熔断累计采购套保优化

——华泰长城资本服务南京螺纹钢企业案例

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，同时无形之中也增加了黑色产业交易者在风险管理上的难度。

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，打算在 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

华泰期货的风险管理子公司--华泰长城资本管理有限公司（以下简称“华泰长城”）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格进行更多数量采购，大涨时则提前结束期权并一次性获取上涨补贴。一方面在探底行情中为多头套保头寸提供一定安全垫，另一方面在大涨时也能获得收益并自动结束头寸方便

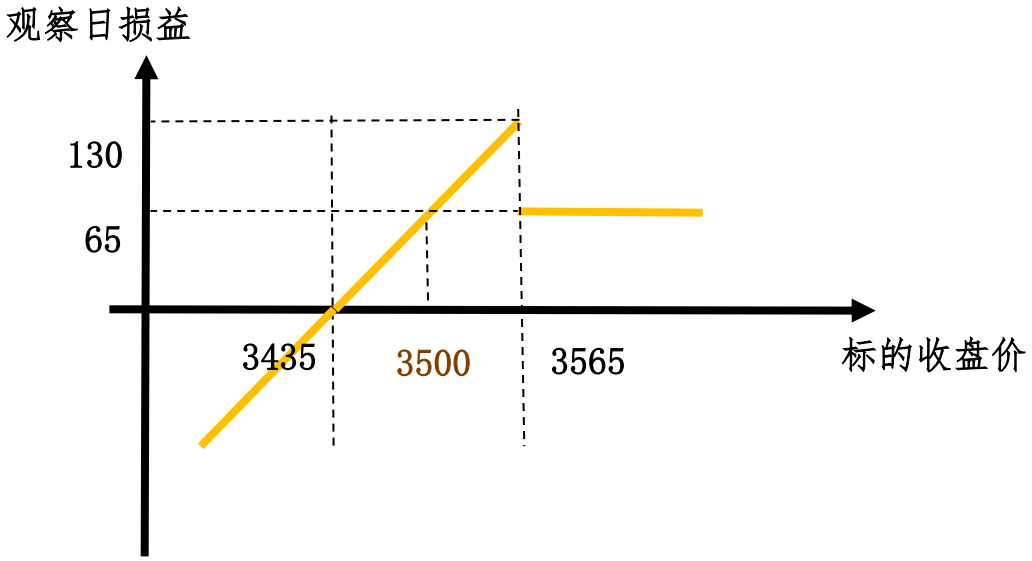
A 公司及时调整策略，如复购熔断累计或者在对行情更有信心时使用期货套保。

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

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，具体要素如下：

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
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）



熔断累购损益图

【情景分析】

每日收盘价观察情况：

若当天 3435 元≤期货收盘价＜3565 元，则获得 100 吨 3435 元多头的收益，即收益=（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）*未观察吨数=65 元/吨*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 以下的跌幅亏损，相当于在 3435 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。

【实际结算情况】

日期	RB 某合约收盘价	期权当日损益
2023-05-29	3,511.00	(3511-3435)*100=7600
2023-05-30	3,460.00	(3460-3435)*100=2500
2023-05-31	3,463.00	(3463-3435)*100=2800
2023-06-01	3,546.00	(3546-3435)*100=11100
2023-06-02	3,596.00	65*(22-4)*100=117000
总收益（元）		**141,000.00**
单吨平均收益（元/吨）		**64.09**

