

## “场外期权 + 含权贸易”降本增效稳经营

——中证资本综合服务钢贸链企业

【摘要】2021年初，螺纹钢价格剧烈波动，西部某钢贸商面临库存风险，中证资本针对企业实际经营情况，设计了个性化的“三领口”场外期权方案，帮助企业以较低成本有效管理价格波动风险。同时，针对该企业下游客户的个性化采购需求，中证资本为双方设计了含权贸易方案并提供对冲服务，为下游企业降低采购成本42万元。

### 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变化的市场环境。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需求。

陕西某中型钢贸商（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。此外，对于 A 企业下游客户（以下称“B 企业”）的个性化采购需求，中证资本通过为双方设计含权贸易模式满足了 B 企业的需求。

### （一）“三领口”场外期权帮助企业控风险、增利润

“三领口”期权是组合期权，一般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 企业首先对 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。

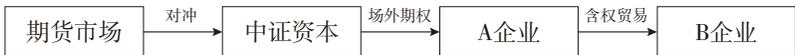
## (二) 含权贸易方案助力下游采购降低成本

6 月, A 企业的下游 B 企业面临贸易利润较低的困境, 出于增厚利润的目的, 向 A 企业提出希望低于市价买货的需求。A 企业向中证资本提出, 希望通过场外工具解决这一难题。中证资本调研后了解到, B 企业认为短期内价格大跌的可能性极低, 同时结合 B 企业实际经营情况和风险承受能力判断, B 企业可以接受价格预判错误时, 以高于市场价的一口价进行采购, B 企业认为该一口价已经位于下半年螺纹钢价格低位区间, 以该价格采购不会影响其

生产经营。

中证资本据此为 A 企业和 B 企业共同设计了含权贸易服务方案。A 企业与 B 企业签署含权贸易合同，合同约定在 45 天后，B 企业可以按点价价格 -140 元 / 吨采购。到期时如果螺纹 2210 合约价格低于 4900 元 / 吨，B 企业需要在 4900 元 / 吨点价采购；若不高于 4900 元 / 吨，B 企业按照当时市场价格点价采购。为了对冲含权贸易带来的价格风险，6 月 17 日 A 企业在螺纹 2110 合约 5100 点时，向中证资本卖出虚值 200 元的看跌期权，约定合约期限 45 天，期权费收入 140 元 / 吨。中证资本通过为 A 企业和 B 企业提供含权贸易方案，帮助 B 企业实现了个性化采购的需求。

含权贸易流程图



期权到期了结时，螺纹 2110 合约价格较期初上涨幅度较大，A 企业获得场外期权赔付 42 万元并通过含权贸易让利给 B 企业，B 企业最终按照低于市场价 140 元 / 吨采购了 3000 吨螺纹钢。

### 三、项目总结

#### （一）“三领口”场外期权降本效果显著

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。

## （二）含权贸易实现上、下游双赢

含权贸易拓宽了企业传统风险管理和贸易思路，企业不改变贸易基本形式，无须进入期货市场，就可以灵活应用期权满足个性化贸易需求，实现价格风险转移，完成从场外期权到贸易的风险转移闭环。通过含权贸易方案，在风险可控、利润稳定的前提下，A企业获得了低价竞争优势，从而促进货物销售；下游B企业以低于市场价从A企业购入货物并同步销售，从而获得超额贸易利润。含权贸易为解决传统贸易中的上、下游利益冲突问题提供了新路径。

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、含权贸易等定制化服务方案，将衍生品嵌入现货贸易模式，使期权以及期权组合转换成现货定价方式，并在现货购销合同中予以体现。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。