

LPG 期货、期权流动性提升 功能初步显现

上市首周交出满意“答卷”



3月30日，我国气体能源衍生品液化石油气（LPG）期货挂牌上市。LPG期权于3月31日挂牌上市，这是我国首个气体能源衍生品。一周以来，LPG期货、期权的成交量、持仓量较上市首日有明显提升，在价格大幅波动中始终保持着充足的流动性，价格发现和避险功能初步发挥，为产业企业套保提供了机会和空间。LPG期货、期权上市无疑给企业带来了风险对冲工具，如何利用好LPG期货、期权应对当下的风险难题，成为LPG产业链企业的必修课。借助衍生品工具进行风险对冲，稳定现货经营，LPG产业链企业与上下游伙伴共克时艰。

A 首周成交活跃为产业套保提供空间

在原油、能化板块大幅振荡，以及国际疫情影响的特殊背景下，市场热盼的 LPG 期货、期权于 3 月 30 日、31 日同步上市。期货方面，首周有超过 3.1 万个客户参与 LPG 期货交易，成交量为 95.5 万手（单边，下同）、日均持仓量为 2.71 万手，首周日均成交量、持仓量较上市首日分别上涨了 98%、106%。综合首周市场表现来看，LPG 期货价格波动合理，有效反映了市场预期和供需变化。市场各方理性、积极参与，市场流动性较为充足，为企业套保避险提供了合理、有效的交易空间。

“受国际原油价格下跌后维持低位运行以及海外疫情的影响，LPG 期货上市首日大幅低开，主力 2011 合约挂牌基准价为 2600 元/吨，首日开盘价为 2350 元/吨，较基准价低 10%。”徽商期货研究所能化分析师刘娇向期货日报记者描述说，随后在供需基本面和市场舆情变化的影响下，LPG 期货价格多日呈现振荡走高之势。这一方面是出于估值修复的逻辑；另一方面是 3 月 31 日沙特阿美公司公布了 4 月 CP 价格（沙特合同价），丙烷为 230 美元/吨、丁烷为 240 美元/吨，虽然较 3 月大幅下跌，但高于此前 205 美元/吨的市场预期。由于市场已经提前消化了利空消息，所以此次 CP 价格发布后反而增加了市场信心。此外，近日利好消息促进原油价格回升，带动 LPG 价格上涨，基差不断修复。

“从价格走势看，LPG 期货上市后，行情变化符合基本面和市场预期，价格发现功能逐渐有效发挥。从交易规模看，市场活跃度良好，生产企业和投资企业均有参与。”刘娇说。

期权方面，LPG 期权上市首周在保持平稳运行的基础上流动性不断改善，丰富了企业利用衍生品工具避险的策略和机制。截至 4 月 3 日，LPG 期权累计成交 18686 手、持仓量为 5705 手。其中，看涨期权与看跌期权的成交量分别是 9289 手、9397 手，持仓量分别是 2938 手、2767 手。上周最后一个交易日的成交量、持仓量较首日分别上涨 37.4%、

172.6%。日均成交量、持仓量分别占标的期货的 2.5%、16.0%。市场人士认为，持仓量占标的期货比例较高，在一定程度上反映出当前行情下企业对利用期权工具开展风险管理的意愿增强。

值得注意的是，由于 LPG 期货上市首日大跌后，出现了一轮上涨行情，使得行权价 2650 元/吨的看涨期权由上市首日的虚值变为实值，LPG2011—C—2650 成为持仓量最大的看涨期权。在当前行情下，看涨期权逐步成为企业对冲价格上涨风险的手段。“受期货盘面走强的影响，看涨期权的权利金有一定上涨，看涨期权成交更活跃。”刘娇表示，相比而言，看跌期权多头参与者不多，一定程度上也能说明当前市场对于 LPG 价格的预期。

此外，在境内外原油价格和现货价格大幅波动的影响下，首周 LPG 各期权合约的隐含波动率充分反映了市场看法。持仓量最大的 2011 系列的 24 个期权合约隐含波动率在 51%—55%之间，始终维持在较高水平。

B 产业链企业风险管理需求大大提升

记者了解到，自 LPG 期货、期权上市以来，流动性合理、市场功能逐步显现，进一步提振了 LPG 产业链企业参与衍生品交易的信心。LPG 是我国第一个期货、期权同步上市的品种，相比于此前只有单一的期货或期权品种上市，LPG 产业链企业一下子收获了两个衍生品避险工具，期货与期权灵活组合备受产业链企业青睐。当前，用一套灵活多样的“组合拳”提高企业风险管理能力，成为 LPG 产业链企业的共识。

事实上，近期国内外“黑天鹅”事件频发，导致国内 LPG 产业链企业风险管理需求大大提升，也对衍生品工具提出了更高要求。近年来，我国 LPG 进口依存度持续走高，国内

