

研究员信息

【橡胶】天胶寻底道阻且长，不悲亦不喜

化工组：叶海文

0592-5822690

yehw@itf.com

执业证号：F3029357

相关研究：

季节性供应压力凸显，沪胶难以乐观

2018.06.08

基本面支撑趋弱，沪胶短期或将承压

2018.05.28

打了鸡血的沪胶多头，反弹能否持续？

2018.05.21

卷入贸易战的橡胶影响有多少？

2018.04.10

“贸易战”硝烟四起，弱沪胶雪上加霜

2018.03.23

沪胶短期偏强，长期弱势难改

2018.03.02

陷入“泥潭”的沪胶该如何自拔？

2018.02.01

摘要：

宏观：全球经济体所处的经济周期不尽相同，但是货币政策上却殊途同归，逐步趋紧的流动性对于大宗商品将会带来利空影响；全球贸易保护主义逐步抬头，以美国为主导的贸易摩擦事件此起彼伏，下半年经济增长外部环境的不确定性有所加大，对外需恐产生拖累影响。

供需基本面：2018年全球天胶产量仍处于释放周期，供过于求的局面在短期内难以得到彻底扭转。下半年将迎来高产期，供给端的压力将逐步释放，在目前看来今年产量有望继续增长，供给方面需重点关注产区天气、主产国的政策措施以及中游库存的变化。需求上，由于基建及房地产支撑走弱，内需维持相对平稳，并无较大的亮点可言；外需由于全球贸易摩擦此起彼伏，因为外部环境的不确定性增长，将面临着内忧外患的艰难处境。尽管沪胶已经接近10000元/吨的重要关口，目前的价格对于胶农割胶的吸引力也有所减小，天胶的价格已经处于国内的种植成本线附近，但是由于国外主产区整体的种植成本较低，价格处于尚属可接受的范围内，还不至于出现大面积弃割或者砍树的现象，短期内天胶的产能依旧存在，因此成本端支撑的效应尚未有效显现。唯有后期价格持续探底，深跌至国外种植成本线后引发更大规模的弃割或改种，且持续探底的时间足够长届时才能真正夯实天胶的价格底部。**对于下半年的行情我们依然以偏空的角度来看待，天胶寻底之路道阻且长，由于目前绝对价格已经处于相对较低的区域，因此不悲亦不喜。**

操作策略：尽管我们依旧看空，底部也尚未形成，由于本轮行情已经逐步进入尾声，后期操作难度会逐步加大，因此建议结合现价价差的变化，在期现价差大幅拉大时逢高抛空，长期多单暂勿入场；此外较为稳妥的机会可以关注内外盘的价差套利操作。

风险关注：主产国政策、产区异常天气、国储局轮储、贸易摩擦升级、20#标胶上市。

目 录

一、行情回顾	3
(一) 沪胶走势回顾	3
(二) 盘面价差分析	3
1、1-5 与 5-9 价差维持平稳	3
2、政策扰动, 1-9 价差剧烈变化	4
3、内外盘价差	5
二、宏观环境展望	6
(一) 全球流动性趋紧	6
1、美联储加息仍是主旋律	6
2、国内宽货币+紧信用	6
(二) 基建、地产投资走弱, 贸易摩擦此起彼伏	7
1、基建、地产投资稳中有降	7
2、贸易战持续演进	8
三、产业链供需分析	9
(一) 天胶仍处增产周期	9
(二) 进口量反季节增加, 库存依然高企	11
(三) 需求平稳, 难有亮点	13
1、轮胎厂开工率有所回升	13
2、汽车产销增速回升, 库存仍处高位	14
3、重卡销售增速下滑, 货运表现不佳	15
4、出口增速维持低位, 外需形势仍然严峻	16
(四) 政策影响	17
1、抛储和轮储	17
2、主产国挺价措施	19
3、20 号标胶上市	21
四、结语	21
免责声明	22
联系方式	22

一、行情回顾

(一) 沪胶走势回顾

2018年上半年天胶依旧维持向下寻底的节奏，符合我们此前在年报中的判断。沪胶在自身基本面弱勢的情况下，叠加上半年国内外宏观环境偏空的气氛，价格始终难以跳脱出泥淖，期间行情一路向下，一度触及10000元/吨的关口。上半年天胶的行情走势可以分为三个阶段来看。**第一阶段（年初到2月中旬）**，从2017年10月份以来天胶价格横盘震荡长达四个月之久，僵局终于在一月中下旬开始打破，到春节前夕沪胶从14500跌至12500一带，期间的暴跌主要是源于期货的高升水格局，价差得到大幅修复。**第二阶段（2月中旬到3月底）**，沪胶小幅反弹至13300元/吨一带，在中美贸易战消息的影响下继续向下寻底，最低跌至11000元/吨附近。**第三阶段（4月初至6月底）**，前期由于主产国限制出口政策影响，国内进口数量大幅降低，保税区库存进入去化周期，因此支撑了沪胶在11000-12300元/吨的区间震荡行情。进入6月份随着上游供给端迎来放量期，叠加宏观上美联储如期加息，中美贸易战持续演进以及20号标胶立项消息的影响，沪胶再度下行至10000/吨的关口附近。

图表 1: 沪胶指数日 K 线图



数据来源: 文华财经

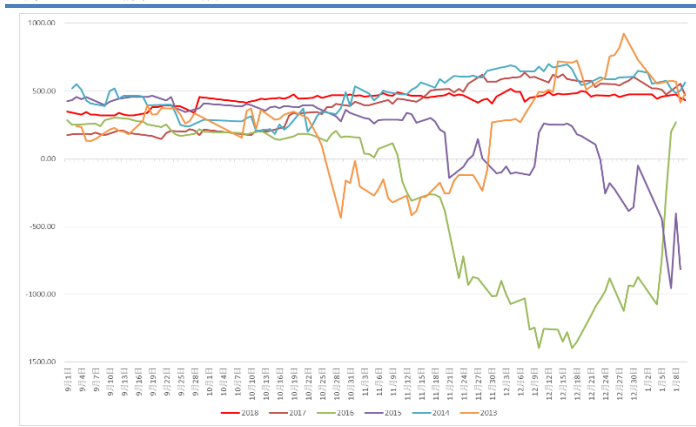
(二) 盘面价差分析

1、1-5 与 5-9 价差维持平稳

上半年 5-1 价差和 9-5 价差相对稳定，其中 5-1 价差进入交割月后扩大至 470 附近，而 9-1 价差因为 09 合约空头属性压制，最终在 400 附近徘徊。相比于往年，今年跨月价差的相对较小，尽管套利操作空间没有往年大，

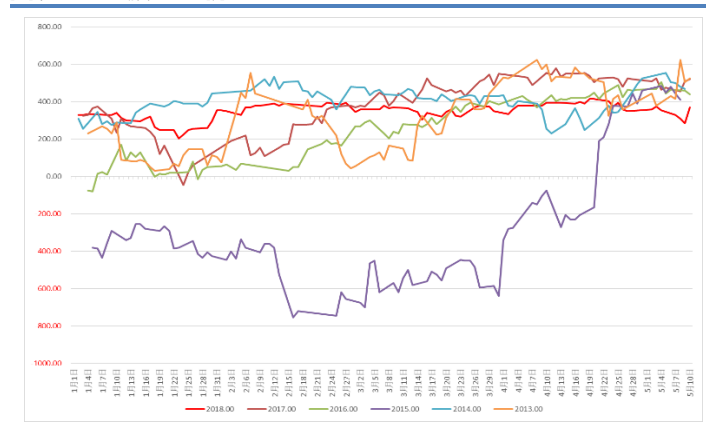
但整体的表现较为稳定，对于反向套利有较好的操作机会。

图表 2：沪胶 5-1 价差



数据来源：Wind

图表 3：沪胶 9-5 价差



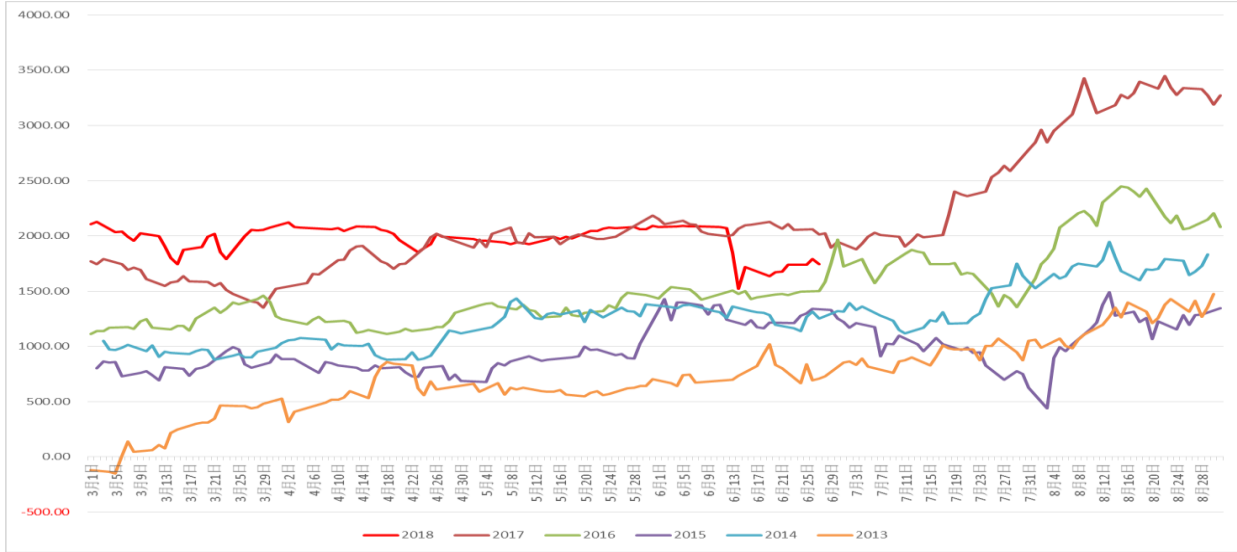
数据来源：Wind

2、政策扰动，1-9 价差剧烈变化

1-9 价差在上市之初在就达到 1820 元/吨，相比往年同期保持在较高水平，尔后逐步扩大至最高将近 2100 元/吨。2018 年由于有轮储消息的影响，因此促进了 1-9 价差迅速扩大至 3500 元/吨的高位，此前在没有相关政策消息的影响下，对于今年的 1-9 价差我们并不奢望能达到去年的水平，但是基于今年仓单压力高企，整体上仍有扩大的预期。

