

# 从期货到期权，产业在行动

中泰期货

讲师：芦瑞

2025.2.20

# 目 录

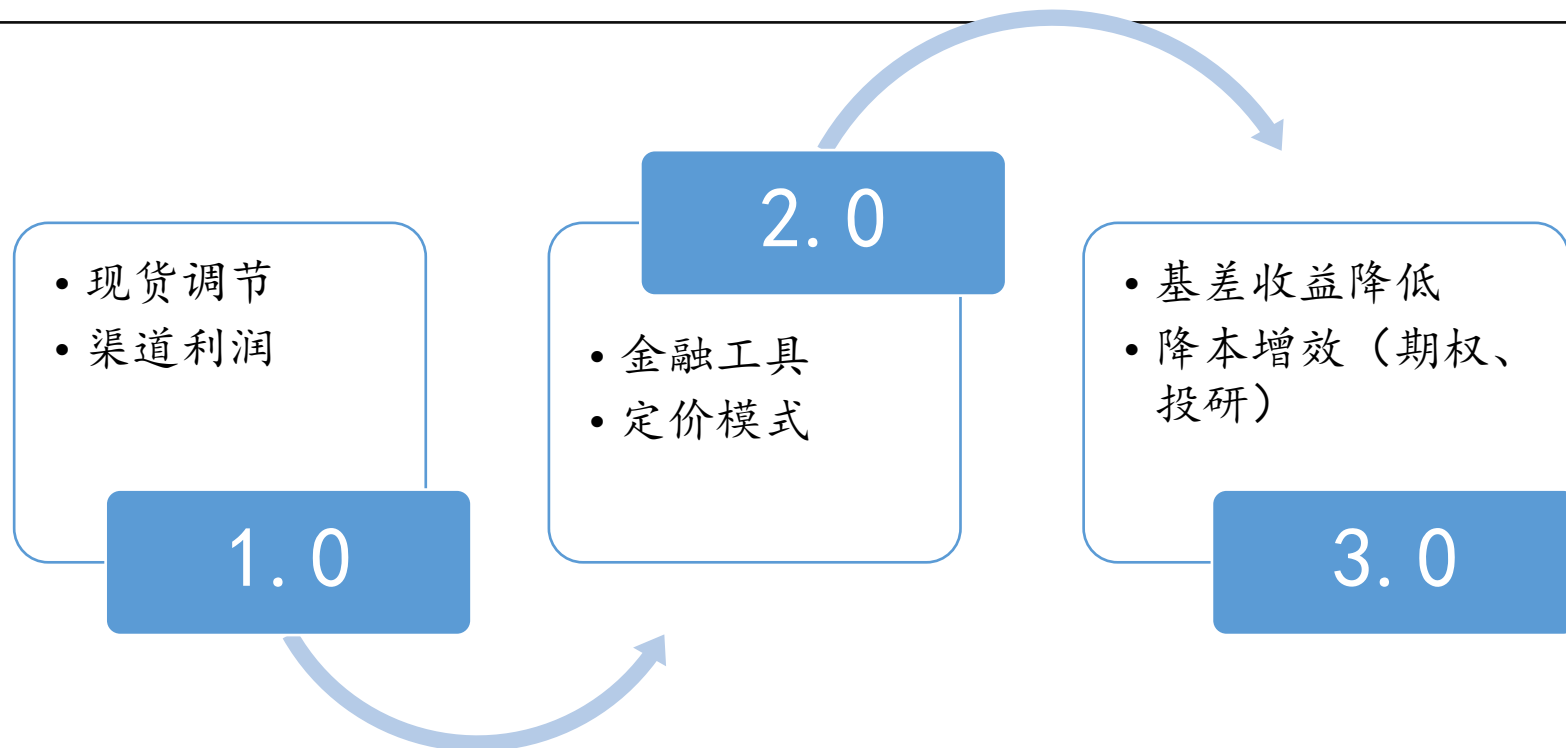
## CONTENTS

- 一、内卷收效甚微，期权向外拓展
- 二、期权要用好，实践很重要
- 三、参与者结构有变化，PVC投研体系要升级
- 四、公司介绍与服务体系



1

内卷收效甚微，期权向外拓展

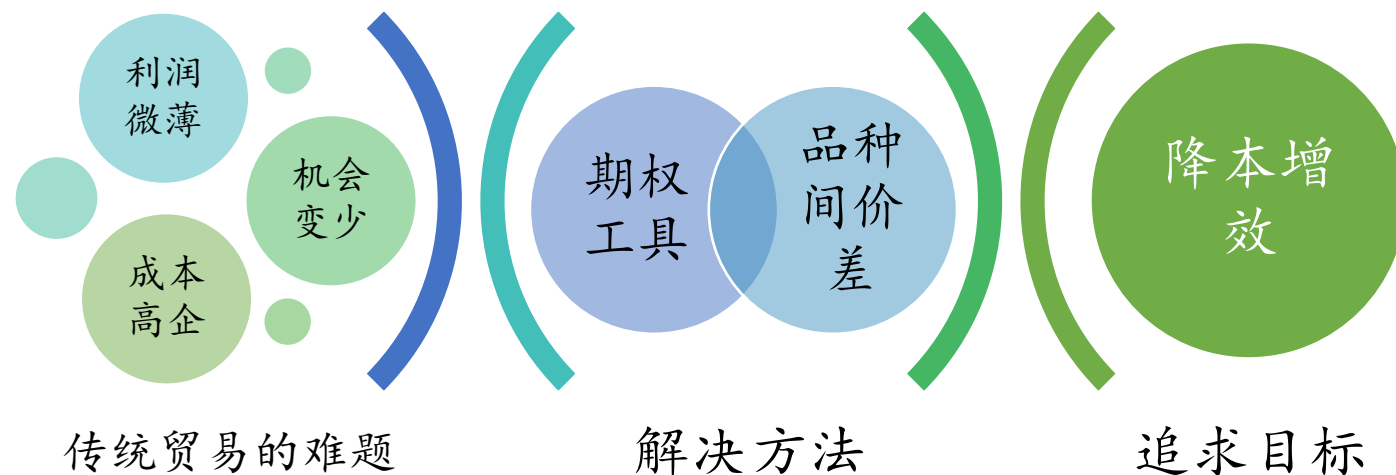


PVC行业面临的产能过剩、行业亏损等问题，很多行业经历过，且找到了解决方。行业要想降本增效，期权是必备的工具。

1.0模式，传统贸易模式，生产企业主要靠平抑利润波动，扩大市场占有率，技术革新还有降低成本的方式获取利润。贸易企业则是靠渠道利润，囤货获取风险收益和服务来赚钱。

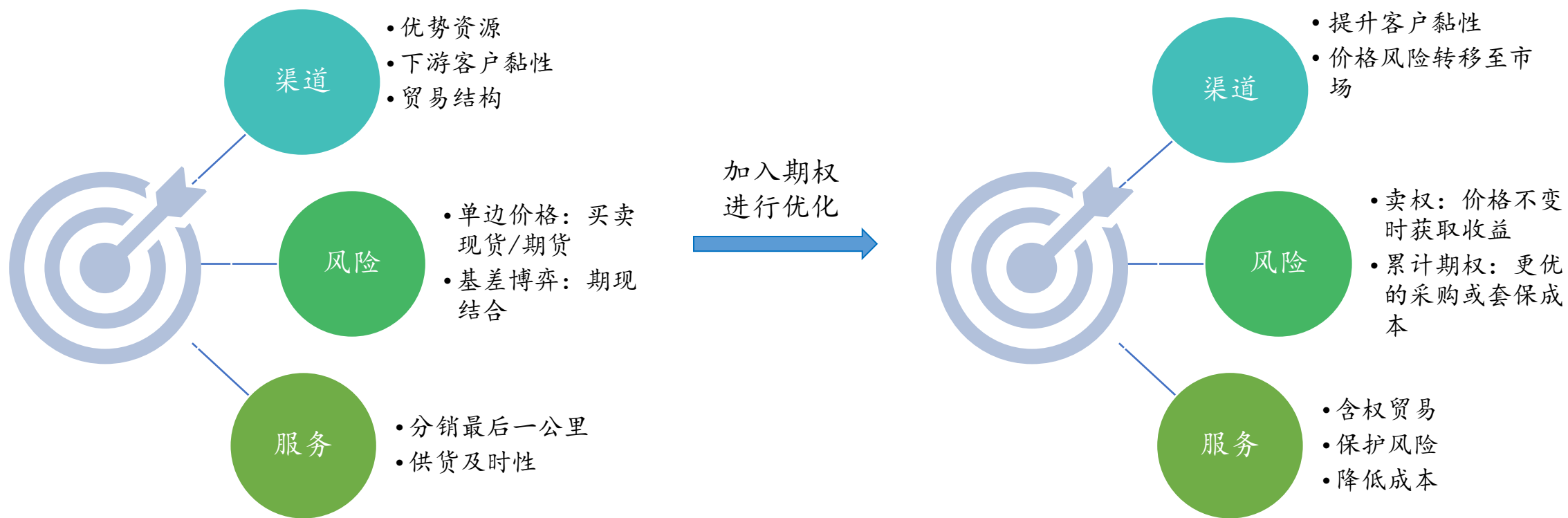
