

新型期权在国际商务活动中的应用

潘渭河

90年代以来,新型期权在国际商务活动中的应用,有了广泛的发展。期权的新型表现在两个方面:从期权的内容上说,与标准的“欧洲期权”不同的“外国期权”(exotic option),在国际商务活动中有了广泛的应用。外国期权分为“亚洲期权”[(Asian option),又称为“平均汇率期权”(average rate option)]和“放空期权”(knock out option)。从形式上说,期权不仅作为独立的衍生金融工具而存在,而且在贸易合同和其它各种商务合同中,常常附有期权内容的条款。本文以案例说明期权在这两个方面的应用原理。

一、“亚洲期权”

设某英国出口商在6个月内定期向美国出口货物,在每个月的月末收到美元货款,兑换成英镑。为了防止英镑升值的风险,英商购买 $\text{£ call} / \$ \text{put}$ 的ARO。ARO的执行汇率为 $\$ 1.5500 / \text{£}$,期权有效期为6个月,在有效期内,每个月对汇率走势进行抽样,抽样时点与出口交易的收款时点相一致。至期权到期日,如果英镑抽样汇率的平均数高于执行汇率,则英商将得到抽样平均汇率与执行汇率之间的差额补偿。

这是一个应收帐款的案例,现再设一个应付帐款的案例。

设一家德国公司需要每个月从美国进口加工部件,并定期支付美元货款。美元对马克的任何强势,都会使公司受到损失。公司如购买远期美元合同,由于公司每个月进口的加工部件,是一个预计数,具有不确定性。如果实际支付的美元低于公司购买的远期美元,公司由于持有多余的美元,而面临美元贬值的风险。公司如购买“欧洲期权”,由于每个月都有外币流出,则需购买一系列的期权,从而使得成本高昂,管理复杂。在这种情况下,公司如购买 $\$ \text{call} / \text{DM put}$ 的ARO,费用仅为“欧洲期权”的45%左右,管理也要简单得多。

由上述案例可知,当存在定期的外币流入和流出时,ARO是一个合适的风险管理工具。使用ARO时,应掌握以下要点:

1. 汇率的抽样时点和汇率的样本资料来源,由交易双方协商确定。

2. 汇率的抽样密度可以周、月、季度为单位,抽样时点要与实际的外币流入、流出的时点相一致。否则,期权的平均汇率和执行汇率的差值可能与实际的交易汇率和执行汇率的差值不一致而形成损益。

3. 期权的期限,可以根据客户的经营需要确定,而不必与日历年份相一致。

“亚洲期权”也存在两种类型:平均价格期权(average price option)和平均执行价格期权(average strike option)。平均价格期权有一个固定的执行价格。平均执行价格期权的执行价格,根据期权有效期内汇率抽样的平均数确定,并根据与期权到期日的即期汇率的差值计算损益。目前在实际中应用较多的是平均价格期权。

二、“放空期权”

设一家公司有外币应收帐款存在,当外币贬值时,公司受到损失。如果公司卖出远期外汇,使外币流入与外币流出的时点、数量相一致,则公司消除了所面临的外汇风险。但是一旦外汇升值,公司也将因此失去获利的机会。如果公司买进外汇期权,作为风险管理的工具,公司不仅锁定了收益的低限,而且保持了进一步获利的机会。这就是外汇期权相对于远期外汇合约所享有的优势。但是标准的“欧洲期权”仍然存在缺陷,由于执行价格的确定,对交易双方关系重大,而难以达成协议的情形时有发生;期权协议生效之后,期权的执行使得期权的卖方可能受到重大损失,因而为补偿可能受到的损失,期权的成本费用很大。

“放空期权”通过设置“放空价格”(knock out price),克服了“欧洲期权”的缺陷。在期权生命期的任何时刻,一旦汇率变化达到“放空价格”的水平,期权立即到期无效。例如,外汇期权 $\text{£ put} / \$ \text{ call}$ 的执行汇率为1.55,放空汇率为1.60,如果即期汇率达到1.60,期权合约无效。因为期权在其生命期内可能放空,所以成本费用比标准期权低。“放空期权”的成本费用取决于即期汇率与远期放空汇率的差值。现举一案例,进一步说明“放空期权”的应用原理。

