

# 衍生品综合套保方案 (上) —原材料套保

# 摘要:

开篇直接给结论,经过历史回测,对于原材料套保的客户,在选择套保工具时,建议按照以下方案操作:

## 预期价格上涨、震荡时,使用期货多头套保

## 预期价格下跌时,使用看涨期权进行对冲最优。

商品的周期性是一个永恒的话题,在不同的周期阶段,企业的套保需求侧重 也又差别,例如在价格上涨的时期,下游企业的原材料套保需求较高。而在 价格下跌时期,上游企业对库存套保的需求较高。在过去的几年时间,大宗 商品价格大涨,涨幅和增速都创下历史新高,给下游企业带来了巨大的压力, 稳定的生产利润难以应对成本的巨额上涨,更多的企业关注到了衍生品对冲 工具。而上游企业也在居安思危,对未来价格出现回调防范于未然,提前布 局衍生品工具。

使用什么套保的工具和选择哪个入场时机,也是企业非常关注的问题。期货套保的优势在于,成本低,效果好,适应套保期限长的需求,但是如果未来走势是有利于现货,期货端亏损,虽然期现货盈亏扎平,但是相对同业,减少了企业的利润。期权的优势在于,盈亏不对称,可以用一定的"保险费",规避掉未来可能出现的亏损,但如果价格方向朝着现货有利的方向,也仅仅损失保险费,能保留大部分盈利。缺点是在震荡的行情,持续购买期权,成本较高,收益有限。为了帮助企业投资者解决问题,我们在本文将给出一套完整的解决方案。

本文提供了场景化的解决方案,结合不同的市场环境(单边上涨、震荡、单边下跌),给予最适合的套保建议方案以及资金的预留方案。使用硫酸镍与镍期货的套保作为示例,两者长周期相关性达到0.6,具备套保的可行性。 本文选择沪镍历史上的三个上涨、震荡和下跌的行情进行模拟,具体分析在不同的行情中,最建议的套保策略。

特别鸣谢:感谢华泰长城资本有限公司在期权策略建议与历史报价上,对本文的大力支持,感谢珠海营业部林淇欣对本文的帮助。

投资咨询业务资格: 证监许可【2011】1289 号 研究院 研究员

陈辰

**2** 0755-23887993

从业资格号: F3024056

投资咨询号: Z0014257

付志文

**2** 020-83901026

☐ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号: F3013713

投资咨询号: Z0014433



# 一、 引言

商品的周期性是一个永恒的话题,在不同的周期阶段,企业的套保需求侧重也又差别,例如在价格上涨的时期,下游企业的原材料套保需求较高。而在价格下跌时期,上游企业对库存套保的需求较高。在过去的几年时间,大宗商品价格大涨,涨幅和增速都创下历史新高,给下游企业带来了巨大的压力,稳定的生产利润难以应对成本的巨额上涨,更多的企业关注到了衍生品对冲工具。而上游企业也在居安思危,对未来价格出现回调防范于未然,提前布局衍生品工具。

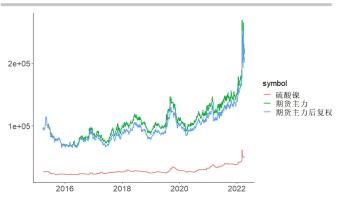
使用什么套保的工具和选择哪个入场时机,也是企业非常关注的。期货套保的优势在于,成本低,效果好,适应套保期限长的需求,但是如果未来走势是有利于现货,期货端亏损,虽然期现货盈亏扎平,但是相对同业,减少了企业的利润。期权的优势在于灵活多样化,可根据企业要求进行定制,同时盈亏不对称,可以用一定的"保险费",规避掉未来可能出现的亏损,但如果价格方向朝着现货有利的方向,也仅仅损失保险费,能保留大部分盈利。缺点是在震荡的行情,持续购买期权,成本较高,收益有限。为了帮助企业投资者解决问题,我们在本文将给出一套完整的解决方案。

