

试论外汇期权——

——一种新型的套期保值工具

黄 晓 光

随着国际贸易和国际金融的发展,传统的套期保值方法已远远不能满足企业避免外汇风险的要求。外汇期权,一种新型的套期保值工具,应运而生。目前,外汇期权交易在国际金融

市场上发展得相当快。本文着重讨论什么是外汇期权,外汇期权和外汇远期的异同,它们在实际案例中的应用,以及如何利用外汇期权对企业外汇风险进行管理,以供有关方面参考。

一、外汇期权的定义、种类和功能

外汇期权(Foreign exchange option)是指一份合同,它使合同的买方或卖方有权在合同规定的有效期内,按照合同约定的价格(strike price)、金额和其他条件买入或卖出合同规定的外汇。

外汇期权可分为买入期权(call option)(或译看涨期权)和卖出期权(Put option)(或译看跌期权);又可按其履约日期分为欧洲式期权(只能在合同到期日履约)和美国式期权(可以在合同期内任何时候直至到期日履约)。所以一份欧洲式买入或卖出期权是指赋予合同买方在合同到期日按照约定价格购买或出售约定金额的某种外汇的权利;一份美国式买入或卖出期权是指赋予合同购入方在合同期内任何时候直至到期日按照约定价格买入或卖出约定金额的某种外汇的权力。

外汇期权合同的购买方需要向出售方支付一笔购买费,即“期权费”。购买方(即期权合同的持有人)由此而从出售方(即期权合同的承兑人)处得到按约定价格和金额与出售方交换某种外汇的权力。因此,外汇期权合同的购买方所花费的代价是期权费,却不会承担任何汇率波动引起的风险(如果外汇走势不利于购买方,购买方可以不履约,他的损失只是期权费。但是,如果外汇走势有利于购买方,他的获利将可能是无限的。);期权合同的出售方则承担了由购买方转嫁给他的外汇风险。出售方之所以愿意出售合同,是由于其根据对外汇走势的预测,认为在这一外汇期权合同有效期内汇价波动所引起的损失小于他所得到的期权费。所以,从某种意义上讲,外汇期权交易是一种投机交易。

二、作为套期保值(Hedge)工具,外汇期权和外汇远期的异同

由于外汇汇率的不稳定性,跨国企业大多利用外汇远期对它们的资产、负债以及未来的现金流量进行套期保值。但是,几乎所有的跨国企业都认识到,外汇远期并非是一个完美的套期保值工具。其理由是:外汇远期是一个具有法定约束力的合同,它使得合同双方必须按照合同约定的价格和金额提供或接受这种外汇。

然而在实践中,套期保值者往往不能确定被套期保值的外汇的现金流入或流出是否能够实践。例如,当一项海外交易遭到失败时,或者当一个购买外汇的合同的出价被接受时,或者当海外子公司的红利支付量高于或者低于预期的支付目标时,跨国企业的财务经理们将会发现自己已面临外汇风险;即使通过最精心设计

的外汇远期合同也无法对这种“量”的风险进行套期保值。

在这种情况下，我们所需要的不是“义务”而是“权力”，是一种可以按照约定价格和金额购买或出售合同规定的外汇的权力，而这种权力正是外汇期权所能提供的。

虽然外汇期权和外汇远期服务于不同的目的，但是，它们都是有效的套期保值工具。正确使用外汇期权和外汇远期将给企业的外汇风险管理带来很大的益处。如果假定其他条件不变，正确使用外汇期权和外汇远期进行套期保值的一般规则是：

(1) 如果已知外汇现金流出量，就购买这种外汇的外汇远期；如果未知外汇现金流出量，就购买这种外汇的买入期权。

(2) 如果已知外汇现金流入量，就售出这种外汇的外汇远期；如果未知外汇现金流入量，

就购买这种外汇的卖出期权。

(3) 如果外汇现金流量是部分已知、部分未知，购买外汇远期对外汇现金流量的已知部分进行套期保值，购买外汇期权对外汇现金流量的未知部分进行套期保值。

以上预先假定的外汇远期和外汇期权是纯粹的套期保值工具。(这里我们不考虑跨国企业的财务经理自己对外汇率和外汇风险的预测。)同时，还假定外汇期权和外汇远期的价格是公正的，它们是充分地反映了有关外汇的期望值和汇率波动的所有信息的。事实上，这就是“有效市场”准则，即：在选择外汇期权或外汇远期时，套期保值者无需猜测市场。

