

橡胶投资机会及展望

——2019下半年

主讲人：吕世伟

天然橡胶当前关注焦点 及未来投资机会探讨

期货投资从趋势交易到套利

目录

受国内外宏观、供需价差结构、天气政策等诸多方面的因素影响，2019年沪胶承接2018年震荡筑底。

1

天胶行情主导因素和逻辑

未来天胶行情展望

2

沪20号胶上市后，沪胶价格将如何演绎？不同胶种间价格强弱关系如何？抄底资金是否该入场？

天然橡胶期货已然成本期期货市场上最活跃的品种之一，其价格波动剧烈，而不同交割期合约间价差变化也非常大，从而为套利者提供了较好的入场机会。

3

橡胶套利模式及策略

20#标胶上市影响几何

4

2019年8月12日，20号胶将与上期能源中心开始交易。

1 PART



天胶行情主导因素和逻辑

受国内外宏观、供需价差结构、天气政策等诸多方面的因素影响，2019年沪胶延续2018年底部震荡的行情，并创下中长期新低。

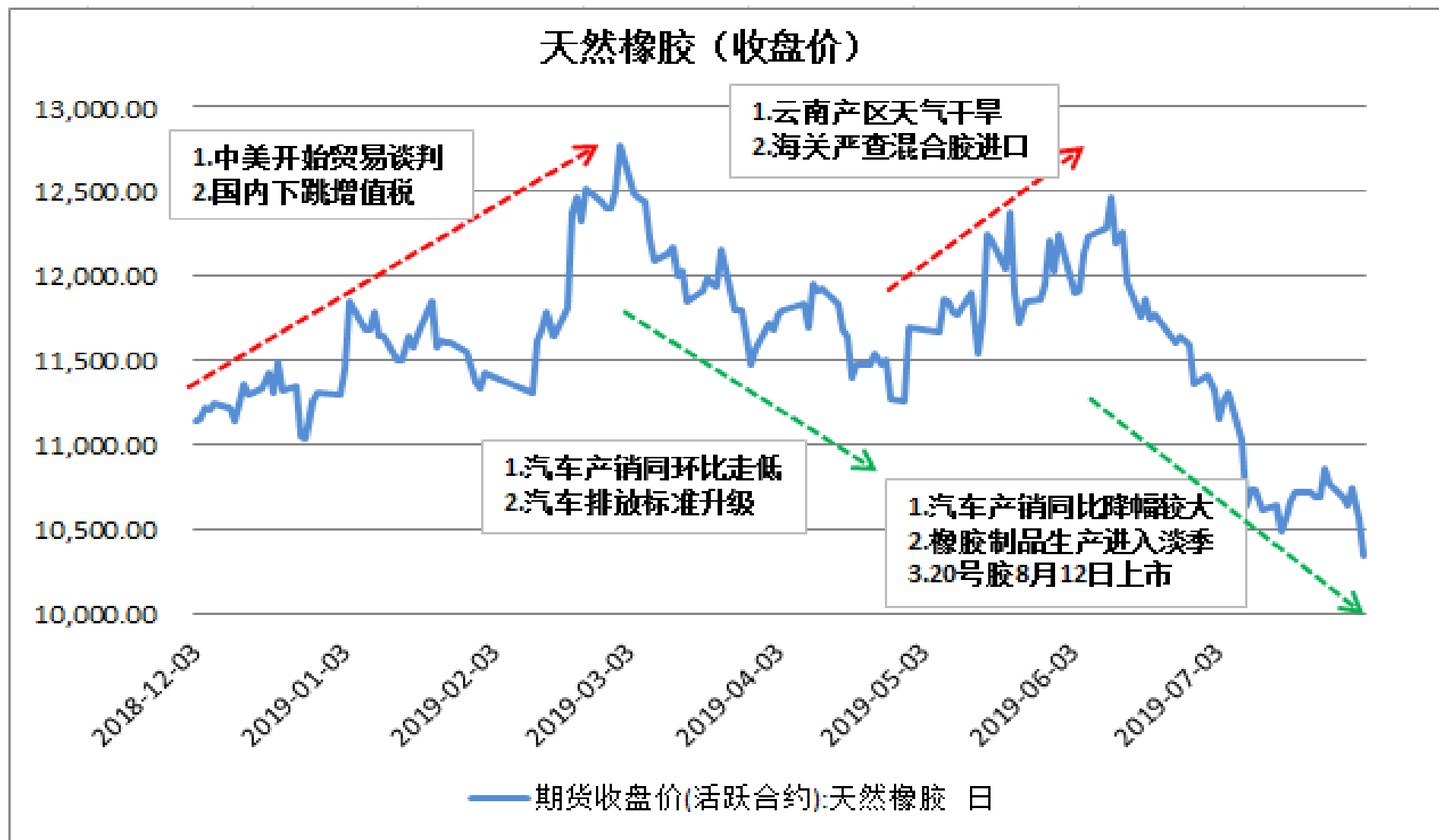
橡胶期货

波动性大

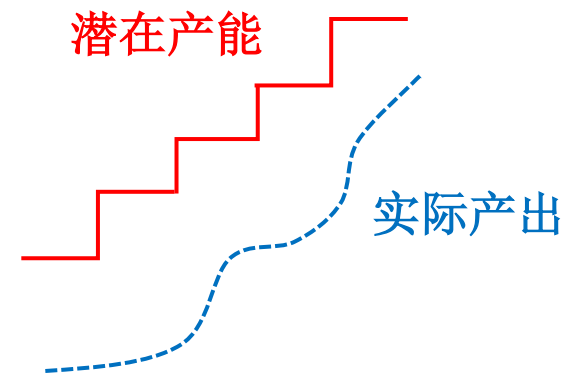
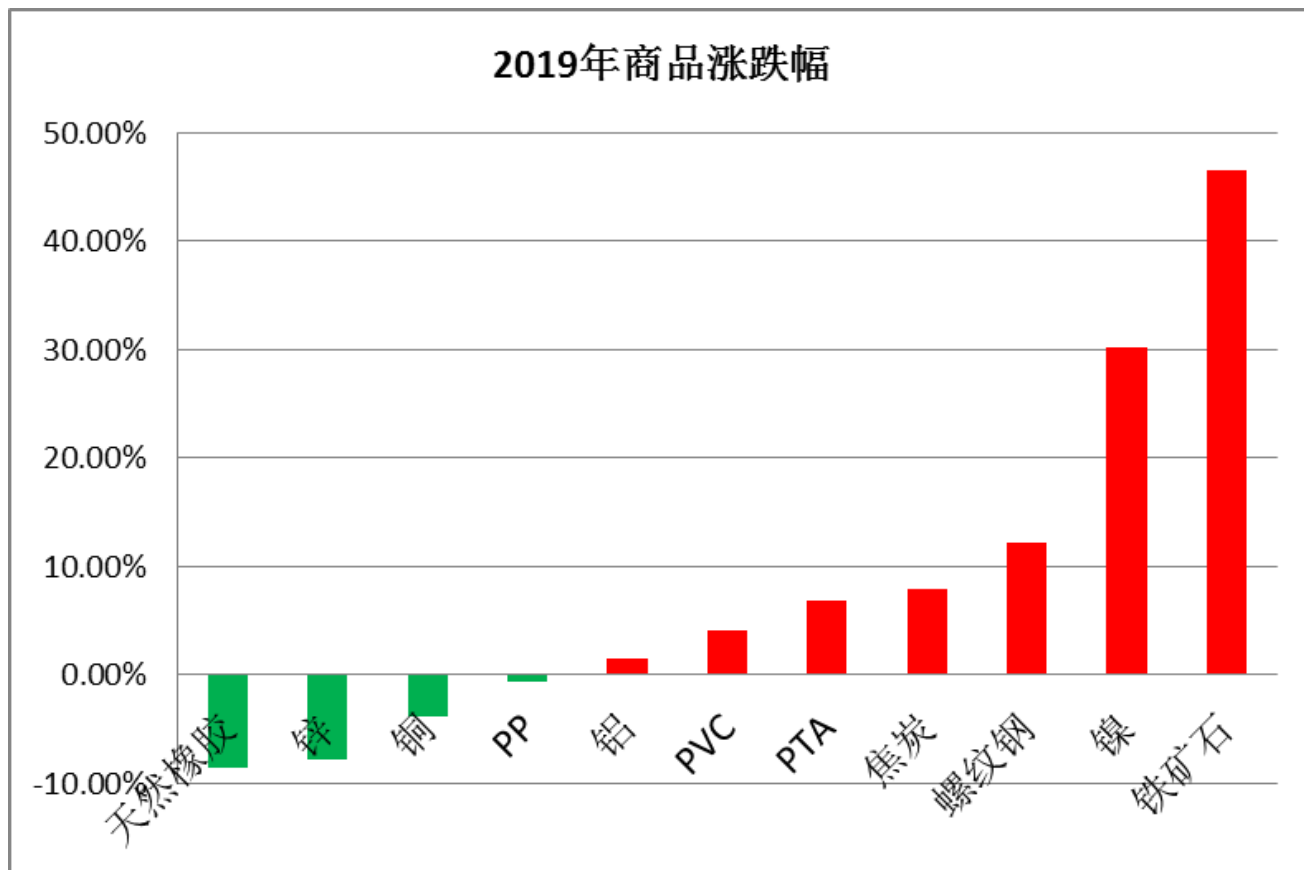
沪胶价格走势