2.0模式，基差定价模式，因为传统贸易模式发展到后期面临着渠道利润微薄，交易机会变少，价格规律变弱，成本高企等难题，期货则可以改善交易模式，套期保值之余，套利获取价差收益增厚利润。

3.0模式，产融深度结合模式，随着市场的不断发展越来越成熟，现货市场基差定价的比重越来越高，现货与期货波动同步性越来越高，导致基差波动越来越小。企业可以考虑在传统基差贸易的基础上引进期权工具以及加入品种间价差等方法，改善基差贸易模式，实现降本增效。

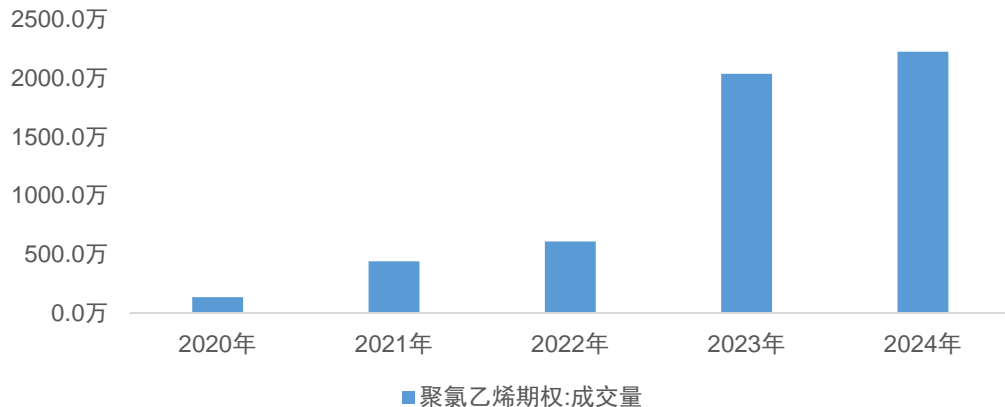


传统基差贸易发展到后期会面临着利润微薄、交易机会变少、成本高企等难题，急需要寻找新的方法和工具，改善当前的交易模式，实现降本增效。随着市场的不断发展，现货市场基差定价的比例越来越高，现货与期货波动同步性越来越高，导致基差波动变小。

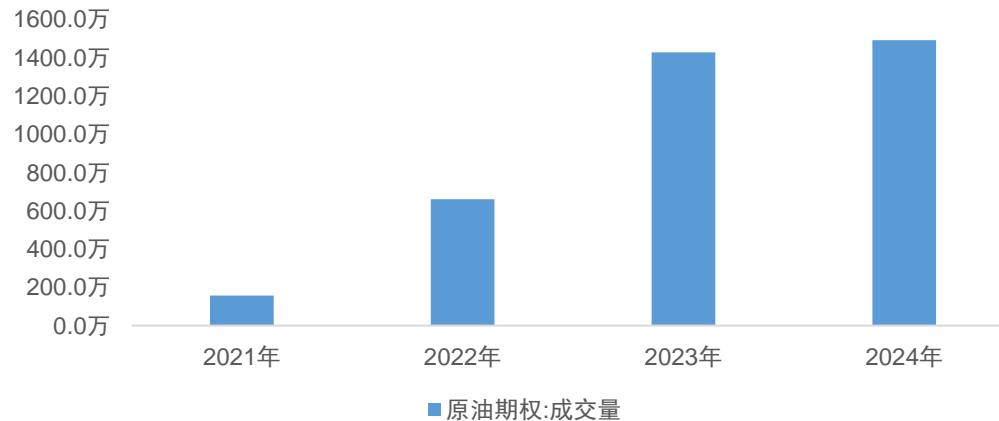
很多企业考虑在传统基差贸易的基础上引进期权工具以及加入品种间价差等方法，改善基差贸易模式，实现降本增效。



