

# 含权贸易助力企业增收

——南华期货服务云南天然橡胶企业案例

## 一、项目背景

天然橡胶是我国重要的战略物资。2022年3月以来，受疫情影响，云南边境地区物流运输受阻，天然橡胶销售不畅导致云南地区仓库橡胶库存高企。在此背景下，南华期货股份有限公司风险管理子公司——浙江南华资本管理有限公司（以下简称“南华资本”）依托自身衍生品专业优势，通过含权贸易模式服务云南天然橡胶实体企业面临的问题。

2022年春节后，天然橡胶价格经历了一波持续的下跌，3月下旬标二现货价格处在低位，现货贴水盘面远期合约已经大幅缩小。由于担心疫情影响后市价格进一步下跌，当时很多实体企业有套保和销售需求，但是当时现货和期货价格都较低，低基差下套利商接货意愿也较差，现货销售非常困难。另一方面，受疫情影响天然橡胶下游企业需求一直没有起色，3月云南仓库库存超15多万吨，后续“替代种植”指标胶也会源源不断进入云南，天然橡胶供应压力非常大，在疫情下如何实现高价销售及套保成了企业急需解决的问题。

云胶集团是国有天然橡胶产业集团，通过自营加工厂从胶农手上采购胶水、胶块等原料生产加工标二胶、全乳胶等，成品主要放在版纳、昆明等仓库，再通过自身贸易公司销售给国内天然橡胶下游企业，全年有稳定的天然橡胶销售需求，

但由于今年上半年疫情导致天然橡胶价格持续下跌，天然橡胶期货远月合约升水较低，若直接进场建仓空头期货合约套保价格不合适。如果未来天然橡胶价格上涨，企业愿意在价格较高时大量销售天然橡胶现货。若未来天然橡胶价格大涨，企业也愿意在一定点位多卖出些现货库存。此时云胶集团判断天然橡胶短期内没有大幅上涨或下跌的可能，希望借此时机，在一定价格区间内慢慢高价销售在库货物。

## 二、服务方案与开展过程

### （一）产品设计原理

考虑到云胶集团有长期销售天然橡胶现货的需求，结合当前期货远期价格偏低的背景，需要购买看跌期权来防范天然橡胶价格下跌风险。但是单纯购买看跌期权的权利金很高，此时可以搭配卖出看涨期权来降低权利金。同时，云胶集团表达在价格较高时愿意大量销售的意愿，所以一份买入看跌期权可以搭配多份卖出看涨期权。若为了进一步降低云胶集团支付的权利金，买入的看跌期权也可以设计成碰到即敲出结构。简单而言，云胶集团在买入一份向下敲出的看跌期权同时又卖出多份向上看涨期权来合成一个看跌的头寸。

同时，南华资本将产品设计成每日观察的期权合约，每日盘后按照期货收盘价结算一定数量的标的，以达到高价分批销售目的，从而将这种累计期权结构运用到贸易中。在和云胶集团充分沟通后，南华资本量身定做的“一口价+累计舍权”服务方案契合了云胶集团当时的销售诉求。

