果和市场价值的评估结果中。

从管理的角度来看，财务预算报表已经反映了预期汇率变化的效应。例如，在均衡状态下，远期汇率可以作为即期汇率的不偏不倚的预测器。在这种情况下，管理人员在编制营业预算时，就会使用远期汇率，而不是假定即期汇率会保持不变。

从投资者的角度来看，如果外汇市场是完全竞争的市场，那么，关于外汇汇率预期变化的信息是众所周知的，因而，在企业的价值中也应有所反映。只有非预期的汇率变化，或非完全竞争的外汇市场，才会导致企业的市场价值发生变化。

#### 二、通货膨胀和外汇经营风险

在进一步了解经营风险之前，我们有必要分析一下通货膨胀、相对价格变动和外汇风险的关系。

我们知道，通货膨胀是由于货币发行过量而产生的一般商品价格上涨、货币贬值的现象。相对价格变动则是由于不同商品供求的变化而引起各商品价格发生的相对变化。

我们先看一下通货膨胀与外汇风险的关系。我们假设在一个国际经济环

境中，不存在相对价格变化，也就是说，如果一国通货膨胀率为10%，那么，该国所有商品的价格也都提高10%。为了使问题简单明了，我们进一步假设：各种商品的国际市场是完全竞争的市场，在这个市场上，不存在任何交易成本、关税和税收。根据现有的经济理论，在这个市场上，“同一价格定律”（Law of One Price）成立，即用同一货币衡量，同一种商品的价格在各国都是相同的。

在这种情况下，不同货币之间的汇率变化必然等于有关国家通货膨胀率的差额。这也就是说，剔除通货膨胀因素以后的真实汇率保持固定不变，因此，购买力平价成立。

如果购买力平价成立，并且没有相对价格的变化，一个企业就不会产生外汇经营风险。这是因为在企业海外业务的外汇现金流量因外国通货膨胀变化而变化时，由于不存在相对价格变化，海外业务的收入和费用同比例变化，净额外币现金流量也按通货膨胀率变化，而且由于购买力平价成立，真实汇率恒定不变。有关货币名义汇率随有关国家通货膨胀率差额的变动而发生相应的调整。调整后的汇率正好抵消了通货膨胀相对变化的影响，从而使外币现金流量折合本币的价值不变。也就是说，外汇风险本身就根本不存在。

人们对汇率所做的许多研究表明，从中长期角度来看，不同货币的购买力平价这一关系是成立的，但是，对一个较短期内汇率变动的情况进行考察，人们发现两种货币的汇率往往背离它们的购买力平价，即真实汇率会发生变动，而不是名义汇率随有关两国通货膨胀的相对变化进行调整。这种中短期真实汇率的变化会影响到某一产品或劳务在不同市场上的价格发生相对变动，即由于某些原因，至少在短期市场上存在价格扭曲现象，同一价格定律不能成立。

一般而言，如果本国货币的实际价值下降，本国出口商品和受进口竞争的国内商品会更具竞争力。相反，本国升值会打击本国出口商以及与进口竞争的生产商。

70年代末，全球对瑞士法郎资产的需求增加，使瑞郎的实际汇率上升，从而使瑞士的手表制造商受到冲击。由于受到来自日本公司的竞争，瑞士企业无法大幅度提高其销往美国的手表的美元价格，而与此同时，瑞士劳动力的美元成本因瑞郎对美元升值而大幅度上升。

美国企业在80年代初美元对其它主要货币实际汇率提高时，面临了同样的问题。美国出口商要么保持美元价格不变从而牺牲销售额（因为美元升值使外币价格上升），要么用外币确定价格以维持市场份额，从而牺牲美元收益和利润率。由于美元升值，美国市场上劳动力成本保持不变或随美国通货膨胀而上升。美元收益的降低伴以美元成本的上升使美国的出口企业困难重重。同样，美国国内与进口竞争的制造商因进口商品的美元价格下降，其利润和销售额均将减少。

对企业而言，不同的汇率会给企业带来不同的经营结果，这就是企业面临的外汇经营风险。

### 三、经营风险对企业的影响

#### 1. 根据期限划分

非预期的汇率变化对企业现金流量的影响，根据使用的时间期限不同，表现在以下四个方面：

第一，短期影响。即非预期的汇率变化对企业一年期经营预算中的现金

流量的影响。损益情况取决于预期现金流量的度量货币。由于现已承诺的义务，如交易风险所定义的那些义务，或者隐含的义务如采购或销售承诺，无法改变度量货币。除此以外，在短期内也很难改变销售价格或重新磋商生产要素的成本。因此，实际的现金流量和预算的现金流量之间会出现差异。然而，随着时间的推移，价格和成本会发生变动，以适应由于汇率变化造成的新的竞争环境。

第二，中期影响：均衡状态。第二层次的影响是假定在外汇汇率、国内通货膨胀率、国内利率之间存在均衡状态的情况下，对预期的中期现金流量，例如二至五年预算中的现金流量的影响。在均衡状态下，企业可以不断调整产品价格和生产要素成本以保持预期的现金流量水平。在这种情况下，发生现金流量的国别地点比预期现金流量的度量货币更为重要。特定国家的货币、财政及国际收支政策决定了这种均衡状态是否存在以及企业能否调整其产品价格和生产成本。

如果均衡状态持续下去，而且企业可以自由调整其产品价格和生产成本以保持其预期的竞争地位，那么，外汇经营风险就可能为零。其预期的现金流量可以实现，因此其市场价值会保持不变，因为外汇汇率的变化是预料之中的。然而，也有可能存在均衡状况，但是企业不愿意或不能调整其经营状况以适应新的竞争环境。在这种情况下，企业就会面临经营风险，因为其实际的现金流量和预期现金流量之间出现了差距，其市场价值也会因此而改变。

第三，中期影响：非均衡状态。第三层次的影响是假定在非均衡状态下，对预期中期现金流量的影响。在这种情况下，

企业可能无法调整产品价格和生产成本，以适应因外汇汇率变化造成的新的竞争环境。企业实际的现金流量与其预期的现金流量之间存在差距，企业的市场价值也会由于非预期的经营结果而发生变化。

第四，长期影响。第四个层次的影响是对预期的长期现金流量的影响，即五年以上的现金流量。在这一战略水平上，一个企业的现金流量将会受到非均衡状态下汇率变化对现有和潜在竞争者的相互作用的影响。事实上，所有面临国际竞争的企业，无论是单纯的国内企业还是跨国公司，从长期来看，只要外汇市场不是持续出现均衡状态的话，都会面临外汇经营风险。

## 2. 根据业务类型划分

销售额是销售单价和销售量的乘积，而销售单价的确定既要考虑国际竞争能力，不能定得太高而失去国际市场，又要考虑纯利润，不能定得过低而使利润率偏低。这里，利润率是纯利润和销售额之比。

当汇率发生变化时，最先受其影响而发生变化的是可变成本，如原材料等，接着是固定成本，如购买新的设备等也会随之变化。这时，纯利就会因此而发生变化，如果企业希望保持一定的利润率，就一定会改变销售单价，而改变销售单价又会带来销售量的相应变化。如果企业为了保持其市场优势，只能忍痛牺牲利润率。这时，除非该企业很有经济实力，或者得到本国政府的支持，否则很难熬过难关。

如果一，国货币发生贬值，对于在该国经营进出口业务的企业或外国企业的分支机构来说，它们所受到的影响主要有以下几个方面：

第一，当地销售额。当地货币的贬值会减少商品市场上来自国外的进口竞争。如果这是一个竞争激烈的市场，那么，当地货币的贬值，一方面可能

力当地生产商提供扩大销售量的机会，因为在进口商品价格不变的情况下，它们折成贬值后当地货币的价格就提高了，从而使外国竞争者处于不利地位；另一方面，贬值为生产商提高商品价格提供了可能，因为竞争价格一般都是人们能够拿出的最低价格，一旦来自国外的竞争减少了，仍留在市场上的厂商对价格进行控制的能力就相对增强了。如果有关商品市场不是竞争激烈的市场，而是某种垄断市场，在货币贬值前商品价格就已经处于尽可能高的水平了，如再提高商品价格，根据商品需求的价格弹性原理，反而会使企业收入因商品销售量的大幅度下降而减少。

第二，出口销售额。根据国际市场上来自其它出口商竞争的程度，以外币表示的国际价格将不变或者下降。如果国际竞争不强烈，在其它货币价值未发生变化的情况下，货币贬值国的出口商可以维持其商品的外币价格不动。但是，如果国际竞争强烈，货币贬值国的出口商可以在不影响其国内利润的前提下，降低其商品的出口报价，加强其竞争地位。这就等于施加压力使国际价格下降。然而，如果货币贬值国的出口商是某外国企业的分公司，那么，有关货币的贬值对母公司的现金流量呈现何种影响就需再作细致的分析了。

第三，当地投入成本。以贬值了的货币计算的成成本会提高，提高的程度不超过货币贬值的程度。而当地投入的成本具体提高多少，要看当地投入所包含的进口成分有多大，还要看当地原材料和劳动力是否充足。当地投入所含进口成分愈大，当地投入的资源愈紧缺，成本提高的程度就会愈大。在经济处

于充分就业的情况下，货币贬值给各企业带来的直接结果就是成本上升，因为货币贬值会刺激出口，进而带动经济扩张。不过，在资源已处于充分利用的状态下，经济扩张只能引起通货膨胀和国际收支逆差的增加。

第四，进口投入成本。在当地货币发生贬值的情况下，以外币计价的进口原材料和零部件的价格可能固定不变或有所下降，下降的程度取决于国内生产进口替代的能力和原材料零部件需求对价格的反应，即需求的价格弹性。

根据以上两点，一个在世界范围内组织生产的企业就应该考虑不同货币真实汇率变动的情况，将生产转移到货币贬值的国家去。这样，由于生产所需进口投入的价格有所下降，以及所需当地投入的价格未能充分提高，企业以外币计价的现金流量就会受到积极的影响。

第五，由固定资产折旧引起的税收上的好处。对于一个在国外有固定资产投资的企业来说，投资所在国货币的贬值可以由于折旧对税收冲减使企业得到的税收好处的价值的降低，而影响到以母公司所在国货币计算的现金流量减少。

第六，由货币贬值引起的对营运资金的追加。营运资金是维持企业运转所需投资的一部分。与固定资产投资不同，营运资金不是以折旧的形式分期收回，而是在企业结业清理时一次收回。如果有关货币的贬值引起企业追加营运资金投入的需要，由此而产生以现金流量净现值衡量的企业价值下降，那么这就是企业外汇经营风险带来的一种损失。例如，假定某企业 10 年后将关闭停业，届时企业清理存货、应收帐款、应付帐款等流动资产和流动负债，投资人可将他在营运资金方面的投资收回。如果现在由于货币贬值，企业需要增加 1000 美元营运资金，对于投资人来说，尽管这 1000 美元也将在 10

年后收回，但由于 10 年后 1000 美元的价值小于今天 1000 美元的价值，由货币贬值引起的这笔资金占用给企业带来了价值上的损失。

根据上述分析，我们可以发现，在一个开放型行业（有进出口竞争的行业中），不管是进出口企业还是单纯国内企业，它们的价值都会受到实际汇率波动的影响，也就是说，它们都有外汇经营风险。如果再进一步分析，我们会发现，在国内投入组织生产，向国际市场提供产品的企业所承担的外汇经营风险大于在国际范围内组织生产和销售的企业所承担的外汇经营风险，因为前者的收入与成本是用两种完全不同的货币实现的。

### 3. 根据货币资金流动方向划分

现金流量所指的现金是会计意义上的现金。它不仅包括钞票，还包括银行支票存款、汇票等支付工具。对于企业来说，任何一项投资活动或经济活动都要涉及到资金的流入与流出。这种资金的流动最终反映为现金的流入和流出。企业的目标是通过组织一系列经济活动而产生一个正的净额现金流量，即现金流入量减现金流出量是大于零的某个数。

第一，当地货币升值的经营风险。

我们在以后各章讨论外汇风险时，经常要涉及到不同的货币。由于在国际经济交往中，涉及的货币不仅有本币和外币，还可能有第三国货币（如一个企业在海外分支机构所使用的货币可能是当地国家的货币，也可能是第三国货币），为了便于讨论，我们将货币分为当地货币、母公司所在国货币和外币三种基本类型。

在当地货币升值时，企业面临的外汇经营风险可以从当地货币的流入和流出两个方面来分析。

（1）当地货币流入。首先，由于当地货币升值，进口商品以当地货币表示的价格下降。当地商品的竞争能力相对于进口商品下降。当地客户可以较低的价格获得进口替代品，从而导致企业在当地的销售减少。企业当地销售减少的程度取决于当地市场受外国进口商品竞争的程度。

其次，企业以当地货币计价的出口也会因当地货币升值而减少，因为当地货币升值，国外进口商购买当地产品所需付出的外币将增加，当地产品在国外市场上的竞争能力将下降。企业以外币计价的出口也会因此而下降，但是，原因各不相同。以外币计价的出口不会改变进口商的需求，因为他们可以使用自己国家的货币，而不必取得企业所在国的货币。然而，当企业收到以外币表示的现金时，它会将其兑换成当地货币。如果当地货币升值，这些出口收入所能兑换成的当地货币就会减少。

再次，所有从国外投资中获得的利息或红利由于当地货币升值，兑换的当地货币均会减少。

（2）当地货币流出。当地货币升值时，以当地货币计价的进口成本不会直接受汇率波动的影响。然而，以外币计价的进口成本会因当地货币的升值而下降。任何以外币计值的融资利息支出也会因当地货币升值而减少。

总之，企业所在国当地货币升值导致现金流入和流出都发生减少。然而，由于当地货币升值，最终会导致净额现金流量增加还是减少是一个复杂的问题，无法一般而论。当地货币升值对企业的净额现金流量的影响取决于升值对流入变量和流出变量的影响程度。例如，如果企业从事出口业务，但是在当地购买其原材料并在当地举借资金，因此，其流入变量的减少程度会大于

流出变量的减少程度，因而，净额现金流量会减少。相反，如果企业的销售市场主要在当地，而且来自外国的竞争很少，这时，企业的现金流入就不会因升值而急剧减少。如果这个企业从国外进口原材料并举借资金，其现金流出将减少，总的来看，企业的现金净流量会因当地货币升值而增加。

第二，当地货币贬值的经营风险。

(1) 当地货币流入。如果企业所在国的当地货币贬值，企业的当地销售会因外国竞争的减少而增加；企业以当地货币计价的出口因贬值对进口商来说显得便宜了，因而可以扩大需求，甚至以外币计价的出口也会使现金流入增加，因为企业即使收到同样多的外币，也可以兑换成较多的当地货币。从国外获得的投资利息或红利也同样可以兑换较多的当地货币。

(2) 当地货币流出。如果当地货币贬值，以当地货币计价的进口成本不会受到汇率变动的直接影响，但是，以外币计价的进口成本会上升，因为需要较多的当地货币兑换同样的外币用于支付。从国外借款的利息支出也会因此而上升。

总之，企业所在国的当地货币贬值，导致现金流入和流出均增加。由于可能存在部分的抵消效应，当地货币贬值最终是导致净额现金流量增加还是减少也很难一概而论。最终结果取决于当地货币贬值对流入变量和流出变量的影响程度。一个从事出口业务、但在当地采购原材料和举借资金的企业，就有可能从贬值中获益。相反、在当地销售产品、没有或很少有外国竞争，并且以外币从国外获得原材料的企业就可能因货

币贬值而蒙受损失。

综上所述，可以用表 2—1 来概括当地货币升值和贬值对经营风险有关要素的影响。

表 2 — 1 汇 率 波 动 对 经 营 风 险 要 素 的 影 响

影 响 变 量	币 值 变 动	当 地 货 币 升 值 效 应	当 地 货 币 贬 值 效 应
	变 量		
影 响 币 企 流 入 当 变 地 量	1.当地销售额(相对于当地市场的国外竞争	减少	增加
	2.企业以当地货币计价的出口	减少	增加
	3.企业以外币计价的出口	减少	增加
	4.得自国外投资的利息收入	减少	增加
影 响 币 企 流 出 当 变 地 量	1.企业以当地货币计价的进中	不变	不变
	2.企业以外币计价的进口	减少	增加
	3.借入国外资金的利息支出	减少	增加

#### 四、经营风险的不同类别

##### 1. 间接经营风险

当地货币汇率的变动对流入变量和流出变量的影响有时可能是间接的，因而与预期的结果相反。例如，一家美国公司从加拿大进口木材，假定进口是以美元计价的。如果美元贬值，这家美国企业就不会受到直接影响，因为其支付是以美元进行的。它没有兑换加元的必要。然而，加拿大出口商在收到美元货款时，可能要将其兑换成加元。如果美元贬值了，加拿大出口商会因此而收到较少的加元。为了弥补其收入的减少，这家加拿大出口商在未来的交易中可能会向美国进口商报出较高的价格。这样，美国企业以美元表示的用于支付进口的现金流出增加了。可见，这里美元贬值对美国这家企业的影响是间接的。

##### 2. 国内企业的经营风险

在国际经济联系日益密切的今天，即使是单纯的国内企业也会受到经营风险的影响。例如，一家当地文具制造商在当地购买其所需的所有原材料，并且在当地销售其所有产品。因为这家制造商的所有交易都是以当地货币进行的，因而不存在交易风险。然而，如果在企业销售的当地市场上存在来自外国的竞争，那么，它就要受到经营风险的影响。经营风险之所以存在，是因为企业的现金流量在汇率发生变动时会受到影响。如果外国竞争对手的发

票货币相对于当地货币贬值，则购买文具的客户会转向外国竞争者，从而使对当地企业产品的需求减少，最终导致净额现金流入减少。

### 3. 跨国企业的经营风险

一个从事国际业务的企业和一个单纯的国内企业相比，在汇率波动的情况下，可能面临更大的经营风险。

近来，日元的大幅度升值使日本经济界产生了强烈的危机感。日元的升值给日本企业，特别是一些生产汽车、机电产品的出口型跨国企业带来了厄运。从升值幅度看，1992年度日元对美元的平均汇率为125日元/美元，1993年度为108日元/美元，1995年日元对美元的汇率曾一度突破80日元/美元大关。日本企业因日元升值带来的压力已经到了无法承受的地步。日产、马自达两家汽车制造企业1994年都以105日元/美元作为核算前提，日元每升值1日元，日产就要减少60亿日元的收益。日元升值至100日元/美元，日产1994年的营业利润将转变为300亿日元的赤字。马自达也对营业利润作了修改，估计1994年营业赤字为480亿日元。另外，美能达照相机的出口率为75%，出口的一半又以美元计价，1994年以105日元/美元核算，营业利润为10亿日元。日元升值将出现20亿日元的营业赤字。佳能是以107日元/美元作为核算标准，日元升值将使100亿日元的利润化为乌有。NEC也是以105日元/美元核算的，日元汇率每升高1日元，利润就要减少15亿日元。

## 第二节 外汇交易风险

### 一、交易风险的涵义

所谓交易风险是指由于汇率变化导致企业应收帐款和应付债务的价值发生变化的风险。应收帐款或应付债务发生在汇率变化以前，而实际的结算发生在汇率变化以后。

交易风险指企业以外币计算的现金流量已定，而汇率变动会影响以本币计算的现金流量发生变动的情况。这种情况的发生是由于企业达成了以外币计价的交易，而交易还没有结束，帐目还没有了结。例如，企业以外币成交了一笔出口交易，但尚未最终结汇。

### 二、交易风险的类别

交易风险可以分为买卖风险、交易结算风险和意外风险三类。

#### 1. 买卖风险

买卖风险又称金融性风险，它产生于本国货币和外国货币间的反复兑换。以买卖外汇为基本业务的银行以及以外币进行借贷款的企业承担的主要是这种风险。买卖风险产生的前提是银行或企业一度买进或卖出外汇后，将来又必须反过来卖出或买进外汇。

#### 2. 交易结算风险

交易结算风险又称商业性外汇风险。它随以外币计价的商品和劳务的交易而产生，这类风险主要由进出口商承担。

#### 3. 意外风险

意外风险是交易风险的延伸。它是指已知的、潜在的、但尚未实现的外汇交易风险。例如，企业投标于某个以外币计价的项目。投标价是企业基于对汇率的预期以及它的利润率而制定出来的。授标时可能已经过去好几个月了。时间带来了不确定性。在对标价进行评估的过程中，汇率的变动可能导

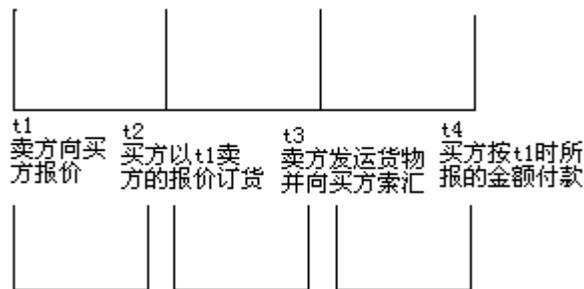
致严重的计划问题。最终中标的企业可能希望在评估阶段对这笔交易进行套期保值，而没有中标的企业则不愿意对该笔交易进行套期保值。然而，企业在事先并不知道其是否会中标，但是，它们的确存在交易风险。

### 三、交易风险的生命周期

最典型的交易风险莫过于企业拥有以外币表示的应收款或应付款。总的交易风险由报价风险、积压风险和帐单风险构成。当卖方在 t1 时以外币向潜在的买方报价时，交易风险实际上已经产生。报价可以是口头形式，如电话报价，也可以是书面形式，或者是打印的价目单。当 t2 时买方下订单时，在 t1 报价时产生的潜在的风险这时转换成了实实在在的交易风险。交易风险一直到卖方收到货款时（t4）才结束。

图 2—1 显示了这一风险是如何产生和结束的。

图 2—1 交易风险的“生命周期”



### 第三节 外汇会计风险

#### 一、会计风险的涵义

会计风险又称转换风险 (Translation Exposure)、折算风险、帐面风险等。会计风险指由于汇率变动导致资产负债表中某些外汇项目的价值发生变化的风险。任何一个跨国公司在编制世界范围内的统一财会报表时，首先就要面对这种风险。这是一种根据会计制度的规定，对公司的经营活动编制统一的财务报告时产生的外汇风险。当公司将其以外币计量的资产、负债、收入和费用折成以本国货币表示的有关项目时，汇率的变动有可能给公司造成帐面受益或损失。这种帐面损益就是由会计风险带来的。

#### 二、记帐本位币与报表货币

当一个跨国公司编制其全球财务报表时，首先应当明确其记帐本位币与报表货币。记帐本位币是在基本经济环境中所使用的货币。这里所谓的基本经济环境，通常指的是子公司所处的环境，子公司在那个环境中运作并创造利润。而报表货币，则是母公司在编制其财务报表时所使用的货币，通常是母公司所在国的货币。但是，在某些特定条件下，记帐本位币也可能不同于子公司所在国货币，而报表货币也可能不同于母公司所在国货币。

#### 三、折算汇率

在把记帐本位币的财务报表汇总到母公司所在国时，常常要考虑如何进行货币的转换。究竟是采用“历史汇率”，还是采用“当前汇率”，这一切都取决于有关国家财会制度的具体规定。

举一个例子来说明会计风险。美国某跨国公司的加拿大子公司，在年初时买下了 10 万加元的零部件，在财务报表中记账为库存一项，金额为 10 万加元。如果年初时每一加元可以兑换 0.8763 美元，那么这 10 万加元的库

存量就折合 87630 美元。如果在年底美元与加元的汇率变成每一加元折

合 0.8635 美元，那么同样 10 万加元的库存量，按照新汇率就只折合 86350 美元了。所以，由于加元的贬值，这家子公司帐面上凭空出现了 1280 美元的损失。这就是典型的会计风险。

请注意，这里的会计风险是源于库存量的加元值先后按照“历史汇率”及“当前汇率”折算为美元值而产生的。因此，即使汇率发生了变化，如果财务制度硬性规定库存量依旧按照“历史汇率”进行折算的话，则库存量的美元价值就不会产生任何变化。由此可见，汇率的会计风险在很大程度上是由人的主观来决定的。也就是说，会计风险没有一个绝对的数量值。每一个国家都有不同的财会制度为企业的汇率会计风险下定

义。归根结底，政府是为了保证其税收来源。一个国家还会根据情况不断地修订其财会制度。

会计风险所涉及的是企业会计科目中以外币计价的各项科目。如一个本国企业在外国设立分厂，或在外国建立合资企业。这个分厂或合资企业的资产负债表和收益表等会计报表是以所在国货币为单位记录整理的，既然这个外国分厂或合资企业的全部或部分属于本国企业，即母公司，那么，对于母公司来说，它的某些会计科目的最初记录是以外币表示的。此外，一个企业持有外币金融资产和负债，同样也要面临会计风险。例如，某企业在本国银行拥有一项外币存款，这笔存款的价值是以外币计量的。如果这笔外币存款给企业带来一定的利息收入，那么，在它的损益科目中就有一个营业外项目叫做存款利息收入，这笔收入也是以外币表示的。

然而，为了便于编制财务报告，一国企业应该用该国货币为单位编制它的会计报表，而不能在会计报表中使用几种不同的货币单位。一般来说，一个国家的企业主要为该国居民拥有，并且应该承担该国的财税义务。因此，企业的价值以及企业的盈利都应以该国货币为计量单位。否则，本国居民难以估价企业的价值，进而影响他们作出投资决策。更何况在一个主权国家以外国货币作为价值尺度和流通工具是不常见的现象。所以，拥有以外币计量的会计科目的企业在编制正式会计报表时，都要将外币科目的余额折算成本币表示的余额。例如，美国汽车公司在编制会计报表时，就需要将北京吉普有限公司资产负债和收益中属于它的那部分以人民币计量的余额折算成美元表示的余额。

说到折算，不可避免地要涉及汇率问题。在浮动汇率制下，不同货币之间兑换的比价经常变动。如果为了简单，我们始终采用一个固定的汇率来折算，那么，过一段时间以后，我们所使用的汇率很可能和实际汇率相差甚远。在汇率随相应的两种货币购买力相对变动而调整的情况下，我们使用这个固定不变的汇率折算出的余额就歪曲了各有关科目的真实价值。然而，如果我们使用折算当天市场通行的汇率来折算各外币科目的余额，由于汇率经常变动，即使各科目的外币余额不发生变化，在不同时间，我们折算出的本币余额也可能是不同的。

在采用折算日汇率的情况下，如果在这期间本币对外币升值，外币余额按新汇率折算出的本币余额就会减少。如果所涉及到的是一项以外币表示资产科目，该资产的本币价值与以前相比就降低了。资产价值的降低对企业来说是一种损失。这种因折算汇率降低而引起的损失就是会计风险。如果情况

相反，外币升值，折算的结果则会出现外汇折算收益。人们把这种由折算引起的外汇损失或外汇收益的可能性称为会计风险。根据风险余额是出现在借方还是出现在贷方，可以将会计风险分为资产风险和负债风险，或称正风险和负风险。资产风险或正风险的结果是企业以本币衡量的价值变动是与外币价值变动同方向，外币贬值，企业会出现外汇折算损失；外币升值，企业则会出现折算收益，而负债风险或负风险的结果则是企业本币价值变动与外币价值变动方向相反，即外币贬值，企业出现折算收益；外币升值，企业出现折算损失。

## 第四节经济风险、交易风险和 会计风险的比较

### 一、外汇风险的要素

一个国际企业在它的经营活动中所发生的外币收付，如应收帐款、应付帐款、货币资本的借入或贷出等，均需与本国进行折算，以便结清债权债务与考核其经营活动成果。本国是衡量一个企业经济效果的共同指标。从交易达成到应收帐款的最后收进，应付帐款的最后付出，借贷本息的最后偿付均有一个期限。例如，商品出口后 90 天有一笔外币应收帐款的收进，设备进口后 60 天有一笔外币应付帐款的支出，30 天后有一笔借款的偿还等，这个期限就是时间因素，在确定的时间内，外币和本国的折合比率可能发生变化，从而产生外汇风险。可见，凡是外汇风险都包括三个基本要素：本国、外币和时间。

如果一个国际企业在某笔对外交易中未使用外币而使用本国计价收付，这笔交易就不存在外汇风险。因为它不牵涉外币和本国的折算问题，从而不存在汇率波动的风险。

一笔应收或应付外币帐款的时间结构对外汇风险的大小具有直接影响。时间越长，在此期间汇率波动的可能性就越大，外汇风险也相对越大。时间越短，在此期间汇率波动的可能性就小，外汇风险也相对越小。

从时间结构越长，外汇风险越大这个角度分析，外汇风险包括时间风险和价值风险两大部分。改变时间结构，如缩短一笔外币债权债务的收取或偿付时间，可以减缓外汇风险，但不能消除价值风险，因为本国与外币折算所存在的汇率波动风险仍然存在。表 2—2 显示外汇风险三要素的影响。

表 2—2 外汇风险三要素的影响

交易货币	资金流动方向	金额	时间结构	同险类型
本国	流出或流入	任何金额	任何期限	无风险
同种外币	流入或流出	相同金额	相同期限	无风险
同种外币	流入或流出	相同金额	不同期限	时间风险
不同外币	流出或流入	任何金额	任何期限	双重风险

### 二、三种类型外汇风险之间的关系

一个国际企业的全部经济活动，即在它的经营活动过程和结果中，以及预期经营收益中，都存在着由于外汇汇率变化而引起的外汇风险。交易风险、会计风险和经济风险在企业的经营活动过程中，所发生的时间是不同的。在经营活动过程中产生的外汇风险称为交易风险；经营活动结果中的外汇风险称为会计风险；企业预期经营收益的外汇风险称为经营风险。

第一，从损益结果的衡量上来看，交易风险和会计风险均可根据会计程序进行，可以用一个明确的具体数字来表示，具有静态性和客观性的特点；而经营风险的衡量则需根据经济分析，从企业整体经营上进行预测、规划和分析。它涉及企业财务、市场、生产、价格等各个方面，因此带有一定的动态性和主观性的特点。

第二，从衡量风险的时间来看，交易风险和会计风险损益结果只突出了企业在过去已经发生的交易在某一时刻的外汇风险的受险程度；而经济风险

则要衡量将来某一段时间内出现的外汇风险，如短期（一年以内）、中期（一至五年）以及长期（五年以上）的不同时间段内，汇率的波动对以上各期的现金流量、外汇经营风险受险的程度以及企业资产价值的变动将产生不同的影响。因此，经营风险的影响随时间段的不同而有所不同。

第三，从企业不同管理层次的角度来看，交易风险可以从单笔孤立的交易，也可以从子公司经营的角度来衡量其风险的损益结果；而经营风险则只能从公司整体来考察。这一整体可以是跨国公司的全局，也可以是从子公司的全局；会计风险一般只能从母公司的角度来衡量其受损的程度。

第四，交易风险关系到现金的流动，造成真实的损益。也就是说，汇率变动给交易风险的承担者造成实实在在的损失或带来意外的好处。如美国一出口商，三个月前签定了一份向德国出口价值 2 万德国马克的某种商品的贸易合同，当时汇率为 1 美元 = 2 马克，收到货款时汇率已变为 1 美元 = 3 马克。这样，本来该出口商可以取得 1 万美元，现在由于美元升值，只能取得 6667 美元，损失了 3333 美元。这种损失之所以产生，是因为三个月后该出口商有 2 万马克需要兑换成美元，这是一种真实的现金流动。会计风险则不同。它主要影响有关企业的资产负债表，和现金流动无关，由它造成的损益是不真实的，只是存在于帐面上。例如，年终时，美国在德国的一家分公司有 10 万马克的净资产。获得该资产时汇率为 1 美元 = 1.8 马克，现在为 1 美元 = 2 马克。获得资产时，总公司帐户上的资产增加了 5.5555 万美元。年终时，同样是这项资产，在总公司帐户上的美元价值只有 5 万美元，出现了 5555 美元的损失。这一损失的产生不是因为 10 万马克已在外汇市场上出售，换成美元流入美国。事实上，10 万马克仍在德国，只是因为年终该分公司的资产、负债表要和总公司的合并在一起以美元来表示，而在把以马克表示的资产折算成以美元表示的资产时，美元升值，造成了这种帐面上的、不真实的损失。图 2—2 表明三类外汇风险发生的时间结构。

图 2—2 三类外汇风险发生的时间结构

## 第三章经营风险的识别与衡量

对企业面临的经营风险进行估计非常困难，因为资金的流出、流入以及在企业内部的流动关系错综复杂。例如，一家跨国公司在全世界拥有分支机构。在识别其经营风险时，每个分支机构因货币汇率的波动所受到的影响各不相同；处在不同国家的分支机构拥有不同的当地货币；某种特定货币价值的波动对分支机构的总体影响是非常复杂的。

外汇风险管理的最重要的任务是将对货币汇率变化的预期融入企业所有的决策之中。为此，企业必须了解到底是什么处在风险之下。然而，就衡量外汇风险而言，在会计实践和现实经济生活中存在很大偏差，即企业到底在多大程度上受汇率变化的影响。

### 第一节 经营风险的识别

识别经营风险，实际上就是识别企业是否存在外汇经营风险以及在哪些方面存在经营风险。我们知道，经营风险是外汇汇率变动对企业未来收益和成本的影响。这种外汇风险具有长期性和连续性的特点，因此，在识别企业的经营风险时，我们不能仅仅考虑眼前的风险，而更重要的是从长远的角度来考虑企业的经营风险。

识别企业是否面临外汇经营风险时，主要可以从以下几个方面考虑：

#### 一、销售市场

即企业的产品销往何处？国内销售额和国外销售额的比例如何？以及在这些市场上如何进行必要的促销活动。

#### 二、竞争对手

企业的主要竞争对手是谁？主要是国内竞争对手还是国外竞争对手？回答这些问题可以帮助企业明确自己的竞争对手是否受到外汇风险的影响，以及受到何种影响、影响的程度如何等等。只有知己知彼，方能百战不殆。

#### 三、生产地点和原料来源

企业主要在国内生产还是在国外生产？主要使用国内原材料还是国外原材料？企业在国际间转移生产和获取原材料的能力如何？企业在国内外投入和在国内外生产相互替代的灵活性越大，它所面临的外汇风险就越小。在其它条件不变的情况下，拥有跨国生产体系的企业可以通过增加在货币贬值国的生产，减少在货币升值国的生产来应付外汇风险。

#### 四、定价策略

企业产品的价格是根据世界市场行情定价还是根据国内市场行情定价？计价货币是本国货币、对方国家货币还是第三国货币？

#### 五、需求的价格弹性

即确定消费者对企业产品的需求受价格影响的程度如何。真实汇率的变化对企业的影响体现在很多方面。以本币升值为例，汇率变化对国内企业的影响取决于其价格的灵活性程度，即企业是否可以在国内外部保持其以本币衡量的利润率？企业能否在与低价进口商品的竞争中维持其国内销售的本币价格？在出口方面，企业能否提高外币价格以维持其以本币衡量的利润率？

对这个问题的回答主要取决于需求的价格弹性。需求的价格弹性越低，企业对汇率变化作出反应的价格灵活性越大，而需求的价格弹性又取决于竞

争程度和主要竞争对手的所在地点。企业产品的差异性越大，其所面临的竞争就越少，在国内外维持以其本币衡量的价格的能力就越强。例如，奔驰汽车公司生产的高级轿车。同样，如果大多数竞争对手集中在国内，那么，大家都会因本币升值而面临同样的成本结构的变化。所有企业部可以提高外币价格而不致于使它们中的任何一家相对于国内竞争者处于不利地位。例如精密仪器和高科技电讯产业，几乎主要的竞争者都集中在美国国内。相反，企业的产品差异性越小，而且其竞争者在国际上越分散（如低价格的汽车行业），产品需求的价格弹性就越大，定价的灵活性就越小，因而，这些企业面临的外汇风险就越大。

例如，美国纺织和服装行业竞争很激烈。几乎每个行业都是由许多小制造商构成的，而且，几乎每个国家都有自己的纺织工业，大多数国家都拥有自己的服装工业。

尽管产品的相似性很大，但纺织工业的竞争比服装工业的竞争更为激烈，因为纺织产品比服装产品更为标准化。纺织品的买主可以很容易地从一个出售标准化产品的高价企业转向另一个出售基本相同产品的低价企业。而服装产品差异性较大，因而服装企业对价格的敏感度就不如纺织企业。因此，即使纺织企业和服装企业同样都在一个高度竞争的环境中经营，服装企业因其价格的灵活性较大，和纺织企业相比，其受外汇风险的影响就要小一些。

关于跨国企业的海外业务，经营风险的决定因素也与上述因素相类似。一个国外子公司在当地市场销售其产品和劳务时，一般无法将其当地货币售价提高到当地货币贬值的水平，从而导致当地货币贬值后，跨国企业的本币收入减少。然而，由于当地货币贬值同时降低进口竞争，在贬值前企业面临的进口竞争程度越大，其本币收入减少的程度就越小。

