

国有企业海外投资汇率风险分析与防范

刘彦丽 于冰 王月舒 王淑琴 张佳豪 陈谢■

对于开展涉外业务的国有企业而言, 外汇汇率风险敞口源于币种、规模以及时间的错配, 期间汇率波动势必引发外汇风险。具体来说, 汇率风险敞口主要表现为资产负债表维度和现金流维度两种情形。一是资产负债表维度中由投资(资产)、融资(负债)错配形成的敞口, 主要形成外汇折算风险; 二是未来现金流维度中由现金收支币种及其规模、时间错配形成的敞口, 主要涉及外汇交易风险。因此, 国有企业汇率风险分析、防范管理工作也应围绕两类风险敞口开展。

一、企业海外业务外汇风险管理策略分析

(一) 资产负债表维度的汇率风险

受国际产业转移梯次规律和国内经济发展战略需求影响, 国有企业普遍偏好能源、矿产、基建、高新技术等重点管控领域, 呈现交割金额大、项目批复链条长、事件性特征明显以及交割期时间窗口短等特征。而新兴市场货币普遍存在流动性不足、定价透明度低、波动大等情况, 过长的时间敞口造成存续期内会计并表带来的汇率折算损失风险较为突出。因此, 国有企业资产负债表维度的汇率风险管理应区分存续投资和增量投资, 采取差异化的管理策略。

1. 存续投资。对于存续投资, 要侧重考虑投资规模和流动性。国有企业海外投资以战略性投资为主, 存续投资规模大、期限长, 全额采取套期

保值措施避险, 经济性不足, 应以定期风险监测为主, 同时考虑使用存续的外币融资进行套期关系指定, 消除部分并表因素显化的外币折算损失风险。

存续投资汇率风险管控措施主要包括定期风险监测策略和套期保值策略。一是定期风险监测策略。针对存续投资外汇风险敞口, 企业应专设机构或岗位定时跟踪外汇市场动态, 不仅监测涉及外币即期汇率、远期汇率曲线的突发性变动, 还应关注易引起企业外汇风险敞口结构、特征发生根本改变的重大突发事件, 如所在国家或地域的违约或风险事件、外汇管制政策调整等。此外, 对于企业投资业务涉及的主要币种, 应使用敏感度分析和风险价值测算等量化分析手段对汇率风险敞口进行量化监控, 当汇率风险达到设定的预警值时, 应提高监测频率, 及时进行风险提示。二是套期保值策略。新兴市场容量和流动性往往不足, 而国有企业境外投资通常具有规模大、期限长的特点, 企业面临境外经营净投资受汇率剧烈波动引起的外币报表折算差额激增风险, 将同币种银行借款或发债全部或部分指定为套期工具时, 常常面临外汇管制、缺少活跃的金融市场和避险工具、难以找到交易对手开展长期限的衍生交易以及当地融资成本高等问题。因此, 对于国有企业海外投资面临的资产负债表维度汇率风险管控, 还需要基于风险承受度, 在融资成本和汇率波动

的不确定性之间进行权衡, 此时的套期保值策略可理解为在风险监测基础上适时选取合适币种进行的应急管控措施。

2. 增量投资。对于增量投资, 应系统化设计投融资方案, 优先考虑通过投资(资产)与融资(负债)币种、规模、时间匹配的方式减少外币汇率风险敞口, 同时, 从权衡成本效益的角度, 合理利用套期会计或使用记账本位币进行注资, 减少汇率波动引起的折算风险。此外, 除业务实施环节的避险措施外, 增量投资的汇率风险防控还应嵌入到投资前项目评估环节, 充分考虑汇率风险的影响, 全面考察风险成本与项目收益。其中, 核心措施实施路径如下:

一是投资决策确定前的汇率风险管控策略。针对单个项目层面的汇率风险, 可在投前估值模型选取、设计环节中, 充分考虑汇率风险的影响, 对汇率风险进行分解和量化, 确保估值结果能够充分反映汇率波动的影响及风险管理的成本, (如在现金流估算中, 若使用单一汇率进行折算, 在估值模型中考虑汇率锁定所需要的套保成本); 针对企业整体层面增量投资的汇率风险, 宜在项目准入前的风险评估环节, 对增加的外汇风险敞口进行试算, 评估汇率风险的项目叠加影响, 引导企业投资决策。

