

# 涉糖企业期权实用套保策略

天示（上海）企业管理有限公司

# 内 容

- 1 | 当下白糖行情探讨
- 2 | 什么是期权
- 3 | 期权和产业结合的本质
- 4 | 策略解析

# 当下白糖行情探讨



# 当下白糖行情探讨（利空？）

- 1、印度糖厂协会称，印度糖厂产量可能在2018/19年度增长1.5%，达到创纪录的3300万吨。
- 2、洲际交易所（ICE）原糖期货价格周五下跌，受乙醇价格下跌和对印度产量的但有影响。ICE 7月原糖期货收低0.22美分，或1.8%，报每磅12.01美分，之前曾跌至11.97美分，为10月以来7月合约的最低价。交易提示：假期期间原糖7月合约价格回落约3%，推升进口利润好转，目前配额外进口成本约4924元/吨，利润超300元/吨。国内方面，目前广西仅剩1家糖厂仍在压榨，云南累计收榨34家糖厂，后期将进入去库存阶段。3月全国销售情况较好，但或提前透支4月的销售量，关注即将公布的4月产销数据。进口利润好转叠加从巴基斯坦进口的15吨免税糖，预计4月进口量将环比有所增加。
- 3、建议：郑糖偏弱运行，SR909暂观望或短空操作为主。

# 当下白糖行情探讨（利多？）

观点：6月中旬以前低位震荡为主，6月下旬开始原糖将会有较好的表现，配额外进口成本上升将带动国内价格上涨。

国际市场：3个催化剂+1个弹性

（1）催化剂1：19/20榨季面积下滑。欧盟种植面积-5%，印度2018年下半年干旱影响较大，预计印度种植面积也将下降。

（2）催化剂2：巴西糖醇比。巴西6月份乙醇价格折算糖价为13.5美分/磅，高于原糖价格；5-6月份是乙醇价格的季节性低点，未来会更高；18/19榨季，巴西将有史以来最多的甘蔗用于生产乙醇（65%），乙醇现货价格创历史新高，巴西混合动力汽车销量2018年同比增加12%，2019年1季度同比增加17%。

（3）催化剂3：印度补贴出口量去化。18/19榨季印度推出500万吨出口补贴计划，补贴之后出口价格为12.9美分/磅，目前已经出口300万吨，剩余200万吨去化以后，国际糖价上方的空间就此打开。印度国内生产成本25美分/磅，现货价格20.5美分/磅。

（4）1个弹性：印度6-9月份的季风雨，目前的预期是正常水平的93%。如果超预期，原糖价格将大幅上涨。

国内市场：18/19榨季，国内供需偏宽松，价格无内生的往上的驱动力。另外，贸易救济政策即将与2020年5月21日到期，压制远端价格的预期。

# 什么是期权？

保险编号	7天保险价格(元/吨)	14天保险价格(元/吨)	30天保险价格(元/吨)	60天保险价格(元/吨)
1	45.00	61.40	87.26	120.80
2	32.56	48.86	74.65	108.10
3	22.68	38.02	63.21	95.97
4	15.13	29.10	52.94	85.16
5	9.62	21.72	43.83	74.88
6	5.80	15.75	35.85	65.50
7	3.31	11.17	29.07	
8	1.78	7.73	23.28	
9	0.91	5.16	18.40	
10	0.44	3.34	14.34	

到期日赔付金额参考表											
保值编号	3475	3450	3425	3400	3375	3350	3325	3300	3275	3250	3225
1	0	25	50	75	100	125	150	175	200	225	250
2	0	0	25	50	75	100	125	150	175	200	225
3	0	0	0	25	50	75	100	125	150	175	200
4	0	0	0	0	25	50	75	100	125	150	175
5	0	0	0	0	0	25	50	75	100	125	150
6	0	0	0	0	0	0	25	50	75	100	125
7	0	0	0	0	0	0	0	25	50	75	100
8	0	0	0	0	0	0	0	0	25	50	75
9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	50
10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25

# 什么是期权？（期权是保险）

Insurance Policy（保险）	Option（期权）
Price of Asset（资产价格）	Underlying Price（标的价格）
Deductible（起付线）	Strike Price（执行价格）
Time（时间）	Time（时间）
Interest Rates（利率）	Interest Rates（利率）
Level of Risk（风险级别）	Volatility（波动率）
= Premium（保金）	= Premium（权利金）

