

“熔断累计期权”助力采购套保优化

——华泰长城资本服务南京螺纹钢企业案例

【案例摘要】随着产业客户对金融工具管理价格风险的应用不断深入，精细化、定制化风险管理服务方案已成为较为成熟产业客户的普遍需求。华泰期货风险管理子公司华泰长城资本在服务螺纹钢企业采购套保需求中，针对客户低位探底叠加偏强震荡行情预期下采购套保需求，为客户匹配熔断累计期权，精准达成减少多头套保亏损、多头建仓点位优化、大涨行情下灵活调仓三大风险管理目标。

一、项目背景

近年来，黑色产品因产地集中、需求受季节性影响等因素，价格呈现波动率较高的特点，备受投机资金青睐，同时也增加了黑色产业企业的风险管理难度。

2023年4月，全球粗钢产销环比走低，南方雨季来临，成材下游需求持续走弱，虽然产业链在持续去库，但在全市场悲观情绪的带动下，难改价格趋势性下跌的格局。5月价格持续探底，但随着利润修复，长流程钢厂有复产动作。在全产业极度悲观，整体去库的大背景下，情绪稍有好转或宏观利空转变都容易引起价格的快速反弹。

南京某钢贸易公司（以下简称A公司）是一家工地螺纹供应商，主要套保需求是对原材料价格上涨的风险进行管理，A公司现在已有几笔远期订单将在7月供货，结算价格会按照6月月均价结算，价格上涨可能会对企业造成较大的影响，希望能够通过金融工具进行套保，降低采购成本并保护利润率，计划在6月底前机动采购备货3000~5000吨螺纹。A公司考虑到粗钢压产政策落地的影响，短期仍呈现低位探底格局，该政策执行力度情况将会影响钢材的供需形势，预计6月成材价格会偏强震荡。

A公司最先考虑使用期货进行套保，但考虑到价格可能持续探底，担心期货做多在下跌时会带来套保亏损风险和追保资金压力，所以转而考虑使用标准累计期权看涨方向（下称“标准累购”）进行套保，虽然标准累购提供了一定下跌安全垫，在震荡时仍有收益，但A公司同时担心大涨时无收益，套保效果弱，且仍要持续观察占用资金。

二、服务方案与开展过程

（一）方案介绍

华泰长城资本了解到 A 公司的需求后，在原有的标准累计基础上，制定了熔断累计期权（下称“熔断累计”）方案：在震荡时获得采购补贴，下跌较多时需以更低价进行更多数量采购，大涨时则提前结束期权并一次性获取上涨补贴。熔断期权在探底行情中为多头套保头寸提供一定安全垫，在大涨时则能获得收益并自动结束头寸，方便 A 公司及时调整策略，如复购熔断累计或者在对行情更有信心时使用期货套保。

虽然期权套保可以一定程度上降低采购风险，但由于累计结构存在杠杆性，伴有市场风险和操作风险，华泰长城资本提示 A 公司采取以下措施：一是定期进行市场监测和分析，及时调整套保策略；二是控制套保规模，避免过度套保或过度杠杆化。

（二）具体服务过程和效果

1.A 公司熔断累计交易方案

A 公司于 2023 年 5 月 29 日开始交易，买入熔断累计看涨方向（下称“熔断累购”）的期权结构，观察周期为一个月 22 个交易日，每天结算 100 吨，共 2200 吨，入场价为 3500 元，具体方案交易要素见下表。

表 1：熔断累购期权方案

标的	RB 某合约
期权结构类型	熔断累购
入场价	3500
上方价格	3565
下方价格	3435
敲出补偿	65
期权结构费用	0
期间敲入杠杆倍数	1
期限	1 个月（22 个交易日）
观察频率	每日观察
特殊机制	最后一日收盘价格 低于下方价格， 额外生成整单数量多单

(续)

