

# 橡胶企业期现和期权策略探讨

[www.hongyuanqh.com](http://www.hongyuanqh.com)

朱子悦 (F303770) (Z0014811)

Tel: (010-82292661)

Email: [zhuziyue@swwhyse.com](mailto:zhuziyue@swwhyse.com)



# 目录

橡胶走势展望

橡胶期现套利策略分析

橡胶期权套保策略分析

# 橡胶行情展望



宏观偏空，供应逐步释放，关注浓乳分流；内需弱势延续，外需增速放缓；浅色库存短期难增长，深色库存去化可期；预计橡胶短期超跌或有反弹，但中期震荡偏弱：

- 供应中性偏空：海外低产期，国内开割，高价刺激供应，但警惕浓乳分流；
- 需求中性偏多：内需弱势延续，外需复苏延续，但增速放缓；
- 库存偏多：浅色胶库存短期难增长，深色胶库存去化可期；
- 价差先扩后缩：深浅色价差现先扩后缩、3L-全乳价差、天胶-全乳价差缩小；
- 宏观偏空：欧洲为代表海外疫情再次反复，美债收益率抬升，美元指数反弹仍将持续，压制大宗商品市场风险偏好。

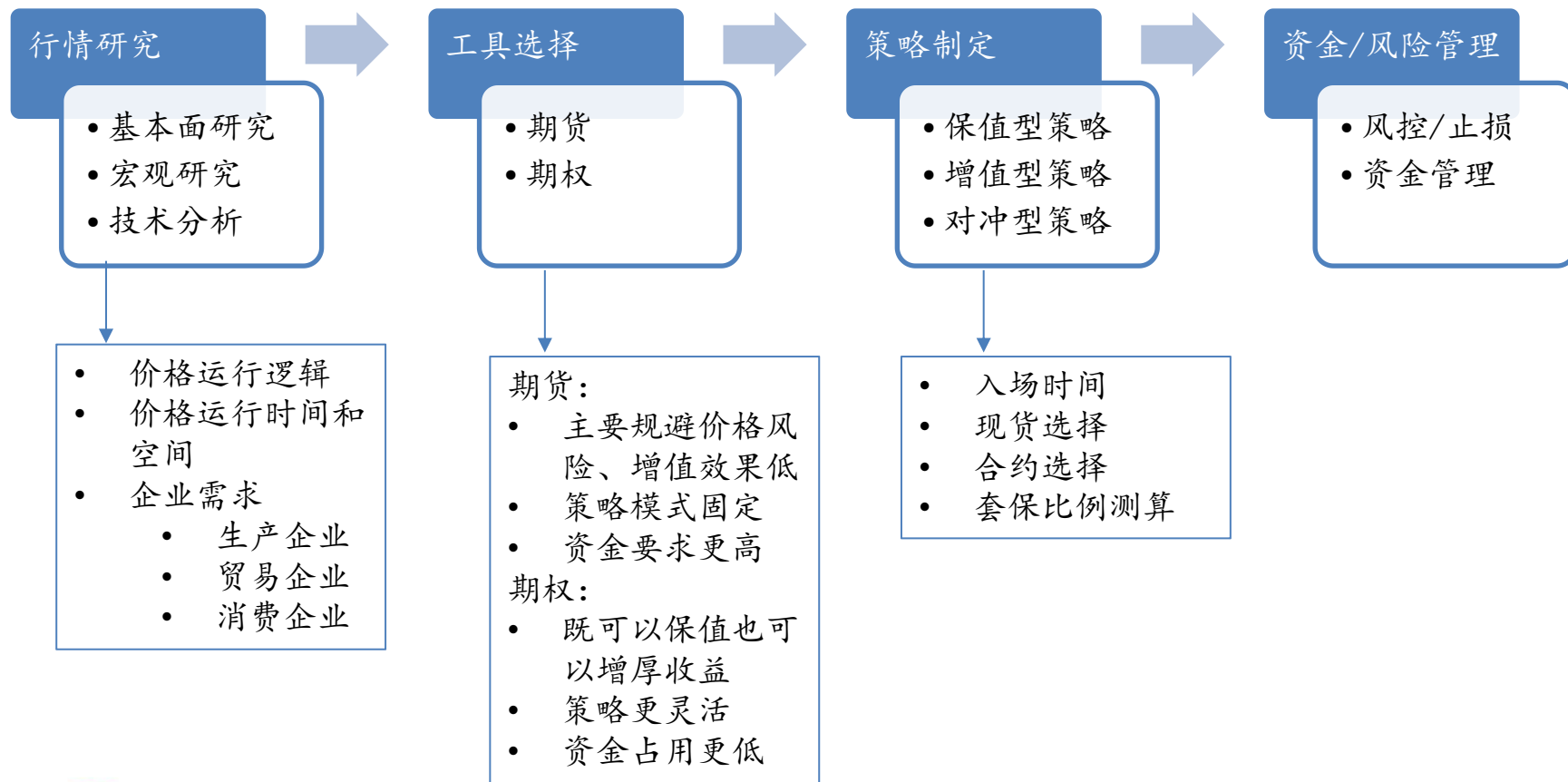
# 泰国抛储对橡胶的影响

上期所天然橡胶期货价格走势



虽然本次抛储量与前几次的量差距不大，但因货物本身存放时间较久，成年老烟片只能当作标胶折价销售，叠加橡胶前期已大幅下跌，盘面反映相对有限。

# 企业如何选择衍生品工具

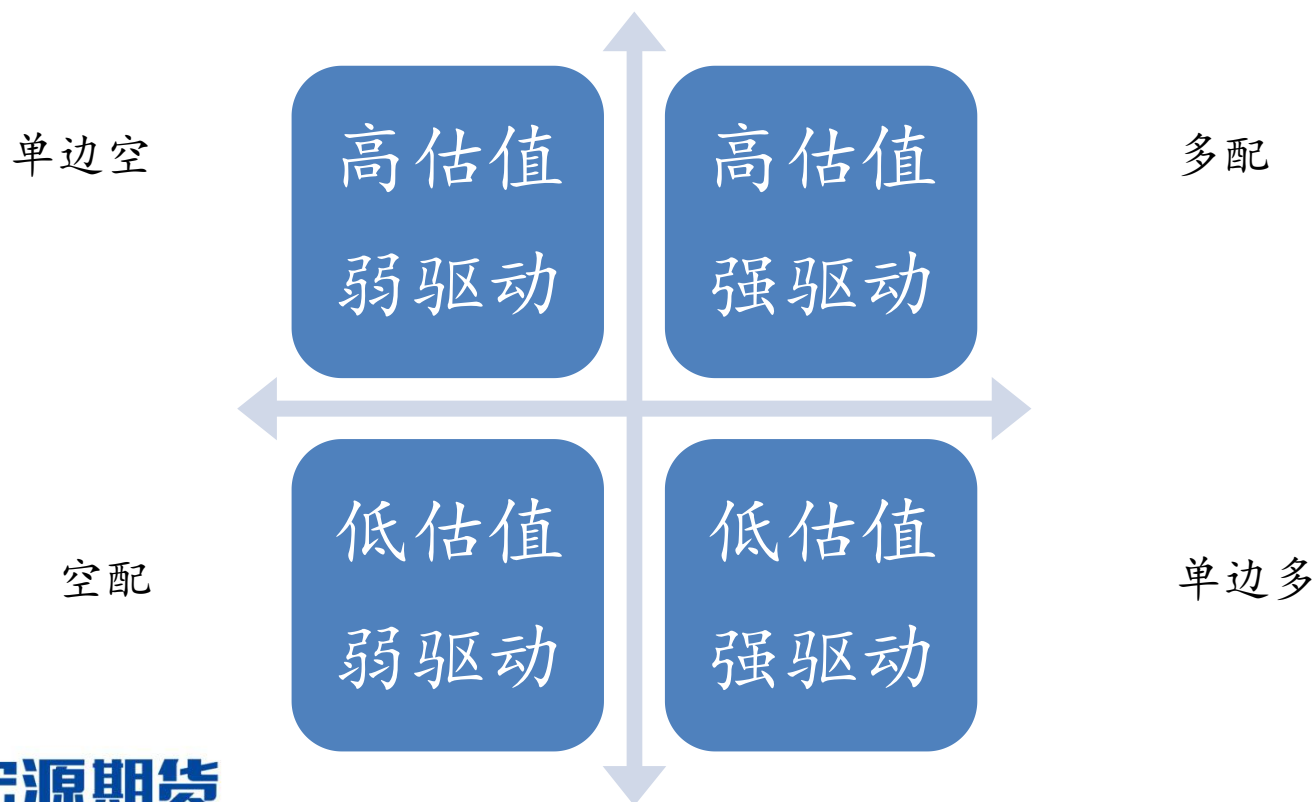


# 套利本质是品种间强弱

期货价格=现货价格+时间价值+金融属性

品种间强弱可以通过估值来进行

商品的估值体系（现实VS预期）：库存+利润+基差



# 橡胶主要期现模式分析

深浅色价差

浅色胶价差

月间价差

人民币泰国  
混合与RU

NR与RU

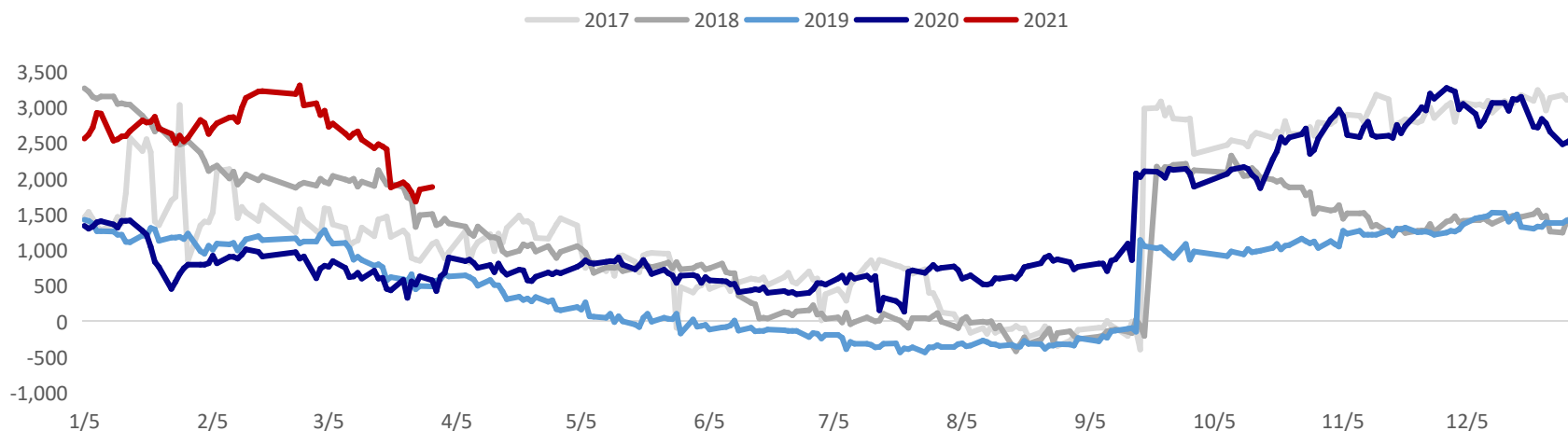
其他标胶与  
RU

3L与RU

01-09合约

