

20 号胶 上市意义及套期保值应用

LAUNCHING SIGNIFICANCE AND HEDGING APPLICATION OF TSR20 FUTURES

鲁证期货济南营业部 高萍

20 号胶是标准胶的一种。2019 年 8 月 12 日，20 号胶期货合约在上海期货交易所（下简称上期所）子公司上海国际能源交易中心顺利挂牌上市，自上市以来备受境内、外投资者的关注与重视。当前上海期货交易所已经对 37 个国家与地区在资本市场对接方面的法律做了深入研究，并将这些国家投资者参与中国期货市场的可行性分析通过各种渠道分享给了全市场的投资者和监管机构。在这种环境下，20 号胶期货作为一个国际化品种，在未来将会受到更多境内、外投资者的青睐。

一、20 号胶市场现状

目前我国已成为全球第二大经济体和第一大货物贸易国，也是天然橡胶的全球第一大进口国、消费国及主要主产国。此外，我国天然橡胶的进出口贸易非常活跃，天胶价格波动剧烈。因为轮胎消费占天胶消费七成以上，而 20 号胶又广泛应用于轮胎生产，其 80% 左右的进口依赖度使轮胎企业在天胶消费过程中面临更多的价格波动风险。

全球天然橡胶总割胶面积自 2018 年起增速放缓（图 1、图 2），预计 2021 年总割胶面积达峰值，从 2022 年开始割胶面积将出现下降。在没有其它因素的影响下，当前全球天然橡胶仍处于产量增速期，但增速已放缓，预计将持续到 2021 年。

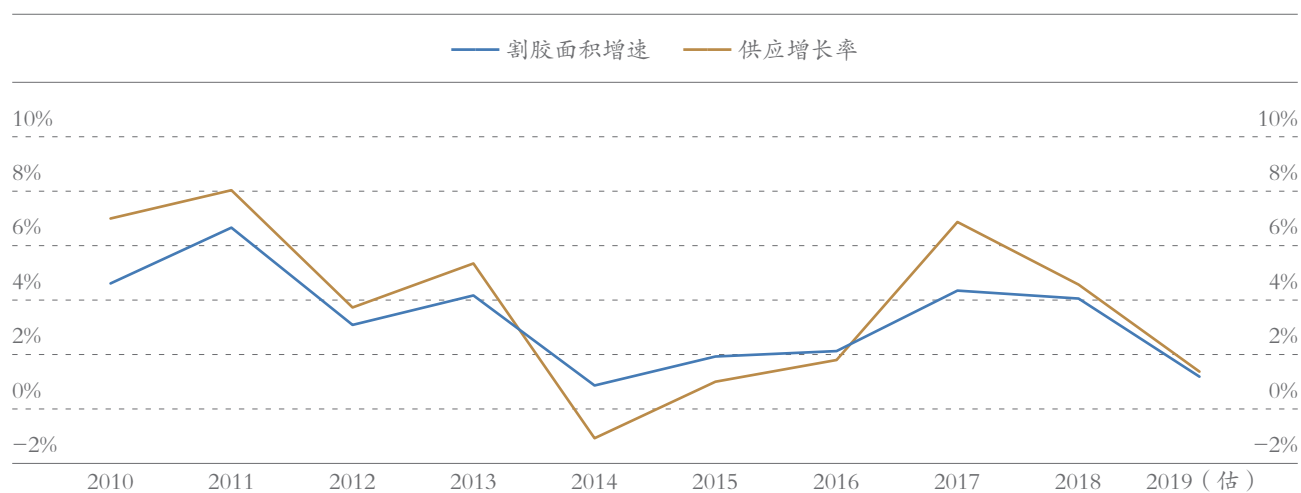
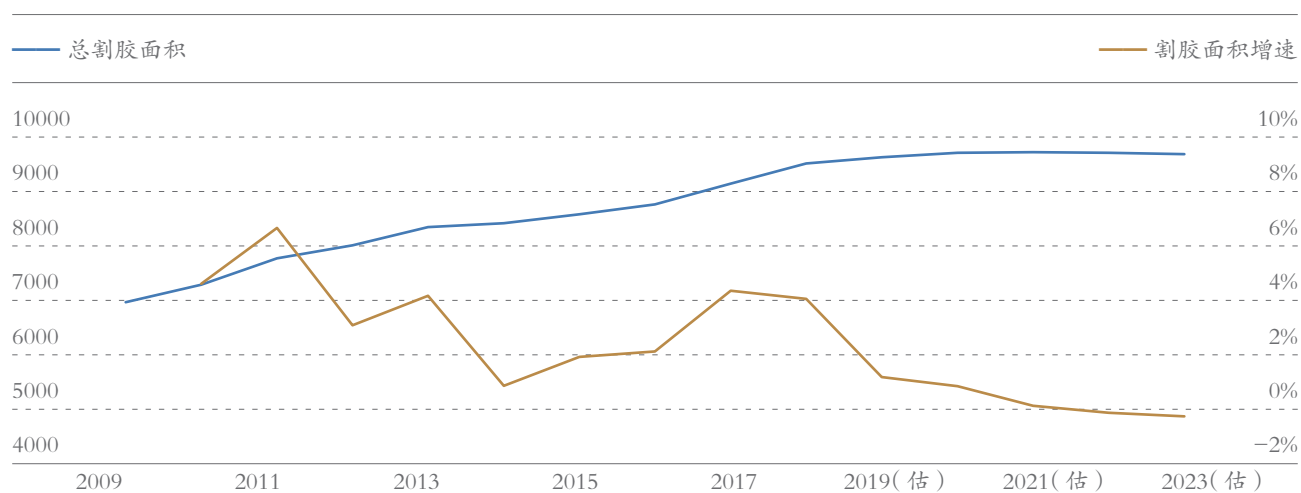


