

研究创造价值

姓名：陈栋

从业资格证号：F0251793

投资咨询证号：Z0001617

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

报告日期 2019 年 12 月 4 日



沪胶 构建顶部宽跨式期权策略

摘要

- 1、近期国内沪胶期货走势回顾
- 2、国内经济显露企稳回升迹象
- 3、东南亚产胶国相继减产
- 4、我国天胶产区步入停割季
- 5、全乳胶产出量偏少 仓单压力减轻
- 6、终端需求数据有所改善
- 7、国内重卡销量有所改善
- 8、后市展望
- 9、构建顶部宽跨式期权策略

一、近期国内沪胶期货走势回顾

步入 11 月中下旬，受益于产胶国减产预期增强以及国内天胶产区迎来停割季，供应端偏紧优势得到强化刺激沪胶期货 2005 合约呈现加速拉升的模式，期价从 12300 元/吨一线下方快速走高至 13000 元/吨一线，创今年 6 月中旬以来新高。由于缺乏后续利多因素提振，且面临非标套利的持续打压，胶价涨势衰竭，随即陷入高位回调的走势中。目前来看，由于胶市多空分歧不断加剧，2005 合约发动新一轮攻势缺少积极因素支撑，但回落亦受到多头的强烈抵抗，预计后市转入箱体振荡整理的概率较大。

图 1、橡胶期货 2005 合约呈现振荡上行的走势



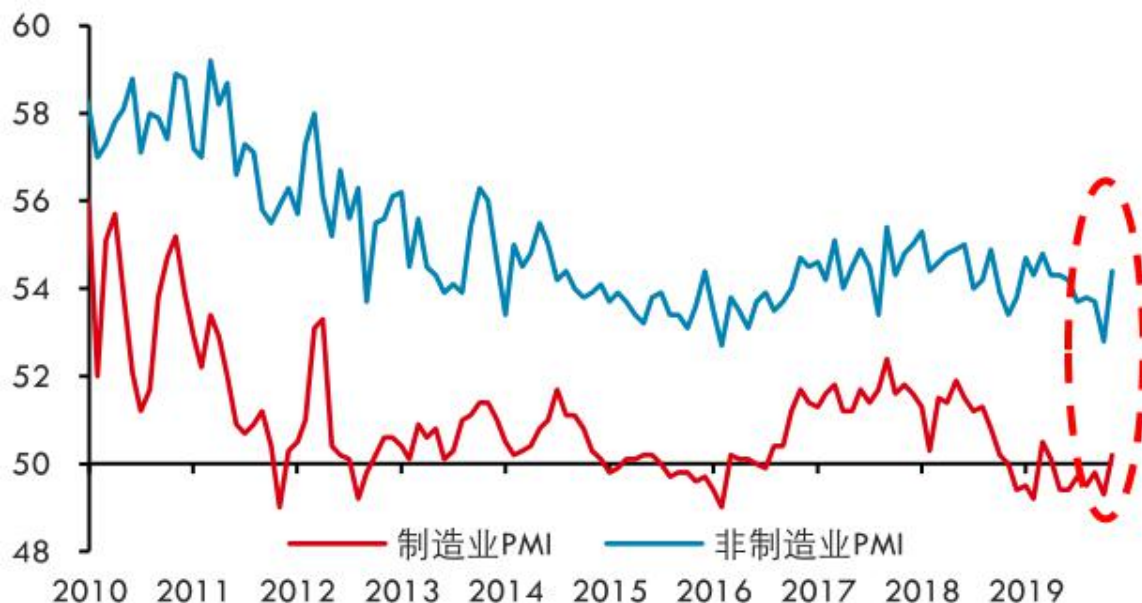
数据来源：文华财经

国内经济显露企稳回升迹象

受益于逆周期政策调节，在订单需求明显增加的带动下，国内制造业采购经理指数（PMI）在 11 月份迎来改善迹象。据国家统计局消息显示，2019 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点。此外，当月非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 1.6 个百分点。11 月 PMI 数据并没有像此前市场普遍预测的那样继续在低位徘徊，而是在时隔 6 个月后再次站上 50% 的荣枯线上，重归景气区间，并创下年内第二高纪录。从本月 PMI 数据和各个分项指标看，反映出经济动能有所修复，供需两端都在好转，企业预期也在改善。其中生产指数和新订单指数为 52.6% 和 51.3%，环比分别上升 1.8 和 1.7 个百分点，均为下半年以来的高点，其中新订单指数重回扩张区间。进出口也有所好转。新出口订单指数和进口指数为 48.8% 和 49.8%，环比分别上升 1.8 和 2.9 个百分点。其中，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加有关；进口指数回升明显主要受国内需求拉动。

