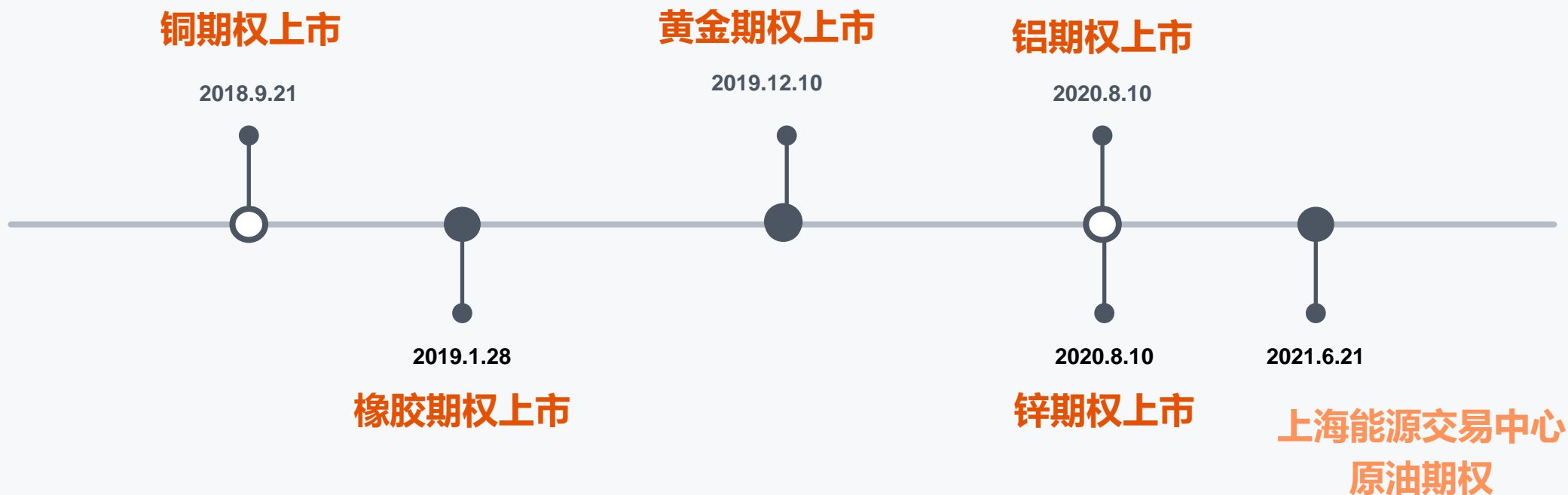


场内商品期权套期保值策略

期权业务总部 张雁婷

投资咨询号：Z0014412

2021.7.29



■ 截止2021.7.28，场内挂牌交易的场内商品期权有20个品种

01

■ 商品期货套期保值（期货套保）：

- 利用期货价格与现货价格的相关关系，创建期货和现货盈亏相抵的资产组合，从而规避现货价格波动风险
- 选取的期货和现货操作方向相反，数量、种类、月份相同或相近，同步平仓。

02

■ 商品期权套期保值（期权套保）：

- 根据标的物的数量，建立相应的期权头寸，利用期权的盈利，弥补现货的亏损，达到规避现货价格风险功能。



期货套保锁定成本时
也锁定了利润，
期权保护头寸又保有
获利机会



期货价格若变动剧烈，
可能面临追保风险

资金占用较低，若期权
买方，无需缴纳保证金

期货套保方式较单一，
期权策略灵活多样



可为期货保值，也可为
现货保值

期货结合期权，优化原
有套保策略



标准化

场内又称集中市场

是指在集中性的期货市场或期权市场进行交易的期权合约，它是一种**标准化的期权合约**，其交易数量、敲定价格、到期日以及履约时间等**均由交易所统一规定**。

订制化

场外又称OTC



是指在非集中性的交易场所进行的非标准化的期权合约的交易。场外期权合约的**条款没有任何限制**或规范，例如行使价及到期日，**均可由交易双方自由**

第一章 买入期权代替期货操作

第二章 加上保护看跌锁定亏损

第三章 运用备兑开仓增强收益

第四章 搭配领口策略降低成本



01

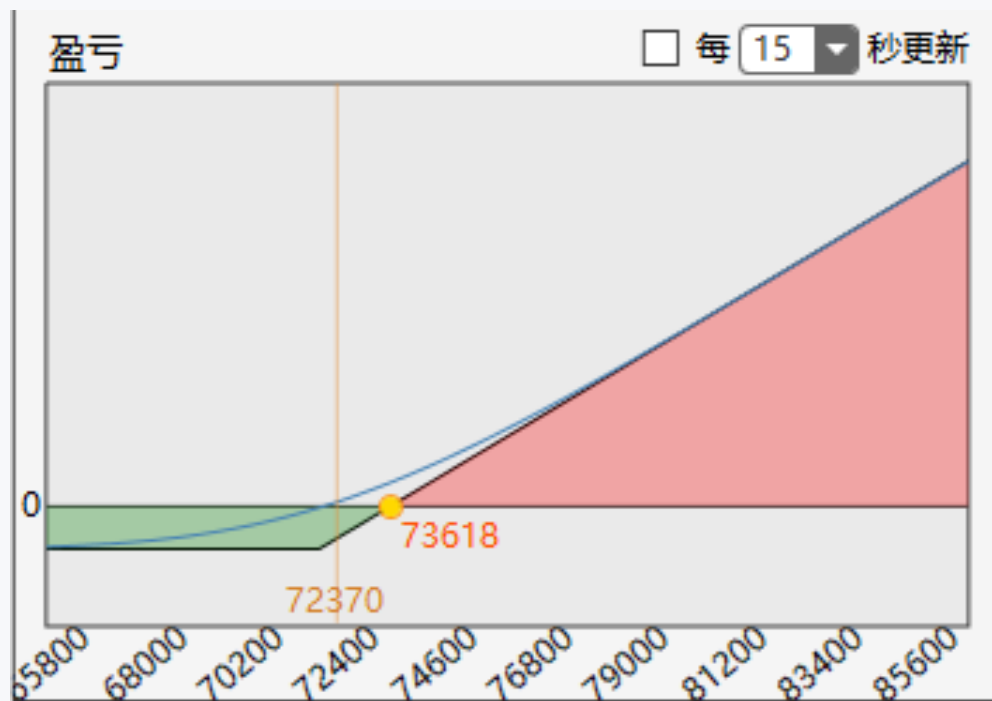
买入期权代替期货操作

- 客户企业面临采购环节的成本价格风险（如担心原料价格上涨）
- 看涨期权收益可冲抵部分采购成本；锁定行权价的采购成本
- 优点：相较于期货付出的资金成本较低；
价格下跌时，企业可选择用较低成本购买
- 缺点：到期时可能损失全部权利金（买保险概念）

