区间固赔熔断累计破解采购套保择时难题

——华泰长城资本服务华东某电梯导轨企业案例

一、项目背景

2024 年四季度至 2025 年一季度，黑色产业链在“低库存弱驱动”的基调下展开震荡行情。建材市场在北方冬储需求疲软、南方工地赶工收尾的交织中艰难平衡；而板卷市场则成为产业链的韧性担当，海外抢出口订单叠加国内制造业补库，成为弱周期中难得的亮点。宏观层面，国内政策从 2024 年底的“强预期”转向 2025 年两会的“供给侧改革 2.0”实操，而海外美国钢铁关税加征的“达摩克利斯之剑”始终高悬，这种“上有需求顶、下有政策底”的格局，恰是企业套保策略需要精准捕捉的窗口期。

企业 A 自 2002 年创立以来，始终深耕电梯轨道相关产品的研发制造，年产成品导轨 40 万吨，导轨毛坯 60 万吨，销售网络遍布全球。在生产经营中，A 企业通常与下游电梯厂提前半年签订一口价的销售订单，随后每月依据供货计划采购钢坯进行生产加工，钢坯挂钩螺纹钢期货进行点价采购，企业主要面临螺纹钢价格上涨的风险。

2023 年以前，A 企业主要运用螺纹钢期货进行价格风险管理，但 2023 年钢材价格频现单季 10%的急涨急跌，叠加电梯导轨行业 5%-10%的微利特性，企业盈利能力遭受严峻考验，仅用期货工具套期保值逐渐捉襟见肘。在华泰期货及其风险管理子公司——华泰长城资本管理有限公司（以下简称“华泰长城”）的服务培育下，A 企业自 2023 年下半年起逐步接触期权工具，陆续尝试了普通香草期权、普通累计、熔断累计等期权产品，积累了较丰富的保值经验。

2024 年 11 月，A 企业与下游厂家签订一口价销售订单，每月 5 万吨，同时与上游签订钢坯采购合同，最晚可于次年 4 月底点价。彼时螺纹价格在 3350 附近，企业直接点价采购则订单利润微薄，而此前惯用的普通熔断累计也遭遇不适配：

1. **区间较窄，与企业观点不符：**企业认为后续价格具有较大不确定性，预计在 3000-3700 区间（距离现价上下超 10%）内宽幅震荡，在较低波动率下，企业之前参与的 30 日左右的普通熔断累计区间较窄，无法适配客户的预期，且一旦价格大幅下跌，企业将面临大幅追保，并损失较多订单利润。
2. **杠杆致使套保难上量：**普通熔断累计大多需要在敲入后以敲入价建立 2 倍的远期头寸，企业在入场时无法确定该笔期权将会建立的远期数量，只能降低套保比例和数量，避免超量套保。

二、服务方案与开展过程

（一）方案设计

华泰长城与 A 公司沟通后，在原有的标准累计基础上，制定了区间固定赔付熔断累计期权（下称“区间固赔熔断累计”）方案，在螺纹钢上下共 600 点的区间震荡时获得采购补贴，大涨时提前结束期权并一次性获取未观察数量的上涨补贴，若末日下跌较多则以更低价格进行采购。该方案主要具备以下优势——

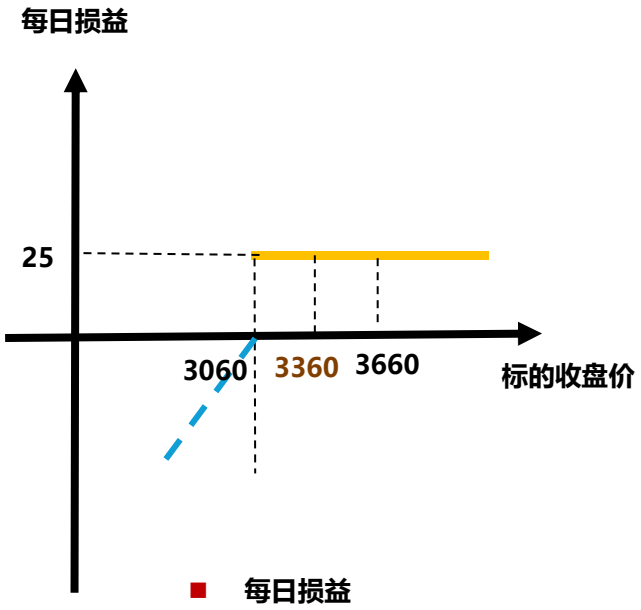
1. 解决普通熔断累计区间太窄的难题：通过降低区间赔付、适度拉长时间来获得较宽区间，区间内的固定补贴可降低客户多头套保成本，既贴合客户观点，又提高获赔胜率

