

调控和气候难敌用胶消费疲软

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格编号:

F0306148

咨询资格编号:

Z0012671

刘佳利

从业资格编号:

F0302346

咨询资格编号:

Z0011391

施海

从业资格编号:

F0273014

咨询资格编号:

Z0011937

刘倡

从业资格编号:

F0324149

联系人:

施海

电话: 21-20370945

邮箱:

shihai@xzfutures.com

2018年2月6日 星期二

内容提要

● 行情回顾

自2017年9月底至今,沪胶期货价格经过持续单边深幅回落后,逐渐探低遇撑、止跌企稳,并技术性反弹,但反弹空间始终较为有限,随即逐渐陷于低位区域波动走势,中期低位区域性震荡整理走势、及长期下跌趋势并未由此而改变。

图 1: 沪胶主力合约 RU1805 日 K 线走势图



数据来源: 文华财经, 兴证期货研发部

● 后市展望及策略建议

尽管天胶供应受到东南亚产胶国人为调控和产区不利气候叠加影响,引发天胶供应变化预期,甚至引发较强减产预期,但由于以中国为代表的中下游轮胎开工率持续低迷和终端汽车产销增长幅度逐渐回落,直接导致天胶供过于求格局仍难以被根本逆转,因此,沪胶后市持续单边大幅上涨依然为时尚早,并可能仍将延续低位区域震荡走势。

操作上,在设置止盈止损前提下,仍宜以参考基差负值增大的有利时机,逢技术性反弹乏力之际,逢高沽空为主。

1. 泰国启动天胶保价预算案

去年12月12日，泰国农业与合作社拟启动186亿泰铢（约合5.6846亿美元）的国内天胶保价预算案，并将通过3项措施具体展开。

具体措施分为天胶收购、企业低息贷款和减产计划。

天胶收购计划收购96484吨胶片，107431吨乳胶，总预算不超过120亿泰铢（约合3.6675亿美元），执行时间为2017年12月至2018年4月30日。

同时为收购胶片和乳胶的天胶加工企业提供低息贷款，促使企业帮助稀释胶片供应量。并推行天胶替代种植、混合种植和降低种植面积等减产计划。

泰国政府投入资金，推行的橡胶保价政策主要仍是扶持胶农，帮助胶农增加收入，满足胶农诉求。

其政策着力点是通过政府手段来收购、促进出口和增加国内消费来稳定橡胶供需局面，达到稳定胶价目的。

2. 泰国印尼马来西亚3国缩减出口量35万吨

泰国农业及合作社部表示，从2018年1月初至3月底，3大主产国将减少出口规模最多35万吨。

国际3方橡胶理事会（ITRC）已经于2017年12月22日举行会议后宣布了该缩减出口的举措。

3国天胶出口量缩减规模具体分配如下：泰国将削减出口量约23万吨，印度尼西亚削减出口量约9.5万吨，马来西亚削减出口量约2万吨。

2017年，泰国、印度尼西亚和马来西亚3国曾经同意6个月内削减61.5万吨的出口量。

3. 泰国天胶保价预算案对天胶市场的影响

3.1 泰国天胶保价预算案对天胶市场影响较小

首先，由此导致胶农扩展天胶种植和生产规模，并非帮助胶农改行，因此不但不会缩减天胶供应量，反而还增加天胶供应量。

其次，从天胶市场供需格局看，天胶作为泰国重要的出口商品之一，外向型贸易结构使得其受国外消费需求牵制，上述措施虽然短期性效果较强，但仍难以扭转全球天胶供需过剩格局。