# 二、 套保场景--硫酸镍

近些年来随着新能源行业的快速发展,硫酸镍已经逐渐成为精炼镍下游的重要板块之一,硫酸镍与精炼镍的相关性亦与日俱增。2020年以来镍价进入持续上行阶段,尤其是2022年一季度伦镍价格在资本博弈中出现非理性的极端上涨行情,给下游企业带来巨大的成本压力,在成本重心持续上移的压力下,套期保值对冲风险的必要性愈发明确。

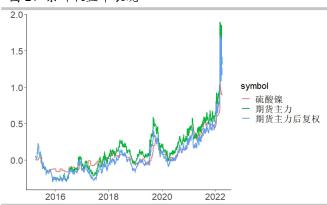
硫酸镍与镍的相关性在月度上达到 0.6 左右, 具备套保的可行性。从基差的表现上看, 历史上都比较平稳, 但是在近期这一波行情下, 期货的涨幅大幅超过现货, 基差快速下行。





数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

图 2: 累计收益率表现

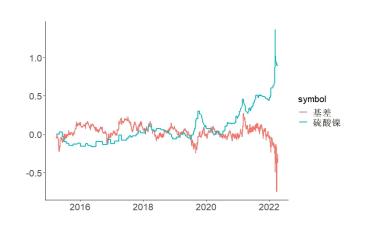


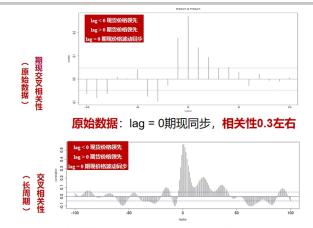
数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院



图 3: 基差表现 (基差=现货累计收益率-期货累计收益率)

# 图 4: 期现货相关性(长周期可看成月度相关性)





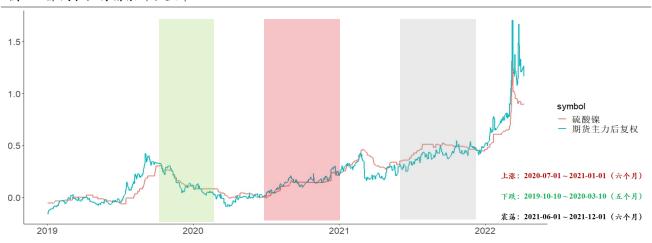
**长周期**:lag = 0期现同步,**相关性0.6左右** 

数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

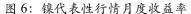
数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

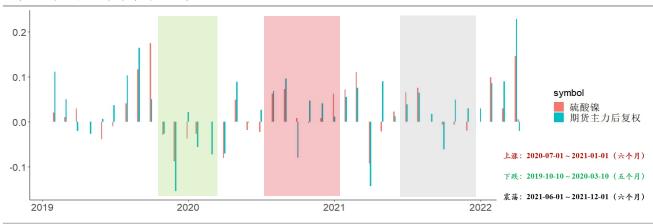
对于原材料采购环节,企业最需要规避的是原材料价格上涨的风险,当我们对未来市场走势不明确时,最直接的对冲手法就是去期货市场上开多头提前虚拟建仓,劣势是市场发生下跌时,享受不到成本下跌的利好。而当我们对未来市场的走势有一定的把握,我们就可以选择更为灵活的期权,相当于价格保险,对于不同的市场行情,可以采用不同的期权策略,以期获得由于期货的对冲效果。本文选择沪镍历史上的三个上涨、震荡和下跌的行情进行模拟,具体分析在不同的行情中,企业期货和期权适用的对冲策略,并通过对比对冲效果,给出不同场景的建议对冲策略,最后我们也将给出当下市场状况,最建议的套保策略。

图 5: 镍代表性行情累计收益率



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院





数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

我们模拟提前锁定一个月镍采购成本的过程,月度滚动,用量使用 1000 吨/月,基于期现货的相关性、风险表现以及历史回测的结果,建议按照采购市值的 0.8 进行期货/期权对冲。

图 7: 套保比例 0.8



图 8: 套保比例 0.5



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

具体操作大致为,提前一个月开仓800吨期货/期权(1000\*0.8=800),现货每个月按量使用,但衍生品市场持续滚动对冲一个月后的新一批用量,所以持仓一直保持在800吨,同时需要对期货、期权进行滚动移仓换月。

