

如虎添翼，期权工具助力中小贸易商经营 转型

——华联期货东莞 PP 场内期权

一、项目背景

（一）竞争加剧，中小贸易商难突围

近些年，塑胶贸易行业变化剧烈，主要表现在：1. 市场价格波动明显加大，节奏较快，对贸易商及生产企业的经营造成了很大的影响。比如，受疫情影响，2020 年 PP 价格从年初 7800 元/吨跌至 3 月 5658 元/吨，到 11 月底又上涨到 9000 元/吨；2021 年 pp 价格在 5 月中旬再次冲高至 9000 元/吨，随后下跌至 8000 元/吨，而在 6 月下旬又再次上涨至 8600 元/吨。2. 各项政策密集出台，供需影响因素复杂。3. 塑胶原料价格信息透明度明显提升，挤压了依靠信息不对称带来的利润空间。4. 贸易商众多，竞争激烈。

塑料市场发展初期，由于全国经济形势持续向上，塑胶原料需求旺盛，而供给端相对不足，很多产品批发与零售价的价差还不错。但近些年剧烈的行业变化使得传统塑胶贸易商特别是中小贸易商持续盈利越来越难。

（二）初试锋芒，疫情下借助期现结合化风险为机会

东莞逸信新材料有限公司为了解决传统贸易公司内部现货板块与期货板块的利益冲突问题，在成立之初就确定了现货与期货合并核算、统一考核的机制，保证了总体策略的统一性及内部不同岗位间的协调性，并在期货公司的指导下

建立了相对完善的内部控制及风险管理制度，成立投资决策委员会，明确审批权限，建立期货、期权业务流程。

该企业自 2019 年便开始小规模地通过期货工具进行现货套保与风险对冲。2020 年，该企业开始逐步增加规模，但突如其来的疫情打乱了正常的经济节奏，导致塑胶原料暴跌，PP 从 2020 年初到 3 月底跌幅达 27%，很多有存货的传统贸易商浮亏严重。而该企业在期货市场对现货库存运用对应的期货头寸给予了充足的保护，在期现基差拉开到 400 元左右时，将期货与现货同步平仓，整体上不仅没有发生亏损，还比单纯的现货贸易实现了较大幅度的盈利提升。

（三）虚惊一场，极端行情下的客户违约风险不容忽视

虽盈利得到提升，但实际在运用策略的过程中也出现过较大的风险。2020 年 2 月，该企业与客户签订了总量 500 吨的 PP 远期分批供货合同，合同内协定客户支付保证金比例为 10%，同时协定一旦约定的期货合约价格下跌超过 8%，客户需补足保证金至 10%。由于该企业未就订货量全部向上游化工厂订立采购合同，便决定在期货市场建立对应现货数量的期货多头头寸规避未来现货市场价格大幅上涨的风险。

2020 年 3 月，PP 价格连续大幅下跌，客户未按约定按时补足保证金，同时该企业持有的期货头寸发生较为严重的亏损，需补充期货保证金。该企业此时面临艰难决策，按合同约定通知客户合同取消、剩余客户保证金作为违约金并非双赢解决方案，会对未来进一步合作产生影响。后经多次沟通，客户补充了部分保证金，同时 2020 年 4 月期货行情反

弹，该企业持有的期货头寸亏损减少，方才度过危险期。

虽然这笔交易最终平稳交割，但在极端行情下通过期货多头建立建立虚拟库存这一模式存在期货保证金追加带来资金占用率提升以及客户的违约风险。经此，该企业的管理团队也在思考并寻求更好的、多赢的解决方案。

二、服务方案与开展过程

恰在该企业管理团队寻求更好的解决方案之际，华联期货与企业取得了联系，并结合企业实际情况提出了通过期权进行风险管理的解决思路。随后，华联期货多次对企业开展期权在产业链中的作用系列培训，并向企业推介通过期权锁定现货贸易中价格风险。经过一年多的跟进服务，并经企业管理团队多次讨论，于 2021 年 4 月在华联期货开立了期货账户。

2021 年 4 月，该企业与客户签订了第一批 500 吨远期供货合同；因未全部向上游化工厂订立采购合同，企业可能存在未来现货价格大幅上涨风险。为规避风险，结合华联期货建议，企业决定采取买入看涨期权策略：如果未来价格上涨，期权盈利可以弥补采购价格上升带来的损失；如果未来价格下跌，期权虽有亏损但可控可承受，同时因现货采购价格下跌，整体上仍可盈利。

在测风险敞口的基础上，该企业在期货市场上买入 pp2109 看涨期权持有一段时间后平仓。此笔交易期权盈利 12.11 万元，现货亏损 5.05 万元，合计盈利 7.06 万元。

2021 年 5 月，该企业与客户签订了第二批 500 吨远期供

货合同，同时在期货市场上采取了与之前相同的期权交易策略：即买入 pp2109 看涨期权持有一段时间后平仓。此笔交易期权亏损 8.38 万元，现货盈利 10 元，合计盈利 1.62 元。

以上两笔期权套保策略合计盈利 8.68 万元。企业盈利部分主要来源于基差变化；企业的主要风险则在基差向不利方面变动、时间价值损失、波动率变化三方面。

为更好地应对风险，在华联期货的协助下，企业制定了一系列应对措施，即在建立套保组合后，企业每日监测基差情况以及期权组合 **Delta** 值，一旦总体盈利达到预期水平，马上将期权平仓，同时签订现货采购合同，锁定盈利。

具体来说，从开仓到平仓，第一笔交易 **Delta** 值由 0.4 上升至 0.6，波动率由 17 上升 18.5；第二笔交易 **Delta** 值 0.25 下降至 0.05，波动率由 18.5 下降 17.5。风险敞口部分，客户结合期权盈亏与现货采购价格变化情况，随时关注项目总体盈亏，即时进行收益锁定与止损。

三、项目总结

本次企业在采取买入看涨期权套期保值策略中，企业净支付权利金 8.5 万元，未支出期货保证金。对比使用期货工具来说，资金使用效率有所提升。同时因为期权具备非线性特点，故比期货具有更大的组合灵活性；充分利用好 **Delta** 值的变化，就能够做到行情向有利方向变化时，起到类似于自动加仓的效果，反之行情向不利方向变化时，自动减仓。

通过企业参与期权套保的结果可以发现，期权套保能够防范市场价格大幅上涨的风险，同时保留了价格大幅下跌带

来的采购价格下降的收益。期权套保占用资金较低，提高企业资金使用效率。同时，在策略运行过程中也遇到了问题和难点，主要就是时间价值损耗问题。比如：在第二笔交易中，由于市场波动一段时间内比较平稳，导致时间价值损耗达到8.38万元。如何合理预测波动率？如何在波动率不高的情况下将期权与期货结合运用？是企业面临的难点。

期权的不利因素在于时间价值损失，因而在市场波动率比较小的情况下，买入期权组合将非常不利。要真正用好期权工具，需要结合对后市波动率的预判，确定买入期权为主，还是卖出期权为主，或者结合行情判断，进行期货与期权的组合。

本案例涉及企业通过本次采用期权工具套保，更加清晰地认识到不同的市场情形下合理使用期货及期权工具的重要性。