

## 后疫情时代的橡胶交易策略推荐

### 摘要

**供需基本面：**目前应该是处于最暗黑的时刻，后市虽然存在边际改善的预期，但整体上供需基本面在短时间内难以出现大的逆转。

**宏观：**各国财政或货币刺激政策频出，首先对权益类市场构成利好（主要是股票），对商品市场短期内主要是情绪预期的转换（从悲观到相对乐观），但能否刺激商品价格上涨主要取决于实体经济需求的回升，关键是疫情的发展。

**价格展望：**橡胶价格目前已经处于低位，下跌空间有限，但是上涨也有较大压力，价格难以逾越3月份海外疫情爆发前的位置，同时下边界则在4月份海外疫情最严重时刻，即【9500元/吨-11500元/吨】之间。

### 操作策略：

- 截至5月15日，RU2009-混合胶价差为895元/吨，RU2101-混合胶价差为2280元/吨，相比往年同期并不算低。对于非标套利来说仍有空间，产业客户仍可择机操作，可结合对单边区间行情的判断，选择加仓时机。
- 截至5月15日，RU2101-RU2009价差1385元/吨，从历年价差来看目前处于中等位置。对于产业客户来说，目前以正套操作为主，可先建部分底仓，一旦有在轮储消息影响下再度扩大，结合对单边区间行情的判断，采取取扩大越加仓的策略，即便在9月之前不能回归的话则转为期现套利。
- 橡胶价格处于低位，长期来看大概率仍将是维持底部区间行情，不管是对个人客户还是产业客户来说，在目前远月升水的结构下，不管是做多现货或者做多期货总面临着展期成本的上升，适合利用期权进行操作：（1）卖出行权价9500元/吨以下的看跌期权。（2）持有期货或现货多头+卖出行权价11500元/吨以上的看涨期权。（3）领口策略：持有现货或期货多头+卖出较高行权价的看涨期权，同时买入较低行权价的看跌期权。

国贸期货  
能源化工小组

李泽钜

从业资格证号：F0251925

投资咨询证号：Z0000116

叶海文

从业资格证号：F3071622

投资咨询证号：Z0014205

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



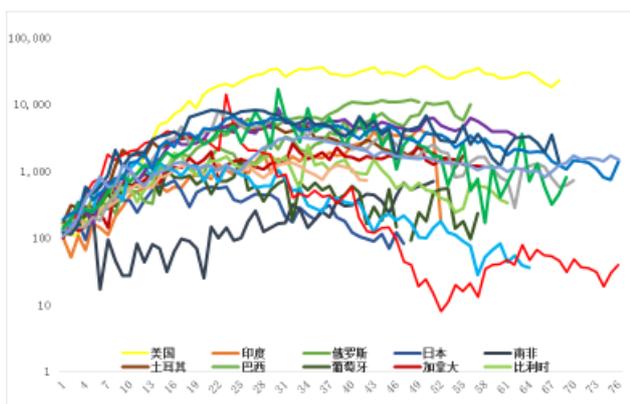
期市有风险，入市需谨慎

# 一、行情回顾

## 1.1. 全球疫情现状

- ◆ 国内疫情基本控制住；欧美国家进入平缓期，新增病例缓慢下降；俄罗斯、巴西、印度等新兴国家加速上升。
- ◆ 部分国家开始放松管制，经济逐步重启，存在二次爆发可能以及第三世界国家爆发风险。

