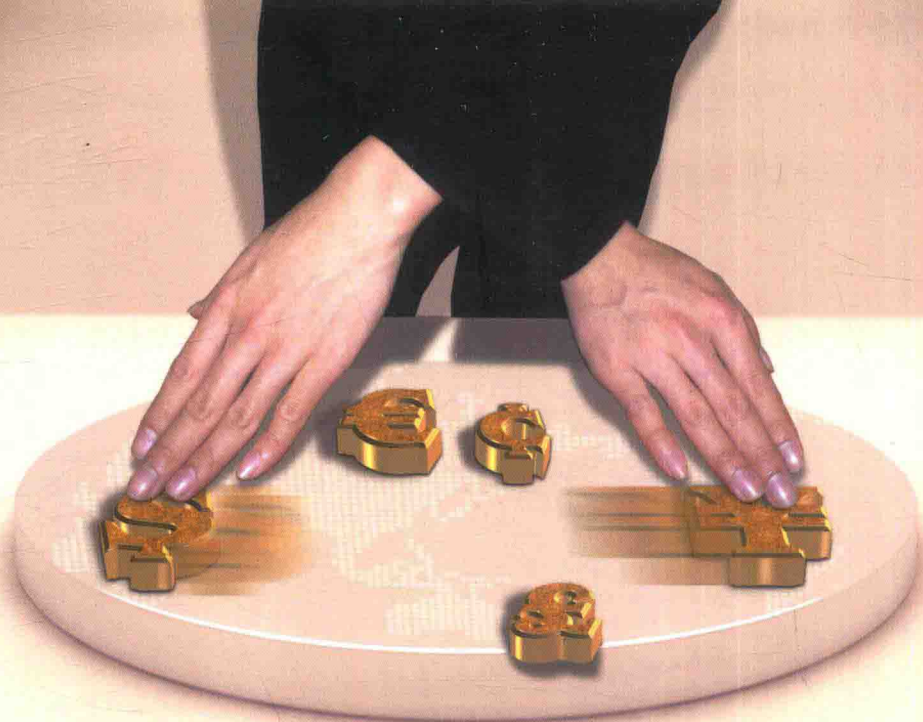




新常态下

汇率波动影响及我国企业的 应对策略研究

任再萍 / 著



科学技术文献出版社
SCIENTIFIC AND TECHNICAL DOCUMENTATION PRESS

新常态下 汇率波动影响及我国企业的 应对策略研究

任再萍 著



科学技术文献出版社
SCIENTIFIC AND TECHNICAL DOCUMENTATION PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

新常态下汇率波动影响及我国企业的应对策略研究 / 任再萍著. —北京: 科学技术文献出版社, 2016.11 (2017.6重印)

ISBN 978-7-5189-2156-0

I. ①新… II. ①任… III. ①汇率波动—影响—进出口贸易—研究—中国
IV. ①F752.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 289288 号

新常态下汇率波动影响及我国企业的应对策略研究

策划编辑: 杜新杰 责任编辑: 杜新杰 责任校对: 赵 媛 责任出版: 张志平

出 版 者 科学技术文献出版社
地 址 北京市复兴路15号 邮编 100038
编 务 部 (010) 58882938, 58882087 (传真)
发 行 部 (010) 58882868, 58882874 (传真)
邮 购 部 (010) 58882873
官 方 网 址 www.stdp.com.cn
发 行 者 科学技术文献出版社发行 全国各地新华书店经销
印 刷 者 虎彩印艺股份有限公司
版 次 2016年11月第1版 2017年6月第2次印刷
开 本 710×1000 1/16
字 数 300千
印 张 12.5
书 号 ISBN 978-7-5189-2156-0
定 价 58.00元



