

沪铝期货、期权卖保方案

www.hongyuanqh.com

宏源期货研究所 朱善颖

2021年1月20日



目录

沪铝走势、基差、价差分析

期货卖保案例及方案设计

期权卖保介绍及方案模拟

2021年沪铝行情展望

期货收盘价(活跃合约):铝



- **2021年价格运行逻辑:**

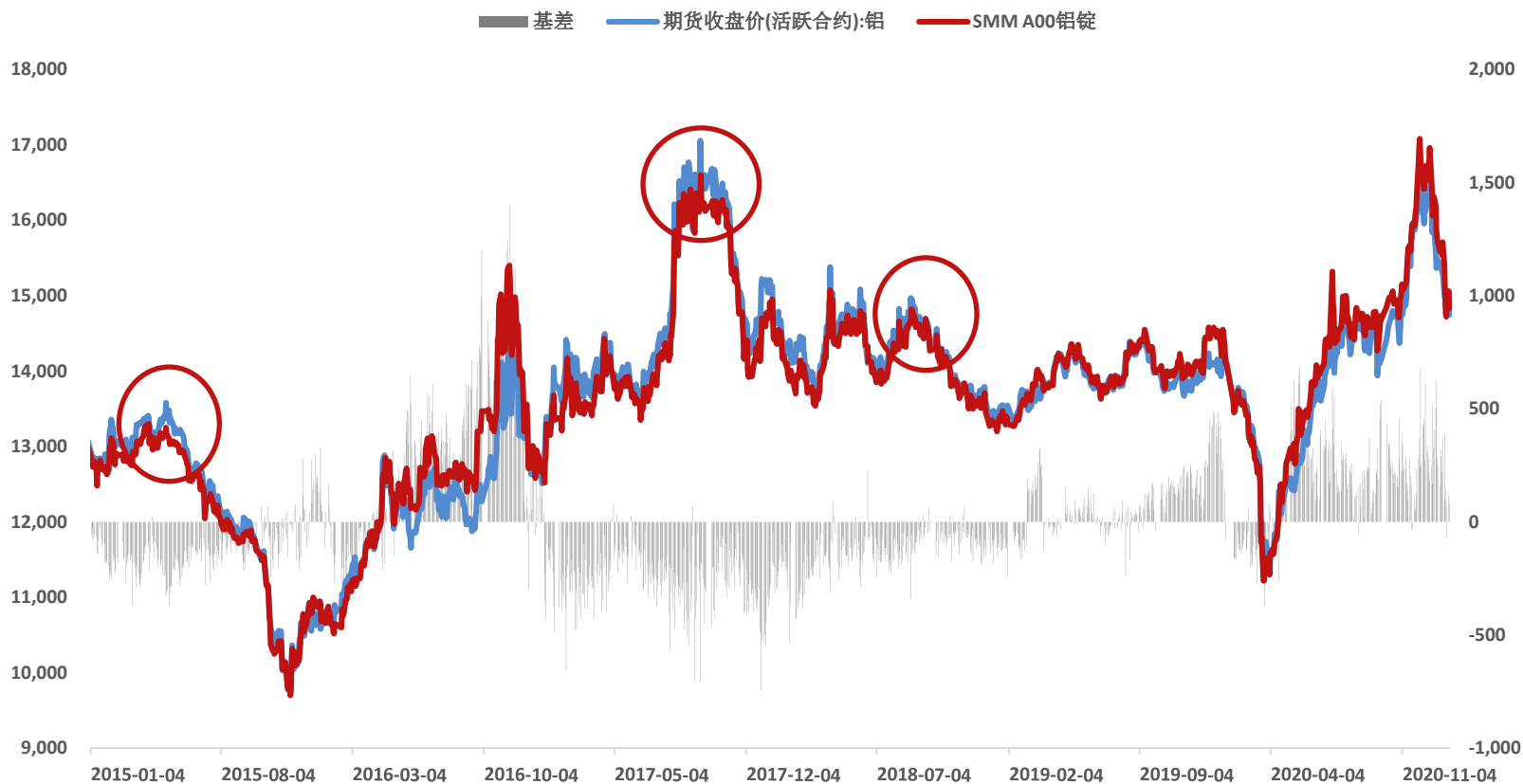
- 1、海外宽货币政策维持，美元弱周期及通胀回升利好有色金属；
- 2、国内传统消费领域有韧性，新能源、新基建领域提供增量，海外制造业补库周期开启，出口有望修复；
- 3、供应维持高增，但库存处于低位且春节后存在继续去库的预期，上半年供应压力较小；
- 4、成本温和上升，电解铝行业利润将有收窄。