当地货币贬值的影响还因其降低了子公司的本币生产成本而有所缓和，特别是当地的投入。然而，当地投入的进口成分越高，本币表示的生产成本降低得就越少。

利用国外子公司生产并出口产品的跨国企业将会因当地货币贬值而受益，因为其出口收入应该基本保持不变，而用本币衡量的成本将下降，结果导致出口商的本币利润上升。

上述分析的主要结论是：企业经营的环境（出口、进口竞争或单纯国内生产），企业的原料来源（进口、国内交易或非交易商品）以及汇率的波动是识别企业外汇经营风险的主要因

素。

一般来说，在国内生产供应国外市场比在国外生产供应当地市场面临的外汇风险更大。原因是国内工厂所用的劳动力和原料是用本币支付的，而产品是用外币销售的。例如，日本的尼桑汽车公司在日本生产汽车，出口到美国市场。该公司在投资建厂准备供应外国市场时就开始面临外汇风险了，因为其日元成本所带来的收益是美元，而不是日元。这一点看起来很简单，但是企业在分析一个投资项目时往往忽视这些影响。

一个企业（或其分支机构）只为国内市场生产，而且只使

Word.Document.6 \s

用国内投入也有可能受到汇率变化的剧烈影响，尽管其会计风险为零。例如，美国汽车公司生产的汽车只供应美国市场，而且只使用美国劳动力和原料。由于它在购买或销售时只用美元，根据美国会计标准，它没有资产负

债表风险。然而，这里的主要问题是汽车市场的影响——汽车市场受到来自价格低廉的韩国、日本、意大利和德国进口汽车的竞争。美元的贬值实际上是加强了美国汽车公司的竞争地位，或者至少减缓了美同汽车企业竞争地位的削弱，使美国汽车企业比美元贬值前享受更高的利润。美元升值则会带来相反的效应。

表 3—1 更为详细地总结了汇率变化对跨国企业的经营效应。

## 第二节 经营风险的衡量

### 一、净现值法 (Net Present Value Approach)

对外汇风险从会计角度下定义，无论是采用何种方法，都是将资产负债表的资产和负债分为受汇率变化影响和不受汇率变化影响的两部分帐户，而经济理论则着眼于汇率变化对未来现金流量的影响，即经营风险是基于汇率变化使企业价值变化的程度，而企业的价值是用其预期的未来现金流量的现值来衡量的。

确切地说，如果  $PV$  是企业的现值，那么若  $PV/e$  不等于零，则企业面临外汇风险。这里， $PV$  是与汇率变化  $e$  相应的企业现值的变化。因此，外汇风险又可以定义为因不确定的汇率变化导致的企业价值的变化性。外汇风险被看作是货币波动可以改变企业未来现金流量的预期数量或变化性的一种可能性。

经营风险的出现是因为货币汇率的波动可以改变企业未来的收入与成本，即企业的营业现金流量。因此，对企业的经营风险进行衡量必须具有长远眼光，将企业的成本和价格竞争力受外汇汇率变化的影响看作是一个长期的、永久性的问题。

因此，企业从开始投资于某个受国外竞争或需要从国外获取投入的市场时就已经面临外汇风险了。这里所说的投资，包括新产品开发、分销渠道的建立、国外供货合同的签定或者生产设施的设立。交易风险在后来才出现，即只有当企业的承诺导致其从事以外币表示的销售或采购活动时才会出现交易风险。

经营风险最终会反映在产品的价格上，从而影响着跨国公司的竞争能力。具体地说，每个跨国企业都要考虑其每年的收支表，如表 3—2 所示。

表 3—2 跨国企业的收支表

销售总收入
-固定支出
-可变支出
付利和付税前的毛利(EBIT)
-利息
税前毛利(EBT)
-税收
纯利润

当人们计算一个跨国企业的经营风险时，一般用该企业可能创造的净现值来衡量。假定我们考虑一个三年的时间期限。在目前的汇率情形下，一个跨国

企业投资 100 万元人民币，在今后三年内每年可能的销售纯利分别为 24 万、47 万和 80 万。如果该跨国企业的资本成本 (Cost of Capital) 年率是 12%，通常我们就用这个资本成本的年率作为现金流量的折现率。所以，第一、二、三年的现金收入为 24 万、47 万和 80 万，分别按折算一次、二次及三次来计算 [即分别除以 1.12、(1.12)<sup>2</sup>、(1.12)<sup>3</sup>]，现值则为 21.43 万、37.47 万和 56.94 万。这三个现值的总和是 115.84 万元。从这笔现值中扣除 100 万元的初始投资，我们可以计算出这笔投资的净现值是 15.84 万元。但如果这家跨国企业所用的原材料都是从国外进口的，而汇率的变化又对人民币不利，致使今后三年的现金收入分别降到 12 万元、30 万元及 50 万元，那么即使这时该企业的

资本成本仍保持 12% 的年率，但这项投资的净现值却变成了负的大约 30 万元人民币了。

### 图 3—1 投资项目在目前汇率下的净现值

对于该跨国公司的经营风险，一般就用这两种汇率下净现值之差来表示：

$$\text{经营风险} = 158391 - (-297809) = 456200$$

所以，该跨国企业的外汇经营风险为 45.62 万元人民币。

### 二、收入与成本对可能发生的汇率波动的敏感度

衡量跨国公司经营风险的第二种方法是将现金流量分为不同的收入科目，并主观地根据预测的汇率来预测每个收入科目。然后，再考虑另外一个汇率的情形预测收入项目的变化情况。通过分析收入科目对不同汇率情形的变化情况，企业可以预测出货币汇率变动对收入及现金流量的影响。若企业的成本和收入受汇率影响的程度相近，它就可以将因汇率波动造成的影响消除。

为了说明这一过程，我们举例如下。假定有一家美国 ABC 公司，其部分业务在加拿大，其在美国的销售是以美元计价的，而在加拿大的销售是以加元计价的。其下一年度的损益表如表 3—3 所示。

表 3—3 ABC 公司收入成本估算

(百万美元及加元)		
科目	美国业务	加拿大业务
销售额	304	4
销售成本	<u>50</u>	<u>200</u>
毛利	254	196
营业开支	30	
固定	<u>30.72</u>	—
可变	60.72	=
合计	193.28	—
利息、税前利润	<u>3</u>	—
利息支出	190.28	— 196
税前利润		<u>10</u>
		<u>206</u>

其损益表分为美国业务及加拿大业务两栏。假定 ABC 公司想估算一下其

损益表各科目在加元的三种汇率情形下(1加元合0.75、0.80和0.85美元)受到何种影响。这三种情形分别在下面列表加以分析。

如果在美国的销售不受汇率波动的影响,那么,汇率波动对损益表科目的影响就可以根据上表所提供的资料加以估算。但是,为了使这个例子更为现实一些,假定当加元升值时,ABC公司在美国的销售额会高一些,因为这时加拿大竞争者会因其价格高而被挤出市场。具体来说,假定在三种可能的汇率情形之下,在美国的销售额预测如表3—4。

表3—4 不同汇率情形下的销售额预测

加元的汇率情表	预计在美国的销售额(百万美元)
0.75	300
0.80	304
0.85	307

对任何企业来说,外汇汇率变动对本地销售额的影响均取决于有关的外国竞争情况。我们可以用历史数据来估计在过去本地销售额是如何被汇率波动所影响的。

有了这些资料,ABC公司就可以确定其损益表在每一种汇率情形下是如何受影响的了。我们利用下表对ABC公司的收入及成本进行分析。

表3—5显示了在加元升值的情况下,美国销售额及加拿大销售额的美元价值都会增加。由于ABC公司在加拿大的销售成本风险比其在加拿大的销售额风险大得多,加元升值对毛利的总体影响是负值。

在加元升值时,需要支付利息的美元总额也上升了。总之,ABC公司会因加元升值而受到消极影响。同时,会因加元贬值而受到积极影响,因为,总收入价值的减少足以弥补销售成本和利息开支的减少。

在这个例子中,我们可以得出一个一般性的结论,即:若企业的国外成本比国外收入多,则会因外币升值而受损;若企业的国外成本比国外收入少,则会因外币升值而受益。

下面,我们用一个假设的案例来具体说明外汇经营风险是如何进行衡量的。这个案例是基于美国一家跨国企业M公司在法国的全资子公司S公司。从母公司角度来看,投资在S公司的美元要求达到20%的税后收益率。

S公司在法国利用当地劳动力和原材料进行生产。其生产的一半产品在法国当地销售,另一半产品出口到其它欧洲国家。所有销售均以法国法郎计价,且应收帐款相当于年销售额的1/4。换言之,平均收款期为90天。库存也相当于年销售额的1/4,且计入直接成本。直接成本相当于销售价格的75%,S公司可以在不明显改变单位直接成本或总体行政管理开支的情况下扩大或降低产量。厂房和设备的折旧为每年24万法国法郎,法国的公司所得税率为50%。1992年12月31日的资产负债表和1993年预期现金流量如表3—6、表3—7和表3—8所示。

(在法郎未贬值的情况下)表3—8 预期的现金流量

营业现金流量(法郎,同上)	FF1,120,000
新汇率:1美元=8.00 法国法郎	FF1,120,000
营业现金流量(美元)	\$ 140,000

(在法郎贬值的情况下)

在上表中,我们假定在1993年1月1日,在开展商业活动以前,法国法郎出人意料地贬值20%,从一美元兑换6.4法郎贬到一美元兑换8法郎。如果没有发生法郎贬值,S公司在1993年的业绩则如表3—7所示。

经营风险取决于意外的汇率变化是否会带来意外的销售额、销售价格或经营成本的变化。前面我们谈到价格的需求弹性,这对一个企业来说也非常重要。在法国法郎贬值之后,S公司可能会维持以法郎表示的国内销售价格不变,或者试图提高国内售价,因为进口的竞争商品现在会因法郎贬值而涨价。S公司也可能维持以外币或法郎表示的出口价格不变。究竟采取哪种战略在很大程度上取决于价格的需求弹性。

从成本角度来看,S公司的成本可能上升,因为进口原料或部件变得更加昂贵,或者仅仅由于法国国内的所有价格上涨,劳动力工资要求上升以补偿国内的通货膨胀。

S公司的国内销售和成本可能部分取决于法郎贬值对需求的收入弹性的影响。法郎的贬值会刺激进口竞争部门对法国商品的购买,同时,法国商品的出口会增加。这都是由于法国商品更加具有竞争性带来的,法国国民收入因此会增加。这一推断是假定法国法郎贬值对相对价格的有利影响没有被高通货膨胀所抵消。因此,S公司可以因收入效应而增加国内销售,同时因价格效应增加国际销售。

为了说明贬值后各种情况对S公司经营风险的效应,我们考虑三种简单的情况:

- (1) 任何变量都没有发生变化。
- (2) 销售额增加,其它变量不变。
- (3) 销售价格增加,其它变量不变。

为了计算在每一种情况下现值的净变化,我们为法郎对美元汇率变化导致的现金流量变化假定一个五年的时间跨

第一种情况:任何变量都没有发生变化。

假定在未来的五年里,销售额、销售价格或经营成本都没有发生变化。下一年度的法郎利润将与预期的一致。营业现金流量将为1,120,000法国法郎。在1美元=8法郎的新汇率下,下一年的现金流量以美元衡量将为 $1120000 \div 8 = 140000$ 美元。如果马上发生法郎贬值,那么,第一年的现金流量差额为:

预期的第一年现金流量(未贬值)	\$175,000
已实现的第一年现金流量(贬值)	\$140,000
第一年现金流量下降	\$35,000

因此,S公司在其法国法郎现金流量的美元价值上损失了35,000美元,如果这一损失持续五年的话,那么,净额现金流量总的损失将是 $35000 \times 5 = 175000$ 美元。

第二种情况:销售额增加,其它变量不变。

假定由于法郎贬值,法国产品比进口产品更具有竞争性,因此,在法国国内的销售翻了一番。此外,出口额也翻了一番,因为法国产品现在在那些货币没有贬值的国家更加便宜。以法国法郎表示的销售价格保持不变,因为S公司发现,法国当地的经营成本没有发生变化。

下一年度的预期现金流量如表3—9和表3—10所示。第一年的现金流量

没有数据，因为销售额的翻番会要求在应收帐款和库存方面追加投资。尽管这一追加投资的一部分可以通过增加应付帐款来出资，我们还是假定追加的流动资金是通过营业现金流量出资的。 EMBED Word.Document.6 \s

在第一年底，应收帐款将等于年销售额的 1/4，即 640 万法郎。这一金额是上年底 320 万法郎应收帐款的两倍，增加的部分（320 万法郎）必须以现有的资金出资。年终的库存等于年直接成本的 1/4，即 480 万法郎，比年初水平增加了 240 万法郎。在五年结束后，这些增加的现金流出将被收回，因为流动资产的任何投资最终要变成现金。

假定销售额、价格或成本不再变化，这五年的现金流入如上表所示。在这个例子中，法郎的贬值导致了第一年的现金流量从在没有贬值的情况下预期的 17.5 万美元变为负 36 万美元。然而，在其余的四年中，现金流量受到贬值的经营效应的很大影响。随着时间的推移，S 公司赚取了更多的现金。从长期来看，贬值带来了收益，而不是损失。

在第二种情况下，S 公司之所以境况较好是因为销售额翻了一番，而以美元计算的单位售价只下降了 20%。换言之，S 公司生产的商品的需求价格弹性大于一。

第三种情况：销售价格上升，其它变量不变。

假定法郎售价提高 25%，从每件 12.8 法郎提高到每件 16 法郎，以便保证原来的以美元表示的 2 美元的单位售价保持不变。进一步假定，尽管价格提高，销售量仍保持不变，即顾客愿意支付同样的美元价格，且当地成本不变。

这种情形如表 3—11 和表 3—12 所示。在这个例子中，S 公司在法郎贬值后的境况比贬值前会更好，因为其钉住国际价格水平的售价提高了，而销售额没有下降。新的应收帐款的水平将为新的销售额水平 1600 万法郎的 1/4，即 400 万法郎，增加了 80 万法郎。这里不需要额外的库存投资。

表 3—11 预期现金流量，销售额增加（第三种情况）

销售额（100 万件，每件 16 法郎）	FF16, 800, 000
直接成本（100 万件，每件 9.6 法郎）	9, 600, 000
现金营业开支（固定）	1, 200, 000
折旧	240, 000
税前利润	FF4, 960, 000
所得税开支（50%）	2, 480, 000
税后利润	FF2, 480, 000
加上折旧	240, 000
营业现金流量（法国法郎）	FF2, 720, 000
新汇率：1 美元=8 法郎	\$ 340, 000
营业现金流量（美元）	

表 3—12 五年的预期现金流量

年度	项目	法郎	美元 ( FF8/\$ )
1.	营业现金流量	FF2,720,000	\$ 240 , 000
	减流动资本的新投资	— 800000	340 , 000
2.	营业现金流量	FF1 , 920 , 000	340 , 000
	营业现金流量	2 , 720 , 000	340 , 000
3.	营业现金流量	2 , 720 , 000	340 , 000
4.	营业现金流量	2 , 720 , 000	100 , 000
5.	最后一年回收流动资本	2 , 720 , 000	
		800 , 000	

第一个五年的现金流量如上表所示。每年的预期现金流量均超过在没有贬值的情况下预期的 17.5 万美元的现金流量。流动资本的增加导致了第一年的净额现金流量只有 24 万美元，但是此后，每年的现金流量为 34 万美元。

这一改善的主要原因在于经营杠杆的作用。如果成本是以法郎形成的，而且在贬值后没有增加，销售价格按照贬值幅度提高会带来更高的利润。

其它可能性：

如果销售收入的任何一部分是以其它货币进行的，情形将会大不一样。S 公司可能会保持外币价格不变，实际上是提高了法国法郎的售价；它也可能会保持法国法郎价格不变，实际上就是降低了外币的售价以增加销售额。当然，它也可以在这两种选择中进行折中。总的销售收入可能上升，也可能下降，这主要取决于需求的价格弹性以及国内外销售的比例。

同样，如果部分或全部原料或部件是进口的，且以硬通货进行支付的话，贬值后的法郎经营成本会上升。另外一种可能性是当地的法郎成本在贬值后会上升。一般来说，当地成本在本币贬值后往往要经过一个时滞才会上升。

衡量损失：

表 3—13 和表 3—14 对上述三种情况下预期现金流量的变化进行总结并与没有贬值时的预期现金流量进行比较。表 3—13 重新列出了三种情形下预期的现金流量。表 3—14 列出了与没有贬值的情形进行比较的现金流量的变化以及这些变化对未来现金流量带来的损益。这些损益应由其现值来决定，使用 20% 的折现率，即 M 公司的预期收益率。 EMBED Word.Document.6 \s

在第一种情况下，即在法郎贬值后，任何变量都没有发生变化，M 公司损失了 \$10.48 万美元。在第二种情况下，即在贬值后销售量翻了一番，而价格没有发生变化的情况下，M 公司获得了 19.17 万美元的收益。在第三种情况下，即法郎售价提高了，而销售额没有发生变化，经营收益为 45.03 万美元。可以说，在法郎贬值后，可能出现无限组销售量、价格和成本的组合。

对经营风险进行衡量非常困难，因为不可能在不同时期考虑每种货币相对通货膨胀率对现金流量的影响，以此来衡量汇率变动的影响。重新考虑实际汇率的概念可以帮助我们明确对外汇风险的讨论。正如上一章所述，实际汇率是自某基期以来，剔除每种货币相对购买力变化以后的名义汇率，即：

$$e_t = e_t \times \frac{(1 + i_f, t)}{(1 + i_h, t)}$$

其中：

$e_t'$  表示在  $t$  期的实际汇率（每单位外币的本币价值）；

$e_t$  表示在  $t$  期的名义汇率（每单位外币的本币价值）；

$i_{f,t}$  表示在 0 期和  $t$  期之间外国通货膨胀的数量；

$i_{h,t}$  表示在 0 期和  $t$  期国内通货膨胀的数量。

在实际汇率变化时，由于实际汇率变化会影响到企业未来以不变货币计算的现金流量，企业的实际价值就受到了影响。事实上，这时企业所承担的是一种通货膨胀风险，即可能的不同国家通货膨胀的相对变化使企业的价值发生变化的可能。在开放型行业里，最可能面临这种风险的恰恰是那些只从事国内业务的企业。由于不同国家经济活动的相关系数小于一，企业活动的国际化，即企业进行跨货币经营，却是避免解决通货膨胀风险的一个有效方法。

### 三、回归分析法 (Regression Analysis)

从以上的分析可以看出，识别企业真正的经营风险是非常困难和复杂的。这需要非凡的能力来预测未来现金流量的金额及其对汇率变动的敏感度。实际上，大多数企业在管理其经营风险时，对经营风险的衡量却主要是根据直觉。

这里，我们提供一个衡量企业经营风险及其对汇率变动的敏感度的操作性很强的方法。这种方法避免了估计风险时凭直觉办事的缺点。它直接了当，只需企业实际经营中的历史数据，或者，对新企业来说，只需类似企业的有关历史数据。

这一方法是根据母公司或其子公司面临的外汇经营风险的定义得出的：企业面临的外汇风险的程度取决于本币现金流量的变化与名义汇率变化的相关程度。这一相关恰恰是回归分析所要建立的关系。运用这一定义的直接方法是将过去的现金流量进行回归，根据当期平均汇率转换成本币价值。确切地说，就是进行以下回归运算：

$$PCF_t = a_0 + a_1 PER_t + \mu_t$$

其中， $PCF_t$ ，指在  $t$  期经通货膨胀调整的以本币衡量的现金流量的变动百分比；

$PER_t$  指在  $t$  期的货币汇率变动百分比；

$\mu_t$  指随机误差；

$a_0$  指截距；

$a_1$  指斜率。

通过回归分析得出的回归系数  $a_1$  表明  $PCF_t$  对  $PER_t$  的敏感度。如果预期企业的经营结构不会进行大的调整，其通过回归分析得出的敏感度应该与将来的敏感度相似。

上述回归分析模型可以变换一下以适应更为复杂的情形。例如，如果要再考虑其它货币，它们可以作为额外的自变量包括在模型中。每种货币的影响将由各自的回归系数来衡量。如果一个跨国企业受到很多种货币的影响，而且更为关心其对货币波动的总体敏感度，而不是某一种货币的影响，它可以将这些货币汇总成一种指数（或组合货币）：

$$PCF_t = b_0 + b_1 PER_{it} + \mu_t$$

这里， $PER_{it}$  代表在  $t$  期组合货币的变动百分比，每种货币所占的权重是由该种货币占有的外币现金流量的比重来确定的。

如果货币波动对现金流量的影响是滞后的话，可以通过在回归模型中加入滞后变量来加以分析。例如，如果企业预期  $PERI_t$ ，不仅会同步产生影响，还会滞后一个周期产生影响，那么，它可以用下列回归模型：

$$PCF_t = b_0 + b_1 PERI_t + b_2 PERI_{t-1} + \mu_t$$

回归系数估计值  $b_2$  表明某期现金流量对前一期组合货币变动的敏感度。

某些跨国企业偏爱使用其股票价格代表企业的价值，然后估计其股票价格变化对货币变化的敏感度。在这种情况下，也可以使用回归分析法，只是要将模型中的  $PCF_t$  用股票价格的变化百分比来替代。通过将股票收益作为因变量，回归分析可以推出企业价值对汇率变动的敏感度。

外币升值会提高还是降低企业的股票价格呢？回答这个问题并不简单。这取决于企业的具体情况。由于汇率波动影响企业的方式很多，因此，无法作一般性的假定。然而，可以通过历史数据来估计具体企业的经营风险。如果企业不会明显改变其经营战略的话，回归分析得出的风险应该成为企业未来风险的一个指标。

还有些企业着重分析汇率变动对企业某些特征的影响，如收益、出口或销售额等。例如，丰田汽车公司衡量出口对日元汇率（相对于美元）的敏感度。从而，该企业可以预期某预测的日元汇率对未来出口的预期影响。

上述回归分析的结果包括三个主要参数：

(1) 外汇的贝塔( )系数，它用于衡量本币现金流量对汇率波动的敏感度；

(2)  $t$  常数，它用于衡量贝塔系数的统计显著性；

(3)  $R^2$ ，用于衡量受汇率变动影响的现金流量变动的部分。

贝塔系数越高，则汇率变化对现金流量本币价值的影响越大，因此，外汇经营风险就越大。相反，贝塔系数越低，企业面临的外汇风险就越少。 $t$  常数越大，表明贝塔系数价值的置信水平越高。

然而，即使企业的贝塔系数较大，并且在统计上的显著性较高，因而面临外汇风险，但这种情况并不意味着货币波动是决定企业总体风险的重要决定因素。关键是企业总的现金流量变动受货币波动的比例到底是多少。因此，对企业外汇风险管理政策影响最重要的参数是回归分析的  $R^2$ 。例如，如果只有 1% 的现金流量变动是外汇汇率变动造成的，那么，企业就不必花大力气进行外汇风险管理，即使其贝塔系数很大。

我们用一个例子来具体说明回归分析在衡量外汇经营风险时的运用。

某日本企业从 1980 年至 1991 年的 12 年间的出口额以及这 12 年间的日元对美元的平均汇率如表 3—15 所示。该企业要分析日元对美元汇率的变化对其出口额的影响。

表 3—15 日本某企业出口额与日元汇率

年份	出口额(亿日元)	汇率(日元/美元)
1980	45	219
1981	43	222
1982	55	250
1983	50	236
1984	50	239
1985	47	228
1986	38	164
1987	35	140
1988	33	129
1989	36	140
1990	39	145
1991	37	140

假定该企业的回归方程式为： $Y = b_0 + b_1X + u$

利用上述数据，我们可以借助于各类计算机电子表格软件（如 Lotus 1—2—3、Excel 等）很方便地计算出如下结果：

截距  $b_0 = 16.00982$

斜率  $b_1 = 0.140267$ ，它表明日元汇率每变动一个单位，出口额就会变动 0.140267 个单位。

均方差 = 0.909941，表明 90.99% 的出口额的变化是因汇率变化造成的。

T 常数为 10.052，即出口额和汇率之间的关系非常显著。

相关系数为 0.9539，表明出口额和汇率之间密切相关。

假定不考虑随机因素  $u$ ，则回归方程式可以写为：

$$Y = 16.00982 + 0.140267X$$

通过上述方程式，该企业可以推断在某个预期的汇率条件下，该企业的出口额数据。例如，假定日元对美元的汇率在下一年度预期将变为 1 美元兑换 85 日元，该日本企业的出口额将为：

$$16.00982 + 0.140267 \times 85 = 27.932515 \text{ 亿日元。}$$

## 第四章交易风险的识别与衡量

企业以不同的货币表示的现金流入的价值在兑换成所希望的货币时，会受到汇率变动的影响。同样，企业以不同货币表示的现金流出的价值也取决于有关货币的汇率。未来现金交易受到汇率波动影响的程度就是交易风险。

### 第一节交易风险的识别与确定

交易风险是由各种需以外币进行结算的交易带来的，如进出口贸易、以外币进行的借贷以及海外分支机构的当地采购及销售活动。严格来说，企业资产负债表上已经存在的项目，如贷款和应收帐款等，业已构成了这些交易的一部分。然而，一个详细的交易风险报告还必须包括一些资产负债表以外的项目，如未来的销售、租赁费的支付、远期合同、贷款的偿还以及其它已经承诺的和预期的外币收付。

在衡量经营风险时，无论交易风险报告多么详细，它仍存在一个根本的缺陷，即假定以当地货币表示的成本和收入在汇率变化之后仍然保持固定不变。

这一假定就使消费者和企业汇率变化的情况下可能采取的调整无法进行估计。因而，简单地根据预期的贬值前（或升值前）当地货币现金流量和预测的贬值（或升值）比例的乘积来判断可能的汇率损益会使结果发生偏差。在用购买力平价表示的名义汇率和通货膨胀率之间的密切关系中，仅根据汇率变动来衡量外汇风险而不考虑相关的通货膨胀率，是明显错误的。

识别企业是否存在外汇交易风险，我们主要看企业是否从事了以外币计价的交易。具体来说，可以从以下几个方面来考虑：

第一，企业是否从事了以延期付款方式，用外币计价的商品、劳务的买卖。

例如，一家美国公司向一家英国买主以延期付款方式出售一批商品，合同价值为 100 万英镑。90 天后付款。现行汇率为 1 英镑兑换 1.6 美元。这家美国公司预期在收到 100 万英镑货款时能兑换成 160 万美元。

这里，外汇交易风险开始产生了，因为美国卖主最终得到的有可能不是 160 万美元。例如，在收到货款时的汇率为 1 英镑兑换 1.5 美元，那么，美国卖主得到的只有  $100 \text{ 万英镑} \times 1.5 = 150 \text{ 万美元}$ ，比预期的要少 10 万美元。如果汇率变为 1 英镑兑换 1.7 美元，美国卖主就会得到 170 万美元，比预期的要多 10 万美元。可见，风险就是遭受损失或获取收益的机会。

如果美国卖主与英国买主之间的交易是以美元计价的话，美国公司就会避免这一风险。当然，如果这家美国公司坚持以美元计价的话，它可能根本就得不到这笔订单。用损失订单的方法避免交易风险显然是与企业的目标背道而驰的。即使英国买主同意以美元计价，交易风险也没有消除，只不过是交易风险从美国卖主转移给了英国买主罢了。

第二，企业是否从事了以外币结算的借、贷款业务。

当发生以外币表示的资金借贷时，也会产生外汇交易风险。例如，英国的比彻姆集团在 1971 年借入了一笔 1 亿瑞士法郎的资金，按当时汇率折合 1013 万英镑。当五年后贷款到期时，英镑已大幅度贬值，仅本金的偿还成本

就是 2273 万英镑，是借入本金的两倍多。伦敦一家报纸在 1976 年 8 月 22 日将这一交易损失戏称为“一串昂贵的糖葫芦”。

第三，企业是否从事了面额为外国货币表示的其它金融资产交易，如外汇远期合同等。

当企业购买远期外汇合同时，它实际上是人为地创造了交易风险。这通常是为了对已有的交易风险进行套期保值才进行的。例如，一家美国公司为了抵消 90 天后购买 100 万德国马克用于向德国办理进口支付的风险，它在远期市场上购买了 100 万德国马克远期外汇，交割期为 90 天后。这样，马克相对于美元的价值发生任何变化都会被抵消。例如，如果马克升值，应付帐款的美元价值就会增加，因而产生交易损失，但是，远期合同已经将购买 100 万德国马克的美元金额固定了下来。因此，应付帐款潜在的交易损失或收益已经被远期合同的收益或损失所抵消。

应该注意的是，即使汇率变化导致现金余额的外汇价值马上发生变化，现金余额也不会产生交易风险。这是因为企业没有义务将现金从一个国家或一种货币转移到另一个国家或另一种货币。如果这种义务的确存在的话，它就会在帐面上表现为应收款或应付款，因此，可以看作交易风险的一部分。无论如何，现金余额的外汇价值在汇率变化时的确会发生变化。

由于外币价值的变动会改变以本市衡量的外币现金流量，可见，只要企业拥有以外币计价的交易（如应收款、应付款、贷款等），就可能给交易者带来交易风险。

第四，企业是否存在潜在的外汇交易。

例如，企业参与某个以外币计价的项目的投标。投标价是企业基于对汇率的预期以及其预期利润率作出的。投标和授标之间有一个时间差。最终中标的企业可能希望在评估阶段对这笔交易进行套期保值，而没有中标的企业则不愿意对该交易进行套期保值。企业在事先并不知道其是否会中标，但是，它们的确存在交易风险。

## 第二节 交易风险的衡量

由于汇率的高度可变性，交易风险对企业极为重要。对交易风险进行衡量时，可以采取两个步骤：第一，确定每种货币的预期流入量和流出量；第二，确定这些货币的总体风险。

### 一、净额现金流量法

对外汇交易风险进行衡量时，要求对按货币划分的各分支机构的现金流出、流入量的净额进行预测。分支机构 A 可能有 500 万美元的净流入，分支机构 B 可能有 600 万美元的净流出，汇总后的净流入为负 100 万美元。若美元在各现金流量发生以前贬值，这将对分支机构 A 产生不利影响，因为美元会兑换较少的其它货币，但是，美元贬值对分支机构 B 会产生有利影响，因为它会以较少的其它货币兑换美元对外支付。美元贬值对这家跨国公司来说，其净效应实际上很小，因为这里存在着抵消效应。若大多数分支机构都有未来的美元流入，则净效应就很大。对汇总后的净流入进行估计是衡量跨国企业交易风险的第一步，因为它帮助识别了跨国企业在某种特定货币上的总体风险。

某些跨国企业采用分散化的方法估计和管理分支机构的风险。然而，这

种方法虽然赋予分支机构较大的责任，但在风险管理时它可能造成重复保值。例如，一家跨国公司在德国拥有两家分支机构。一个分支机构因向英国出口每个月要收到 200 万英镑，另一个分支机构因从英国购买原料每个月要对外支付 200 万英镑。假定这两家分支机构独立管理风险，就会发生重复管理。实际上，从跨国公司全局来看，风险已经在内部自动消除了，完全可以避免付出交易费用。

在衡量外汇风险过程中，税收起着非常重要的作用。税收使我们对外汇风险的衡量和防范变得更加复杂。因此，在外汇风险管理中把税收因素考虑进来非常必要。外汇损益通常要被当地政府征税。应该注意，转换后的资产负债表项目一般不被征税，而对它们进行套期保值的交易则应纳税。税后风险强调外汇交易和外汇帐户转换的税收效应。

对税后风险（而不是税前风险）进行套期保值，可以避免一些不必要的套期保值费用。这些不必要的费用可能是因为保值金额或保值货币的使用不当造成的。例如，一个美国制造商拥有 FC10 万外币应收帐款。假定外汇损益适用的税率为 40%，实际上，40%的应收帐款被政府作为税收征去了。完税后，只有 60%的应收款，即 FC6 万实际裸露着。因此，只有 60%的应收帐款需要进行套期保值。

为了说明税收的效应，假定该制造商可能采取两种套期保值措施。第一种措施是就税前风险进行保值；第二种措施是就税后风险进行套期保值。具体过程见表 4—1。

表 4—1 税前、税后风险及其汇率效应

套期保值 损益计算	税 前		税 后	
	裸露金额	保值金额	裸露金额	保值金额
裸露金额	100,000	100,000	60,000	60,000
初始美元价值	100,000	100,000	60,000	60,000
最终美元价值	90,000	110,000	54,000	66,000
汇兑损益(美元)	- 10, 000	10, 000	- 6, 000	6, 000
税收效应 ( 40% )	4, 000	- 4, 000	—	—
净额汇兑损益	- 6, 000	6, 000	- 6, 000	6, 000
保值损益	0		0	

税前套期保值金额等于 FC100, 000，税后套期保值金额为 FC60, 000。假定外币贬值 10%，从 FC1 = \$ 1 跌至 FC1 = \$ 0.9。从税前角度看，裸露风险的美元价值从 10 万美元降到 9 万美元。这 1 万美元的外汇损失被 1 万美元的套期保值外汇收益所冲消。外汇损益的税收效应也相互冲消，使该制造商的地位没有发生净变化。另一方面，若从税后角度来计算，税后风险损失为 6, 000 美元，套期保值相互抵消的收益使制造商保持了中立。

上表显示：无论就税前风险还是就税后风险进行套期保值，都同样避免了风险。然而，若企业在套期保值前就知道其税收地位的话，对较小金额（税后金额）进行保值可能会大大降低套期保值的成本。

不同的企业目标决定了交易风险的衡量及管理方法。对资产负债表中货

币变动的影响感兴趣的企业可能会使用会计法。而那些注重货币变动对现金流量的影响的企业则会从现金流量的角度来衡量风险。通常，企业同时使用这两种方法衡量和管理外汇交易风险。也就是说，企业可能对全年每笔外汇交易（现金）进行保值。而同样这些企业（或其母公司）可能同时又对预期的资产负债表数字（会计）进行保值，以确保年终报表出现盈利。

应该记住，现金流量风险和会计风险有所区别。对一笔交易保值的结果可能会直接影响到对另一笔交易的保值。对现金流量风险进行保值以便降低潜在的交易损失可能会导致会计上的损失。相反，对会计上的风险进行保值可能带来会计上的收益，同时会导致现金上的损失。例如，假定某制造商拥有外币净负债。外币相对于制造商本国货币升值就会导致债务增加。该企业可能会购买一个远期合同以进行保值。一旦套期保值措施实施以后，就有三种情况：

（1）外币升值。

外币价值的上升导致这笔债务发生会计损失，但远期合同却可获得现金流量收益。

（2）外币贬值。

外币贬值导致这笔债务产生会计收益，但远期合同却出现现金流量损失。

（3）货币的相对价值没有发生变化。

双方都没有损益。

会计效应是纸面上的，但远期合同的损益会直接影响公司的现金地位。简单来说，现金流量法衡量暴露货币的货币波动效应，而会计法则衡量相对于母公司所在国货币的风险。因而，如果暴露货币相对于当地货币的币值没有发生变化，则没有现金流量影响。如果暴露货币相对于母公司所在国货币的币值不发生变化，则没有会计效应。

经常帐户（往来帐户），即应收款、应付款等，是受汇率波动影响最明显的部分。这些是企业以外币表示的货币资产和负债。这一部分主要确定经常帐户的风险以及导致这些风险的性质。利用净额风险法衡量经常帐户风险，重点是从集中的角度来进行，因为集中分析的组成部分也适用于分散的方法。

需要指出的是，汇率并非只影响经常帐户。外汇风险还存在于公司内部交易、库存、固定资产、长期负债等。

从任何角度衡量外汇交易风险都必须首先回答两个基本问题。第一个问题是，风险由何处产生？产生在母公司层次上还是产生在分公司层次上？第二个问题是，表示风险的货币是何种货币？第二个问题可能有很多种回答。但从衡量风险的角度来看，只有很少几种。如果是母公司参与交易，可能有三种货币类型：

（1）母公司以本市进行交易。这些交易不构成风险问题，因为它们没有产生风险。

（2）母公司以分公司所在国货币（SC）进行交易。这构成了母公司以分公司货币（SC）表示的风险。

（3）母公司以第三国货币（TC）进行交易，即以一种其所在国货币和分公司所在国货币以外的货币进行交易。以第三国货币进行交易使母公司出现第三国货币风险。

同样，分公司以下列货币类型进行交易：

(1) 分公司以其所在国货币 (SC) 进行交易。这些交易从分公司的角度来讲不构成风险，但母公司却出现以分公司所在国货币 (SC) 表示的风险。

(2) 分公司以母公司所在国货币 (PC) 进行交易。这些交易本身从母公司的角度来讲，不构成风险，但它们所带来的税收效应却会对母公司构成风险。分公司的收入和支出是以分公司所在国货币征税的，因此，母公司会出现以分公司货币 (SC) 表示的风险。

(3) 分公司以第三国货币 (TC) 进行交易。这些交易给分公司和母公司都构成风险。

表 4—2 概括了母公司层次上影响风险的交易类型。

表 4—2 裸露于风险之下的交易类型

---

A. 母公司以外币进行交易 (SC 或 TC)
B. 分公司以分公司所在国货币 (SC) 进行交易
C. 分公司以第三国货币 (TC) 进行交易
D. 分公司以母公司所在国货币 (PC) 进行交易

---

一旦了解了交易所使用的货币，就可以用适当的方程式来衡量风险。净额风险法把这个看起来复杂的问题处理得干净利落。

这一方法根据参与的交易不同 (参见表 4—2)，通过税前风险利用下述四个方程式计算出净额税后风险。每个公式解释了风险的应税部分以及适用于每种情形的汇率。最终结果是某种特定货币的净额税后风险。正确地衡量净额风险，必须回答下列问题：