版权所有 违法必究

购买本社图书, 凡字迹不清、缺页、倒页、脱页者, 本社发行部负责调换

序

自 2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革以来，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，而是参考一篮子货币，形成更富弹性的人民币汇率机制。人民币对美元汇率自 2005 年汇率改革以来至 2013 年缓慢升值近 35%，受美国经济复苏、美联储加息及英国脱欧等国际事件影响，并伴随着中国经济从 2014 年进入“新常态”阶段，人民币汇率出现贬值反转，打破了人民币升值预期，双向波动幅度明显加大，人民币汇率更加具有弹性。在我国经济进入“新常态”阶段后，汇率也进入了双向波动的新常态，人民币汇率的波动更多地由市场供求决定，给贸易、投资、物价、利率等宏观经济都带来了很大影响，特别是我国企业面临着前所未有的汇率波动风险，如果不能成功应对汇率波动带来的影响，那么我国企业在国际市场上的比较优势将无法再现。任再萍博士选择经济新常态下汇率波动影响及我国企业的应对策略作为自己的研究对象，很有现实意义。

本书是作者长期学习、研究、探索的结晶，在我担任中国光大银行上海分行行长期间，任再萍从西安交通大学毕业进入光大银行工作。该同志重视学习，刻苦钻研业务，先后在国际业务、发展研究等部门工作，又进一步深造取得博士学位，关于汇率问题她已在国内核心期刊发表多篇文章。从银行工作到大学从事教育工作，任再萍博士付出了艰苦的努力和心血，曾到加拿大道格拉斯学院进修《宏观经济学》《国际金融》等课程，在英国杜伦大学高级研究访学一年，对国际金融理论、银行经营管理、外汇风险管理等方面有深入研究。先后主持上海市政府决策咨询研究重点课题《金砖国家开发银行与上海扩大对外开放研究》、上海市哲学社会科学规划课题《上海自贸区与津粤闽自贸区联动发展研究》等十多项省部级课题，论文“美元华尔街体系对自贸区金融政策改革的启示”2015 年获第十届上海市决策咨询研究成果三等

奖，近年来获得其他省部级奖近 10 项。作为她的老同事，为她的成长进步感到欣慰。

本书内容丰富，结构合理，观点鲜明，宏观与微观、理论与实践结合得比较好。首先，内容及数据详实，对策新颖，具有较强的实用性。第 4 章新常态下人民币汇率形成机制实证分析，选取了自 2005 年汇改至 2016 年 10 月汇率的日数据，对人民币汇率改革以来汇率的货币篮子及弹性进行估算建模，论证充分，逻辑严谨，对策的可操作性比较强，对政府管理部门和企业的决策有一定的参考价值。其次，理论扎实，观点鲜明，具有一定的前瞻性。在本文写作中，对本主题相关的理论研究和学术动态进行清晰的梳理，具有一定的前沿性、系统性、科学性。第三，方法独到，研究深入，具有较高的技术性。在数据详实的基础上建立模型进行论证，使用了单指数模型及半参数回归，对人民币汇率的货币篮子及弹性进行估计，重点分析人民币汇率弹性在历次汇率改革前后的变化，并对模型稳健性进行再检验；同时建立汇兑净收益、海外业务收入、现金流量等受汇率波动影响的实证模型，量化汇率改革以来到新常态下人民币汇率波动对企业收入影响，并测算企业收入对人民币汇率波动的弹性系数。

诚然，学习、研究、探索总在路上。本书并非尽善尽美，其中的稚嫩、不足、瑕疵在所难免。希望专家、同仁、读者对其论文中不足部分予以批评指正，促进其在后续研究中不断提高、有所建树。马克思曾经说过，科学的入门口就是地狱的进口处。科学探索需要大无畏的精神，谨以序言。

冯周荣

2016 年 11 月

目 录

第 1 章 导 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.3 研究思路与方法	3
1.4 研究范围的设定	5
1.5 主要内容及结构安排	5
第 2 章 相关文献综述	8
2.1 新常态经济理论评述	8
2.2 汇率波动理论评述	13
2.3 汇率波动对企业影响的研究评述	21
2.4 已有研究结论的不足及对本研究的启示	24
第 3 章 新常态下人民币汇率波动及其对企业的影响机理	26
3.1 新常态下人民币兑主要货币汇率波动特征分析	26
3.2 人民币兑主要货币汇率波动的原因分析	34
3.3 新常态经济下我国影响汇率波动因素的变化分析	42
3.4 汇率波动风险及其对企业的影响机理	44
3.5 汇率波动对企业影响的模型分析	53

