

第七章 外汇风险管理

7.1 学习要求

- 掌握外汇风险的概念、种类和成因；
- 了解外汇风险的管理原则；
- 学会常用的外汇风险管理方法。

7.2 内容简述

7.2.1 外汇风险概述

1、外汇风险含义

1) 外汇风险概念：又称汇率风险，指在不同货币的相互兑换或折算中，因汇率在一定时间内意外变动，致使相关主体的实际收益低于预期，或是实际成本高于预期，从而蒙受经济损失的可能性。

2) 外汇风险对象：承担外汇风险的外币资金被称为“敞口”或“风险头寸”。在外汇买卖中，风险头寸表现为外汇持有额中“超买”(overbought)或者“超卖”(oversold)的部分。在企业经营中则表现为其外币资产负债不匹配的部分，如外币资产大于或小于外币负债，或者外币资产与外币负债在金额上相等，但是期限长短不一致。

3) 风险构成要素：风险头寸、风险因素、受险时间、风险事故、风险结果。

例如，某中国企业与巴基斯坦开展进出口业务，只用人民币计价并结算，则不涉及货币兑换问题，因此没有外汇交易风险。又如某企业因进行出口业务需要，同一天收入一笔外汇，并支出币种相同、金额相同、期限相同的另一笔外汇，则虽然发生了货币兑换活动，但不存在风险头寸，也没有受险时间，因而同样不受外汇风险影响。再如，我国90%以上的进出口活动会选择美元计价，即便是与日本、欧盟国家进行贸易也不例外，原因在于近年来人民币实际上是钉住美元，汇率水平基本不变，而美元与日元、欧元的汇率波幅较大，意味着人民币对这两种货币的波幅也比较大，选择美元有利于企业规避外汇风险。

2、外汇风险种类

1) 外汇交易风险：指企业或个人在交割、清算对外债权债务时因汇率变动导致经济损失的可能性。以货币兑换为特征，涉及一切以外币为媒介或载体的经济交易，包括：进出口贸易、涉外货币借贷、对外直接投资、外汇买卖。

(1) 贸易背景下的交易风险：

- ❖ 风险因素：以外币计价结算
- ❖ 受险时间：从贸易合同签订到结算完成
- ❖ 风险头寸：进口付汇/出口收汇金额
- ❖ 风险事故
 - ☞ 对进口商—计价结算外币在受险时间内升值
 - ☞ 对出口商—计价结算外币在受险时间内贬值
- ❖ 风险结果
 - ☞ 进口商购买外币的成本高出预期
 - ☞ 出口商实际收入的本币低于预期

(2) 外汇买卖背景下的交易风险

- ❖ 商业银行从事的外汇买卖
 - ☞ 中介性买卖、套汇性买卖、投机性买卖和平衡性买卖
 - ☞ 只有中介性买卖和投机性买卖存在交易风险
- ❖ 中介性外汇交易风险是商业银行被动承担的
 - ☞ 受险时间：从空头日或多头日至轧平日之间
 - ☞ 风险头寸：空头或多头的外汇头寸
 - ☞ 风险事故：受险时间内空头外汇升值或多头外汇贬值
 - ☞ 风险结果：轧平日的支出高于预期或收入低于预期

2) 折算风险

指涉外企业合并财务报表时因货币折算处理而承担的汇率变动风险。由于汇率波动，选择不同时点的汇率评价外币债权债务，可能造成较大的会计账面损益。虽然折算风险只涉及账面损失，但仍然可能不利于对涉外企业的业绩评价。

3) 经济风险

指由于汇率变动使企业未来现金流量折现值发生损失的可能性。经济风险程度的高低，主要取决于企业销售额、产品价格等关键指标对汇率变动的敏感性。例如，当一国货币贬值时，出口商一方面因出口货物的外币价格下降，有可能刺激出口使其出口数量增加而获益；另一方面如果出口商在生产中使用的主要原材料为进口品，因本国货币贬值会提高本币表示的进口品的价格，出口商的生产成本增加，结果该出口商在将来的纯收入可能增加，也可能减少，该出口商的市场竞争能力，市场份额将发生相应的变化，进而影响到该出口商的生存与发展能力，此种风险就属于经济风险。

