

橡胶期现联动 期权稳产行动

——南华期货服务龙头胶企案例

【案例摘要】近年来，天然橡胶价格波动加剧，胶农、胶工、胶企步履艰难，亟需探索可持续的保供稳价机制。南华期货在上期所的支持下持续多年开展了服务云胶集团和海胶集团的场外期权稳产行动，通过“场外期权+二次结算”模式，将金融资源透过龙头企业向胶农倾斜，让胶农实际增收达1605.16万元，推动了橡胶产业的可持续发展。

一、项目背景

天然橡胶不仅是国家战略物资，也是海南和云南热带特色农业的支柱产业，引导天然橡胶产业的持续健康稳定发展，具有重要的经济、社会及政治意义。但多年来，天然橡胶价格持续低迷，价贱伤农，弃管弃种，甚至砍树改种是困死过无数胶企胶农的无解窘境。在当前中美贸易摩擦不断升级、美国等西方国家对中国加大实施遏制战略的背景下，我国亟需保护胶农和胶企种胶、割胶积极性，提升胶企生产经营管理水平，保障国家天然橡胶供给安全。

为发挥期货行业专业优势、服务国家整体战略，维护实体企业和农业不因市场价格波动受到利益损害，南华期货及南华资本在上海期货交易所的支持下，进行了服务云南天然橡胶产业集团有限公司（下称“云胶集团”）和海南天然橡胶产业集团股份有限公司（下称“海胶集团”）两个天然橡胶龙头企业的场外期权稳产行动。

二、服务方案与开展过程

（一）“场外期权+二次结算”模式

“场外期权+二次结算”的模式弥补了传统“保险+期货”仅保障农作物价格方面的不足，既保障了胶厂有稳定的胶水货源，保障天然橡胶生产产量的稳定性，同时又提高了胶农割胶售胶的价格，为胶农收益提供了有力保护，提高了胶农种胶割胶积极性。

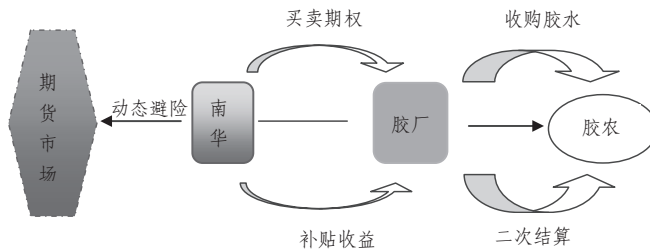


图 1：“场外期权 + 二次结算”流程图

本次“场外期权 + 二次结算”服务龙头企业的案例，在原有“场外期权”的基础上附加胶企胶厂向胶农收购胶水的业务。胶厂按照市场价格向胶农收购天然橡胶原料，同时通过试点项目的期权费补贴，胶厂获得了相应的场外期权对冲价格风险。一旦场外期权被执行产生收益，期货风险管理子公司向龙头企业支付场外期权收益，而胶厂则全部以适当方式按照收购数量直接补贴到收购天然橡胶的原料价格上。

南华期货风险管理子公司，作为该场外期权的提供商，推动天然橡胶价格风险转移，通过前端龙头企业的对接来建立价格风险“收集—聚合—传导—分散”的良性机制，真正形成天然橡胶市场价格波动风险的长期可持续管理模式。

（二）期权方案

在试点项目中，南华资本属于场外期权产品的提供商，帮助云胶集团和海胶集团配合行情设计场外期权方案，以满足天然橡胶龙头企业在采购胶水及销售现货中对价格波动风险的管理需求。以下为南华资本历年最常用的场外期权方案：

表 1：期权方案要素表

产品名称	欧式价差看涨 / 跌期权
产品入场方法	两期分批入场
标的合约	天然橡胶主力合约
期权期限	2 个月 *2
目标价格 (K)	买平值入场 (K)、卖价差入场 (K1)
结算价	期末结算价 (St) = 到期日期货收盘价
到期赔付	1. 看涨到期赔付 = $\text{MIN}\{\text{期末结算价 (St)} - \text{目标价格 (K)}, \text{价差价格 (K1)} - \text{目标价格 (K)}\} * \text{合约数量}$ 2. 看跌到期赔付 = $\text{MIN}\{\text{目标价格 (K)} - \text{期末结算价 (St)}, \text{目标价格 (K)} - \text{价差价格 (K1)}\} * \text{合约数量}$

(续)

期权产品效果	- 两期入场可以避免套保放在同一个篮子里的价位； - 重点保护，平值入场后一定的价差内全保； - 最多每一期可有 $ K-K1 $ 每吨的赔付。
提前终止情况	本产品方案允许期权买方有权提前终止期权。假设期权生效日为 T，那么从 T+1 日起，期权买方有权在到期日前的任一交易日以指定价格提前终止期权，指定价格与南华资本协商确定。

(三) 对冲模型

项目采用传统对冲模式。例如：龙头企业买入期权，南华资本卖出期权，通过在期货市场上利用期货合约复制期权完成对冲。进行对冲首要需要了解期权的变化，期权的风险指针通常用希腊字母来表示，包括： Δ 值、 Γ 值、 Θ 值、 ν 值、 ρ 值等。期权交易员为公司卖出期权后会面临管理组合风险的问题。期权交易者管理交易的目的在一定程度上就是管理组合的希腊值，将期权头寸分解为若干容易理解的风险组成部分，可以运用希腊字母衡量风险暴露情况。