设一家英国公司从美国进口货物,合同金额为\$50 million,6个月内付清。公司预测美元对英镑的汇率在1.4100~1.6000之间,1.6000是英镑汇率的高限。在中期(6个月内)为1.4000~1.4500之间。即期汇率1.5500,6个月的远期汇率为1.5274。公司可采取的风险管理措施有:

1. 买进6个月期的远期美元。
2. 买进标准外汇期权 sterling put/dollar call,成本为6.12 cents/£。
3. 买进放空外汇期权 sterling put/dollar call,放空汇率为1.6200,成本为4.81 cents/£。

买进6个月期的远期美元,公司可消除美元升值的风险。但是公司预测英镑行情看涨,所以不采用这一保值措施。公司买进放空外汇期权,成本比标准外汇期权低21%。问题在于,如果期权放空之后,公司的头寸如何配置?

设2个月之后,达到了放空汇率(1.6200)水平,期权无效。公司也因而获得机会,修正预期,调整抵补措施。如果公司认为英镑继续强势,可不采取任何抵补措施而获利。如果公司认为英镑弱势,公司可购买远期美元或标准期权再进行抵补。这时,远期点数可估计为: $1.5500 - 1.5274 = 0.0226$,远期汇率为 $1.6200 - 0.0226 = 1.5974$ 。考虑到放空期权的费用为4.81 cents,如果买进远期美元,有效汇率可锁定在1.5493的水平上。与2个月前购买远期美元相比,可得到2 cents的利益。如果这时购买期权,对于同样的执行价格,由于期限缩短,期权成本比2个月前要便宜得多。

由上例可知,“放空期权”在节省期权费用的同时,使得公司获得修正预期、重新采取抵补措施的机会,这是“放空期权”优点之所在。

三、商务合同中的期权条款

标准的外汇期权可作为商务合同的一种包装形式。例如,日本商人为了促销,常常同意以美元为母币的客户,支付 1.10 billion 日元;如果美元对日元的汇率低于 110,只要支付 \$ 10 million。协议在 2 个月内有效。

对客户而言,如果即期汇率高于 110,客户支付 1.10 billion 日元;如果即期汇率低于 110,客户支付 \$ 10 million。如果客户认为,不管即期汇率情况如何,他都愿意付出日元。则可在市场上出售 2 个月的外汇期权 日元 call/美元 put,所得收益足以补偿汇率变化的损失。这叫做期权货币化交易。

“放空期权”在融资工具中,作为一种包装形式的情形也时有出现。Roche 是瑞士一家大型医药公司,它在美国的子公司发行附有认股权证的欧洲美元债券。认股权证采取了“放空期权”的包装形式。当股票价格向上运动时,投资者的资金处于暴露状态;当股票价格向下运动时,公司向投资者提供条件性的资金回报,使得股票价格向下运动的风险尽可能小。

认股权证的放空价格为 SFr5000。至认股权证的到期日,如果公司股票价格从未达到放空价格,则公司给以 SFr4500 的投资报酬;如果在认股权证的生命期内,公司股票价格高于放空价格 SFr5000,公司取消有保证的投资报酬的义务。当公司股票价格向上运动时,认股权证的最高价值限止为 SFr6000。附有放空价格的认股权证的债券受到了投资者的欢迎,公司因而能以低利率筹集了 7 年期的债务资金。

在全球外汇交易市场上,期权交易的份额有所上升,但其绝对份额并不显著。究其原因,是因为期权交易的原理复杂,许多投资者因不了解而怯于操作。在中国的对外经贸活动中,这种情形尤为突出。因此,加强对期权原理的研究,对于促进中国对外经贸活动的两个转变,有着重要的现实意义。

(上接第 62 页)

市场定位于某一方面,可以刺激销售。企业在面对多种竞争优势并存的情况下,要运用一定的方法评估选择,准确地选出对企业最适合的竞争优势加以开发。选择方法可采取将本企业同竞争者在各项目(如技术、成本、质量、服务等)方面的评分加以比较,选出最适合本企业的优势项目。在确定了企业的市场地位之后,还必须大力开展宣传,把企业的定位观念准确地传播给潜在购买者。