影响公司本币流入的交易	本币升值	本币贬值
国内销售（相对于国内市场上的外国竞争）	减少	增加
以本币计价结算的出口	减少	增加
以外币计价结算的出口	减少	增加
对外投资的利息收入	减少	增加
影响公司本币流出的交易：		
以本币计价结算的进口	无影响	无影响
以外币计价结算的进口	减少	增加
对国外借入资金的利息支付	减少	增加

7.2.2 外汇风险的管理技术

1、外汇风险管理原则

1) 全面重视原则

要求企业、个人和政府部门对自身面临的外汇风险高度重视。外汇风险有不同的种类，有的企业只有交易风险，有的还涉及经济风险和折算风险。不同的风险对企业的影响不同，有的是有利的影响，有的是不利的影响。因此，涉外企业和跨国公司需要对外汇买卖、国际结算、会计折算、企业未来资金运营、国际筹资成本及跨国投资收益等项目下的外汇风险保持清醒的头脑，做到胸有成竹，避免顾此失彼，造成重大的损失。

2) 管理多样化原则

企业经营范围、经营特点、管理风格各不相同，涉及的外币的波动性、外币净头寸、外币之间的相关性、外汇风险的大小都不一样，因此每个企业都应该具体情况具体分析，寻找最适合于自身风险状况和管理需要的外汇风险战术及具体的管理方法。实际上，没有一种外

汇风险管理办法能够完全消除外汇风险，所以要根据面临风险的不同选择多样化手段进行管理。

3) 收益最大化原则

要求涉外企业或跨国公司精确核算外汇风险管理成本和收益，在确保实现风险管理预期目标的前提下，支出最少的成本，追求最大化的收益。这是企业进行外汇风险管理的基石和出发点，也是企业确定具体的风险管理成本、选择外汇风险管理方法的准绳。外汇风险管理本质上是一种风险的转移或分摊，无论采用何种方法，都要支付一定的成本，以此为代价来固定未来的收益和支出，使企业现金流量免受汇率波动的影响。一般地，外汇风险管理成本越小，进行风险管理后得到的收益就越大，企业对外汇风险管理的积极性就越高，反之亦然。

2、外汇风险管理程序

1) 风险识别

不同企业面临不同外汇风险时，需采用有效的识别方法发现风险隐患，以便对症下药。如在交易风险识别中，多采用外汇头寸分析方法。企业根据自己的交易活动，计算出公司的现金流入量和现金流出量，以此得出净头寸，进而识别公司拥有外汇风险的现金流量、币种和业务。

2) 风险衡量

衡量外汇风险带来的潜在损失的概率和损失程度。识别出公司可能面临的各种外汇风险后，需要对涉及的不同外币的未来汇率波动进行预测。由于外汇风险对企业的影响是双向的，有利有弊，最重要的是要发现外汇风险造成企业损失的概率，以及将各类风险综合后企业价值可能损失的范围和程度。通过外汇风险衡量，企业可以比较准确地知道外汇风险带来损失的概率和损失程度，从而为企业下一步选择风险管理方法奠定基础。

3) 选择风险管理方法

即选择适当的风险管理方法，最有效地实现企业预定的外汇风险管理目标。进入牙买加货币体系后，外汇风险有日益扩大到趋势，许多跨国公司深受其害，于是产生了强烈的外汇风险管理需求。一系列的金融创新因此应运而生，出现了种类繁多的外汇风险管理方法。每一种方法都有自身的优势和劣势，企业需要根据风险管理的目标和战略慎重选择。

4) 实施风险管理

即通过具体的安排，落实所选定的外汇风险管理方法。企业需要进行内部的业务调整、资金调整、币种调整，以及在外寻找合作伙伴、交易对手、签订外汇交易合同等，具体实施风险转移和控制。

5) 监督和调整

即对外汇风险管理方法实施后的效果进行监督和评估，每种方法都有评估的依据，如根据成本收益准则作出判断，选择收益最大化的方法。另外，外汇市场风云变幻，没有哪种方法可以一劳永逸，企业必须持续地对公司的风险管理方法和战略的实施情况和适用性进行跟踪监督，根据环境的变化适时调整方法和战略，以实现企业最终的利益最大化。

