**企业汇率风险管理再临考**

***过往两年，人民币汇率弹性波动与中美利差变化交织，企业避险管理面临又一全新场景考验，汇率风险管理对于“走出去”的企业来说依然是一个“长青”命题。***

文/本刊记者 荣蓉 王亚亚

2024年以来，人民币兑美元汇率呈现波动走势。上半年，人民币兑美元即期汇率大致在7.10—7.27区间，走势呈现双向波动特点，步入7月底，人民币对美元开启升值，由7.28一路升值到9月25日的7.0关口。两个月时间，升值幅度近4%。在此背景下，涉外企业对于汇率波动逻辑如何理解？企业实际汇率避险实效又如何？为此，《中国外汇》调研了代表性企业与行业从业者。

调研发现，由于美联储降息一直拖后，美元韧性超出市场预期，涉外企业坚守汇率风险中性面临考验，2024年上半年囤汇、降低锁汇甚至是不锁汇的涉外主体并不鲜见。此次市场方向快速转变，上述主体不免恐慌。而得益于坚守汇率风险中性与日益精进的套保交易策略，也有一众企业在此轮市场震荡中表现出色。回溯过往两年，人民币汇率弹性波动与中美利差变化交织，企业避险管理面临又一全新场景考验，汇率风险管理对于“走出去”的企业来说依然是一个“长青”命题。

**市场快速波动 情理之中意料之外**

早在2024年开年，市场都在等待美联储降息和美元指数走弱，不过直至2024年9月19日美联储降息靴子方落地，在此之前美元指数震荡走强，人民币对美元区间波动明显。9月19日美联储开启降息后，人民币兑美元汇率快速从7.1时段步入7.0时段。9月24日我国金融领域系列稳增长政策出台，人民币汇率进一步走升，离岸市场人民币汇率甚至破“7”。

某大型跨国企业外汇负责人明霞（化名）对记者表示，公司对于美联储降息、美元指数走弱带动的人民币汇率波动有心理预期，但是此次波动速度之快还是出乎意料。国内一家大型清洁能源公司A下属财务公司国际结算部负责人心瑜（化名）也对记者表示，此次人民币兑美元波动幅度超出预期。

“伴随美元潮汐波动，人民币升值并不是独立行情，相较于其他新兴市场货币，人民币波动幅度并不算太大。不过，此轮人民币升值幅度之大、波动程度之高是在多数人意料之外。”国内某手机出口企业B汇率风险管理团队负责人肖剑（化名）对《中国外汇》表示。在判断货币汇率方向时，中长期看经济基本面有一定效果，对于短期走势来说，市场预期的反转、资金敞口的博弈以及微观市场结构决定着汇率的变化。“这次市场波动人民币需求敞口快速转变，超出一般企业认知，就在大多数人认为人民币还处于贬值方向时，市场已经暗流涌动。”肖剑说道。

无独有偶，大型制造企业C资金部总经理刘宇（化名）也表示此次人民币兑美元汇率快速走强是资金层面活动带来的结果。“9月中旬以来这一轮快速升值，先是被市场快钱对股市利好的激烈反应启动，再带动之前囤汇的资金跟随人民币升值行情不断涌入结汇。可以观察9月中下旬美元指数没有走弱太多，反观人民币一直在升值。”9月24日，刘宇接受《中国外汇》调研谈及。

不过，也有人士分析这一轮波动是美元降息预期变化对美元指数影响所引致。“此次人民币兑美元汇率波动更多的是美元定价逻辑带来的下跌，而不是大量结汇触发的人民币升值。”北京迪威格咨询有限公司总经理孙晓凡对《中国外汇》表示，美元降息预期变化更实质的影响是美元指数下跌，美元指数与人民币汇率影响更为相关，因此人民币汇率出现波动。

平安证券首席经济学家钟正生分析，2015年“8·11”汇改以来，人民币汇率与美元指数建立了总体相关性。在二者总体同向变动的基础上，才基于中国经济基本面的变化，呈现出人民币的偏强或偏弱。他谈及，本轮美元指数下跌比人民币升值要早大约一个月，从6月27日的106下跌到9月24日的100.4，不到三个月内跌幅5.4%。而人民币走势滞后于美元，反映了此前较浓的人民币贬值预期；7月底人民币最终开启升值，受到同期日元急升的催化。“无论中间经历了怎样的节奏，从根本上说本轮人民币升值是美元走弱下的必然，且相对于美元走弱的幅度、相对于其它新兴市场货币升值幅度来说，当前的人民币汇率不算太强。”钟正生分析。