- **2021年价格展望:**

价格节奏前高后低，波动区间预计为1.4w-1.75w。

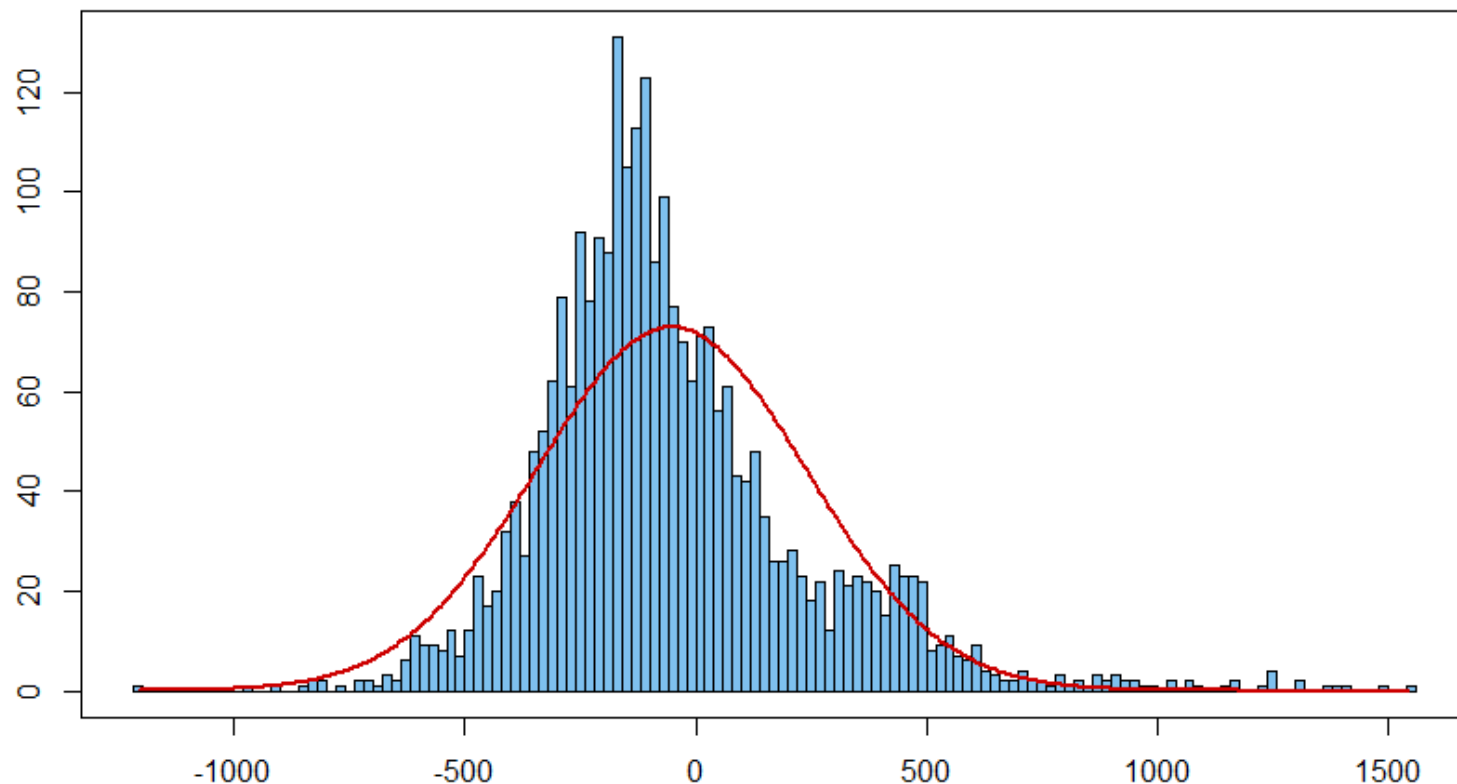


价格下行&基差走强时卖保效果好



沪铝基差分布

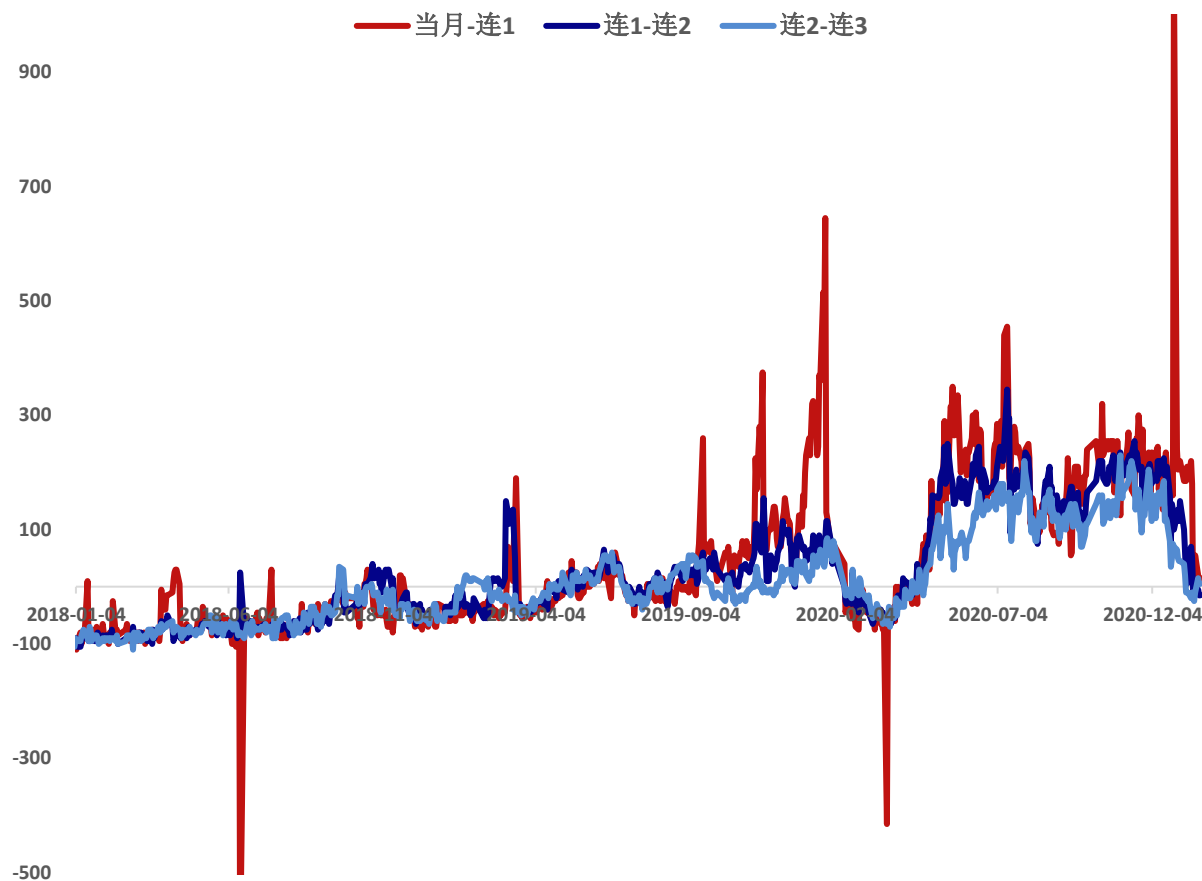
铝基差分布



选取2010-2020
年数据样本做
铝基差统计分
布:

MIN: -1207
1st Qu: -232
Median: -104
Mean: -52
3rd Qu: 73
MAX: 1545

关注价差结构的影响



- 价差结构可以辅助价格判断，供大于求或长期熊市的品种一般为contango结构，当一个品种期现结构发生变化时，往往代表着背后的基本面发生了显著变化。
- 2019年末开始沪铝屡屡出现低库存引发的“软挤仓”现象，沪铝合约逐渐转为Back结构，铝价也发生了趋势性逆转。
- 有色合约活跃时间较短，套保移仓换月需要考虑价差结构影响，负向排列时，移仓易造成价差损失，操作时建议在盘面上尽量抛向远月，减少换月成本。

