

## 研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

报告日期 2021 年 3 月 5 日



## 产业客户适宜在沪胶上建立领口期权策略

### 内容摘要

一、春节长假归来，得益于全球流动性继续保持充裕状态，且随着全球新冠疫苗接种逐渐普及，单日新增确诊病例显著下降，主要经济体复苏预期更加确定，大宗商品需求修复前景持续乐观。在积极因素共振下，国内沪胶期货呈现强势上行的格局。

二、虽然宏观预期出现一定分歧，但 2021 年全球经济复苏仍是大概率事件。国内沪胶期货主力合约虽出现高波动率现象，不过期价格重心有望进一步抬升。

三、考虑到 2021 年东南亚部分产胶国遭遇洪水灾害影响，预计 ANRPC 成员国天胶总产量料同比小幅下滑 3%，至 1044.24 万吨。总体来看，未来胶市供应端依然维系偏紧预期。

四、截止 3 月 5 日当周，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 74.50%，周环比增长 15.48 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 71.47%，周环比增长 15.51 个百分点。下游需求企业开工率回升意味着橡胶原料采购节奏将加快。

五、在后疫情时期，2021 年是“十四五”开局之年，预计今年国内车市将延续高景气度。其中，汽车销量有望超过 2600 万辆，同比增长 4%。而国内重卡销量仍将继续维持 125 万辆以上高位，有望达到 130 万辆，从而继续给予胶价利多提振。

六、由于目前国内云南和海南天胶产区仍处在停割期，加之浓乳较全乳有价格升水优势，因此全乳产量偏少，入库交易所交割库也较低，导致上期所交割库橡胶库存始终维持偏低水平。

七、综合来看，随着美国新一轮财政刺激措施逐步落地，全球流动性保持充裕状态，宏观预期向好基调不变，有助于提升大宗商品价格重心。与此同时，国内外产区仍处于停割阶段，原料供应偏紧，叠加下游轮胎行业复工，原料采购消费节奏加快，终端车市维持高景气度，整个胶市供需格局延续乐观态势。预计后市国内沪胶期货主力 2105 合约有望维持偏强格局运行。

八、基于宏观面偏乐观的背景，沪胶 2105 合约期价重心有望稳步抬升的判断，笔者认为，沪胶期货 2105 合约适宜建立领口期权策略：包括一份平价看跌期权多头和一份相同期限的虚值看涨期权空头，同时买进与期权头寸相匹配数量的期货合约。

## 一、沪胶行情回顾

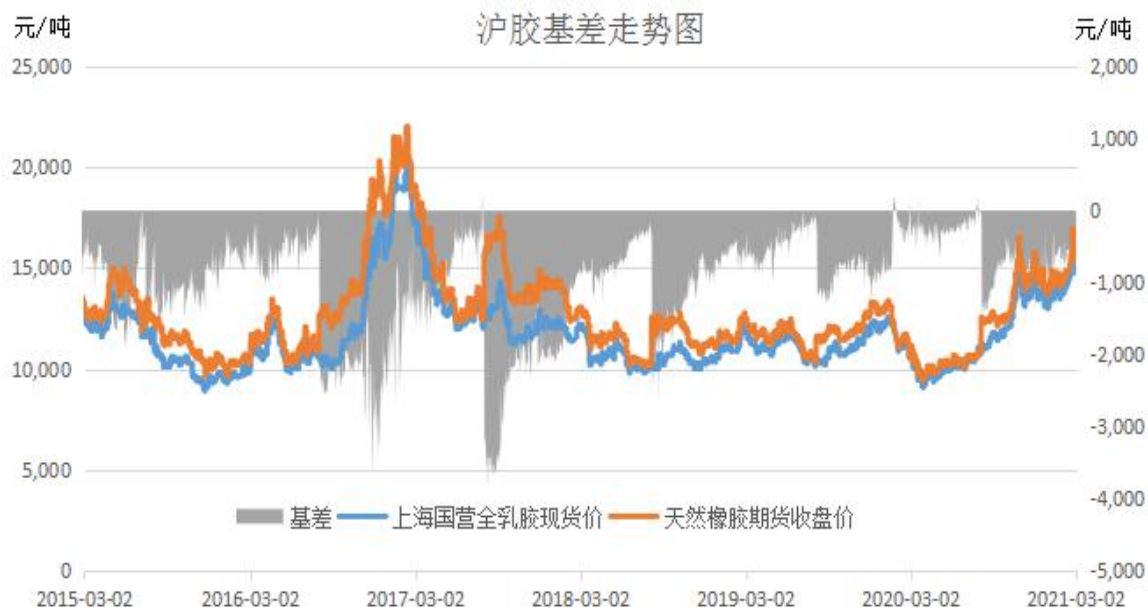
春节长假归来，得益于全球流动性继续保持充裕状态，且随着全球新冠疫苗接种逐渐普及，单日新增确诊病例显著下降，主要经济体复苏预期更加确定，大宗商品需求修复前景持续乐观。在积极因素共振下，国内沪胶期货呈现强势上行的格局。其中 2105 合约接连突破 15000 元/吨、16000 元/吨和 17000 元/吨三个整数关口，于 2 月 25 日最高涨至 17335 元/吨，刷新去年 10 月 29 日以来的新高。由于美债收益率飙升诱发系统性风险袭扰，胶价随即回吐涨幅，不过笔者认为，基于乐观基本面支撑，基差持续贴水格局也表明中期胶价上行动力仍在。