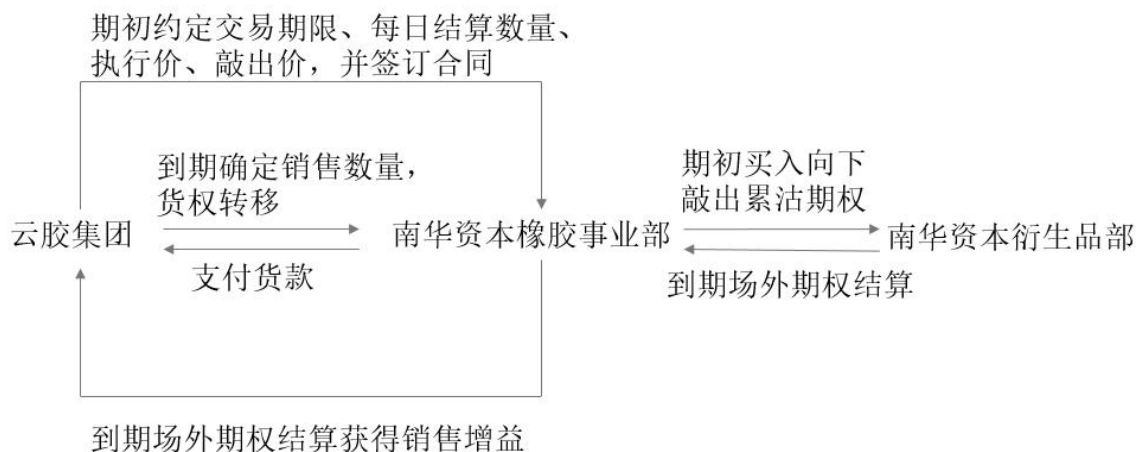


图1 “一口价+累计含权”模式流程图

## (二) 具体交易流程

1. 交易期限：合同起始日 2022 年 3 月 22 日，到期日 2022 年 4 月 25 日，共计 23 个交易日。

2. 每日结算情况：若上海期货交易所天然橡胶合约 RU2205 合约（以下简称“RU2205 合约”）每日收盘价（以下以“T”表示）

(1)  $T > 13860$  元/吨，结算数量 150 吨/日，橡胶事业部赔付给南华资本衍生品部  $T - 13860$  元/吨。

(2)  $13170 < T \leq 13860$  元/吨，结算数量 50 吨/日，橡胶事业部获得  $13860 - T$  元/吨

(3)  $T \leq 13170$  元/吨，无赔付；

3. 每日结算，等合约到期后统一划转资金。

表 1 累计期权交易明细表

要素	累计期权合约
标的合约	RU2205
产品期限	23 个交易日
收益观察日	每天观察
敲出价【H】	13170

进场价 $S_0$	13470
执行价【k】	13860
每日结算数量	50 吨
系数 G	3

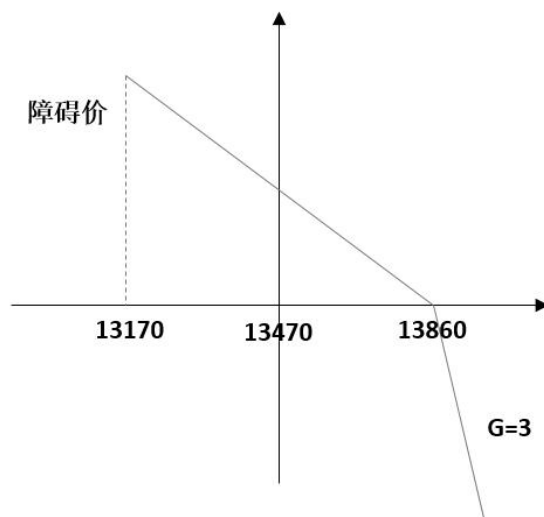


图 2 每个观察日损益结构图

项目期间，天然橡胶期货合约的价格基本在执行价与敲出价格区间波动，客户获得了稳定的高价销售现货需求（高于当时现货市场价）。

云胶集团以其全资子公司青岛云象国际贸易有限公司和南华资本橡胶事业部签订销售合同。

表 2 现货销售合同明细

品名	型号	暂定数量 (吨)	含税单价 (元/吨)	暂定含税总金额 (元)
天然橡胶	SCR10	3450	12125	41831250.00

结合客户的累计期权头寸，客户现货销售情况如下。上海期货交易所天然橡胶合约 RU2205 合约，如果 RU2205 合约每日收盘价（以下以“T”表示）：

(1)  $T > 13860$  元/吨，结算数量 150 吨/日，单价 12125 元/吨；

(2)  $13170 < T \leq 13860$  元/吨，结算数量 50 吨/日，单价 12125 元/吨；

(3)  $T \leq 13170$  元/吨，无成交；

当 RU2205 价格在 13860 元以上，客户可以 12125 元/吨销售 150 吨天然橡胶现货给南华资本橡胶事业部；当 RU2205 价格小于等于 13860 元且大于 13170 元，客户可以用 12125 元/吨销售 50 吨天然橡胶现货给南华资本橡胶事业部；当 RU2205 价格小于等于 13170 元，客户则不进行销售。

### (三) 交易执行情况

本项目交易期间共有 23 个交易日，在交易期间，收盘价低于执行价且高于敲出价格为 19 天，累计结算 950 吨，收盘价低于敲出价格仅 4 天。按照 3 月 22 日当天标二市场成交价 11800 元/吨左右价格，云胶集团获得销售橡胶高卖收益 308750 元。

## 三、项目总结

橡胶现货贸易的发展经历了最初的“一口价”贸易到市场普遍接受的基差点价交易，再到最近几年逐渐被市场所熟悉的含权贸易，随着橡胶贸易行业逐渐走向成熟，企业对于价格管理的需求也在逐渐提升，企业希望得到更丰富、全面的风险管理服务。

本项目融合了南华资本的场外衍生品业务和期现业务各自的优势，将场外期权嵌入现货贸易中，帮助云胶集团在疫情特殊条件下实现高价销售货物，规避了企业的库存下跌风险，保障了天然橡胶产业链上下游供应链的畅通。

累计含权贸易模式因可以较好匹配企业自身经营需求而得到服务对象的认可。此项目到期以后，云胶集团又与南华资本连续开展多笔含权贸易，累计增收近百万，取得了较好的风险管理效果。