2. 降低杠杆至 1 倍，解决企业超量套保的担忧，方便制定套保比例和数量
3. 在大涨时获得收益并自动结束头寸，提高资金效率，同时方便企业及时调整策略

（二）具体服务过程和效果

A 公司于 2024 年 11 月 15 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 90 个交易日，每天结算 1000 吨，共 9 万吨，入场价为 3360 元，具体要素如下：

标的	RB25**合约
结构类型	熔断累购
入场价	3360
上限价格	3660（+300）
下限价格	3060（-300）
区间&敲出赔付	25 元/吨
费用	0
单日敲入杠杆倍数	0（可调整）
期限	90 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，额外生成全部数量多单
保证金	初始约 3%（下跌/市场不利变动时或有追保）



【情景分析】90 个交易日，每天结算 1000 吨，共 9 万吨，假设入场价为 3360。

每日收盘价观察情况：

若 3060<当日期货收盘价<3660 区间，则每天获得 1000 吨固定收益 25 元/吨，即收益=25*1000=25000 元；

若收盘价≥3660，触发熔断机制，产品提前终止，收益=25 元/吨*未观察吨数，

如：在第 31 个交易日收盘价涨至 3670，产品提前终止，收益=25 元/吨*（90-30）天*1000 吨=150 万元（前三十日结算结果不受影响）；

若收盘价＜3060，则当日无损益。

最后一日收盘价观察情况：

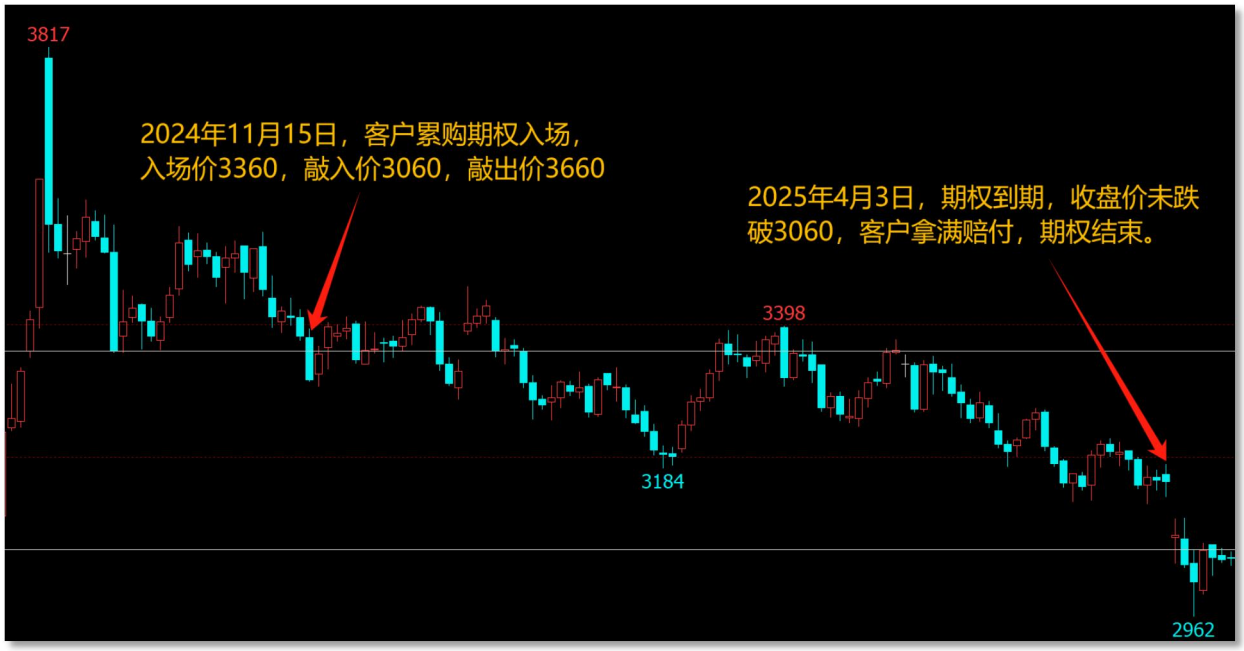
若存续期内收盘价未涨破上方价格 3660，且到期日收盘价<下方价格 3060，以 3060 开仓建 9 万吨远期多单未来择机平仓或现金结算 9 万吨 3060 以下的跌幅亏损（企业可选择在中途提前协议平仓，但会将未到期头寸益提前计提）。

