

仅作投教用
非投资建议

白糖期权套期保值 宣传手册

地址：郑州郑东新区商务外环路30号
电话：0371-65610895
网址：<http://www.chinaoptions.cn>
邮箱：mxdu@czce.com.cn

二〇一七年一月

» | 目录

一、期权套期保值介绍 / 1

(一) 定义 / 2

(二) 基本原理 / 2

(三) 期权套期保值特点 / 3

(四) 期权套期保值的基本策略 / 5

二、保护性套期保值策略 / 6

(一) 策略及类型 / 7

(二) 买入看涨期权保值及案例 / 8

(三) 买入看跌期权保值及案例 / 12

三、抵补性套期保值策略 / 16

(一) 策略及类型 / 17

(二) 卖出看跌期权保值及案例 / 18

(三) 卖出看涨期权保值及案例 / 22

四、双限期权保值策略 / 27

(一) 策略及类型 / 28

(二) 空头双限保值及案例 / 29

(三) 多头双限保值及案例 / 31

五、期权套期保值实务 / 35

(一) 期权套保部位了结 / 36

(二) 期权套保月份与到期 / 37

(三) 期权套保与行权价格 / 37

(四) 期权套保与流动性 / 38

(五) 期权套保申请流程 / 38

附件 1: 期权套期保值规定及说明 / 41

附件 2: 国外农产品期权补贴项目 / 43

一、期权套期保值介绍

一、期权套期保值介绍

(一) 定义

期权套期保值是指配合期货或现货的头寸，用建立的期权部位的收益，弥补现（期）货可能出现的损失，以达到锁定或降低价格风险的目的。

(二) 基本原理

期货是现货的衍生品，投资者可以根据方向相反、数量相等、月份相同或相近的操作原则建立期货头寸，为现货进行套期保值，对冲现货价格变动的风险。期权以期货（商品期权）为交易标的，价格与现货、期货价格之间存在相关性，通过期权交易，既可以为现货头寸进行套期保值，也可以对冲期货头寸的风险。

期货套期保值交易中，买进期货对冲现货部位风险，称为买期保值；卖出期货对冲现货部位风险，称为卖期保值。期权交易有四个基本交易策略：买入看涨期权、卖出看涨期权、买入看跌期权和卖出看跌期权。其他因素不变时，若现货和标的期货价格上涨，则看涨期权价格上涨，看跌期权价格下跌；若现货和标的价格下跌，则看涨期权价格下跌，看跌期权价格上涨。因此，可以通过买入看涨期权和卖出看跌期权（行权都转化为期货多头），对冲期货或现货价格上涨的风险；通过买入

看跌期权和卖出看涨期权（行权都转化为期货空头），对冲期货和现货价格下跌的风险。

(三) 期权套期保值特点

商品期权一般以期货合约为标的，即期货期权。由于存在期权行权、期货交割机制，期权价格与期货价格相关，进而与现货价格相关。利用这种相关关系，通过期权交易也可以为现货保值。

与期货套期保值相比，利用期权进行保值有如下特点：

1. 既可保值，又能增值

期货套期保值原理在于利用期货与现货部位相反，价格变化方向相同，从而达到规避风险、锁定成本的目的。随着价格的变化，一个部位盈利，另一个部位亏损。投资者运用期货为现货保值，如果现货部位在价格发生不利变化亏损时，期货部位盈利将弥补现货部位损失；反过来，现货部位在价格朝有利方向变动时，其获取更多盈利的机会将会被期货部位的亏损抵消，投资者在规避风险的同时，也丧失了获取更多利润的机会。

买入期权套期保值，一方面，若现货部位亏损，期权部位盈利，则期权与期货进行保值的效果相同，均可以规避价格不利变化时的风险。另一方面，若现货部位盈利，期权部位亏损，则不论价格变化多大，买方亏损仅限于支付的权利金。因此买入期权，等于为企业买入了“价格保险”。

卖出期权套期保值，卖方获得了权利金，实现有限保值，

可以减少现货价格不利变动的亏损。

2. 资金占用低，无保证金追加

对于期权买方，期权具有较强的杠杆作用，特别是虚值期权，权利金很低。与期货交易相比，期权的资金使用效率更高。对于期权卖方，收取的权利金可抵补部分保证金，降低了资金成本。因此，利用期权套保，企业资金成本更低。

运用期货为现货保值过程中，如果期货部位亏损，就要追加交易保证金。若资金不能及时补足，会被强行平仓，套期保值计划将无法实现。利用期权进行套期保值时，买方支付权利金，不缴纳保证金，无论价格如何变化，都不需要追加保证金，因此，不存在资金不足无法实现套保计划的问题，资金管理也更加便利。

3. 方式多样，策略灵活

在期货保值策略中，为对冲价格上涨或下跌的风险，只能买入或卖出期货。利用期权保值时，可以有更多的策略选择，如买入看涨期权或卖出看跌期权可以规避价格上涨的风险，买入看跌期权或卖出看涨期权可以规避价格下跌的风险。可以使用不同行权价格、不同到期月份期权合约套保，在包含买入和卖出期权的套保策略组合中，保值者卖出期权获得的权利金可以抵补买入期权的权利金支出。因此，利用期权保值，方式多样，策略灵活，可以满足企业不同成本和效果的保值需求。

（四）期权套期保值的基本策略

期权套期保值基本策略包括保护性(买入期权)保值策略、抵补性(卖出期权)保值策略和双限期权(买卖期权)保值策略。对于商品买家和卖家而言，商品买家需要对冲商品价格上涨风险，而卖家需要对冲价格下跌风险，根据价格变动方向、变动幅度、保值成本及目标需要，买家和卖家可以有多样化的保值策略选择。具体情况参见表 1-1。

表 1-1 期权套期保值策略

	现货空头(买家) (对冲价格上涨风险)	现货多头(卖家) (对冲价格下跌风险)
保护性保值策略	买入看涨期权	买入看跌期权
抵补性保值策略	卖出看跌期权	卖出看涨期权
双限期权保值策略	买入看涨并卖出看跌	买入看跌并卖出看涨

二、保护性套期保值策略

(一) 策略及类型

保护性套期保值策略是指通过买入期权，为现(期)货部位进行保值的策略。这种策略是最基本的期权保值策略，可以有效地保护现(期)货部位的风险，最大损失是确定的。

使用动机：如果价格大幅变动，投资者想利用期权套期保值，锁定损失的同时拥有收益的可能，那么保护性套期保值策略是最优的选择。

利弊分析：保护性套期保值策略最大优势是保值的同时拥有增值的可能。如果价格朝着有利的方向变动，那么现货、期货部位会出现盈利，现货朝着有利方向变动的幅度越大，则盈利也越大。这种策略的弊端是需要付出权利金作为保值成本。

