

中粮期货 × 压榨企业 豆粕场内期权项目



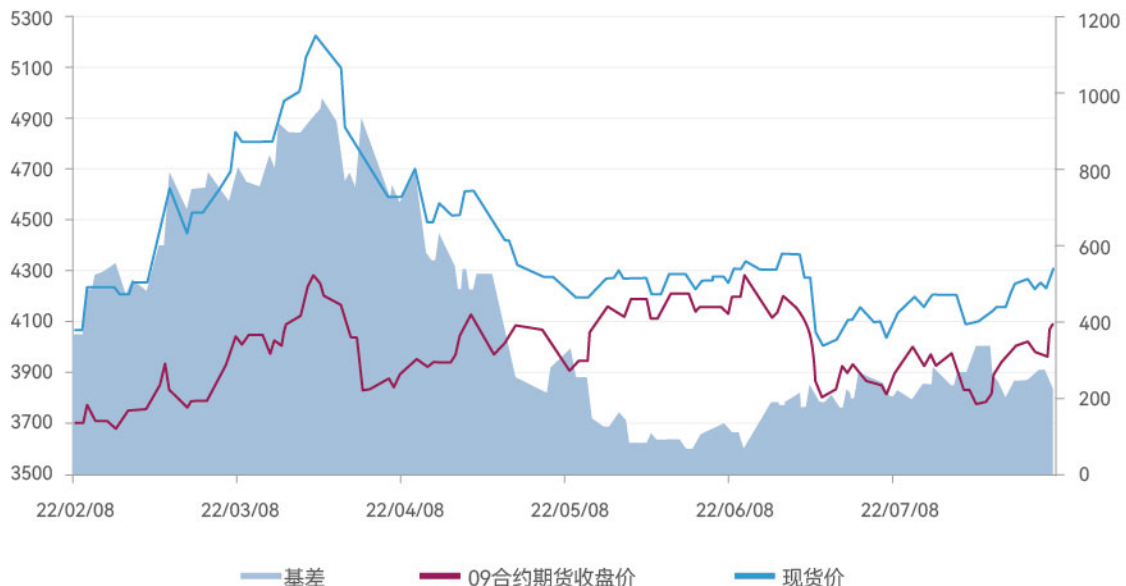
摘要

企业I为压榨企业，2022年一季度，国内大豆到港不及预期，豆粕现货价格上涨，基差走高。企业于4月签订了一批大豆进口订单并用美豆期货锁定了原材料成本，预计8月到港并压榨，需规避远期产成品豆粕的价格下跌风险。为此，企业做空豆粕期货；但考虑到当时基差高位，企业滚动调整期货仓位并卖出看跌期权，以增加套保收益。综合来看，豆粕现货亏损300元/吨，期货套保获利269.07元/吨，期权权利金收益166.74元/吨，期现结合盈利135.81元/吨。

项目背景

企业II以基差贸易方式进口大豆，运回国内压榨，再出售豆粕及豆油。2022年春季，企业签订海外大豆基差采购合同，随后择机买入美豆期货套保，相当于确定一批豆粕远期库存并面临价格下跌风险。