# 场内白糖期权

白糖期权合约(白糖期货1909合约前执行本合约)	
合约标的物	白糖期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1手(10吨)白糖期货合约
报价单位	元(人民币)/吨
最小变动价位	0.5元/吨
涨跌停板幅度	与白糖期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11月
交易时间	每周一至周五上午9:00—11:30, 下午13:30—15:00, 以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前二个月的倒数第5个交易日, 以及交易所规定的其他日期
到期日	同最后交易日
行权价格	以白糖期货前一交易日结算价为基准, 按行权价格间距挂出5个实值期权、1个平值期权和5个虚值期权。行权价格 $\leq$ 3000元/吨, 行权价格间距为50元/吨; 3000元/吨 $<$ 行权价格 $\leq$ 10000元/吨, 行权价格间距为100元/吨; 行权价格 $>$ 10000元/吨, 行权价格间距为200元/吨
行权方式	美式。买方可在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请; 买方可在到期日15:30之前提交行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权: SR—合约月份—C—行权价格 看跌期权: SR—合约月份—P—行权价格
上市交易所	郑州商品交易所
白糖期权合约(白糖期货1909及其后合约执行本合约)	
合约标的物	白糖期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1手(10吨)白糖期货合约
报价单位	元(人民币)/吨
最小变动价位	0.5元/吨
涨跌停板幅度	与白糖期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	标的期货合约中的连续两个近月, 其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到5000手(双边)之后的第二个交易日挂牌
交易时间	每周一至周五上午9:00—11:30, 下午13:30—15:00, 以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第3个交易日, 以及交易所规定的其他日期
到期日	同最后交易日
行权价格	以白糖期货前一交易日结算价为基准, 按行权价格间距挂出5个实值期权、1个平值期权和5个虚值期权。行权价格 $\leq$ 3000元/吨, 行权价格间距为50元/吨; 3000元/吨 $<$ 行权价格 $\leq$ 10000元/吨, 行权价格间距为100元/吨; 行权价格 $>$ 10000元/吨, 行权价格间距为200元/吨
行权方式	美式。买方可在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请; 买方可在到期日15:30之前提交行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权: SR—合约月份—C—行权价格 看跌期权: SR—合约月份—P—行权价格
上市交易所	郑州商品交易所

# 场内白糖期权

标的	白糖	SR909	最新	涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	昨结算	组合策略								
到期日	20190805		5218	-34	-0.65%	796654	662336	-5038	5202	5230	5190	5214	5252									
隐含波动率	内在价值	时间价值	持仓量	成交量	卖价	买价	涨跌	最新	看涨	<行权价>	看跌	最新	涨跌	买价	卖价	成交量	持仓量	时间价值	内在价值	隐含波动率	<	>
0.00%	1018.0	-1018.0	56	0	1032.0	1018.0	0.0	----	C	4200	P	2.0	0.0	1.5	2.5	40	1978	2.0	0.0	19.57%		
0.00%	918.0	-918.0	80	0	921.5	917.0	0.0	----	C	4300	P	2.5	0.0	2.5	3.0	36	1468	2.5	0.0	18.35%		
0.00%	818.0	-818.0	94	0	822.0	819.0	0.0	----	C	4400	P	3.5	-0.5	3.5	4.0	14	2506	3.5	0.0	17.41%		
0.00%	718.0	-9.5	60	18	723.5	719.5	-46.0	708.5	C	4500	P	5.0	-1.0	5.0	5.5	122	3048	5.0	0.0	16.46%		
0.00%	618.0	-618.0	282	0	627.5	624.0	0.0	----	C	4600	P	8.5	-0.5	8.5	9.5	364	3672	8.5	0.0	16.08%		
0.00%	518.0	-518.0	460	0	533.0	529.0	0.0	----	C	4700	P	14.0	0.0	14.0	15.0	382	3956	14.0	0.0	15.69%		
0.00%	418.0	12.0	522	84	442.0	440.0	-40.5	430.0	C	4800	P	24.0	2.5	23.0	24.0	472	8556	24.0	0.0	15.61%		
0.00%	318.0	37.5	824	168	357.0	355.0	-28.0	355.5	C	4900	P	38.0	4.0	38.5	39.5	1024	7446	38.0	0.0	15.37%		
6.30%	218.0	62.0	1348	202	280.5	278.5	-22.5	280.0	C	5000	P	67.0	14.0	62.0	63.5	1026	10880	67.0	0.0	16.20%		
9.26%	118.0	94.0	2700	176	214.0	211.5	-19.0	212.0	C	5100	P	95.5	15.0	94.0	95.5	1478	4666	95.5	0.0	15.94%		
10.71%	18.0	141.0	5124	1080	159.5	157.5	-12.5	159.0	C	5200	P	139.0	19.0	138.5	141.0	1624	2718	139.0	0.0	16.33%		
11.66%	0.0	117.0	9310	1948	117.5	117.0	-8.0	117.0	C	5300	P	207.5	35.0	196.5	199.0	606	2306	125.5	82.0	18.18%		
12.47%	0.0	85.5	21040	5056	86.5	85.0	-4.0	85.5	C	5400	P	265.0	28.5	264.0	266.0	214	3280	83.0	182.0	18.26%		
13.43%	0.0	64.5	18522	2070	64.0	63.0	0.0	64.5	C	5500	P	344.5	34.0	341.5	344.0	160	1278	62.5	282.0	19.78%		
14.31%	0.0	49.0	9746	1364	49.0	48.0	1.5	49.0	C	5600	P	428.0	35.5	426.5	428.5	240	734	46.0	382.0	21.24%		
14.88%	0.0	36.0	6236	1176	37.5	36.5	1.0	36.0	C	5700	P	523.0	43.0	514.5	517.0	138	1344	41.0	482.0	23.64%		
15.62%	0.0	27.5	12098	954	29.0	28.0	1.0	27.5	C	5800	P	616.5	45.5	605.5	607.5	92	850	34.5	582.0	25.60%		
15.98%	0.0	19.5	6008	436	21.5	21.0	-1.0	19.5	C	5900	P	707.5	43.0	697.0	700.5	30	114	25.5	682.0	26.05%		