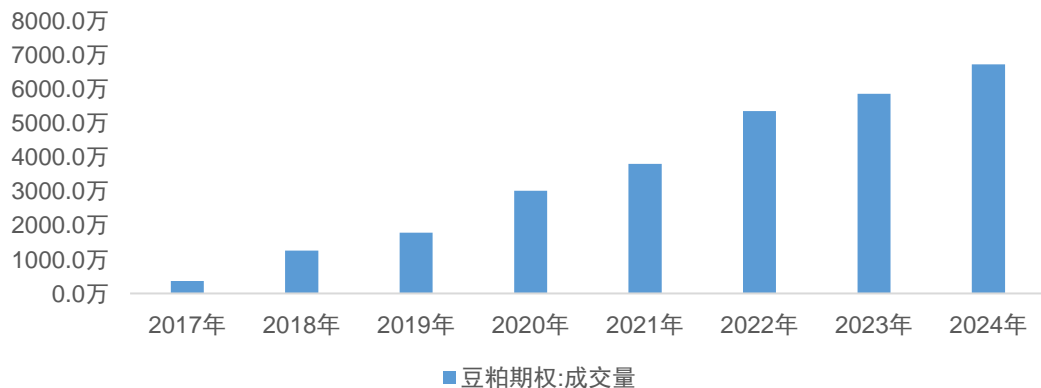
聚氯乙烯期权:成交量



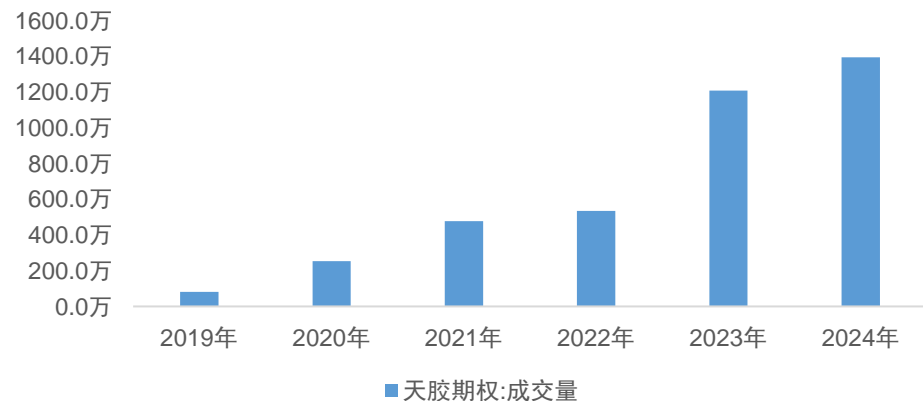
原油期权:成交量



豆粕期权:成交量



天胶期权:成交量



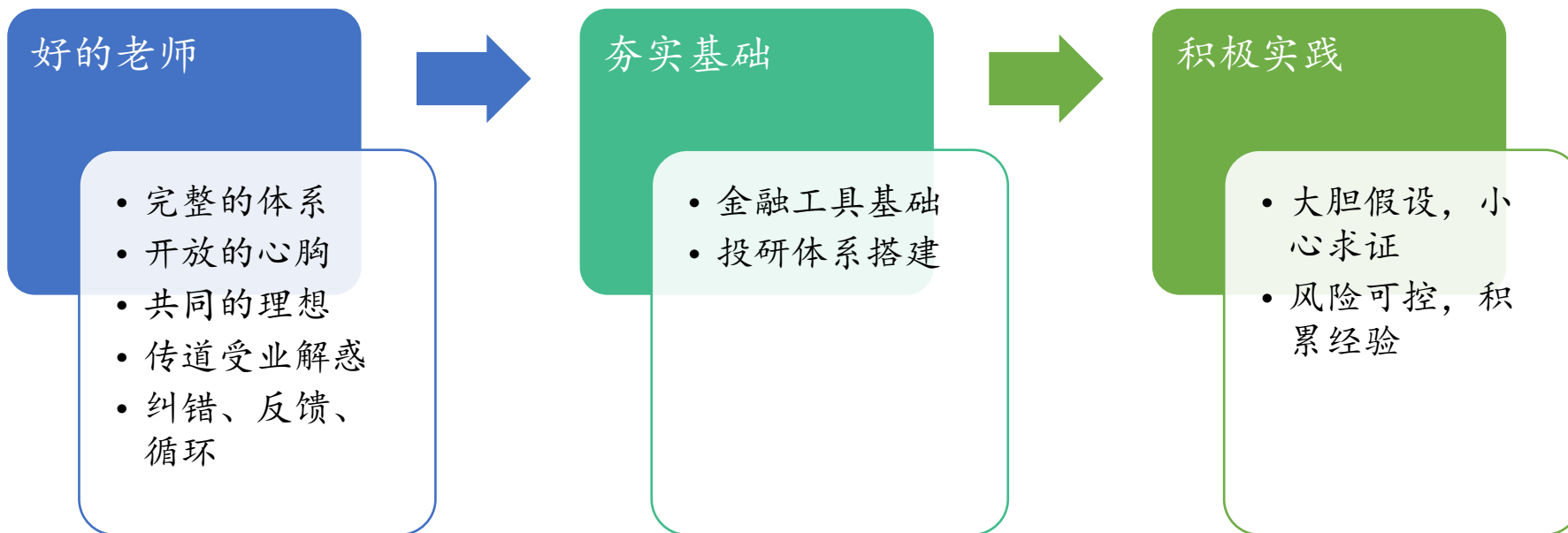
近几年多个品种场内期权飞速发展，成交量迅速上涨，很多产业都已经开始运用期权工具。场外期权的规模要大于场内期权，烧碱场外期权规模也在逐渐增加。