再次，即使泰国政策出资收购9.6万余吨胶片和10.7万余吨乳胶，两者合计为20.3万余吨，但规模较小，因此对天胶市场的提振作用也较弱。

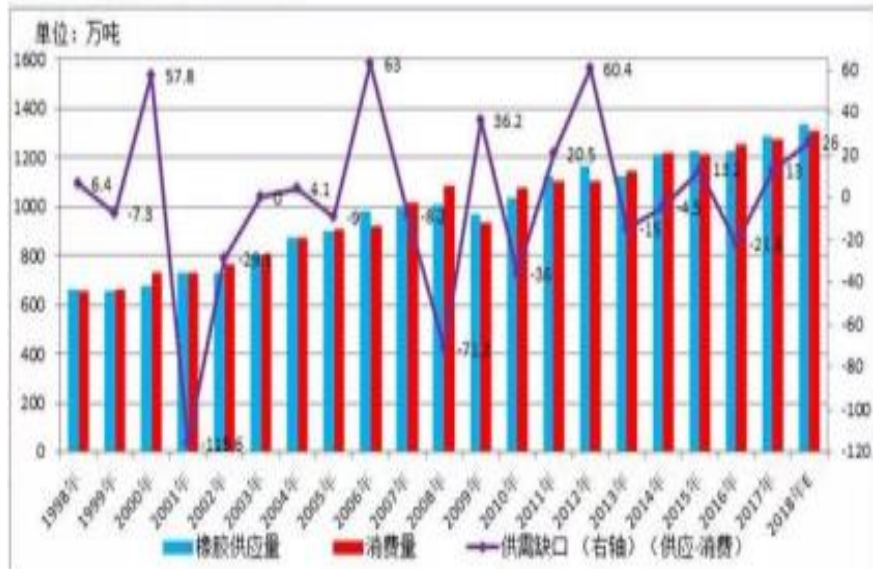
还有，泰国政府出资收储天胶现货，仅仅是将天胶现货暂且放置于适当的仓库，等待胶价回升至合适的位置，再重新抛售于天胶市场，而非直接消化上述天胶现货。

3.2 泰国天胶保价预算案不足以逆转全球天胶过剩

虽然泰国政府将出资收购 20.3 万余吨天胶，不过根据天然橡胶主产国协会（ANRPC）在 1 月 18 日发布全球天胶供需最新数据显示，2017 年 1-12

月全球天然橡胶产量由 2016 年的 1242.9 万吨增长到 2017 年 1328.2 万吨，同比增加 85.3 万余吨，增长幅度为 6.86%，2017 年全球天然橡胶消费预估同比增长 1.4%，达到 1290.4 万吨，全球供应有盈余 37.8 万余吨；而目前全球库存近 350 万吨，库存消费比上升至 27% 高位。

图 2：全球天胶供需对比数据



数据来源：国际橡胶研究组织 (IRSG)，兴证期货研发部

对比显示，泰国政府收购规模仍不足以覆盖全球天胶过剩规模，由此意味着，虽然泰国政府收购 20.3 万余吨天胶现货，但全球天胶供需关系因此仅仅过剩幅度有所缩小，但不会由供过于求改变为供不应求。

因此，泰国政府收购天胶对天胶市场的提振作用也仅仅促使天胶市场价格展开技术性反弹而已，而不会促使天胶市场价格由下跌、或者低位区域性震荡整理，逆转为单边持续性上涨的牛市行情。

4. 3 国缩减出口对全球胶市影响分析

4.1 3 国缩减出口占其出口量比例较小

根据万得咨询数据显示，2017 年 1-11 月全球天胶主要生产国 (ANRPC) 成员国天胶出口量为 872.9 万余吨，3 国天胶出口量缩减规模 35 万余吨占上述主产国天胶出口量的比重仅为 4.01%，由于比重较小，因此对天胶市场的利多提振作用也较弱。

3 国缩减天胶出口量，其目的是提振胶价，如果胶价上升，3 国天胶种植产业收益提高，缩减行动自然也就达到了目的了。

3 国缩减天胶出口量，而其实际天胶产量并未缩减，因此缩减出口量仅仅是将尚未出口的现货供应量转变为库存量，等待胶价适度回升之后，再向天胶市场出售，对天胶市场的利多因素也较为有限。