# 人民币混合与RU09合约基差回归研究

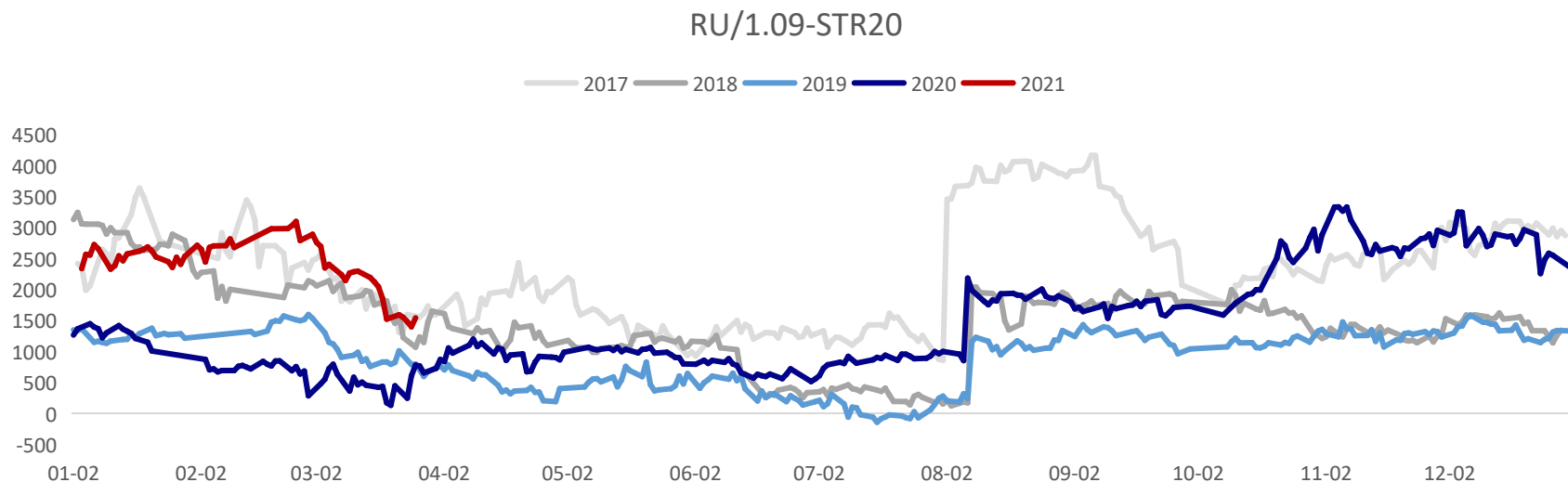
沪胶09-非标基差（元/吨）



**交易逻辑：**根据交易所规则，09合约到期，标的物SCRWF金融属性转变为纯工业品属性，且库存高于往年，因此价格必然向其替代品进口20#或混合回归。



# NR与RU合约基差回归研究



**交易逻辑：**交易两种胶种的基本面强弱，评估两个胶种的库存变化逻辑和估值情况，存在累库预期的品种建立空单，存在去库逻辑的品种建立多单，实现品种间强弱对冲。

# 深浅色价差逻辑

**RU-混合：**RU供应回归确定，而老全乳消化速度放缓；海外需求偏强，泰国将混合产能向标胶产能转移，降低对国内混合胶进口，有利于国内混合胶去库。

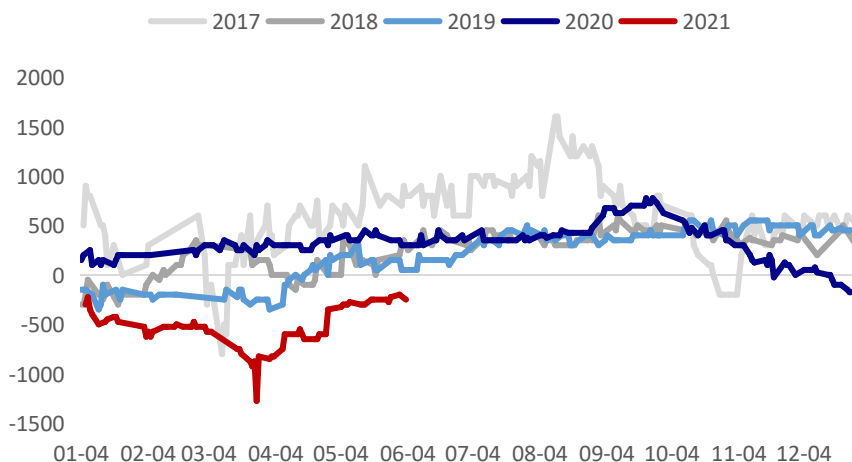