6 月中旬由于 20 号标胶立项的消息传出，市场担忧情绪发酵，导致 1-9 价急剧缩小至 1400 元/吨以下。不否认 20 号标胶一旦上市会对目前的 1-9 价差产生较大影响，但是 6 月份的 1-9 价差的剧烈变动则有点反应过度。首先 20 号标胶只是处于立项通过阶段，目前仍有交割等细节问题尚未明确，距离最终上市仍有较长的时间，至少对于今年 1-9 价差的逻辑和基本面并不会造成太大的改变，因此更多是情绪上的影响。其次即便 20 号标胶上市后，1-9 价差缩小的趋势是较为明确的，至少后期就较难出现此前 2500 元/吨以上的高价差，但是由于 1-9 价差主要是由于沪胶的交割制度造成的，因此 01 升水 09 的格局并不会完全消失，但是大概率会大幅缩小。前期在 1-9 价差回落至 1400 元/吨以下，我们已经在日报和套利报告中提示入场。尽管目前 09 合约升水老全乳的空间已经缩窄至 400 元/吨左右，和混合胶价格则接近平水，但是今年仓单压力更甚以往，而进入七八月份随着交割月的临近，我们认为 1-9 价差依然有较大概率扩大至 2000 元/吨，如与大幅回落至 1500 元/吨以下仍可入场。

图表 4：沪胶 1-9 价差

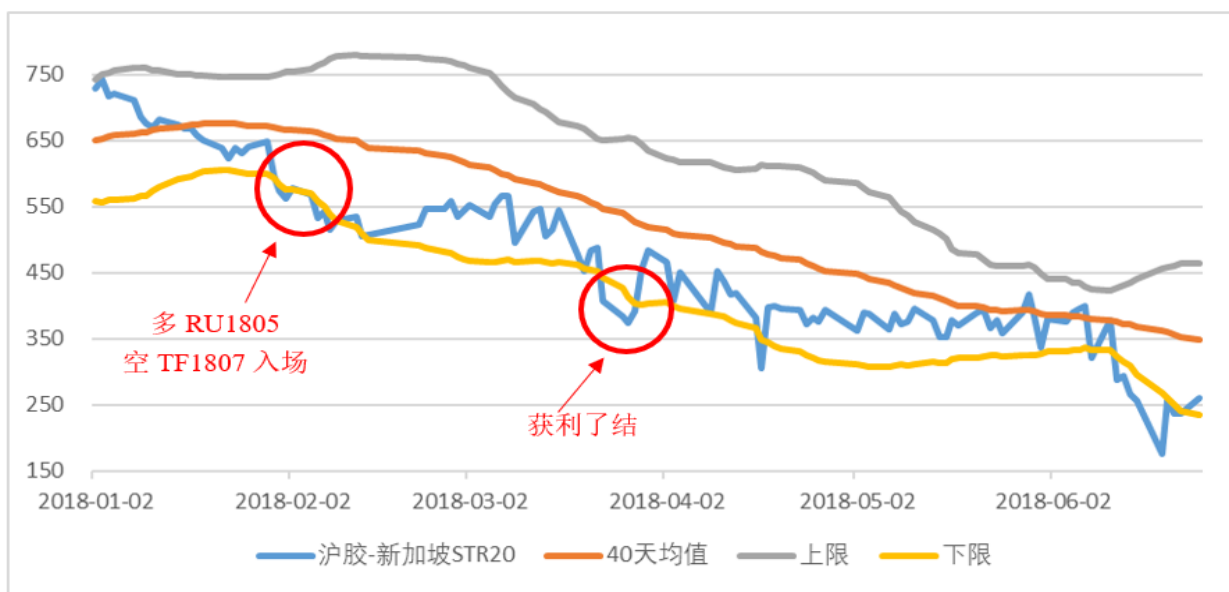


数据来源: Wind

3、内外盘价差

沪胶与 TOCOM、SICOM 的走势基本趋同，在 2 月初基于国外产区进入季节性停割期所带来的基本面支撑，我们推出做空沪胶和新加坡胶的跨市套利策略，即空 RU1805 多 TF1807，该套利策略的价差从 2 月初入场的 580 美元/吨缩小至 3 月底的 380 美元/吨，整体上获利是 200 美元/吨。此外上半年沪胶和日胶也存在较好的套利机会，在这里我们不再细述，我们在年初的报告中也重点推荐了内外盘的套利机会。对于下半年跨市场的结构性套利机会也依然存在，特别是随着近期汇率的大幅波动，结合基本面的变化将给内外盘套利带来逻辑支撑，建议继续关注我们的后续的研发资讯。

图表 5: 沪胶与 SICOM STR20 价差



数据来源: 文华财经

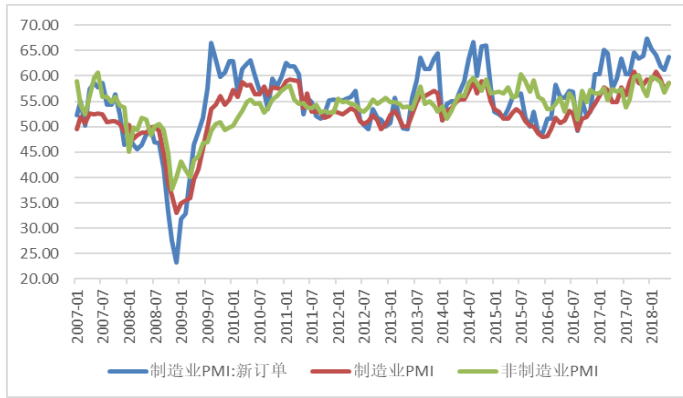
二、宏观环境展望

(一) 全球流动性趋紧

1、美联储加息仍是主旋律

由于美国经济数据表现亮眼，其中就业增速持续强劲，失业率下降，经济活动稳步增长，通胀也温和地回升，因此美联储在 3 月份和 6 月份分别加息一次。6 月 14 日美联储宣布上调联邦基金利率 25BP 至 1.75%-2.00%，FOMC 委员投票一致同意此次加息，与 3 月加息决议投票率一致，委员们加息态度持续一致。从加息点阵图来看，支持年内加息 4 次的委员人数由 6 位变为 7 位，而加息 3 次的人数由 6 位减少为 5 位，因此目前来看 9 月和 12 月加息的概率偏高。如果今年总共加息 4 次，则打破了之前美联储加息 3 次的预期。**整体上看随着美国经济的强劲复苏，全球流动性有收紧的趋势，对于大宗商品的价格将会带来一定的利空影响。**

图表 6：美国制造业持续景气扩张



数据来源：Wind

图表 7：美国通胀温和回升



数据来源：Wind

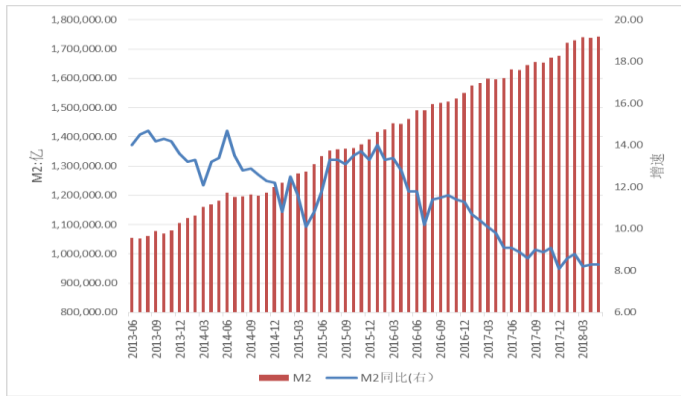
2、国内宽货币+紧信用

今年上半年以来，在“去杠杆+紧信用+严监管”的政策环境下，货币政策总体呈现中性偏紧的态势。中国人民银行近日发布的 5 月份金融统计数据报告显示，2018 年 5 月份，M2 余额 174.31 万亿元，同比增速为 8.3%，与上月持平；社会融资规模存量 182.14 万亿元，同比增速为 10.3%，较上月低 0.2 个百分点，继续处于回落状态。尤其是 5 月份当月，社会融资规模增量仅 7608 亿元，环比下降较多，同比少增 3023 亿元。社融增量下降的最主要原因是表外融资萎缩，这是金融去杠杆的进一步表现。

在美联储 6 月宣布加息之后，中国央行隔日的公开市场操作并没有延续 3 月份的跟随美联储加息操作，短期内央行似乎流露出一丝放松的意味，但是我们认为稳健中性的货币政策并没有改变，近期央行的操作更多的是在前期社融大幅缩减的情况下对市场进行的一次维稳，防止出现流动性危机。在刚刚出来的央行二季度例会报告中提到，稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，保持流动性合理充裕，管好货币供给总闸门，引导货币信贷及社会融资规

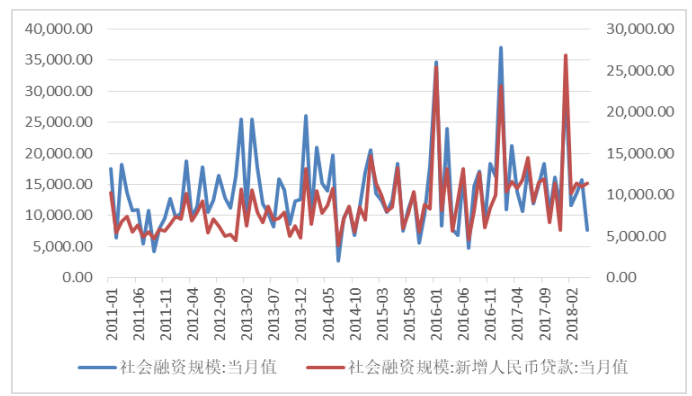
模合理增长，把握好结构性去杠杆的力度和节奏，促进经济平稳健康发展。综合来看，下半年稳健中性的货币政策保持不变，在继续缩减表外融资以防控风险的同时可能出现适当的结构性宽松，但并非是大水漫灌，仍需要警惕货币政策收紧过快带来流动性风险。

图表 8：货币中性政策未变



数据来源：Wind

图表 9：社融增速下降



数据来源：Wind

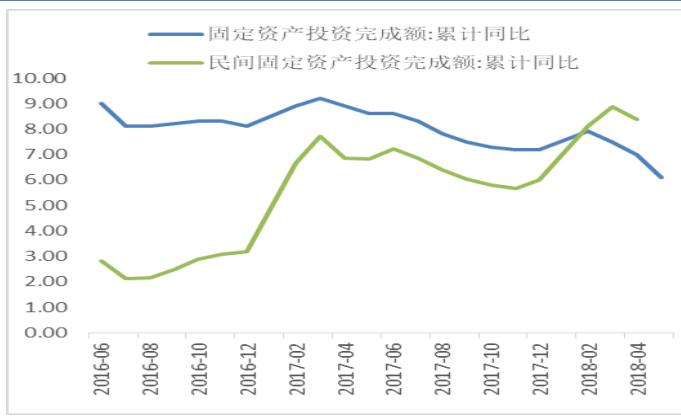
(二) 基建、地产投资走弱，贸易摩擦此起彼伏

1、基建、地产投资稳中有降

1-5 月固定资产投资同比增速仅仅为 6.1%，创记录新低，投资增速的放缓主要与基建投资增速的大幅回落有关。今年以来，在三大攻坚战的总体要求下，政府采取了规范清理 PPP 项目、规范地方举债融资行为等措施，广义财政收缩导致基建投资增速快速放缓。往后看，广义财政约束仍是基建投资面临最大的问题，预计后续的基建增速仍将保持低位。