图 1、沪胶 2105 合约呈现先扬后抑，价格重心上移的态势



数据来源：宝城期货

图 2、2015-2021 年沪胶基差走势图



数据来源：宝城期货

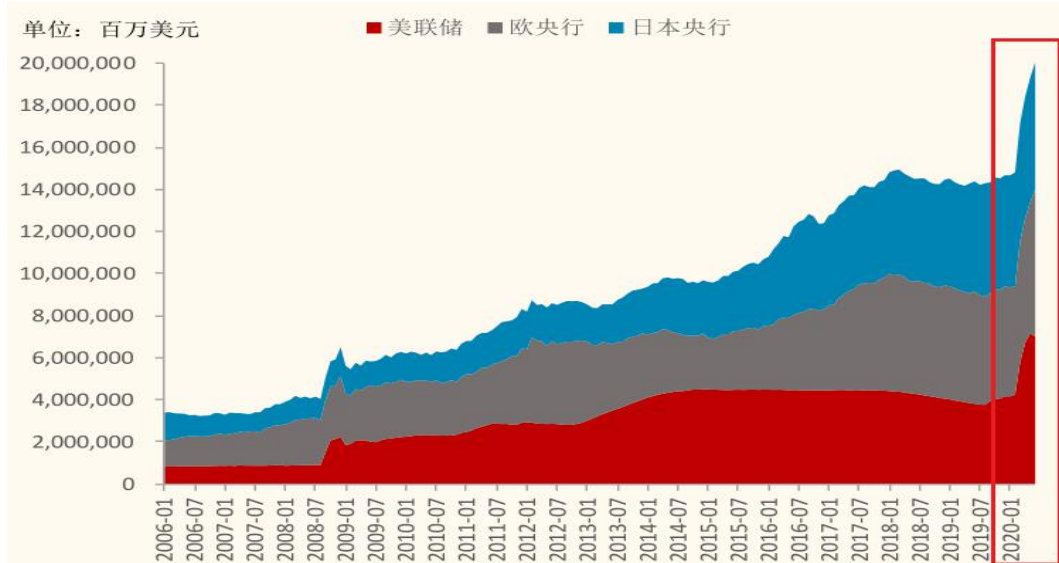
## 二、宏观面长期表现乐观

随着拜登坐稳美国新一届总统以后，宏观面不确定性消除，整体趋向于乐观前景。一方面，美国新一届政府继续在财政和货币政策方面实施宽松基调。据显示，今年一季度，美国国会两院不仅顺利通过 2021 年财年财政预算决议，而且还在 2 月底通过了拜登提出的 1.9 万亿美元的财政刺激法案。虽然美国 10 年期国债收益率快速飙升一度引发市场对于流动性提前收紧的恐慌，但美联储随后发表鸽派言论安抚市场情绪，表态在未来很长一段时间内仍会保持宽松货币政策，以帮助美国经济从新冠疫情的重创中复苏。

另一方面，全球疫情迎来拐点并持续向好发展。截至 3 月初，随着发达国家开始接种疫苗，单日新增确诊病例逐步减少，从最高峰的 80 万例降至 35 万例。从具体国家来看，美国单日新增确诊人数从高峰时的 30 万下降至 8.7 万例。在病毒变异不影响疫苗有效性以及保障疫苗产能供应的情况下，预计上半年美国和少数发达国家有望实现全民接种，年底欧洲和日本可能实现全民覆盖，多数发展中国家则可能在 2022 年完成接种。