# 白糖期权场内与场外的区别

场内期权	特点	场外期权
固定到期时间，执行价格等	标准化	一切都可谈
美式	个性化	奇异类设计
公开	私密性	隐藏头寸
专业性	对投资者要求	零基础
和报价市场深度相关	流动性	做市商心情
二叉树，Bs等	定价	做市商决定
窄	买卖价差	宽
固定	保证金	灵活
实物交割	交割方式	现金交割
集中清算	清算方式	一对一
考试	开户门槛	法人资质
撮合成交	成交方式	大部分对价成交
交易所中央对手方	安全性	风险子公司对手方
期权限仓	市场容量	期货限仓

# 企业经营的目的是什么？

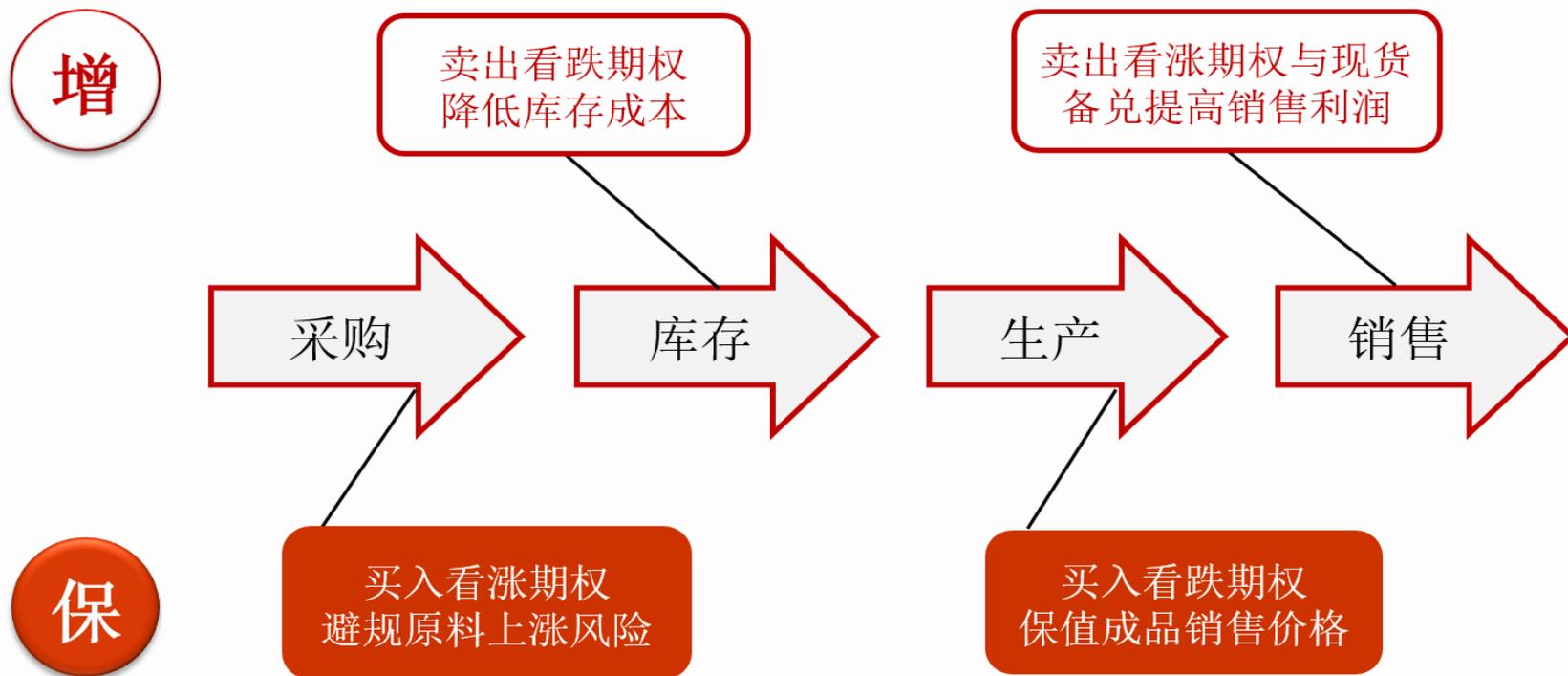
经营目的：为了挣钱

套期保值=Hedging≠挣钱

方法一：提高单产，寻找新的盈利模式（我会你不会）

方法二：成熟模式，锁利润，扩大规模（我有资源你没有）

# 期权和产业结合，能做什么事儿？

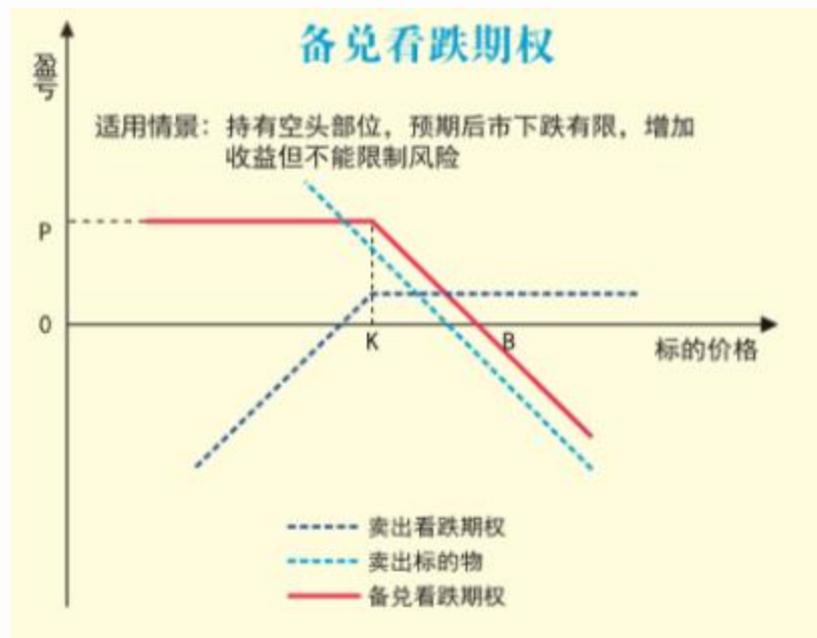
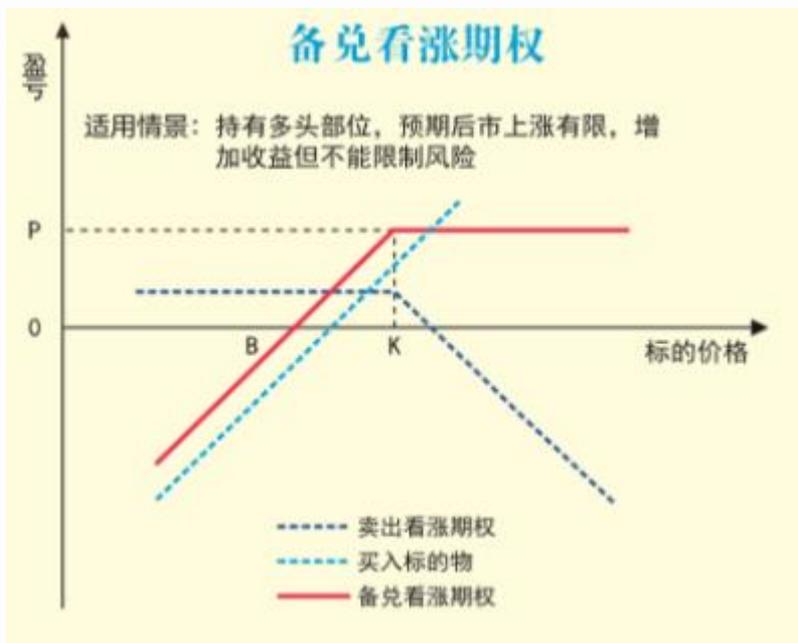