图 1：全球割胶面积增速与供应增速



数据来源：中华人民共和国海关总署

图 2：全球总割胶面积（千公顷）与其增速

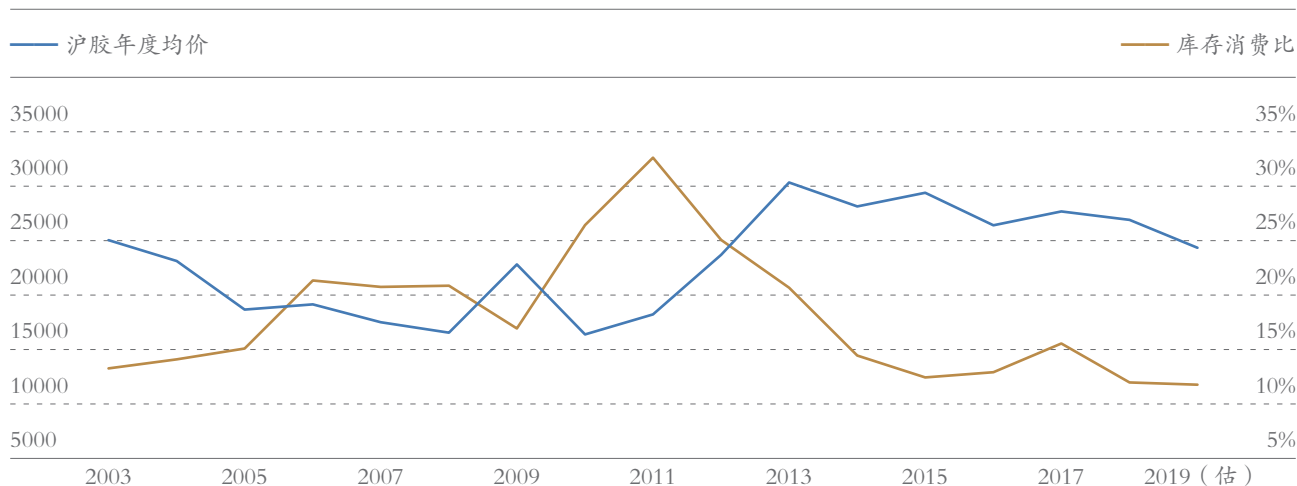


图 3：沪胶年均价与全球库存消费比

如图 3 所示，上期所天然橡胶期货（下简称沪胶）均价与全球库存消费比呈反向走势。在库存消费比处于 24% 以上时，其是较高水平，将伴随着沪胶价格的低价运行。预计 2019 年库存消费比约为 24.43%，处于较高位置；预计 2019 年整体均价与 2018 年的 11984 元 / 吨不会相差太大，截至目前 2019 年均价为 11769 元 / 吨，预计之后价格将围绕这一均价上下震荡，并且下方空间有限。20 号胶上市以来 RU2001 与 NR2002 价差在 1450-1800 元 / 吨区间波动。