图表1：全球主要国家新增确诊病例



资料来源：Wind

图表2：COVID-19发展阶段

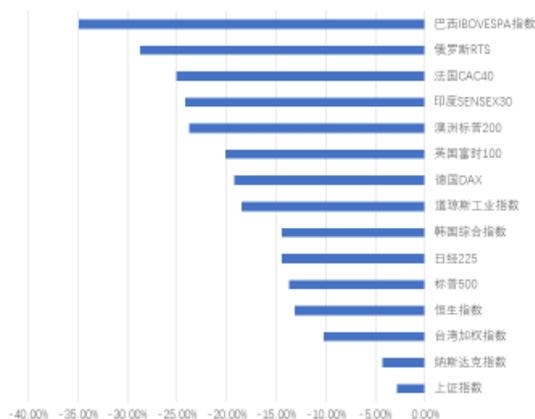


资料来源：卓创资讯

## 1.2：全球资产大幅下跌

- ◆ 与疫情相对应的是，市场情绪出现了较为明显的恐慌，美股VIX指数大幅飙升，信用风险、流动性风险等因素也被明显放大，导致全球资产的大幅下跌。

图表3：海外主要股票市场1月23日至5月12日涨跌幅



图表4：国内主要大宗商品1月23日至5月12日涨跌幅

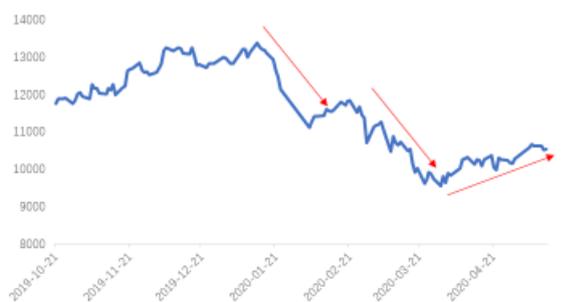


资料来源：Wind

### 1.3. 价格底部，橡胶抗跌性增强

- ◆ 国内疫情发展初期—得到控制（1.14-2.21）：沪胶指数从13425下跌至11720，跌幅12.7%。同期布油从64.46下跌至58.36，跌幅9.46%。海外疫情爆发（2.21-3.30）：沪胶指数下跌至9554，跌幅17.4%；同期布油下跌至29.97，跌幅48.65%。海外疫情缓和（3.30-至今）：沪胶指数从9554反弹至10654，涨幅11.5%；同期布油反弹至34.89，涨幅16.42%
- ◆ 沪胶指数最低点6400（2001/12/24），最高点42632（2011/2/14），截至5月12日为10530，位于8.7%分位点，目前已经处于相对低位，抗跌性增强。

图表5：沪胶指数走势图



数据来源：Wind

图表6：近期橡胶VS原油走势



数据来源：Wind

## 二、橡胶基本面概况

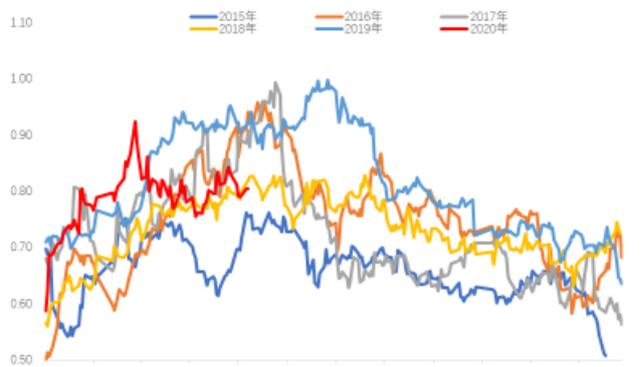
### 2.1. 原料价格低位

- ◆ 胶水价格相比往年同期处于低位，停割期的价格优势不再显现，5月份产区即将进入全面开割，供给端存在释放预期，原材料价格大概率会持续承压。

图表7：合艾胶水价格



图表8：胶水/沪胶指数比价



资料来源：Wind

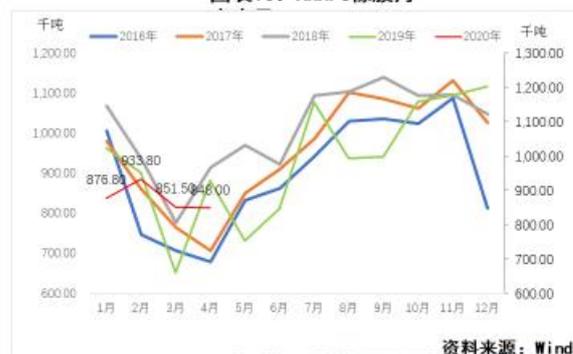
## 2.2. ANRPC下调全球天然橡胶产销量

- ◆ 根据ANRPC数据显示，2019年国内天然橡胶产量81.23万吨，相比2018年的83.7万吨下降2.95%；2019年ANRPC成员国天然橡胶总产量1185万吨，相比2018年1216万吨下降2.55%。
- ◆ 受COVID-19疫情影响，天然橡胶生产国协会（ANRPC）近日下调了2020年全球天然橡胶的产量和消费量。ANRPC预计2020年产量同比增长2.7%达到1417万吨，而在1月31日发布的天然橡胶年度市场报告中，该估值为1426万吨。同时，该协会预计2020年消费量同比增长1.2%达到1382万吨，而早先的预期为增长2.7%。