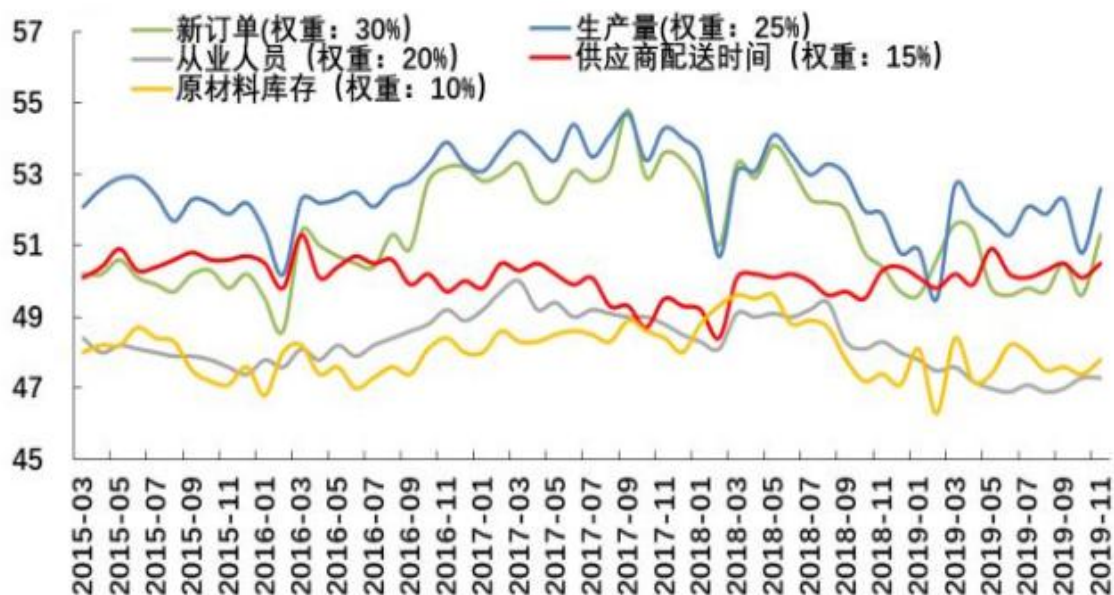
11 月份制造业 PMI 和非制造业 PMI 的回升，表明四季度经济下行压力得到一定释放。笔者认为，在逆周期调节力度持续加大的背景下，国内经济运行将继续呈现企稳迹象，此有助于提振沪胶期价继续维持偏强姿态运行。

图 2、我国 11 月制造业和非制造业 PMI 均呈现反弹



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 3、国内 11 月制造业 PMI 五大分类指标有四项回升



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

东南亚产胶国相继减产

今年以来，东南亚天然橡胶主产国相继遭到真菌性疾病的侵害。据显示，真菌性病害会导致橡胶树叶片变黄，且变得斑驳。而树龄较大的橡胶树更容易感染这种疾病，最后 90% 的叶子会掉光，并影响其乳胶产出。目前国际三方橡胶理事会（ITRC）最新报告显示，由于上半年印尼有 38.2 万公顷的橡胶种植园受到真菌疾病的影响，预计会导致今年印尼橡胶出口预期下滑高达 54 万吨。与此同时，下半年泰国南部与马来西亚接壤的那拉提瓦府也遭遇真菌性病毒的侵袭，预计至少有 5 万公顷种植园受到影响。众所周知，泰国是世界最大的天然橡胶生产国和出口国，占全球橡胶供应量的 40%。印度尼西亚、马来西亚和泰国的橡胶产量约占世界天然橡胶产量的 70%。由于这种病毒蔓延趋势很快，市场担忧如果病害不能有效控制的话，橡胶受灾面积和产量将进一步扩大。综合眼下三国的受损情况，ITRC 初步估算，2019 年泰国、印尼和马来