	买入（元/吨）	建仓资金	
买期货合约	$72090 * 10\%$	$72090 * 10\% * 5 = 36045$	期间保证金逐日盯市 根据行情回调情况，损失可能无限，
买期权	1618（行权价72000）	$1618 * 5 = 8090$	固定，为期初的权利金支出

买入看涨期权

• CU2109-C-72000@1618



盈亏平衡点

$72000 + 1618 = 73618$

最大收益

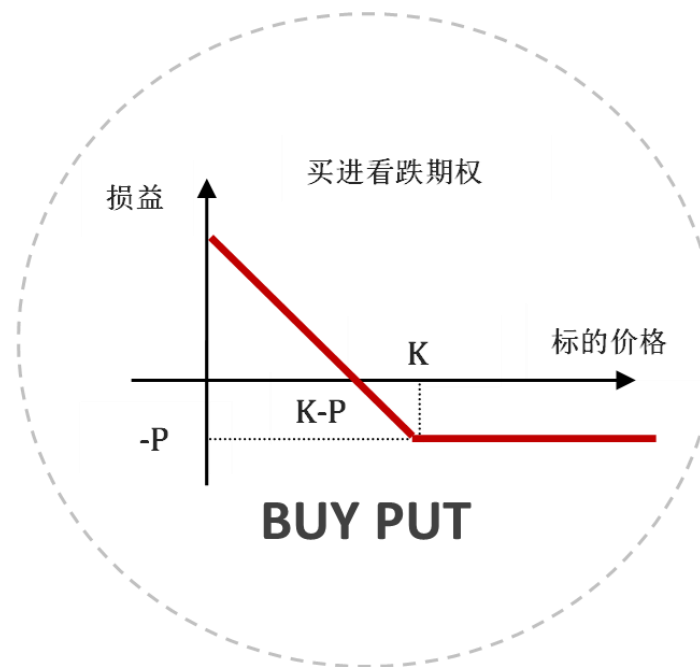
无限

最大损失

1618 (权利金)

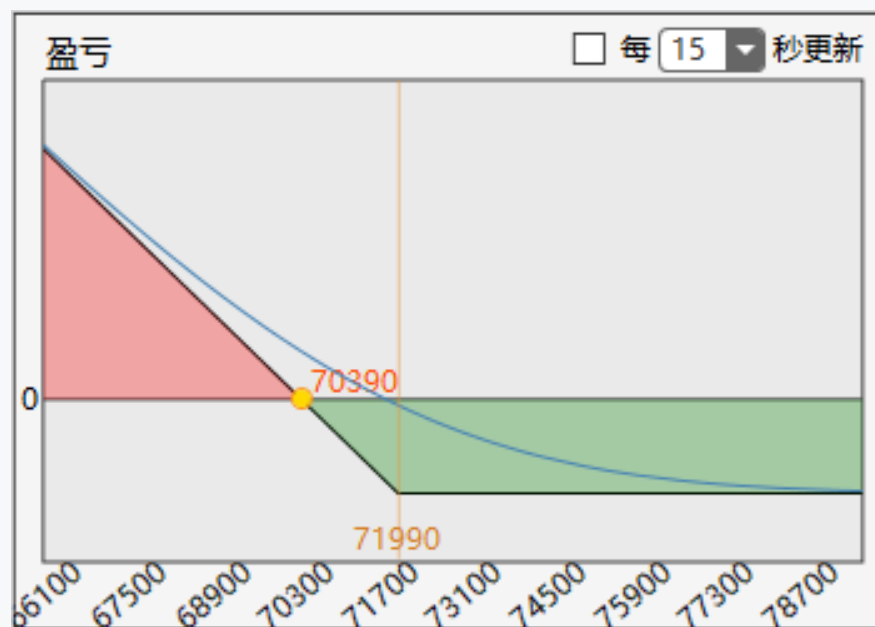
- 预期标的趋势性上涨
- 牛市，但隐含波动率较低（预期波动率上升）
- 距离到期时间较长

- 客户企业面临库存存储、销售过程中价格下跌的问题，买入看跌期权能够对此下行风险进行保护。
- 库存在价格下行趋势中会产生一定的亏损，购买的看跌期权能够在价格下跌到保值价位以下时对冲掉这部分亏损
→ 锁定产品销售价格



买入看跌期权

- CU2109-P-72000@1582



盈亏平衡点	$72000 - 1582 = 70418$
最大收益	无限
最大损失	500 (权利金)

- 预期标的趋势性下跌
- 波动率在持仓期间可能上涨/不跌
- 手中有标的物做保险
- 距离到期时间较长

风险类型 \ 套保策略	期货市场	期权市场	
	对冲策略	保护性策略	抵补性策略
进货套保 规避价格上涨风险	买入期货	买入看涨期权	卖出看跌期权
存货套保 规避价格下跌风险	卖出期货	买入看跌期权	卖出看涨期权

