

## 期权套期保值的分析与应用

来源： 期货日报

随着期权衍生品的发展，期权在价值投资、资产配置方面发挥了重要的作用，而且越来越多的企业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期保值完美无缺。本文在简要介绍期权套期保值概况的基础上，深入讨论期权套期保值在企业中的应用。

### 期权套期保值的优劣势

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。下面我们简要分析期权套期保值的优劣势。

#### 期权套期保值的优势

一是期权套期保值可以对冲波动率风险。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期保值期间增大，买方可以通过波动率增加得到额外收益。因此，利用期权套期保值不仅可以实现价格对冲，还可以实现波动率的对冲，套期保值效果更加全面，这是期货套期保值所不具备的。

二是期权套期保值没有追加保证金风险。传统的期货套期保值中，一旦价格向期货相反的方向大幅波动，企业将面临追加保证金的风险，资金压力巨大，企业经常由于没能及时追加保证金而被强平，被迫结束保值，给企业正常的经营生产带来负面影响。买入期权套期保值则不然，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。

三是期权套期保值能够赚取额外收益。买入期权风险仅限于权利金成本，但潜在收益无限。这说明买入期权套期保值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。

例如，假设豆粕期货与现货价格均为 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 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，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。若利用期货套期保值，则只能锁定 3000 元/吨的购入价格。所以与期货相比，期权套期保值获得超额利润 32 元/吨。

#### 期权套期保值的劣势

期货套期保值需要付出保证金，套期保值结束后，保证金依然属于套保者。而买入期权套期保值是实际付出权利金，无论套期保值效果如何，该权利金都是实际付出的。也就是

说，期权套期保值要付出一定的成本。下表列出了当豆粕期货价格为 3000 元/吨时，不同期限下的平值期权权利金。

期权期限	一个月期	两个月期	三个月期
权利金成本	68元/吨	97元/吨	118元/吨

表为不同期限下的豆粕平值期权权利金

由表可知，期权套期保值的成本是比较高的。此外，如果选择买入期权套期保值，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。

### 期权套期保值适应的场合

一般而言，凡是可以利用期货套期保值的情景，都可以替换为期权套期保值。具体用哪一种套期保值工具，要根据企业的资金状况、风险承受能力以及对未来行情预期来决定。

值得一提的是，在某些企业的经营模式下，更适合用期权来进行保值，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。如果中标，企业则需要购入现货铜进行经营生产；如果不中标，企业则无需备货。二是价格风险。在投标过程中，企业面临铜价上涨的风险，一旦中标则只能高价买入现货铜。所以该企业需要进行买入套期保值，首先选用的是传统的期货套期保值。

买入沪铜主力期货合约套期保值		
中标	铜价上涨	企业高价买入现货铜，但期货端盈利，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。

表为期货套期保值情景分析

由表可知，企业的最大风险在于没有中标，而且铜价下跌，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，如果利用期权套期保值，则可以避免这些潜在的风险发生。

假设企业买入铜期权（目前交易所尚未推出铜期权），在铜价下跌且未中标的情况下，企业只需要将期权平仓，承受小额的权利金损失，避免了潜在的巨大风险。

### 期权套期保值的难点分析

期权是较为复杂的衍生产品，合约数量较多。在实际的套期保值过程中存在以下几个难点。

### 期权套期保值策略多样化

期权本身以策略多样化著称，这也给套保者带来了困难。理论上，任何在套期保值方向上适合的期权组合都可以用于套保，而且每种方式都有其优势和劣势。对于买入套期保值而言，最常见的便是买入看涨和卖出看跌套保；对于卖出套期保值而言，最常见的是买入看跌和卖出看涨套保。一般而言，如果预期后市价格波幅较大，则适合利用买入期权保值；如果预期后市价格波幅小，则适合利用卖出期权保值。

### 套期保值期权合约的选择

期货套期保值往往会选择主力期货合约，不需要过多考虑。期权则不然，除了执行价格众多外，还要考虑合约期限的长短，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、合约流动性来确定。而到期月份则最好要长于套期保值期限，从时间价值贬值角度考虑，这是降低成本的有效途径。

### 套期保值比例的确定与调整

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。只需要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，企业需要为 1000 吨豆粕做买入套期保值，那么只需要购入 100 手豆粕看涨期权，后期耐心持有，不需要有太多调整，从操作上讲是比较简单的。

动态套保，即 Delta 值对冲套保。在初始阶段，企业需要购入与现货 Delta 值相符合的期权量，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，这对保值者的能力要求较高。

整体而言，期权作为套期保值工具的新选择，在适应度、风险控制等方面优于期货套期保值，但是操作难度却大于期货套期保值。企业具体利用期货还是期权进行套期保值以及如何保值，都需要因地制宜地进行全方面分析，进而得出结论。