

学校编码: 10384

学 号: 17920131150703



分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业汇率管理及风险控制研究

Study on Foreign Exchange Rate Management and Risk

Control of China's Enterprises

顾 春 芳

指导教师姓名: 吴世农 教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

2005年7月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，我国的人民币汇率制度改革开始进入新的阶段。人民币汇率的波动幅度进一步加大并直接和间接影响着经济生活的各个方面。近年来，随着世界经济的不景气，美国经济虽然有所复苏，但其经济回暖的深度和广度均低于市场预期；欧元区由于其各个经济单体之间经济发展参差不齐，加上希腊等问题的困扰，前景阴云密布；中国在2015年GDP也暂别“7时代”，实体经济在未来的5年面临巨大的考验，产业格局加速调整。2015年12月，人民币加入SDR特别提款权。国际市场中的任何一个事件都可能成为“黑天鹅”，给人民币汇率的未来走势增加了诸多不确定性。正是基于这样的经济大背景下，汇率的变动直接影响着企业的经营策略、营销策略、生产管理策略和投融资策略等。中国企业要想健康平稳的发展，做大做强并开拓更多的海外市场，必须加强对汇率风险的管理和控制。因此，本文收集我国汇率数据和企业汇率管理案例，通过实证研究和案例分析，探讨企业的汇率风险管控问题。全文分为五章：

第一章概述论文的研究背景，研究的主要问题和意义。通过收集来自10个不同行业的56个A股上市公司，从2011年至2015年这5年间产生的汇兑损益进行分析，发现汇率波动对企业的营业利润产生了显著的影响。第二章综述了有关汇率管理的文献资料。第三章通过借鉴国内外优秀学者的研究成果，选取2005年11月1日至2015年10月31日的日汇率数据，采用GARCH(1,1)模型分别对人民币对美元和人民币对欧元的走势进行实证研究。尽管作者试图通过大样本数据运用GRACH(1,1)模型得到的模型检验效果不是很理想，但在尝试的过程中也发现了个有趣的现象：ARCH(1)模型相较于所建的GARCH(1,1)模型得到的预测结果准确度更高，更能满足企业在实际运用过程中的需求，更简单也更实用。第四章收集企业汇率管理成败的四个案例展开分析。在案例分析环节，本文分别就企业在人民币对美元和人民币对欧元的失败和成功案例进行剖析，希望能给更多在汇率风险管理中摸索的企业以启示，汲取失败企业的教训，学习成功企业的宝贵经验。第五章是全文的结论和建议章节，作者阐述了从公司治理、经营战略和营销战略、全球多元化战略和衍生金融工具的应用四方面加强汇率管理和风险控制。

关键词：人民币汇率，外汇风险管理，ARCH/GARCH模型，套期保值

Abstract

July 21st 2005, the forming mechanism of Chinese exchange rates evolved from pegging USD (nearly fixed exchange rates) to a new exchange rates regime, which is a controllable floating one, based on the market supply and demand, adjusted according to a basket of currencies. This means Chinese foreign exchange reform gets an essential strategy step. Furthermore, the volatility of RMB exchange rate impact deeply in all of our economic life. In recent years, with the world economic downturn, especially China only got 6.9% GDP increase in 2015 and RMB joined in the SDR basket of currencies, each of the worldwide economic issues can become the “black swan event”, all of the elements increased lots of uncertainty to RMB volatility. Since that, the fluctuation of RMB directly affect Chinese enterprises’ operating strategy, marketing strategy, operation management strategy, investment and financing strategy, etc. The Chinese companies must strengthen their foreign exchange management senses and risk control skills if they want to open up more oversea markets and get their company to have a stable and healthy development. Hence, this dissertation use empirical research and case study to get valuable foreign exchange rate forecast model and precious conclusion.

