

## 低价位形态的期权增收策略

2025 年 1 月 24 日 星期五

兴证期货. 研究咨询部

### 内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

当商品价格处于历史级别低位时,企业有较强的提前买入补库存的需求,或者在期货市场建立期货多仓作为虚拟库存,以此来规避未来价格上涨导致原料成本推高的情况。在建立原料库存或者虚拟库存之后,还可以采用期权工具进行仓位管理,以达到增强收益的效果。经典的期权备兑与领口策略限制了上涨收益空间,容易出现踏空风险,而保险策略则有很大概率损失权利金。本文结合尿素案例,以期货多头+卖出虚值看跌期权的组合模式解决了企业提前低位建仓的需求,规避了后市价格大涨的踏空风险,同时还可以收取期权权利金增强收益,即使在下跌破位行情中,也可以发挥更低价位补仓摊低成本的效果。综合来看,该策略适合低价位的标的品种,也可以复制到其它低价位品种。

## 报告目录

1. 期权标的低价形态及策略需求.....	3
2. 低价形态背景的期权策略对比.....	3
3. 期货多头+卖出虚值看跌策略案例解析.....	6
4. 总结.....	7

## 图表目录

图表 1 尿素 2505 低价形态.....	3
图表 2 期权备兑策略到期损益图.....	4
图表 3 期权保险策略到期损益图.....	5
图表 4 期权领口组合到期损益图.....	5
图表 5 期货多头+卖出虚值看跌到期损益图.....	6
图表 6 期货多头+卖出看跌策略情景分析.....	7
图表 7 期货多头+卖出看跌策略案例.....	7

## 1. 期权标的低价形态及策略需求

当期权标的处于价格较低时，无论是企业还是投资者，都会有较强的买入需求。对于需要原料生产的企业，会倾向于提前补原料库存，或者在期货市场建立期货多仓作为虚拟库存，以此来规避未来价格上涨导致原料成本推高的情况。在建立原料库存或者虚拟库存之后，下一步则面临着如何增强收益的问题。下文以尿素为例，对几种期权策略逐一分析，近期尿素处于近几年的低价区间，部分以尿素作为原料的企业希望抓住本次价格洼地的机会提前补库，同时也有增强收益的需求。某贸易企业每个月需要向下游供应 2000 吨尿素，希望在不影响供货的前提下，进一步增强持仓收益。尿素 2505 期价位于近几年历史低位区域，此前价格最低探至 1628 元/吨。随着春节临近，企业收单加速，现货低价成交环比前期有所改善，市场情绪提振促使价格呈现部分抗跌性。但整体来看，市场成交活跃度下降，下游陆续停止备货，价格预计震荡整理为主。高库存和气头复产将继续对价格形成压力，但随着春季农业需求的逐步回升，价格有望在需求端的支撑下企稳。

