

2019 年 12 月 19 日 星期四

## 研究员信息

## 【橡胶年报】底部区间行情，关注阶段性操作机会

叶海文

## 摘要：

## 相关研究：

沪胶 1-9 价差或先扩后缩，耐

心等待正套机会

20190829

20 号胶期货上市首日策略

2019.08.11

详解 20 号胶期货上市影响及操

作策略

2019.07.08

消费刺激政策频出，汽车消费市场能否回暖？

2019.06.10

干旱天气来袭，沪胶多头的心能否燥热起来？

2019.05.15

沪胶 1-9 价差急剧缩窄，合理的价差在哪里？

2019.05.09

“限制出口”老调重弹，沪胶涨势难以持久

2019.02.18

**宏观：**2019 年中国经济一直面临着较大的内外压力，出口和固定资产投资承压使得经济增速继续下滑，贸易战拉锯战僵持不下，互相征收关税引起市场对外需疲软的担忧。全球经济却进入不同周期，以美联储为代表的全球央行将相继进入宽松的货币政策通道，主要央行货币政策转鸽，标志着全球流动性拐点已至，新兴市场受到的压力也会相应减小，同时也给国内政府的货币政策提供更大的操作空间。

**供需基本面：**目前全球天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，从生产体量和惯性上来讲仍具有相当大的增产潜力。东南亚传统产胶国的新增产能已经达到临近拐点，但是东南亚小国以及非洲新兴产胶国异军突起，将会成为未来全球产能增长的主要来源地。从价格跟产量的关系上看，以目前 13000 元/吨附近的价格尚不会触发供给端的大幅收缩，唯有价格长时间持续低位，引发更大规模的弃割或改种，届时才能真正使得产能去化。需求上，在经济整体下行的趋势下，天胶的下游需求缺乏弹性，难以大幅提升。国内地产和基建投资增速放缓，汽车和重卡销量增速下滑，公路物流运价低位运行，显示了轮胎终端需求的不景气，替换需求同步回落。外需上，尽管中美贸易摩擦出现一定缓解，但是以往中美经贸谈判多是波折往复、频超预期，下一步关税问题仍存较大不确定性，此外随着欧美贸易壁垒越来越高，欧盟、巴西、印度等国家也相继对中国轮胎发起反倾销调查，贸易摩擦此起彼伏。库存上，目前随着期现价差水平已经大幅回归，套利盘的利润空间已经大幅缩水，套利力量驱动的进口量有望下降，同时随着国内轮胎产能的转移，国内对天胶的需求也将有所减少，两者将促成国内库存缓慢去化。综合来看，沪胶在经历长周期的下跌后，目前绝对价格已经处于相对较低的区域，胶价底部区间宽幅运行将是常态。

**操作策略：**区间操作为主，多头主要抓住天气、政策等因素带来的短期做多机会，空头则紧盯期现价差变化，关注期现价差拉大后的抛空时机。产业客户在套利套保方面，关注现货品种标的切换，NR 和 RU 价差机会，利用期权等工具提高收益率。

**风险关注：**主产国政策、产区天气、国储局轮储、混合胶关税政策变动、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 价差继续缩窄-----	3
2、20 号胶期货上市，1-9 价差缩小至极值-----	4
二、宏观环境展望-----	5
(一) 全球流动性仍将保持宽松-----	5
1、美联储进入降息通道-----	5
2、国内货币政策趋于中性偏宽-----	6
(二) 基建走弱，地产支撑韧性犹在，内外需面临下行压力-----	7
1、基建走弱，地产支撑韧性犹在 -----	7
2、出口下行，中美贸易摩擦不确定性仍在-----	9
三、产业链供需分析-----	10
(一) 潜在产能充裕，新兴国家异军突起-----	10
(二) 套利盘驱动减弱，库存缓慢去化-----	12
(三) 需求放缓，难有支撑-----	13
1、轮胎产量增速下滑-----	13
2、汽车产销增速下滑，库存高位-----	15
3、重卡销售强劲，配套需求仍有支撑-----	17
4、轮胎出口尚可，对美出口下滑-----	18
(四) 政策影响-----	19
1、抛储和轮储-----	19
2、主产国挺价措施-----	21
五、结语-----	23

# 一、行情回顾

## (一) 沪胶走势回顾

2019 年沪胶价格延续低位区间震荡走势，沪胶指数在 10690-13500 元/吨的区间运行。期现价差的持续回归以及低价格体现出来的商品投资价值属性减弱了沪胶的下跌动力，然而基本面的弱势也制约着上涨的空间，短期反弹的驱动主要来自外围因素、资金和供给端影响，如在 1 月初台风登陆泰南地区、2 月份主产国限制出口政策、5 月份的海关严查混合胶进口、以及下半年产区的干旱天气和下游库存的下降，诸多的利多因素在短期内都给多头提供了炒作的题材和动力，但是在自身基本面没有彻底扭转之前，短期因素的支撑难以持续，多头炒作情绪退却后行情重新回归至基本面，整体上仍未脱离底部区间运行的格局。

图表 1：沪胶指数日 K 线图



数据来源：文华财经

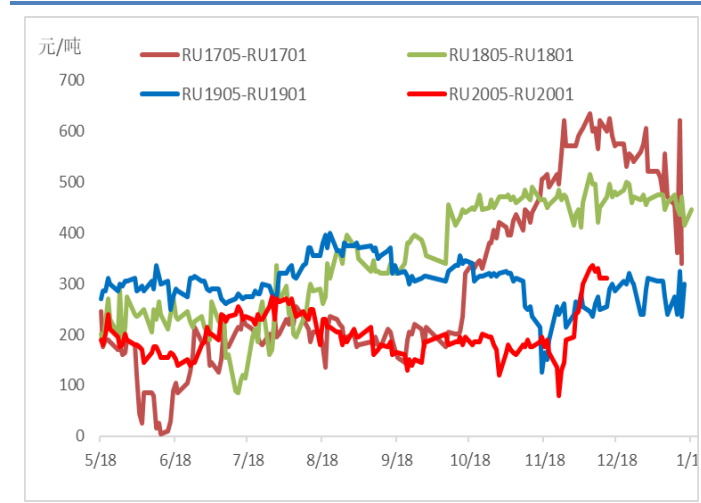
## (二) 盘面价差分析

### 1、1-5 与 5-9 价差继续缩窄

2019 年随着沪胶绝对价格跌至万元关口，期现价差大幅缩水，现货月差以及沪胶跨月价差也呈现出明显缩窄的趋势。此前沪胶盘面的大幅升水吸引大量新进的套利资金入场，套利盘持续压制导致月间价差持续缩窄，同时今年以来市场资金利率下行，套利盘的盛行以及资金成本下移使得月间正常的持仓成本降低，因此 5-1 和 9-5 价差难以

像往年一样大幅扩大。

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

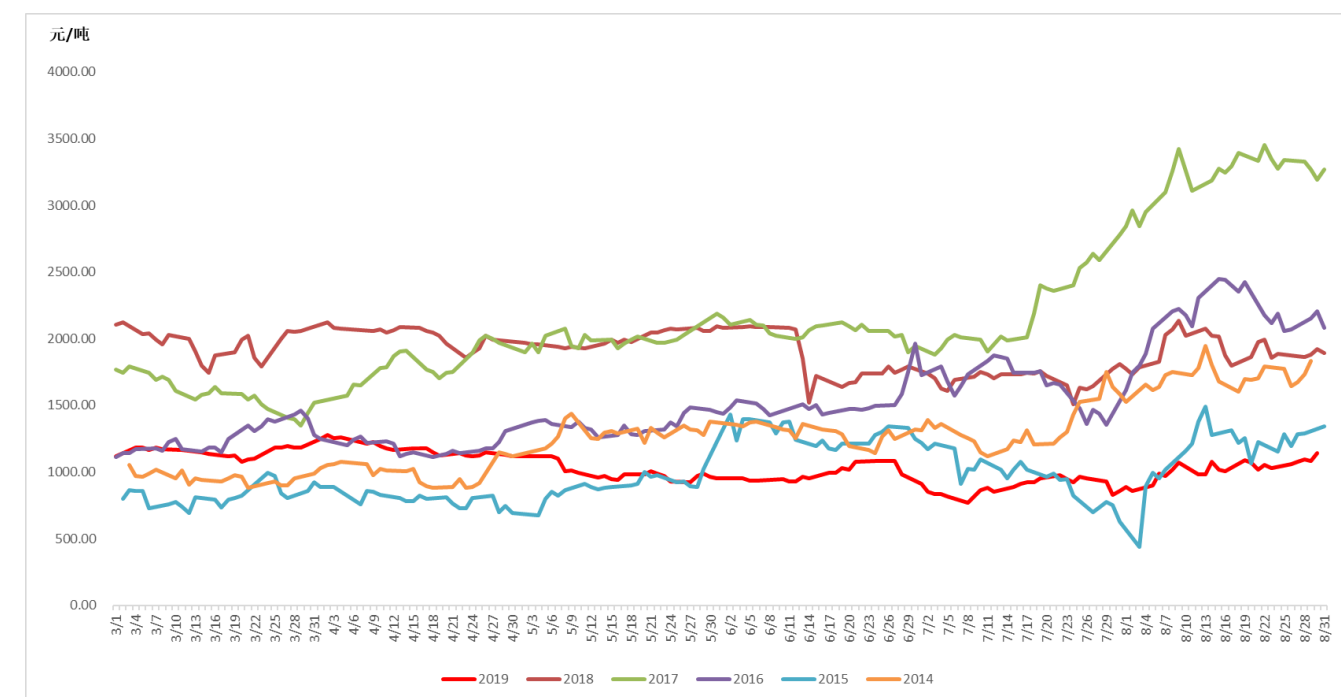
## 2、20 号胶期货上市，1-9 价差缩小至极值

2019 年上半年 RU2001-RU1909 价差创下新低，RU2001 合约上市之初 RU2001-RU1909 价差在 1000 元/吨附近，此后逐步扩大至最高 1285 元/吨，尔后最低缩小至 600 元/吨附近，整体仍是宽幅区间波动，并没有像往年一样有明显单向扩大的行情。

