

成本一线有支撑，期权上市正当时

神华研究院 陈进仙

引言

2018 年沪胶期货价格震荡寻底，供过于求令胶价持续走低，重回近几年低位区间。虽然天然橡胶主产大国几次声明计划采取减产等措施挺价，但目前仍处“雷声大雨点小”阶段，在未落实减产的情况下，橡胶难以走出趋势性上涨行情。而即将上市的天然橡胶期权，或为市场带来新的机会。

一、橡胶重回低位区间

图 1-1：橡胶主力合约月 K 走势图



资料来源：文华财经、神华研究院

对于橡胶来说，其价格波动在这个市场上显得尤为波澜壮阔，低迷的行情也显得格外漫长。从 2011 年开始，橡胶就进入了漫长的熊途，七年多的时间里天胶的价格从 40000 元/吨高点持续下挫，在 2016 年初曾一度跌破 10000 元/吨。而 2016 年下半年至 2017 年初的反弹却并不是新一轮牛市的开端，天胶价格继续从 2017 年初的 20000 元/吨以上的价格一路走低，在 2017 年国内期货商品涨跌幅排行榜中更是熊冠期货市场。2018 年仍呈重心下移的 M 型走势，及至 2018 年底已跌至国、内外成本线附近。当前主力合约 1905 下探至 11000 附近后受支撑止跌反弹，截止 2019 年 1 月 15 日收盘至 11505 元/吨。

1.1、全球天然橡胶处增产周期，供应压力中长期存在

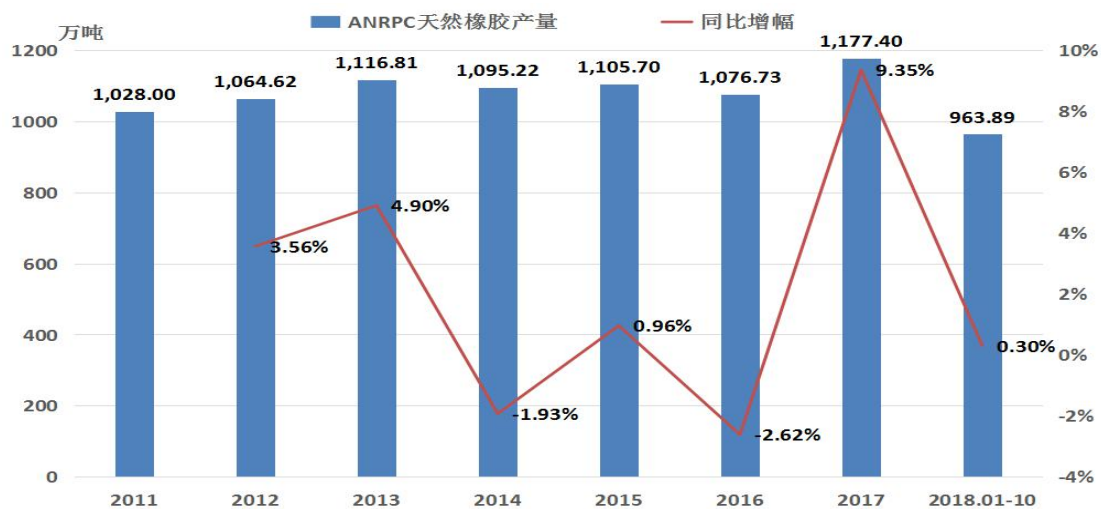
(1) 主产胶国开割面积维持增加态势

图 1-2：九大橡胶产国开割及新增种植面积（千公顷）



资料来源：Wind、神华研究院

图 1-3：ANRPC 成员国天然橡胶产量



资料来源：Wind、神华研究院

天然橡胶主产区集中在东南亚地区，九大橡胶产国占全球总产量 90%；泰国、印尼、马来西亚三国全球占比 69%；越南、中国也是重要的天然橡胶生产国，产量位于全球第三、四。

2018 年，九大橡胶产国开割面积总计 9064.7 千公顷，比 2017 年开割面积增加了 112.1 千公顷；新增种植面积 55.5 千公顷，受橡胶价格下跌令橡胶新增种植面积逐年下降，但开割总面积近几年维持增加态势。2018 年 1-10 月，ANRPC 成员国橡胶总计产量 963.89 万吨，同比增长 0.3%；受橡胶低价影响，胶农割胶

积极性不高，橡胶总产量增速放缓，供应压力有所减轻。但潜在产能仍在，中长期存供应压力。

(2) 泰国计划未来五年减 1/3 产量，存利好预期

图 1-4：泰国天然橡胶产量及增速



数据来源：Wind、神华研究院

全球最大橡胶出口国泰国计划在未来五年削减三分之一橡胶产量，以提振徘徊在 2016 年以来最低水平附近的胶价。1 月 8 日泰国农业部部长称，为了解决供应过剩问题，该国将砍伐老树，以其他作物取而代之。目标是将当前 450 万吨的产量削减至 300 万吨，将 420 万公顷的种植面积减少致 240 万公顷。在目标达成前，泰国当局计划每年砍伐 30 万公顷 25 年树龄的橡胶树。此计划将在未来 5 年内执行，如果能够严格持续的落实执行，那么对于未来橡胶的供应将会起到决定性的影响。