橡胶期货



商品期货价格走势缘何分化？



■当产能利用率主动或被动（主动属于市场化，被动属于政策限制）打满之后，任何因素带来的囤库行为，都会触发价格的上涨，而且上涨的弹性很强。

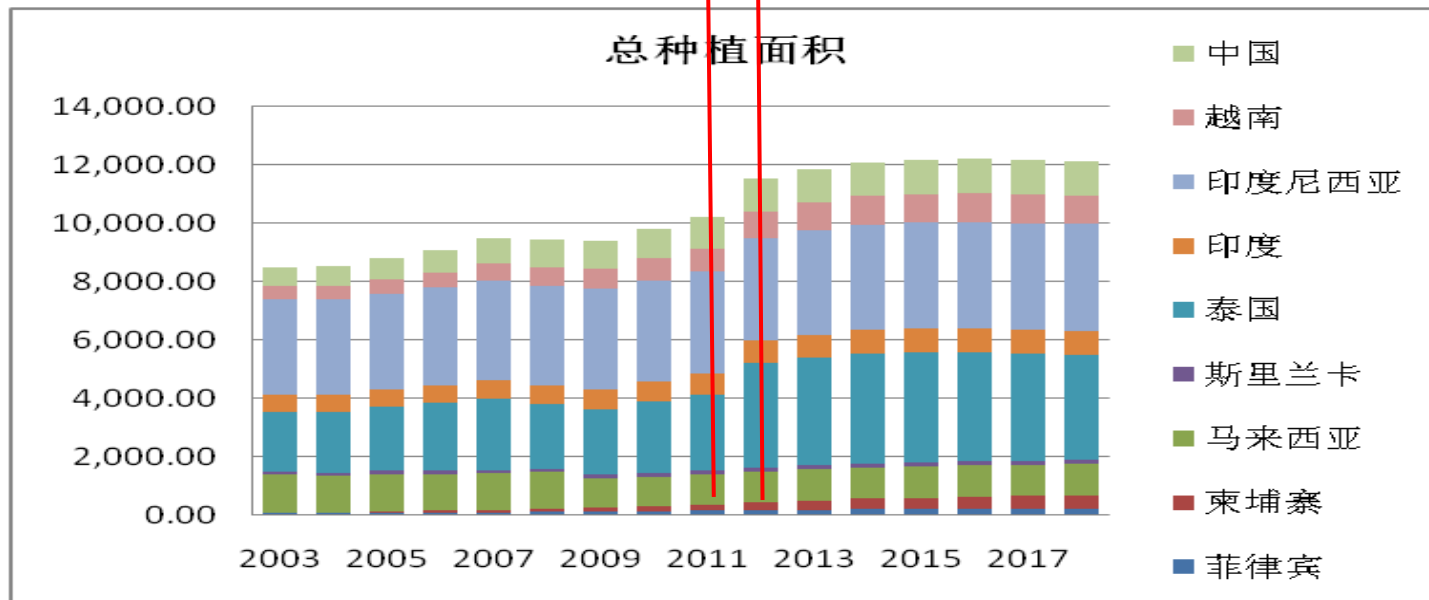
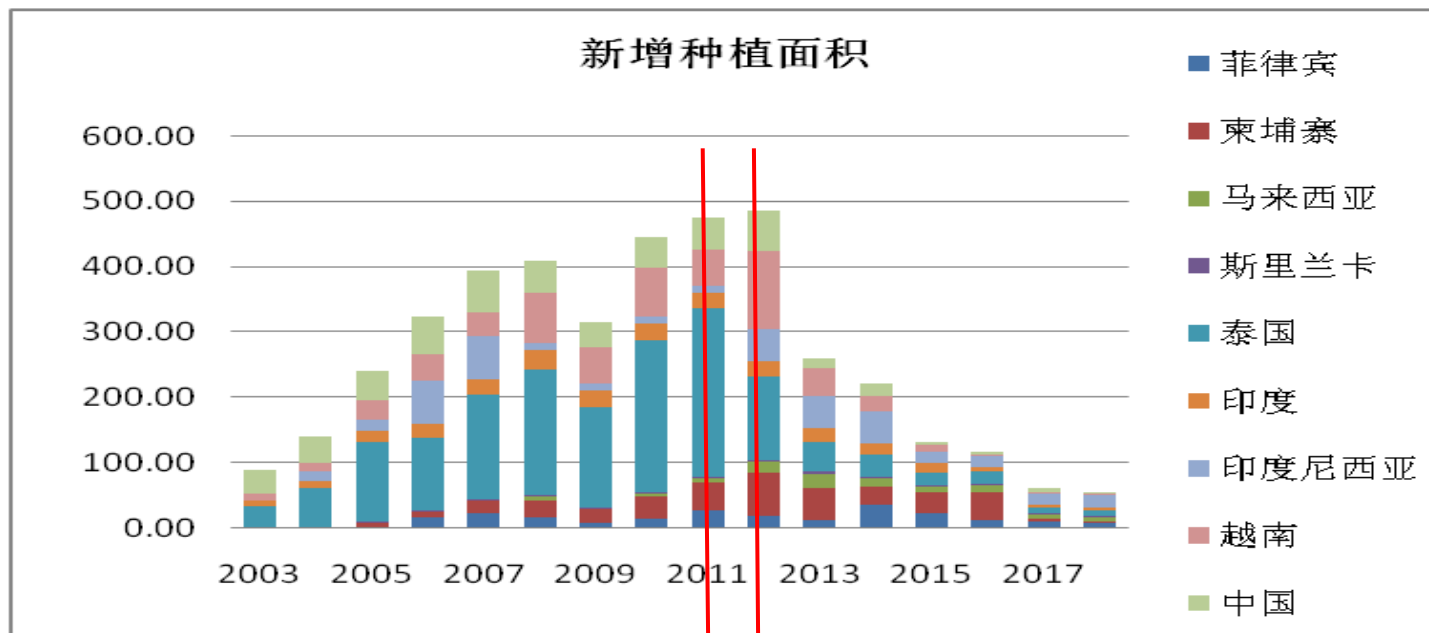
■去年螺纹焦炭都是行政化出现产能瓶颈的品种，而一些化工品则是自然出清，产能打满。