图表9：中国橡胶月度产量



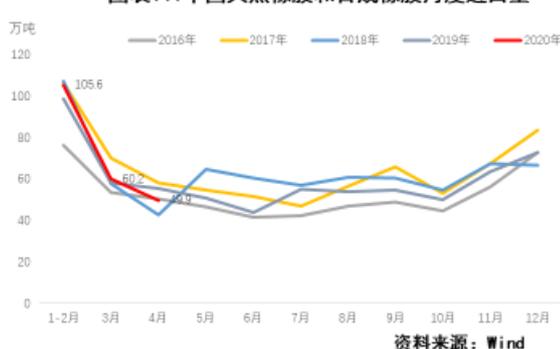
图表10：ANRPC橡胶月



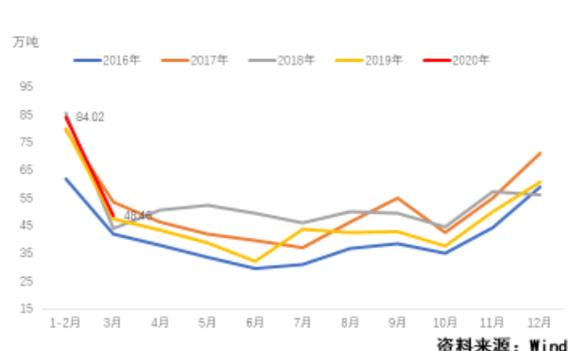
## 2.3. 产业基本面：进口高峰已过

- ◆ 中国2019年进口天然橡胶519万吨，相比2018年的471万吨增长10%。2020年1-2月天然及合成橡胶（包括胶乳）进口量合计为105.6万吨，较2019年1-2月进口总量99万吨整体增长6.6万吨，同比增6.67%，1-2月份处于进口的高峰，后期将进入季节性下降走势。
- ◆ 2020年3月份，中国进口天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计48.46万吨，同比增加2.33%。2020年1-3月份，中国进口天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计132.49万吨，同比去年同期增加4.04%。

图表11：中国天然橡胶和合成橡胶月度进口量



图表12：中国天然橡胶月度进口量



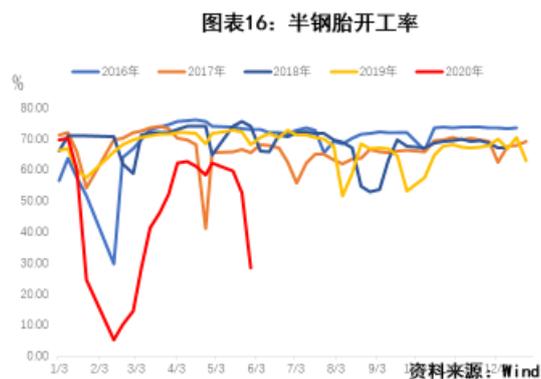
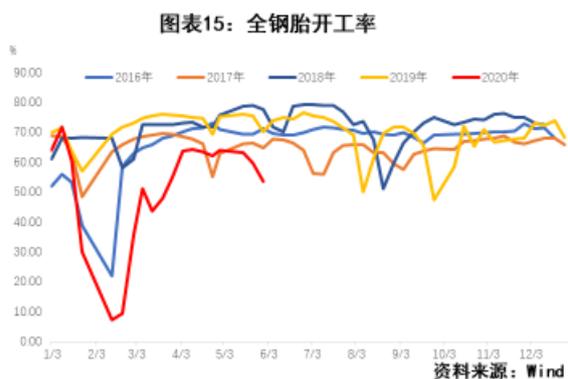
## 2.4. 国内仓库满库，库存处于高位

