



王家其

翹騰投資管理首席營運官  
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。  
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。（本欄不定期刊出）

風起雲湧

Columns  
美術：任耀楠

## 燃油對沖難定對錯

**國**泰航空(00293)的顧客服務在國際上排名一直非常高，近年經營困難，盈利下跌，去年10月更作出盈利警告，取消了2016年整年的盈利預測。3月公布去年虧損達5.75億元，是2008年以來的首次虧損。國泰更宣布裁員600人。消息出來，將問題歸咎於燃料對沖交易上的虧損，甚至以賭輸來形容。從風險管理的角度來看，這看法十分錯誤。

### 衍生工具鎖定成本

對任何一家航空公司來說，燃料成本佔開支很大部分。2016年國泰的燃料費用高達280億元，佔營運開支的30%。過去10年的油價，最高飛升至2008年的156美元，最低是2016年的29美元。由於航空公司售出的機票很長期，例如是半年之後，而油價那麼大的波動，令航空公司難定價，因對成本難預測。對沖的目的正是把燃料價格鎖定在一個水平，目的是控制成本。2017年3月底國泰已經把2017年全年度燃料需求的50%，2018年的40%及2019的10%

利用遠期合約鎖定。把未來3至4年的燃油價格利用衍生工具鎖定的做法是國泰過去的慣例。

由於過去油價一直在下跌，結果這些對沖合約鎖定的油價遠高於市價。以國泰為例，一部分2017年交付的合約把油價鎖定在130美元以上，遠高於現在大約50美元的市場價格。這些合約入帳時，便在2016年帶來84.56億元的會計虧損。相反，在2007年由於油價上升，對沖合約帶來接近10億元的稅前收益。合約鎖定的價錢那麼高，原因來自合約都是3年前油價在高位時訂立的，加上時間愈長，時間值愈大，令合約的價格很高。事實上，今年1月，國泰已經宣布以後只會對沖燃料開支一至兩年時間。

### 風險偏好主導政策

國泰的情況並不罕見，美國的Delta航空從2012至2016年間燃料對沖的虧損高達40億美元。這些龐大的虧損，令一些美國航空公司慢慢退出對沖活動。近年油價低迷，航空公

司若不對沖，反而能享受成本下降，對業績更有利。由於商品價格波幅大，不單是用家如航空公司，生產商也會利用衍生工具對沖風險。一些大型金礦公司如Barrick Gold便會利用遠期合約鎖定黃金賣出價格。生產商作對沖，同樣有利有弊，因當商品價格上升市，賣出商品的價格被鎖定在低水平，令生產商錯失賺取更高利潤的機會。

面對利率，匯率，商品價格等風險，不同企業有不同的應對策略。有些企業選擇不對沖風險，有些只對沖一部分，有些百份百對沖。從風險管理的角度，這些政策沒有對和錯，反而跟公司管理層的風險偏好有關，重要的是將政策向股東交代。由於商品價格難以預測，應不應該對沖，往往是將來才知道。投資者需要留意企業的對沖政策，一些金礦公司由於對沖黃金價格，結果當黃金價格上升，股價卻沒有跟隨，令投資者失望。投資者亦要留意公司持有的衍生工具的目的到底是對沖還是投機。2008年中信泰富(00267，現稱中信股份)在外匯合約上虧損了147億港元，正是因為公司持有的合約遠多於對沖活動所必需的。RM

“由於商品價格難以預測，應不應該對沖，往往是將來才知道。”