总体上，各国在疫苗接种后，疫情有望得到有效控制，实现全体免疫。而美联储在短期内不会立刻采取收紧流动性的措施，即使下半年流动性趋紧，也会给予市场适应过度的时间表。笔者认为，短期沪胶期价出现高位回调一方面是对担忧情绪的有效释放，另一方面，也是在夯实中期上涨的步伐。虽然宏观预期出现一定分歧，但 2021 年全球经济复苏仍是大概率事件。国内沪胶期货主力合约虽出现高波动率现象，不过期价格重心有望进一步抬升。

图 3、2006-2021 年美联储、欧央行和日本央行总资产走势图



数据来源：宝城期货

图 4、2013-2021 年美债 10 年期收益率走势图



数据来源：宝城期货

### 三、东南亚步入停割期 胶市供应趋紧

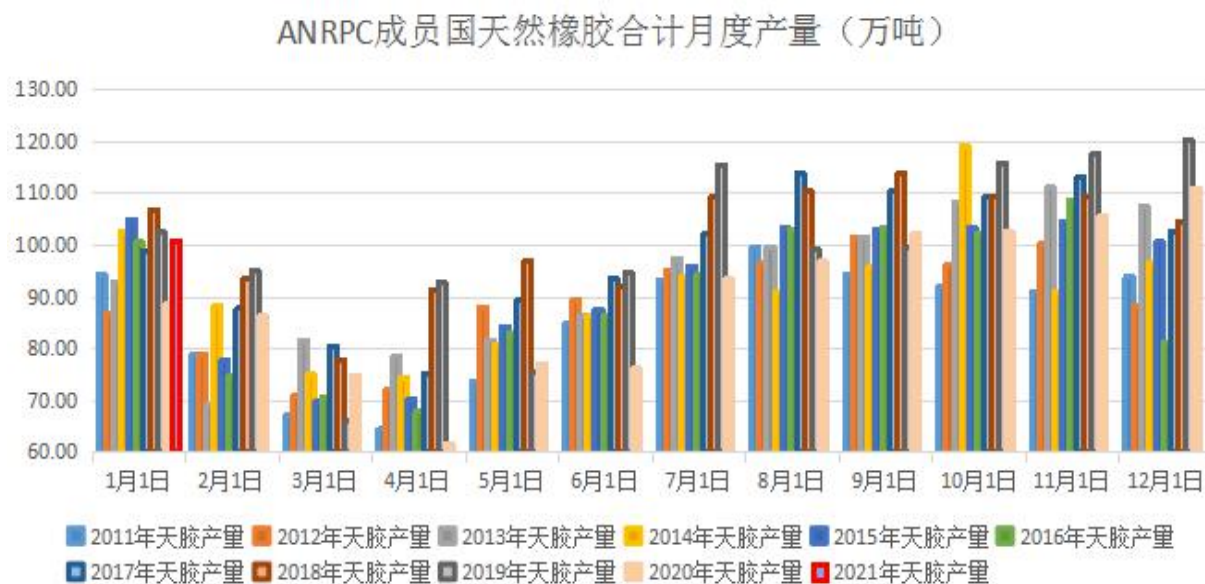
步入 3 月以来，东南亚天胶产区正进入停割期，胶水产出日趋减少致使原料价格出现上涨，外盘报价持续走强。据统计，截止 3 月 5 日，泰国胶水收购价涨至 59 泰铢/公斤，较节前上涨 11 泰铢/公斤，累计涨幅达 22.92%。与此同时，国内产区也处在停割期，全乳胶减产后可交割库存较低。目前距离新一轮开割仍有 1 个月左右的时间。换言之，后市短期内胶水原料供应依然稀少。2 月初，泰国橡胶局曾启动“橡胶新鲜胶乳管理计划”，计划从市场中采购新鲜胶水 20 万吨，通过化学药剂延长保鲜期至 2 个月，然后以合理价格销售向市场，此举有利于进一步强化胶市在停割季供应偏紧的优势，形成提振效应。