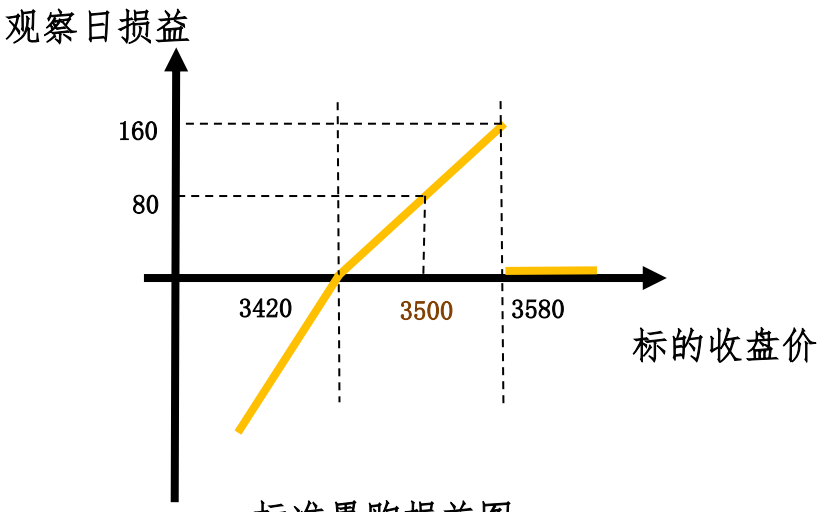
A 公司于 2023 年 5 月 29 日 3500 点位入场，行情在第二天开始下跌，如果使用期货套保，每天会有浮亏产生，但在使用熔断累购套保场景下，由于收盘价仍落在结构安全垫之内（3435 元≤期货收盘价＜3565 元），所以不仅没有亏损，还有每天 100 吨的采购补贴。行情于第四个交易日 6 月 1 日开始回升，当天比入场价 3500 上涨 46 元，但熔断累购套保实际收益为 111 元/吨。最后，方案于第五个交易日收盘时敲出，敲出时不仅依然获得前四天的收益，还一次性获得剩余未观察的 1800 吨的采购补贴，每吨补贴 65 元，共计 141,000 元，平均至 2200 吨后平均每吨获得采购补贴 64.09 元，并且收回了所有保证金。

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。

【策略对比——标准累购 VS 熔断累购】

标准累购具体要素如下：

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）



标准累购损益图

日期	RB 某合约约收盘价	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	3,638.00	0.00	—
2023/6/6	3,641.00	0.00	—
2023/6/7	3,621.00	0.00	—
2023/6/8	3,654.00	0.00	—
2023/6/9	3,711.00	0.00	—
2023/6/12	3,652.00	0.00	—
2023/6/13	3,741.00	0.00	—
2023/6/14	3,739.00	0.00	—
2023/6/15	3,760.00	0.00	—
2023/6/16	3,799.00	0.00	—
2023/6/19	3,752.00	0.00	—
2023/6/20	3,743.00	0.00	—
2023/6/21	3,686.00	0.00	—
2023/6/26	3,667.00	0.00	—
2023/6/27	3,728.00	0.00	—
2023/6/28	3,731.00	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。

最后 A 公司在 6 月滚动操作熔断累计方案，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。

日期	RB 某合约收盘价	每日损益	操作
2023/5/29	3,511.00	7,600.00	第一笔：3500 入场（上下沿：3435/3565）
2023/5/30	3,460.00	2,500.00	
2023/5/31	3,463.00	2,800.00	
2023/6/1	3,546.00	11,100.00	
2023/6/2	3,596.00	117,000.00	第五个交易日敲出
2023/6/5	3,638.00	7,800.00	第二笔：3625 入场（上下沿：3560/3690）
2023/6/6	3,641.00	8,100.00	
2023/6/7	3,621.00	6,100.00	
2023/6/8	3,654.00	9,400.00	
2023/6/9	3,711.00	117,000.00	第五个交易日敲出
2023/6/12	3,652.00	4,700.00	第三笔：3670 入场（上下沿：3605/3735）
2023/6/13	3,741.00	136,500.00	第二个交易日敲出
总收益		430,600.00	

三、项目总结

（一）一定程度上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减少套保损失。

（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

用了交易者套保头寸及保证金。而此次方案的熔断累计在保留原有累计优势的情况下，让交易者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）持续满足交易者需求，做到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，中途平仓或有机会拿到和收盘时敲出同等的收益，防止行情冲高回落错过敲出时机，增加策略拿满收益的机会；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。

同时，华泰长城也可以根据交易者需求调整产品要素，如把区间调整为不对称，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，或者调整杠杆，缩窄上下沿区间换取最后一日额外观察数量为零。

华泰长城致力于深度了解交易者需求，设计定制化产品，寻求契合交易者需求的产品采购模式，不断迭代新产品，契合交易者个性化风险管理需求。