# 三、 套保策略

(一) 单边上涨行情

时间段: 2020-07-01~2021-01-01 (六个月)

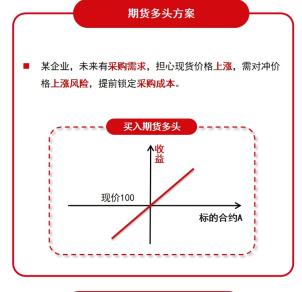
对冲策略:

期货建议使用期货多头策略,提前模拟建仓。



期权建议使用领口期权策略,能够在行情出现大幅上涨的时候提供有效保护,同时获得一个安全区间,使得当价格下跌时,能够得到有效保护。成本低于普通期权,保证金低于场内期货。

图 9: 期货多头策略



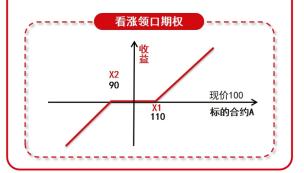
#### 效果

- 优势
  - > 客户直接进入期货市场交易,操作灵活性高;
  - > 主要成本为手续费、资金占用成本,费用较低;
  - > 对于期限长的对冲,成本相对较低。
- 缺点
  - 有浮盈/亏,需要预留足够资金,应对市场大幅的变化;
  - 价格下跌,需要用现货端的利润补贴期货的亏损。
- 建议
  - 以期货对冲作为对冲基础,对敞口进行灵活管理。

#### 图 10: 看涨领口期权策略

某企业,未来有采购需求,对当前市场有一定判断,希望提前建虚拟仓位,但不想锁定在一个价格点位上,可以选择利用领口期权,将虚拟库存成本建立在一个价格区间上。

看涨领口期权方案



#### 效果

- 优势
  - ▶ 期权组合成本低,甚至可以为零;
  - 成本锁定效果优于期货;
  - 期限和价格区间可以灵活调整,匹配客户实际风险敞口。
- 缺点
  - 领口期权组合提前终止,但可能产生折损;
  - 存续期内,有追保风险。
- 建议
  - 当前市场处于震荡或底部时,可以利用领口期权取代期 货建仓。

数据来源:华泰期货研究院

数据来源: 华泰长城资本 华泰期货研究院

看涨领口期权有两个执行价 X1、X2, X1 选取 100, 也就是价格只要上涨,可以拿到全额收益,当价格下跌时则与 X2 有关,例如 X2 取 97,也就是价格下跌不超过 3%,不赚不亏,价格下跌超过 3%时,超过部分都是期权的亏损,可以通俗理解为,通过支付 1.75%的期权费(比例每个月会变),换取了下跌 3%的安全垫,保证金预留越厚,期权费越高。

2022-06-02 5 / 18



表格 1: 看涨领口期权要素表 (持有到期,并滚动续作)

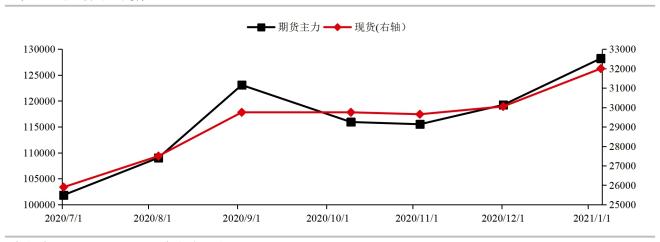
	方案 1	方案 2
名称	3%安全区间看涨领口期权	1%安全区间看涨领口期权
结构	看涨领口期权	看涨领口期权
执行价	100%、97%	100%、99%
期限	一个月	一个月
期权费(区间平均)	1.7% (仅供参考,具体以询价为准)	0.95% (仅供参考, 具体以询价为准)
期初保证金	10%(仅供参考,具体以询价为准)	10%(仅供参考,具体以询价为准)

资料来源:华泰长城资本 华泰期货研究院

# 对冲表现:

硫酸镍作为非交割品,与期货的走势大方向上比较一致,所以对冲可以减少现货价格上涨带来的成本端亏损,但是月度上也有些许差别,例如在2020年9月硫酸镍价格没有变化,但是期货价格在8月份大涨,9月份回落,这些都会对套保效果产生一些影响。

