

2024年12月5日

# 黑色产业冬储专题：冬储行情解读及套期保值方案推荐

——黑色产业策略报告

## ➤ 专题要点：

### 分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-68757089

邮箱：liuhf@qh168.com.cn

### 联系人：

郭泽洋

从业资格证号：F03136719

电话：021-68758820

邮箱：guozy@qh168.com.cn

- **冬储行情回顾：**“冬储”指的是钢铁贸易商在每年冬季，特别是12月到次年2月间，针对市场的季节性需求波动，提前储备一定量的钢材库存的行为。由于天气原因，北方地区一般较早发布相关政策。冬储周期一般为12至17周，今年预计从12月初开始，持续13-14周。近几年冬储期间钢材现货价格无明显周期规律，平均涨幅为-3.61%。部分年份如2021和2023年存在一定利润空间，但考虑到利息和库存成本，整体利润空间有限。贸易商对冬储的积极性逐年下降，主动冬储比例减少。螺纹钢冬储总量自2020年达到峰值后逐年下降，2023-2024年有所回升，但仍低于五年均值。
- **今年冬储行情分析：**近期调研结果显示钢厂和贸易商的市场心理价位有所下降，钢厂心理价位普遍已降至3200元/吨以下，贸易商心理价位集中在3100元/吨以下。大部分钢厂尚未与贸易商签订明年协议。下游资金有所改善，但北方地区停工计划明确，需求支撑力度有限。预计今年冬储行情将延续去年低迷态势，主动冬储的积极性将受到压制，整体以协议库存为主。价格区间预计在3100-3200元/吨之间存在支撑。
- **冬储套期保值方案推荐：**本次报告提出了三种冬储期权套期保值方案以针对不同需求和风险承受能力的客户。针对有明确补库意愿的客户，我们构建的虚拟库存+三腿海鸥结构用于帮助客户降低建仓成本的同时对未来价格波动进行风险对冲。其次，灵活采购期权方案适合无明确补库需求但希望低位采购的客户。库存保值方案则为已购入现货或有协议库存的客户提供风险管理，主要目的在于对冲库存价值波动风险。

## 正文目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 专题概述 .....                   | 4  |
| 2. 冬储行情分析 .....                 | 4  |
| 2.1. 历年冬储行情回顾 .....             | 4  |
| 2.2. 行情回顾-2024 年度 .....         | 6  |
| 2.3. 冬储期间行情分析 .....             | 7  |
| 2.4. 近期冬储计划调研汇总 .....           | 10 |
| 2.5. 近期钢厂公布的冬储政策 .....          | 11 |
| 3. 冬储期间套期保值方案 .....             | 11 |
| 3.1. 贸易商——虚拟库存+三腿海鸥结构套保方案 ..... | 12 |
| 3.2. 贸易商——固定赔付灵活采购方案 .....      | 14 |
| 3.3. 贸易商——库存保值方案(熔断累计结构) .....  | 16 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1 历年冬储周期统计 .....              | 4  |
| 图 2 历年冬储期间螺纹价格走势 .....          | 5  |
| 图 3 螺纹钢社库变动趋势 .....             | 5  |
| 图 4 2022-2023 冬储期间卷螺现货走势图 ..... | 6  |
| 图 5 2023-2024 冬储期间卷螺现货走势图 ..... | 6  |
| 图 6 历年冬储期间螺纹价格走势 .....          | 6  |
| 图 7 2024 卷螺现货走势图 .....          | 7  |
| 图 8 2024 螺纹期现价差走势 .....         | 7  |
| 图 9 螺纹表观消费季节性走势图 .....          | 8  |
| 图 10 热卷表观消费季节性走势图 .....         | 8  |
| 图 11 房地产施工面积累计值 .....           | 8  |
| 图 12 房地产新开工面积累计值 .....          | 8  |
| 图 13 高炉日均铁水产量季节性走势 .....        | 9  |
| 图 14 螺纹周度季节性走势 .....            | 9  |
| 图 15 螺纹钢总库存季节性走势 .....          | 9  |
| 图 16 热卷总库存季节性走势 .....           | 9  |
| 图 17 当前各地区钢厂及贸易商冬储心理价位 .....    | 10 |
| 图 18 近期钢厂政策汇总 .....             | 11 |
| 图 19 看跌海鸥结构损益图 .....            | 12 |
| 图 20 策略收益测算 .....               | 13 |
| 图 21 固定累购期权结构损益图 .....          | 14 |
| 图 22 固定累购结构报价 .....             | 15 |
| 图 23 熔断累计结构报价 .....             | 17 |

## 1. 专题概述

“冬储”指的是钢铁贸易商在每年冬季，特别是12月到次年2月间，针对市场的季节性需求波动，提前储备一定量的钢材库存的行为。这一操作通常发生在年前市场需求萎靡且价格相对较低的时段，以便在金三银四需求高峰来临时获取利润。对于钢贸商而言，冬储不仅是应对季节性需求波动的策略，也是市场预期、资金运作及供应链管理的一部分。在中国及全球市场中，钢铁行业的需求呈现明显的季节性波动。地产和基建领域是建材类的主要下游需求方。随着进入十二月份，北方地区开始降雪，基建作业的施工难度成倍增加，建材需求迅速下滑。同时，春节假期农民工从腊月上旬提前返乡，工地往往在小年之前就逐步停工。因此，冬储期间往往是建材板块一年中需求最差的时候。因此，尽管钢厂受需求下滑的影响会有减产检修的计划，但整体库存依旧会出现一定程度的累库。出于风险管理的考虑，钢厂在该期间会通过打折销售的方式降低库存，贸易商则会根据自身库存情况、未来需求以及折扣幅度等因素进行冬储。一般来说，随着气温回升，建材的下游市场从二月下旬开工后逐渐活跃，并进入金三银四的传统旺季，在五月达到一年中的高点，钢材的价格在该期间往往会相较年前有一定程度的涨幅，随之而来的是冬储库存的显著下滑。