西亚的橡胶产量将减少 80 万吨。由此可能导致全球天胶供需结构由此前的略宽松状态转向紧平衡格局。

图 4、泰国那拉提瓦省地理位置示意图



数据来源：宝城期货

我国天胶产区步入停割季

除了东南亚产胶国陷入减产困境增强胶市供应端偏紧优势外，国内云南和海南即将迎来季节性停割期也会在很大程度上强化这种优势。一般而言，每年的 11 月底左右我国云南西双版纳橡胶种植园会迎来停割期，随后 12 月中旬开始海南岛橡胶种植园落叶增多，也会步入停割期。换言之，后市国内橡胶树胶水产出会越来越来少，加工厂收胶困难，供应趋紧逐渐明显。

图 5、东南亚产胶国开割、停割时间分布图

开割时间表

4月初海南开割

4月中旬泰国中北部、越南中南部

4月底5月初泰国南部、马来西亚印尼北（棉兰一带）



停割时间表

12月底海南停割、1月末2月初泰国北部、越南北部

2月初泰国中部、越南南部步入停割期

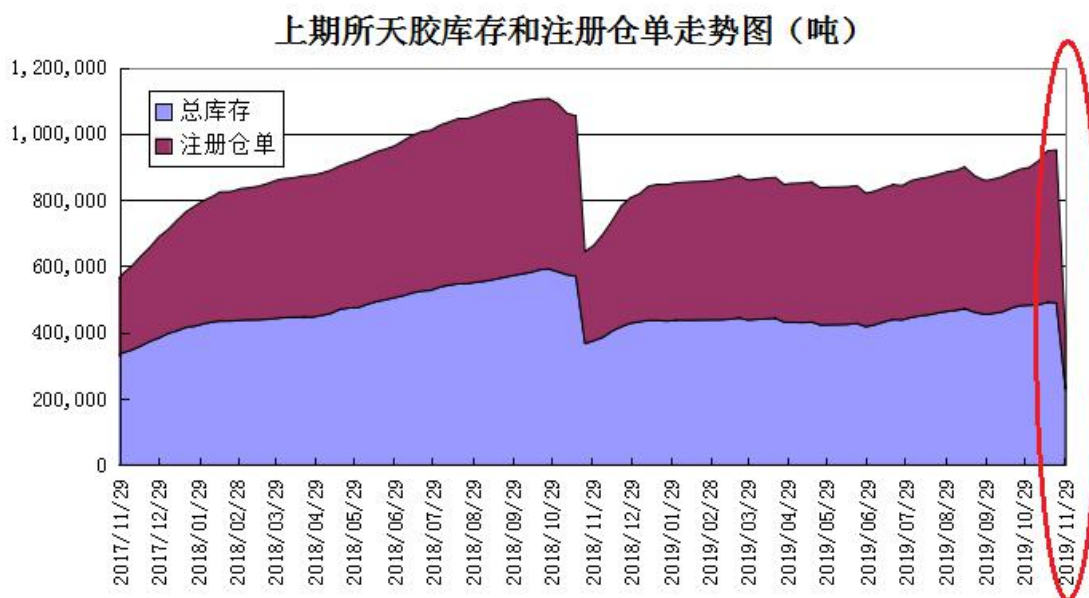
2月中旬泰国南部、马来西亚、印尼胶水产量骤降

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

全乳胶产出量偏少 仓单压力减轻

11月中旬，笔者考察了海南当地较大的橡胶加工厂。据该厂工作人员介绍，由于近些年受益于消费升级的带动，乳胶枕和乳胶床垫的需求显著增加，导致今年浓缩乳胶的市场价格不断上涨，所以行业内多数橡胶加工厂都热衷于做浓缩乳胶，不怎么生产全乳胶和标胶。数据显示，目前浓缩乳胶比全乳胶价格高出2000元/吨左右，60%含量的浓缩乳胶报价在8000元/吨左右。由此预计，该厂今年产出浓缩乳胶和胶清胶（浓缩乳胶的副产品）3.3万吨，叠加全乳胶和标胶的加工量0.4万吨，加工厂年产量或在3.7万吨左右。通过比价可以看出，国内全乳胶和标胶产出量偏少。其实从整个行业来看，今年流入交易所的新胶仓单偏少，而随着1911合约到期交割以后，接近30万吨的17年老胶仓单已经集中出库，交易所沪胶库存压力大幅缓解有助于提振胶价维持偏强姿态运行。