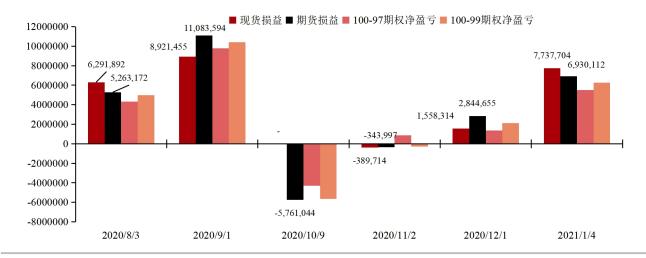
图 11: 期现货价格走势



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

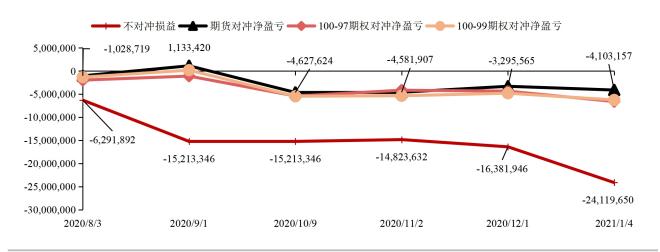
假设我们提前签立了商品订单,当时的现货价格是我们商品订单定价的基础,而 生产实际采购发生在签单之后一段时间,所以如果在此期间内现货价格发生大幅 的上涨,我们都将其视为沉没成本,也就是现货端的亏损。基于这一底层逻辑, 现货市场与期货市场同涨同跌是实现对冲的基础,因此我们通过考察每月现货的 亏损(图中现货损益为正,代表现货亏损)与期货、期权在每月的利润。举个例 子,反映在下图中,期货损益-现货损益就是当月的组合损益。为了方便计算,我 们在下文展示的都是期权的净盈亏,也就是期权的收益-期权的成本(期权费)。 六个月对冲下来,明显减少了现货端的亏损,将 2400 万左右的亏损,降低到了 410 万左右。

图 12: 单一资产月度损益(价格上涨现货亏损,但是为了方便对比,此处现货损益使用现货多头)



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

图 13: 对冲前后累计损益对比



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

## 对冲的资金成本

期货的资金成本来自三部分:

1. 期货价格发生下跌的保证金预留:

期货账户里的浮亏需及时补足,考虑区间最大浮亏,经过模型测算(月度 95%CVaR),按照月度资金再平衡,需至少预留镍下跌20%的资金用量,本 文按照20%的浮亏模拟最大资金占用,实际操作上需要多预留一些。

2. 期货保证金占用:

一般是市场价格的固定比例,交易所会对根据市场热度对保证金比例进行调整,目前的保证金比例较高约为20%,在市场理性状态下,交易所的保证金



大部分处于 10%, 本文使用 10%作为保证金比例,实际操作需结合当下交易 所保证金要求。按照增长 20%估计,保证金应预留当前市价的 12%。

## 3. 交易手续费:

目前**镍期货开平仓手续费是3元/手**,月度1000吨用量,本文期货的对冲比例使用0.8,因此对应期货手数为800手,镍主力逐月切换,因此**月度开平仓手续费约为4800元**,实际操作需结合当下交易所手续费要求。

其中前两项成本来自于资金占用(约为当前市价的 32%, 金额大概不超过 3200 万)的利息(按照 5%的利率估算),第三项是费用。

看涨领口期权只包含前两项的成本, 无交易手续费。并且保证金预留与领口的执行价有关, 例如 100-97 领口期权, 保证金需要预留 17%, 100-99 领口期权, 保证金需要预留 19%. 月度资金占用大概 3200 万以下, 资金成本在 14 万/月以下。