新增种植面积

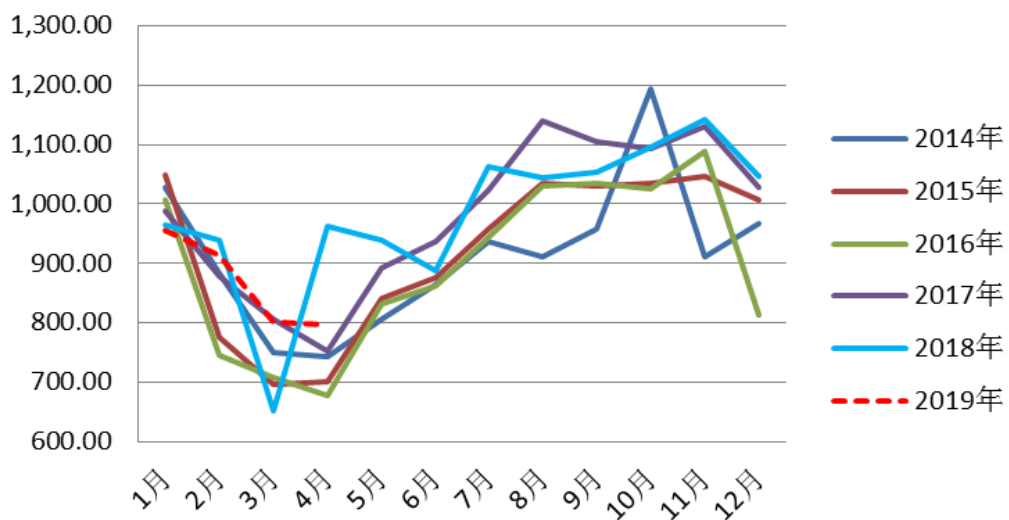
8

供应增量
边际递减

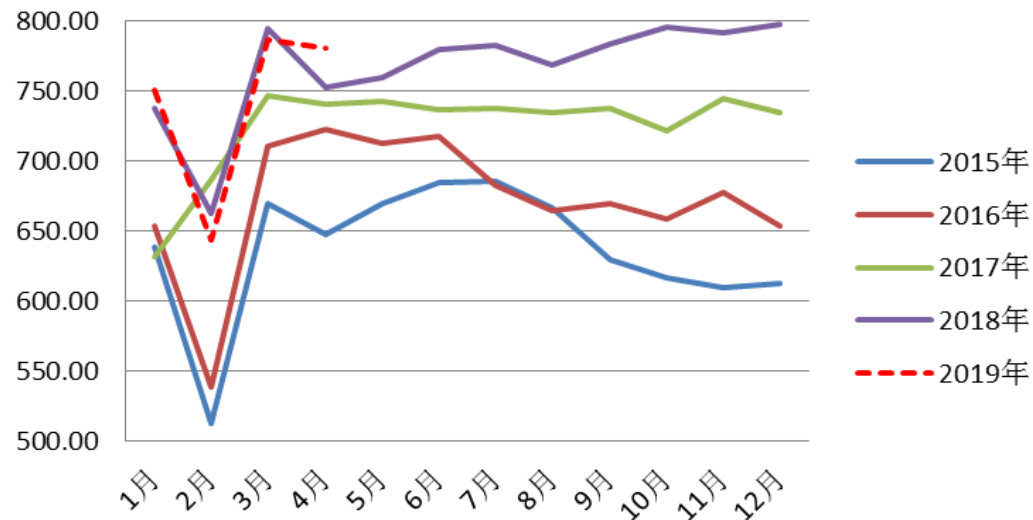


主产国产量

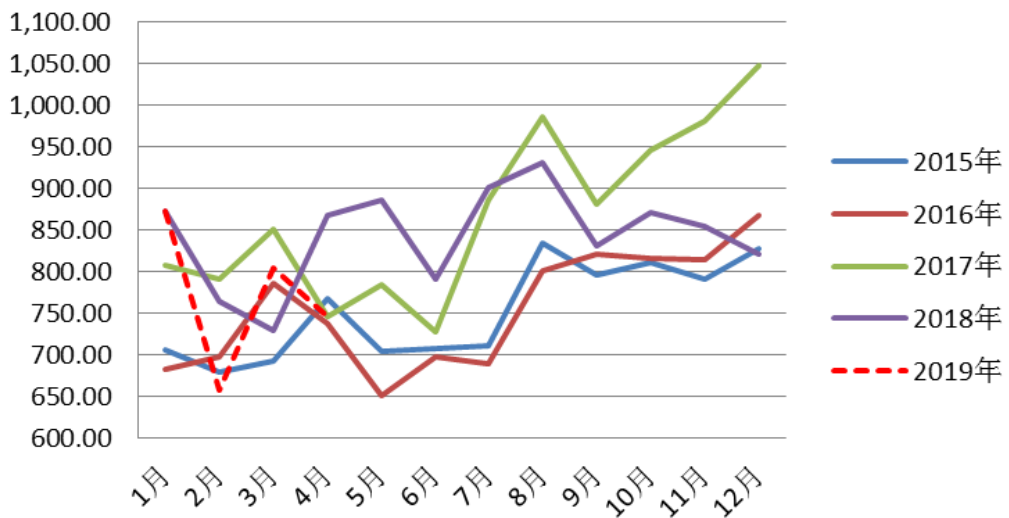
ANRPC产量



ANRPC消费量



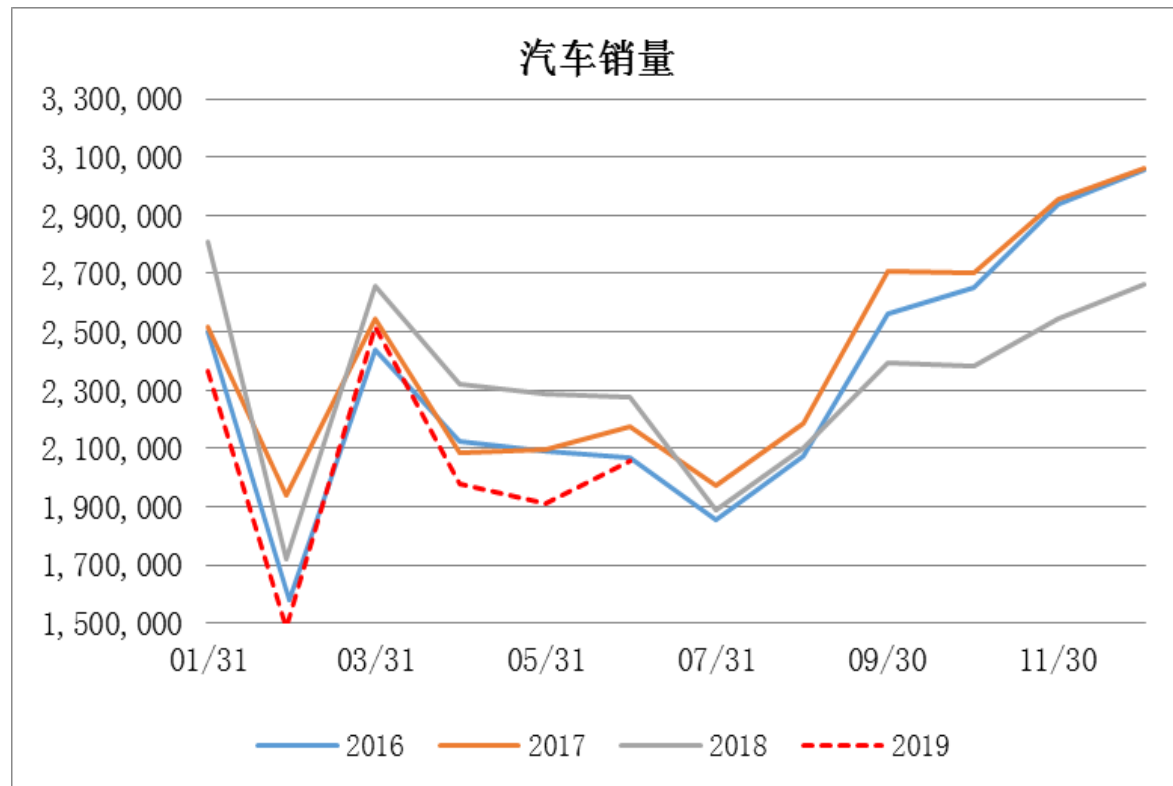
ANRPC出口量



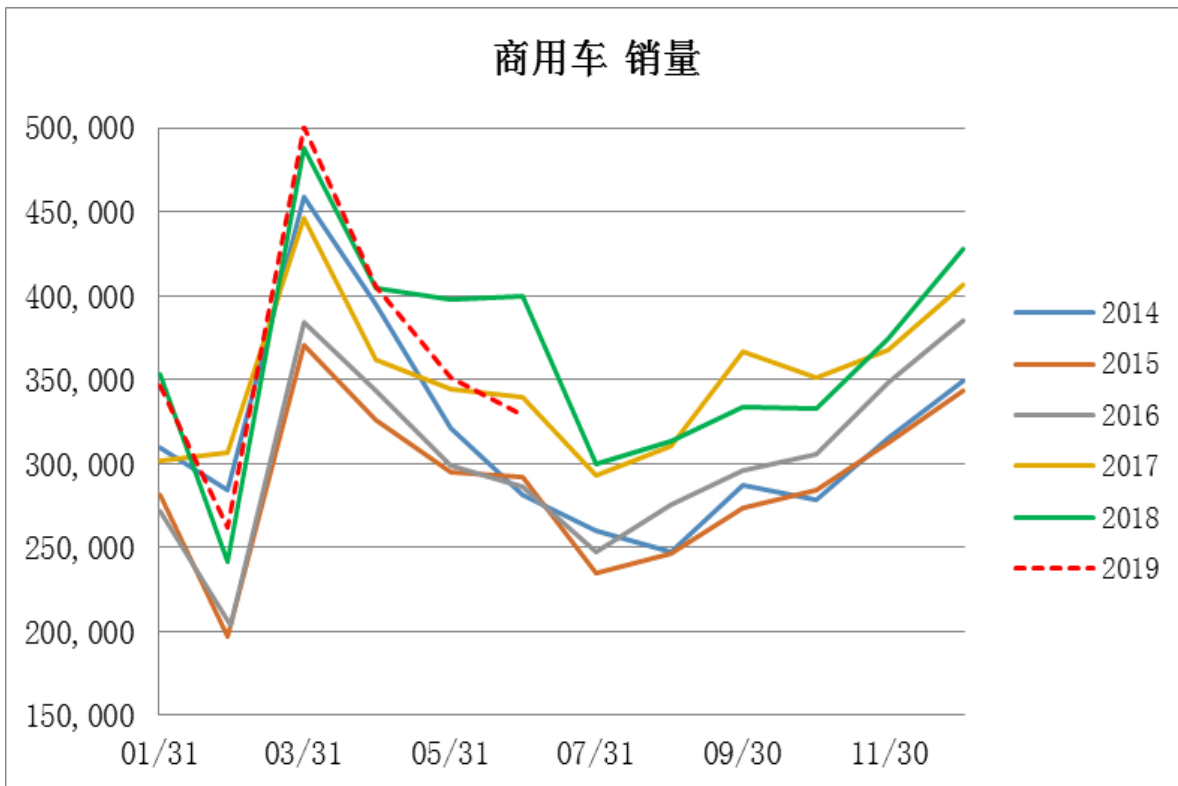
- ANRPC公布2019年前1-4月世界天胶总产量为395.4万吨，累计同比-5.1%。1-4月世界天然橡胶消费量有所改善，同比增+1.0%至459.1万吨。
- 泰、印、马自2019.4.1起限出口24万吨（4个月）；泰国受大选的影响，限出口（12.6万吨）推迟到5月20日执行。