图6、上期所天胶库存和注册仓单走势图（吨）



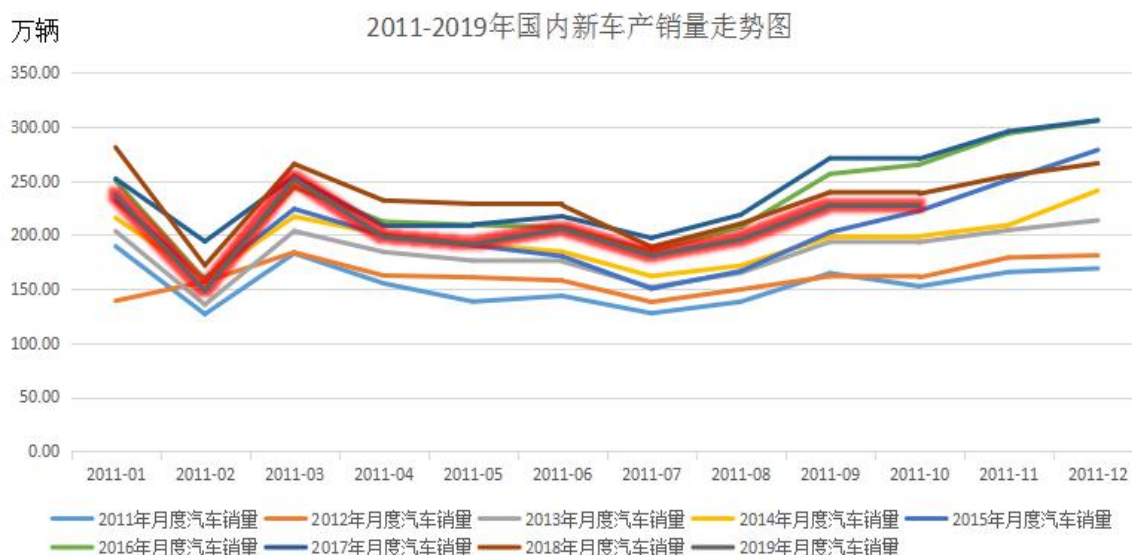
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

终端需求数据有所改善

虽然面对国内消费需求潜力不足以及新能源补贴大幅下降的困境，但在传统季节性消费旺季提振下，我国 9、10 月份新车产销还是迎来了同比小幅回落，而环比稳步回升的景象。受益于传统季节性消费旺季提振，我国 9、10 月份新车产销呈现同比小幅回落，而环比稳步回升的态势，不过面对国内消费需求潜力不足以及新能源补贴大幅下降的困境，10 月份新车产销再度出现同比和环比双萎缩的景象。据中汽协数据显示，9 月国内汽车产销虽然同比分别下降 6.2%和 5.2%，但环比分别增长 11%和 16%，同时 10 月汽车销量虽同比分别下降 1.7%和 4%，但环比依然分别增长 3.9%和 0.6%，暗示车市需求受季节性因素有所改善。1-10 月汽车产销量降幅比 1-9 月分别收窄 1 和 0.6 个百分点。基于过去 8 年的经验来看，临近年末，车市销量均呈现稳步走高的趋势，因此预计未来 11、12 月份，国内汽车销量降幅将趋于收窄态势。