## 2. 冬储行情分析

### 2.1. 历年冬储行情回顾

冬储政策的启动时间与春节时间的关系密切。钢材冬储的起始时间一般从每年的11月下旬到12月中旬。根据往年的规律，由于冬季天气严寒，北方地区的冬储政策相对出台较早，普遍在春节前9至10周发布。南方等地停工时间相对较晚，其冬储政策则普遍提前春节4-6周才陆续公布。冬储的结束时间则通常在每年的3月上旬，整个钢材冬储周期一般在12周到17周之间。今年春节的时间是2025年1月29日，预计今年的冬储将于12月初开始，整个周期总计13-14周。

图1 历年冬储周期统计

| 年份    | 冬储起始时间     | 冬储结束时间    | 冬储周期 | 春节时间  | 距离春节前时间(周) | 距离春节后时间(周) |
|-------|------------|-----------|------|-------|------------|------------|
| 2018年 | 2017年12月中旬 | 2018年3月上旬 | 12   | 2月16日 | 9          | 3          |
| 2019年 | 2018年12月上旬 | 2019年3月上旬 | 13   | 2月5日  | 9          | 4          |
| 2020年 | 2019年11月下旬 | 2020年3月上旬 | 16   | 1月25日 | 9          | 7          |
| 2021年 | 2020年12月中旬 | 2021年3月上旬 | 13   | 2月12日 | 9          | 4          |
| 2022年 | 2021年11月下旬 | 2022年3月上旬 | 15   | 2月1日  | 10         | 5          |
| 2023年 | 2022年11月中旬 | 2023年3月上旬 | 17   | 1月22日 | 10         | 7          |
| 2024年 | 2023年12月上旬 | 2024年3月上旬 | 13   | 2月10日 | 10         | 4          |

资料来源：钢联，东海期货研究所

从价格走势来看，18 年至今钢材冬储期间的现货价格并没有呈现出周期性的规律。其中，18 年，20 年和 24 年这三年出现较大亏损，21 和 23 年出现一定程度的上涨，其余年份则呈现震荡的状态。近七年来，钢材现货价格在冬储期间的平均涨幅为-3.61%。贸易商希望通过冬储期间低价存货并在金三银四高位出货的预期被近几年的行情不断打破，尽管部分年份的冬储操作存在一定的利润，但考虑到贸易商的利息及库存成本，利润空间也压缩的比较少。叠加需求端的不确定性预期，近几年钢贸商对于冬储的积极性明显下降，主动冬储的比例逐年递减。

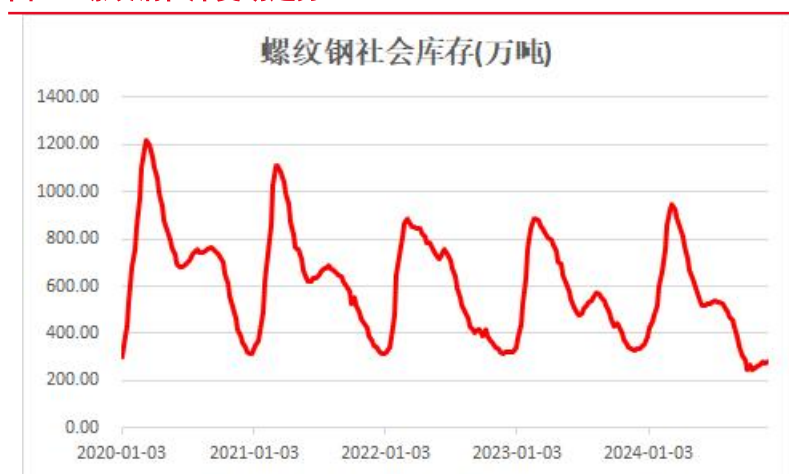
图 2 历年冬储期间螺纹价格走势

| 年份         | 冬储开始阶段价格（元/吨） | 冬储结束阶段价格（元/吨） | 冬储期间涨跌幅（%） |
|------------|---------------|---------------|------------|
| 2017-2018年 | 4748          | 3851          | -23.3%     |
| 2018-2019年 | 3830          | 3824          | -0.2%      |
| 2019-2020年 | 4109          | 3420          | -20.1%     |
| 2020-2021年 | 4090          | 4712          | 13.2%      |
| 2021-2022年 | 4707          | 4856          | 3.1%       |
| 2022-2023年 | 3817          | 4257          | 10.3%      |
| 2023-2024年 | 3975          | 3669          | -8.3%      |