2

期权要用好，实践很重要



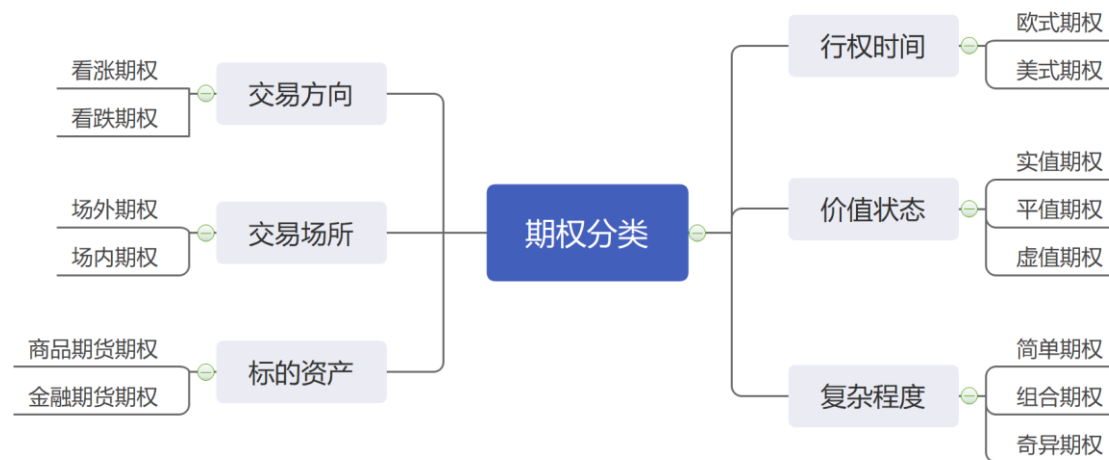


不论多复杂结构最终都可以简化为买权类或者卖权类结构，比如累计期权本质是个卖权结构。

1. **买权结构**，long gamma，追求行情趋势盈利，对于产业，可以理解为类似期货工具的用途，主要发挥“**套期保值**”作用。

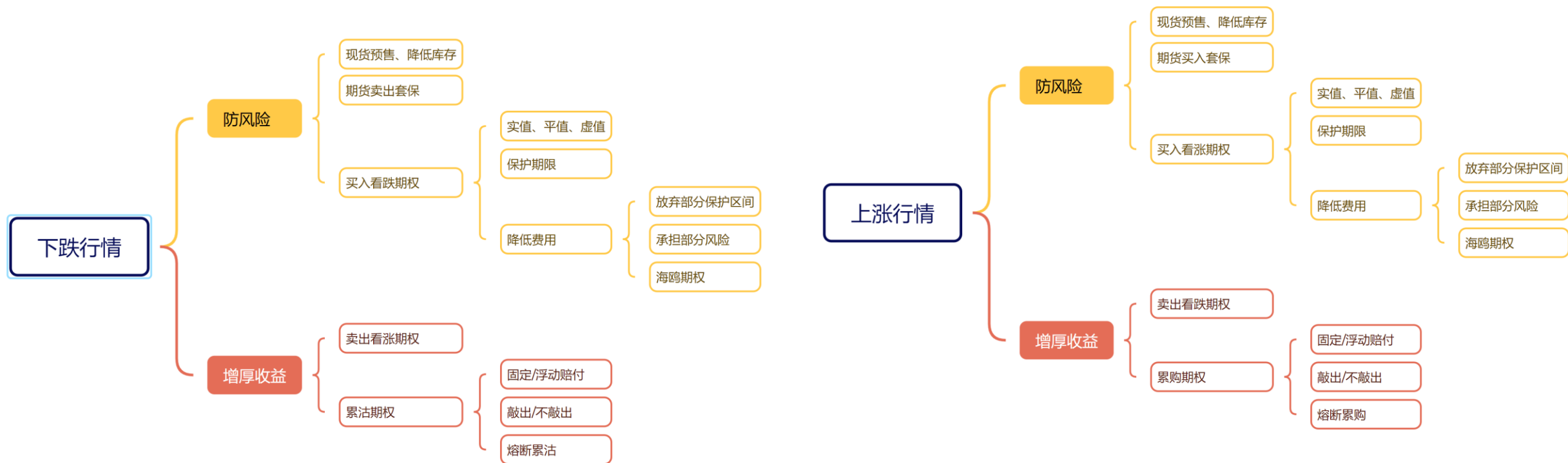
2. **卖权结构**，short gamma，只赚取固定的权利金收益，但从概率角度看，胜率较买权大，在产业应用中，主要发挥“**降本增效**”功能。

实际交易中，越来越多的产业客户熟悉期权工具，也逐步成熟使用卖权结构。纵观全球期权市场，机构也多是做期权卖方。



	场内期权	场外期权
优点	<ul style="list-style-type: none"><li>1、有报价列表，比较直观</li><li>2、盘面交易，时效性好</li><li>3、能找到相对优惠一点的价格</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>1、有交易员服务，只需要给交易员下指令</li><li>2、可以指定到期日，能够跟现货做好配合</li><li>3、没有流动性风险，开盘时间随时成交</li></ul>
缺点	<ul style="list-style-type: none"><li>1、无法指定到期日，期权有现货结合有时间差</li><li>2、需要有人专门下单</li><li>3、流动性不好，一般平值附近交易量最大，实值和虚值交易量减少。</li><li>4、卖权可能会被行权，转为期货持仓。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>1、需要给交易员进行询价，存在沟通磨合过程</li></ul>

企业类型	产业面临的痛点	金融工具结合点
上游生产企业 (烧碱)	成品价格波动大，利润难守、成本难保	锁定产成品利润
	成品价格波动小，利润薄	优化销售价格
	成品季节性淡季被动累库，压力巨大	库存保值
中游贸易商	传统的一口价模式，占用资金量大、赌货风险大、违约风险高	基差交易/内外盘套利 增加贸易模式
	销售之后，采货途中，订单越做越亏	锁定远期订单利润
		优化采购价格
	库存状态下，现货市场不能快速兑现利润	库存保值
下游加工型企业	原料价格越涨越高，订单越做越亏	锁定远期生产成本
		优化采购价格



