

“反向凤凰”助力企业增厚收益

——国投安信（上海）投资服务甲醇企业案例

【案例摘要】 2023年上半年甲醇行业成本支撑弱势，价格中枢下移，为服务实体客户经营，帮助客户平稳度过产业周期，国投安信（上海）投资有限公司为化工贸易企业客户 A 量身定制了场外衍生品工具“反向凤凰”，协助客户利用市场波动进行套保，在震荡探底行情下锁定企业最大亏损，规避价格下跌风险，实现收益增厚。

一、项目背景

地缘政治冲突和国际经济格局的变化使得全球能源市场的供应链和价格体系面临更多不确定性。在共建“一带一路”倡议十周年背景下，能源类企业顺应全球对可再生能源和清洁能源投资增加的需求，努力推动共建国家能源产业建设、促进国际能源合作和绿色转型。2023年，国内甲醇产能达到10618.6万吨/年，同比增加5.8%，全年产量8317.3万吨，同比增长3.7%，产能产量持续增加，然而整体市场需求依然疲软，市场价格普遍较去年下滑。作为原料的煤炭价格逐步回归合理区间，甲醇行业效益由于“降本”略有改善，但如何掌握“增效”才是企业不断提升自身竞争力的关键。

A企业是一家中小型化工贸易企业，主要通过大型供应商采购国内甲醇现货，储备定量现货库存销售给下游渠道。由于A企业尚未锁定销售价格且企业经营实际存在销售需求，结合MA2309合约震荡趋势未明，A企业希望能够借助新型场外期权工具优化库存管理，在控制销售利润的同时尽可能增厚收益。A企业与国投安信（上海）投资有限公司（以下简称“国投安信上海”）有着丰富的期货期权合作经验，考虑到A企业的经营现状、风险偏好以及具体需求后，国投安信上海针对性地为A企业提供了反向不追保凤凰期权方案进行套保。

二、服务方案与开展过程

（一）客户需求匹配

受到来自煤炭端的成本影响，甲醇在春节冲高后持续偏弱运行，绝对价格从高位

2750 元 / 吨持续下跌至 2000 元 / 吨，恐跌情绪下市场观望情绪浓郁，成交气氛不佳，累库幅度已出现下调，A 企业初步判断市场已经接近阶段性底部，但仍须谨慎看涨。

反向凤凰期权的敲入敲出等特性与雪球结构完全相同，额外附加了累计派息机制，适合震荡看跌行情。反向凤凰期权内嵌的敲出条款引入了提前了结机制，一旦标的符合预期发生下跌触发敲出，即可获得高收益红利；敲入条款引入安全垫，允许标的小幅上升，只要不触发敲入事件，本金到期一定安全。凤凰产品的特点在于引入累计派息机制提高产品胜率，即使产品存续期间内发生过多次敲入，完全丢失红利收益的可能性也较低。在不出现极端单边行情的情况下凤凰期权每周可获得分红，发生敲入后标的价格上涨带来的亏损可通过红利得到一定弥补，故而相对于雪球能够带来确定性更高的现金流。

（二）产品方案设计

经过对客户需求、市场动态以及工具选择的考量，国投安信上海为 A 企业设计如下反向凤凰期权方案，交易要素参见下表。

表 1：期权方案交易要素

标的名称	【MA309】（交易所代码：【MA309.CZCE】）
名义本金	【2030000.00 元】
起始日	【2023 年 6 月 2 日】
到期日	【2023 年 6 月 30 日】
期初价格	【2030.00 元 / 吨】
数量	【1000 吨】
年化票息率	8%
敲入价格 / 派息障碍价	【期初价格】 × 【110】 % = 2233 元 / 吨
敲出价格 / 执行价格	【期初价格】 × 【100】 % = 2030 元 / 吨
敲出观察日 / 派息观察日	周度观察，共四个观察日：20230609、20230616、20230626、20230630
敲入观察日	交易期间每交易日
期权费及保证金	0 期权费。初始保证金 10%

