

公平價值、衍生工具、對沖與中電的關係

近期金融市場動盪不安，令公平價值的應用（又稱按市值計算）、衍生工具及對沖備受關注。為了讓讀者掌握這個熱門但複雜的課題，我們嘗試深入淺出地闡釋有關運作及中電如何予以應用，但會避免觸及較技術性的難題。公平價值在財務會計的應用一直備受爭議。我們認同公平價值與一間公司於結算日的估值息息相關，但應用公平價值會計亦為一間公司的盈利每年帶來更大的波動性，遑論公平價值能否反映一間公司的所謂真正價值。今天的會計已廣泛應用公平價值進行包括減值評估，以至投資物業、證券及衍生工具的估值。然而讀者可以安心，中電須應用公平價值的情況有限，並主要只與計算衍生工具的估值有關，包括外匯遠期合約、貨幣及息率掉期合約，以及在澳洲的能源合約。



甚麼是公平價值？

指在公平交易中，買家願意支付而賣家又願意接受的價格。儘管定義簡單，但要釐定有關價格有時並不容易，特別當市場欠缺流動性或可比較的交易較少。

甚麼是衍生工具？

概括來說，衍生工具是一種於未來履行的合約，其價值乃衍生自其他事物的價值，例如利率或匯率。遠期合約、期權及掉期合約都屬於衍生工具。

有許多原因促使人們參與衍生工具交易，如投機謀利或買賣獲利，對中電而言，卻只有一個主要目的——對沖風險，或可說是減低集團未來面對的不明朗因素。由衍生工具所產生的賺蝕僅是其副產品，並非對沖交易的動機。

對沖機制

中電應用衍生工具來對沖財務風險。現舉例假設中電於“2xx8年”7月1日訂約，從法國購買一台機器，價格為10百萬歐羅，貨款須於一年內清付（“2xx9年”6月30日）。為減低匯率風險，中電同時訂立一份遠期合約，按1歐羅兌10港元於同一年內購入10百萬歐羅，即100百萬港元。

於2xx8年12月31日，假設歐羅升值至1歐羅兌12港元，即需要120百萬港元才能獲得10百萬歐羅。然而，中電持有遠期合約，只需付出100百萬港元即可獲得同等價值的歐羅，這20百萬港元的節省就是中電的公平價值（按市值計算）收益。但這只是帳面收益，並沒有任何實際現金流入中電，且只有在遠期合約於2xx9年6月30日結算時才會變成實際現金。

其後，假設於2xx9年3月31日，歐羅貶值至1歐羅兌7港元，即只需70百萬港元便可購入10百萬歐羅。但中電受制於遠期合約，仍需付出100百萬港元。這中電須額外支付的30百萬港元，即為遠期合約的公平價值（按市值計算）虧損。同樣地，這亦只是帳面虧損，並沒有任何實際現金流出，且僅於結算時方會變為實際現金。



對沖的好處

以上兩個事例的共通點是，無論歐羅匯率如何變動，中電肯定可於 2009 年 6 月 30 日以 100 百萬港元購入 10 百萬歐羅，不多也不少。這正是對沖交易的精髓：為受風險項目進行鎖定／平倉，以消除未來現金流量的不確定性，從而計劃未來。旁人往往對報道中的帳面盈利或虧損數字感到驚訝，甚至震驚，但忽略了對沖交易原本的經濟動機。

上述的說明，也許過份簡化中電面對的不同對沖情況，但無論衍生工具是匯率遠期合約、息率掉期合約或澳洲的能源合約，當中的原理都是一樣。

澳洲的能源合約

集團目前在澳洲的能源合約絕大部分是持有作對沖用途的。其對沖機制與以上例子類同：就是訂立能源合約，以平衡業務組合內的發電和為零售所需而向中央電力市場購買的電量，從而減少未來現貨電價波動的影響。雖然這方法在我們一般持長倉的市場（由於我們有剩餘的發電量），可能局限了現貨電價上升對我們的好處，但卻可鎖定穩定的回報。在我們一般持短倉的市場上（由於我們的發電量可能少於我們有責任售出的電量），這方法亦可避免電價波動和可能出現的極高昂電價帶來的負面影響。

餘下來持有作買賣的合約數額少之又少，並受到嚴謹的監控程序規限。這些合約的目的是獲取市場情報（只有進行買賣才可獲得），以確保我們站在最有利的市場位置進行對沖交易，和作出更準確的預測。



公平價值會計的缺陷

正如上文指出，公平價值會計的其中一個缺陷是所列報按市值計算的帳面盈虧，只是年終市況的一個速影，並將繼續波動直至最終結算為止。這就像觀看電視台轉播一場 26 英里的馬拉松賽事，當你每次望向電視，在畫面中領先的運動員（帳面盈利或虧損）都有可能與上一次不同，要到賽事完結（結算日），才能分出勝負（實際現金盈利或虧損）。在這場比賽，勝負並不是我們參賽的目的，而是完成整項賽事（確定未來的現金流量）。

“衍生工具馬拉松”



公平價值會計的另一個缺陷是：公平價值是否真能代表相關交易的真正價值。當市況大幅波動，例如燃料價格及匯率在過去 12 個月大起大落，公平價值很容易被極端的市場情況和情緒扭曲。因而按市值計算對盈利的影響，也會像過山車一樣，高低起伏。



經濟對沖與會計對沖

我們剛從經濟角度解釋上述的對沖例子，這就是所謂的經濟對沖。實際上，於最後結算前，這些帳面盈虧將不會影響盈利。因為在衍生工具合約期內，帳面盈虧只要符合香港財務報告準則的若干規定（這些規定不屬本文討論範圍），便可遞延於儲備帳內，這種對沖就是有效的會計對沖。但若不符合有關規定，這項對沖便會成為無效會計對沖，而帳面盈虧會立即影響當期盈利。

對沖還是投機？

有人會說，以衍生工具進行對沖，其實是一種投機活動，打賭可從衍生工具的公平價值變動中得益。對此我們未敢苟同。如果你不肯定預期的交易會否落實（即上述例子所說的向法國購買機器），或無法確定預計的金額（在上述例子中是10百萬歐羅），而仍然以衍生工具進行對沖，那才算是投機；否則，以衍生工具進行對沖是減低風險的一種方法。事實上，如果預期的交易很可能發生，而預計的金額又能確定下來，但卻選擇不進行對沖，那反而才是一種投機行為，因為這等於打賭匯率或利率的變動不會對你不利。

是利是弊？

衍生工具是我們使用的一種對沖工具。像任何工具一樣，如果運用不當，足以帶來災難性的後果，但只要適當及負責任地加以運用，衍生工具是財務風險管理的一種有力工具。