从供应周期及库存角度概括来看，天然橡胶预计仍维持低位震荡的状态，但目前处于全球去库存初期，库存消费比开始回落，所以下方空间也有限。

二、20 号胶期货上市意义重大

（一）影响国内胶种格局

由于沪胶交割制度及全乳升水标胶等因素，远月合约给出很高的溢价，上游加工厂有较高的交割

利润，以至于当季新全乳在市场无法流通。当上一年老全乳集中交割注销仓单后，由于与远月合约价差较大，吸引非标套利入场，也很难在市场流通，国内下游制品厂因而选择越南 3L 天然橡胶作为全乳胶的替代品。20 号胶期货的上市，一定程度上改变了全乳胶高升水局面，利于老全乳的去库存速度，提高全乳胶市场流通率，同时使国内工厂也可参与 20 号胶的交割。增加一个交割品种，对国内几大天然橡胶加工厂的生产线转型有推动作用，优化了国产胶加工厂的生产及经营，在交割利润有起伏的时候，可以择优生产。

（二）提升我国定价影响力

我国商品期货市场还处于发展的阶段，要持续健康地发展，就一定要更快、更稳步地扩容。虽然沪胶市场现在属于全球比较重要的交易中心，但沪胶的交割标的并不是市场主流胶种，20 号胶期货的上市是市场的必然选择。

2017 年我国进口天然橡胶 566 万余吨，创进

口量新高，约占全球总产量的 42% 左右。目前我国已是 20 号胶的全球第一大进口国，能否掌握定价权十分关键。20 号胶期货在国内上市，可增加国内企业在期货市场的参与度，更能反映国内企业对于价格的预期。海外市场在进行询、报价时，将更多参考国内 20 号胶期货的价格，有利于提升我国在国际天然橡胶市场上的定价影响能力。

（三）交割品贴近下游实体需求，利于产业链参与

目前上期所橡胶 RU 期货合约的国产交割品为国产全乳胶（SCR WF）和进口 3 号烟胶片，全乳胶主要用于橡胶制品，少量用于轮胎（主要用于生产品级较低的斜交胎）。显然，RU 期货合约与下游轮胎企业主要消费的胶种并不对应，一定程度上导致下游轮胎企业参与期货市场的意愿不高。

20 号胶期货的上市，则弥补了这一空缺。净价交易、保税交割，符合轮胎生产企业的切实诉求。20 号胶期货的上市将会提高轮胎企业参与套保的积极性，及其利用衍生品工具降低企业经营风险以满足实体企业多元化风险管理需求。首先，交割品更贴近实体经济，有利于整个产业链的优化。20 号胶作为下游消费的主要胶种，产业需求及资金量庞大，其上市尤其会增加国内产业链中、下游的参与兴趣，直接参与交割与套保的意愿更大，从而增加 20 号胶期货的持仓量和成交量，资金或从现在的沪胶部分转移至 20 号胶。另一方面，国内当下的非标套利模式也会发生变化，由非标套利变为标仓套利，套利者也可直接在期货盘面实现跨品种套利，节约交易成本的同时也降低风险，增加交割品的现货市场流动性，也降低因非标套利造成库存积压，更加体现

出期货市场价格发现的功能。这个套利模式的改变，也降低了市场的准入门槛，在出现套利机会的时候市场能迅速修复，降低不合理的价差，套利收益相比之前要降低。

（四）采用连续月合约，月间套利缩小

因为上期所 RU 合约交割制度，当年注册的橡胶仓单截至次年的 11 月 30 日转为现货胶，且不能再进入期货市场交割，使新一季沪胶具有天然的升水，也使其具有天然的空头属性，导致每年最后一个主力合约 09 合约、最后一个交割合约 11 合约的交割压力都较大，同时也给市场提供了正套机会。

20 号胶期货将复制原油期货相关政策，采用连续月合约。在连续月合约下，近远月价差将反映期现价差，交割制度也将被改变，01 合约的新胶溢价将大幅降低，使得 1-9 价差的套利空间大幅收窄。

三、企业如何运用 20 号胶期货套期保值

套期保值需要结合企业实际生产、经营情况，制定相应的风险管理策略，生产者、贸易者与消费者，不同类型的企业保值的目的是与风险管理的需求不同，意味着对应的策略亦不同。

（一）价格避险型

这一类型的企业的目的在于规避 20 号胶现货的价格波动风险。比如：上游的加工厂担心成品价格下跌，库存价值降低；中游贸易商担心现货价格下跌，库存贬值，或担心现货价格上涨，采购成本上升致提前给下游卖出的现货利润缩水；下游轮胎厂担心采购价格上涨，侵蚀轮胎加工利润等（图 4）。20 号胶期货的上市，使企业在天胶套期保值上又多了一项工具，从而更直接地规避 20 号胶现货的价格