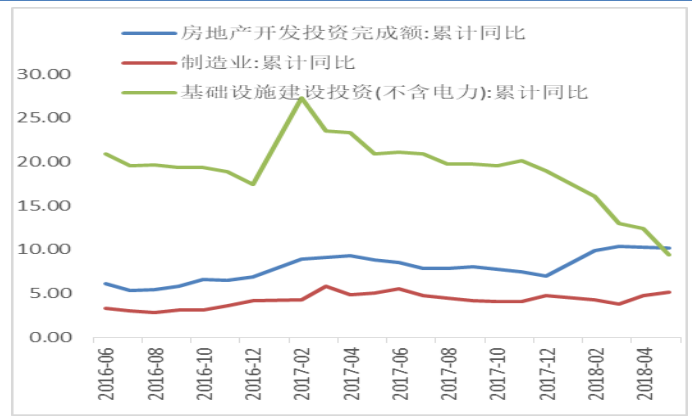
5 月地产销售回暖带动地产投资保持强势，但地产调控仍未松动，5 月房贷利率创新高，地产下滑趋势不改。考虑到产能利用率的提升，制造业利润提高，企业存在扩张产能的内生动力，投资环境有望继续改善。因此，未来固定资产投资将延续稳中趋弱。

图表 10：固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind

图表 11：三大类投资增速

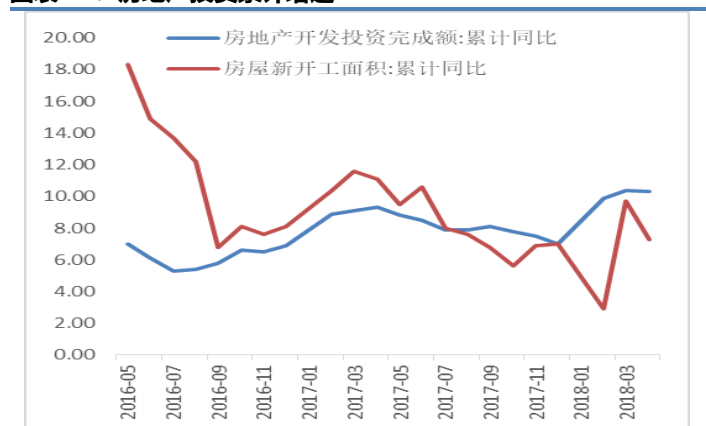


数据来源：Wind

2018年1-5月份，全国房地产开发投资41420亿元，同比名义增长10.2%，增速比1-4月份回落0.1个百分点。1-5月份，房屋新开工面积72190万平方米，增长10.8%，增速提高3.5个百分点。1-5月份，商品房销售面积56409万平方米，同比增长2.9%，增速比1-4月份提高1.6个百分点。1-5月份，商品房销售额48778亿元，增长11.8%，增速提高2.8个百分点。5月末，商品房待售面积56010万平方米，比4月末减少677万平方米。

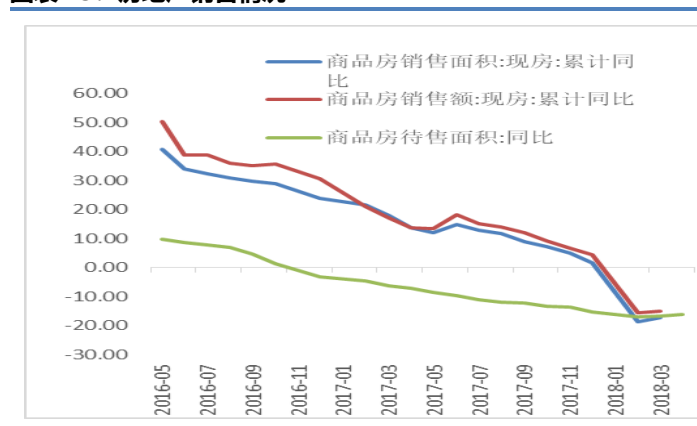
今年以来地产调控仍未松动，5月放贷利率创新高，销售反弹的持续性存疑。同时，随着金融环境的收紧，地产企业融资难度加大，房地产开发资金主要靠定金和预收款，地产投资难以有效扩张。**下半年来看，土地购置面积和新开工面积双双回升对地产投资仍有支撑，地产投资或表现为前高后低。**

图表 12：房地产投资累计增速



数据来源：Wind

图表 13：房地产销售情况



数据来源：Wind

2、贸易战持续演进

6月15日，特朗普推翻前期中美贸易声明并宣称将对500亿美元中国产品征收关税，其中340亿美元商品将从7月6日开始被征收25%关税，其余160亿美元将在征询意见后决定何时开始征收关税，我国也明确表态将予以同等金额的报复，中美贸易战持续演进，进入到实质性的深水区。美国不仅对中国挥舞起贸易战的“大棒”，同时也对欧盟、加拿大、墨西哥、韩国、日本等美国的诸多贸易伙伴发起了高额关税，其目的可能在于吸引和促进制造业回流美国，这样的“逆全球化”的政策取向显然给中国经济和全球经济带来新的挑战。**我们在年初年报中提示过特朗普政府的贸易保护主义政策极有可能在2018年卷土重来，而这一切似乎比我们原先的预想还要猛烈**，本轮全球经济高景气度在一定程度上与贸易高活跃度有关，贸易战可能会给全球贸易环境及全球经济带来一定影响，根据欧央行的测算，在极端情况下（美国对所有进口品加征10%关税），贸易战可能会导致当年全球贸易增速下滑3%，对应经济增速下滑1%。

中美贸易战无疑会对中国出口产业链产生直接影响，美国公布的加税产品清单主要集中在工业制造领域，涵盖机械、电子电器、交运设备、轨道装置等行业，在我国产业结构中，这些行业的主要特点为出口依赖度较高。其

中轮胎作为天胶的主要产品也牵涉其中，列入拟征税清单中的主要橡胶制品（不含 40121980、40169915 两个税号产品），2017 年出口美国的交易额为 4386 万美元，占这些产品总出口额的 21.63%。清单中列出的轮胎产品未含有中国占到轮胎出口大宗的客车、或者、小机动车等新的充气轮胎，涉及到的轮胎只有航空使用，占比很小。加上从 2009 年开始，中国出口美国的卡客车轮胎就受到过双反调查，国内的轮胎出口市场也在逐年调整，所以从下游产品来看，中美贸易战加对国内轮胎企业的直接影响有限。但在贸易战升温的背景下，下半年经济增长外部环境的不确定性有所加大，对于天胶的需求间接有负面作用。

图表 14：列入美对华 301 调查征税建议清单中的橡胶制品

代码	产品名称
40061000	“骆驼背”条未硫化橡胶翻新轮胎
40091200	硬橡胶以外硫化橡胶的管、管和软管，未加固或组合 W/其他材料，带配
40094200	强化橡胶以外的硫化橡胶的管、管和软管与其他材料结合其他配件
40101100	输送带或皮带硫化仅用金属增强橡胶
40113000	新型橡胶充气轮胎，用于飞机上
40121300	翻新轮胎，橡胶，用于飞机
40121980	翻新轮胎的气压（nonradials）、橡胶、未指定或包括
40169915	帽盖，密封塞等，非硫化橡胶的其他比硬橡胶

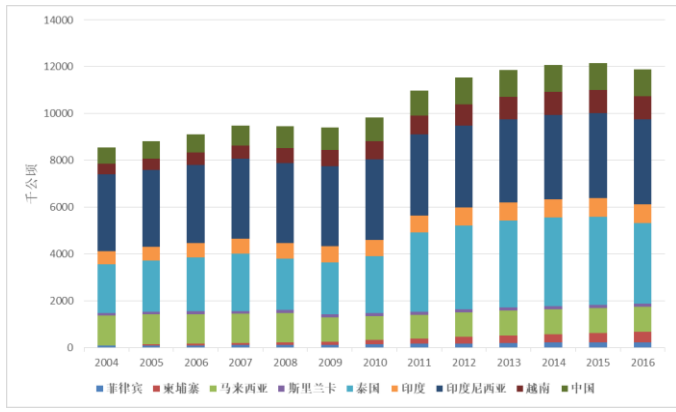
数据来源：中国橡胶杂志

三、产业链供需分析

（一）天胶仍处增产周期

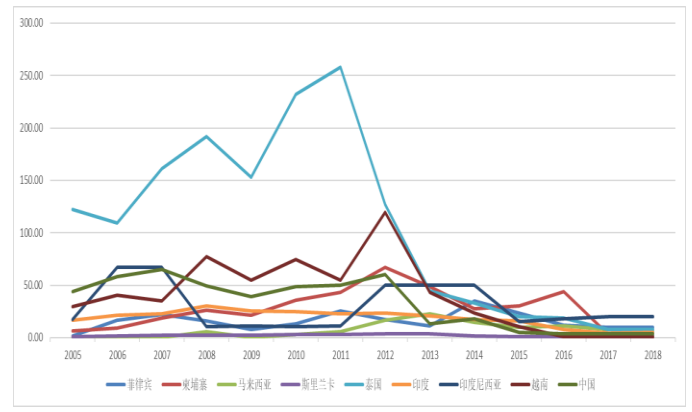
目前全球天然橡胶整体上仍保持相当大的生产能力，种植面积也处于微增的态势，从生产体量和生产惯性上来讲仍具有相当大的增产潜力。2005 年至 2012 年之间，ANRPC 成员国尤其是泰国、中国、印尼和越南大力推广种植橡胶，2012 年新增种植面积达到顶峰，此后几年随着胶价的一路走低，新增种植面积逐年递减并保持在较低水平。从橡胶的生产周期来看，一般在种植 6-7 年后即可迎来开割生产期，因此 2012 年新增种植的橡胶树将在 2018-2019 年开始产出；此外从橡胶树的树龄来看，7-20 年的胶树是产胶的主力，30 年以上的老胶树产出将明显降低；通过对泰国橡胶树胶龄分布来看，泰国是全球天胶产量最大的国家，30 年以上的老胶树占比较小，0-20 年的胶树占比 70%以上，未来泰国产量仍将处于一个产胶高位，整体上目前天胶的潜在产能依旧充裕。

