

期权市场驶入“快车道” 螺纹钢期权助力企业风险管理进阶*

新潮期货股份有限公司 余典 李明玉

一、期权市场概览

（一）期权发展历史

期权是现代商业持续发展下应运而生的产物。早在 17 世纪，荷兰郁金香批发商为规避价格波动风险，选择与种植户签订合同时付出一定权利金以锁定未来郁金香的最高采购价格。此外，还有航海保险等民间自发进行的交易。这些都可以看作是场外期权的萌芽。

期权的诞生和发展虽是顺应时代趋势，但过程却十分坎坷。18 世纪至 19 世纪，欧美出现了有组织的期权交易，标的物主要是证券，也有农产品等大宗商品。这些交易通过经纪商进行撮合，成交量小且效率低下。随着美国芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）成为全球农产品定价中心，农场主希望运用期权来保护所持有的期货头寸，像“Indemnity for Purchase or Sale”这样的类期权合约开始在期货交易所上市。但一直以来，由于缺乏配套的法律法规对市场进行有效监管，早期的期权交易存在着大量的欺诈和市场操纵行为，同时因投机者滥用期权而产生的经济泡沫也加剧了历次经济危机的严重程度，损害了期权在人们心目中的形象。在很长一段时间内，期权被多国政府相继禁止。

19 世纪 60—70 年代，期货交易量下滑，CBOT 为拓展更多业务，在 1973 年 4 月 26 日成立了全球第一个期权交易所——芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE），推出了第一个标准化的股票期权合约，标志着有组织、标准化的期权时代正式拉开序幕。成立之初，CBOE 仅上市了 16 只个股期权，到 20 世纪 80 年代之后，随着监管体系的完善和对市场功能认识的加深，全球各个交易所才逐步推出农产品、有色金属等商品期权。

（二）国际期权市场现状

根据美国期货业协会（Futures Industry Association, FIA）的统计，2022 年全球衍生品中，期货交易量为 293.72 亿张，基本与 2021 年持平。其中权益类占比 42%，利率占比 15%，汇率占比 14%，农产品和金属各占 7%，能源占比 6%，其他占比 9%。可以看出金融期货合计占比 71%，在全球期货交易中占据主导地位，而这种现象在期权市场表现得更为显著。早在 2000 年，全球期权持仓量就已超过期货，近年来期权更是进入高速发展阶段。2022 年全球期权成交量为 545.34 亿张，是期货成交量的 1.86 倍，同比增速达 64%。其中，权益类占比高达 91%，汇率

* 本栏目文章均来源于上海期货交易所“场内期权交易 50 周年征文”主题活动。

占比 6%，利率占比 2%，商品类占比很低，农产品、金属、能源合计仅占 1% 左右。

商品期权中，2022 年成交量排前十品种依次为原油相关产品、PTA、玉米、电力相关产品、豆粕、天然气、铁矿石、甲醇、纽约原油、布伦特原油。上海螺纹钢期权在 2022 年底上市之后，2023 年至今¹ 钢材期权成交量占比有了显著提升，目前排在第九位，超过纽约原油期货。

分地区看，各大洲的交易所都以权益类期权为主导，但仍有分化。例如亚洲权益类期权占比为 87%，以股指期权为主，汇率类占比 11%。欧洲权益类期权占比则为 77%，股指期权占比略高于个股期权，利率期权比重则有明显增加，占比 16%。此外值得关注的是能源期货——主要是原油，也占据了 4%，高于北美和亚洲。美洲权益类期权占比 93%，以个股期权和交易所交易产品（ETP/ETF/ETN）为主，能源和农产品占比 1% 左右。

从交易量看，尽管期权最早起源于欧美，但 2000 年之后韩国 KOSPI200 指数期权一鸣惊人，使得亚洲期权交易量升至世界第一。此外，印度 2000 年推出股指期货，一年之后推出股指期权，但其 2020 年交易量几乎追平了美国，并在 2021 年和 2022 年实现了成倍增长，遥遥领先完成“逆袭”。

（三）我国商品期权市场大有可为

我国场内期权起步较晚但发展迅速。2015 年，上海证券交易所挂牌了我国第一个标准化期权合约——上证 50ETF 期权。截至 2023 年 3 月底，我国共上市 38 个期权品种，其中金融期权 10 个，商品期权 28 个。与其他国家不同的是，我国以商品期权为主导，2022 年我国商品期权