2020/11/2

■ 期货资金占用 ■ 100-99期权资金占用 ■ 100-97期权资金占用 35000000 31.508.480 30,525,440 29,680,640 29,570,560 30,425,376 29,476,128 27,914,240 28,660,368 28,554,072 28,259,168 26,073,600 30000000 7.377.504 26,954,688 26,619,824 26,521,096 25,177,320 25.035.584 25000000 23,384,760 20000000 15000000 10000000 5000000

图 14: 每月资金占用

数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

2020/9/1

2020/8/3



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院



### 小结

在看涨的行情下,期货的表现略优于期权,主要原因是期权具有期权费,而期货 虽比期权多了交易手续费且保证金预留的更多,但金额不高,相对期权仍然是较 好的选择。

### (二) 单边下跌行情

时间段: 2019-10-10~2020-03-10 (五个月)

# 对冲策略:

期货建议使用期货多头策略、提前模拟建仓。

期权建议使用看涨期权策略,可以提供有效的回撤保护,锁定最大亏损金额,同时在行情上涨时也能提供有效保护。成本较高,无保证金,无需面临追保风险。

图 16: 期货多头策略

期货多头方案

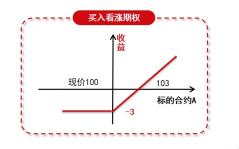
#### 效果

- 优势
  - > 客户直接进入期货市场交易,操作灵活性高;
  - ▶ 主要成本为手续费、资金占用成本,费用较低;
  - 对于期限长的对冲,成本相对较低。
- 缺点
  - 有浮盈/亏,需要预留足够资金,应对市场大幅的变化;
  - 价格下跌,需要用现货端的利润补贴期货的亏损。
- 建议
  - > 以期货对冲作为对冲基础,对敞口进行灵活管理。

图 17: 看涨期权策略

# 看涨期权方案

■ 某企业,未来有<mark>采购需求</mark>,担心现货价格上涨,需对冲价格上涨风险;或者当前采购价格较低,愿意支付一定成本, 提前锁定最高采购成本。



#### 效果

- 优势
  - 存续期内无追保压力,不存在中途被砍仓的风险;
  - ▶ 期权交易可以随时终止,上端收益100%参与;
  - 期限灵活调整,匹配客户实际风险敞口。
- 缺点
  - 期权成本为沉没成本;
  - 期限越长成本越高。
- 建议
  - ▶ 根据企业自身成本费用计算;
  - 建议在已有部分盈利的情况下,使用期权做出保护。

数据来源:华泰期货研究院

数据来源:华泰长城资本 华泰期货研究院



看涨期权只有一个执行价,执行价选取1,也就是价格只要上涨,可以拿到全额收益,当价格下跌则收益为0,因为没有卖出看跌期权的动作,所以期权费比上文中的领口期权更高。

表格 2: 看涨期权要素表 (持有到期, 并滚动续作)

	方案1	方案 2	方案 3
名称	平值看涨期权	虚值 105%看涨期权	虚值 105%看涨期权
结构	看涨期权	看涨期权	看涨期权
执行价	1	1.03	1.05
期限	一个月	一个月	一个月
期权费 (区间平均) 3.49	9%(仅供参考,具体以询价为准)	2.26% (仅供参考,具体以询价为准)	1.67% (仅供参考, 具体以询价为准)
期初保证金	0	0	0

资料来源: 华泰长城资本 华泰期货研究院

## 对冲表现:

2019年11月期货的下跌幅度大于硫酸镍,但是在12月份有所回调。

**■** 期货主力 **→** 现货(右轴) 140000 35000 34000 135000 - 33000 130000 --32000 125000 --31000 30000 120000 - 29000 115000 - 28000 110000 -- 27000 105000 -- 26000 100000 -- 25000 2019/10/1 2019/11/1 2019/12/1 2020/1/1 2020/2/1 2020/3/1