根据套保者使用意图的不同，保护性期权套期保值可以有两种类型，具体情况参见表 2-1。

表 2-1 保护性套期保值策略类型

套保者类型	动 机	策略类型
现货买家	未来计划买入	买入看涨期权
	防止价格大幅上行风险	
现货卖家	未来计划卖出	买入看跌期权
	防止价格大幅下行风险	

二、保护性套期保值策略

（二）买入看涨期权保值及案例

1. 适用情形与套保目标

买入看涨期权的保护性保值策略，一般适用于需要购买原材料的企业，如以白糖为主要原材料的食品加工企业，主要目的是为了防止采购成本大幅上涨。采用这一策略可以同时实现以下目标：保护现（期）货空头部位，规避价格大幅上涨成本增加的风险，同时保留价格下跌所带来成本降低的机会。

2. 买入看涨期权保护策略的具体案例

以下案例假定期货与现货价差不变，期权权利金按波动率20%和利率5%确定，期权盈亏按行权转为期货持仓的盈亏计算。

例 2.1 某饮料加工厂计划于2017年7月25日购入100吨白糖作为其原材料，2017年5月10日白糖现货价格为4900元/吨，此时SR709的合约价格为5000元/吨。为避免白糖价格大幅上涨的风险，并保留价格下跌的盈利或成本降低的机会，该饮料厂应如何利用期权进行套期保值？

具体策略：由于该饮料厂的目的是规避白糖现货价格大幅上涨的风险，进而锁定生产成本，故应该采取买入看涨期权保护性套期保值策略。具体措施可采用2017年5月10日买入看涨期权SR709C5200，行权价格为5200元/吨，支付权利金100元/吨。

损益情况：

（1）情形一：2017年7月25日，若白糖现货价格上涨

为5500元/吨，对应期货合约价格上涨为5600元/吨，则现货亏损（采购成本上升），期权盈利，白糖现货、期权的损益情况如下：

表 2-2 白糖价格上涨时买入看涨期权套保损益

	白糖现货	SR709C5200
2017年5月10日	4900	-100
2017年7月25日	5500	400
单项损益	-600	300
套保损益	-300	

分析：不进行买看涨期权套保，现货亏损（采购成本增加）600元/吨；买入看涨期权套保，期权盈利400元/吨，扣除权利金成本100元/吨，期权盈利300元/吨，现货加期权总亏损（总采购成本上升）300元/吨。

（2）情形二：2017年7月25日，若白糖现货价格下跌为4300元/吨，对应期货合约价格变为4400元/吨，则白糖现货、期权的损益情况如下：

表 2-3 白糖价格下跌时买入看涨期权套保损益

	白糖现货	SR709C5200
2017年5月10日	4900	-100
2017年7月25日	4300	0
单项损益	600	-100
套保损益	500	

分析：不进行买看涨期权套保，现货盈利（采购成本降低）600元/吨；买入看涨期权套保，期权盈利0元/吨，扣除权利金成本100元/吨，期权亏损100元/吨，现货加期权总盈利（总采购成本降低）500元/吨。

（3）一般情形：2017年7月25日，若现货和期货价格出现以下情况，则白糖现货、期权的损益情况如下：

表 2-4 买入看涨期权的套保损益

现货价格	现货损益	期货价格	期权损益	套保损益
4300	600	4400	-100	500
4500	400	4600	-100	300
4700	200	4800	-100	100
4900	0	5000	-100	-100
5100	-200	5200	-100	-300
5300	-400	5400	100	-300
5500	-600	5600	300	-300

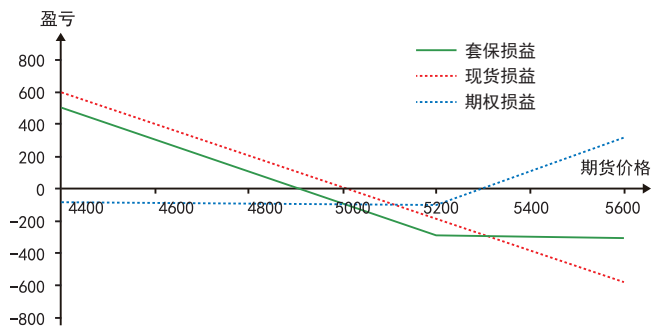


图 2-1 买入看涨期权的套保损益

由图 2-1 可知，7月25日价格出现了不利变动，若白糖期货价格高于5200元/吨，对应现货价格高于5100元/吨，若投资者行权并平仓，期权获得盈利，现货出现损失，期权赢利可以弥补现货的损失。同时，现货价格大幅上行时，期权套保组合的损失（总采购成本上升）是有限的，最大损失为300元/吨。

7月25日价格出现了有利变动，若白糖期货价格低于5200元/吨，对应现货价格低于5100元/吨，那么现货出现盈利，且呈线性增长；同时，期权出现亏损，此时，套保者可以放弃行权，最大损失是权利金100元/吨。由图可知，当价格下行时，套期保值组合保留了盈利增加的机会。

案例结论：

采用买入看涨期权进行保护性套期保值，实现了两个目标，即锁定了价格上行风险、保留了价格下行盈利的机会。

（1）价格上升时，期权获利，可弥补现货损失，对冲价格大幅上升的风险；

（2）价格下跌时，放弃行权，损失权利金，可获得现货价格下降带来盈利增加的机会。

思考问题：

1. 利用买入期货 SR709 的合约（价格为 5000 元/吨）套保损益是多少？
2. 本案例是买入行权价 5200 虚值看涨期权保值。如

果选择行权价为 4800(实值期权)、5000(平值期权)买入看涨期权套保,权利金成本和套保损益如何?

(三) 买入看跌期权保值及案例

1. 适用情形与套保目标

买入看跌期权的保护性保值策略,一般适用于持有现货和期货多头部位的生产企业或贸易商,如生产并销售白糖的厂家,主要目的是防止现货价格大幅下跌带来的损失。采用这一策略可以同时实现以下目标:保护现(期)货多头部位,规避价格大幅下跌的风险,同时保留价格上涨所带来的盈利机会。

2. 买入看跌期权保护策略的具体案例

例 2.2 某白糖生产企业库存白糖,2017 年 5 月 10 日现货白糖市场价格为 4900 元/吨,预计 7 月下旬售出白糖。此时,SR709 的合约价格为 5000 元/吨。为对冲价格大幅下跌带来的损失,并保留价格上涨的盈利机会,该生产企业应该如何利用期权进行套期保值?

