

利用期权工具 服务实体经济

(信达期货 何曙慧)

任何金融衍生品的上市,主要目的是给企业生产经营带来规避风险的工具。期权作为金融衍生品工具,在服务实体经济上有着独特的魅力。本文以大豆产业链企业为分析案例,从企业需求出发,制定不同期权策略。

一、关注市场套保痛点

国内大豆产业链企业经过 2004 年和 2008 年两次大洗礼,对套期保值有了深刻的认识,进口大豆自 2004 年之后,开始大规模推行升贴水合同替代一口价。2013 年之后,油厂豆粕销售开始大规模实行基差定价方式。大豆产业链基差贸易的运用相比其他产业链要成熟很多。当前,企业套期保值的痛点集中在套保成本高,风险管理难以精细化。在豆粕期权上市之前,产业链对于风险管理使用的工具相对局限,更多的是通过期货端进行套期保值,往往由于基差风险和成本高昂导致套保效果不佳。豆粕期权上市之后,企业在风险管理中可选择的余地要大得多。

图 1、大豆压榨产业发展历程



资料来源：信达期货研发中心

与传统期货套保相比，期权的套期保值方式基本一致，但期权具有收益不对称性、杠杆的不确定性以及策略的多样性等特点。相比期货，期权套保的好处在于买方没有追加保证金风险。今年受中美贸易摩擦影响，豆粕期货单边波动大，走势复杂，不易操作。一旦价格向期货相反方向大幅波动，企业将面临追加保证金风险，资金压力巨大，经常由于没能及时追加保证金而被强平，被迫结束保值，给企业正常经营生产带来负面影响。而买入期权套保则截然不同，无论后市标的资产价格如何波动，套保者最大损失就是固定权利金，没有交易所保证金追加的要求。此外，买入期权风险仅限于权利金成本，但潜在收益无限，也就是说买入期权套保在满足套保需求的同时，当价格朝现货有利一方运行，标的物方面的收益超过权利金成本时，能够赚取额外收益。此外，当市场处于平静期，波动较小时，使用期权策略还能降低企业生产经营成本，从而提高企业竞争力。综上，期权是一种更为精细的风险管理工具，不仅能提供简便易行的“保险”功能，还可以使投资者在管理风险时不放弃获得收益的机会。

二、满足企业多样化需求

需求一：规避经营风险

大豆产业链上，国际粮商从美国、巴西农户手上收购大豆，计算自己的成本和利润，确定向中国油厂的升贴水报价，并和中国油厂签订出口合同。国内油厂接受升贴水报价，并在一定的期限内，在芝加哥商品交易所（以下简称“CBOT”）购买相应数量的期货，俗称“点价”。国外大豆进入国内后，油厂将大豆压榨，变成豆粕和豆油。油厂作为产业链核心，在整个经营过程中会面临采购管理和库存管理两个主要风险。

首先我们来看采购风险，油厂在国外采购大豆过程有两步：一是购买基差，二是期货点价。两者构成最终现货价格，主要挑战在于期货点价上。再点价之前，油厂担心期货价格大幅上涨，最终被迫追高点价，在点价之后，油厂同样担心 CBOT 大豆期价大幅回落，最终造成成本处于劣势。这一现象在 2003 年出现，当时 CBOT 大豆价格从 8 月的最低点 510 美分，一路上涨到 2004 年 4 月初的 1000 美分，创下近 30 年来新高。国内油厂在恐慌心理支配下，纷纷加大采购力度。但在 4 月之后，国际大豆价格快速回落，跌幅近 50%。油厂在高位点价，不得已大规模洗船，整个油脂行业当年损失达到 80 亿元。给产业带来沉痛教训。

其次，是库存管理的风险，油厂对大豆进行压榨，得到豆粕。对于油厂而言，拥有现货市场的单边多头头寸，担心豆粕价格下跌。比如今年受中美贸易摩擦影响，油厂大量购入巴西大豆，导致豆粕库存创历史新高，现货价格疲软，华东豆粕基差在 6 月一度达到 -200 元/吨。叠加猪价低位，养殖户补栏需求较弱，豆粕需求低迷，油厂大量豆粕库存累积。

举一个简单的案例。国内某油厂需要采购 10 万吨大豆，与国际粮商进行点价交易。在 CBOT 大豆价格 1000 美分/蒲式耳时进行点价，点价之后担心价格下跌，该企业可以卖出豆粕期货，用期货做套保，或者