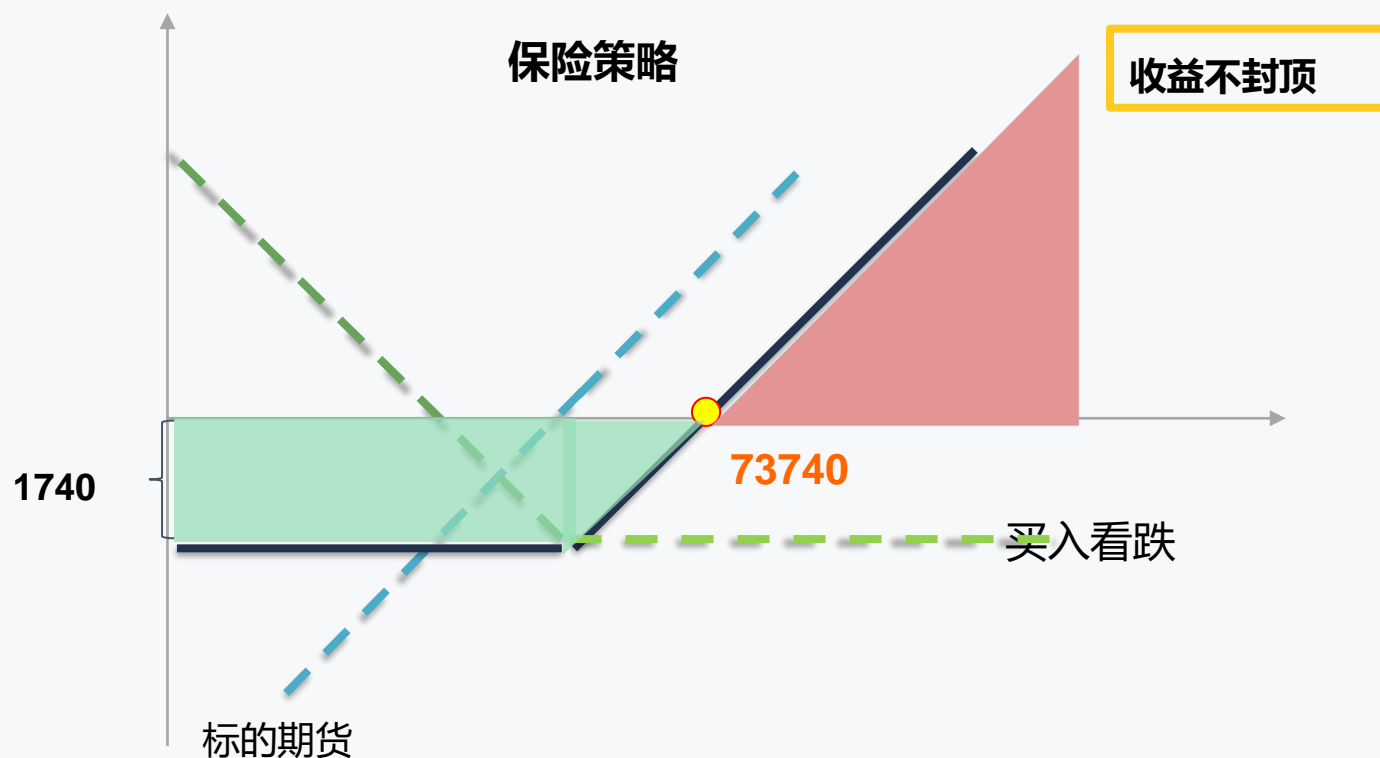
02

加上保护看跌锁定亏损

- 保险策略为期权风险对冲策略
- 保护性看跌策略是指投资者在持有标的资产或买入标的资产的同时，买入相应数量的看跌期权
- 有库存担心价格下跌存货贬值亏损



- CU2109@72270
- CU2109P72000@1460



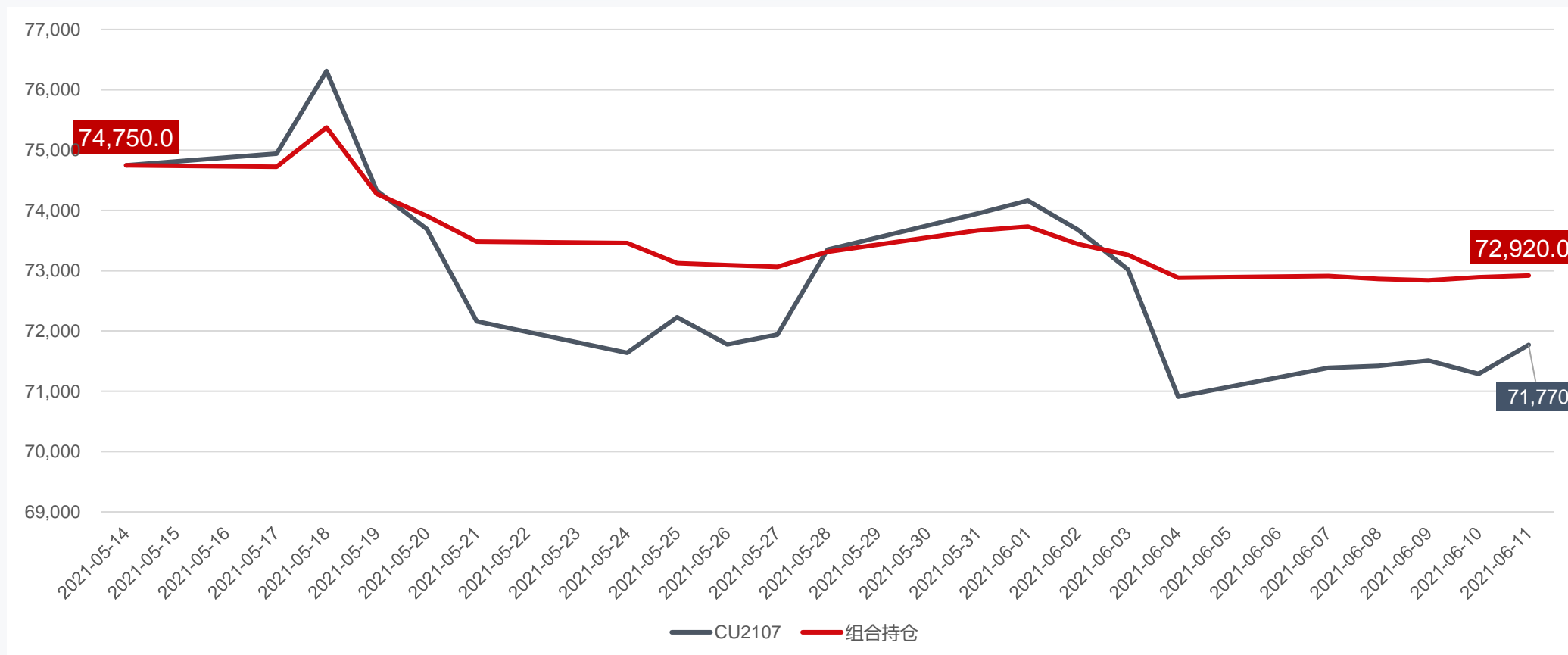
最大收益	理论上无限
最大损失	标的买入成本 + 看跌期权权利金 - 行权价格 $72270 + 1470 - 72000 = 1740$ (8700)
盈亏平衡点	标的买入成本 + 看跌期权权利金 $72270 + 1470 = 73740$

