

棉花期权上市 现货企业套保再添新工具

■ 郑齐

棉花期权的推出必将对期货市场服务实体经济、服务“三农”、助力农业供给侧结构性改革产生深远的影响,必将成为我国商品期货市场的一个新的里程碑。



为了进一步满足企业个性化和精细化风险管理需求,进一步降低套保成本,同时进一步降低“保险+期货”试点中农户保费支出,更好地服务“三农”和推进乡村振兴战略,郑州商品交易所(下称郑商所)于2019年1月28日推出棉花场内期权,这是郑商所继推出白糖场内期权后推出的第二个商品期权品种。从郑商所公布的棉花期权合约以及关于挂牌棉花期权合约有关事项的公告来看,其相关合约设计表述清晰、规则设置合理、符合市场实际、可操作性较强,为棉花现货企业又增添了一个新的风险管理工具。

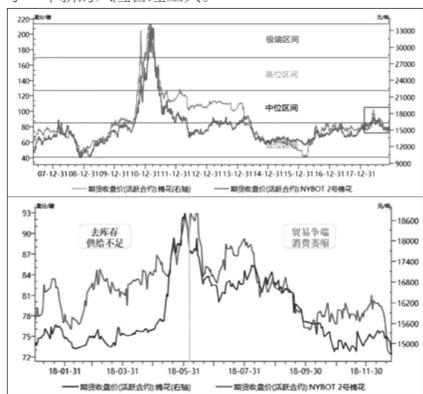
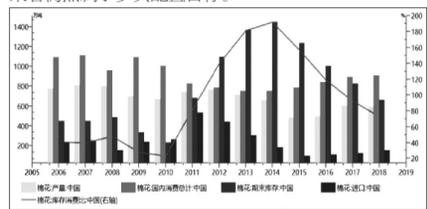


图1为郑棉与美棉价格走势
回顾2018年的棉花行情,棉价从历史低位区间冲

击历史中位区间失败,之后重回历史低位区间运行,全年走势在跌宕起伏中录得小幅下跌。郑棉指数波动区间为14620至19040元/吨,年跌幅0.70%。上半年市场焦点在于去库存持续,主要交易供给不足的逻辑,内外棉价振荡上涨为主;下半年市场焦点在于贸易争端,主要交易消费萎缩的逻辑,内外棉价振荡下跌为主。

虽然绝对价格下跌,但相对于整体商品市场而言,棉花的估值却录得上涨,美棉表现好于郑棉。2018年,美棉估值从38.38上升到42.54,年涨幅10.8%;郑棉估值从10.62上升到11.23,年涨幅5.7%。这恰恰说明,在整体商品市场中,棉花相对强劲的基本面从资产配置角度来看仍然属于多头配置目标。



展望2019年,棉花市场面临着复杂多变的外部环境,贸易争端和宏观经济对下游消费、进口贸易以及国储棉政策均产生了不确定冲击,持续四年的去库存逻辑不会持续恶化的情况下,棉价的绝对底部已经探明,后市将以上涨为主。影响市场的核心因素主要有两个方面:

一是中美贸易争端阶段性缓和,棉花消费萎缩逻辑减弱,内外棉价修复性上涨;二是近两月下游订单回流,原料补库增加,现货购销升温,期现价格同步上涨,但郑棉巨量仓单依然施压市场,CF1905上方密集套保压力区间在15500—16000元/吨。预计节前乐观情绪会推动棉价反弹持续,密切关注能否突破套保压力位。预计CF1905波动区间暂看到15000—16000元/吨。目前,主要的预期偏差是贸易争端和国储棉政策,会带来突破上述区间的力量。

结合当前市场行情预期,建议棉花现货企业可以考虑以下三种期权操作策略,以便更好地管理自身所面临的价格风险:

生产企业

生产企业所面临的主要风险是未来价格下跌带来的棉花销售收入减少以及库存贬值的风险,因此建议考虑保护性看跌期权策略,即通过买入看跌期权做套期保值,提前锁定产品销售价格或者降低库存贬值风险。可以考虑买入即将挂牌的CF905—P—15000场内期权合约。若未来市场价格上涨,那么可以随行就市以较高的价格出售产品,该策略的最大成本只有买入期权时支付的一部分权利金,但产品市场价格的上涨会给销售收入带来更大的收益;若未来市场价格下跌,期权端产生的收益将弥补产品市场销售价格下降造成的损失。

消费企业

消费企业所面临的主要风险是未来价格上涨导致

的棉花采购成本增加的风险。由于当前棉花价格处在区间低位,预期短时间内出现大幅上涨的可能性较低,因此建议考虑看跌期权策略,即通过卖出看跌期权获得有限保护。可以考虑卖出即将挂牌的CF905—P—15000场内期权合约。相比买入看跌期权要付出权利金成本,卖出看跌期权却可以获得权利金收益。如果采购价格确实出现小幅上涨,那么收到的权利金同样可以弥补一定幅度内的采购价格上涨损失;如果价格出现下跌则可以考虑及时平仓止损,虽然期权端可能会产生一定亏损,但是采购成本的下降会带来更大的收益。