期权+现货能解决什么问题？

期权和期货的操作区别是什么？

期权交易的技巧？ 买卖一样？

# 策略分析一：备兑策略



**备兑看涨头寸建立：** 持有现货头寸+卖出虚值看涨期权，适用于期货升水

**备兑看跌头寸建立：** 卖出现货头寸+卖出虚值看跌期权，适用于期货贴水

# 策略分析一：备兑策略

**看涨理论情景分析：**假设白糖现货价5000元/吨，期货价也是5000元/吨（假设无基差），该策略需要以现货价5000购入（或持有）现货，同时在期权盘面卖出执行价5100（或更高）的一个月的看涨期权，权利金50元/吨，期限一个月（或滚动），头寸一直持有到期。

到期时	现货盈亏	期权盈亏	总盈亏
情景一：跌到4700	-300	+50	-250
情景二：跌到4800	-200	+50	-150
情景三：不变	0	+50	+50
情景四：涨到5100	+100	+50	+150
情景五：涨到5200	+200	-50	+150
情景六：涨到5300	+300	-150	+150

# 策略分析一：备兑策略

适用行情：缓涨（缓跌），震荡

实际操作：持有（卖出）现货头寸（长期），卖出期权（短期+累计）

卖出期权的判断标准：持有期内，**涨不过，跌不破**

实际案例：

持有现货头寸 → 仓单（棉花案例）

卖出现货头寸 → 产能预售（螺纹案例）

# 策略分析一：备兑策略

## 棉花（仓单）备兑策略

期初操作：当期货升水，足以覆盖仓单成本时，持有仓单，卖出期货，卖出看涨期权

到期操作：仓单交割，期权了结

收益：基差收益+权利金（一个月棉花权利金200元/吨左右）

风险：期货涨幅超过权利金

CF905-CF909套利无风险价差（元/吨）				
	项目	单价	次数	新疆合计
	交易费	1.2	4	4.8
	交割费	4	2	8
	仓储（1-新疆）	0.6	122	73.2
	2-内地	0.8	122	
市价	时间贴水	4	47	188
16000	资金利息	6.00%	122	309
	合计			583.0

