逐日对冲锁亏损 敲出退还稳收益

——华泰长城资本惠鑫保系列产品服务螺纹钢贸易企业风险管理案例

一、项目背景

2024 年下半年，受国内基建需求放缓及海外经济下行影响，螺纹钢价格持续下跌。某钢贸企业（以下简称“A 公司”或“企业”）此前采用累购期权进行库存套保，但市场行情持续偏离预期，5 月入场的累购结构因价格跌破敲入价后敞口持续扩大，浮亏压力陡增。A 公司面临两重困境：

1. **累购敞口难止损**：A 公司持有 RB24**合约累购结构，观察期内价格持续下跌，累计结构每日生成基准数量 3 倍杠杆的多单，保证金占用高企且面临追保压力，但企业不舍得止损，担忧平仓后将错失行情反弹时的回本机会；
2. **后结算采销风险**：A 公司作为区域钢厂核心经销商，采用"旬度均价采购+现货市场竞价销售"的运营模式。其采购端以每一旬为周期锁定钢材采购成本，销售端则根据市场实时行情动态定价。这种经营模式的特点在于：当市场价格上行时，企业可通过控制现货投放节奏实施囤货待涨策略，获取溢价收益；若遇价格下行周期，则面临终端需求萎缩导致的库存积压风险。

针对上述痛点，华泰长城资本管理有限公司（下称“华

泰长城资本”）为 A 公司定制“惠鑫保 1.0 对冲累购敞口+惠鑫保 2.0 补贴现货销售”的组合方案，帮助企业优化套保成本、捕捉获利机会。

注：惠鑫保 1.0 为香草买权每日结算的累计结构（以下简称“惠鑫保 1.0”）

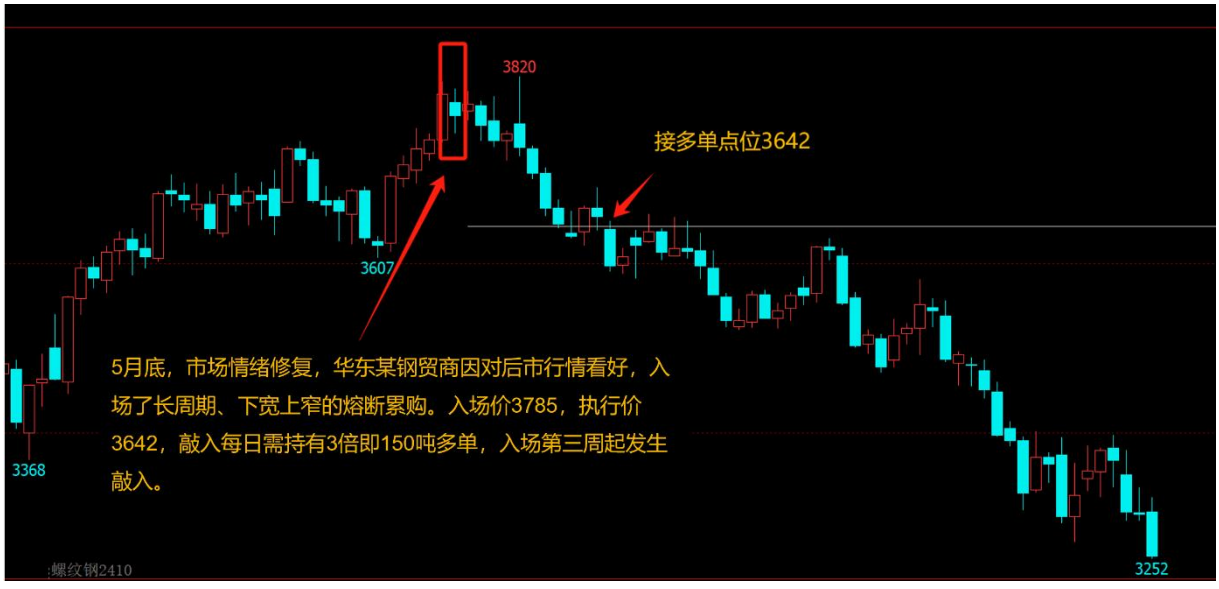
惠鑫保 2.0 为鲨鱼鳍敲出障碍每日结算的累计结构（以下简称“惠鑫保 2.0”）