从长期角度来看，在 2005-2015 年期间，东南亚产胶国新种植面积呈现井喷态势，这预示着新胶高增



产周期会在 2013-2019 年凸显。据天胶生产国协会（ANRPC）统计，其成员国在 2018 年的天胶总产量达 1216.05 万吨，2019 年的天胶总产量达 1195.08 万吨，同比回落了 1.72%。2020 年受新冠疫情影响，导致割胶受阻，胶水产量继续下滑，该组织成员国天胶总产量达 1076.54 万吨，同比大幅下降 9.92%。考虑到 2021 年东南亚部分产胶国遭遇洪水灾害影响，预计 ANRPC 成员国天胶总产量料同比小幅下滑 3%，至 1044.24 万吨。总体来看，未来胶市供应端依然维系偏紧预期。

图 5、2011-2021 年 ANRPC 成员国天胶合计月度产量走势图



数据来源：宝城期货

## 四、轮胎涨价潮助力橡胶补涨 节后开工率料稳步回升

在轮胎消费占比方面，我国轮胎出口占比 41%，替换占比 37%，汽车原配胎占比 22%。由此可见，轮胎市场景气度高低，不仅需要内部配套市场配合，而且还靠海外需求的鼎力支持。随着去年三季度我国经济与海外经济持续复苏，不仅轮胎内销市场表现活跃，而且轮胎外贸订单也有明显恢复。据海关总署最新发布的数据显示，去年第三季度以来，中国轮胎出口订单出现恢复性增长，厂家开工率明显提升。步入四季度以后，中国轮胎产量和出口量维持向好态势。据国家统计局数据显示：2020 年中国橡胶轮胎外胎累计产量为 8.185 亿条，同比增长 1.7%。受益于需求拉动，自从去年四季度开始，国内部分轮胎企业已经历了四轮产品涨价潮。而从 2021 年 3 月开始，国内各大全钢轮胎厂家又掀起了新一轮产品涨价。轮胎行业持续涨价，无疑给上游原料端创造了上涨的空间，帮助上游橡胶种植业告别长期处于低利润，甚至亏损的局面，同时有助于国内胶农提高生活水平，改善国内胶园因效益低下而引发弃管、弃割等现象。

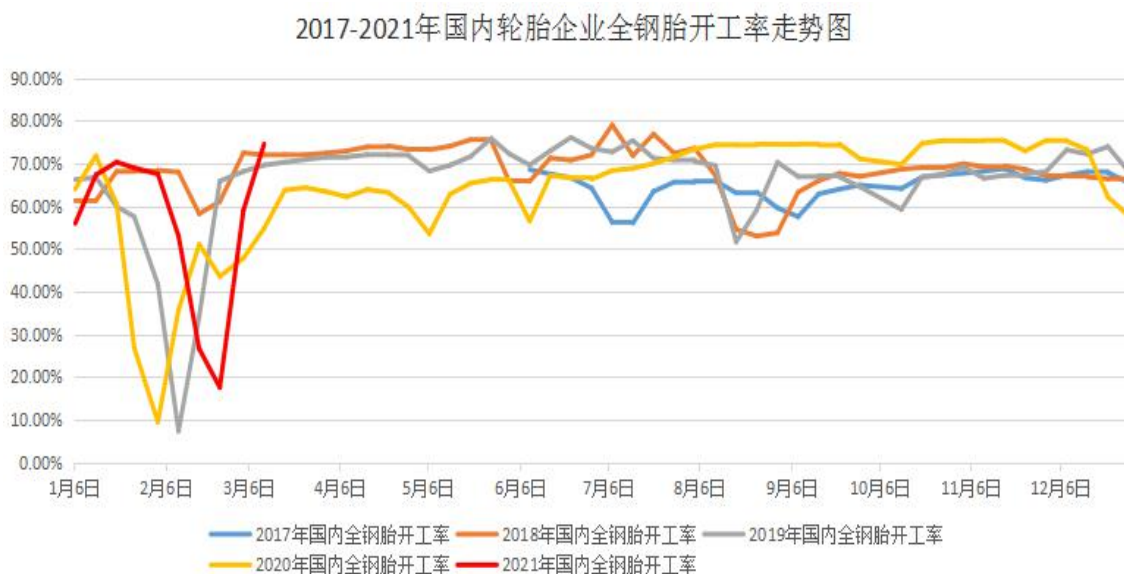
从短期来看，虽然受春节假期影响，下游轮胎厂家开工率一度阶段性回落。不过根据往年历史规律来看，随着假期结束，轮胎逐渐复工复产，厂家开工率正在提升中。截止 3 月 5 日当周，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 74.50%，周环比增长 15.48 个百分点，较去年同期增长 26.72 个百分点，较 2019 年同期增长 1.50 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 71.47%，周环比增长 15.51 个百分点，较去年同期上涨 25.33 个百分点，较 2019 年同期增长 1.88 个百分点。下游需求企业开工率回升意味着橡胶原料采购节奏将加快。