RU2001-RU1909 价差在 2019 年可分为两段行情来看：（1）4 月 28 号受到海关严查混合胶通关事件的影响，RU2001-RU1909 价差急剧缩窄至 1000 元/吨以下。当时我们在专题报告中分析指出海关一旦从严查验混合胶的话，越南混合胶则首当其冲，影响到的实际上就是越南 3L 胶。如果混合胶特别是越南 3L 混合进口少了，市场原先对于越南 3L 的需求可能转向国产全乳，全乳胶的需求将会得到提振，也就会促进老全乳胶在市场上的消化。如此一来盘面的 1-9 价差就无需像此前那样扩大至 2000 以上，以来承接老全乳的跨年度流动和消化，1-9 价差更多地将会体现正常的跨月持仓成本和新老胶的价差区别，合理的价差区间应该是在 600-800 元/吨。因此建议此前在 1200 元/吨之上入场的正套可继续持有，一旦价差再次扩大至 1000 元/吨之上，仍可正套介入（详见《沪胶 1-9 价差急剧缩窄，合理的价差在哪里？》）。（2）随着 7 月份 20 号胶期货上市日期的正式确立，RU2001-RU1909 价差最低一度缩小至接近 600 元/吨附近，随着 RU1909 合约交割日期临近，RU2001-RU1909 价差重新走扩至 1100 元/吨附近。彼时我们在专题报告中指出：进入 8 月后交易所即将进行限仓，主力合约的移仓速度会加快，从目前市场的多空格局来看，多头势必会先行移仓，随着多头移仓的进行，RU2001-RU1909 价差仍有扩大的空间，大概率仍会扩大至 1000 元/吨之

上，但高点大概率很难超越 1280 元/吨。一旦 RU2001-RU1909 价差扩大至 1000 元/吨以上，可逐步采取多 RU1909 空 RU2001 的正向套利策略（详见《沪胶 1-9 价差或先扩后缩，耐心等待正套机会》）。

图表 4：沪胶 1-9 价差



数据来源：Wind

## 二、宏观环境展望

### （一）全球流动性仍将保持宽松

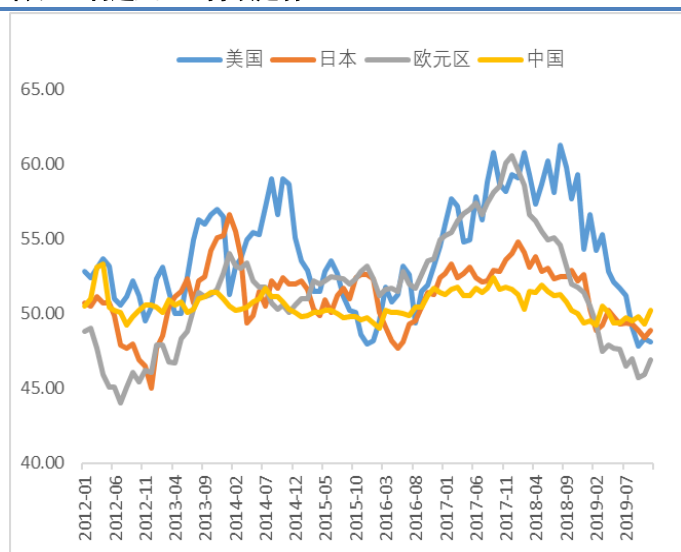
#### 1、美联储进入降息通道

经合组织维持 2019 年全球经济长预期在 2.9% 不变，将 2020 年增速预期由 3% 下调至 2.9%，下调美国 2019 年经济增速预期至 2.9%，预计明年将增长 2%，上调欧元区今明两年经济增长预期 0.1 个百分点至 1.2%、1.1%；此前 IMF 也下调了 2019 年和 2020 年全球经济的增速，认为 2020 年全球经济困难较多，一是贸易问题没有定论，无论是中美之间的贸易问题是否能够持续缓和，还是美欧之间的贸易摩擦如何发展，目前都没有定论；二是英国脱欧将在 2020 年持续影响欧洲经济增长前景；三是目前全球大多数发展中国家和少数发达国家已经加入了美联储的降息阵营，但如果经济增长前景未见明显好转，那么降息的政策方向难以改变。

2019 年美联储货币政策迅速转向宽松，8-10 月连续降息 3 次，并从 10 月开始重启扩表。金融条件转向宽松对房地产销售、耐用品消费等利率敏感部门提供支撑。金融条件宽松将促进美国存货投资，预计将持续至明年上半年。因而美国经济保持平稳下行，发生衰退的风险有限，这就决定了联储货币政策总的基调依然是偏宽松的，但节

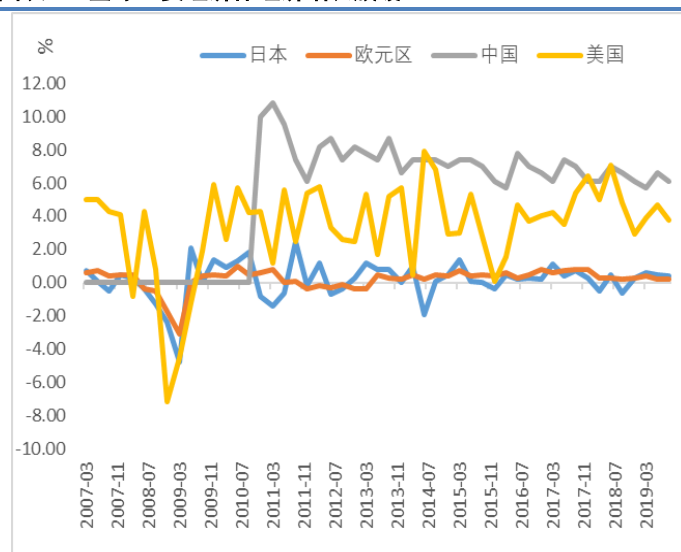
奏不确定。根据美联储公布 12 月利率会议决议结果，美联储声明删除了“（经济）前景的不确定性仍旧存在”，认为整体和核心通胀依旧低于 2%，但就业增长稳健，经济增长也较为温和，表态中性偏鸽，符合市场预期。点阵图显示，明年美联储仍将维持当前利率水平不变，目前 CME Group 的“美联储观察”显示，市场对于明年 1 月份降息的概率预期为 8.9%，到明年 3 月份实行降息的概率预期为 16.9%。整体来看，全球央行降息预期改善货币环境，为工业生产动能的修复提供支撑，全球经济放缓和货币宽松仍是大概率预期。

图表 5：制造业 PMI 持续走弱



数据来源：Wind

图表 6：全球主要经济体经济增长放缓



数据来源：Wind

## 2、国内货币政策趋于中性偏宽

2019 年央行实行稳健的货币政策，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境，年内的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配。央行也反复强调，货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位。在 2019 年全球央行降息潮流中，中国没有跟随，也没有搞负利率与大水漫灌。在目前的经济环境下“稳增长、防风险、金融供给侧改革”的重要性较高，货币政策基本稳定，在中国经济运行还是在合理区间时并不急于做出比较大的降准或量化宽松举措，但小幅度的市场调节与政策引导的空间仍存在。11 月 5 日央行下调中期借贷便利 5 个基点至 3.25%，这是央行 2016 年初以来首次下调 MLF 利率，意在通过 MLF 利率下调引导 LPR 利率下行，从而降低企业实际融资利率。

中央经济工作会议 12 月 10 日至 12 日在北京举行，会议精神指出稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，



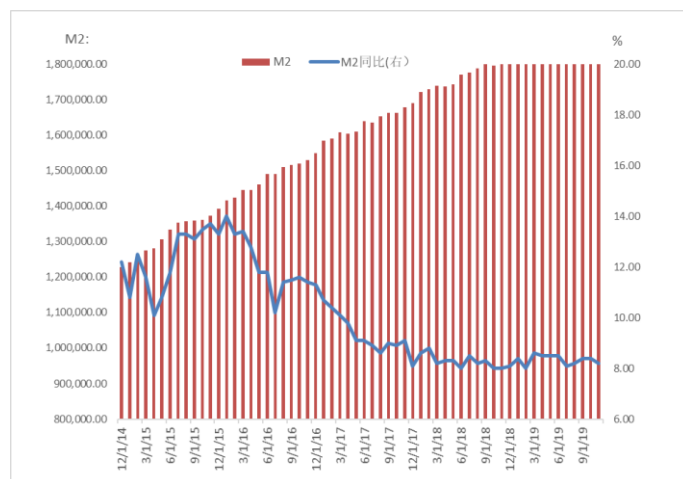
疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。我们认为中央在货币政策方面保持了定力，在货币政策领域的指导方向整体上是现有货币政策方向的延续、深化与落实。稳健的基调并不会改变，“大放水”的时代已经过去，但 2020 年仍存在降息和降准的可能与空间。

图表 7：中国社会融资规模



数据来源：Wind

图表 8：中国 M2 增速下滑



数据来源：Wind

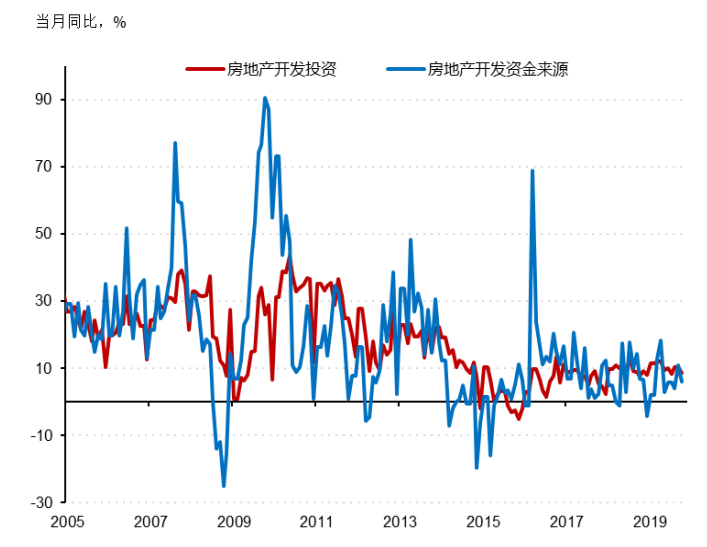
## （二）基建走弱，地产支撑韧性犹在，内外需面临下行压力

### 1、基建走弱，地产支撑韧性犹在

2019 年 1—10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速比 1—9 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 80666 亿元，增长 14.6%，增速回落 0.3 个百分点；1—10 月份，商品房销售面积 133251 万平方米，增速今年以来首次由负转正，同比增长 0.1%，1—9 月份为下降 0.1%；商品房销售额 124417 亿元，增长 7.3%，增速加快 0.2 个百分点。1—10 月份，房地产开发企业到位资金 145151 亿元，同比增长 7.0%，增速比 1—9 月份回落 0.1 个百分点。其中，国内贷款 21288 亿元，增长 7.9%；利用外资 131 亿元，增长 63.2%；自筹资金 46996 亿元，增长 3.3%；定金及预收款 49163 亿元，增长 9.4%；个人按揭贷款 22137 亿元，增长 14.1%。在行业资金增长受限的背景下，除销售提升带动定金和个人房贷增速加快以外，其余各项资金来源均有放缓趋势，若销售改善不可持续，融资环境没有放松迹象，则房企到位资金增速将继续放缓。