- ◆ 截至3月13日上期所仓单库存减少636吨至24.40万吨，注册仓单增加230吨至23.87万吨；截至2020年3月13日，青岛地区保税和一般贸易库存合计70.45万吨，周环比上涨1.82万吨，涨幅2.65%，较去年同期同比上涨4.93万吨，涨幅7.52%。中国国内天然橡胶非国储库存目前高达153万吨左右，能够满足国内3个月以上正常生产。
- ◆ 目前仓库基本处于满库状态，库存压力大，上规模的大仓库基本满库，部分已往协议库转存，但入库能力有限。尽管下游陆续复工，但暂以消化前期库存为主，提货量有限。



## 2.5. 轮胎厂开工率低于往年同期

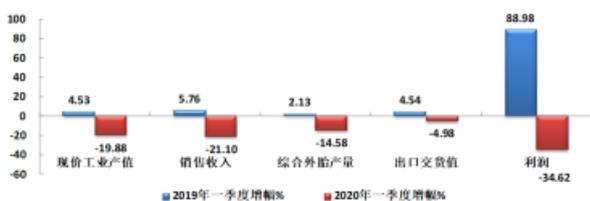
- ◆ 截至5月14日当周山东地区轮胎企业开工负荷：全钢胎开工负荷为62.78%，较上周提升9.28个百分点，较去年同期下滑12.51个百分点；半钢胎开工负荷为60.19%，较上周提升31.88个百分点，较去年同期下滑11.42个百分点。当前来看厂家整体销售压力依旧不能小视，轮胎开工当前难有新提升空间。



## 2.6. 橡胶轮胎行业全线下滑

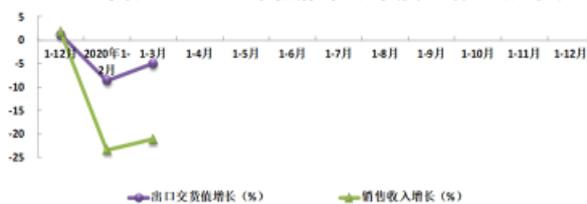
- ◆ 轮胎38家重点会员企业2020年一季度实现现价工业总产值356.36亿元，同比（下同）降低19.88%；实现销售收入352.71亿元，降低21.10%；综合外胎产量8960万条，降低14.58%；

图表17：2020年一季度轮胎主要指标同比增幅对比状况



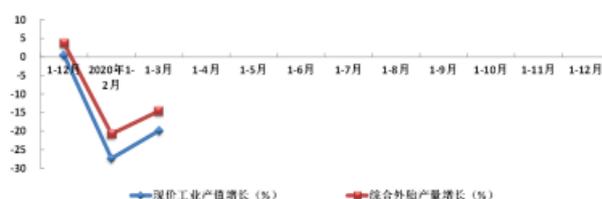
资料来源：中国橡胶工业协会

图表18：2020年轮胎出口交货同比增长趋势状况



资料来源：中国橡胶工业协会

图表19：2020年轮胎产量同比增长趋势状况

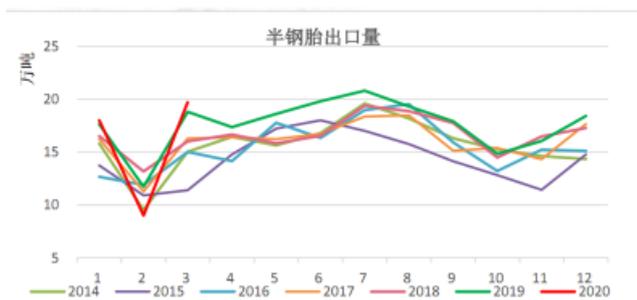


资料来源：中国橡胶工业协会

## 2.7. 产业基本面：外需出口下滑

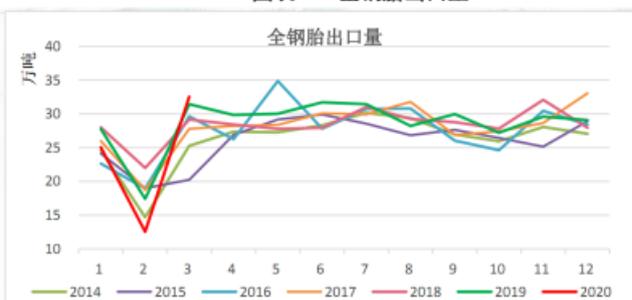
- ◆ 3月半钢胎出口19.7万吨，同比增4.8%，1-3月累计同比下降3%；3月全钢胎出口32.6万吨，同比增3.5%，1-3月累计同比下降8.5%。
- ◆ 海外疫情从3月份开始爆发，预计4-5月出口将继续大幅下滑，降幅可能达到20-30%。海外国家5月经济活动逐步恢复，乐观预计恢复至正常需要到6月份以后。