**RU-NR：**短期主要因NR交割品问题导致盘面弱于RU，价差收敛不及预期；中期考虑RU供应回归确定，而老全乳消化速度放缓，NR在海外需求仍在修复，叠加供应尚处于淡季，价差仍将回归。

**风险点：**RU受浓乳分流、开割不利等影响导致供应增长不及预期，仓单持续位于低位。

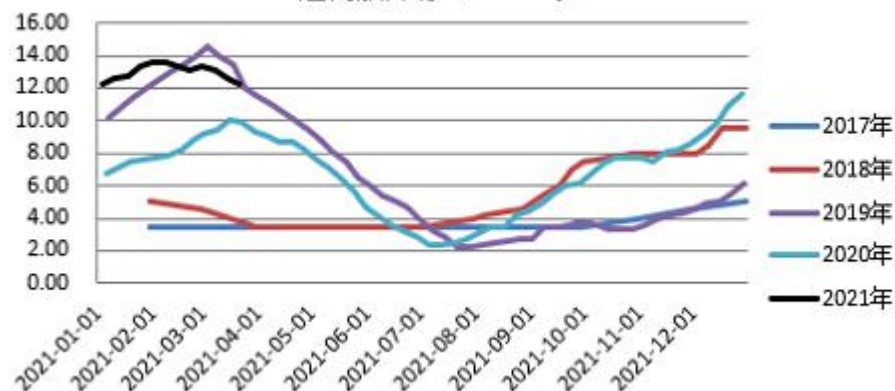
- 云南产区方面，3月中下旬伴随降雨到来，旱情得到缓解，目前部分地区零星开割，全面开割有望泼水节后；局部区域白粉病严重的或延至4月底5月初开割。
- 海南产区方面，今年橡胶树目前长势良好，局部地区3月下旬起开割，预计全面开割在4月10日前后。目前因开割初期，胶水释放量有限，因此海南产区国营厂原料胶水收购价至15500元/吨（制浓乳），处于过去四年来最高水平；开割初期，一般加工厂生产将主要以浓乳加工为主。
- 云南地区浓乳分流今年预计有限，主要为云锰胶厂，预计全年产量2-3万吨。
- 从浓乳终端来看，手套订单依然保持偏强趋势，然其他制品端表现低迷，即使价格上来看会实现胶水分流浓乳，但全乳产量也不会出现如2020年那般大幅减产的可能。