# 策略分析一：备兑策略

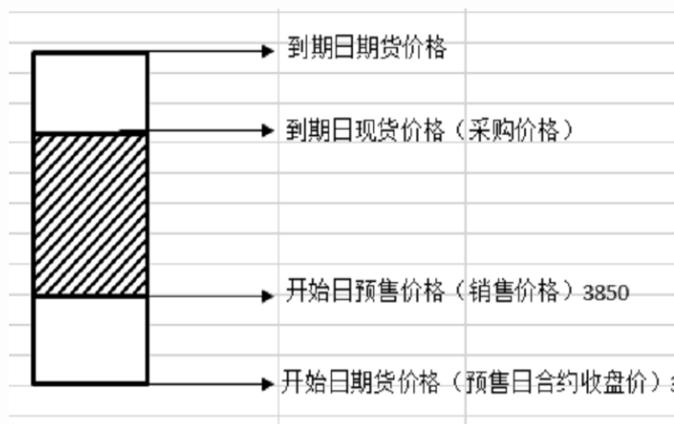
## 螺纹（产能预售）备兑策略

期初操作：当期货贴水，选择产能预售模式，卖出现货，买入期货，同时卖出看跌期权

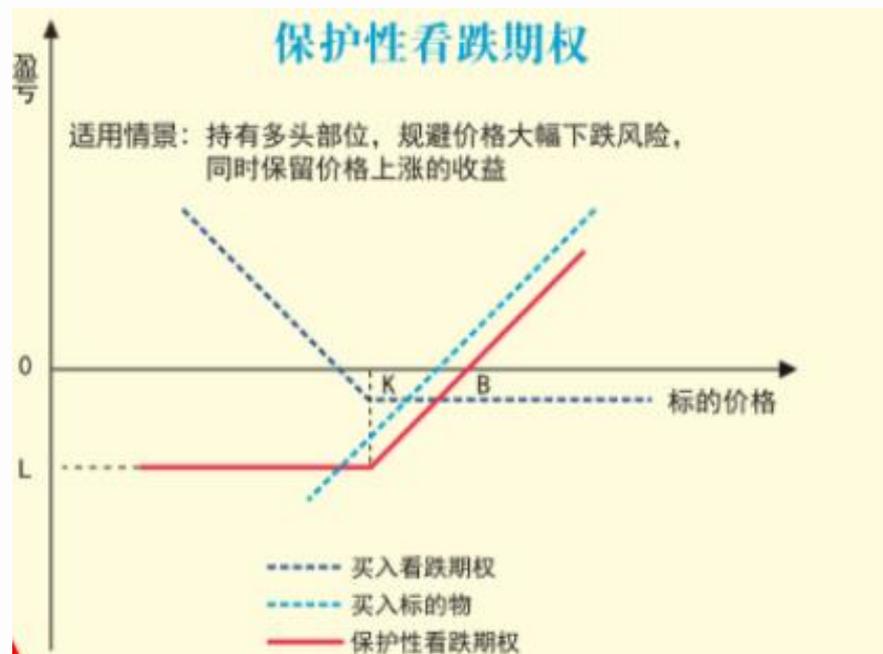
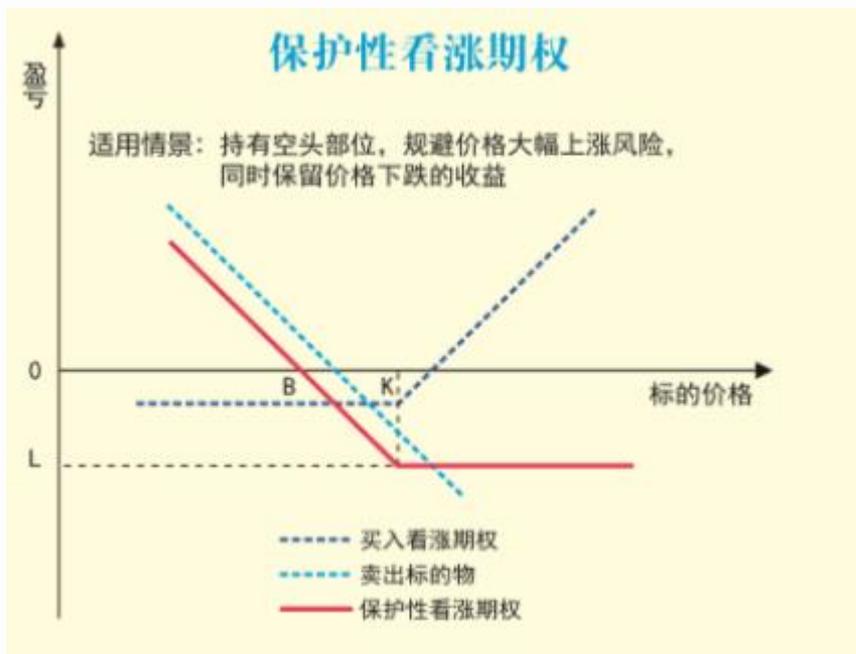
到期操作：到期买入现货，期权了结

收益：基差+权利金（一个月螺纹权利金100元/吨左右）

风险：期货跌幅超过权利金



# 策略分析二：保护性策略



**保护性看涨头寸建立：**卖出现货头寸+买入看涨期权，适用于期货贴水

**保护性看跌头寸建立：**持有现货头寸+买入看跌期权，适用于期货升水

## 策略分析二：保护性策略

**看跌理论情景分析：**假设白糖现货价5000元/吨，期货价也是5000元/吨（假设无基差），该策略需要以现货价5000购入（或持有）现货，同时在期权盘面买入执行价4900（或更低）的一个月的看跌期权，权利金50元/吨，期限一个月（或更长），头寸一直持有到期。

到期时	现货盈亏	期权盈亏	总盈亏
情景一：跌到4700	-300	+150	-150
情景二：跌到4800	-200	+50	-150
情景三：跌到4900	-100	-50	-150
情景四：不变	0	-50	-50
情景五：涨到5200	+200	-50	+150
情景六：涨到5300	+300	-50	+250