- (1) 最初的风险 (税前) 是什么？
- (2) 风险损益是否应该纳税？
- (3) 企业使用何种货币进行交易？

表 4—3 包括了衡量每笔交易的净额交易风险的方程式。将每笔交易的税前风险 (X) 同适当的公式相乘就可以得出净额税后风险。方程式 B、C 和 D 衡量分公司所在国货币的风险。方程式 A 计算分公司所在国货币 (SC) 以外的外币的风险。最后，一旦净额风险计算出来以后，净额税后损益就可以确定了。这可以通过将净额风险和同期汇率的变化相乘得出。

表 4—3 交易风险的净额风险公式

交易	现金流量净额风险公式
A. 母公司以外币(FC)进行交易	$X*(1 - \text{母公司适用税率})$
B. 分公司以分公司所在国货币( SC )进行交易	无风险
C. 分公司以第三国货币(TC)进行交易	双重货币风险 $TC=X*(1 - \text{分公司适用税率})$ $SC= - X*(TC/SC) (1 - \text{分公司行之有效税率})$
D. 分公司以母公司所在国货币(PC)进行交易	$X*(1 - \text{分公司适用税率})/SC$

注：X = 税前风险

\* = 乘号

SC、TC 等均为即期汇率使用这一方法的明显优势是方便。但是理解风险是如何产生的，以及为何产生的至关重要。下面重点考察这个问题，根据表 4—3 的公式计算每种情况下的风险。所有的例子都使用统一的 PC、SC 和 TC 的汇率见表 4—4。

表 4—4 所有例子的汇率假设

时 间	汇 率
$T_0$	$PC1.0=SC1.0=TC1.0$
$T_1$	$SC1.0=PC1.1$ $TC1.0=PC0.9$ $TC1.0=SC0.82$

在  $T_0$  期，所有的货币都相等。在  $T_1$  期，SC 相对于 PC 升值，TC 相对于 PC 和 SC 贬值。

第一种情况：母公司以外币进行交易。

母公司只要从事了以其本币以外的货币表示的外汇交易，就会产生风险。假定一个制造商向另一个国家（可能是其分公司所在国之一）的某企业出售设备。交易是以其它国家的货币（TC）进行的。根据上表所列的汇率，在签约时（ $T_0$ ），所有货币的价值相等。如果设备定价为 TC100,000，制造商的税前风险就是 TC100,000。用母公司货币衡量，这台设备的价值为 PC100,000。

（1）净额交易风险。

在母公司以外币进行交易时，母公司外币交易构成了真实的风险（而不是转换项目 translation items），这些交易的损益是应该纳税的。这些交易的任何损益都会直接影响企业的现金流量。净额税后交易风险可以用下列公式计算出来：

净额税后风险 = 税前风险 × (1—母公司适用税率)

假定所有例子中的税率均为 40%，则净额税后交易风险为：

$$TC100000 \times (1 - 0.4) = TC60000$$

(2) 计算损益。

承接上例，假定在制造商交付设备、收到货款 TC100,000 以前，已经过去了三个月。两种货币的汇率发生了变化。第三国货币不再值 PC1.0 了，它贬值了 0.1，只值 PC0.9。当制造商将 TC100,000 换成本币时，他只收到 PC90,000，损失了 PC10,000，但与此同时，母公司由于损失了 PC10,000，因而在税收上获得了好处，也就是这 PC10,000 不必纳税了。净额税后风险损益可以通过将净额税后风险和汇率变化 (ER) 相乘得出：

$$\text{净额税后损益} = \text{净额风险} \times (Ert_1 - Ert_0)$$

$$= TC60000 \times (0.9 - 1.0)$$

$$= -PC6000$$

PC6,000 的损失可以用另外一种方式加以解释：

在  $T_0$  和  $T_1$  期间，制造商因汇率变化损失了 PC10,000 (100000—90000)。

制造商因汇率造成的损失而获得了 PC4,000 的税收减免。

因而，税后的净损失为 PC6,000。

第二种情况：分公司以分公司所在国货币进行交易。

这一次，上例中的设备制造商是母公司在国外的分公司。同样的销售交易是在当地而不是向第三国进行的。价格是 SC100,000。实际上，分公司是向其所在国的另一家企业销售。从母公司的角度来看，这台设备原先价值为 PC100,000 ( $PC1 = SC1$ )。分公司以其所在国货币衡量不存在交易风险。然而，这些交易在进行报表汇总时，可能给母公司造成风险。

(1) 净额交易风险。

在这个例子中，净额税后交易风险为零。因为这笔销售是从分公司（当地）层次上发起的，汇率变化不影响分公司的现金地位。

(2) 计算损益。

假定现在是  $t_1$  期，而且 SC 相对于 PC 升值。SC1.0 现在等于 PC1.1。SC 的升值并没有造成现金流量发生损益，因为这笔销售是以当地货币表示的。

第三种情况：分公司以第三国货币进行交易。

假定分公司向第三国的买主出售设备，且以第三国的货币结算 (TC100,000)。前面曾指出过，这类交易会导导致双重货币风险：第三国货币风险及分公司所在国货币风险。

(1) 净额交易风险。

分公司以第三国货币表示的交易风险是双重的，即第三国货币和分公司货币。TC 和 FC 之间的汇率变化会改变 TC 应收款的价值，从而直接影响分公司的现金地位。再者，由于分公司的税收负担，60%的应收款以第三国货币裸露着。假定最终要将这笔应收款汇回母公司，则分公司帐面上的这笔应收款又对母公司构成交易风险。

以第三国货币表示的净额交易风险

$$= \text{税前风险} \times (1 - \text{母公司税率})$$

$$= TC100000 \times (1 - 0.4)$$

$$= TC60000$$

以分公司货币表示净额交易风险

$$= -\text{税前风险} \times (\text{TC}/\text{SC}) (1 - \text{分公司税率})$$

$$= -\text{TC}100000 \times (1.0/1.0) (1 - 0.4)$$

$$= -\text{SC}60000$$

(2) 现金流量损益。

以第三国货币表示的交易风险损益

$$= \text{净额风险} \times (\text{Ert}_1 - \text{Ert}_0)$$

$$= \text{TC}60000 \times (0.9 - 1.0)$$

$$= -\text{PC}6000$$

以分公司货币表示的交易风险损益

$$= -\text{SC}60000 \times (1.1 - 1.0)$$

$$= -\text{PC}6000$$

合起来，分公司产生的交易损失为 PC12,000。这一损失的原因有两个：

第一个原因是，分公司在 TC 和 SC 之间汇率波动中损失了 PC6,000；第二个原因是，分公司在 PC 和 SC 之间的汇率波动中又损失了 PC6,000。后面这种损失对母公司来说是一种转换收益，但对分公司来说却是一种交易风险损失。第四种情况：分公司以母公司货币进行交易。

我们用一个公司内部的交易来说明这种交易。公司内部交易的外汇风险通常被忽视。原因是这些帐户的转换在税前基础上结果为零。母公司的损失就是分公司的收益，或者，分公司的损失就是母公司的收益。应该注意这只是从会计角度说的，一旦考虑税收问题，上述事实就不再正确了。假定一家在国外的分公司制造设备并售给其母公司。分公司的这笔交易以母公司所在国的货币结算，因而在其帐面上出现了一笔来自其母公司的应收款 PC100,000。

(1) 净额税后交易风险。

净额税后交易风险是直接影响分公司现金地位的那部分交易。它

$$= \text{税前风险} \times (1 - \text{分公司税率}) / \text{SC}$$

$$= \text{PC}100000 \times (1 - 0.4) / 1.0$$

$$= \text{SC}60000$$

(2) 交易风险损益。它

$$= \text{净额交易风险} \times (\text{Ert}_0 - \text{Ert}_1)$$

$$= \text{SC}60000 \times (1.1 - 1.0)$$

$$= \text{PC}6000$$

二、根据货币变化程度衡量交易风险

每个跨国企业都有其自己的预测汇率的方法。在几乎无法准确地预测汇率的同时，跨国企业可以通过对历史数据进行分析以便至少对每种货币的潜在波动程度有所了解。

表 4—5 汇率波动的标准差

货币	期间		
	1974 — 1989	1974 — 1980	1981 — 1989
英镑	0.0511	0.0444	0.0569
加元	0.0217	0.0210	0.0225
法国法郎	0.0560	0.0475	0.0633
德国马克	0.0584	0.0564	0.0611
日元	0.0640	0.0621	0.0669

标准差可以作为衡量特定货币波动程度的手段之一。为了说明这一方法的使用，我们假定一家总部设在美国的跨国公司对货币波动进行估算。它可以根据标准差统计来估计每种货币在历史上的波动程度。表 4—5 显示了五种货币在 1974—1989 年间的标准差。从表中可以看出，各种货币的波动程度是不同的。例如，德国马克的标准差大约为 6%，几乎是加元标准差的三倍。

根据上述资料，一家位于美国的跨国企业会感到加元的裸露资产或债务头寸比其它货币的头寸风险较小。也就是说，其它货币偏离预期未来价值的潜力比加元要大（从美国企业的角度来看）。然而，在衡量交易风险时，除了要考虑货币的标准偏差以外，还要考虑很多其它因素。

一种货币的波动程度在不同期间可能是不同的。上表显示了三个不同期间的标准差。从表中可以看出，1981—1989 年间，除瑞士法郎以外，其它所有货币均比 1974—1980 年间波动幅度要大。

这一变化表明，利用上期变化程度来预测未来的货币变化程度并非完美无缺。然而，企业可以从现有历史资料中获得一些启示。企业虽然不能完全准确地预测货币的未来波动程度，但它最起码可以确定未来何种货币可能比较稳定，何种货币可能波动较大。例如，加元在不同期间的波动程度均不同，但是，可以肯定，加元在未来相对于其它货币来说，其波动程度较低。因此，一家美国企业尽管不知道加元未来的变化程度，但它对加元受险部分的担忧不会大于对其它货币受险部分的担忧。

### 三、利用货币相关系数估算交易风险

尽管标准差可以协助企业衡量交易风险，但货币相关分析也是必不可少的。假定有两家美国企业 A 和 B 汇总它们所有分支机构的所有货币的净流入和净流出。若 A 公司未来拥有大量的加元流入，而 B 公司则拥有大量的马克流入和法国法郎流出。哪一家公司面临的交易风险更大呢？有人可能会说 B 公司面临的交易风险更大，因为它面临两种对美元波动程度极高的货币的风险。A 公司看起来可能面临的交易风险较小，因为加元比较稳定，这一推理忽视了货币的相关性。

假定目前马克和法国法郎对美元的价值是高度正相关的话，那么，当马克对美元升值，法国法郎也会对美元升值，而且升值的幅度几乎相同。同时，如果两种货币之一对美元贬值，另一种货币也会产生同样的变化。将这一情况同 B 公司联系起来，如果马克和法国法郎同时对美元贬值，马克流入兑换成美元时的价值会减少，同时，法国法郎流出所需付出的美元成本也会减少。两种高度相关的货币就象一种相同货币的两笔交易，一种货币流入和另一种货币流出的交易风险被抵消。通常，在不同时期，货币不会完全变动一致，但即使货币在某种程度上向同一方向变动，那么，出现一种货币流入和另一

种货币流出时，也会产生部分抵消效应。

当企业拥有两种或多种流入货币，它仍可通过估算货币的相关性获取帮助。将这些流入看作是一种组合，相关性越低，则现金流量组合的总体变化程度越低。从某美国企业来看，变化程度可以用于衡量组合货币对美元价值的潜在波动程度。这反映了组合货币价值的不确定性。企业通常希望拥有变化程度较低的现金流入组合，因为这种货币组合价值偏离预期价值的可能性较小。相关系数较低（或负相关）的货币组合会降低组合货币的变化程度，因为所有货币不会以同一程度向同一方向变动。因而，存在抵消效应，使组合货币从长期来看的总体变动相对比较稳定。同样方法也可以用于衡量企业各种汇总的净额货币流出（或组合货币的现金流出）。

货币变动的相关性可以用相关系数来衡量。它表明两种货币相互变动的程度。因而，企业可以用这一方法确定其

交易风险的程度。极端的例子是完全正相关，即相关系数等于一，相关系数也可能是负值，表明两种货币相反的关系。

表 4—6 列出了三个不同期间主要货币的相关系数（按季度资料计算）。

首先，看一下每组最上面的数字。它代表 1974—1989 年间的相关系数。马克和法国法郎之间的相关系数为 0.89，马克和瑞士法郎之间的相关系数为 0.85，而加元和法国法郎之间的相关系数只有 0.06。货币相关系数一般为正数，表明货币的变动方向相同，只是程度不同而已。正相关并非每天如此，但大多数货币从长期来看确实如此。特别是欧洲各国货币对美元的波动更是如此。

从上表可以看出，不同时期的货币相关系数不同。因此，企业无法利用上期的相关系数准确预测未来的相关系数。有些货币间的波动从长期看较为稳定，因此，上表中的相关系数可以为企业提供有价值的信息。例如，欧洲货币间高度相关，相反，加元与其它货币间持续出现较低的相关系数，因此，它几乎是独立波动的。

在考察货币相关性时，企业需要确定是否存在汇总后的净额流入或流出，因为我们知道，若两种货币高度正相关时，则当出现一种货币流入，另一种货币流出时，会降低风险。然而，如果两种货币均出现未来的现金流入时，则风险会很高。

为了说明企业如何根据货币的波动程度估算风险，我们根据图 4—1 中的三种货币汇率波动的历史资料进行分析。

以一家中国涉外企业为例，我们来分析以下三种情形。

第一种情形：假定该企业一年后将需要用 100 万元人民币购买马克，200 万元人民币购买法国法郎。同时，还预期有

图 4—1 外汇汇率波动

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !文档 1 (恢复)\_0081\_1.bmp}

第一季度 第二季度 第三季度 第四季度

一笔加元的应收款可望兑换成 300 万元人民币。这里，每种货币都存在交易风险，因为每种货币的未来价值都是不确定的。这一点可能会使企业对所需人民币和将收到的人民币预测产生错误。如果同时考虑所有货币的话，这一情形下的交易风险非常大。

从图 4—1 中可以看出，马克和法国法郎相互之间高度相关，但与加元则出现负相关。如果马克和法国法郎对人民币升值的话，根据对历史数据的分

析，加元则可能对人民币贬值。因为企业将来要收到加元，则如果加元真的贬值，这笔应收款会兑换成较少的人民币。因此，这家企业可能出现的局面是：收到比预期较少的人民币，但付出较多的人民币。

第二种情形：假定该企业一年后将需要 100 万元人民币购买马克，200 万元人民币购买法国法郎（同第一种情形）。同时假定该企业还需要 300 万元人民币购买加元。并且，没有预期的外币流入。如果同时考虑所有货币的话，在这一情形下，交易风险并不大。根据图 4—1 显示的货币相关状况，马克和法国法郎价值

的变化在某种程度上将会被加元的反方向波动所抵消。例如，如果马克和法国法郎升值 20%，该企业要购买这两种货币将需要 360 万元人民币，而不是 300 万元人民币。然而，在这种情形下，加元将可能贬值。如果加元正好贬值 20% 的话，就会产生一个完全的抵消效应。这时，购买加元将只需 240 万元人民币，而不是 300 万元人民币。这样，购买马克和法国法郎所需的额外的 60 万元人民币将被加元贬值节约下来的 60 万元人民币所抵消。完全抵消产生的可能性很小，但这里主要是说明抵消效应的关系。

## 第五章会计风险的识别与衡量

会计风险，又称转换风险(Translation Exposure)，它指由于汇率变动导致资产负债表中某些外汇项目的价值发生变化的风险。任何一个跨国公司在编制世界范围内的统一财会报表时，首先就要面对这种风险。

### 第一节会计风险的识别

#### 一、会计风险对企业有无影响

为了合并报表而将财务报表的货币进行转换并没有影响到跨国企业的现金流量。由于这个原因，有些人认为，会计风险与企业无关。另一些人则认为，合并后的报表代表了跨国公司的经营业绩，因此，会计风险与企业有关。70年代中期的一项调查表明，大多数企业认为会计风险比交易风险更为重要。1977年进行的同样调查发现，企业认为交易风险更为重要。今天，这一观点仍然是这样。每个公司对是否对会计风险进行管理有不同的观点。例如，柯达公司对会计风险不花很多时间进行管理，而主要集中精力管理交易风险。不关心会计风险的跨国企业认为，分支机构的收益并不一定要兑换成母公司所在国货币。因此，如果分支机构的当地货币目前较疲软，这一收益可以作为留成而不必兑换后汇给母公司。如果有可行的机会的话，这一收益可以在当地进行再投资。因为分支机构的收益不一定必须兑换成母公司所在国货币，将软币所在国的分支机构的货币转换会扭曲该分支机构的业绩。如果财务分析人员认识到这种扭曲，那么，他们就不会不加思索地低估这家跨国公司或其分支机构经营业绩，因为合并后收益的减少是因分支机构货币的疲软造成的。

#### 二、决定会计风险的因素

会计风险取决于以下三个因素：

##### 1. 分支机构的参与程度

跨国公司的业务由国外分支机构承担的比重越大，财务报表中特定项目承受会计风险的比例也就越大。例如，某些跨国公司的海外业务可能主要是出口。这些跨国企业没有多少业务是由其海外分支机构进行的。因而，合并后的财务报表不会受汇率波动的剧烈影响（尽管这些企业可能存在较高程度的交易风险和经济风险）。

##### 2. 国外分支机构的地点

分支机构的地点可以影响会计风险的程度，因为每个分支机构的财务报表多采用其所在国的货币进行编制。例如，一家在德国有分支机构的美国跨国公司的财务报告。德国分支机构的资产、负债、收益等都是用德国马克计价的。这家跨国公司必须每季度编制一份合并的财务报表，这就要求将德国分支机构的马克数字转换成美元。如果这个分支机构位于加拿大，加元对美元的汇率相对比较稳定，那么，会计风险就相对较小。

##### 3. 会计制度

跨国公司的会计风险在很大程度上会受到它编制合并的会计报表时转换货币使用的会计程序的影响。

### 第二节不同的折算方法

因为许多会计科目的性质是很不相同的，再加上汇率的变动是由许多性质很不相同的原因引起的，如汇率的长期趋势变动更多地是随货币购买力所作的调整，而汇率短期内的波动则更可能是由形形色色的事件所激发的，所以不能简单地采用某一方法来折算，而应对不同情况的业务和不同性质的会计科目采用不同的处理方法。

一旦采用不同的汇率对某些科目余额进行折算，企业就面临会计风险问题。下面，我们介绍一下国际上常用的几种折算方法，这些方法的区别在于以变动汇率折算的科目不同。这样用不同方法对同一企业的科目进行折算所得出的裸露是不同的。这里所说的裸露是一个量的概念。由于我们介绍的是国际上存在的方法，所以下面所用的许多会计概念，可能与国内会计概念不尽相同。

如果货币的价值发生变动，就可能产生外汇折算损失或收益。以当前（变化以后）的汇率折算的资产和负债是裸露的，而用历史（变化以前）的汇率折算的资产和负债仍然保持其历史的本土价值，因而不是裸露的。

#### 1. 流动和非流动法（current/non-current method）

有一段时间大部分美国跨国公司都采用此法来处理它们的海外子公司帐户的折算。该方法以资产和负债的流动性（或周转期限）为界，将流动资产、流动负债和非流动资产、非流动负债分开处理。在折算短期的流动科目余额时，使用折算日的通行汇率；而在折算非流动科目余额时，则使用原始汇率，即取得有关资产或负债那一天的汇率。

使用流动和非流动法进行折算，在外币贬值的情况下，如果海外子公司的营运资金（营运资金指流动资产减流动负债）是正数，母公司的帐上就会出现外汇折算损失；如果子公司的营运资金为负数，母公司就会出现外汇折算利益。而在外币升值的情况下，结果则正好相反。用这种方法计算出的企业外汇风险的会计裸露等于子公司的营运资金。当外币对本市的价值发生 X 量的相对变化，母公司就会有 X 倍营运资金净额的外汇折算损失或利益。

对于收益表科目的余额，除了那些与非流动资产和负债有关的收入和费用科目，均使用本会计期间的平均汇率将它们从外币折算为本币。而那些与非流动资产和负债有关的收入和费用科目，如固定资产的折旧费用，则使用原始汇率进行折算。

#### 2. 货币和非货币法（monetary/non-monetary method）

货币和非货币法所作的区别是在货币资产和负债与非货币（即实物）资产和负债之间。该法以折算日的汇率对货币科目进行折算，以原始汇率折算非货币科目余额。

这里所说的货币科目包括现金、短期金融投资、应收帐款等流动资产，以及应付帐款、应付款项、应付银行借款和应付长期债务等。一般来说，货币科目的变现性都是比较强的。比如，现金本身就是流动性（liquidity）的代表。而短期投资一般是由大额存单、国库券和商业票据等短期有价证券构成的。它们是企业为保持其手中有足够的流动性而维持的。再比如应收帐款则是企业从投资到收回现金这一最后经营环节的前一步，其变现性也是很强的。对于这些十分接近现金的资产，用近期的或当时流行的货币来反映它的价值更为合理。

至于长期负债，这里也是把它视同货币科目，用折算日汇率对其余额进

行折算。对于这种做法许多人认为不尽合理，他们指出，长期债务的偿付往往是几年以后的事情，短期的汇率波动对于确定将来偿还的债务的本币金额毫无意义。如果会计上认为长期债务的余额不用随市场利率变动进行调整是合适的，为什么这一余额要随汇率波动而时常变动呢？何况一般说来，长期债务的发生是由购买固定资产引起的。既然固定资产的价值不对汇率变动作相应的调整，长期债务的价值也同样不需进行调整。然而，支持本方法的人则指出，不管企业何时偿还其外国分公司的外币长期负债，在有关货币贬值时，企业会在筹集软货币长期债务的活动中得到好处。

用原始汇率进行处理的非货币科目包括存货、固定资产和长期投资。作为资本的股权也按原始汇率进行折算。虽说长期投资涉及的也是金融资产，但因为企业持有这类资产的目的是为了控制这些有价值证券（如股票、长期公司债券等）的发行企业，对这些证券，企业要长期持有，而不是像短期投资那样为保持企业的流动性，随时可能变卖，所以汇率的短期波动在这里没有意义。

对收益表的科目采用本方法有关会计期间的平均汇率进行折算。

### 3. 临时法 (temporal method)

本法与货币非货币法十分近似，唯一的不同在于对存货的处理。使用临时法对存货折算一般采用原始汇率。但是，如果存货是按市场价值记录的，则可用折算日的汇率进行折算。

尽管这两种方法十分近似，但它们的理论依据却不同。在货币非货币法中，对汇率的选择是以会计科目为依据的，而在临时法中选择的依据则是看会计科目余额是以什么方法估价的。以市价估价的科目的折算用折算日汇率，而以成本估价的科目则用原始汇率进行折算。在西方国家，一般流动资产与流动负债的各科目是按市价进行记录的，其它科目则按成本作记录。但存货例外，企业可以根据自己的需要，决定按市价还是按成本计算存货的价值。

### 4. 通行汇率法 (current rate method)

本法最为简单，即除股东权益外，所有会计科目，包括所有资产、负债科目和收益表科目的余额均按折算日通行的汇率由外币折算成以本币计的余额。英格兰和威尔士注册会计师协会，以及苏格兰注册会计师协会建议企业采用通行汇率法，此法也为英国企业广泛采用。

采用不同的折算方法，外汇折算的损益是不一样的。这是因为在不同的折算方法中，使用折算日汇率进行折算的会计科目不同。只有用折算日汇率进行折算的科目才受汇率变动的影响，而使用原始汇率作折算的科目则不受汇率变动的影响。所有受汇率变动影响的科目，我们称之为裸露于外汇风险的科目。根据它们是借方余额科目还是贷方余额科目，我们可以称它们为裸露资产或裸露负债。某一企业裸露资产之和减去其裸露负债之和的净值，就是该企业的会计裸露。如果把某一折算日与上一折算日进行比较（或与资产负债取得日比较），有关货币的汇率发生了X量的相对变动（百分之几），一个有b量会计裸露的企业在本折算日就会新增加bx量的外汇折算损益。也就是说，从帐面上看，由于汇率的变动，企业的会计价值发生了bx量的变动。在除折算损益外各科目都不发生变动的情况下，企业折算后的会计价值  $Y = a + bx$ ，其中，a为以原始汇率做折算的各科目余额之和。

表 5—1 表明在假定资产负债表受到 25% 的贬值和

37.5%的升值的情况下，四种折算方法的运用。根据使用的方法不同，贬值的折算结果在亏损 20.5 万美元到盈利 21.5 万美元之间；升值的结果在盈利 61.5 万美元至亏损 64.5 万美元之间。

从上例中，我们可以看出，一个企业在采用不同方法进行折算时，它就有不同的会计裸露。如在采用货币非货币法时，企业的会计裸露是负的 LC4300，按变动以前的汇率进行折算，等于负的 1075 美元，在外币贬值了 20%情况下，企业以本币计的负债就减少了 215 美元，企业产生了 215 美元的折算利益。这一利益正好等于企业会计裸露的负 20% $[215 = (-1075) \times (-0.2)]$ 。而在采用流动非流动法时，企业的会计裸露是正的 LC3000，按 LC4 = 1 的汇率进行折算为 750 美

元。同样，在外币贬值了 20%的情况下，企业就出现了 150 美元的折算损失 $[-150 = 750 \times (-0.2)]$ 。

### 第三节美国有关折算和外汇损益的规定

在 1976 年 1 月 1 日以前，对于折算方法，美国没有专门的会计规定。企业可以采用任何一种通行的方法进行折算。1975 年 12 月美国财务会计标准委员会 (Financial Accounting Standards Board—FASB) 发布了第 8 号财务会计标准的说明，简称 FASB—8，统一了美国各公司所采用的折算方法。FASB—8 于 1976 年 1 月 1 日开始生效。FASB—8 所规

定的折算方法是以临时法为依据的。采用此法主要是因为此法与一般会计方法的计价基础是一致的，即资产负债表科目是按市价还是按原始成本记帐。如果企业按市价记帐，那么，在进行折算时，企业的存货以折算日汇率进行折算，否则按原始汇率进行折算。

然而，由于 FASB—8 要求企业将所有折算损益记入收益表，此法引起了多数企业的反对。这是因为在汇率波动剧烈的今天，折算损益变动很大，折算损失或折算利益常常大大超过企业实际盈利情况的改善或恶化。如索尼公司 (因其股票在纽约股票交易所挂牌，所以它采用美国的会计体系)，尽管其实际经营利润 1979 年上半年比上一年同期增加了 98%，但其报表净收益却减少了 36%。这是因为 1979 年上半年其折算损失为 5940 万美元，而一年以前索尼公司则有 2640 万美元的折算利益，里外差了 8580 万美元。在 FASB—8 以前，许多美国企业都在资产负债表上设有一项折算损益准备之类的科目，在发生折算损失或利益时，对此科目余额进行冲减，而不把这些损失或利益减少余额记入收益表。由于 FASB—8 要求将折算损益全部打入当期利润，企业经理人员认为，企业的利润状况被歪曲了，即夸大了企业所承担的风险，因此，他们自然对 FASB—8 提出了反对意见。

在经过新的酝酿讨论之后，1981 年 12 月美国 FASB 又提出了关于折算问题的第 52 号财务会计标准说明，即 FASB—52。该说明于 1982 年生效。FASB—52 规定，企业必须用折算日的通行汇率来折算其所有外币资产和负债，而对于收入和费用科目，则或者使用收入与费用发生日的汇率进行折算，或者使用本期适当的平均汇率进行折算。与 FASB—8 不同，FASB—52 设有一个叫做“累计折算调整”之类的权益科目，折算损失或利益的大部分都记入该科目，而不进入收益表。

与 FASB—8 的另一个主要不同点，是 FASB—52 做了记帐本位币

(functional currency) 和报表货币 (reporting currency) 的区分。一个企业的各种经济活动, 不论是以哪种货币进行的, 在会计上都要以同一货币做记录, 否则没有一个统一的尺度对企业作经济考察, 会计记录也就失去了意义了。这种用于做会计记录的货币就是记帐本位币。

报表货币则是作会计报表的货币。记帐本位币可以与报表货币不同。例如一个美国企业在中国注册的分公司, 其业务主要是装配从美国运来的零部件, 再将成品运往美国市场, 其主要的经济活动是以美元进行的, 那么, 它的记帐本位币可以是美元。而母公司对美国股东和美国税务部门的会计报表也是美元。在这种情况下, 分公司的记帐本位币和报表货币是同一种货币。但如果分公司的业务是为中国市场服务, 如北京肯德基炸鸡快餐店, 其原料取自中国, 产品销于中国, 经济活动主要以人民币进行。它的记帐本位币就应该是人民币。在后一种情况下, 所有分公司的会计记录都是以人民币为单位。而在肯德基母公司做会计报表时, 就要将其北京分店各会计科目的人民币余额以报表日人民币对美元的汇率折成美元, 折算损益记入累计折算调整科目。

上述关于交易折算的规则同时适用于美国公司进行的以美元以外的货币进行的交易和美国公司的海外机构进行的以其记帐本位币以外的货币进行的交易。例如, 一家美国公司的德国分公司欠债 18 万美元, 而马克从 0.60 美元跌至 0.50 美元, 该负债的马克金额将从 30 万马克 ( $18 \text{ 万美元} \div 0.60$ ) 增至 36 万马克 ( $18 \text{ 万美元} \div 0.50$ ), 损失 6 万马克。如果分支机构的记帐本位币是马克, 6 万马克的损失在美国公司的合并的收益表中必须按当期平均汇率折算成美元。即使这笔债务是以母公司的报表货币计价的, 这一损失仍会产生, 因为分支机构的记帐货币是德国马克, 而且其财务报表必须以那种货币衡量。在 FASB—8 下, 以母公司报表货币计价的债务在合并的净收入中不包括损益。类似地, 在 FASB—52 下, 如果分支机构的记帐本位币是美元, 任何收益或损失都不会增加那 18 万美元的债务。

在所有的财务报表已经转换成记帐本位币后, 记帐本位币报表再转换成美元, 将转换收益或损失直接打入母公司的外汇权益帐户。

大多数企业选择当地货币作为它们大多数分支机构的记帐本位币。主要的例外情况是在拉美以及其它高通货膨胀国家经营的企业。

FASB—52 指出, 企业必须先按美国通行的会计原则对其外国分公司用该分公司记帐本位币做会计报表, 在报表日, 如果该分公司拥有记帐本位币以外的其它货币计算的资产负债的话, 就应该对这些科目的记帐本位币余额进行调整, 以反映报表日有关货币兑换记帐本位币的汇率。由于这种调整而产生的折算损益则要记入该分公司的损益表。此外, 在分公司涉及到其非记帐本位币计的资产负债科目的交易活动中, 由有关科目记帐汇率和帐面汇率不同而引起的外汇损益, 也记入该分公司的收益表。只是以下三种情况例外:

(1) 归因于对在分公司的净投资进行保值的外币交易的外汇损益, 必须作为单独科目列入股东权益折算调整项下;

(2) 在对有关分公司的投资是以股权法记入母公司财务报表的情况下, 具有长期投资性质的分公司间外币交易的外汇损益必须单独列入股东权益;

(3) 归因于对所承约交易进行保值的交易的外汇损益, 必须作为递延项目, 与有关交易一同考虑。

在进行上述一系列调整以后, 如果分公司记帐本位币与母公司的报表货

币不是同一种货币，再将分公司各科目余额以报表日汇率折成报表货币余额。此时的折算损益记入累计折算调整。

表 5—2 显示如何选择适当的记帐本位币。

海外机构之业务内容	选择当地货币	选择母公司本币
现金流量	主要为当地货币，不直接影响母公司的现金流量	对母公司产生直接影响；拥有现金流量供汇出
销售价格	短期内对汇率变化无反应；主要由当地条件决定	主要决定于世界竞争；短期内受汇率变化的影响
销售市场	分支机构产品在当地市场很活跃	产品主要在母公司所在国销售，销售合同以母国货币计价

海外机构之业务内容	选择当地货币	选择母公司本币
费用	劳动力、原料及其它成本主要以当地货币计价	投入主要来自母公司所在国或以母公司所在国货币计价
融资	主要是以当地货币进行的；其业务可以产生足够的资金以偿还这些债务	主要来自母公司或以母公司所在国货币计价；其业务不能产生足够的母国货币以偿还其母国货币债务
公司内部交易	很少有公司内部交易；当地业务和母公司业务关联很少	公司内部交易金额很大；当地业务和母公司业务关系密切

下面，我们用一个例子来说明 FASB—52 的实际运用。

LEC 是一家美国企业在英国的分公司。在年初分公司开业取得各项资产时，英镑对美元的汇率为 1 英镑 = 1.50 美元，本年平均汇率为 1.40 美元，年末汇率为 1.30 美元，存货的帐面汇率为 1.45 美元。下面我们根据表 5—3 和表 5—4 进行分析。

表 5 — 4 按 FASB — 52 对 LEC 公司资产负债表进行折算

(单位：百万)

	英镑	记帐本位币为			
		英镑		美元	
		所用汇率	美元	所用汇率	美元
销货收入	120	1.40	168	1.40	168
销货成本	( 50 )	1.40	(70)	1.45	(73)
折旧	( 20 )	1.40	(28)	1.50	(30)
其它费用, 净额	( 10 )	1.40	(14)	1.40	(14)
外汇利益	—	1.40	—		108
所得税	40		56		159
净收益	( 20 )		( 28 )		(28)
比率	20		28		131
净收益/销货收入	0.17		0.17		0.78
毛利率	0.58		0.58		0.57
负债/股东权益	7.33		7.33		4.07

表 5 — 4 按 FASB — 52 对 LEC 公司资产负债表进行折算

(单位：百万)

	英镑	记帐本位币为			
		英镑		美元	
		所用汇表	美元	所用汇率	美元
现金	100	1.30	130	1.30	130
应收帐款	200	1.30	260	1.30	260
存货	300	1.30	390	1.45	435
固定资产(净额)	400	1.30	520	1.50	600
资产合计	1000	1.30	1300	1.30	1425
流动负债	180	1.50	234	1.30	234
股东权益	700		910	1.50	910
普通股	100		150		150
留存收益	20		28		131
累计折算调整	1000		(22)		1425
负债与股东权益合计			1300		

在这一年中, LEC 公司获得了 2000 万英镑的税后收益。

#### 第四节中国有关外币 资产负债折算的会计规定

在 1979 年以前，除了中国银行以外，中国企业的涉外经济活动形式单一，几乎只有国际贸易一种形式。企业出口成交后委托中国银行收回外汇货款。货款收回后，中国银行直接将外汇兑换成人民币，交到企业手里，因为企业基本上都没有外币计价的资产余额。在企业需要进口时，则由国家主管部门或计划部门得到外汇拨款或外汇额度，通过中国银行将外汇汇出，支付进口货款，因而，企业也没有外币负债余额。个别企业在国务院授权下有一些其它形式的涉外经济活动，其对外币资产负债的处理由政府根据具体情况，制定具体办法。所以，在当时没有一个统一的规定。

随着中国对外开放，企业参与对外经济活动的形式越来越多，特别是外国企业到中国进行直接投资的现象日益普遍，需要有一套关于外币资产负债折算的完整规定。国家财政部从 1979 年开始着手研究这方面的问题。根据具体情况，我国这方面的工作有两个特点：一是有关会计规走由财政部负责制定；二是有关规定是作为中外合营企业会计制度的一部分制定公布的。从 1979 年 11 月草拟《关于中外合营工业企业财务会计问题的若干规定》到 1985 年 3 月发布《中华人民共和国中外合资经营企业会计制度》，以及 1987 年 12 月发布《中外合资经营企业外币业务会计处理的补充规定》，1992 年 7 月 1 日起施行《中华人民共和国外商投资企业会计制度》，我国逐步完善外币资产负债折算的规定，使之更适合我国国情，并更接近国际同行的做法。

现在我国采用的折算方法与美国 FASB—52 方法基本相同，对记帐本位币和报表货币也作了区分。外商投资企业可以以人民币作为记帐本位币，也可以以某种外币（一般应为国家外汇管理局公布牌价的外币）作为记帐本位币。记帐本位币一经确定，不得随意变更。外商投资企业的外币业务是指记帐本位币以外的货币进行的款项收付、往来结算以及计价等业务。企业发生外币业务时，应当将有关外币金额折合为记帐本位币金额记帐。除另有规定外，所有与外币业务有关的帐户（包括外币帐户和对应的非外币帐户）无论增加或者减少，均采用业务发生时的国家外汇牌价（原则上采用中间价）作为折合汇率，也可以采用当月一日国家外汇牌价作为折合汇率。月份终了，各种外汇帐户的外币月末余额，应当按月末国家外汇牌价折合为记帐本位币金额。按照月末国家外汇牌价折合的记帐本位币金额与帐面记帐本位币之间的差额，作为汇兑损益，记入当期损益。