## 3L-全乳价差收缩仍有空间

3L与全乳胶价差（元/吨）



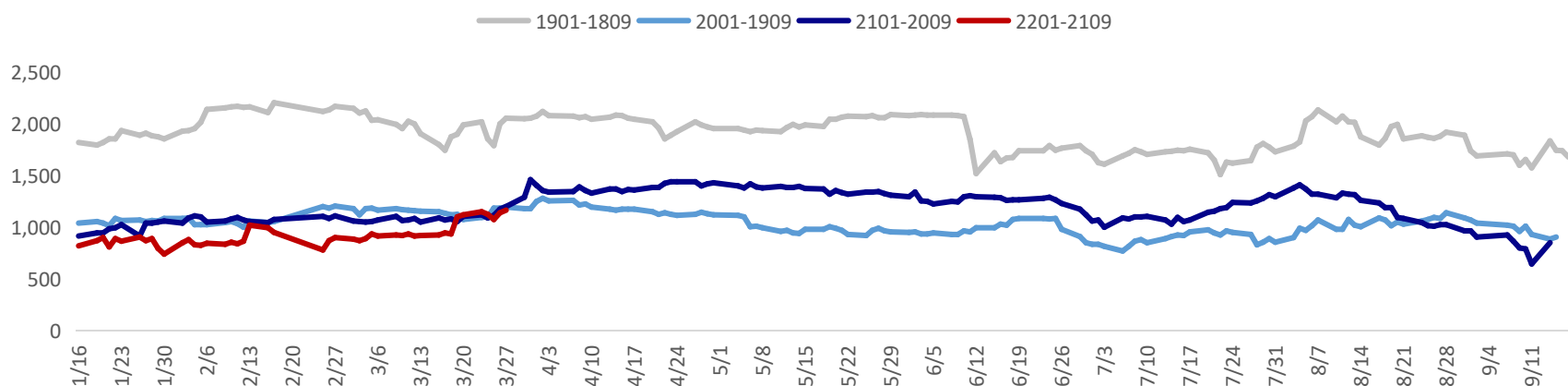
越南胶库存（3L+10号）



- **交易逻辑：**SVR3L的原料与SCRWF、乳胶以及烟片相同，存在明显的季节性，因此在供应旺季，对即将来临的供应淡季的交货期货物进行建仓，对应沪胶进行对应套保。在供应淡季时，会表现出明显的抗跌属性。
- **价差走势判断：**越南供应季节性下滑，预计去库延续，而老全乳消化速度放缓，3L持续走强，价差或缩小。
- **风险点：**RU受浓乳分流、开割不利等影响导致供应增长不及预期，价格强势延续。

# 01-09合约价差研究

价差1-9



**交易逻辑：**前一年产SCRWF库存消化速度偏慢，至沪胶09交割当年年产SCRWF形不成有效消费，存在交割压力。根据市场参与者结构，结合市场资金紧张程度，多头大概率不会主动参与现货交割，通过将09-01价差拉大，吸引产业资金入场接盘。

**价差走势判断：**因09面临供应压力较大，1-9价差扩大。

**风险点：**RU受浓乳分流、开割不利等影响导致供应增长不及预期，仓单持续位于低位，导致9-1价差收敛。

# 橡胶期现方案

## 入场时间

- 2021年价格节奏可能表现为弱势震荡，卖保入场考虑4月中旬开始逐步建仓

## 策略选择

- 资金成本， $RU-NR$ 、 $01-09 < \text{混合胶}-RU < 3L-RU$ ；
- 时间周期， $3L-RU < \text{深浅色和} 01-09$ ；
- 空间， $RU-NR > 01-09$ 、 $\text{混合}-RU > 3L-RU$ ；