成交量占比约 91%，主要品种依次为 PTA、豆粕、铁矿、甲醇和玉米等。放眼全球，我国商品期权交易量位居世界第一，占全球商品期权交易量的 51.06%，我国商品期权发展势头迅猛。2022 年 12 月 26 日，上海期货交易所（下简称上期所）螺纹钢期权上市，为我国商品期权又添一员“猛将”。依托于螺纹钢期货庞大的持仓量和活跃的成交量，2023 年初至今螺纹钢期权成交量已达到 500 万手，位列我国商品期权第四，全球第九。高流动性和持仓量为螺纹钢期权应用于企业风险管理奠定了良好的基础。

二、运用螺纹钢期权进行风险管理的方式探讨

（一）期货套期保值存在局限性

期货、场外期权、场内期权均可以用于企业套期保值。期货价格与现货价格受到相似的供求等因素影响，两者的变动趋势趋同。通过买入或卖出期货合约，可以锁定远月原材料和产成品的价格，从而避免价格波动风险，锁定利润。以螺纹钢为例，某钢厂代理商冬储 5000 吨，锁价价格为 4200 元 / 吨，因担心年后螺纹需求不及预期导致价格下跌，有卖出套期保值需求。假设期货保证金比例为 13%，在螺纹 2305 合约 4200 元 / 吨时做空，假定该批螺纹可以用于交割且不考虑仓储和资金等成本，那么相当于无论春节后价格如何变化，都保证了至少不会亏损。由于期货和现货价格波动幅度并不是完全一致，两者之间的价差会产生波动，也就是期货行业常用的“基差”（现货价格 - 期货价格）。在判断未来基差走强时（期货跌幅大于现货或期货涨幅小于现货），卖出套保模式将获取额外的收益。

假设春节后现货价格跌至 4100 元 / 吨，期

¹ 本文数据均截至 2023 年 3 月 31 日

货价格跌至 4000 元 / 吨，基差走强：

占用保证金：4200 元 / 吨 × 10 吨 / 手
× 500 手 × 13% = 2730000 元

现货盈亏：4100 元 / 吨 - 4200 元 / 吨 = -100 元 / 吨

期货盈亏：4200 元 / 吨 - 4000 元 / 吨 = 200 元 / 吨

最终盈亏：100 元 / 吨 - 保证金占用利息

可见，若该代理商没有参与期货套期保值，在价格下跌后将亏损 100 元 / 吨；参与期货套期保值后除了能提前锁定利润，还有机会额外获取基差走强的收益。

但是假若春节后市场对钢材需求预期良好，期货价格快速涨至 4300 元 / 吨，现货跟涨至 4300 元 / 吨，基差不变：

现货盈亏：4300 元 / 吨 - 4200 元 / 吨 = 100 元 / 吨

期货盈亏：4200 元 / 吨 - 4300 元 / 吨 = -100 元 / 吨

最终盈亏：0 元 / 吨 - 保证金占用利息

在该代理商看来，虽然本次套保可以避免价格波动的风险，但也损失了钢价上涨的收益，同时期货端的亏损可能需要追加保证金，增加资金成本，整体并未达到增厚利润的效果。通过走访调研客户发现，一般情况下，期货套期保值更适合希望控制原料价格或销售价格风险敞口的生产型企业。对于贸易型企业而言，期货套期保值限制了收益扩大的空间，也限制了其主要的利润来源，所以很少有非期现公司的贸易型企业实现套保头寸与现货 1:1 严格对应，更多时候是通过后市的预判进行期货投机性操作，失去了套期保值的意义。

结合钢材基本面来看，2023 年房地产呈现底部复苏迹象，但螺纹钢现货需求依然较为低迷，

市场对年内需求分歧较大。同时，今年粗钢压减力度也尚未有定论。多种影响因子未能形成共振，难以出现趋势性行情。在市场充满不确定性、价格宽幅震荡的背景下，钢材套期保值的难度增加。那么是否有新的工具既能降低风险，又可以保留盈利空间？