This thesis totally has five chapters. The chapter one summarize research background, study main questions and meanings. By collecting data from fifty-six Chinese listed company of ten different industries foreign exchange gain or loss and analyzing, I find out that the volatility of foreign exchange rates has direct and deep impact to company’s operating income. The chapter two is a review of the literature. The chapter three by drawing the domestic and overseas outstanding scholars’ research findings, extracting the daily RMB exchange rate during Nov 1st 2005 to Oct 31st 2015, using GARCH(1,1) model to make empirical study and forecast the rate trend. Although trying hard to use big data with GARCH(1,1) model, I have not got the good detection results. One interesting outcome when my keep trying: compared with GARCH(1,1) model, ARCH(1) model is better and more accurate for the forecast results. The chapter four is about four case studies. In this part, I listed the failed and succeeded four Chinese enterprises and summarized the valuable experiences and advices. The chapter five is the final one of this dissertation. By clarifying four main aspects with corporate governance, operating and

marketing strategy, global diversification strategy and financial derivative instruments to improve Chinese foreign exchange rate management and risk control performance.

Key Words: RMB Rate, Foreign Exchange Rate Management and Risk Control, ARCH/GARCH Model, Hedge

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录	
第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
一、当前世界经济形势	1
二、当前中国经济形势	4
三、汇率变动对企业的影响	7
第二节 研究主要内容及其意义	17
一、研究主要内容	17
二、研究主要意义和创新点	17
三、研究框架	18
第二章 相关文献综述	20
第一节 汇率的主要影响因素	20
一、影响汇率的基本经济面分析	20
二、宏观经济政策和政治因素分析	21
三、市场心理预期和投机因素分析	21
第二节 汇率的预测模型	22
一、金融时间序列波动性建模的文献回顾	22
二、ARCH 族模型在外汇波动研究中的文献回顾	23
第三节 企业汇率管理的主要方法	23
第三章 基于 GARCH 模型的人民币汇率预测	25
第一节 GARCH 模型的相关理论基础	25
一、数据运用背景	25
二、GARCH 模型	25
第二节 人民币对美元汇率走势预测	27
一、数据选择	27
二、模型的预检验	27
三、模型参数估计	31

四、模型预测效果检验	33
五、ARCH(1)模型应用	36
第三节 人民币对欧元汇率走势预测	39
一、数据选择	39
二、模型的预检验	40
三、模型参数估计	44
四、模型预测效果检验	46
五、ARCH(1)模型应用	48
第四节 小结	51
一、结论	51
二、模型研究的局限性与展望	53
第四章 企业汇率风险管理案例研究	54
第一节 企业运用衍生金融工具概况	54
第二节 人民币对美元汇率风险管理失败案例	55
一、A 公司基本情况	55
二、A 公司外汇业务分析及外汇管理失败之处	56
第三节 人民币对美元汇率风险管理成功案例	59
一、爱仕达电器公司基本情况	59
二、爱仕达电器外汇业务管理成功之处	59
第四节 人民币对欧元汇率风险管理失败案例	62
一、S 公司基本情况	62
二、S 公司外汇业务管理失败之处	62
第五节 人民币对欧元汇率风险管理成功案例	64
一、亨通光电公司基本情况	64
二、亨通光电公司外汇业务管理成功之处	65
第六节 小结	67
一、培养和强化汇率风险防范意识	67
二、加快和吸收高素质的外汇风险管理人员	67
三、增强合同签订时对交易风险的管控	68
四、灵活变动外币资金操作策略	68

五、集团内设立资金池，实行资金统一管理	69
六、适度调整企业经营战略，规避经济风险	69
第五章 结论与建议	70
第一节 结论	70
第二节 建议	72
一、加强公司内部治理，完善内控机制和设立风险管理部门	72
二、应对国际国内市场变化，调整经营战略和营销战略	73
三、全球经营多元化战略	74
四、积极运用金融衍生品进行外汇套期保值	74
第三节 研究不足之处	75
参考文献	76
致 谢	78

Contents

Chapter One Introduction	1
Session 1 Research background	1
Session 2 Research main contents and purpose	17
Chapter Two Review of literature	20
Session 1 Main impact elements of foreign exchange rate	20
Session 2 Forecast model of foreign exchange rate	22
Session 3 Main method of enterprises' foreign exchange rate management	23
Chapter Three Forecast RMB FX rate and trend based on GARCH model	25
Session 1 GARCH model theoretical basis	25
Session 2 Forecast RMBUSD FX rate and trend	27
Session 3 Forecast RMBEUR FX rate and trend	39
Session 4 Summary	51
Chapter Four Case study on Chinese enterprises' FX management	54
Session 1 Overview of financial derivative instruments	54
Session 2 Failed case in RMBUSD FX management	55
Session 3 Succeeded case in RMBUSD FX management	59
Session 4 Failed case in RMBEUR FX management	62
Session 5 Succeeded case in RMBEUR FX management	64
Session 6 Summary	67
Chapter Five Conclusions and advices	70
References	76
Acknowledgments	78