二、服务方案与开展过程

（一）惠鑫保 1.0 对冲累购敞口，化解追保压力

A 公司持有的 RB24**合约累购期权因价格持续下跌，每日累计生成 3 倍每日基准数量多单持续亏损，面临追保压力。企业既担忧行情反弹不愿止损离场，又难以承受保证金占用攀升的现金流压力，需要低成本对冲工具锁定敞口亏损。

A 公司向华泰长城资本表示，其认为价格下跌只是短期



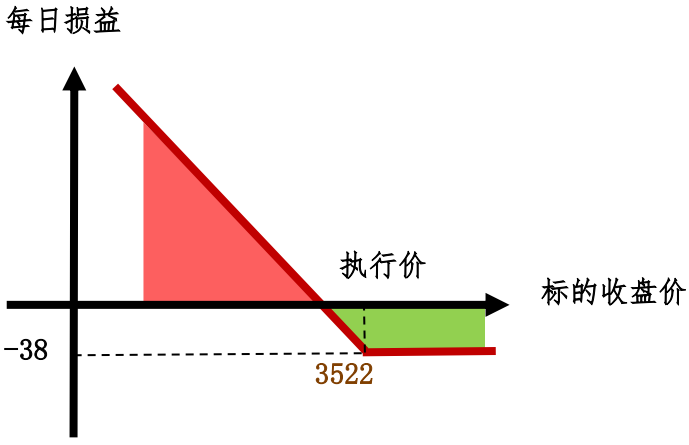
行情，后市依然看涨，但持有累购担心极端下跌情形，希望保护价格下跌超过某个价格的风险。

企业常用的对冲结构是熔断累沽期权，但由于杠杆，企业原累购期权敲入后将产生 3 倍数量的多单，而在累沽期权端若对冲数量不足，则无法有效覆盖风险；若过度对冲，则在行情反弹时累沽端的杠杆效应会加剧亏损，形成“对冲不足或过度亏损”的两难困境，并且累沽期权的保证金占用无法与累购期权完全对应，行情变动容易发生双边追保。

方案设计：

产品要素：挂钩 RB24**合约，企业买入惠鑫保 1.0（沽），执行价 3522 元/吨，观察期覆盖累购结构剩余敞口天数（2024 年 7 月 3 日-9 月 11 日，51 个交易日），每日数量 150 吨（覆盖累购结构每日产生的多单数量），总期权费 38 元/吨。

惠鑫保 1.0 期权要素	
标的	RB24**合约
产品名称	惠鑫保 1.0（沽）
期权类型	香草累计期权
入场价	3600
执行价	3522
观察类型	每日观察
期权单价	38 元/吨
观察天数	51 个交易日
起始观察	2024/7/3
到期日期	2024/9/11