资料来源：钢联，东海期货研究所

由于螺纹每年累库的时间节点与冬储政策的出台节点大致相同，我们可以从螺纹钢的社会库存走势大致评估该年度螺纹钢冬储的总量。可以发现，近些年螺纹冬储总量整体呈现出下滑的趋势，2020-2021 年贸易商冬储量到达顶峰 1215 万吨后逐年下降，2021-2022 年和 2022-2023 年的最高社库总量分别仅有 882 万吨和 886 万吨，2023-2024 有所回升（949 万吨）但仍低于五年均值。

图 3 螺纹钢社库变动趋势



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 4 2022-2023 冬储期间卷螺现货走势图



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 5 2023-2024 冬储期间卷螺现货走势图



资料来源：IFinD，东海期货研究所

根据钢联的调研结果，我们整理以下表格以更清晰的反应冬储市场近三年的变化。2021 年房企出现流动性危机引发市场对于年后螺纹需求的担忧，市场整体冬储预期较差，冬储前期价格大幅下跌进一步降低贸易商的风险偏好，该年度冬储量显著下滑。2022-2023 年随疫情全面解控，预期有所回暖。但由于地产市场仍未出现明显筑底迹象，尽管价格仍处于相对五年相对低位（23%），整体冬储量也只是小幅回升，市场对后市需求回暖的信心仍未恢复。2023-2024 年延续了前一年的行情，即现货价格在冬储前持续上涨并到达阶段性高位，由于地产市场的持续低迷，钢贸商对于冬储价格普遍接受程度不高，冬储以被动补库和后结算方式作为主基调，整体市场预期普遍较为悲观。根据调研结果，影响贸易商冬储主要的因素是对于明年市场需求的预期，前期价格走势的影响程度则较低。以往年的数据来看，在需求预期转好的年份，即便现货价格高企，贸易商冬储热情依然不减。而在需求较悲观的预期下，即使价格处于五年内较低百分位，贸易商依然对于冬储较为谨慎，冬储总量往往有明显下滑。

图 6 历年冬储期间螺纹价格走势

| 年份         | 前期价格走势 | 处于近五年现货价格百分位 | 冬储预期 | 前期价格涨跌幅 |
|------------|--------|--------------|------|---------|
| 2021-2022年 | 下跌     | 57.22%       | 较差   | -20.1%  |
| 2022-2023年 | 上涨     | 23.74%       | 一般   | 10.5%   |
| 2023-2024年 | 上涨     | 31.69%       | 较差   | 8.4%    |
| 2024-2025年 | 下跌     | 10.07%       | 较差   | -9.1%   |

资料来源：钢联，东海期货研究所

## 2. 2. 行情回顾-2024 年度

2024 年螺纹钢市场整体呈现震荡下行的走势。开年市场维系年前的行情，螺纹钢在一月份短暂达到 4116 元/吨的高点。但随着春节后需求回暖的迟滞，叠加原材料价格下跌和南方雨季的影响，价格开始持续回落并在 4 月初一度跌至 3589 元/吨，最低点较年初下跌超过 500 元/吨。紧接着，随着原材料价格强势上涨，加之需求加速释放，带动了市场情绪的转好，钢材去库存速度加快，钢材价格较四月初的低点开始反弹。

图 7 2024 卷螺现货价格走势



资料来源：钢联，东海期货研究所

图 8 2024 螺纹钢期现价差走势



资料来源：钢联，东海期货研究所

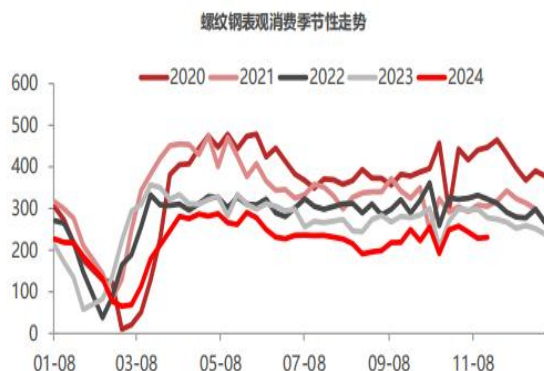
然而，进入下半年，市场利好充分消化并逐步回归基本面，市场价格再度进入下跌趋势。在 7 月和 8 月在高温和施工受限的情况下，市场成交疲软。炉料的持续回落叠加新旧国标过渡的冲击，螺纹的价格一度跌破 3000 元/吨。此时钢厂盈利率仅有个位数水平，基差显著走强。随着 9 月初美联储降息靴子落地，我国政府在九月底出台宏观利好政策，叠加较低的库存水平，贸易商积极补库，螺纹钢价格迎来强劲反弹。9 月底的现货价格从最低 2988 元/吨上涨至 3680 元/吨，涨幅超过 18%。第四季度市场对政策的预期逐渐兑现，螺纹钢价格开始进入震荡调整阶段。11 月初，随着美国总统大选尘埃落地以及国内人大常委会出台了一系列化解隐性债务的政策，市场逐步进入政策真空期。传统淡季下螺纹需求持续弱化，产量的下滑并不能阻止表需下降带来的累库趋势，现货价格重新回归弱基本面现实。截至目前，螺纹的价格已从最高点回落近 10 个点。

## 2.3. 冬储期间行情分析

今年冬储市场预计延续去年的低迷，现货价格整体看震荡趋势。尽管库存处于较低水平，但由于市场需求疲弱，贸易商的冬储积极性并不高。市场情绪普遍较悲观，尤其是房地产和基建板块的需求难以迅速恢复，在不考虑额外利好性政策的前提下，本年度冬储期间可能以依旧以协议库存和被动冬储为主。综合来看，螺纹的基本面偏弱格局不变，供需结构的矛盾逐渐加大，市场冬储预期悲观。不过，在政策转向的大背景下，建材价格难以突破之前的低价区间，同时库存仍处低位，为价格提供较强支撑，整体上下空间均有限。