在车市零售环节，虽然受益于双 11 活动带动客流增加销量，同时为了达成全年任务目标拿到年终返利，经销商降价促销，但部分厂家为年底冲量，对经销商任务量要求增加以致于库存压力稍有回升。据中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数调查”VIA 显示，2019 年 11 月汽车经销商库存预警指数为 62.5%，环比上升 0.1 个百分点，同比下降 12.6 个百分点，库存预警指数位于警戒线之上。11 月份市场表现略好于 10 月，但市场压力依旧很大，整体需求量降低。临近年底，来自于厂家的压库使得经销商库存压力进一步增加，多数经销商预计 12 月市场需求将好于 11 月。

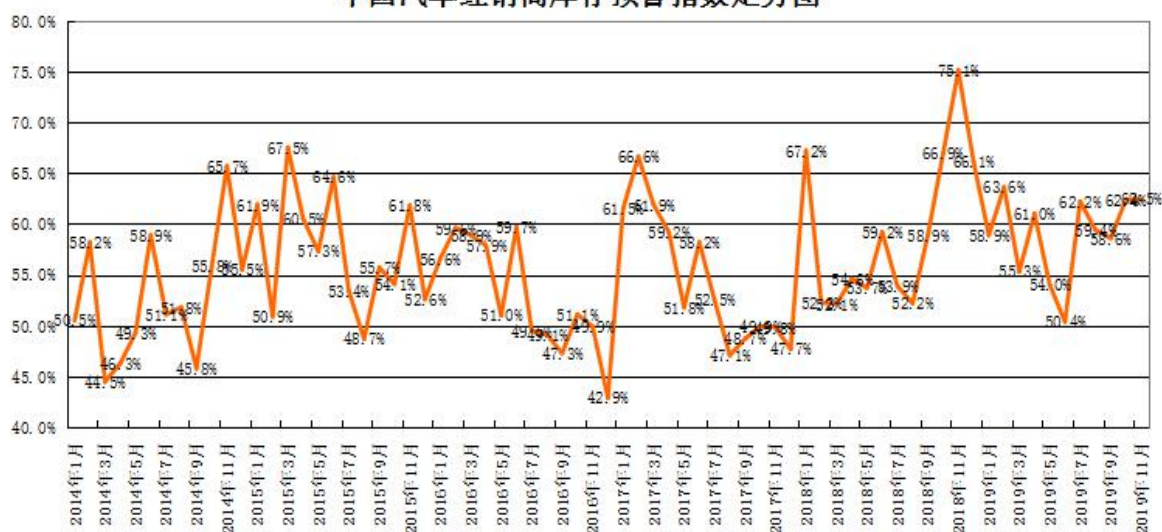
图 7、2016-2019 年国内新车产销量走势图



数据来源：宝城期货

图 8、中国汽车经销商库存预警指数走势图

中国汽车经销商库存预警指数走势图

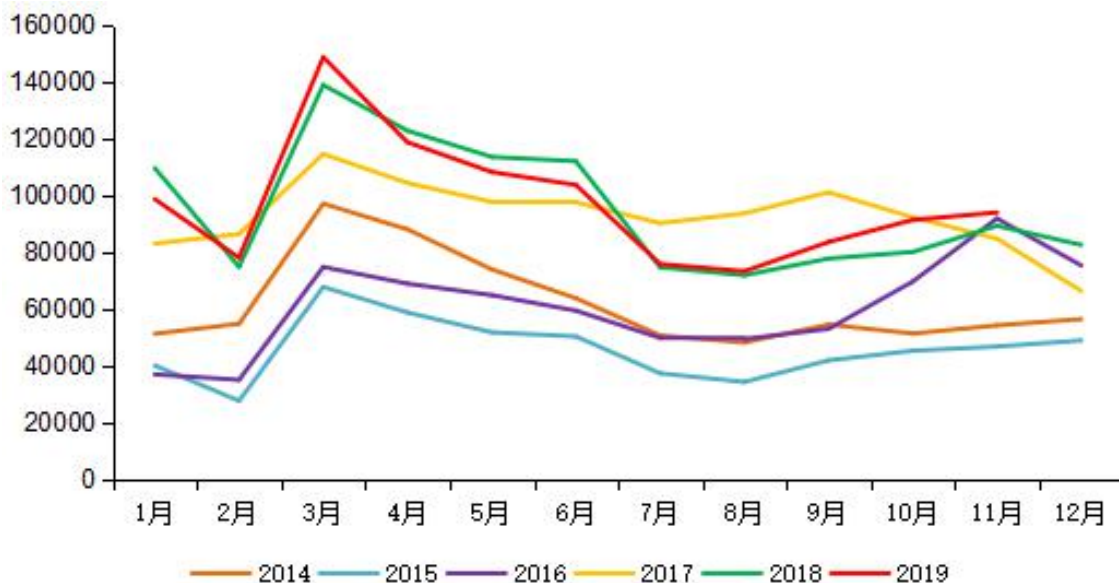


数据来源：宝城期货

国内重卡销量有所改善

作为橡胶市场需求晴雨表的重卡销量在今年 11 月迎来超预期表现。据第一商用车网数据显示，2019 年 11 月，我国重卡市场销售各类车型约 9.4 万辆，不仅环比 10 月的 9.13 万辆上涨 3%，而且比去年同期的 8.93 万辆增长 5.3%，为今年 7 月以来的第五个月连续增长。重卡市场能在四季度持续保持增长，笔者认为主要有三方面原因：首先、临近年底，距离年初定下的国三及以下柴油货车淘汰更新阶段性目标的截止时间越来越近，各地尤其是大气污染治理压力较大的城市带和区域纷纷加大对国三车限行、禁行的力度，并出台鼓励提前淘汰国三柴油货车的财政补贴政策，对重卡市场换购新车带来更多刺激。其次、无锡桥梁坍塌事故发生后，各地持续加大对国道短途超载的治理力度，促进了新车的购买，这一因素，对于四季度重卡市场需求的上涨发挥了重要作用。