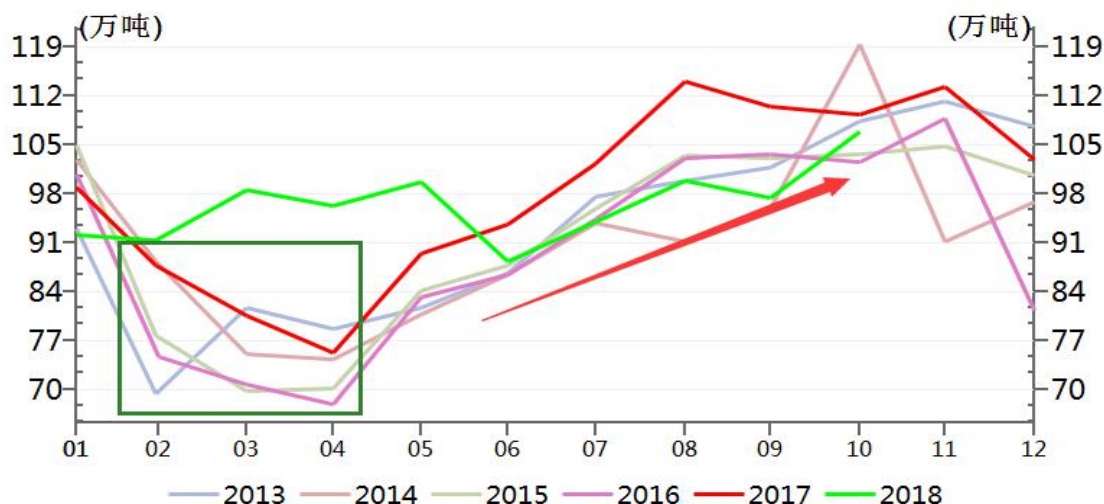
(3) 1-3 月份主产国陆续进入停割期，供应压力趋向减小

图 1-5：中国及三大主产国割胶期

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国云南	停割期	停割期	3月10日 前后	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	11月中旬	停割期
中国海南	停割期	停割期	4月8日 前后	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	12月中旬
泰国北部	开割初期	1月底2 月初	停割期	4月中旬	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期
泰国南部	开割初期	2月中旬	停割期	停割期	4月底5 月初	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期
马来西亚	开割初期	开割初期	停割期	停割期	4月底6 月初	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期
印尼北部(棉 兰)	开割初期	开割初期	停割期	停割期	4月底7 月初	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期
印尼北部(巨 港)	开割初期	开割初期	停割期	停割期	停割期	停割期	停割期	停割期	停割期	停割期	停割期	12月中旬
越南	开割初期	1月底2 月初	停割期	4月中旬	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期	开割初期
备注	停割期	停割初期	开割期	开割初期								

资料来源：Wind、神华研究院

图 1-6: ANRPC 天然橡胶产量季节性规律



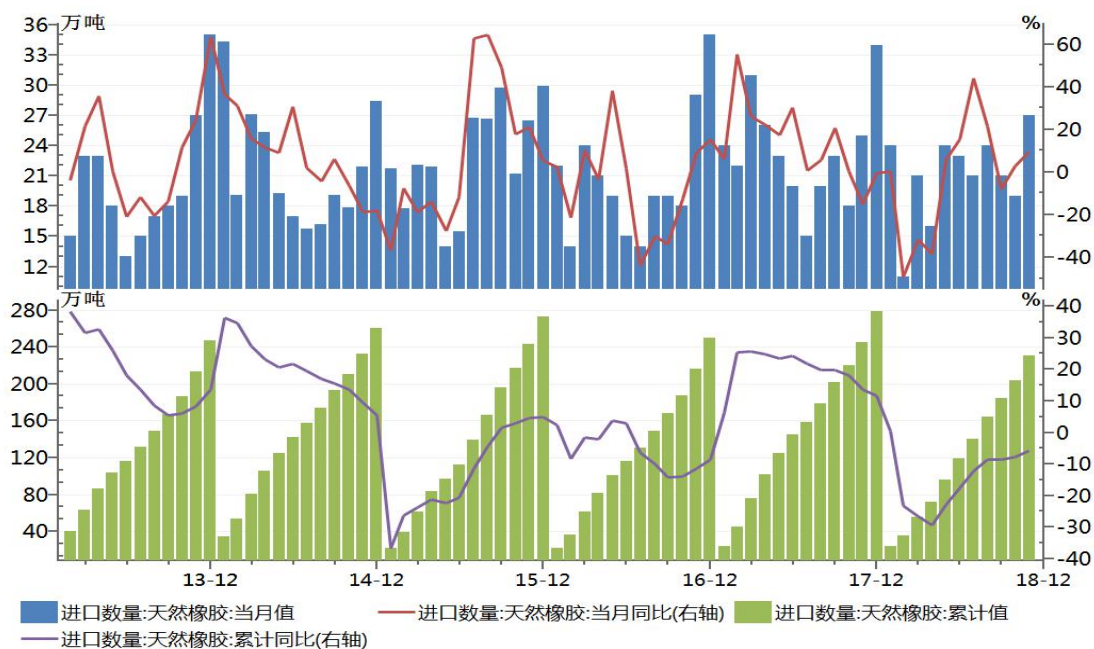
资料来源: Wind、神华研究院

橡胶树是多年生木本植物，整年都可采胶液，但其产量随季节性而变动。而据往年数据统计，橡胶在第一季度供应量处年内低位，在第三季度其供应量处年内高位；再从季度产量差距来看，1 季度的供应量比 3 季度的供应量少 75-95 万吨，叠加低胶价对割胶积极性的打压，2019 年 1 季度天然橡胶供应压力趋向减小。