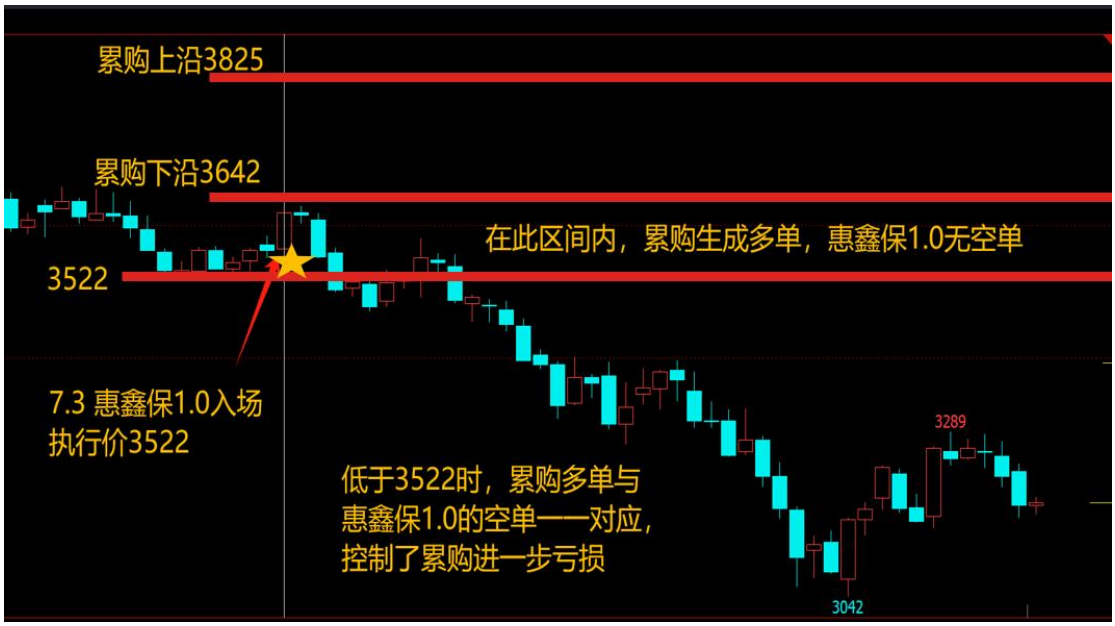


- 惠鑫保 1.0（沽）每日损益图

策略逻辑：

- **逐日赔付对冲浮亏：**每日收盘价低于 3522 元/吨时，惠鑫保 1.0 赔付（3522-收盘价-38）×150 吨，直接覆盖累购多单当日 3522 元/吨以下的亏损；
- **保证金抵扣：**惠鑫保 1.0 赔付可覆盖累购期权大跌时的保证金追加，避免企业因资金链断裂被迫平仓。

实施效果：



结构情景分析：

RB24**合约每日收盘价	累购期权	买惠鑫保 1.0 沽
＜3522	3642 多单	3522 空单
3522-3642 之间	3642 多单	无空单
累购区间内	产生 3642 的多单收益	无空单
超出累购上沿	熔断，产品结束	无空单，可考虑提前平仓

每日损益明细：

时间	RB24**合约收盘价	惠鑫保损益	累购损益	总损益
2024/7/3	3619	-38	-23	-61
2024/7/4	3616	-38	-26	-64
2024/7/5	3553	-38	-89	-127
2024/7/8	3503	-19	-139	-158
2024/7/9	3515	-31	-127	-158
2024/7/10	3478	6	-164	-158
2024/7/11	3514	-30	-128	-158
2024/7/12	3523	-38	-119	-157
2024/7/15	3551	-38	-91	-129
2024/7/16	3544	-38	-98	-136
2024/7/17	3487	-3	-155	-158
2024/7/18	3492	-8	-150	-158
2024/7/19	3479	5	-163	-158
2024/7/22	3451	33	-191	-158
2024/7/23	3397	87	-245	-158
2024/7/24	3391	93	-251	-158
2024/7/25	3329	155	-313	-158
2024/7/26	3371	113	-271	-158
2024/7/29	3363	121	-279	-158
2024/7/30	3301	183	-341	-158
2024/7/31	3326	158	-316	-158
2024/8/1	3355	129	-287	-158
2024/8/2	3379	105	-263	-158
2024/8/5	3367	117	-275	-158
2024/8/6	3306	178	-336	-158
2024/8/7	3304	180	-338	-158
2024/8/8	3254	230	-388	-158
2024/8/9	3277	207	-365	-158
2024/8/12	3222	262	-420	-158
2024/8/13	3173	311	-469	-158
2024/8/14	3099	385	-543	-158
2024/8/15	3119	365	-523	-158
2024/8/16	3078	406	-564	-158
2024/8/19	3156	328	-486	-158
2024/8/20	3172	312	-470	-158
2024/8/21	3235	249	-407	-158
2024/8/22	3174	310	-468	-158
2024/8/23	3154	330	-488	-158
2024/8/26	3264	220	-378	-158