总收益为每日盈亏累加总和，费用为 0 元/吨，初始保证金约为 3%。

【实际结算情况】

该结构到期日是 2025 年 4 月 3 日，当日螺纹钢期货 RB25**合约的收盘价为：3164 元/吨，由于 RB25**合约期权存续期间，价格从未突破下沿 3060 和上沿 3660，所以客户一共拿到总收益 25*1000*90=225 万元。

图表：RB25**合约期货行情图



【决策过程复盘】

1. **套保数量：**A 企业 2025 年上半年共需采购钢坯 30 万吨，此前受杠杆困扰，企业单笔场外期权数量均未超 3 万吨，但上述方案中，3060 的采购价对企业加工订单来说利润丰厚，且仅有 1 倍杠杆，故企业最终与华泰长城成交单笔 9 万吨的区间固赔熔断累购期权。

2. **套保方向：**在与客户沟通上述方案时，企业提出相同结构的累购期权与累沽期权同时开仓的设想，认为可以在区间内获取双份收益，但考虑企业累沽方向的开仓属投机行为，华泰长城建议客户若要同时开仓累沽期权需控制数量，注意后续国内政策若超预期螺纹有可能超涨的潜在风险，企业最终听取建议，只参与了累购方向的保值交易，放弃了累沽方向的投机交易。

3. **资金占用：**上述方案期初保证金率约为 3%，但考虑期权存续期较久，区间较宽，华泰长城在期初与客户沟通方案时，建议客户按期初保

证金率的 3 倍准备资金，应对下跌过程的追保。在后续策略运行期间，螺纹钢价格虽有下跌，但客户资金准备充分，未出现资金紧缺的情况。

三、项目总结

作为国内第一批风险管理子公司，华泰长城资本管理有限公司背靠母公司华泰期货，扎根产业多年，充分发挥自身优势，依据企业切身需求制定投研与场外相结合的个性化风险管理方案，为服务实体贡献力量。

在上述案例中，华泰长城为企业设计区间固赔熔断累购期权方案，助力企业将采购执行价锁定在 3060 点（较现行市价低近 10%），当产品到期且钢价跌破下限价格时，企业可选择在该价格建立远期多单。在此基础上，方案通过 90 个交易日的超长观察窗口，将传统套保的零和博弈转化为持续收益流，在钢价未触及 3060 点目标位时，企业可每日积累 25 元/吨的固定补偿。这种“时间换空间”策略尤其适配今年 3000-3700 点的宽幅震荡格局，当市场价格箱体内波动时，企业每日可获得流动性补偿，缓解采购与套保资金占用压力。

更值得关注的是动态容错空间的智能机制，即通过障碍期权结构实时捕捉趋势拐点：若价格处于 3060-3660 点震荡区间，则执行补贴积累；若期间跌破下沿 3060，企业在中途没有接头寸的压力；若价格能回到 3060 以上，企业将继续持有采购补贴收益；当价格突破 3660 点压力位时，熔断机制将自动释放剩余未观察数量的采购补贴，并退还全部保证金。这种“震荡即蓄能，突破即兑现”的设计，使企业收益更为灵活。