## 策略分析二：保护性策略

适用行情：对极端行情有预期（贸易战，特朗普又说话了）

实际操作：持有（卖出）现货头寸（长期），买入期权（长期）

买入期权的判断标准：持有期内，**有大波动预期，杠杆率高的**

实际案例：

寻找安全垫（橡胶案例）

数量相等，NO！（玉米案例）

# 策略分析二：保护性策略

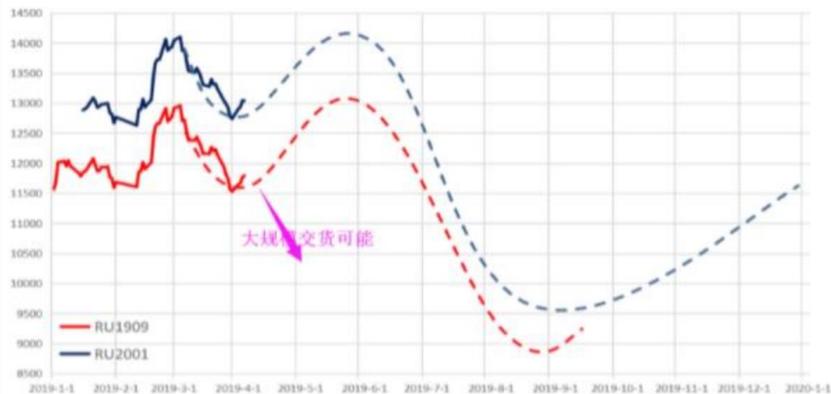
## 橡胶（安全垫）保护性策略

期初操作：年初期货升水1300多点，抛去仓储成本，还有600-700基差收益，买入看跌期权，半年成本500-600

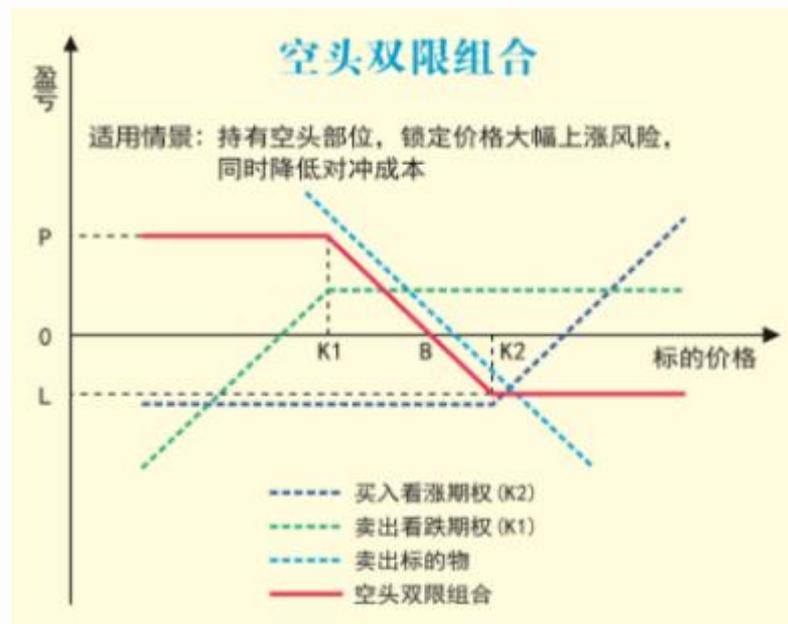
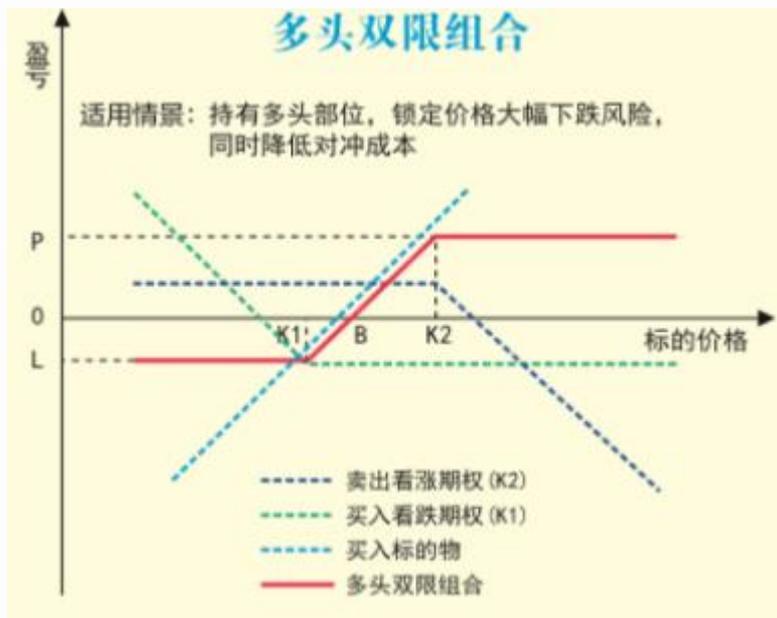
到期操作：基差回归，或现货大涨，卖出现货，留着期权博取下跌收益