买入豆粕看跌期权。考虑到国内豆粕价格与美豆有强相关性，买大连豆粕替代美豆。从损益效果上可以看出。买入看跌期权不但规避了价格下跌风险，还能获得价格上涨带来的额外利润。企业也无需担心追保的风险。

图 2、损益分析

	期货价格	期初	期权	期货
操作		CBOT 大豆=1000 美分/蒲式耳，DCE. M=3000 元/吨	买 3000 元/吨执行价的看跌期权	卖 3000 元/吨期货合约
收益	上涨	CBOT 大豆=1200 美分/蒲式耳 DCE. M=3400 元/吨	CBOT 盈利=1200-1000；国内看跌期权放弃行权，损失权利金 100	CBOT 盈利=1200-1000；国内期货空单损失 400。
	下跌	CBOT 大豆=800 美分/蒲式耳 DCE. M=2800 元/吨	CBOT 亏损=1000-800；国内看跌期权行权，盈利 200	CBOT 亏损=1000-800；国内期货空单盈利 200
效果			规避了价格下跌风险，若 CBOT 期货价格上涨，获得额外上涨利润，没有追保风险	卖出期货合约规避了价格下跌风险，但是 CBOT 期价盈利的情况没有参与到

资料来源：信达期货研发中心

综上，压榨企业可以买入套保来规避企业生产经营风险，在价格朝有利方向运行时，还能捕获额外利润，且不用担心追加保证金风险，缺点是企业往往要为套保支付一笔高昂的期权费。

图 3：压榨企业不同风险敞口期权套保方案总结

风险敞口	期权保值方法	缺点
担心在点价前，期货价格大幅上涨，最终被迫追高点价	买入看涨期权	需要支付较高的权利金成本
担心在点价后，期货价格大幅回落，最终成本处于劣势	买入看跌期权	
担心价格下跌（库存大）	买入看跌期权	

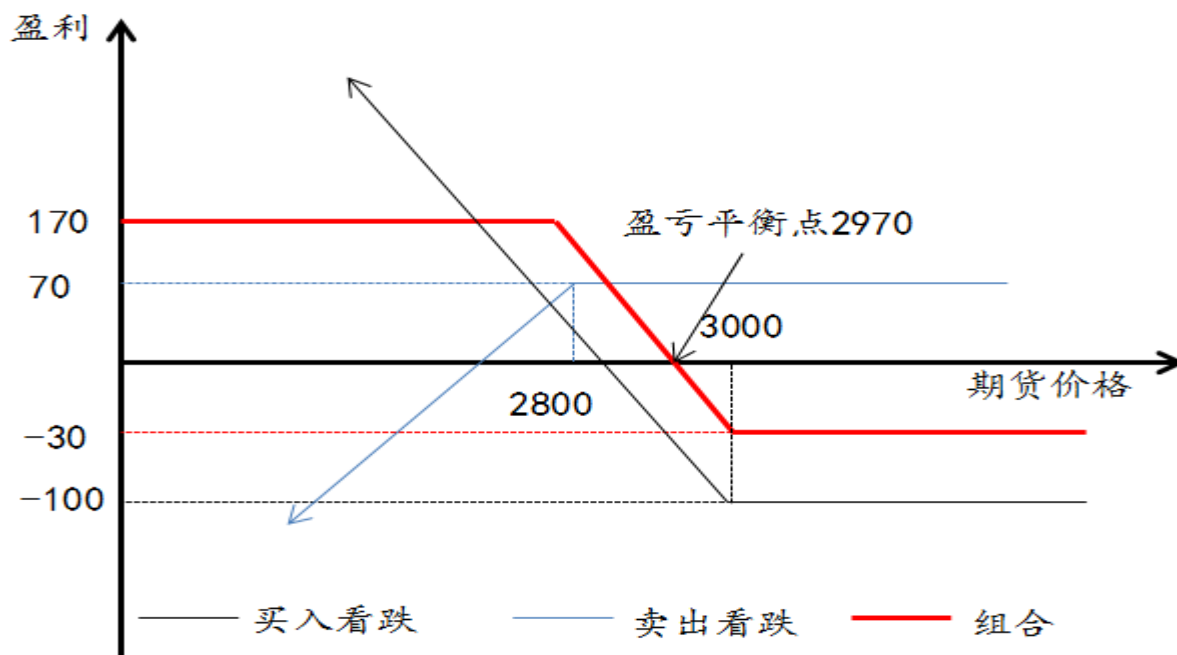
资料来源：信达期货研发中心

需求二：能否构建低成本套保策略

通过买入期权套保，油厂风险敞口得以规避。这时候油厂又提出了一个新的需求，虽然风险大大降低了，但期权费实在太贵，由于压榨利润持续恶化，现金流不足，有没有办法降低期权费，但依然起到套保效果。答案是肯定的，对于油厂不同的需求，我们期权策略总能满足。于是我们推荐垂直价差策略。企业买入期权进行套期保值的同时，卖出同方向的虚值期权达到降低套保成本的目的。举个简单的例子。