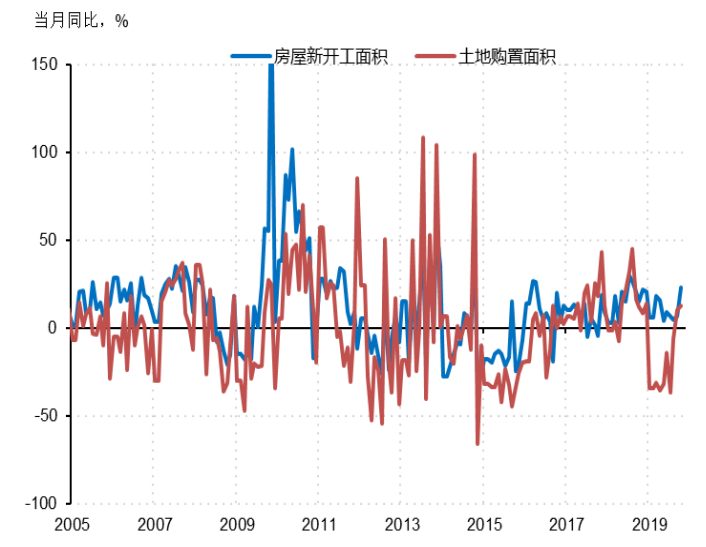
12 月 12 日中央经济工作会议提出：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。总结来看，房地产政策最紧的政策可能已经过去，存在边际放松的可能，但是难以突破“房住不炒”的底线。

图表 9：房地产开发投资与资金来源



数据来源：Wind

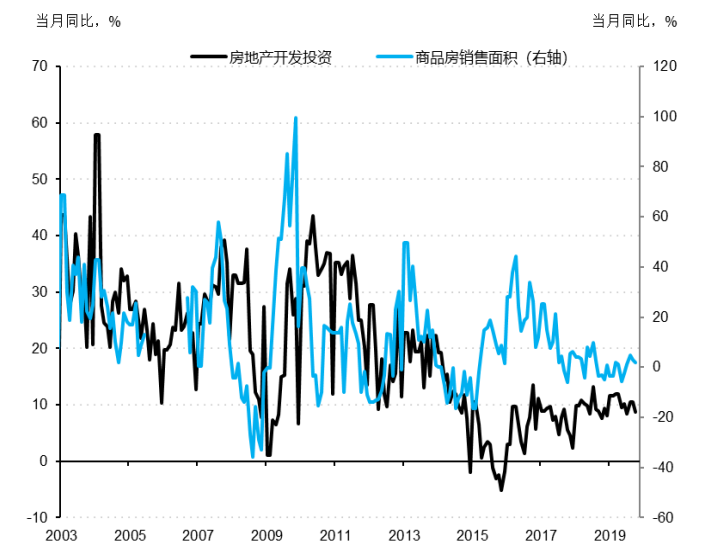
图表 10：房屋新开工面积与土地购置面积



数据来源：Wind

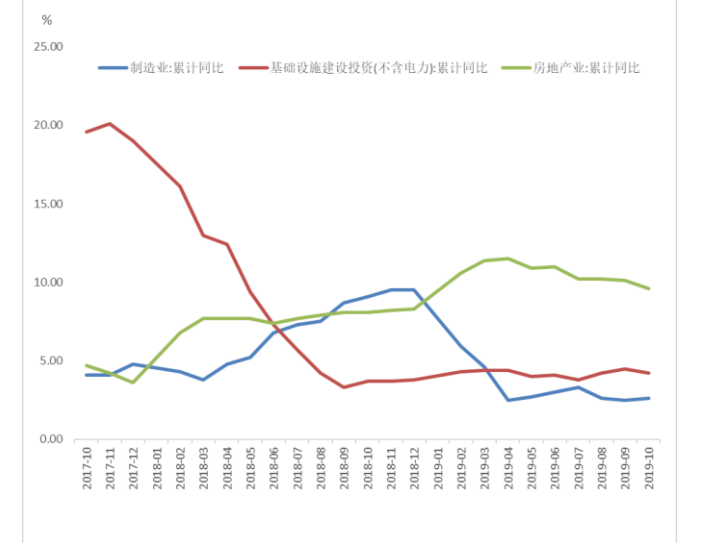
1-10 月份，固定资产投资完成额累计同比增长 5.2%，前值为 5.4%。去年同期为 5.7%；其中，基本建设投资累计完成额同比为 4.2%，前值为 4.5%，去年同期为 3.7%；制造业投资累计完成额同比为 2.6%，前值为 2.5%，去年同期为 9.1%；房地产投资累计完成额为 10.3%，前值为 10.5，去年同期为 9.7%。各项投资回落，房地产相对稳定，导致房地产投资完成额占固定资产投资比重提高到 21.45%，高于去年同期的 18.14%和前值的 21.25%。总体来看，相对于基本建设和制造业投资，房地产投资相对比较稳定，成为固定资产投资的主要稳定力量。

图表 11：房地产开发与销售



数据来源：Wind

图表 12：三大类投资增速持续低位



数据来源：Wind

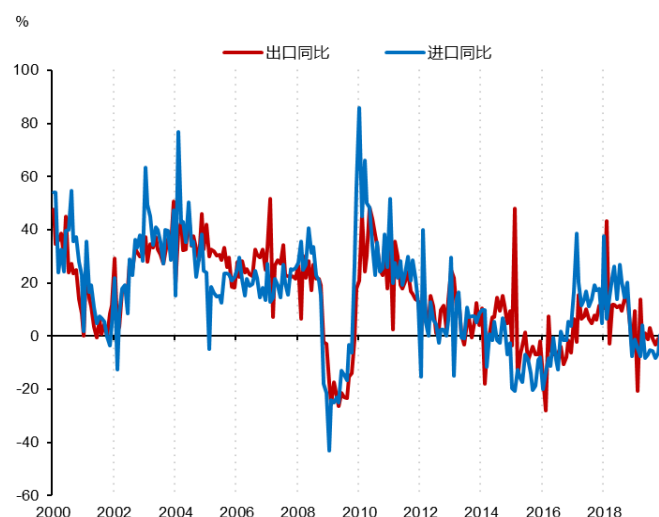


## 2、出口下行，中美贸易摩擦不确定性仍在

2019 年出口数据进一步下滑，其中原因无须赘述，既有全球经济下滑不可避免的大背景，也有中美贸易摩擦直接带来的拖累。国家统计局数据显示 11 月出口金额同比增速较 10 月小幅下降，考虑到 2018 年“抢出口”的高基数影响已在 11 月消退，本月出口同比增速略低于市场预期，主要原因仍是全球经济走弱、外需不振，11 月美国制造业 PMI 再度回落至 48.1，而欧盟和日本等主要经济体制造业 PMI 均在荣枯线以下。分地区来看，对美出口是主要的拖累项，11 月我国对美出口增速为-23.0%，较前值下滑 6.8 个百分点，创今年 2 月以来新低，显示贸易摩擦的负面影响仍然持续。相比之下，我国对东盟国家的出口金额同比增速为 18.0%，比前值提高 2.2 个百分点，连续 6 个月保持高速增长。此外，我国对欧盟（-3.8）、韩国（0.5）、日本（-7.8）的出口金额同比增速均有所下降，显示外需仍然疲弱。

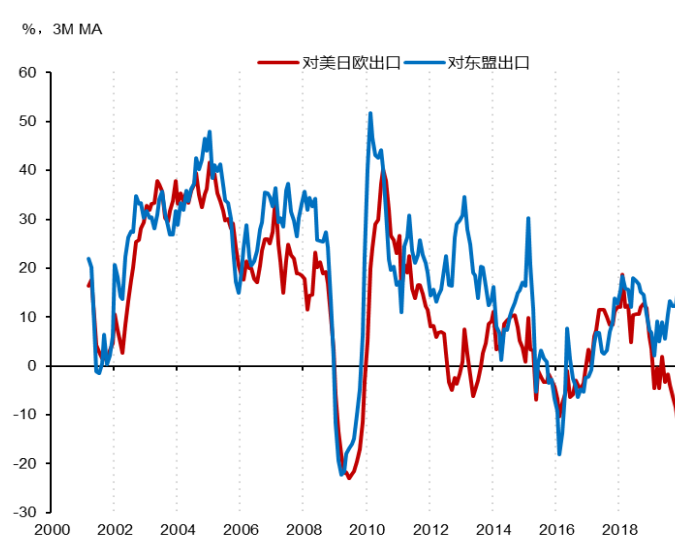
12 月 13 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会宣布，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。从新闻发布会的内容来看，未来中国会加大对美进口、加强知识产权保护并改善营商环境、继续深化市场化改革；美国将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。根据特朗普推特，关税降低的幅度并不大，我们估计少量降低关税可能使部分对美出口行业受益，但整体影响不大。当前中美贸易谈判依旧没有确定性信号，以往中美经贸谈判多是波折往复、频超预期，下一步关税问题仍存较大不确定性。