**企业避险临考 平稳与困顿互显**

市场的快速波动，再次考验涉外企业汇率避险管理实效。

明霞对记者表示，“面对此轮市场快速波动，我们及时把外汇敞口对冲比例调高，操作相对更加保守，以规避短期波动尤其是升值带来的汇兑损失。由于之前公司的美元敞口大部分已对冲，此轮波动对公司外汇风险管理影响不大。”

心瑜对《中国外汇》说道，“我们公司一直秉持汇率风险中性原则。作为财务公司，在资金操作层面，主要是根据外汇资金缺口适当开展掉期交易。此轮人民币汇率短期波动，财务公司还是根据集团整体资金需求稳步推进外汇交易。集团成员企业汇率风险管理计划性较强，也储备了市场触发调整应急机制，并且内部已根据市场最新情况研判提出调整策略，后续会随时跟踪，相机决策。”心瑜补充谈及，为坚持汇率风险中性，避免受到短期市场变化扰动，公司建立了一项机制，明确了公司汇率避险管理的可承受成本。所谓的可承受成本是公司有权决策机构经批复的企业汇率风险管理的财务成本线，主要参考企业年度预算汇率以及中长期财务模型汇率等。

不过，此轮人民币汇率快速上扬令一度看贬的企业措手不及。当企业预期人民币贬值时，企业倾向于多从银行购汇，从而积累更多外汇。出口企业也不愿意及时结汇，形成一定规模的“囤汇盘”。“之所以有大量未结汇外汇留存市场，主要是因为美联储降息周期一再推后，美元持续走强，尤其是在2024年6—7月市场预期普遍比较悲观的情况下，如果企业没有坚守汇率风险中性就会囤汇。”肖剑说道。而由于美债利率高企，企业囤积的外汇还可通过对外理财、投资的方式，赚取更高收益。2024年以来，美元存款利率维持在5%的年化水平。

此轮人民币快速走升引发了囤汇企业的担忧。“人民币停留在7.2元时段较长时间，很多企业采取持有美元策略，如今突然出现相反方向波动，触发了这些企业的恐慌情绪，市场有一定震荡。”孙晓凡说道。

钟正生分析，企业的囤汇决策主要与对人民币汇率走向的预期有关，囤汇意愿的变化往往明显滞后于人民币汇率的变化。他观察，本次人民币转升后，囤汇盘调整是迅速的。8月付汇购汇率就从7月的69.7%下降到59.6%，收汇结汇率从53.7%上升到55.4%，二者差值从7月的16个百分点下降到4.1个百分点。而企业对外汇的需求由强转弱，无疑也对人民币升值起到了一定助推作用。

德意志银行大中华区企业外汇管理部总经理徐曚捷告诉《中国外汇》，在人民币汇率升值期，结汇是外贸企业的常见行为。但企业的行为一般不会因外汇或利率政策变化而迅速改变存款比例、大量增加结汇，其决策仍基于企业外汇政策和全年金融市场的前瞻。“在汇率风险管理方面，如果汇率进一步升值，预计部分企业并不急于马上结汇。一是有部分资金可能会在海外进一步做相关的投资，以保持海外持续投资项目的正常运行。二是在人民币没有大幅单边升值的背景下，美元的收益率仍具有一定的吸引力，美元投资产品的多样性选择，也可为企业进一步提高收益并拉长期限。”她说。徐曚捷还表示，对于海外出口未来应收的部分，对冲和结汇的比例会提高。随着预期的改变，为避免对损益表产生外汇亏损影响，即期结汇比例预计也会相应增加。

此次人民币双边弹性增强，企业敞口套保不足的风险也在凸显。C企业主要外汇敞口为美元收入，由于中美息差扩大，2023年C企业高比例套保带来巨额套保成本，鉴于此，集团2024年年初对以往坚守的汇率风险中性原则做出了调整,C企业不再强制保持套保在一定比例，而是根据对汇率走势的研判进行调整。

“2024年上半年我们的套保比例整体处于一个比较低的水平，往年可能是50%以上，今年比较低，结果人民币对美元7月底快速升值，这超出了我们的预期，到8月底，人民币兑美元汇率在7.12—7.14时段，当时我们计算，如果在这一水平上进行套保，到年底贴水（远期汇率低于即期汇率的差额）接近1300个点，套保部分的实际到期结汇成本在7.0左右，就在我们犹豫要不要套保之际，发现人民币又升到眼下的7.1-7.0。尽管如此，贴水后套保部分到年底的成本依然接近7.0。”刘宇对《中国外汇》坦言，“在现在的环境下，我们公司一直面临成本与风险的两难选择，不得不持续比较未来的贴水成本和可能的升值幅度。”