贸易企业

贸易企业所面临的风险相对生产企业和消费企业而言要更多样化,因此可以选择的策略也更灵活、丰富。一方面,未来价格上涨会导致棉花采购成本增加,但也会带来销售收入的增加;另一方面,未来价格下跌会使棉花采购成本下降,但也可能造成销售收入的减少。因此贸易企业应结合自身库存情况与实际业务周期,综合考虑各类风险。

行情上,由于当前棉花价格处在区间低位,预期未来短时间内出现大幅上涨的可能性较低,但中长期依然面临上涨动力,因此建议考虑领式看涨期权策略,即通过卖出看跌期权同时买入看涨期权,以较低成本获得采购成本上升保护。可以考虑卖出即将挂牌的CF905—P—15000场内期权合约,同时买入CF905—C—15600场内期权合约。如果采购价格出现小幅上涨,那么卖出看跌期权收到的权利金可以弥补一定幅度内的采购成本上升损失;如果价格出现大幅上涨,那么买入的看涨期权将对这部分风险进行有效保护,看涨期权产生的收益将弥补采购成本大幅上升造成的损失;如果未来价格出现下跌,则可以考虑及时平仓止损,虽然期权端可能会产生一定亏损,但是采购成本的下降会带来更大的收益。

由此可见,不同类型的现货企业所面临的实际风险各不相同,应用各种期权策略时的考量也不尽相同。企业应首先对自身的套保目标、风险偏好以及行情观点有一定的分析与研究之后,再审慎地从中进行选择与组合。总的来说,保护性套保策略一般适用于预期后市将出现大幅波动的情况,备兑套保策略一般适用于预期后市不会出现大幅波动的情况,而领式期权策略的主要目的是愿意承担一侧的风险以换取另一侧的保护,从而大幅降低初始权利金成本。

郑商所棉花期权于2019年1月28日正式挂牌上市,棉花现货企业在风险管理实践中可以选择的金融工具将变得更为丰富多样,套期保值方案的制定也将具有更多的灵活性,企业可以根据自身的特点和实际情况选择经济、适用、有效的策略。本次棉花期权的推出必将对期货市场服务实体经济、服务“三农”、助力农业供给侧结构性改革产生深远的影响,必将成为中国商品期货市场的一个新的里程碑。

(作者单位:中粮祈德丰商贸有限公司)

棉花期权将助推企业风险管理全面升级

■ 程刚

2019年是金融创新的大年。1月28日,棉花、玉米、橡胶期权将同步上市,期货期权数量扩容到6个,我们终于步入了“期权时代”。期权,是国内资本市场的一员新兵,也是国际市场上的一员老将,有神秘、有争议、有赞美也有误解。

期权将怎样服务实体经济呢?

从国际经验来看,在生产、贸易和消费中,利用金融工具来交易和转移风险,从而更好地规划实体运营、抵抗价格波动,已经越来越深深地融入了企业的基因中。事实上,不仅仅是企业,很多政府机构尤其是农业部、矿业部等都会有计划地交易期权。

从国内实践看,棉花期权将为整个产业链提供新一代风险管理工具,将有助于推动行业整体升级。棉农可以参与“保险+期货”项目,得到一份稳定的种植收入。贸易商可以通过看涨期权来防止上游采购合同违约,也可以通过看跌期权防止下游销售合同违约。消费者则可以通过三腿期权降低资金沉淀,应对价格上涨。不论在哪个环节,库存过多或过少,都可以用期权补上。

传统的贸易模式不断受到挑战,新的理念、技术和方法渗入行业,期权将带来风险管理的全面提升。可以说,没有期权的市场是“断脚”的市场;不懂得期权的企业,也将步履艰难。

从不同视角来看期权

1.用“工具”的思维看待期权。期权不是什么高科技,它就是把自行车换成了汽车,摸熟了就发现没那么复杂。作为工具它帮我们实现更精准的风险定价和转移,没有“好期权坏期权”,只有“好司机差司机”。

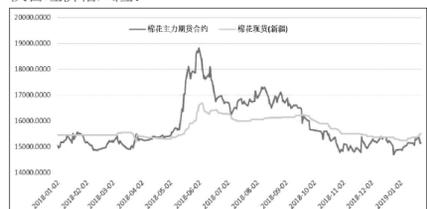
2.用“保险”的思维看待期权。每年一号文件的“保险+期货”模式就是典型的例子,新湖期货最早创新并持续参与这一模式,为棉农、胶农、糖农……带来了稳定的收入预期。

3.用“贸易”的思维看待期权。贸易中,除了价格,能否有一些差异化的服务来留住客户——例如,我的东

西是贵一点,但是“七天内可以无理由退货”,“一个月内如果降价补差价”。期权的本质就是“一句承诺”,为这一句话订个价钱,让贸易变得更顺畅。

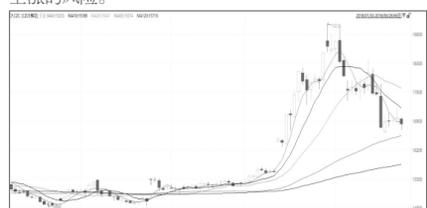
4.用“整体”的思维看待期权。既然做了套保,就不应囿于一个期权的损益,而是着眼于整个“现货+期货+期权”的组合的损益。这样我们就不会被“奇闻被期权坑了”之类的谣言迷惑。