■ 期货保证金36135+期权权利金支出7350 = 43485



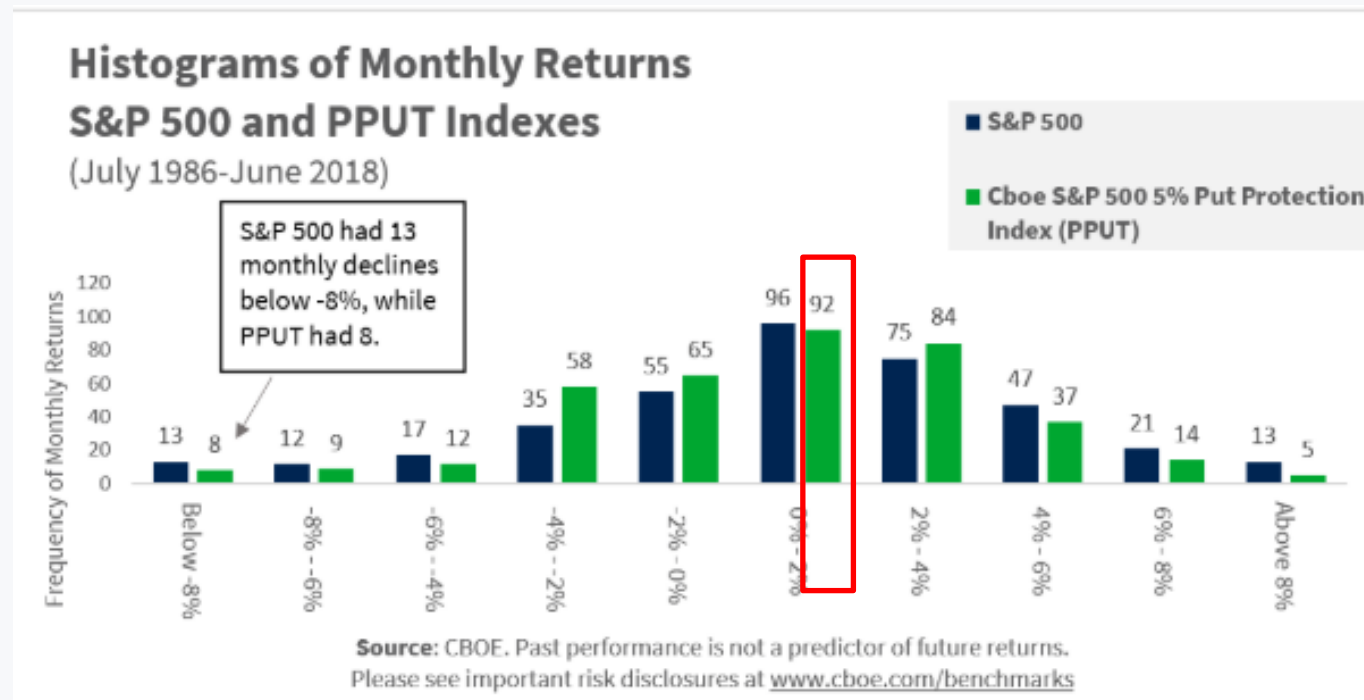
- 2021/5/14
- 期货价格连续下跌, 短期出现下跌趋势 买入
CU2107P75000@2480
- 2021/6/11 铜价格趋稳出场,
期权价格为3630/吨
- 期权收益1150/吨

保护性看跌对冲效果



- CU2107期货价格从2021年5月14日至2021年6月11日下跌**2980**元/吨，下跌幅度超过**4%**
- 利用期权合约套保后，组合头寸从74750下降至72920元，下跌1830元/吨，减少现货头寸亏损约**1150元/吨**

- Cboe S&P 500 5% Put Protection Index
- 买入S&P500股票指数组合的同时，滚动买入S&P500 5%虚值认沽期权



1968-2018年，
有92个月份的月度收益在0%-2%

- 投资者需要在**保险效用**和**保险成本**间作相应的权衡，同时还需要**考虑市场趋势及购买保险的目的**
- 买入认沽期权的期限应与持有标的**时间匹配**

03

运用备兑开仓增强收益

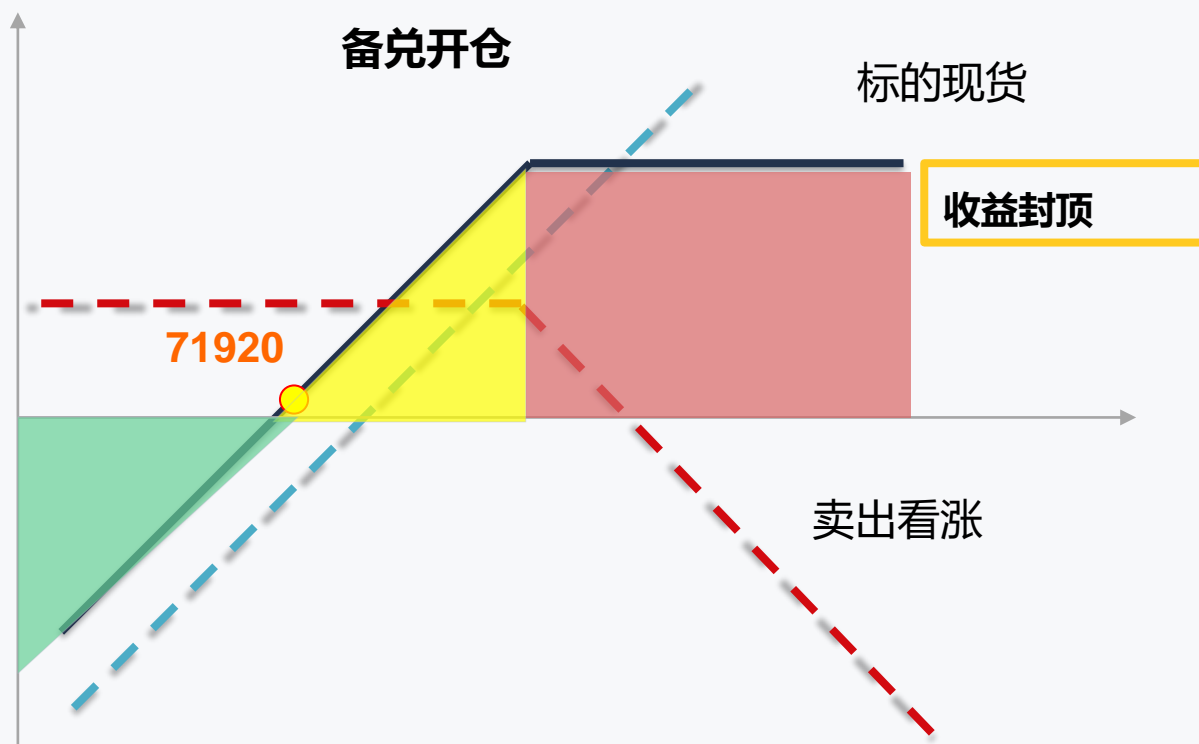
- 备兑开仓策略是指投资者在持有现货/期货、或买入期货的同时，卖出相应数量的看涨期权



- 投资者在持有现货，预期未来标的处于小涨/不涨（未来大涨可能性不大）时，可以通过备兑开仓策略来增强收益（权利金收入），以降低持仓成本（部分交易所存在保证金优惠）
- “高抛现货”替代
- 为行权义务方，若价格上涨买方行权，此时按行权价（预设价位）建立空单