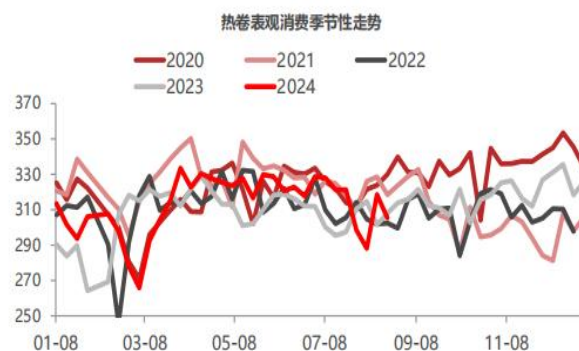
需求方面，螺纹钢和热卷的表观消费量自十月份短暂回升后再度回落，整体仍面临需求疲软的局面。截至 11 月 25 号，螺纹钢的表观消费量为 234.2 万吨，同比下降 32.69 万吨。热卷方面，表观消费量同比下降 7.98 万吨（318.91 万吨）。在年末传统需求淡季和外部经济环境压力的影响下，钢材消费的恢复仍显乏力，尤其是螺纹的整体消费量较去年同期存在较大下滑。

图 9 螺纹表观消费季节性走势图



资料来源：IFinD，东海期货研究所

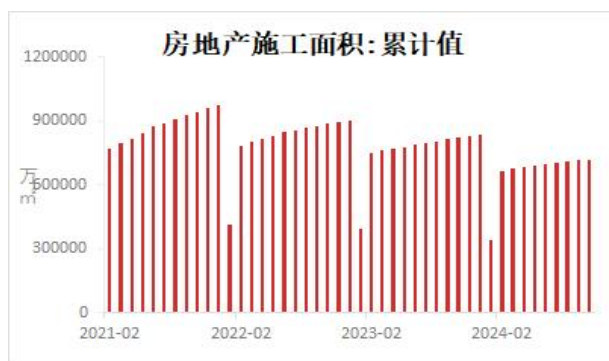
图 10 热卷表观消费季节性走势图



资料来源：IFinD，东海期货研究所

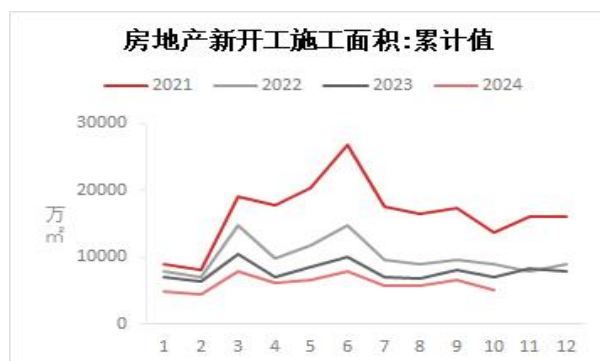
据统计局数据显示，截至全国房地产新开工面积累计值同比下降 22.6%，下跌趋势有所收窄但尚未有明显改善。据统计局数据显示，截至十月房屋施工面积累计值同比下降 12.4%，较去年同期 7.4% 的降幅显著扩大，可见新开工面积下滑对于施工面积的边际影响仍在不断扩大。十月份不断出台利好政策在一定程度上提振了房地产销售端，10 月份的 30 个大中城市商品房销售面积环比增加 31.6%，同比降低 6.33%，降幅有所收窄。总体而言，房地产仍处于深度调整周期，下跌趋势并未显著改善，且新开工面积下跌的边际效应已开始逐渐显现，明年上半年的市场需求情况可能维持颓势难以出现明显好转。

图 11 房地产施工面积累计值



资料来源：统计局，东海期货研究所

图 12 房地产新开工面积累计值



资料来源：统计局，东海期货研究所

供应方面，截至 11 月 25 号，铁水产量继续维持高位盘整的趋势，本周高炉日均铁水产量为 235.8 万吨，环比回落 0.14 万吨，同比增加 0.47 万吨。钢厂利润整体虽回落但绝对水平依然尚可。成材有小幅回升，且铁水从螺纹流向热卷趋势仍在继续。