## 风险控制

- 保值比例可在85-115%左右波动

# 期权的三大核心

➤ 方向：delta——类似期货上做多或者做空

➤ 期货的方向性影响幅度为1，做多为1，做空为-1

➤ 期权的方向性影响幅度从0到1（看跌期权从0到-1）

➤ 波动率：vega——只存在期权中的价值

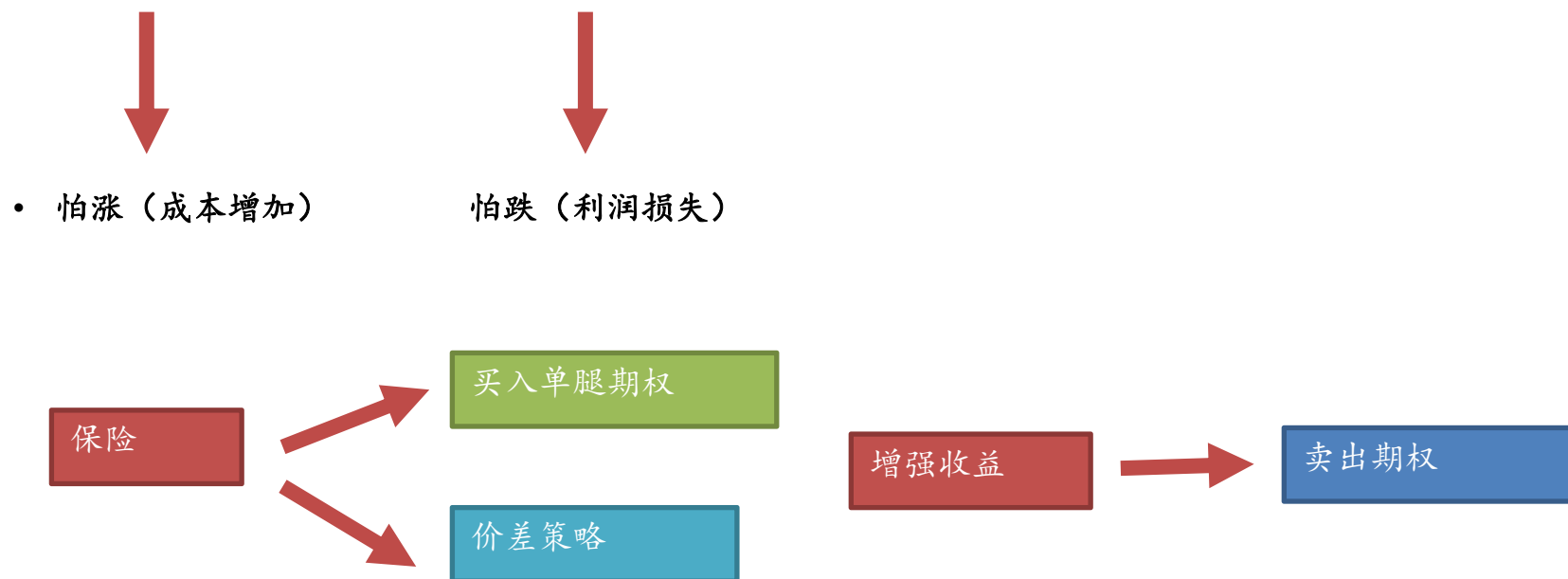
➤ 看跌看涨期权的vega都大于0

➤ 时间：theta——期权中的另一个特殊价值，不恰当的比喻成保证金的时间成本

➤ 看跌看涨的theta都小于0

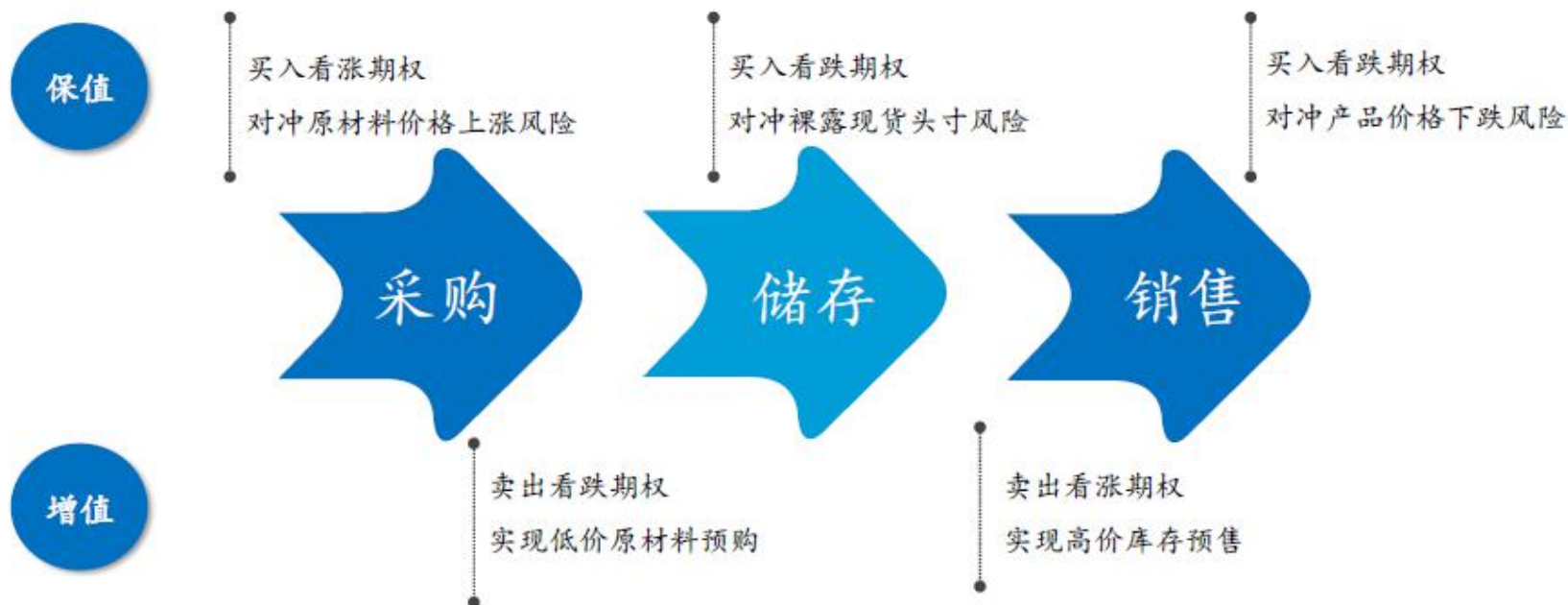
# 期权的应用

- 企业中的经营风险主要来自于未来价格不确定性或损失



# 期权在套期保值上的应用

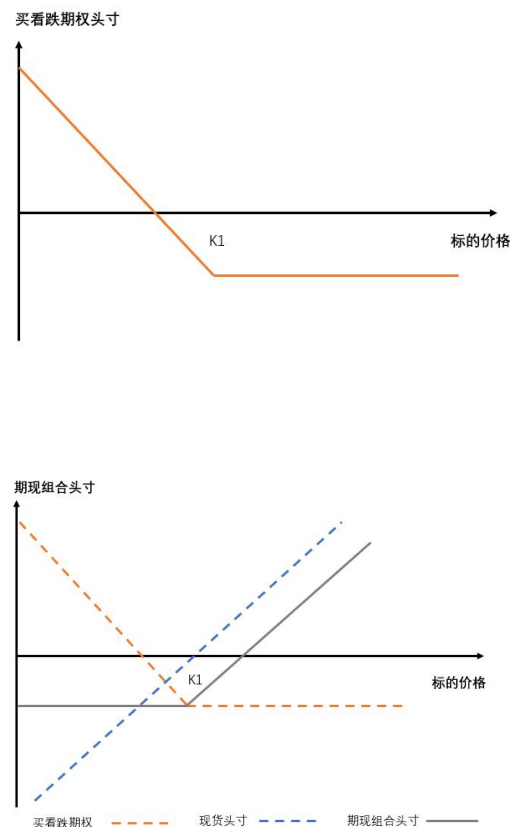
【应用期权可以在采购、仓储、售卖三个阶段提供风险管理服务】





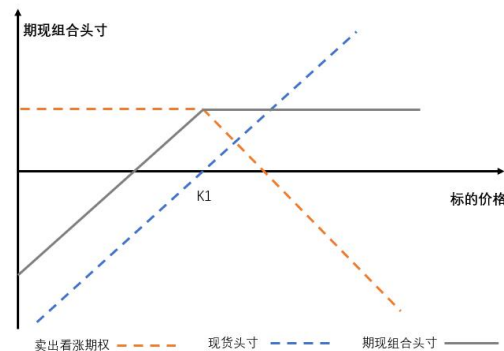
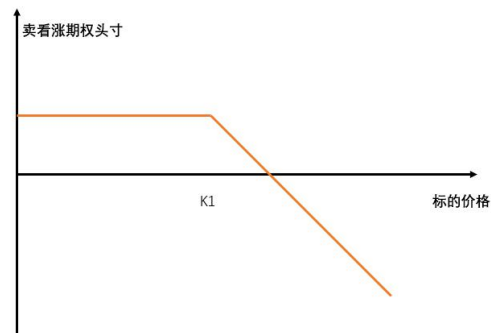
# 期权卖保—保护性看跌策略

- 期权卖保者可采用单边买入看跌期权来抵御价格下跌的风险，卖保者需要付出权利金成本而并不占用保证金。
