

# 企业汇率风险反应行为与对策研究概览

陈龙江<sup>1</sup> 黄祖辉(博士生导师)<sup>2</sup> 陈立辉<sup>2</sup>

(1.仲恺农业工程学院 广州 510225 2.浙江大学管理学院 杭州 310029)

**【摘要】** 本文基于理论和实践两个层面,从出口企业汇率风险反应行为模型、影响企业汇率风险反应行为决策的企业特征、企业汇率风险应对手段及其有效性、出口企业汇率风险防范与应对策略建议等方面综述国内外相关研究成果,并探讨未来研究的发展方向。

**【关键词】** 企业汇率风险 风险管理

2005年7月我国调整人民币汇率形成机制后,人民币在波动中保持升值趋势,汇率双向波动,汇率波动风险显著增加。人民币的升值趋势和汇率波动风险通过进出口企业对我国宏观经济产生了影响。企业在面对汇率风险时的反应和决策行为,将在很大程度上决定人民币汇率风险对我国经济影响的程度。因此,在目前人民币汇率波动风险剧增的背景下,探究企业的汇率风险反应行为与应对策略具有重要意义。

## 一、企业汇率风险反应行为的理论研究

1. 出口企业汇率风险反应行为模型。不少学者基于不确定性条件下的生产者理论,衍生出了汇率风险条件下的出口企业决策行为模型。早期的研究来自 Clark(1973),他认为企业收入外币,有限保值,未来汇率的不确定性转化为以本币表示的未来出口收入的不确定性。企业通过考虑在这种不确定性情况下最大化预期效用的价值来决定出口水平,风险厌恶企业想减少风险暴露,因而会减少出口销量。Baron(1976)放松了完全竞争假设,分析计价货币对厂商反应的影响。当以本币计价时,出口商面临数量风险,其反应将依赖于目标市场需求函数的特点。Hooper 和 Kohlhagen(1978)进一步指出,如果出口商承担汇率风险,将会上调价格,因为出口商要收取不断增加的更高的风险升水。De Grauwe(1988)则放松了产品全部出口的假设,企业可以在国内和国外两个市场分配其产量。风险增加效应将依赖于效用函数的凸性,而其又取决于风险厌恶程度。Franke(1991)强调汇率波动对一个企业出口战略的直接影响。企业会在进入或退出一个国外市场时的进入或退出成本和出口所获的利润(损失)之间权衡。Sercu 和 Uppal(2003)进一步分析了出口商在初始进入时会存在成本沉淀的情况。当汇率低于一定水平时,企业面临暂停贸易或是完全退出贸易的选择。在完全放弃一个市场前,企业更愿意承担损失,进行倾销。

在近年来的研究中,Fabiosa(2002)探讨了纯贸易出口商的汇率风险反应行为。分析结果表明:汇率贬值增加贸易供给;而汇率高波动性减少风险厌恶厂商的贸易供给量。国内学者谢赤和吴晓(2004)利用实物期权理论分析了国际企业的行

为,企业在期初汇率不确定性条件下进行产量决策,但在期末观察到即期汇率之后再制定出口决策,发现只要相对风险厌恶程度较小,汇率波幅的加大总是会刺激企业增加产量和出口量。

2. 影响企业汇率风险反应行为决策的企业特征。理论研究表明,具有不同特征的企业,其汇率风险反应行为选择有所不同。根据已有理论模型,影响企业应对汇率风险的能力和行为选择的企业特征主要包括企业风险态度、风险厌恶程度、风险暴露程度、效用函数、是否保值、套期保值比例、进口投入、企业规模、资本劳动比、销售的分散化、沉淀成本、是否面临多重风险等。