波动给企业生产经营带来的风险，一定程度上降低了套期保值中的基差风险。由于目的是使得风险最

小化，因此企业套期保值全过程的核心是销售部、采购部，套保规模依据采购计划和销售情况确定。

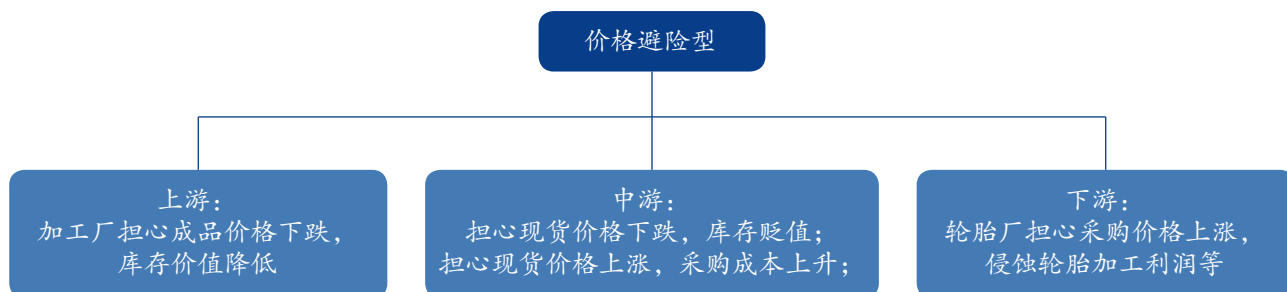


图 4：价格避险型企业运用 20 号胶期货套期保值

（二）价差逐利型

市场一些操作稍激进、目的可能不仅仅是规避价格波动风险的企业，通过 20 号胶期货与现货的价差来获利。比较常见的两种操作是正套与反套。当期货价格高于现货价格，且通过计算价差高于资金成本与仓储成本等成本之和时，企业买入现货空期货做价差回归；当期货价格低于现货价格且低于资金成本与仓储等成本之和时，企业买入期货并向第三方自签订卖出现货的合同，来赚取价差回归的利

润。这类操作需要企业对于天然橡胶产业具有比较专业的判断，同时套期保值过程的核心层在于期货部，企业需要建立比较健全的期货部与交易制度等。

（三）组合投资型

天然橡胶因生产国、加工工艺、指标等方面的不同，可分为很多胶种。这些胶种又因下游需求、市场占有率及加工成本等因素，或多或少存在一些价差（图 5）。之前企业只能利用沪胶作为与各类胶种组合投资的工具，当下企业又多了 20 号胶期货

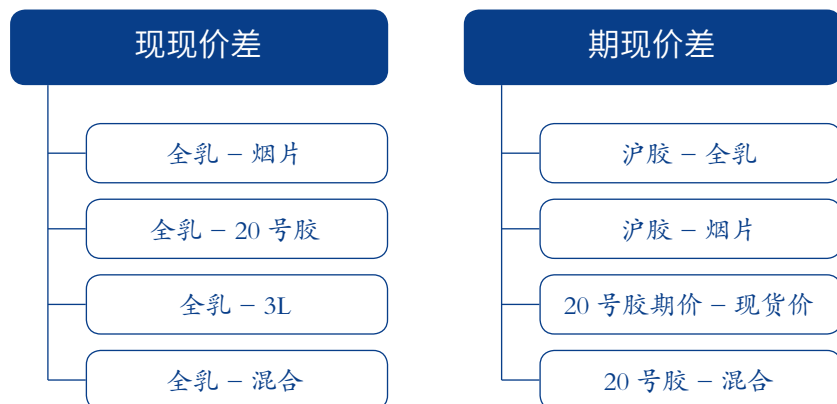


图 5：胶种价差类型

作为一种投资工具，增加了投资组合的多样性，降低了投资风险，提高了利润的稳定性。这类投资需要企业对于现现价差、期现价差都具有比较深厚的了解基础，企业的期货部是套保过程中的核心层，投资目标为实现投资组合的收益最大化和风险最小化，利用不同胶种与不同期货价格之间价差的波动来获取收益。

近年来，越来越多的企业参与期货市场套期保值，从经纪商到投资者都更加专业，更加理性地看待期货市场。未来期货市场会推出更多的品种，为企业进一步的发展与稳定经营提供更专业、更广泛的平台。

（责任编辑：张文东）