

“三领口”组合期权降本增效稳经营

——中信中证资本：陕西螺纹钢场外期权项目

一、项目背景

2021 年，在服务国家“碳达峰”和“碳中和”战略目标的驱动下，碳排放量占到全国总量 15%左右的钢铁行业面临供需格局大变的市场环境。同时，全球积极财政政策和宽松货币政策对大宗商品产生重大影响，在市场隐含风险加剧的背景下，黑色产业链企业对价格风险管理的需求愈发迫切，单一的风险管理工具和服务模式已无法满足钢贸企业风险管理的需求。

陕西地区某中型钢贸商（以下称“A 企业”）年均贸易量约 30 万吨。2012 年 3 月，A 企业向钢厂订购了 2 万吨螺纹钢，随后螺纹钢价格一路上涨，但由于钢厂还未交货，A 企业无法在现货市场上销售以兑现利润，担心后期价格下跌吞噬利润。因此，A 企业希望通过期货交易在衍生品市场“预售”螺纹钢，但同时又面临以下问题：一是缺乏交易和风控人员，直接参与期货市场难度较大；二是资金流动性紧张，可承受的保证金比例不高；三是担心如价格上涨，期货套保产生的亏损会吞噬现货价格上涨的收益；四是企业整体利润率较低，能为衍生品交易付出的成本有限。

二、服务方案与开展过程

中信期货有限公司全资风险管理子公司——中信中证资本管理有限公司（以下称“中证资本”）经与 A 企业多次沟通，结合 A 企业贸易情况，为其设计了“三领口”场外期权套保结构服务方案，以帮助企业控风险增利润。

“三领口”期权是组合期权，一般是由中间执行价的买权和两边执行价的卖权组成，成本较低。A 企业结合现货判断未来行情处在区间震荡的可能性较大，市场价格走势上涨和下跌幅度有限，企业希望以最低成本在一定区间内得到下跌保护。基于企业的需求，中证资本为 A 企业提供了与其实际需求和市场判断匹配的看跌“三领口”组合期权方案。同时，为了控制风险，中证资本设计了与 A 企业现货周期相匹配的期权期限，从而保证期权到期前 A 企业没有实际销售对应的现货，期权到期损益不会发生偏差。

2021 年 4 月，中证资本与 A 企业达成了场外期权交易，A 企业对 1000 吨库存进行了“三领口”场外期权套保，标的为螺纹 2110 合约（RB2110），具体约定为 A 企业买入执行价为 5150 元的看跌期权、卖出执行价为 4850 元的看跌期权和卖出执行价为 5250 元的看涨期权，约定期权期限为 4 月 20 日至 6 月 17 日。根据协议，A 企业可能面临以下市场情形：1.如果价格下跌，该期权结构对螺纹钢价格下跌的最大保护为 300 元/吨，可以部分或完全覆盖库存下跌的风险敞口；2.如果价格上涨，在 5150 元-5250 元区间，期权不产生亏损，现货端库存增值；3.如果价格涨破 5250 元，A 企业愿意接受按照当时市场价 5150 元上浮 100 元，即 5250

元的一口价销售螺纹钢，虽然 A 企业因套保损失了部分超额利润，但不会影响企业的稳定经营。

总体看来，由于买权需要支付的权利金和卖权可以收到的权利金刚好相抵，A 企业无需付出任何期权费就可以进行价格风险管理，且期权需要的保证金相较于期货传统套保平均少约 110 元/吨，总计节约保证金大约 11 万元，有效降低了企业风险管理资金成本。最终到期时，现货价格下跌 49 元/吨，期权赔付 4.9 万元，企业库存下跌的风险敞口完全被覆盖保护。

三、项目总结

“三领口”场外期权根据客户的需求定制，优化了成本和资金占用，帮助企业达到了良好的套保效果。

1.大幅降低企业风险管理资金成本。单买看跌期权对于企业来说成本较高，“三领口”通过期权组合，可以做到低成本甚至 0 成本套保。

2.期权保证金较期货低，提高企业资金使用效率。中小企业大部分流动资金比较紧张，看跌“三领口”尽管需缴纳卖看涨期权的保证金，但比例低于传统期货套保，从而减轻了企业资金负担。

3.根据企业生产经营实际量身定制，熨平企业利润波动。方案根据企业实际经营情况量身定制。在价格下跌时，给予企业安全垫，降低库存贬值风险；在价格上涨时，企业可能损失部分超额利润，但期现综合库存依然盈利，不影响企业正常生产经营。

立足企业风险管理需求，风险管理公司发挥专业优势为中小企业提供场外期权定制化服务方案，满足企业个性化套保的需求。风险管理公司作为风险承接方，通过有效发挥期货市场功能，将上下游企业串联起来，帮助企业管理从生产到销售过程中的经营风险，优化了企业收益结构，达到了“企业不进场、但风险进场”的效果。