3 国缩减天胶出口量，而尚未得到其余天胶主产国的积极响应。因此，不排除 3 国缩减天胶出口量的同时，其他天胶主产国乘机挤占天胶市场出口份额，尤其是越南、老挝、柬埔寨等天胶新兴生产国扩展天胶市场销售份额。

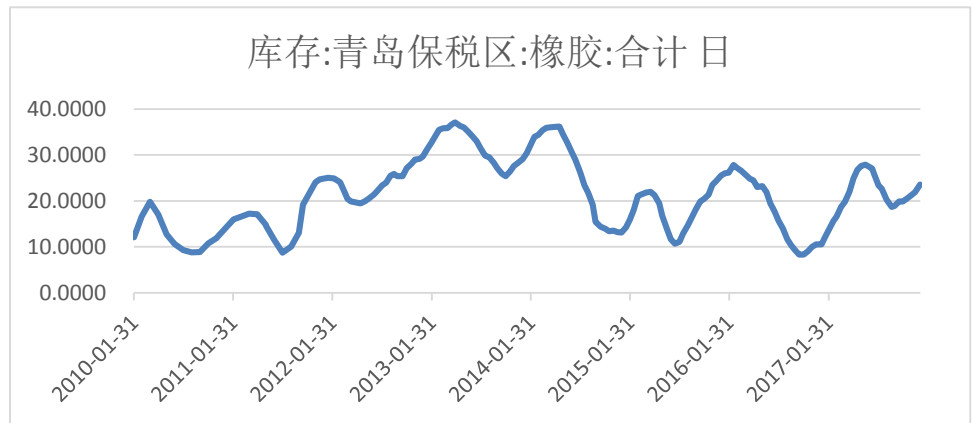
总体而言，3 国缩减天胶出口量对全球天胶市场的利多作用较为有限。

4.2 3 国缩减出口难以改变国内库存增长趋势

虽然 3 国将缩减天胶出口 35 万余吨，加上泰国将收购天胶 20.3 万余吨，累计缩减供应量达到 55.3 万余吨，不过除去全球天胶过剩 37.8 万余吨以外，中国国内方面，除青岛保税区和上海期货市场分别积压天胶库存量 23 万余吨和 41 万余吨外，保税区外还有 20 万吨库存量，国内库存量还有 54 万吨的国家储备库存量，云南昆明地区超过 20 万吨的库存量，上述国内库存量总数达到 158 万吨。

因此，3 国缩减出口和泰国收购天胶现货，也仅仅缩减全球天胶供需过剩规模，仅仅缩减全球天胶库存量规模，同样不能改变全球天胶供需关系呈现供过于求的过剩态势，因此，3 国缩减天胶出口量对全球天胶市场的利多作用较为有限。

图 3：中国青岛橡胶库存量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 1 月 17 日，青岛保税区橡胶总库存量为 24.63 万余吨，较 1 月 2 日的 23.56 万余吨增加 1.07 万余吨，增幅为 4.54%。

另外，混合胶非标套利盘活跃，导致区外有大量混合胶库存，据估计总量超过 20 万吨。

受国内消费需求和套利需求双重因素作用，青岛保税区及区外库存量持续增长。

图 4：中国上海天胶库存量（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

受天胶市场供过于求和期现套利等因素作用，上海期货交易所天胶库存量持续增长，并不断创下新高。

截止 2 月 2 日，上期所橡胶库存量大幅增加 7188 吨至 426498 吨，注册仓单大幅增加 9530 吨至 372280 吨，期货库存压力加重，仓单压力同样加重，由此对天胶市场仍产生压制作用。

