

期权套期保值:精细化风险管理的新选择

保护性买权、价差组合及领式组合,各有独特的优势和局限性

■ 郑捷飞 张哲民

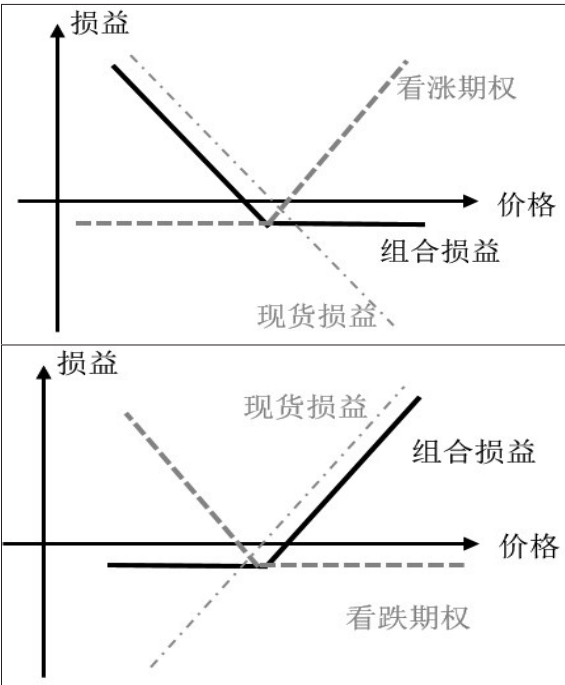
企业在利用期货进行套期保值方面已积累了丰富的经验。随着期权市场的蓬勃发展和交易品种的多样化,期权套期保值作为一种新兴的风险管理工具,正逐渐被企业采纳。



在众多期权策略中,买入期权因其操作简便和易于理解而广受青睐。但面对特定市场情况,单一的买权策略可能不足以应对所有风险。本文将深入探讨买权策略在保护性套期保值中的应用,并介绍如何在买权基础上构建组合来克服其局限性。我们将详细阐述三种期权套期保值策略,涵盖它们的基础概念、适用情况、优势与劣势分析以及具体应用实例,旨在为企业提供更精细化的风险管理方案,以应对市场的不断变化。

买权策略

买权策略通过支付权利金为现货头寸提供保护,其操作简单,易于理解,类似于购买保险以转移风险。由于最大成本被限定为付出的权利金,大大降低了过程管理的复杂性,市场接受度较高,也是最基本的期权套期保值形式。



适用情形

经营角色	市场情形	期权策略
采购方:计划未来买入现货	未来价格可能上涨	买看涨期权
	仍处于下跌过程中,但目前价格已经非常低	
销售方:计划未来卖出现货	未来价格可能下跌	买看跌期权
	仍处于下跌过程中,但目前价格已经非常低	

以采购方为例,面临未来价格上涨的可能性时,购买看涨期权能够锁定最高采购成本。如果市场价格大幅上涨,看涨期权所带来的盈利将抵消现货成本的增加,从而为采购成本提供保值。如果价格下跌,采购方的套保最大损失仅限于支付的权利金,仍能以较低的价格进行采购。

如果当前价格已经较低,但下跌趋势可能尚未结束,买看涨期权可以作为一种建立虚拟库存的方式。如果未来价格回升,采购方已经锁定了较低的采购成本。如果价格继续下跌,权利金的损失非常有限,采购成本可进一步降低。

买看涨期权套保案例

2023年3月初,棉花价格在上涨后小幅回落。棉纺企业A预计3个月内需采购原材料,面对研究团队预测的中长期价格上升趋势,企业A在等待更低价格的同时,也警惕着价格的进一步上涨可能对其利润造成的影响。

依据	选择
计划未来采购棉花,担心价格上涨	买棉花看涨期权
最长采购期限:3个月	7月合约(6月到期)
继续上涨会吞噬经营利润;当前价格可承受,但已经偏高	平值合约

棉纺企业通过买CF307C14800合约进行套期保值,支付440元/吨的权利金,以此锁定3个月后的最高采购价格为14800元/吨。根据标的棉花价格的变动,我们可以将套保持仓过程划分为三个阶段,并与期货多头套保策略进行对比:

第一阶段,棉花价格下跌,购买看涨期权的套保策略损失较小。假设在3月24日平仓并执行现货采购,买看涨套保综合采购价格为15028元/吨,期货套保综合采购价格为14905元/吨。

第二阶段,棉花价格小幅震荡上涨,期货多头套保策略表现更佳。若4月17日平仓并执行现货采购,买看涨套保综合采购价格为15154元/吨,期货套保综合采购价格为14905元/吨。