仍以油厂为例，拥大量有豆粕库存，当前现货市场价格为 3000 元/吨。根据分析认为下方 2800 元/吨具有较强支撑。因此建议买入一个行权价为 3000 的看跌期权，付出权利金 100 元/吨（本文权利金均参考当期盘面报价）。同时卖出一个行权价为 2800 的看跌期权，收取 70 元权利金。这样，企业总共支出 30 元期权费，大大降低了套保成本。

图 4、价差策略损益分析



资料来源：信达期货研发中心

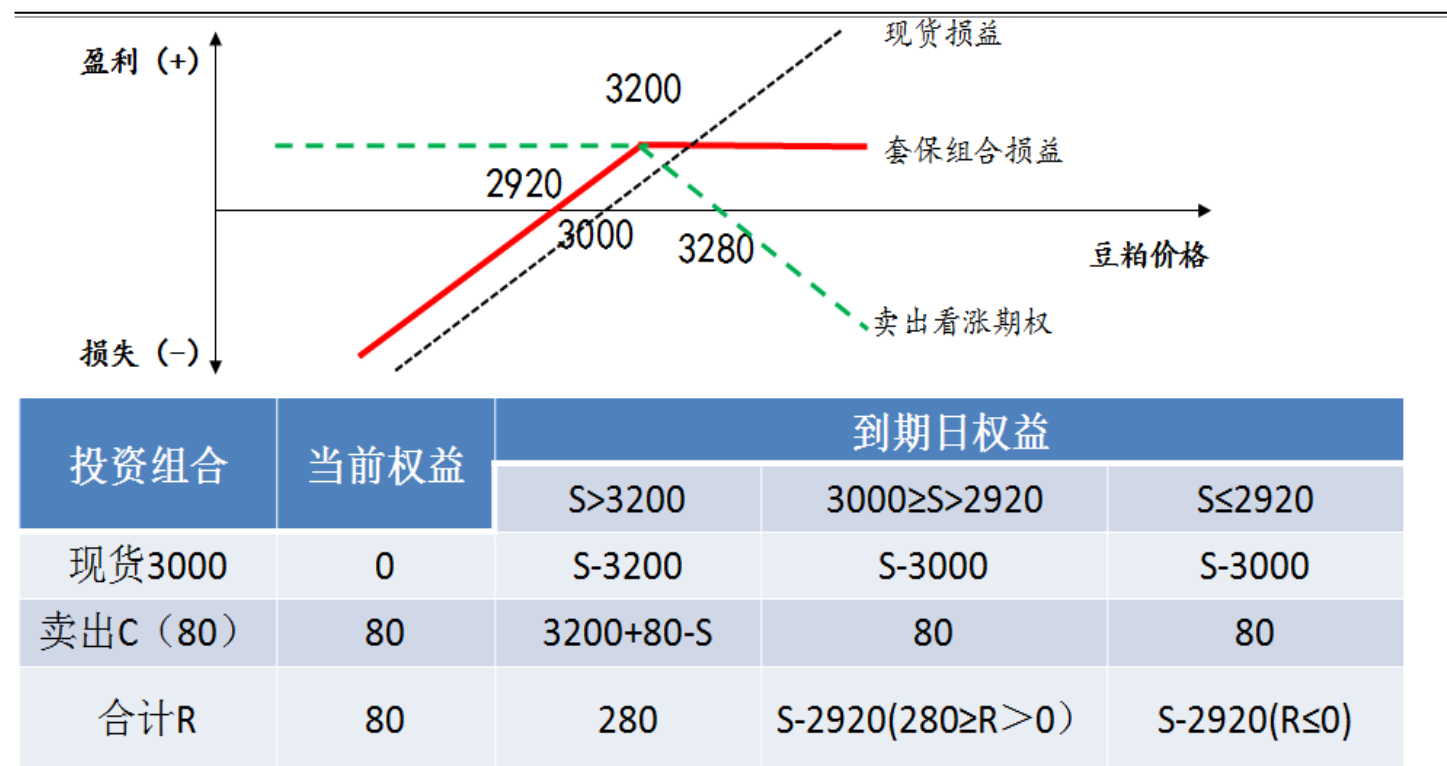
我们可以发现此策略用卖出虚值期权来赚取权利金，以抵消部分期权费，降低了整体套保成本。该策略锁定了价格范围，不追求最大化收益，既能规避价格不利变化的风险，又能保留一定的获利潜能，但放弃了无限收益的可能，最大损失与盈利都是确定的。在满足企业套保需求的同时，降低了期权费。