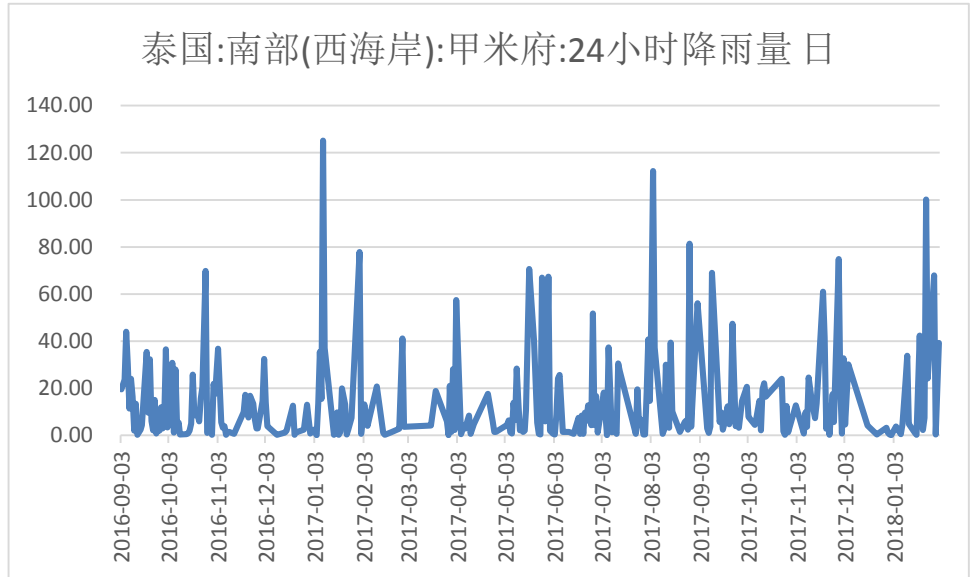
从青岛和上海库存量变化趋势推测，尽管泰国收购胶农现货、3 国联合缩减天胶出口规模，但由于天胶国内外价差等因素作用，国内库存量增长趋势虽然可能减缓，但由增转减的可能性将较小。

因此，上述 2 大政策利多对国内天胶市场的利多提振作用也较弱。

5.泰国主产区气候对天胶供应影响较弱

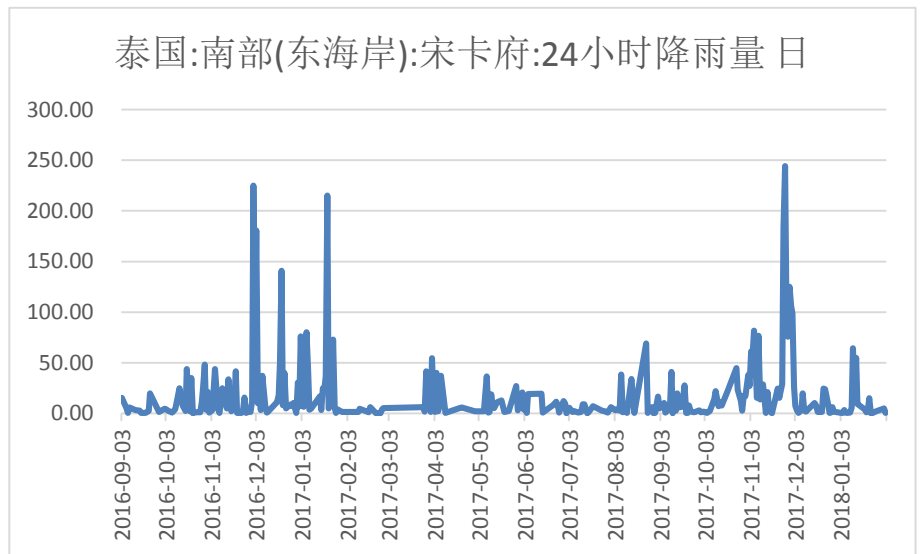
5.1泰国南部主产区降雨较12月显著缩小

图 5：泰国南部甲米府降雨量（毫米）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：泰国南部宋卡府降雨量（毫米）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上面 2 图显示，泰国南部主要产区的 1 月降雨量相比 12 月降雨量显著缩小，形成洪涝灾害的概率也明显缩小。