1.2、国内天然橡胶供应过剩，库存持续累积上升

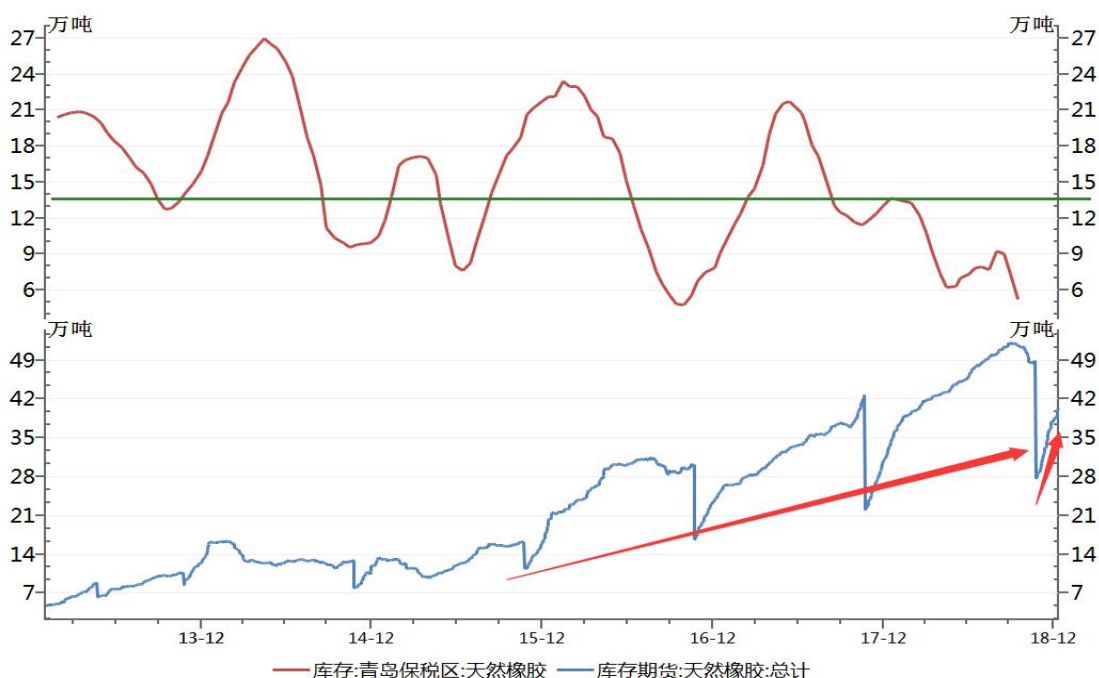
(1) 进口量同比下降，库存累积上升但增速放缓

图 1-7: 中国天然橡胶月进口量



资料来源: Wind、神华研究院

图 1-8：中国天然橡胶期货市场及青岛保税区库存



资料来源：Wind、神华研究院

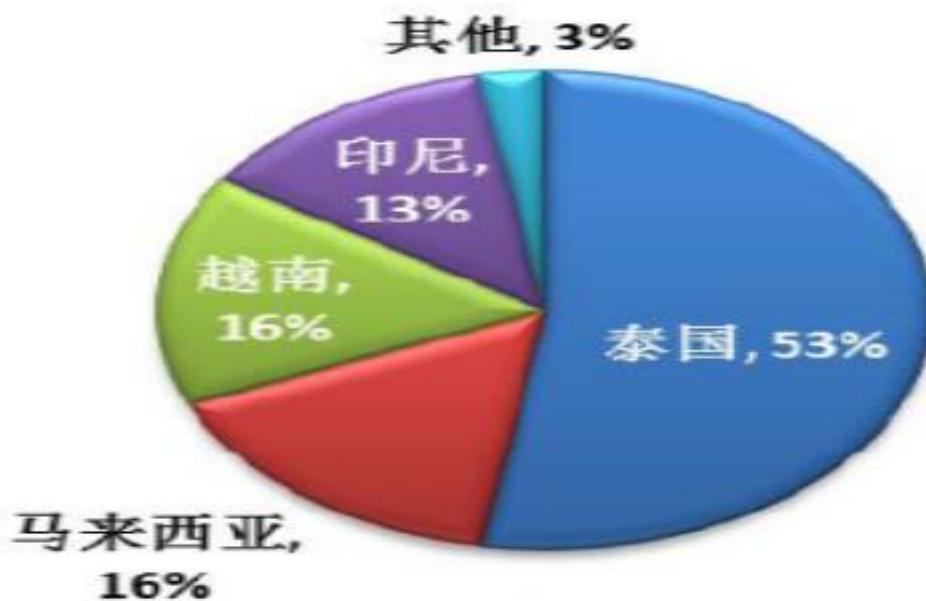
2018 年受国内橡胶价格持续走低影响，1-11 月份累计进口天然橡胶 231 万吨，比去年同期减少 14 万吨，进口量同比下降 5.71%。2018 年 1 至 10 月，青岛区橡胶库存由年初的 12.35 万吨下降至 5.21 万吨，处中低水平。截至 2019 年 1 月 10 日，期货市场库存为 40.36 万吨，相对去年同期增长 25.15%。总体上看，当前国内期货市场橡胶库存仍处累积上升态势，但低胶价令橡胶进口量减少，库存总量累积速度放缓。

图 1-9：中国天然橡胶供需概况



资料来源：Wind、神华研究院

图 1-10：2017 年中国天然橡胶进口来源国占比



资料来源：Wind、神华研究院

我国天然橡胶高度依赖进口，2018 年 1-10 月国内天然橡胶累计产量约 66.3 万吨，而消费量为 467.4 万吨，供应缺口高达 401.1 万吨，对外依赖度为 85.8%。近几年国内橡胶产量基本在 60-80 万吨/年区间波动，产量增减幅度较小；而消费方面，2017 年国内天然橡胶消费量同比增长 10.0%，但在 2018 年 1-10 月份，国内天然橡胶消费量累计 467.4 万吨，增速已放缓至 4.3% 中低水平。