具体策略: 由于生产企业的目的是规避白糖现货价格大幅下跌的风险,故应该采取买入看跌期权的保护性套期保值策略。具体措施可采用 2017 年 5 月 10 日买入看跌期权 SR709P4800,行权价格为 4800 元/吨,支付权利金 95 元/吨。

损益情况:

(1) 情形一: 2017 年 7 月 25 日,若白糖现货价格上涨为 5500 元/吨,对应期货合约价格为 5600 元/吨,则现货盈利,

期权放弃行权,损失权利金,白糖现货、期权的损益情况如下:

表 2-5 白糖价格上涨时买入看跌期权套保损益

	白糖现货	SR709P4800
2017 年 5 月 10 日	4900	-95
2017 年 7 月 25 日	5500	0
单项损益	600	-95
套保损益	505	

分析: 不进行买看跌期权套保,现货盈利或销售收入增加 600 元/吨;买入看跌期权套保,期权盈利 0 元/吨,扣除权利金成本 95 元/吨,期权亏损 95 元/吨,现货加期权总盈利(总销售收入增加)505 元/吨。

(2) 情形二: 2017 年 7 月 25 日,若白糖现货价格下跌为 4300 元/吨,对应期货合约价格下跌为 4400 元/吨,则现货亏损,期权盈利,白糖现货、期权的损益情况如下:

表 2-6 白糖价格下跌时买入看跌期权套保损益

	白糖现货	SR709P4800
2017 年 5 月 10 日	4900	-95
2017 年 7 月 25 日	4300	400
单项损益	-600	305
套保损益	-295	

分析：不进行买入看跌期权套保，现货亏损或销售收入下降 600 元 / 吨；买入看跌期权套保，期权盈利 400 元 / 吨，扣除权利金成本 95 元 / 吨，期权盈利 305 元 / 吨，现货加期权总亏损（总销售收入减少）295 元 / 吨。

(3) 一般情形：2017 年 7 月 25 日，若现货和期货价格出现以下不同情况，则白糖现货、期权的损益情况如下：

表 2-7 买入看跌期权的套保损益

现货价格	现货损益	期货价格	期权损益	套保损益
4300	-600	4400	305	-295
4500	-400	4600	105	-295
4700	-200	4800	-95	-295
4900	0	5000	-95	-95
5100	200	5200	-95	105
5300	400	5400	-95	305
5500	600	5600	-95	505

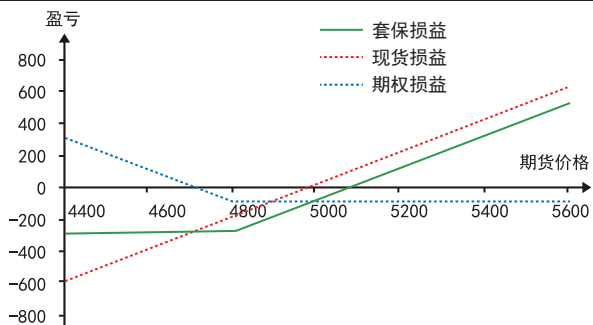


图 2-2 买入看跌期权的套保损益

由图 2-2 可知，若 7 月 25 日价格出现了不利变动，白糖期货价格低于 4800 元 / 吨，对应现货价格低于 4700 元 / 吨，若投资者行权，期权盈利，现货损失（且呈线性增长），期权赢利可以弥补现货的损失。同时，当现货价格下跌时，套保组合的损失是有限的，最大损失为 295 元 / 吨。

若 7 月 25 日价格出现了有利变动，白糖期货价格高于 4800 元 / 吨，对应现货价格高于 4700 元 / 吨，那么现货出现盈利；同时，期权出现了损失，此时放弃期权行权，最大损失是权利金 95 元 / 吨。由图可知，当现货价格上行时，套期保值组合保留了盈利增加的可能。

案例结论：

采用买入看跌期权进行保护性套期保值，实现了两个目标，即锁定了价格大幅下行的风险、保留了价格上行盈利的机会：

(1) 价格下跌时，期权获利，可弥补现货的损失，锁定价格风险；

(2) 价格上涨时，放弃行权，损失权利金，获得现货价格上涨盈利增加的机会。

思考问题：

1. 利用卖出期货 SR709 合约（价格为 5000 元 / 吨）套保损益是多少？

2. 本案例是买入行权价 4800 虚值看跌期权保值。如果选择行权价为 5200（实值期权）、5000（平值期权）买入看跌期权套保，权利金成本和套保损益如何？

三、抵补性套期保值策略

(一) 策略及类型

抵补性保值策略是指通过卖出期权获得权利金，抵补现(期)货价格不利变动的损失，获得成本降低或销售收入增加的期权套保策略。

抵补套期保值策略可在市场价格有利变动或不利变动较小(即权利金收入大于价格不利变动幅度)时获利。

使用时机：认为未来不会出现大涨或大跌行情，想获得现货成本降低或销售收入增加的机会。愿意承担价格波动较大的风险。

利弊分析：最大的优势在于获得权利金进而降低购买成本或增加销售收入，但弊端是现货价格朝不利方向变动较大时，抵补性保值策略的期权虽然可以弥补一部分现货损失，但不足以弥补现(期)货的大部分亏损。

根据套保者使用意图的不同，抵补性期权套期保值可以有两种类型，具体情况参见表 3-1。

表 3-1 抵补性套期保值策略类型

套保者类型	动 机	策略类型
现货买家	未来计划买入	卖出看跌期权
	降低购买价格	
现货卖家	未来计划卖出	卖出看涨期权
	提高出售价格	

三、抵补性套期保值策略

（二）卖出看跌期权保值及案例

1. 适用情形与套保目标

对于想要购买原材料的生产企业或贸易商而言，如以白糖为原材料的饮料厂，往往需要降低未来现货价格上涨的风险。若预计未来价格下跌或不会有大涨的行情，可采用卖出看跌期权的抵补性保值策略。

套保目标：持有现（期）货空头部位，卖出看跌期权，收取权利金，抵补价格上涨的损失。愿意接受价格较大下跌风险，换取成本降低（收入权利金）的机会。

需要注意的是，卖出看跌期权并没有为现（期）货空头提供一个风险损失底线，而是通过收取权利金，一定程度地降低现（期）货的价格风险。

2. 卖出看跌期权的抵补性保值策略具体案例

例 3.1 2017 年 5 月 10 日，某饮料加工厂计划于 2017 年 7 月 25 日购入 100 吨白糖作为其原材料，当时的白糖现货价格为 4900 元/吨，SR709 期货合约价格为 5000 元/吨，认为未来期货价格将会有 200 元/吨的波动。为降低白糖价格上涨的风险，该饮料厂应如何利用期权进行套期保值？

