



## 如何利用铜期权套期保值

联系人 徐舟  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

自去年疫情低点以来，铜价上涨超过了一倍；特别是春节过后，铜价更是短期内大幅上涨，创出了近 10 年新高。铜价短期内过快的上涨对于产业链，尤其是下游造成了较大的压力。对此，工信部表示，本轮大宗商品价格上涨对制造业有影响，鼓励冶炼企业及加工企业进行期货套期保值交易。

此前，国内铜产业链的套期保值主要依赖于期货，但是随着铜期权的上市，企业风险管理的工具更加丰富。本文将主要介绍铜期权及利用铜期权套期保值的策略。

### 一、铜期权简介

#### 1、铜期权定义

期权，也称选择权，是指期权买方有权在将来某一特定时间以特定价格（行权价格）买入或者卖出一定数量的特定资产（期权合约标的物）。买方需为获取的权利支付权利金，卖方作为履行义务的一方收取权利金。

铜期权就是标的物为铜期货合约的期权。上期所铜期权而言，实际上买卖双方行权（履约）后获得的是上期所阴极铜期货合约，不是铜现货本身。例如，现在买入 1 手 2105 合约的铜看涨期权，持有至期权行权日行权之后，获得 1 手 2105 合约的多单，而不是 5 吨阴极铜现货。如果是卖出 1 手 2105 合约的铜看涨期权，则在被行权之后，将获得 1 手 2105 合约的空单。

#### 2、铜期权合约

铜期权的合约要素主要有 4 个：合约标的，合约月份，合约类型和行权价格。

**合约标的：**期权合约的行权交割对象。上期所的铜期权的标的为铜期货合约。

**合约月份：**铜期权的到期日为标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日。例如

CU-2105-C-70000 对应标的为铜 CU2105 合约，铜期权的到期日按照推算就是 2021 年 4 月 26 日。

**合约类型：**看涨期权还是看跌期权。

**行权价格：**行权时买卖双方实际交付的期货合约的价格。

值得注意的是，上期所在 2020 年 8 月发布了修订过的铜期权合约，其中最大的修订是将行权方式从此前的欧式期权转为美式期权。即，合约月份小于 CU2211 的期货合约对应的期权合约的买方可以在到期日 15:30 之前提出行权申请、放弃申请；合约月份大于等于 CU2211 的期货合约对应的期权合约的买方不但可以在到期日 15:30 之前提出行权申请、放弃申请，还可以在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请。

**图表 1 铜期权合约**

合约标的物	阴极铜期货合约（5吨）
合约类型	看涨期权，看跌期权
交易单位	1手阴极铜期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	2元/吨
涨跌停板幅度	与阴极铜期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	最近两个连续月份合约，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到一定数值之后的第二个交易日挂牌。具体数值交易所另行发布
交易时间	上午9:00-11:30下午13:30-15:00及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖阴极铜期货合约上一交易日结算价上下浮动1倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 $\leq$ 40000元/吨，行权价格间距为500元/吨；40000元/吨 $<$ 行权价格 $\leq$ 80000元/吨，行权价格间距为1000元/吨；行权价格 $>$ 80000元/吨，行权价格间距为2000元/吨
行权方式	美式。买方可以在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请；买方可以在到期日15:30之前提出行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权：CU-合约月份-C-行权价格 看跌期权：CU-合约月份-P-行权价格
上市交易所	上海期货交易所

资料来源：铜冠金源期货

## 二、铜期权套期保值策略

通过铜期货套期保值在过去已经成为了整个产业链的共识，但是对于铜期权来说，目前很多产业上的经营者却并不熟悉，更谈不上使用铜期权来进行风险管理。这主要是因为期权相对于期货而言，增加了行权价格的维度，因此期权价格的变化更加多元化与复杂化，很多期权的策略也是错综复杂，让人望而生畏。