轮胎配套市场需求 (20%)

汽车销量

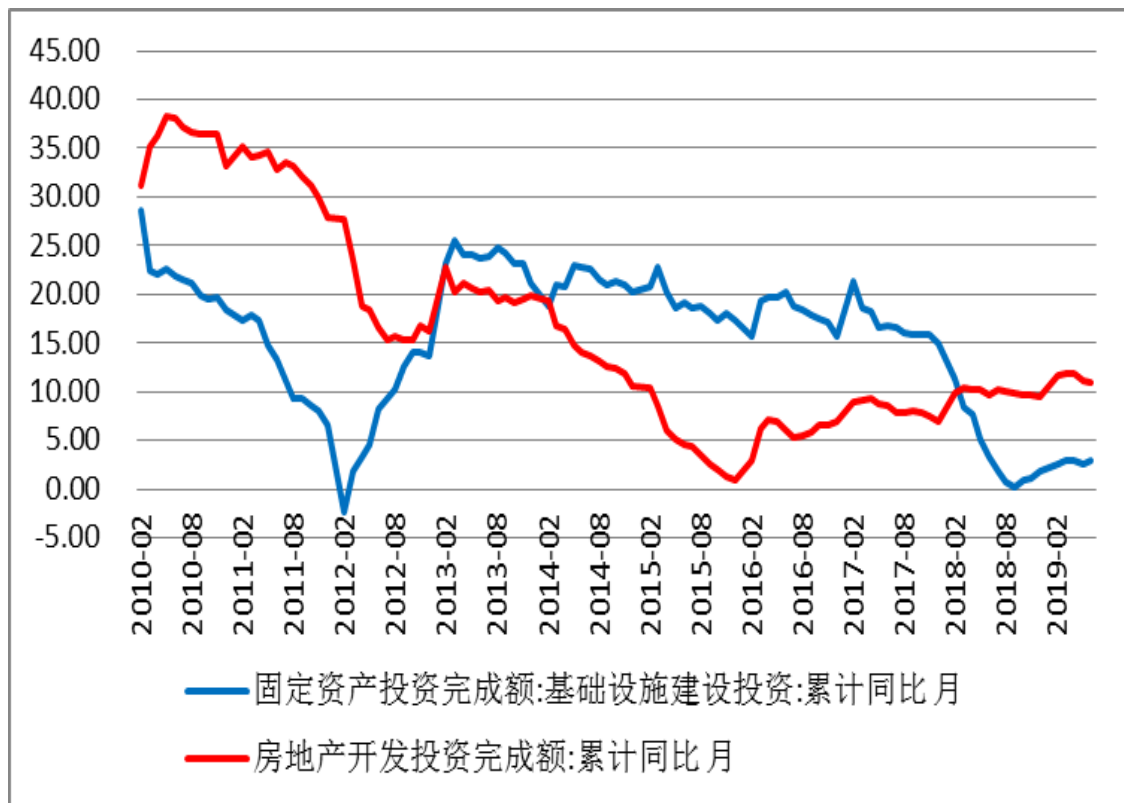


商用车 销量

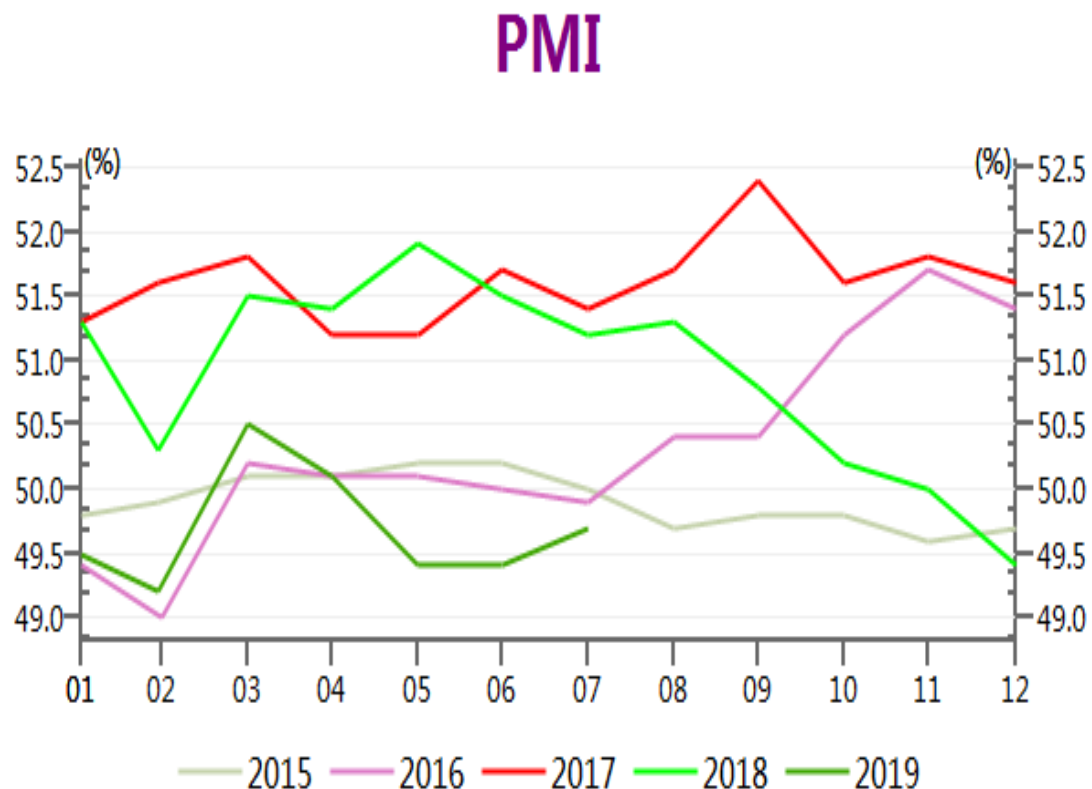


轮胎替换市场需求（80%）

地产&基建投资增速

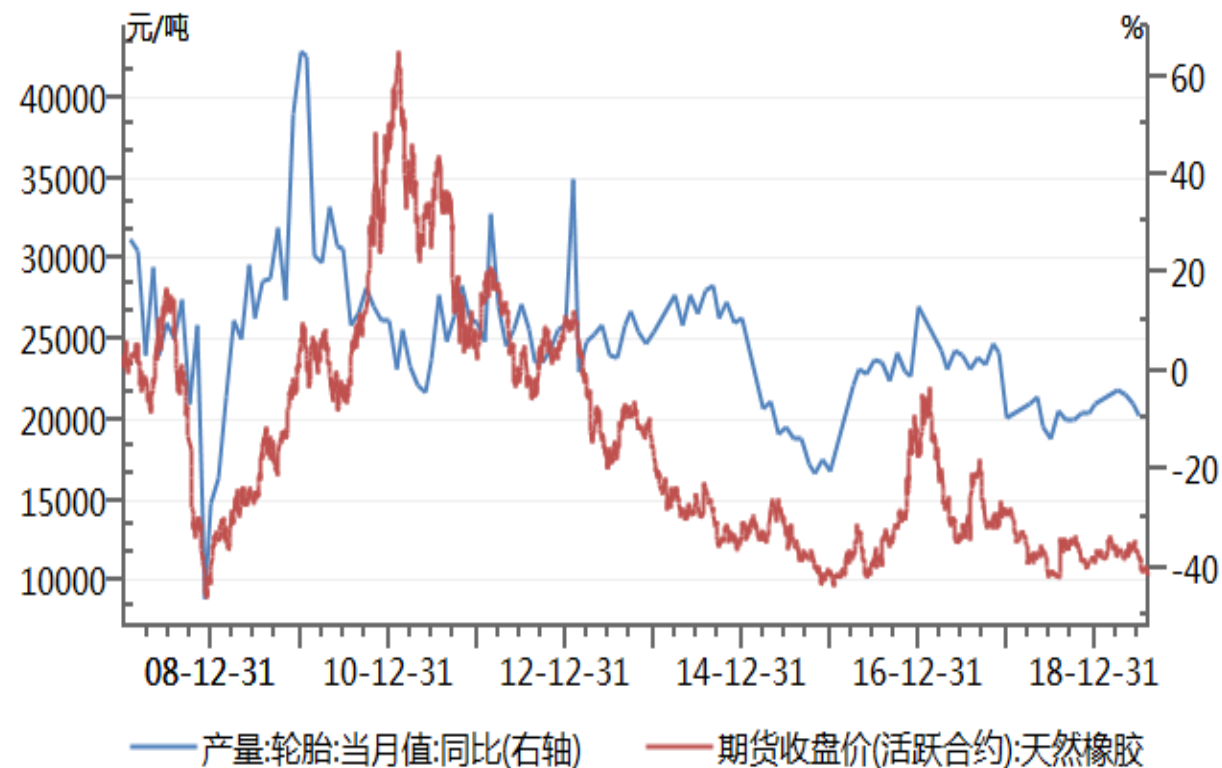
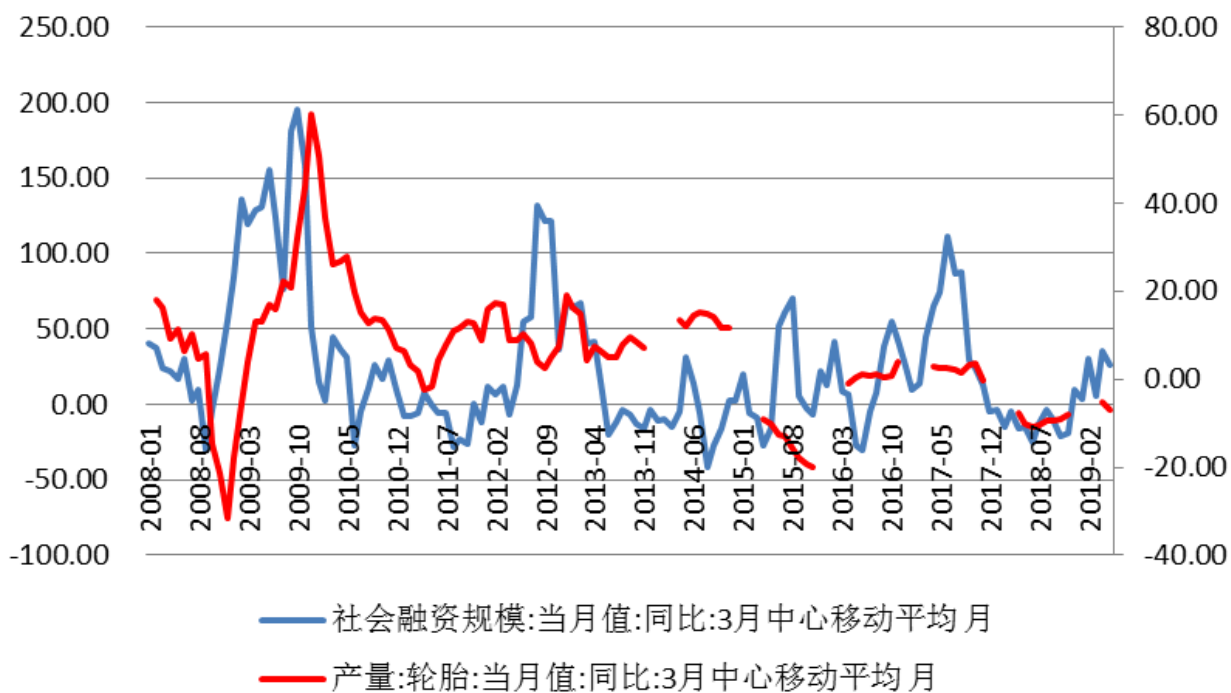