具体策略：由于该饮料厂未来要购入白糖，相当于拥有 100 吨的白糖现货空头，同时预期未来白糖价格下跌或上涨幅度不超过 200 元/吨，故可采用卖出看跌期权的抵补性套期保值策略。具体措施可采用 2017 年 5 月 10 日卖出看跌期权

SR709P4800，行权价格为 4800 元/吨，收取 95 元/吨的权利金。

损益情况：

（1）情形一：2017 年 7 月 25 日，若白糖现货价格下降至 4500 元/吨，对应期货合约价格为 4600 元/吨，则现货盈利，期权因对方行权而亏损 105 元，套保总盈利 295 元/吨。具体损益情况如下：

表 3-2 白糖价格下跌时卖出看跌期权套保损益

	白糖现货	SR709P4800
2017 年 5 月 10 日	4900	95
2017 年 7 月 25 日	4500	-200
单项损益	400	-105
套保损益	295	

分析：不进行卖看跌期权套保，现货盈利（购买成本降低）400 元/吨；卖出看跌期权套保，期权亏损 200 元/吨，权利金收入 95 元/吨，期权净亏损 105 元/吨；现货加期权总盈利（总购买成本下降）295 元/吨。

（2）情形二：2017 年 7 月 25 日，若白糖现货价格上涨为 5100 元/吨，对应期货合约价格上涨为 5200 元/吨，则现货亏损，期权盈利，白糖现货、期权的损益情况如下：

表 3-3 白糖价格上涨时卖出看跌期权套保损益

	白糖现货	SR709P4800
2017年5月10日	4900	95
2017年7月25日	5100	0
单项损益	-200	95
套保损益	-105	

分析：不进行卖看跌期权套保，现货亏损（购买成本增加）200元/吨；卖出看跌期权套保，期权亏损0元/吨，权利金收入95元/吨，期权净盈利95元/吨，现货加期权总亏损（总购买成本增加）105元/吨。

（3）一般情形：2017年7月25日，若白糖价格出现以下可能情况，则套期保值的损益情况如下：

表 3-4 卖出看跌期权的套保损益

现货价格	现货损益	期货价格	期权损益	套保损益
4300	600	4400	-305	295
4500	400	4600	-105	295
4700	200	4800	95	295
4900	0	5000	95	95
5100	-200	5200	95	-105
5300	-400	5400	95	-305
5500	-600	5600	95	-505

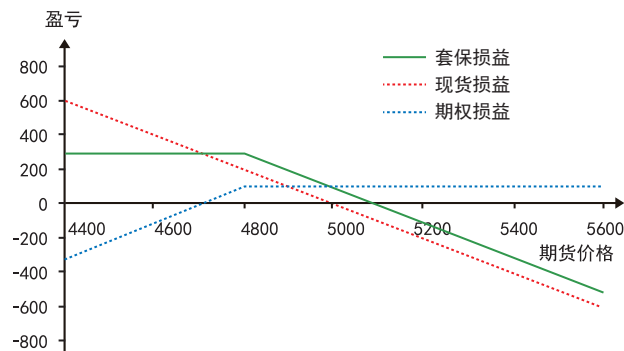


图 3-1 卖出看跌期权的套保损益

由图 3-1 可知，由于卖出了白糖看跌期权 SR709P4800，因而获得了 95 元/吨的权利金收入，故在图 3-1 中套期保值的收益线比现货收益线高出了 95 元。可见，卖出看跌期权进行套期保值使得现货的成本降低了 95 元/吨。

从图中还可看出，期货价格低于 5095 元/吨（对应现货价格低于 4995 元/吨），那么套期保值的收益就大于零，因此，当价格下跌或在比较小的幅度内上涨时，该套期保值组合都处于盈利状态。

案例结论：

采用卖出看跌期权进行抵补性套期保值，降低现货成本，但盈利（或成本降低）幅度有限：

（1）卖出看跌期权，收取权利金，相当于降低了现货的购买成本；

（2）在现（期）货价格上涨幅度较小情形下，套期保值策

略处于盈利状态。

思考问题：

本案例是卖出行权价 4800 元 / 吨虚值看跌期权，如果卖出选择行权价为 5200 元 / 吨 (实值期权)、5000 元 / 吨 (平值期权) 看跌期权套保时，权利金和套保损益如何？

(三) 卖出看涨期权保值及案例

1. 适用情形与套保目标

对于拥有现货商品的生产企业或贸易商而言，如白糖生产企业，往往需要规避未来现货价格下跌的风险。若预计未来价格上涨或不会有大跌的行情，可采用卖出看涨期权的抵补性保值策略。

套保目标：持有现 (期) 货多头部位，卖出看涨期权，收取权利金，抵补价格下跌的损失；愿意接受较大价格上涨的风险，换取收入增加 (收入权利金) 的机会。

需要注意的是，卖出看涨期权并没有为现 (期) 货多头提供一个风险损失的底线，而是通过收取权利金，提高了现 (期) 货的销售收入。

2. 卖出看涨期权的抵补性保值策略具体案例

例 3.2 2017 年 5 月 10 日，某白糖生产企业计划于 7 月下旬卖出 100 吨白糖现货，当时的白糖现货价格为 4900 元 / 吨，该饮料厂认为未来白糖价格将会有 200 元 / 吨的波动，当前时点的 SR709 期货合约价格为 5000 元 / 吨，

认为未来期货价格将会有 200 元 / 吨的波动。为减少白糖价格下跌的损失，该白糖生产企业应如何利用期权进行套期保值？

具体策略：由于该生产厂未来要出售白糖，相当于拥有 100 吨的白糖现货多头，同时预期未来白糖价格上涨或下跌幅度较小，故可采用卖出看涨期权的抵补性套期保值策略。具体措施可采用 2017 年 5 月 10 日卖出看涨期权 SR709C5200，行权价格为 5200 元 / 吨，收取 100 元 / 吨的权利金。

损益情况：

(1) 情形一：2017 年 7 月 25 日，若白糖现货价格下降为 4700 元 / 吨，对应期货合约价格变为 4800 元 / 吨，则现货亏损 200 元 / 吨，期权盈利 100 元 / 吨，套保总亏损 100 元 / 吨。具体损益情况如下：

表 3-5 白糖价格下跌时卖出看涨期权套保损益

	白糖现货	SR709C5200
2017 年 5 月 10 日	4900	100
2017 年 7 月 25 日	4700	0
单项损益	-200	100
套保损益	-100	

分析：不进行卖看涨期权套保，现货亏损或销售收入减少 200 元 / 吨；卖出看涨期权套保，期权亏损 0 元 / 吨，权利金净收入 100 元 / 吨，期权盈利 100 元 / 吨，现货加期权总亏损 (总销售收入减少) 100 元 / 吨。