第一章 绪论

第一节 研究背景

一、当前世界经济形势

(一) 总体概况

世界经济仍然处在调整期，国际金融危机的影响尚未消除。自 2007 年至今，全球性的金融危机已经步入第八个年头，尽管世界各国纷纷采取一系列货币政策和财政政策以期尽快恢复经济发展，但是世界经济总体仍处于低速复苏的态势。

当前，世界经济形势影响人民币汇率主要体现在以下四个方面：

第一，国际经济承受着全球金融危机的深层次影响，近两年美国经济有所复苏，美元开始升值，欧元、日元显著贬值。由于多方面原因，境内人民币对美元汇率保持在一定幅度内波动，但人民币对欧元和日元的汇率波动则相对较大。

第二，美联储逐渐从量化宽松政策递减过渡到退出量化宽松政策，直至 2015 年 12 月首次加息，这些举措对全球货币资产配置和资本流动产生了重要影响。全球多数国家特别是部分新兴经济体受美联储 2013 年和 2014 年的加息影响明显，但对中国的冲击不大；到了 2015 年 12 月份美联储的加息，市场反应强烈，对中国的影响也很显著。

第三，国际投机力量近来聚焦做空中国汇市。索罗斯等国际投机者所掌控的投机力量以往规模相对较小，他们之前是不会碰触中国这样的庞大经济体国家。但自从全球金融危机爆发，各国采用宽松货币政策以后，国际市场中积聚大量闲钱，最后形成大规模的投机力量，在中国经济调整阶段，企图做空中国汇市。

第四，长期的量化宽松政策造成了全球范围内多种金融资产面临着调整压力。在这期间，许多资产的价格在一定程度上被扭曲，经济承受着泡沫破灭的风险，人民币汇率正面临着诸多挑战。

(二) 当前美国经济形势及趋势展望

当前美国经济形势主要体现在以下三个方面：

第一，自 2015 年第四季度起美国经济有所放缓。美国的外贸出口额、企业投资和居民人均消费指数在 2015 年第四季度都下降明显，全球需求的放缓以及美元汇率

的走强对美国经济的负面效应已经开始显现。

第二，美国经济全面复苏和走强仍待未来，存在季度性反复的可能，但再陷衰退的概率不大。

第三，美联储加息只会迟到，不会缺席。2015年12月美联储宣布加息25个基点。但由于2015年第四季度美国经济增长率低于预期，美联储在今年一季度加息的可能性仍有很多不确定性且在预计在2016年二季度经济数据出来之前美联储都不会贸然启动加息。但美联储加息计划只会迟到，不会缺席。预计今年下半年将再次加息，全年加息2-3次。

第四，美元年内将震荡上升，人民币汇率短期贬值压力会有所减缓。由于市场普遍预测2016年美国经济增长有所放缓和美联储有可能延缓二次加息，这会对近期人民币汇率稳定带来利好。

与此同时，我们应注意到美联储加息的幅度和加息的持续时间才是外汇市场未来几个月的真正思辨所在并将最终决定2016年的货币命运。图1-1市场预期美联储紧缩周期将持续多年可以清楚地看到美国联邦公开市场委员会在紧缩周期和加息的预期上都远高于市场预期，实际上这个数据更多的是体现了美国鹰派对经济发展的预期，这也就是为何现在这么多人都看多美元。