不少研究重点关注风险态度。然而,即使在风险厌恶情况下,理论上也无法得出风险增加必然会减少出口行为的结论。风险增加会同同时带来替代效应和收入效应,而两者作用的方向相反。Giovannini(1988)通过研究发现,即使在风险中性条件下,汇率波动性也会影响企业定价决策。降低风险的保值手段在研究中也受到关注。如 Ethier(1973)认为,如果有完善的远期外汇市场,在汇率为不确定性的唯一来源情况下,贸易量不受汇率波动影响。Kawai(1981)建立的竞争性小型企业动态模型表明,企业的产量、投资以及远期交易等取决于给定的汇率和价格的概率分布,企业往往利用远期外汇市场规避汇率风险。Viaene 和 Vries(1992)则强调即使存在远期外汇市场,即期汇率波动也会通过其对远期汇率的影响而间接影响到贸易量。

沉淀成本在近年来的研究中发挥了重要的解释作用,在理论和实证研究两方面都得到了支持。如 Roberts 和 Tybout(1995)发展了基于沉淀成本框架的动态离散选择模型,探讨在进入和退出国外市场存在沉淀成本时企业的出口决策选择。该理论模型表明,市场变量如汇率的临时变化,会导致市场结构和出口决策的永久改变,由于沉淀成本的存在,出口商会选择进入或退出国外市场。

## 二、企业汇率风险反应行为的经验研究

1. 企业汇率风险应对手段及其有效性。国外针对企业汇

率风险反应行为的经验研究较少,代表性研究如 Conley 和 Boulanger(2003)以案例分析的形式探讨了美国农业企业应对墨西哥比索危机的反应,结果发现受访的四家企业中有三家虽然没有预期到汇率危机,但几乎都没有受到实质影响。我国自 2005 年汇率形成机制改革后,许多部门和研究人员针对汇率改革后企业的应对行为进行了调查研究。中国人民银行(2006)的调查表明,企业面对汇率风险的反应行为中,选择“提高产品档次、技术含量和附加值”、“提高生产效率、降低中间消耗”、“提高品牌影响力”、“通过谈判、维护出口产品价格”和“运用金融工具规避汇率风险”的企业比例一直保持在 40% 以上,选择“减少出口产品产量”或“减少出口、增加国内销量”的企业比较少,且呈下降趋势。同时,贸易融资在企业汇率风险规避行为中居首要地位,远期结售汇在各类金融衍生产品中的使用量占比保持了绝对优势地位。

莫涛(2007)经调查后认为,汇率对不同类型企业的影响各异,因而企业采取的应对手段也各有不同。不同类型的企业分别采取提高产品报价、减少雇佣劳动力数量、技术革新、调整原材料和能源来源构成、加大海外投资、加快产业升级和产业多样化以及转移生产基地等手段应对汇率风险。李凤羽(2008)也发现,企业首选的对冲汇率风险方式仍然是加强内部管理和降低生产成本的内部对冲方式,很少有企业愿意使用汇率衍生品对冲汇率风险。与以上研究不同,陈硕和王聪(2008)实证研究了各行业对于汇率升值和贬值的非对称反应,他们发现,各行业对汇率升值的反应较为显著,而对汇率贬值的反应较不明显,原因在于存在以出口为导向的非对称性市场定价行为。

2. 企业汇率风险决策行为影响因素。风险态度等诸多因素会影响企业的汇率风险决策行为,但受制于各种现实情况的约束,相关经验研究较为缺乏。Roberts 和 Tybout(1995)通过对哥伦比亚制造企业面板数据的实证研究发现,沉淀成本对企业面对汇率变动时的出口决策影响显著,那些规模大、历史久和由法人拥有的工厂更愿意出口。曾伦华(2006)发现外汇波动感受度、企业竞争力、外汇市场有效性显著影响企业外汇管理决策。李凤羽(2008)指出,尽管中小出口企业具有使用汇率衍生品对冲汇率风险的潜在动机,然而在实践中企业却较少使用,因为一般情况下汇率衍生品成本高、企业不了解衍生品且衍生品市场不完善。