（二）从期货到期权

为了在规避风险的基础上保留收益，期权应运而生。期权购买者向期权出售者支付一定费用后，就获得了能在未来某特定时间以某一特定价格向期权出售者买进或卖出一定数量的某种商品或期货合约的权利。如前文所述，早在交易所出现之前就已经出现了期权交易。期权合约可以直接发生在个体之间，也可以通过相关中间商撮合进行操作，是买卖双方私下协商签订的合同，这种在非集中性的交易场所进行的非标准化的期权合约被称为场外期权。相比期货，场外期权套保的优势在于：

1. 避免基差风险，保留盈利空间。

期货套保是将较大的价格波动风险转变为较小的基差风险，但很多时候基差并不适合进场。譬如准备进行卖出套保时，盘面价格已经大跌了一波，此时进场就有可能承担盘面强反弹形成的亏损。而期权具有非线性损益结构，买入期权合约的最大损失仅限于支付的权利金，因此，期权套保效果确定性更强，且保留了盈利空间，非常适合在期现价差不合适的情况下进行套保操作。

2. 降低资金占用成本。

期货套保需要支付一定比例的保证金，一旦产生亏损还有追加保证金的风险，而购买期权只需付出很小比例的权利金，若叠加卖出期权甚至可以实现零资金占用，提高了资金使用效率。

3. 满足个性化需求。

期货活跃合约通常只有特定的几个月份，非

主力合约常常因持仓量、流动性不足出现买卖对价过大的情况，导致企业面临期货和现货时限不匹配的问题。此外，我国钢材类型繁多，贸易商经营的往往是非标准品，规格和种类不能满足期货交割要求，无法保证套保效果。场外期权则可以根据企业需求进行时间和标的个性化定制。

4. 组合产品推动风险管理精细化。

期货仅看涨和看空两个方向，而期权可以针对大幅上涨或下跌、有具体点位的区间震荡等不同情景通过期权组合形成各类奇异期权，像二元结构、鲨鱼鳍结构和雪球结构等，风险管理可以更为精细。对于大宗商品贸易而言，以场外期权为基础的含权贸易和“保险+期货”已经发展得比较成熟。

当然，场外期权也有其弊端。首先，由于标的、时间等合约条款个性化强，难以在市场上流通转让。其次，场外期权需要向各家机构询价，存在信息不对称，所以价格发现能力弱，成交效率低。最重要的一点是信用风险，场外期权交易规模大、杠杆高，且不通过第三方结算机构，如果期权的卖方无法履行支付义务，那么期权的买方将因此遭受严重的损失。随着监管措施加强，场外期权已经逐步出现了“场内化”的趋势，比如国外推行的场外期权场内集中清算等。

场内期权除了不能满足“个性化”定制条款之外，具备上述其余的优点，并且规避了场外期权的一系列弊端。对于像螺纹钢这样流通规模大、标准性强的大宗商品而言，客户对螺纹钢期权需求量大但并不需要太多定制条款，并且场内的期权费通常要低于场外期权，因此上期所螺纹钢期权的推出极具优势。此外，对于期货风险管理公司的期权做市商而言，场外期权合约签订后需要在场内市场对冲，对应品种的期货合约只能对冲掉 Delta 风险，而 Gamma 风险、Vega 风险和

Theta 风险都无法用线性产品进行有效对冲，只能依赖于期权等非线性产品。螺纹钢场内期权的上市丰富了对冲工具，交易员可以通过场内期权的组合方法进行更为有效的对冲。

（三）如何运用螺纹钢期权进行风险管理

1. 基础策略构建。

通过走访调研客户发现，相对于油脂、有色等国际贸易流通性强的大宗商品而言，黑色产业因为以国内定价为主，金融衍生品的运用程度偏低，这也与我国商品衍生品起步较晚有关。不过近年来随着大量期现贸易商参与市场，改变了传统贸易方式，黑色产业对期货套期保值的接受程度明显提高；但提到“期权”和“期权组合”，还是普遍反馈过于专业和复杂，所以使用的意愿不强。因此在推广期权时，需要让客户消除陌生感，让客户了解运用期权套保并不需要太过复杂的组合形式。从目前市场上领先运用期权套保的大型贸易商来看，基础的单腿和双腿操作就可以达到较好的风险管理效果。

