

2022年企风计划案例解析

04

中信期货 × 农产品贸易企业 玉米场内期权项目



摘要

企业D是国有控股企业，主营农产品贸易。今年3月，受俄乌局势影响，市场看涨预期较高，下游客户有锁价需求。企业与客户签订2000吨玉米销售合同，在已有现货库存500吨基础上，买入150手玉米期货构建虚拟库存，同时运用看跌期权保留市场下跌所带来的收益。项目运行期间，企业随现货采购情况动态调整期货头寸，最终现货亏损24,450元，期货盈利8,250元，期权亏损121,015元，期现结合亏损137,215元。

项目背景

企业D属国有控股企业，经营豆粕、棉花、玉米等农产品贸易。今年3月初，俄乌关系持续紧张，玉米进口成本走高，国内玉米惜售情绪有所上升，市场持有较高的涨价预期，下游客户希望提前锁定采购价格并延长提货周期以结合生产加工进度择机提货。为维护客户关系，3月14日企业与下游客户签订销售合同，约定在4月20日至6月30日之间的任一交易日，客户可以以2830元/吨的价格自提玉米2000吨。企业D希望借助期货和期权工具管理该笔销售中所面临的玉米采购价格上涨风险。

方案设计

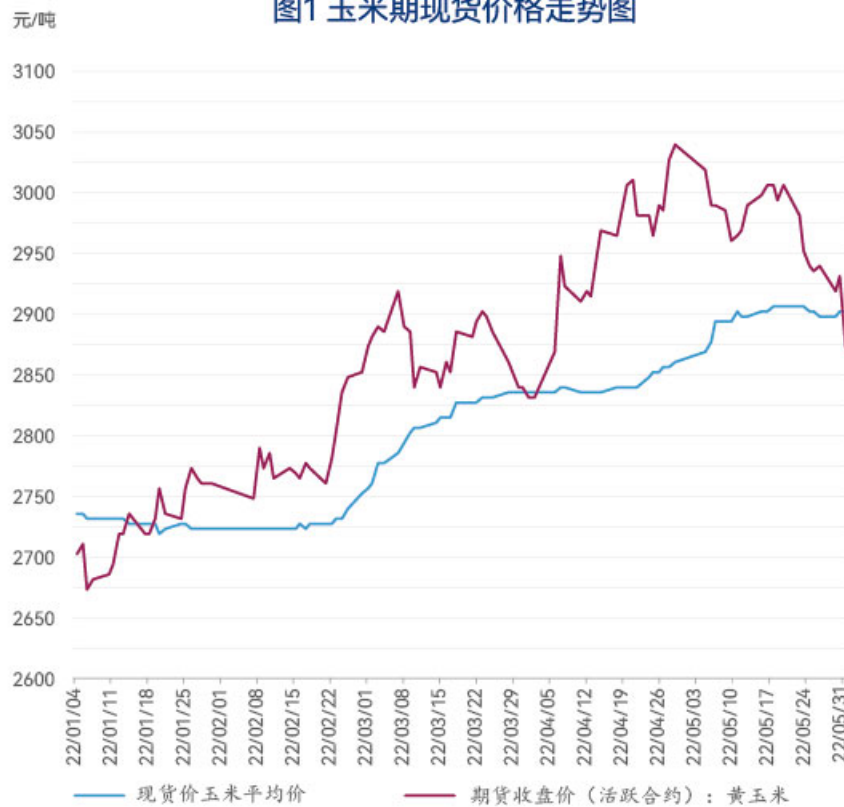
3月初，国际市场的焦点在于俄乌冲突，两国同属粮食出口大国。乌克兰是我国玉米主要进口来源国，2021年我国从乌克兰进口玉米占整体进口量的29%，仅次于美国。企业D担心在地缘政治影响下，玉米价格很可能继续上涨，有必要锁定当前采购价格。

为节省实物库存的资金占用和仓储成本，企业D决定以期货多头构建虚拟库存。按照企业套期保值制度规定“优先以近月活跃合约进行套期保值”，在现有500吨库存的基础

上，企业选择近月活跃合约C2205¹并买入150手，由此完成了2000吨库存的构建。但企业建仓时，市场价格较高，期货多单成本为2857元/吨，因此企业该笔贸易处于亏损状态。