图表 13：美元价进出口同比增速



数据来源：Wind

图表 14：对主要国家和地区出口



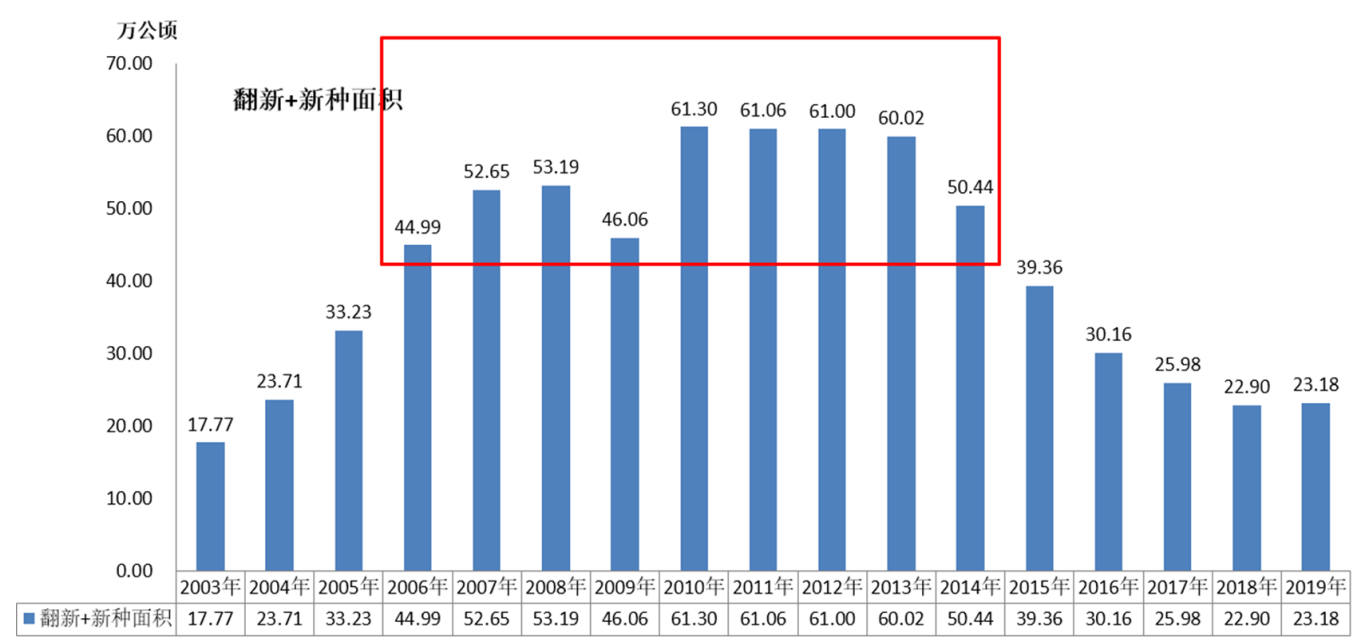
数据来源：Wind

### 三、天胶产业链供需分析

#### （一）潜在产能充裕，新兴国家异军突起

目前全球天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，整体仍是小幅增长趋势。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，天胶的整体产能释放周期仍未结束，目前潜在产能依旧充裕。

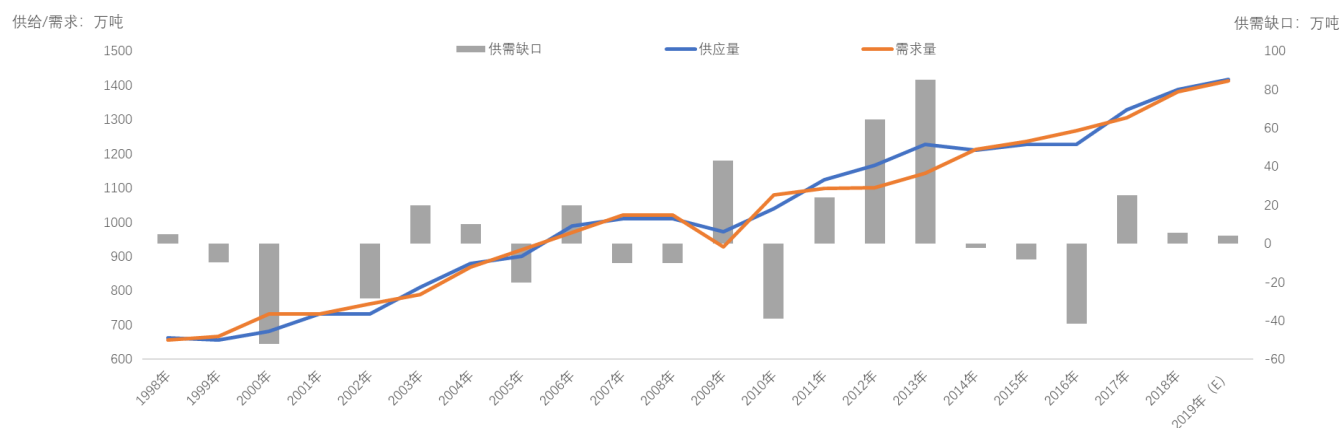
图表 15：主产国新增种植面积



数据来源：Wind

从近几年全球天然橡胶的供需来看，在下游需求稳定的情况下，全球的供给仍处于弹性变动的区间。2015 年-2016 年上半年随着天胶价格跌破万元关口，价格开始对产量产生影响，胶农的割胶生产积极性受到打压，因此产量开始暂时性地缩减，导致 2016 年全年供不应求，供需缺口达到 41.5 万吨。而当 2017 年初天胶价格重新反弹至 22000 元/吨之上，全年的价格重心大幅抬升，2017-2018 年的潜在产能持续释放，高价格刺激产出，导致供需基本面逐步出现过剩的局面。从 2016-2018 年的供需情况来看，我们可以明显看到目前全球天胶的潜在产能依然十分丰富，但产能的释放主要取决于价格，一旦产区天气状况良好，以目前的价格来看仍不至于会引起太大的减产行为。ANRPC 预计 2019 年全球天胶的产量为 1417.4 万吨，环比 2018 年增长 30.5 万吨，需求为 1413.1 万吨，环比 2018 年增长 31.8 万吨，整体供过于求 4.3 万吨，基本处于弱势平衡中。

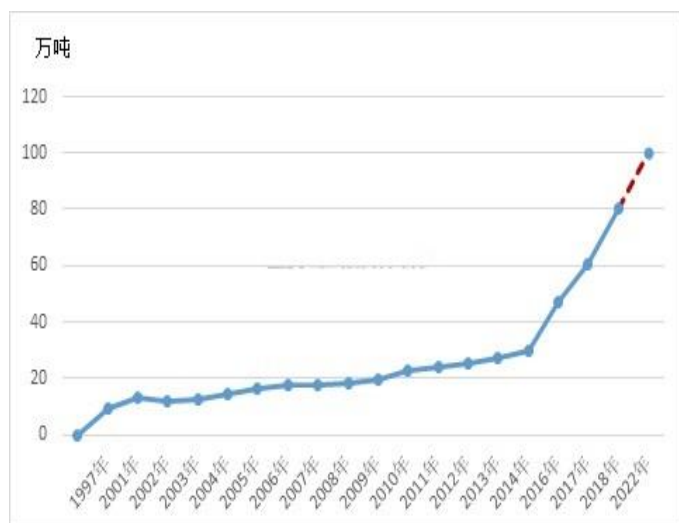
图表 16：供给弹性变动



数据来源：Wind

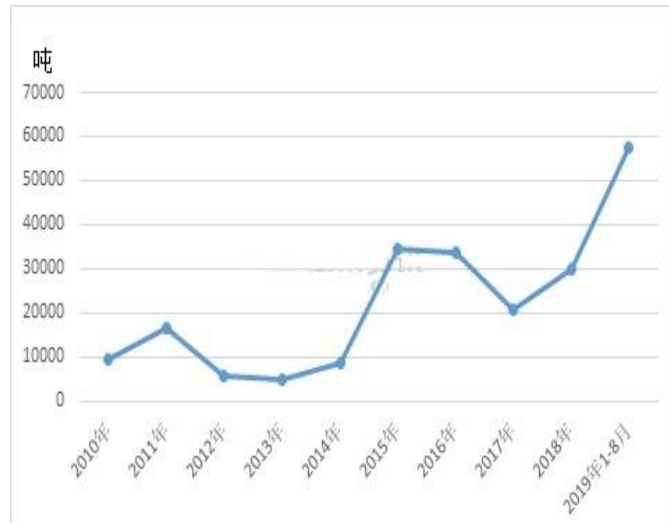
全球天然橡胶种植主要集中在东南亚地区，约占全球总种植面积的 94% 附近，该地区集中了全球近 90% 的产量。以泰、印、越、中、马为代表。2018 年全球天然橡胶产量 1387 万吨，其中东南亚地区产量达到 1217 万吨，占比约 88%。量占非洲总产量的逾 70%。数据显示，2018 年非洲天然橡胶产量约 110 万吨，其中科特迪瓦产量就接近 80 万吨，占比约 73%。

图表 17：科特迪瓦天然橡胶年产量



数据来源：Wind

图表 18：中国子科特迪瓦年度进口量



数据来源：Wind

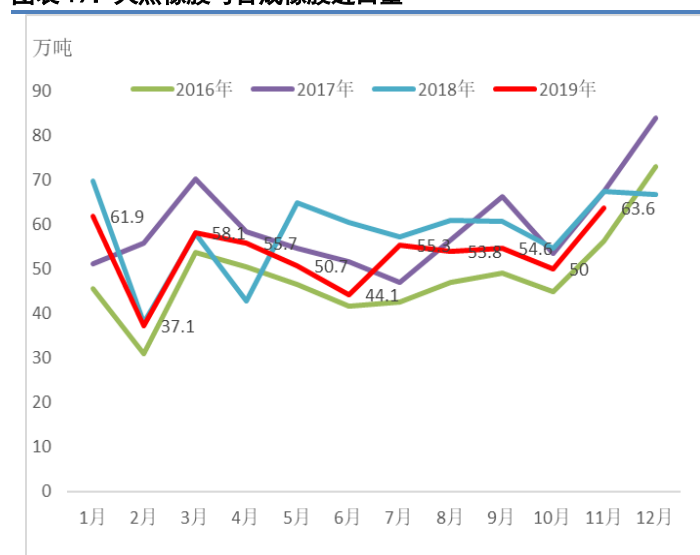
天然橡胶的实际产量受到诸多因素的影响，如天气、价格、病虫害和政策等。2019 年上半年部分橡胶主产国遭遇干旱天气影响，导致开割时间延迟以及开割初期减产明显，下半年泰国和印尼相继发生真菌病的影响，减产的预期进一步加强，也成为市场多头的炒作因素。截至目前，2019 年产区全年降水较少，对全年产量造成一定影响，后期一旦天气正常，橡胶树没有发生大规模病虫害的影响，长期来看在目前的价格水平下，整体的产量仍将稳定释放。