沪铝卖保案例



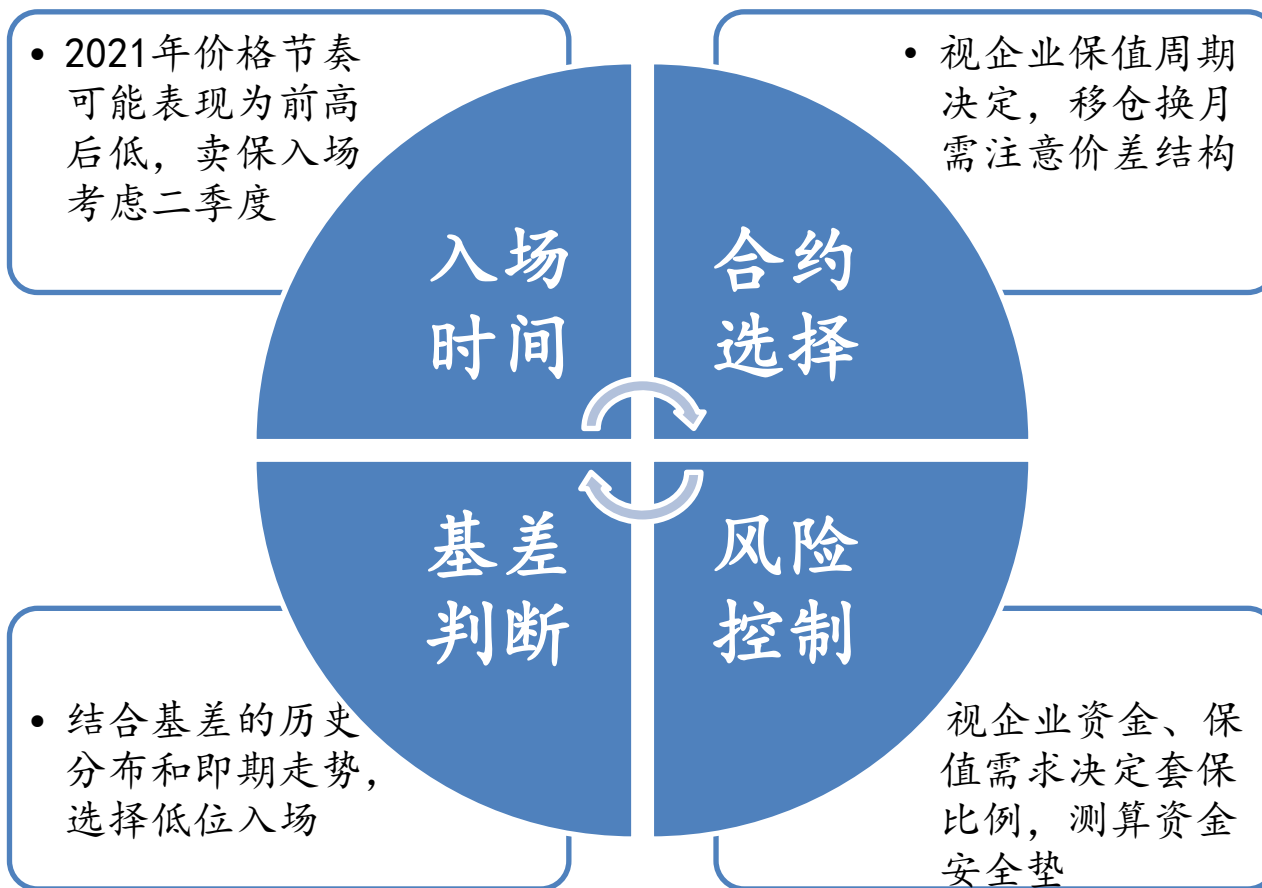
- 上涨超半年后，2020年12月沪铝上行乏力，技术上出现了明显的顶背离。
- 考虑到有色板块短期利多释放较充分，消费很快将面临季节性走弱，以及北方疫情与南方限电对消费产生干扰，沪铝短期面临较大的回调风险。
- 经历两天大跌后，12月23日逢反弹建仓AL2101空单。

沪铝卖保案例

时间	现货	期货 (AL2101)	基差
2020/12/23	16060	15990	70
2021/1/12	14900	14750	150
最终盈亏	-1160	+1240	+80

- 若企业12月末利用期货市场锁定价格，1月份卖货时将亏损1160元/吨；若利用期货市场锁定价格，1月份卖出不仅不亏损，还盈利80元/吨。
- 适用情况：持有某种商品或者预计在未来要销售某种商品，担心未来市场价格下跌，导致利润下滑。
- 操作方法（方向相反）：买入（持有）现货，卖出期货；
- 注意事项：现货和期货市场开仓和平仓的数量、时间相同。
- 套保对炼厂经营活动带来的好处：1) 保证贸易利润：以期货的盈利对冲现货端的亏损，甚至获得超额收益；2) 规避库存贬值风险：以期货的盈利对冲库存的贬值风险，甚至获得超额收益。