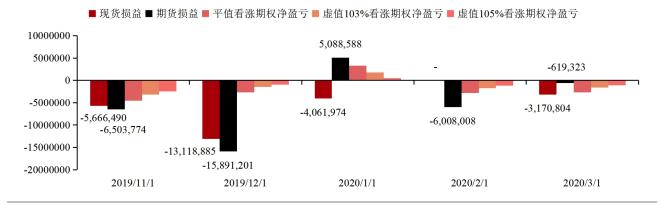
图 18: 期现货价格走势

数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

价格下跌,我们现货实际购买的价格会比签订合同时更低,对企业利好,我们将 其看作现货上的盈利(下图中的现货损益为负,实际上是现货盈利)。为了方便计 算,我们在下文展示的都是期权的净盈亏,也就是期权的收益-期权的成本(期权 费)。综合来看,期货端的亏损会对递减现货端的盈利,这也符合期货的特性, 但是期权的亏损相对较小,使用一定量的期权费,能保住现货的盈利,即使价格 上行看涨期权可以提供保护,可以以执行价行权,所以如果判断未来的价格单边 大幅下行,使用期权是一个更优的选择。平值期权表现最优,价格也是最贵的, 涉及到期权价格与绝对收益的取舍。

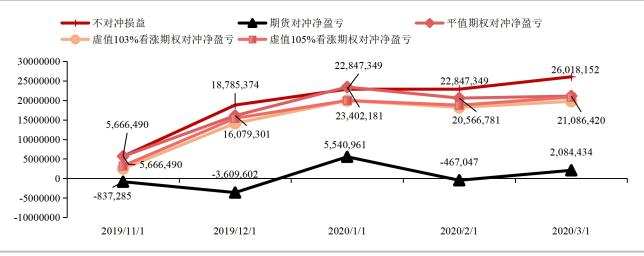


# 图 19: 单一资产月度损益(价格下跌现货盈利,但是为了方便对比,此处现货损益使用现货多头)



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

图 20: 对冲前后累计损益对比



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

# 对冲的资金成本

期货的资金成本来自三部分: 期货价格发生下跌的保证金预留(本文按 20%的浮亏模拟); 期货保证金占用(本文使用 10%); 交易手续费(平仓手续费是 3元/手一个月约 4800元),实际操作需结合当下环境要求。其中前两项成本来自于资金占用的利息(按照 5%的利率估算),第三项是费用。

图 21: 每月对冲端资金成本 (期权成本为 0, 期权费在净利润中考虑了)



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

看涨期权没有额外费用,期权费在净利润中考虑过了,期货仓位预留资金大概在 3500万左右,资金成本在15万/月左右。

### 小结

在看跌的行情下,期权的表现略优于期货,使用一定量的期权费,能保住现货的盈利,即使价格上行看涨期权可以提供保护,可以以执行价行权,所以如果判断未来的价格单边大幅下行,使用期权是一个更优的选择。平值期权表现最优,价格也是最贵的,选择什么执行价格,涉及到期权价格与绝对收益的取舍。

# (三) 震荡行情

时间段: 2021-06-01~2021-12-01 (六个月)

### 对冲策略:

期货建议使用期货多头策略,提前模拟建仓。

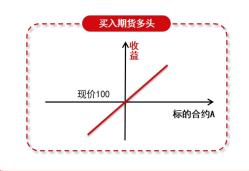
期权建议使用牛市价差期权策略,能够在行情出现震荡时提供有效保护,同时锁定最大亏损,可以有效控制回撤。成本低于普通期权,无保证金,无需面临追保风险。



图 22: 期货多头策略

#### 期货多头方案

■ 某企业,未来有<mark>采购需求</mark>,担心现货价格上涨,需对冲价格上涨风险,提前锁定采购成本。



#### 效果

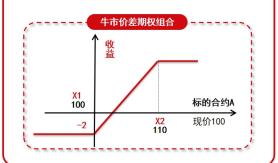
- 优势
  - > 客户直接进入期货市场交易,操作灵活性高;
  - 主要成本为手续费、资金占用成本,费用较低;
  - > 对于期限长的对冲,成本相对较低。
- 缺点
  - 有浮盈/亏,需要预留足够资金,应对市场大幅的变化;
  - 价格下跌,需要用现货端的利润补贴期货的亏损。
- 建议
  - 以期货对冲作为对冲基础,对敞口进行灵活管理。