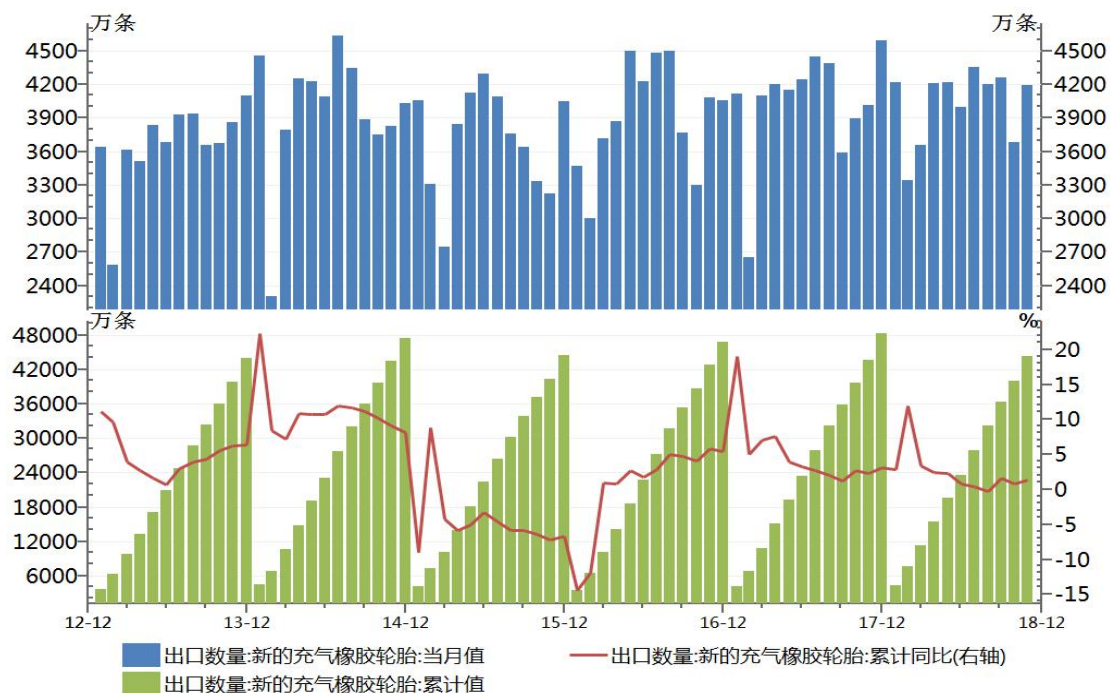
(2) 国内轮胎产量同比减少，汽车销量首次出现年度下降

图 1-11：橡胶轮胎外胎产量



资料来源：Wind、神华研究院

图 1-12: 新的充气橡胶轮胎出口量



资料来源: Wind、神华研究院

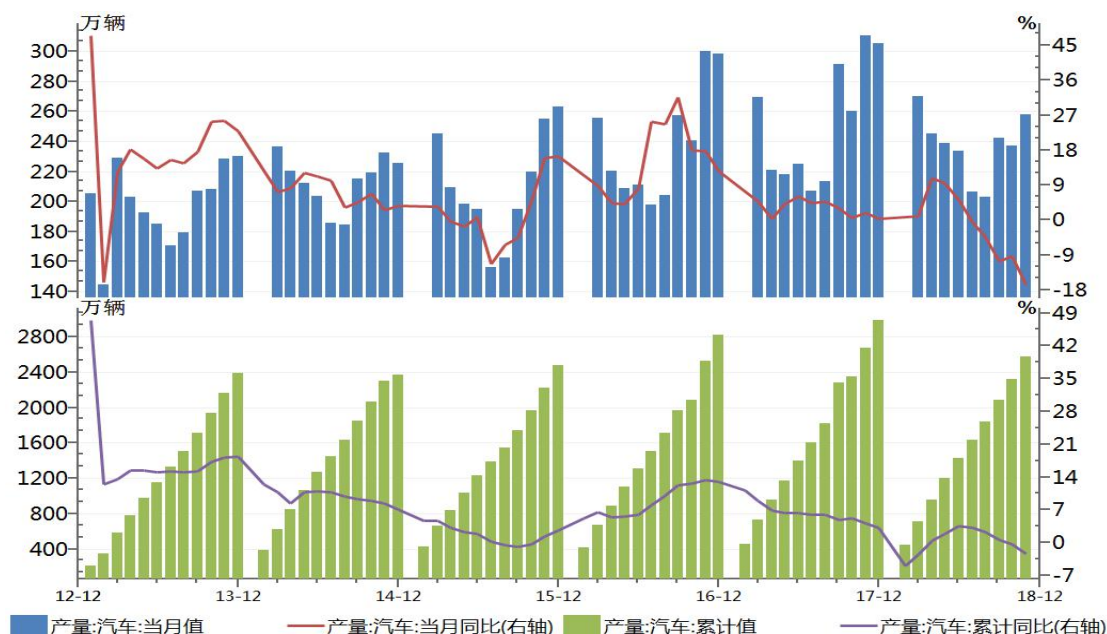
图 1-13: 中国轮胎出口市场份额



资料来源: Wind、神华研究院

2018年1-11月全国橡胶轮胎外胎产量76500.3万条,同比下降12.0%。轮胎出口方面,2018年1-11月份新的充气橡胶轮胎累计出口44308.0万条,同比增长1.3%,出口量维持低速增长。