### 3. 出口企业汇率风险防范与应对策略建议。

(1)宏观层面。宏观层面的研究强调通过改革完善国家对外汇资金的管理体系,以及发展外汇衍生品等为企业防范和应对汇率风险提供良好的外部环境。李凤羽(2008)建议增加交易品种,积极推出场内汇率衍生品;扩大现有衍生品市场的参与范围;尽快取消对企业参与交易的各种限制,降低交易门槛。有关部门需要从这三方面同时入手,只有这样才能从根本上提高我国中小出口企业的汇率风险管理水平。

高鑫、沈春艳和王庆明(2008)以大型船舶、重型机械设备制造业为例,特别探讨了如何规避 1 年以上的超远期汇率风险。他们认为解决超远期汇率风险问题可从两个方面考虑:一

是出台相关政策,降低市场准入条件,使之能进入银行间外汇交易市场进行远期外汇交易;二是在交易中心设立“两非”企业远期外汇交易窗口,以国家代客的形式解决银行代客不愿意解决的问题,实现国家增收、企业解困的互利双赢。

(2)微观层面。微观层面一般研究企业可选择的汇率风险评估和应对手段。例如李进才(2008)提出外贸企业可以基于 VaR 模型来评估汇率波动给外贸企业带来的潜在损失,然后根据本企业的风险指标和企业对潜在损失的承担程度来决定是否对潜在损失采取风险规避措施。赵庆明(2006)指出对于有频繁外币收支的企业来说,可通过掉期业务、投资组合、贸易融资来规避汇率风险。

微观层面的另外一部分研究则强调企业应该建立应对汇率风险的一整套体系和制度。如朱文忠(2006)指出,企业防范汇率风险需要从科学运用金融工具进行保值、实施灵活经营战略有效规避、建立风险管理机制加强防范三个基本方面着手。鲍骅(2009)建议在企业内部建立汇率风险预警机制,增强管理汇率风险的主动性,加强对未来汇率走势的预测;利用远期外汇交易规避汇率风险,择机确定合同价格和结算方式,适当分散交易风险。

### 三、小结与展望

综观以上国内外学者的相关研究,我们可以发现国外学者重视理论研究,更多从学术视角进行研究,较少关注实践层面的应用研究。而国内学者更多从实践角度进行对策性的调查研究,研究方法主要是企业调查,总体上缺少规范的理论和实证研究。与国外研究相比,国内研究在学术水平上差距较大,需要借鉴国外已有研究的理论与方法从深度上拓展。

国外研究表明,企业面对汇率风险条件下的行为选择由企业外部的宏观经济环境和企业风险态度等自身特征决定。企业的异质性决定了不同类型的企业汇率风险应对和管理存在较大差别。因此,未来研究企业汇率风险反应行为问题,应在产业或产品层面基础上对相关企业进行分类研究,以探讨具有不同特征的企业在应对和管理汇率风险时的差异。另外,从具体研究路径来看,未来研究应在相关理论基础上,结合中国特色,构建一个科学的分析框架,实证证明企业的汇率风险反应行为和影响行为选择的企业特征因素,然后通过对这些因素进行分类组合研究,提出与不同类型企业战略目标相适应的汇率风险应对策略。

【注】本文系国家自然科学基金项目“农业企业汇率风险反应行为与应对策略研究”(项目编号:70773096)研究成果。

#### 主要参考文献

1. Clark B. P.. Uncertainty, Exchange Risk, and the Level of International Trade. *Western Economic Journal*, 1973; 11
2. Baron P. D.. Fluctuating Exchange Rates and the Pricing of Exports. *Economic Inquiry*, 1976; 9
3. 谢赤,吴晓.基于实物期权理论的国际企业汇率风险分析. *湖南商学院学报*, 2004; 2
4. 莫涛.汇率变动、企业行为与经济增长方式——基于浙江、山东、广东等地调查的研究. *东南学术*, 2007; 2