图表 15: ANRPC 总种植面积小幅增长



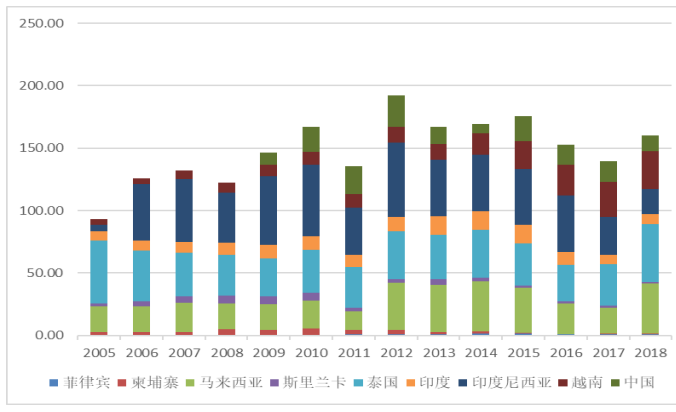
数据来源: Wind

图表 16: ANRPC 新增种植面积稳步增长



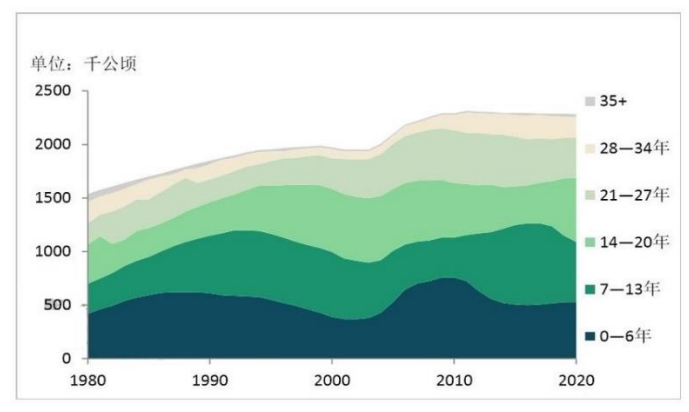
数据来源: Wind

图表 17: ANRPC 重新种植面积显著增加



数据来源: Wind

图表 18: 泰国橡胶树生产潜力大



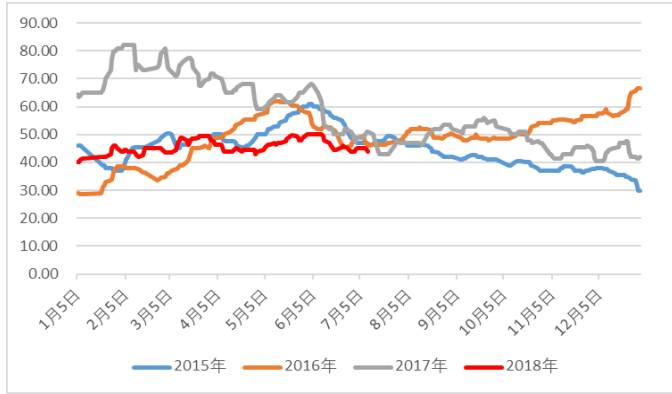
数据来源: 卓创资讯

从新种植面积、开割面积以及单产来看, 2017-2019 年全球天胶的产量仍将持续释放。尽管新增种植面积增速已经大幅放缓, 目前暴跌后的价格对于胶农割胶的吸引力也有所减小, 天胶的价格已经处于国内的种植成本线附近, 特别是对于海南一些副业比较发达的地区, 胶农的割胶积极性已经受到一定的影响。但是由于国外主产区的整体的种植成本较低, 目前的价格处于尚属可接受的范围内, 还不至于出现大面积弃割或者砍树的现象, 短期内天胶的产能依旧存在, 因此成本端支撑的效应尚未显现。唯有后期价格持续探底, 深跌至国外种植成本线后引发更大规模的弃割或改种, 且持续探底的时间足够长届时才能真正夯实天胶的价格底部。

上半年国内开割初期胶水收购价格相对较低, 云南开割初期胶水收购价位于 9.6 元/公斤左右, 期间适逢沪胶大跌导致原料胶水收购价格一度下跌至 8.8-9.0 元/公斤, 原料的产出较为紧张。今年国内产区由于整体物候良好 (去年出现白化病), 因此整体开割时间较去年提前 15 天左右, 而东南亚主产国也没有出现异常灾害天气, 因此产量正常释放, 上半年国内产区产量皆出现大幅增长的趋势, ANRPC 主产国 1-5 月份累计产量 460.47 万吨, 相比去年同期的 416.35 万吨增长了约 10.60%。从天胶的生产季节性来看, 6 月份以后国内外主要产区都已经进入开割期, 且泰国南部、印尼北、马来西亚等产区都将从开割初期逐渐进入旺产季。因此下半年天胶的供应量将逐步走高, 迎来

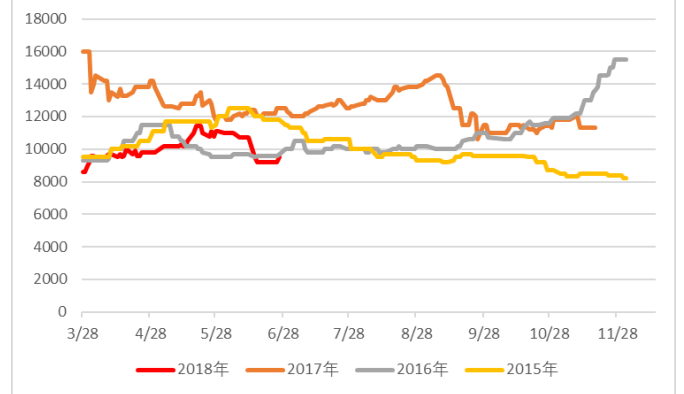
一年中的旺产季。在没有其他因素干扰的情况下，今年全球天胶的产量大概率继续增长，下半年重点关注产区是否出现异常天气的影响。

图表 19: 泰国胶水价格 (泰铢/千克)



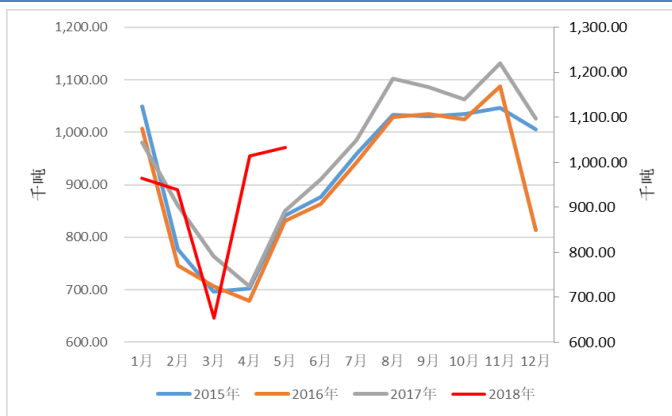
数据来源: Wind

图表 20: 云南胶水价格 (元/吨)



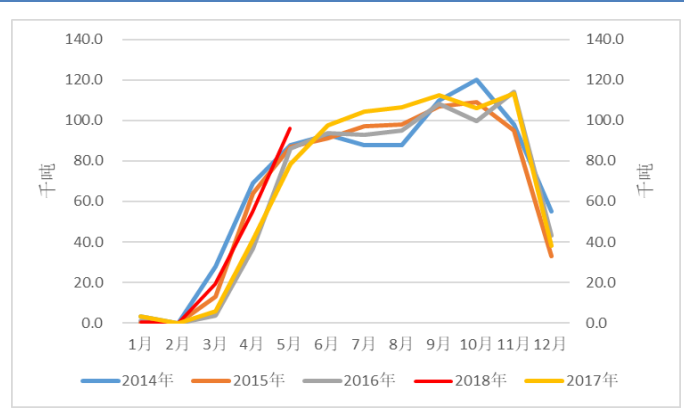
数据来源: Wind

图表 21: ANRPC 月度产量显著增长



数据来源: Wind

图表 22: 中国月度产量显著增长



数据来源: Wind

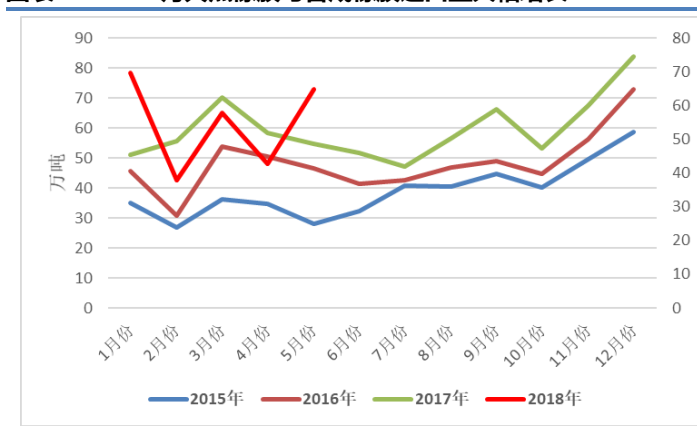
(二) 进口量反季节增加，库存依然高企

根据 ANRPC 报告，今年前 5 个月全球天胶产量增长 7.7%至 525.2 万吨。除马来西亚、印度、斯里兰卡产量同比下降外，其他国家均有增长。出口方面，截至 5 月，ANRPC 成员国同比下降 11.4%至 352.7 万吨。其中，泰国、印尼、马来西亚分别下滑 22.6%、6.5%和 7.3%，而越南、柬埔寨分别增长 12.4%和 20.6%。而进口方面，前 5 月成员国同比增长 4.3%至 304 万吨。

中国海关最新统计数字显示，2018 年 5 月中国进口天然橡胶及合成橡胶（包括胶乳）共计 64.9 万吨，环比 4 月大增 51.6%，较去年同期增长 18%，创三个月来进口最高值，仅次于今年 1 月份的 69.7 万吨。1-5 月累计进口量为 273 万吨，同比下跌 5.8%。从季节性规律上来看，4-7 月份为季节性进口低峰月份，而 5 月进口量大增，具有明显的反季节特征。5 月份橡胶进口量大增，主要因为一季度泰国限制出口和 4 月到港延迟，一到三月为泰国、