3.6	我国企业在现实条件约束下的汇率波动影响分析.....	58
3.7	本章小结.....	65
第4章	新常态下人民币汇率形成机制实证分析.....	67
4.1	新常态与参考一篮子货币的有弹性的汇率的单指数模型.....	67
4.2	人民币货币篮子和弹性的估计.....	74
4.3	模型稳健性检验.....	82
4.4	人民币汇率弹性与波动指标的构建.....	87
4.5	实证结论及建议.....	89
4.6	本章小结.....	90
第5章	人民币汇率波动对企业影响的实证分析.....	92
5.1	数据来源及特征.....	92
5.2	人民币汇率波动对汇兑净收益影响的实证分析.....	95
5.3	人民币汇率波动对海外业务收入影响的实证分析.....	97
5.4	人民币汇率波动对现金流量表影响的实证分析.....	99
5.5	实证结论及建议.....	101
5.6	本章小结.....	104
第6章	国外企业应对汇率波动影响的经验与比较.....	105
6.1	日元升值的贸易影响及日本企业应对汇率波动影响的措施.....	105
6.2	德国企业应对汇率波动影响的措施.....	109
6.3	我国企业与日本、德国企业的比较和启示.....	115
6.4	本章小结.....	119
第7章	新常态下我国企业应对汇率波动影响的策略及建议.....	120
7.1	新常态经济下我国企业面临的形势.....	120
7.2	我国企业应对汇率波动影响策略选择的理论依据.....	124

7.3 构建我国企业应对汇率波动影响的组织结构及流程.....	127
7.4 不同市场状态下我国企业的应对策略及其适用性分析	131
7.5 我国企业应对汇率波动影响最满意策略的选择分析.....	143
7.6 提升我国企业应对汇率波动能力和改进经营环境的途径	154
7.7 本章小结.....	158
 第 8 章 结束语	159
8.1 主要观点和结论	159
8.2 研究展望.....	160
8.3 人民币汇率改革的展望	161
 附 录.....	163
 参考文献	181

第 1 章

导 论

导论主要是从本书的研究背景及意义、研究思路与方法、研究范围的设定、研究的主要内容及结构安排等方面论述的。

1.1 研究背景

自 2005 年 7 月 21 日起,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制^①。人民币汇率的波动更多地由市场供求决定,对贸易、外国直接投资、物价、利率等宏观经济都带来了很大影响,特别是我国的企业面临着前所未有的竞争压力。人民币对美元汇率自 2005 年汇率改革以来至 2013 年缓慢升值近 35%,受美国经济复苏、美联储加息及英国脱欧等国际事件影响,并伴随着中国经济从 2014 年进入“新常态”阶段,人民币汇率出现贬值反转,打破了人民币升值预期,双向波动幅度明显加大,给我国企业经营带来了很大的影响。如果不能成功应对汇率波动带来的影响,那么我国企业在国际市场上的比较优势利益将无法实现。因此,本研究对汇率改革后到新常态人民币汇率的波动及对我国企业的影响及其应对策略进行研究,显得十分必要,具有现实意义。

首先,我国企业所涉及的市场遍布世界各地,贸易和资本流动涉及多种国际货币,这些国际货币之间的汇率波动,以及人民币汇率的变化,都会影响到企业的财务状况和盈利水平。

^① 中国人民银行关于完善人民币汇率形成机制改革的公告·中国人民银行公告〔2005〕第 16 号,2005.7.21.http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=900000000000000000,50&id=3&type=2.

其次，人民币汇率不再盯住单一美元，对于习惯了用美元结算的我国企业，对人民币汇率的变动没有思想和技术操作上的准备，在短期内会难以适应，甚至显得有些紧张、慌乱，所以对我国企业受汇率波动影响的研究迫在眉睫。

再者，在加入 WTO 的承诺中，中国将开放银行业、保险业和专业服务等领域，在两至三年内，股权比例进一步放宽；在五至六年内，业务范围和地域限制取消，现在这些承诺都已变成了现实，随着金融市场的全面开放，人民币资金项目自由兑换进程正在加快，国内金融市场的效率有较大提高，也加大我国企业在跨国经营中面临的风险。因此，正确认识我国企业在人民币汇率波动情况下所面临的风险，合理地防范汇率风险对我国企业在竞争中取胜至关重要。