备兑开仓_到期损益

- CU2109@72270
- CU2109C76000@350



最大收益	权利金 + 看涨期权行权价 - 标的买入成本 $350 + 76000 - 72270 = 4080$ (20400)
最大损失	标的买入成本 - 看涨期权权利金 $72270 - 0350 = 71920$
盈亏平衡点	标的现货买入成本 - 认购期权权利金 $72270 - 350 = 71920$

- 期货保证金36135+期权保证金29350 = 65485
- 资金冻结 63735



选择平值或者轻度虚值的合约

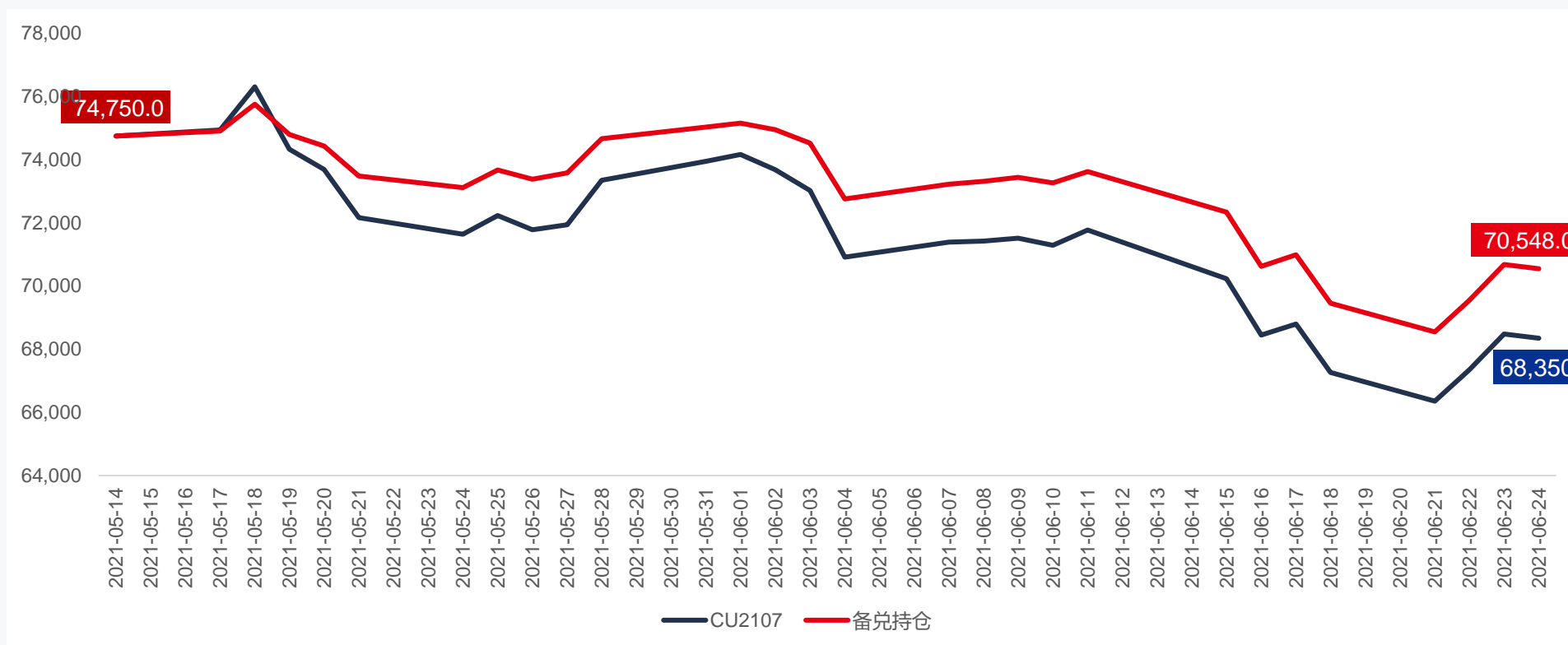
调整心态，积极看待“被行权”发生的可能

行情朝不利方向变动时，及时调整



- 2021/5/14
- 期货价格回落，卖出
CU2107C75000@2200
- 2021/6/11 CU2107C75000@350
期权收益：1850/吨
- 策略转换/调整？

备兑开仓对冲效果



- 铜2107期货价格从2021年5月13日至2021年6月24日下跌5000元/吨，下跌幅度较大
- 利用备兑期权策略可以收取补贴成本，但是理论风险无限，对于下跌行情来说，保护性看跌效果明显更好
(备兑策略适用于标的资产小幅度涨跌)

Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM)