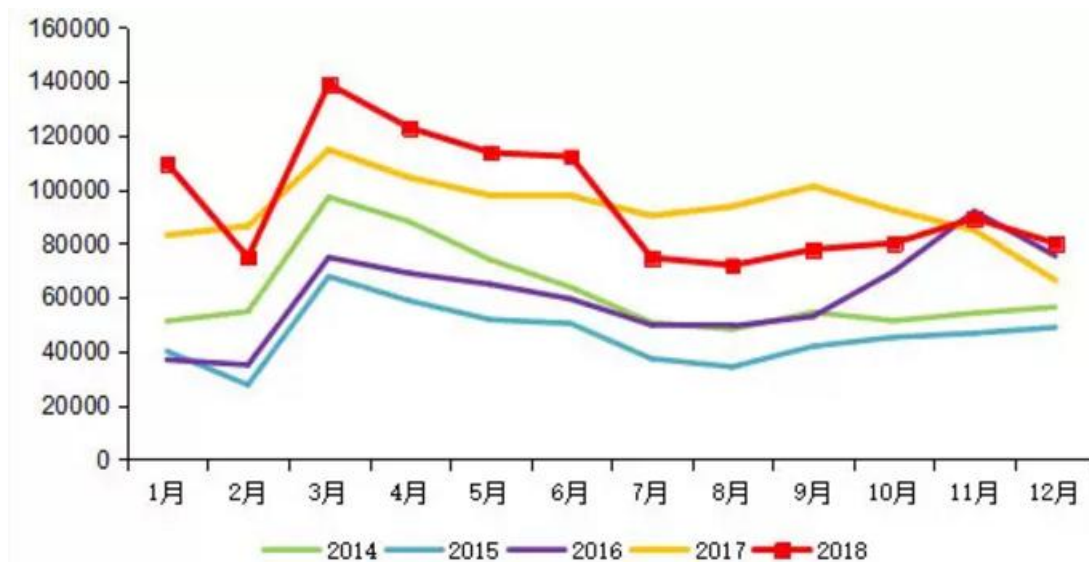
图 1-14：汽车月度产量



资料来源：Wind、神华研究院

中国 2018 年汽车销量报 2808 万辆，同比降 2.8%，为 28 年来首次出现年度下跌；乘用车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，同比分别下降 5.2% 和 4.1%；2018 年 12 月新能源汽车销量同比增 38.2%，全年销量 125.6 万辆，同比增 61.7%；2018 年汽车出口 104 万辆，为 2012 年以来最高水平；预计 2019 年车辆销售约 2810 万辆，销量维持平稳态势。

图 1-15：重卡销量（辆）



资料来源：第一商用车网、神华研究院

根据第一商用车网数据，2018 年 12 月份，我国重卡市场共计销售各类车型 8 万辆，环比 11 月下滑 10%，比上年同期 6.6 万辆大幅增长 21%。2018 年全年，

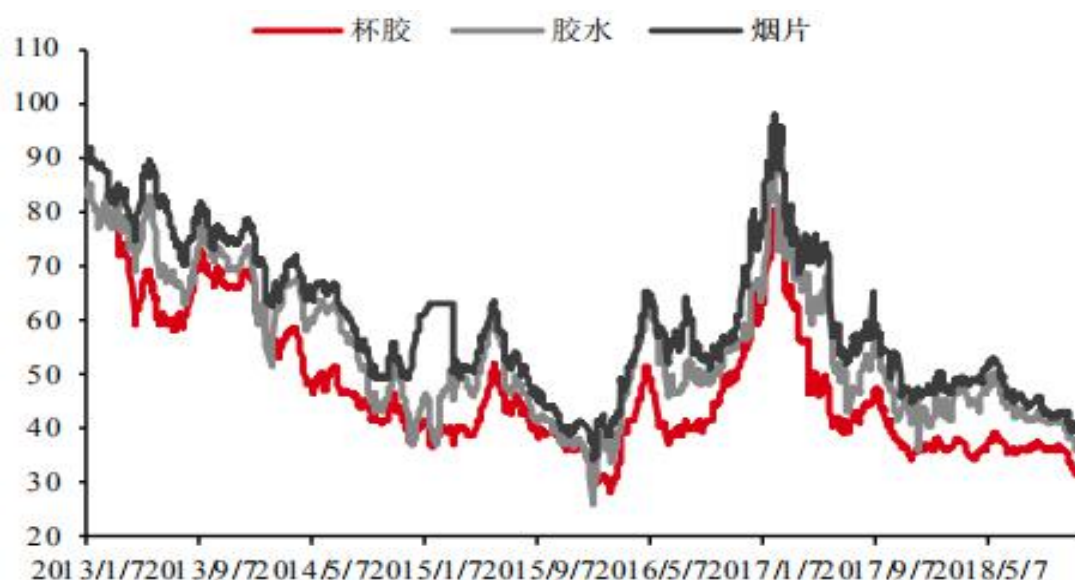
我国重卡市场累计销售 114.53 万辆，同比增长 3%。2018 年成为中国重卡行业发展史上第三个破百万辆的年份，同时更超越了 2017 年 111.7 万辆的历史销量最高点，创造了新的重卡年销量纪录。

第一商用车网指出，2018 年全年，一方面是行业产销量达到新高峰；另一方面是重卡行业进入红海，各家企业在各个细分领域内排位赛竞争更加激烈。由于上年同期销量高达 10.96 万辆，再加上 2019 年春节来临较早，物流业和重卡业都将较早迎来“春节淡季”。因此，1 月份的重卡市场销量预计将出现两位数下滑。

二、橡胶的成本区间

2.1、泰国割胶积极性临界点

图 2-1：泰国原料价格



资料来源：Wind、神华研究院

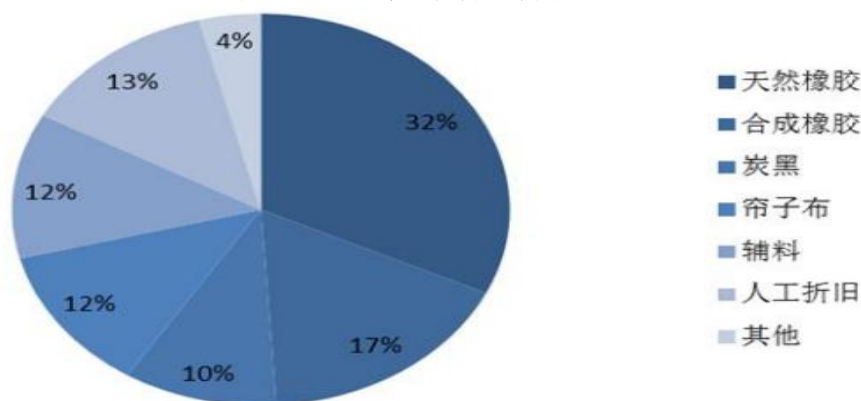
根据相关机构泰国调研得知，当胶水价格低于 50 铢/千克（换算成人民币约 10000 元/吨），杯胶低于 40 铢/千克时才会影响割胶积极性，处于影响积极性的临界位置，胶价继续下跌势必会影响到后续胶农的割胶积极性。