- 当价格大幅上涨时，期权端仅损失少量的权利金，风险有限；当价格大幅下跌时，同样带杠杆的期权可以起到和期货保值同等的效果（Delta配平）。
- 保护性看跌策略最适用于行情剧烈波动的情况，如果标的是震荡行情或小幅下跌，在时间价值的损耗下，买权的价格可能同步下跌，这会给卖保者带来较大的权利金损失。
- 推荐合约：RU2109-P-13000



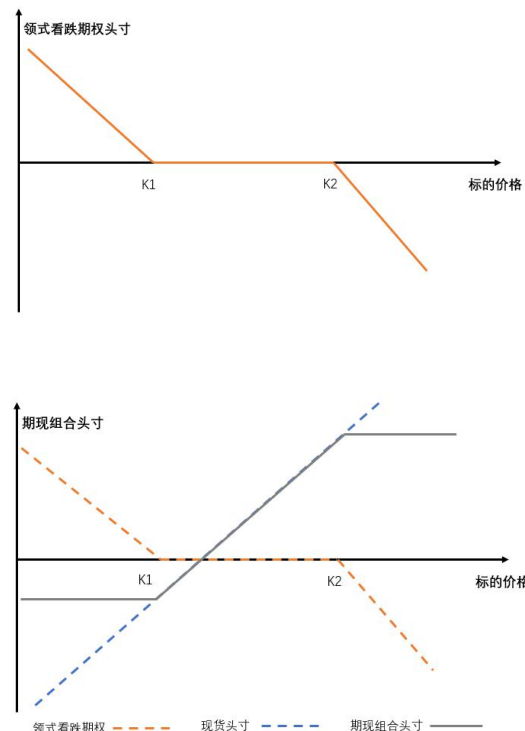
# 期权卖保—备兑看涨策略

- 大多数情况下，市场出现极端行情的概率较低，期货标的震荡运行或小幅涨跌概率较高，因而许多实体企业倾向于做期权的卖方，赚取权利金收入来增强收益。
- 有卖保需求的企业，可以卖出看涨期权，当标的价格大幅下跌时，或当标的价格小幅上涨且卖权保持在虚值状态时，企业持有到期也可以赚取全部权利金。
- 期权卖权的特点是收益有限而风险无限，更适用于在小波动中增强收益，不建议在剧烈波动的行情中使用。
- 推荐合约：RU2109-C-15000、RU2109-C-17500、RU2109-C-19000



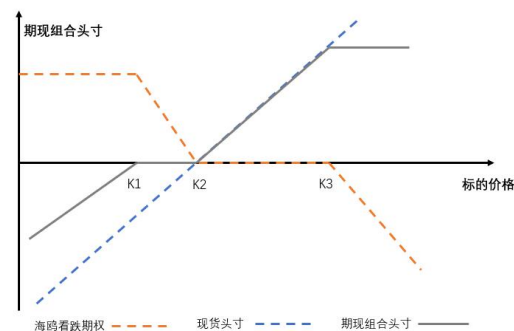
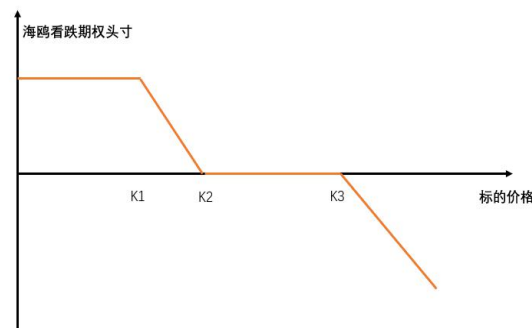
# 期权卖保—领式看跌组合