(2) 情形二：2017年7月25日，若白糖现货价格上涨为5100元/吨，对应期货合约价格上涨为5200元/吨，则现货盈利200元/吨，期权因收到权利金也盈利100元/吨，套期保值总盈利300元/吨，白糖现货、期权的损益情况如下：

表 3-6 白糖价格下跌时卖出看涨期权套保损益

	白糖现货	SR709C5200
2017年5月10日	4900	100
2017年7月25日	5100	0
单项损益	200	100
套保损益	300	

分析：不进行卖看涨期权套保，现货盈利或销售收入增加200元/吨；卖出看涨期权套保，期权亏损0元/吨，权利金净收入100元/吨，期权盈利100元/吨，现货加期权总盈利（总销售收入增加）300元/吨。

(3) 一般情形：2017年7月25日，若白糖价格出现以下情况，套期保值的损益情况如下：

表 3-7 卖出看涨期权的套保损益

现货价格	标的期货价格	现货损益	期权损益	套保损益
4300	4400	-600	100	-500
4500	4600	-400	100	-300
4700	4800	-200	100	-100
4900	5000	0	100	100

现货价格	标的期货价格	现货损益	期权损益	套保损益
5100	5200	200	100	300
5300	5400	400	-100	300
5500	5600	600	-300	300

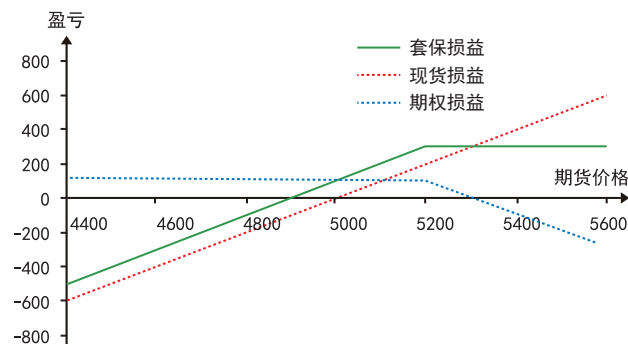


图 3-2 卖出看涨期权的套保损益

由图 3-2 可知，由于卖出了白糖看涨期权 SR709C5200，因而获得了 100 元/吨的权利金收入，故在图中套期保值的收益线比现货收益线高出了 100 元。可见，卖出看涨期权进行套期保值增加了现货盈利。

从图中还可看出，只要期货价格不低于 4900 元/吨，现货价格不低于 4800 元/吨，那么套期保值的收益就大于零，因此，当价格上涨或在比较小的幅度内下跌的时候，该套期保值组合都处于盈利状态。

案例结论：

采用卖出看涨期权进行抵补性套期保值，降低了现货价格

下跌的损失，具有有限的盈利可能：

(1) 卖出看涨期权，收取权利金，相当于增加了现货销售收入；

(2) 在现(期)货价格波动较小的情形下，套期保值策略处于盈利状态。

思考问题：

本案例是卖出行权价 5200 元 / 吨虚值看涨期权，当选择卖出行权价为 4800 元 / 吨(实值期权)、5000 元 / 吨(平值期权) 看涨期权套保时，权利金和套保损益是多少？

四、双限期权保值策略

四、双限期权保值策略

（一）策略及类型

双限期权保值策略是一个没有保险费的“保险”，经常被机构投资者使用，如果不考虑获得预期外更大盈利空间的话，更受到稳健经营企业的青睐。

双限期权策略是指投资者在建立一个现（期）货多头（空头）部位后，通过支付权利金，买入一个虚值看跌期权（或看涨期权），以此来保护现（期）货多头（空头）部位下跌（上涨）的风险；同时卖出一个虚值看涨期权（或看跌期权），获得权利金收入，以降低保值所需的权利金。如此，投资者就可以避免价格不利变动带来的风险，并且不需要付出过高的权利金成本。如果卖出的期权价格高于买入的期权，还可以收到权利金。

使用时机：需要较低的成本建立一个套期保值组合，不需要预期外的盈利。

利弊分析：双限期权保值策略的成本低，既能规避价格不利变化的风险，又能保留一定的获利机会，但放弃了超过预期盈利的机会。这种策略的最大损失与盈利都是确定的，或者说盈亏均被限定，因此，称为双限保值策略。

双限期权保值策略包括：空头双限保值策略和多头双限保值策略。

（二）空头双限保值及案例

1. 适用情形与套保目标

空头双限保值策略与买入看涨期权的适用对象相同。即一般适用于需要购买原材料的企业，如以白糖为主要原材料的食品加工企业。

与买入保护性看涨期权的适用对象不同，采用空头双限策略的目的是，保护现（期）货空头部位，锁定价格大幅上涨亏损或采购成本增加的风险，同时保持价格下跌所带来一定盈利或采购成本降低的机会，降低保值成本（权利金）支出。

空头双限策略构成：是现（期）货部位空头 + 买入虚值看涨期权 + 卖出虚值看跌期权。

2. 空头双限保值策略具体案例

例 4.1 2017 年 5 月 10 日，某饮料加工厂计划于 2017 年 7 月 25 日购入 100 吨白糖作为其原材料，当时的白糖现货价格为 4900 元 / 吨，SR709 期货合约价格为 5000 元 / 吨。预期未来的白糖价格会出现较大的波动，为避免白糖价格上涨的风险，同时降低期权保值成本，该饮料厂应如何利用期权进行套期保值？

具体策略：由于该饮料厂未来要购入白糖，相当于拥有 100 吨的白糖现货空头，预期未来白糖价格可能出现比较大的上涨，采用买入看涨保护性套期保值策略，同时考虑权利金成本尽可能降低，故采用卖出看跌抵补性策略。两种保值策略并用，即空头双限套期保值策略，可以扬长避短。

具体措施是：2017年5月10日，买入行权价格为5100元/吨的看涨期权SR709C5100，支付权利金140元/吨；同时，为降低权利金成本，卖出行权价格为4800元/吨的看跌期权SR709P4800，收到权利金100元/吨。

损益情况：

采用该策略之后，现（期）货、期权以及套期保值到期的损益情况如下：

表 4-1 空头双限保值策略损益

现货价格	标的期货价格	买看涨损益	卖看跌损益	现（期）货损益	套保损益
4300	4400	-140	-300	600	160
4500	4600	-140	-100	400	160
4700	4800	-140	100	200	160
4900	5000	-140	100	0	-40
5100	5200	-40	100	-200	-140
5300	5400	160	100	-400	-140
5500	5600	360	100	-600	-140

