

商品期权交易机会分析

随着投资者的不断成熟，其投资风险意识也不断增强。在没有商品期权交易时，传统的套期保值主要是利用期货对现货进行套期保值，如果单纯的期货头寸，则存在风险敞口。由于期货交易的杠杆性，使得部分投资者期货交易面临较大的风险，且这部分风险无法有效规避，有时候只能止损。

商品期权的挂牌交易，不仅是现货投资者的福音，也为期货投资者提供规避风险的工具。商品期权上市以来，国内投资者逐渐熟悉，参与程度提高，交易量增加，持仓量上升。但是，期权作为一种专业的金融衍生品，需要参与者更加专业的知识结构。因此，期权上市初期，难免会出现一些不合理的价格，这就意味着较多的投资机会。

通过观察期权量价仓的变化，结合期权相关理论，综合分析，我们认为，对于不同需求的期权参与者，期权有较大的比较优势，也存在较多的投资机会。

一、套保优势：规避风险 保留潜在的收益

传统的利用期货进行套期保值，主要是现货商通过期货市场锁定大宗商品买入或销售价格，从而锁定购入成本或销售收益的做法。这种做法的优势和劣势都比较鲜明：优势是能够提前锁定价格，降低商品价格变化的不确定性；劣势是规避风险的同时，也失去了潜在的获利机会，即价格向有利方向变化时也不能获得其带来的收益。

保守主义者认为，套期保值的目的是为了规避价格向不利方向变化的风险，而不是为了获得潜在的收益，达到初心即可。诚然，参与套期保值的现货商大多数都是风险厌恶者，这不代表他们不能承受风险，只是愿意承受的风险有限。因此，采用期货套保规避了的风险，也丧失了潜在的收益。

期权的上市交易，解决了一些利用金融衍生品套保的难题，即以较小的代价，规避大部分的价格风险，同时又保留获取潜在收益的权利。买入期权，锁定一个按照约定价格交易的权利，这个权利具有选择性，即对己方有利的时候可以选择使用，无利可图的时候可选择放弃该权利。

例如，5月下旬，某饲料生产商计划在6月初买入1000吨豆粕，当时豆粕价格处于下跌通道，该生产商由于资金尚未完全到位，决定利用金融衍生品进行操作，心理价位在2750--2800之间。5月24日，豆粕期货主力1709合约价格2710元，跌破前期低点，尾盘拉升，有止跌迹象，该现货商觉得时机合适，以2735的价格买入豆粕期货100手，占有资金约30万元。这样，其锁定进货价格为2735元/吨，和心理价位相比，增加15--65元/吨的利润。6月1日，豆粕期货1709合约最低价2604，现货市场其以2620元/吨买进豆粕现货，期货上以2625价格平仓，综合结算，其进货成本为2730元/吨。

还有另外一种选择，该饲料生产商利用豆粕期权进行套保。5月24日，执

行价为 2750 的看涨期权价格交投区间为【55.5， 72.5】，其以 62 元/吨的价格买入 100 手看涨期权，支付权利金 6.2 万元。这就意味着，如果豆粕价格上涨，其有权利以 2750 价格买入 1000 吨豆粕；如果豆粕价格继续下跌，其可以选择放弃买入权利，在现货市场以更低的价格买入豆粕。6 月 1 日，执行价为 2750 的看涨期权合约价格交投区间为【33.5， 37】，其以 35 元的价格对冲掉期权头寸，现货市场其以 2620 元/吨买进豆粕现货，综合结算，其进货成本为 2647 元/吨。

图表 1 期货和期权套保对比收益情况

	现货市场	期货市场	期权市场
5 月 24 日	计划买入 1000 吨豆粕，资金暂时到位，进行套保。	以 2735 元/吨的价格买入 100 手 1709 期货合约，占用资金约 30 万	买入标的物为豆粕期货 1709 合约执行价为 2750 元/吨的看涨期权 100 手，使用资金 6.2 万
6 月 1 日	2620 价格买入 1000 吨豆粕	以 2625 价格对冲平仓	以 35 元吨的价格对冲平仓
盈亏	支付 262 万元	亏损 11 万元	亏损 2.7 万元
综合结算	现货+期货：支付 273 万元；现货+期权：支付 264.7 万元。		

从本质上分析，期货套保的是价格本身，没有时间限制，这个不确定性不会随时间的变化而变化；期权套保的是时间与价格共同体，随着时间的推移价格的不确定性越来越低。当然，期权支付的是权利金，期货只是缴纳保证金，权利和义务的不对等性，带来的结果也可能有很大的差别。如果价格的波动带来的收益比时间价值衰减少，那么期权套保会存在一定的损失。从成本和收益的角度分析，如果套保者能够承受一定的风险换取潜在的收益，那么就应该选择期权进行套保。