7.2.3 外汇风险管理手段

1、风险控制手段

外汇风险控制是指通过降低风险损失概率以及风险损失程度（规模）来减少风险成本的各种行为。通常把主要为了降低损失概率的行为称为风险防范手段，而把主要为了降低损失程度的行为称为风险减低手段。

1) 减少外汇风险业务

例如，减少使用外币种类，或者根本不持有任何外币净头寸。对风险行为的数量加以控制，主要是为了降低风险发生的概率，最极端的情况是将风险行为减少到零，也就是公司不

从事任何与外币沾边的活动，或者无论进出口，都要求用本币计价结算。这种极端方法称为风险回避。

这种方法的缺陷在于，更多地考虑了风险业务的损失，却因此丧失了可能的风险收益。而且在经济开放的条件下，即使根本不从事外币交易活动，可以回避交易风险和折算风险，也很难完全规避汇率波动带来的经济风险。

2) 提高外汇风险预测的能力

企业根据市场需求和业务发展计划开拓海外业务，不必害怕风险业务数量，而是提高这些业务的风险防范能力，提高外汇风险业务的安全性，从而降低风险的损失概率和损失程度。具体讲，就是综合使用多种方法对外汇汇率进行预测，防范外汇风险。

2、风险融资手段

风险融资也称为损失融资 (Loss Financing)，是指获取资金，用来支付或抵补外汇风险损失的各种手段。根据风险补偿的资金来源，可以分为三种风险融资方法：自留、购买保险和套期保值。

1) 自留

企业自己承担部分或全部的外汇风险损失。自留又称为自我保险，许多大型跨国公司在其财务与资金管理，都有一个正式的损失融资计划。例如，跨国公司建立风险防范基金、外汇风险准备金、专业自保公司等。

资金来源可以采用内部资源和外部资源。内部资源包括经营现金流、自由营运资金、专门为风险融资而进行的流动资产投资，以及通过变卖其他资产获取的资金等。外部资源主要是借债、发行股票或者票据。但在遭受重大损失后，外部资源的筹资成本通常比较高，利用外部资源弥补风险损失，最终仍然是企业用自己的利润进行风险补偿，因此也可认为是自留风险范畴。例如，在借款弥补风险损失的情况下，企业未来必须用经营所得偿还债务；在发行新股的情况下，企业则必须把外来的利润分配给新股东。

2) 购买保险

通过购买保险，企业可将外汇风险损失转嫁给保险公司。国际上有许多保险公司提供与外汇风险有关的保险险种，如种类繁多的汇率波动险和利率波动险等。购买相关的保险，对涉外企业而言是一种省时省力的好办法。但是，在我国和许多发展中国家，保险市场不发达，还没有开发出分担企业外汇风险的相关险种，因此无法大量通过购买保险的方法来弥补企业的外汇风险损失。

3) 套期保值

套期保值是利用外汇衍生产品来防范风险的综合手段。外汇衍生产品能够在一定程度上消除汇率的不确定性，企业只承担约定汇率与当前即期汇率之间的差价风险，而由交易对手承担约定汇率对外来即期汇率之间的差价风险，从而在企业与套期保值对手之间实现了风险的分摊。

3、内部风险抑制手段

内部风险控制是指企业通过内部业务的管理调整来降低外汇风险的各种手段。

1) 分散化

企业的经营活动充满各种风险，在分析外汇风险成因以及衡量外汇交易风险时，我们了解到，货币多元化，特别是在业务活动中注意利用货币的相关性，实现分散化经营，公司整体风险头寸的波动性就会明显降低。因此，企业可以利用持有多种外汇风险头寸的方式来分散风险。