与 FASB—52 不同的是，如果企业有非记帐本位币计算科目，如以人民币为记帐本位币的一个企业有美元存款余额，我国目前的会计制度不允许在报表日对这些科目的记帐本位币余额进行调整，使之反映报表日有关货币的汇率。根据这一原则，外汇汇兑损益只有具备了以下两点时才能入帐：

（1）为已经实际发生的汇兑损益；

（2）为实际发生的外币经营业务所引起的汇兑损益。而在报表日对有关科目余额进行调整时，并没有发生任何实际的外币交易，利益或损失并没有实际发生，有关科目的非记帐本位币余额并未发生变动。虽说它们按记帐本位币计算的市场价值因汇率变动而改变了，但企业并不作清理，也不按市价处理其资产负债。况且，汇率的短期波动是很不规则的，今天记帐本位币升值了，明天它很可能又会贬值。所以，进行上面所说的调整是不合适的。虽说不在正式报表上做有关调整，但我国会计制度还要求在附表中对汇率变动对非记帐本位币科目的影响作一说明，因为有关科目的市价余额也常常是人们要考虑的指标，特别是当涉及到货币资产的时候。

## 第六章货币制度与汇率波动

自 1973 年以来，世界外汇市场上汇率的波动幅度日益增大，成为过去 20 年里重大经济趋势之一。在目前的国际货币制度下，跨国企业、银行、各种投资者的收益都会受到外汇汇率变化的影响。随着人们对汇率制度作用理解的加深，以及对汇率变化影响的进一步认识，外汇汇率的预测方法和对汇率波动的反应模式也在不断演变。

因此，在企业对自身的外汇资产和债务进行管理之前，必须对国际货币制度有所了解，以便作出理性的决策。

### 第一节国际货币制度的回顾与展望

从历史上来看，国际货币制度经历了一个由低级到高级的发展演变过程。国际货币制度的发展大致可以分为两大阶段。

#### 一、固定汇率制度 (Fixed Exchange Rate System)

所谓固定汇率制度，是浮动汇率制度的对称，是指各国货

币之间的兑换比率基本固定的一种汇率制度。从 19 世纪中期到 1973 年为止，就世界上多数国家的汇率制度来看，可以说基本上都是实行固定汇率制度。在这一百多年里，又可分为两个不同的阶段，即国际金本位制度下的固定汇率制度和国际美元有限金汇兑本位制下的固定汇率制度。

#### 二、浮动汇率制度 (Floating Exchange Rate System)

50 年代以后，特别是到 60 年代末、70 年代初，资本主义国家之间的经济形势发生了重要变化。独一无二的霸主——美国的经济增长速度相对减弱，而其它主要资本主义国家的经济恢复和发展则飞速加快。一方面，美国的国际收支连年逆差，从战后到 1972 年其赤字累计高达近 1000 亿美元；而另一方面，则是其它西方国家出现了巨额的国际收支顺差。在固定汇率制度下，要求逆差国实行紧缩政策以减少进口，要求顺差国实行膨胀政策以减少出口。可是这是任何国家都不愿意接受的。同时，顺差国不断地用美元去兑换黄金。于是，固定汇率制度受到了严重的冲击，结果导致固定汇率制度的垮台和浮动汇率制度的产生。

浮动汇率制度，就是指既不规定一国货币同外国货币的固定汇率，也不规定波动的上下界限，而是由外汇市场的外汇供求状况自行决定其汇率的一种汇率制度。各有关政府及其中央银行就没有必须维持汇率波动界限的义务。这就是说，有关国家的货币已经与黄金脱钩。本国货币同外国货币的汇率不再以其含金量来加以固定。

以政府是否干预或市场自发调节程度来划分，浮动汇率可以分为自由浮动和管理浮动两种。

##### 1. 自由浮动

所谓自由浮动，就是指政府对本国货币在外汇市场上汇率的浮动不加干预，完全任其随着外汇市场的供求变化而自由涨落。不过，这是从理论角度对自由浮动的解释。实际上，由于西方国家通货膨胀严重，国际贸易竞争激烈，汇率变化对国际收支影响较大。因此，为了本国的利益，各国政府会直接或间接地对汇率加以干预。那种完全听任汇率随供求自由浮动的国家，实际上是不存在的，至少是不多见的。

## 2. 管理浮动

所谓管理浮动，就是指为了使外汇市场汇率朝着有利于本国的方向浮动，而对外汇市场进行各种形式的干预，包括各国中央银行直接吞吐外汇、调整利率水平等。

### 三、当前浮动汇率制度的类型

目前的国际货币体系是一个多样化的体系。固定汇率制、浮动汇率制、管理浮动制等同时并存。

当前的管理浮动主要分为单独浮动、钉住某一种货币、钉住一揽子货币、联合浮动等。

#### 1. 钉住型

即钉住一种货币、特别提款权或其它综合性（复合）货币浮动。

##### （1）钉住一种货币浮动。

指一国货币的汇率随着另一种货币的汇率的变动而上下波动。当所钉住的货币的汇率上升时，该国货币的汇率也随之上升，反之亦然，不存在汇率波动的幅度问题。

##### （2）钉住特别提款权或其它复合货币浮动。

指一国货币的汇率随着特别提款权或其它复合货币汇率的变动而变动。由于特别提款权的汇率是按美元、马克、英镑、日元和法国法郎五种货币汇率的变动情况而确定的，其波动幅度相对于某一种货币来讲要稳定些。特别提款权以外的其它复合货币也具有类似的性质。一些国家把其货币钉住特别提款权或一组复合货币浮动，主要是为了能起到保值作用。但无论是钉住特别提款权波动，还是钉住一组复合货币波动，都不存在汇率波动的幅度问题。即便有波动，也维持在极小的范围内，很少有超过上下限 1% 的。

#### 2. 有限灵活型

即一国货币的汇率钉住某一种货币或一组货币浮动。

##### （1）钉住某一种货币浮动。

这里虽然一国货币也随着某一种货币浮动，但它和上述第一类中“钉住一种货币浮动”是有区别的。即允许有一定的波动幅度，但需维持在所钉住货币汇率的 2.25% 的范围内。

##### （2）钉住一组货币浮动。

也称“合作性浮动”。主要指欧洲货币体系成员国货币之间的浮动。

#### 3. 更为灵活型

即汇率的波动不受幅度的限制，实行独立自主的调整原则。这一类型又可分为三种：

##### （1）根据一套指标调整。

在指标的选择上，各国不尽相同，但就大部分国家来讲，还是以本国的外汇储备、国际收支状况、消费物价指数以及与本国贸易关系密切的有关国家的物价变动情况来作为调整本国货币汇价的依据。

##### （2）其它有管理的浮动。

指一国政府对汇率的制定和调整能作一定的干预，但这种干预往往不能达到预期的效果，因此，汇率就处于持续的波动中。

#### 4. 单独浮动

即一国政府在一个很短的时期内，一般从一天到一周，制定出本国货币对其它货币的汇率，当外汇市场出现浮动时，政府则按照其所制定的汇率买

进或卖出外汇，以保持其货币汇率的稳定。

目前的国际货币体系可以用下表 6—1 加以概括（见 106 页表）。

#### 四、当前国际货币体系的特点

在现行的浮动汇率制度下，西方国家货币汇率波动呈现出以下一些特点。

##### 1. 汇率波动幅度加大

在国际金本位制度时代，其汇率波动幅度很低，仅上下各 0.7% 左右。在金汇兑本位制度下，其汇率波动幅度也才为上下 1%—2.25%，而在现行的国际货币制度下，汇率波动的幅度是空前的，一年高达 30%，有时更高，如 1985 年 3 月 6 日和 1987 年 3 月，美元对日元、马克等货币下降了 40—50%。

##### 2. 主要货币之间的强弱地位彼此反复转变

以美元、马克、日元来说，时而美元对马克、日元汇率上升，时而美元对马克、日元汇率下降，如此常常反复转变。

由于欧洲货币体系的联合浮动、日元的持续升值以及黄金再次作为主要的国际储备资产，国际货币体系逐步形成了一系列的货币集团。在每个货币集团中，货币在较小的幅度内浮动。货币集团相互间也产生浮动，主要受到集团内主要货币的牵制。全球经济越来越受到三个主要货币集团的控制，即美元、日元和马克。每个集团代表了其自己的势力范围。其它货币在地理上、政治上，更重要的是在经济上和这三个经济强国相联系。日本经济的高速发展以及它在国际市场上日益重要的作用使日元成为世界上主要的货币之一。市场撇开政府做出了许多货币决策，形成了新型的大三角货币体系。

为了降低外汇风险，各国中央银行将它们的储备分散化，包括每个货币集团的主要货币以及瑞士法郎、欧洲货币单位和特别提款权。从长远来看，使用多种货币储备体系可以稳定各国中央银行的储备资产的价值。

##### 3. 货币区域一体化趋势加强

鉴于布雷顿森林体系解体以后汇率的剧烈波动以及全球性货币合作在短期内难以实现，区域性货币合作发展较快，其中尤以欧洲货币体系最为突出。

自 1971 年国际货币危机以后，欧洲国家之间的汇率合作慢慢开展起来。从 1972 年 4 月起，共同体成员国以及即将加入共同体的丹麦、爱尔兰、挪威和英国达成了一项欧洲共同浮动协定。这一协定成为后来所说的“蛇型浮动”。在这一安排下，成员国的货币市值相互间在 2.25% 的幅度内浮动。这些货币对美元共同的浮动幅度为 4.5%，与史密森协定规定的幅度一致。这种浮动幅度内的浮动称为“通道里的蛇”。荷兰和比利时相互浮动的幅度为 1%。两个月后，英国被迫退出蛇型浮动，接着丹麦也退出。丹麦于 1972 年 10 月重新加入蛇型浮动，但意大利于 1973 年 2 月退出。

1993 年 8 月，欧洲联盟 12 国财政部长们大幅度放宽了它们的货币汇率在货币体系中可以浮动的范围，使之达到了 15%，虽然扩大汇率浮动范围是暂时的，但到目前为止还没有回到小幅度浮动的迹象，而且 15% 的浮动范围在欧洲货币体系建立章程中是没有规定的。

##### 4. 探索官方的世界货币：国际货币基金组织和特别提款权

国际货币基金组织是根据 1944 年 7 月在美国布雷顿森林举行的联合国货币金融会议的决定，于 1945 年 12 月 27 日成立的国际金融机构。1947 年 3 月开始办理业务，是联合国的专门机构之一。

成员国分为两类：凡是参加 1944 年布雷顿森林会议，并于 1945 年 12 月 31 日以前在协定上签字正式参加的国家称为创始成员国。在此以后参加的国家成为一般成员国。瑞士不是基金组织的成员国，但参加基金组织的活动。

国际货币基金组织的宗旨是加强各国在货币金融领域的合作，稳定货币汇率，促进国际贸易，通过贷款帮助成员国解决国际收支不平衡的困难。

基金组织的资金主要来源是成员国缴纳的份额。各国份额按一国国民收入、储备、进出口变化情况、出口占国民收入的比重等来确定。每五年调整一次。份额的 25% 需以外汇或特别提款权缴纳，其余的 75% 则以本国货币缴纳。为了扩大资金来源，基金组织还从官方（各国财政部和中央银行）及私人商业银行借款。

基金组织的主要业务活动是在成员国国际收支出现逆差时，以卖给外汇的方式提供短期信贷。其特点是：

（1）贷款的对象仅限于成员国政府；

（2）贷款的用途限于解决国际收支不平衡，用于贸易和非贸易的经常项目支付；

（3）贷款期限较短，一般为 3—5 年，成员国的借款额与其所认缴的份额成正比；

（4）贷款及贷款的偿还采取“购买”和“购回”的方式，即当贷款申请经基金组织批准后，成员国需以本国货币从基金组织购买外汇，在偿还时，再以外汇购回本国货币。

为了减缓美元危机，扩大国际货币基金组织的贷款能力，国际货币基金组织于 1970 年创立了特别提款权。特别提款权是一种帐面资产，国际货币基金组织按份额分配给会员国，会员国可借以向国际货币基金组织提用资金，以及在会员国政府之间拨付转移，但不能兑换黄金，也不能用于个人一般支付。特别提款权由美元、马克、日元、英镑和法国法郎五种货币加权平均定值。五种货币的权重分别为：美元 42%；马克 19%；日元 15%；英镑 12%；法国法郎 12%。

## 第二节 汇率的形成与波动

在浮动汇率制下，汇率是根据市场的供求关系形成的。从根本上来说，汇率是外汇市场上供求均衡时的市场清算价格。因此，对于美元的每一个可能的价格（汇率），就会存在与此相应的对美元的需求和准备出售的美元供给，在任何一个时点上，货币的汇率都应当是供求相等时的价格，即均衡汇率。当然，随着时间的推移，各种条件也会发生变化，从而导致特定期间的供求进行调整，进而迫使货币的汇率发生变化。

### 一、对货币的需求

下面我们用英镑来解释汇率的均衡问题。图 6—1 显示了在各种可能的汇率条件下对英镑的需求量。

在任何一个时点上，只存在一个汇率。上图显示了在不同汇率下对英镑的需求量。下斜线表明英镑价值越小，美国企业对英镑的需求就会越大。图 6—1 英镑的需求曲线

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0111\_1.bmp}

### 二、货币的供给

上面我们只讨论了美国对英镑的需求，但是英国对美元的需求也应该加以考虑。而这一点可以用英国的英镑供给来表示，因为外汇市场上英镑的供给目的是兑换美元。

同样，我们可以画出外汇市场上英镑的供给曲线图。图 6—2 显示了在每个可能的汇率下相应的英镑供给量。

#### 图 6—2 英镑的供给曲线

从图 6—2 中可以看出，英镑价值和英镑的供给量之间成正比关系，因为当英镑价值较高时，英国消费者和企业更有可能购买美国商品。因此，他们向市场提供了更多的英镑以兑换美元。相反，若英镑价值较低，英镑的供给就会减少，反映了英国对美国商品的需求减少。

图 6—3 将英镑的供给和需求结合起来。在汇率为 1.5 美元时，英镑的需求超过英镑的供给。在这种情况下，经营外汇的银行会出现英镑短缺。在汇率为 1.6 美元时，英镑的需求量小于英镑的供给量。因此，外汇银行就会出现英镑过剩。根据图 6—3，目前的汇率为 1.55 美元，因为在这一汇率下，英镑的供给和需求正好相等。

#### 图 6—3 均衡汇率的决定

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0112\_1.bmp}

### 三、影响汇率波动的因素

均衡汇率随着供给和需求的变化而变化。影响这一变化的主要因素很多。主要有以下这些。

#### 1. 相对通货膨胀率

当一国发生通货膨胀时，该国货币的购买力下降，其汇率随之下降。此时通货膨胀率的相对水平比绝对水平更为重要。若该国通货膨胀率高于外国的通货膨胀率，该国货币的购买力下降，其汇率趋于下跌；若两国的通货膨胀率相同，两国货币间的名义汇率不受影响；若在该国发生通货膨胀、货币购买力下降的同时，外国的通货膨胀率更高、货币购买力下降更多，该国货币的汇率不但不会下降，反而趋于上升。

通货膨胀率影响汇率的渠道很多。它可以提高出口商品、劳务的外币价格，削弱国际竞争力，从而影响贸易收支、劳务收支；它还可以降低实际利率，阻碍资本流入、刺激资本流出。由于通货膨胀率只是间接影响外汇供求，因此它对汇率的影响只有在一个较长时期内才能体现出来。

#### 2. 相对利率

实际上，利率是资本的价格。利率的高低直接影响金融资产的供求。一国利率提高可以减少资本外流、增加资本流入，从而对本国货币的需求增加、供给减少，该国货币的汇率上升。同通货膨胀率对汇率的影响一样，重要的是利率的相对水平而非绝对水平。此外，由利率引起的资本流动还必须考虑未来汇率的变动，只有当利率的变动抵消了汇率在未来的不利，变动之后，对金融资产所有者仍有利时，资本的国际流动才会发生。

#### 3. 国际收支状况

当一国的国际收支，特别是其贸易收支出现顺差时，该国的外汇收入大于外汇支出，该国货币的汇率趋于上升；当一国国际收支出现逆差时，该国的外汇收入小于外汇支出，该国货币的汇率趋于下跌。不过，由于利率、心理预期等短期因素的干扰，国际收支和汇率间的这一关系受到一定的阻碍，只能在长期内发挥其作用。

#### 4. 政府的控制

政府对汇率的干预方式包括实行外汇管制、实行外贸管制、干预外汇市场以及影响宏观经济变量，如通货膨胀、利率和收入水平等。

#### 5. 心理预期

随着资本的国际流动量的日益增加，心理预期所产生的作用越来越大。由于心理预期变化快、影响大，有时又具有自我实现的性质，它已成为影响汇率变动的主要因素之一。当交易者预期某种货币的汇率将要下跌时，为了避免损失或追求利润，交易者会大量抛售其持有的以该货币表示的金融资产并以所得的货币购买其它货币或以它们表示的金融资产，或者直接抛售该种货币。这将使该种货币的供给大于需求，汇率趋于下跌。相反，当交易者预期某种货币的汇率将要上涨时，交易者会大量买进该种货币或以该货币表示的金融资产。这将使该种货币的需求大于供给，汇率趋于上升。

### 第三节 人民币汇率体制改革 对外汇风险的影响

#### 一、人民币外汇体制改革

从1994年1月1日起，我国进一步改革外汇管理体制。这次改革主要有以下一些核心内容。

(1) 实现汇率并轨，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。在双轨制时，官方汇率和外汇调剂市场汇率差距较大。改革后，将这两种汇率合并，实行单一汇率。实行这一新的汇率制度，对我国进一步扩大对外开放，发展同世界各国的经济、贸易、合作和交往有着重要意义，同时符合国际货币基金组织和关贸总协定对成员国和缔约方的汇率制度要求。新的汇率制度为人民币将来成为可兑换货币打下了基础。

(2) 实行银行结汇制、售汇制，取消外汇留成和上缴。境内所有企事业单位、机关和社会团体的各类外汇收入必须及时调回境内，除另有规定外，均须按银行挂牌汇率，全部结售给外汇指定银行。取消经常项目正常对外支付用汇的计划审批。境内企事业单位、机关和社会团体在此项下的对外支付用汇，持有有关的有效凭证，用人民币到外汇指定银行办理兑付。取消外汇留成、上缴和额度管理制度。这意味着企业用汇的条件宽松了。过去企业创汇收入的一部分必须上缴，可保留一定比例的外汇收入作为留成。留成只是一种用汇权利，以额度的形式表示，在使用时用人民币配成现汇。企业每用一笔留成都必须层层审批，在需要进口原材料时，必须在主管部门、外汇管理部门和银行之间来回办手续。改革以后，实行了外汇收入结汇制和银行售汇制，简化了用汇手续，便于企业核算，有利于调动企业出口创汇的积极性，也有利于提高我国产品在国际市场上的竞争能力。

(3) 建立银行间外汇市场，改进汇率形成机制，保持合理及相对稳定的人民币汇率。以前，我国的外汇市场以各地外汇调剂中心的形式存在，是初级的、分割的、有限度的外汇市场。市场交易有现汇，也有额度。建立全国统一的银行间外汇市场，打破了地区封锁。并轨后的人民币汇率主要根据外汇市场供求关系决定。

#### 二、人民币外汇体制改革对企业外汇风险管理的影响

一般而言，汇率是沟通一国经济与世界经济的桥梁，作为一种价格信号，

它和各种经济变量有着广泛的联系。

首先，它和国内产品的价格、利率、工资等市场参数有着直接的联系；

其次，从其作用效果看，它的变化对国内生产和流通特别是进出口流量会产生直接影响；

再次，在自由竞争条件下，汇率水平直接决定一国的国际收支。

建立以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，实行人民币汇率的并轨，彻底改变了汇率形成机制，由原来的一定弹性的固定汇率制度改变为现有的有管理的浮动汇率制。汇率水平主要依据外汇市场供求，市场机制在外汇资源的配置中发挥了基础作用。忽视汇率机制这一变化的影响，会使各类企业处于被动地位。适应这一变化，企业的经营战略必须进行相应的调整。

汇率制度的重大改革，使外贸企业的经营环境发生了根本性变化，既有不少有利机遇，也有一些挑战。但总的来看是比较有利的，关键在于外贸企业要加快适应新的汇率机制和外汇体制，对经营策略进行适当调整，兴利除弊，加快自身各项业务的发展。

外贸企业长期以来是在固定汇率制度下进行经营的，其经营战略、策略和方针都是与固定汇率制相适应的。进出口商品结构的确定、进出口核算和经营方式都是以固定汇率为前提的。实行有管理的浮动汇率制以后，人民币汇率将随市场供求状况的变化而经常浮动，进出口的成本也将随此变化。为了保证进出口业务不受经常波动的汇率的过大影响，外贸企业必须对自身的经营方式和策略进行相应的调整，运用现代财务管理和企业管理手段，加强企业成本核算，保证进出口业务获得应有的效益。

企业还要注意改善出口商品结构，提高深加工、高附加值制成品出口比例，走以质取胜的道路。在新技术革命日益加快的形势下，世界制造业日益向技术和知识密集型方向发展，深加工、高附加值产品的贸易条件日益改善，而且需求弹性低。

在新的汇率体制下，企业要倍加注意外汇风险的防范与管理。汇率机制改革以后，随着外汇供求和国内外经济形势的变化，人民币汇率也几乎每天都在变化，偶尔还会发生较大波动。汇率风险时刻存在，汇率风险将伴随外贸企业的每一项进出口经营活动。外贸企业要学会准确判断和预测人民币汇率走势，采取妥善应变措施，尽量避免大的损失；同时，人民币对外汇的期货业务开展以后，外贸企业大宗交易都可以采取人民币套期保值的措施防范汇率风险。

## 第七章决定汇率的平价条件

由于目前国际货币体系呈现自由浮动、管理浮动和固定汇率制并存的局面，没有一个一般的理论能够用来预测所有条件下的汇率。然而，有些基本的经济关系，即平价条件(Par-ity Conditions)，可以帮助解释汇率的运动规律，有助于我们对未来的汇率作出预测。

### 第一节价格和汇率的关系

#### 一、同一价格定律(The Law of One Price)

如果相同的商品或劳务可以在两个不同的市场销售，而且，对商品的销售没有任何限制，在市场之间移动商品没有运输成本，那么，该商品在两个市场的价格应该相同。这称为“同一价格定律”。这是因为在现代金融活动中，信息非常重要。当各个市场存在着不同价格时，这一消息就会以最快的速度传递出去，从而诱使世界各地的投机者进行“贱买贵卖”。在价格低的市场大量涌入的购买者会将价格抬高；而在价格偏高的市场大量地抛售会把价格压低。这样一起一落，同一种外币在不同金融中心的价格差异就会在极短时间内消失。在当今的信息社会里，信息的传递速度已经快得惊人。19世纪早期，将一条商业信息从美国南方的新奥尔良传到纽约，至少需要4到7天时间，然而现在在这两地传递信息基本上是同步的。除非存在人为的干预，将信息硬性分割为公开信息和内部信息，否则在科技高度发达的今天，获取大量投机利润的机会是很少的。

竞争市场上的基本原则是，如果在市场间移动商品不存在限制也不会带来额外成本，那么，同一商品在各市场上的价格应该相等。如果两个市场处在两个不同的国家，商品的价格可能以不同的货币表示，但是，商品的价格通过汇率折算以后仍然应该相等。对价格进行比较只需从一种货币转换成另一种货币。例如：

$$P_{\$} \times S = P_{¥}$$

这里：

$P_{\$}$ 指商品的美元价格

$S$ 指即期汇率（一美元合的日元数）

$P_{¥}$ 指商品的日元价格

相反，如果两种商品的价格是用当地货币表示的，而且市场处于竞争状态，相对于另一个市场的高价格将被逐出，那么，可以通过这两种商品的价格推算出有关两种货币之间的汇率，即：

$$S = \frac{p}{p}$$

#### 二、购买力平价(Purchasing Power Parity—PPP)

购买力平价学说首先于1918年由瑞典经济学家Gustav Cassel提出。他以这一学说为基础，建议在一次大战后建立一套新的汇率体系以恢复正常的贸易关系。从此以后，购买力平价学说广泛为各国中央银行使用，作为建立它们货币新平价的指导。从管理角度来看，购买力平价经常在确定长期债务的计价货币以及到国外投资设厂时被用来预测未来的汇率水平。

购买力平价分为绝对购买力平价和相对购买力平价两种。

### 1. 绝对购买力平价学说

绝对购买力平价学说认为，经汇率调整后的价格水平在全世界应该是一致的。换句话说，一个单位的本国货币在全世界应该具有相同的购买力。这一理论只是把同一价格定律运用于整个国家的价格水平上，而不是针对个别商品的价格。它基于这样一种假设，即自由贸易会使所有商品在各国价格相等，否则，就会存在套期交易的机会。然而，绝对购买力平价学说忽视了运输成本、关税、配额和其他限制以及产品差异性对自由贸易的影响。

如果同一价格定律适用于所有商品和劳务的话，那么，通过购买力平价确定的汇率可以从任何一组商品价格中得出。通过比较用不同货币表示的相同商品的价格，就可以得出“真正的”或购买力平价汇率。《经济学家》杂志推出的“汉堡包标准”就是一个很好的例子。

1987年，英国《经济学家》杂志发起编制其“汉堡包指数”。它是一种表示货币汇率是否“正确”的中性指南。

“麦当劳汉堡包标准”是根据购买力平价理论编制的。这一理论认为，从长期来看，两种货币的汇率应该使同一揽子商品或劳务的价格在各自国家相等。这里的“一揽子”商品就是汉堡包。它在世界上50多个国家和地区当地生产，而且口味基本相同。

1991年4月，美国一只普通汉堡包的价格（含税）约为2.2美元。在东京，它的价格是370日元。日元价格被美元价格除，就得出美元的购买力平价为168日元，而当时日元对美元的汇率为159日元。可见，美元被低估了5%。有关国家的汉堡包价格和美元汇率对照如表7—1。

表7—1 “麦当劳货币”汉堡包价格

国家或地区	当地货币价格	美元的购买力平价	实际汇率	美元高低估(+—)
澳大利亚	2.3 澳元	1.05	1.32	+26%
比利时	97 法郎	44.00	34.65	— 21%
英国	1.4 英镑	0.64	0.61	— 5%
加合大	2.19 加元	1.00	1.16	+16%
丹麦	25.5 克朗	11.60	6.39	— 45%
法国	17.7 法郎	8.05	5.63	— 30%
荷兰	5.25 盾	2.39	1.88	— 21%
香港	8.6 港元	3.90	7.79	+100%
爱尔兰	1.3 爱镑	0.59	0.63	+7%
意大利	3900 里拉	1773	1230	— 31%
日本	370 日元	168	159	— 5%
新加坡	2.6 新元	1.18	1.88	+59%
韩国	2100 圆	955	707	— 26%
原苏联	3.75 卢布	1.70	0.60	— 65%
西班牙	295 比塞塔	134	106	— 21%
瑞典	24 克朗	10.90	6.10	— 44%

## 2. 相对购买力平价学说

如果将购买力平价理论的假设再放宽一些，我们就可以得到所谓的相对购买力平价。相对购买力平价认为，购买力平价在决定现在的即期汇率时并无多大帮助，但是，一定时期内两个国家价格的相对变化决定了当期的汇率变化。更确切他说，如果两国货币的即期汇率从均衡开始，那么，从长期来看，它们之间通货膨胀率差值的任何变动，都会被一个相等的、但方向相反的汇率变动所抵消。

相对购买力平价学说认为，本国货币和外国货币之间的汇率将随两国的物价水平的变化而调整。例如，如果美国的通货膨胀率是 5%，而日本的通货膨胀率是 1%，那么，为了使两国商品的美元价格相等，日元对美元必须升值 4%。

购买力平价理论主要是为了说明：如果一个国家的通货膨胀率高于其主要贸易伙伴的通货膨胀率，而且其汇率保持不变，其商品和劳务的出口会变得失去竞争力，从国外进口在价格和国内的高价格相比会变得富有竞争力。

利用购买力平价理论进行长短期汇率预测时，存在许多问题。

首先，购买力平价理论是建立在相当严格的基本假设之上的。它假设市场是理想而无阻力的：没有交易费用，没有运输费用，没有税收，也没有政府的干预等。购买力平价理论还假设所有的商品和服务都可以进行交易，并且都具有相同的质量，各国的消费者的好恶也完全一样。在实际生活中，显然这些假设都不存在，所以，就为购买力平价理论本身的测定以及利用它来预测汇率的变化带来了很大困难。例如，国际间货物的运输费用、各国所设立的关税制度和税收制度等，都说明实际上市场是存在阻力的，这些阻力也都会对购买力平价产生影响。

再如，有些商品和服务是无法交易的，如理发、医疗和教育。它们虽然不被包括在价格指数之内，但是，它们对购买力平价会产生直接的影响。表 7—2 列出了世界上主要城市的“非交易”商品的价格比较。如果你身在巴黎，即使对 320.46 美元的酒店价格不满意，也无法用比较便宜的香港豪华酒店来代替。同样，身在东京而头发如同狮子，也不能轻易地用香港的低价格代替。

表 7—2 非交易商品和劳务的价格比较（美元）

城市	巴黎	东京	纽约	波恩	香港
商劳务					
豪华酒店	320.46	316.00	231.33	151.00	187.40
美国式早餐	24.91	27.00	18.00	12.00	8.24
每英里计程车费	2.31	3.50	2.20	1.21	0.71
酒店内部男宾理发	17.80	36.40	21.00	12.00	4.50
一流电影	6.23	11.40	7.00	7.25	2.96

另外，当预测两个国家各自的通货膨胀率时，我们很难找到非常相似的价格指数。由于两国人民品味的不同，发展程度以及收入水平的差异，计算可在市场上交易的商品及服务的价格指数已很困难，而想包括所有无法上市交易的商品及服务，更不知如何进行。所以，常常会产生用“香蕉”和“土豆”

比较一样的失误。很多研究工作之所以得出不同的结论，与它们用了不同的价格指数有很大关系。

再者，当我们考虑汇率变化时，应当注意到，在现代发达的外汇市场中，任何一种货币都是与许多种外币有交换关系的，所以任何一种货币的购买能力，实际上将取决于它与所有其它外币的相互关系。而购买力平价理论只考虑本市与某一特定外币之间的汇率的变化趋势，这样购买力平价理论势必存在着“高估”或“低估”本币购买力的问题。

所以，一般来说，在以购买力平价为工具并预测了通货膨胀率的差值的基础上，对汇率变化率的预测，短期结果一般都是不成功的。对汇率变化的长期预测一般比短期预测要好一些，但也是有条件的，即选择指数要当心，而且在所观察的时间内没有特殊的干扰，如战争、政府的强烈干预等。

由于上述原因，我们可以了解到，理论研究和实际应用之间，常常有一个相当大的距离。理论学习是必要的一步、但也仅仅是开始的一步。

### 三、汇率转移

所谓汇率转移是指进出口商品价格的变化相对于汇率变化的程度。尽管购买力平价理论指出，所有的汇率变化都通过相应的价格变化转移给了贸易对手，但是，这一假定被越来越多的实际事例所推翻。

假定本田公司在日本生产一种汽车，其所有的生产费用都是用日元支付的。当本田公司向美国出口汽车时，本田汽车在美国的价格应该是日元价值按即期汇率换算成美元。即：

其中， $P_{\$}$  是本田汽车的美元价格， $P_{¥}$  是本田汽车的日元价格， $S$ —美元折合的日元数。如果日元对美元升值 10%，新的即期汇率应该使本田汽车在美国的价格上升 10% 的同样比例。如果美元价格以汇率变动的同样比例上升，那么，汇率的转移就是完全的（或 100% 的）。

然而，如果美元价格的升幅小于汇率的变化比例（国际贸易中通常都是这样），汇率转移就是部分的，不完全的。

假定本田汽车在即期汇率下的美元价格和日元价格为：

$$P_{\$} = \$15,000 \quad p_{¥} = ¥2,000,000 \quad S_1 = ¥88/\$$$

如果日元升值 10%，从  $¥88/\$$  升到  $¥80/\$$ ，而本田汽车在美国的价格升至  $\$16,000$ ，那么，汇率转移的程度就是部分的：

$$\frac{p_2}{p_1} = \frac{16000}{15000} = 1.0667$$

这表明，由于日元对美元升值 10% 导致了本田汽车的美元价格上升 6.67%，其余 3.33% 的汇率变化由本田公司自身吸收了。

在决定汇率转移的理想水平时，弹性概念很有用。一种相对缺乏价格弹性的日本产品，即需求量对价格变化不太敏感，可能会呈现较高的汇率转移程度。这是因为，在美国市场较高的美元价格对消费者的商品需求量不会产生显著的影响，反而会增加总的销售额。可是，价格弹性较强的商品则正好相反。

## 第二节 利率、汇率和价格的关系

费歇尔效应理论是讨论两国之间通货膨胀率的预期值差额及银行利率差

额之间的关系。

假定在同一时间范围内，本国及外国的通货膨胀率的预期值分别为  $I_H$  和  $I_F$ ，而同期内的两国名义利率分别为  $R_H$  和  $R_F$ 。两国的名义利率是由什么决定的呢？也就是说，各国应该以什么样的利率，才能吸引投资者把钱投资在本国呢？一般他说，投资者要求获得基本的实际利率，然后加上对各种不同的风险的补偿。这些风险包括通货膨胀风险、破产风险、流动性风险及到期风险。破产风险很容易理解，指的是如果发生破产，则投资者的本钱和利息都会蚀光。流动性风险是指当投资者需要现款时，无法立即将投资再换回现款，或为了拆现而不得不牺牲部分本利。到期风险是与投资的期限有关的一种风险。假定投资者的投资期限为一年，刚刚签定投资合同之后，如果利率就上升了，这时，投资者就有一个机会上的损失。再假如，投资者的投资期限只有三个月，但三个月之后，利率下降了，投资者再投资时也会面临机会上的损失。如果以上风险都不存在，那么，投资者唯一要考虑的，就是通货膨胀的风险了。

这时，名义利率可以考虑为实际利率与通货膨胀率的预期值相乘的关系，所以，我们可以写出以下两个公式：

$$(1 + R_H) = (1 + A_H) \times (1 + I_H)$$

$$(1 + R_F) = (1 + A_F) \times (1 + I_F)$$

其中， $A_H$  和  $A_F$  是本国和国外的实际利率。

当我们把右边展开时，又可将上述两式改写为：

$$1 + R_H = 1 + A_H + I_H + A_H \times I_H$$

$$1 + R_F = 1 + A_F + I_F + A_F \times I_F$$

由于实际利率和通货膨胀率值都比 1 小，所以，两者相乘的数更小，因此我们忽略以上两式中的最后一项，并把等式左右两边的 1 都去掉，可以得出以下两式：

$$R_H = A_H + I_H$$

$$R_F = A_F + I_F$$

也就是说，

$$R_H - I_H = A_H$$

$$R_F - I_F = A_F$$

如果我们考虑到在任何两个国家中，乃至于在世界上，实际利率都应当相等，那么我们就可得出以下等式：

$$R_H - I_H = R_F - I_F$$

上式稍加变换，我们得出：

$$R_H - R_F = I_H - I_F$$

这就是费歇尔效应理论的等式。这一理论告诉我们，任何两个国家利率的差额应该等于它们通货膨胀率的预期值的差额。在达到费歇尔均衡时，两国之间没有资金的流动。也就是说，当一国的银行利率比他国高时，该国的投资环境很有吸引力。但与此同时，如果该国的通货膨胀率的预期值比他国高，则这一吸引力将被减弱。当两国利率差额及两国通货膨胀率预期值的差额恰好相等时，投资者无论在两个国家中的哪一个国家投资，都是一样的。所以两国之间资金的流动达到了均衡。

费歇尔效应理论在实际中的测试也并不容易。首先，通货膨胀率的预期值只能估计，而无法准确预知。一般在测试中，只能用已经发生的通货膨胀

率来做未来通货膨胀率的替代物。这当然就存在着不可避免的误差，因为过去值是无法正确代替未来值的。

另外，就是两国利率差额的计算方法。是只考虑政府发行的短期债券呢？还是也同时考虑政府的长期债券？私人企业所发行的证券、银行的各种储蓄，又如何加以考虑呢？

最后，不要忘记，费歇尔理论没有包括破产风险，流动性风险和到期风险，这必然给实际的测试带来误差。

## 二、国际费歇尔效应理论 (International Fisher Effect—IFE)

国际费歇尔效应均衡理论探讨外汇市场中汇率变化的百分比与利率差额之间的关系。也就是说，如果一个国家的利率相对于其他国家利率过高或过低，对两国汇率有什么样的影响？具体的例子如德国的中央银行与美国的中央银行，从 1992 年以来，各自分别制定了约 9% 及 3% 的利率，致使两国利率差额高达 6%，这对马克及美元的相对汇率关系会有什么影响？

我们知道，购买力平价理论是建立在即期汇率变化的百分比与通货膨胀率差额关系上的（两者都应该是预期值），而费歇尔效应理论又是建立在利率差额与通货膨胀率预期值差额之间关系上的。所以，我们很自然地就想到，如果从这两个平价理论中消去共同拥有的通货膨胀率的预期值差额，我们就建立了即期汇率变化百分比与利率差额之间的关系。这就是国际费歇尔理论。也就是从