汇率改革以来，我国企业已经在人民币不断升值后有贬值的现实下深切地感受到汇率波动带来的压力和风险，汇率的变化不是靠央行控制，而是市场力量对比的结果。2016 年 10 月 1 日，人民币正式加入国际货币基金组织（简称 IMF）的特别提款权（以下简称 SDR）货币篮子，人民币加入 SDR 货币篮子后，美元、欧元、人民币、日元和英镑的比例将为 41.73%、30.93%、10.92%、8.33% 和 8.09%，这是 IMF 历史上第一次增加 SDR 货币篮子中的货币数量，不仅是人民币国际化的一个非常重要的里程碑，而且对世界货币体系改革与全球经济复苏具有重要意义。使我国外汇储备、进出口贸易发展和外汇市场交易结构带来一定的变化，人民币的使用范围将不断扩大，使国际货币和金融体系更具活力，促进全球范围的经济复苏和稳定增长。

人民币加入 SDR 货币篮子后，人民币国际化步伐将进一步加快，人民币汇率会更多由市场供求决定，双向波动趋势加大，结束汇率改革以来单边升值的态势，当然也不会进入大幅持续贬值，而是回归理性估值。在我国经济进入新常态后，人民币汇率也进入新常态。而且这种状况将长期存在，人民币兑美元、日元、欧元、港元、英镑等关键货币的汇率波动幅度将会日益加大，走向趋势也更加复杂。我国企业面临的汇率波动带来的汇兑损益、海外业务收入、现金流量方面的不确定性也将日益增加，所以对企业来说，深刻认识人民币汇率波动带来的影响、选择积极有效的应对策略具有重要的现实意义。

本书从现实数据出发，着重分析了人民币汇率波动下我国企业汇兑损益、市场经营及现金流量三方面所受到的影响，通过理论及实证分析我国企业受汇率波动的影响及风险控制能力，在分析国外企业应对汇率波动经验的基础

上,剖析我国企业受汇率波动影响的机理及根源,构建我国企业应对汇率波动影响策略和选择方案。

1.2 研究意义

我国经济已经进入一个新的阶段,也就是我们常说的新常态,这里的“新”是相对于“上个时期或阶段”经济运行的状态而言的。中国经济呈现出新常态,表现在以下几个方面:第一,经济从持续高速增长转为中高速增长;第二,经济结构不断优化升级,从投资驱动、要素驱动转向创新驱动;第三,把改革开放的目标从单纯GDP增长转为全面发展,即生产力发展、社会可持续发展、人民幸福的社会主义市场经济。从2005年7月21日宣布汇率改革政策到现在已经整整11年了,汇率改革是我国汇率制度改革迈出的重要一步,也是调整经济结构、缓解对外贸易不平衡、扩大内需以及提升企业国际竞争力、提高对外开放水平的需要;随着经济进入新常态,汇率也进入了一个双向波动的新常态,使汇率问题变得更加复杂,也使汇率问题成为焦点问题,对我国的企业来说机遇和挑战并存,关键在于企业如何构建运用一系列风险防范工具来应对。

在世界上就有由于汇率变动而使企业蒙受损失的案例,瑞士三大银行之一的瑞士联合银行在20世纪80年代初,曾因汇率的大幅变动而蒙受了约1亿美元的巨额损失;湖人航空是一家英国的航空公司,由于对大量的美元债务没有采取避险措施,在1981年美元兑英镑汇率不断走强,意味着公司要用更多的英镑来偿还债务,结果外汇交易风险敞口和其他因素交织在一起,导致了湖人公司的破产。

由此可以看出,汇率风险对企业的影响比较大,有时可能是灾难性的。随着汇率改革的不断深入,人民币汇率每天的浮动范围将会扩大,企业面临的汇率影响也将与日俱增,这是开放经济下不可避免的现象。所以,对企业在人民币汇率波动下所受影响及应对策略进行研究具有重要的现实意义。

1.3 研究思路与方法

本书以研究背景和相关文献综述为基础,首先对人民币汇率的结构性波动、影响因素及其对企业的影响机理进行论述,然后根据历史数据分析我国企业在汇率改革后受到的汇兑损益、海外业务收入、现金流量三方面的影响,