但另一方面，玉米期货盘面价格处于相对高位，且俄乌局势存在较高不确定性，企业D认为未来价格仍可能出现下跌，为了增厚收益，决定买入看跌期权。

图1 玉米期现货价格走势



交易逻辑

该项目涉及现货、期货、期权操作（表1），企业坚持期现结合操作。企业首先完成虚拟库存的构建（紫色部分）。随后，在期货操作方面，现货采购的当天同步平仓同等数量的期货头寸（粉色部分），已采购的现货量和所持有的期货多单合计保持在2000吨；

¹ 玉米期货合约的交易单位10吨/手

在期权操作方面，客户提货的当天同步平仓同等数量的期权头寸（蓝色部分）。项目期间，期权日均持仓175手，累计持仓5250手，现货亏损24,450元，期货多头套保盈利8,250元，期权产品亏损121,015元，整体项目期现结合亏损137,215元。

表 1 项目交易情况

现货					
日期	现货操作	现货价格 (元/吨)	现货量 (吨)	现货购销现金流 (元)	
3/14	销售	2830	未提货	+5,660,000	
	持有	2817	+500	-1,408,725	
4/11	采购	2839	+500	-1,419,665	
4/20	提货		-1000		
4/25	采购	2852	+500	-1,426,120	
	提货		-500		
4/28	采购	2860	+500	-1,429,940	
	提货		-500		
现货购销现金流 合计: -24,450元					
期货					
日期	期货操作	C2205 (元/吨)	期货成交量 (吨)	期货现金流 (元)	基差
3/15	买开	2857	+1500	-4,284,750	-39
4/11	卖平	2837	-500	+1,419,000	1
4/25	卖平	2868	-500	+1,434,000	-16
4/28	卖平	2880	-500	+1,440,000	-20
期货现金流 合计: 8,250元					
期权					
日期	期权操作	权利金均价(元/吨)	成交量	期权现金流 (元)	
3/15	买开	29.4	200	-58,745	
4/11	卖平	2.3	-200	+4,500	
	买开	60.9	+200	-121,845	
4/20	卖平	25.5	-100	+25,500	
4/25	卖平	32.65	-50	+16,325	
4/28	卖平	26.5	-50	+13,250	
期权现金流 合计: -121,015元					

总结与思考

本次项目2000吨玉米的货值为566万，整体亏损约13.7万，利润率为-2.4%。具体来看，**亏损多产生于期权端，主要来自4月11日移仓操作**。一方面所平仓的C2205-P-2840处于平值状态（C2205收盘价2837元/吨），剩余少量实值部分，且已到最后一交易日²，无时间价值，最终平仓收益不理想，几乎损失全部权利金；另一方面，当天开仓的C2207-P-2900处于实值状态（C2207收盘价2883元/吨），权利金较高，开仓均价60.9元/吨，且后续市场小幅上涨，期权未触发赔付，4月28日（C2207收盘价2973元/吨）的平仓权利金均价仅为27.5元/吨。

企业制度规定“优先以近月活跃合约进行套期保值”，但在期权产品运用上，**近月期权产品存在时间价值损耗较快问题，且移仓过程可能会产生较高成本**，尤其是行情朝不利方向发展时。本案例的亏损主要来自权利金损失。通过项目尝试，企业也进一步认识到期权产品非线性特点，标的价格、到期时间等均会影响期权的价格。

由于市场呈现上涨行情，期权未触发赔付，企业承担了权利金损失。但是整体来看，企业D运用期货期权工具开展套保操作，采用期货多单锁定采购成本，以虚拟库存的方式节约实物库存的资金占用成本，并配合看跌期操作以增厚收益，**综合利用了期货期权工具的特点，维系了同下游客户的合作关系，尽可能降低库存资金占用，并尝试对利润进行了保护性操作**，期货和衍生工具同企业现货经营紧密结合、良性发展。

² 标的期货合约交割月份前一个月的第5个交易日