2) 信息投资

充分占有信息，较强的处理、分析信息的能力，是企业提高外汇风险管理水平的前提条件。跨国公司愿意花费一定的人力、财力和物力进行汇率趋势分析、预测及相关的风险管理

工作。通过搜集和研究信息，公司可以对未来汇率的走势作出比较准确的判断，据此决定外汇头寸，不仅可以避免汇率波动带来的损失，而且可能从中获利。由于国际业务的复杂性，以及汇率波动的无序性，需要专业的投资公司或咨询公司进行信息收集、处理和分析。如果企业没有相关的人才，就必须进行一定的信息投资，购买决策所需信息甚至购买外汇风险管理方案，能够对未来现金流进行更精确的估计和评价，以便更有效地对外汇风险进行管理，降低现金流量的损失可能性。

7.2.4 运用衍生工具管理外汇风险

1、套期保值决定因素：一是企业的风险偏好，保守型企业倾向于运用套期保值技术；二是汇率预测显示套期保值有利。

2、期货和远期保值：未来有应付外币账款，买入期货或远期合约；未来有应收外币账款，卖出期货或远期合约。

3、外汇期权保值：应付外币账款，买入看涨期权；应收外币账款，买入看跌期权。

4、是否使用远期合约规避外币头寸风险，可以通过比较套期保值前后的现金流量或者套期保值的实际成本来作决定。假定 90 天后一家美国公司需要 10 万英镑支付进口款，现在的 90 天远期汇率为 GBP1=USD1.4，该公司可以在预计未来英镑即期汇率概率分布后，计算套期保值的实际成本： $RCH = NCH - NC$ 。其中，RCH 代表套期保值的实际成本，NCH 代表进行套期保值的名义成本，NC 代表不进行套期保值的名义成本。

表 7—15 套期保值实际成本估计

可能情形	90 天后英镑即期汇率 (1)	概率(%) (2)	套期保值 100 000 英镑的名义成本 \$ (3)=1.40×100 000	不套期保值所需要的美元成本 \$ (4)=(1)×100 000	套期保值 100 000 英镑的实际成本 \$ (5)=(3)-(4)
1	\$ 1.30	10	140 000	130 000	10 000
2	\$ 1.34	25	140 000	134 000	6 000
3	\$ 1.40	30	140 000	140 000	0
4	\$ 1.42	25	140 000	142 000	-2 000
5	\$ 1.45	10	140 000	145 000	-5 000

$$E(RCH) = \sum P_i \times RCH_i = 10\% \times 10000 + 25\% \times 6000 + 30\% \times 0 + 25\% \times (-2000) + 10\% \times (-5000) = 1500$$

分析：

1) 由于 $RCH < 0$ 的可能性为 35%，则保守企业，进行套期保值；进取企业，不进行套期保值

2) 如果远期汇率是未来即期汇率的无偏估计，则应该进行套期保值，因为 $RCH=0$ ，套期保值成本为 0

5、多种衍生工具套期保值方法比较

例题：一家美国公司 180 天后会发生 200 000 英镑的对外支出，考虑到这笔英镑净头寸的外汇风险问题，公司需要在以下套期保值策略中做出选择 (1) 远期合约保值；(2) 期权合约保值；(3) 不进行套期保值。

当前英镑的即期汇率为 GBP1=USD1.50，银行报 180 天英镑远期汇率 GBP1=USD1.47，执行汇率为 GBP1=USD1.48 的 180 天英镑看涨期权的期权费为每英镑 0.03 美元，执行汇率为 GBP1=USD1.49 的 180 天英镑看跌期权的期权费为每英镑 0.02 美元。

未来汇率的可能结果预测如下：

可能结果	概率 (%)
1.43	20
1.46	70
1.52	10

分析:

- 1) 远期合约套期保值: $200\ 000 \times 1.47 = 294\ 000$
- 2) 看涨期权套期保值: 由于未来需要购买英镑以支付货款, 所以选择英镑看涨期权。

180 天后可能的英镑即期汇率	单位英镑期权费	是否执行合同	单位英镑成本	英镑支出总成本	出现概率
1.43	0.03	否	1.46	292 000	20%
1.46	0.03	否	1.49	298 000	70%
1.52	0.03	是	1.51	302 000	10%

3) 不进行套期保值

预期 180 天后英镑即期汇率	购买英镑支付的美元成本	出现概率%
1.43	286 000	20
1.46	292 000	70
1.52	304 000	10