因此，泰国天胶主要产区气候将渐趋适宜和正常，未来虽然该国及东南亚其他主要生产国陆续进入全年割胶落叶期淡季，天胶产量可能季节性缩减，但因灾而大幅减产的可能性将显著缩小，由此对天胶市场构成中性偏空作用。

6.国内轮胎企业开工率难以大升

6.1国内全钢轮胎企业开工率受压于70%一线

图7: 国内全钢轮胎开工率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6.2国内半钢轮胎企业开工率受压于70%一线

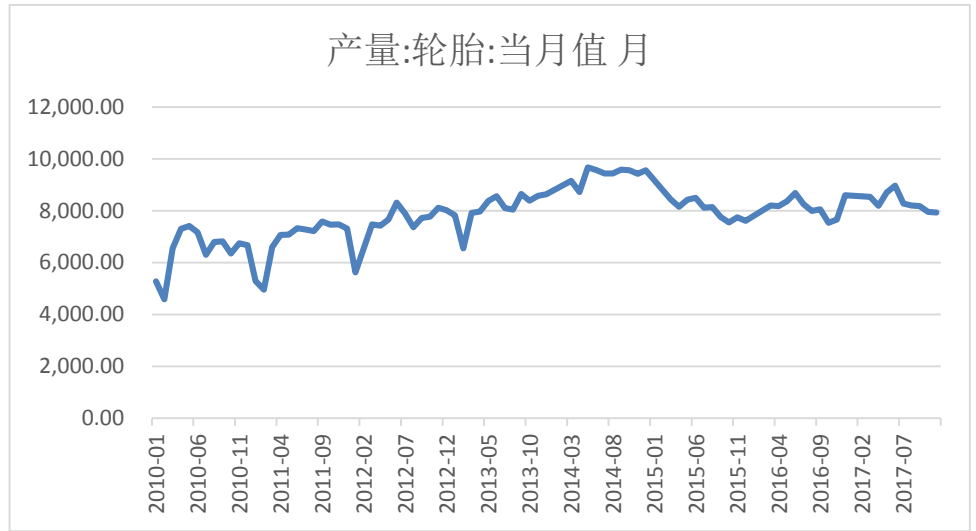
图8: 国内半钢轮胎开工率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6.3国内轮胎产量月度数据持续缩减

图9：国内轮胎产量（万条）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

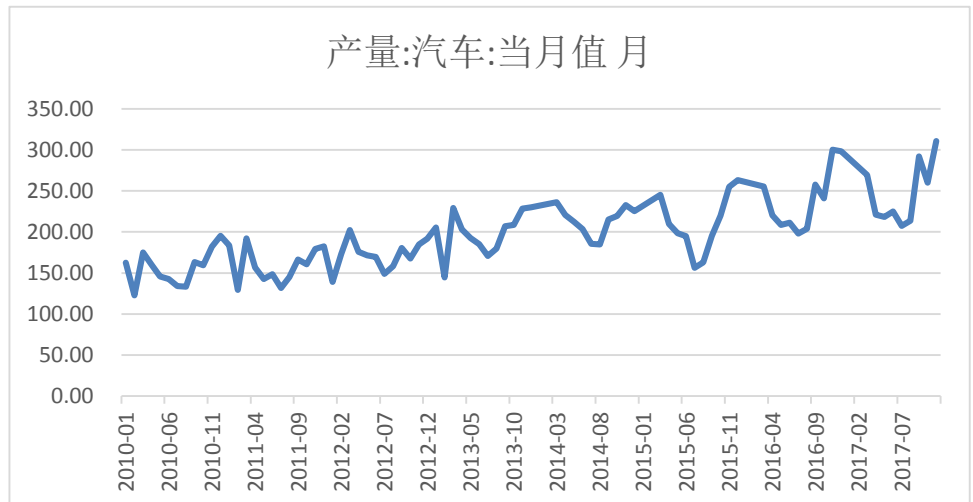
数据显示，国内轮胎月度产量于2017年6月达到8964.34万余条近期较大值，随即逐月缩减，并于2017年11月缩减至7933.36万余条近期较小值，累计缩减1030.98万余条，缩减幅度为11.5%。