图表 1 尿素 2505 低价形态



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 2. 低价形态背景的期权策略对比

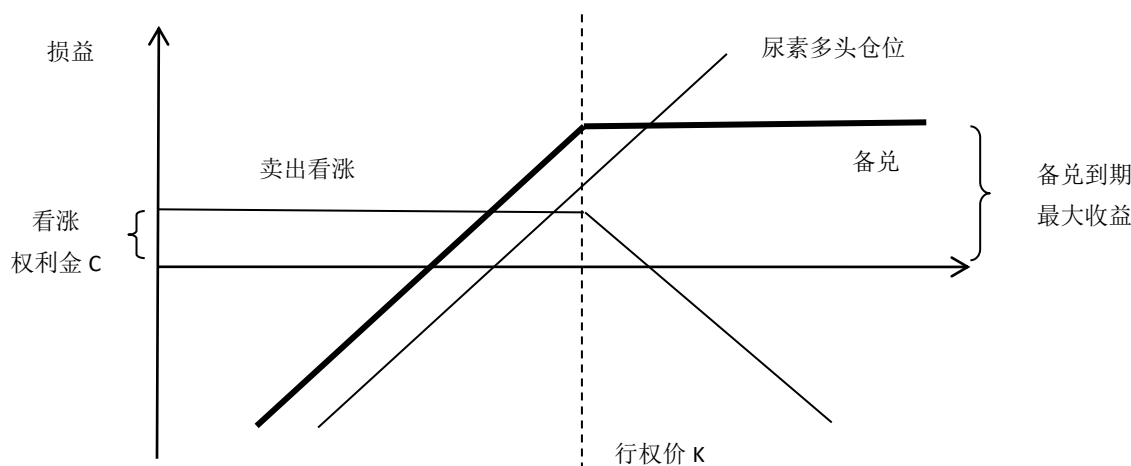
### （一）备兑策略不宜使用

标准的期权备兑策略是指在持有期权标的基础上，再卖出期权，通过收取期权权利金来增强收益。对于持有多头仓位的备兑策略，最大盈利有限，到期时当标的价格  $S$  在看涨期权行权价  $K$  之上时，备兑组合最大盈利恒为  $C+K-S$ ，其中  $C$  为看涨期权权利金。震荡行情中可以收取权利金增强收益，但是在大涨时限制住了收益空间，大跌时对冲效果弱。从数据统计角度来看，

在大部分行情中，投资者可以复制为卖出看涨期权+现货、卖出看涨期权+期货多头的模式。但在连续大涨行情中，多头备兑策略收益空间受到限制，跑输单一持有多头仓位。

在震荡行情中，备兑策略可以实现收取权利金增强收益的效果，但本文所描述的前提是当标的处于历史级别低价位时的策略需求，很显然对于部分已经接近甚至跌破成本的商品，使用期权备兑策略不合适。因为，低价位商品后市基于成本的支撑，进一步往下探得空间与概率均不大，反而反弹或者震荡筑底的概率较大，如果在低价时轻易使用备兑策略，后市出现报复性反弹的走势，会极大程度限制期货多头收益空间，使得原本需要向下游供应尿素的贸易企业面临踏空的风险。

图表 2 期权备兑策略到期损益图

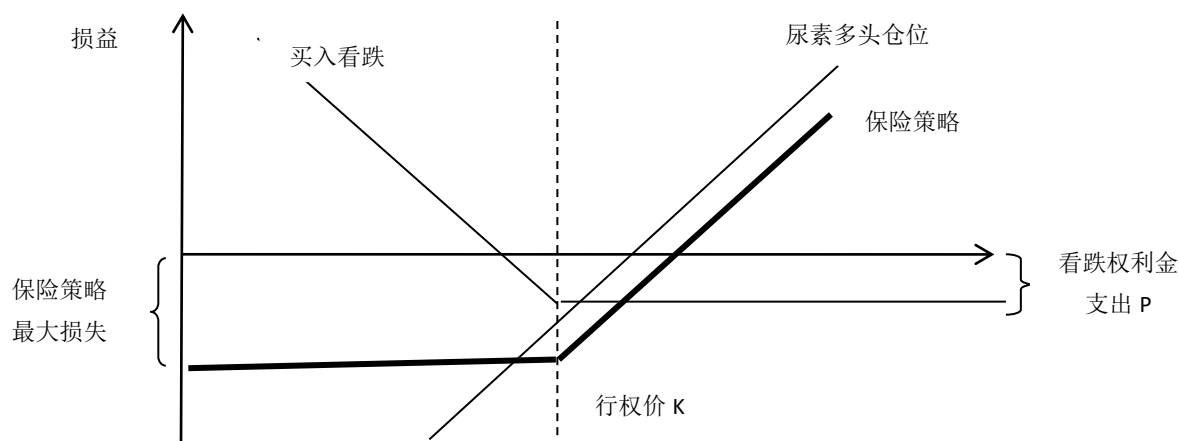


图表来源：兴证期货研究咨询部

## （二）期权保险策略“保费”损失概率大

保险策略是在持有多头仓位的基础上买入看跌期权，锁定未来的头寸卖出价格，与期货套保相对，节约资金占用，且不限多头的上涨收益空间，大跌行情中，对冲大部分风险，最大损失为 $-(P+S-K)$ 。大涨行情中，不限上方收益空间，仅支出看跌期权权利金。但是在本文描述的低价位背景下，保险策略则显得比较鸡肋，如果标的持续低位区间震荡，保险策略容易陷入频繁损失看跌期权权利金的情况。

