

期权套期保值的分析与应用

永安期货 王晓宝

随着期权衍生品的流行，期权在价值投资、资产配置方面发挥了重要作用，此外，越来越多的企业也开始选择期权作为套期保值的工具，的确，期权的非线性特征会给套保者带来不同的避险体验，但这并不意味着利用期权套保完美无缺，本文在简要介绍期权套期保值优劣势的基础上，对企业现实保值中的期权应用做深入讨论。

一、期权套期保值概述

期权套期保值是指把期权市场当作转移价格风险的场所，在期权市场上买进或卖出与现货商品相同或相关、方向相反、数量相等或相当、月份相同或相近的期权合约，从而在期权和现货两个市场之间建立盈亏冲抵机制，以规避价格波动风险的一种交易方式。基于期权非线性特征，期权套保与期货套保有较大差别。

(一) 期权套保的优势

1、对冲波动率风险

期权买方具有做多波动率的特征，卖方具有做空波动率的特征，如果标的资产波动率在套保期间增大，买方可通过波动率增加得到额外收益，因此利用期权套保不仅可以实现价格对冲，也可以实现波动率的对冲，套保效果更加全面，

这是期货套保做不具备的。

2、期权套保没有追加保证金风险

传统的期货套保中，一旦价格向期货相反方向大幅波动，企业将面临追加保证金风险，资金压力巨大，经常由于没能及时追加保证金而被强平，被迫结束保值，给企业正常生产经营带来负面影响。买入期权套保则不然，无论后市标的资产价格如何波动，套保者最大损失固定权利金，没有交易所的追加保证金要求。

3、期权套保能够赚取额外收益

买入期权风险仅限于权利金成本，但潜在收益无限，这说明买入期权套保在满足套保需求的同时，当价格向期权方向不利变动，现货方面的收益超过权利金成本时，能够赚取额外收益。

举个例子，假设豆粕期货与现货均为 3000 元/吨，套保者买入 100 手一个月后到期的豆粕平值看涨期货期权，付出权利金为 68 元/吨，为一个月后将要购进的 1000 吨豆粕现货做买入保值，持有期内，在基差不变的前提下，若豆粕价格大幅下跌 100 元/吨，期货头寸只损失 68 元/吨的权利金，而企业却可以在 2900 元/吨的低价买入现货，总体购入成本为 2968 元/吨，若利用期货保值，则只能锁定 3000 元/吨的购入价格，与期货相比，期权套保获得超额利润 32 元/吨。

（二）期权套保的劣势

众所周知，期货套保需要付出保证金，套保结束后，保证金依然属于套保者，而买入期权套保是实际付出权利金，无论保值效果如何，该权利金都是实际付出的，也就是说，期权套保是要付出一定成本的。下表列出了当豆粕期货为3000元/吨时，不同期限下的平值期权权利金。

表1 不同期限下的豆粕平值期权权利金

期权期限	一个月期	二个月期	三个月期
权利金成本	68元/吨	97元/吨	118元/吨

由上表可知，期权保值的成本是比较高的。此外，若选择买入期权保值，若标的资产价格窄幅盘整，套保者很可能在期权头寸上白白亏损权利金，却无法在现货头寸上获得利润。

二、期权保值适应场合

通常来讲，凡是可以利用期货保值的情景，都可以替换为期权保值，具体用哪一种保值工具，要根据企业资金状况、风险承受能力以及对未来行情预期等方面决定。值得一提的是，在某些企业经营模式下，期权更加适合用来进行保值，例如投标经营模式。

假设某电缆企业采取投标经营，即在签订生产合同之前要进行投标，中标，则进行生产，不中标，则不进行生产。显然，投标过程中企业面临双重风险，一是投标风险，能否中标？若中标，则企业需购入现货铜进行经营生产，若不中

标，则无需备货。二是价格风险，投标过程中，企业面临铜价上涨风险，一旦中标，则只能高价买入现货铜。

显然，该企业需要进行买入保值操作，传统期货套期保值，通常如下表所示：

表 2 期货套期保值情景分析

买入沪铜主力期货合约保值		
中标	铜价上涨	企业高价买入现货铜，但期货短盈利，风险得到控制
	铜价下跌	企业低价买入现货铜，但期货端同步亏损，虽然风险得到控制，但无法获得超额收益
未中标	铜价上涨	企业无需买入现货铜，期货端盈利，获得超额利润
	铜价下跌	企业无需买入现货铜，期货端亏损，面临较大亏损

由上表可知，企业最大风险在于未中标，并且铜价下跌，价格下跌幅度越大，亏损越大。但在投标结果公布之前，企业不得不承受风险，此时，若利用期权套期保值，则可避免这类潜在巨大风险发生。

试想，若企业买入铜期权（目前交易所尚未推出铜期权，这里只是假设），在铜价下跌，且未中标情况下，企业只需将期权平仓，承受小额权利金损失，避免了潜在巨大风险。

三、期权套保的难点分析

期权是较为复杂的衍生产品，合约数量多，实际套保过程中存在以下几个难点。

（一）套保策略多样化

期权本身以策略多样化著称，但在套保设计中，这也给套保者带来了困难，理论上讲，任何在套保方向上适合的期

权组合，都可以用于套保，每种方式都有其优势和劣势。对于买入套保而言，最常见的便是买入看涨和卖出看跌；对应卖出套保而言，最常见的是买入看跌和卖出看涨。一般而言，若预期后市价格波幅较大，则适合利用买入期权保值，预期后市价格波幅小，则适合利用卖出期权保值。

(二) 用什么样的期权合约？

期货套保往往会选择主力期货合约，无需过多考虑，期权则不然，除了执行价格众多，还要考虑期限长短，这关系到权利金的成本付出。一般而言，执行价格应当基于企业财务状况、采购成本、权利金高低、合约流动性四方面确定。而到期月份则最好要长于保值期限，从时间价值贬值角度考虑，这是降低成本的有效途径。

(三) 套保比例的确定与调整

期权非线性特征决定了期权保值分为动态与静态两种模式。

静态对冲，考虑最终会行权，只需保证期权所标的的头寸数量与投资者需要保值的数量相同即可，适合于短期保值。例如需要为 1000 吨豆粕做买入保值，那么只需购入 100 手豆粕看涨期权，后期耐心持有，无需做太多调整，从操作上讲是比较简单的。

动态套保，即 Delta 对冲套保，在初始阶段，需要购入与现货 Delta 相符合的期权量，后期随着价格的波动，不断

调整期权头寸，以期权的波动来精确规避标的资产的价格波动风险，从操作上讲，这对保值者能力要求较高。

综上所述，期权作为套期保值新的工具选择，在适应度，风险控制等方面优于期货保值，但从操作难度上讲更大，具体利用期货还是期权保值，怎么保值，都需要因地制宜的进行全方面分析，进而得出结论。