**图 13 高炉日均铁水产量季节性走势**

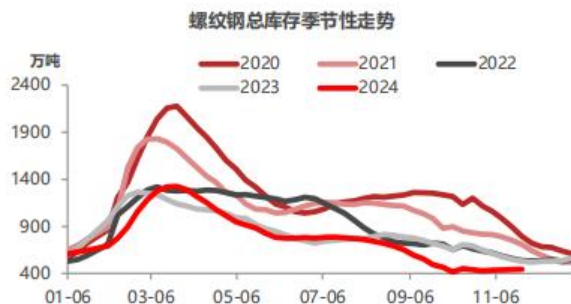

资料来源：IFinD，东海期货研究所

**图 14 螺纹钢周度季节性走势**

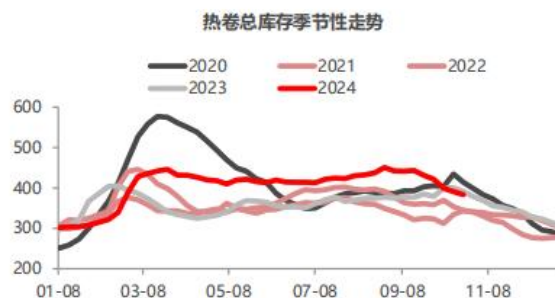

资料来源：IFinD，东海期货研究所

库存方面，卷螺均呈现一定程度的去库。其中，螺纹钢库存目前已经处于近五年来的绝对低位。截至截至 11 月 25 号，螺纹总库存仅有 445.11 万吨，环比回落 0.38 万吨，同比下降 74.72 万吨。热卷库存则位于五年平均区间，在九月份后出现一定程度的去库，目前库存总量 315.23 万吨，环比回落 7.06 万吨，同比下降 30.02 万吨。

今年第三四季度宏观政策频出，近期 11 月人大常委会通过了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案。从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元，加上本次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。政府财政目前依然以化债为政策主基调，仍需放低对于基建投资和房地产板块的政策预期。

**图 15 螺纹钢总库存季节性走势**


资料来源：钢联，东海期货研究所

**图 16 热卷总库存季节性走势**


资料来源：钢联，东海期货研究所

## 2.4. 近期冬储计划调研汇总

根据钢联的第二次调研结果，截至目前 93.62% 的钢厂尚未与贸易商达成明年的协议。12 月底是协议签订的常见集中期，届时相关数据将可以较好反应当年度冬储市场的活跃程度。在协议量方面，77.5% 的钢厂计划与去年持平，大多数钢厂未明确返利政策，仅少数钢厂预计返利与去年持平。下游资金方面呈现出一定的好转趋势，其中 80.49% 的下游资金环比有所改善，19.51% 的企业资金面则相对较差。样本建筑工地资金到位率则自传统旺季以来小幅上涨。在赶工计划方面，近九成的下游企业表明年度并无赶工计划，由于天气原因北方的停工计划明确，今年底冬季需求的支撑力度可能较为有限。

在市场预期方面，近期调研结果显示钢厂和贸易商的市场心理价位有所下降，其中，贸易商的心理价位集中在 3100 元/吨以下，而钢厂的心理价位也普遍已下调至 3200 元/吨附近，两者的心理价位差距正逐渐缩小。近一半的贸易商表示只有当价格回落至 3100 元以下时才考虑增加冬储库存。与此同时，钢厂的心理价位也呈现下降趋势，从前期调研的 3300-3400 元/吨的心理价位已经集中到了 3200 元/吨以下的区间。该区间目前占比已接近三成，较几周前大幅提升，剩余七成暂时没有明确心理价位。

**图 17 当前各地区钢厂及贸易商冬储心理价位**

| 地区 | 钢厂心理价位  | 贸易商整体心理价位  | 贸易商主流心理价位区间 | 现货价格    |
|----|---------|------------|-------------|---------|
| 华东 | 暂无      | 3300元/吨以下  | 3100元/吨及以下  | 3356元/吨 |
| 华中 | 暂无      | 3050元/吨左右  | 3100元/吨及以下  | 3382元/吨 |
| 华南 | 3100元/吨 | 3225元/吨左右  | 3225元/吨     | 3472元/吨 |
| 华北 | 3027元/吨 | 3300元/吨以下  | 3100元/吨及以下  | 3364元/吨 |
| 东北 | 3000元/吨 | 3115元/吨    | 3115元/吨     | 3476元/吨 |
| 西北 | 3000元/吨 | 3000元/吨以下  | 3000元/吨以下   | 3176元/吨 |
| 西南 | 3140元/吨 | 3100元/吨及以下 | 3100元/吨及以下  | 3337元/吨 |

资料来源：Mysteel，东海期货研究所

截至目前，各地区的现货价格还远高于钢厂和贸易商的心理价位，市场对于价格呈现出悲观下行预期。其中，华东、华中以及华北等地的贸易商主流心理价位已下滑至 3100 元/吨及以下，西北地区已经跌破 3000 元/吨。目前大部分地区钢厂心理价位也已到达 3100 元/吨以下的区间。此外，大部分贸易商的冬储锁价区间集中在 3200-3300 元/吨和 3100 元/吨，且目前 3100 元/吨以下的比例随市场下行仍呈现上升趋势。总体而言，预计今年的冬储行情可能延续去年市场较为低迷的态势。尽管当前库存处于绝对低位，但由于开年需求的不确定叠加旺季过后的政策真空期，在经历几年行情冲击后，贸易商的冬储积极性预计会受到明显压制。

整体而言，预计今年冬储行情将延续去年被动冬储的态势，整体以协议库存为主，自储占比可能延续下降趋势。后续需要关注的主要变量可能来自于年末会议的宏观政策利好以及价格充分回调后的抄底补库行情。价格方面预计在 3100-3200 的区间有明显支撑。

### 2.5.近期钢厂公布的冬储政策

截至 11 月底，总计共有四家钢厂已经发布 2024 年冬储政策，其中东北 3 家，华北 1 家。其中部分厂商基础规格收款价格在 3500-3800 元/吨不等，交款时间预计在 12 月上旬，结算周期从 1 月下旬至五月下旬。部分钢厂采取月均价结算，也有部分厂商支持随时点价结算。整体来看，钢厂的冬储政策逐渐趋于灵活，部分钢厂采取了较为宽松的结算期限，返利政策或成为吸引市场的关键因素。目前价格水平偏高，钢厂和贸易商的心理价位普遍低于实际成交价格，预计今年冬储市场将面临一定的供需和价格博弈。