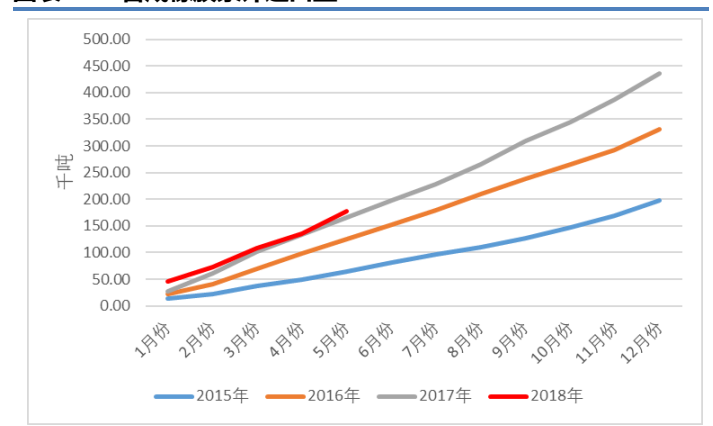
马来和印尼三国联合限制橡胶出口，其中泰国限制出口量在 20 万吨以上，导致泰国港口大量橡胶被积压，在限制出口解禁后，泰国海关 4 月上旬查验单据，船运运单紧张，因此再度推迟，致使货物积压到 4 月底、5 月初发货。同时 5 月份下游轮胎企业开工较高，也是的 5 月订单充足，助长了 5 月进口量的增长。虽然下半年迎来旺产季，供给端将持续放量，但是对于贸易商来说进口的动力或许不如往年，上半年期现价差提前回归，目前套利空间也大幅缩水，后期期现价差如一旦再大幅扩大给出入场机会，则还会驱动进口量的大幅增长。

图表 23: 1-5 月天然橡胶与合成橡胶进口量大幅增长



数据来源: Wind

图表 24: 合成橡胶累计进口量



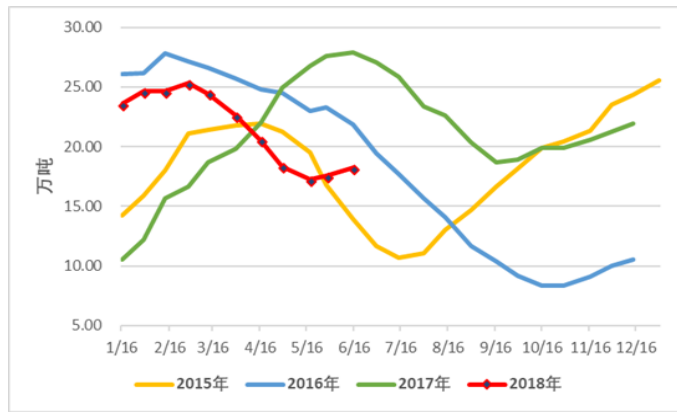
数据来源: 卓创资讯

保税区库存目前依然是处于高位，上半年因为主产国限制出口政策影响，1-3 月份国内天胶进口量大幅萎缩，期现价差的大幅回归也减缓了贸易商的进口驱动力，此外春节后下游工厂开工率逐步走高，因此青岛保税区库存迎来去化周期，期间从 25 万余吨的高位下降至 17 万余吨。然而随着产区的陆续开割，限制出口政策的到期，推迟的船期陆续到港，因此保税区库存止跌回升，截至 2018 年 6 月 15 日，青岛保税区橡胶总库存增长约 4%至 18.2 万吨，本期总库存增长主要归因为天然胶、合成胶库存的增加，后期保税区库存大概率将继续回升。

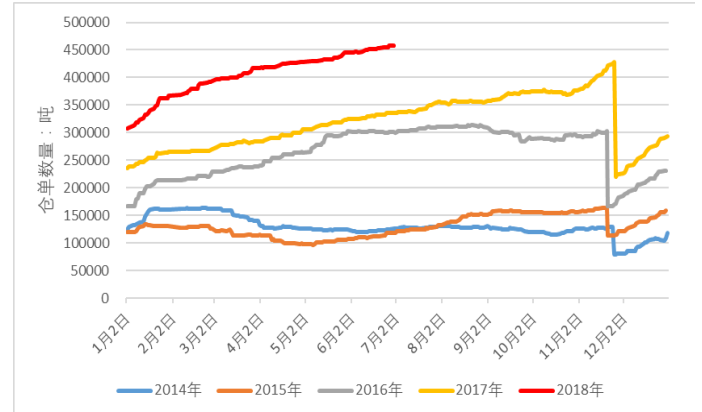
以此同时，今年上期所注册仓单数量仍保持强势增长势头，截至 6 月 29 日，上期所仓单库存 505069 吨，注册仓单数量 457530 吨，在 4 月份注册仓单数量已经超越去年注销前的最高水平 424980 吨。交易所在经过去年以来的多次扩容后，目前总库容为 64.1 万吨，可用库容为 18.347 万吨，交易所因为期货升水格局，同时下半年迎来供给的高峰期，全乳胶交割品将持续流入，后期库存大概率持续走高，国内显性存压力仍然高企。

图表 25: 保税区库存止跌回升

图表 26: 上期所仓单压力延续涨势



数据来源: Wind



数据来源: 卓创资讯

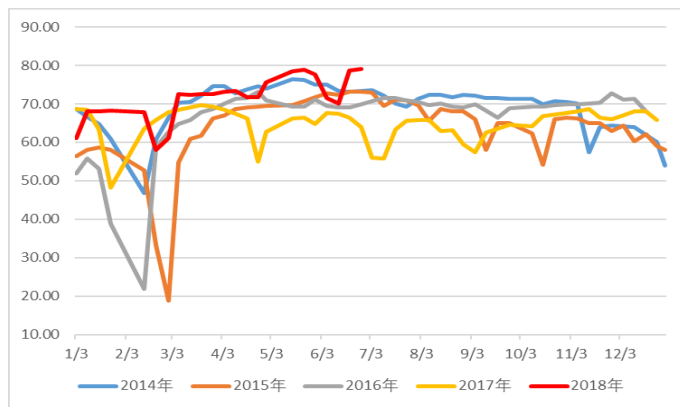
(三) 需求平稳, 难有亮点

1、轮胎厂开工率有所回升

今年上半年下游轮胎的开工率相比去年大幅回升, 在春节之后恢复到了 70%以上的水平, 然而今年环保依旧保持高压, 整体上对于轮胎厂的生产仍会有一定的压制。因 6 月份青岛举行上合峰会, 山东地区工厂受到限产停产的影响, 因此工厂出于提前备货的需求, 前期开工率保持在高位。进入 6 月份受到上合峰会的影响以及产销进入淡季的趋势, 整体开工率有所回落, 但仍保持在去年同期水平附近。随着暑季和传统生产淡季来临, 7 月厂家高位开工或难持续。

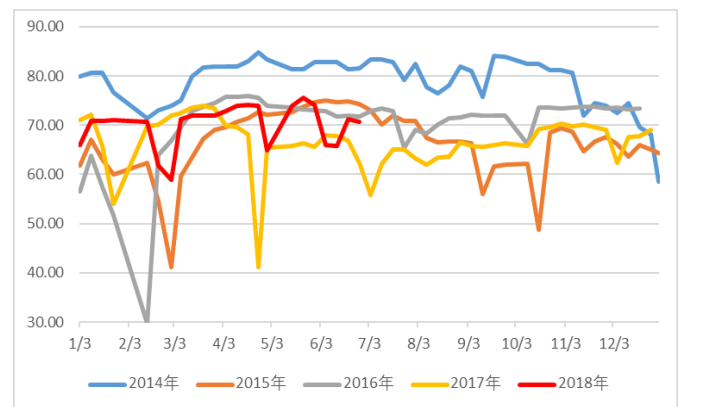
尽管上半年下游轮胎厂开工率回升至高位, 但是轮胎外胎产量却呈现出下滑下滑的趋势, 3 月份当月同比负增长 0.9%, 4 月份和 5 月份也仅有 1.3%和 1.7%的同比增速, 1-5 月份累计产量 23439.4 万条, 比去年同期的 25425.8 万条下降了 7.81%。在下游需求不振的情况下, 难给沉重的胶价带来的支撑有限。

图表 27: 全钢胎开工率维持低位



数据来源: Wind

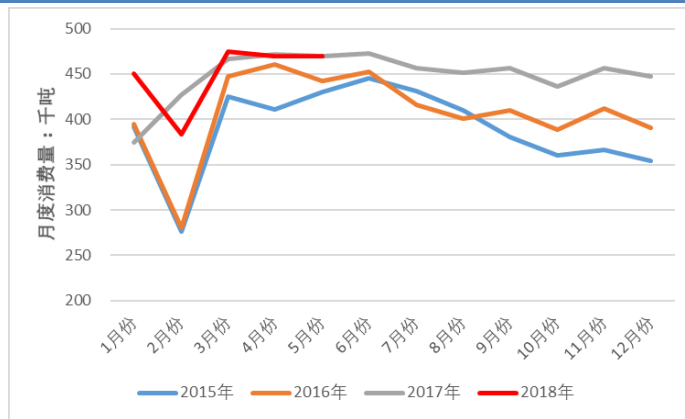
图表 28: 半钢胎开工率维持低位



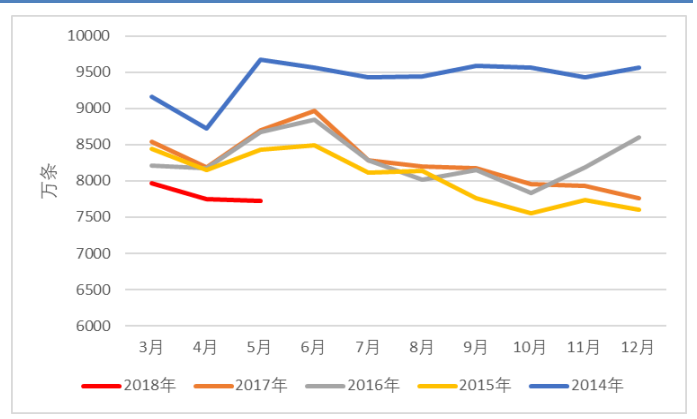
数据来源: 卓创资讯

图表 29: 中国天胶月度消费量平稳上升

图表 30: 橡胶轮胎外胎产量下滑



数据来源: Wind

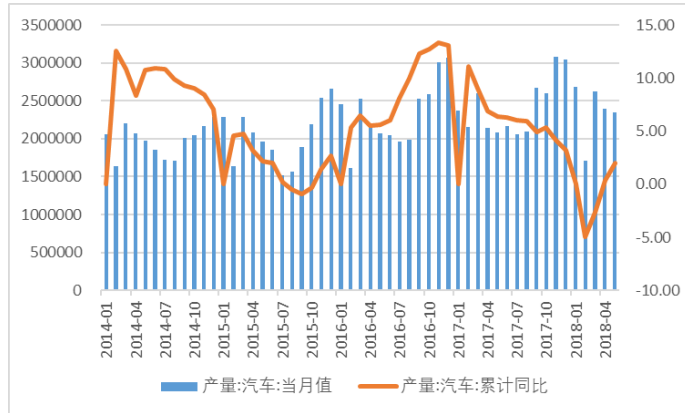


数据来源: wind

2、汽车产销增速回升，库存仍处高位

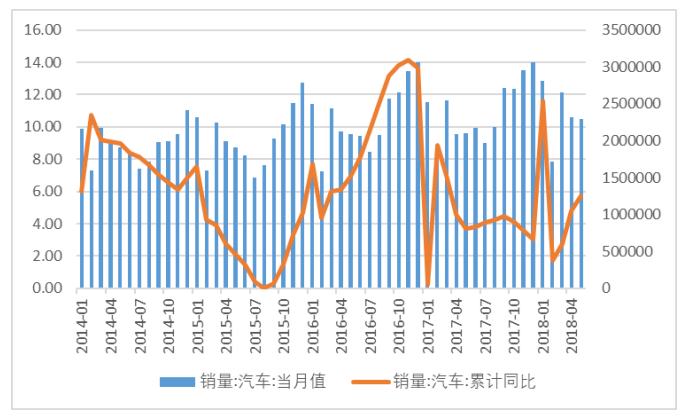
今年前五个月汽车累计销量为 1178.9 万辆, 同比增长 5.43%, 增速有所回升, 主要原因在于去年同期基数较低。5 月经销商库存系数虽有所下降但仍处于偏高水平, 预警指数仍在警戒线之上, 车企与经销商补库存比较谨慎; 汽车价格较为坚挺, 进口关税下降预计对价格体系影响有限。今年汽车产销量虽然仍平稳增长, 但累计同比增幅大幅回落, 汽车消费增速下滑明显。考虑到下半年同期基数较高, 预计行业产销增速面临一定压力。