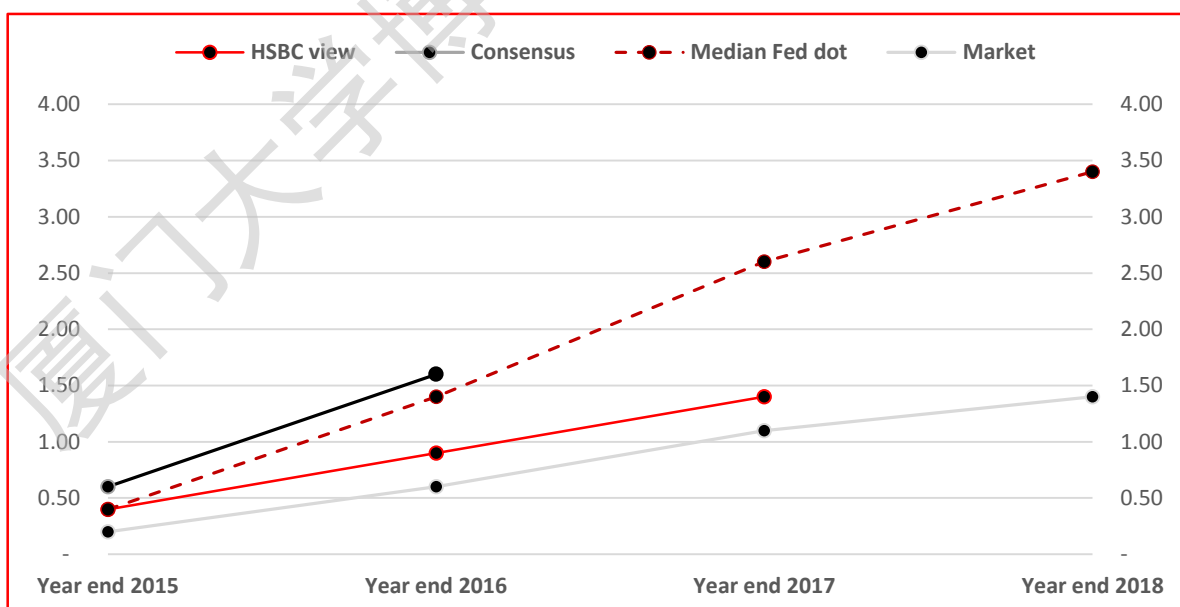


图1-1 市场预期美联储紧缩周期将持续多年

资料来源：彭博资讯、汇丰银行，2015-10内刊（彭博资讯只提供截至2018年8月份的市场数据）

图 1-2 危机后紧缩持续时间灰柱显示各家央行在最近四个紧缩周期中利率平均

上调了多少个基点。然后将这些数据与最新的紧缩（黑柱）进行对比。随后的政策逆转以红柱显示。该图清晰表明自 2008 年全球金融危机爆发以来世界已变成货币政策的非常规时期，所有紧缩的持续时间都比正常水平更短并且随后逆转。对于自 2008 年以来扣动紧缩扳机的央行，通常其加息幅度要少于之前的紧缩周期。汇丰银行认为如果将来美国缩短加息周期是由于其自身经济的下滑，那么货币避险会成为首选。在此情况下，大量外币资本的流出会对新兴货币市场尤其是有高需求外币融资或低外汇储备的国家造成较为严重的影响，比如埃及、委内瑞拉等国家。但如果美国缩短加息周期是由于其低通胀引起，那么美元汇率的贬值会让新兴外币市场从中受益。