可见，当利率差额造成了两国投资环境的吸引力之差时，两国之间的货币关系也应有相应的调整，才能使资金不在两国流动，从而，达到国际费歇尔效应均衡。

## 三、利率平价理论 (Interest Rate Parity—IRP)

利率平价理论是从另一个角度来考虑资金的流向问题。假定我们考虑本国利率为  $R_H$ ，外国利率为  $R_F$ ，同时，假定两国之间即期汇率为  $E_0$ ，远期汇率为  $F_0$  为了更直观地看问题，我们用图 7—1 来加以说明。

图 7—1 利率平价理论示意图

在上图中，方框的上下两面分别表示地点：本国及外国，而左边及右边表示时间：“现在”及“一年以后”。请注意，我们把远期汇率  $F$  写在右边，纯粹是为了方便。事实上，当我们现在签定一个外币的远期合同时，我们已经在合同上写下了三件事：

(1) 何时进行远期外币的交割。（我们在下面的讨论中，为了简单起见，将其定为一年期。当然还可以定为三个月或六个月，但那时必须考虑把贴水、升水率折为年率。）

(2) 远期外币的买进或卖出数量。

(3) 该外币相应的远期汇率的值。我们用  $F$  来表示，并假

定  $F$  的单位是  $HC/FC$ ，即一单位外币可以换多少单位本币。所以，虽然把  $F$  写在了方框的右边，但只为了说明远期外汇在一年以后交割，而远期汇率却是现在就确定了。有了以上的定义，我们来看一看作为一个本国的投资者，他的投资可能性和投资收益率是什么。假定这位投资者只有一单位本币。如上图所示，摆在他面前的有两种选择：第一，投资于本国的银行，赚取银行利率；第二，将本币在即期市场上以即期汇率  $e_0$  兑换成外币，再投资

于外国银行，赚取外国银行利率。同时，为了降低外币投资风险，现在就签定一个卖出外币的远期合同，以便锁定外币在一年以后可兑换的本币价值。

让我们来分别计算一下这两种选择的投资收益率。

第一种选择：1元本币一年以后变成了 $(1 + r_H)$ 元本币。

$$\text{投资收益率是：} \frac{(1 + r_H) - 1}{1} = r_H$$

第二种选择：

(1) 当我们把1元本币换成外币时，我们要用1除以即期汇率 $e_0$ ，所以所换成的外币值是 $(1/e_0)$ ；

(2) 将外币存入外国银行，一年后得到 $(1/e_0) \times (1 + r_F)$ 元的外币；

(3) 为了保证无外汇风险，现在我们就签定一个卖出外币的远期合同，以便一年以后将外国银行所付给的外币本息都

再转换为本币；

这里，远期外汇合同的三要素为：

远期外汇合同的交割日期：一年以后

远期外汇的数量： $(1/e_0) \times (1 + r_F)$

远期汇率： $F$

(4) 一年以后履行远期外汇合同，得到的本币数量为：

$$\{ (1/e_0) \times (1 + r_F) \times F$$

(5) 投资国外的收益率为：

我们把两种投资方式的收益率列在表7—3以便进行对照。

表7—3 投资决策分析表

在何处投资	投资的收益率
投资本国	$r_H$
投资外国	$\frac{(1 + r_F) \times F}{e_0} - 1$

那么，究竟投资在哪里更好呢？从上表中可以看出，这一投资决策不仅取决于两个国家各自的利率，而且取决于两国货币之间的相互实力变化。

首先，如果以上两个投资收益率相等，我们就得出了无差别的特殊情况。当二者相等时，

$$r_H \frac{(1 + r_F) \times F}{e_0} - 1$$

我们略作变化，就可以得出十分有趣的结论：

$$r_H + 1 = (1 + r_F) \times \frac{F}{e_0}$$

稍作变化，我们有：

$$\frac{1 + r_H}{1 + r_F} = \frac{F}{e_0}$$

如果等式两边都以分子减去分母，再除以分母，我们得到：

$$\frac{r_H - r_F}{1 + r_F} = \frac{F - e_0}{e_0}$$

以上等式的右边恰好是直接标价法中的远期汇率的变化百分比。如果我们定义它为 D，那么，我们得出投资无差别的等式为：

$$\frac{r_H - r_F}{1 + r_F} = D$$

这一等式就是利率均衡点。所谓的利率平价理论，也就是给出一种均衡关系，在此均衡关系中，两个国家利率的差额可以正好被两国货币未来的走势所抵消，所以，无论在这两个国家中的哪一个国家投资，所得到的投资收益率都是相同的，即在这两个国家中任何一个国家中投资，对投资者而言是没有区别的。我们假定外国的利率比 1 要小很多，所以上式可以变为：

$$r_H - r_F = D$$

#### 四、远期汇率作为未来即期汇率的不偏不倚的期望值

(Forward Rate as an Unbiased Predictor of Future Spot Rate—UFR)

外汇即期汇率和远期汇率之间的关系可以用 UFR 理论来概括：远期汇率是即期汇率的不偏不倚的期望值。换句话说，从每一个远期汇率来看，当它交割时，将它与当时的即期汇率相比，可能有所不同，或高或低，但也可能两者完全相同。所以，今天签定的远期合同上的远期汇率，是不能作为将来交割之日的即期汇率的。但是，从统计学的角度来看，无数个将来的即期汇率的统计期望值，就是今天的远期汇率值。

我们怎么来考虑即期汇率的统计期望值呢？不妨设想，在今天的外汇市场中，无数投资者对未来的即期汇率有着各种

不同的估计值。假定这些值可以用  $e_1, 1, e_1, 2, e_1, 3, \dots, e_1, 1000$  来表示，即第一个、第二个……第一千个投资者在今天对一年以后的外币即期汇率的估计值。

如果每一个投资者估计值有千分之一的准确性，那么，从统计学中我们知道，这些估计值的统计期望值  $e_1$ （有时称之为平均值，或 MEAN），就等于每一个估计值，乘以它发生的可能性（这里被假定为千分之一），然后再相加。

从市场的角度来看，这个值当然就是在今天被整个市场中的投资者接受的一年以后交割的远期外汇的远期汇率。由于外汇的远期汇率与一年后的即期汇率有这样的关系，那么，它们各自相对于今天的即期汇率的百分比，也存在着一定的关系，即：

$$\frac{e - e_0}{e_0} = \frac{F - e_0}{e_0}$$

这就是 UFR 的数学表达式。

最后，我们再用图 7—2 从总体上表明国际平价条件之间的相互关系。我们假定一些数据，以便说明国际间汇率的联系。五组关系都可以从以下一些数值中得出：即期汇率、远期汇率、两国通货膨胀率的预测以及两国相应的利息率。尽管实际市场上数据之间的关系没有这里所述的那么紧密，但是，从长期来看，这种关系的确存在。

图 7—2 国际平价条件：日元/美元的例子

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0134\_1.bmp}

在图 7—2 中，日元可望对美元升值 4%。即期汇率为 156 日元/美元，利用购买力平价（PPP）、国际费歇尔效应（IFE）和远期汇率预测的一年以后的汇率为 150 日元/美元。预测的日本和美国的通货膨胀率分别为 3%和 7%，由此又可以预测出 150 日元/美元的汇率（相对购买力平价）。如果再考虑名义利率的差值（国际费歇尔效应），预测的即期汇率仍然是 150 日元/美元。最后，一年期的日元远期汇率为 150 日元/美元，它被认为是未来即期汇率的不偏不倚的预测器，因此，预测的结果也是 150 日元/美元。

## 第八章 汇率预测的方法

涉外企业决策的质量取决于其对外汇汇率预测的准确性的高低。企业无论是进行融资、投资还是进行风险管理，只要涉及外汇，就要对汇率进行预测，否则只能凭空估计，在这种估计的汇率基础上作出的决策也就缺乏科学性。

### 第一节 汇率预测的目的

几乎每个企业都要受到汇率变动的影晌。那么，企业进行外汇汇率预测的主要目的有哪些呢？

归纳起来，主要有以下几个方面：

#### 一、套期保值决策

企业经常面临着是否应该对以外币表示的赤来应收帐款或应付帐款进行套期保值的问题。对于具体的某一笔交易，企业是否应进行套期保值在某种程度上取决于该企业对外汇市值变动的预测。举个简单的例子，一家美国企业计划在 90 天后向法国支付一笔进口钢材的法国法郎货款。如果该企业预测 90 天后法国法郎的价值远远低于 90 天的远期汇率，那么，该企业可能根本就不会采取套期保值措施。

#### 二、短期融资决策

当大公司借款时，它们可能有好几种货币可供选择。它们借入的货币最理想的情况应该是：

- (1) 利率低
- (2) 融资期间，币值趋软。

假如，一家美国公司借入一笔瑞士法郎，而瑞士法郎在融资期间对美元贬值，那么，该公司到期就可以用较少的美元偿还贷款。所以，这一融资决策就要受到对有关货币汇率预测的影响：

#### 三、短期投资决策

企业有时在短期内拥有大量的剩余资金。这些剩余资金可以以存款方式进行短期投资，而大额存款又可以以若干种货币进行。用于存款的理想货币是：

- (1) 利率高。
- (2) 在投资期间，币值趋上升。

例如，一家美国公司拥有剩余资金，并存入英国银行帐户。假定英镑在存款到期以前对美元升值，那么，当英镑存款到期取出兑换美元时，就可以兑换较多的美元。因此，在决定如何投放短期资金时，对汇率的预测是必须加以考虑的。

#### 四、资本预算决策

当企业决定是否应该在某个国家设立子公司时，就要进行资本预算分析。在资本预算过程中，对未来现金流量的预测将取决于未来的货币价值。这种依赖性可能由于下述原因：

- (1) 未来需要兑换成本币的外汇资金的流入或流出量；
- (2) 未来汇率对企业产品需求的影响。

准确预测外汇汇率有利于改善对现金流量的预测，从而加强企业的决策

能力。

### 五、长期融资决策

为了获得长期资金而发行债券的公司可能会考虑将债券以外币标示。和短期融资决策类似，企业可能偏向于借入的货币在一定时期内相对于销售所得货币贬值。在估计以外币发行债券的成本时，就需要对汇率进行预测。

### 六、进行收益评估和业绩评估

当企业发布收益报告时，子公司的收益被换算成母公司的货币。例如，一家本部设在美国的跨国公司，在瑞士和英国设有子公司瑞士子公司的收益必须换算成美元、英国子公司的收益也必须换算成美元来进行衡量。“换算”并不意味着将收益实际兑换成美元。它只是一种记帐程序，以便定期将收益以同一种货币公布。如果瑞士法郎升值，以美元表示的收益报告中，瑞士子公司的收益就会增加。因此，对汇率的预测有利于预测公司总的收益。另外，有些海外子公司经营有方，成绩显著，但是，子公司所在国的货币发生贬值，造成该子公司的经营业绩在折算成母公司所在国货币时明显下滑。对货币汇率正确进行预测，有利于企业制定合理的计划指标和对企业未来的经营业绩进行评估。

## 第二节 汇率预测的方法

汇率预测的方法归结起来主要有两大类，即基于经济、金融理论进行汇率预测的基本因素分析法和基于数据序列的趋势本身的技术因素分析法。

基本因素分析法突出分析影响汇率的各种因素，并根据各种因素发生作用的方向和强度估计汇率的走势。基本因素分析法要求预测人员有相当的经济学知识。

技术因素分析法的特征是根据汇率过去到变动趋势来判断将来的走势。技术因素分析法要求预测人员善于利用过去汇率的信息。

这里，我们从实际出发，介绍一些有效、方便而又实用的汇率预测方法。

### 一、基本因素分析法

基本因素分析法又可以分为两类：

#### 1. 国际收支分析法

国际收支分析法主要强调分析一国国际收支的状况以确定其对管理浮动汇率的压力。

如果在一个相当长的时期内，一个国家在国外的开支（包括进口和投资等）大于其从国外获得的收入，其货币贬值的可能性就会增加，外国人对该国的货币债权就会增长。如果外国人愿意将这些债权以货币形式保存，那么，当地货币就不必贬值。如果外国人将这些债权换成另一种货币，对贬值的压力就会增加。相反，如果一个国家出现大量经常帐户顺差，外国人愿意持有其货币的话，这个国家的货币就可能升值。

基本因素分析法经常考虑的主要有如下因素。尽管很难把经济因素和政治因素区分开来，我们还是把政府调节较多的因素和经济、金融因素分开。

#### （1）政治性的汇率因素。

——资本管制：政府对汇率实行管制最明显的形式是限制在商业交易中使用外币。尽管政府不公开公布取消或施加这些限制，但是，从各种因素，如黑市汇率的买卖差价中都可以看得出来。

——汇率差额：因政府限制而不能自由交易的货币仍然会通过内部或外部的黑市非正式地进行买卖。如果官方汇率和黑市汇率之间差额增加，就表明该国货币面临着贬值的压力。

## （2）宏观基本经济因素。

——国际收支：国际收支实际上表明了外汇的供给和需求。国际收支出现不平衡时，如经常帐户和贸易收支的不平衡，汇率就可能发生变动。经常帐户或贸易收支的大幅度顺差（逆差）是货币升值（贬值）的先兆。

——外汇储备：为了干预外汇市场，政府会利用其外汇储备来推进或拉下其市值。利用外汇储备支持本市升值会导致外汇储备的减少，使本市贬值的措施会自动积累外汇储备。

——GNP 或 GDP 增长率：经济增长率是影响进出口贸易的最重要的动力。如果本国经济增长率高于其贸易伙伴的经济增长率，进口的增长就会快于出口的增长，就会出现贸易逆差，货币就可能贬值。如果经济增长较快，吸引了大量的资本流入，就可能抵消这一消极效应。

——政府开支：由于大多数国家拥有较大的政府部门，政府开支的急剧增加，特别是通过赤字预算方式融资时，会导致对经济的通货膨胀压力增强。通货膨胀最终会导致货币贬值。

——相对通货膨胀：一国通货膨胀率较高，由于购买力平价的作用，其货币会贬值。

——货币供应增长率：通货膨胀的一个主要原因是货币供应的急剧增长。许多国家通过增加货币供应量以降低国内利率来度过经济萧条阶段。这通常会导致国内通货膨胀率上升，从而导致货币贬值。

基本因素分析法是建立在各种经济变量和汇率的关系基础上的。如果这些变量的数值已知，同时也知道这些变量在历史上对货币价值的影响的话，企业就可以进行汇率的预测。例如，高通货膨胀率可以导致一国货币贬值。当然，影响汇率的其它因素也应该加以考虑。

外汇市场的参与者对上述各种因素都非常关心。特别是一些投机商，他们只关注汇率在今后几天或几周内的变动，而对经济因素和汇率的长期关系漠不关心。80 年代末 90 年代初，投机商们密切关注美国政府每个月公布一次的贸易赤字情况。贸易赤字的公布成为投机商们预测未来汇率的工具。

1987 年 10 月美国公布的贸易赤字为 156.8 亿美元。外汇投机商们立即转向购买其它货币而放弃美元，导致了美元立即发生贬值。在贸易报告发布的数秒钟内，美元对马克的汇率就下跌了 5%。尽管贸易赤字的新闻已经公布，它仍然成为对未来贸易情况的预测，从而对美元汇率的预测也进行了修正。

1988 年 1 月公布的上年 11 月份的贸易赤字比预期的要低，导致对美元汇率的预测上升。外汇市场交易商们的反应使美元汇率马上上升了。1991 年前几个月公布的贸易赤字较小，导致美元升值。

从定性分析的角度看，一次汇率预测可以是简单地根据经济变量对一国货币汇率变动的影响程度作出主观判断。上面所列的这些影响汇率的因素实际上就是为我们进行这样的判断提供了一些帮助。

从定量分析的角度看，汇率的预测应该对影响汇率的因素进行数量分析。汇率预测的定量分析模型非常复杂，下面我们简单地加以介绍。

假定一家公司准备预测下个季度英镑对美元的汇率变动百分比。为了简

单起见，假定该企业对英镑汇率的预测只取决于两个因素：

- (1) 美国和英国的通货膨胀；
- (2) 美国和英国的收入增长率（用变动百分率表示）。

第一步就是要确定这些变量在历史上是如何影响英镑价值变动百分率的。这通常可以用回归分析法进行分析。首先，收集一下英国和美国通货膨胀以及收入增长水平的季度资料。因变量是英镑价值的季度变动百分率（BP），自变量可以确定如下：

(1) 以往的通货膨胀率差额（美国通货膨胀率减英国的通货膨胀率）季度变动百分率，用 INF 表示；

(2) 以往的收入增长率差额（美国收入增长率减英国收入增长率）季度变动百分率，用 INC 表示。

回归方程式可以写成：

$$BP = b_0 + b_1 INF + b_2 INC +$$

这里， $b_0$  是常量， $b_1$  用于衡量 BP 对 INF 变动的敏感度， $b_2$  用于衡量 BP 对 INC 变动的敏感度， $\epsilon$  代表误差。

通过一组历史数据可以推算出 BP，INF 和 INC 的值。由此，可以推算出回归系数（ $b_0$ ， $b_1$  和  $b_2$ ）。回归分析确定 BP 受自变量影响的方向和程度。如果当 INF 变化时，在其它条件不变的情况下，BP 朝同一方向变化，则  $b_1$  为正值。若  $b_1$  为负值，表明 BP 和 INF 的变动方向相反。在上述方程式中， $b_1$  为正值，因为美国通货膨胀率相对于英国通货膨胀率上升，会导致英镑升值。

回归系数  $b_2$ （衡量 INC 对 BP 的影响）为正值，因为当美国收入增长率超过英国收入增长率时，美国对英国商品的需求增加，从而美国对英镑的需求增加，结果会导致英镑升值。

一旦通过回归分析推算出回归系数的值，就可以用这些系数进行预测了。例如，回归系数的数值分别为： $b_0 = 0.002$ ， $b_1 = 0.8$ ， $b_2 = 1.0$ ，那么，这些回归系数可以解释如下：通货膨胀率每变动一个百分点，如果其它条件保持不变，英镑价值就会向同一方向变动 0.8%；收入增长率差额每变动一个百分点，如果其它条件保持不变，英镑价值就会朝同一方向变动 1%。为了进行预测，假定最近的通货膨胀率差额季度变动百分率 INF 为 4%，收入增长率差额季度变动百分率 INC 为

2%。用这些资料以及上面推算出的回归系数，对英镑价值变动百分率 BP 的预测为：

$$\begin{aligned} BP &= b_0 + b_1 INF + b_2 INC \\ &= 0.002 + 0.8(4\%) + 1(2\%) \\ &= 5.4\% \end{aligned}$$

可见，在现有的通货膨胀率和收入增长率条件下，英镑在下季度将升值 5.4%。

这是一个简化了的例子，主要是为了说明如何利用基本因素分析法进行汇率的预测。一个条件充分的汇率预测模型应该包含更多的因素。然而，其应用方法是非常相似的。例如，一个包含 20 个因素的回归模型可以写成：

$$Bp = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_{20}x_{20} +$$

其中,  $b_0$  为常量,  $b_1$  到  $b_{20}$  为回归系数,  $x_1$  到  $x_{20}$  代表 20 个因素,  $\epsilon$  为误差。

基本因素分析法也存在着局限性。

首先, 有些因素对市值发生产生作用的确切时间是未知的。当然, 有些因素的作用时间可以进行估计, 如通货膨胀对汇率产生影响至少要到三个季度以后才会发生, 因此, 回归模型可以相应地进行调整。

其次, 有些因素对汇率的影响是同步的, 对这些因素要事先进行预测。因此, 汇率预测的准确性就取决于对这些因素预测的准确性。

再次, 基本因素分析模型涉及的因素非常多。尽管回归模型可以包含尽可能多的影响汇率的自变量, 但总是有些因素无法量化和估计。例如, 由于意外出现的工人罢工导致产量下降, 从而导致外国消费者对本国产品需求减少, 对本国货币的需求随之减少, 本市就可能受到贬值的压力。这种因素一般无法包含在回归模型中。

最后, 通过回归分析得出的回归系数并非一直保持不变。随着时间的推移, 以及其它因素的变化, 这些系数也会发生变化。

基本因素分析法预测汇率的局限性说明, 即使是最先进的预测方法也不会永远取得准确的预测结果。利用这些方法进行汇率预测的企业应该允许一定的误差, 并且在制定公司政策时考虑到误差发生的可能性。

## 2. 资产市场分析法

资产市场分析法认为, 一种货币用于投资的相对吸引力是驱使汇率变动的主要动力。

外国人是否愿意将其债权以货币形式保存取决于相对的实际利率以及一国经济增长的前景。例如, 在 1981 ~ 1985 年间, 尽管美国经常帐户逆差增长, 美元仍然升值。这主要是由于美国相对较高的实际利率, 以及因美国经济发展较好的前景驱动外国资本大量流入投资于美国的股票市场和不动产市场。

汇率实际上是在有效的金融市场上交易的资产价格。的确, 汇率是两种货币的相对价格, 因此, 它是由持有每一种货币的愿望决定的。正如其它的资产价格一样, 汇率是由对未来, 而不是现在的贸易流动决定的。

从长期来看, 汇率是由购买力平价决定的, 而从短期来看, 汇率可以说完全是由利率和预期决定的。

## 二、技术因素分析法

技术因素分析法分析决定过去趋势并有可能延续到未来的价格和交易量。其主要出发点是未来的汇率是基于目前的汇率基础之上的。技术因素分析法主要使用时间序列分析法, 即利用过去的汇率资料预测未来的汇率。有时, 技术因素分析法也采用定性分析, 例如, 某种货币连续四天升值, 一般情况下, 就可以判断出明天该货币的变动方向。在技术因素分析法中, 通常采用统计分析进行预测。例如, 可以开发出电脑程序来确定某种货币的变动趋势。

时间序列分析模型也可以为预测人员确定一些预测的一般规则, 如“某种货币在滑动平均数连续三个时期上升之后会出现贬值”。通常情况下, 采用这些模型的汇率预测机构不会公开其特定的预测规则。如果公开了, 其潜在客户就会自己运用这些规则进行预测, 而不会付费请这些机构代为预测。

如果某种货币市值在一定时期内的变动是随机的, 那么, 用技术因素分析法进行汇率预测就不合适了。技术预测模型在不同时期为外汇市场上的投

机者赢得了大量的投机利润。然而，在一个时期预测效果较好的模型并不一定在另一个时期也获得同样的效果。在当今技术分析模型充斥外汇市场的时候，有些模型可以在特定时期为投机者带来投机利润，但没有任何一个模型是一直正确的。

一个较好的技术预测模型能够带来投机利润。但如果外汇市场上的交易者都采用它的活，这个模型就不再有效了。

从企业的角度来看，由于技术性预测主要着眼于不久的未来，对制定公司决策帮助很小，因此，它的作用是相对有限的。

基本因素分析法和因素分析法在对汇率进行预测时的运用概括如表8—1。

表 8—1 基本因素分析法和因素分析法

预测方法	预测方法的定性分析	预测方法的定量分析
技术因素 分析法	对汇率的历史序列进行分析以便确定是否存在某些规律，并在此规律基础上进行预测。	利用电脑程序确定汇率变动规律，或者计算滑动平均数等。
基本因素 分析法	对经济因素进行一般性的比较以确定未来汇率的变动方向	采用统计模型，如回归分析以便确定有关因素是如何影响汇率的并用根据这些因素的当前值进行汇率预测。

### 三、对汇率预测结果的评估

企业不仅要开发自己的汇率预测方法，还要对预测的结果不断地进行跟踪、评估。通过这种跟踪和评估，企业可以发现其预测方法的准确性如何，以及是否需要对其预测方法进行修正。

评估汇率预测结果是否满意的方法很多。我们可以通过计算绝对预测误差占市场价值的百分比来进行衡量。这一百分比越小，汇率预测的误差越小，准确度越高。

$$\text{绝对预测误差占市场价值的百分比} = \frac{\text{预测价值} - \text{市场价值}}{\text{市场价值}}$$

企业对预测结果进行评估时，一定要注意，产生误差是正常的。为了减少误差，企业可以对不同预测方法的预测误差进行比较，进而选择采用误差较小的方法。

## 第三节 汇率预测的类型

根据预测汇率的目的，汇率的预测可以分为长期预测和短期预测两种。

### 一、长期预测

长期预测的目的是为企业的长期海外投资提供决策依据。由于预测的期限较长，因此，预测的准确性就较差。

长期汇率预测可以通过多种方法进行。这些方法包括电脑化的时间序列分析法，如 ARIMA 模型(Autoregressive In-tegrated Moving-Average)，或其它使用基本分析法的计量经济分析方法，如多重回归。

## 二、短期预测

短期预测的目的主要是为应收、应付帐款进行套期保值提供决策依据。对预测的准确性要求较高。

对汇率进行短期预测的方法选择主要有两种：

第一，利用时间序列技巧以确定汇率变动的趋势；

第二，利用远期汇率进行预测。

这些方法当然还要取决于具体的汇率制度。

### 1. 浮动汇率制

在浮动汇率制度下，汇率的短期变化往往是没有趋势可循的。市场的短期波动往往会偏离汇率的实际趋势。在浮动汇率制度下，大多数时间序列技巧是用来确定汇率的实际趋势的，它们强调目前的汇率是未来汇率的预测器。

#### (1) 30 天以内的汇率预测。

由于汇率日常的变化几乎是无法预测的，通常称汇率的走向为“随机行走”。如果货币升值的可能性等于贬值的可能性，那么，预测者就会得出一种中性或随机的结论。最好的办法就是将未来的汇率估计成和今天的汇率一样。研究表明，30 天以内的浮动汇率货币用“随机行走”方法进行假设通常最准确。这一方法的好处就是零成本和简单方便。

#### (2) 一至三个月的汇率预测。

一至三个月期间汇率的预测手段主要是远期汇率。必须注意，远期汇率预测实际上是基本因素分析法，因为，远期汇率是从国际间利率差异推算出来的，而不是通过时间序列法得出的。

#### (3) 三个月到一年的汇率预测。

三个月至一年的汇率预测是利用技术因素分析法和基本因素分析法综合进行的。

### 2. 固定汇率制

在浮动汇率制度下，人们假定汇率会波动，而在固定汇率制度下，分析人员首先应该假定固定汇率制度会保持“固定”。固定汇率制度之所以能成功，首先因为政府成功地维持了已经建立的平价汇率。如果政府成功了，就很少会存在货币上的限制，也就不会存在国内货币的黑市或者在政府管辖范围之外的平行外汇市场。因此，预测人员要寻找的是被迫变动的迹象，而不是假定它一定发生。

固定汇率制度并不意味着预测人员就可以粗心大意了。政府维持固定汇率的因素往往也会要求其进行偶尔的调整，贸易收支往往会给政府维持固定汇率造成麻烦。和浮动汇率制度不同，固定汇率制度在出现不平衡时缺乏自动货币调节机制。因此，在政府被迫进行市值调整之前，问题往往已经变得很严重了。导致贬值的危险信号包括大量的持续的贸易逆差，以及国内通货膨胀大大高于其贸易伙伴的通货膨胀。导致升值的危险信号包括持续的贸易顺差以及较低的通货膨胀率和健康的经济增长率。

政府增加对外汇市场的干预，包括对待有外币施加限制，常常是贬值的先兆。尽管这些因素显而易见，但是预测其进行调整的时间和程度非常困难。不同类型的汇率预测可以用表 8—2 进行概括。

表 8 — 2 汇率预测小结

预测期限	汇率制度	建议的预测方法
短期预测	固定汇率制	1.假定固定汇率保持不变 2.是否有强调固定汇率的迹象 3.黑市汇率 官方外汇储备的变化 5.政局

(续表)

预测期限	汇率制度	建议的预测方法
短期预测	浮动汇率制	1.用技术因素分析法分析趋势 2.利用远期汇率进行预测 (1)30 天以内假定呈随机波动状态 (2)30 — 90 天，利用远期汇率预测 (3)90 — 360 天，利用趋势分析和基本因素分析法相结合 3.对通货膨胀的基本分析 4.政府关于汇率的公告或协定 5.与其它国家的合作协定
长期预测	固定汇率制	1.基本因素分析法 2.国际收支管理 3.控制国内通货膨胀的能力 4.获取硬通货以干预外汇市场的能力
	浮动汇率制	1.分析通货膨胀 2.经济增长率 3.长期技术因素分析

## 第九章 经营风险管理对策

从 1981 年开始的美元市值的急剧上升使美国制造商出口其产品的能力大大下降。同时，还使外国公司在美国的销售额上升。美国在继续注重坚挺的美元对其短期资产负债表的影响的同时，大多数企业开始着手进行长期的经营调整以应付经济环境的变化。这些企业在 1985 年美元开始的贬值之后，都能够应付自如。

根据这一经验，本章主要讨论制定企业外汇风险管理战略的基本考虑，以及应付汇率变化所带来的经营风险的营销、生产和财务管理等战略与对策。其观点十分明确：由于货币风险影响企业经营的方方面面，外汇风险管理不应该只由财务经理们来考虑，业务经理们也应该在营销和生产方面采取措施，以保证企业长期的经营效益。他们应该制定出带有预见性的、超前的，而不是被动应付的战略措施。

### 第一节 经营风险管理概述

货币升值或贬值对企业的价值会产生影响，它必然导致企业的投入或产出的相对价格发生变化。货币变化产生的相对价格的变化对企业的影响取决于企业参与国际业务的决心、竞争环境以及经营上的灵活性。

汇率变化带来相对价格的变化，从而导致企业竞争环境的变化。企业可能会希望调整其生产过程或其营销组合要素以适应新的相对价格体系。

通过进行必要的营销和生产方案的修订，企业可以应付货币贬值或升值带来的弊端，也可以利用货币升值或贬值提供的机会。

下面是企业可以用来应付汇率变动的营销和生产策略。

营销策略	生产策略	财务策略
市场选择	生产要素组合	资产债务匹配
产品战略	转移生产	业务分散化
定价战略	工厂区位	融资分散化
促销战略	提高生产力	营运资金管理

要对实际汇率变化作出正确反应，必须了解那个实际汇率能够持续的时间长度。例如，在国内货币升值后，出口商必须决定是否应该提高其外币价格、提高多少。如果汇率的变化是暂时的，而且夺回市场份额的代价太高，这个出口商可能会保持其外币价格不变。尽管这一决定意味着暂时的单位利润率降低，但是，现在提价，到汇率下降时再降价更不可取。然而，实际汇率的长期变化就可能使企业提高其外币价格，损失一部分出口销售。假定汇率的变化是“永远的”，企业可能会考虑在海外建立生产设施。或者，如果夺回市场份额的代价过高，企业可以保持外币价格不变，同时考虑将生产转移到国外以保证其长期的利润。

### 第二节 经营风险的营销管理

在本市频繁波动的情况下，制定企业的营销战略可以获得很多竞争优

势。国际营销经理的主要任务之一应该是确定货币汇率变动可能带来的效应，并据此调整定价策略和产品策略。

### 一、市场选择

出口商的主要战略考虑之一是产品的销售市场，即市场的选择，以及投向每个市场的营销力量的大小。例如，由于美元趋硬，有些美国出口企业从一些国外市场上撤出，因为当地市场上其它国家出口商较强的竞争力使美国出口商无利可图。从外国企业的角度来看，美元趋硬对它们正是一个从美国竞争对手中夺取市场份额的绝好机会。

一般来说，如果本市对外贬值，而且，这种贬值的趋势具有长期性，企业在确定其产品的销售市场时，应该加大力度拓展货币升值国市场，因为本市对外贬值使本国产品在外国的竞争地位增强。选择这类市场有利于扩大企业产品的销售。与此同时，由于本市对外贬值，外国企业在本国市场上的竞争地位下降，所以，国内企业还可以同时开拓本国市场。因此，在本

币对外贬值时，国内企业不仅在国外市场上占有优势，在国内市场上也拥有优势。

世界上许多国家和地区在经济腾飞初期，都实行了本市对外贬值，例如，韩国圆的贬值就是一例。

相反，如果本国货币对外升值，而且这种升值趋势具有长期性，企业在选择市场时，就可以考虑在国内市场上多下功夫。

### 二、定价策略

在货币汇率波动频繁的情况下，制订价格策略时必然面临两种选择：强调市场份额/利润率以及价格调整频率。

#### 1. 市场份额和利润率

在本币升值的情况下，本国出口企业以及与外国进口商品竞争激烈的国内企业面临着这样的选择：是保持本市价格不变以维持其原有利润率，从而损失销售量、缩小市场份额，还是降低本市价格以保住市场份额，从而降低其原有利润率？

在作出选择以前，出口企业必须遵循经济学的基本原理确定产品的价格以使本市利润最大化（即边际收益等于边际成本）。然而，在做这个决策时，利润应该用远期汇率进行折算，以反映收款时实际预期的本市价值。

实际上，本币的升值幅度正好等于外币的贬值幅度。一个出口企业应该考虑提高其产品的外币价格。问题是出口市场当地的生产商因其货币贬值而在成本上拥有相对优势，这就使出口商提高外币价格、维持其利润率的能力受到了限制。

因此，出口商以外币表示的产品价格的提高幅度至多等于外币的贬值幅度，例如，假定美国的史密斯公司在汇率为 1 英镑 = 1.5 美元时向英国以 5 英镑/盒的价格出口巧克力。这样，史密斯公司每盒巧克力的美元收入为 7.5 美元。如果英镑贬至 1 英镑 = 1.2 美元，史密斯公司每盒巧克力的美元收入将降至 6 美元，除非它将其英镑售价提高到 6.25 英镑（ $6.25 \times 1.2 = 7.5$ ）。在最坏的情况下，即在极端竞争的条件下，出口商将被迫承担相当于外币贬值幅度的本市收入损失。例如，史密斯公司如果不能提高其出口英国巧克力的英镑价格，那么，英镑贬值后，其每盒巧克力的美元价格实际上下降了 20%，等于英镑贬值的百分比  $[(1.5 - 1.2) / 1.5]$ 。

一般来说，在本币升值时，出口商品的外币价格可以提高一些，但提高

的幅度低于外币贬值的幅度。同时，出口商通过降低其出口利润率的方式承担其余部分。

在本币贬值的情况下，出口商在世界市场上将拥有价格优势。在这种情况下，出口商可以采取撇脂定价法，提高出口商品的本币价格，而保持外币价格不变，从而提高单位利润率；或者通过渗透定价法，降低出口商品的外币价格，而同时保持本币价格不变以扩大市场占有率。具体采取哪种策略还取决于许多其它因素，如汇率的变动是否具有长期性、规模经济、扩大产出的成本结构如何、消费者对价格的敏感度，以及在单位利润率较高的情况下，竞争加剧的可能性。

需求的价格弹性越大，降低价格扩大销售的积极性就越大。同样，如果存在规模经济效益，一般可以降低价格，扩大需求，从而降低单位生产成本。

从历史上看，美国跨国公司的出口产品大多属于后一类，即需求的价格弹性较低。这是因为它们大多是技术性较强或者差异性较大的产品，而且通常没有替代品。因此，美国企业在 70 年代美元贬值期间，普遍的做法是趋向于不降低价格。

同样，80 年代初美元升值后，欧洲和日本的汽车制造商在向美国出口时能够保持他们的美元价格居高不下。欧洲汽车定位于豪华汽车市场，对价格波动毫不敏感。进口配额又使日本汽车制造商们避开了它们高度竞争的国内市场，加之美元币值强劲，使日本的主要汽车制造商 1984 年全球利润的 80% 来自美国。

到 80 年代后期，美国在新技术方面已经不再独占鳌头，其技术优势有所削弱。美国企业面临着来自其它工业国家企业的竞争。美国企业对外汇风险日趋敏感了。

通常，出售日用品，如酒类的企业，比出售差异性产品，如豪华汽车的企业面临的外汇风险更大一些。例如，1987 年，美元贬值后，法闰葡萄酒制造商拒绝降低其法郎价格，法国葡萄酒向美国的出口下降了近 27%。

在外币贬值后，决定是否提高价格时，企业应当考虑的不仅仅是现在将失去的销售额，同时也要考虑将来可能失去的销售额。因为企业一旦在国外市场争取了一定的份额，就会尽力维持这个份额。例如，一家生产工程机械的日本企业利用其价格处于优势的时期在美国建立强大的分销和服务网络，以往没有买过外国设备的美国企业也逐渐成了它的忠实客户，该日本企业在美国市场上逐渐地占据了一定的份额。当美元贬值时，该日本企业因国内成本上升，产品价格上涨，会在美国设厂，以原有价格供应其分销系统，以稳住老客户。

## 2. 价格调整频率

在国际竞争中，企业在外汇汇率发生变化时，调整价格的能力和愿望各不相同。有些企业在外汇汇率变化以后，频繁调整价格。然而，有些企业认为，稳定的价格是保持稳定客户的基础。经常变动价格对出口企业的海外经销商也会产生消极影响，因为经销商也必须不断地调整其利润率以适应新的价格。很多企业向国内客户和国外客户报出两套不同的价格，以保证其国外客户不必经常受价格变动的影响。

本币贬值后，企业在制订产品的国内价格时，可以考虑将价格提高到同类进口商品的价格水平，或者保持价格不变，以便扩大市场占有率。这一战略还取决于规模经济效益和消费者对价格的敏感度。