二、套利机会分析

传统套利主要是利用不合理的价差而进行操作的交易策略，如根据现货价格和持有成本理论推断期货价格是否合理，如果期货价格偏高可以通过买入现货、卖出期货合约进行套利，或者根据持有成本理论判断不同合约之间的价差，一旦超出合理范围就会就行相应的操作。

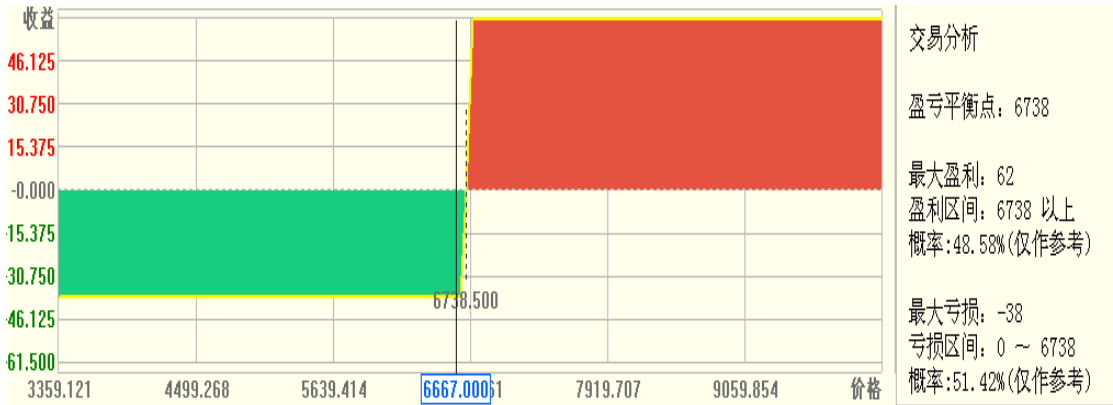
除此之外，期权可以根据对后市判断的不同，进行套利操作。对未来行情的研判，一般可分为五种：大涨、小涨、盘整、小跌、大跌。对于大涨或者大跌，直接单边操作就行；对于盘整，可以进行展期操作；针对小涨或小跌，可以进行套利；基于价格变化的途径，也可以采用不同的策略进行套利。

以白糖期权为例。某投资者经过分析认为，白糖期货主力合约 1709 价格近期会出现一波反弹，但反弹高度有限，反弹高点可能在 6750--6800 之间。

第一种策略：该投资者买入一手标的为白糖 1709 合约，执行价为 6700 的看涨期权，支付权利金 75 元/吨，同时卖出一手执行价为 6800 的看涨期权，收入权利金 37 元/吨。该投资者这一套利策略，净支出权利金 38 元/吨，其最大亏损就是每吨 38 元，最大收益是 62 元/吨，损益平衡点为 6738。具体盈亏变化情况

