

是对冲，不是对赌

拉丁美洲的公司常采用新方法使自己免受汇率波动的影响。但其中也有少数公司利用这些方法进行投机——从而造成了巨大损失

Herman Kamil, Bennett W. Sutton 和 Chris Walker

对新兴市场国家的公司来说，外汇借款是一把双刃剑。与本币借款相比，外债常常可以确保公司能以更低成本和更长的期限进行融资。但是，外债同时也使公司的资产负债表容易受到汇率波动的影响。在20世纪90年代后期和本世纪的头几年，一些拉丁美洲国家的货币出现大幅贬值。相对于资产和收入而言，这些国家公司的外币债务值大幅增加，这削弱了其偿还债务的能力。该情况反过来又加剧了银行的困境，这正是许多拉美国家所经历过的事情。

在过去10年中，因为许多国家都试图扩大汇率弹性，所以公司一直面对着日甚一日的汇率波动。对一个国家来说，汇率越灵活，就越能更好地应对外部冲击，并越能保持货币政策的独立性。同样重要的是，弹性汇率也激励公司去更好地管理自身的货币风险，因为其不能再依靠中央银行将汇率波动控制在预告的范围之内。从根本上来说，为私人部门提供货币无风险保险的时代已经彻底结束了。

通过最近一项研究（IMF, 2008年）我们注意到，在1994年至2007年，拉美国家的公司部门面对汇率变化时存在脆弱性。我们发现由于本币突然贬值，各公司已通过削减外币计价的债务比例大幅减少了资产负债表的风险敞口。同时我们还发现，这些公司一直在更积极地采用“自然的”货币对冲（出口收入和美元资产），以抵补由债务组合造成的美元风险。但是，自从2008年9月雷曼兄弟公司破产后，出现了一种新的脆弱性。一些公司（尤其是大型的、更富有经验的公司）使用了金融衍生产品合约对汇率波动进行对赌，因而当货币急剧贬值时，这带来了巨大损失。这不仅仅导致公司出现财务问题，而且使有关当局面临外汇市场的困境。

更健康的资产负债表

为研究公司部门受汇率变化影响的脆弱性，我们创建了一个新的数据库。该数据库把公司资产负债

表与股票市场的资料联系在一起，这涉及在阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁公开上市交易的1200家公司（包括金融与非金融公司）。在这个数据库中，我们首先说明这些公司外汇净头寸在较长时期内（1992—2007年）的变化情况，然后通过测定其中两个周期（1995—1998年和2004—2007年）内公司股票市值定价对汇率变化的敏感性，完成了对资产负债表的分析。最后，我们测试公司市值对币值波动的反应是否随时间发生变化。

我们发现，从总体上来说，过去10年中拉丁美洲国家的上市公司大幅度地减少了资产负债表的货币错配，从而降低了在汇率风险方面的脆弱性。这些公司减少了对外币债务的依赖，并更加系统地把已有的债务与外汇资产或预期的美元收入流相匹配。因此一般而言，最近其变得越来越远离货币风险。同时我们也发现，对极少数公司而言，2000年年中以来汇率波动对股票价格的影响已大大地降低。研究结论表明，公司已经愈发意识到了汇率风险，并采取措施调整资产负债表结构和风险管理实践，以应对由汇率弹性扩大所引起的潜在挑战。

进行投机的公司损失惨重

但在巴西和墨西哥，许多大公司参与了外汇衍生产品的投机性交易，这使其受到了货币波动风险的影响。对于由不可预料的汇率波动而造成的资产负债表风险敞口，巴西和墨西哥的出口商和非金融公司不是利用金融衍生产品进行套期保值或风险隔离，而是持有大量金融衍生品的投机头寸。其目的是要从本币升值，以及从本国利率与美元低利率之间的正利差中获利。2008年9月至11月，当巴西里亚尔和墨西哥比索急速贬值时，这些公司损失巨大（见表）。这两国的央行都出重拳干预外汇市场，以遏制这些损失所造成的巨大影响，并应对由此产生的对美元的异常需求。在很多新兴市场国家（包括韩国、波兰和印度）也发