图表 31: 汽车月度产量增速下滑



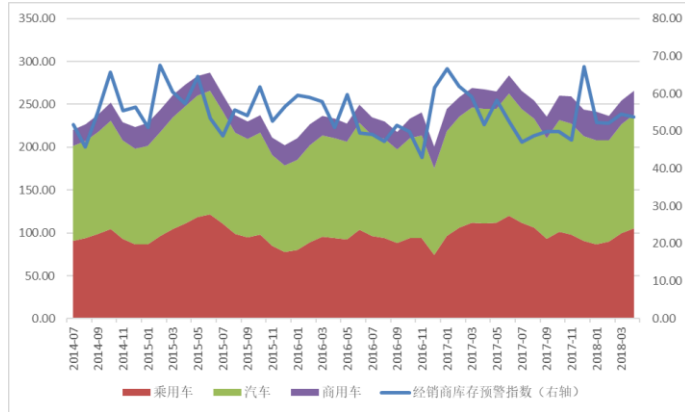
数据来源: Wind

图表 32: 汽车月度销量增速下滑

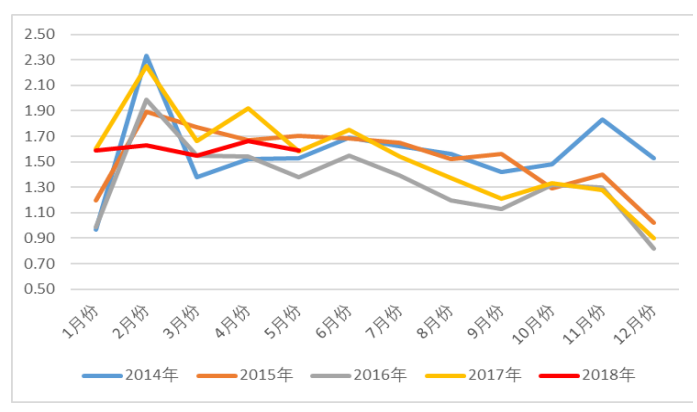


数据来源: Wind

图表 33: 汽车库存仍处高位



图表 34: 汽车经销商库存系数偏高



数据来源: Wind

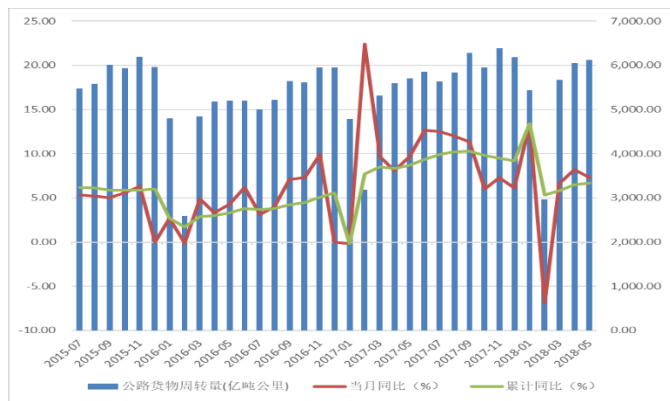
数据来源: 第一商用车网

3、重卡销售增速下滑, 货运表现不佳

上半年重卡销售延续去年的火爆场景, 据最新数据统计, 2018年5月我国重卡市场共约销售各类车型11.4万辆, 比去年同期的9.77万辆增长17%。今年1-5月, 重卡市场累计销售56.02万辆, 比去年同期的48.61万辆上涨15%。今年前五个月重卡市场快速增长的主要原因主要有几个方面, 其中包括: 1、去年年底一部分行业销量“移到了”今年; 2、经销商备货和库存(行业库存偏高也将为今年下半年市场带来很大隐患); 3、基建类固定资产投资月度增速连续超预期, 使得重型工程车的市场表现也连续超预期; 4、7月1日不合规轿运车禁止上路对上半年轿运车市场的利好刺激; 5、多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车, 对重卡新车购买需求带来利好。**重压销量火爆更多是来自于政策的刺激, 下半年随着政策替换进程的逐步推进, 重卡销售仍面临着遇库存偏高、需求下滑等风险。**

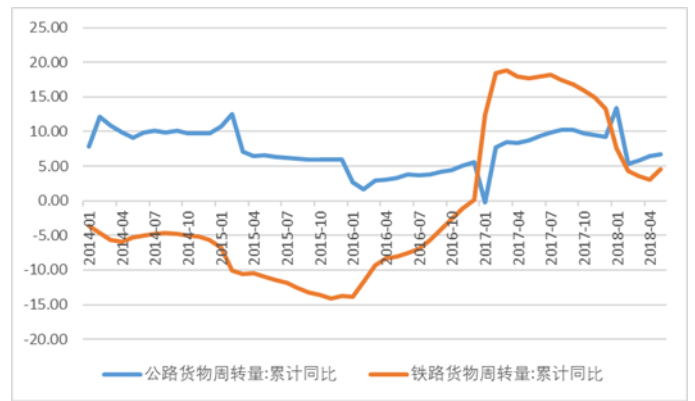
尽管重卡销量屡创新高, 但是上半年的公路货运数据并不如重卡数据那么耀眼, 1-5月份公路货运周转量增速同比去年下滑明显, 其中2月份的同比甚至出现负增长的现象, 2月份公路货物周转量仅有2958.62亿吨公里, 同比增长-6.9%, 其余月份的增速也下降至10%以下。公路物流运价指数相比往年也是保持低位, 说明了公路货运的实际需求有所回落。继去年原环保部要求环渤海港口禁止汽运煤集港之后, 日前, 生态环境部提出, 2018年9月底前, 山东、长三角地区沿海港口煤炭集疏港运输全部改由铁路, 2019年底前, 京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物全部改由铁路运输, 禁止汽运集疏港。**政策的变动将导致公路货运表现继续下滑, 直接对于下游轮胎的替换需求造成不利影响。**

图表 35: 公路货物周转量维持平稳



数据来源: Wind

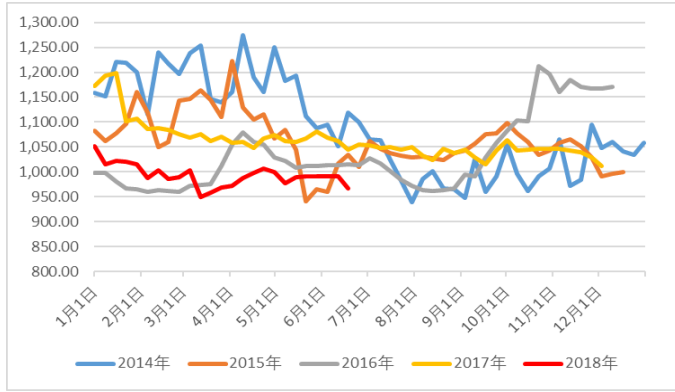
图表 36: 铁路货运量逐步提升



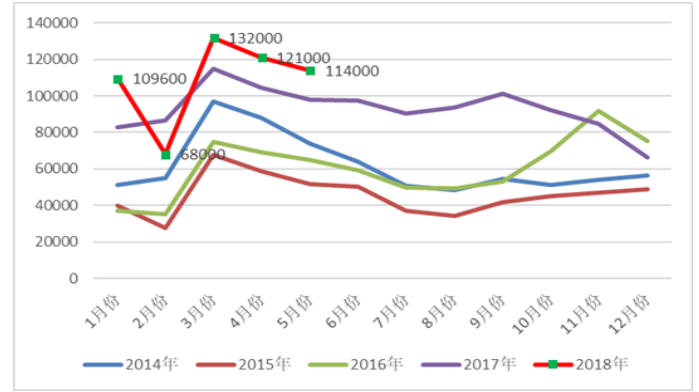
数据来源: wind

图表 37: 公路物流运价指数

图表 38: 重卡销量增速下滑



数据来源: Wind



数据来源: 第一商用车网

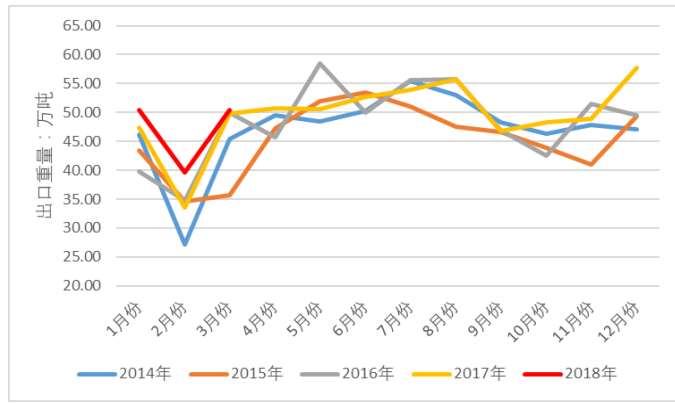
4、出口增速维持低位，外需形势仍然严峻

上半年的轮胎出口数据继续维持低位，1-5 月份累计出口轮胎数量 19648 万条，累计同比增长 2.25%。日前，美国公布了第一季度轮胎进口数据，进口自中国的轮胎出现大幅下降。第一季度，美国进口轮胎外胎 5660 万条，同比下降 3.7%。美国从中国进口轮胎 1315 万条，同比下降 4.6%，乘用车胎同比下降 24.9%，卡客车胎同比增加 38.1%。可以看出，中国出口自美国的乘用车轮胎继续保持下降状态，这也是大趋势，同时也说明了美国乘用车轮胎市场正在日趋饱和，而卡客车轮胎市场还有空间。另外，中国轮胎还饱受美国“双反”影响，也是导致中国轮胎出口美国大幅下降的原因之一，为了规避风险近几年来大型轮胎厂逐步走出海外建厂，而这一部分销往美国的轮胎并不计入中国轮胎出口数据中，这也是导致我国轮胎产量和出口量下滑的主要原因之一。