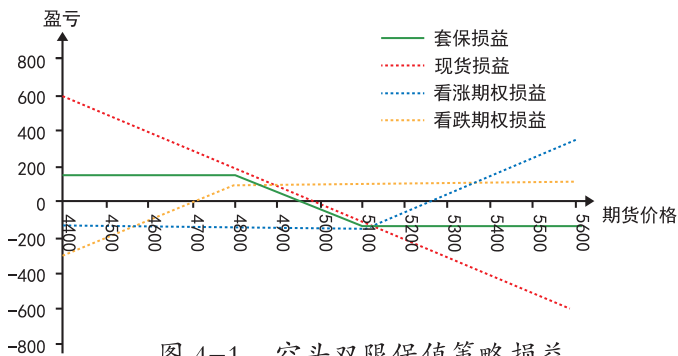


图 4-1 空头双限保值策略损益

由上图可知，买入看涨期权的支出为140元/吨，卖出看跌期权收入100元/吨，合成之后该套期保值组合花费了40元/吨。若仅采用保护性套期保值，则需要支付140元/吨，显然，双限策略的成本降低。

从图中还可看出，当期货价格高于5100元/吨时，出现最大亏损140元/吨，当期货价格低于4800元/吨时，出现最大盈利160元/吨。在价格大幅变动行情下，双限策略的盈利和亏损都比较小。

案例结论：

采用空头双限保值策略后，实现了两个目标：

- (1) 降低了套期保值的成本；
- (2) 如果白糖价格出现较大的波动，那么盈利和亏损都有限。

(三) 多头双限保值及案例

1. 适用情形与套保目标

多头双限保值策略适用对象与买入看跌期权的对象相同，即未来需要出售现货的生产企业或贸易商，如白糖生产厂。

与买入保护性看跌期权的适用企业不同，多头双限策略的目的除了防止白糖价格大幅下跌外，保护现（期）货多头部位，同时保留价格上涨所带来一定盈利机会，降低保值成本。

多头双限策略构成：现（期）货部位多头 + 买入虚值看跌期权 + 卖出虚值看涨期权。

2. 多头双限保值策略具体案例

例 4.2 2017 年 5 月 10 日，某白糖生产企业计划于四个月后卖出 100 吨白糖现货，当时的白糖现货价格为 4900 元 / 吨，SR709 期货合约价格为 5000 元 / 吨，预期未来的白糖价格会出现较大的波动。为避免白糖价格下跌的风险，该企业应如何利用期权进行套期保值？

具体策略：由于该企业未来要出售白糖，相当于拥有 100 吨的白糖现货多头，考虑到未来白糖价格可能出现比较大的波动，采用买入看跌保护性套期保值策略。同时考虑成本需要尽可能降低，采用卖出看涨抵补性策略。两种保值策略并用，即多头双限套期保值策略，可以扬长避短。

具体措施是：2017 年 5 月 10 日，买入行权价格为 4900 元 / 吨的看跌期权 SR709P4900，支付权利金 135 元 / 吨；同时，为降低权利金成本，卖出行权价格为 5200 元 / 吨的看涨期权 SR709C5200，收到权利金 100 元 / 吨。

损益情况：

采用该策略之后，现（期）货、期权以及套期保值到期的损益情况如下：

表 4-2 多头双限保值策略损益

现货价格	标的期货价格	买看跌损益	卖看涨损益	现（期）货损益	套保损益
4300	4400	365	100	-600	-135
4500	4600	165	100	-400	-135

现货价格	标的期货价格	买看跌损益	卖看涨损益	现（期）货损益	套保损益
4700	4800	-35	100	-200	-135
4900	5000	-135	100	0	-35
5100	5200	-135	100	200	165
5300	5400	-135	-100	400	165
5500	5600	-135	-300	600	165

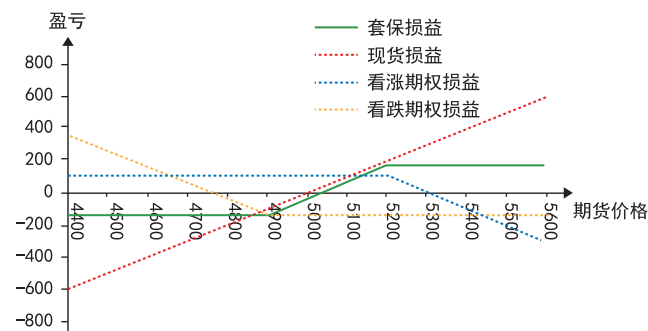


图 4-2 多头双限保值策略损益

由上图可知，买入看跌期权的支出为 135 元 / 吨，卖出看涨期权收入 100 元 / 吨，合成之后该套期保值组合支付了 35 元 / 吨。若仅采用买入看跌保护性套期保值，则需要支付 135 元 / 吨。显然，多头双限策略的成本大大降低。

从图中还可看出，当期货价格低于 4900 元 / 吨时，出现最大亏损 -135 元 / 吨，当期货价格高于 5200 元 / 吨时，出现最大盈利 165 元 / 吨。在极端行情下，双限策略的盈利和亏损都比较小。

案例结论:

采用多头双限保值策略后, 实现了两个目标:

(1) 降低了套期保值的成本, 有时不需要成本, 甚至还能赚取权利金;

(2) 如果价格出现较大的波动, 那么盈利和亏损都有限。

双限策略通过买卖虚值看涨期权和看跌期权, 将亏损和收益都稳定在一定幅度内。保值者用放弃获得更大收益的机会, 换来对冲较大亏损的风险, 避免企业经营中业绩大起大落。通过选择不同深度的虚值期权, 支付(收取)不同的权利金, 可以调整套期保值组合的最大盈利或亏损幅度。

思考问题:

1. 多头双限策略中, 如果买入看跌期权的行权价为 4700 元/吨, 卖出看涨期权的行权价为 5300 元/吨, 权利金和保值损益如何?

2. 空头双限策略中, 如果买入看涨期权的行权价为 5300 元/吨, 卖出看跌期权的行权价为 4700 元/吨, 权利金和保值损益如何?

3. 比较双限保值策略和买入看涨或看跌保值策略最大亏损的差异?