图 6、2019-2021 年国内橡胶轮胎外胎产量月度走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

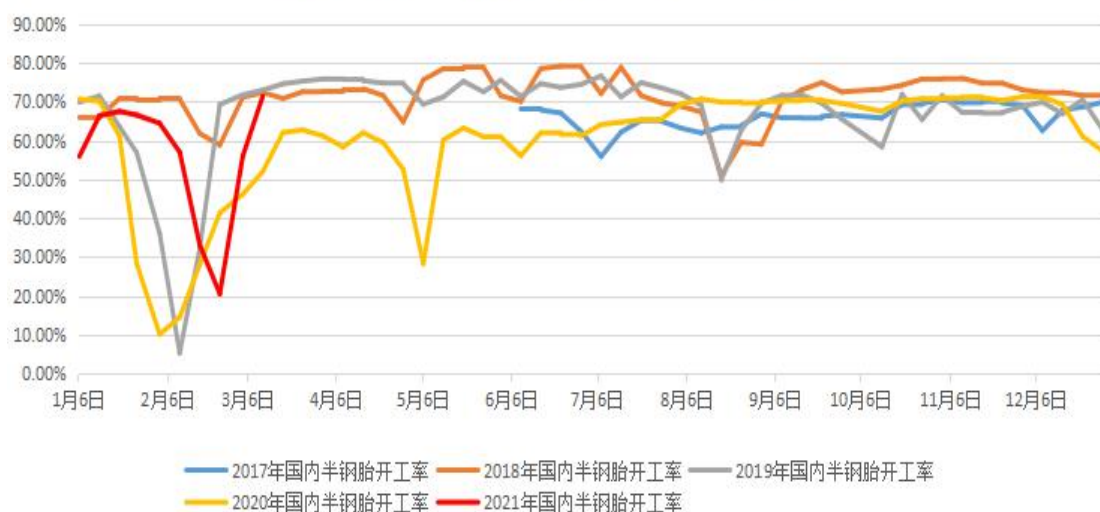
图 7、2017-2021 年国内轮胎企业全钢胎开工率走势图



数据来源：宝城期货

图 8、2017-2020 年国内轮胎企业半钢胎开工率走势图

2017-2021年国内轮胎企业半钢胎开工率走势图



数据来源：宝城期货

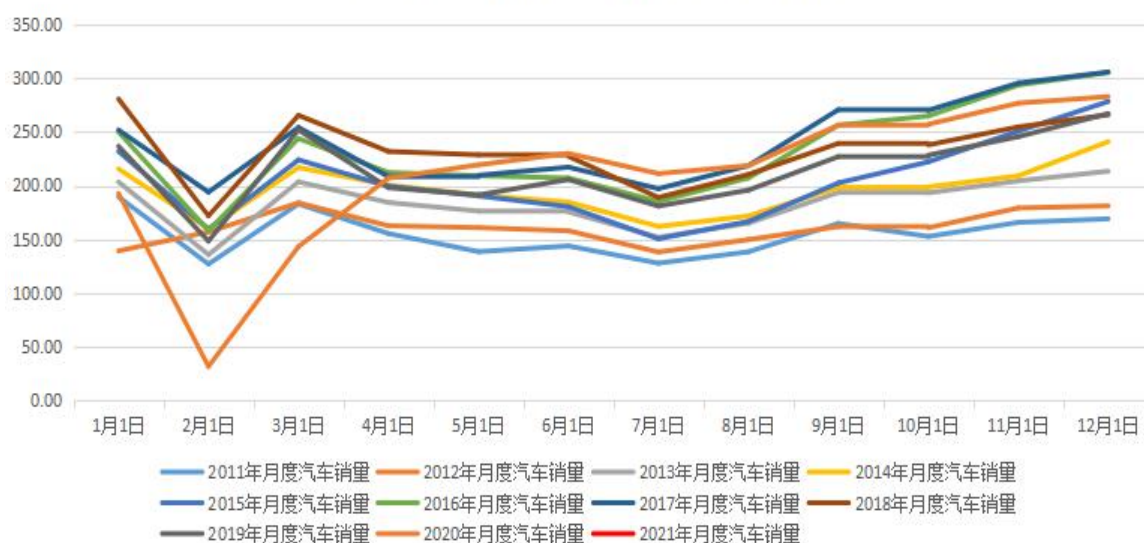
## 五、国内终端车市迎来“开门红”

