

识险避险 汇稳致远【5】 外汇套保的“成本”怎么看？

以下文章来源于外汇市场自律机制

近年来，人民币汇率双向波动，弹性进一步增强，不少企业开展套期保值来规避汇率风险。在实操过程中，有些出口企业认为，远期汇率比即期汇率低、买入期权需要支付“期权费”等，是银行给企业套保施加的额外成本。那么，实际情况是不是这样呢？其实，并非如此。

一、远期贴水不是银行的“手续费”，主要是货币之间利差的体现

举个例子，某日美元兑人民币即期汇率 6.77，三个月的远期汇率是 6.72（<即期汇率 6.77），则美元远期贴水；反之为远期升水。那么，升贴水是如何来的呢？

假设某企业期初有 100 万美元资金，企业可以选择两种方式进行处理：一是即期结汇，叙做人民币存款；二是叙做美元存款同时锁定未来远期结汇价格，假设即期汇率为 6.77，期限均为 1 年，两种方式企业可以得到的结果如下：

表 1：即期结汇+人民币存款、美元存款+远期锁汇 1 年情景模拟

以下仅为简化示例，不代表实际报价

情景	期初金额	1 年期利息	期末本息金额
1.即期结汇+人民币存款	6,770,000CNY	1%/年	6,837,700CNY
2.美元存款+远期锁汇	1,000,000USD	3.8%/年	1,038,000USD

如果美元人民币远期汇率和即期汇率一样都为 6.77，而 3.8% 的美元利息显然高于 1% 的人民币利息，对企业来讲情景 2 要优于情景 1，那么市场就会出现无风险套利——大量企业开始存 1 年期美元存款，同时锁定等同即期汇率的远期结汇。而真实的市场定价应该使得两个情景 1 年后的期末本息金额应该相等，即 1 年后 1,038,000 USD 与 6,837,700 CNY 是等价的，由此得出远期汇率为 $6,837,700 \div 1,038,000 = 6.5874$ ，低于即期汇率 6.77。当然在现实中受交易情绪影响，远期汇率的升贴水幅度跟两种货币的利差可能也会出现部分偏离。因此，本质上远期汇率 < 即期汇率的贴水市场情况，是由两国利差导致的，并不是银行为企业套保增加了成本。另外，历史上看，美元兑人民币汇率也出现过升水情况，彼时，出口企业远期的结汇的价格好于即期汇率，也同样是中美利差变化下市场自然定价的结果，并非银行让利于企业。

二、买期权就是买保险

买期权就是买保险，期初虽然要支付期权费，但企业拥有了选择权，期权到期时，可能以优于远期汇率的价格交割。

假设一家出口企业 3 个月后要收 100 万美元，担心美元下跌，于是在即期汇率 6.77 时买入执行价 6.75 的美元看跌期权，支付 5 万元人民币期权费；若办理 3 个月远期结汇，可将结汇汇率锁定在 6.72。我们以到期汇率 6.60，6.90 两种情况进行情景模拟，对比一下买入看跌期权和远期结汇在不同汇率情形下的交割情况：

表 2：买入美元看跌期权对比远期结汇情景模拟

以下仅为简化示例，不代表实际报价

交易品种	买入 100 万美元看跌期权到期结汇价格	办理 100 万美元远期结汇到期结汇价格
情景 1:到期汇率 6.60	期权行权，以 6.75 结汇	以 6.72 结汇
情景 2:到期汇率 6.90	期权不行权，以即期 6.9 结汇	以 6.72 结汇

可以看到，采用买入期权形式，期初支付了 5 万期权费，到期为情景 1 时，期权行权，企业可以保底汇率 6.75 结汇；到期为情景 2 时，期权弃权，企业可以即期价格 6.90 结汇。如果采用远期结汇形式，不管是场景 1 或 2，企业均以 6.72 结汇。由此可见，远期结汇

不论未来市场情况如何，直接按期初约定的汇率锁定结汇价格，而买入期权就像买保险，期初虽然需要支付期权费用，但在市场发生不利变动下的损失由期权产品承担，并可以享受汇率反转后更好的结汇价格，交割形式更加灵活。

三、出口企业收入核算时应使用什么汇率？

某日，A 企业签订一个出口订单，约定金额 100 万美元，账期 3 个月，当日即期汇率为 6.77，3 个月远期汇率为 6.72。企业业务部门以即期汇率 6.77 进行核算，但财务部门接受业务部门订单后，担心汇率波动影响主营业务收入，从风险中性的角度通过远期锁汇进行套保，以 3 个月远期汇率 6.72 汇率进行核算。那么，企业应使用什么汇率进行收入核算呢？

本例中，业务部门和财务部门从不同角度都有一定道理，这 500 点的差距实际上是由出口订单收款账期导致的。但从业务实质看，企业此时并未对外交付货物，而 3 个月后财务也才能收到这笔货款，目前企业既无法享受美元货款的高利率，也无法将该笔美元货款按即期价格结汇。因此，从汇率风险中性的角度，企业可以考虑以签单日的 3 个月远期汇率作为核算汇率，同时结合套保比率等综合进行汇率风险管理；否则，在美元远期贴水的情况下，企业要么寄希望于到期美元汇率相比签约时没有贬值，要么借助期权类工具获取期权费弥补贴水点，但同时需要承担较大风险，才有可能使最终结汇汇率达到合同

签订时的即期汇率，给财务带来较大不确定性。实际操作中，建议企业在事前订单谈判时结合订单的人民币总成本、预期利润等，采用远期汇率作为参考，综合确定出口产品的美元价格。