

## 对冲还是不对冲： 这是个问题

2018年5月

Mark Harding, 金融机构集团负责人, 东南亚、印度和中东, 澳新银行

Rohit Harjani, 利率投资者销售总监, 澳新银行

Kang Jae Kim, 债券资本市场亚洲区负责人, 澳新银行

Jack Tan, 客户洞察与解决方案总监, 澳新银行

Martin Whetton, 执行董事兼利率策略师, 澳新银行

**在美国, 随着量化宽松政策的结束, 以及通胀预期的攀升, 美联储自2015年以来宣布了6次加息, 预计2018年和2019年还将再次加息。美元持续低利率的时期显然正在过去。**

所有这一切意味着, 对于拥有美元借款的企业、银行和资产管理公司来说, 制定一致的对冲策略至关重要 - 不仅要化解美元利率上升的风险, 还要抓住利率上升带来的套利机会。

图表 1:  
美联储升息, 2015年12月 - 至今

日期	美国联邦基金利率	贴现率	投票情况
21/03/2018	1.50% - 1.75%	2.25%	8 - 0
13/12/2017	1.25% - 1.50%	2.00%	7 - 2
14/06/2017	1.00% - 1.25%	1.75%	8 - 1
15/03/2017	0.75% - 1.00%	1.50%	9 - 1
14/12/2016	0.50% - 0.75%	1.25%	10 - 0
16/12/2015	0.25% - 0.50%	1.00%	10 - 0

2018 & 2019 年预期还有加息

资料来源: 澳新银行

### 1. 不采取行动的成本

制定任何有效对冲策略的第一步是掌握当前环境中无所作为的成本。换句话说, 借款人必须了解不进行对冲所带来的代价。

当然, 这说起来容易做起来难, 因为市场已经习惯了多年的低利率甚至负利率。因此, 近年来借款人无需考虑利率对冲的风险, 已经放松了对于这方面的警惕。

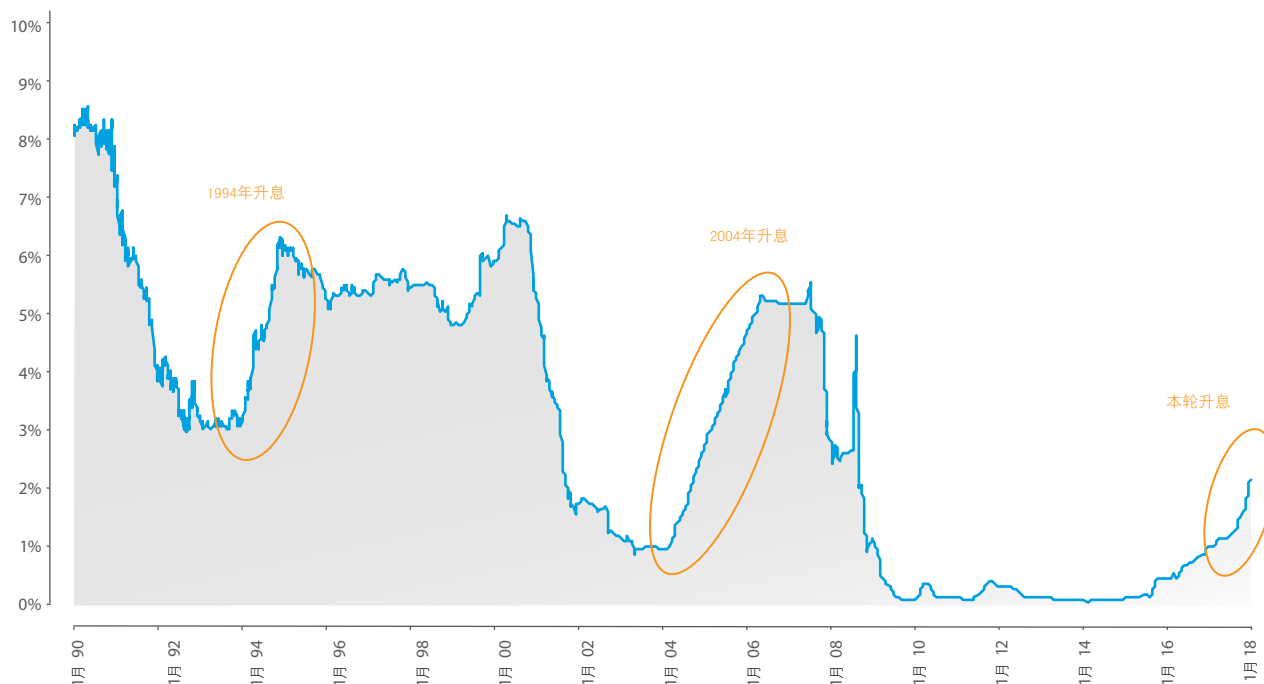
令事情更加恶化的是, 本轮周期性加息较为平缓。也就是说, 不会出现突然的震动或重大的市场事件来给借款人当头一棒, 让他们采取行动。