以库存套保为例，假设螺纹盘面经历了一波大跌，价格跌至 4150 元 / 吨，贸易商认为价格即将反弹便逢低购买现货，此时大跌完基差不适合空期货套保，但又担心会出现趋势性下跌。此时贸易商可选择买入看跌期权 RB2305P4000，花费权利金 23 元 / 吨。进一步假设，该贸易商判断按上半年供需情况，RB2305 合约突破 4350 元 / 吨的可能性极低，此时可选择同时卖出看涨期权 RB2305C4350，获得权利金 22.5 元 / 吨。通过“一买一卖”，贸易商可以基本实现“零成本”套保。

2. 备兑期权增厚收益。

在上文的案例中，贸易商通过“一买”或“一买一卖”进行套期保值。在很多情况下，“一卖”也是非常简单有效的策略。当提到卖出期权时，

往往会想到“收益有限、风险无限”的特点，从而认为不适合用于风险管理。但当卖出看涨期权与现货结合时，就构成了类似期货卖出套保的策略。卖出看涨期权是指卖出者获得权利金，若买入看涨期权者执行合约，卖出方必须以特定价格向期权买方卖出一定数量的某种特定商品。因此当螺纹贸易商持有一批现货时，如果认为后市大涨可能性低，且可以接受以 4350 元 / 吨的价格销售以保证盈利，就可以卖出 RB2305C4350 期权合约，获得权利金 22.5 元 / 吨，增厚了收益，这就是备兑期权策略。在实际运用中，因备兑期权结构简单、获利稳定，是产业客户使用最频繁的策略。

3. 含权贸易。

在黑色产业链中，国际化程度较高的铁矿石的基差贸易已经非常常见。近年来大量期现公司和团队涉足螺纹钢和热轧卷板，也在推动钢材行业贸易模式不断升级。大部分产业客户都是基差的买方，通过这种方式可以在一段时间内选择合适的价位进行点价，相比之前传统的定价模式获得了更多的操作空间，所以逐渐被广大钢贸商所接受。如今期权工具的加入使得基差贸易的种类更为多样，比如在螺纹钢基差销售合同的基础上再嵌套一个期权条款，进行约定：若点价价格低于合同暂定价格，则“最终价格 = 点价价格 + 基差价格”；反之则按合同暂定价格成交。尽管买方需要多付一定溢价，但降低了买方风险的同时且不需要买方在衍生品市场进行操作，非常适合没有衍生品团队或无法进行价格套保的实体企业。此时卖方可以通过买螺纹钢平值看涨期权进行风险对冲，通过和销售合同中嵌套期权溢价的价差获取额外收入，也可以通过这样的额外风险管理服务增加市场竞争力。

三、总结

2023 年是 CBOE 场内期权推出 50 周年，在这 50 年中场内期权凭借着流动性强、定价透明等优点获得了市场青睐，规模呈现爆发式增长。我国于 2015 年上市首个场内期权品种，尽管起步时间较晚，但得益于我国商品期货市场规模庞大的优势，如今我国商品期权交易量已位居世界第一。螺纹钢是工业化进程中不可或缺的原材料，市场流通量大，标准化程度高。近年来受供给侧改革和产业结构升级等宏观因素影响，钢价波动剧烈，产业机构有强烈的套期保值需求。随着行业内部竞争加剧，企业套期保值操作也在从“粗放型”向“精细型”转变，仅运用期货合约套保已不能完全满足需求。螺纹钢期权的上市进一步丰富了风险对冲工具，有效提升了企业在风险管理上的效率和精度。相比于场外期权，场内期权还具有操作成本低、信用风险低等优势。此外，衍生品类型的多样化推动了企业从传统贸易向含权贸易、备兑开仓等新模式转变，助力产业链转型升级，提升在国际市场中的竞争优势，为我国钢铁行业注入新的活力。

（责任编辑：吴星）

作者简介：

余典，新湖期货钢材研究员，上海财经大学会计硕士，具有丰富的期现业务经验。擅长自上而下的角度进行钢材基本面研究，多次接受期货日报等机构采访，撰写过多篇专题和调研报告。

李明玉，新湖期货研究所副所长，上海证券交易所期权高级策略顾问、优秀期权讲师，主要从事海内外宏观、货币、财政政策、固定收益及衍生品、贵金属等领域的研究。在《期货日报》和《证券时报》联合主办的期货分析师评选中多次荣获“最佳宏观策略分析师”“最佳金融期货分析师”等奖项。