2) 结论:

远期套期保值成本低于看涨期权成本的概率达到 80%, 远期套期保值优于期权套期保值; 不套期保值的成本低于远期套期保值成本的概率达到 80%, 所以不进行保期保值时支付的美元成本最低。

由于决策的准确性受汇率预测的影响, 所以, 公司最好定期重新评价套期保值决策, 如每 60 天进行一次分析。

6、利用外部资源进行外汇风险管理

绝大多数企业都专注于自己的商品与服务的生产与销售, 管理层对外汇风险管理的程序、技术以及工具非常不熟悉, 往往导致一些本来可以很容易就规避的外汇风险演变为实实在在的损失。例如, 许多有日元外债的国内企业在 2003-2004 年期间都因日元升值而蒙受了 20%左右的额外支出成本。其实, 中国银行和其他三大国有商业银行都提供远期外汇业务, 外汇管理当局也鼓励企业加强外汇风险管理, 但还是有不少企业因为对金融产品的不了解而遭受损失。在银行经营市场化过程中, 特别是在我国金融市场日益开放的过程中, 国内各家银行都以客户为中心建立了客户经理制度, 提供越来越多的金融产品和金融市场, 基本上能够满足企业进行外汇风险管理的需要。银行的国际业务部、资金交易部、投行业务部均能够提供个性化的贴身服务。例如, 中国银行每 2 天就提供一期《国际金融快讯》, 披露主要国际金融市场的价格信息、影响这些价格的经济因素以及主要国家的经济金融政策。一些著名的跨国银行, 如美国的花旗银行、英国的汇丰银行等, 能够提供更多优质的外汇风险管理方案。所以, 加强企业与银行的沟通, 关注银行的金融产品与服务, 货比三家, 充分利用外部

资源，企业就可以更加有效地控制国际业务中的外汇风险。

7.2.5 其他外汇风险管理方法

有些企业由于不了解衍生工具或者因保值的实际成本不确定，不愿意运用衍生工具对交易风险进行管理；有些企业的外汇风险头寸相对较小，因此不愿意专门花费人力和财力管理风险。在这种情况下，企业可以直接将保值措施融入日常的业务活动，特别是直接体现于商品销售的定价政策中。价格策略也是一种有效的降低潜在外汇风险的方法。

运用定价政策管理外汇风险的效果，取决于企业对长期汇率趋势的预测准确性，以及商品市场对销售价格变化的接受程度。企业可以将价格策略贯穿于日常的涉外业务活动中，以达到防范交易风险的目的。

1、价格调整条款方法

货币贬值国企业可以通过经常调整产品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欧元作为交易货币，如果预测未来三个月内欧元兑美元将贬值 5%，尽管不会给德国子公司带来损失，但还是会影响企业整体的美元价值。所以，美国总公司可以指令德国子公司提高欧元销售价格。当然，如果提高欧元销售价格在市场上非常困难，那么这种管理方法就不适用。

一般来说，企业对销售价格的调整不可能与汇率变动保持同一幅度和同一频率。通常做法是：交易双方经过协商，未达成商品和服务的交易，各自分担一部分外汇交易风险，以避免其中一方承担过多的风险。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“外汇调整条款”，通过调整基本价格来反映汇率的变动，双方在合同中确立了一个汇率波动区间，作为双方不负担风险的中立区，一旦汇率波动超过了这个中立区，双方调整价格，共同分担外汇风险。

例题：

通用公司向德国汉莎航空公司出售飞机发动机叶片，合同总价为 2000 万欧元，假定以美元作为结算货币。双方确定的汇率中立区为 $EUR1=USD1.13\sim 1.15$ ；基本汇率为 $EUR1=USD1.14$ 。所以，通用公司报出的合同基本价格为 2280 万美元 (2000×1.14)，在欧元汇率跌至 $EUR1=USD1.13$ 或升至 $EUR1=USD1.15$ 之前，合同价格保持不变