图表 3 期权保险策略到期损益图

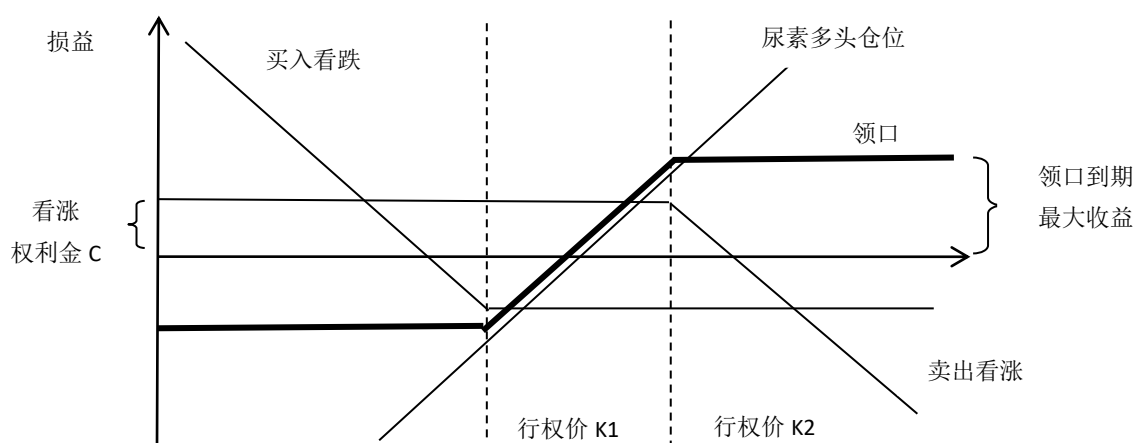


图表来源：兴证期货研究咨询部

### （三）领口策略弊端大

期权领口策略是一种结合了备兑策略和保护性看跌策略的期权组合策略，旨在为投资者提供下行保护的同时降低套保成本。该策略适用于中性市场环境，尤其适合持有标的资产并希望在下行风险得到保护的同时，降低套保成本的投资者。该策略在中性市场环境下表现良好，但投资者需注意上行收益受限和市场波动风险。当标的价格到期大于等于看涨期权行权价  $K_2$  时，最大收益恒定为  $K_2 - S - P + C$ 。当标的价格到期小于等于看跌期权行权价  $K_1$  时，最大损失为  $S - K_1 + P - C$ 。由于领口策略结合了备兑与保险策略的特点，限制上涨收益空间是其缺点之一。在标的价格低价情况时，领口策略与备兑策略都不适合，会在标的价格反弹大涨时限制收益空间。

图表 4 期权领口组合到期损益图

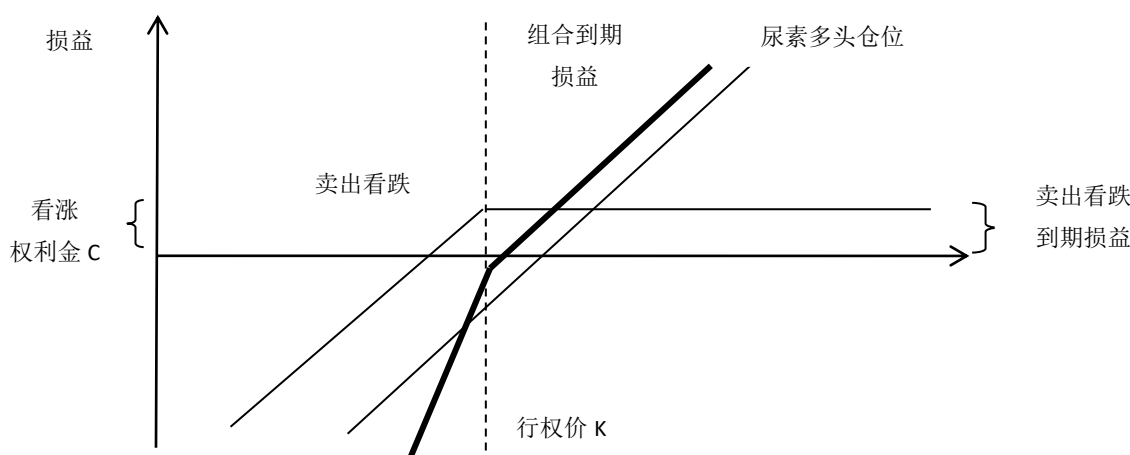


图表来源：兴证期货研究咨询部

#### （四）期货多头+卖出虚值看跌迎合供货增收需求

期权备兑、保险、领口策略是经典的期权套保策略，一度被产业广泛用于风险管理。但在标的处于历史级别低价位时期，以上三种策略效果较差，甚至出现负面效果。本文基于标的低价形态的背景，推出期货多头+卖出虚值看跌的组合以应对投资者供货与增强收益的需求。单从策略到期损益来看，理论到期最大盈利无限，到期最大损失为商品价值归0。特别是在破位下跌行情中，处于加码损失的情况。因此，这个策略具有比较严格的低价行情烙印，如果某个商品价格处于历史级别高位，显然这个策略不适用。对于标的商品价格低位，且需要定期供货的企业，该策略可以有效迎合企业需求。