第三阶段,棉花价格大幅上涨,期货多头套保收益好于买看涨。若6月1日平仓并执行现货采购,买看涨套保综合采购价格为15159元/吨,期货套保综合采购价格为14570元/吨。

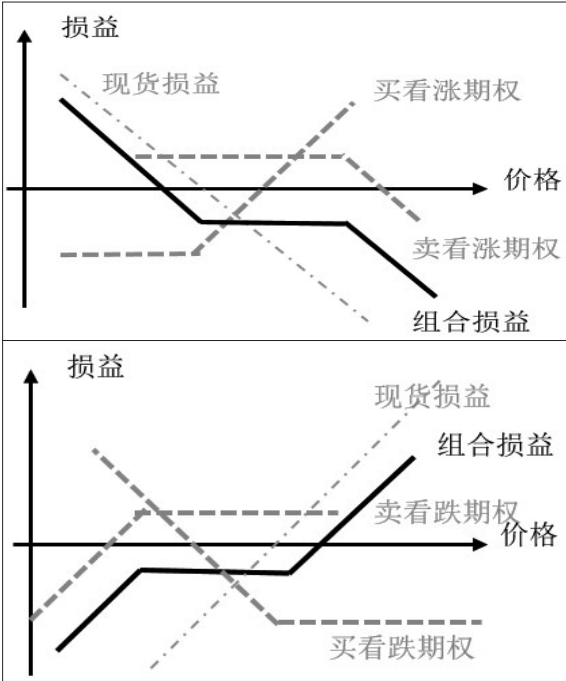
在面临价格上涨风险较高和可能的大幅波动时,由于看涨期权的风险可控且资金占用较少,企业可以选择增量配置。例如,在建仓时选择使总体Delta为零,按照现货量与期权量1:2配置,这样操作在本例中综合采购成本可以进一步降至14258元/吨。

可以看出,使用买权做保护的套期保值方式有明显优势:权利和义务的分离带来期权的非线性收益,购买者享有权利而无需承担义务,不仅可以锁定价格保护,还保留了利润增长的空间,有效缓解企业在套保端大幅亏损时的后悔情绪;买权策略无需缴纳保证金,避免了追加保证金的压力;权利金远低于现货所需资金,建立虚拟库存可节约资金成本,减少仓储占用。但也存在一些不足:买看涨期权需要付出权利金,经营利润较低时,若风险管理成本过高,可能会降低企业采纳此类策略的意愿。

有什么方法可以减少权利金支出呢?下面将介绍两种期权组合策略。

价差组合

价差策略在买权的基础上再卖出一个相对更虚值的合约,实现在一定程度上为现货头寸提供保护,基础价差组合包括牛市价差和熊市价差。



适用情形

经营角色	市场情形	期权策略
采购方:计划未来买入现货	未来价格可能上涨,预计涨幅有限	牛市价差
	未来价格可能下跌,但规定必须套保	
销售方:计划未来卖出现货	未来价格可能下跌,预计跌幅有限	熊市价差
	未来价格可能上涨,但规定必须套保	

以采购方为例,在预期未来价格上涨但涨幅有限的情况下,可采用买看涨期权同时再卖出虚值看涨期权,构建牛市价差,降低权利金支出,如果标的价格下跌,最大损失将减小,若价格小幅上涨,企业同样可以获得采购价格保护;但在大幅上涨时,牛市价差只能一定程度降低采购成本,而无法锁定最高采购价。因而价差组合更适合企业应对常规性价格波动风险,对于小概率的大幅涨跌风险中价格保护能力相对较弱。

牛市价差组合套保案例

沿用上一背景,棉纺企业B预计棉花价格中长期将重心上移,但短期内很难高于16000元/吨,因此在买CF307C14800合约同时卖CF307C16000,权利金支出降至291元/吨。套保持仓过程可以分为三个阶段,牛市价差和买看涨套保对比如下:

第一阶段,棉花价格下跌,牛市价差套保损失相较于买看涨进一步减小。若3月24日平仓套保仓位,执行现货采购,牛市价差套保综合采购价格为14916元/吨。

第二阶段,棉花价格震荡小涨,牛市价差套保收益好于买看涨。若4月17日平仓套保仓位,执行现货采购,牛市价差套保综合采购价格为15096元/吨。

第三阶段,棉花价格大幅上涨,价格超过卖看涨期权的行权价,牛市价差套保效果差于买看涨。若6月1日平仓套保仓位,执行现货采购,牛市价差套保综合采购价格为15204元/吨。通常不会多配牛市价差组合。