PMI指数



社融增速 & 轮胎产量增速 & 胶价

社融增速 & 轮胎产量增速



橡胶价格展望

-趋势判断:

自2018年下半年起，沪胶进入低位震荡整理形态，国内汽车产销量同比持续下降使得对橡胶的需求减少，这是造成胶价疲软的根本原因。至今这种情况已经持续一年，在经济增速放缓、排放标准升级以及贸易摩擦动荡不定的前景影响之下，汽车产业走出低迷恐非易事。不过，若持续下滑的势头能够被遏制，则对市场信心会有提振作用。此外，从供应端来看，低胶价损害胶农的割胶热情，后期新胶上市数量不会大幅增加。如果产区出现灾害性天气，则新胶供应或将趋紧。还有，中美贸易谈判恢复进行，若取得阶段性成果也会带来利多影响。

8月12日20号胶将在上海能源交易中心上市交易，可能会分流现有沪胶品种的存量资金，但价格走势应该有很强的正相关性。若新品种表现活跃，那么现有的橡胶品种也会适当跟随。技术上看，当时胶价处于历史底部区，短线进行区间交易。若出现突破性走势则可中长线顺势操作。

胶水-杯胶，出现平水甚至贴水时，引发产业主动出清，可介入抄底；

价格见底条件：1.全球供应增速负增长；2.国内库存快速回落；3.期货溢价空间收窄。

-风险因素:

- 国内外收抛储
- 天气对于产量的影响
- 全球经济系统性风险

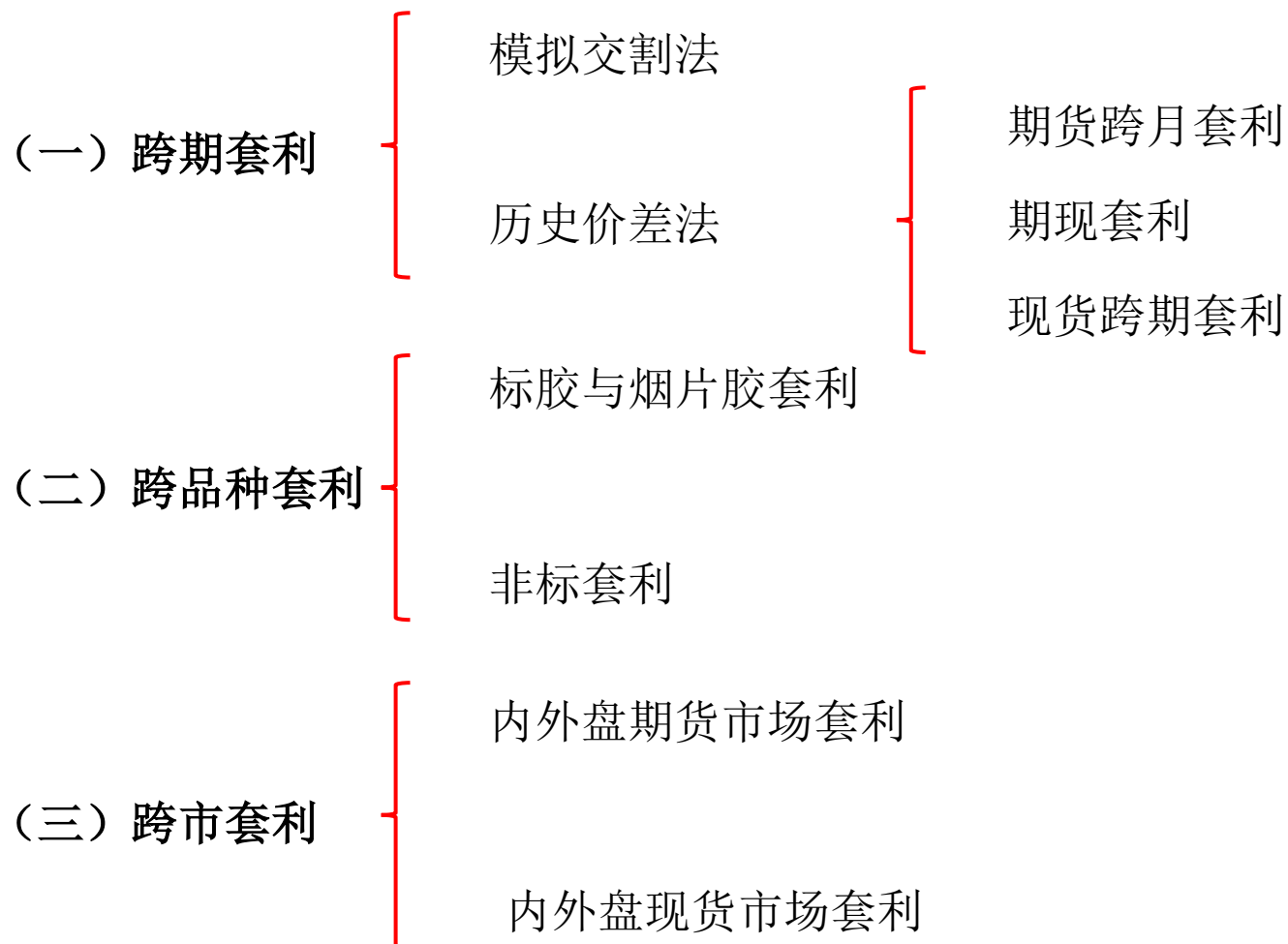
2 PART



橡胶套利模式及策略

天然橡胶期货已然成为期货市场上最活跃的品种之一，其价格波动剧烈，而不同交割期合约间价差变化也非常大，从而为套利者提供了较好的入场机会。

天然橡胶套利策略



一般来说，影响实物交割跨期套利盈亏的有多种因素，包括买入合约价格、卖出远期合约价格、交易手续费、交割费、仓储费、捣短运输费、出入库费、检验费、仓单打印费、资金利息、增值税等。

“套利利润 = （卖出远期合约价格 - 买入合约价格） - 持有成本[上述费用] ”