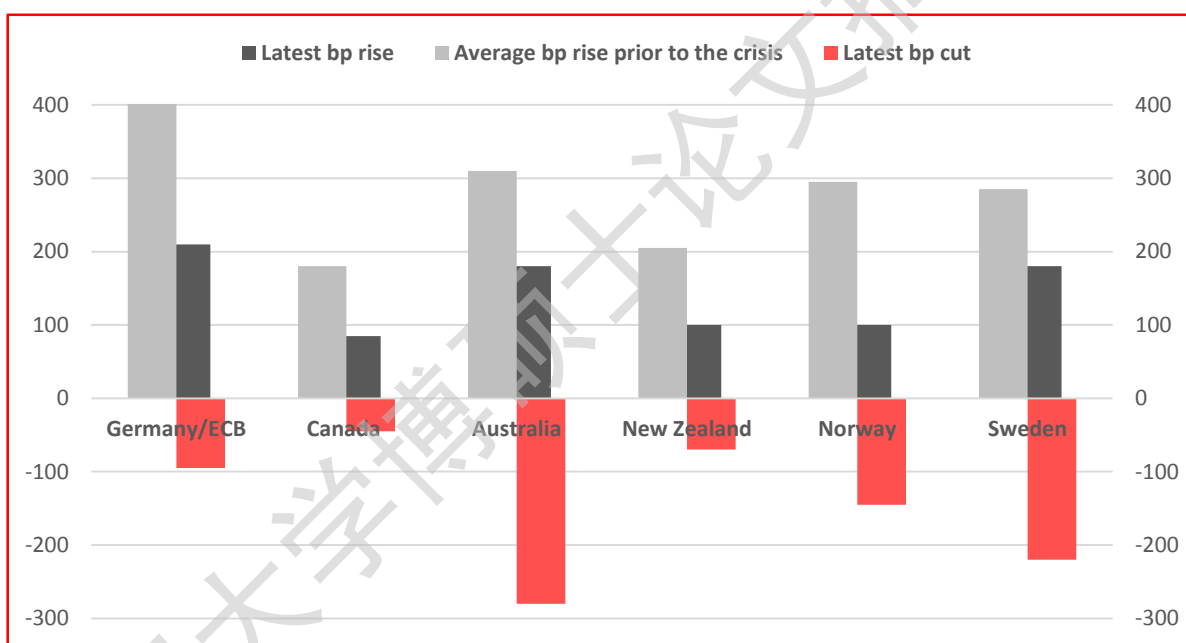


图1-2 危机后紧缩持续时间

资料来源：彭博资讯、汇丰银行，2015-10 内刊

（三）当前欧元区经济形势及趋势展望

过去五年间，欧洲经济整体低迷，欧洲传统的制造业面临重大挑战。在外汇市场方面，欧洲央行是 2014 年下半年欧元大跌的主推手。欧洲央行采取的行动可能比其他央行少很多，但是与美联储和英国央行实施量化宽松的时间不一致性让欧洲央行最终如愿以偿。从图 1-3 欧洲央行 2014 年成功打压欧元可以看出它将有限的弹药发挥到了极致。

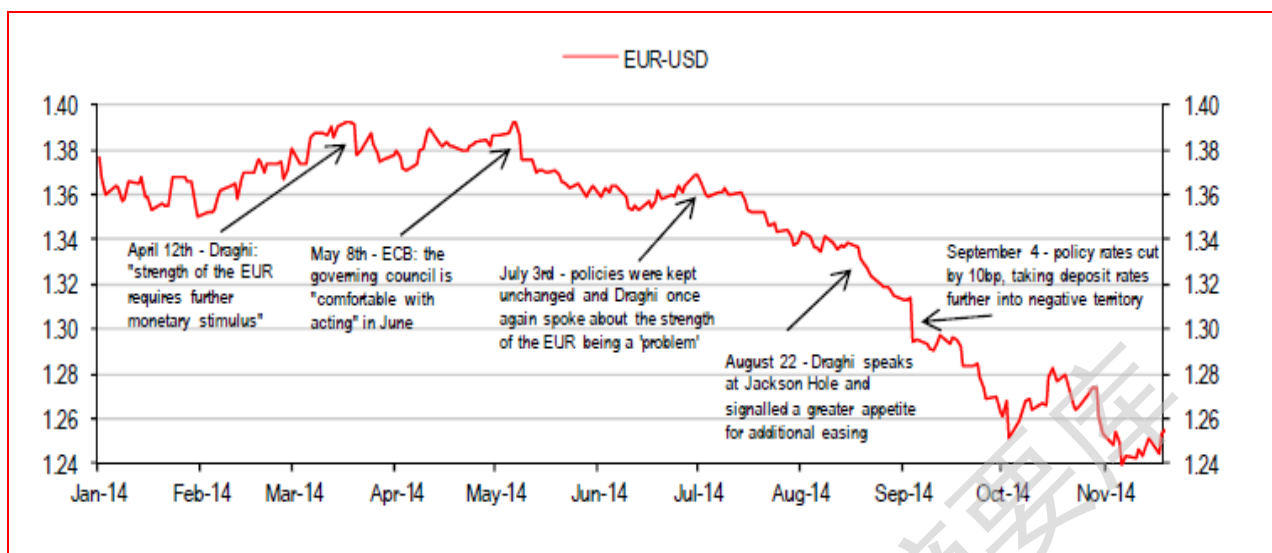


图1-3 欧洲央行2014年成功打压欧元

资料来源：彭博资讯、汇丰银行，2015-10 内刊

2015年，欧元区经济指标向着利好方向发展。随着欧洲央行成功实施了购债计划推动了通胀和经济增长，加之量化宽松政策使得欧元汇率处于低位促进了欧洲的出口贸易额，目前欧洲央行已上调了2016年欧元区的经济增长预期。但欧元区经济是否能达到更大程度的繁荣和可持续的复苏仍有待观望。