本文将从企业经营者角度，从风险管理出发，介绍利用铜期权来套期保值的几种简单策略，希望可以帮助企业未来更好的利用好铜期权这一工具。

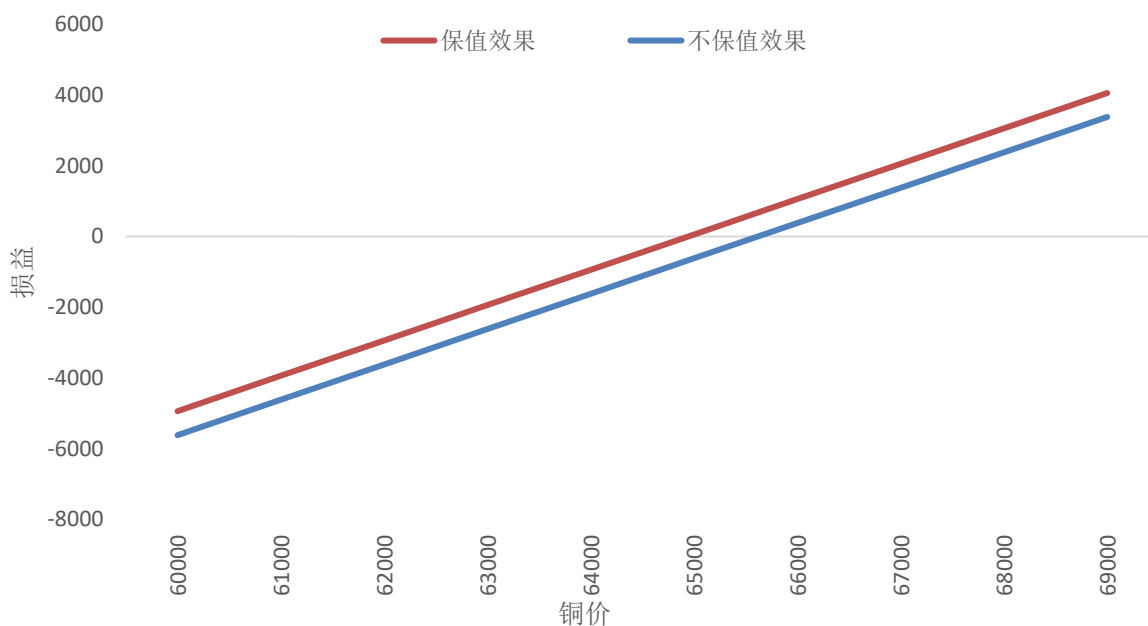
### 1、单边期权套保策略

对于利用铜期权套期保值来说，首要任务是识别企业的风险。只有先识别出企业的风险点，才可以利用期权这一工具来制定风险管理策略。

以铜矿山为例，矿山企业是生产铜矿获利，所以其面对的主要风险就是铜价下跌的风险，需要在市场上做卖出保值。但不同的铜价情境，矿上企业可以作出的不同的期权套保策略。

矿山企业面临情境：（1）期初铜价低于目标时，一般不建议套保。因为若直接卖出期货套保将无法实现集团既定目标，且放弃了铜价可能上涨的机会。但是，此时，可以卖出对应的看涨期权，若未来铜价进一步上涨，接近实值时，可以考虑转换为期货头寸。例如，矿企对于2021年铜价的目标预计为70000-75000元/吨之间，但当前铜价还未能达到这个区间，则可以在期权市场上卖出一定数量的铜价看涨75000元/吨的期权合约来获取权利金，达到一定的收益。