沪铝期货保值方案

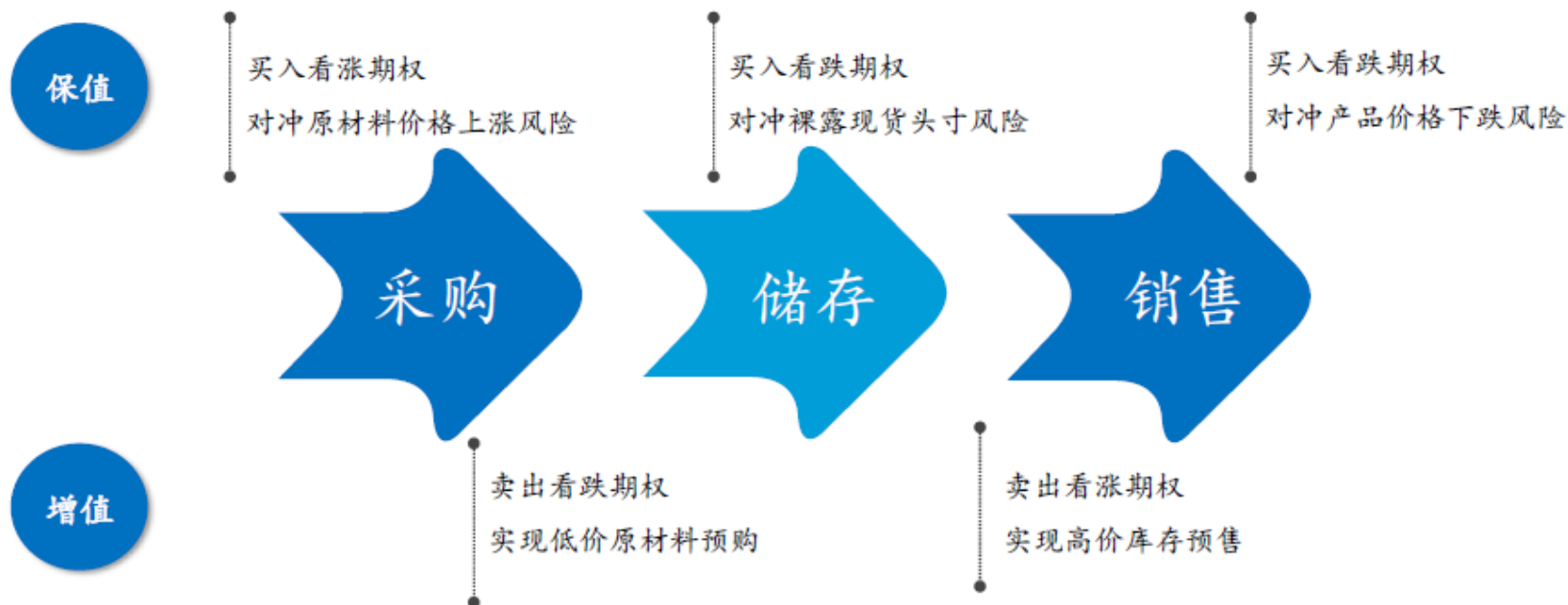


期权套保介绍

- 在期货套期保值中，买进期货以建立与现货头寸相反的持仓时，称为买入保值，卖出期货以建立与现货头寸相反的持仓时，称为卖出保值。期权交易则与此不同，它并不是按期权的持仓来定义，而是由买卖期权能转换成的期货标的物持仓来决定的。因此买入看跌期权和卖出看涨期权都是卖出保值，因为执行后转换的头寸都是期货空头，相反，买入看涨期权和卖出看跌期权都被称为买入保值，因为执行后都转换为期货多头持仓。
- 和期货套保相比，期权套保有自身的优势，但也存在一些不足：
- 1、**期权工具选择更多样，操作更灵活。**以卖出套期保值为例，期货端只能选择卖出期货，期权端可以选择买入看跌期权、卖出看涨期权、持有看跌方向的组合期权（领式看跌期权组合、海鸥看跌期权组合等），套保者可以根据不同的行情和诉求实现精细化管理。
- 2、**期权买方无保证金要求，资金占用少，且具有收益无限风险有限的特点**，在极端行情中的风险抵御能力极强。**卖权可以起到增厚收益的作用**，适宜抵御震荡或小幅涨跌的行情。组合期权安全性和容错性更高，可以将套保期现组合头寸的损益锁定在固定的范围内，适宜精细化管理。
- 3、期权套保也有缺点，如买权需要付出额外的权利金成本，期权套保无法对冲基差风险，对操作人员的专业能力要求更高等。此外，目前有色及贵金属中仅有铜、铝、锌、黄金有场内期权，且部分期货品种由于流动性较低，场外期权的报价及流动性也不足（如锡），期权费可能过高，使用效果反而不及期货。