跨期套利的是寻找合理的价差区间，橡胶常用的套利合约组合为：1月与5月、5月与9月、9月与次年1月、11月与次年1月。

1. 模拟交割法，1-5正套为例：8月2日，**RU2005-RU2001=265**

交易费用	成交金额的0.015%，按8月2日收盘价计算双边开仓手续费约为3.4元/吨		
交割费用	交割手续费4元/吨，两个合约总计 8元/吨		
仓储费	入库完就需支付每天1.3元/吨的仓储费用，RU2001到期日2020年1月15日，RU2005到期日2020年5月15日，中间按天数计算仓储费用为1.3*122= 159元/吨		
出入库费	入库费30元/吨， 出库费30元/吨，共 60元/吨		
仓单打印费	仓单打印费100元/张，即 10元/吨 （每张仓单面值10吨）		
过户费	1元/吨	质检费	15元/吨
增值税	265/（1+9%）*9%= 22元/吨		
捣短运输费	假设当地有上海期货交易所指定的定点交割仓库，全乳胶现货可以直接运输到上海期货交易所指定的定点交割仓库。其中捣短费用为假定为 50元/吨		
资金利息	（11195+11460）*17%*7%*122/360=91元/吨 [保证金17%，资金利息7%]		
总成本	3.4+8+159+60+10+1+15+22+50+91= 397.4元/吨		



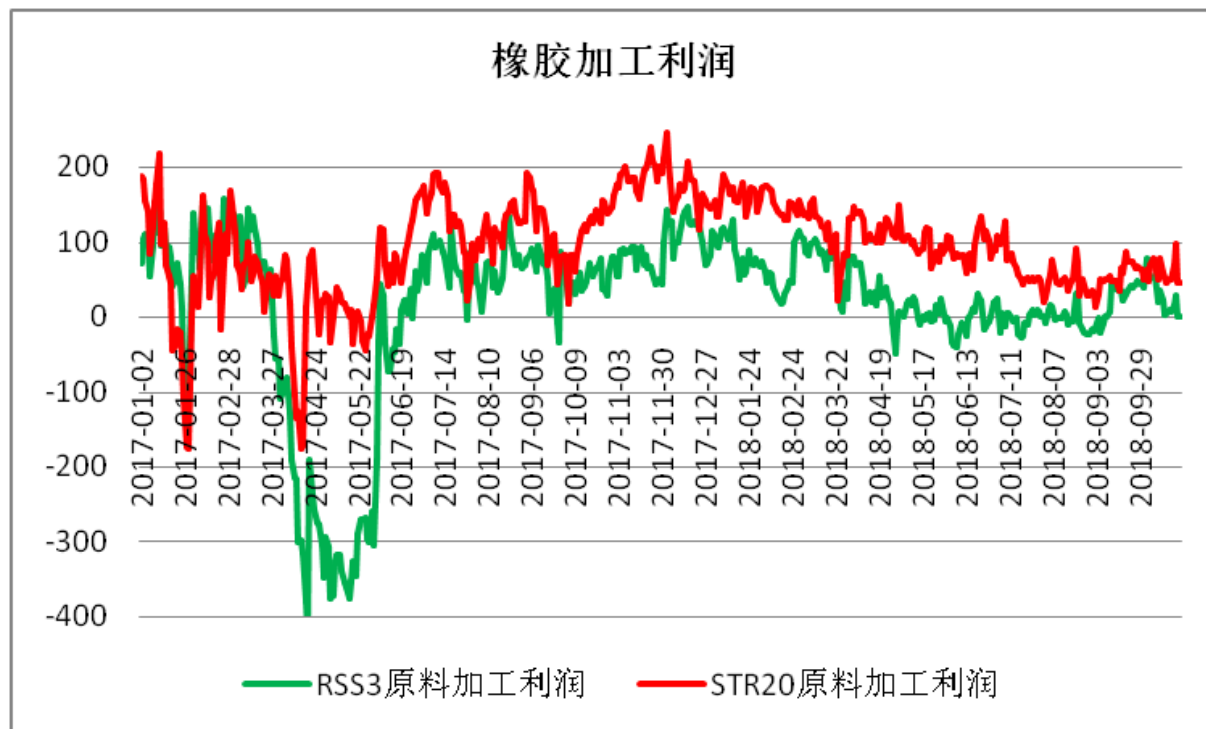
模拟交割法

标胶与烟片胶套利

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{RSS3加工利润} = \text{RSS3} - \text{白片} - (\text{加工费: } 5.5\text{--}6.5\text{泰铢/公斤}) \\ \text{STR20加工利润} = \text{STR20} - \text{杯胶} - (\text{加工费: } 6.5\text{--}7.5\text{泰铢/公斤}) \end{array} \right.$$



跨品种套利



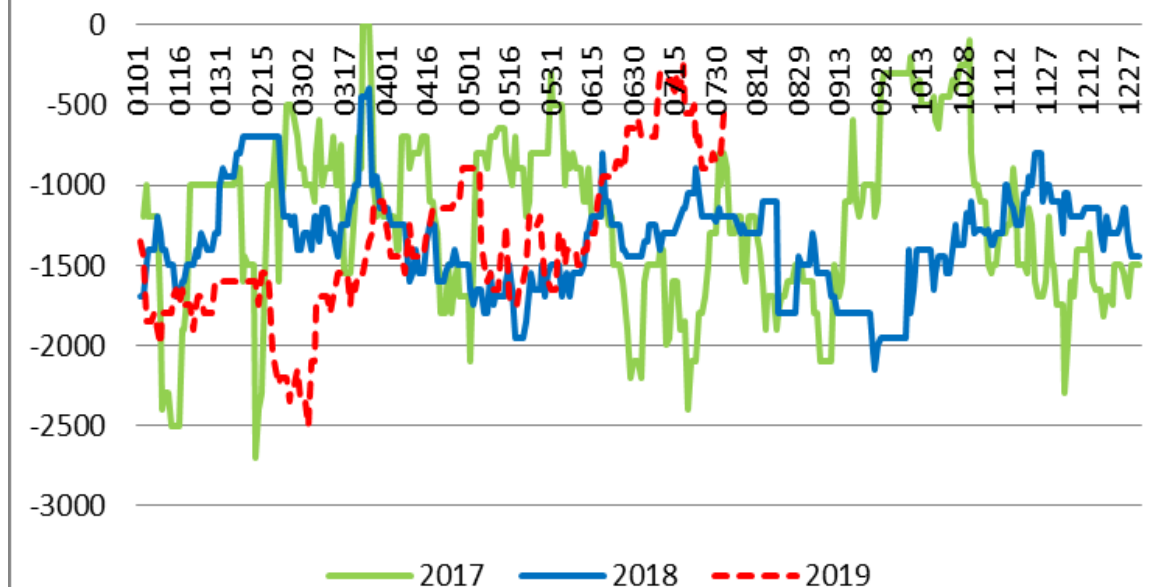
今年以来烟片加工利润持续亏损，产量在下半年会有一定回落，而标胶相对烟片来说，仍具有一定的加工利润，同时四季度整体是标胶的高产期，由此我们认为在利润尚可，产量释放的状况下，烟片将比标胶承受更大的价格压力。**操作建议：买烟片，抛标胶。**

三季度（多标二，抛全乳）

胶水-杯胶



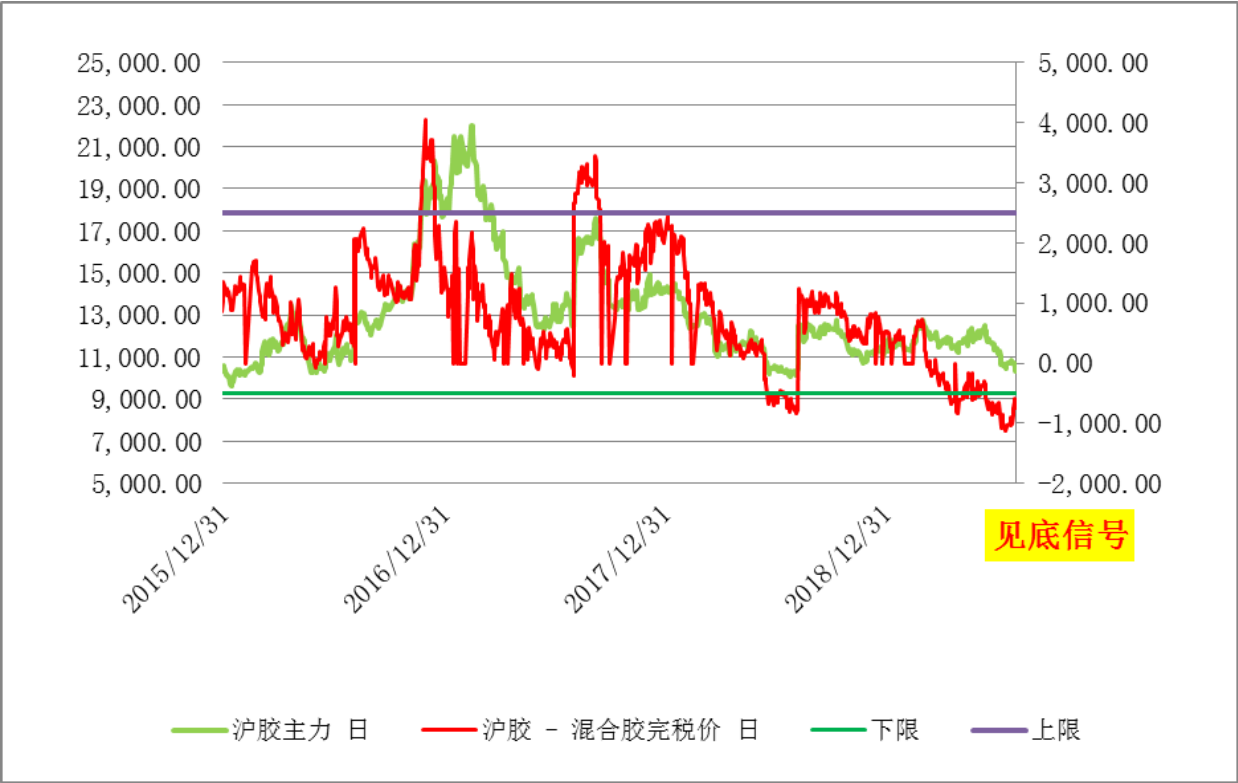
SCR10 - SCR WF



4. **SCR10** 和 **SCRWF** 分别以杯胶、胶水作为原料，二者的价差即反映出原料端的季节性规律，由于胶水不易于存储其价格对产量的释放更为敏感，每年6月份开始进入到产量稳增长的过渡期，三季度产量释放后对胶水价格的压制更大，可以看到每年6-9月份胶水与杯胶价差缩窄，由此导致成品端全乳对标二的升水呈现出季节性缩窄。