保证金	初始约 8% (下跌 / 市场不利变动时或有追保, 每日结算后逐日释放)
-----	--

2. 熔断累计交易方案情景分析

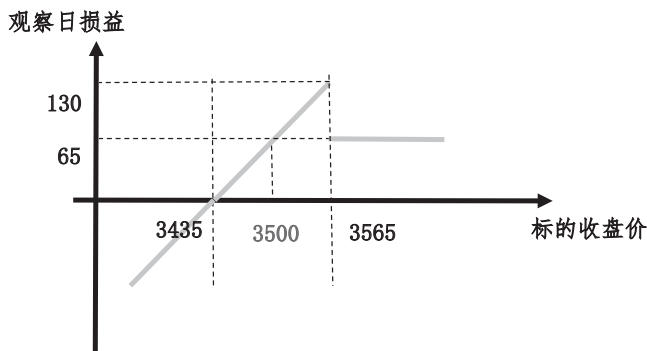


图 1：熔断累购损益图

每日收盘价观察情况：

若当天 $3435 \leq \text{期货收盘价} < 3565$ 元，则获得 100 吨 3435 元多头的收益，即收益 = $(\text{收盘价} - 3435) * 100$ ；

若收盘价 < 3435 元，则产生 100 吨 3435 元以下的跌幅亏损，相当于放弃 3435 元以下低价采购的机会，实际采购成本在 3435 元；

若收盘价 ≥ 3565 元，则触发熔断机制，期权结构提前终止，收益 = $(3565 - 3500) * \text{未观察吨数} = 65 \text{ 元 / 吨} * \text{未观察吨数}$ 。

最后一日收盘价观察情况：

若存续期内收盘价未涨破上方价格 3565，且到期日收盘价 $<$ 下方价格 3435，则产生 2200 吨 3435 元以下的跌幅亏损，相当于在 3435 元采购 2200 吨。

总收益为每日盈亏累加总和，期权结构费用为 0 元 / 吨，初始保证金约为 8%，逐日释放。极端行情下，A 公司每天都在跌破下沿 3435 元时采购 100 吨，共计 2200 吨，最后一天又跌破下沿 3435 元，当日采购 2200 吨，整个策略共计在 3435 元采购 4400 吨，但比按入场价 3500 元采购优化了 65 元成本。

3.A 公司实际结算情况

A 公司于 2023 年 5 月 29 日 3500 点位入场，行情在第二天开始下跌，如果使用期货

套保，每天会有浮亏产生，但在使用熔断累购套保场景下，由于收盘价仍落在结构安全垫之内（ $3435 \text{ 元} \leq \text{期货收盘价} < 3565 \text{ 元}$ ），因此不仅没有亏损，还能获得每天 100 吨的采购补贴。行情于第四个交易日 6 月 1 日开始回升，当天比入场价 3500 上涨 46 元，但熔断累购套保实际收益为 111 元 / 吨。最后，方案于第五个交易日收盘时敲出，敲出时不仅依然获得前四天的收益，还一次性获得剩余未观察的 1800 吨的采购补贴，每吨补贴 65 元，共计 141,000 元，平均至 2200 吨后平均每吨获得采购补贴 64.09 元，并且收回了所有保证金。

4. 标准累购与熔断累购对比

如果 A 公司没有使用该方案，而是使用标准累购进行套保，在大涨突破上沿价格后，则每日采购补贴为零，采购套保效果较弱，以下是两个方案对比。

表 2：标准累购期权方案

标的	RB 某合约
期权结构类型	标准累购
入场价	3500
上方价格	3580
下方价格	3420
期权结构费用	0
杠杆倍数	2
期限	1 个月（22 个交易日）
观察频率	每日观察
保证金	初始约 8% (下跌 / 市场不利变动时或有追保, 每日结算后逐日释放)