图表20：半钢胎出口量



资料来源：Qinrex

图表21：全钢胎出口量



资料来源：QinRex

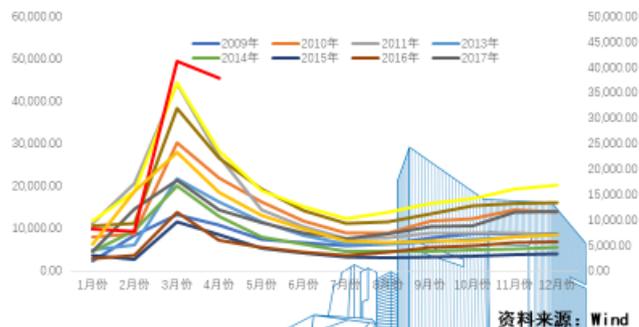
## 2.8. 重卡&挖掘机销量大增，提振有限

- ◆ 今年4月，我国重卡市场共约销售各类车辆17万辆左右，比上年同期的11.88万辆增长43%；今年1-4月，重卡市场累计销售超过44万辆，同比基本持平，已经追平了上年同期水平（44.4万辆）。
- ◆ 据中国工程机械工业协会统计，4月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机45426台，同比增长59.9%；其中国内43371台，同比增长64.5%；出口2055台，同比增长0.88%。
- ◆ 2017-2019年以来重卡销量均保持在百万辆以上，分别为：1112048，1046400和1151000辆，但橡胶依旧处于下跌趋势。

图表22: 重卡销量



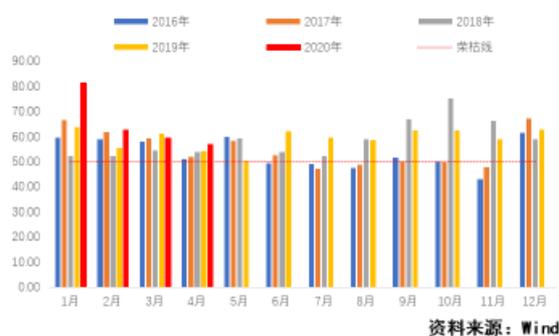
图表23: 挖掘机销量



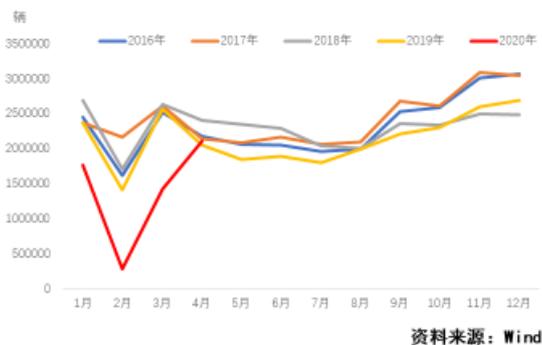
## 2.9. 汽车销量处于下行周期，库存偏高

- ◆ 4月汽车销量207万辆，环比增长43.5%，同比增长4.4%。1-4月，销量576.1万辆，同比下降31.1%。5月前10日乘用车周度销量同比下滑7%。
- ◆ 2020年4月汽车经销商库存预警指数为56.8%，环比下降4.2个百分点，同比下降6.9个百分点，库存预警指数连续29个月位于荣枯线之上。