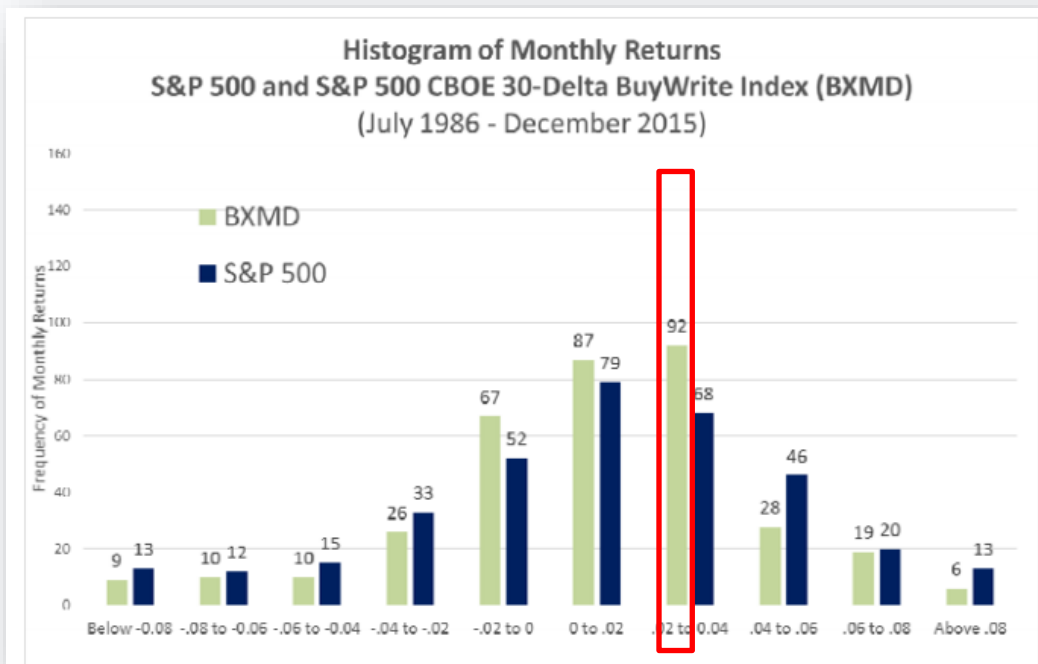
- 买入S&P500股票指数组合的同时，卖出S&P500 平值看涨期权

CBOE S&P 500 30-Delta BuyWrite Index

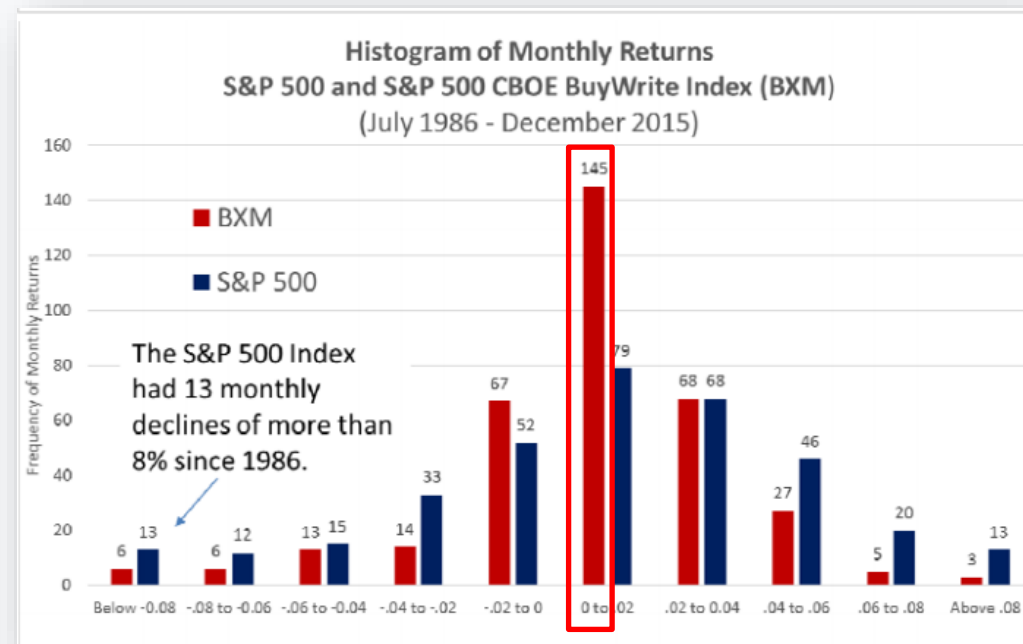
- BXMD——买入S&P500股票指数组合的同时，卖出S&P500 $\Delta = 0.3$ 的虚值看涨期权