市场与国际市场联动性不断增强。近期，原油价格大幅波动、国际疫情扩散等，会通过影响进口价格来加剧国内市场价格波动，使得 LPG 产业链相关企业面临更大的经营风险。

据了解，我国作为全球 LPG 第一大进口国，企业往往只能被动接受国外能源企业报价。以近期的 LPG 价格波动为例，今年 1 月沙特丙烷 FOB 价格为 526 美元/吨，如今价格已经跌到 230 美元/吨。同期，广东地区 LPG 出厂价从 5050 元/吨下跌到 2500 元/吨。3 个月内，LPG 价格腰斩。

“对中国的 LPG 进口商来说，运输在途的 LPG 会因为国际价格走低，面临较大的货物贬值压力；对生产企业来说，库存跌价也难以忍受，造成经营风险。国内 LPG 行业传统的销售模式经历炼厂、贸易商、储气站、客户等多个环节，如果周转速度慢，同样会面临降价损失。”冠通期货研究咨询部经理王静告诉期货日报记者，之前国内一直缺少气体能源品种的对冲工具，企业只能在国际市场上进行风险对冲。

虽然我国 LPG 产业中游贸易商和部分下游化工企业以接触进口货源为主，有比较丰富的利用外盘衍生品管理价格风险的经验，但由于我国国产气以混合气为主，与外盘衍生品标的物的纯气在品质和用途上有所差异。因此，接触这部分货源较多的上游炼厂和下游燃气企业，难以运用外盘衍生品满足其风险管理需求。国投安信期货能源首席分析师高明宇认为，目前大商所上市的 LPG 期货能填补这一空白，为国内市场参与者提供更个性化的风险管理工具。

能源作为商品市场中的一个枢纽，在最核心的煤、油、气三个领域中，气体能源随着自身发展，价格与原油脱钩现象越发明显，LPG 企业迫切需要有针对性的风险管理工具。“纵向来看，我国期权市场相比期货市场在品种上相对较少，LPG 期权上市能有效弥补能源类期权的空白，有助于企业面对越发复杂的市场环境，满足个性化的风险管理需求。”高明宇

认为，LPG 能为其他能源期权和天然气类衍生品进行试水，探索并完善国内能源市场价格体系形成机制。

C 用“期货+期权”组合工具应对风险

有了期货和期权品种，LPG 产业链企业在风险管理时再也不用愁了，但如何用好这对组合工具需要在实践中慢慢摸索。

据了解，价格大跌对国内液化气产业链中备有液化气库存的实体企业带来了巨大的库存减值风险，尤其是在春节前后下游需求放缓造成整体液化气库存偏高的背景下，风险同样被放大，这时企业通过期货市场进行库存套保尤为重要。

“年初全国液化气均价为 4705 元/吨，3 月中旬跌至 3465 元/吨。若不进行套保，每吨净亏损 1240 元。”海通期货能源化工研究组长杨安告诉期货日报记者，有了 LPG 期货后，企业可以在年初卖出等量的液化气对库存进行套保。在期现货基差走势趋同的前提下，3 月 30 日期货价格同样下跌，弥补了现货库存的亏损。所以说，套保可以有效规避库存减值风险。同时，企业还可以对原料价格和生产利润等进行套保，锁定成本和利润，通过期货端弥补现货亏损，对冲风险。

对此，中石油昆仑能源 LPG 销售副总经理张尔嘉认为，有了避险工具之后，在采购和销售 LPG 业务过程中，都可以使用期货工具进行买入套保或卖出套保。例如，在进口 LPG 的过程中，不仅可以根据期货市场走势提前做好判断和决策，进行锁价或转月计价操作，锁定利润和控制风险，还可以进行 LPG 和原油、石脑油等不同品种之间的套保。

“当前市场出现了快速下跌风险，企业还可以使用期货工具，实施进口采购货物转月计价、库存商品套保操作对冲市场下跌风险。”张尔嘉坦言，企业还可以利用衍生品市场建立

虚拟库存。比如，就业务量大的企业而言，市场变化经常造成存货跌价损失或者采购成本增加，可以通过在期货市场建立虚拟库存丰富经营模式。

商品期权作为重要的金融衍生品工具，具有保险、增强收益、波动率管理等功能。目前较为成熟的企业已经将期权工具进行组合操作。对于 LPG 产业链企业而言，可以利用“期权+期货”组合进行风险对冲。

“以库存保值为例，2 月底受全球金融市场大跌的影响，液化石油气价格存在大幅下跌风险。在这种情况下，库存汽油可以选择以买入看跌期权为主，支付 80 元/吨的权利金购买平值期权。”杨安表示，如果后期价格大幅下跌 400 元/吨，权利金就会相应大幅增加，当权利金涨至 520 元/吨时，企业可以选择平仓或者行权赚取期权收益，从而弥补现货价格的损失；如果后期价格上涨，那么现货库存将会升值，同时买入看跌期权保值部分仅损失权利金而已。