## （二）套利盘驱动减弱，库存缓慢去化

中国海关最新统计数字显示，2019 年 11 月天然及合成橡胶（包括胶乳）进口量为 63.6 万吨，较上月的 50 万吨增长 27.2%，同比下跌 5.64%，1-11 月进口总量为 584.8 万吨，同比下降 7.8%。1-10 月天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计 408.39 万吨，同比 2018 年同期的 471.38 万吨减少 13.36%。从上半年的进口数据来看，因为产区天气、套利盘利润空间压缩、海关对混合胶进口严查导致进口量开始出现下降的趋势。

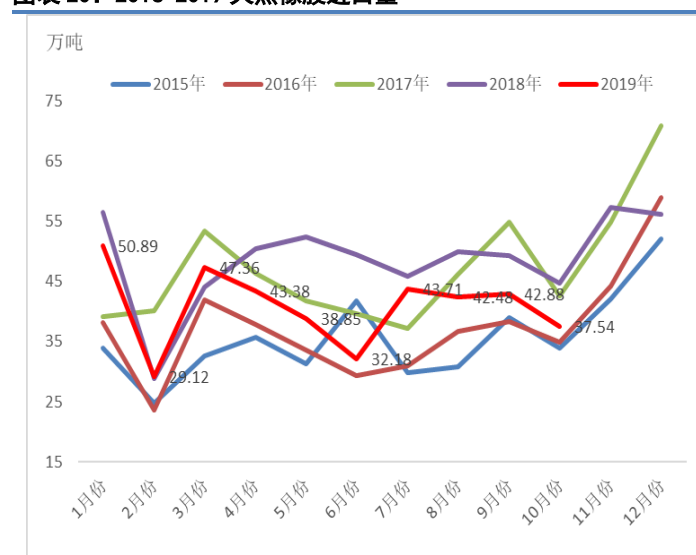
天胶进口的驱动力主要是下游的真实生产需求和中游的套利贸易需求，2019 年之前因为期现价差的高企导致套利贸易的兴起是进口量大幅增长的主要推动力。目前期现价差水平已经大幅回归，截至目前最新数据，RU2005 合约升水混合胶仅有 1200 元/吨的水平，套利盘的利润空间已经大幅缩水。往后来看，沪胶期价大概率仍以底部区间震荡为主，期现价小幅波动将是常态。

图表 19：天然橡胶与合成橡胶进口量



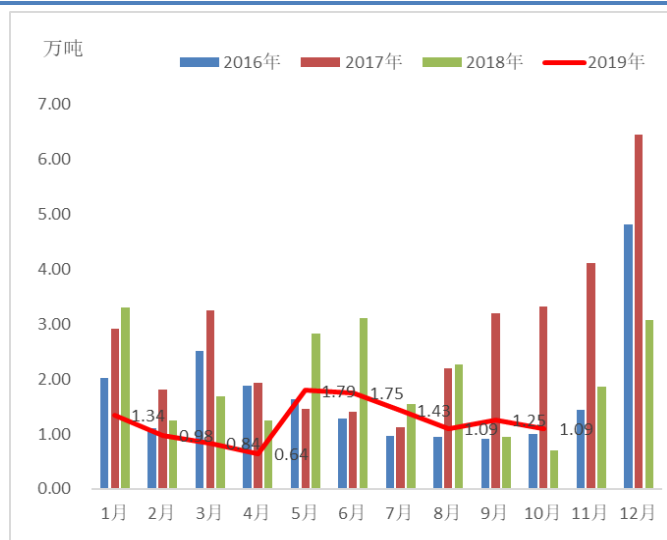
数据来源：Wind

图表 20：2016-2019 天然橡胶进口量



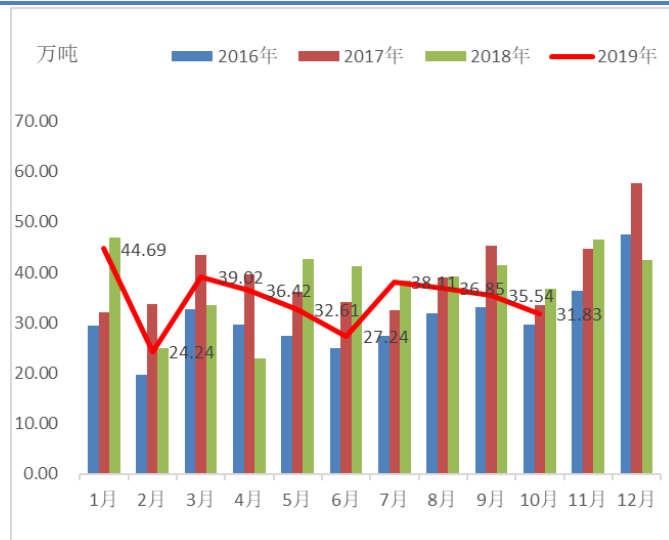
数据来源：Wind

图表 21：烟片胶月度进口量



数据来源：Wind

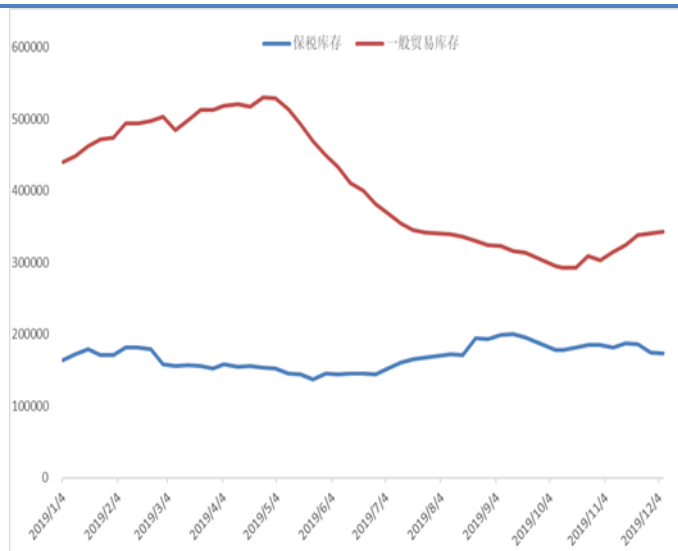
图表 22：标准胶与混合胶月度进口量



数据来源：Wind

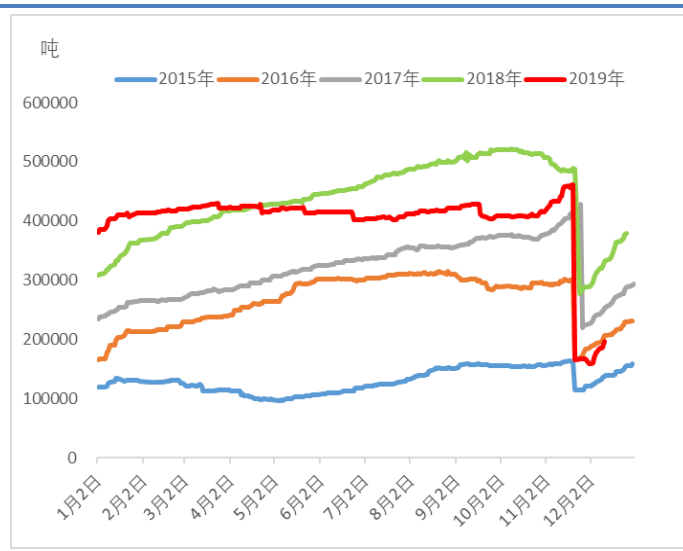
截至 12 月 13 日上期所天胶库存 24.42 万吨，仓单 19.68 万吨，整体上大幅低于去年的同期水平，主要是今年前期国内云南产区干旱天气影响所致，同时因为部分工厂调整生产，导致全乳胶的产量出现一定的下降。保税区内外的库存持续下降，截止 12 月 9 日青岛地区保税库存减少 1044 吨至 17.35 万吨，一般贸易库存增加 3270 吨至 34.34 万吨。12 月份泰国原料释放加快，产量存增长预期，国内库存累库明显，整体库存水平有所上升。

图表 23：青岛保税区库存走势



数据来源：Wind

图表 24：上期所注册仓单数量



数据来源：Wind

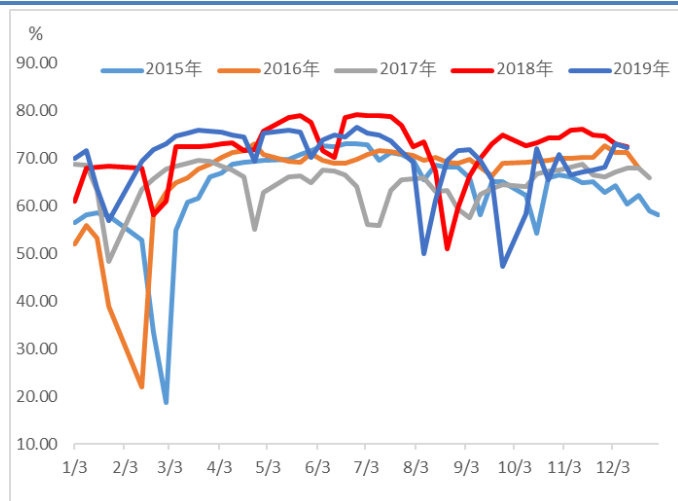
### (三) 需求放缓，难有支撑

#### 1、轮胎产量增速下滑

根据国家统计局公布的数据，中国 10 月份的轮胎产量数据呈现下滑趋势。具体数据表明：2019 年 10 月国内橡胶轮胎外胎产量为 7128.9 万条，同比增长 3.4%；1-10 月国内橡胶轮胎外胎产量为 70328.5 万条，累计增长 2.5%，增速继续下滑。