图表 2 卖出看涨期权策略

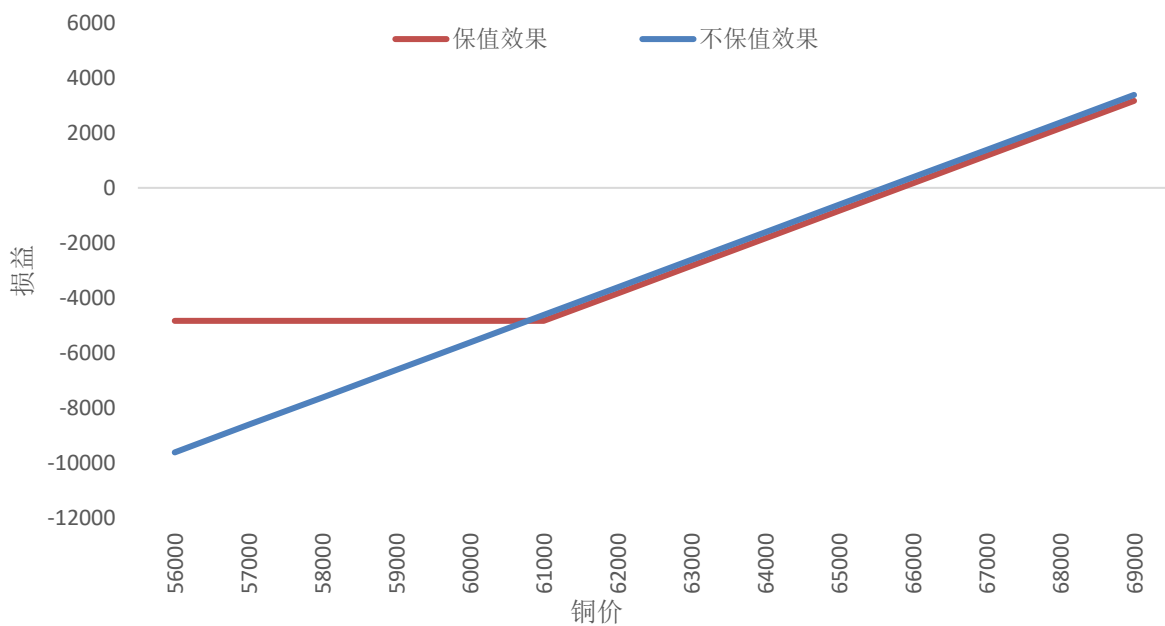


资料来源：铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

(2) 期初铜价格远高于目标时，一般建议套保。因为此时能获得大大超过财务目标的利润，在此情况下可以承受一定的风险获得超额利润。但是否买看跌期权要视目标价、市场价和权利金等因素决定。例如，矿企对于2021年铜价目标预计为60000元/吨，但是节后铜价很快上涨到70000元/吨之上，已经远超年初目标，因此可以尝试在期权市场买入一定数量的铜价看跌61000元/吨的期权合约。如果后期铜价下跌，则只需要付出小额权利金就可以达到获得大笔超额利润的目的；若后期铜价继续上涨，则同样可以享受到铜价上涨的利润，但代价仅仅是小额的权利金。

图表 3 买入看跌期权策略



资料来源：铜冠金源期货

## 2、领口期权套保策略

对于下游铜消费企业来说，其采购和销售作价方式较为多样化，既有可能是根据期货盘面价格、结算价或现货价格进行点价，也有可能是根据月均价（自然月、期货月、特定月）进行作价。因此，下游铜消费企业可以根据自身风险敞口，像传统的期货套期保值策略一样，通过简单买入或卖出看涨看跌期权，来对冲铜价波动；也可以通过构建领口策略来达到风险管理的目的。

领口期权包括买入一个看跌期权和卖出一个看涨期权，看涨期权的执行价高于看跌期权的执行价。如果市场价低于看跌期权的执行价，企业将执行期权，有效地以看跌期权的执行价卖出金属。反之，如果市场价高于看涨期权的执行价，对冲的对手方将执行看涨期权，企业将以看涨期权的执行价卖出金属。看涨期权和看跌期权一起使用能够确保企业收获两个执行价间的某个价格。领口期权可以被设计为卖出看涨期权的收入正好冲抵买入看跌期权的费

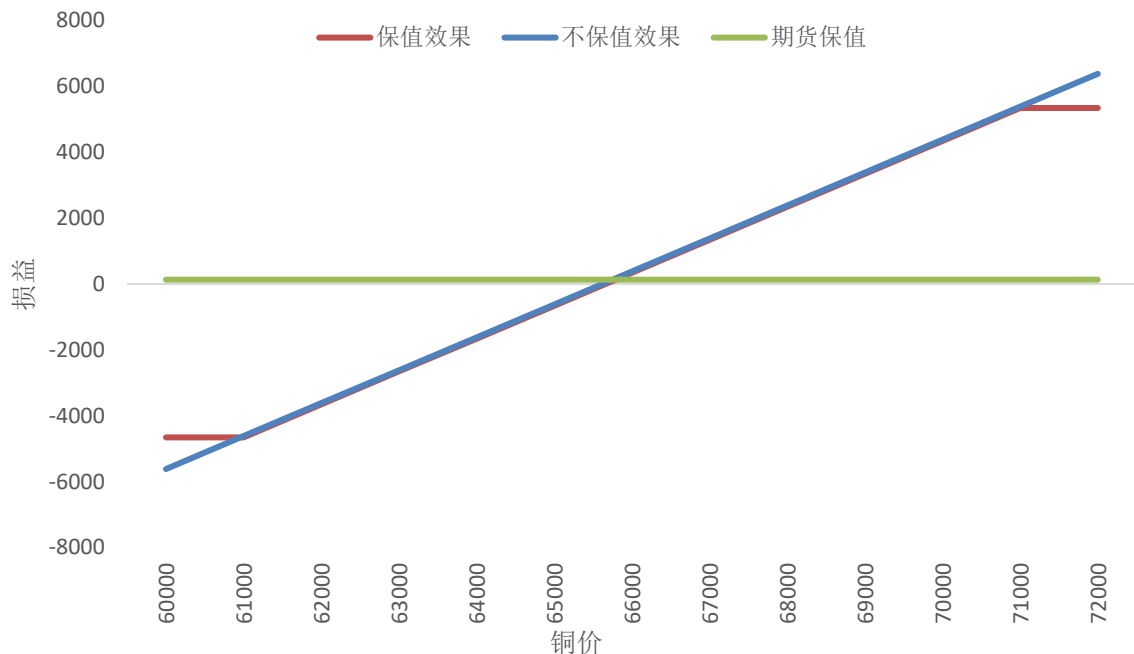
用，所以提供企业一个低成本的套期保值。

例如，某铜加工企业，2021年4月初采购了100吨阴极铜原料，但是担忧未来铜价波动，因此打算通过期权的套期保值来对冲铜价下跌风险。因此，我们设计了一个领口期权的保值策略。

