



服务于投资者的外汇风险咨询

硅谷银行全球基金银行业务

外汇对冲四要点备忘录：

管理货币风险的结构化方法

Ivan Oscar Asensio, Ph.D.,

Bobby Donnelly | 2020 年 5 月

近年来，许多基金都利用美元走强的机会，增加了海外资本配置：自 2016 年¹以来，硅谷银行所服务的那些在海外投资的基金数量增加了一倍。

没有放之四海而皆准的答案。一支基金进行外汇对冲究竟是否明智，取决于一系列因素，包括收购的资产类型和风险敞口的相对规模。

硅谷银行为风险投资基金提供金融服务、战略解决方案和一整套银行产品。硅谷银行基金银行业务的客户最常问我们外汇顾问的一个问题就是：

"我们是否应该对冲投资的外币风险？"

我们写了一篇四要点备忘录，以帮助客户做出这一重要的战略和基于风险的决策。在所有跨境交易的交易前分析和尽职调查阶段，都可以使用和参考本备忘录。

外汇对冲决策：硅谷银行全球基金银行业务四要点备忘录



重要性：

汇率波动的潜在损失有多大？



投资成功的可能性：

交易达到 IRR 目标的概率是多少？



退出时机：

退出时机的可见性和（或）可控性有多高？



退出性质：

由于 IPO 或收购方的潜在位置，退出时是否有可能进行跨境交易？

按顺序考虑备忘录上的每一项。在对上述四项中的任何一项进行评审时，如果发现会导致在对冲时产生问题或

造成效率低下，则可能表明该基金无须对其所持的境外仓位进行外汇对冲。



重要性

两个主要因素决定了货币相关潜在损失的重要性：在境外持有的资产规模以及汇率波动可能对其产生的潜在影响。

为判断境外持有的资产规模对重要性的影响，可按货币分类，衡量基金资产净值中以外币计价的资产所占百分比。为衡量潜在影响，应考虑外币汇率不利变动可能造成的损失。这种预测因币种而异：可以依据历史规律或货币期权价格，并通常对预测结果赋予一定的概率。

规模和影响的结合决定了重要性。

考虑以下假设的例子：

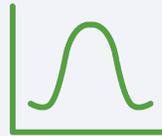
一支规模为 2 亿美元的基金，投资了 1.85 亿美元的美元资产，其余 1500 万美元投资欧元资产。欧元 20% 的贬值——以历史标准来看是很大的贬值——只会对基金的业绩²产生 -1.5% 的影响。

其结果是：即使汇率大幅变动，也只会带来很小的潜在损失，因此汇率风险管理的优先级将会较低。

在以下情况下，基金可达到重要性阈值：

- 外币计价仓位的规模和汇率对业绩的潜在影响本身都是很大的。
- 潜在损失超过了基金的风险承受能力。

欲获得更多指导或参考信息，请参阅我行有关重要性的外汇风险咨询白皮书：《**外汇对您的业务来说重要吗？**》



投资成功的可能性

对风险投资基金来说，某项投资获得回报的几率相对较低。风险投资基金的总体收益通常来自少数几项非常成功的投资。单笔投资是否能够成功并不确定，这导致风险投资基金很难有效地对冲货币风险。无论投资业绩如何，对冲合约在开始时必须有抵押品或信贷支持，并在到期时以现金或货币结算。如果投资收益没有回笼，取消的对冲合约可能会有收益或损失的市场风险。

假设一支风险投资基金投资了 100 家初创科技企业，其中 90 家在美国，10 家在欧洲，该基金预计这 100 家企业中有 5 家会取得成功。

如果该基金的预期是正确的，而且所有企业成功投资的几率都相同，那么该基金至少有一笔成功投资来自欧洲³的几率约为 40%。因此，该基金对欧元的风险敞口很大。

在对于投资是否能够成功有更大的把握之前，许多基金倾向于暂缓对冲货币风险。如果该基金打算参与接下来的几轮融资，它可能希望至少等到部署完最后的资金后再进行对冲。对于那些已经投资了部分资金并将有更多资金投入的基金而言，未对冲的仓位可能有助于降低风险。例如，欧元贬值会对已经购买的欧洲资产产生不利影响，但也会在随后的几轮中提高美元资本的购买力。对于成长资本基金（投资位于生命周期成长阶段的企业）以及投资相对成熟企业的私募股权基金来说，对于投资是否能成功会更明确。从历史上看，相比风险投资基金，这些基金对被投企业的未来估值更加明确、退出时的可见性也更高。这些类型的基金对于投资收益是否能回笼有更大的把握，因此主动对冲策略更适合它们。



退出时机

基金主要使用远期合约来对冲货币风险。远期合约让基金能够锁定一个预先确定的汇率，在某个预先确定的日期将外币兑换为本币（对于在美国注册的基金来说，通常是美元）。合约代表对某一金额和期限的义务。退出的可见性对于合约期限至关重要。

对于专注于种子轮、A 轮和 B 轮投资的基金来说，退出时机的可见性不高。相反，专注于较后期阶段的投资机构、母基金和直接向被投企业提供贷款的信贷基金对退出时机更为明确。同样，在被投企业董事会中具有很大影响力的基金，对退出的类型和时机都可以提出意见和见解。