最后通过实证分析及借鉴日本、德国等国家企业在本币波动过程中应对汇率波动的经验,提出我国企业应对汇率波动影响的策略和途径,思路框架如图 1-1 所示:

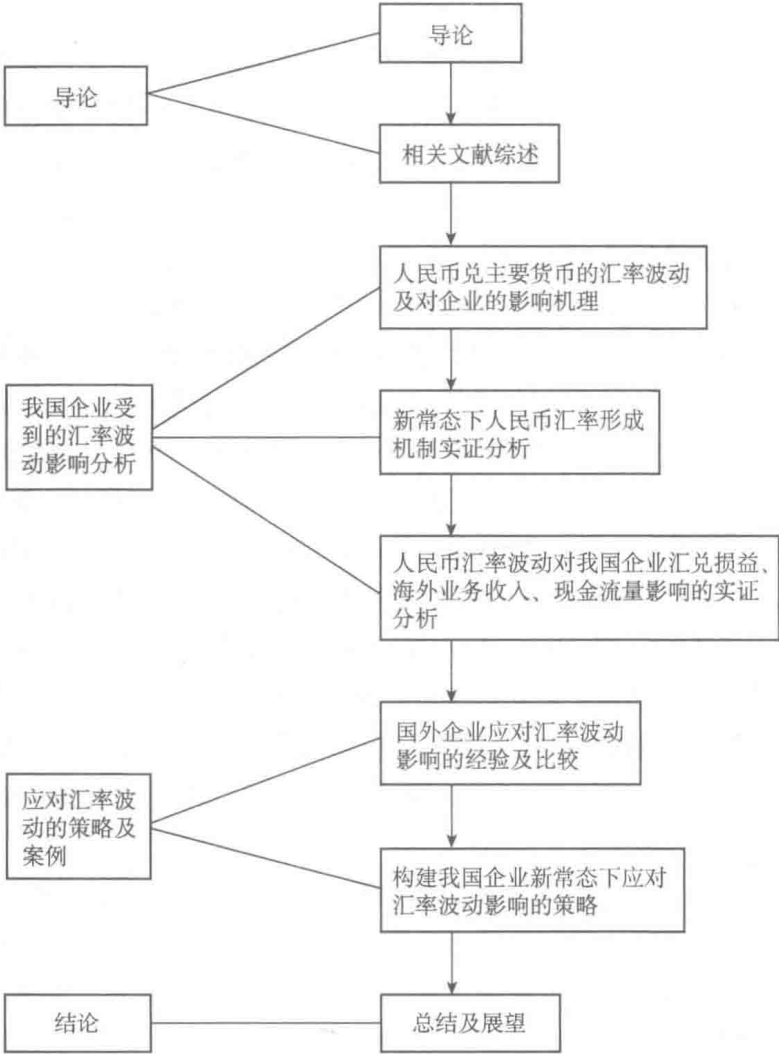


图 1-1 本书的研究思路

本书是从理论和实证两个方面来研究我国企业在新人民币汇率形成机制下,因汇率波动而受到的影响及应对策略。在研究方法方面,采用多学科交叉研究方法、逻辑分析方法,定性与定量分析相结合、理论与实际相结合的方法等。具体方法如下:

(1) 多学科交叉研究方法。本书综合运用了经济学、统计学、管理学、系统论、辩证法等多学科的原理与方法对我国企业在新人民币汇率形成机制下,汇率波动所受到的影响及应对策略进行综合分析与研究,补充单纯经济学分析的不足。

(2) 定性与定量分析相结合的方法。本书对人民币汇率的波动、企业受到的汇兑损益、市场经营方面的影响用数据进行实证分析,其他内容采用了定性方法进行分析,使论文表述简洁而严密,富有说服力。

(3) 比较分析法与归纳分析法相结合。把我国企业的实际与以往的理论假设做比较,以及我国企业与国外企业进行比较再采用归纳法得出结论,提出针对我国企业切实可行的应对汇率波动风险的战略和策略。