2024/8/27	3249	235	-393	-158
2024/8/28	3264	220	-378	-158
2024/8/29	3259	225	-383	-158
2024/8/30	3222	262	-420	-158
2024/9/2	3178	306	-464	-158
2024/9/3	3096	388	-546	-158
2024/9/4	3070	414	-572	-158
2024/9/5	3033	451	-609	-158
2024/9/6	2981	503	-661	-158
2024/9/9	3013	471	-629	-158
2024/9/10	3006	478	-636	-158
2024/9/11	3068	416	-574	-158
平均单吨损益（元/吨）	—	**189**	**-341**	**-153**

策略总结：

- 2024 年 7 月 3 日-9 月 11 日期间 RB24**合约收盘价下跌 551 元/吨至 3068 元/吨，惠鑫保 1.0 赔付每日平均 189 元/吨，累购亏损平均 341 元/吨，总损益-153 元/吨，惠鑫保 1.0 有效挽回了 189 元/吨的亏损；
- 惠鑫保 1.0 入场时，保证金占用即释放约 150 元/吨，若行情进一步下跌也有保证金抵扣效果，有效缓解现金流压力；
- 若使用累沽期权结构对冲，数量难以把握，且会中途发生熔断敲出，后续需要重新选择合适套保方案，对于企业操作难度较大；
- 若行情如企业预计中途上涨，惠鑫保最大亏损为未结算吨位的权利金，即 38 元/吨，但保留了原累购期权上涨的盈利，若行情上涨趋势明显，企业可以申请平仓惠鑫

保 1.0，回收部分权利金（但存在损耗）。

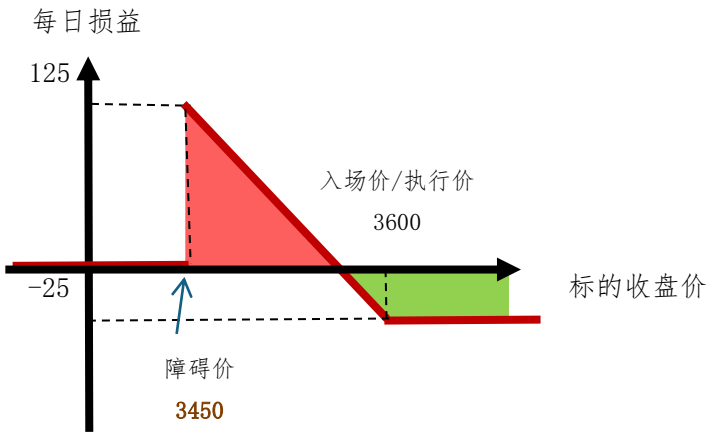
（二）惠鑫保 2.0 优化月均结算，捕捉波动收益

A 公司采购端以每一旬为周期锁定钢材采购成本，销售端则根据市场实时行情动态定价。企业认为当前 24 年 6 月上旬价格已处于低位，向下空间有限，但若行情下跌，期货端跌幅将大于现货市场。基于此，其选择期权单价为 25 元/吨的惠鑫保 2.0 进行套保——该成本与螺纹钢日波幅相匹配，可通过期权端下跌收益补贴现货让价销售，缓解库存压力；同时，通过置换此前盈利的期货空单，既能锁定既有套保收益，又能以较低成本保留对后续下跌行情的博弈空间。

方案设计：

产品要素：挂钩 RB24**合约，企业买入惠鑫保 2.0（沽），入场价和执行价为 3600 元/吨，敲出障碍价 3450 元/吨，观察期为 6 月 20 日至 7 月 3 日（10 个交易日），10 个交易日，与企业每一旬采购一次、均价结算的经营计划基本匹配，每日数量 100 吨，期权费 25 元/吨。

惠鑫保 2.0 期权要素	
标的	RB24**合约
产品名称	惠鑫保 2.0（沽）
期权类型	鲨鱼鳍累沽期权
入场价	3600
执行价	3600
障碍价	3450（-150）
观察类型	每日观察
期权单价	25 元/吨
敲出收益	25 元/吨
观察天数	10 个交易日
起始观察	2024/6/20
到期日期	2024/7/3



- 惠鑫保 2.0（沽）每日损益图



策略逻辑：

- **套保效果：**若标的 RB24**合约价格在观察期内维持在 3450-3600 元/吨区间，企业每日可获（3600-25-收盘价）×100 吨的赔付收益；若跌破 3450 元/吨，产品提前终止并退还剩余权利金，企业可灵活选择复购惠鑫保或转