图表24: 汽车经销商库存预警指数



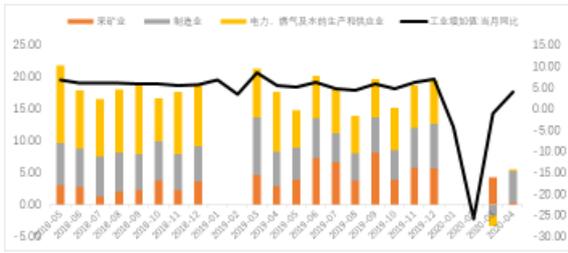
图表25: 汽车销量



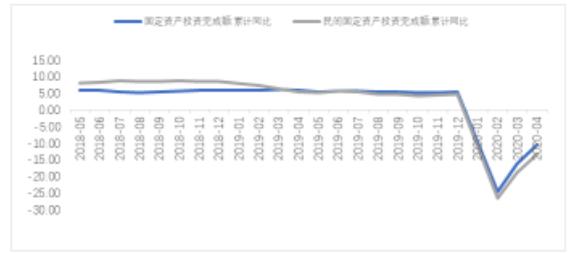


## 2.12. 宏观经济：疫情对经济冲击巨大

图表31:工业增加值:当月同比



图表32:固定资产投资完成额累计同比



图表33:房地产投资累计增速



图表34:社会零售同比增速:当月同比



数据来源: Wind

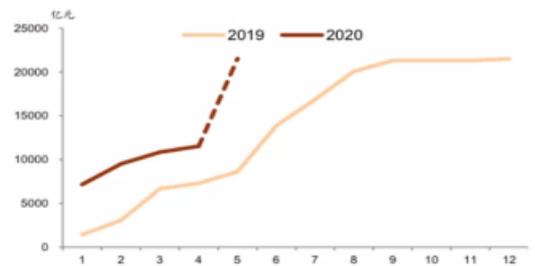
## 2.13. 宏观政策：宏观逆周期调节力度加大

- ◆ 预计宏观政策加大逆周期调节力度，4月17日中央政治局会议提出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。
- ◆ 财政政策方面，预计2020年广义财政赤字率提升3-4个百分点。今年1季度，一般公共预算和政府性基金赤字率合计8%，同比提升3.6个百分点。
- ◆ 货币政策方面，预计M2和社融维持较快增速，利率进一步下行。4月M2和社融增速分别同比增长11.1%和12%，远高于1季度名义GDP增速-5.3%。

图表35:M2同比增速



图表36:新增地方政府专项债券累计发行量



图表37:社融增速持续回升



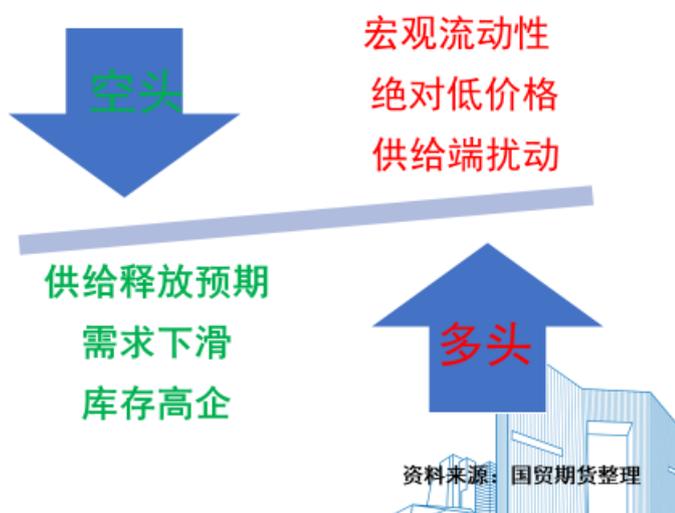
数据来源: Wind

### 三、交易策略建议

#### 3.1. 后市主要观点

- ◆ **供需基本面**：目前应该是处于暗黑的时刻，后市虽然存在变价改善的预期，但整体上供需基本面在短期内难以出现的大逆转。
- ◆ **宏观**：各国财政或货币刺激政策频出，首先对权益类市场构成利好（主要是股票），对商品市场短期内主要是情绪预期的转换（从悲观到相对乐观），但能否刺激商品价格上涨主要取决于实体经济需求的回升，关键是疫情的发展。
- ◆ **价格**：橡胶价格目前已经处于低位，下跌空间有限，但是上涨也有较大压力，价格难以逾越3月份海外疫情爆发前的位置，同时下边界则在4月份海外疫情最严重时刻，即【9500元/吨-11500元/吨】之间。