为了避免外汇风险，跨国企业总是谨慎地选择其套期保值政策。然而，当企业决定覆盖外汇暴露时，它确信其对外汇走势的预测是正确无误的，往往会采取一些大胆的政策。

三、外汇期权与外汇远期的三个案例

X公司是一家美国出版公司在瑞士的子公司，其业务是销售美国印制的书籍。X公司每个月要向它在美国的母公司支付大量的美元现金。在八十年代初期，美国的董事会注意到当瑞士子公司把它的收益折成美元汇入母公司时，母公司所得的利润受到了损失。这些损失是由于在那段时期美元急剧升值所引起的。1982年底，美国的董事会请瑞士子公司的财务经理一起开会研究对策。会上，瑞士子公司的财务经理谈了他对外汇走势的预测并使得董事会相信在来年瑞士法郎将会大幅度升值。同时，他建议采用套期保值的办法来避免外汇风险。最后，董事会接受了他的建议。

在这种情况下，用外汇远期来套期保值更适合于外汇期权。因为，企业的决策层坚信他们对瑞士法郎的预测是有把握的。

Y公司是在美国芝加哥的一家贸易公司。它具有做投机交易的丰富经验。虽然，公司无法预测日元可能升值还是贬值，但是公司认为有迹象表明日元将进入一个不稳定的时期。往

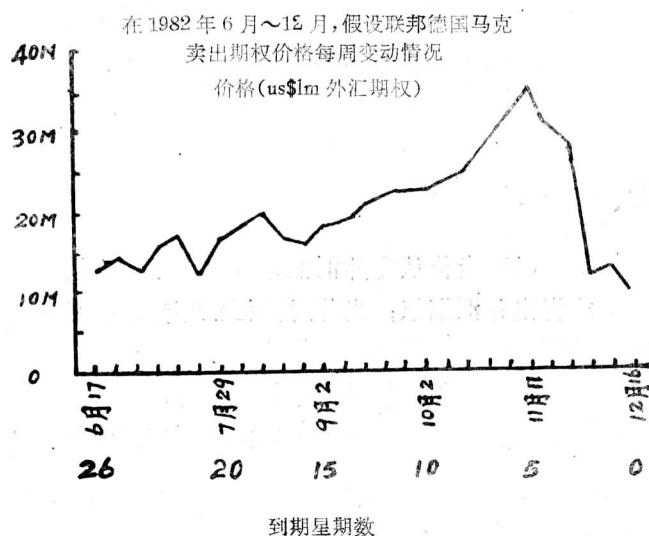
常Y公司对日本的谷物出口都是全部被套期保值的。所有合同约定的日元应收款被出售到芝加哥外汇远期市场。但是，这次有人建议公司购入一个日元卖出期权作为代替。如果日元下跌，持有一个日元卖出期权能使公司按约定价格出售约定的日元收入。如果 $\$/¥$ 的汇率在期权到期时高于约定价格，那么，日元收入可以按更高的市场价格出售。

虽然，这个建议似乎很有道理，但是它不是完美的。因为Y公司只看到日元汇率的不稳定但没有对日元汇率的走势作出预测。外汇期权不仅对汇率的不稳定性进行投机，而且同时也对汇率的走势的不确定性进行投机。为了对汇率的不稳定性进行投机，Y公司应该：(1) 用外汇远期对外汇走势的不确定性进行套期保值；(2) 同时购入外汇买入和卖出期权对汇率的不稳定性进行投机（以上外汇买入和卖出期权具有共同的约定价格，并且这个价格等于远期汇率）。

以上第(2)种做法称之为“套利”。它能使

公司在汇率很不稳定的情况下获利。如果被套期保值的货币的汇率上涨并高于约定价格，公司可以交割买入期权。如果汇率下跌并低于约定价格，公司可以交割卖出期权。然而，第(2)种做法会使公司支付两笔期权费，所以成本很高。如果公司想通过第(2)种做法谋利，那么，其毛利必须大于外汇买入和卖出期权费之和。

Z公司是一家在美国纽约的广告公司，具有广泛的国际业务。象X公司一样，它的外汇收入因1981年和1982年初期美元升值而受损失。1982年6月，Z公司的经理们正在犹豫将如何处理那部分在年底将从联邦德国子公司汇回来的红利。他们相信联邦德国马克将会升值，这可以给公司带来利益。但是他们认为联邦德国政治的形势不稳，这可能会引起货币市场的动荡。总之，在他们看来，马克在未来的一段时期内是坚挺的，但是也存在着潜在的不稳定性。因此，他们不愿对马克的现金流量进行套期保值。另一方面，他们也希望利用马克可能升值的机会获利。



在这种情况下，一个在12月售出马克的卖出期权将是最符合Z公司需要的。因为Z公司已对马克的走势和其不稳定性作了预测。但是Z公司是否值得支付这笔期权费呢？与使用外汇远期相比Z公司到底是得还是失。现在根据图A来解答这些问题。(见左图)