五、期权套期保值实务

五、期权套期保值实务

（一）期权套保部位了结

根据郑商所的期权交易规则，保值者利用期权进行套期保值交易，可以采取的了结方式有以下三种：

1. 平仓：指买入或卖出与所持期权合约的数量、标的物、月份、到期日、类型和行权价格相同，但方向相反的期权合约以了结期权合约的方式。

2. 行权：指期权合约买方按照规定行使权利，以行权价格买入或者卖出标的物。

3. 放弃：指期权合约到期，买方不行使权利，卖方义务终结。

根据期权的行权价格，保护性策略和抵补性策略对于了结方式选择的具体分析如下：

对于保护性策略，买入期权后，平仓了结优于放弃。期权的价值包括内在价值与时间价值两部分，期货期权的权利金大于内在价值。买方提出行权后获得期货部位，只能从内在价值中获利，但放弃了期权的时间价值。所以，如果市场流动性较好，平仓为最优选择，保值者可以通过期权的盈利来弥补现货（期货）的损失，或者减少期权部位的亏损。如果保值者想进行实物交割，可以考虑行权。保值者在买入期权后，不会面临交纳及追加保证金的风险，但如果保值者根据市场情况，选择通过

实物交割的方式来完成保值交易，就需要先提出行权，以获得期货部位。需要注意的是，交易者须满足期货交易的保证金要求，进入交割月前一个月，白糖期货的交易保证金逐步提高（具体见交易所规则），交易者要预先安排好资金，确保套期保值计划顺利进行。

对于抵补性策略，卖出期权后，卖方有义务而无权利，对于持仓了结的方式处于被动地位。最有利的方式是买方到期放弃，卖方可以获取全部的权利金收入。如果买方提出行权，卖方需要履约，这时一般对卖方情况不利，会打乱保值者的交易计划。

（二）期权套保月份与到期

商品期权的到期一般要提前合约月份一段时间。郑商所白糖期权合约的到期日和最后交易日均为期货交割月份前两个月的倒数第5个交易日，根据套期保值月份相近的操作原则，应注意与其现货（期货）经营计划的期限上的匹配。

（三）期权套保与行权价格

投资者可以根据自己的成本预算及套保效果等选择确定期权合约的行权价格。对于生产者来说，为了获得较好的卖价，买入的看跌期权行权价格越高，收益越高，但其权利金成本也越高；看跌期权的行权价格越低，其锁定的卖出价越低，但权利金成本也越低。对于加工厂来说，买入的看涨期权行权价格

低，可以保持较低的生产成本，但其权利金成本相应较高；看涨期权的行权价格高，意味着将来的买价高，但权利金成本相对较低。在期权市场中，一般情况下平值附近的期权合约交易较为活跃，深实值与深虚值的期权合约流动性不足。深度实值的期权能够提供更大的保护，但权利金高；深度虚值期权的权利金低，但其保护效果甚微。保值企业应根据自己的保值目标和成本计划，选择保值行权价合约。

（四）期权套保与流动性

期权合约多，成交相对分散，保值者在建立期权部位后，随着期货价格的波动，期权可能成为深实值或深虚值的状态，成交清淡。这时，保值者可能无法平仓未了结部位。白糖期权实行做市商制度，做市商的报价可以满足企业保值的需要，但买卖报价有一定的价差，也是影响保值成本的因素之一。因此，保值者与其他期权交易者一样，都需要根据流动性选择交易合约和保值部位了结的方式。

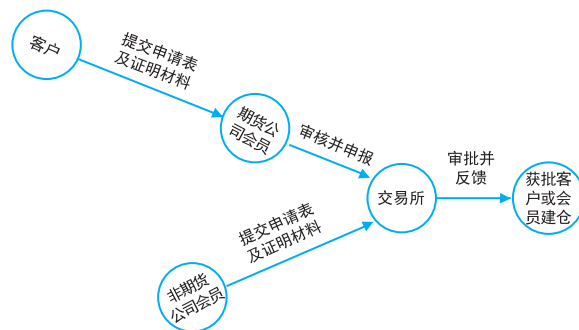
（五）期权套保申请流程

套期保值持仓额度实行审批制，分为一般月份套期保值持仓额度和临近交割月份套期保值持仓额度。

期货和期权套期保值持仓合并不得超过交易所批准的套期保值额度。套期保值持仓额度分为买入套期保值持仓额度和卖出套期保值持仓额度。期货合约买持仓、看涨期权合约买持仓、看跌期权合约卖持仓，合并为买入套期保值持仓；期货合约卖

持仓、看涨期权合约卖持仓、看跌期权合约买持仓，合并为卖出套期保值持仓。

郑州商品交易所期权套期保值业务申请遵循以下程序：



1. 套期保值申请

需要进行期权套期保值交易的客户可向其开户的期货公司会员申报，由期货公司会员进行审核后，向交易所办理申报手续；非期货公司会员直接向交易所办理申报手续。申请时，按规定填写申请表并提交相关证明材料，包括：企业营业执照副本（复印件）；企业近两年的现货经营业绩；企业套期保值交易方案（主要内容包括风险来源分析、保值目标、预期交割或平仓的数量）；交易所要求的其他材料。

期权套期保值持仓额度的申请应当在《郑州商品交易所套期保值管理办法》规定的时间内提出，逾期交易所不再受理该合约套期保值持仓额度的申请。会员和客户可以一次申请多个合约的套期保值额度。

2. 套期保值审批

交易所对一般月份套期保值持仓额度的申请，按主体资格是否符合，套期保值品种、交易部位、买卖数量、套期保值时间与其生产经营规模、历史经营状况、资金等情况是否相适应进行审核，确定其一般月份套期保值持仓额度。一般月份套期保值持仓额度不超过其所提供的一般月份套期保值证明材料中所申报的数量。交易所自收到套期保值持仓额度，对符合套期保值条件的，通知其准予办理；对不符合套期保值条件的，通知其不予办理；对相关证明材料不足的，通知申请人补充相关证明材料。

3. 套期保值交易

获批套期保值持仓额度的会员和客户，按获批的交易部位和额度建仓：可通过交易指令直接建立套期保值持仓，也可通过对历史投机持仓确认的方式建立套期保值持仓。期权行权时，期权套期保值持仓转化为相应的期货套期保值持仓。

详细内容参见《郑州商品交易所套期保值管理办法》。

附件 1

期权套期保值规定及说明

期权是一种独特的风险管理工具，为促进期权套期保值交易，更好地发挥市场功能，郑商所制定了期权与期货一体化的套期保值管理规定。

一、期权套期保值相关规定

《郑州商品交易所套期保值管理办法》中期权有关套保内容如下：

1. 买入套期保值持仓额度可以用于建立期货合约买方向、看涨期权合约买方向、看跌期权合约卖方向的套期保值持仓；卖出套期保值持仓额度可以用于建立期货合约卖方向、看涨期权合约卖方向、看跌期权合约买方向的套期保值持仓。