图 18 近期钢厂政策汇总

| 钢厂名称       | 发布时间        | 政策内容                                                                                                                                          |
|------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 东北A钢厂（辽宁）  | 2024年11月20日 | 交款时间：2024年12月5日前；起订量：1万吨；收款价格：螺纹钢基础规格3500元/吨；贴息：结算前按月息7%计息；交货周期：2025年2月10日前到齐；结算政策：2月底前结30%（每日点价不超10%），2025年3月31日前完成所有结算。                     |
| 东北A钢厂（黑龙江） | 2024年11月20日 | 收款价格：螺纹钢基础规格3800元/吨，盘螺单价4000元/吨；贴息：结算前按月息7%计息；结算政策：3月1日起按月均价指导价格结算，最迟结算时间为2025年5月31日。                                                         |
| 东北B钢厂（辽宁）  | 2024年11月22日 | 起订吨数：3000吨；冬储收款季：2024. 12. 5-2024. 12. 15；交货单价：3XX0元(出厂价)(定货价格为当期钢厂边际利润为零的前提下)(例：2024年11月23日指导价格为螺纹钢基础规格价格3200，盘螺价格3330)；交货周期:2025年1月15日到2月8日 |
| 华北A钢厂（内蒙古） | 2024年11月29日 | 保价政策：保价到2025年3月31日，挂牌价；遇涨不涨，遇降则降；可随时点价；1月28日前提货50%，1月28日后提货50%，3月31日前完成提货；                                                                    |

资料来源：Mysteel，东海期货研究所

### 3. 冬储期间套期保值方案

针对当前冬储市场的行情变化，本文提出了三种针对不同需求和风险承受能力的套期保值方案以满足各类型客户的套保需求。考虑到钢材价格的波动性，贸易商在冬储期间可能面临持仓成本的波动、库存保值需求以及市场供需不确定性，以下三种方案的核心逻辑在于优化库存管理、降低市场风险、并为贸易商提供灵活的库存操作空间。

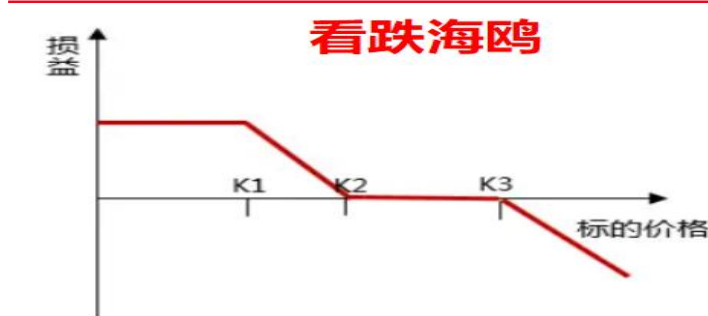
### 3.1. 贸易商——虚拟库存+三腿海鸥结构套保方案

1. **方案逻辑：**该方案针对出于战略或市场份额考虑，对于冬储补库较为坚决的客户，我们建议通过在盘面建立虚拟库存进行冬储，并使用三腿海鸥结构在零成本的前提下优化持仓成本，并利用期权结构对未来价格波动进行风险对冲。

2. **构建方式：**买入一定份数的 RB2505 合约、同时买入相同份数中间执行价格的看跌期权，卖出相同份数的执行价格较低的看跌期权，并在上方卖出相同份数的执行价格较高的看涨期权。

3. **收益结构：**

图 19 看跌海鸥结构损益图



资料来源：公开资料整理，东海期货研究所

4. **方案优势：**

**成本控制：**零或负权利金结构，通过买入看跌期权锁定价格下行风险，同时卖出低位看跌期权和高位看涨期权，实现期权费的部分收入降低库存成本。

**高容错率和低风险：**在期货合约价格上涨时，卖出的看涨期权锁定高位卖出机会；当市场出现下跌时，买入的看跌期权为客户提供下行保护，有效避免极端行情下货物价值大幅波动的冲击。

**目标客户：**适合于那些出于战略或市场份额考虑，补库较为坚决的客户，通过建立虚拟库存的方式进行冬储。

5. **策略设计思路及操作建议：**

当前供需矛盾叠加宏观基本面改善有限，对品种整体持震荡思路，但低库存和政策端在下方提供有力支撑，螺纹短期震荡且上涨及下跌空间均有限。贸易商通过盘面建立虚拟库存，担心价格下跌导致库存价值损失，看跌海鸥结构中买入实值看跌最大化对冲下跌损失，该结构放弃部分潜在下方收益和上方保护，来换取策略净权利金最小化。适用于投资者预期行情震

荡，下跌既有支撑位又有压力位，同时希望以低成本甚至零成本构建结构以捕捉行情。结合当前的市场行情，建议在入场构建中间看跌期权买权时选取平值期权以较大程度对冲下跌损失，上方看涨期权卖权端应当设置在短期内震荡区间上沿以最大化结构收益，下方看跌期权卖权应当设在有力支撑位。值得注意的是，近期螺纹的波动率处于较低的区间且有一定反弹迹象。因此，在构建结构时，可考虑先构建看跌买权仓位，上方看涨的卖权可等价格向上走且波动率上行的阶段再构建。通过价格及波动率的波动区间来回拆换腿，可以进一步提高策略的成功率以及容错性。