2.2、中国天然橡胶成本

作为高成本国家的中国，目前国内割胶的完全成本海南地区大概在 12500 元/吨，云南地区大概在 10500 元/吨，不过只有当原料价格低于割胶的劳动成本时才会出现大面积弃割现象，进而实际影响供应量。

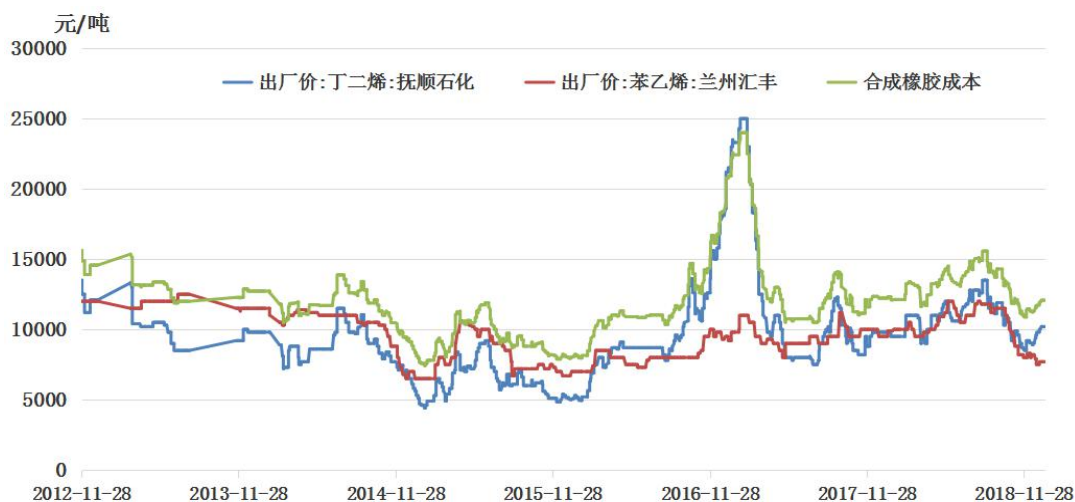
2.3、国内合成橡胶成本

图 2-2：轮胎中各成分占比



资料来源：Wind、神华研究院

图 2-3：国内合成橡胶成本



数据来源：Wind、神华研究院

图 2-4：天然橡胶现货价和合成橡胶现货价



数据来源：Wind、神华研究院

天然橡胶 70%左右的消费用于轮胎制造；在轮胎各成分占比中，通常天然橡胶占比在 32%左右、合成橡胶占比在 17%左右。而天然橡胶与合成橡胶在下游轮

胎使用上有替代关系，轮胎行业可以调整 5%-10%；这使得天然橡胶和合成橡胶价格具有联动性。

截至 2019 年 1 月中旬，合成橡胶的成本在 12300 元/吨附近，天然橡胶价格跌破此价位后，天然橡胶的价格优势将部分替代合成橡胶消费量；天然橡胶在需求方面会有所增加，同时替代品合成橡胶产量趋向减少，整体利好支撑橡胶价格反弹。据往年数据显示，天然橡胶现货价通常升水合成橡胶 1000-3000 元/吨，当前却贴水合成橡胶现货价约 800 元/吨；合成橡胶的成本线和价格皆高于天然橡胶现货价格，为后续胶价反弹提供空间。

三、胶价趋近成本线，天然橡胶看涨期权存机遇

1 月 4 日，证监会公布称，上海期货交易所的天然橡胶期权将在 1 月 28 日正式挂牌交易。天然橡胶作为重要的化工原料，一直以来价格波动较为剧烈。对相关产业链企业而言，一方面，天然橡胶期货的良好发展，为产业套期保值提供了充裕的流动性；另一方面，橡胶价格波动剧烈，企业避险需求强烈。在这种情况下，场内期权可以与期货相结合，补齐风险转移机制的最后一块拼图。

3.1、期权与期货的区别

图 3-1：期权与期货的区别

期权	期货
交易物不同 一种买卖的权利，在约定的期限内可以行权买入或卖出标的资产	标准的期货合约
履约保证不同 在期权交易中，买方最大的风险限于已经支付的权利金，故不需要支付履约保证金。而卖方面临较大风险，因而必须缴纳保证金作为履约担保。	在期货交易中，期货合约的买卖双方都要交纳一定比例的保证金。
盈亏的特点不同 买方的收益随市场价格的波动而波动，其最大亏损只限于购买期权的权利金；卖方的亏损随着市场价格的波动而波动，最大收益（即买方的最大损失）是权利金	期货的交易是线性的盈亏状态，交易双方则都面临着无限的盈利和无止境的亏损。

数据来源：资料整理、神华研究院

期权，是指一种能在未来某特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利。它是在期货的基础上产生的一种金融工具，给予买方（或持有者）购买或出售标的资产的权利。期权的持有者可以在该项期权规定的时间内选择买或不买、卖或不卖的权利，他可以实施该权利，也可以放弃该权利，而期权的出卖者则只负有期权合约规定的义务。