### 图 23: 牛市价差期权策略

保成本。

■ 某企业,未来有<mark>采购需求</mark>,虽然担心价格上涨风险,但对 后市有一定判断,可以选择对<mark>价格区间</mark>进行保护,<mark>降低套</mark>

牛市价差期权



#### 效果

- 优势
  - > 存续期内无追保压力,不存在中途被砍仓的风险;
  - 期权费成本低于香草期权;
  - 期限和价格区间灵活调整,匹配客户实际风险敞口。
- 缺点
  - 价差期权可以提前终止,但可能产生折损;
  - 大幅上涨,收益有限。
- 建议
  - 价差期权期限不宜选择太长;
  - 可以通过灵活调整区间,实现降本的效果。

数据来源:华泰期货研究院

数据来源:华泰长城资本 华泰期货研究院

牛市价差期权有两个执行价,以3%看涨区间牛市价差期权为例,如果未来价格超过现价的103%,期权收益封顶为3%,如果未来价格小于现价,期权也不损失费用,价格在3%涨幅内,可以获得一定的收益,但收益需要能覆盖成本,才能获得净利润。

表格 3: 牛市价差期权要素表 (持有到期, 并滚动续作)

	方案 1	方案 2
名称	3%看涨区间牛市价差期权	5%看涨区间牛市价差期权
结构	牛市价差期权	牛市价差期权
执行价	100%、103%	100%、105%
期限	一个月	一个月
期权费(区间平均)	1.24% (仅供参考,具体以询价为准)	1.85% (仅供参考,具体以询价为准)
期初保证金	0	0

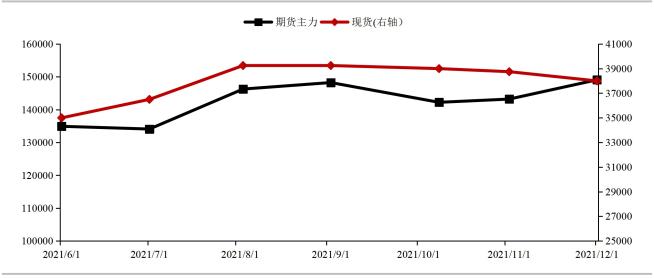


资料来源:华泰长城资本 华泰期货研究院

# 对冲表现:

同步性较好, 期货整体的波动要更大一些。

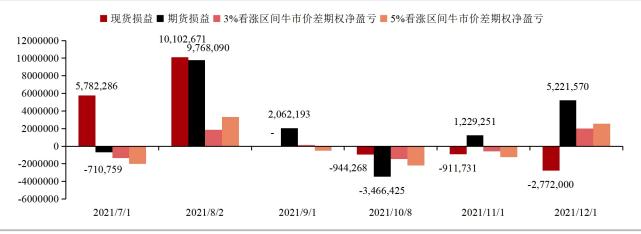
图 24: 期现货价格走势



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

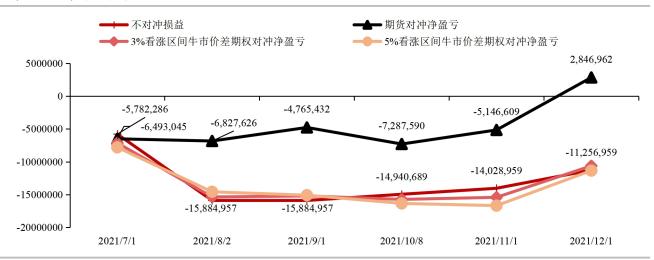
行情震荡,期现货价格可能出现方向不同,从长期来看期货与现货的收益可以扎平,但是期权的优势不明显,主要是由于上下变化的幅度太大,超出了期权的上下界,再加之成本累加,效果不太理想。

图 25: 单一资产月度损益(价格下跌现货盈利,但是为了方便对比,此处现货损益使用现货多头)



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

图 26: 对冲前后累计损益对比



数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

# 对冲的资金成本

期货的资金成本来自三部分: 期货价格发生下跌的保证金预留(本文按 20%的浮亏模拟); 期货保证金占用(本文使用 10%); 交易手续费(平仓手续费是 3元/手一个月约 4800元),实际操作需结合当下环境要求。其中前两项成本来自于资金占用的利息(按照 5%的利率估算),第三项是费用。