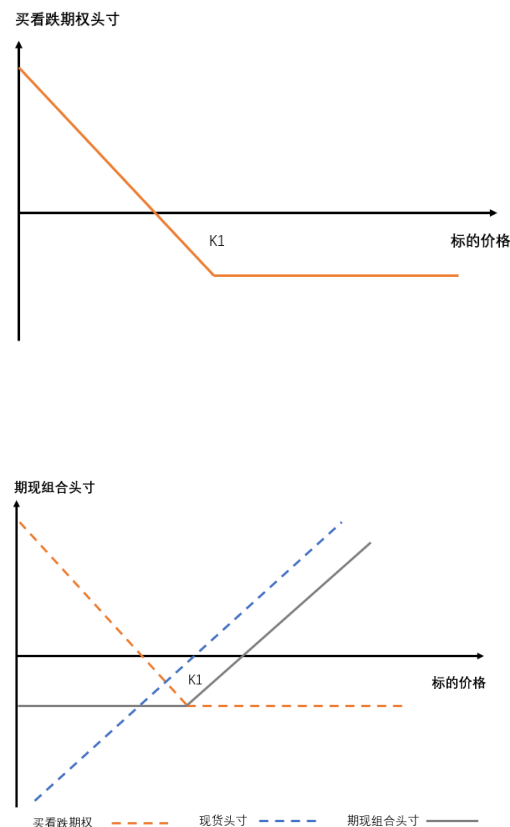
期权在套期保值上的应用

【应用期权可以在采购、仓储、售卖三个阶段提供风险管理服务】



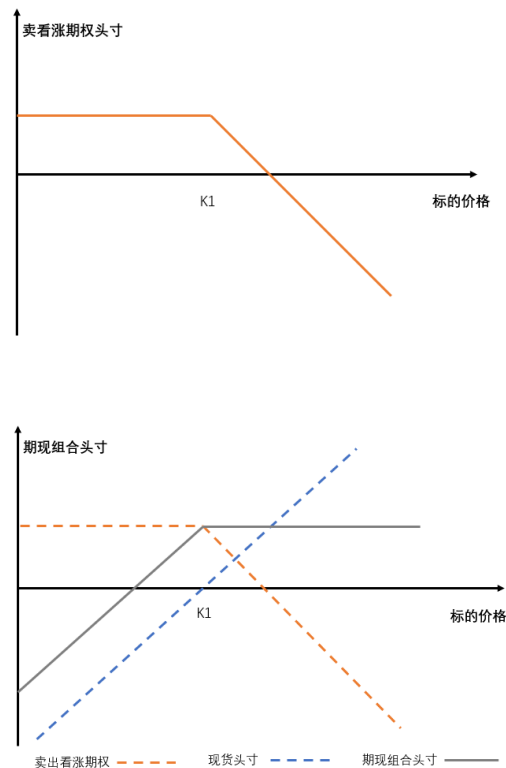
期权卖保—保护性看跌策略

- 期权卖保者可采用单边买入看跌期权来抵御价格下跌的风险，卖保者需要付出权利金成本而并不占用保证金。
- 当价格大幅上涨时，期权端仅损失少量的权利金，风险有限；当价格大幅下跌时，同样带杠杆的期权可以起到和期货保值同等的效果（Delta配平）。
- 保护性看跌策略最适用于行情剧烈波动的情况，如果标的是震荡行情或小幅下跌，在时间价值的损耗下，买权的价格可能同步下跌，这会给卖保者带来较大的权利金损失。



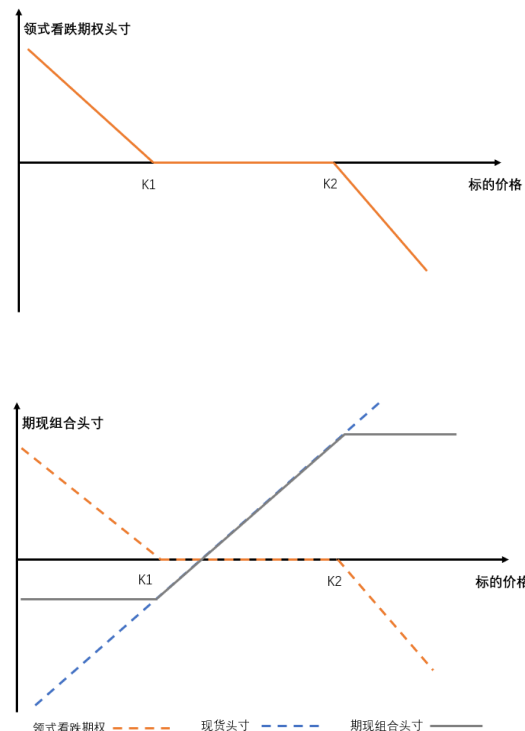
期权卖保—备兑看涨策略

- 大多数情况下，市场出现极端行情的概率较低，期货标的震荡运行或小幅涨跌概率较高，因而许多实体企业倾向于做期权的卖方，赚取权利金收入来增强收益。
- 有卖保需求的企业，可以卖出看涨期权，当标的价格大幅下跌时，企业全部赚取权利金收入，当标的价格小幅上涨且卖权保持在虚值状态时，企业也可以赚取全部权利金。
- 期权卖权的特点是收益有限而风险无限，更适用于在小波动中增强收益，不建议在剧烈波动的行情中使用。



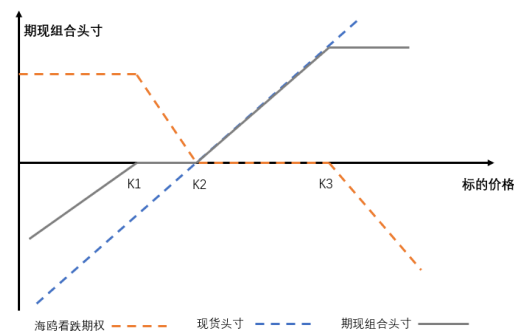
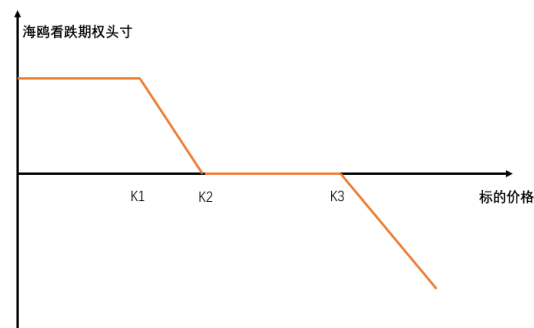
期权卖保—领式看跌组合