可以看出,使用价差套保,在降低风险管理成本上有显著优势,但面对价格大幅上涨时存在不足,即只能提供一定程度上的保护。因此,针对价格上涨的风险,企业可以基于对市场价格走势的预判以及自身的风险管理目标,更精细化选择买看涨或牛市价差组合,以实现降本增效的目的。

领式组合

领式组合,同样在买权基础上再卖出期权,与价差组合不同的是,它涉及买入和卖出不同方向的期权。例如,当企业有库存时,可以使用买看跌+卖看涨组合。这样不仅转移了标的资产价格下跌的风险,而且有效降低了套保成本。领式组合策略是一种相对保守的套期保值方法。

适用情形

经营角色	市场情形	期权策略
采购方:计划未来买入现货	当标的市场价格较低,仍有下行空间	买看涨+卖看跌
销售方:计划未来卖出现货	当标的市场价格偏高,仍然驱动上行	买看跌+卖看涨

以持有现货的销售方为例,在市场价格偏高时,企业往往面临一个两难选择:一方面希望通过等待来保留价格继续上涨的收益,另一方面又担心价格高位回落的风险。在这种情况下,企业可以采用买看跌期权并卖出看涨期权组成领式组合来保值。这种策略与保护性看跌期权都能够控制价格下跌的最大风险,但领

式组合通过叠加卖看涨降低了成本。然而,正是由于领式组合中包含了卖看涨,也就限制了价格上涨时的最大收益。因此,在采用领式策略之前,应该评估短期内价格大幅上涨(超过卖看涨行权价)的可能性。如果短期内存在趋势性上涨,那么买看跌做保护是更合适的选择。

领式组合套保案例

2024年4月30日沪铜2407合约大涨突破82000元/吨,铜企C认为矿端供应偏紧事实难以扭转,向上驱动难以改变,但铜价大涨后制约下游消费,从铜的精度差、贸易利润等角度观察,精铜的估值已经非常高,用CFTC公布的Comex铜净多持仓占比来衡量做多铜的拥挤程度也显示铜做多资金极度拥挤。铜企C有销售合同约定45天后以市场价格出售精铜现货,预期价格上涨趋势仍未结束,但又担心现在价格过高,如后期精铜价格下跌不利销售利润。

铜企C持有库存,计划采取期权领式组合策略进行套期保值,买CU2407P78000+卖CU2407C86000,分别支出权利金1004元/吨和收入1366元/吨,与保护性买权和价差组合在期初需要支出权利金不同,领式组合净收入362元/吨。



图为领式组合套保与持有期货比较

时间	2024/4/30 14:19	2024/5/8 9:21	2024/5/15 14:53
领式套保时综合售价	81678	80688	81612
持有期货	82040	80360	82100

表为综合售价(单位:元/吨)

观察可知,铜价在套保期间经历了一段震荡上行,领式组合套保后综合售价波动幅度明显减小,有效实现了套期保值的核心目标——平抑价格波动风险。

第一阶段,4月30日到5月8日,铜价经历明显回调,领式策略在期权端的盈利弥补了现货端亏损,整体下跌幅度相对有限,值得注意的是,随着价格进一步下跌,领式策略的保护效果愈发显著。

第二阶段,5月8日到5月15日,铜价回升至82000元/吨附近,领式策略组合价值亦回到期初价值,持有成本基本为零。

对领式策略而言,其设计原则是确保标的资产、买入的看跌期权和卖出的看涨期权之间的数量相匹配,由于组合包含有卖权,需要注意避免超量配置的风险。

从本例可以看出,领式组合中买入看跌期权可以对现货或者标的期货下跌风险进行保险,当标的价格下跌时,领式组合能够确保一个最低售价,从而保护企业免受损失。此外,卖看涨期权可以获得权利金,有助于抵消买看跌期权的成本。如果选择相同实虚程度的看涨、看跌期权构建组合,成本可以降低至零。然而,领式组合中卖出的看涨期权将限制可实现的最高售价,当标的价格大幅上涨超过卖出看涨期权的行权价时,领式策略表现不如无套保情况,所以领式策略套保的关键挑战在于预估标的价格的预期上涨幅度,并据此制定策略。

本文深入探讨了三种期权风险管理策略:保护性买权、价差组合以及领式组合,三种策略都有其独特的优势和局限性。在风险管理中,企业若能更精准地识别自身的套保需求、灵活运用合适的策略,便能够实现更加有效的风险控制和成本优化。

(作者单位:永安期货)