众所周知，国内天胶主要用于轮胎生产，而轮胎需求强弱又取决于终端车市景气度。经历 2020 年新冠肺炎疫情影响后，我国新车市场产销虽一度出现断崖式下跌，不过“凤凰涅槃，浴火重生”。自去年下半年以来，国内新车产销增速由负转正，步入乐观态势。据中国汽车工业协会发布的数据显示，2020 年全国汽车产销分别完成 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比分别下降 2%和 1.9%，降幅比上年分别收窄 5.5 和 6.3 个百分点。

进入 2021 年以后，我国车市产销延续积极乐观的态势。据中汽协数据显示，2021 年 1 月汽车产销分别完成 238.8 万辆和 250.3 万辆，环比分别下降 15.9%、11.6%，同比分别大幅增长 34.6%、29.5%。与此同时，作为天胶需求晴雨表的我国重卡市场在 2020 年受订单回暖、国三柴油车提前淘汰、各地治超政策趋严、高速公路按轴收费政策等利好因素推动下，销量呈现井喷式上涨。承接良好势头，步入 2021 年，国内重卡市场延续高景气度的态势。据统计，1-2 月国内重卡销量合计达 29.9 万辆，较去年同期净增长 14.4 万辆，大幅增长 92.9%，再度刷新了重卡市场 1-2 月份合计销量的历史纪录。在后疫情时期，2021 年是“十四五”开局之年，预计今年国内车市将延续高景气度。其中，汽车销量有望超过 2600 万辆，同比增长 4%。而国内重卡销量仍将继续维持 125 万辆以上高位，有望达到 130 万辆，从而继续给予胶价利多提振。