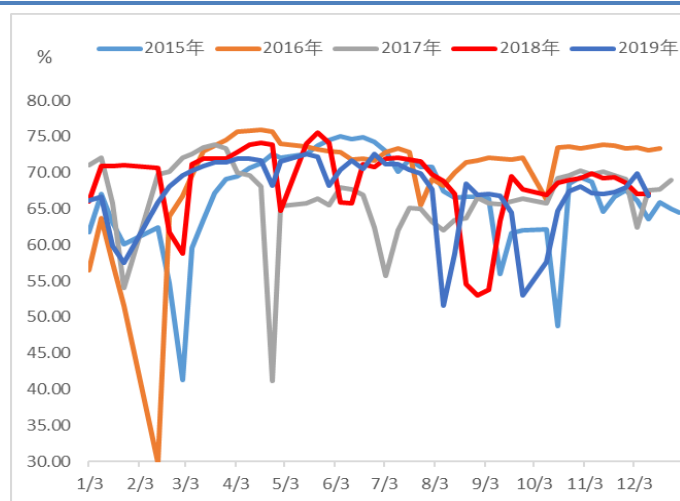
轮胎产量下降，首先普遍认为与中国汽车市场首次下滑有关。根据中汽协公布数据，2018 年汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，与 2017 年相比，同期分别下降 4.2%和 2.8%。2018 年汽车产销增速低于年初预期，原因一方面是购置税优惠政策的全面退出；另一方面则是受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，短期内仍面临较大的压力。其次，环保压力+资金链断裂，中小轮胎企业加速出清。国内轮胎产能集中于山东东营，企业之间互保互贷严重，由于国内经济增速下滑，受担保企业拖累出现资金链断裂，叠加环保趋严，中小企业有望加速出清。

图表 25：全钢胎开工率



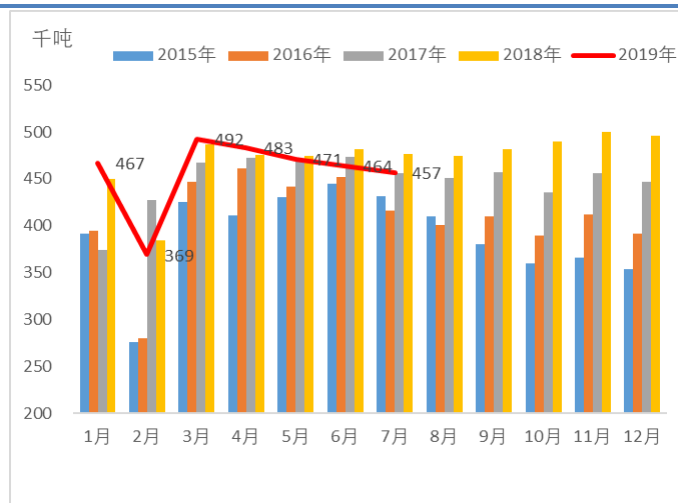
数据来源：Wind

图表 26：半钢胎开工率



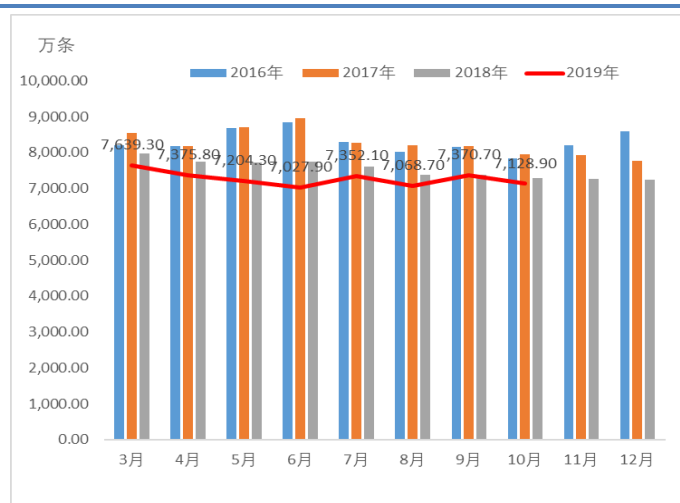
数据来源：Wind

图表 27：中国天胶月度消费量



数据来源：Wind

图表 28：橡胶轮胎外胎产量



数据来源：Wind

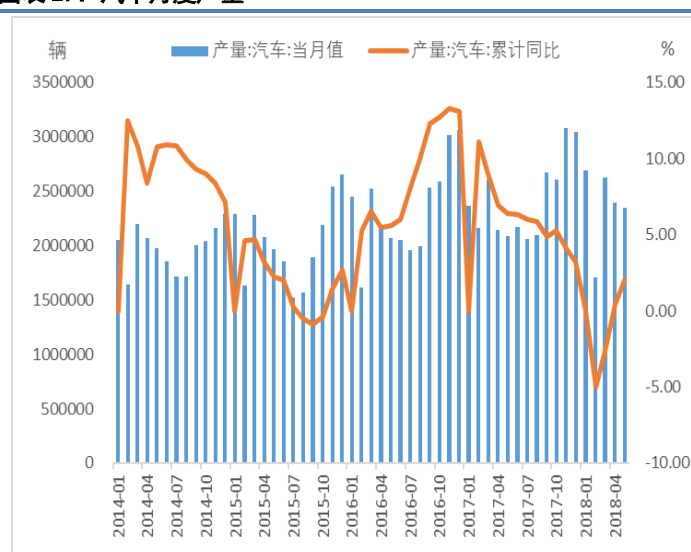


## 2、汽车产销继续下滑，库存高位

从汽车的产销量来看，2019 年 11 月汽车产量同比增长，销量同比降幅继续收窄。产销量分别完成 259.3 万辆和 245.7 万辆，环比分别增长 13%和 7.6%，产量同比增长 3.8%，销量同比下降 3.6%，销量同比降幅比上月收窄 0.5 个百分点。从 11 月产销数据完成情况看，产销量继续回升，产销量恢复到 250 万辆左右的较高的水平，尤其是产量同比呈现了正增长，一方面反映企业在连续降低库存水平后，开始回补库存，生产节奏有所恢复；另一方面也反映了企业对今后的市场信心有所恢复。自 2018 年 7 月份以来，汽车产销同比增速一直呈下降趋势，但 2019 年 6 月份以来下降幅度在逐月收窄（今年 8 月份除外）。这主要是因为去年汽车产销基数较低，今年降幅空间和压力大为缩减，第二个原因是汽车市场也在缓慢企稳，预计未来汽车市场销量降幅会逐步收窄。四季度以来我国汽车产销降幅虽然继续保持收窄的态势，但市场总体回升缓慢，消费信心仍不足。

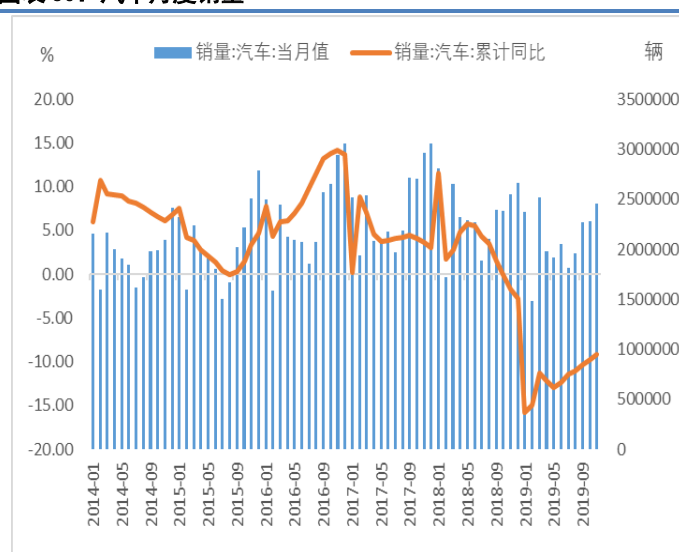
由于汽车消费下行明显，2019 年 11 月汽车库存预警指数为 62.5%，环比上月上升 0.1 个百分点，同比下降 12.6 个百分点，库存预警指数位于警戒线之上。从 2018 年以来，该库存预警指数已经连续 23 个月位于警戒线之上。

图表 29：汽车月度产量



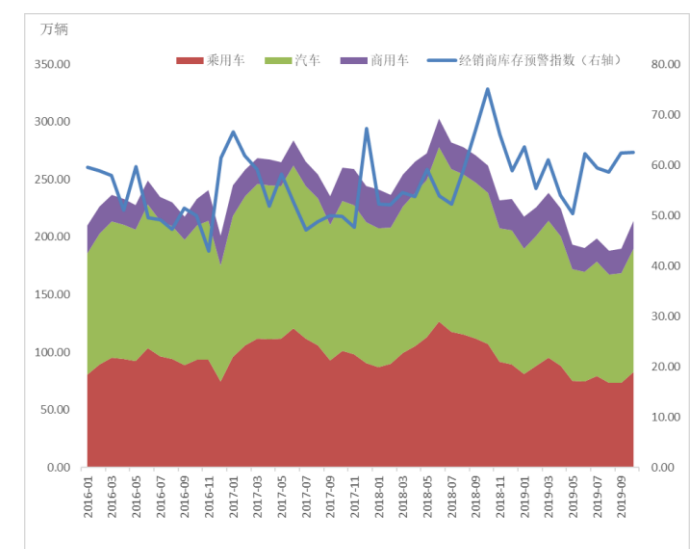
数据来源：Wind

图表 30：汽车月度销量



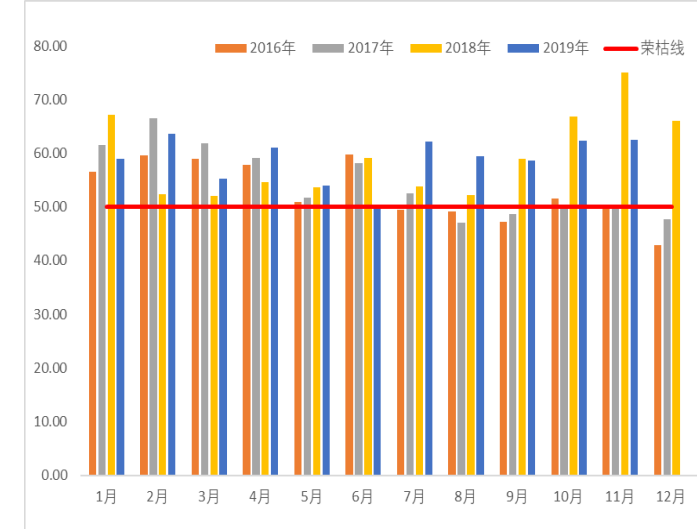
数据来源：Wind

图表 31：汽车库存



数据来源：Wind

图表 32：汽车经销商库存预警指数



数据来源：Wind

2009 年以来国家为了扩大内需，促进消费提振经济，多次出台促进汽车消费方面的政策，其中包括：减征购置税、汽车下乡、老旧汽车报废补贴、节能汽车购置补贴等多重手段。2019 年年初以来虽然汽车消费刺激政策频出，但截至目前汽车消费依然持续负增长，整体的消费刺激政策对工业和消费的提振作用有限。