CBOE S&P 500 2% OTM BuyWrite Index

- BXY——买入S&P500股票指数组合的同时，卖出S&P500 2%虚值看涨期权



1968-2015年,
BXMD 有92个月份的月度收益在2%-4%
BXM 有145个月份的月度收益在0%-2%



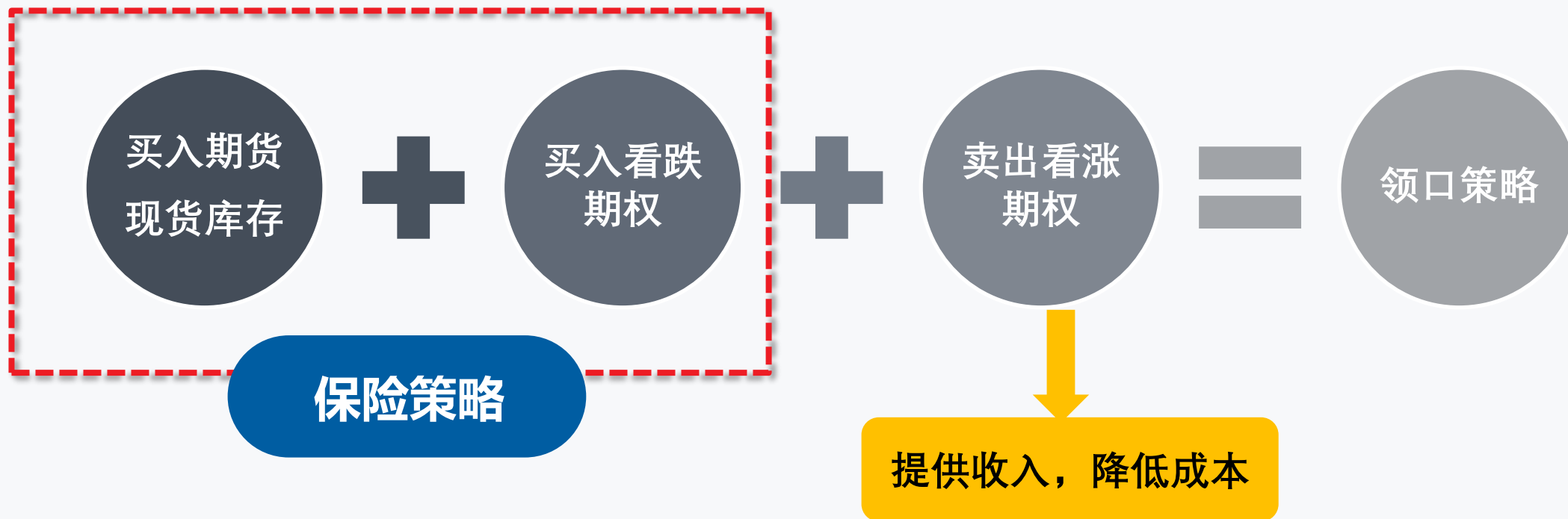
1968-2015年, 月度收益为正

- S&P500: 236个
- BXMD: 242个
- BXM: 248个

04

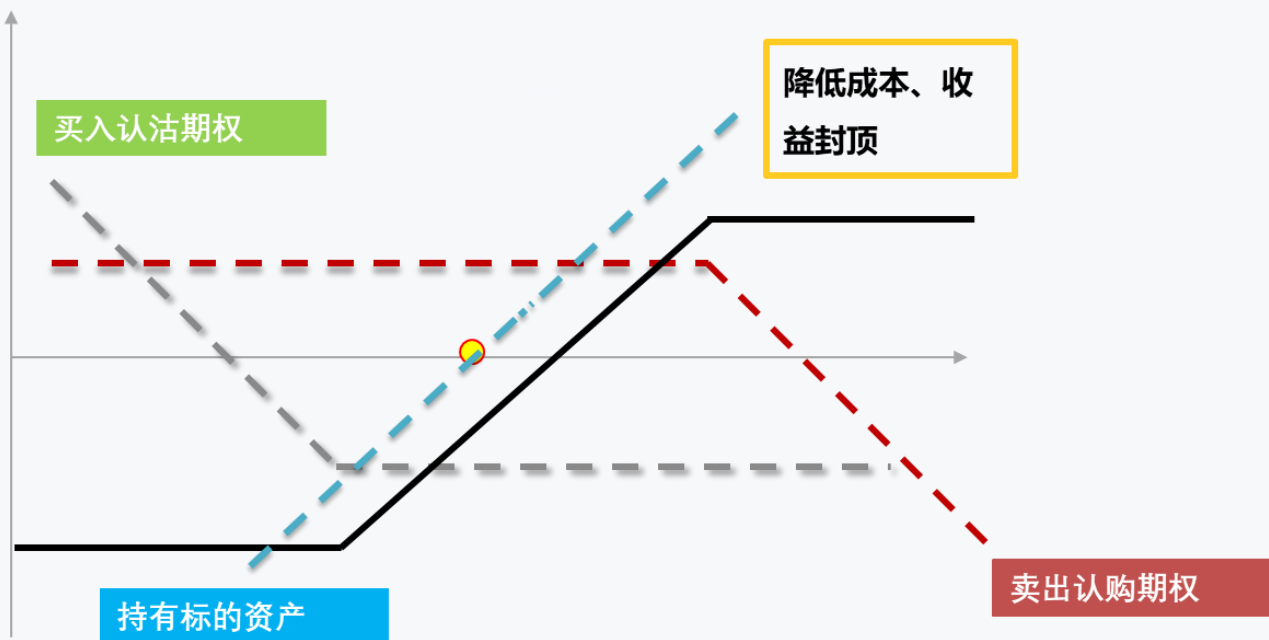
搭配领口策略降低成本

- 领口期权策略，是指持有标的资产并买入低行权价看跌期权的同时，卖出同一到期日相同数量高行权价看涨期权的策略组合



领口策略_到期损益图

- CU2109@72270
- CU2109P72000@1500
- CU2109C76000@350

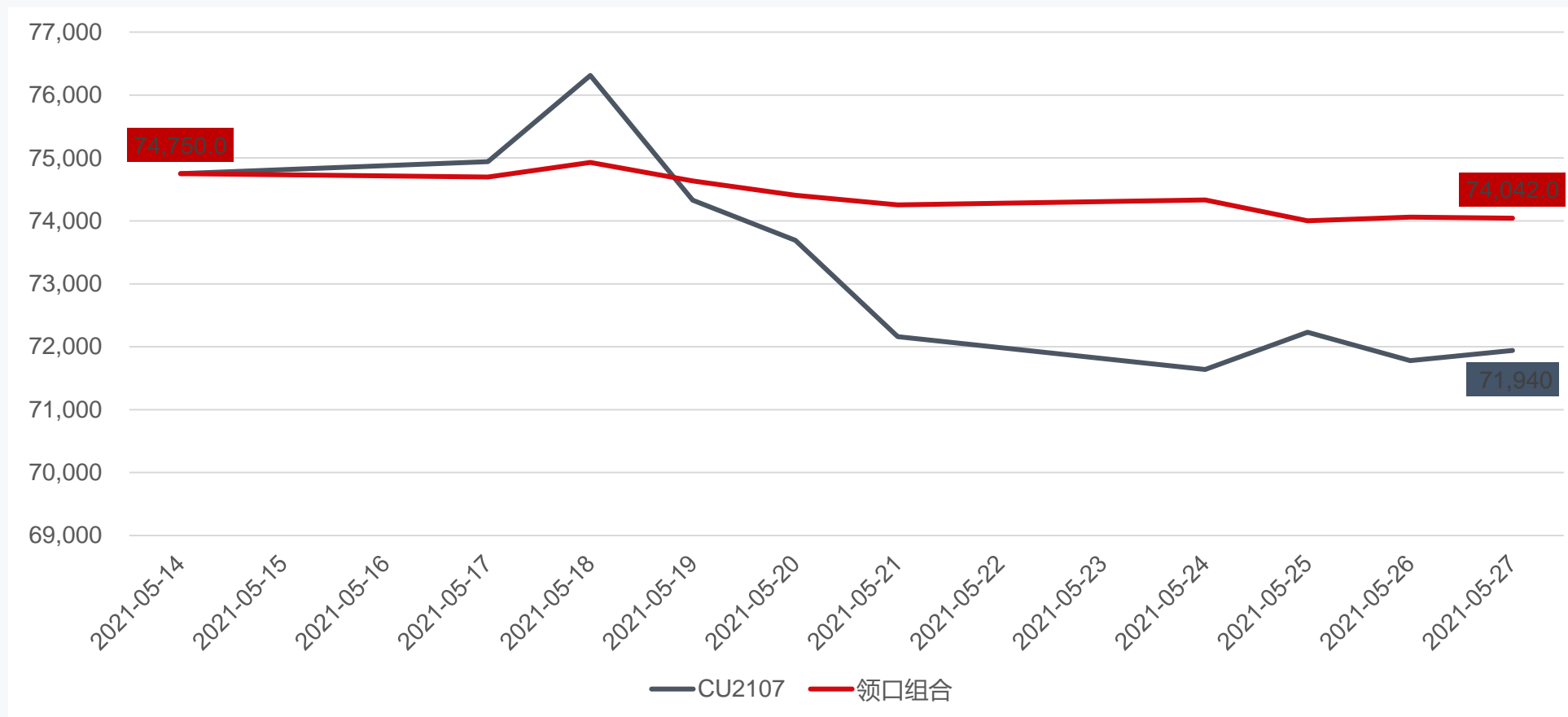


最大收益	行权价格之差-最大损失 $4000 - 1420 = 2580$ 元
最大损失	(标的价格-低行权价) + 净权利金 $(72270 - 72000) + (1500 - 350)$ $= 1420$ 元 (7100)
盈亏平衡点	标的现货买入成本 + 看跌期权权利金 - 看涨期权权利金 $72270 + 1500 - 350 = 37420$



- 2021/5/14
- 买入看跌期权
CU2107P75000@2480
- 在标的下行时获利，同时保留标的上涨带来的收益
- 在上方压力位卖出看涨期权，降低套保成本CU2107C78000@1180
- CU2107P65000@3604
CU2107C70000@202
- 期权端收益: 2102/吨