(4) 实证分析法。本书以企业案例进行实证研究,用实际数据与企业经验作为依据,以保证研究成果既有创新价值,又有可操作性。

1.4 研究范围的设定

本书研究范围设定在我国经济新常态下企业面临的汇率风险及应对策略,这里的企业包括一切在经营活动中涉及进口、出口或同时有进口和出口的中国企业,在进行实证分析企业受汇率波动影响时,企业数据采用上市公司数据,因为上市企业需经合格会计师查核,该等数据的公正性、客观性比较强,故本书在进行统计分析时选取中国上市的企业为主,数据具有公开、可靠的特点。在对国外企业应对汇率波动风险经验分析之后,构建出我国企业应该汇率波动的策略和途径,并提出相应政策建议。

1.5 主要内容及结构安排

研究内容分为四部分共八章,各章节主要内容如下:

第1章 导论。介绍人民币汇率波动对我国企业影响研究的背景,是基于人民币新汇率形成机制的分析,简要说明研究的现实意义、研究思路与方法、研究范围、研究内容及主要创新点等。

第2章 相关文献综述。主要通过对国内外有关新常态理论、汇率决定理论、汇率波动对企业的影响研究观点进行评述,分析已有研究结论的不足及对本研究的启示。

第3章 新常态下人民币兑主要货币的汇率波动及对我国企业的影响机理分析。主要内容有：人民币兑美元、日元、欧元、英镑、港币汇率的波动，影响人民币汇率波动的因素，构建我国企业在现实条件约束下的汇率波动影响模型，为后续研究做好了铺垫。

第4章 新常态下人民币汇率形成机制实证分析。建立单指半参数模型，把单指标和半参数结合起来实证分析人民币汇率参考的货币篮子及波动弹性，分析发现货币篮子中依然美元占有比较大的比重，而且随着央行不断增大人民币交易价格波动区间，建议货币篮子应更加多远化货币并不断增加人民币汇率弹性。本实证所得结论与人民银行不断减少外汇市场干预加速人民币国际化的现实高度一致，可以说新常态经济下汇率波动也进入到了双向波动的常态。

第5章 人民币汇率波动对企业影响的实证分析。建立汇兑净收益、海外业务收入和汇率变动影响现金流量表的实证模型，实证结果表明，我国汇率波动对企业汇兑净损益有正向影响，但对汇兑净收益/营业收入没有影响；汇率波动对企业海外收入以及和海外业务收入占营业收入比重都比较积极的影响；汇率波动对现金流量变动是有利的影响，而对现金流量变动/营业收入是不利影响，就是说人民币贬值使得企业在经营及投融资活动中获得更多现金流量，但现金流量的增加还比不上企业营业收入的增加速度。最后从政府和企业两个层面提出建议，指出政府营造一个良好环境、氛围和企业加强自主创新和提升运用金融衍生品对冲风险的能力，对企业在新常态下应对汇率波动影响至关重要。

第6章 国外企业应对汇率波动影响的经验及比较。主要通过分析日本和德国企业在本币升值和汇率双向波动的情况下对本国企业带来的影响及企业应对措施，并把我国企业和日本、德国企业进行比较，以便借鉴。

第7章 新常态下我国企业应对汇率波动影响的策略及建议。在分析新常态下汇率波动给我国企业经营带来的不确定性及企业所面临形势的基础上，构建了我国企业防范汇率波动影响最佳策略的选择路径，把买方市场、卖方市场的概念和企业应对汇率波动影响策略联系起来，运用层次分析法及博弈分析法选择出我国企业应对汇率波动的最满意策略，并提出提升我国企业应对汇率波动影响能力和改善环境的途径。

第8章 结束语。总结论文的主要观点和结论，并对该领域的发展前景进行展望。从我国汇率政策改革的实践来看，人民币汇率有升有降的双向态

势可以遏制投机操作。特别人民币加入 SDR 后，人民币对篮子里的主要货币呈现出有升有降的结构性态势属正常现象，而且这将成为一种新常态，正是因为人民币不再具有大幅升值或贬值的基础，而是在接近均衡汇率状态下双向波动，人民币对 SDR 篮子里主要货币的重要性将日益增强，权重也会不断提升。央行会继续实施更加积极有弹性的汇率政策，一方面通过不断增大汇率弹性逐步放开资本项目可兑换，促进人民币国际化；另一方面通过扩大汇率波动幅度、增强汇率波动弹性等汇率政策的调整，打消外界对我国人民币汇率单边升值或单边贬值的预期，使得我国产业升级及经济调整在新常态条件下平稳进行。