用期货空单加仓；

- **成本优势**：惠鑫保 2.0 权利金仅 25 元/吨，显著低于同期限、同区间的香草看跌价差期权（约 45 元/吨）和亚式买权（约 30 元/吨）。
- **结构亏损有限**：行情上涨时，惠鑫保 2.0 最大亏损为期初权利金 25 元/吨，远低于期货套保的潜在风险；若行情先跌后涨，其每日结算机制可捕捉下跌波段收益，而传统亚式期权因依赖均价结算可能错失机会。

每日损益明细：

时间	RB24**合约收盘价	惠鑫保损益
2024-06-20	3,597.00	-22
2024-06-21	3,563.00	12
2024-06-24	3,532.00	43
2024-06-25	3,532.00	43
2024-06-26	3,563.00	12
2024-06-27	3,535.00	40
2024-06-28	3,544.00	31
2024-07-01	3,562.00	13
2024-07-02	3,562.00	13
2024-07-03	3,619.00	-25
平均价	**3,560.90**	**16**

策略总结：

- **每日结算机制**：当收盘价低于 3600 元/吨时，企业当日即获得（3600-收盘价-25）×100 吨赔付；若价格高于 3600 元/吨，则保留现货上涨收益。惠鑫保 2.0 通过捕捉下跌波段行情，最终为 A 公司实现 16 元/吨的净收

益。

- **对比期货套保：**2024 年 6 月 20 日至 7 月 3 日期间，RB24**合约从 3600 元/吨（入场价）震荡上涨至 3619 元/吨（收盘价），期货套保将产生 19 元/吨亏损，而惠鑫保 2.0 通过灵活结算规避了此风险。
- **对比香草看跌价差期权：**若到期价格上涨，价差期权将损失全部 45 元/吨权利金，而惠鑫保 2.0 覆盖了权利金成本还获得了收益。
- **对比亚式期权：**亚式期权依赖全月均价结算，期间无法获取每日下跌收益（如案例中仅实现 9.1 元/吨收益），而惠鑫保 2.0 通过逐日结算机制，在下跌行情中动态补亏，综合表现更优。

三、项目总结

（一）对冲累计敞口，保留原结构获利可能，优化保证金管理

惠鑫保 1.0 通过每日结算机制，将累计敞口分解为逐日风险点，动态对冲累购多单浮亏。在 RB24**合约持续下跌的极端行情中，惠鑫保 1.0 累计赔付能覆盖累购大跌尾部亏损，并且缓解保证金追缴压力。相较于用累沽对冲累购的方案，其规避了熔断后对冲效果减弱或杠杆失衡风险，以“低资金占用+高效覆盖+保留原结构收益”实现灵活解套。

（二）突破亚式期权局限，增厚波动收益

惠鑫保 2.0 以“每日结算+敲出退还”特性，优化后结算采销风险。在 6 月下旬 RB24**合约震荡行情中，通过捕捉每日下跌波段实现 16 元/吨净收益，较亚式期权收益提升 76%（亚式收益仅 9.1 元/吨），且权利金成本降低 17%（25 元/吨 vs 30 元/吨）。若价格跌破障碍价，退还剩余权利金的机制保留了策略切换空间，避免传统工具“锁死资金”的弊端，实现“有限亏损+弹性收益”的平衡。

（三）灵活架构适配多场景，提升套保容错性

惠鑫保系列支持企业根据行情变化动态调整策略：

优化资金效率：行情反弹时可提前平仓回收部分权利金，同时保留现货端上涨收益；

降低成本：较传统香草买权及亚式期权，其日结模式与敲出机制降低权利金成本，精准捕捉波段收益；

参数定制：执行价、障碍价、观察期等参数可“一企一策”调整，匹配企业风险偏好。

华泰长城资本在本项目中通过金融工具的结构化创新，将传统套保的“静态避险”升级为“动态博弈”，既对抗了价格下跌风险，又保留行情反转时的收益弹性，为大宗商品贸易企业的风险管理提供了可复制的风险管理范式。