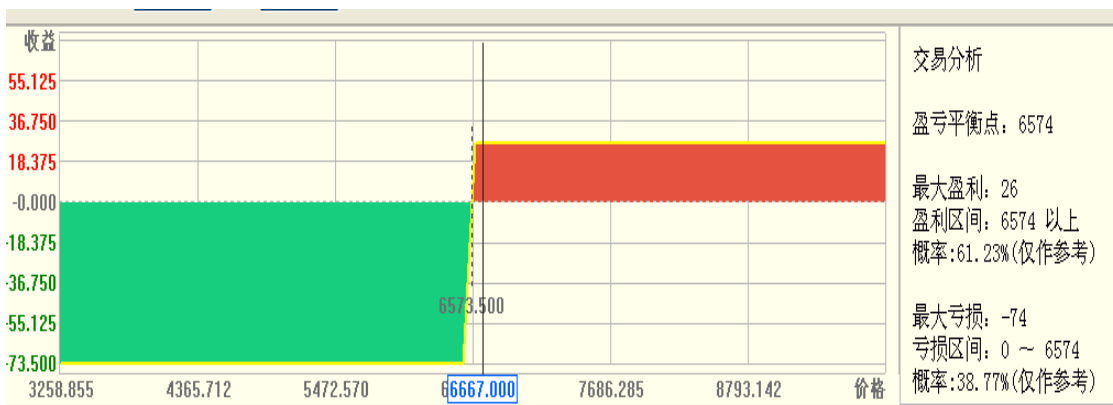
如图表 2。

图表 2 买 CR1709-C-6700，卖 CR1709-C-6800 策略损益平衡表



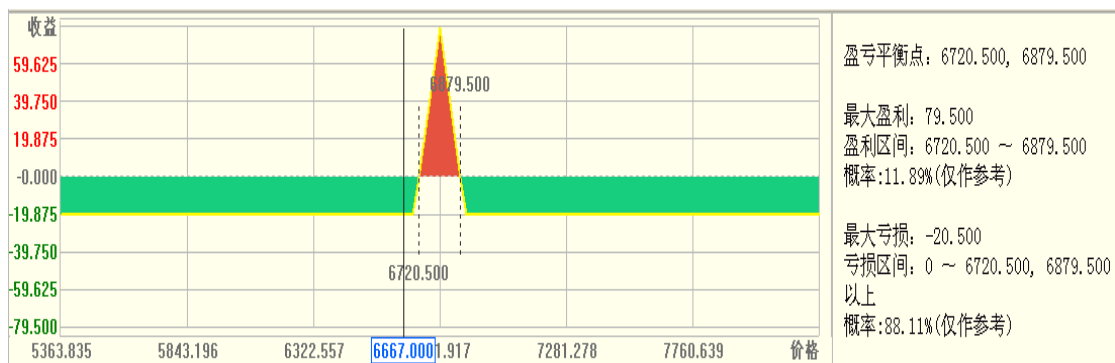
第二种策略：该投资者卖出执行价为 6600 的看跌期权，收取保证金 62 元/吨，同时卖出执行价为 6500 的看跌期权，支付权利金 35.5 元/吨。该投资者这一套利策略，净收入权利金 26.5 元/吨，其最大亏损就是每吨 73.5 元，最大收益是 26.5 元/吨，损益平衡点为 6573.5。具体盈亏变化情况如图表 3。

图表 3 买 CR1709-P-6500，卖 CR1709-P-6600 策略损益平衡表



第三种策略：该投资者买入一手标的为白糖 1709 合约，执行价为 6700 的看涨期权，支付权利金 75 元/吨，同时卖出两手执行价为 6800 的看涨期权，收入权利金 37 元/吨，买入一手执行价为 6900 的看涨期权，支付权利金 18 元/吨。该投资者这一套利策略，净支出权利金 20.5 元/吨，其最大亏损就是每吨 20.5 元，最大收益是 79.5 元/吨，损益平衡点为 6720.5 和 6879.5。具体盈亏变化情况如图表 4。

图表 4 买 CR1709-C-6700，卖 CR1709-C-6800（2 份），买 CR1709-C-6900 策略损益平衡表



比例三种不同的策略，各有优势。第一种潜在的收益较高，风险较小，但是赚钱的概率一般；第二种潜在的收益较低，风险较大，但赚钱的概率较高；第三种策略潜在收益最高，风险最小，但赚钱概率最低。所以第一种策略是中等概率赚钱，适合稳健的投资者；第二种大概率赚小钱，适合保守的投资者；第三种策略小概率赚大钱，适合激进投资者。

我们认为，期权套利机会远比期货机会多。套利机会和合约数量成正比，即上市挂牌交易的合约数量越多，套利机会就越多。期货合约数量基本是固定的，一个合约的消亡伴随着新合约的诞生。期权合约数量理论上上限，只要标的物的价格持续上涨或下跌，就会不断有新的期权合约挂牌交易，就会出现新的套利机会。投资者可以根据自己的专业知识进行判断，选择适合自己的策略进行操作，无论选择什么样的策略，都要把控制风险放在第一位。

三、展期收益分析

期权展期收益，指在相同的执行价格下，延期期权的行权期限，从而循环获得因随时间消逝的那部分权利金。对于期权价值即权利金而言，其分为两部分：时间价值和内涵价值。从根本上分析，内涵价值主要指执行价和现货价之间的关系，时间价值指因为时间而导致未来价格变化的不确定性产生的。因为交割时间的存在，使得期权标的物的价格不断变化，既有可能使得现货价高于期权约定执行价格，也有可能使得现货价低于期权约定的执行价格，唯一可确定的是，随着时间流逝，这种不确定性越来越小。当期权标的物价格变化的不确定性越来越小，其时间价值也就越来越低。如果其标的物现货价格保持不变或者变化很小，随着交割日的临近，其时间价值加速衰减，对于期权的卖方，就可以获得这部分时间价值。对于期权的卖方来说，期权标的物的价格可能向不利于己方的方向变化，这时候，可以转换合约，以相同的执行价格卖出下一合约。由于执行价格相同，远月合约的期权价格必定高于近期合约的期权价格，从而获得期权展期收益。