第三、2020 年春节来得比较早，1 月份就过年，各个重卡品牌经销商做库存和备货的时间也因此提前了，这对于 11 月和 12 月的重卡企业车辆订单增加有一定的促进效果。由于今年 1-11 月的重卡市场累计销量达到 107.44 万辆，比上年同期的 106.53 万辆小幅增长 1%。预计 2019 年全年重卡市场的整体销量将超过 115 万辆，从而刷新我国重卡行业年销量的新纪录。需求端的利多因素有助于提振国内沪胶期货。

图 9、2014-2019 年国内重卡市场销量走势图



数据来源：宝城期货

后市展望

综合来看，虽然面对国内经济下行的压力，但由于胶市基本面维持紧平衡的态势，即产胶国减产预期增强以及国内产区迎来停割季，有利于强化胶市供应端的偏紧优势，同时国内下游需求在年底仍有望保持偏乐观的格局，在胶市供需结构预期有所改善的背景下，未来沪胶期货 2005 合约料将维持在 12500-13000 元/吨区间内振荡整理的走势。

构建顶部宽跨式期权策略

基于未来一个多月（春节以前）沪胶期货 2005 合约这种大概率维持 12500-13000 元/吨区间内箱体振荡走势的判断，小概率突破 13500 元/吨或跌破 12000 元/吨的预期，从而构建顶部宽跨式期权策略。

其策略的构造方式为：卖出 1 份较低执行价格的看跌期权，同时卖出 1 份较高执行价格的看涨期权。最大收益：收取两边的全部权利金。风险：如果沪胶 2005 合约后续一旦突破振荡箱体区间，将发生较大亏损。损益平衡点：高平衡点：高执行价格+全部权利金；低平衡点：低执行价格-全部权利金。

本周三（12 月 4 日）盘中，沪胶期货 2005 合约运行价格区间在 12700-12900 元/吨范围内。实施如下操作：卖出 RU2005—P—12500 期权合约的同时卖出 RU2005—C—13000 期权合约，按收盘价计算，收取权利金 400 元/吨和 567 元/吨，预期最大收益：400+567=967 元/吨。当 2005 合约期价维持在 12500—13000 元/吨的区间内，构建的顶部宽跨式期权策略便可盈利。