图表 5 期货多头+卖出虚值看跌到期损益图



图表来源：兴证期货研究咨询部

### 3.期货多头+卖出虚值看跌策略案例解析

根据上文内容，某贸易企业每个月需供应 2000 吨左右尿素给下游电厂，此前尿素 2505 价格一度跌至 1628 元/吨附近，接近历史级别低位。因此，贸易企业率先建立尿素虚拟库存，建仓时间 1 月 13 日，平均成本为 1680 元/吨。锁定了上游买入尿素的价格之后，该贸易企业再卖出行权价为 1600 元/吨的看跌期权，即 UR2505P1600 合约，权利金为 31 元/吨，距离到期 3 个月时间，由于每个月需要 2000 吨，对应 10 手合约，3 个月周期则需要建立 30 手头寸，逐月减仓 10 手。未来主要有三种情景出现：

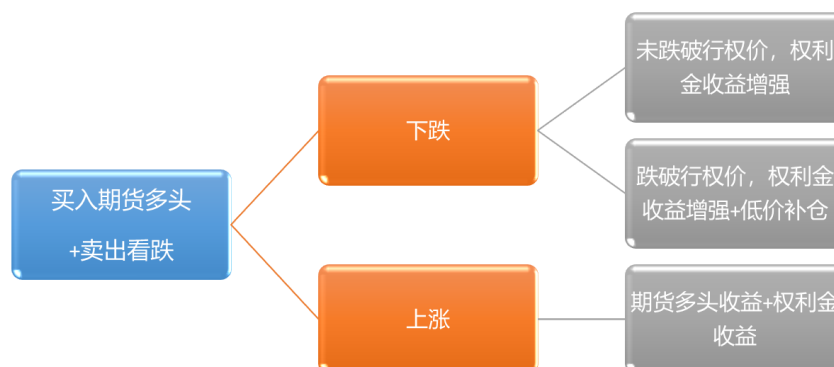
第一种情况，未来尿素 2505 下跌，但未跌破看跌期权行权价 1600 元，尿素 2505 小幅亏损，但获得权利金收入，发挥收益增强效果；

第二种情况，未来尿素 2025 下跌且跌破 1600 元行权价，那么卖出 1600 元虚值看跌期权的仓位触发被动行权，即以 1600 元的价格买入尿素 2505，相比于初期 1680 元的建仓成本，

该策略发挥了以更低价格补仓的作用，而补仓的那一部分可以作为下一轮周期供应电厂的虚拟库存，既发挥了摊低虚拟库存成本的作用，也发挥了收取看跌权利金增强收益的效果；

第三种情况，未来尿素 2505 上涨，无论是小幅上涨还是连续大涨，均可获得期货多头的杠杆收益，叠加看跌期权的权利金收益，同样获得收益增强效果。

图表 6 期货多头+卖出看跌策略情景分析



资料来源：兴证期货研究咨询部

图表 7 期货多头+卖出看跌策略案例

策略构成	到期 UR2505 价格	到期组合表现	效果
买入 UR2505+卖出 UR2505P1600 期初期货价格 1682 期权价格 31	1620	期货亏损 62 期权获利 31	避免踏空无货 +收益增强
	1500	期货亏损 182, 以 1600 价格被动补仓(加上权利金 31, 实际补仓价格为 1569), 平均成本摊低至 1625.5	更低价补仓, 为下一轮周期供货
	1900	期货盈利 218 期权获利 31	避免踏空无货, 获得期货价差收益+期权收益

数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 4.总结

当商品价格处于历史级别低位时，企业会有较强的提前买入补库存的需求，或者在期货市场建立期货多仓作为虚拟库存，以此来规避未来价格上涨导致原料成本推高的情况。在建立原料库存或者虚拟库存之后，还可以采用期权工具进行仓位管理，以达到增强收益的效果。经典的期权备兑、领口与保险策略都不适合标的极低价格的行情，备兑与领口限制了上涨收益空间，容易出现踏空风险，而保险策略则有很大概率损失权利金。本文结合尿素案例，以期货多头+

卖出虚值看跌期权的组合模式解决了企业提前低位建仓的需求，规避了后市价格大涨的踏空风险，同时还可以收取期权权利金增强收益，即使在下跌破位行情中，也可以发挥更低价位补仓摊低成本的效果。综合来看，该策略适合低价位的标的品种，也可复制到其它商品期权或者股指期货品种。



### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。