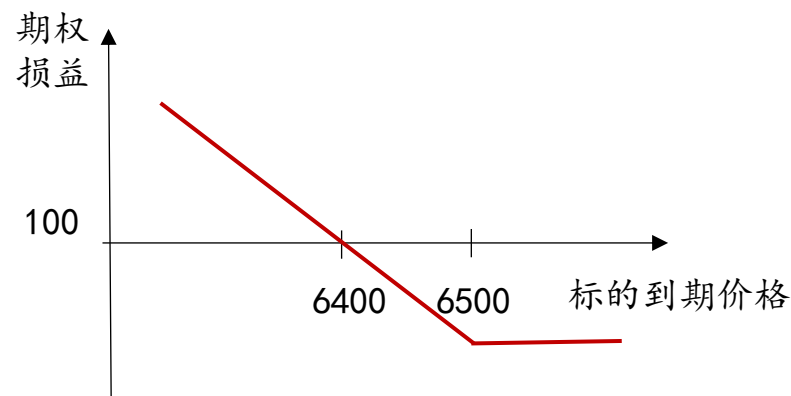
各种策略一定是依托于行情判断的，没有万能的策略，只有适合的策略。

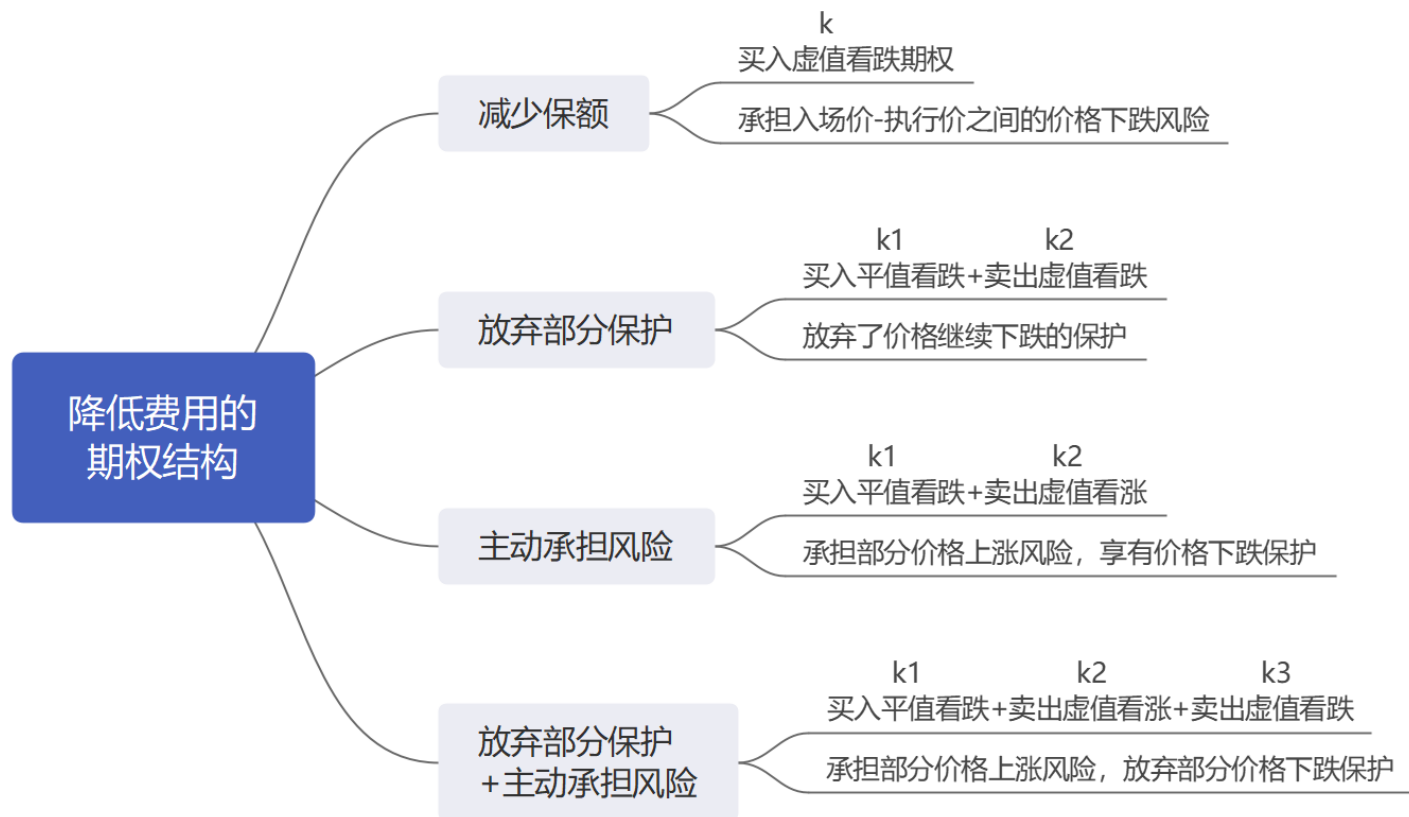


在某些特定情境下，采用期权效果比较好。

- ① 亏损有限
- ② 买权没有保证金压力

合约要素	具体描述
挂钩标的	PVC2409
结构	买入看跌
生效日	2024年5月31日
到期日	2024年6月30日
标的价格	6500元/吨
执行价格	6500元/吨
期权价格	100元/吨

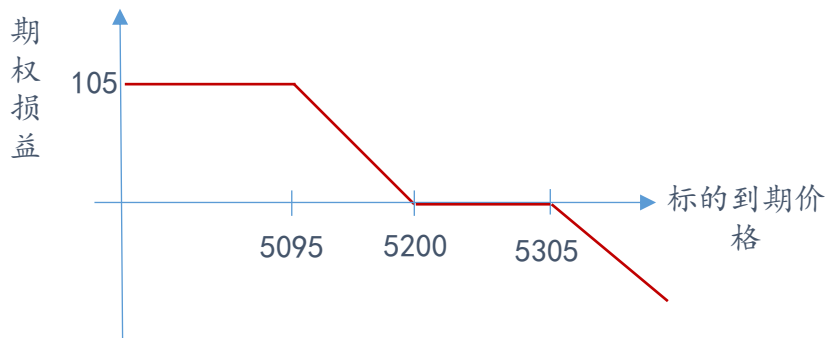




以常用的持有现货库存，期权进行套保为例：直接买入看跌期权，风险最小、费用最高；想要降低费用就要对应的承担风险或者放弃部分保护。

## 海鸥期权- 组合保护区间价格波动风险

合约要素	具体描述
挂钩标的	PVC2505
结构	卖出看跌-买入看跌-卖出看涨
生效日	2025年2月5日
到期日	2025年3月4日
标的价格S	5200元/吨
执行价格B	5095元/吨（卖出看跌）
执行价格A	5200元/吨（买入看跌）
执行价格C	5305元/吨（卖出看涨）
组合价格	0元/吨



数据来源：隆众资讯 中泰期货整理 此为假设案例，不代表实际收益。期市有风险，入市需谨慎

相对于期货直接套保来讲：

优点是：该期权组合在5200-5305之间并不产生亏损，而期货直接在5200进入空单套保会产生亏损，优化了基差交易的利润。

缺点是：价格大幅下跌时，保值效果比期货空单差，需要注意套保头寸的动态调节。

实际交易过程中，可以在价格相对低点时择机平掉卖看涨单腿，价格相对高点时择机平掉卖看跌单腿，对海鸥期权策略做进一步优化。

同理还可以构建买入看跌期权+卖出N倍看涨期权来构建0成本比例看跌期权。

例如，买入执行价5200看跌期权，卖出2倍执行价5305看涨期权，1个月到期后：

如果盘面下跌300点，则盈利300点，对冲下跌风险。

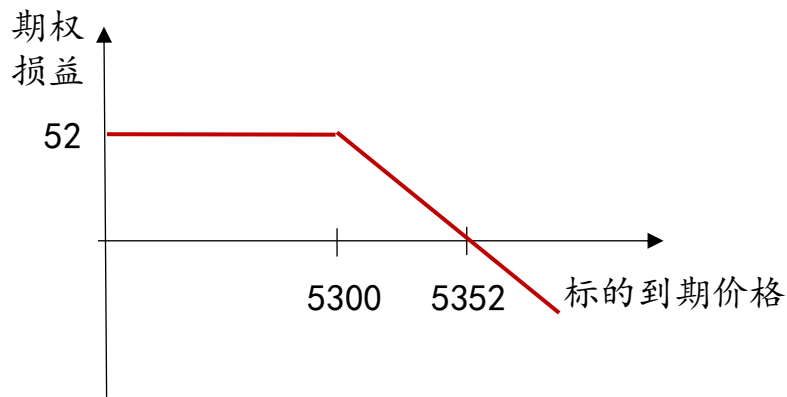
如果盘面价格上涨，后续如下：

1、价格在（5200-5300）区间内，期权端不亏钱，到期择机在盘面做空锁定基差。

2、价格大于5300，则转为空单代持，转化为基差销售



合约要素	具体描述
挂钩标的	PVC2505
结构	卖出看跌
生效日	2025年2月5日
到期日	2025年3月4日
标的价格	5200元/吨
执行价格	5300元/吨
期权价格	52元/吨