因此，根据季节性规律，每年6-9月份进行 **买标二，抛全乳胶** 的套利操作。同时，胶水-杯胶价差缩小至0时，将引发产业自发去产能，从而在产能出清后，胶价有望完成筑底。

RU 与 混合胶（非标套利）



非标套利（2017年8月）- 套利利润估算

1. 沪胶-混合胶（价差）	16700-13400=3300元/吨
2. 1-5/5-9理论价差	400-500元，两期为800-1000元/吨
3. 税差(进项税17%抵补销项税11%)	13400*（17%-11%）=804元/吨
总计	5104元/吨

相关费用预估

期现货资金成本	1137元/吨（资金成本：7%）
交易手续费	15元/吨（交易手续费比例：0.015%）
增值税	（增值税13%）
印花税	（印花税：3%%）
合计	1152元/吨

我国一年的天胶消费为480多万吨，但是可交割的仓单数在三十多万吨，这就意味着你在仓单上可以操作的数量非常有限。橡胶的投资商们在传统的期现套利模式之外就发明出了“非标套利”。

沪胶 和 日胶 套利



跨市场套利

从最近几年的价差可以看出，日胶的进口成本往往高于沪胶，进口套利窗口很短，倒挂局面是常态，根据历史经验通常日胶进口出现套利窗口往往是沪胶阶段性的顶部，近期从沪日比价关系来看，处于无套利区间内，后期可持续关注二者比价及价差对沪胶绝对价格的指引。

当沪胶突破上限，抛沪，买日；当沪胶跌破下限，买沪，抛日。



3 PART



20#标胶上市影响几何

2018 年 6 月 12 日，从上期所了解到，20 号胶作为特定期货品种的立项申请近日已获得中国证监会批复同意。

20号标胶简介

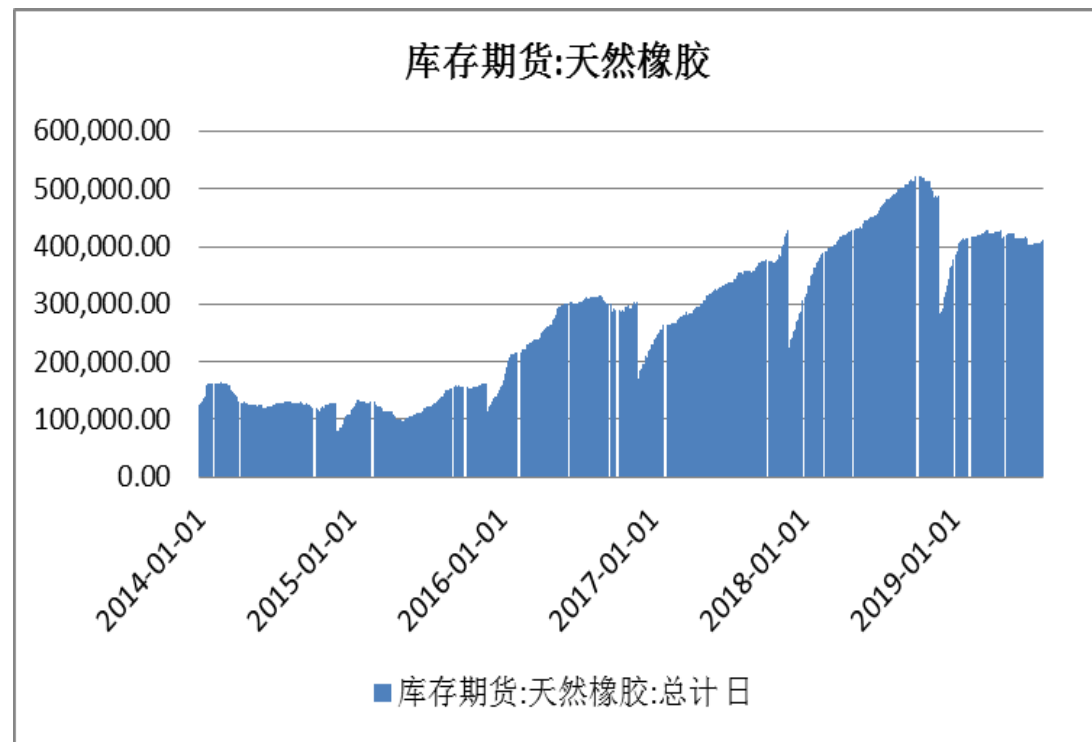
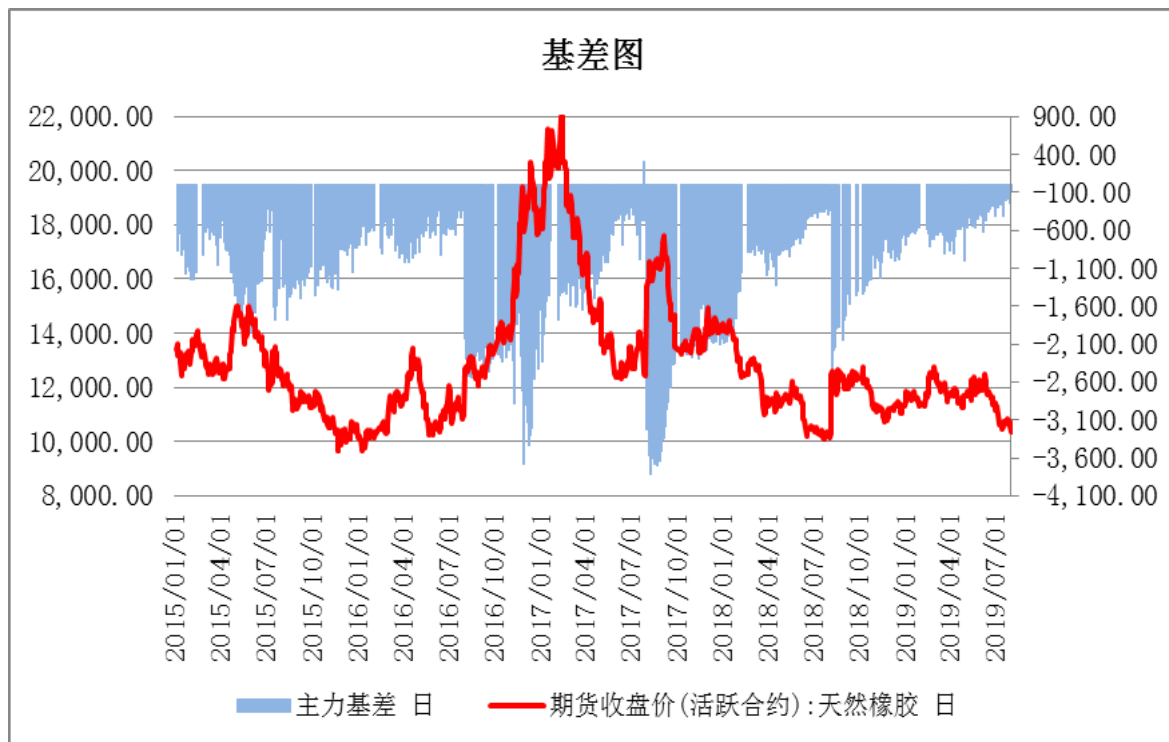
标准胶（技术分级橡胶TSR）			
原料	特征	级别	标胶产量占比
全鲜乳胶	粘度有规定	CV	1%
	浅色橡胶，有规定的颜色指数	L	2%
	粘度或颜色没有规定	WF	5%
胶片或凝固的混合胶乳	粘度或颜色没有规定	5	2%
胶园凝胶（或）胶片	粘度没有规定	10 或20	85%
	粘度有规定	10CV或20CV	5%

天胶分类：天然橡胶一般分为**固体天然橡胶**和**浓缩乳胶**，固体天然橡胶分为**胶片**（烟胶片、皱片胶、风干胶片）和**标准胶**（**CV、L、WF、5号胶、10号或20号胶、10CV或20CV**）。