例如，1978年初，美国通用汽车公司和福特汽车公司利用外国进口汽车价格上涨的机会，提高了两种小型车在美国国内市场的售价。这些小型车的价格原来一直偏低，后来为了击败德国和日本的竞争对手，以占领市场，又再次降低价格。然而，美元相对于马克和日元贬值使德国和日本的汽车制造商们不得不提高它们汽车的美元售价。美国汽车制造商的提价幅度低于进口汽车的涨价幅度，既提高了利润率，又保证了其汽车的竞争地位。

### 三、促销战略

企业在制定促销战略时，同样应该考虑汇率的预期变动。促销计划的一个关键问题是用于广告、人员推销等的促销预算规模。促销决策应该将汇率变化融合进去，特别是当在不同国家之间分配促销预算时更应如此。80年代初美元的升值就体现了这些促销的考虑，欧洲国家纷纷展开促销攻势，以低成本吸引美国洛矶山脉滑雪场的滑雪者们赴阿尔卑斯山滑雪。

在本币贬值后，出口企业会发现，促销开支的单位利润由于其价格上的优势而增加了。相反，本币升值可能降低促销开支的利润率，从而，可能要求企业对其产品政策进行根本性的改变。

### 四、产品战略

企业常常通过改变其产品战略，如推出新产品、产品线决策以及产品创新等，对外汇经营风险作出反应。应付汇率波动的方法之一是改变新产品推出的时机。例如，由于价格竞争优势，本币贬值后的阶段可能是争取国外市场份额的理想时机。

汇率波动也会影响产品线决策。本币贬值后，企业可以扩大其产品线以覆盖国内外更广泛的消费者。相反，本币升值后，企业必须对其产品线进行重新定位，将产品瞄准高收入、质量敏感度高而价格敏感度低的阶层。例如，德国大众汽车公司当初是通过低价格、低维修费用汽车而建立其出口地位的。然而，70年代初马克的升值，结束了大众公司靠价格进行竞争的历史。仅1974年一年，该公司因降低马克价格以维持市场份额就损失3.1亿美元。为了进行长期竞争，大众公司改变其产品线，通过扩大产品线，以质量和式样为优势，向中等收入阶层推出较为昂贵的汽车。

出口工业品的企业在本币升值的情况下，可以通过扩大研究和开发费用，采用产品创新战略，以产品的新颖、奇特和先进赢得市场。

## 第三节 外汇风险的生产管理

上一节我们所讨论的都是如何改变外币收益的本币价值。然而，有时外汇汇率波动太剧烈，以至于采用定价和其它营销战略都无济于事。在1995年日元对美元大幅度升值的形势下，日本企业就面临着这个问题。此时，企业应该从降低生产成本方面着手，对外汇经营风险进行有效的管理。

### 一、生产要素的组合

在本币升值的情况下，国内生产要素的成本上升。为了降低生产成本，维持或加强产品的竞争地位，企业应当设法利用国外相对较便宜的生产要素进行生产。利用国外生产要素的方法很多，其中最为常用的方法是在海外建立生产设施，利用当地劳动力、原材料和能源进行生产。另一个更为灵活的方法是从国外采购零部件在国内组装。80年代初美元升值后，大多数美国公司增加了它们在全球范围内的零部件采购。例如，卡特皮勒公司在美

元升值和面临日本企业竞争的情况下，零部件的来源从国内生产转向国外采购。该公司在美国国内生产中使用的活塞的 50% 来自国外，其中主要来自巴西。

日本的汽车制造商也通过从国外采购以免受日元升值的影响。他们的生产要素投入来自那些生产成本不受外汇风险影响的供应商。有些要素投入来自韩国和台湾，因为它们的货币与美元联系密切。因而，即使这些中间产品不是以美元计价的，其日元价格相对于美元来说也会下降，从而减轻了美元贬值对日本销美汽车成本的影响。

在其货币与出口国货币相联系的国家寻求生产要素也会对国内同类中间产品的供应商产生竞争压力。为了应付这一环境，国内供应商必须同它们自己的投入供应商达成灵活的安排。

## 二、转移生产

在世界不同国家和地区拥有工厂的跨国企业，可以根据本国生产成本的变化，将生产任务分配给不同的工厂完成。尽量增加在货币贬值国生产，而减少在货币升值国生产。因此，和人们通常的看法不同，跨国企业比一般单纯的出口商面临的外汇风险要小，因为跨国企业可以根据相对生产成本的变化在全球范围内调整其生产任务的分配。

当然，从理论上所说的转移生产在实际中受到很多限制。这些限制取决于很多因素，包括当地工会组织的力量。

转移生产战略实际上假定了企业已经在世界上建立一系列生产设施。

## 三、工厂选址

当一个在国外没有生产厂的企业向货币贬值国家出口时，可能会发现，仅仅从国外购买零部件是无法维持其单位利润率的。尽管它以前不愿意，这家企业也必须考虑在国外设立新厂。许多日本企业在日元升值的冲击下，发现在美国建设新厂和在日本扩建原有工厂同样有利可图。

在很多情况下，还可以考虑在出口市场所在国以外的第三国设厂。这主要取决于生产的劳动密集程度和对未来货币变动的预测。很多日本企业为了应付日元的升值，将生产移到了海外，如美国、韩国、新加坡、台湾省等。

韩国、台湾在 70—80 年代期间，持续保持较高的经济增长率，引进了大量的世界一流设备，不断提高生产技术。当日元升值时，又因韩国圆和新台币实行与美元挂钩的货币制度，从而大大加强了它们的竞争地位。日元不仅对美元升值，对韩国圆和新台币的汇率也同时升值。因此，日本和这些国家和地区的成本差距愈来愈大。于是，日本企业积极将生产地点转移到韩国、台湾和香港等地。许多敏感的企业早在 1986 年春陆续开始派遣技术人员到这些国家和地区。日本企业增加从这些国家和地区采购零部件。日本企业相继进军新兴工业化国家。

其中，在新兴工业化国家已设立工厂的日本企业，虽然在日本先生产半成品，然后再转移到新兴工业化国家装配，但因为日元升值，成本提高，采取这种方式在新兴工业化国家装配后，除了再返销日本不受成本影响外，如果将这些制成品出口到欧美国家，企业利润反而减少。因为来自日本的半成品价格因日元升值而明显上升，于是成本提高，导致利润缩减。有些企业因此改在当地生产半成品，这样也可以缩小工资差距。

日本的音响业、照相机行业等以廉价竞争为关键因素的商品，为了降低成本，在日元升值以前，就将生产地点转移到了新兴工业化国家。

过去在消费者的心目中，日本产品的质量之所以优良是因为零部件的质量优良。随着环境的改变，这种观念已渐渐消失。例如，松下家电公司积极在国外建立生产零部件的网络。

在制定海外设厂的决策之前，企业应当对有关国家维持其成本优势的时间长度作出估计。如果货币贬值是由于通货膨胀因素造成的，而且通货膨胀将持续下去，那么，这个国家的成本优势会很快消失。例如，墨西哥在 1969 年 1 月至 1976 年 5 月间，批发物价指数相对于美国的物价上涨了 18%，从而导致 1976 年 9 月墨西哥比索贬值 20%。在一个月之内，墨西哥政府批准增加工资 35%—40%，导致物价上涨。结果，贬值的效益被抵消了。

然而，并不是说在本币升值时，将生产转移到国外就是最好的办法。例如，日本的丰田汽车公司，其零部件主要安排在离国内供应商和组装厂较近的国内工厂生产。同时，以高效率 and 大批量来降低成本。在国内工厂生产有利于加强设计部门和生产部门的协调，并避免许多质量管理方面的问题。对这类需要紧密协调并靠近供应商的企业，其重点应该放在提高生产率上，而不是在国外生产。

#### 四、提高劳动生产率

许多企业在本币升值时，努力通过实行高度自动化、严格的质量管理、关闭低效率的工厂等提高生产率，从而争取或维持市场占有率。日本东芝公司在降低成本方面成绩显著。该公司将技术含量较低的产品转移到发展中国家和地区，而把国内生产集中于高附加值产品。在一家远离东京的录相机生产厂，该公司通过将生产线工人减少一半、降低库存和简化业务程序等措施，达到降低成本、提高生产率的目的。

### 第四节 外汇经营风险的财务管理

营销管理战略和生产管理战略有一个共同特征，即要有效地实施这些战略需要花费时间。而财务管理战略则是对企业的债务结构进行重新调整，以便在进行战略经营调整时，资产收益的下降会被相应的清偿债务的成本下降所抵消。

#### 一、资产债务匹配

在资产债务匹配管理方式下，企业将融资的来源与未来将要获得的收益进行搭配，以消除因汇率波动可能造成的损失。例如，如果一个企业拥有以某种货币表示的大量出口业务，那么，该企业就应该将其部分债务以出口收入的货币表示。到底持有多少该种货币债务取决于货币汇率变动可能造成的损失规模。对此，无法提出一个一般性的建议，因为货币汇率变动对不同企业来说，影响是不同的。

以德国大众汽车公司为例。该公司为了对其外汇经营风险进行管理，其美元债务应该等于其得自美国销售的美元现金流量的净额。这一战略在德国马克升值时，就会使其消极影响得到缓冲。

在实际操作上，这一战略存在很多困难，因为特定货币的现金流量效应很难预测。而且，只有当预期的汇率变动的效应足够大时，才值得采取措施。

#### 二、业务分散化

企业通过在国际范围内实行业务分散化，可以使决策人员在外汇经营风险产生以前及时作出准确判断，并积极作出反应。决策人员可以通过对企业

位于世界不同国家和地区的工厂的相对成本的变化、利润率的变化和销售额的变化等，判断风险的产生，及时注意世界范围内竞争条件的变化，并据此对企业经营战略进行必要的修订，还可以在原材料、零部件或制成品的来源方面作一些微调。

即使企业决策人员在汇率发生变化时，不对业务进行直接干预，企业也同样可以因生产、原材料来源的国际化，降低现金流量的变化程度。因为在汇率出现非均衡状态时，会增强企业在某些市场的竞争能力，同时削弱其在另外一些市场的竞争能力，从而使企业的经营风险被相互抵消。

与实行跨国经营的企业相比，一个单纯的国内企业，即使它没有外币现金流量，也可能面临全面的外汇经营风险。例如，它可能面临更激烈的来自货币贬值国的进口商品竞争。80年代末，韩国计算机厂商利用韩国圆贬值之机，大肆进攻美国市场，沉重打击了美国国内的计算机厂商。

### 三、融资分散化

如果企业对其融资来源实行分散化，它就可以利用市场暂时偏离国际费歇尔效应的时机获利。如果利率差额不等于预期的汇率变动，企业就有可能降低其融资成本。

企业还可以通过将其借入资金和将来预期收入的货币相搭配的方法来降低风险。很多企业利用这一方法，抵消它们的外汇经营风险、交易风险和会计风险。

### 四、营运资本管理

跨国营运资本的管理和国内营运资本的管理没有本质的区别，两者都是为了选择流动资产——现金、证券、应收帐款以及库存——的最佳组合，从而使企业的价值最大化。所不同的是，跨国营运资本管理还涉及货币汇率波动的影响、潜在的外汇管制、多重税收体系等对营运资本管理决策的影响。

在国内企业中，资金在大企业内部的流动一般来说是不受限制的，而且，这些资金大多以本市形式出现。

若一个企业跨国经营，政治、税收砂卜汇和流动性方面的考虑对企业在世界各地自由移动资金将产生种种限制，这些限制形成在国际间转移资金的大环境。

这里，我们只从外汇风险的角度对营运资本管理进行介绍。当一个企业国外子公司的经营利润受到汇率变动影响时，可以通过营运资本管理的一些手段消除这些影响。

转移价格是比较常用的营运资本管理手段。它是一个企业内部各部门、特别是跨国公司各分支机构之间以及关联企业之间转移商品和劳务时使用的价格。对于跨国企业来说，确定在母公司和有关子公司之间转移商品、劳务和技术的价格是一个很敏感的问题，即使是国内企业在其子公司之间也很难确定最佳的转移价格。

转移价格可以用于原材料、零配件、半成品、制成品、机械设备、租赁等有形资产，也可以用于专利、专有技术、商业秘密等物形资产。

#### 1. 利用转移价格转移资金的基本规则

第一，母公司为了从特定国家转移资金，可以将售给它驻该国的子公司的商品价格定高一些；即较高的价格会使资金聚集在销售国；

第二，母公司为了将资金转移到特定国家，可以将售给它驻该国的子公司的商品的价格定低一些。母公司可以通过这一做法向子公司提供融资；

第三，转移价格可以用于母公司和子公司之间，也可以用于子公司之间，甚至互不相关的两家企业之间。

## 2. 汇率因素对资金转移的影响

第一，当子公司所在国货币发生贬值时，在其它条件不变的情况下，应当设法及早将子公司以当地货币表示的利润汇回母国；

第二，当子公司所在国货币发生升值时，在其它条件不变的情况下，可以将母公司或其它子公司的利润汇往该子公司。

在表 9—1 中，美国一家跨国公司总部向其英国的子公司出售商品。表中列出两种销售价格：一种是在母公司和子公司之间采用的较低的价格，另一种是采用的较高的价格。假定英镑和美元的现行汇率为 1 英镑 = 1.5 美元。在其它条件不变的情况下，当英镑对美元的汇率发生变化时，这两种不同的价格对该跨国公司的总体利润会产生截然不同的影响。

我们发现，在英镑发生贬值时，采用较高的转移价格，即 1700 万美元，把利润从英国子公司转移到美国母公司头上，减少了因英镑贬值给子公司造成经营损失。在英镑升值时，采用较低的价格，即 1400 万美元，把母公司的部分利润转移到子公司头上，以享受英镑升值带来的额外利润。

这正是前面我们介绍过的转移定价的基本规则和货币价值变动时的资金转移规则。 EMBED Word.Document.6 \s

## 第十章 交易风险管理对策

对外汇交易风险进行管理是外汇风险管理的最常用、最普遍的领域，因为交易风险是企业日常业务中经常面临的外汇风险。企业几乎每天都可能碰到这类风险。对这类风险进行管理的方法也很多，本章介绍一些常用的套期保值措施。

外汇交易风险的管理措施与技巧可以分为内部技巧和外部技巧两种。

### 第一节 交易风险的内部管理技巧

交易风险管理的内部技巧是指企业内部用于管理和降低外汇风险的方法。内部管理技巧的形式很多，取决于外汇风险的影响范围以及公司业务的复杂程度。大多数企业采取资产负债表调整的形式，包括将货币资产或债务转换成对自己有利的货币。其它方法如定价策略等属于防御性策略。这里，企业确定哪种货币对其经营有利，有效地避免潜在的外汇风险。

各个企业在运用这些措施时做法不一。规模较小的企业，或者单纯的进出口企业，可以利用的内部技巧很有限，而大公司可供选择的技巧余地就很大。

#### 一、资产债务调整法

以外币表示的资产及债务容易受到汇率波动的影响。币值的变化可能会造成利润下降或者折算成本币后债务增加。资产和债务管理是将这些帐户进行重新安排或者转换成最有

可能维持自身价值甚至增值的货币。这一方法的核心是：尽量持有硬币资产或软币债务。硬币的价值相对于本币或另一种基础货币而言趋于不变或上升，软币则恰恰相反，它们的价值趋于下降。

作为正常业务的一部分，实施资产债务调整策略有利于企业对交易风险进行自然防范。某些技巧的使用，如当地货币借贷、提前滞后收付法可能在某些国家是禁止使用的。在任何情况下，企业使用这些策略，都避免了使用更为专业的保值方法，如远期或期货的需要。

##### 1. 借贷法

当企业拥有以外币表示的应收帐款时，可借入一笔与应收帐款等额的外币资金，以达到防范交易风险的目的。例如，一家美国企业拥有一笔 100 万英镑的三个月期应收帐款。那么，这家美国企业三个月后将收到的 100 万英镑应收款后能够兑换的美元金额在目前是不确定的，这对该企业来说，就存在着交易风险。该企业可以借入同样期限（三个月）的 100 万英镑资金。那么，到期时，如果英镑贬值，该企业的应收款 100 万英镑能够兑换的美元价值就会下降，企业会因此产生损失；而企业借入的 100 万英镑在偿还时，因英镑贬值，还款的美元成本就会下降，企业因此获得收益。两笔交易的损益相互抵消，外汇汇率变动对该企业没有造成任何损益。

##### 2. 提前滞后法

提前滞后收付法是指根据汇率预测及相关利率情况，有意加快或拖延应收款的收进或应付款的付出。通常的规则是：企业应该加快软币应收帐款的收进、推迟软币应付帐的付出；相反，企业应该提前硬币应付帐款的付出，推迟硬币应收帐款的收进。

推迟结汇或提前结汇。在两种货币的比价即将作重大变更之前，采取此法能大大减少汇率波动风险，提高企业经济效益。

例如，一家美国企业拥有一笔马克应付款，而近期马克可望升值。如果马上偿还这笔债务，该公司就免除了因马克升值可能带来的意外成本（以美元计算）。在提前付款时，往往需要借入当地货币再兑换成外币进行支付，应当保证借款成本不超过预计的风险金额。

提前滞后法与公司内部交易同时使用时更为有效。双方的合作使公司能够充分发挥这一技巧的优势。提前滞后法运用于公司内部交易时，完全取决于哪一方能够更好地使用资金。

例如，一家德国子公司有一笔向其美国母公司的公司内部应付款。分公司可以选择推迟付款并在当地投资，或者在当地借款提前向母公司支付，以便母公司可以将资金投在美国国内。那么，分公司的决定是如何作出的呢？下面我们来对其加以分析。

在作出上述决定以前，有关国家的现行汇率、利率以及对汇率的预期均起着重要作用。

首先，用现行汇率和利率来求得均衡汇率（BEn）。所谓均衡汇率是使子公司提前或推迟支付无差别的未来汇率。然后，用均衡汇率和公司预测的汇率进行比较。在这两个汇率的基础上，就可以做出提前或推迟付款的决策了。汇率的均衡概念产生于利率平价理论（IRP）。利率平价理论指出，两国货币利率的差额会在它们的汇率中反映出来。

下面的公式就是用来求均衡点的：

稍加变动，即得出：

其中，a 和 b 指有关各方的国家；

i 指利率；

n 指以年表示的期间；

ERO 指现行汇率（即 0 期的汇率）。

假定德国子公司有一笔期限为三个月（ $n=0.25$ ）的 10 万美元应付款准备支付给其美国母公司。现行汇率是 1 马克 = 0.4 美元。美国期限为三个月的利率为 12%，德国利率为 9%。预测三个月后的汇率为 1 马克 = 0.41 美元。该公司需要对德国子公司是提前还是推迟付款作出决定。（德国为 a 国，美国为 b 国）

第一步是求出均衡汇率。

美元。

简单来说，如果汇率预期低于均衡点的话，分公司应该提前支付，以便将资金投在美国。相反，如果企业预期汇率会超过 0.4027 美元的水平，分公司应该推迟支付并将资金投在德国。由于预期的汇率为 0.41 美元，德国子公司应该推迟支付。

下述三种情况说明了解决均衡点和各种汇率之间的关系：

第一，根据即期汇率提前支付。

假定德国分公司立即提前支付（即当汇率为 0.4 美元时），母公司在美国进行投资，享受美国的利率。三个月后，这笔交易的美元净值为：

$$100000 \text{ 美元} \times (1 + 0.12) \times 0.25 = 102873 \text{ 美元}$$

第二，在汇率跌至均衡点以下时推迟支付。

假定子公司没有提前支付，而是推迟支付并在德国当地投资。当汇率变

为 0.39 美元时，再将应付款兑换成美元。母公司收到的总额为：

$$DM250000 \times (1.09) \times 0.25 \times (0.39) = 99620 \text{ 美元}$$

第三，等到汇率升至均衡点以上时推迟支付。

如果在期末汇率为 0.41 美元，母公司得到的金额为：

$$DM250000 \times (1.09) \times 0.25 \times (0.41) = 104000 \text{ 美元。}$$

表 10—1 列出了子公司推迟支付的另外一些例子。注意，随着马克对美元贬值，应付款的美元价值上升了。

表 10—1 不同的汇率对推迟支付的效应

汇率		美元价值
美元/马克	马克/美元	
0.38	2.63	97.068
0.39	2.56	99.620
0.40	2.50	102.178
0.4027*	2.48	102.178
0.41	2.44	104.732
0.42	2.68	107.287

\*为均衡汇率

可见，这种技术是加速软币应收款的收进，拖延支付软币应付款。从事进出口业务的公司，则要对软外币的出口收入加快托收，推迟支付以软外币进口的货款。处于软币国的跨国公司更愿意从当地借款，提前支付债务，防止软币贬值损失。尤其是当它不能够通过内部资金提前支付应付款，或者不能够推迟托收硬币应收款时，可以采用这个办法。通过各种途径，扩大软币的借方余额，或增加硬币的贷方余额。当然，运用提前滞后技巧需要付出一定的成本，因此，需要计算计价货币价值的变化、外汇损益、应收款和应付款的利息损益、借款成本以及税收因素。提前偿付的成本是实际利息成本减去所赚或节约的利息。或者根据这个支付所用资金的机会成本，减去这个支付所节约或赚取的利息。由于当事国或公司不允许超常规提前或推迟支付，运用这种技术应着眼于货币的长期趋势，使之成为持续的措施而不是突然的行为，并且与计价货币政策和定价政策结合起来。

由于提前一滞后收付法是一种将风险转嫁给对方的行为，许多国家对其使用都作出了明确规定。表 10—2 概括了这些规定。

### 3. 长期借贷及投资

在国外（特别是市值疲软的国家）进行长期投资面临着借贷资金的来源以及抵补风险的严肃问题。由于是长期投资，对其进行风险防范就更为困难，特别是风险防范战略是根据借款的利息成本和预测的汇率制定的。对利率和汇率的预测通常可以从诸如银行、投资服务公司等机构获取，但是，随着预测期限的加长，预测的准确度就会下降。因而，风险管理人士所能掌握的长期性资料相当有限。基于对货币汇率和利率的长期预测来确定风险防范决策无异于投机。

表 10 — 2 部分国家和地区对提前滞后法的限制

国家或地区	出口		进口	
	推迟	提前	推迟	提前
阿根廷	180 天	360 天	120 天	120 天
澳大利亚	无限制	无限制	无限制	无限制
比利时	180 天	无限制	无限制	90 天
巴西	部分	无限制	180 天—8 年	禁止
加拿大	无限制	无限制	无限制	无限制
智利	90 天	90 天	120 天	禁止
丹麦	30 天	无限制	无限制	部分
法国	无限制	无限制	无限制	部分
德国	无限制	无限制	无限制	无限制
希腊	三年	无限制	无限制	无限制
香港	无限制	无限制	无限制	无限制
印度	180 天	无限制	180 天	部分
爱尔兰	180 天	无限制	无限制	禁止
意大利	无限制	五年	无限制	120 天
日本	360 天	360 天	360 天	360 天
韩国	180 天	无限制	120 天	禁止
马来西亚	180 天	无限制	无限制	无限制
西哥	无限制	无限制	无限制	无限制
荷兰	无限制	无限制	无限制	无限制
尼日利亚	禁止	无限制	无限制	部分
挪威	一年	部分	五年	90 天
菲律宾	60 天	无限制	365 天	禁止
新加坡	无限制	无限制	无限制	无限制
南非	180 天	无限制	无限制	部分
西班牙	30 天	无限制	90 天	90 天
瑞典	无限制	无限制	无限制	部分
瑞士	无限制	无限制	无限制	无限制
台湾	180 天	180 天	180 天	禁止
泰国	180 天	180 天	180 天	无限制
英国	无限制	无限制	无限制	无限制
美国	无限制	无限制	无限制	无限制
委内瑞拉	禁止	禁止	禁止	禁止

在与长期借贷相关的外汇风险已经确定的情况下，风险管理人员管理风险的方法之一是使其投资资产及其融资来源搭配起来。主要有以下三种方法：

第一，平衡法 (Matching)。

这是与借贷法相似的一种方法，也就是使资产和债务的金额和货币相同。这一方法使汇兑损益相互抵消。此外，借入本币获得的部分收益可以用来支付当地借贷的利息开支。如果可能，平衡法不失为一种安全而且保守的

套期保值措施。

第二，组对法 (pairing)。

即当企业存在某种货币的交易风险时，人为制造一笔金额相似、期限相同的与该种货币相联系的第三种货币的反方向资金流动，等幅度上涨、等幅度下降。

采用组对法时，两种或多种货币风险的相互抵消。当然，只有当两种货币的走势较为相似时才会获得成功。

荷兰盾和德国马克是较为明显的“姊妹”货币。1980—1985年间，两种货币的相关系数为0.935。英镑和澳大利亚元的相关系数为0.984。我们还可以发现美元和加元之间以及许多欧共体国家货币之间也存在相似的关系。

例如，某制造商拥有大致相同期限和金额的荷兰盾应收款和德国马克应付款。该企业可以使这两种风险相互交叉抵消，而不必分别加以套期保值。这里，制造商预期马克和荷兰盾的变化将会同方向，而且变化幅度相近。如果货币贬值，那么，制造商因荷兰盾应收款价值下降而有所损失，但是又因马克应付款价值下降而获得收益。相反，当两种货币都升值时，该制造商又会因荷兰盾应收款价值上升而获得收益，同时因马克应付款的价值上升而遭受损失。在这两种情况下，制造商在没有花费套期保值成本的情况下获得了几乎相等的风险防范效果。

上例属于比较典型的情况。如果马克的价值上升，而荷兰盾的价值下降，该制造商不但没有抵消其风险，相反，它使风险加倍了。或者，如果荷兰盾下跌的幅度大于马克下跌的幅度，那么，荷兰盾应收款力损失会远远超过马克应付款的收益。因此，组对法具有很强的投机性质，因为企业要保持两种或多种货币头寸。而且，谁也不能肯定过去相关性很强的货币将来是否也会密切相关。企业应该考虑到货币价值的某些意外偏差。

组对法与其说是一种特定的技巧，倒不如说是一种基本的风险管理战略。它对那些经常拥有高度相关货币应收款和应付款的企业最为适用。尽管如此，当企业无法用裸露货币进行套期保值时，组对法还是经常被采用。对于企业用某种不太知名的货币进行交易时，应该首先对其进行货币相关性分析。

第三，借软币、投资硬币 (Borrow weak, Invest strong)。

这一战略源于资产债务管理的基本原理，即持有软币债务、硬币资产。有时，企业借入软币长期债务以便在硬币国家进行投资（假定利息成本可以接受）。借软币，投资硬币并没有将风险消除，而只是利用了风险提供的机会。其主要目标是：利用相对于本币较便宜的债务，投资于一种可能增值或价值保持不变的资产。虽然这一方法本身存在较大的外汇风险，但是，从长期来看，它的确可能带来收益。有时，驻在软币国家的子公司的投资需要母公司向其提供贷款解决。在贬值可能性较大的国家，使用这一方法存在很大的货币风险。

4. 平行贷款和背对背贷款 (Parallel/Back-to-Back loan)

平行贷款或背对背贷款是处于不同国家的企业之间的一种独特的借贷协议。每个公司的资金需求必须正好相反。两个企业都有以其本国货币表示的闲置资金，而且，每个公司在对方国家都有一个子公司。每个子公司都需要当地货币资金。这样，两家公司之间可以达成协议，在一定期限内进行交换，从对方手中获得自己需要的货币。

平行贷款是处在同一国家的当地企业和外国企业驻当地的分支机构之间签定的两个独立的贷款协议。它们分别具有法律效力。因此，如果一方违约，另一方仍然需要履约，不得自动抵消。

背对背贷款是处在不同国家的两个企业之间签定的直接贷款协议。尽管有两笔贷款，却只签定一个贷款协议。其特点是拥有抵消权，即如果一方全部或部分违约。另一方有权自动从本身的贷款中抵消损失，作为补偿。这就使双方贷款的风险降低，而一个贷款协议也使文件工作简化了。

平行贷款和款和背对背贷款的主要优点有：

第一，当资金通过正常途径无法获得时，提供了一个可供选择的资金来源；

第二，有时可以用低于市场利率的水平交换，从而降低子公司的借贷成本；

第三，有效地消除与海外投资相关的外汇风险。

例如：有两家跨国公司，一家是美国公司，另一家是德国公司。美国母公司在德国的子公司需要马克资金。同样，德国公司在美国的子公司需要美元资金。通过协商达成平行贷款或背对背贷款协议，即德国母公司向美国公司或其在美国的子公司提供马克贷款，美国母公司向德国公司或其在美国的子公司提供美元贷款。各方都从中受益。如果子公司的资金通过母公司的直接投资形式进行，两个母公司都将面临外汇风险问题。而且，如果子公司在当地借款的话，将提高借贷成

本。而平行或背对背贷款利用了国内的闲置资金，从而消除了外汇风险。具体业务程序如图 10—1、图 10—2 所示。

图 10—1 平行贷款结构图

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0177\_1.bmp}

5. 货币互换 (Currency swaps)

互换交易是降低长期资金筹措成本和资产、债务管理中防范利率和汇率风险的最有效的金融工具之一。

一般来说，互换交易是指交易双方按市场行情通过预约，在一定时期内相互交换货币或利率的金融交易。图 10—2 背对背贷款结构图

顾名思义，货币互换是指双方交换货币。确切他说，货币互换是处在不同国家的两家公司进行即期货币兑换并在将来的某个日期再进行反方向的兑换。最佳的货币互换对象是拥有相似但方向相反的融资或投资需求的企业。例如，一家美国企业拥有剩余美元，但需要英镑资金以便在英国进行投资。同时，一家英国企业拥有剩余英镑资金但需要美元以便其在美国进行投资。双方有以下几种选择：

(1) 购买即期外汇。

每家公司都可以在即期市场上购买其所需要的外汇以便进行海外投资。然而，这一选择并未解决外汇风险问题。海外投资的收益是以外币表示的，将来需要将其兑换成本国货币。这就要受到外汇汇率的直接影响。而且，有些国家还限制或禁止直接购买外汇。

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0178\_1.bmp}

(2) 在当地借款。

双方可以将自己的本币闲置资金投资在国内，而在国外当地借入所需要的外币。这一方法的成本等于国内贷放资金和国外借入资金的利息成本差

额。从会计的角度来看，这一投资事实上已经进行了套期保值，因为该企业已经使外币债务（外币借款）和外币资产（海外投资）相互抵消。

### （3）交换货币。

双方可能都愿意相互交换各自所需要的货币然后在将来某个日期再换回来，这个将来某个日期可以长达 10 年。两个有关国家的利率差额每年以费用形式由一家公司向另一家公司支付。这一概念实际上和上述平行贷款比较相似。

在上述三种选择中，货币互换通常是最具吸引力的选择。其优点也和并行贷款或背对背贷款相似。

首先，交换货币几乎消除了有关海外投资的所有外汇风险；

其次，互换安排中的利息成本差额通常要比每个企业各自独立进行融资及投资合适；

再次，互换协议使用闲置资金不会影响企业的债务权益比率；

最后，互换使对长期投资的融资、套期保值简单化了。

互换交易可以分为货币互换和利率互换两种。

#### 第一，货币互换。

指交易双方互相交换不同币种、相同期限、等值资金债务或资产的货币及利率的一种预约业务。

例如，美国的汉斯公司准备发行一笔德国马克债券，因为它目前的业务可以带来马克收入，因此，可以用来偿还债务。然而，购买马克债券的投资者对这家公司并不熟悉。同时，德国的贝克公司希望发行一笔美元债券，因为其业务收入主要是美元。可是，美元债券投资者对贝克公司也不熟悉。如果美国的汉斯公司在美元债券市场上享有较好声誉，而贝克公司在马克债券市场上颇受欢迎，双方就可以进行下面的交易。即汉斯公司可以发行美元债券，而贝克公司发行马克债券。由于双方公司所发行债券的面额货币都不是自己业务收入的货币，这样，双方就会因现金流出和流入的货币不一致而出现外汇交易风险。为了避免风险，汉斯公司可以向贝克公司支付马克，相应地，贝克公司可以向汉斯公司支付美元。各公司可以用交换以后的货币向各自的债券持有人偿还债务而不必担心外汇风险问题。这笔交易的程序如图 10—3 所示。

#### 图 10—3 货币互换交易示意图

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0180\_1.bmp}

#### 第二，利率互换。

指交易双方在债务币种相同的情况下，互相交换不同形式利率的一种预约业务。

例如：A 公司由于资信等级较高，在市场上无论是筹措固定利率资金还是筹措浮动利率资金均比 B 公司优惠。A 公司计划筹措一笔浮动利率美元资金，而 B 公司打算筹措一笔固定利率美元资金。如果 A、B 两家公司直接到市场上去筹措各自希望得到的利率形式的美元资金，势必比通过利率互换交易而得到的资金成本高。具体分析见表 10—3 和图 10—4。

表 10—3 利率互换对筹资成本的影响

	A 公司	B 公司	利差
资信等级	AAA	BBB	
固定利率筹资成本	7.5%	9%	1.5%
浮动利率筹资成本	六个月 Libor+ 0.255	六个月 Libor+ 0.75%	0.5%
互换后的筹资成本	六个月 Libor — 0.25%	8.5%	1%

## 6. 定价政策

将保值措施融入日常的外汇交易，是一种有效的降低潜在外汇风险的方法。定价政策是在可能的情况下，利用价格战略在产品销售价格上采取一定的措施，以达到防范交易风险的目的。这类措施可以贯穿于企业日常的业务过程中。其风险管理效果取决于企业对长期汇率趋势预测的准确性以及商品市场对销售价格变化的接受程度。

图 10—4 利率互换资金流程图

### (1) 调整销售价格和计价货币。

在货币贬值国从事交易的企业可以通过经常调整产品销售价格的方式降低外汇风险。

例如，一家美国公司在德国的子公司，一直以马克交易。预测在未来的三个月内，马克相对于美元将贬值 5%，尽管以马克计价不会给这家德国子公司带来损失，但转换成美元后的价值会产生损失。这家美国公司可以指令其德国子公司相应提高其马克销售价格。当然，提高销售价格可能相当困难，因为价格的提高可能伴以销售量的下降，特别是当地货币贬值不会马上影响当地制造商的价格结构，因此他们的价格可以暂时保持不变，提价的结果会使该子公司的产品在当地市场失去竞争力。

一般来说，对销售价格的调整不可能与汇率变动保持同步和同一频率。交易双方可以通过各自分担一部分交易风险，以减少其中的一方承担过大风险的可能。这种方法被称为外汇风险分担法。交易各方通常在合同中订立“价格调整条款”，通过调整基本价格来反映汇率的变动。

例如，美国波音公司向德国汉莎航空公司出售飞机发动机叶片，合同的基本价格为 2000 万马克。但是，双方可以在某个特定的“中立区”以外分担外汇交易风险。这个“中立区”是双方不分担风险的汇率区间。

假定：“中立区”确定为 1 马克 = 0.39 到 0.41 美元之间；基本汇率是 1 马克 = 0.40 美元。它意味着当汇率跌至 1 马克 = 0.39 美元或升至 0.41 美元时，合同价格仍然保持不变。在“中立区”内，汉莎航空公司必须按照基本汇率 1 马克 = 0.40 美元向通用电气公司支付 2000 万马克或 800 万美元，因而汉莎航空公司的成本可能处于 1951 万马克至 2051 万马克之

间。但是，如果马克从 0.40 美元贬值至 0.35 美元，实际汇率超出“中立区”下限 0.04 美元 (0.39—0.35)，这部分就由双方共同分担。因此，结算这笔交易的实际汇率就是 1 马克 = 0.38 美元 (0.40—0.04/2)，发动机叶片的新价格变为 2000 万马克 × 0.38 = 760 万美元，汉莎航空公司的成本升至 2171 万马克 (760 万美元/0.35)。如果没有这个风险分担协议，通用

电气公司的合同价值应为 700 万美元。当然，如果马克升值超过“中立区”的上限时，如 0.45 美元，通用电气公司也不独吞马克升值带来的利益。新的合同汇率变为：0.42 美元（ $0.40 + 0.04/2$ ），通用电气公司收到 2000 万马克  $\times 0.42 = 840$  万美元，汉莎航空公司支付的价格为 1866 万马克（840 万美元 / 0.45）。

企业还可以通过调整计价货币降低交易风险。如果预计计价货币将长期贬值，企业可以不用调整销售价格，而是考虑彻底改变计价货币本身。例如，80 年代初，德国公司预期在很长一段时期内，马克将对美元贬值，以美元计价对它们很有利。到 1984 年，马克的价值下降了 45%。

为了使企业经营、会计处理和营销决策等方面保持一致，企业不应该经常更换计价货币。因此，只有当管理人员预测某种货币将长期贬值时才可以考虑采用这一战略。

调整计价货币并未消除外汇风险，而只不过是将其转嫁给了对方。所以，这一方法又被称为风险转移法。

计价货币调整或风险转移法主要采取以下几种形式。

第一，本币计价法。即在任何对外经济交易中，只接受本企业所在国货币计价。例如，一家美国出口商在向一家法国进口商出口商品时，只接受美元计价。对于美国出口商来说，它完全避免了外汇交易风险，但采用美元计价并没有消除交易风险，而只是把风险转嫁到了法国进口商头上。采用美元计价后，法国出口商面临着美元交易风险。法国进口商也有可能拒绝接受美元作为其进口交易的计价货币。虽然这种风险转移形式是将交易一方获得的安全感建立在交易对方承受的风险性基础之上，但它在国际经济交易中仍然被普遍采用。