- 领式看跌期权组合是通过买入一个看跌期权，再卖出一个看涨期权构建组合，属于收益增强型策略。
- 领式看跌期权适用于对后市不看涨的行情，当标的价格小幅下跌或上涨时，卖保者可通过收取看涨期权卖权的权利金收入补足看跌期权买权的权利金损失，和单边买看涨相比，多了一定的容错空间。当标的价格大幅大跌时，领式看跌组合可以发挥出和单边买看跌相似的、大幅抵御风险的能力。



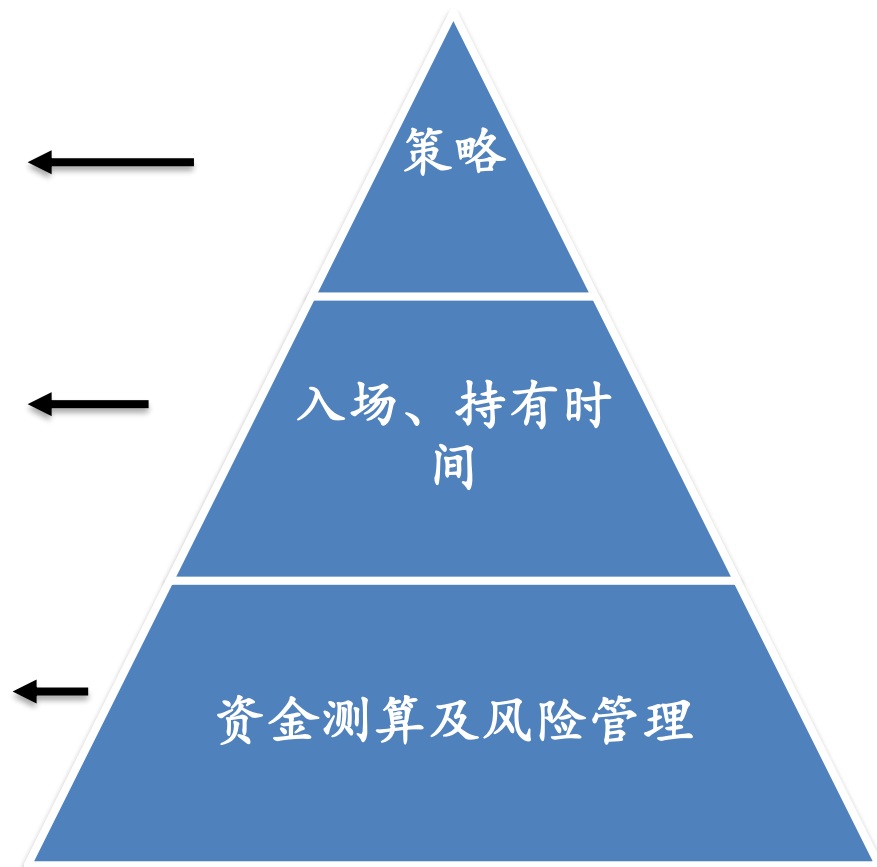
期权卖保—海鸥看跌组合

- 海鸥看跌期权通过买入一个看跌期权，再卖出一对跨式期权组合（卖看涨+卖看跌）来实现，适用于价格小幅波动的情况。
- 和备兑策略（卖看涨期权）相比，海鸥看跌期权可以获得更多的权利金收入（大商所、郑商所及部分场外期权的卖出跨式组合算作套利，仅收取单边保证金，但上期所场内期权不适用），且当价格下跌时，看跌买权对标的资产的保护力度更大。
- 和领式策略相比，海鸥组合的期现收益在部分价格区间里表现更好（K1-K2）。



铝期权套保方案

- 策略选择：
 - 1、明确保值or增值需求
 - 2、结合价格涨跌方向及波动率选择策略
- 入场、持有：
 - 1、买权不宜过早入场，也不宜持有太久，快进快出利于最大化波动率收益、减少时间价值损失
 - 2、卖权尽量选择波动率高位入场
- 风险管理：
 - 视企业资金、保值需求决定套保比例，测算期权资金需求及资金安全垫