需求三：降低生产成本

期权策略规避了油厂经营风险，但油厂提出一个问题，企业认为近期市场缺乏热点，处于南北美消息真空期，价格波动较小，这段时间没有太大的套保需求。作为生产企业，我们能否利用期权来降低企业生产成本呢？答案依然是肯定的。在市场价格波动较小时，我们推荐抵补性期权保值策略。油厂在有豆粕现货的同时，担心价格下跌，可以卖出一个不容易被行权的豆粕看涨期权。举个简单的例子。

还是以该油厂为例，拥有豆粕库存，当前现货市场价格为 3000 元/吨，预计豆粕价格不会发生大的波动，但仍担心价格下跌，并想降低库存成本。根据分析认为上方 3200 元/吨具有较大压力。因此建议卖出执行价格为 3200 元/吨的看涨期权，收取权利金 80 元/吨。这样一来企业把生产成本下降了 80 元/吨，只要未来豆粕价格不出现大幅波动，企业就能稳赚权利金。其中，S 表示现货价格，R 表示损益。

图 5、抵补策略损益分析



资料来源：信达期货研发中心

虽然抵补性策略能够帮助油厂降低生产成本，此策略有一个操作前提，行情不会有太大的波动，在压力位卖出看涨期权，收取权利金，起到降低生产成本的效果。综上，此策略适合在市场消息真空期进行操作。

三、总结

可以看出期权套保的方式和效果与期货不同，对于期权买方来说，具有成本有限而收益无限的特点，如买入豆粕看跌期权在规避了价格下跌的同时，保留了上涨时可能的收益。期权的卖方则可以在行情波动不大的时候，通过卖出期权来赢取时间上的价值收益。具体操作上还要结合自身的风险敞口，选择合适的合约。不论期货和期权投资，风险和收益永远都是硬币的两面。每个企业的生态状况是不同的，这就需要在面对不同经营状况、不同财务状况、不同风险偏好的企业时拥有更好的适配率。只有良好适配每个企业的策略才是好策略，没有一种策略可以达到一劳永逸的状态。对于已经拥有合适策略的企业来说，金融宏观环境的变化和企业自身条件的变化也会造成该策略在整个实施阶段内有从适配到错配的风险。这就需要在为企业设定套保需求时，更多考虑一个蓄水池一般的冗余量，这样才可以以不变应万变，为企业的航船平稳穿过“大风浪”创造更有利的条件。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

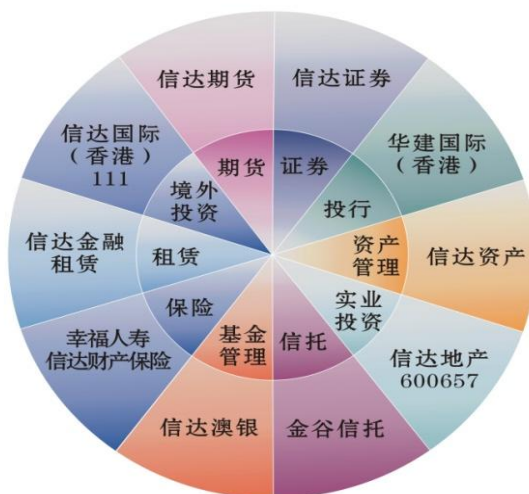
公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 （咨询电话：0579-82300876）
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 （咨询电话：0576-82921160）
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A （咨询电话：0755-83739066）
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 （咨询电话：0512-62732060）
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 （咨询电话：028-85597078）
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元（咨询电话：0592-5150160）
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室（咨询电话：010-64101771）
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 （咨询电话：021-58307723）
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 （咨询电话：020-89814589）
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 （咨询电话：024-31061955）
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 （咨询电话：0451-87222486）
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 （咨询电话：0311-89691960）
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
（咨询电话：0411-84807776）
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 （咨询电话：0577-27868777）
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 （咨询电话：0571-23255888）
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 （咨询电话：0577-88128810）
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 （咨询电话：0574-28839988）
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 （咨询电话：0575-88122652）
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 （咨询电话：0571-63708180）
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室（咨询电话：0571-82752636）
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 （咨询电话：0571-88797516）

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。