## 6. 结构收益情景分析：

按照 RB2505 入场价 3400 测算，虚拟库存的初始价值为 3400 元/吨，假设买入相同份数的看跌期权 RB2505P3400、卖出相同份数的看跌期权 RB2505P3200 和看涨期权 RB2505C3550，则收益情景如下图所示：

图 20 策略收益测算

| 收益情景分析           | 入场点位:3400 | 虚拟库存初始价值: 3400 |
|------------------|-----------|----------------|
| 螺纹下跌(跌破下方看跌行权价)  | 到期期权收益点数  | 到期螺纹虚拟库存价值     |
| 3000             | 202       | 3202           |
| 3100             | 202       | 3302           |
| 3200             | 202       | 3402           |
| 螺纹下跌(跌破中间看跌行权价)  | 到期收益点数    | 到期螺纹虚拟库存价值     |
| 3250             | 152       | 3402           |
| 3300             | 102       | 3402           |
| 3350             | 52        | 3402           |
| 螺纹上涨(未涨破上方看涨行权价) | 到期收益点数    | 到期螺纹虚拟库存价值     |
| 3450             | 2         | 3452           |
| 3500             | 2         | 3502           |
| 3550             | 2         | 3552           |
| 螺纹上涨(涨破上方看涨行权价)  | 到期收益点数    | 到期螺纹虚拟库存价值     |
| 3600             | -48       | 3552           |
| 3700             | -148      | 3552           |

资料来源：东海期货研究所

若螺纹上涨至 3550 元/吨以上，则对贸易商客户而言，相当于在阶段性高位出货

若螺纹上涨至 3400-3550 元/吨以上，则对贸易商客户而言，涨多少库存价值就上升多少，避免锁仓对冲而错过上涨收益

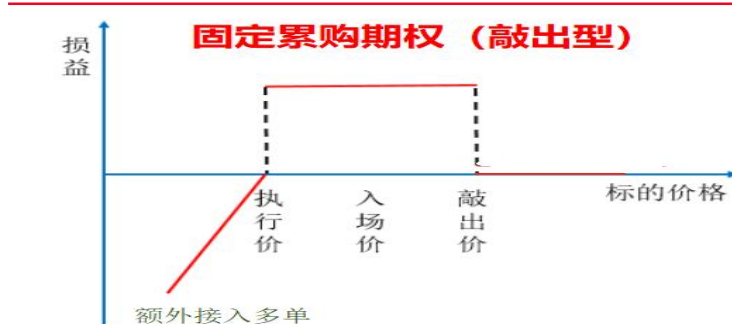
若螺纹下跌至 3200-3400 元/吨，则看跌期权有效对冲下跌损失，且看涨和看跌两头卖权还提供权力金收入，对贸易商来说相当于三头都获益，库存价值零损失还有一定权力金收入

若螺纹下跌至 3200 元/吨以下，则无论跌多少，该结构均给予贸易商 200 元/吨补贴，库存价值永久在市场价格的基础上上浮 200 元/吨

### 3.2. 贸易商——固定赔付灵活采购方案

1. **方案逻辑：**针对当前没有明确补库需求的客户，而是希望能够灵活采购的贸易商客户，可以考虑采用固定累购期权。此方案强调容错率和灵活性，以较低的期权费和保证金要求入场，最大化利用市场的价格波动降低采购成本。
2. **结构说明：**固定赔付累购结构，期限内期初期货价格上浮形成上界敲出价，下浮形成下界执行价。期限内每日观察收盘价介于上下界区间内，则每天固定赔付；收盘价低于下界执行价，收当日份额双倍多单；收盘价高于上界敲出价则当日无赔付；一般无熔断。
3. **收益结构：**

图 21 固定累购期权结构损益图



资料来源：公开资料整理，东海期货研究所

#### 4. 方案优势及风险说明：

**资金占用灵活：**期权组合每日结算，资金占用随市场波动而变化，风险逐日递减，保证金可随着价格的上涨释放，灵活性较强。

**策略灵活度高：**若行情震荡则每日获取赔付，若价格下跌则在低位布局多单补库，操作灵活。

**高度契合贸易商低位补库逻辑，**并给予额外补贴进一步降低补库成本。

**目标客户：**当前没有明确冬储补库意愿，但当价格跌到一定程度希望可以低位采购的客户。

**风险说明：**突破震荡区间时。突破下沿当日累购数量翻倍，亏损翻倍；价格持续上涨，赔付不及涨幅，盈利锁定。

## 5. 策略设计思路及操作建议：

当前供需矛盾叠加宏观基本面改善有限，对品种整体持震荡思路，但低库存和政策端在下方提供有力支撑，螺纹短期震荡且上涨及下跌空间均有限。通过固定累购结构，贸易商可以在捕获区间震荡收益的同时灵活建立库存，相较线性赔付避免因价格下跌导致的补贴边际下降的风险。适用于投资者预期行情震荡或温和下跌，一方面捕获震荡行情带来的采购成本补贴，同时在价格到达低位时灵活采购。结合当前的市场行情，建议下界设定在短期支撑位附近，且尽可能拓宽上下界区间。