下面通过两个具体例子来看企业如何通过棉花期权管理价格风险:



上图是2018年年初至今的棉花期现市场行情走势,从2018年的数据来看,棉花期现市场价格的相关性达到84%,整体来看2018年棉花期现市场整体波动远小于期货市场。从基差角度来看,几个重要的保值周期内,基差变化都是对产业客户套期保值有利的,包括5月的大幅上涨行情,6月的大跌行情,7月下跌后的反弹行情以及9月开始的持续下跌行情,具体情况在下面的两个案例中详细讲解。

一是棉纱厂使用虚值期权防范未来采购价格大幅上涨的风险。



某棉纱厂有长期采购棉花的需求,2018年5月在棉花价格经历一段较长时间的平稳运行后,企业担心未来棉花波动可能会加大,企业想规避未来采购价格上涨的

风险,同时愿意承担采购成本小幅上涨的风险,主要想规避价格大幅上涨的极端风险,所以棉纱厂决定使用虚值看涨期权进行保值。棉纱厂在15400元/吨买入执行价为16940元/吨(虚值10%)的一个月周期看涨期权,由于当时棉花波动率处于历史低位,买入期权的波动率报价也处于极低的位置,该期权权利金仅为9.75元(0.06%)(权利金由BSM模型计算得出)。企业以非常低的成本规避了10%以上的“黑天鹅”风险。

期权到期时价格大幅上涨至18800元/吨,期权产生赔付(18800—16940)=1860元,赔付率高达190倍。结合现货价格变化来看,保值周期内现货价格上涨1300元左右,粗略估算套保总体效果客户企业可产生盈利560元。客户企业不但通过低成本期权规避了“黑天鹅”风险,还赚取了基差变化带来的收益。

二是贸易商使用看跌期权防范库存贬值风险。

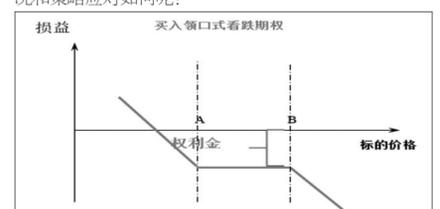


某棉花贸易商有长期采购棉花的长单,2018年7月开始其采购与销售轧差计算后仍有现货库存敞口。由于市场看跌棉花价格,贸易商较难快速处理其现货库存,想保护其库存贬值风险。其认为棉价下跌空间较大,同时棉价即使反弹也较难达到前期高点17500元/吨。由于前期期货价格反弹幅度较大,而现货价格基本保持平稳,基差扩大有利于看跌期权的套保操作。8月下旬,企业在16900元/吨入场看跌领口期权,买入执行价16900元/吨的看跌期权同时卖出17500元/吨的看涨期权,一个月周期权利金成本为230元(1.36%)。

后期期货价格小幅反弹至17200元/吨后又进入下跌行情,9月19日期权到期时盘面价格为16000元/吨,产生赔付900元。该保值周期内现货价格基本保持平稳,综合套保效果较好。

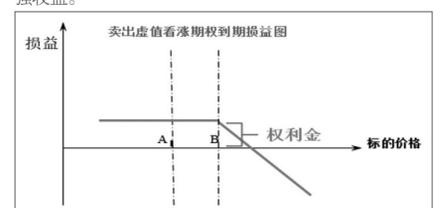
通过以上例子,我们看到,通过合理应用期权工具,

实体企业有效化解了面临的的市场风险。当前的市场状况和策略应对如何呢?



2018年抛储结束后剩余国储库存进入低库存区间,但商业库存却在历史高位,主要源于国储库存向社会库存转移,而市场并未将库存完全消化造成商业库存堆积,成为目前施压棉价的主要因素。同时产业链下游坯布企业库存压力很大,中美贸易摩擦市场对于2019年的需求预期仍悲观,需求端低迷表现使得棉花商业库存消化进度并不理想。

目前棉花价格经历2018年下半年的持续下跌已经来到历史低位。对于产业链下游库存压力较大的坯布企业,在有现货库存备兑的背景下,如果预期后期棉花波动较低,可尝试在价格短期小幅反弹后卖出虚值看涨期权,收入权利金来降低库存成本。假设期货现价15300元,卖出一个月虚值4%执行价15912元的看涨期权可收入权利金70.33元(0.46%)。后期如果棉花期货价格上涨不超过15912元,到期可收入全部权利金来增强收益。



总体上,棉花期权上市,建议企业适量参与,避免复杂设计,交易中应始终坚持把风险控制放在企业经营的首位,好的期权为企业减小风险,而不是增加风险。

(作者单位:新湖期货)