收益：剩余基差收益+现货升值

基本逻辑就是期权头寸取代期货头寸做基差贸易



# 策略分析三：双限组合策略



**多头双限头寸建立：** 持有现货头寸+卖出虚值看涨期权+买入看跌期权，适用于期货升水

**空头双限头寸建立：** 卖出现货头寸+卖出虚值看跌期权+买入看涨期权，适用于期货贴水

## 策略分析三：双限组合策略

**多头双限理论情景分析：**假设白糖现货价5000元/吨，期货价也是5000元/吨（假设无基差），该策略需要以现货价5000购入（或持有）现货，同时在期权盘面卖出执行价5100（或更高）的一个月的看涨期权，权利金50元/吨，期限一个月（或更长），同时买入执行价4900（或更低）的一个月看跌期权，权利金50元/吨，头寸一直持有到期。

到期时	现货盈亏	买入期权	卖出期权	总盈亏
情景一：跌到4700	-300	+150	+50	-100
情景二：跌到4800	-200	+50	+50	-100
情景三：跌到4900	-100	-50	+50	-100
情景三：不变	0	-50	+50	0
情景四：涨到5100	+100	-50	+50	+100
情景五：涨到5200	+200	-50	-50	+100
情景六：涨到5300	+300	-50	-150	+100

# 策略分析三：双限组合策略

适用行情：基本对锁了

实际操作：期权有价差，现货期货有基差问题，不能回避

实际案例：

择时！

## ■ 案例分析

■ 日常情况，某油脂厂A对下游饲料厂（养殖企业）B采取基差点价的供货模式（豆粕）。某日，油脂厂为了扩大供货规模，进一步提供一份零成本的结构化供货合同。

■ 基本情况：当天，2018年3月30日；到期日，2018年8月9日；目前，M1809@3040；上方保护封顶，3050；双倍行权价，2970。

■ 油脂厂A承诺的贸易模式：当最后成交价高于或等于3050，使用3050每吨给B点价1X；当最后成交价在3050和2970之间，使用2970每吨给B点价1X；当最后成交价低于或等于2970，要求B以2970每吨价格点双倍的量2X。

# 实际案例分析

## ■ 对油脂厂A:

- 当最后成交价高于或等于3050，使用3050每吨给B点价1X；不利，低价卖货
- 当最后成交价在3050和2970之间，使用2970每吨给B点价1X；不利，低价卖货
- 当最后成交价低于或等于2970，要求B以2970每吨价格点双倍的量2X。有利，高价提货，而且是双倍

## ■ 对饲料厂B:

- 当最后成交价高于或等于3050，使用3050每吨给B点价1X；有利，低价提货
- 当最后成交价在3050和2970之间，使用2970每吨给B点价1X；有利，低价提货
- 当最后成交价低于或等于2970，要求B以2970每吨价格点双倍的量2X。不利，高价提双倍的货

## ■ 风险对冲策略

- 对油脂厂A：在当前价@3040，买入执行价2970实值看涨期权1X；  
买入执行价3050虚值看涨期权1X；卖出执行价2970虚值看跌期权2X
- 对饲料厂B：在当前价@3040，买入执行价2970虚值看跌期权2X

### ■ 零成本的本质：

买入执行价2970实值看涨期权1X的权利金+买入执行价3050虚值看涨期权1X的权利金-卖出执行价2970虚值看跌期权2X的权利金=0

市场的建设是一个循序渐进的过程

- 期权市场需要买卖平衡（无论是场内，还是场外）
- 期货（期权）市场的深度对市场需求的限制
- 现有市场结构未能满足蕴藏在实体企业中的风险管理需求（缺人，缺机制）

THANKS