## 适用行情：

卖出看跌期权适用于，偏强震荡行情，预计价格下跌空间不大。

## 策略效果：

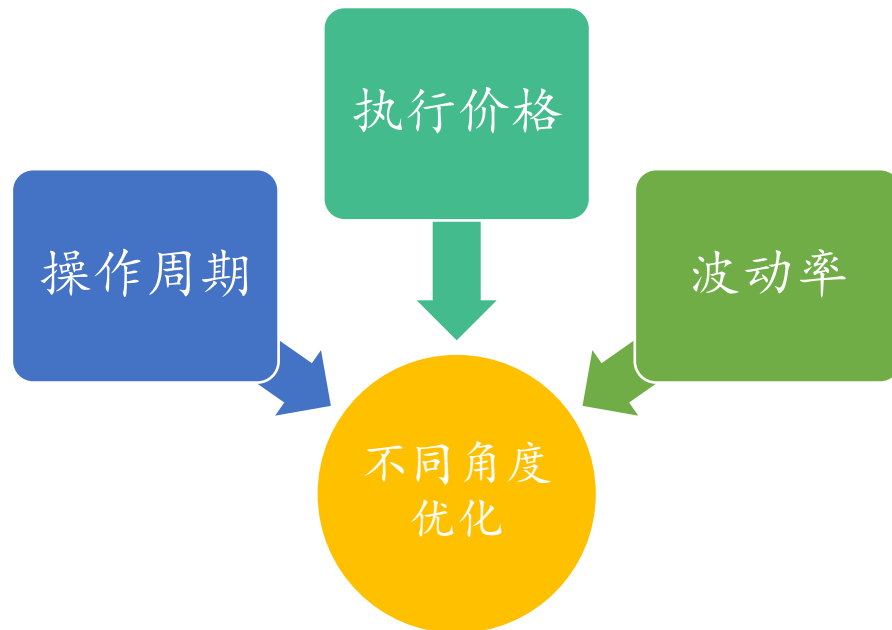
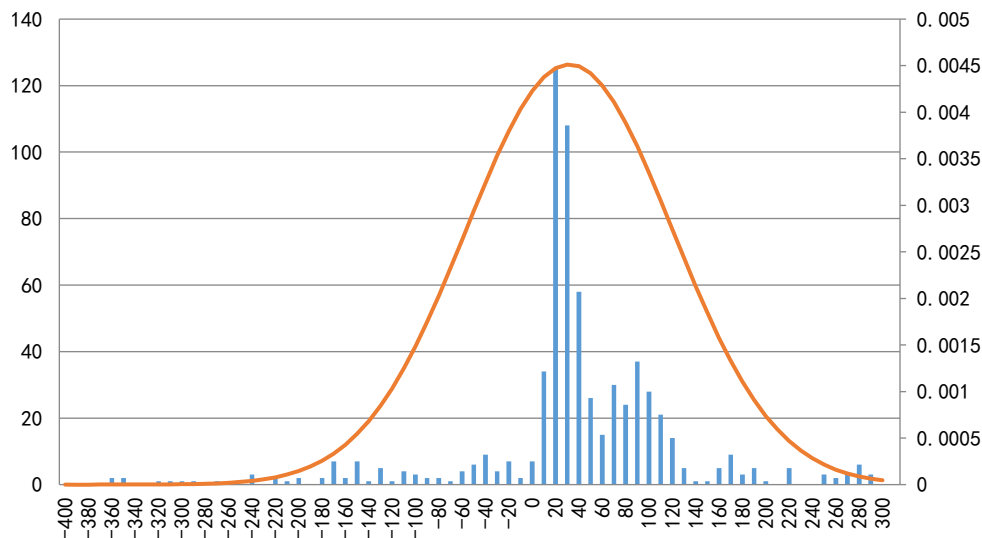
(1) 到期日盘面价格跌执行价格，会产生收盘价-执行价-权利金的亏损。

(2) 到期日盘面价格高于执行价格，客户获取权利金收益。

## 适用场景：

- 基差贸易商卖出期权，增加震荡行情时的收益
- 采购商卖出看跌期权，获取采购补贴降低采购成本
- 同理，震荡行情下销售商可以卖出看涨期权，提升套保收益

PVC 卖出虚值看涨期权到期收益分布直方图



实际交易过程中会面临执行价格、卖权期限、入场波动率选择等方面的决策，可以通过数学模型来辅助决策。

交易的核心是应对，卖权亏损时如何防守，盈利时怎么平仓等操作细节对策略最终的盈利效果影响很大，需要实践去积累经验。



结论：有现货真实需求，卖权就可以做到“降本增效”