当然, 目前还没有全盘皆输。如果在周期内早些时候就进行了对冲保值当然最好, 但在利率进一步上涨之前, 现在仍有机会进行套期保值, 亡羊补牢。

## 纵向来看，本轮升息较为平缓

图表 2: 美元 3 个月伦敦同业拆借利率 LIBOR

自 2010 年以来，美元利率一直处于低位，但随着美联储提升美国联邦基金利率，美元利率自 2015 年第三季度以来持续攀升



资料来源: 彭博

借款人经常担心负利差，这种担心容易演变成妨碍借款人采取对冲行动的心理障碍。尽管负利差持续存在，但与以前的加息周期相比，由于收益率曲线的平坦化，负利差的绝对值保持在低位水平。

也许借款人首先应该做的是，以货币的形式来量化不作为的代价成本，并评估风险是否已大到必须干预的程度。

### II. 解决方案必须与策略相匹配

一旦借款人的期望结果得到明确，便可以选择与公司风险偏好最为一致的解决方案，如利率掉期、带封顶利率掉期，利率封顶等。

与大多数解决方案一样，每个解决方案都有自己的优点和难点。例如，利率掉期可以防止浮动利率的上升，但其弊端是，当固定利率高于当前浮动利率时，利率掉期会产生初始负利差。另一方面，带封顶的利率掉期的保护作用以封顶利率为上限，但初始负利差较低。

### III. 抓住货币套利机会

大家经常讨论利率上涨的风险，却往往忽视这种上涨所带来的机会。

例如，尽管美国利率正在上涨，但其他许多市场的利率仍保持稳定。这意味着借款人有机会用其他货币（如欧元或日元）以比美元相对便宜的利率进行融资。

在全球范围内，大多数借款人倾向于依靠两种主要货币来满足其资金需求：本国市场货币和美元。自 2008 - 2009 年金融危机以来，这一现象已经变得更加明显，特别是在亚洲，许多公司利用美元低利率和美元资金来满足他们的融资需求。

---

现在，美国利率上升的新现实，迫使借款人考虑将其他货币视为融资来源。

---

## 作为融资来源的替代性货币

### 以替代性货币进行融资的方式

- 直接以这些替代性货币进行融资（贷款，债券）
- 以美元或当地货币进行融资（由于流动性或优惠定价），然后换成所需的替代性货币
- 将现有美元或当地货币债务转换成替代性货币债务
- 交叉货币互换（CCS）

### 获得对冲敞口的方法

(如果目前没有现成的方式)

- 以替代性货币和买方进行交易，以替代性货币作为收入，现金流或应付账款的收款货币
  - 如果替代性货币是买方的当地货币，这还能抵消买方的外汇风险，并为更好的定价提供机会
- 在套期会计中应用净投资套期保值，以补偿以替代性货币报告的子公司的替代性货币融资
  - 这使得融资的任何外汇转换影响在权益中确认，而不是作为损益表中的收益或损失

## 评估替代性货币融资时，借款人必须考虑的因素包括：

- **目标市场中的投资者类型** - 银行，机构投资者还是散户投资者，以及每个国家或地区的差异
- **流动性风险** - 所选货币的融资可能性（影响融资成本）
- **现金流风险** - 可能无法以融资币种来支付利息偿还本金
- **会计风险** - 将债务重估至报告货币的要求，以及融资货币价值变动是否确认为收益或损失

当然，借款人的内部公司结构可能会降低这些风险。例如，通过设立一家以融资货币进行报告的子公司，可以有效抵消会计风险，同时在融资货币中赚取的巨额收入也可以降低现金流风险。

对于要求借入美元的借款人，以其他货币进行融资，甚至可能存在短期套利机会，然后以较低的成本换回美元。

然而，事实上，无论借款人决定如何进行套期保值，2018年和2019年美国利率将继续走高。温和利率时代已经一去不复返，信贷息差正在扩大。鉴于不作为的潜在高成本，现在是借款人管理风险的时候了 - 同时借款人也应该认真评估使用替代性货币所能提供的机会。

[institutional.anz.com](http://institutional.anz.com)

澳大利亚和新西兰银行集团有限公司 (ABN 11 005 357 522)

澳新银行免责声明：本报告由澳大利亚和新西兰银行集团有限公司 (ABN 11 005 357 522) (“ANZBGL”) 在澳大利亚出版。

本出版物旨在作为思维领导力的素材。本报告不提供任何有关金融产品，资产类别或交易策略的任何直接或间接建议。本报告中的信息无意影响任何人就金融产品或金融产品类别所作出的决定。本报告是一般性质的陈述，不考虑任何个人或任何阶层的具体情况。本报告中的任何内容均不构成澳大利亚和新西兰银行集团有限公司或其分支机构或子公司（统称为“澳新银行”）向您提出的购买产品或服务的建议、招揽或要约，也不构成澳新银行向您提供其他产品或服务的要约。本报告中包含的所有信息均基于发布时所能掌握的信息。尽管本报告是本着诚信精神所撰写，但澳新银行不会做出任何陈述，担保，保证或承诺，也不会对本报告所包含信息的准确性或完整性承担任何责任。澳新银行不会就本报告提供任何财务，投资，法律或税务建议。