如果Z公司在1982年7月17日购入一个外汇卖出期权，它将按照7月份的汇率支付12,320美元的期权费(每百万美元的联邦德国马克)。该期权的到期日是1982年12月12日，约定价格是每马克0.4215美元。这个价格等于6月17日外汇市场上的远期汇率。结果，马克没有升值，只是少许上下波动了二至三个月。9月份马克开始贬值。到11月初马克与美元的比价是1:0.38。这时外汇卖出期权能以0.42美元比一个马克的约定价格卖出马克而获利。如图所示，这时外汇卖出期权的价值也上升了。不久外汇卖出期权的价格回跌，因为马克再次升值，它与美元的汇率接近0.42美元。

因此，外汇期权明显地具有避免汇率下跌风险的功能。同时，该期权将在12月25日完成交割。由此可见，外汇期权不仅是避免汇率下跌风险的工具，同时也是利用汇率波动谋利的方法。到12月16日，该卖出期权到期时，其价值正好等于该卖出期权的约定价格0.4215美元和到期日的即期汇率0.4128的差额，也就是8,700美元(每百万美元的联邦德国马克)。然而，Z公司最终将支付12,320美元去购买这个卖出期权。与此相比，如仅为了避免外汇风险，外汇远期的成本要比外汇期权低。因此，如果Z公司不计及外汇汇率的不稳定性，同时对外汇走势已有了正确的判断，它应利用外汇远期进行套期保值。

四、外汇期权在企业外汇风险管理中的应用

通过对上述案例的讨论，我们可以看出要有效地使用外汇期权必须具备以下两个基本条件：

(1) 企业已占有一个不确定的外汇现金流

量。例如，第三方有权力(不是义务)用外汇向企业购买或出售某东西。

(2) 外汇期权的买者和卖者对汇率的走势和汇率的不稳定性有着不同于市场行情的观

点。例如，交易者相信外汇期权的价值被低估或高估了。

从上述案例中，我们可以看出企业往往对外汇走势和（或）汇率的不稳定性进行套期保值。外汇期权市场正是给企业提供了对汇率不稳定性进行投机的新的机会，但这种机会在外汇远期市场上却不存在。

现在我们来考虑各种外汇暴露的情况并且如何利用外汇期权来对它们进行风险管理。我们先规定一个总原则如下：

如果企业已给予一个相对的外汇期权，那么，对它来说外汇期权是适合的套期保值的工具。

当企业已给予相对的一方如外商，一种按约定的外汇价格向企业购买或出售一种商品或服务的权力时，外汇期权可以被用来减少外汇风险。具体做法如下：

A. 如果外汇价格已约定，购买这种外汇的卖出期权。

假设一家美国企业用法国法郎和美元制定商品的报价单，事实上该企业已免费出卖了一个法国法郎的卖出期权。怎样进行套期保值呢？这时企业不能用外汇远期，因为它不知道

谁会来买商品。然而，外商总是选择软币买商品，所以当企业用多种货币发出报价单时，企业将面临一定程度的外汇风险。如果外商选择用软币支付或购买商品，企业可以用外汇买入或卖出期权来抵销企业将可能承受的外汇风险。

B. 如用外汇标价向某项目投标，购买标价外汇的卖出期权。

如果企业制作标书的成本用甲货币计价而投标时必须用乙货币对投标项目内容标价，这时企业将面临乙货币在该投标被接受时已发生贬值的风险。外汇远期很难避免这种风险。但是外汇期权却可以对此进行套期保值。

C. 如果企业以某种外汇购买一家外国企业，那么，企业必须购买这种外汇的买入期权。

假设美国一家公司企图购买一家联邦德国公司，美国公司出价 4.2 亿马克。但是，联邦德国公司表示要等 90 天才给答复，美国公司勉强同意。在过去的几个月中，马克每星期波动 5%，美国公司确信如果马克在今后的三个月内升值，该公司就可能面临多支付几百万美元的风险。结果美国公司购买了一个马克的买入期权，以此避免上述风险。

五、结 论

在企业的外汇风险管理中，外汇期权是一种具有多种用途和有价值的工具。它能对汇率波动的不稳定性和汇率走势的不确定性进行套期保值。为了正确使用外汇期权和外汇远期，我们必须记住以下准则：

(1) 当你认为外汇汇率波动无常时，购买或售出外汇期权；当你对外汇汇率走势有正确的判断时，使用外汇远期。

(2) 当你已给予一个相对的外汇期权时，购买同类外汇期权对外汇风险进行套期保值。