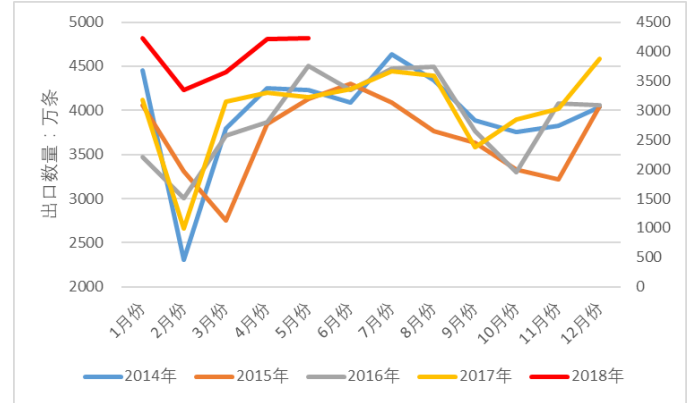
目前中美贸易战已经逐步进入深水区，短时间内看不到平息的可能，美国是中国轮胎的最大出口市场，此前已经公布对输美的航空用橡胶轮胎征收关税，尽管这一部分占比的份额较小，影响并不会太大。然而除了美国，欧盟在 5 月份也对我国卡客车轮胎发起双反调查，贸易摩擦此起彼伏，橡胶轮胎的外需形势依旧严峻。欧盟委员会将依据第 2018/683 号决议，将对某些进入欧盟的中国产卡客车轮胎征收反倾销税。征收对象为轮胎负荷指数超过 121 的中国产全新或翻新卡客车轮胎，征收标准为 52.85-82.17 欧元/条，涉案产品编码主要为 40112090 和 40121200，实施期限为自 2018 年 5 月 8 日起六个月。根据欧盟统计局的数据显示，从中国出口到欧盟的卡客车轮胎从 2010 年的 140 万条已经增加到 2016 年的 437 万条，目前中国是欧盟第一大的进口轮胎来源国，其中来自中国的乘用车胎占比达到 40%以上，而卡客车胎则达到 50%以上，中国的轮胎占据着欧盟市场第一大份额的位置，同时来自中国过度便宜的轮胎也在威胁者欧盟地区轮胎的翻新重利用的企业业务。尽管我国轮胎企业早就开始调整经营思路，包括采取了开拓欧美以外的新兴市场以及在东南亚市设立生产工厂等举措，可以预见在欧盟实施反倾销税之后，我国出口欧盟的卡客车轮胎数量缩减将成为必然，对橡胶的下游需求势必会造成利空影响。

图表 39: 橡胶轮胎出口重量 (万吨)

图表 40: 橡胶轮胎出口数量 (万条)



数据来源: Wind



数据来源: Wind

(四) 政策影响

除了供需会决定天胶的价格走势之外，人的因素也会对短期的价格运行造成扰动。人为的因素除了胶价在低位时会引发胶农弃割和该种之外，更大的一股力量是政府行政行为的干预，包括收抛储和减产以及进出口限制等挺价措施，这些都是在下半年需要重点关注的变量。

1、抛储和轮储

图表 41 是国内近几年来收、抛储情况统计。国储局从 2009 年开始进行收抛储的行动，往往在天胶价格较低时政府会进行收储，在大幅上涨时会进行抛储，以此来对价格形成一定的稳定调节机制。目前国储局的库存尚有 54 万吨左右的老胶（另一说法是 80 万吨），2017 年下半年以来市场上就开始有国储局轮储的传闻，不管是轮储还是抛储不仅会对天胶的价格造成影响，同时对跨月的价差的扰动也非常明显，今年 RU1801 和 RU1709 合约的价差就在轮储传闻的影响下，从往年正常 2000 多的价差水平拉大至 3500 元以上，创下 01 和 09 合约的最高价差记录。

国储局库容有限，根据目前市场的说法不管是有 80 万吨还是 54 万吨老胶，整体的库存量都是很大的，几乎都是国内一年全乳胶的消费量了。而全乳胶的保质期并不长，老胶存放时间很长之后势必要考虑进行抛储或者轮储，而目前天胶价格萎靡抛储恐会对市场雪上加霜，因此尽管 2017 的轮储传闻并没有变成现实，2018 年国储局则有较大的可能性实施轮储。那么国储局不管是从现货市场收走新胶还是直接从期货盘面直接接货，对于期货盘面的影响影响偏多，但同时也应该考虑抛出的老胶对现货端形成的压力。

图表 41: 中国国储局收抛储概况

时间	内容	影响效果
2009 年 2-4.10	5.5 万吨，价格 14600 元/吨。	2009 年整体收储在 11 万吨左右。
2009 年 4-10 月	每月一万吨，价格 13500-16500 元/吨。	

2012年10月26日	传言收10万吨，但价格过低20000元/吨，未谈拢，谈成的价格是24600元/吨收储海胶1.2万吨，中化0.2万吨，云南不交。	实际收储海胶2万吨，云南没有交，中化0.2万吨，通过期货收储（1301）价格24600元/吨。
2012-11-8持续到年底	针对海胶中化农垦不限量收储到2013年5月，24600元/吨一次性交或者近月结算价升水200-300元的模式分月交货。	中化一次性0.5万吨，海胶2.7万吨，云肯0.5万吨，合计3.7万吨；按照期货月加权平均+300元的模式中化承诺2-3万吨，海胶1.5万吨，农垦1万吨，总计4-5万吨。
2012年11月15日	相关部门向海南农垦、云南农垦等三家单位分期分批收储15万至20万吨天然橡胶工作已启动。该人士介绍，年底前收储数量为6万吨，价格为24600元/吨，以从现货市场购买为主；其余将在明年展开，价格为期货月均价每吨加300元。截至目前，有关部门已从海南农垦收储2万吨，从其他两家单位收储数千吨。	2012年收储在1301接货2万吨，1305接货3万吨，其余是现货直接交储，总量大约在10-12万吨左右。
2013年9月4日	北京面谈，三家报15万吨，其中海南8-10，云南3.5，中化1.5，国储未表态数量，定价分歧未谈拢。十天后再谈。国储是近月+300元，农垦想要按照1401合同约定价。	
2013年10月29日	国储竞拍6万吨烟片收储，结果是：1、成交数量54000吨，流拍6000吨。2、成交金额20200-21500元/吨，折算为美元为2610-2780美元/吨。3、成交细节：安徽一家公司14000吨，中化14000吨，海胶18000吨，北大方正8000吨。分14个库不同的交货价。合同签订之日三个月交货。未听闻对烟片品牌有要求，符合质检即可。	流拍的6000吨是要内蒙国储库交货，成交价格差异也是因为14个库仓储物流费用不一样。按照上海交货价20200元/吨计算，收储价在2600美元/吨之上，剔除成本以后越在2530-2550美元/吨。
2013年11月12日	国储竞拍11.8万吨烟片。结果是1.成交4.2万吨，中化国际2.65万吨，群星1.05万吨，方正0.5万吨，流拍7.6万吨。2.成交价格20342元/吨，折算美金2636美元/吨，但是剔除费用后净价约2500美元/吨。	两次烟片成交9.6万吨。预计国储仍有收储目标，整体收储量较大。
2013年12月6日	国储第三次收储完成，收储对象为全乳胶，总成交60500吨，流拍19500吨，海胶4.5万，云南1.05万，中化0.5万，各仓库价格不同，基准19450元/吨。	此次收储为国产全乳胶，未达到市场预期。
2013年12月16日	再度进行了收储竞拍，目标11.57万吨，实际成交8.72万吨，按公司：海胶5.19万+其他3.53万；按胶种：全乳4.59万+烟片4.13万；按价格：全乳19700-20300元/吨，烟片20800-21800元/吨。	此次为年内第四次收储，下半年以来收储24.37万吨，其中烟片13.73万吨，全乳10.64万吨。

数据来源：中国橡胶信息贸易网

除了中国国储局有收抛储的行为外，泰国作为最大的产胶国，也经常利用收抛储来调节天胶的市场价格。2016年泰国政局发生了激烈的变动，泰军政府上台后，多次意向拍卖国储橡胶，来缓解财政资金紧张的问题，同时由于2016年下半年以来天胶价格大幅上涨也给出了较为理想的抛售价格，因此2016年12月，拍卖国储橡胶被提上议事日程，12月8日泰政府决定抛储事项，拍卖标的为国储30万吨老胶。此消息一经证实，12月8日当日沪胶主力合约结束三连涨，应声下跌105个点。此后从2016年12月28日至2017年5月，泰国进行了总计5次的国储橡胶拍卖，因为2月中旬以来天胶价格暴跌，因此泰国本轮抛储一再流拍，最终成功抛储20.7万吨，目前还剩余10.7万吨。

图表 42：泰国历次收抛储概况

时间	数量	备注
2009.1.20	收储 20 万吨	总价值 82.7 亿泰铢
2010.4.14	抛储 3 万吨	以 25020 元/吨成交
2010.4.23	抛储 10 万吨	成交价格 24500-20000 元/吨
2012 年	英拉政府收储 20.8 万吨	
2014.11-2015.03	巴育政府收储 12.89 万吨	白片加烟片
2016 年 1 月	中泰合作签订 20 万吨橡胶，实际执行 1.5 万吨	
2017 年 1-5 月	抛储 20.7 万吨	一再流拍，总计抛储 5 次

数据来源：以上数据由国贸期货研发中心根据网上公开资料整理所得

2、主产国挺价措施

橡胶是东南亚主产国的主要经济作物，背后有大量的胶农靠割胶为生，近年来天胶价格一路下滑，主产国政府为了拯救低迷的胶价曾多次发起保价协议或者出口吨位限制等措施。2000 年至今产胶国同盟共发起过 8 次联合保价行动，具体详情可见图表 43；从历次联合保价行动对胶价的影响结果来看，短期内基本都对胶价起到了一定的提振作用，但提振主要源于市场对供给收缩的预期，而绝大多数时候各同盟国并不能完全遵循协议中的减产约定，或者在胶价走高后便单方面毁约，因此长期来看保价协议对胶价的提振作用只是暂时的，后续的反弹高度和持续时间还是取决于当时的供需基本面。