期权交易与期货交易的主要区别在于：

- (1) 期权与期货在投资者权利和义务方面不同。

期权是单向合约，期权的多头在支付权利金后即取得履行或不履行合约的权利而不必承担义务。期货合同是双向合同，交易双方都要承担期货合约到期交割的义务，如果不愿实际交割必须在有效期内冲销。

(2) 期权与期货的保证金制度不同。

期权交易中由于期权买方不承担行权的义务，因此只有期权卖方需要交纳保证金。期货合约的买卖双方都要缴纳一定的履约保证金。

(3) 期权与期货的盈亏特点不同。

期权的收益受标的价格、波动率、剩余期限等的变化而波动，是不固定的，其亏损只限于购买期权的费用；卖方的收益只是出售期权的所得权利金，其亏损则是不固定的。期货的交易双方都面临着无限收益和无限亏损的可能。

3.2、权利金波动与期货价格的关系

图 3-2：豆粕期权的权利金

标的	豆粕	合约	最新	涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	昨结算	组合策略				
到期日	20190408		2544	-26	-1.01%	680236	1809838	115716	2576	2584	2531	2577	2570					
溢价率	杠杆比率	内在价值	时间价值	卖价	买价	涨跌	最新	看涨	<行权价>	看跌	最新	涨跌	买价	卖价	时间价值	内在价值	杠杆比率	溢价率
0.88	11.75	194.0	22.5	219.0	216.5	-26.5	216.5	C	2350	P	15.0	-8.5	14.5	15.5	15.0	0.0	169.60	8.22
1.20	14.58	144.0	30.5	178.0	175.0	-29.5	174.5	C	2400	P	24.0	-10.5	23.5	24.0	24.0	0.0	106.00	6.60
1.79	18.24	94.0	45.5	141.5	139.5	-29.5	139.5	C	2450	P	37.0	-12.5	37.0	37.5	37.0	0.0	68.76	5.15
2.56	23.34	44.0	65.0	110.5	109.0	-28.5	109.0	C	2500	P	57.0	-10.5	56.5	57.5	57.0	0.0	44.63	3.97
3.58	29.93	0.0	85.0	85.5	84.0	-25.0	85.0	C	2550	P	81.5	-8.5	81.0	83.0	75.5	6.0	31.21	2.97
4.76	39.14	0.0	65.0	66.5	65.5	-21.5	65.0	C	2600	P	113.0	-3.5	112.0	114.0	57.0	56.0	22.51	2.24
6.19	49.40	0.0	51.5	52.0	51.5	-15.0	51.5	C	2650	P	147.5	1.0	147.0	148.5	41.5	106.0	17.25	1.63
7.72	62.81	0.0	40.5	41.0	40.0	-10.0	40.5	C	2700	P	186.0	6.0	185.0	187.0	30.0	156.0	13.68	1.18
9.36	79.50	0.0	32.0	32.5	32.0	-5.5	32.0	C	2750	P	228.0	11.0	227.0	228.5	22.0	206.0	11.16	0.86
11.10	96.00	0.0	26.5	26.5	26.0	-1.0	26.5	C	2800	P	274.5	17.5	270.5	273.0	18.5	256.0	9.27	0.73
12.85	121.14	0.0	21.0	21.5	21.0	1.5	21.0	C	2850	P	319.5	20.5	316.0	318.0	13.5	306.0	7.96	0.53
14.72	137.51	0.0	18.5	19.0	18.0	4.5	18.5	C	2900	P	364.0	21.0	362.0	364.5	8.0	356.0	6.99	0.31
16.55	169.60	0.0	15.0	15.0	14.5	5.5	15.0	C	2950	P	410.0	21.0	408.0	411.0	4.0	406.0	6.20	0.16
18.42	203.52	0.0	12.5	13.0	12.0	6.0	12.5	C	3000	P	460.5	25.0	456.5	458.0	4.5	456.0	5.52	0.18
20.30	242.29	0.0	10.5	11.0	10.0	6.5	10.5	C	3050	P	485.0	1.5	503.5	507.5	-21.0	506.0	5.25	-0.83
22.23	267.79	0.0	9.5	10.0	9.0	7.0	9.5	C	3100	P	539.5	7.5	553.5	557.5	-16.5	556.0	4.72	-0.65
24.15	299.29	0.0	8.5	9.0	8.5	7.0	8.5	C	3150	P	608.0	27.0	602.0	607.5	2.0	606.0	4.18	0.08
26.10	318.00	0.0	8.0	8.0	7.5	7.0	8.0	C	3200	P	655.0	24.5	654.0	657.0	-1.0	656.0	3.88	-0.04
28.03	363.43	0.0	7.0	7.5	7.0	6.5	7.0	C	3250	P	706.5	26.5	702.5	705.0	0.5	706.0	3.60	0.02

数据来源：文华财经、神华研究院

图 3-3：豆粕期权的权利金与期货价格关系

	建仓期货价格 2550 元/吨 (10 吨/手，保证金 10%)	期货价格上涨 10%	期货价格上涨 20%
期货多头	每手所需本金 2550 元/吨*10 吨 /手*10%=2550 元	每手收益 2550 (相对保证金收益率 100%)	每手收益 5100 (相对保证金收益率 200%)
期货空头		每手亏损 2550 (相对保证金亏损 100%)	每手亏损 5100 (相对保证金亏损 200%)
10%虚值 看涨期权	每手所需权利金 26.5 元/吨*10 吨 /手=265 元	权利金涨幅约 220% (26.5 涨至 85)	权利金涨幅约 840% (26.5 涨至 250)
若期货价格下跌 10%，平值看涨期权的权利金跌幅在 67%左右（85 跌至 26.5）； 期货价格下跌 20%，其权利金跌幅在 87.6%左右（85 跌至 10.5）；期权买方最大的 损失为所有的权利金。			