图表 33：汽车购置税优惠政策效果回顾



资料来源：Wind

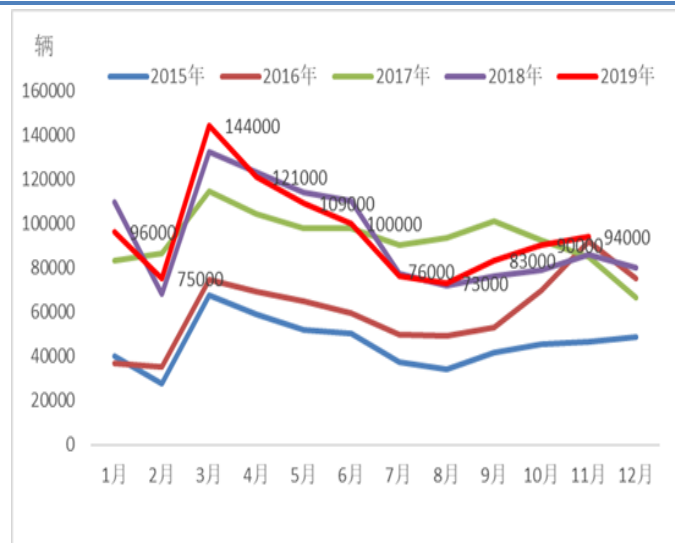
### 3、重卡销售强劲，配套需求仍有支撑

2019 年重卡销量表现尚可，虽然今年曾有多个月份销量不及去年同期，出现明显下滑趋势，但是 8 月份以来销售势头整体强劲，根据第一商用车网公布的数据显示，2019 年 11 月国内重卡销量 9.4 万辆，同比增长 9.3%，环比增长 4.4%，1-11 月份累计销量 106.1 万辆；超越去年同期的 104.6 万辆，全年的销量再度从集 110 万辆大关。

从 2008 年到 2019 年，我国重卡市场年销量破 100 万辆的年份，首先是 2010 年，当年受到国家四万亿工程的拉动，重卡市场销量首次突破百万辆，达到 101.74 万辆，同比增长 60%，这也是我国重型卡车市场首次达到百万辆级别，具有里程碑式的重要意义；继而是 2017 年和 2018 年，这两年里，受到国家新一轮治理超载超限政策以及基建工程投资的刺激，重卡市场从 2016 年的 73 万辆规模，跃升至 111.7 万辆和 114.8 万辆，创造了新的历史纪录。今年重卡销量继续迅猛势头主要与以下原因有关，首先是央视 5.21 曝光车辆超载和无锡桥梁坍塌事件之后，政府对超载车辆的管理变得更加严格，越来越多地区实施了加强超载治理的措施。以前有些地方，超载车辆交钱就可以通行，现在已经无法上路，很多类似百吨王的车辆运输量都需要三辆车来替代，严抓超载让标载牵引车需求大幅增长，特别是轻量化标载牵引车更是受到市场热捧。其次是大量国三车的淘汰置换，2019 年 10 月发布的“关于印发《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的通知”明确要求：“加快推进老旧车船淘汰。加快淘汰国三及以下排放标准的柴油货车、采用稀薄燃烧技术或‘油改气’的老旧燃气车辆，各地应统筹考虑老旧柴油货车淘汰任务，2019 年 12 月底前，淘汰数量应达到任务量的 40%以上。上海、宁波已经明确 2020 年国三停运时间，同时对国三车辆置换还给予补贴。现在市场上运行的重卡中，还有 300 万辆国三车辆，这些车辆有望在未来几年内全部淘汰，很多城市也有望效仿上海的重卡置换补贴政策，以吸引重卡落户当地。

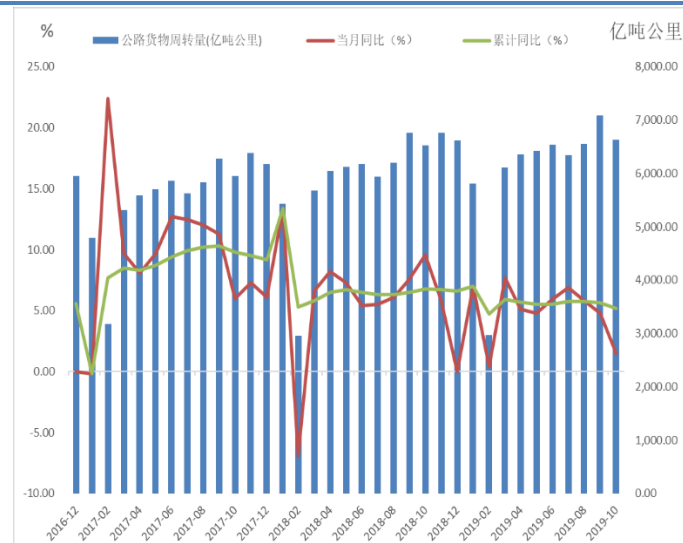
从终端的消费上来看，轮胎的替换需求也不容乐观，轮胎终端消费的下滑主要是政策环境的影响。首先是蓝天保卫战治理范围扩大，限产增多，重点区域煤炭消费总量受到控制，同时因为环保部联合多个部委联合发布了相关禁运政策，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭，间接减少下游重卡运力的需求。其次出于全国运力结构的调整，此前交通运输部要求以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，通过三年集中攻坚，到 2020 年实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨、增长 30%，沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。公路运输的占比远比铁路运输高，意味着后续仍有较大的调整空间，伴随着“公转铁”政策的进一步升级，后期仍会进一步拖累公路货物运输需求的下降。从公路物流运价指数上来看，今年以来的公路物流运价指数持续处于低位，相比历史同期下滑趋势明显，从侧面也验证了目前公路货运整体的宽松格局，轮胎的替换需求继续走弱。

图表 34：重卡销量



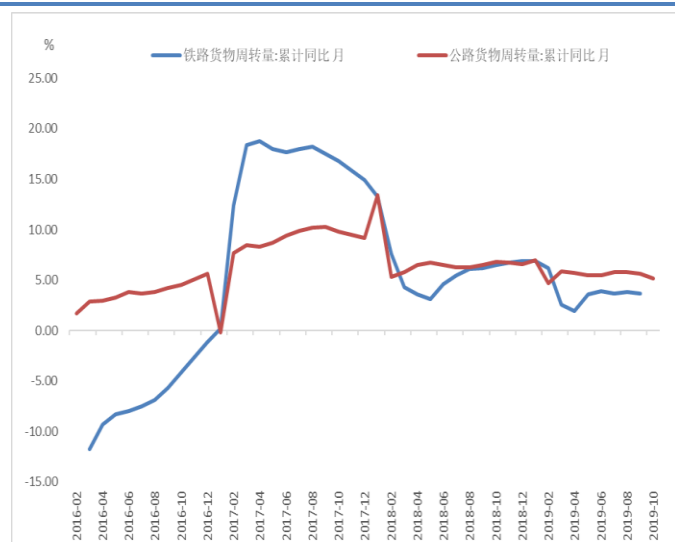
数据来源：Wind

图表 35：公路货物周转量



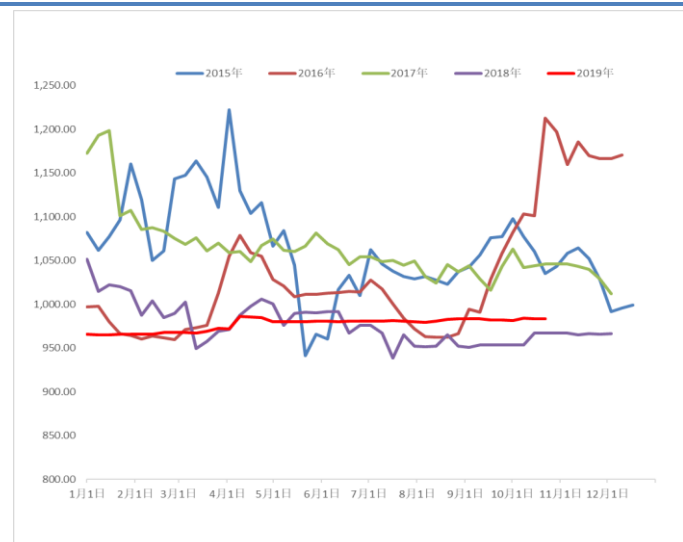
数据来源：Wind

图表 36：铁路、公路货物周转量累计同比



数据来源：Wind

图表 37：公路物流运价指数



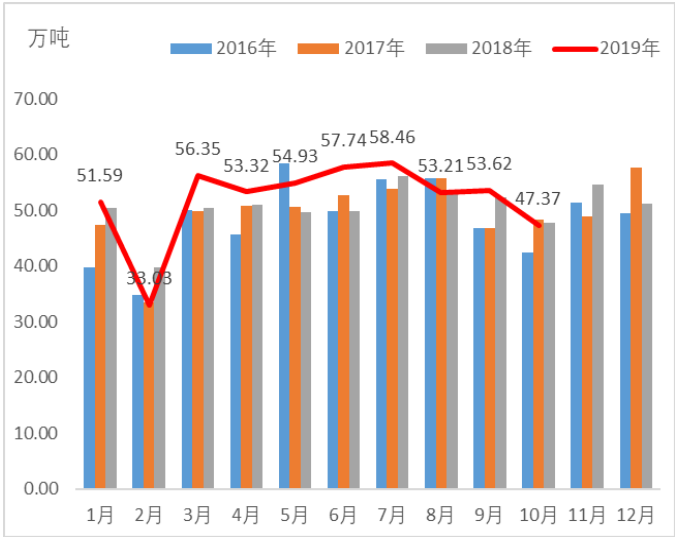
数据来源：Wind

## 4、轮胎出口尚可，对美出口下滑

据海关统计数据获悉，2019 年 10 月份轮胎出口重量为 47.37 万吨，环比下降 11.66%，同比下降 0.99%；1-10 月份累计出口 519.62 万吨，同比 2018 年的 501.06 万吨仅微幅增长 3.7%。2019 年中国轮胎出口量的变化趋势与 2018 年相似，主要是由于这两年国际上的贸易环境存在一定的相似性，各国的贸易摩擦较多，使得轮胎产品的出口受到了较多的阻碍。在外部不利的环境下，各轮胎厂商纷纷采取应对措施，其中在海外建厂就是主要应对措施之一。从美国进口的橡胶轮胎数据来看，近两年来美国自中国进口的橡胶轮胎增速亦出现下滑，特别是今年以来下降幅度逐步扩大，从 1 月份以来累计同比的增速皆是负值，2019 年 1-11 月累计出口 3102 万条，累计同比下滑 27.36%。尽管