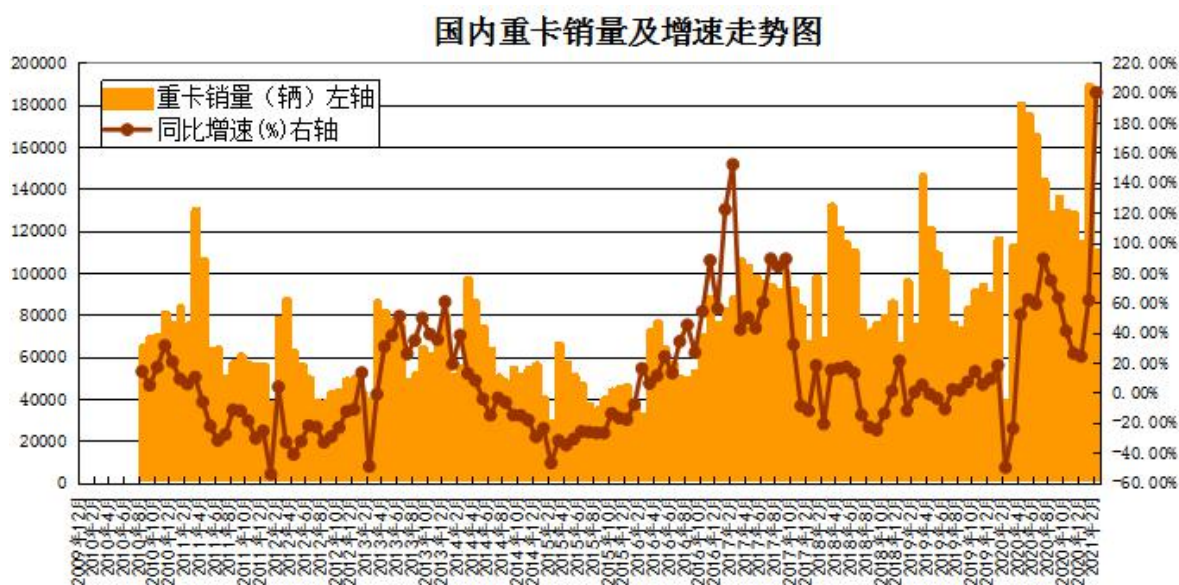
图 9、2011-2021 年国内新车月度销量走势图（万辆）

2011-2021年国内新车销量月度走势图（万辆）



数据来源：宝城期货

图 10、2021 年 2 月国内重卡销量同比增长 200%



数据来源：宝城期货

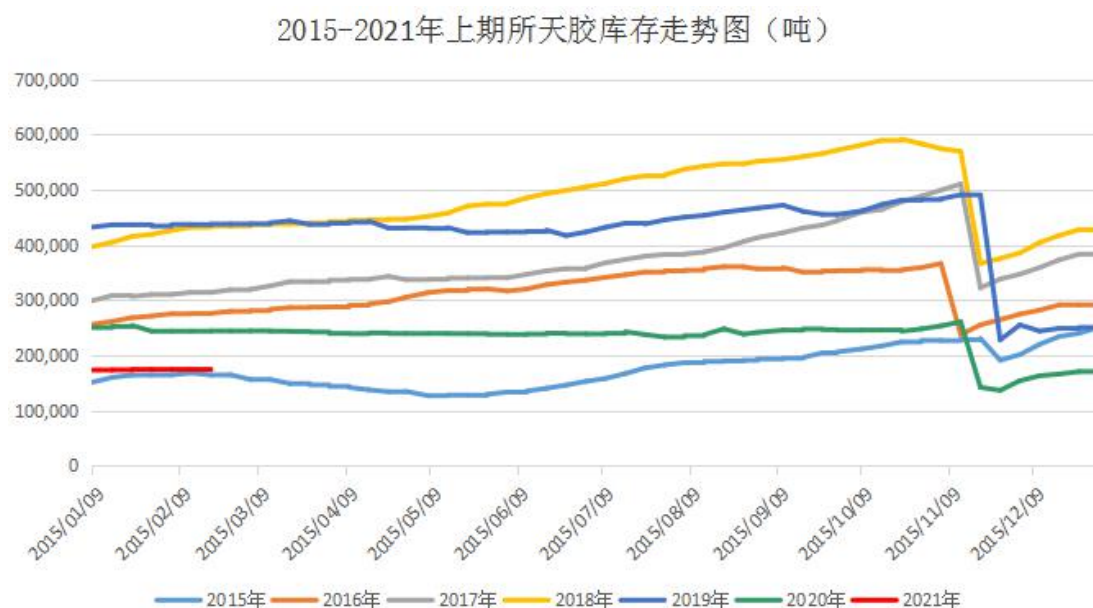
## 六、期货库存依然偏低 保税区库存出库增多

由于目前国内云南和海南天胶产区仍处在停割期，加之浓乳较全乳有价格升水优势，因此全乳产量偏少，入库交易所交割库也较低，导致上期所交割库橡胶库存始终维持偏低水平。据统计，截至 2021 年 3 月 5 日当周，上期所天然橡胶当周库存为 17.48 万吨，注册仓单 16.79 万吨，较去年同期分别减少 28.48% 和 29.57%，较近三年同期均值分别大幅减少 53.16% 和 52.25%。与此同时，截至 3 月 1 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库 16 家样本库存为 63.27 万吨，较年初下降 1.28 万吨，降幅达 1.98%。目前橡胶出库开始增