- 领式看跌期权组合是在持有标的资产的同时，通过买入一个看跌期权，再卖出一个看涨期权构建组合，属于收益增强型策略。
- 领式看跌期权适用于对后市不看涨的行情，当标的价格小幅下跌或上涨时，卖保者可通过收取看涨期权卖权的权利金收入补足看跌期权买权的权利金损失，**和单边买看涨相比，多了一定的容错空间**。当标的价格大幅大跌时，领式看跌组合可以发挥和单边买看跌相似的、大幅抵御风险的能力。
- 推荐合约：RU2109-P-13000和RU2109-C-15000



# 期权卖保—海鸥看跌组合

- 海鸥看跌期权是在持有标的资产的同时，通过买入一个看跌期权，再卖出一对跨式期权组合（卖看涨+卖看跌）来实现，适用于价格小幅波动的情况。
- 和备兑策略（卖看涨期权）相比，海鸥看跌期权可以获得更多的权利金收入，且当价格下跌时，看跌买权对标的资产的保护力度更大。
- 和领式策略相比，海鸥组合的期现收益在部分价格区间里表现更好（K1-K2）。



# 橡胶期权套保策略对比

期权类型	构建方式	优点	缺点	适用场景
保护性看跌	持有标的+买入看跌	风险有限，不占用保证金	震荡行情或小幅下跌，时间价值和波动率价值损失较大	行情剧烈波动
备兑看涨	持有标的+卖出看涨	增厚收益	收益有限而风险无限，占用保证金	行情小波动
领式看跌	持有标的+买入看跌+卖出看涨	增厚收益，有确定的最大损失和最大收益	既要付出权利金，还要占用保证金	对后市不看涨
海鸥看跌	持有标的+买入看跌+卖出看涨+卖出看跌	增厚收益，当价格下跌时，保护力度更大	既要付出权利金，还要占用较多的保证金	行情小波动

# 橡胶期权套保方案

## 策略选择：

- 明确保值or增值需求
- 结合价格涨跌方向、幅度及波动率选择策略
  - 场内优先考虑持仓量，场外优先考虑期权费
  - 预期波动幅度大，选择虚值；预期波动幅度小，选择浅虚/平值

## 入场、持有：

- 买权不宜过早入场，也不宜持有太久，快进快出利于最大化波动率收益、减少时间价值损失
- 卖权尽量选择波动率高位入场

## 风险管理：

- 视企业资金、保值需求决定套保比例，测算期权资金需求及资金安全垫

策略

入场、持有  
时间

资金测算及  
风险管理

# 橡胶期权策略示例



- 于3月31日撰写月报认为，宏观偏空，供应逐步释放，关注浓乳分流；内需弱势延续，外需增速放缓；预计橡胶短期超跌或有反弹，但中期震荡偏弱。
- 在RU2109于3月31日跌破14000点支撑位后，预计橡胶短期超跌反弹，反弹至4月6日橡胶表现冲高乏力，建议买入RU2109-9-P-13000的看跌期权。



# 橡胶期权策略示例

## 单边期货策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109	卖出	14315	-	2021/4/6	-	17178	2021/4/13	13500	-	815	8150	47%

## 单边期权策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109P13000	买入	14315	13000	2021/4/6	317	无	2021/4/13	13500	501	184	1840	58%

## 领式期权策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109P13000	买入	14315	13000	2021/4/6	317	无	2021/4/13	13500	501	184	5140	25%
RU2109	RU2109C15000	卖出	14315	15000	2021/4/6	720	20953	2021/4/13		390	330		

在结合现货或期货端进行套期保值或对冲操作时，一般采用Delta中性的方法，保证两端Delta配平。若选择行权交割，可保持期现1：1的配比。





# 橡胶期权策略示例

## 单边期货策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109	卖出	14315	-	2021/4/6	-	17178	2021/4/13	13500	-	815	8150	47%

## 单边期权策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109P14000	买入	14315	14000	2021/4/6	743	无	2021/4/13	13500	1040	297	2970	40%

## 领式期权策略损益

标的	合约	方向	标的价格	行权价	开仓日期	期权价格	保证金	跟踪日期	标的价格	期权价格	价格变动	总盈亏	收益率
RU2109	RU2109P14000	买入	14315	14000	2021/4/6	743	无	2021/4/13	13500	1040	297	6270	30%
RU2109	RU2109C15000	卖出	14315	15000	2021/4/6	720	20953	2021/4/13		390	330		

# THANK YOU

**朱子悦 (F303770) (Z0014811)**

**Tel: (010-82292661)**

**Email: zhuziyue@swyhsc.com**



北京市 海淀区 西直门北大街甲43号金运大厦B座6层  
邮编: 100044  
网址: <http://www.hongyuanqh.com>