## 6. 结构收益情景分析：

按照 RB2505 入场价 3400 测算，则结构报价如下图所示：

**图 22 固定累购结构报价**

| 东海资本【报价】信息  |           |     |
|-------------|-----------|-----|
| 每日观察固定赔付结构  |           |     |
| 合约代码        | RB2505    |     |
| 期权方向        | 客户买入      |     |
| 期权类型        | 累购期权      |     |
| 入场价         | 3400      |     |
| 观察起始日       | 2024/12/3 |     |
| 观察到期日       | 2025/1/2  |     |
| 交易日         | 22        |     |
| 执行价         | 3340      |     |
| 上界执行价       | 3460      | 上60 |
| 下界执行价       | 3340      | 下60 |
| 杠杆倍数        | 2         |     |
| 固定赔付        | 54        |     |
| 每日观察规模      | 100       |     |
| 合约乘数        | 10        |     |
| 初始保证金       | 499644    |     |
| 权利金收支(负数客收) | 0         |     |
| Delta       | 102.46    |     |

资料来源：东海期货研究所

若螺纹上涨至 3460 元/吨以上，产品敲出，无任何损失

若螺纹在 3340-3460 元/吨区间震荡，则每日获得固定赔付，捕获震荡行情收益，间接性降低采购成本

若螺纹下跌至 3340 元/吨以下，则按照 3340 元/吨的价格低位按双倍采购多单

注：以上报价仅作为案例展示，具体结构和上下界区间需根据客户自身风险偏好和库存成本等因素综合考虑并专项定制

### 3.3. 贸易商——库存保值方案(熔断累计结构)

1. **方案逻辑：**对于已经购入现货库存或存在协议库存的客户，主要目标是进行库存保值，防止钢材价格下跌带来的损失，同时锁定上涨带来的阶段性高位出货的机会。熔断累计结构强调对冲效率，以较低保证金要求入场，较大程度对冲库存贬值风险。

2. **结构说明：**期限内期期货价格上浮形成上界执行价，下浮形成下界敲出价。期限内每日观察收盘价介于上下界区间内，则每天赔付当日份额上界执行价空单；收盘价高于上界执行价则当日获得双倍空单。若收盘价低于下界敲出价，则获得固定赔付结束（敲出赔付\*单位数量\*剩余观察天数）。

#### 3. 方案优势及风险说明：

**熔断机制：**当市场价格突破一定阈值时，获得一次性熔断赔付，避免其他累计结构敲出以后结构失效的情况

**线性赔付：**每日赔付上界执行价空单，避免固定赔付无法弥补下跌幅度的风险，在逐步降低库存成本的同时有效对冲下跌风险

**目标客户：**对于已经购入现货库存或存在协议库存的客户，主要目标是进行库存保值

**风险说明：**突破震荡区间，价格上涨超出上沿（执行价），双倍空单，亏损翻倍。因此在构建该结构时一定要考虑客户自身的库存量，避免风险敞口

#### 4. 策略设计思路及操作建议：

当前供需矛盾叠加宏观基本面改善有限，对品种整体持震荡思路，但低库存和政策端在下方提供有力支撑，螺纹短期震荡且上涨及下跌空间均有限。通过线性累沽熔断结构，贸易商可以较大程度规避货物价值下跌风险，并在高位对部分仓位阶段性锁价保值。适用于贸易商客户对库存风险较为敏感，希望规避短期价格冲击所带来的库存价值大幅变动。结合当前的市场行情，建议按照波动率设定熔断区间，并在熔断发生后根据行情及时下移结构或加配看跌期权保护。每日赔付的空单可依据行情选择是持有还是平仓获利，可依据波动区间做 T 操作以进一步降低库存成本。

## 5. 结构收益情景分析：

按照 RB2505 入场价 3400 测算，则结构报价如下图所示：

图 23 熔断累沽结构报价

| 东海资本【报价】信息  |           |     |
|-------------|-----------|-----|
| 每日观察熔断累计    |           |     |
| 合约代码        | RB2505    |     |
| 方向          | 客户买入熔断累沽  |     |
| 入场价         | 3400      |     |
| 观察起始日       | 2024/12/3 |     |
| 观察到期日       | 2025/1/2  |     |
| 交易日         | 22        |     |
| 执行价         | 3444.00   |     |
| 上界执行价       | 3444.00   | 上44 |
| 下界执行价       | 3356.00   | 下44 |
| 每日倍数        | 2         |     |
| 期末总量倍数      | 0         |     |
| 敲出赔付        | 44.0      |     |
| 每日观察规模      | 100       |     |
| 合约乘数        | 10        |     |
| 保证金         | 570600    |     |
| 权利金收支(负数客收) | 0         |     |
| Delta       | -212.46   |     |

资料来源：东海期货研究所

若螺纹上涨至 3444 元/吨以上，按两倍承接空单，则对贸易商客户而言，相当于在阶段性高位出货或阶段性高位锁价保值

若螺纹在 3356-3444 元/吨区间，每日线性赔付，则一方面在震荡行情降低库存成本，一方面在下跌时对冲下行风险

若螺纹下跌至 3356 元/吨以下，产品熔断，一次性赔付剩余观察日对应的吨数，较大程度对冲下跌损失

注：以上报价仅作为案例展示，具体结构和上下界区间需根据客户自身风险偏好和库存成本等因素综合考虑并专项定制

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)