第二，选择币值趋硬的货币作为出口交易的计价货币；选择币值趋软的货币作为进口交易的计价货币。这种风险转移方式损人利己的动机更为明显。进出口商选择计价货币的标准恰恰相反，因此，在实际业务中就更难运用。

第三，进出口货值的一半用硬币、一半用软币计价。

## （2）转移定价。

在货币贬值国家或欠发达国家拥有子公司的跨国公司在将利润从子公司汇回母公司时会遇到麻烦。软币国通常实行外汇管制限制资本的外流。显然，这对跨国公司来说是一个严峻的问题，因为持有软币资产在折算成母公司所在国货币时会产生损失。

转移定价与其说是一种保值战略，倒不如说是一种现金管理工具。确切地说，转移定价是为了便于在公司内部转移收入而提高或降低内部销售价格。在将资金从受限制的国家转出时，这一技巧可以达到两个主要目标：

第一，将收入从软币国家转移到硬币国家；

第二，将税前收入从高税率国家转移到低税率国家。

假定一个制造商，由于外汇管制方面的原因，无法将其在某货币贬值国的子公司利润汇回。如果该制造商和其子公司之间进行大量的交易，它可以考虑将其销往子公司的商品价格订得高一些，同时，将其从子公司购买的商品价格订得低一些。结果，由于子公司内部营业成本的提高以及销售收入的减少，子公司的收入会因此而减少。子公司所失去的收入通过公司内部销售收入的提高和营业成本的降低转移到了母公司。运用同样的概念可以将收入

转移到税收优惠的国家。

转移定价政策需要对公司内部的资金流动进行细致的、集中的管理。它特别适用于拥有大量公司内部交易的企业。但是，应该特别注意的是，外汇和税收当局对这类活动非常敏感，而且采取各种措施加以制止。因此，企业的转移定价政策不能随汇率的每次变化频繁调整，而应该具有连贯性。

## 第二节 交易风险的外部管理技巧

上面我们介绍了企业管理外汇交易风险的内部技巧。企业外部还有更多的套期保值工具和战略可供利用。首先，最常用的，也是最基本的工具是远期合同法。远期合同是交易双方事先确定价格、在将来某个日期进行某种货币买卖的协议。今天，远期合同已经衍生出多种套期保值措施，例如，外汇期货和外汇期权交易等等。

### 一、远期外汇合同

远期外汇合同是银行及其客户之间就将来用一种货币兑换另一种货币达成的协议。在签定协议时，就确定了汇率、交割日期以及合同的金额。远期合同主要用来抵消套期保值者预期的外汇风险。因此，作为保障收益和现金流量的工具，远期合同随着货币市场波动的加剧而愈加重要。

例如，一家美国企业从英国购买一套机器设备，该交易以英镑计价，付款期是 30 天。如果在此期间，英镑相对于美元升值了，该美国企业就会遭受损失，因为英镑应付款的美元价值因英镑升值而增加了。然而，如果在进行交易谈判的同时，这家美国企业同其银行签定一份远期合同，根据确定的汇率在 30 天后购买这笔英镑。这样一来，该企业就有效地锁定了英镑应付款的美元未来价值，从而消除了外汇风险。英镑应付款的任何损失都会被远期合同的相同的收益所抵消。远期合同让套期保值者确定未来现金流量的价值。因此，企业可以事先进行成本管理、确定销售价格以保证取得合理的利润率。

远期外汇合同实际上就是进行相同金额和风险期限的货币的借贷。购买远期外汇相当于借出外币。同样，出售远期外汇则相当于借入相同期限的外币。因此，远期合同与前面提到的借贷技巧密切相关，其主要区别是银行参与了远期外汇交易，使套期保值的过程简单化了。

远期汇率合同的交割汇率是远期汇率。如果远期汇率比即期汇率昂贵，则称为升水，相反，如果远期汇率比即期汇率便宜，则称为贴水。和所有的买卖一样，远期外汇买卖的目的是“贱买贵卖”。远期汇率同样也又买入价和卖出价之分。银行通过买卖差价抵补其交易成本并获取利润。

通常认为，远期保值的成本就是远期合同的升水或贴水（当然，这并不完全正确）。例如，上面提到的美国企业从英国进口设备的情况，如果交货期为 9 月 17 日，远期合同到期，这家美国企业根据事先确定的远期汇率从银行购买 100 万英镑。我们可以利用表 10—4 对其保值成本进行如下分析。我们可以发现，采用远期保值以后，购买 100 万英镑的美元实际成本和预计成本总是一致的。

远期合同也有其明显的缺陷，例如，如果远期合同到期日英镑从 1.4465 贬值至 1.2335，那么这家美国企业事先不进行远期保值，而是在 9 月 17 日当天的外汇市场上按照即期汇率 1.2335 购买 100 万英镑，反而可以节约 226800 美元。但是，如果 9 月 17 日的市场即期汇率升至 1.4870，则进行远

期保值比不采取保值要节省 26700 美元。表 10—5 将这些成本进行了比较。

表 10 — 4 远期保值交易

日期	远期保值交易	美元价值
3月16日	1.决定购买价值为 100 万英镑的设备.即期汇率 1 英镑=1.4465 美元 签定远期合同。远期汇率为 1 英镑=1.4603 2.升水额= ( 1.4603 — 1.4465	1,446,500 13,800 1,460,300
9月17日	设备交货,按同意的远期汇率从银行购买英镑 4.设备的最终成本=1000000 × 1.4603 5.与预计成本的差额(3 — 4)	1 , 460 , 300 0

## 二、外汇期货合同

期货交易是在专门的交易所买卖期货合同的交易。期货合同是交易所为进行期货交易而制定的标准化合同。外汇期货交易采用交易双方在交易所内通过公开喊价的方式,买卖在将来某一日期以既定汇率交割一定数量外汇的期货合同。

在外汇期货交易所内经纪人代表着两类交易者进行买卖活动,一类是套期保值者,他们利用外汇期货交易规避外汇风险;另一类是投机者,他们利用外汇期货价格的变动赚取利润。在该市场上进行投机的原理与远期外汇市场上的做法基本相同。但是,银行的远期合同一般不需要交纳保证金,期货

表 10—5 远期保值的成本比较

购买 100 万英镑的 美元成本	远期合同到期时的即期汇率					
	1.4603		1.2335		1.4870	
	未保值	远期合同	未保值	远期合同	未保值	远期合同
预计的美 元成本	不确定	1460300	不确定	1460300	不确定	14603 00
实际美 元成本	1460300	1460300	1233500	1460300	1487000	14603 00
实际成本 和预计成 本的差额	不确定	0	不确定	0	不确定	0
远期保值 成本和未 保值成本 差额	0		— 226800		26700	

合同必须有保证金作为后盾。在期货合同有效期内，保证金的金额会随合同价值的变化而波动。

在外汇交易中，套期保值都是指在现汇市场上买进或卖出外汇的同时又在外汇期货市场上卖出或买进金额大致相同的期货合同，在期货合同到期时，因汇率变动造成的现汇买卖上的盈亏可以由外汇期货交易上的亏盈弥补的做法。套期保值可以分为空头套期保值和多头套期保值两种。

#### 1. 空头套期保值

空头套期保值是指卖出套期保值，即一种在期货市场上先卖出后买进的套期交易。

例如，美国一家跨国公司在英国的子公司马上需要 50 万英镑资金，五个月后即可将该笔资金调回母公司。于是，母公司在现汇市场上购买了 50 万英镑汇给该子公司。为了避免由此产生的外汇交易风险，母公司在外汇期货市场上进行空头套期保值。交易过程如表 10—6。

表 10—6 期货交易空头套期保值

	现汇市场	外汇期货市场
1月1日	买进 50 万英镑, 即期汇率为 1 英镑=1.8 美元, 支付 90 万美元	卖出 20 份 7 月份到期的英镑期货合同, 每份 25000 英镑, 共计 50 万英镑, 汇率 1 英镑=1.81 美元, 可收入 90.5 万美元
6月1日	卖出 50 万英镑, 汇率为 1 英镑=1.83 美元, 收入 91.5 万美元	买入 20 份 7 月份到期的英镑期货合同, 每份 25000 英镑, 共计 50 万英镑, 汇率 1 英镑=1.8350 美元, 要支付 91.75 万美元
盈亏	15000	- 12500

从该例中可以看出, 由于汇率变化, 母公司在现汇市场上的交易盈利为 1.5 万美元, 在外汇期货市场上的交易损失为 1.25 万美元, 套期保值最终盈利 2500 美元。当然, 如果母公司没有进行套期保值, 在 1 月 1 日的现汇市场上买入 50 万英镑, 6 月 1 日收回英镑时将其在现汇市场上出售, 由于英镑升值可以获利 15, 000 英镑, 比进行套期保值更为有利。但是, 在 1 月 1 日时, 母公司并不知道五个月后英镑到底是升值还是贬值。升值固然有利, 但万一英镑贬值, 现汇市场上的交易必然使母公司蒙受损失。一旦采取了套期保值, 英镑在现汇市场上贬值时, 在期货市场上也会贬值, 使母公司在外汇期货交易中获得, 抵消交易中的一部分损失。套期保值者追求的是避免汇率波动带来的损失而不是意外的利润, 这是他们与投机者的最大区别。

## 2. 多头套期保值

多头套期保值是指买入套期保值, 即一种在期货市场上先买入后卖出的套期保值。

例如, 一家美国跨国公司将其英国子公司的 50 万英镑调回国内使用五个月, 并在期货市场上进行套期保值避免外汇风险, 之后再汇回子公司。其交易程序如表 10—7。

表 10—7 期货交易多头套期保值

	现汇市场	外汇期货市场
1月1日	卖出 50 万英镑, 即期汇率为 1 英镑=1.8 美元, 收入 90 万美元	买入 20 份 7 月份到期的英镑期货合同, 每份 25000 英镑, 共计 50 万英镑, 汇率 1 英镑=1.81 美元, 应支付 90.5 美元

	现汇市场	外汇期货市场
6月1日	买入 50 万英镑，汇率为 1 英镑=1.83 美元，支付 91.5 万美元	卖出 20 份 7 月份到期的英镑期货合同，每份 25000 英镑，共计 50 万英镑，汇率 1 英镑=1.8350 美元，应收入 91.75 万美元
盈亏	- 15000	+12500

在该例中，由于汇率变动，母公司在现汇市场上损失了 1.5 万美元，在外汇期货市场上盈利 1.25 万美元，套期保值的最终结果是损失了 2500 美元，与不进行套期保值相比损失大大减少。

### 三、外汇期权交易

到目前为止，我们一直在讨论如何对交易风险进行套期保值。然而，在很多情况下，企业对其进行套期保值的现金流量能否实现没有把握。例如，一家企业投标于某个项目，在授标日以前，企业不能肯定它就能中标。如果中标，它就拥有一笔外币未来现金流量，如果不中标，它就没有这笔未来现金流量。那么，到底是否应该对这笔“可能的”现金流量进行套期保值呢？如果这家企业利用远期合同对这笔现金流量进行套期保值，而当远期合同到期时，该企业根本就没有中标，则它不但没有因签定了远期合同达到保值的目的，相反，还人为地创造了一笔风险。如果在投标时，不对这笔现金流量进行套期保值，那么，如果该企业中标了，则其现金流量面临的外汇风险就没有得到防范。

而且，投资者在管理外汇风险时，并不满足于具有“锁定”功能的远期外汇交易和外汇期货交易。他们希望发现一种保值策略，可以降低风险，但又不要剥夺其得到利益的机会。事实上，在有些情况下，过早地签定期货合同也并非明智之举。

利用外汇期权交易防范这种“或有的”交易风险就可以避免上述问题。

在讨论利用外汇期权交易管理外汇交易风险以前，首先对期权交易的基本原则作简单介绍。

#### （一）外汇期权交易概述

##### 1. 期权交易的涵义

所谓期权交易，是在事先确定的货币、股票和债券等商品的交易日期或期间内，以事先确定的价格进行“卖的权利”或“买的权利”的买卖交易。

交易中，被买卖的是外汇时，就称为外汇期权交易。外汇期权又称外币期权。它是指买卖双方达成一项远期外汇买卖合同，买方在向卖方交纳一定的保险费后，有权在到期日或到期日以前要求卖方按商定的汇率和金额执行所签定的合同或者完全放弃所签合同。

可见，期权交易一种选择权契约。当行市有利时，期权的买方有权买进或卖出该种外汇资产，当行市不利时，买方也有权不行使期权，放弃买卖该种外汇资产的权利。而期权卖方则有义务在买方要求履约时，卖出或买进期

权买方所要买进或卖出的该种外汇资产。因此，期权是一个转移权利而不是转移义务的合约，在将来某一日期或以前，按照某一固定价格，即执行价格或称协定价格(Exercise Price 或 Strike Price) 购买或出售某一指定的金融工具。

期权合同有两方当事人：期权出售者和期权购买者。购买者从出售者手中买入一种承诺，即期权出售者准备按照需要卖出或买进某一指定金额的金融工具。

正因为期权是一种权利而不是义务，因此，即使不行使这种权利也无妨。也就是说，行使期权的一方，可以在对自己有利的时机行使，若无行使的必要，也可以不行使。当然，要获得这种权利，必须付出相应的代价。这种代价被称之为期权保险费或期权价格。

表 10—8 货币期权购买者和出售者的关系

	买 方	卖 方
交易关系	权利	义务
费 用	支付	收取
利 益	无限大	有限(费用部分)
损 失	有限(费用部分)	无限大

目前，国际上主要期权交易所的交易货币有英镑、加元、德国马克、日元、瑞士法郎、法国法郎、澳元、美元等。

期权交易采用标准合同。合同的交易金额是标准化的，各交易所对各种货币的期权合同的金额都有明确的规定。

### 2. 看涨期权和看跌期权

期权交易按买入或卖出外汇的选择权划分，可以分为看涨期权(Call Option)和看跌期权(Put Option)。看涨期权指期权的买方有权购买外汇，又称远期外汇买入选择权。看跌期权指期权的买方有权卖出外汇，又称远期外汇卖出选择权。选择看涨期权还是看跌期权取决于未来外汇交易的类型和对汇率的预期。

期权买卖可以在有组织的交易所进行，也可以在柜台交易市场或称场外交易市场(OTC)上进行。交易所买卖的期权是指定金融工具的标准化的合约，采用标准金额的倍数，有按照预先规定的公式预定的协定价格，并有标准的期限。而在场外交易期权中，交易的金融工具、金额、协定价格、行使权和到期日等规格，一般都通过协商确定。有些场外交易市场期权与交易所交易的金融工具，其协定价格和到期日是相似的，但一般在金额上不同。

### 3. 协定价格

期权契约中，交易双方未来行使期权买卖外汇的交割汇率被称为协定价格。日元期权价格以万分之一美元表示，其它外汇期权以百分之一美元表示。如 JPY40 call 表示每一日元的看涨期权的履约价格为 0.0040 美元。

凡协定价格与金融工具的即期价格或市场价格相同的看涨期权或看跌期权，称为平价(或译保本价、保值价)(At-the-Money)；凡看涨期权的协定价格低于该金融工具现行的即期价格，或凡看跌期权的协定价格高于该

金融工具的现行的即期价格，称为有利价（或实赚价、增值价）（In—the—Money）；凡看涨期权的协定价格高于该金融工具现行的即期价格，或凡看跌期权的协定价格低于该金融工具现行的即期价格，称为无利价（或亏本价、专值价）（Out—of—the—Money）。

期权持有者只有在有利可图时，即协定价格处于有利价时，才会执行合约，否则，将不行使合约，使合约过期。当该金融工具的市场价格上升时，看涨期权的价值也会上升，因为期权移向或进一步进入有利价的范围。在同样的情况下，看跌期权的价值就下降，因为期权移向或进一步进入无利价的范围。

在产生的风险类型方面，期权与所有其它的金融工具都有所不同。市场风险和信贷风险在期权买卖双方之间均是不对称的。如果期权逐渐地移向有利价，则期权的持有者可能获得无限的利润，但是如果期权到期处于平价或亏本价，则其损失仅限于支付的期权费。反过来，期权的出售者的收入也限于所得的期权费，而如果期权逐渐地移向亏本价，在原则上他要承受无限损失的风险。

#### 4. 保证金（Margin）

期权的卖方在买方要求履约时，有以协定价格进行交割的义务，而为了确保契约义务的履行，须在定约时交付保证金。卖方所交保证金通过清算会员存于清算所的保证金帐户内，随市价涨跌，并于必要时追加。

#### 5. 期权保险费（Premium）

又称期权费、权利金。它是定约时由买方付给卖方，以取得履约选择权的费用。由于买方除了支付保险费以外，不承担任何义务，所以买方在定约对不必交纳保证金。

外汇期权的保险费由内在价值（Intrinsic Value）和时间价值（Time Value）两部分构成。

内在价值是指立即行使期权可以获得的利润，它反映了协定价格和该金融工具的市场价格的差额。举例来说，一个协定价格为 1.25 美元、市场即期价格为 1.27 美元的英镑看涨期权，其内在价值为每英镑 0.02 美元。当市场价格等于协定价格时，内在价值就下跌到 0（达到了平价水平）。

一般来讲，期权出售至少是为了其内在价值。一个看涨期权在市场价格超过期权协定价格时，就有内在价值存在；一个看跌期权在市场价格低于协定价格时就存在内在价值。即：

看涨期权：内在价值 = 市场价格 - 协定价格

看跌期权：内在价值 = 协定价格 - 市场价格

期权的时间价值和内在价值通常可以分别计算，最简单的办法就是先计算内在价值和总价值，然后，取二者之间的差额。例如，上述协定价格 1.25 美元的英镑看涨期权，假定即期价格为每英镑 1.27 美元，到合约失效前还有 4 个月的期权，价格为每英镑 0.03 美元，0.02 美元就表示期权的内在价值，每英镑 0.01 美元就是期权的时间价值。

期权的时间价值是期权保险费和内在价值的差额，即：

时间价值 = 期权保险费 - 内在价值

在合约尚未到期的一段时间内，该金融工具的市场价格还有变动的可能，使期权有利可图，或更有利可图。这就是说，处于不利价的期权可以向有利价的期权变动，或者已经处于有利价的期权可以变得更为有利。期权获

利或获得更多利的机会经常大于零，结果是期权的时间价值大于零。

市场汇率与期权协定价格之间的关系对费用的影响较大。

## (二) 期权交易风险保值功能

对套期保值者来说，外汇期权有三个其它保值方法无法相比的优点：

其一，将外汇风险局限于期权保险费。

其二，保留获利的机会；

其三，增强了风险管理的灵活性。

表 10—9 协定价格、即期价格以及费用之间的关系

协定价格与即期价格的关系	费用	特征
有利价 In-the-Money	大	购买美元时 即期价格 > 协定价格
平价 At-the-Money		即期价格 = 协定价格
无利价 Out-of-the-Money	小	购买美元时 即期价格 < 协定价格

标准的期货合同和远期合同同时避免了汇率的不利变动和有利变动的风险，但没有获利的机会。事实上，期货交易的佣金和远期合同的买卖差价已经注定交易者会发生损失。与期货交易和远期交易不同，期权交易允许套期保值者利用汇率发生对自己有利变动带来的机会。

例如，一家美国制造商有一笔三个月的英镑应付款。目前的即期汇率为 1 英镑 = 1.5 美元。在付款以前，如果英镑升值了，该制造商就会遭受损失，因为英镑应付款的美元价值上升了。相反，英镑贬值会使英镑应付款的美元价值下降。该制造商按 1 英镑 = 1.5 美元的协定价格并支付 0.03 美元的期权保险费，买入一笔看涨期权。三个月后，英镑升至 1.6 美元。该制造商行使期权按 1.5 美元的协定汇率购买英镑，获得 0.07 美元的利益 (0.1 收益 - 0.03 保险费支出)。可见，该制造商以支付保险费为代价，购买看涨期权，有效地抵消了企业在即期市场上的损失。

再看一下相反的情况：在三个月期间，英镑贬值至 1.4 美元，英镑应付款的美元价值下降了。在这种情况下，该企业会放弃行使期权。它在受险部分上获得了 0.1 美元 (1.5—1.4) 的收益但付出了 0.03 美元的保险费支出，净收益 0.07 美元。在任何时候，企业的风险仅限于保险费部分，而同时保留了获取外汇收益的机会。

如果该制造商没有购买期权，而是从银行购买远期英镑。假定远期英镑的升水等于期权的保险费。如果汇率升至 1.6 美元，远期合同会象期权合同一样保护制造商免遭损失。但是，如果英镑贬值至 1.4 美元，尽管英镑在即期市场上变得更便宜了，该制造商仍然必须按 1.53 美元的远期汇率购买英镑。因此，制造商在这笔远期合同上损失了 0.13 美元。

期权合同成本有限，同时，期权购买者可以行使也可以放弃行使期权。这就为套期保值者在某些特殊情况下管理外汇风险带来了灵活性。一种情况就是一家企业投标于某个外国的建筑项目。如果标价是以外币表示的，企业

当然希望将这笔现金流量进行保值。不幸的是，投标企业无法知道自己能否中标。在这种情况下，采用远期合同进行保值的代价相当昂贵的。如果企业没有中标，投标企业就会出现远期外汇头寸。

如果潜在的风险是已知的话，企业就可以通过在货币市场上建立相反的头寸进行套期保值。将这一原则运用于期权交易时，实际上就是企业决定购买看涨期权或看跌期权。由于企业出售看涨期权和看跌期权在很多国家的税法上被看作是投机行为，因此，建议在套期保值时将精力集中于购买看涨期权和看跌期权上。表 10—10 列明了期权保值的两种策略。EMBED Word.Document.6 \s 上表显示了外汇期权合同的实质。如果投资者由于任何原因要在将来买入外汇（比如有一笔外汇的应付款要付出，或者要进行其它风险投资等），那么，他担心什么呢？这与他将来对将来外汇汇率的估计有关。如果他认为外汇汇率看跌，那么，他只有庆幸对自己有利，因为在将来的外汇即期市场上，他可以以更便宜的价格买入他所需要的外汇。但如果估计将来外汇看涨，为了保护他自己在将来的“买入者的地位”，他将签定一个买入权合同。这就是上图左边的两种情况。右边卖出的情况也是类似的。在他想将来卖出外汇时，他唯一担心的，是将来的外汇看跌。一个卖出权合同将保护他在将来的“卖出者的地位”。

#### 四、期权交易实例

1988年5月15日，美国一家A公司招标进口一批设备。参加投标的英国B公司中标的可能性较大。但是招标要到三个月后开标。三个月后，如果英国B公司中标，美国A公司就要支付120万英镑的货款。在此期间，如果美元兑换英镑的成本上升，这笔远期英镑支付就使该公司承受了可能的汇率风险。美国A公司有以下几种选择：

- (1) 不采取任何保值措施。等三个月，看是否需要支付这笔英镑。如果需要，就在即期市场上买入英镑；
- (2) 现在就签订一笔远期合同，委托银行买入三个月的英镑远期外汇；
- (3) 现在买进一笔英镑期货合同；
- (4) 买进一笔英镑看涨期权。

##### 第一种选择：

即到支付日再说，在万一必须支付的情况下，该公司承受今后三个月的汇率风险，也就是说，英镑对美元可能升值，从而使付款的成本高于现行汇率；

##### 第二种选择：

即签订一个远期合同，保证了三个月的远期汇率。但是如果英镑对美元贬值，该公司就不能得利，也就是说，如果三个月后英镑“便宜”了，该公司仍然要支付较高汇率。更重要的是，如果英国B公司没有中标，A公司就不必支付英镑，这就使A公司承担了英镑多头的风险。

##### 第三种选择：

即买进一笔期货合同。买进期货合同有种种不便之处。因为首先期货合同是标准化合同，有预先确定的合同金额和期限，到期日和合同金额不可能和公司需求完全匹配，结果就产生了到期日和金额的剩余风险。其二，外汇期货合同在交易所“按市定价”，即按每天基准重新估价，头寸值的损失由放在交易所的保证金补偿，这就意味着该公司可能会受到今后三个月现金流量的制约。

第四种选择：

即购入一笔英镑看涨期权。这就保证了即使汇率升值，买入英镑也不会更昂贵，万一汇率贬值，买入英镑使公司因汇率较低而获利。除期权保险费外，不管汇率是否变动，也不会涉及今后三个月的现金流量。另外，如果从一家银行的场外交易市场买进期权，合同的条款可以专门制定，使其适合公司的特殊需要。如果英国 B 公司没有中标，可以使该期权到期不执行，最多花费这笔保险费，如果它仍然有时间价值，则可以收回部分保险费。

A 公司和银行商定的买入英镑看涨期权的条件如下：

协定价格 1 英镑 = 2.1 美元

期权保险费每英镑 0.01 美元

到期日 1988 年 8 月 16 日

三个月英镑远期汇率 1 英镑 = 2.15 美元

表 10—11 为不同方式购入英镑的成本比较。

到期日 即期汇率	未保值 成本	远期外汇 保值成本	期权交易保值成本 (含期权保险费成本 \$12000)
1.8540	2224800	2580000	2236800
1.7450	2094000	2580000	2106000
1.6540	1984800	2580000	1996800
1.5430	1851600	2580000	1863600

## 五、“综合”远期合同

远期合同仅仅可以从银行获得。但是，与银行进行远期交易是最容易和最方便的。有时远期合同无法通过正常渠道获得，可能是因为金额太小或其它原因。

在无法通过正常方式进行远期交易时，可以通过一些方法“综合”远期交易。前面我们曾经提过，外汇的远期汇率是建立在两个相关国家的利率差异基础之上的。因此，借/贷裸露外币，同时贷/借本币资金就会使套期保值者模拟标准的远期合同进行套期保值。和标准的远期合同一样，“综合”的远期合同也有两种基本形式：综合远期出售和综合远期购买。

下面，我们用两个例子说明如何用综合远期合同保护英镑风险。除了对外汇风险进行保值外，外币借贷的利息也裸露着，因此，也需要对其进行保值。在这种情况下，可以使用英镑期货合同对利息进行保值。

表 10—12 给出了本例的有关条件。

### (一)“综合”远期出售

拥有裸露资产（应收帐款等）的企业可以通过以下三个步骤设计出一个综合远期合同：

日期	货币	即期汇率	六个月远期汇率	六个月欧洲货币存款利率
1988年6月30日	英镑	1.7340	1.7600	13.0625%
1986年6月30日	美元	—	—	—
1988年12月30日	英镑	1.6200	1.6140	16.1875%

- (1) 借入一笔与裸露资产金额相同的外币；
- (2) 将借入的外币在即期市场上卖出，购买本币；
- (3) 将刚购买的本币贷出（如存入一家当地银行），存期等于必要的套期保值期限。

在1988年6月30日，美国一家公司在六个月后有一笔100万英镑的应收帐款。为了综合一笔远期交易，这家美国公司以六个月的欧洲英镑利率在即期市场上借入100万英镑，然后在即期市场上将借入的英镑卖出并购买美元，再马上将美元资金投放在欧洲美元市场上赚取六个月的欧洲美元存款利率。在套期保值期限结束后，该公司用英镑应收帐款偿还英镑借款，而欧洲美元存款的利息收入降低了英镑借款的净额成本。表10—13列出综合远期出售的交易过程并将其与标准的远期交易进行比较。EMBED Word.Document.6 \s 从上表看，综合远期出售和标准远期出售都抵消了风险，但采用综合远期出售比标准远期保值，应收帐款的美元价值少了4762美元。

#### (二) 综合远期购买

综合远期购买的交易程序与综合远期出售正好相反。它们是：

- (1) 借入与应付债务相当的本币；
- (2) 利用借入的本币在即期市场上购买所需外币；
- (3) 将外币存入银行，期限等于套期保值期限。

这一次，美国公司拥有六个月的英镑应付帐款100万英镑。该公司根据上面的程序设计综合远期购买。该美国公司借入与英镑应付帐款价值相当的美元，用借入的美元在即期市场上购买100万英镑，再将英镑存入银行。从欧洲英镑存款中获得的利息通过购买适当数目的期货合同加以保值。英镑存款获取的利息抵补了一部分欧洲美元的借款成本。表10—14列出交易的过程并将其与标准远期购买交易进行了比较。

EMBED Word.Document.6 \s

预计应付帐款价值(1)+(2)	(1760000)
标准的远期购买	
12月30日	
汇出英镑应收帐款：按商定的远期汇率	美元价值
从银行购买英镑（1.76）	(1760000)
应付帐款的最终价值	0
与预计价值相比的变化	

在上述两种情况下，综合远期保值的效果几乎和标准远期保值相同。两者的成本差距只占受险金额的 0.2% 左右。

### 第三节 交易风险的管理成本

#### 一、债务方式选择

以何种方式进行借贷是风险管理战略的重要组成部分。前面我们谈到公司如何利用借入的资金对分公司进行投资或者进行提前滞后收付。实际上，其它风险管理方法，如远期合同，实际上也是间接的借贷。因此，与债务有关的风险管理措施很多。如果所有这些措施在效果、灵活性等方面都几乎相同的话，那么选择最佳方法就主要是成本的问题了。

在选择以不同货币表示的债务时，不仅要考虑利息成本，而且还要分析汇率变动对利息成本可能产生的影响。以较高利率借入的资金相对于以较低利率借入的资金来说，如果汇率变动对其有利的话，反而会变得比较便宜。相反，如果汇率变动对其不利，同样一笔借款可能会变得非常昂贵。企业应该在汇率预测的基础上对现行利率进行分析，确定何种选择更为有利。下面介绍一种比较借款成本和选择最佳借款方案的方法。

对借款的成本进行比较可以分为两个步骤。第一步，为了使两笔借款具有可比性，先计算出使它们成本相等的均衡汇率，然后根据对未来汇率的预测进行比较。上面我们曾经利用均衡汇率决定提前还是滞后收付，它同样适用于选择不同的债务方式。利率、现行汇率和汇率预期在比较过程中起着非常重要的作用。下列公式可以用于计算均衡汇率：

$$BEn = \{ (1+ib)^n \cdot ER_0 \} / (1+ia)^n$$

其中，a、b 代表有关国家

i 代表利率

n 代表年限

ER<sub>0</sub> 代表现行汇率

假定一家美国制造商需要出资扩建其德国分公司。该美国制造商有两种选择可以得到这笔资金：借入欧洲美元或在德国当地借款。融资的期限为一年。德国借贷利率为 8% (ia)，欧洲美元的利率为 12% (ib)。现行汇率为 1 马克 = 0.36 美元，但是，该制造商预期在这一年中马克将升值至 0.38 美元。制造商需要确定哪种方式的借款成本较低。

首先，根据上述公式，计算均衡汇率：

$$BEn = \{ (1+0.12) \cdot (0.36) \} / (1+0.08) = 0.3733 \text{ 美元}$$

假定在贷款期间利率保持稳定，制造商可以利用均衡汇率决定何种贷款的成本较低。在这个例子中，接受贷款的准则是：

第一，如果汇率预期超过 0.3733 美元的均衡点，则接受欧洲美元贷款。低于均衡点的任何汇率都会使欧洲美元贷款比德国马克贷款更昂贵。

第二，如果预期的汇率低于均衡点，则接受德国马克贷款。

由于制造商预期马克会升值至 0.38 美元，欧洲美元贷款比较具有吸引力。原因是，尽管德国利率比欧洲美元利率低，但马克升值会使以美元表示的马克利息和本金增加。

上述公式可以进一步加以变换，以便为比较贷款提供更多的数据。ia 显

示了欧洲美元贷款经风险调整以后的利率。这一计算过程将制造商的汇率预期反映了出来。在下式中用制造商的汇率预期取代了均衡汇率。

通过考虑汇率预期，制造商经风险调整后的利率变为 6.1%，比欧洲美元 12% 的利率低得多。在对类似的美元和马克借款进行决策时，应该考虑这一利率。

相反，通过将上述公式进行变换，可以计算出制造商可以接受的欧洲美元的最高利率。

制造商会接受任何不高于 14% 利率的欧洲美元贷款。如果利率超过 14%，则德国的利率更具吸引力。

上述分析也存在问题。首先，尽管公式非常精确，但是最终的决策取决于对未来汇率和利率的预期，或者预测。准确预测这些汇率和利率非常困难。具有讽刺意义的是，这些预测一直是我们目前讨论的很多技巧的基础。汇率的长期预测必须允许合理的误差。事实上，每个预测都不可避免地要包含一定的误差。应该注意的是，对长期的风险管理应该定期进行检查。另外，上述公式没有考虑税收因素。但是，尽管有这些缺点，这些分析仍然为我们选择债务方式提供了有价值的分析依据。

## 二、估计套期保值成本

任何套期保值的真实成本在风险期限结束和套期保值完成以前是无法知晓的。然而，在采取套期保值措施以前了解其成本对选择适当的技巧至关重要。遗憾的是，在一开始，只能对这些成本进行估计。当然，如果我们一开始就知道的话，就没有理由进行套期保值了。

资产债务调整套期保值法一般是借入一种货币的资金，

而投资于另一种货币。这类套期保值的成本就是经税收和估计的货币风险调整后的交易净额。估计成本要考虑五个主要因素：实际利率、税收、时间、现行汇率以及预期汇率。

下列公式可以用来求出潜在的成本。

第一个公式求得净额  $i_a$ ，即税后的、经风险调整的裸露货币借贷投资的成本与收益。第二个公式是一样的，只不过是求没有裸露的货币的成本和收益。 $a$  和  $b$  指有关国家， $ER_n$  指预测的在时间  $n$  的汇率。

净额  $i_a = \{ (1+i_a)^n \cdot (\text{国税率})$

净额  $i_b = \{ (1+i_b)^{n-1} \cdot (\text{国税率})$

例如，一家美国公司有一笔三个月的 25 万马克公司内部应付款要支付给其德国分公司。该制造商怀疑马克会升值，打算提前支付，但希望事先了解潜在的成本。德国（ $a$  国）的利率是 6%，美国（ $b$  国）的利率是 11.5%，美国的税率是 50%，德国的税率是 40%，现行汇率是 1 马克 = 0.36 美元。预期的三个月（ $n=0.25$ ）后的汇率为 0.37 美元。该制造商的提前支付过程可以概述如下：

- (1) 以 11.5% 的美国利率借入相当于德国马克应付款金额的美元；
- (2) 将借入的美元按即期汇率兑换成德国马克；
- (3) 提前向其分公司支付（提前支付马克应付款）；
- (4) 在分公司，将马克投资三个月，赚取 6% 的利率（或者用于同样有利的其它用途）。

提前向分公司支付的净成本实际上就是借入美元资金的利息成本减去提前支付的德国马克投资在德国获得的收益。因为交易发生在两个国家之间，

因此，必须特别注意两国不同的税收结构和汇率的预期。这一过程可以下述三个步骤加以说明：

第一步：求出美元借贷的税后成本（净额  $i_b$ ）

$$\text{净额 } i_b = \{ (+0.115)^{0.25} - 1 \} \times 0.50$$

$$\text{净额 } i_{us} = 1.38\%$$

第二步：求出税后的、经风险调整的德国马克投资利率（净额  $i_a$ ）

$$\text{净额 } i_a = \{ \{ (1+0.06)^{0.25} - 1 \} \times (0.37/0.36) \times (1-0.40) \}$$

$$\text{净额 } i_{DM} = 0.905\%$$

第三步：取第一步和第二步的净额：

$$\text{净额} = 1.38 - 0.905 = 0.475\%$$

因此，提前向德国分公司支付的潜在成本是 427 美元（ $90000 \times 0.00475$ ）。

表 10—15 显示了提前支付的成本。

美元贷款	
250000 马克 × 0.36 美元/马克	90000
利息开支(三个月, 税后): 90000 美 × {(1.1151) × 0.5}	
250000 马克投资获得的利息 250000 马克 × (1.061 - 1) = 3668 马克	
经汇率预期调整: 3668 马克 × 0.37 美元/马克 = 1357 美元	
税后	(1,241)
1357 美元 × 0.6	814
偿还本金	
净额估计成本	(90,000)
	(427)

表 10—15 估计提前支付的成本

## 第十一章会计风险管理对策

### 第一节会计风险管理的局限性

跨国企业在对其会计风险进行套期保值时，受到许多方面的局限。

首先，分支机构对其年终的收益预测不可能完全准确。如果实际收益高于或低于预测收益，将会使预期的会计风险损失或收益发生变化。

其次，外汇市场上的远期合同只面向几种主要货币。因此，处在较小国家的子公司可能无法利用远期合同对其会计风险进行套期保值，而是采用下述方法。

跨国公司可以借入子公司的记帐本位币，将其兑换成当地货币，再用它购买一年期的货币市场证券。一年结束后，再将货币市场证券兑成现金，购买子公司的记帐本位币。如果子公司的货币在这一年中大幅度贬值，就可以用比年初较低的汇率买入该种货币。从这一战略中获得的收益至少可以部分抵消子公司货币贬值带来的会计损失。

