

铁合金期权在产业套保中的应用模式

国投安信期货期权研究员 沈卓飞

投资咨询号：Z0014628

在“碳中和”和“碳达峰”的远期愿景下，黑色金属产业如何转型升级，实现可持续发展备受社会关注。近几年由于环保政策变化、地产行业转弱、地缘政治事件等因素影响，锰硅、硅铁价格波动加剧，如何管理价格异常波动风险，已经成为相关企业发展道路上的必修课。随着铁合金期货逐渐成熟，基于期货价格衍生而出的基差贸易、套期保值、含权贸易等新型贸易方式在产业链中的影响力越来越大。

近期郑商所发布关于锰硅、硅铁期权上市的征求意见稿，预示铁合金上下游企业将迎来新的风险管理工具。郑商所锰硅、硅铁期权的上市，将更加有效的满足产业链上下游个性化的风险管理需求。期权作为一种重要的风险管理工具，在成熟市场中被广泛应用，从简单的单腿期权套保到复杂的场外组合期权，每一种结合的方式都有其适用的场景。只有对这些模式具有深刻的理解才能更好的选择和应对，切实保护自身的利益。本文主要介绍目前比较流行的场内、外期权运用模式，帮助更多的企业了解期权，熟悉期权的灵活套保模式。

商品价格的保险

期权相比与期货更接近“价格保险”的概念，更加符合现代企业实际的套保需求。尤其是当企业进入高质量发展阶段，期权灵活多变的套保方式，可以更好的帮助企业实现个性化的价格风险管理需求。于期货市场，期权作为期货的衍生品工具对期货市场价格发现，平抑异常波动有积极作用。期权独特的隐含波动率视角，也提供了一个窗口对于市场价格波动进行发现和预测，这是其它金融工具所不具备的。买期权最大的特点在于将权力与义务相分离，通过支付一定的权利金，获得商品价格的“保险”，还能保留行情有利时现货产生的额外收益，而且买期权无需缴纳保证金，减轻了企业的资金压力。

基差贸易的稳定器

锰硅、硅铁价格的暴涨会给贸易商很大的采购压力，有时期货价涨幅快于现货价，也可能导致下游客户基差贸易违约。这时在基差合同中加入一个封顶的点价价格就能很好的保护下游客户，铁合金生产企业也能通过推出这种差异化的服务，稳定上下游的贸易关系，扩大贸易规模，达到双赢的效果。这种封顶的功能就是通过买入对应月份的虚值看涨期权来实现的。当硅铁价格超过封顶价时，超出部分的损失将由看涨期权来抵补。

组合策略有效降低保费

企业可以针对特定的价格区间选择期权组合策略高效的完成风险管理目标。当期权权利金比较贵时，期权的组合策略也非常有用。像有限看涨的牛市价差策略。比如某贸易商预判未来硅铁期货的价格大概率将在目前 7300 的基础上再上涨 200 点左右，但是继续大幅上涨的概率较低，为了保护未点价的头寸就可以买入 7300 的看涨，卖出 7500 的看涨。这样既向上做了一定的保护，也向下预留出期价下跌时，点价的利润空间，同时总的期权费比单纯买入看涨要少近三分之二。这种策略实质上是通过有限的保护范围换取更低的期权费用，当大的上涨行情出现时并不能很好的保护下游企业，企业应该审慎评估后使用。

看涨领口策略的思路与此类似，通过卖出虚值看跌期权来减少买入看涨期权的权利金支出。比如硅铁期货当前价格 7300，某贸易商预判该价格较难下跌超过 7000，就能通过卖 7000 的看跌期权抵补买入 7300 看涨期权的权利金支出。不过要注意这种策略虽然期权费较少，甚至为 0，但是卖出的看跌期权也降低了硅铁价格下跌时低价点价的盈利空间，需要仔细分析期货价格的走势。

期权的组合策略也可以依据当时的市场情况分开建立。与前 2 年相比，今年锰硅、硅铁的价格波动有所放缓，场内期权上市时预计期权的隐含波动率不会太高，即买期权性价比可能更高。企业套保时可以先考虑买平值或浅虚值期权，如果期货价格波动意外放大，期权隐波升高较多，再卖出隐波较高的期权，可能形成更加高效的套保策略。

海鸥和累计期权越来越流行

近几年随着衍生品市场的快速发展，更多的现货商参与到场内、外期权的使用中，期权与基差贸易相结合的创新模式不断涌现，海鸥期权和累计期权的使用越来越多。海鸥期权其实就是领口策略的一种演化，以看涨的海鸥期权为例，就是在看涨牛市价差的基础上在期权短期较难跌破的下方卖出一个看跌期权，进一步降低期权费用。海鸥期权可提供部分的上涨保护也预留出一定期货价格下跌低价点价的空间。比如锰硅期货价格目前 6800，某贸易商预判锰硅价格短期的运行区间是 6800-7300，同时向下较难跌破 6400，就可以买入 6800 的看涨，同时卖出 7300 的看涨和 6400 的看跌，期权费可能减少到 0，有时还能收取部分权利金。这样在 6800-7300 的范围，该策略提供了向上的保护，在 6400-6800 的范围提供了低价点价的空间，但是在 6400 以下点价的机会就没有了，同样在 7300 以上的区域策略也不提供保护。

累计期权也是近来十分流行的场外期权应用方式，以累购期权为例，可以帮助下游企业在硅铁价格高位震荡时，以低于市场价的价格采购，帮助企业实现降本增效的目的。其具体的方式是设定敲出价格（上限价格）和累购价格（下限价格），如果期货价格运行至高于敲出价格，合同释放为基差合同，自行点价。如果期货价格高于累购价格，按照累购价格点价。期货价格低于累购价格，也按照累购价格点价，但点价数量加倍。看一个具体的例子，假设一个金属镁厂想低成本采购硅铁，目前硅铁价格 7300，累计结构设定上限价格 7500，下限价格 7100，合约期限 40 天。某金属镁厂签订了这样的合约以 7300 元/吨入场，约定每日结算数量 100 吨，累购区间 7100-7500。当期价在此区间内，每日结算按照 7100 元/吨的多单计算；一旦价格涨破 7500 元/吨，期权敲出无收益；而价格跌破 7100 元/吨则按照每日 200 吨的多单数量结算，所以当预判硅铁的价格在 7100-7500 的范围内波动就可以用累购期权实现降本增收。累购期权可以做到入场即有收益，通常的期权费用也为 0，可以实现硅铁行情在高位震荡时缓解一定的采购压力，但同时需要注意期价转势时保护范围有限和双倍赔偿的问题。

可以预见，未来锰硅、硅铁期权上市之后，铁合金行业基差贸易和期货期权相结合的创新方式会越来越多，随着行业接受度不断提高，风控体系日益完善，衍生品市场服务实体经济的功能会进一步提升。