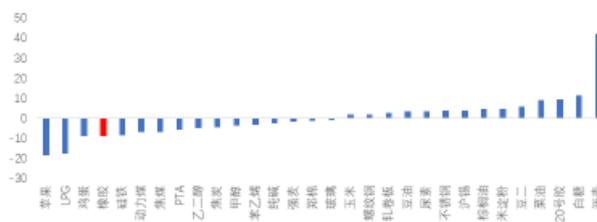
图表38: 多空逻辑



#### 3.2. 操作策略1：期现套利仍有空间

- ◆ 横向对比其他品种，橡胶（混合胶）的基差率依然较大，目前在-9%左右。
- ◆ 截至5月15日，RU2009-混合胶价差为895元/吨，RU2101-混合胶价差为2280元/吨，相比往年同期并不算低。对于非标套利来说仍有空间，产业客户仍可择机操作，可结合对单边区间行情的判断，选择加仓时机。

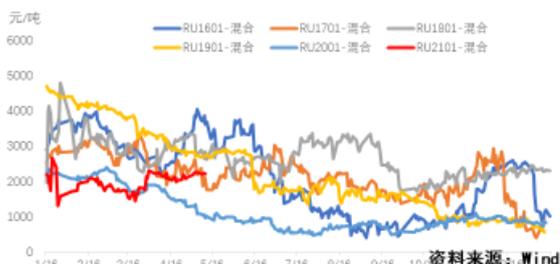
图表40: 主要品种基差率



图表39: 09合约-混合胶价差



图表41: 01合约-混合胶价差



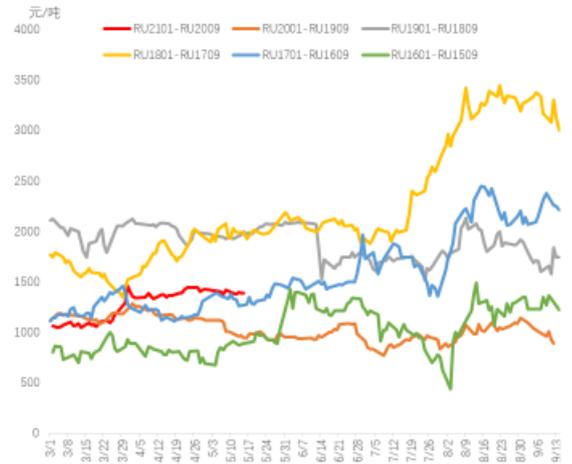
### 3.3. 操作策略2：RU2009–RU2101正向套利

- ◆ 截至5月15日，RU2101–RU2009价差1385元/吨，从历年价差来看目前处于中等位置。
- ◆ 对于产业客户来说，目前以正套操作为主，可先建部分底仓，一旦有在轮储消息影响下再度扩大，结合对单边区间行情的判断，采取越扩越大越加仓的策略，即便在9月之前不能回归的话则转为期现套利。

图表42：沪胶1-9价差统计分析

项目	RU1401- RU1305	RU1501- RU1409	RU1601- RU1505	RU1701- RU1609	RU1801- RU1709	RU1901- RU1809	RU2001- RU1909
平均	699	1251	964	1493	2161	1912	1039
标准误差	40.41	25.03	19.05	32.41	46.24	12.66	8.36
中位数	662.5	1245	890	1385	1985	1935	1040
众数	595	895	1020	1015	1990	1855	1085
标准差	511	320	230	416	592	163	107
方差	261269	102153	53101	173273	350619	26462	11390
峰度	0.23	-0.53	-0.97	-0.47	-0.33	-0.90	-0.58
偏度	0.51	0.66	0.46	0.76	1.01	-0.33	-0.07
最小值	-180 (2013/1/22)	830 (2014/2/24)	440 (2015/8/3)	815 (2016/1/18)	1350 (2017/3/29)	1510 (2018/7/24)	770 (2019/7/8)
最大值	2275 (2013/9/11)	2065 (2014/9/2)	1490 (2015/8/13)	2450 (2016/8/15)	3450 (2017/8/22)	2205 (2018/2/22)	1290 (2019/4/2)
观测数	160	163	163	165	164	165	163
置信度(95.0%)	79.81	49.44	35.64	63.99	91.30	25.01	18.50