铝期权套保资金占用模拟

铝期权套保资金占用对比							保证金比例按13%计算	期货保证金	9620
保护性看跌策略（买看跌）									
结构类型	买卖方向	类型	标的物	标的价格	行权价	起始日	到期日	期权价格	期权保证金
美式	买入	看跌	AL2103P14800	14800	14800	2021/1/20	2020/2/22	285	无
备兑看涨策略（卖看涨）									
结构类型	买卖方向	类型	标的物	标的价格	行权价	起始日	到期日	期权价格	保证金
美式	卖出	看涨	AL2102C15500	14800	15500	2021/1/20	2020/2/22	132	8530
领式看跌策略（买看跌+卖看涨）									
结构类型	买卖方向	类型	标的物	标的价格	行权价	起始日	到期日	期权价格	保证金
美式	买入	看跌	AL2103P14800	14800	14800	2021/1/20	2020/2/22	285	无
美式	卖出	看涨	AL2102C15500	14800	15500	2021/1/20	2020/2/22	132	8530
海鸥看跌策略（买看跌+卖跨式）									
结构类型	买卖方向	类型	标的物	标的价格	行权价	起始日	到期日	期权价格	保证金
美式	买入	看跌	AL2103P14800	14800	14800	2021/1/20	2020/2/22	285	无
美式	卖出	看涨	AL2102C15500	14800	15500	2021/1/20	2020/2/22	132	8530
美式	卖出	看跌	AL2103P14000	14800	14000	2021/1/20	2020/2/22	54	7890

- 在期权套保的实操中，领式组合是企业选择较多的策略。基于对价格方向的判断，二季度企业可以考虑在择时买入看跌期权的同时，卖出虚值看涨期权，这样既可以满足保值需求，也可以赚取权利金收入来降低买权成本。

领式看跌组合示例

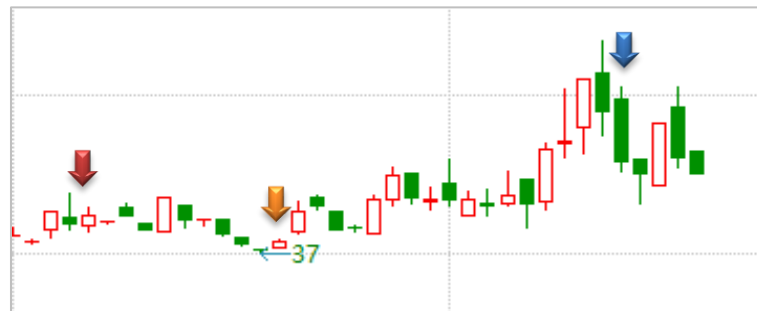


- 2020年在上涨超半年后，12月沪铝上行乏力，技术上出现明显的顶背离。
- 考虑到有色板块短期利多释放较充分，消费很快将面临季节性走弱，以及北方疫情与南方限电对消费产生干扰，沪铝短期面临较大的回调风险。
- 沪铝于12月2日创新高后，此次出现大幅下跌，判断后市可能出现高位回调，12月7日选择领式看跌期权组合进行套保。

领式看跌组合示例

- 12月7日，沪铝冲高回落后，企业选择入场领式期权，买入AL2102P15000，卖出AL2101C17000，期权价格分别为110和148，配比手数按1:1。
- 12月21日，沪铝反抽后冲高失败，回调走势进一步确认，买入看跌期权可加杠杆，将Delta配平。（若选择行权可保持期现1:1的配比）
- 1月15日，期权临近到期，利空释放较充分，沪铝跌至20周周线后下方表现出明显支撑，领式看跌组合平仓离场。

AL2102P15000



AL2102C17000



领式看跌组合效果

领式期权组合操作

结构类型	买卖方向	类型	标的物	标的价格	行权价	起始日	到期日	期权价格	保证金	手数
美式	买入	看跌	AL2102P15000	16045	15000	2020/12/7	2021/1/25	110	无	1
美式	卖出	看涨	AL2102C17000	16045	17000	2020/12/7	2021/1/25	148	8782	1
美式	买入	看跌	AL2102P15000	16250	15000	2020/12/21	2021/1/25	59	无	4

期货、期权套保损益

标的价格	2020/12/7	2020/12/21	2021/1/25	价格变动1	价格变动2	期现总盈亏（每吨）	每手保证金占用（按13%计算）
AL2102	16,045	16,250	14,725	205	-1320	-240	10429
AL2102P15000	110	59	319	-51	209	-164	8782
AL2102C17000	148	166	1	-18	147		
SMM A00铝	16500	16530	14940	30	-1560	-1560	82500

感谢聆听!

研究所 朱善颖

010-82295516

zhushanying@swhysc.com



北京市 海淀区 西直门北大街甲43号金运大厦B座6层
邮编: 100044
网址: <http://www.hongyuanqh.com>