

场外期权助力天胶产业稳价保供

——申银万国期货服务云胶集团案例

一、项目背景

天然橡胶是国家重要战略资源和重要农产品，也是云南传统优势特色重点产业。申银万国期货有限公司（以下简称“申银万国期货”）自2017至2022年连续六年在原国家级贫困县开展天然橡胶“保险+期货”试点项目及场外期权项目。受新冠疫情影响，2022年天然橡胶经过年初的大幅下跌后，价格长期在相对低位维持宽幅波动行情，给胶农和胶企的经营带来巨大的不确定性。针对农产品价格波动、农产品企业存在个性化的风险管理需求等现状，申银万国期货及其风险管理子公司——申银万国智富投资有限公司（以下简称“申万智富”）的场外衍生品团队，深入研究天然橡胶的基本面，联合云胶集团在云南省多个植胶区合作开展天然橡胶场外期权项目——“期权稳产行动”。

二、服务方案与开展过程

（一）项目参与主体

云胶集团是云南省橡胶产业集团，负责推进西双版纳植胶区、红河市植胶区和普洱市植胶区的原料资源整合规划的实施，本项目惠及的农户为西双版纳、红河市以及普洱市的胶农。

（二）项目模式

本项目由云胶集团通过从申万智富购买场外期权，将天然橡胶价格风险转移给申万智富，申万智富再通过期货市场对冲风险。结合橡胶实际市场状况调研和对期权结构设计研究，申万智富场外团队选择了三个月期的看涨价差期权结构，挂钩天然橡胶标的 RU2301。

本模式主要有以下三个亮点：（1）以价差期权为主体，可以尽可能地降低期权价格，节约风险管理成本；（2）在价差设置上，根据对未来行情的预判把握价差的大小和参与率的高低，结合行情给到最合适的参数设置；（3）入场前、中、后积极研判行情，建立会商机制同客户保持沟通联系，依据他们的实际需求进行方案参数调整或提前平仓等操作。

（三）项目操作流程及风控

申万智富场外团队全程在场外期权专用账户内操作，采用不同时间间隔进行 Delta 对冲。期货端操作完全在场外期权专户内。项目运行期间，场外团队参考近三年的橡胶波动率分位统计图及橡胶 80 日历史波动率分位统计图（见表 1、图 1）情况，在持仓期间，关注市场变化，在出现极端行情时，结合市场波动率情况，在前期项目对冲经验的基础上，动态调整对冲波动率，优化对冲策略，降低对冲风险，最大限度地为客户提供更多风险保护。

表 1 波动率分位统计图

期 限	20 日	40 日	60 日	80 日
最小值	11.96%	13.69%	15.32%	16.26%
5%	14.00%	15.73%	16.84%	17.21%
25%	17.54%	18.66%	19.62%	20.39%

50%	21.70%	22.97%	23.49%	24.10%
75%	29.27%	27.48%	26.78%	26.60%
95%	38.84%	36.03%	34.56%	33.28%
最大值	44.65%	39.54%	37.25%	35.16%

数据来源：WIND 数据库

可以看出，80 日波动率整体范围在 15%- 40%之间。考虑到短期内波动性较大，采用 38%作为项目运行波动率。结合近期研判以及本结构的希腊字母特性，本方案的波动率风险可以得到很好的保护。

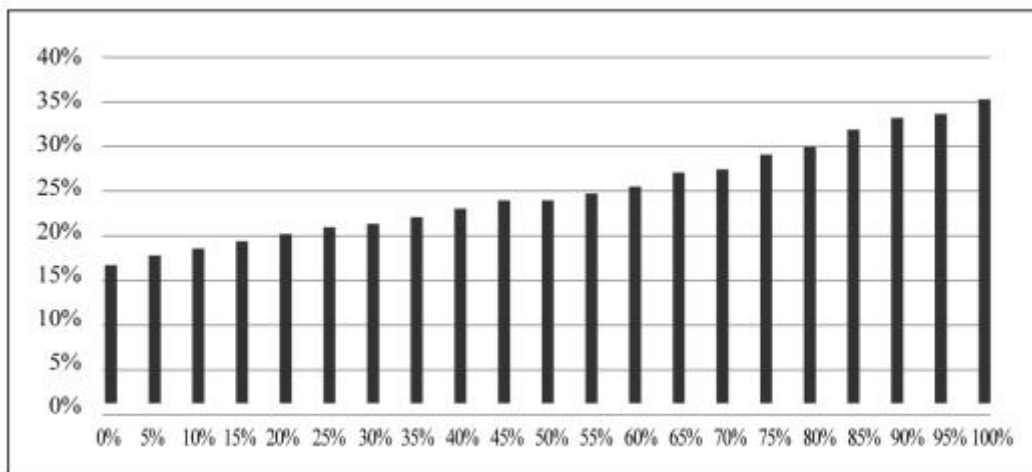


图 1 橡胶 80 日历史波动率分位统计图

三、项目总结

申银万国期货联合申万智富从“期权稳产行动”合约规则出发，积极培育引导云南地区胶企、胶农等的风险管理理念及对期权工具的认识。以前期已完结项目经验为基础，联合地方政府，持续推进服务项目。

在该项目中，申银万国期货代上海期货交易所垫付全额权利金 183.6 万元，解决了胶企资金压力，胶企无需缴纳期权费却规避了橡胶的价格风险。项目最终赔付 200.69 万元，

赔付率 109%，促进了胶农增产增收和当地天然橡胶产业持续健康发展，彰显了期货服务国家乡村振兴的担当与作为。