**强目标重过程 企业仍需坚守风险中性**

刘宇反映了不少企业的心声。2022年以来，中美利差不断扩大，企业外汇套保贴水成本也大幅拉升。“2022年之前美元兑人币汇率一直是升水，从2022年开始变成贴水，这引发了市场交易行为的改变。当企业面临大幅贴水之后，再加上贬值压力，很多出口企业结汇意愿、套保意愿就有所下降。”孙晓凡分析。

C企业一直是国内较早坚守汇率风险中性理念的企业，公司长期坚持高比率套保，在2023年之前也取得了不错的避险成果，但是2023年出现挑战。“2023年公司汇兑收益近4亿元，但套保工具合计损失近11亿元，其中6亿元是套保工具贴水成本，这与公司希望实现的汇率风险中性明显偏离。”刘宇说道，“这样的损失对于身处制造业的企业来说难以承受，也很难对外解释什么是贴水，为什么贴水会有这么大的影响。”

2024年高贴水市场环境并未改变，C企业调整了公司套保策略，选择将套保比例与市场走势联动管理。“2024年年初人民币对美元在7.12时段，当时的全年贴水近2500个点，若继续选择高比例套保，企业实际结汇成本可能在6.85-6.90左右，这在年初来看也是难以接受的。”刘宇说道。

肖剑坦言，他所在的A公司在2024年上半年也在尽量压缩结汇量，但鉴于公司有明确的汇率风险中性管理目标（公司会基于基准、乐观、悲观的市场行情在年初与管理层沟通，设立一个中性的汇兑损益目标——某个区间的假设定量），公司在7.2，7.15，7.05等关键结点积极结汇。“2024年上半年我们完成了公司全年结汇总量的40%—50%。”他说。之所以没有形成结汇盘，主要是公司坚守汇率风险中性，设立了明确的汇率风险管理目标。“公司坚定地实行汇率风险目标结果导向，每个月都会跟踪复盘，根据年初设立目标，每月会通过对各个货币基本面分析，动态确定每种货币的每月套保比例。”据了解，A公司目前管理的外汇敞口除美元之外，还有20多种其他币种。

面对此轮汇率波动，孙晓凡坦言做好风险中性管理的企业应对是更为自如，尤其是人民币汇率在区间波动，企业不会恐慌，也不会追涨杀跌。不过，他也分析道：“近两年远期升贴水的大幅变化以及远期购汇时的风险准备金确实对出口企业和进口企业的保值最终成本产生了一定影响。企业可以通过适当调整套保覆盖比例，或者调整保值产品等方法部分降低成本。但从长期来看，保持一定的套保覆盖仍是最佳策略。”

明霞谈及，长期以来，她所在的企业集团坚持以锁定汇率波动风险作为最终且唯一目标，坚持风险中性。企业对于对冲期限和对冲比例的设定，一般根据被套期外汇敞口对应资产或负债的期限、预测准确性、风险偏好等确定。“理论上企业对冲比例越高、经营确定性越强，企业管理层也能更加聚焦主业、从容应对汇率波动、稳健发展。但在实务中，企业需加强市场研究及行情关注，根据自身风险偏好及盈利能力，对交易策略进行微调，以便更好地顺应环境，实施精益化管理，以提升管理效果。”她补充道，“在贴水环境下，公司优化对冲策略，适度降低管理比例、缩短对冲期限，采用更加适配的衍生工具，结合具体业务阶段进行敞口对冲，降低了主要资产汇率波动风险，且有效规避了利差导致的远期掉期成本。”

据孙晓凡观察，当前企业面、社会面对汇率风险中性理念较早前几年进一步清晰，而不是之前的错误认知——在价位好的时候提前进行远期购汇/远期结汇，猜方向之后锁定才保值，如今很多企业对风险中性管理认识不断深化，企业更关注制度建设、体系建设、平台建设。

国内一家大型央企集团财务公司国际业务部李偶彰（化名）对本刊介绍，近两年，该集团高度重视和持续加强汇率风险管理，采取了系列举措：通过发布内部通知、组织专家培训和案例分享等方式，引导涉外企业充分认识汇率双向波动常态化，理性看待汇率波动，强化汇率风险中性理念；进一步从风险识别与报告、考核目标、制度流程、授权体系、核算衔接、团队建设等方面完善汇率风险管控体系和风险监测，集团通过司库体系等信息化手段，打造汇率风险动态监测体系，明确敞口识别和认定规则，动态监测汇率风险敞口变动；针对不同类型的涉外企业，指导制订适用于该企业的汇率风险管理指引，包括管理原则、风险敞口识别与计算、套保业务操作要求、套保比例建议等内容；加强金融衍生业务管理和审慎合理运用。“一方面，企业集团根据国资委关于加强金融衍生业务管理的相关要求，做好业务资质与年度计划管理、风险管理事项、业务操作要求、监督检查报告等。另一方面，集团要求涉外企业应基于自身业务类型和风险敞口情况，选择与自身业务能力和风险管理能力相匹配的外汇衍生工具，”李偶彰说，“在这个过程中，集团也是充分发挥财务公司专业服务优势，通过财务公司即期结售汇服务，发挥内部银行降本增效和防控风险的优势。”