20号标胶与WF胶用途比较：（目前全球天然橡胶产量逾1200万吨，约70%用于轮胎制造，其中约80%使用20号胶）

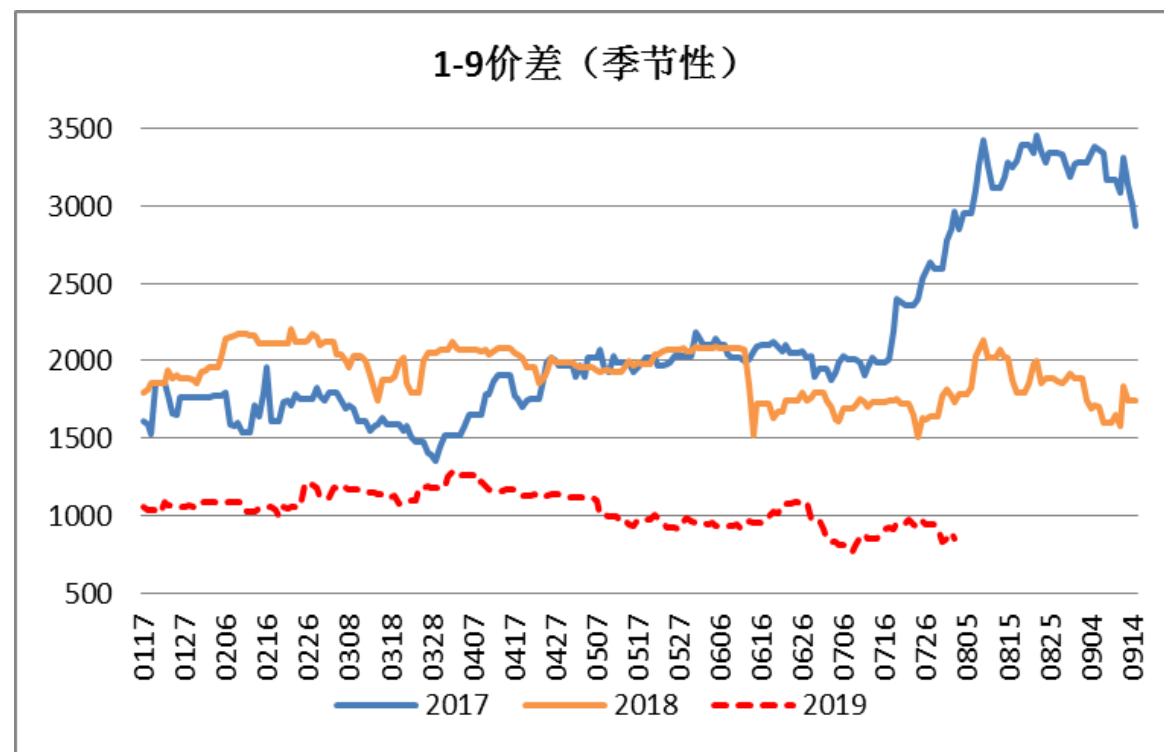
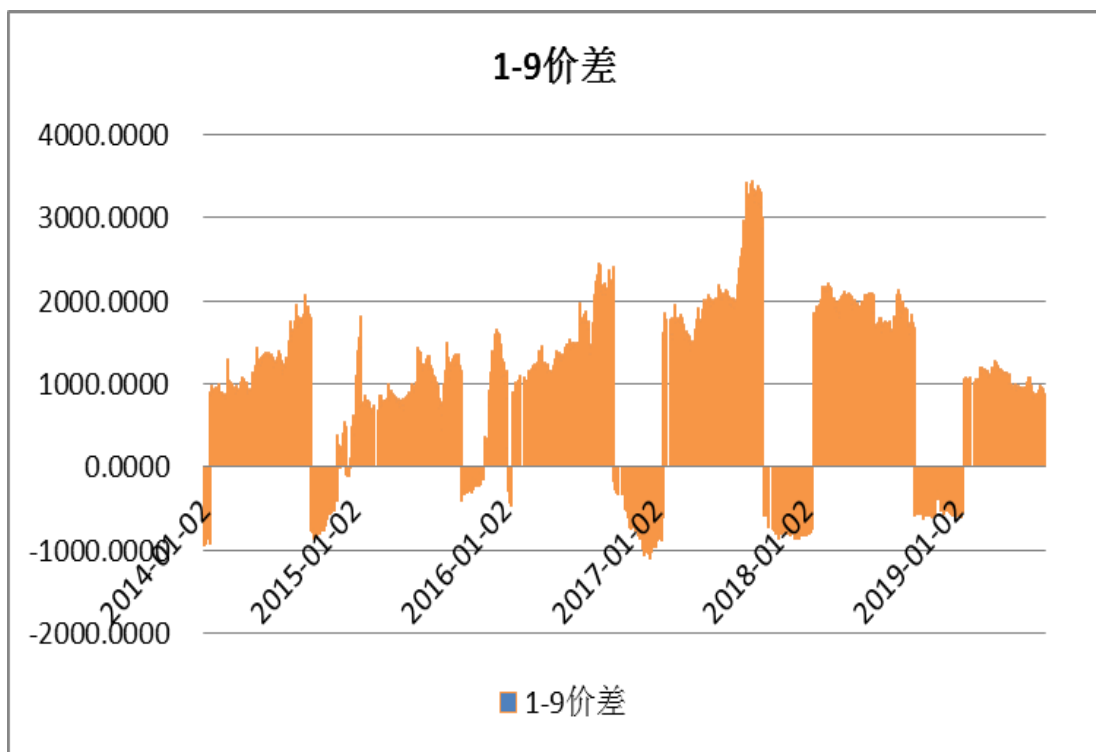
- 20号标胶在粘度和拉伸强度占据优势，WF胶对于浅色制品、彩色管带、胶鞋的生产具有明显的优势。但WF胶在塑性初值和塑性保持率两项物理指标上存在劣势。
- 20号标胶的主要用途是在全钢胎、半钢胎、斜交胎；WF胶也可以用于类似轮胎，但WF胶还用在橡胶制品上。在轮胎生产方面，20号标胶与WF胶基本可以相互替代，但是用于生产橡胶制品时，当企业对于颜色要求较高是，20号标胶颜色较深不能代替颜色较浅的WF胶。

20号标胶上市影响



2011年以后，全球天然橡胶市场进入漫漫的大熊市，沪胶主力合约较现货价格的升水却越来越高，尤其是近三年沪胶主力升水2000元/吨附近，甚至一度接近4000元/吨。由此导致上期所天然橡胶库存节节攀升，不断创出历史新高，期现套利活动异常活跃。但今年以来，在20号胶即将上市的冲击下，沪胶期货升水收窄，库存仓单也改变了累库趋势。

20号标胶上市影响



上期所20号胶上市将促使沪胶基差回归，尤其是对超高升水的远月主力合约造成明显的利空冲击，进一步减少中上游企业卖出套期保值的积极性（尤其是非标套利），重新吸引国内外产业链下游轮胎企业进入中国天然橡胶期货市场（提高买入套保的积极性）。其次，上期所20号胶上市将削减沪胶跨年期期货价差的套利空间，尤其是近几年投资者热衷于参与以RU9-1（或RU9-5）反套为主的套利活动，导致RU9-1（或RU9-5）价差越来越大，明显不合理。

20号标胶上市影响



上期所20号胶上市将促使沪胶基差回归，尤其是对超高升水的远月主力合约造成明显的利空冲击，进一步减少中上游企业卖出套期保值的积极性（尤其是非标套利），重新吸引国内外产业链下游轮胎企业进入中国天然橡胶期货市场（提高买入套保的积极性）。其次，上期所20号胶上市将削减沪胶跨年期期货价差的套利空间，尤其是近几年投资者热衷于参与以RU9-1（或RU9-5）反套为主的套利活动，导致RU9-1（或RU9-5）价差越来越大，明显不合理。

进一步掌握定价话语权

使保税区库存显性化，增加市场定价透明度，使风险可控、资源可控并提升市场参与度

更好的服务实体企业

引入20号胶保税交割有助于打通期货交割品与实体企业需求的不对口

吸纳更多的资源量

保税交割是融入国际市场的重要实践，能够吸引更多的货物流、资金流和信息流，吸纳更多的橡胶资源量

降低企业融资成本

人民币结算、竞价交易和保证金制度有效降低企业参与交割的金融成本

提高趋于发展内生动力

保税交割趋于辐射周边市场，有效对接下游企业需求，提供更多交易选择，提升趋于发展内生动力



- 上期所20号胶上市有利于完善中国天然橡胶市场结构，逐渐获得20号胶定价权，打破新加坡对20号胶定价权的垄断，阻击日本对20号胶定价权的觊觎（日本TOCOM也在考虑上市20号标胶）。
- 上期所20号胶将复制原油期货相关政策，这意味着全球（尤其是东南亚）天然橡胶生产者、贸易商、终端需求者和投资者均有机会参与到中国天然橡胶期货市场。



谢谢聆听