以上市后的表现来看，由于 LPG 期货上市首日大跌，次日涨停，LPG 期权隐含波动率处于近 50%的高位区间，期权权利金较贵。“当前这个时候，有库存的企业非常适合选择卖出深度虚值的看涨期权。”王静解释说，当前的隐含波动率在 50%的高位，这是上市初期的特征，后期随着价格逐步平稳，波动率也会逐步下降。因此，卖出深度虚值看涨期权，不仅可以实现套保效果，还能更大程度上降低企业成本。

刘娇还表示，目前国际原油市场波动对 LPG 价格的影响较大，可以考虑与国内 INE 原油或其他相关能源类品种进行套利，合理配置头寸。LPG 上游企业也可以考虑持有看跌期权多头头寸进行套保操作，以对冲未来价格下跌的风险。

现有情况下，不少业内人士建议，有保值需求的产业链企业可卖出行权价较高的深度实值看涨期权和现货组成备兑组合。待期货价格逐渐企稳后，再根据自身需求择机建立虚值、浅虚值看跌期权，对冲价格下跌风险。

D 企业需在实践中摸索和积累套保经验

入市避险是企业的必修课。对于 LPG 期货、期权新品种，不少企业正在实践中慢慢摸索和积累套保经验。在采访中，面对价格下跌风险，有的企业希望可以进行做空套保，但直接做空又担心价格波动中追加保证金的问题；如果直接买入看跌期权，在下跌行情中还需要付出比平时更高的权利金成本。“这种情况下，借助 LPG 期货、期权组合，可以帮助企业匹配更多的预期场景。”王静如是说。

在她看来，如果企业整体看空后市，同时又担心价格反弹，可以在尝试利用期货空单进行套保的同时买入看涨期权，给企业的套保买一份“安心”。当然，如果企业认为买入看涨期权的权利金成本较高，为降低套保成本，同时又认为反弹幅度不会太大，可以在卖出期货的同时卖出看跌期权。“若企业对于期权的运用更加熟练，还可以构建更多适用于不同预期的‘期权+期权’‘期货+期权’‘现货+期权’等多种组合，实现企业对冲跌价风险，降低资金成本。”王静向期货日报记者分析说。

值得一提的是，根据大商所的公告，LPG 期权合约与 LPG 期货合约不合并限仓。非期货公司会员和客户持有的某月份期权合约中，所有看涨期权的买持仓量和看跌期权的卖持仓量之和、看跌期权的买持仓量和看涨期权的卖持仓量之和，在上市初期分别不超过 8000 手，具有实际控制关系的账户按照一个账户管理。“这样企业可以充分利用期货、期权两个市场的分配，来实现更加符合自身需求的套保操作，而不必太过担心新品种的流动性和市场容量问题。”王静说。

事实上，实体生产企业已经认识到了要充分利用 LPG 期货、期权提供的价格发现功能，做套保，平滑利润波动，落实好风控措施，为企业稳定经营保驾护航。“当然，企业参与期货、期权要严格按套保的方式来操作，把期货、期权当成风控工具而不是博弈工具。”中国

燃气 LPG 事业部副总经理卢平浪表示，作为一个新品种，LPG 期货、期权需要一个不断完善发展的过程，也需要企业积极参与，保障市场平稳运行。

目前国际液化气价格低位，较为充分地反映了 3 月以来疫情扩散和原油价格暴跌造成的利空影响，国际市场已有触底反弹迹象。在高明宇看来，随着 4 月低价货源陆续到岸，国内现货市场跟跌压力依然较大。

“很多炼厂、贸易公司都在密切关注 LPG 期货的表现，预计未来产业客户将会更深度地参与 LPG 期货，助力企业经营。”杨安表示，面对 LPG 价格波动风险，产业客户需要利用期货来发现价格和管理风险，通过 LPG 期货、期权来进行低位锁定成本、高位对冲库存风险等操作，提高企业竞争力和风险管理能力。

“待中东离岸价格企稳反弹、国内市场利空情绪释放、国内外价差修复后，大商所上市的冬季旺季合约的价格弹性和配置价值有望显现，基差由正转负的可能性较大。”高明宇认为，有 LPG 采购需求的企业届时可布局多单，防止后市因 LPG 价格大幅反弹而提高采购成本。

“在具体操作中，现货企业首先要注意自己是只参与交易，还是会涉及交割业务，如果要参与交割业务，必须有危化品经营资质，并且资质范围中要有 LPG 这一项；其次要明确自己参与期货市场的目的，是进行套保业务管理风险，还是期现套利获利，并根据自己的业务模式，建立对应的风控制度和头寸组合。”高明宇表示，要同时参与期权、期货交易的客户，需注意两者在合约设计上的差异。

版权声明： 本网所有内容，凡来源：“期货日报”的所有文字、图片和音视频资料，版权均属期货日报所有，任何媒体、网站或个人未经本网协议授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发布/发表。已经本网协议授权的媒体、网站，在下载使用时必须注明“稿件来源：期货日报”，违者本网将依法追究法律责任。