孙晓凡强调，“当前，人民币中间价与市场价格趋于一致，人民币弹性增加，更好地反映了市场供需，是更有利于企业汇率风险中性管理的场景，避免追涨杀跌是更符合市场化的风险中性操作。”

**涉外发展步入深水区 汇率避险需着眼于整体统筹**

在全球经济放缓的背景下，“出海”成为企业开辟新增长曲线的重要法宝。根据《证券时报》相关报道，截至2024年8月底，A股市场近3900家公司发布2024年半年报，其中超2000家公司披露境外收入，出海规模整体再创同期历史新高。在中企加快“走出去”的过程中，企业的汇率风险管理能力也需要不断提升。

徐曚捷对《中国外汇》表示，近年来，随着中企涉外业务的快速发展，中企应对汇率风险能力也不断提升，主要体现在三个方面，一是中企汇率避险人员专业能力不断提升，企业的避险机制也不断成熟；二是国企央企以前更多关注即期、远期产品，现在随着内部管理机制的完善与专业水平的提升，企业也愿意接受有一定创新程度的避险产品；三是中企开始积极管理新兴市场货币，就新兴市场货币汇率风险进行对冲安排。

海云汇执行董事章砚柏观察说道，“目前市场上，跨境企业负责人对汇率风险越来越重视，很多公司一把手直接参与到公司汇率风险管理体系建设过程中，在管理上亲历亲为。通过在实践过程中不断探索、试错和积累经验，不少公司逐步建立了符合公司风险偏好、与公司资源匹配、可落地执行且可事后科学评估的汇率管理体系。在商业全球化和汇率市场化改革不断深化的今天，人民币汇率波动弹性增强是一个不可避免的大趋势，企业需要在外汇市场风浪中不断历练、学习和适应，以提升自身的汇率风险管理能力和外汇业务水平。”

当前，美元已启动降息通道，人民币降准、降息也同步启动，未来中美利差、汇率波动交互影响，企业外汇风险管理再添难度。“我们在开展避险操作时要考虑套保的成本影响，现金结汇会损失利差，远期套保会贴水，只要这个利差不显著消退，企业还是会在套保时把对市场走势的预期考虑进去。”刘宇坦言。

“能完全做到风险中性的主要是全球500强企业，他们有健全的对冲机制，也有良好的利润率。”肖剑谈到，“对于一般企业来说，若套保成本太高，企业很难坚持。当前企业对外发展已进入深水区，外汇管理可实现多部门联动。”A公司的外汇风险管理工作已经跟公司财务预算部门、总账部门、进出口单据中心以及税务部门形成联动，协同研究外汇风险管理，以更高视野、更大力度统筹化解汇率风险对企业经营影响。肖剑也建议相关政府部门引导海外中企减少海外市场恶性竞争，“外汇风险管理联动可将外汇风险定价纳入到企业的产品和服务定价中，减少海外市场的恶行价格竞争，否则，企业可能出现经营上没有挣啥钱，外汇管理效果也差强人意。”

对此，刘宇也深有体会。2024年C公司强调汇率风险前置管理。“在目前的高贴水的环境下，我们希望通过各种手段让汇率避险工作在全业务链条更有效地开展。”他说道。C公司希望在业务前端通优化汇率风险管理，而不仅仅是寄望传统的财务后端手段：公司尝试将汇率风险影响包含进产品和服务报价中，与客户一起分担汇率风险；在合同设置汇率保护条款；有条件的情况下将境外项目结算币种调整为人民币；在项目启动之前的成本核算中，也更合理的纳入汇率套保成本，以期对项目成本达成理性共识。

此外，2024年多家企业集团也陆续开展了套保会计业务。借助套期保值会计，能够将企业汇率风险管理活动以恰当的方式反映到财务报表中，降低交易期内时间错配带来的估值风险，减少利润表的账面波动，真实反映企业风险管理的效果。心瑜和刘宇均反馈，其所在的集团于2014年开展了套保会计业务，部分业务条线已经完成，今后会继续推动其他业务条线实施套保会计。对此，肖剑也谈及，“我们也希望开展套保会计，不过未来如果美元贬值，非美货币走强，公司推动套期会计的动力会将低。如果在市场中感受不到疼，可能企业内部改革的动力也会变弱。”