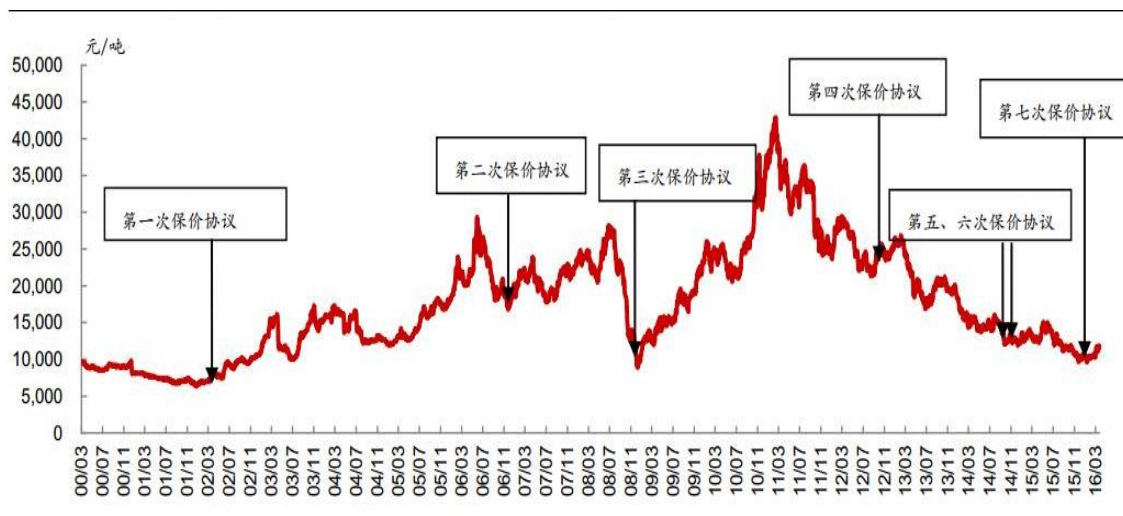
图表 43：2000 年以来历次“出口削减保价协议”内容及执行情况

时间	挺价措施	实际效果
2002年4月	泰、马、印尼三大主要产胶国形成联手保价协议，对天胶的生产和出口实行管制，以挽救胶价。从6月1日开始实施减少10%的出口，4%的生产。不过该保价措施仅维持半年。2003年2月7日，泰国政府宣布退出减产协议（因环境问题）	当年6月开始执行以后，价格开始突飞猛进。沪胶主力从月初的8625元/吨涨至随后的9785元/吨，涨幅13.45%。
2006年12月	印尼宣布2007年削减产量10%，从220万吨降至200万吨。出口从200万吨缩减10%至180万吨。泰国宣布可能暂停12月的橡胶出口。	沪胶主力12月从1日的17160元/吨直线上升，到12月底，已经最高点涨至20370元/吨，涨幅达到18.71%。
2008年12月	三国决定在2009年削减70万吨的天胶出口量。按照约定，2009年一季度，出口削减27万吨；4-12月削减43万吨。	2009年年初，沪胶主力为10960元/吨，到一季度末已经涨至13770元/吨，涨幅达到25.64%。
2012年8月	泰国、印尼、马来西亚将自10月1日起削减出口30万吨。削减计划持续6个月。其中18万吨在10-12月进行削减，平均每个月6万吨。其余12万吨削减量将在2013年1-3月进行，平均每月4万吨。	8月横盘整理，9月初，沪胶主力为22110元/吨，9月末已经涨至25000元/吨。10月初为24635元/吨，到12月末已经涨至26510元/吨，和10月初相比涨幅为7.61%。
2014年10月	泰国、印尼、越南、马来西亚、哥伦比亚和国际橡胶集团在内的主要橡胶生产商聚首商议后宣布将不会以低于目前价格（150美分/千克）的水平出售橡胶。上述五国同盟近达成避险胶价进一步走低的共识，却没有提及一旦胶价走高以后，同盟关系能否延续的问题。	10月份沪胶主力震荡走高，最高达到13580元/吨，11月份又一路走低，反弹再次化为尘土。
2014年11月	三国联合声明，同意管理出口天然橡胶以确保供应不过剩。同时同意不扩建目标计划以外的橡胶种植面积，并每年提高橡胶国内消费量10%。	11月到12月中旬，沪胶主力振荡走低，到12月10日达到最低点11580元/吨，随后价格开始回升。到2月27日，沪胶主力达到高点14300元/吨，涨幅达到23.49%。
2016年2月	三国声称从3月开始实施“出口吨位计划”，计划一共两个月内共减少61.5万吨的出口量。其中泰国削减32.4万吨，印尼削减23.9万吨，马来西亚削减5.2万吨。	3月1日，沪胶主力触底，最低10205元/吨，随后价格不断回升。一直到4月21日，沪胶主力达到13670元/吨这一高点。涨幅达到33.95%。
2018年1月	泰国政府为了拯救低迷的胶价，2018年天胶出口将按2016-2017年1-3月均销量削减30%，由48家公司分担，限制出口档期为1-3月份。	沪胶主力从14000元/吨小幅反弹至14500元/吨附近，由于彼时期现价差过大，套利空重压，随后从1月份到2月中旬下跌至最低接近12000元/吨，整体效果并不显著。

数据来源：以上数据由国贸期货研发中心根据网上公开资料整理所得

主产国政府一系列保价政策对市场短期会有较大影响，价格维稳的作用要强于价格提振的作用，短时间内对价格有较强的带动作用，尤其是目前供需压力较大的背景下，保价政策起到了价格“托底”的作用，然而要想扭转天胶的弱势就显得不切实际。下半年，一旦胶价继续维持低位，主产国可能会继续出台相关的挺价政策，除非以行政手段从根本上减少橡胶的种植，这样有助于加速橡胶产能的减少，促进底部早日形成，否则其余的措施皆是隔靴搔痒。

图表 44：2000 年以来历次“出口削减保价协议”对沪胶走势的影响



数据来源：聚胶钱潮

3、20 号标胶上市

前文我们已经提过 20 号标胶上市的影响，其中最主要的影响在于目前的盘面价差格局，包括 1-9 价差和期现价差。首先毫无疑问，20 号标胶上市以后会分流走 RU 的一部分流动性，但是不必过于担忧全乳胶会就此失去活跃性，毕竟两个期货品种还是有所区别，整个市场也能容得下两个期货品种同台竞争。其次 1-9 价差的会随着 20 号标胶的上市逐步缩小，虽然后期可能很难出现 2500 元/吨以上的高价差，但也不至于完全消失为零，因为 1-9 价差主要还是由于交易所的交割制度所造成的，两者之间也存在合理的持仓成本。这一点我们也可以从 6 月 12 号 20 号标胶立项消息出来后，1-9 价差在恐慌性地缩小至 1400 元/吨以后又逐步拉大可以看出来。**最后相对于目前市场上对于 20 号标胶上市偏悲观的看法，我们其实更乐观其成，20 号标胶上市后必定会改变 RU 目前的资金生态，一定程度上可以拆除非标套利这颗定时炸弹，有助于目前 RU 空头格局的改变。**

四、结语

宏观：全球经济体所处的经济周期不尽相同，但是货币政策上却殊途同归，逐步趋紧的流动性对于大宗商品将会带来利空影响；全球贸易保护主义逐步抬头，以美国为主导的贸易摩擦事件此起彼伏，下半年经济增长外部环境的不确定性有所加大，对外需恐产生拖累影响。

供需基本面：2018 年全球天胶产量仍处于释放周期，供过于求的局面在短期内难以得到彻底扭转。下半年将迎来高产期，供给端的压力将逐步释放，在目前看来今年产量有望继续增长，供给方面需重点关注产区天气、主产国的政策措施以及中游库存的变化。需求上，由于基建及房地产支撑走弱，内需维持相对平稳，并无较大的亮点可言；外需由于全球贸易摩擦此起彼伏，因为外部环境的不确定性增长，将面临着内忧外患的艰难处境。尽管沪胶已经接近 10000 元/吨的重要关口，目前的价格对于胶农割胶的吸引力也有所减小，天胶的价格已经处于国内的种植成本线附近，但是由于国外主产区整体的种植成本较低，价格处于尚属可接受的范围内，还不至于出现大面积弃割或者砍树的现象，短期内天胶的产能依旧存在，因此成本端支撑的效应尚未有效显现。唯有后期价格持续探底，深跌至国外种植成本线后引发更大规模的弃割或改种，且持续探底的时间足够长届时才能真正夯实天胶的价格底部。**对于下半年的行情我们依然以偏空的角度来看待，天胶寻底之路道阻且长，由于目前绝对价格已经处于相对较低的区域，因此不喜亦不悲。**

操作策略: 尽管我们依旧看空, 底部也尚未形成, 由于本轮行情已经逐步进入尾声, 后期操作难度会逐步加大, 因此建议结合现价价差的变化, 在期现价差大幅拉大时逢高抛空, 长期多单暂勿入场; 此外较为稳妥的机会可以关注内外盘的价差套利操作。

风险提示: 主产国政策、产区异常天气、国储局轮储、贸易摩擦升级、20#标胶上市。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得资料, 国贸期货研发中心力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送, 未经国贸期货研发中心授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对我司的侵权, 我司将视情况追究法律责任。

国贸期货 ■ 联系方式

厦门总部	0592-5898732、5897581、5897595	福建省厦门市思明区湖滨南路388号国贸大厦11层
上海营业部	021-51969266	上海市浦东新区张杨路620号中融恒瑞大厦东楼902室
广州营业部	020-38081908	广东省广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔31层
深圳营业部	0755-83530801	广东省深圳市福田区福田街道金田路4028号荣超经贸中心2111
天津营业部	022-58689369	天津市河西区围堤道103峰汇广场B座20层
烟台营业部	0535-3402025	山东省烟台市芝罘区南大街128号11楼1106室
福州营业部	0591-88060090、87800128	福建省福州市鼓楼区湖东路189号凯捷大厦4层
泉州营业部	0595-24669781、24669333	福建省泉州市丰泽区浦西万达广场B楼35层3506单元
晋江营业部	0595-85631919、85631717	福建省泉州市晋江市泉安中路晋江国贸中心大厦705室
龙岩营业部	0597-2280665、2259162	福建省龙岩市新罗区西坡镇华莲路138号金融商务中心第A4A6幢4层406、408号
漳州营业部	0596-2190666、2190777	漳州市龙文区九龙大道1016号漳州碧湖万达广场A2地块8幢1910室
三明营业部	0598-8289858	福建省三明市梅列区江滨新村37幢天玺大厦19层
宁德营业部	0593-2997888	福建省宁德市蕉城区蕉城南路94号10楼01室、02室
郑州营业部	0371-58638028	郑州市金水区未来路69号未来大厦15层1508号

全国统一客服热线: 400-8888-598

世界500强投资企业
国贸期货

金融资讯 | 期市行情 | 研发报告 | 策略指导



长按识别图中二维码
关注国贸期货微信公众号

400-8888-598
全国统一客服热线



专业·诚信·进取·共赢