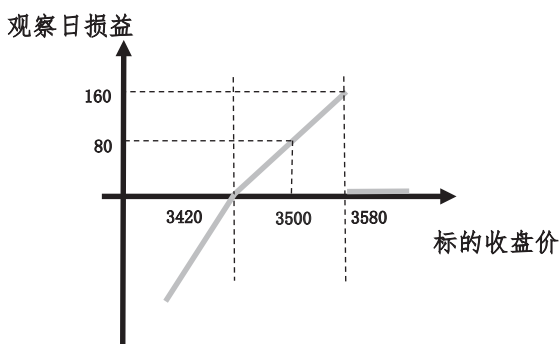


图 2：标准累购损益图

表 3：标准累购与熔断累购结算情况对比

日期	RB 某合约收盘价	每日损益	
		标准累购	熔断累购
2023/5/29	3,511.00	9,100.00	7,600.00
2023/5/30	3,460.00	4,000.00	2,500.00
2023/5/31	3,463.00	4,300.00	2,800.00
2023/6/1	3,546.00	12,600.00	11,100.00
2023/6/2	3,596.00	0.00	117,000.00
2023/6/5-2023/6/28		0.00	—
2023/6/29	3,723.00	0.00	—
总收益		30,000.00	141,000.00

对比总结：

标准累购适合未来区间窄幅震荡的行情观点，区间宽，2 倍杠杆分散至每日，越临近到期观察头寸越小；

熔断累购适合未来震荡上行或有短期突破的行情观点，对下沿价格判断要求高，但一旦敲出将会大幅提高资金收益率，提前获得全部套保头寸上涨补贴并且释放所有保证金，可滚动复购或灵活更换其他策略，但最后一日面临额外多接 1 倍完整数量多头的风险。

5.A 公司熔断敲出后按需复购

熔断累计方案在 6 月行情走势中套保效果表现良好，配合现货套保期限，A 公司选择在 6 月滚动操作，第一笔于 5 月 29 日入场，6 月 2 日敲出；第二笔于 6 月 5 日入场，6 月 9 日敲出；第三笔于 6 月 12 日入场，6 月 13 日敲出。一共获得采购补贴 430,600 元，平均至 3000 吨采购计划中，则每吨获得采购补贴 143.5 元 / 吨。

三、项目总结

（一）缓解公司套保择时难的问题，建立安全垫，优化采购成本

熔断累计期权在期货基础上建立了安全垫，在震荡或回调行情中有缓冲，行情小幅不利变动时依然有收益或可以减少套保损失，一定程度上缓解了公司套保择时难问题。

（二）解决标准累计“看对方向无收益”的尴尬套保局面

标准累计期权具有震荡情况增收和低点建仓的优势，但大涨超过上沿区间时收益为

零并且期权产品仍需要继续观察，占用了企业套保头寸及保证金。而此次方案的熔断累计期权在保留原有累计优势的情况下，让企业大涨时提前获得收益并及时结束头寸，便于企业后期随时调整套保策略。

（三）持续满足企业需求，实现灵活平仓和个性化调整结构要素

为了及时应对不同行情变化，如盘中大涨时，熔断累计期权结构接受盘中平仓，盘中平仓收益或接近收盘时敲出收益，可有效支持企业择时出场需求，防止行情冲高回落错过敲出时机，能够通过有效择时增加收益；此外，企业也可以通过平仓止损，缓解不断追保的压力以及规避最后一日额外观察数量头寸亏损风险，并且平仓后可复购产品或调整策略，提高资金使用率。

熔断累计期权在结构设计上，可根据企业套保成本及风控等个性化需求调整结构要素实现定制化：如不对称区间 -- 缩窄敲出区间增加敲出概率，同时放宽敲入区间降低采购成本；或调整杠杆 -- 缩窄上下沿区间换取最后一日额外观察数量为零。

综上所述，通过不断深度地了解企业需求，华泰长城资本发挥结构创新专业优势，设计契合企业产品采购需求的期权结构，通过熔断累计期权，帮助实体企业突破原有衍生品套保方案的瓶颈，精准达成减少多头套保亏损、多头建仓点位优化、大涨行情下灵活调仓三大风险管理目标，在实体企业风险管理服务方案上拓展了场外衍生品套期保值应用情景，体现了场外衍生品的灵活性和创新性。