数据来源：文华财经、神华研究院

截至 2019 年 1 月 15 日，豆粕期货价格在 2550 元/吨附近，其对应的期权因行权价不同则权利金也有所差异，其中平值看涨期权的权利金为 85，权利金费率为 3.33%；10%虚值看涨期权即行权价为 2800 的看涨期权，其权利金为 26.5，权利金费率为 1.03%；20%虚值看涨期权即行权价为 3050 的看涨期权，其权利金为 10.5，权利金费率为 0.41%。而 10%实值看涨期权即行权价为 2300 的看涨期权，权利金约 250，权利金费率为 9.8%；其权利金是 10%虚值看涨期权的 9.4 倍。

若不考虑期权时间价值的损耗，当期货价格上涨 20%时：看多的投资者，在期货市场每手有 200%的收益（相对开仓之初所占保证金来说），而通过期权市场其收益率大致在 840%左右（相对权利金来说）。反之，看空的投资者则在期货市场每手亏损幅度约 200%（相对开仓之初所占保证金来说），而在期权市场其权利金跌幅在 87.6%左右（相对权利金来说）。期权买方在判断错误时最大损失为所付的权利金，而判断准确时，则有高杠杆放大效益，亏损有限而收益无限是其最大的特点。

一般来说，当期货价格跌至成本线附近及以下时，买入 10%-20%左右的虚值看涨期权通常会有较大的获利空间，而看跌期权则适合在期货价格大幅超出正常价值范围，涨势出现减缓后在高位买入持有。

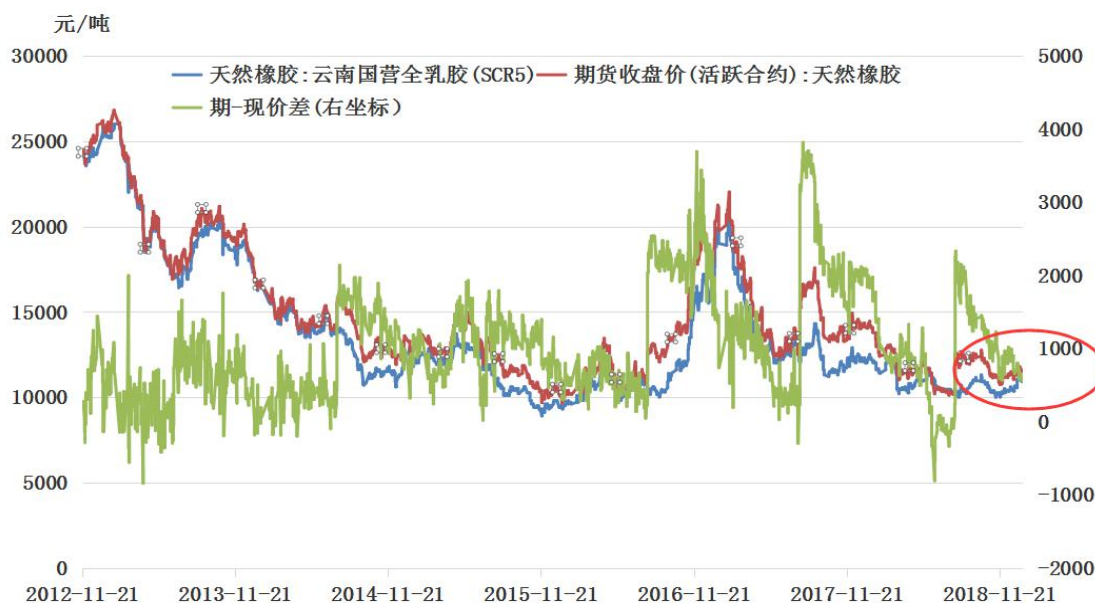
3.3、天然橡胶看涨期权存机遇

图 3-4：天然橡胶期货周 K 走势图



资料来源：Wind、神华研究院

图 3-5：天然橡胶期货与现货价差



资料来源：Wind、神华研究院

当前全球天然橡胶市场仍面临供应增加压力；而下游需求方面，我国作为第一大橡胶进口国，天然橡胶消费处低速增长，下游轮胎产量和汽车销量在 2018 年开始出现下滑，基于国内宏观经济增速放缓的外围环境下，需求量将维持平稳态势。若泰国等几大产胶国未采取实质的减产措施，未来 2-3 年天然橡胶将面临上下两难局面；下跌受割胶成本支撑，上涨受中长期供应过剩压制，大概率维持区间震荡格局；短期区间波动方向受供应淡旺季及突发恶劣天气影响。2019 年天然橡胶能否有效突破低位区间则需重点关注以泰国为首的产胶国相关减产计划及落实情况。

结合天然橡胶季度产量规律来看，第一季度供应量处年内低位，1 季度的供应量比 3 季度的供应量少 75-95 万吨，叠加低胶价对割胶积极性的打压，2019 年 1 季度天然橡胶供应压力相对较小。当前 1905 期价在 11500 元/吨附近徘徊，已跌破国内海南天然橡胶成本线，同时也逐渐趋近泰国胶农割胶积极性的临界点，近期在 11000 整数关有较强支撑；预计在全球割胶淡季的 1 季度，很可能在 10000-13000 区间呈偏强走势，11000 附近及以下短多参与，反弹至 12500 以上逢高减仓止盈，短期以逢回调做多波段操作为主。中长期来看，因其价格处低位区间，下探空间有限；可等待回调至成本一线或出现主产国联合减产、弃割等导致的产量下降等利好出现后的中长线做多机会。期权方面，待天然橡胶期权上市后，留意 1909 合约平值或 10%~20%虚值看涨期权的布多机会。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归神华研究院所有, 在未获得神华研究院书面授权下, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“神华研究院”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险, 入市须谨慎!



Miracle
China
神华期货
Miracle China Futures Company

一流的研究 带来一流的交易