分析认为，国内轮胎企业受年初设备检修、环境保护压力加大、橡胶助剂、炭黑等原材料供应受限、价格飙涨、成本压力加重、资金紧张、经营困难，及个别轮胎厂家处于整合状态或陷入经营困境等等诸多不利因素影响，导致开工率始终维持相对偏低水平，泰国实施天胶保价预算案，理论上可能导致天胶供需关系偏多转换，但实际上，由于规模较小，对国内轮胎企业的影响相对较弱。

7.国内汽车产销规模增长将趋缓

7.1国内汽车产量持续增长

图10：国内汽车产量（万辆）



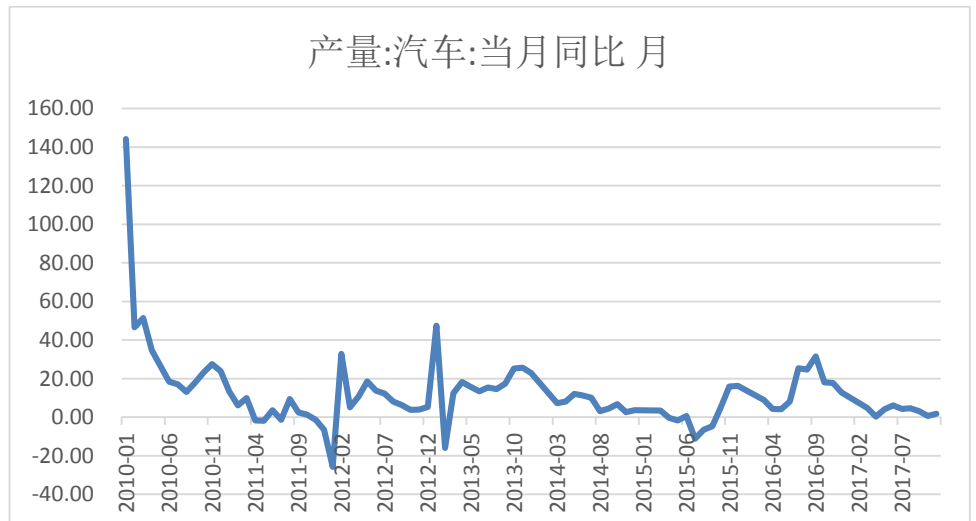
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017年前11个月，我国汽车产销分别完成2599.9万辆和2584.5万辆，比2016年同期分别增长3.9%和3.6%，增长幅度较小。

预计2017年全年汽车产销量将达到2900万辆，国内汽车产量低速增长，对上游天胶供需构成有限的间接的偏多作用。

7.2国内汽车产量增长幅度持续回落

图11：国内汽车产量增长幅度（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据显示，国内汽车产量增长幅度逐渐回落，例如，2017年4月和10月该数据分别回落至0.3%和0.6%低位，逼近零增长。

究其原因，其一是，2017年国内经济增长趋于减缓，对汽车制造业发展构成连带利空作用；其二是，2017年购置税激励措施将排量在1.6升以下的汽车购置税由10%下调至7.5%，而自2018年1月1日起，小排量乘用车购置税将从目前的7.5%，恢复按10%的法定税率征收。

由此会引发车辆中长期销售在没有激励政策的驱使下，逐渐趋于正常，甚至由于用车环境渐趋严格，而趋于疲软，因此对天胶构成短多中长空的辩证影响。

8.本报告的风险点

如果国内外天胶市场利多因素相叠加，则不排除一轮技术性反弹行情。

虽然，泰国政府投入干预天胶市场的资金较为有限，干预规模也相应有限，同时干预政策具体落实实施的时间也尚不明朗，不过作为一个天胶市场的利多的政策性因素，始终存在。

同时，还有泰国、印尼、马来西亚3国约定合计削减34.9万吨的出口量的计划。其中，泰国削减出口量23.4万吨，印尼削减出口量9.5万吨，马来西亚口削减出口量2万吨，限制出口计划预计在12月起之后的3个月内（即2018年1季度）逐渐落实实施。