具体操作：卖出20手CU2105-C-71000的看涨期权，收到权利金为17800（178\*5\*20）元；同时买入CU2105-P-61000的看跌期权，付出权利金21600（216\*5\*20）元，实际支付3800元。

保值效果：从下图可以看出，领口期权策略的套期保值，在规避铜价下跌风险的同时，还可以一定程度上获得铜价上涨的收益，而且权利金成本相对较低（如果选择合适的期权，甚至可以实现零成本）。但领口策略只有当价格下跌超过看跌期权执行价，领口期权才可以提供保护。领口期权策略就是牺牲价格上涨无限盈利的可能性，获取价格下跌时风险的锁定。

图表 4 领口期权策略



资料来源：铜冠金源期货

### 3、备兑期权套保策略

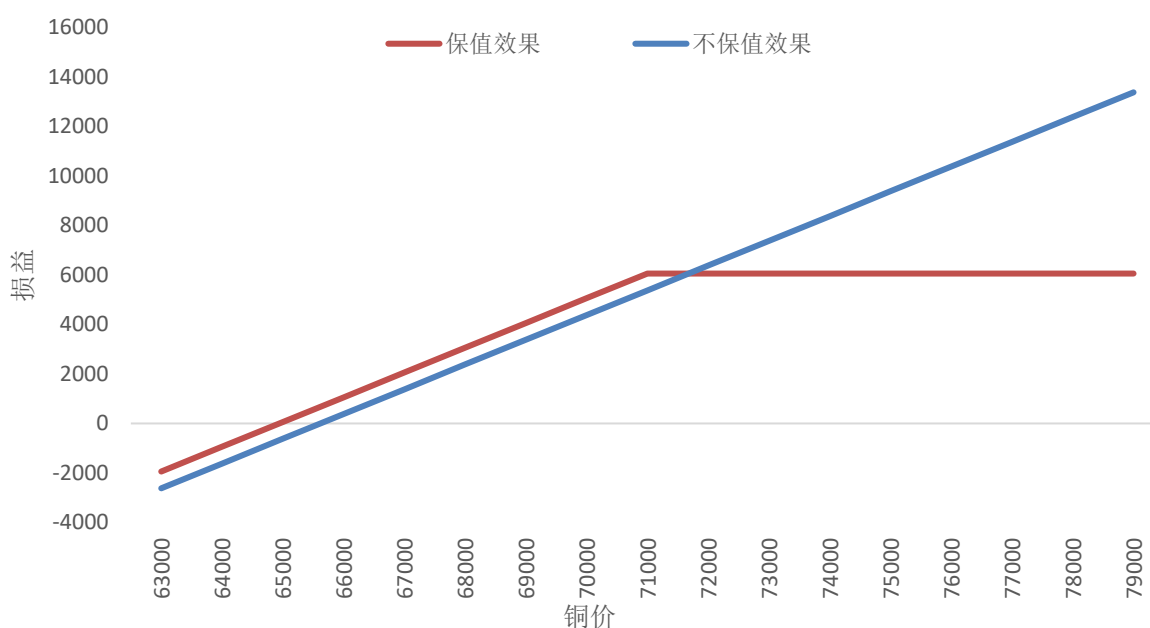
备兑策略指卖出某种期权获得权利金，并持有该期权对应标的头寸，以抵补价格不利变动的损失，从而获得降低亏损或增加收益的策略。交易动机在于预期价格小幅涨跌，想获得期货头寸亏损降低、或增加收益的机会。

对于下铜冶炼企业来说，在日常生产过程中需要常备一定数量的库存，此外，还由于生产和采购的不一致，经常会出现一定的原材料和产成品库存。为了防止这些存货的跌价损失，通常可以卖出到期日为下个期初的看涨期权（行权价为预测的期间最低上涨目标价），被行权的空头或者接近实时时转换成的空头按期末价格平仓。

例如，某铜厂4月初有精铜库存100吨，当时盘面价格为69520元/吨，预计铜价格不会发生大的波动，但仍担心价格下跌，并想降低库存成本，因此卖出行权价格为71000元/吨的看涨期权，收取权利金678元/吨。这样一来企业把生产成本下降了678元/吨，只要未来铜价格小幅波动，企业就能稳赚权利金。

值得注意的是，卖出备兑期权策略在一定程度上会增加收益，来抵补企业的生产、加工和库存成本。但是有可能被动行权导致失去期权对应的标的物。所以在采用备兑策略时一定要谨慎选择执行价格，一旦未来铜价越过了执行价格，则失去了标的物的风险敞口，失去了未来进一步上涨的收益。因此，备兑策略的潜在最大收益就是收取的权利金，而最大的风险就是失去标的。

图表 5 备兑期权策略



资料来源：铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。