2. 期权行权时，期权套期保值持仓转化为相应的期货套期保值持仓。

3. 交易所所有权要求获批套期保值持仓额度的会员或客户报告现货、期货及期权交易情况。

二、期权套期保值规定说明

1. 期权套期保值分类

在期货交易，买入期货规避价格上涨风险时，称为买期

保值；卖出期货规避价格下跌风险时，称为卖期保值。在期权交易中，与限仓原理相同，期权按持仓部位所转换的期货部位来确定买期保值和卖期保值。买入看跌期权和卖出看涨期权都称为卖期保值，因为行权后转换的部位都是期货空头，可以对冲现货多头风险；相反，买入看涨期权和卖出看跌期权都称为买期保值，因为行权后都转换成期货多头部位，可以对冲现货空头风险。期权上市后，套期保值范围扩展至期权，对期货、期权套期保值持仓方向按如上解释统一定义。

2. 期权套保额度共用和属性承继

期货和期权都可以对冲现货风险。为便于企业灵活开展套期保值业务，对套期保值持仓进行有效监管，郑商所规定，期货和期权共用套期保值额度。在额度内，企业可以灵活选择期货或期权建立套保持仓。期权行权转换为期货部位，套期保值持仓属性自动继承。

附件 2

国外农产品期权补贴项目

一、美国期权补贴试点项目概况

依据 1990 年《农业法案》，美国从 1993 年粮食生产年度开始，美国农业部选择伊利诺斯州、衣阿华州、印第安纳州、堪萨斯州、北达科他州、俄亥俄州和内布拉斯加州等 7 个州中的 21 个县的玉米、大豆和小麦生产者参加期权补贴项目试验，从而替代传统的农业支持政策。政府补贴期权试验项目有三个主要目的：一是要确定期权合约是否有助于农场主降低价格风险；二是生产商是否接受期权交易，是否把期权用于上述目的以及他们需要哪方面的培训；三是如果生产商广泛使用此类政府补贴期权的话，对商品价格将产生什么影响。调查显示，美国谷物期权试点项目结束后，美国农场主或生产商中约有 30% 至 40% 直接利用期权产品进行风险管理，而另外 30% 至 40% 也在间接利用期权产品进行风险管理，二者合计占比达 75%。

美国期权试点项目开展方式如下：

(1) 参加试验的农民可以选择购买与目标价格水平相等的看跌期权。其中生产玉米的农民应在 1993 年 6 月 15 日前以 2.75 美元每蒲式耳的行权价格至少购买一个 1993 年 12 月份看跌期权合约(最多不超过 10 个期权合约，即不超过 50000 蒲式耳)；生产小麦的农民应在 1993 年 5 月 15 日之前

以 4 美元每蒲式耳的行权价格至少购买一个 1993 年 9 月份看跌期权合约 (最多不超过 3 个)。政府将代为支付购买期权合约的权利金。

(2) 参加试验的农民也可以选择最低保护价水平的看跌期权。生产玉米的农民在玉米收获季节开始直到期权到期前, 以当地最低保护价水平至少购买一个 1994 年 3 月份玉米看跌期权合约 (最多不超过 10 个玉米合约减去玉米目标价格看跌期权所交易的生产量)。生产小麦的农民在小麦收获季节开始直到期权到期前, 以当地最低保护价格水平至少购买一个 1993 年 12 月份的看跌期权合约 (最多不超过 3 个小麦合约减去小麦目标价格看跌期权所交易的生产量); 生产大豆的农民在大豆收获季节开始直到期权到期前, 以当地最低保护价水平至少购买一个 1994 年 3 月的大豆看跌期权合约 (最多不超过 3 个)。

(3) 1993 年每蒲式耳谷物政府给予 15 美分的参与补贴 (每个期权合约 750 美元), 用于补贴手续费或其他交易中发生的费用。农民可委托经纪人进入芝加哥期货市场进行交易。1994 和 1995 年, 每蒲式耳谷物政府给予 5 美分参与补贴 (每个合约 250 美元), 用来补贴交易中的手续费或其他交易中发生的费用以鼓励农民进入期权市场。

二、墨西哥期权补贴试点项目概况

1992 年 8 月美国、加拿大、墨西哥三国签订北美自由贸易协定 (NAFTA), 逐步实现了区域内农产品的贸易自由化。加入 NAFTA 后, 随着美国低价粮食大量涌入, 原来的农业补贴政策使相关农产品的境内外价格倒挂幅度不断加大, 不仅削弱了本土农业的国际竞争力, 而且推高了相关下游企业的生产成本。为适应国际贸易市场大环境的变革, 墨西哥政府积极探索利用期权补贴农业。

墨西哥在 1994 年和 2006 年分别开展了期权试点项目。1994 年, 通过棉花价格支持计划对棉花实施农产品期权项目。此后一年扩大到玉米、小麦、高粱、大豆。2006 年实施的期权试点项目与美国 1993-1995 年期权试点项目相似。农产品期权补贴项目的主要目标是引导本土农民及农产品生产商、贸易商参与美国期货期权市场进行套期保值交易, 通过市场化手段规避国际农产品价格波动带来的风险, 最大限度缓解政府收购政策的取消给农民和涉农企业带来的可能负面冲击, 进而提升本土农业的国际市场竞争力。

但墨西哥没有期权市场, 试点项目以政府作为桥梁, 将农民避险需求统一集中到大型投行或金融机构, 再由这些金融机构到芝加哥期货交易所 (CBOT) 和美国棉花交易所利用商品期权对冲农产品风险。政府向农民补贴期权交易权利金, 从而使农民间接参与到美国期权市场, 达到政府对农民及农业生产

支持的目的。

目前，墨西哥期权补贴试点项目规模持续扩大。主要表现在两个方面。一是农户参加数量不断增加，除了一些大型企业，一些中小农户也通过合作社或直接参与该项目，利用期权进行风险管理。以咖啡为例，早在 2005 年墨西哥本土 20 多万家咖啡农户中就有超过 1000 家参与该期权补贴项目。二是政府补贴金额和期权买入数量不断增加。以 2010 年为例，墨西哥农产品期权补贴项目的预算总金额已高达 8.42 亿美元，约为十年前的 37 倍，而在美国农产品期权市场买入期权合约的数量约为 40 万手，是 2008 年的两倍。

农产品期权补贴相关项目由墨西哥农业部下设的农业贸易支持与服务局（ASERCA）负责操作，有两种：一种为简单的直接补贴，只针对农产品卖方，由农户、合作社等申请政府资金补贴，并通过政府机构完成买入期权的套保交易；另一种为与现货项目结合的合同补贴，针对农产品的买方和卖方，政府作为中介撮合买卖双方参考国际期货市场价格签署远期现货合同，同时政府使用财政资金买入与该远期现货合同价格和数量相匹配的看涨和看跌期权，在买卖双方完成现货合同履行后，期权交易所得收益用于补偿上述合同双方中受价格不利影响的一方。