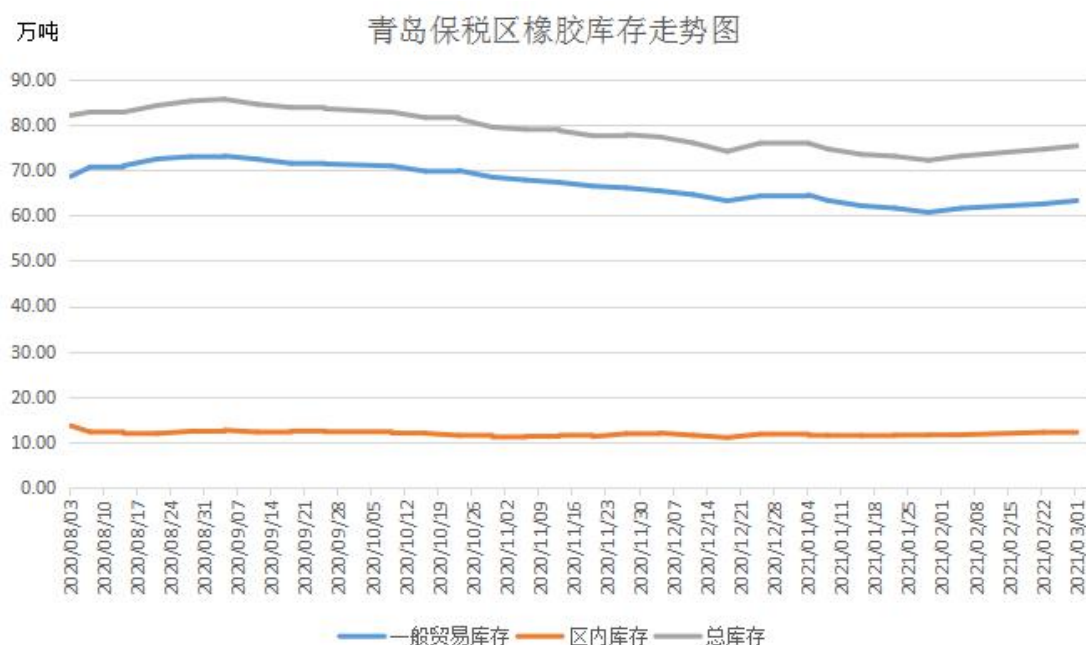
多，入库基本正常。随着下游轮胎工厂陆续复工并提升开工负荷以后，预计后期出库量将继续增多。

图 11、2015-2021 年上期所天胶库存走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 12、2020-2021 年国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 七、后市展望

综合来看，随着美国新一轮财政刺激措施逐步落地，全球流动性保持充裕状态，宏观预期向好基调不变，有助于提升大宗商品价格重心。与此同时，国内外产区仍处于停割阶段，原料供应偏紧，叠加下游轮胎行业复工，原料采购消费节奏加快，终端车市维持高景气度，整个胶市供需格局延续乐观态势。预计后市国内沪胶期货主力 2105 合约有望维持偏强格局运行。

## 八、沪胶期权策略制定

基于宏观面偏乐观的背景，沪胶 2105 合约期价重心有望稳步抬升的判断，笔者认为，沪胶期货 2105 合约适宜建立领口期权策略：包括一份平价看跌期权多头和一份相同期限的虚值看涨期权空头，同时买进与期权头寸相匹配数量的期货合约。

选择这个策略的背后原因有二：一方面，美债 10 年期收益率转入上升通道，可能酝酿出美联储提前收紧流动性的意外风险，对沪胶等大宗商品不利，投资者不愿看到这种情况出现；另一方面，又不愿放弃胶价潜在上涨机会——在疫情好转、经济形势向好且胶市供需前景尚佳背景下，沪胶存在较强的上涨预期。因此建议沪胶产业客户或期货投资者采取领口期权策略。

策略执行方式：买入 X 份沪胶 2105 合约看跌期权，执行价格在 14750 元/吨，同时卖出 X 份沪胶 2105 合约看涨期权，执行价格在 17000 元/吨。在 2021 年 3 月 5 日盘中，前者期权需要付出权利金 642 元，后者期权可以收取权利金 359 元，二者合计支出 283 元。与此同时，在沪胶期货 2105 合约以 14750 元/吨的价格开仓做多 X 份合约（ $1 \leq X \leq 10$  手）。交易周期设定为 1 个半月，2021 年 3 月 8 日—4 月 23 日。

买入看跌期权是为了防范美债 10 年期收益率快速回升引发流动性趋紧的系统性风险出现，从而诱发沪胶期价大幅下挫，看跌期权能有效对冲下跌风险。卖出看涨期权虽让渡停割季背景下，胶市供应偏紧以及经济增速恢复带来下游需求好转的潜在期价上涨收益，但却能获得卖出期权权利金，用来补贴买入看跌期权的成本。执行领口期权策略的优势：一是能为沪胶 2105 合约多头头寸提供最大的风险保护。二是对于波动率偏高的沪胶 2105 合约，能在低风险下获得较高收益。

在此过程中，需要注意的风险包括：

其一，卖出 X 份 RU-2105-C-17000 看涨期权需要支付保证金，但当标的合约价格处于深度虚值状态时，期权保证金比期货低，而实值和平值期权保证金比期货高，越实值保证金越高，越虚值保证金越低，最低为期货保证金的一半。

其二，眼下沪胶 2105 合约期权流动性不足，盘口卖一挂单价与买一挂单价的差距过大。

## 宝城期货各地营业部

### 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

### 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

## 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。