(三) 产品收益计算

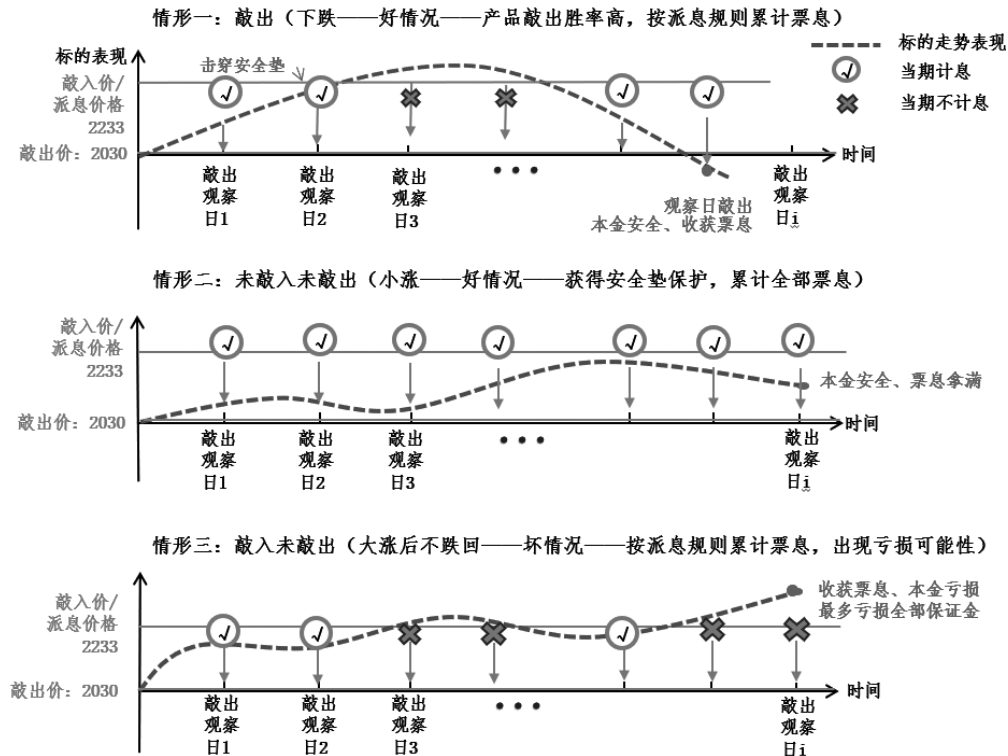


图 1：反向凤凰期权产品结构说明

反向凤凰产品在存续期内的损益情况可归类为三种情形。

情形一：敲出

若行情如预期下跌，于观察日触发敲出，则产品自动提前终止，并按照累计派息机制获得票息收入。假设客户第一个敲出观察日即发生敲出，客户盈利 $8\% \times 203 \text{ 万} \times 1 \text{ 周度有效派息观察日} \times 7 \text{ 自然日} / 365 = 3114.52 \text{ 元}$ 。该情形可分为“只发生敲出”和“敲入后敲出”两种类型，前者客户本金绝对安全；后者存续期内行情发生小幅上涨触及敲入，但最终敲出，仍收获有效派息日的票息。

情形二：未敲入未敲出

若存续期间内，标的行情在产品敲入敲出价格区间内震荡，产品运行至持有到期，产品合约期间内所有派息观察日均有效，此时客户盈利 $8\% \times 203 \text{ 万} \times 4 \text{ 周度有效派息观察日} \times 7 \text{ 自然日} / 365 = 12458.08 \text{ 元}$ ，累计获得全部票息。

情形三：敲入后未敲出

若产品运行中途行情背离预期发生上涨，触发敲入事件后直至产品到期均未发生敲出，客户需承担标的价格上涨部分的损失，同时依然能够获得有效派息观察日的票息，具体收益需要根据到期日收盘情况进行结算。

三、项目总结

（一）市场“W形”探底，获得票息收益

A企业于2023年6月2日买入一个月期挂钩郑州商品交易所甲醇MA2309合约的反向凤凰期权，入场价2030元/吨，商品标的数量1000吨，敲出价格2030元/吨，敲入价格2233元/吨。产品运行期间内MA2309合约收盘价先下跌探底至2011元/吨，在第二个敲出观察日6月16日前小幅回涨至2058元/吨，前两个观察日未能敲出，但期间收获了红利票息。后续考虑到行情走势以及端午节前的避险需求，A企业选择于6月20日在2060元/吨点位提前了结，共计获利9343.56元。

（二）利用结构特点，规避下跌风险

产品结束后行情逐步上涨，若企业选择单纯期货做空进行套保，在相同交易要素情形下会发生亏损30000元，并且需要承担期间内行情波动涉及到的追保风险，可见A企业通过反向凤凰期权规避了价格下跌风险，拿到额外的票息补贴实现了收益增厚，并且通过产品的不追保特性锁定了企业的最大亏损，配合敲出敲入制度引入的安全垫机制，场外期权产品的收益性、安全性在本案例中得到了体现。

在波动市场中进行稳健的风险管理、获得稳定的运营利润是实体企业长期发展的痛点。本案例中，期货风险子公司通过利用场外衍生品业务在标的创设、提供个性化避险工具方面的独特优势，有效助力了实体企业平稳经营。