二、当前中国经济形势

（一）人民币没有持续贬值基础

2016年将会是中国经济和金融市场面临相当艰难复杂的一年。尽管中国经济面临着下行的压力，金融领域积累多年的顽疾也有可能在今年爆发，中国政府去库存、去产能和去杠杆的结构性改革成效还有待检验，但总的来说，当前中国经济仍运行在合理区间内。

中国经济增速的变化除与全球经济增长乏力有关，也是中国政府主动调整经济结构的结果。这有利于中国经济实现更加可持续、更高质量的增长，也有利于全球经济再平衡。中国正加紧进行结构性改革，尤其是供给侧改革，中国经济将会在经济增长、风险管控和产业结构等方面实现新的平衡和稳步增长。

现在中国国民储蓄率仍然很高，这会带来高投资并且这个关系在未来继续存在。尽管高投资中的一部分是“走出去”投资，但与国内投资总量相比还是很少的，国内投资还将保持高位运行。

贸易优势从原来粗放型经济和劳动密集型经济通过转型升级逐步走向中高端。制造业受产业结构调整 and 全球经济的影响近年占GDP的比重有所下滑，但长远来看

会实现更良性发展。服务业占 GDP 的比重在 2015 年超过 50%，且发展空间仍很巨大。此外，过去对民营资本的市场准入不够宽松，近年通过鼓励大众创业等措施来带动更多民间资本的运行。

（二）外贸出口陷入负增区间

2015 年由于高企的汇率使得中国的外贸出口陷入负增区间。美国人均消费水平疲软，欧元区经济得益于能源价格下跌和 QE 政策有所改善但依然呈现弱势，日本经济增长趋势放缓，新兴经济体国家的经济发展仍然参差不齐。

全球经济基本面弱势引起外需持续不足，图 1-4 对 G3 国家的出口情况 (%) 清晰显示，由于欧日等国货币的大幅贬值引起人民币实际有效汇率快速上涨，2015 年 1-5 月份中国对欧日出口增速呈现负增长。汇率对出口的影响大约滞后一个季度，下半年受美联储加息的影响，人民币相对于日元和欧元仍将维持在相对高位，2015 年第三、四季度出口依然疲弱。