■期货资金成本 165000 -162,933 160,821 160000 157,568 156,512 155000 -148,715 150000 147,829 145000 -140000 -2021/7/1 2021/8/2 2021/9/1 2021/10/8 2021/11/1 2021/12/1

图 27: 每月对冲端资金成本 (期权成本为 0, 期权费在净利润中考虑了)

数据来源: 天软 Wind 华泰期货研究院

牛市价差期权没有额外费用,期权费在净利润中考虑过了,期货仓位预留资金大概在3700万左右,资金成本在17万/月以下。

小结



在震荡的行情下,期货表现优于期权,震荡行情下,期货与现货同步性较弱,但从长期来看期货与现货的收益可以扎平,但是期权的优势不明显,主要是由于上下变化的幅度太大,超出了期权的上下界,再加之成本累加、效果不太理想。

# 四、总结与建议

针对不同场景进行回测, 我们给出结论,对于**原材料套保**,价格上涨、震荡时, 选择期货进行对冲最优,而当价格下跌时,使用看涨期权进行对冲最优。

本文继续以硫酸镍为例,对未来的策略和资金使用进行模拟测算:

表格 7: 采购风险对冲未来建议方案及资金成本测算(仅供参考,计算时现货价格 223880 元/吨)

行情背景	对冲方案	套保手 月度测算(仅作参考,具体以实际为准)					
		数	资金利息	手续费	期权费	总成本	预留资金
计算方法及注意事项 (仅供参考)		.)	预留资金	手数*6	此处按照 5%计算, 当前行	资金利息+手续费	市值的 44%
		)	*5%/12	元/手	情需要 11.7%	+期权费	
预期价格上 涨	期货多头策略	800	328,357	4,800	-	333,157	78,805,760
过渡期间	平值看涨期权、期货多头	各400	164,179	2,400	4,477,600	4,644,179	39,402,880
预期价格下 跌	平值看涨期权	800	-	-	8,955,200	8,955,200	-

<sup>\*</sup> 期权费用仅供参考, 具体以询价为准

资料来源: 华泰长城资本 华泰期货研究院

如果按照800手进行期货多头套保,粗略估算预留资金大概需要7800万元(按照月度20%最大跌损,目前的市场保证金20%估计),单月的资金成本约为33万元,单月手续费约为4800元。

由于目前镍的期权费用比较高昂,虽然我们使用 5%期权费率,已经低于实际的 11.7%,但是 5%的费率依然不便宜,只要月度的涨跌幅小于 5%,期权都无法起 到对冲效果。而实际操作中,当市场恢复平稳后期权的费用会有效降低(例如回 测取间费用为 3.5%),这里有个悖论,市场波动大,未来上涨概率高,期权盈利 机会大,但是伴随着期权费也较贵。在期权费用降低之前,用期货套利是更优的 选择。

套保的效果一定优于不套保,实际操作需要留意期限错配风险、基差风险等。期 货套保主要优势为手续费低,几乎没有固定成本,风险主要是:

- 1. 谨慎提防价格下行。由于提前锁定了一年的成本,一旦价格下行,短期现货市场采购的利润无法及时覆盖期货跌损;
- 2. 策略需要保持连贯性,中途停止或换策略,需要结合现货的采购节奏滚动进行,保证期现货成本收益匹配,谨防期限错配;



- 3. 现货价格与期货价格走势背离带来的损失;
- 4. 对冲数量较大时,可能对期货盘面带来价格冲击,滑点较大。

看涨期权对冲,好处是下跌期权亏损有限,现货端利润较好,价格上行有保护。 风险主要是:

- 1. 有期权费这个固定成本,如果价格震荡,可能会有较大损失;
- 2. 期权费与当时市场波动关联较大, 若波动不降, 期权费用较高;
- 3. 现货价格与期货价格走势背离带来的损失(期权行权盈亏与期货挂钩)。



# ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为"华泰期货研究院",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

# • 公司总部

地址:广州市天河区临江大道之一 2101-2106 单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com