在实际对冲操作中，采用了基于 Δ 中性的动态对冲策略。本质上，该策略的原理是在持有期权的基础上，通过买卖期货，构建一个 Δ 中性的投资组合，使得期货端的风险能够与期权端的风险完全对冲，即无论标的上涨还是下跌，整个投资组合的收益风险接近于 0，使整个组合的 Δ 重新回归到 0 的状态。这样一个建仓和调仓的过程，称之为基于 Δ 中性的动态对冲。

(四) 二次结算

龙头企业在试点区域内以市场价格收购天然橡胶原料，同时把售胶农户的相关信息以适当的方式记录在案，确定受益人名单和相应受益数量。一旦试点项目中场外期权被执行产生收益，龙头企业将此收益对应的受益数量按照实际收购的现货数量进行分配，并按照上述名单中受益人实际交售的天然橡胶原料数量计算其收益。同时，收益结果会在受益人群所在区域以合理和通行的方式进行公示。公示完毕后，划转至受益人的银行账户上。

三、项目总结

(一) 保障胶农割胶收入

本案例根据胶厂的具体情况和胶农的种植周期，设置了看涨和看跌两种方案，可以实现两种效果。一是兜底保障收购价，胶厂先行收购胶水，后续若天然橡胶价格上涨，由场外期权的收益来进行二次结算。胶农不必看市场行情出售，不怕胶水价格卖低了，

保障了割胶售胶收入。二是锁定胶水收购价，胶农先行锁定收购价格，无论后续天然橡胶价格是否下跌，胶农仍能卖上好价格。

“期权稳产行动”精准捕捉胶农需求，给胶农提供了卖胶保障，提高了胶农的经济收入，助力胶区巩固脱贫攻坚成果和乡村振兴战略的实施。

1. 三年海胶

2023 年，在上期所的支持下，南华期货 / 南华资本连续第三年联合海胶集团将场外期权稳产行动圆满落地实施。三年项目试点 8440 吨，涉及场外期权权利金 596.53 万元，项目透过收购胶水的二次结算给胶农增收 640.7 万余元。

表 2：三年海胶项目收益表

	数量 (吨)	权利金	期权收益 (万)	收益率
2021 海胶场外项目	3000	229.5	261.4095	113.90%
2022 海胶场外项目	2540	182.88	186.60364	102.04%
2023 海胶场外项目	2900	184.15	192.6963	104.64%
总计	8440	596.53	640.70944	107.41%

2. 五载云胶

2023 年，是南华期货 / 南华资本与云胶集团进行期权稳产行动的第五年，试点规模 3460 吨，为其管理天然橡胶价格风险，最终期权收益 232.339 万元，实现赔付率 105.75%。五年来，南华在云胶集团试点承做规模 13110 吨，给胶农二次结算增收逾 964.46 万元，有助于实现天然橡胶市场价格波动风险的长期可持续管理，受到了当地政府、云胶集团、广大胶农的关注和欢迎。

表 3：五年云胶项目收益表

	数量 (吨)	权利金	期权收益 (万)	收益率
2019 云胶场外项目	1900	152	95.19	62.63%
2020 云胶场外项目	2100	151.2	195	128.97%
2021 云胶场外项目	3000	229.5	235.838	102.76%
2022 云胶场外项目	2650	190.8	206.09315	108.02%
2023 云胶场外项目	3460	219.71	232.339	105.75%
总计	13110	943.21	964.46015	102.2530%

（二）保障天然橡胶供给安全

天然橡胶是重要的国家战略资源。本案例的“场外期权+二次结算”模式探索出了深层次多方位的企垦地合作机制，将金融资源透过龙头企业向胶农倾斜，让胶农们享受到了金融服务实体经济的好处，从而激发胶农的种胶、割胶积极性，推动橡胶产业的可持续发展，保障国家天然橡胶供给安全。

“场外期权+二次结算”模式通过将期货和现货相结合，利用场外期权工具服务龙头企业，促成龙头企业在对胶农的胶水收购中使用二次结算的方法。胶水收购价格的二次结算，实现了胶农卖胶价格的风险转移，缓解了天然橡胶弃割、改种的现象。

（三）促进天然橡胶产业发展

从促进产业本身的规模发展与融合创新来看，本次“场外期权+二次结算”的融合创新是可持续发展的良性互动。“场外期权+二次结算”为龙头企业提供了一个有效的价格风险管理工具，为胶农卖胶收入风险提供了二次保障，织密扎牢了天然橡胶价格波动风险管理网，为当地天然橡胶产业发展注入新活力。

近五年来，天然橡胶场外期权稳产行动项目在龙头企业的开展，引导和整合了期货和现货两大板块资源，推动整个产业链条从上游到下游的延伸，使得金融资源从上游胶企让渡至下游胶农，而价格风险从下游胶农“二次结算”规避至上游胶企，又透过场外期权转移至期货公司。整个链条上龙头胶企、胶农、期货等主体实现多赢，对于完善我国天然橡胶价格形成机制具有积极的探索意义。