二是投资决策确定后的汇率风险管控策略。为了解决市场认知度低或新兴市场国家融资工具单一等因

素导致的融资成本过高问题,增量投资汇率风险管控应优先考虑通过投、融资匹配的方式进行业务避险策略,尽可能选择流动性和信誉最好的融资市场进行融资,然后通过交叉货币利率掉期或外汇掉期的使用置换成投资需要的货币,以达到自然对冲的效果;其次,可适度开展套期保值业务,与存量投资相比,增量投资的套期保值策略设计相对更为灵活,套期工具的指定方式与融资方式事前决策直接关联。当融资币种与投资币种匹配时,宜直接指定外币融资为套期工具。当融资币种与投资币种不匹配时,可通过衍生工具掉期成投资所需币种,将衍生工具和外币融资组合指定为套期工具;此外,考虑到使用本位币资金进行境外投资注资时,投资标的公司层面汇兑损益(结转留存收益)和并表层面外币报表折算差额存在抵销效果,可减少汇率波动对外汇报表折算差额的影响,因此使用记账本位币注资也可作为汇率风险管控的策略选择。

(二) 外币现金流导致的汇率风险

在因外币现金流带来的汇率风险管控方面,与民营企业相比,国有企业汇率风险特征主要体现为容忍度相对偏低,管理策略的稳健性需求更高,应主要解决由于现金流的不确定性带来的流入、流出时点、规模、币种的错配以及由此产生的套期成本控制问题。

在实施外币现金流收支的匹配性管控时,应建立现金流的定期预测分析机制,基于现金流预测结果,优先考虑采用业务对冲策略自然抵销部分外汇风险敞口,通过指定币种定价等手段,如外币流入/流出均采用同一种外币计价或根据现金流缺口情况进行结算币种安排等方式,尽可能匹配现金流入和流出的时点、币种及规模。

同时应重点加强新兴市场币种管理,如通过对分红流入规模、时点的预测,将收取的新兴国家货币与资金使用需求相匹配。

在针对现金流错配形成的外汇风险敞口进行风险管控时,应根据企业风险偏好合理设置相应的套保比例,一旦未套保敞口比例超过依据风险容忍度确定的阈值,通过直接结汇的方式规避汇率风险,但在实际操作中,需同时考虑换汇成本和风险成本,频繁结汇可能会产生较高的换汇成本。为控制换汇成本,企业可按年度平均价换汇,通过对存量敞口每月换汇,获取年度平均价格,平滑换汇成本的波动。同时,对期限相对确定的现金流汇率风险,可使用外汇远期、期权、交叉货币利率掉期等衍生工具或衍生工具组合,锁定未来的换汇成本。

二、国有企业海外业务外汇风险防范建议

(一) 健全汇率风险管理机制,明确风险责任和管理要求

为提高汇率风险管理的执行力,考虑国有企业受托经营特征,首先应明确决策机构、管理机构、业务经营机构和内部审计机构在汇率风险防控事项上的责任,并明确分工。在此基础上,进一步明确汇率风险管理的工作流程,包括风险评价、风险计量、风险控制、风险报告、应急管理以及内部控制等环节和步骤。此外,应建立常态化的利率汇率走势分析机制、重大事项报告机制、特殊情况下的快速决策机制,提升公司对利率汇率波动的敏锐度,更加科学、有效地应对利率、汇率变化可能给公司带来的良好机遇以及造成的不利影响。

(二) 完善汇率风险管控方法,持续提升企业风险防范能力

汇率风险管控涉及因素错综复

杂,考虑国有企业的风险偏好特征,客观上需要构建一套多维度、分层次的汇率预测分析方法体系。笔者建议可以经济基本面分析为逻辑起点,系统性厘清货币传导机制及利率汇率的运行规律,构建基于政策面、资金面(流动性)、金融市场供求关系、市场情绪因素及外部市场等因素于一体的利率预测分析逻辑框架,并从国际贸易和资本流动、国内外利差、央行干预、全球景气指数及其他因素等多个方面构建汇率预测分析框架体系,为全面分析利率、汇率分析走势提供基础分析方法支持。尤其是针对风险敞口的计量问题,应加强量化技术工具的开发和运用,积极利用大数据、人工智能等金融科技技术,形成一套适合企业业务特点、覆盖全面的利率汇率风险监测、预警及评估体系,对利率汇率风险进行准确计量和评价,为投前风险评估、业务决策及后续汇率风险应对措施作出参考。

(三) 灵活制定汇率风险管控策略,确保汇率风险可控、在控

在整体风险容忍度的范围内,为提升风险管控效果,国有企业汇率风险管理部门应结合汇率风险评估结果,综合使用业务避险、优化融资期限结构、套期保值工具等方法灵活设计应对方案,对不同汇率风险场景进行差异化防控,确保管控策略精准有效。如针对境外投资和外币现金流风险,选择合适的时机进行债务置换,制定分红策略,减少折算风险和交易风险。增量投资的汇率风险防控应当嵌入到投前项目评估环节,充分考虑汇率风险的影响,平衡融资成本和汇率因素,兼顾风险成本与项目收益。

(作者单位:国家电网国际发展有限公司)

责任编辑 樊柯馨