分析未来汇率可能出现的情况：

1) 汇率在中立区内，汉莎公司必须按合同基本价格支付 2280 万美元，汉莎公司的成本区间是： $2280/1.15\text{—}2280/1.13$ 美元。

2) 如果欧元跌至 $EUR1=USD1.09$ ，超出中立区下限 0.04 美元 ($1.13-1.09$)，这部分由双方共同分摊，合同的基本汇率调整为 $EUR1=USD1.12$ ($1.14-0.02$)，合同价 2240 万美元 (1.12×2000)，汉莎公司的成本为 2055 万欧元 ($2240\div 1.09$)，若没有分摊协议，成本为 2092 万欧元 ($2280\div 1.09$)。即通用为汉莎公司分担了部分欧元汇率下跌的风险。

3) 如果欧元升值至 $EUR1=USD1.19$ ，超出中立区上限 0.04 美元 ($1.19-1.15$)，超出部分由双方共同分摊，合同基本汇率调整为 $EUR1=USD1.16$ ($1.14+0.02$)，合同价为 2320 万美元 (1.16×2000)。汉莎公司的成本为 1950 万欧元 ($2320/1.19$)，若没有分摊协议，成本为 1916 万欧元 ($2280/1.19$)。即汉莎为通用分担了部分欧元汇率上涨的风险。

2、调整计价货币

企业可以通过调整计价货币来降低交易风险。如果预计计价货币将长期贬值，企业不应该通过调整销售价格来避险，而是彻底改变计价货币本身。为了在企业经营、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，只有当财务人员预测某种货币将长期贬值时，企业才可能采用这一战略。

1) 本币计价法

即在任何对外经济交往中，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，他完全避免了外汇交易风险，但采用美元计价只是把外汇风险转嫁到了法国进口商头上。采用美元计价后，法国进口商面临着美元升值的风险。如果同样预期美元将会升值，法国进口商可能拒绝使用美元计价。

2) 出口采用硬货币进口采用软货币计价法

这种风险转嫁方式损人利己的动机更为明显。由于进口商和出口商都想将风险完全转嫁给对方，他们选择计价货币的标准恰恰相反，因此，双方的利益冲突使这种避险方法在国际业务中较难运用。

3) 软硬货币对半计价法等

这种方法考虑了交易双方的利益，也中和了汇率的波动，容易被各方主体接受，是一种简便的规避外汇交易风险的方法。

3、转移定价

指跨国公司提高或降低内部销售价格，以实现在公司内部转移收入。是一种现金管理工具，将收入从软货币国家转移到硬货币国家，将税前收入从高税率国家转移到低税率国家。

假定由于外汇管制方面的原因，一个制造商无法将自己在货币贬值国企公司的利润汇回国内。如果该制造商与其子公司之间进行大量的交易，就可以考虑将售往子公司的商品价格抬高一些；同时，将从子公司购买的商品价格压低一些。结果，由于子公司内部经营成本的提高以及销售收入的减少，子公司的利润就会降低。而子公司失去的收入通过转移定价的方式转移给了母公司。同样的方法也可以实现企业收入向税收更优惠的国家转移。

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内部交易的企业。但是，各国外汇管理当局和税收管理当局对这类活动非常敏感，往往采取各种措施加以制止。所以，跨国公司无法将企业的转移定价政策随汇率波动频繁调整，限制了其规避风险的能力。

7.3 重点和难点

- 折算风险、交易风险、经济风险的特征和管理重点；
- 外汇风险的一般规避方法；
- 利用外汇衍生产品规避外汇风险的技术。

7.4 思考题

- (1) 对于一个国内经营的企业而言，本国货币升值和贬值会带来什么样的经济风险？
- (2) 涉外企业在做出交易风险管理方法选择的决策时，需要考虑哪些问题？
- (3) 在金融市场不发达的情况下，涉外企业可以用哪些方法来降低外汇风险？这些方法有什么局限性？
- (4) 外汇风险管理应遵循哪些原则？
- (5) 比较远期外汇合同、外汇期货合同、外汇期权合同、货币互换这四种套期保值方法在企业交易风险管理中的利弊。
- (6) 分析外汇折算风险产生的原因和对企业的影响。