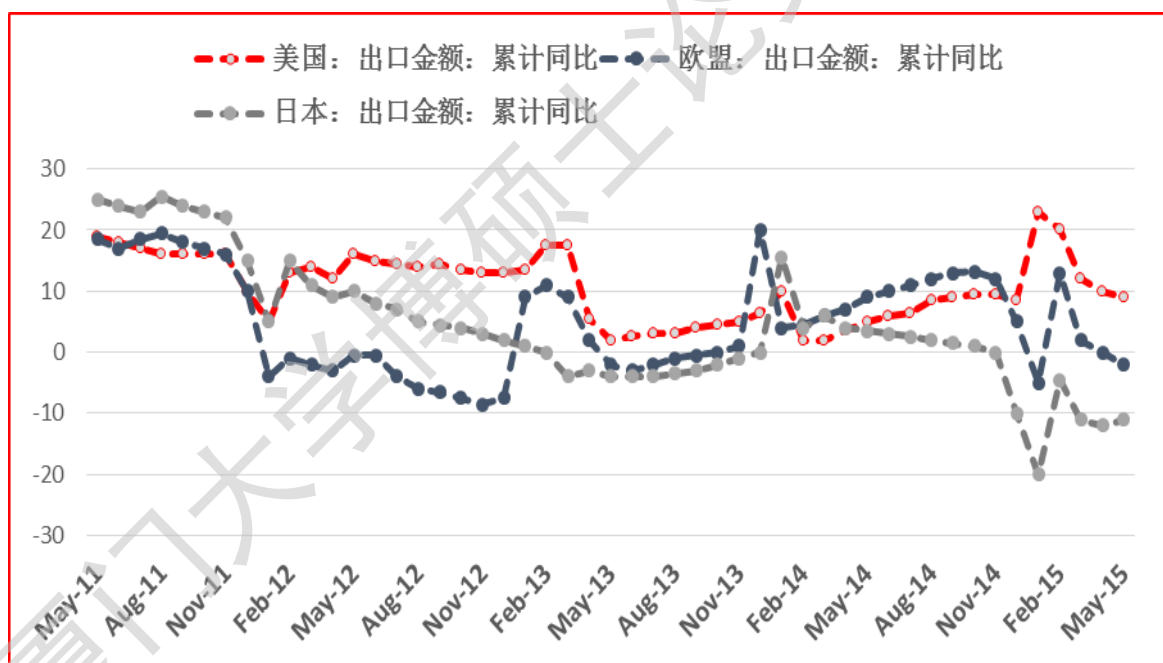


图 1-4 对 G3 国家的出口情况 (%)

资料来源: Wind

（三）货币政策仍有空间，金融改革支持实体经济发展

2015 年下半年我国货币政策在稳健中偏向宽松，采用数量和价格引导，配合深化改革为经济提供流动性支持。央行在继续通过降准降息、公开市场操作释放流动性的同时，加大了针对国民经济重点领域和薄弱环节的定向调控力度，并采取了更多应对流动性陷阱的举措，切实降低了实体经济融资成本。由图 1-5 2015 年央行下

调贷款基准利率 (%) 可见, 从 2015 年 2 月开始至 2015 年 10 月, 我国央行已经 4 次下调贷款基准利率, 以此促进流动性和降低融资成本。

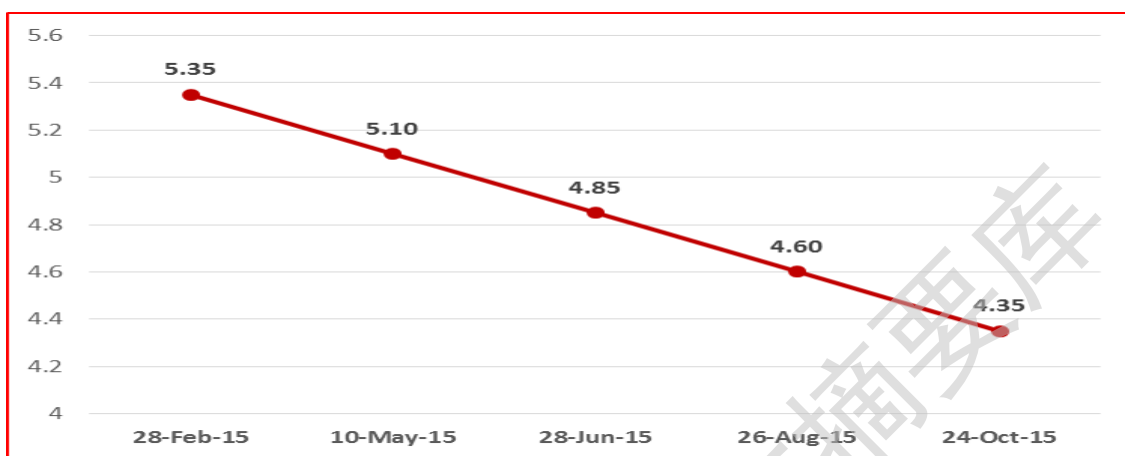


图 1-5 2015 年央行下调贷款基准利率 (%)

资料来源: 中国人民银行网站

利率是经济状况的晴雨表。各国央行通常在经济快速增长时提高利率来抑制通胀, 在经济衰退时通过降低利率来刺激投资, 促进经济复苏。图 1-6 2015 年全球央行最新利率统计 (%) 表明在目前全球经济普遍不景气的情况下, 世界各国央行害怕经济增长缓慢和通缩, 纷纷采用量化宽松政策, 降低贷款利率来刺激经济。中国目前的利率相对于发达国家还处于较高的利率水平, 货币政策在 2016 年仍有运作空间。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.