第 2 章

相关文献综述

本章主要回顾了国内外有关新常态经济理论、汇率波动理论及其对企业的影响,并加以评述。从理论的视角探索新常态下人民币汇率波动对我国企业影响问题研究的基本理论背景及依据。

2.1 新常态经济理论评述

新常态经济从本质上来讲是关于经济发展到一定阶段后所出现的特征和现实的归纳和描述。

2.1.1 国外有关新常态经济的研究

国外对于新常态经济的研究,主要从以下几个方面展开:

1) 关于新常态的概念和实质。新常态经济在世界各地和不同的国家的表现形式有所不同,但实质基本一致。但新常态这个名词的出现是 21 世纪初期的 2002 年在西方媒体中最先出现^①,到 2010 年埃里安(El-Erian, 2010)在报告《驾驭工业化国家的新常态》中,用新常态这个概念正式解释了后危机时代世界经济的新特征。法国经济学家托马斯(2014)在著作《21 世纪资本论》中,从大跨度时间上经济和财富分配状况的长轨迹和大趋势,认为高速增长工业化时期的特点,是一段特殊历史现象,工业化过后全球经济增长常态呈现出中低速^②。2014 年埃里安(El-Erian, 2014)认为新常态主要是指西方发达经济体在危机过后将陷入长期疲弱、失业率高的泥沼

① Pash, C., 2011, "Use of the Label 'New Normal' on the Rise", *Australian*, May 16.

② (法)托马斯 皮凯蒂, 21 世纪资本论[M]. 巴曙松译. 北京: 中信出版社, 2014.

状况。

2) 新常态的特征和特点。Aman Saggi 和 Witada Anukoonwattaka (2015) 认为,新常态下中国各项经济指标都表明,中国经济增长的动力来源正在从原先的加工、制造、装配和基础设施活动,向服务和创新活动转变,中国的出口也出现放缓迹象,经济正在从一个由出口驱动的模式转变为一个由国内消费拉动的经济增长模式^①。

3) 新常态的机遇和挑战。Rosalie L. Tung (2016) 认为,新常态下中国的机遇来自区域经济一体化、巨额外汇储备可促进国内外金融业务发展、劳动力的科技含量提高等方面。而挑战包括中国的人口老龄化、制度缺陷、腐败、薄弱的公司治理水平等等^②。Kenyatta 和 Sulaiman (2016) 认为,新常态下中国更需关注产业政策、绿色能源、货币与金融稳定^③。

2.1.2 国内学者关于新常态经济的研究

在中国,新常态一词最早由国家主席习近平 2014 年 5 月在河南考察时首次使用,2014 年 12 月 9 日在中央经济工作会议上,习近平总书记详尽分析中国经济新常态的现状、成因及趋势,并指出新常态是我国经济发展阶段性特征的必然反映,认识、适应、引领新常态,是当前和今后一个时期我国经济发展的大方向。目前对新常态经济理论方面的研究主要有以下几个方面。

1) 新常态的内涵及特征。李扬、张晓晶(2014)认为国内和国外的新常态概念在叫法上一致但内容上有一定独立性,中国的新常态与中国经济升级转型发展的新阶段密切相联系,标志着中国迈向更高级发展阶段,指出中国经济优化升级的动力结构和支持体系;而在国际上,新常态大多数是被动地刻画了自 20 世纪 80 年代以来全球经济增长之长周期的阶段转换,其内涵

① Aman Saggi, Witada Anukoonwattaka. China's 'New Normal': Challenges Ahead for Asia-Pacific Trade[J]. Trade Insights Series, 2015. (United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (ESCAP), 2015.), [http://www.unescap.org/sites/default/files/Trade Insight No. 11.pdf](http://www.unescap.org/sites/default/files/Trade%20Insight%20No.%2011.pdf).

② Rosalie L. Tung. Opportunities and Challenges Ahead of China's "New Normal" [J]. Long Range Planning, Volume 49, Issue 5, October 2016, Pages 632-640.

③ Kenyatta, Sulaiman. China's New Normal: An Indispensable Locomotive of Global Growth [J]. China Business Review. May 2016, p5-5. 1p.