图表43：沪胶1-9价差走势

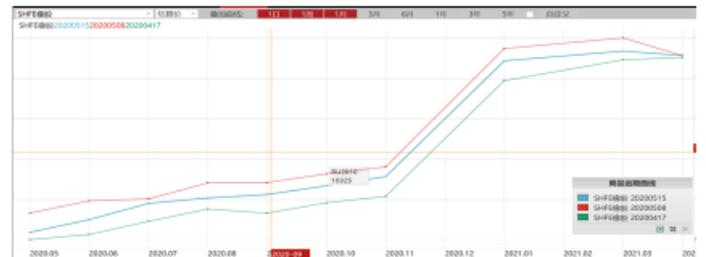


资料来源：Wind

### 3.4. 操作策略3：巧用期权进行做多

- ◆ 橡胶价格处于低位，长期来看大概率仍将是维持底部区间行情，不管是对个人客户还是产业客户来说，在目前远月升水的结构下，不管是做多现货或者做多期货总面临着展期成本的上升。
- ◆ 长期抄底多头面临着天然的损耗，按照一年升水2000元/吨的幅度，长期多头的成本几近20%，损耗巨大。
- ◆ 在上有顶下有底的区间行情中，适合利用期权进行操作，

图表44：沪胶远期曲线



图表45：沪胶指数

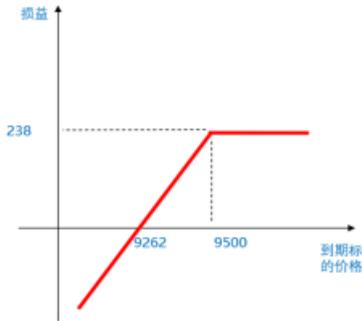


资料来源：Wind

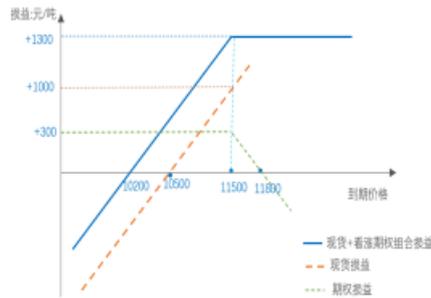
### 3.4. 操作策略3：巧用期权进行做多

- ◆ 情景1：价格底部，偏看多。
- ◆ 方案：卖出行权价9500元/吨以下的看跌期权。
- ◆ 效果：期货价格上涨收获权利金；期货价格下跌则实现以低于9500元/吨的成本做多。
- ◆ 情景2：长期持有期货多单或现货做多，想降低持仓成本。
- ◆ 方案：期货或现货多有+卖出行权价11500元/吨以下的看涨期权。
- ◆ 效果：价格上涨保持则11500以下的收益，价格小幅波动或下跌，则降低成本，增厚收益。
- ◆ 情景3：持有多头，想规避价格下跌风险，同时又希望降低套保成本。
- ◆ 期权方案：卖出行权价11500元/吨的看涨期权同时买入行权价9500元/吨的看跌期权。
- ◆ 效果：保留最大1000元/吨的上涨收益，同时锁定了最大1000元/吨的亏损。

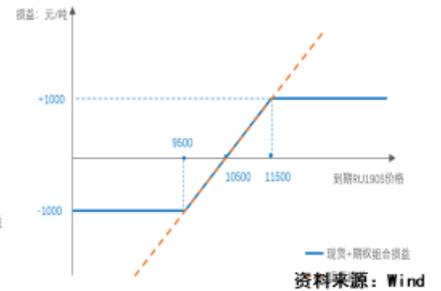
图表46：卖出看跌期权



图表47：标的多头+卖出看涨期权



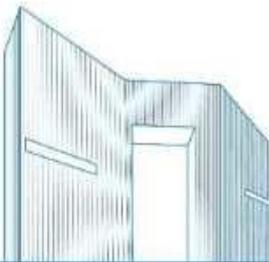
图表48：标的多头+卖出看涨期权



资料来源：Wind

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

# 国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序