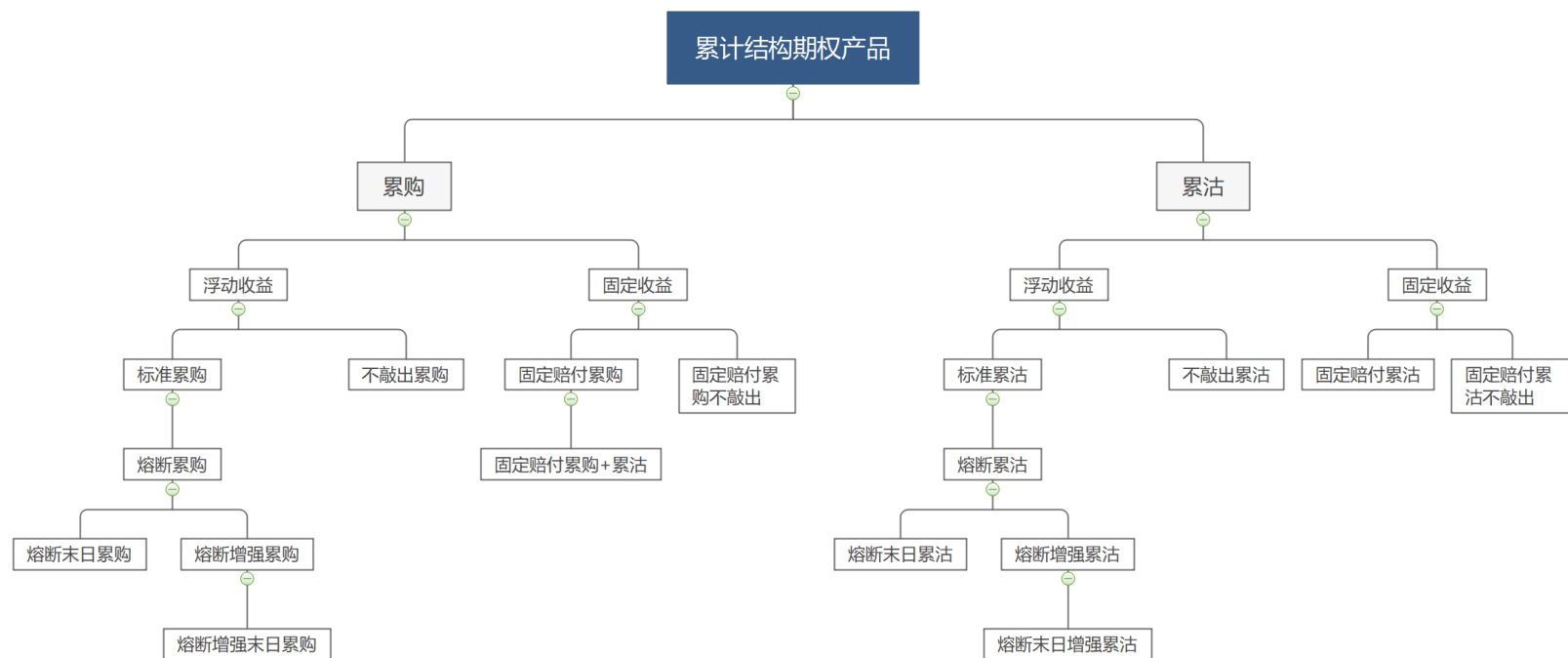
如果行情反了，卖权亏损如何处理？**转化成基差销售！**

9月初，5400入场，卖一个月5600看涨，9月底行情大涨到5800多，卖权到期亏损200多点。到期行权转为5800的空单远期持仓，变为基差对外销售。

前提是有现货基础销售，或者一直有轮库锁基差需要，对于产业客户无货卖权就变为投机，卖权盘面亏损变为实际亏损。

10月初-12月末，持续卖出一个月虚值100看涨期权，大部分策略到期盈利，客户拿满50元/吨到期现金结算。

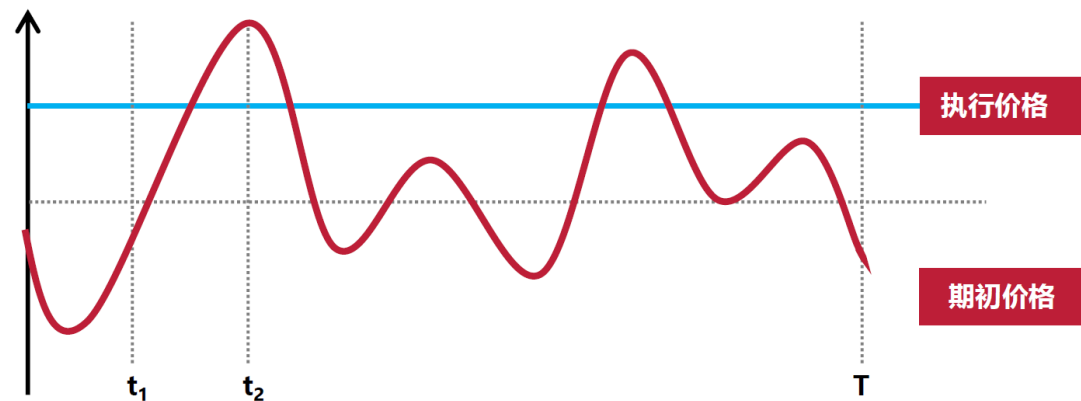
累计期权可以满足很多实体企业的采购或者销售需求，企业每天有预估的待售产量或者待采原料，都可以选择累计期权进行现货的销售或者采购。原材料端，每日自动以期权合约规定价格或者期货盘面价格买入，成品销售端，每日自动以期权合约规定价格或者期货盘面价格卖出。



合约要素	具体描述
挂钩标的	PVC2505
结构	累沽-固定赔付-不敲出
生效日	2025年2月5日
到期日	2025年3月4日
标的价格	5200元/吨
累沽价格	5350元/吨
敲出价格	不敲出
杠杆倍数	2倍
赔付金额	42元/吨
保证金	20个交易日，每日观察5吨，总保证金5.41万元

### 策略效果：

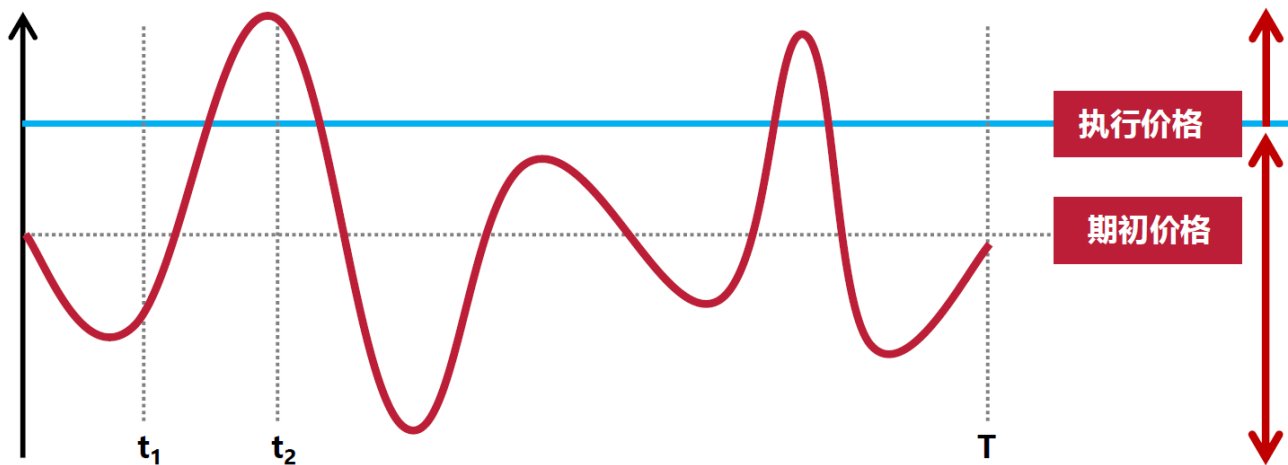
- 2025年2月5日至2025年3月4日，每日观察。
  - 盘面价格5350（含）以下每天赔付42元/吨，现金结算；
  - 盘面价格5350以上按5350持有2倍空头头寸；
- 优化套保成本。



合约要素	具体描述
挂钩标的	PVC2505
结构	累沽-浮动-不敲出
生效日	2025年2月5日
到期日	2025年3月4日
标的价格	5180元/吨
累沽价格	5224元/吨
敲出价格	不敲出
杠杆倍数	2倍
保证金	20个交易日，每日观察5吨，总保证金7.41万元

### 策略效果：

- 2025年2月5日至2025年3月4日，每日观察。
  - 盘面价格5224（含）以下，按5224建立1倍空单；
  - 盘面价格5224以上按5224建立2倍空头。
- 提高套保建仓价格



期权类型	特点
卖出看跌期权	到期日价格不跌破执行价，获取收益。
标准累购——固定收益	可以理解为 <b>每日到期的看跌期权，带敲出</b> ，价格在区间内，每日获取固定收益，价格涨超上沿时合约终止当日无收益；收盘价低于执行价当日会以执行价建立N倍多单。
标准累购——低价建仓	每天以区间下沿价格折价建仓，价格涨超上沿时当日不建仓， <b>合约继续</b> ，收盘价低于执行价格当日会以执行价建立N倍多单。 <b>每日固定收益改为建立多单，可日结</b>
标准累购——低价建仓-不敲出	每天以区间下沿价格折价建仓；价格涨超上沿时合约不终止，每日收盘价低于执行价格会以执行价建立N倍多单。 <b>上方不带敲出</b>
熔断累购	每天以区间下沿价格折价建仓；价格涨超上沿时 <b>合约终止</b> ，并一次性获得剩余观察日每日固定（上沿-期初价）的补贴，每日收盘价低于执行价格则当日会以执行价建立N倍多单。 <b>敲出后一次性获得一笔补偿</b>
熔断末日累购	每天以区间下沿价格折价建仓；价格涨超上沿时合约终止，并一次性获得剩余观察日每日固定（上沿-期初价）补贴；在到期日当天，若价格跌破区间下沿，愿意额外T（合约期限）倍建仓。 <b>每日单倍建仓，末日跌破区间，则一次性以执行价建T+1倍多单。</b>