图1 豆粕期现价格走势

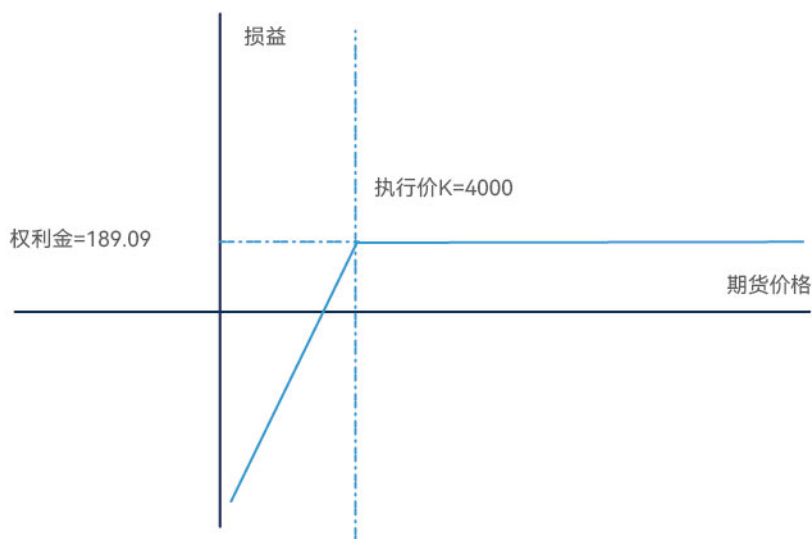


一季度，南美干旱影响作物产量，天气炒作预期提振市场对美豆的需求，CBOT大豆突破1700美分/蒲式耳，创下2013年以来新高；与此同时国内大豆到港不及预期，油厂断豆停机现象频繁，豆粕现货价格上涨，根据wind数据，山东烟台等地期现基差最高超过1000元/吨，国内豆粕现货超过5000元/吨。企业担心豆粕价格高位回落，希望借助期货期权工具防范价格风险并提高销售利润。

方案设计

企业于4月初签订了进口大豆基差采购合同，并根据美豆行情买入期货进行原材料锁价，而当时国内豆粕基差处于较强水平，基本超过600元/吨。因短期区域内大豆进港量不高，豆粕现货紧缺，企业预计高基差将持续一段时间，并且期货价格已处于历史高位有回落风险，因此决定做空期货。但是，如果未来基差走弱，即使期货下跌获利，现货将呈现更大跌幅，影响期现结合的套保效果。经分析研判，企业认为在地缘政治影响

图2 M2209-P-4000卖看跌期权损益图



下，中期农产品价格大幅下跌的风险较小，于是决定采纳中粮期货建议，在做空期货的基础上，卖出看跌期权来增强收益。

4月中下旬，考虑到大豆进口到港在途3个月叠加在库1个月的时间周期，企业选择M2209合约套保。4月20日-26日，卖开一定量的M2209期货，并卖开5000手平值期权M2209-P-4000，对应一船6万吨左右的进口大豆，即5万吨豆粕。如果豆粕期货出现大幅下跌，卖权理论上存在无限亏损可能，企业将减仓期权头寸，进行止损。

交易逻辑

在期货套保方面，企业动态调整套保仓位以优化套保效果，在豆粕价格相对低位时减仓，价格相对高位时增仓，通过较好地择机择时、滚动调仓操作实现了269.07元/吨的期货收益。

在期权套保方面，企业期权入场时，M2209市场的历史波动率从3月底的30%下降到大约27%，而隐含波动率大约为23.5%，低于历史波动率，整体预计市场波动率将继续下降，因此适合卖出期权。企业4月25日卖出了5000手M2209-P-4000场内期权，期权费均价189.09元，当日期货收盘价3956元/吨。

进入7月后，期货价格始终在3800-4000元/吨之间震荡，8月1日M2209收盘4001元/吨，期权进入虚值，此时已接近期权最后到期日，企业平仓接近一半期权仓位，提前锁定大部分期权端利润。在8月5日期权最后交易日，M2209收盘4079元/吨，剩余仓位的卖权自动到期，企业获得全部权利金收益。综合来看，卖权收益166.74元/吨，共计833.70万元。

项目期间，现货价格下跌300元/吨，即远期豆粕库存贬值，共计损失1500万元；期货端盈利269.07元/吨，合计1345.35万元；期权权利金收益166.74元/吨，合计833.7万元；期现结合单吨盈利135.81元/吨，合计679.05万元。



总结与思考

表1 套保效果比较分析

未套保	单吨: -300 元 合计: -1500 万元	-	单吨: -300 元 合计: -1500 万元
期货套保	单吨: -300 元 合计: -1500 万元	单吨: 269.07 元 合计: 1345.35 万元	单吨: -30.97 元 合计: -154.85 万元
期货 + 期权套保	单吨: -300 元 合计: -1500 万元	期货单吨: 269.07 元 期权单吨: 166.74 元 合计: 2179.05 万元	单吨: 135.81 元合计: 679.05 万元

策略执行期间，期货价格上涨15元/吨，而现货价格则下跌300元/吨，导致基差走弱，幅度为-315元/吨。企业期货做空套保时基差高达536元/吨，项目结束时基差为221元/吨。若采取传统套保模式，则项目结束时其套保效果必然使企业承担一定亏损。通过本项目的“期货空头趋势套保+卖看跌期权”模式，企业最终不仅较好的应对了基差回落的风险，同时期现整体也取得了较好的收益，最终提高了该批豆粕销售价135.81元/吨。可见套保工具的灵活运用将有效提高收益，增强抵御风险能力。