当然，只有当没有外汇管制的情况下才能使用这一战略。即使如此，这一战略也有局限性，因为子公司的收益是不确定的。因此，对会计风险实行完全的套期保值几乎是不可能的。

第三个局限性是远期汇率的损益反映了远期汇率和未来即期汇率的差额，而会计损益反映了有关期间的平均汇率。而且，会计损失不能从应税收入中扣除，而对会计风险进行套期保值的远期合同收益却包括在应税收入中。

第四个也是最重要的局限性是跨国公司在对会计风险进行套期保值时可能会增加其交易风险。例如，在某个财政年度里，子公司的货币升值了，产生了会计收益，而跨国公司在年初采取的某项套期保值战略就会因此产生交易损失，在某种程度上抵消了会计收益。会计收益只是纸面上的收益，即由于子公司货币的升值导致了以报表货币表示的收益价值提高了。然而，如果子公司将其收益在当地进行再投资的话，母公司根本就没有因子公司货币升值而获得更多的收入。跨国公司母公司净额现金流量没有受到影响。相反，因套期保值战略导致的损失却是实实在在的。也就是说，流向母公司的净额现金流量会因这一损失而减少。这样，跨国公司实际上是以增加其交易风险为代价来降低其会计风险的。

这里，我们主要是想说明，如果跨国公司真正希望降低其会计风险，可供其使用的有效方法是十分有限的。而且，跨国公司必须认识到，减少会计风险的同时会增加交易风险。在这种情况下，面临会计风险的跨国公司可能根本就不愿意采取任何套期保值措施，因为降低会计风险的好处可能还不如增加交易风险的损失大。

跨国公司管理会计风险的最佳方法应该是首先搞清楚汇率波动对其合并收益的影响程度如何。这样，股东和潜在的投资者就会对会计风险的影响更为明了。因汇率偏低造成子公司的收益在转换成母公司报表货币后导致的合并收益下降，会得到股东和潜在投资者的理解。

鉴于上述原因，许多跨国公司对它们的会计风险根本就不进行套期保值，因为它们认为会计风险对现金流量不产生影响。

如果企业决策人员决定对交易风险和会计风险都进行抵补，它会发现几

乎不可能同时对这两种风险进行抵补。例如，抵补会计风险的最容易的办法是要求母公司和所有子公司将其裸露资产和债务都以母公司的报表货币表示。这样的企业当然不会有会计风险，但它却会存在交易风险。每家海外子公司通常以其当地货币编制财务报表然后再转换成其母公司报表货币，因此在其处理以母公司报表货币计价的业务时，其以当地货币记帐的财务报表上就会出现交易损益。这些“实现了的”交易损益将影响子公司在当地国家的应税收入。在子公司的收支表合并到母公司收支表上时，税后净额交易损益将作为“汇兑损益”转换成母公司货币。因此，汇总后的跨国公司报表在其外汇帐户上将会出现净额损益，尽管这些交易损益是因子公司以母公司报表货币进行交易造成的。

为了更清楚地加以说明，假定一家美国母公司指示其驻日本的子公司将其向母公司的出口交易以美元计价。那么，日本子公司的应收帐款在其帐簿上将表示为与美元价值等值的日元，并以日元记录其销售利润。如果在母公司支付进口货款以前，日元升值 5%，母公司仍将支付合同原来规定的美元金额。日本子公司收到美元后兑换的日元将比预期的并已记录在帐的利润减少 5%，因此，在其美元应收帐款上将出现 6% 的汇兑损失。在子公司的收支表和母公司的收支表合并时，这笔汇兑损失最终将转换成美元。结果，处在美国的跨国公司母公司将会出现美元汇兑损失。

同样道理，如果企业决定消除交易风险，最终可能会导致会计风险的增加。消除交易风险最简单的办法莫过于要求母公司和所有子公司将所有面临外汇交易风险的帐户都以当地货币计价。因此，每家子公司在处理这些帐务时，就可以避免任何交易损益。然而，每家子公司却会因当地货币资产或债务出现多头或空头而产生会计风险。母公司的合并报表将会出现每种当地货币的会计风险。

在对交易风险和会计风险进行防范时，税收因素也起着很重要的作用。交易损失通常被认为是“已实现了的”损失，因此可以从应税收入中扣除。然而，会计损失却是帐面损失，不产生现金流量，因此，不能从应税收入中扣除。

## 第二节 会计风险管理技巧

### 一、会计风险套期保值基本策略

企业管理其会计风险的方法不外乎三种：调整现金流量、签定远期合同以及风险冲销。表 11—1 中列出的降低会计风险的基本套期保值策略都要利用这三种方法。这一基本策略的核心就是增加硬币资产、减少软币资产，同时减少硬币债务、增加软币债务。例如，如果当地货币可能发生贬值，可以采取以下基本套期保值战略：降低现金水平，紧缩信贷条件以减少应收帐款，增加当地货币借款，推迟应付帐款，并在远期外汇市场上卖出软币。

尽管这些方法普遍被企业采用，但它们也并不是万能的。如果市场已经认识到货币升值或贬值的可能性，那么，就会在各种套期保值的成本中将这一认识体现出来。只有当企业的汇率预期与市场普遍预期不同，并且比市场预期高明时，才能提前进行套期保值以降低成本。

表 11—1 会计风险套期保值的基本策略

	资产	债务
硬币(可能升值)	增加	减少
软币(可能贬值)	减少	增加

## 二、会计风险套期保值技巧

### 1. 调整资金流量

对当地货币贬值进行套期保值时，大多数保值技巧都会减少当地货币资产或者增加当地货币债务。如果要降低会计风险，这些资金必须转换成硬币资产。例如，一个公司要降低其会计损失，必须在当地货币贬值以前，将其持有的当地货币转换成母公司所在国货币。这一转换可以通过各种资金调整技巧，直接或间接地完成。

资金调整技巧通过改变母公司及子公司预期现金流量的金额或货币，以降低企业当地货币的会计风险。如果预期当地货币将贬值，资金调整的直接方法包括将出口以硬币计价而进口以当地货币计价，投资于硬币面额证券，用当地货币贷款代替硬币贷款。间接方法包括调整子公司之间销售商品的转移价格、加快红利、特许费等的支付、调整子公司之间帐款的提前和推迟收付安排。预期当地货币升值时，套期保值的技巧正好相反。基本套期保值技巧见表 11—2。

#### 表 11—2 基本套期保值技巧

有些套期保值技巧或工具的采用需要相当长的超前时间。如转移价格，一旦确定，就不能轻易改变。此外，转移价格、特许费及红利等的资金调整战略属于公司领导层的决策范畴，不是财务人员能够控制的。

尽管签定远期合同是一种普遍的风险管理技巧，提前滞后收付也同样重要。如果当地国家没有当地货币远期合同，提前滞后收付法和当地货币借贷法可能就是最重要的方法了。

### 2. 远期合同套期保值

远期合同可以通过创造一笔具有抵消效应的外币资产或负债降低会计风险。例如，美国某跨国公司的英国子公司有一笔 5000 万英镑的会计风险（即英镑资产超过英镑债务的部分），该英国子公司可以将这 5000 万英镑在远期市场上全部售出，以完全消除会计风险。其会计受险部分的任何损失（收益）都将被远期合同相应的收益（损失）所抵消。

我们知道，交易风险同样也可以利用远期合同进行套期保值，而会计风险的远期合同套期保值与其有所不同。在将远期合同运用于会计风险时，实际上根本谈不上“套期保值”，它是一种利用远期合同进行投机，以期获取与帐面会计损失相等的收益。当然，应该注意的是，远期合同的损失（收益）会对现金流量产生影响，属于应税收入（应扣除收入），而会计收益（损失），却是未实现的损益，不必纳税（或减免税收）。例如，假定美国某跨国公司的法国子公司利用远期合同对其会计风险进行套期保值。它现在在远期外汇市场上卖出远期裸露货币，将来在即期市场上买进该种货币，并且在将来按远期合同将购买的货币用于办理交割。远期合同的金额可以用以下公式加以确定：

$$\text{远期合同金额} = \frac{\text{报表货币的潜在会计损失}}{\text{每单位当地货币每单位当地货币} \times \text{合报表货币的远合报表货币的预} \\ \text{期汇率期未来即期汇率}}$$

上述公式中的分母，即远期汇率和预期的未来即期汇率之间的差额，代表了每单位母公司报表货币的预期外汇利润。这一利润被报表货币的潜在会计损失除，就得出了必须在远期市场上出售的外汇金额。

假定预期的一年以后的即期汇率为 8 法郎/美元或者 0.125 美元/法郎，现行的一年期远期汇率为 7.5 法郎/美元或 0.1333 美元/法郎，潜在的会计损失为 25 万美元，利用上述公式，则：

如果该法国子公司以 0.1333 美元/法郎的远期汇率在远期市场上出售远期法郎，并在将来从即期市场上以较低的预期即期汇率 0.125 美元/法郎将其买回，该法国子公司每个法郎将获得 0.0083 美元的收益，用 3000 万法郎的合同金额计算，套期保值总利润将是。

按今天的远期汇率出售法国法郎的收益：

$$30000000 \text{ 法郎} \times 0.1333 \text{ 美元/法郎} = 4000000 \text{ 美元}$$

减一年后购买即期法郎的成本：

$$30000000 \text{ 法郎} \times 0.1250 \text{ 美元/法郎} = 3750000 \text{ 美元}$$

$$\text{套期保值的净利润} = 250000 \text{ 美元}$$

只有当该法国子公司的汇率预测绝对准确的情况下，该子公司才会通过这一套期保值交易获得 25 万美元的收益，从而与 25 万美元的潜在会计损失抵消。如果一年后的即期汇率不是 8 法郎/美元，该子公司不是遭受损失就是获得收益。这取决于其汇率预测偏离实际即期汇率的方向。由此可见，这一远期套期保值实际上是对未来即期汇率的投机。在企业不存在会计风险时也同样可以这样做。

同时，远期合同的 25 万美元的收益将成为应税收入，而会计损失却不能从应税收入中扣除。因此，实际套期保值金额要比上面提到的大。如果公司所得税率为 34%，需要出售的远期法郎应为  $30000000 \text{ 法郎} / (1 - 0.34) = 45454545 \text{ 法郎}$ 。

### 3. 风险冲销 (exposure netting)

风险冲销是当跨国公司拥有一种以上外币头寸或者拥有同一种货币的相反头寸时可以利用的一种风险管理技巧。

风险冲销主要有两种形式：双边冲销和多边冲销。

双边冲销是指如果两家子公司有相互销售交易的话，可以以某种固定汇率，把双方相互间的到期应收款抵消结算。假定双方交易涉及的货币不止一种，那么，就必须将它们转换成同种货币。

多边冲销是指有多家子公司相互交易的帐款相互抵消结算。由于涉及的方面较多，对管理的要求也相应增加，一般要求设立控制中心，即中央清算中心，它与各自公司的帐户联系在一起。

在管理会计风险时，跨国公司可以利用双边冲销和多边冲销对各子公司的当地货币头寸进行冲销。拥有甲种货币资产的子公司可以和拥有同种货币债务的子公司进行冲销，最终使跨国公司总的会计风险降低。多边冲销流程如图 11—1。

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300550\_0223\_1.bmp}

### 三、会计风险套期保值成本分析

保值的成本必须合理。如果预期的成本大于潜在的风险损失，进行这项保值就不值得了。理想的情况是，保值成本只占潜在损失的一小部分。

表 11—2 中所列套期保值技巧的作用有时被高估了。如果当地货币贬值的可能性不大，那么，其成本就会很高，如果当地货币可望贬值，则使用这些技巧的成本（如当地借款的成本），会因这种预期的影响而提高。例如，1982 年 8 月比索贬值以前，墨西哥的所有公司都推迟比索应付款的支付。当然，这一技巧不可能带来净额收益，因为一家公司的应付款就是另一家公司的应收款。

即使在国家之间转移资金也不是没有成本的。加速公司内部汇款而推迟收款的净效应，实际上是迫使货币贬值国的子公司增加当地货币的借款以满足其流动资本的需要。转移资金的净额成本就是当地货币贷款的成本减去使用这笔资金的收益。而贬值货币的利率较高，可能会抵消货币贬值带来的任何收益。

降低现金持有水平以降低风险，也可能对子公司的经营产生消极影响。出售当地货币证券需要付出机会成本（即硬币的低利率）。一个企业不论预期货币贬值还是升值，都要降低剩余的现金和有价值证券水平。一旦现金余额保持在最低水平上，再进一步降低就要考虑一些实际成本和预期收益了。

通过将出口交易以外币计价，进口交易以当地货币计价，可能导致销售额的减少以及企业控制进口价格能力的削弱。同样，紧缩信贷条件也会降低企业的利润。

总之，管理外汇风险需要付出代价。各种风险防范措施的代价总结如表 11—3。

EMBED Word.Document.6 \s

## 第十二章企业的外汇风险战略

汇风险可以通过一定的途径进行管理，使风险造成的损失降到最低。面对管理外汇风险的诸多方法，企业不应该对各种风险管理工具不加比较和区别而盲目采用。外汇风险管理作为企业的一项重要管理任务，应当作为一个整体来进行通盘考虑。由于外汇风险造成的损失非常复杂，不仅应分别研究各种风险管理工具，而且更应研究如何更有效地、综合地运用这些工具以及在不同的情况下如何对这些工具进行合理组合，以实现外汇风险管理的总体目标。风险管理的各项工具不能简单地单独使用，而应实行优化组合，体现以最少的费用支出，获得最大安全保障效益的宗旨。因而，在外汇风险管理中，风险管理策略具有非常重要的地位。

每个企业在管理其外汇风险时，所遵循的程序不尽相同，但一般来说，外汇风险管理的程序应该包含以下几个步骤。

### 一、确定和衡量受险部分

也就是确定企业是否存在外汇风险并衡量承受外汇风险的具体金额等。

### 二、确定目标

根据公司的政策、优势和劣势、内部和外部环境确定企业的风险管理目标。不同的企业可能有不同的风险管理目标。一般来说，实力较弱的企业，承受外汇风险的能力有限，其管理风险的主要目标是避免或减少损失。而实力较强的企业，承受外汇风险的能力较强，其风险管理目标可以不仅是避免或减少风险损失，还可以利用风险提供的机会盈利。

### 三、确定风险管理战略

包括对汇率进行预测以及确定风险管理方法。

### 四、实施管理过程

根据风险管理战略确定的方法对外汇风险进行管理，同时对风险管理过程不断观察、控制风险管理的业绩并在事后对其进行评估。

## 第一节外汇风险管理的总体目标

### 一、外汇风险管理策略的内涵和外延

外汇风险管理策略旨在根据外汇风险管理目标和宗旨，在科学的风险分析基础上，合理地选择风险管理工具，从而制定出管理风险的总体方案。外汇风险管理策略从内涵来看有两个基本方面。其一，外汇风险管理策略是基于外汇风险管理目标和宗旨之上的，有什么样的风险管理目标，就有相应的外汇风险管理策略，风险管理决不能脱离这个目标，而必须遵循以最少的费用开支，获得最大的风险管理效果或安全保障效益的原则。其二，风险管理策略是对风险管理各项工具的优化组合和综合运用，是对风险管理基本程序的具体实施和统筹安排。风险管理策略是研究如何从宏观或总体的角度制定这一程序的实施的总体方案或总体计划的。这一总体方案的制定，主要根据风险管理的目标、企业面临的风险程度、各种工具的利弊等因素进行综合分析，使各种工具、各项措施能够取长补短，相互配合，并在最低费用水平上获得最大效益。实际上，在人们管理外汇风险的实践中，也都自觉不自觉地运用各种风险管理工具和技术，并在一定程度上将各种工具结合起来，但是，风险管理策略所强调的是怎样、或如何更科学地、更有效地将这些工具结合

起来，从更高层次上加以运用。

外汇风险管理策略的外延因风险及损失问题的复杂性和普遍性而变得非常宽广。从广义上来说，它包括对人们所面临的所有外汇风险的态度和处理方法，实际上是指我们前面所说的广义的外汇风险。从狭义上来看，风险管理策略的外延现阶段主要是指对企业所面临的狭义的外汇风险的处理方法。

## 二、外汇风险管理的总体目标

在大多数情况下，对所有风险都进行防备是不可能的，而且对某些风险的防备要付出很大代价。因此，企业在防范外汇风险以前，必须根据自身的实际情况确定风险管理目标，然后再根据风险管理目标确定风险管理策略。

企业管理外汇风险的目标主要有以下一些：

### 1. 长期收益最大化

这类企业管理外汇风险的目标是使企业股东的长期收益最大化，特别强调的是税后利润的最大化，而宁可让其短期收益发生一定的波动。防范经营风险就成为这类企业的首要任务。

### 2. 短期收益最大化

这类企业的首要任务是防范交易风险和会计风险，力求短期收益最大化而忽视长期的经营结果。

### 3. 外汇损失最小化

这类企业的着眼点在于尽量减少外汇损失。一般来说，这类企业的风险损失承受能力较小，宁愿维持较低收益率，也不愿冒可能产生损失的风险。

### 4. 市场份额

这类企业在管理外汇风险时，首先考虑的是扩大和维持自己的市场份额，即使在短期内牺牲一些利润也在所不惜。这一目标大多适用于刚刚进入某个新市场的企业或拥有刚刚打入市场的新产品的企业。

## 第二节 外汇风险管理策略的确定

企业的风险管理目标在很大程度上决定了它使用的风险管理策略。企业的这些目标又应该反映企业对周围环境的看法，特别是它对市场运作的看法。

企业的经营政策、规模和业务性质等决定了企业所采用的风险管理策略的类型，外汇风险管理策略是指从事国际经济交易的外汇银行、进出口商等对外汇风险所持的一般态度。主要有下面几种类型的策略。

### 一、否定型策略

对一切外汇风险均持否定态度，只用本国货币进行国际经济交易。由于没有外汇头寸，毋需进行外汇买卖，因此，企业根本不承担任何外汇风险。这种策略对企业来说非常安全可靠，但不易被交易对方所接受。

### 二、消极型策略

对一切外汇风险都不采取任何措施，汇率变动有利时坐收渔利，汇率变动不利时甘愿蒙受损失。

### 三、防守型策略

采取这种策略的企业，以稳健为原则，尽量减少可能发生的外汇损失。在具体做法上，此类企业在对外进行出口报价时，力求以本国货币报价，其所有外币应收款，都适时地进行远期保值，尽可能避免风险。在对外借贷方

面，它们在高收益和低风险之间进行选择时，挑选的是低风险，即尽量将其外币的资产和外币的负债相对冲，使其外币现金的流出量和外币现金的流入量相抵消。这里，企业并不准备获得意外的收益，重要的是，它不希望出现意外的损失。比较保守的企业通常采取这一策略。

#### 四、进攻型策略

采取这种策略的企业对外汇风险持积极态度。不仅希望通过一系列措施减少损失，还要尽力利用汇率的有利变动获得利益。

主动进攻型的企业使用的风险管理技巧和保守型企业使用的技巧没有什么两样，但是，它们以不同的方式实施这些技巧。保护自己仍然是首要目标，同时，主动进攻型企业还寻求获得潜在的利益。例如，企业故意持有以即将贬值的货币表示的应付帐款。

一个企业只有在能够对汇率变动的可能性和确切时间比市场更准确地作出估计时，才能从风险管理中获益。希望通过对汇率进行预测而获利是一种投机，而不是风险管理。一个风险管理者应该假定他所知道的，市场也知道。如果谁认为他掌握着别人没有的信息，那么就可以进行投机，但是，不能把投机和风险管理混为一谈。

如果金融市场是高效率市场的话，企业无法防范可预期的汇率变化，因为利率、远期汇率以及合同价格已经反映了货币的变化。企业只能防范非预期的货币变化。

对货币变化作出反应的技巧不可能产生净收益，因为一家公司的应付帐款就是另一家公司的应收帐款。再比如，一家公司需要一笔美元贸易信贷，必须有另一家公司向它提供这笔信贷。假定借贷双方都很理性的话，在利率成本真正反映币值变化以前，双方不可能达成交易。

即使从一个国家向另一个国家转移资金也并非毫无成本的风险防范措施。在推迟收取公司内部应收帐款的同时，加速汇款的净效应是使在贬值国家的子公司增加其当地货币的借款，以满足额外的营运资本的需求。因此，转移资金的净成本就是当地货币贷款的成本减去使用这笔资金获取的利润，例如，提前偿还硬币贷款。两者都已经预期汇率变化调整。预期贬值的当地货币往往利率较高，可能抵消当地货币的贬值。

总之，管理外汇风险需要付出代价。

在有些情况下，企业可以不进行投机而利用当地政府获利。在币值高估的情况下，如 1982 年的墨西哥比索，如果没有实行禁止资本外流的外汇管制，而且可以以官方汇率获得硬通货的话，那么，货币就可以通过公司内部支付方式转移出这个国家。

总的来看，消极型和否定型策略是不可取的，而防守型策略和进攻型策略各有利弊。企业具体选择何种策略，主要取决于它们对外汇汇率变动的预测能力。如果企业能够准确预测出汇率波动的基本趋势和一定时期内汇率波动的具体幅度，那它就可以采用“进攻型策略”。但如果企业无法做到这一点，则不应该冒过大的风险，而应采取“防守型策略”，力争使损失降到最低。从现实情况来看，在布雷顿森林体系下，由于汇率是固定的，即使偶尔有所变动，一般也能够确定其变动方向，所以采取进攻型策略比较有把握。而在当前的浮动汇率制下，由于国际外汇市场汇率经常变动，很难准确地对其进行预测，因此，在当前汇率不断浮动的情况下，企业应采取“防守型策略”。

在采取防守型策略时，企业又应根据自身的具体情况，采取适合于自己的实际步骤。我们可以把从事对外经济交易的企业分成三个类型：偶尔从事进出口业务的企业，主要从事进出口业务的企业和纯粹的国际性企业。它们实施的“防守型策略”的步骤，也有所区别。

#### 1. 偶尔从事进出口业务的企业

这类企业的产品主要用于内销，但有时也可能向国外出口，偶尔也有可能遇到外汇风险。此类企业回避外汇风险的基本方法，是使用远期外汇市场，以使企业的本市收入免遭汇率变动的影响。不过这样一来，企业就失去了在汇率变动时可能带来的获利机会。并且，企业从事远期外汇交易，也要付出一定的代价。然而，企业应该认识到，此时其主要任务是从事国际商品交易而不是外汇交易。它的主要利润来源应来自商品的销售收入而不应该依赖于汇率变动而带来的意外收入。如果远期外汇交易的成本过高，企业则可以将产品进行内销，放弃出口业务。

#### 2. 主要从事出口的企业

这类企业的产品及其服务主要是面向国外市场的。这类企业在面对外汇汇率变动的风险时，首先可以考虑变动出口商品的价格或调整出口商品的数量。例如当外汇汇率下跌时，这类企业可以相应地提高外币售价或增加外销商品的数量。如果这样做不能为市场所接受（例如提高价格将导致销售量下降），则可以考虑大量利用远期外汇市场。但是，由于这类企业主要从事出口，要全部从事远期外汇交易，其数额将会非常庞大，从而成本也将提高。所以，其最好的方法是，在大量出口的同时，持有该种外币的债务，这样，汇率的任何变动都将被债权、债务的相反运动所抵消。

#### 3. 国际性企业

这类企业的特点是在至少一个以上的国家或地区设有分支机构。它们的原材料、半成品、元器件等，可能来自不同的国家或地区。根据国际经验来看，这类企业规避外汇风险的较好方法，是加强资产和负债管理，特别是负债管理。因为这类企业之所以能获得利润，是由于它们能够开发某些专业化的市场，如汽车、化工产品、计算机、精密仪器等。其财务管理的基本职能，是防止非预期的利率和汇率的变动对其预期的利润产生不利影响。为此，这类企业可以通过操纵营业变量或金融变量来达到上述目的。但是，其营业变量的变动，例如原材料的来源、产品的制造、工厂的区位配置、市场的选择、产品的定价等等，往往取决于生产的技术因素，不容易在短期内予以变更。而其金融变量，如信贷的可得性、信贷的数量和条件等，却比较容易在短期内予以变更。因此，这类企业较易于通过负债管理来抵消外汇风险。其基本方法是，首先估计汇率变动对企业现金流量的可能影响，然后，设法建立起一个使风险尽可能小的负债结构。例如，一家德国公司在我国设立了一家独资或合资企业，那么，其营业收入同人民币汇价的情况有关。于是，它就可以尽力争取使用人民币和借用人民币。这样，当人民币的汇价下降时，虽然其收益将受影响，但其支出也将减少。资产和负债合计，两者的风险可以相互抵消。

### 第三节 外汇风险管理的组织安排

由于外汇风险会对企业经营活动的财务状况产生重大影响，因此，有对

外业务的企业财务部门，应把管理外汇风险作为其重要的职能之一。为了有效地进行管理，企业财务部门应达到这样两项基本的组织目标。

第一，外汇风险管理应同企业的经营活动紧密结合。也就是说，财务部门应加入企业的生产、购销和市场经营等的决策过程。作为企业的主管来说，应当把外汇风险管理作为整个企业的业务活动中的基本组成部分。因为企业在国际经济交往中的几乎任何一项活动，都可能牵涉到外汇风险。例如，在企业从国外进口原材料时，国别选择和货币选择的不同，就可能造成截然不同的风险。同样，在产品的销售、市场的开发、信贷资金的获得等方面，不同的决策也都可能产生不同的外汇风险。因此，企业的外汇风险管理，是不能同企业的日常经营活动分开的。要使这两者结合起来，一般可以组织企业各业务部门如购销、生产、市场开发等部门的负责人，定期地同财务管理部的负责人碰头，以评论和分析那些会产生外汇风险的战略决策和战术决策。在这一过程中，可以使信息发生双向的流动，即财务管理人员可以向其它部门负责人指出他们的经营决策的外汇风险含义，而其它部门的负责人则可以向财务人员解释具体业务的操作程序、它们同外汇交易的关系以及外汇风险问题如何由此产生等问题。

将外汇风险管理同企业的经营活动结合起来，可以使企业广泛利用已有的外汇风险管理技巧。这些技巧可以分成内部技巧和外部技巧两种。所谓内部技巧，是指同企业的经营活动直接相关的外汇风险管理方法，如对企业的现金、原材料的来源地、产品价格、购销所使用的货币的管理等。所谓外部技巧则是指同企业本身的生产和营销活动并无直接关系的外汇风险管理方法，如签定远期外汇合同、进行短期外币借款、将外币汇票进行贴现、要求政府给予外汇风险管理的担保等。而把外汇风险管理同企业的经营活动结合起来以后，企业首先就会注意到内部技巧，认真地采用更好的现金管理方法，改变原料的来源地格局，提高或降低外币价格，改变企业经营中所使用的外币的种类等，因为这些方法可以结合企业的日常经营决策同时做出，其次企业才会考虑使用外部技巧，如远期外汇合同等。这种首先使企业本身的生产经营结构较能适应外汇风险的冲击，同时辅之以必要的外部防范措施的做法，是较为可取的。

相反，如果企业将外汇风险的管理同日常的经营决策分开，就会使外汇风险管理的范围、措施和效果受到限制。这时，企业的财务部门只能主要依靠下属各单位根据预测情况上报的对外汇风险的估计进行管理，并且将主要依赖于外部技巧来防范外汇风险。由于同日常经营活动分开，因此，企业的财务部门将很难及时使用甚至无法使用外汇风险管理的内部技巧。这样，企业的外汇风险管理将主要集中于治疗问题的表症而不是它的痛恨上面，企业的注意力将只能放在外汇市场的动向上，而不是企业的内部生产和经营方面。这就意味着，当国际市场货币汇率发生突然变动时，企业将受到伤害。

第二，外汇风险管理必须是协调的。也就是说，企业对外汇风险进行管理时应坚持集中管理的原则，因为企业所面临的外汇风险只有从企业的全部外汇状况来考察才是有意义的。如果企业的各个下属单位为了防范外汇风险而各自为政，各自采取相互抵消性的行动，则会增加企业的交易成本，并过分强调外部技巧，同时，也不利于企业有效地控制其外汇交易。

在外汇风险管理领域，对集中管理褒贬不一。支持集中管理的观点认为，分支机构的财务人员往往设法使其自身的财务地位和风险地位最优化，而忽

视公司的全局利益。例如，一家数十亿美元的美国消费品公司让其子公司决定其风险管理策略，这家企业的子公司财务人员忽视了公司在全球范围内汇总其风险并将有利和不利风险进行冲销的可能性。如果子公司甲用英镑计价向子公司乙出售商品，从总公司的角度来看，这些英镑风险汇总后已经冲销（只是税前冲销）。如果甲、乙各自对其英镑头寸进行管理的话，就会产生不必要的套期保值，甚至，零风险经各自保值后反而会变成多头或空头，造成新的风险。而且，在它们与外部客户进行交易时，一些子公司产生多头，而另一些子公司产生同一种货币的空头。由于缺乏对公司总体外汇状况的了解或来自公司总部的鼓励，子公司可能分别采取保值措施，最终使整个公司在某种货币的风险不是减少了，而是增加了。

集中型外汇风险管理的另一个优点是，通过风险网络技巧获利。因此，集中管理可以利用更少的保值行动来达到一定的安全保障。

一旦公司确定了其愿意承受的最大风险，它就可以在世界范围内选择最便宜的方法来管理其剩余的风险。在这个阶段，无论是计算应当保值的金额或者保值的成本，税收效应非常重要。只有公司总部才能做到。由于市场的不完备产生的各子公司之间的税前保值成本差异也需要使用集中管理。

当然，企业要对外汇风险实行协调的、集中的管理并非易事。因为，有许多因素会制约企业外汇风险管理的集中。例如，企业的国际经营活动若是按国别进行管理的，其风险管理的决策，也易于有分散化的趋向。此外，在企业的各个部门中，各有关负责人个人影响力的大小，往往也会影响到集中和协调管理的程度。但是，各企业必须明确，对外汇风险实行集中管理，是有利于企业根本利益的做法。因此，必须予以坚持。从国际经验看，即使是一些对生产和经营活动实行分散化管理的大跨国公司，它们的外汇风险管理也是实行集中原则的。

在一般情况下，企业对外汇风险实行协调的、集中的管理，主要有两种方法：

#### 1. 集中呈报法

企业的各下属单位将其外汇风险状况呈报给企业主管部门之后，决策权同时也转移给了企业的有关主管部门。该主管部门在收到外汇风险信息之后，做出管理决策并将这些决策通知下属单位。在这一过程中，企业外汇风险的集中管理，又可分为三个层次：第一，企业主管部门对其下属单位只给予一般性的指导原则；第二，企业主管部门对某些外汇风险的管理发出特定的指示；第三，企业主管部门代替其下属单位，实际地从事风险管理。

#### 2. 结构化管理法

在这种方法下，企业下属单位将实际发生的外汇风险状况，都呈报给公司总部。若该企业是一个国际性的公司，在全世界各地都设有分支机构，则可转呈其地区性的总部，如设在亚洲的总部等。随后，再由其总部（或地区性总部）直接进行外汇风险管理。这时所采用的方法，当然也可以是前面所说的外汇风险管理的“内部技巧”和“外部技巧”。但在多数情况下，一些国际性企业，较多地是侧重于“内部技巧”，如改变企业内部各分支机构所使用的货币种类等。

### 第四节 外汇风险管理中的信息系统

在当今的信息时代里，企业在管理外汇风险时，信息的作用是十分重要的。

### 一、外汇风险管理对信息的基本要求

虽然对不同的企业来说，外汇风险管理的信息系统可能很不相同，但对信息的基本要求，则大体上有以下一些基本原则。

(1) 外汇风险管理所需的信息，应该具有先期性、先导性。因为企业管理外汇风险的目的，是作出决策以应付未来事件的影响，所以，其所需的信息，重点是一些预测性的资料。历史性的信息资料，从根本上讲，用途是有限的。

(2) 信息的报告期应该及时、充分。从一个国际性的企业来说，其各个分支机构如果偶尔地报告其外汇状况和营业细节，或者要隔很长时间才报告一次其外汇情况，这对财务管理部门来说，是不充分的。因为在这段时期内，汇率很可能会发生变动。如果只凭这偶尔的报告，企业财务部门就作出决策，就很可能出现不适当的反应。这种情况，对一些虽然不是国际性的然而有较多出口业务的企业来说，也大体适用。

(3) 信息流动要减少中间层次。即有关外汇情况的各类信息应尽量直接地传递给财务主管部门，而不必层层加总，或层层进行分解。

(4) 对信息的要求应该使人能够理解。有关主管部门应使下属负责收集信息资料的单位理解其所收集的资料将如何使用，以及这些资料的重要性。这样，可以更好地激励这些单位的信息收集工作。

(5) 对信息的繁简程度应有明细的要求。这是指：信息不但应该详细明确，而且对不同的单位和部门，应区别情况，提出不同的要求。

### 二、外汇风险管理信息系统

在以上基础上，企业还应建立有关外汇风险的信息系统。它可以分成两部分：

#### 1. 外汇风险的识别系统

其主要任务是提供整个企业的外汇风险信息资料。为此，应当有一系列的有关外汇风险的报表，其中主要有：资产平衡预测表、收入预测表、现金流量预测表、信贷和投资机会评论报告以及关于外汇风险实际变动的特别通知书等。这些报表须按国别和货币进行分类，并须按年度、季度和月份分别编制和呈报。一般情况下，有关外汇风险信息资料，其呈报频率应至少为每月一次（如果较小的企业，则向其总公司每季度呈报一次）。除了这些定期的报表之外，企业的各个组成单位在汇率变动预计将要发生或已经发生时，还应以电报方式向企业总部迅速呈报特殊报告，告知外汇风险的重要变动。最后，企业的财务部门，还应定期编制按货币和国别分类的总的外汇风险总览表。由此构成企业外汇风险的识别系统。

#### 2. 外汇风险的管理信息系统

企业一旦计算出其外汇风险之后，就要决定采取何种管理行动。对大部分企业来说，这一决策过程基本的一步，是形成对汇率将如何变动的看法。而这就牵涉到收集和总结内部信息（即公司本身的有关单位所提供的信息）及外部信息（如银行、政府部门、专业的货币预测机构等提供的信息）。其次，则要编制汇率变动趋势的统计直方图，即由各预测者给出未来的汇率变动范围的概率，然后按一定的权数将其加总。这种以直方图形式进行加权的汇率变动范围的概率，可以用来同市场上的远期汇率进行比较，也用于作出

管理决策。在这一过程中，企业还应该注意外国货币的本国经济单位的预测（如美国的各类经济机构对美元汇率的估计等），因为这些单位往往对其本国货币的情况更熟悉。通过收集这些单位对货币趋势的估计，企业可以收到信息的双向流动的利益。

企业一旦形成了关于外币汇率变动情况的概率，接下来就可以估计各种可能的汇率变动所将产生的外汇损失和收益。这种估计集中于比较最可能的情况和最好的以及最坏的情况。企业可以从分别计算采取一定的行动来消除外汇风险的成本，则应考虑采取管理行动。如成本超过收益，则应考虑采取其它更好的保值行动。同样，如成本小于从汇率变动中企业可能遭受的损失，也应该考虑采取管理行动，但若成本超过了企业可能的损失，则需要考虑采取其它更好的办法。

### 第五节 外汇风险管理策略应考虑的问题

从外汇风险管理的内涵和外延的分析中，我们知道，外汇风险管理决策的制定，风险管理各种工具的有机结合，应该而且必须建立在风险管理的特定目标基础上。这既是风险管理的内涵的基本要求，要符合现代科学管理的要求。

为了实现外汇风险管理的目标，在运用各种工具时，应该考虑到企业自身具有的应付损失的能力。在自身具有较强的应付损失的能力的情况下，企业需要通过风险管理处理风险的程度相对要小些，风险也较容易得到处理。反之，如果企业应付损失的能力很弱，那么，将在很大程度上借助于风险管理。因而，分析企业可能遭受损失的程度，它们应付损失的能力的大小，是风险管理决策首先应考虑的问题。

就企业的外汇风险管理而言，在分析企业的应付损失的能力时，首先应明确目标，然后根据不同的风险管理目标分别考察其吸收损失的能力。因为目标不同，直接决定着企业应付损失的程度。一旦目标已经确定，则应注意分析以下几个因素：

#### 1. 风险管理工具的作用

所选择的风险管理工具必须能够起到预期的作用，也就是避免风险的作用。

#### 2. 成本与风险

外汇风险管理的成本必须合理。如果预期的风险管理成本大于潜在的风险损失，很显然，这种风险管理的成本太高。理想的情形是，风险管理成本只占潜在损失的一小部分，甚至根本没有成本。

#### 3. 时间

风险管理的工具必须和外汇风险的期间相一致。例如，利用长期风险管理工具、如长期借贷，管理短期风险显然是不合适的，即使其成本最低。一旦风险期间已过，长期借贷就没有风险可以抵消，因而其本身就变成一种风险。

#### 4. 灵活性

风险管理工具必须满足其所要管理的风险的敏感度要求。例如，一个企业用签定远期外汇合同的方法管理未来的或有销售（可能实现也可能不实现的销售）。如果这一销售没有进行，企业则会处于投机地位。

## 5. 法规

某些工具的使用受到特定的外汇条例和法规的限制。