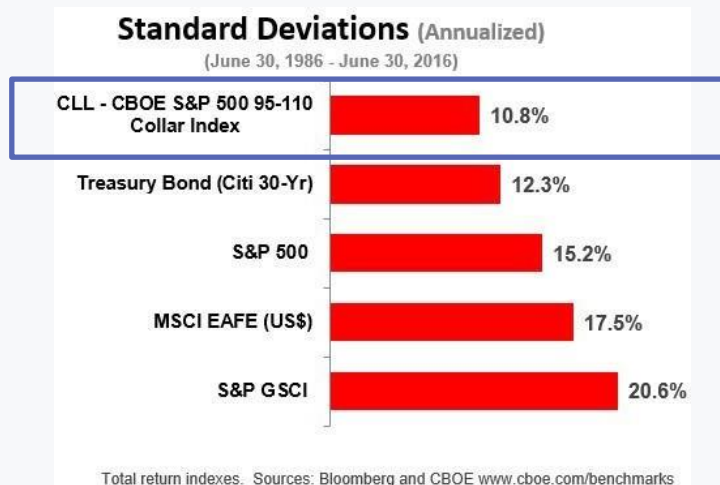
领口策略对冲效果



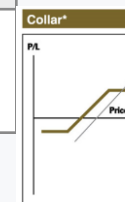
- CU2107期货价格从2021年5月14日至2021年6月11日下跌2810元/吨，下跌幅度超过3.76%
- 利用领口期权策略套保后，区间振幅减小，对冲下行风险，同时获得权利金收益

CLL是以标普500 95-110领口期权策略组合收益变化反映市场变化的指数：

- (1) 持有标普500指数的成分股现货；
- (2) 买入3个月到期5%虚值标普500指数认沽期权(行权价格=95%×指数价格) — 防止市场下跌
- (3) 滚动卖出1个月到期10%虚值标普500认购期权(行权价格=110%×指数价格)



■ 1968-2016年间，
领口策略指数波动较小



套期保值策略	优势	劣势
卖出期货或远期合约	无下行风险	无上行潜在收益
买入保护性看跌期权	有限的下行风险、 无限的上行潜在收益	期权成本
卖出备兑看涨期权	部分下行保护	无限的下行风险、 有限的上行潜在收益
领口期权	有限的下行风险	有限的上行潜在收益



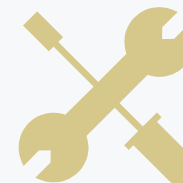
合约流动性监控 (对冲成本考量)

- 商品期权普遍成交量较低，选择过于冷门的合约可能会发生平仓困难，价格失真等现象，影响套保效果



套保需求匹配

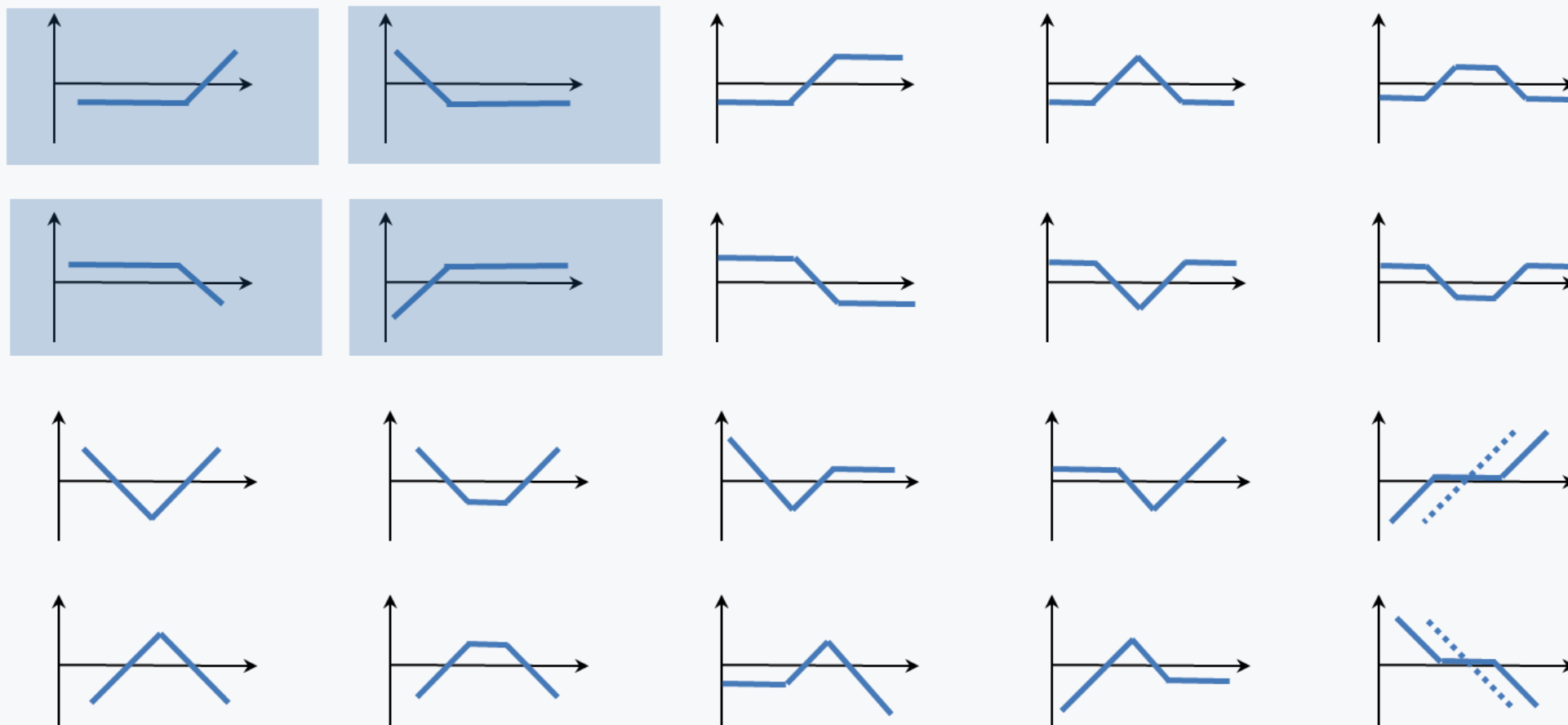
- 需要根据自身套保需求进行期权合约匹配。
例如：套保时间，多头空头等因素，选择适合的期权合约，



行情趋势判断

- 根据对当前现货期货市场价格走势的趋势判断，决定策略使用及建仓方式

期权策略多样性（常见场内期权策略）



期货市场风险莫测 交易务请谨慎行事

本课件版权归银河期货期权部所有。未获得银河期货期权部书面授权，任何人不得对本课件进行任何形式的发布、复制。本课件基于银河期货期权部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本课件而产生的任何责任。在银河期货期权部及其研究员知情的范围内，银河期货期权部及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。

致谢

张雁婷 期权推广部 期权高级研究员

电邮: zhangyanting_qh@chinastock.com.cn@chinastock.com.cn

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

全国统一客服热线: 400-886-7799

公司网址: www.yhqh.com.cn



银河期货微信公众号