生了类似的金融衍生交易，且都出现了亏损（见本期《玩火》一文）。

对于货币衍生品风险敞口，人们常常使用货币期权（这种期权赋予投资者以约定价格在约定时期买入或卖出一种货币的权利）进行对冲。在巴西和墨西哥，一些公司涉足了复杂的期权结构，不是用此彻底下注本币贬值，就是作为一个融资方式（与银行的美元贷款相比，这种融资方式成本更低但风险更大）。许多结构性头寸由此形成，以至于在本币贬值超过某个特定价格后，损失就会更加快速地积累起来。虽然在本币升值，或者汇率波动幅度不太大的时候，这类交易是有利可图的，但随着2008年9月雷曼兄弟倒闭，本币急剧贬值，损失则一发不可收。

这些公司到底损失了多少，尚难以确定。但巴西和墨西哥的损失肯定相当庞大，以至于引发了这两个国家央行的强烈反应。由金融衍生品引起的货币风险敞口造成了严重的账面损失，并预示着2008年9月之后对外汇市场的冲击有进一步扩大的危险——为了弥补盯市损失，公司需要增加保证金，因此其对美元的需求不断扩大。例如，墨西哥中央银行（以前一直按照规范的方式干预外汇市场）10年来第一次在未事先通告的情况下进行了大规模、无上限的干预。巴西中央银行卖出美元期货合约，以帮助受到影响的公司对其头寸进行套期保值，或者强行平仓，以缩小市场波动幅度。

金融衍生品的交易损失一经披露，公司股票价格应声暴跌，这充分证明金融衍生品风险敞口是市场的一大“新闻”。例如，我们对墨西哥的研究结果表明，2008年10月危机爆发之前，那些公布金融衍生品交易损失最惨重的大多数公司，其股票价值在当时随着本币贬值而趋于上涨。

涉及的政策问题

对我们所得出结论的似是而非的解释是，在过去的10年间，拉美地区大多数国家采取了灵活的汇率政策，这足以促使公司管理货币风险，从而进一步增强了公司应对外部冲击的能力。然而正如巴西和墨西哥最近的事件所体现的那样，在金融衍生品变得越来越高级和复杂的情况下，监管构架必须适应市场发展的需要，同时我们也必须加强审慎监管。

监管者和公众都需要了解非金融公司在衍生品头寸风险敞口方面的更加详细的信息。这次全球金融危机暴露出在财务数据披露和了解标的风险方面存在的缺陷。非金融公司的金融活动在离岸金融衍生品合约（只要求或执行有限信息披露）等领域的扩张，使监管机构无法评估金融风险的严重程度。巴西和墨西哥公司在货币衍生品方面的风险敞口大大出乎人们的意料。对此货币市场作出了回应，两国的央行也都采取了措施。这说明公司部门在金融活动方面的信息不充分给宏观经济造成了潜在的不利影响。

巴西和墨西哥最近的情况同样暴露了公司层面的金融风险管理问题。导致金融衍生品损失的原因还包括，公司治理层各种各样的失误（风险管理不善），金融工具提供者缺乏恰当的披露（银行被假定已向期权买入者讲明金融衍生品的内在风险）。监管当局应该意识到在汇率波动率低的环境下，银行及其客户在稳定时期过度扩张业务，承担太多的风险，都会使鼓励措施走偏。

对于拥有重要金融衍生品场外交易市场的国家而言，其监管者可以提高交易的透明度，完善信息披露制度。在场外市场操作的金融机构应更多地报告交易情况，包括有关金融工具和交易对手的更详细的信息。特别是，要求非金融类上市交易公司报告其在离岸市场从事衍生品交易所持有的风险敞口，可能是有益的，因为以前监管机构没有对这类风险进行全面监管。同时，这也有益于鼓励进行外汇衍生品交易，从而降低交易对手风险，提高透明度。这些措施将有助于更好地评估由金融衍生品交易引起的系统风险的积聚。这还可以进一步加强市场约束，也有助于最终投资者通过评级机构之外的途径开展一些尽职调查。墨西哥和巴西的监管当局正在向这个方向转变。■

Herman Kamil 是IMF西半球部的经济学家，Bennett W. Sutton 是该部门高级研究员，Chris Walker 是该部门高级经济学家。

参考文献：

International Monetary Fund, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5, (Washington, October).

对赌损失

在2008年第4季度，巴西和墨西哥的几家大公司因参与奇异外汇衍生品交易而遭受重大损失。

公司	损失 (百万美元)	损失 (占总资产百分比)
墨西哥		
Comerci	2,200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
巴西		
Sadia	2,400	41
Aracruz Celulose	2,100	42
Grupo Votontarin	1,000	55

资料来源：墨西哥——公司季度财务报告；巴西——新闻报告；彭博社；路透社。