

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2月初，受俄乌局势影响，市场看涨预期明显，期货价格走高，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，同时运用看涨期权保护套期保值。平仓时，现货亏损2400元，期货盈利8250元，期权亏损121015元，期现结合亏损137215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2月初，行情持续紧张，玉米进口成本走高，国内玉米惜售情绪有所上升，市场持有较高的看涨预期。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。客户关系表示2月14日与企业签订销售合同，约定在2月20日至2月25日交易，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，

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。玉米主要进口来源国，2022年我国从乌克兰进口玉米占整体进口量的29%。企业D担心在地缘政治影响下，玉米价格很可能继续上涨，有必要提前锁定采购成本。为节省实物库存的资金占用和仓储成本，企业D决定以期货和期权工具构建虚拟库存。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”

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2253元/吨²,因此企业该笔交易处于亏损状态。

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。为了锁定利润,企业买入平权期权。

图1玉米期现货价格走势



交易逻辑

该项目涉及现货、期货及期权操作(见表1),企业整基期别套谷源探,企业定基期虚拟库存的构建(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，客户提货的当天是与平仓同等数量的期权买了“蓝盒部分”。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	2225(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	2000	-587,450	
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103万，利润率为-24%。总体来看，亏损多产生于期权端，主要来自4月17日移仓操作。一方面所持仓的C2205²-r²-2640处于平值状态（C2205收盘价2837元/吨），剩余少量实值部分，且已到最后交易日²，无时间价值，最终平仓收益不理想。另一方面持仓C2207²-r²-2900处于实值状态（C2207收盘价2883元/吨），权利金较高，开仓均价60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）平仓，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”，但在期权产品领域，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，尤其是在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。企业在运用期货期权工具开展套期保值时，采用期货多单锁定采购成本，同时使用期权工具进行套期保值，在保障采购成本的同时，也保留了价格上涨带来的收益空间。

类的特点，维系了同下游客户的关系，尽可能降低采购成本。同时，企业进行了保障性操作，期货和衍生工具同企业现货经营紧密结

²标的期货合约交割月份前一个月的第5个交易日