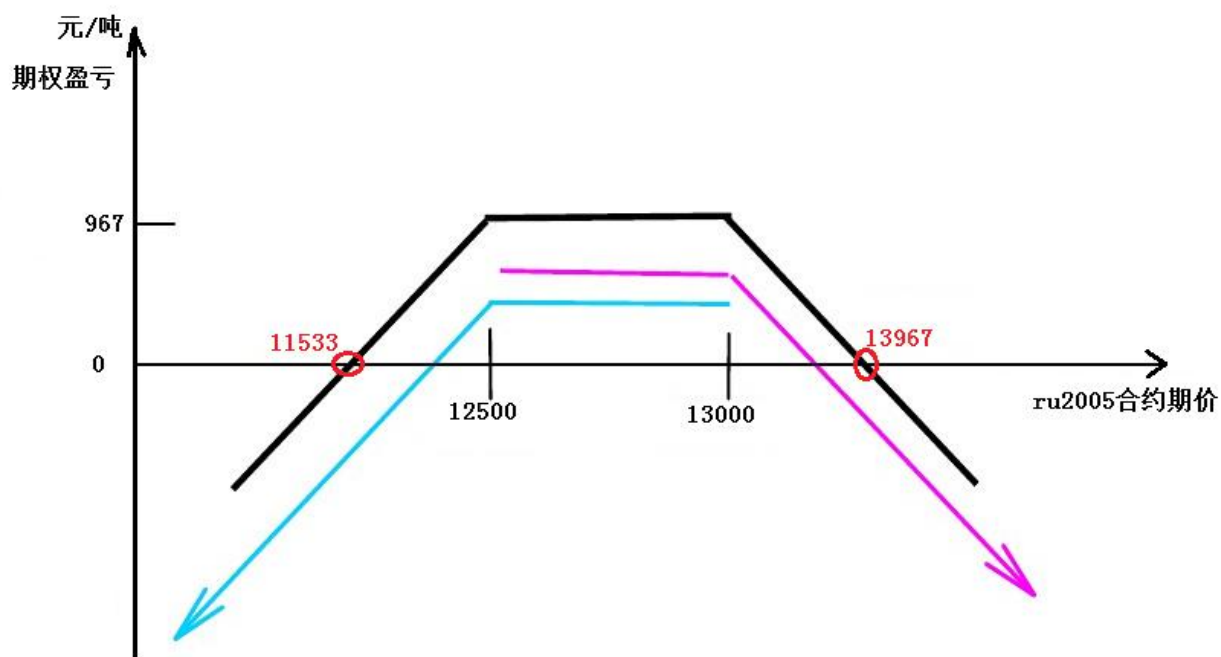
在期权策略具体的执行过程中，投资者可能需要注意如下风险：首先、作为期权的卖方，虽然收取了两边权利金，但同时要支付保证金，且其中一端呈现现实值状态的期权保证金要高于期货保证金。第二、沪胶 2005 合约的期权盘面流动性略有不足，头寸一旦过大，可能会造成冲击成本出现，导致实盘中策略难以有效实施。上述两点风险需要投资者引起关注。

图 10、12 月 4 日盘中沪胶 2005 合约期权明细图

序↓	名称	最新	买价	买量	卖价	卖量	涨跌	成交量	持仓量	仓差
427	ru2005C12750	679	659	1	679	1	48	130	648	48
428	ru2005C13000	567	554	1	567	1	42	270	1332	46
447	ru2005P11750	160	128	4	147	4	-125	162	1052	18
448	ru2005P12000	209	197	4	218	4	-161	86	538	28
449	ru2005P12250	285	280	1	299	1	-183	76	886	26
450	ru2005P12500	400	390	1	428	1	-182	78	300	-54
451	ru2005P12750	518	511	1	536	2	-193	100	212	38
452	ru2005P13000	688	655	1	688	1	-166	70	228	0
453	ru2005P13250	871	809	1	869	1	-139	18	130	4

数据来源：宝城期货

图 11、构建顶部宽跨式期权策略盈亏平衡图



数据来源：宝城期货

宝城期货各地营业部

宝城期货南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 1568 号汉港凯旋中心 805 室

电话：0791-86259955

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612648

宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路 157 号金石国际广场 A 座 1602 室

电话：0532-81111856

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路 100 号环球金融中心 1408 室

电话：0573-82689030

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。