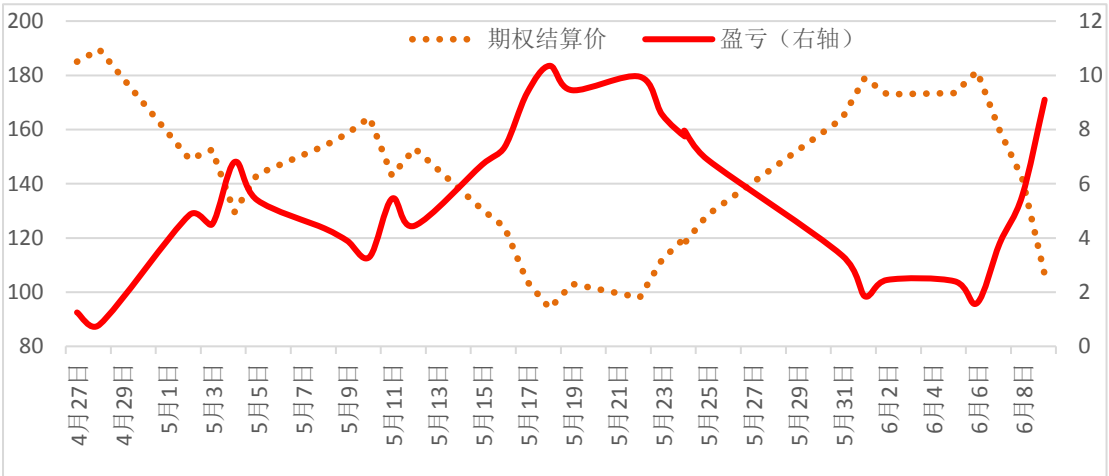
期权展期收益，是由于时间消逝导致期权价值衰减带来的收益，这就要求投资者卖出期权，获得权利金。市场普遍认为，卖出期权的风险是无限的，而收益是有限的。在一定的时期内，标的资产价格上涨或下跌的幅度都是有限的，极端行情（连续上涨或连续下跌）出现的概率较小，这就意味着期权的卖方承受的风险也是有限的，只是和权利金相比较大而己。

期权展期操作，就是在标的物价格震荡过程中赚取时间期权合约的时间价值。

从期权时间价值的衰减速度分析，随着到期日的临近，价格不确定性大幅度降低，时间价值加速衰减，对于期权的卖方更加有利。

例如，某机构投资者投研团队在 4 月下旬对白糖 1709 合约价格走势进行研判，认为其价格上涨和下跌的空间都不大，6700 可能是其震荡中枢，4 月 27 日以 197.5 元/吨的价格卖出 CR1709-P-6700 合约 100 手，收取权利金 19.75 万元，资金占用约 40 万元。从 4 月 27 日到 6 月 9 日，该客户盈亏变化情况如图表 5 所示。

图表 5 期权 CR1709-P-6700 合约结算价与客户盈亏变化 （单位：万元）



从标的白糖期货 1709 合约价格分析，4 月 27 日结算价为 6627，6 月 9 日结算价为 6660，期货结算价格，变化仅仅 5%，期权结算价格由 185,降至 106.5，降幅高达 43.4%。我们认为，期权价格的大幅度下降，主要是时间价值快速衰减导致。随着期权到期日的临近，时间价值衰减将加速，卖出看跌期权收益更为可观。

对于期权卖方来说，获利才是最终目的。因此，在期权即将到期时的选择较为关键，无论是亏损还是盈利，如何继续这种策略才是最关键的。随着交割日临近，期权价值中的时间价值逐渐趋于 0，期权的价格无限接近期权内在价值。此时，我们可以改变标的资产的到期时间，即展期交易，在同样的执行价格 6700 下，卖出新的看跌期权 CR1801-P-6700 合约 100 手，原来即将到期的看跌期权 CR1709-P-6700 合约对冲平仓，获利约 8 万元。此时新卖出期权的价值的 CR1801-P-6700 等于时间价值和内在价值之和。由于两个期权的执行价格都是 6700，新卖出的期权剩余期限大于已对冲的期权剩余期限，那么新卖出的期权价格为 138.5，大于已对冲的期权价格 106.5。

一般来说，标的资产的价格总是在不断变化的过程中，一直按照某一执行价格卖出期权，那么这就会使得卖出的期权可能在实值期权和虚值期权之间变换。一旦出现极端快速上涨行情时，这已执行价格可能就不存在了，可能导致期权展期收益策略的失败，这也是本策略潜在的最大风险。

对于资金雄厚的机构投资者，我们认为展期操作比较适合其投资策略。首先，

机构投资者有较强的研发能力，对基本面的研究较为透彻，价格走势预判准确率较高，可以选择适当的执行价格。其次，抵抗风险能力较强。价格的波动性不会使投资时刻属于盈利状态或盈利一直增加的状态，这就需要较强的风险低于能力和抗干扰能力，机构投资者优于个人投资者。第三，资金充足。作为期权的卖方，存在追加保证金的风险，这就需要有充足的资金作为后盾，以免被强平。

商品期权的挂牌交易，是国内金融衍生品发展史上的里程碑，金融投资策略也将发生重大变革，无论是投资理念还是交易手法，都会出现较大的变化。未来，期权品种会不断增加，投资策略将层出不穷，这需要投资者对期权进行深入了解，加强学习，以便于更好的游刃有余于国内金融衍生品市场。