3

参与者结构有变化，PVC投研体系要升级



自上而下



估值+驱动的研究框架



宏观

1. 美联储政策
2. 央行政策



基本面供需

1. 新增产能，上游增减产
2. 新增需求，下游增减产
3. 库存周期，隐形、显性库存



品种季节性

1. 供应季节性
2. 需求季节性
3. 储备季节性



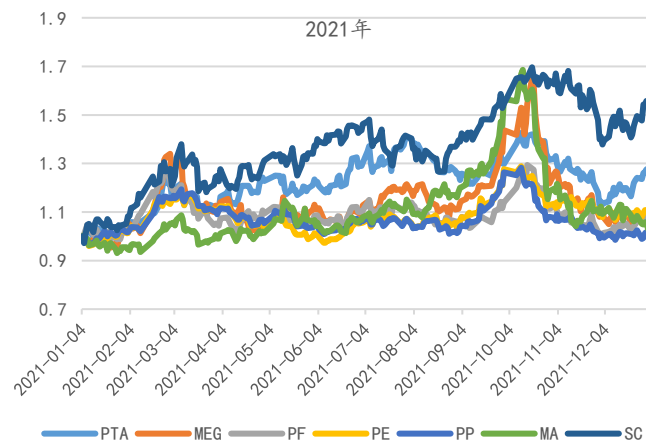
市场情绪

1. 现货市场上下游情绪
2. 期货市场多空双方情绪

投研逻辑

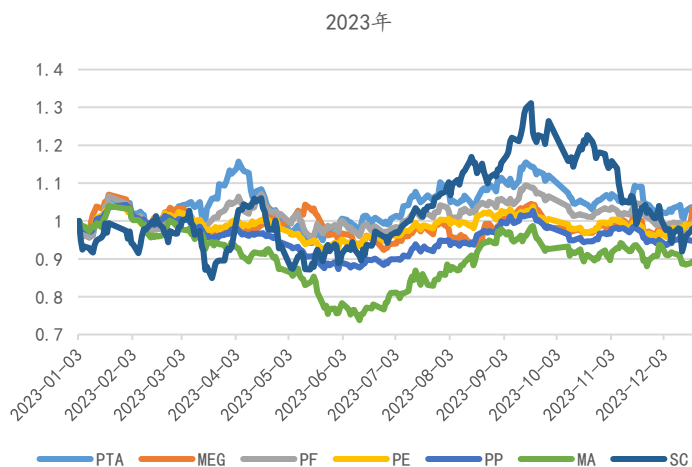
# 参与者结构有变化，PVC定价体系要升级

图表：2021年化工产业链各品种较年初价格波动



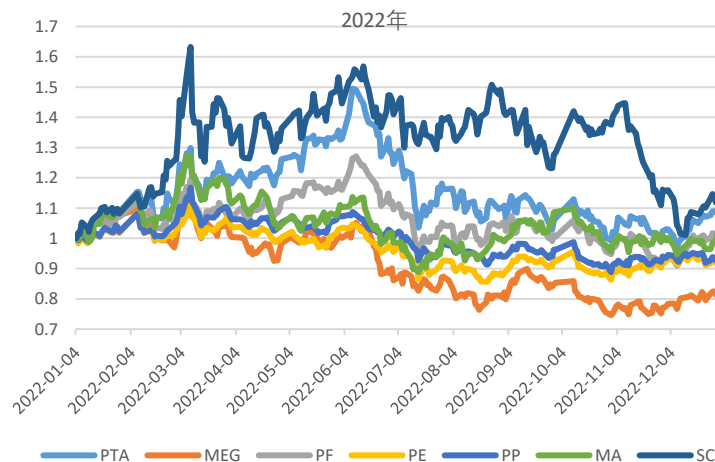
来源：同花顺，中泰期货整理

图表：2023年化工产业链各品种较年初价格波动



来源：同花顺，中泰期货整理

图表：2022年化工产业链各品种较年初价格波动

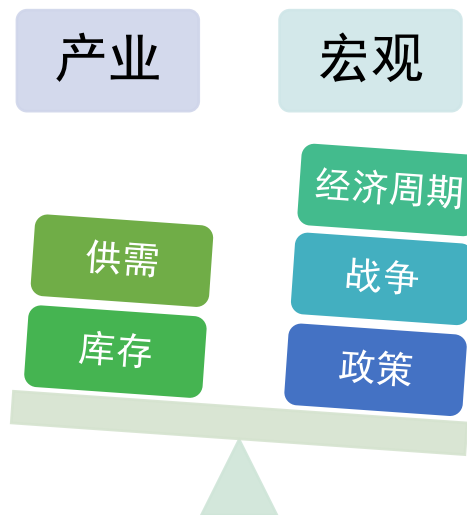


来源：同花顺，中泰期货整理

近几年有一个很明显的变化是化工产业链各个品种越来越缺乏独立行情，多数时间表现为同涨同跌性。

这背后隐含了市场参与者结构的变化以及市场定价逻辑的改变，基本面因素占比降低，资金面因素占比提升，资金背后的宏观逻辑变化、周期逻辑变化等给传统产业链带来了一些挑战。

单纯从产业视角出发可能会跟不上行情节奏。



因素	分类	行情
宏观因素	衰退、复苏等一致性预期	2022年6月下跌（衰退）、2023年5-9月上涨（复苏）、
	国内政策	2024年5月底上涨（降首付、降利率） 2024年9月底上涨（降首付、降利率）
宏观+产业共振	2022年11月-2023年1月上涨（产量减少+保交楼政策）	
	2023年1-5月下跌（产业高库存+美国银行暴雷）	
	2024年6-9月下跌（高仓单压力+经济衰退预期）	
产业	2023年9-12月份下跌（高产量、高库存、高仓单、高利润）	

- 1、产业完全主导的行情较少，其中主要是下跌行情。
- 2、上涨行情一定有宏观共振或者宏观因素主导。
- 3、产业重点关注逆季节性因素（库存逆季节性增加、检修逆季节性减少/增加、山东边际装置给出利润、上游装置破产）



4

## 公司介绍与服务体系

中泰期货股份有限公司是经中国证监会批准，由中泰证券股份有限公司控股的大型期货公司。公司总部设于山东济南，注册资本10.019亿元，全资控股中泰汇融资本投资有限公司、鲁证信息技术有限公司和鲁证国际控股有限公司，同时依托中泰证券遍布全国各地的分支机构，形成了覆盖全国的服务网络。公司业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理和风险管理业务。

公司一贯秉承“合规风控至上，客户利益至上，人才价值至上，创新发展至上”的经营理念，逐步强化金融中介机构应有的功能定位，将服务实体产业和金融机构作为业务发展的战略重点，打造总部级实战型研究服务专家团队，以“研究+”模式向提升专业服务能力转型，全力打造全程陪伴式客户服务体系，取得较好成效，连续多年被多家商品交易所评为“优秀会员”，荣获多项品种优胜奖项，综合排名全国前列。

公司拥有一支勇于创新、高效务实的经营管理团队和一支经验丰富、功力深厚的专业服务团队。公司将依托这两支团队，以真诚和高质量的服务回报客户，通过扎实的工作推动行业进步和地方经济的发展，努力将自身建设成为忠诚、合规、创新、美美与共的现代金融企业。

中泰期货一直致力于积极引导能化产业链企业利用期货衍生工具管理风险，充分发挥期货市场功能作用，利用公司业务优势，为企业 provide 研究、风险管理、交易咨询等一揽子服务体系，帮助企业做到稳健经营，高质量发展。



## 免责声明

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



# 感谢您的聆听

联系人：张银燕

职位：副总经理

联系电话：15588866761

期货从业证号：F03097253



联系人：芦瑞

职位：高级研究经理

联系电话：18888368717

期货从业证号：F3013255