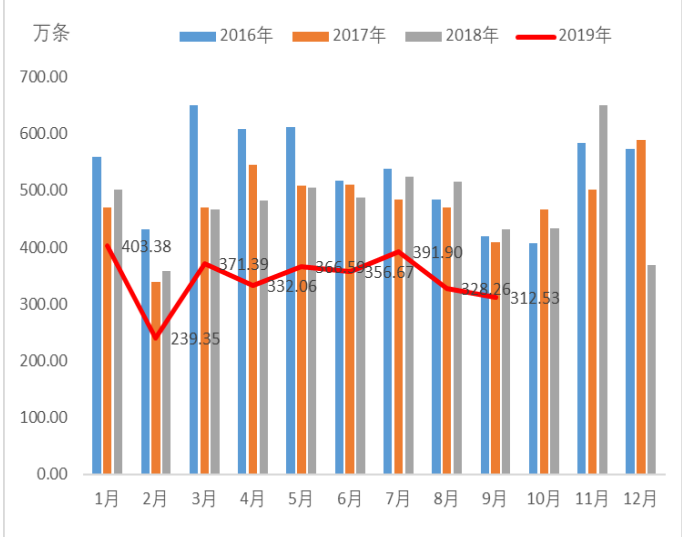
中美贸易摩擦出现一定缓解，但是以往中美经贸谈判多是波折往复、频超预期，下一步关税问题仍存较大不确定性。此外随着欧美贸易壁垒越来越高，欧盟、巴西、印度等国家也相继对中国轮胎发起反倾销调查，贸易摩擦此起彼伏。

图表 38：橡胶轮胎出口重量



数据来源：Wind

图表 39：美国自中国进口轮胎数量



数据来源：Wind

## (四) 政策影响

### 1、抛储和轮储

2019 年 6 月份市场又传出国储局“轮储”的消息，市场传闻今年抛 16 万吨老胶，收 10 万吨新胶，未来三年连续轮储，总抛储量 50 万吨，收储量未知（估计每年 10 万）。从历史角度看，一旦“轮储”实施，短期内将对市场价格以及价差结构造成影响。图表 35 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，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，2017 年 RU1801-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，创下沪胶 1-9 价差最高记录。

图表 40：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 4-10 月	每月一万吨，价格 13500-16500 元/吨。	2009 年整体收储在 11 万吨左右。



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数量收储到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
2014.11-2015.5	期间三次收储，6.85万吨全乳，流拍3.5万吨；40000吨全乳胶，流拍0.4万吨；2万吨全乳胶，流拍0.2万吨。收储价格12600元/吨。	合计收储8.75万吨，皆为全乳胶，价格12600元/吨。

数据来源：中国橡胶信息贸易网

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，泰国军政府上台后，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月至2017年5月，泰国进行了总计5次的国储橡胶拍卖，因为期间遇上2017年2月以来天胶价格暴跌，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。泰国在2017年抛储后储备库存较低，且目前胶价也处于相对低位，提供了相对较好的政策调节空间。

图表 41：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：以上资料据由国贸期货研发中心根据网上公开信息整理所得

## 2、主产国挺价措施

天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九次联合保价行动，包括削减产量、限制出口等措施，具体详情可见图表 42。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 42：2000 年以来历次挺价措施及执行情况

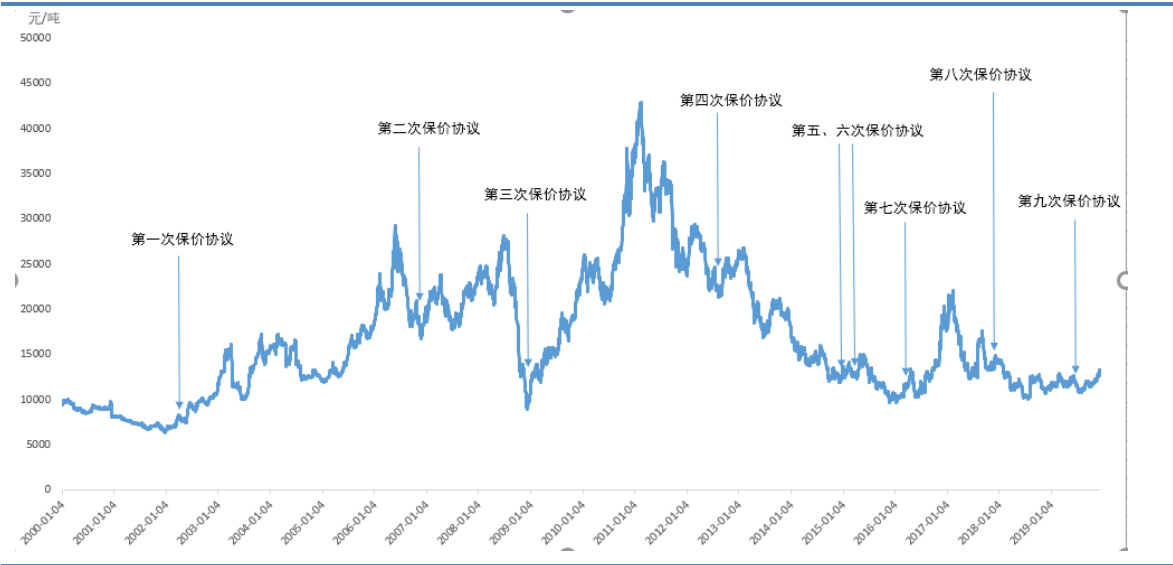
时间	挺价措施	实际效果
2002 年 4 月	泰国、印尼和马来西亚达成联手保价协议，对天胶的生产和出口实行管制，以挽救胶价。从 6 月 1 日开始实施减少 10%出口和 4%生产额的措施。不过该保价措施仅维持半年。2003 年 2 月 7 日，泰国政府宣布因为环境问题退出减产协议。	当年 6 月开始执行以后，价格开始突飞猛进。沪胶主力从月初的 8625 元/吨涨至随后的 9785 元/吨，涨幅 13.45%。
2006 年 12 月	印尼宣布 2007 年产量从 220 万吨削减 10%降至 200 万吨。出口从 200 万吨缩减 10%至 180 万吨。泰国政府虽然尚未明确缩减天然橡胶的产量和出口量，但却宣布可能暂停 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 月底最高点已经涨至 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	ITRC 召开会议称泰国、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 月均值量削减 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/附近，由于彼时期现价差过大，套利盘重压，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。
2019 年 5 月	泰国国家橡胶署 5 月 16 日表示，该国下周将削减橡胶出口 12.6240 万吨，为期四个月，此前该国推迟执行与其他地区生产商达成的减产协议。	沪胶主力从 11500 元/吨上涨至 6 月初 12550 元/吨的高点，尔后持续下跌至 11300 元/吨附近，难挽颓势。

数据来源：以上资料由国贸期货研发中心根据网上公开信息整理所得

12 月 4 日消息，泰国政府女发言人 Rachada Dhnadirek 称，泰国内阁已经批准一项为期 20 年的计划，按照该计划到 2036 年，将泰国国内橡胶树种植面积削减 21%，自 2016 年的 2330 万莱（373 万公顷）削减至 1840 万莱；并将天然橡胶和橡胶产品的出口额自 2500 亿泰铢（82.8 亿美元）提升至 8000 亿泰铢（265.0 亿美元）。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。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，促进底部的早日形成，否则其余的措施都将只是隔靴搔痒。

图表 43：2000 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：以上资料由国贸期货研发中心根据网上公开信息整理所得

---

## 四、结语

**宏观上：**2019 年中国经济一直面临着较大的内外压力，出口和固定资产投资承压使得经济增速继续下滑，贸易战拉锯战僵持不下，互相征收关税引起市场对外需疲软的担忧。全球经济却进入不同周期，以美联储为代表的全球央行将相继进入宽松的货币政策通道，主要央行货币政策转鸽，标志着全球流动性拐点已至，新兴市场受到的压力也会相应减小，同时也给国内政府的货币政策提供更大的操作空间。

**供需基本面：**目前全球天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，从生产体量和惯性上来讲仍具有相当大的增产潜力。东南亚传统产胶国的新增产能已经达到临近拐点，但是东南亚小国以及非洲新兴产胶国异军突起，将会成为未来全球产能增长的主要来源地。从价格跟产量的关系上看，以目前 13000 元/吨附近的价格尚不会触发供给端的大幅收缩，唯有价格长时间持续低位，引发更大规模的弃割或改种，届时才能真正使得产能去化。需求上，在经济整体下行的趋势下，天胶的下游需求缺乏弹性，难以大幅提升。国内地产和基建投资增速放缓，汽车和重卡销量增速下滑，公路物流运价低位运行，显示了轮胎终端需求的不景气，替换需求同步回落。外需上，尽管中美贸易摩擦出现一定缓解，但是以往中美经贸谈判多是波折往复、频超预期，下一步关税问题仍存较大不确定性，此外随着欧美贸易壁垒越来越高，欧盟、巴西、印度等国家也相继对中国轮胎发起反倾销调查，贸易摩擦此起彼伏。库存上，目前随着期现价差水平已经大幅回归，套利盘的利润空间已经大幅缩水，套利力量驱动的进口量有望下降，同时随着国内轮胎产能的转移，国内对天胶的需求也将有所减少，两者将促成国内库存缓慢去化。综合来看，沪胶在经历长周期的下跌后，目前绝对价格已经处于相对较低的区域，胶价底部区间宽幅运行将是常态。

**操作策略：**区间操作为主，多头主要抓住天气、政策等因素带来的短期做多机会，空头则紧盯期现价差变化，关注期现价差拉大后的抛空时机。产业客户在套利套保方面，关注现货品种标的切换，NR 和 RU 价差机会，利用期权等工具提高收益率。