另外，虽然目前东南亚产区遭遇大规模洪涝灾害的可能性相对较小，但随着2月开始的割胶落叶期临近，主要产区是否会遭遇春季干旱或者其他灾害

兴气候？仍不得而知，对天胶供需关系也将产生潜在的利多提振作用。

还有，随着天胶市场价格持续低位区域徘徊，如果天胶生产商和个体胶农对胶林弃管弃割行为重新发生，无疑对天胶供应产生人为缩减影响。

此外，随着天胶现货和期货市场价格运行至相对偏低价位区域，贸易商和投机商做空意愿逐渐减弱，继而引发市场价格出现较大幅度的反弹和回升。

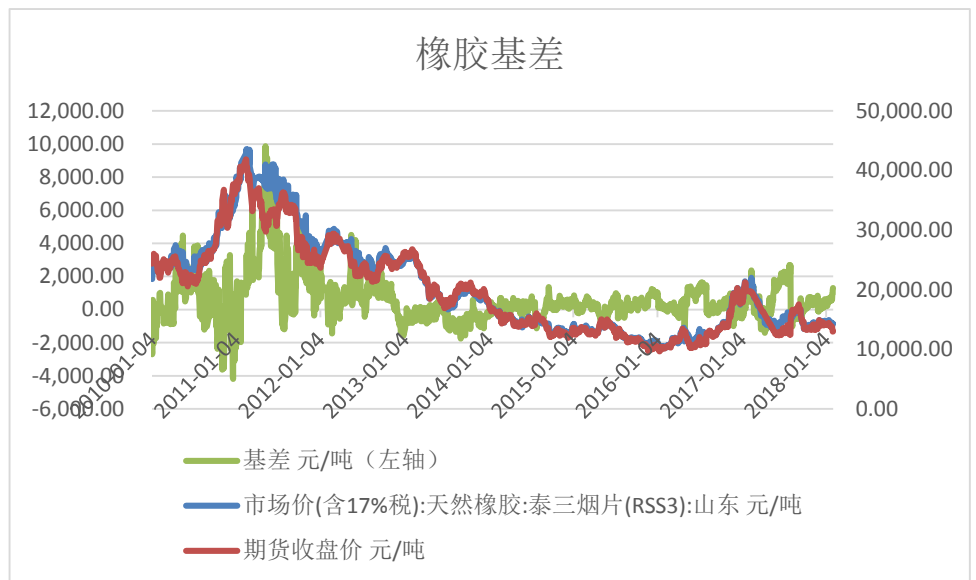
如果，上述利多因素相叠加，并对天胶市场发生作用，不排除天胶市场价格出现较大幅度的回升。

不过，如上所述，即使这些利多因素相叠加的话，也难以改变全球天胶库存量350万吨和国内天胶库存量150多万吨的利空格局，因此，所引发的天胶市场回升的性质仅仅是技术性反弹。

9.具体操作策略

结合现货价格和期货价格的基差数据，宜以逢高沽空主力合约 RU1805 为主。

图12：橡胶基差（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

具体操作如下：

沪胶空单建仓条件：沪胶主力合约 RU1805 期货价格位于 13000-13500 元区域（均价 13250 元），同时参考当基差位于-800 至-1000 元较小之际的有利区域；

空单止盈价位：该合约期货价格回落至 11000-11500 元区域（均价 11250 元左右）；

空单止损价位：该合约期货价格回升至 13500-14000 元区域（均价 13750 元左右）；

盈亏比为 4:1。

预计空单平仓时间为 4 月，即该合约交割月的前一个月，也是国内胶市结束停割期、迎来新一轮开割之际，也是东南亚产区结束落叶期、重新进入割胶

期的阶段。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。