在其他条件相同的情况下，潜在退出的可见性越高，对冲货币风险就越可行。但是在某些情况下，即使退出日期不确定，也可以继续进行对冲。

可以使用期限较短的对冲合约并根据需要进行展期。名义金额和退出时机不确定的情况下，购入期权也很适合。

欲获得有关这一重要实施细节的更多指导，请参阅我们的外汇风险咨询白皮书：《退出对冲：提前多久对冲外汇》



退出性质

不同基金会有不同的退出方式。那些收购完整企业的私募股权投资机构通常会将被购企业全部出售。当有关企业在美国境外时，交易往往以外币计价。同样，母基金如果投资于以英镑计价的基金，那么它将收到以英镑支付的投资收益。相比之下，背靠基金的海外生命科学和生物技术企业有时会选择在美国 IPO 退出，这样基金就能获得以美元支付的收益。

要点

下表总结了每种基金如何进行货币风险管理：

	风险投资基金	成长资本/私募股权投资基金	母基金	信贷基金
重要性	不太重要	重要	重要	重要
投资成功	不确定	可能性高	可能性高	可能性高
退出时机	不确定	可见性高	可见性高	可见性高
退出性质	不确定	通常是已知的	同种货币	同种货币

较低



对冲货币风险的倾向性



较高



许多风险投资公司告诉我们，他们在投资阶段不会对冲基金的货币风险。硅谷银行大体上赞同这一做法。

正如本备忘录所示，大多数风险投资公司很难证明对冲标的资产货币风险敞口是有必要的

对于那些投资于估值较高、位于较后期阶段企业的基金来说，其计算方式是不同的。观察结果显示，母基金和信贷基金对冲货币风险的比例要高得多。考虑到货币风险的重要性、投资成功的可能性、退出时机的可见性以及退出的典型性质，这些基金可能会选择更多地使用对冲。

关于硅谷银行全球基金银行业务外汇团队

硅谷银行全球基金银行业务团队专门从事基金银行业务，并在东西海岸拥有外汇专家，为您的境外投资提供支持。在寻找管理货币风险的结构化方法时，您可以利用《硅谷银行全球基金银行业务外汇对冲四要点备忘录》。当您评估境外投资的价值主张和相关的货币风险时，我们欢迎您把硅谷银行全球基金银行业务外汇团队视为资源并联系我们。从交易前分析和尽职调查阶段到交易结束及以后的任何阶段，我们都会为您提供帮助。

联系我们



Ben Johnston
高级外汇顾问
波士顿

617.630.4146
BJohnston@svb.com



Tim Ferris
外汇顾问
波士顿

617.630.4198
TFerris@svb.com



Mark Noble
总经理
旧金山

408.654.7711
MNoble@svb.com



Bobby Donnelly
高级外汇顾问
硅谷沙丘路

650.855.3009
BDonnelly@svb.com



David Song
外汇顾问
硅谷沙丘路

650.233.4229
DSong@svb.com



Joshua White
外汇交易员
旧金山

415.545.9346
JWhite@svb.com



Lisa Wei Goel
亚太区外汇咨询
及交易总经理
旧金山

415.546.3038
LGoel@svb.com

¹ 《2016-2020 年硅谷银行外汇业务——美国基金客户活动报告》

² 计算：[(1500 万美元 x -20%) / 2 亿美元]

³ 计算：1 - 所有被投欧洲企业皆失败的概率 = 1 - 0.95¹⁰⁴

©2020 硅谷银行金融集团。版权所有。硅谷银行是美国联邦存款保险公司 (FDIC) 和美国联邦储备系统的成员。硅谷银行是硅谷银行金融集团 (纳斯达克: SIVB) 位于加州的子公司银行。硅谷银行 (SVB)、硅谷银行金融集团 (SVB FINANCIAL GROUP)、硅谷银行 (SILICON VALLEY BANK)、MAKE NEXT HAPPEN NOW 和箭头标志是硅谷银行金融集团的商标，在许可下使用。

本文内容只针对美国受众。

本文包括但不限于统计信息，仅供参考之用。本文基于我们认为可靠的第三方来源的信息，但该信息未经我们独立核实。因此，我们不保证该信息的准确性或完整性。这些信息不应被视为税务、投资、法律或其他建议，也不应被视为投资或其他决策的依据。在做出任何投资决策前，您应先获取相关及具体的专业意见。与本文有关的任何内容均不应被解释为以获取或处置任何投资或从事任何其他交易的招揽、要约或建议。

外汇交易风险很大，如果汇率出现不利变动，短期内可能会造成损失。汇率可能产生剧烈波动，并受到许多经济、政治和社会因素，以及供求和政府干预、控制和调整的影响。投资金融工具存在很大的风险，包括可能损失投资本金。在进行任何外汇交易前，您应先征询税务、财务、法律及其他顾问的意见，并根据自己的目标、经验及资源做出投资决策。

本文仅代表作者个人观点，并不代表硅谷银行金融集团、硅谷银行或其附属机构的观点。Comp ID #20200105AQ7X56XB