

研究通讯

专题研究（供内部交流）

关于沪胶 1-9 价差的思考

广发期货发展研究中心

电话：020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

对于沪胶 1-9 价差后市走势的判断，有一个无法忽视的问题是，今年全乳胶减产已成定局。因疫情、云南产区异常干旱以及白粉病的影响，今年云南产区推迟开割 1-2 个月左右，直至现在云南部分加工厂还处于因原料短缺无法正常开工的局面。且浓乳的加工利润依然高出全乳胶很多，这个现象在 2019 年就已存在，两个胶种都是以胶水作为加工原料，尤其海南地区的加工厂采购的胶水最终进入全乳胶生产线的极少。从当前的沪胶仓单来看，今年新注册的全乳仓单量少之又少，目前的仓单总量处于近五年较低水平，当前仓单量同比 2019 年减少 44%。今年全乳胶的减产大概率利多沪胶 2101 合约。

近期在国内下游需求数据转好、供应端减产、库存下降拐点出现等利好因素的驱动下，沪胶 09 作为主力合约拉涨明显，沪胶 1-9 价差走弱，但长远来看，根据我们上文的分析，沪胶 1-9 价差走强存在基本面的支撑，叠加其原本的交割逻辑，我们认为 7-8 月沪胶 2009 合约因交割压力基差回归，沪胶 1-9 价差将被拉大。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

联系信息



张晓珍

期货从业资格：F0288167

投资咨询资格：Z0003135

电话：020-88818009

邮箱：zhangxiaozhen@gf.com.cn



刘超

期货从业资格：F3043882

投资咨询资格：Z0015304

电话：020-88818058

邮箱：gfliuchao@gf.com.cn

沪胶主连



相关报告

2020.02.25 《基于不同复工和库存消化速度的假设下，天胶未来行情推演》

2020.02.26 《疫情在海外加速蔓延后的沪胶策略》

2020.03.20 《当前的量化宽松政策下天胶基本面短期内改善的可能性不大》

2020.03.22 《橡胶历史涨跌复盘及长期策略建议》

2020.05.18 《二季度橡胶下游需求分析》

目录

一、沪胶 1-9 价差形成的原因	3
(一) 沪胶 1-9 价差的核心逻辑归结于交割逻辑	3
(二) 1 月合约相较 9 月合约基本面更具优势	3
二、回顾近五年沪胶 1-9 价差	3
(一) 2015 年沪胶 1-9 价差走势回顾	4
(二) 2016 年沪胶 1-9 价差走势分析	5
(三) 2017 年沪胶 1-9 价差走势分析	6
(四) 2018 年沪胶 1-9 价差走势分析	7
(五) 2019 年沪胶 1-9 价差走势分析	7
三、2020 年沪胶 1-9 价差后市预测	8
免责声明	1

沪胶1-9价差一直在橡胶行业饱受关注,因1月合约高升水9月合约,且几乎每年都有规律可循的走扩,因此沪胶1-9价差的变化成为了众多投资者的投资标的。

一、沪胶1-9价差形成的原因

(一) 沪胶1-9价差的核心逻辑归结于交割逻辑

当年生产的全乳胶注册的仓单,最晚在次年11月份之前注销转为现货。因此,每年9月合约作为一年中的最后一个主力合约,承载着巨大的交割压力。上期所天然橡胶的交割标的是全乳胶和泰国产的3号烟片胶,而这两种胶皆不是下游消费的主流天然橡胶品种,但因期货价格长期高升水现货,导致越来越多的全乳胶被注册成仓单转变为交易所的库存,而每年的9月合约和11月合约大量的前一年老胶仓单注销流转 to 现货市场,给现货市场带来巨大压力。所以每年临近9月合约交割之际,现货价格以及近月合约价格往往走弱,从而导致1-9价差走扩。

(二) 1月合约相较9月合约基本面更具优势

1月合约和9月合约的交割时间处于一年中不同的时点,而天然橡胶自身具有明显的季节性特征。首先从产量季节性来看,9月处于天然橡胶一年中的最大旺产季,而1月则处于东南亚主产国的减产季,国内海南云南产区的停割季。单从供应端来看,01合约更有基本面上的优势。从需求端来看,根据每年我国汽车的产销数据分析,一年中有两个销量高峰,年后所谓的“金三银四”是一个小高峰,大高峰则在出现在年底四季度。9月合约完美避开了两个销量高峰,而四季度的销量高峰对于市场情绪的提振则利好1月合约。另外,从当前天然橡胶整体供需格局来看,近几年都是供应宽松的格局,由此便导致了天然橡胶期货价差结构长期属于contango的格局。

二、回顾近五年沪胶1-9价差

我们整理了近五年沪胶1-9价差的走势,通过对历史数据的分析对比我们可以发现,沪胶1-9价差每年都会有不同程度的走扩,近5年价差最大出现在2017年,最高点达到3450元/吨。其中,价差最为平稳出现在2019年,当年最大价差也不过才1280元/吨。通过对近5年走势的比对发现,价差开始拉大的高频时间在7-8月,这符合其本身的交割逻辑。有的年份价差呈现一次性走扩,趋势较为顺利;而有的年份,出现走扩后收窄再走扩的情况。下文我们会针对不同年份的价差走势结合当年的基本面情况及宏观层面的差异进行详细分析。

图：近5年沪胶1-9价差基本情况（单位：元/吨）

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
最小价差	440	815	1350	1020	770	915
最大价差	1490	2450	3450	2235	1280	1460
价差拉大时间	5月，8月	7-8月	7-8月	相对平稳，最后一波拉大在8月初	最后一波拉大在7月中旬-8月底	—

数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

（一）2015年沪胶1-9价差走势回顾

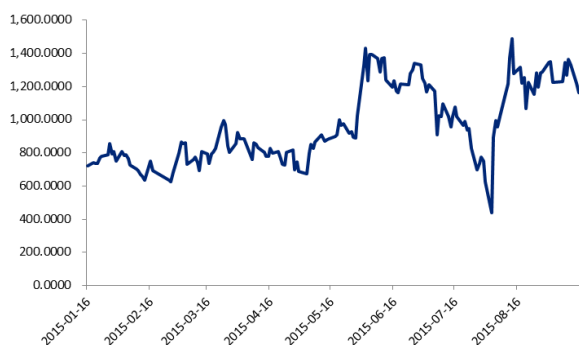
2015年沪胶1-9价差波动较大，从5月中旬到6月初出现了价差的第一次走扩，价差从800-900元/吨走扩至1400元/吨；随后即出现走扩后的大幅收窄，至8月初，价差收窄至440元，属近5年来的1-9价差最低点；而后，价差触底反弹，在短短10天内重新拉回至1490元/吨，为当年最高点。

6-8月的价差意外收窄，回顾当时的基本面情况，6-8月橡胶价格处于下跌探底的趋势中，但由于当时出现了短期内供应短缺的情况，导致9月合约相对抗跌，跌幅较1月合约较少。6月初，我国云南产区干旱情况较为严重，造成全乳胶产量缩减，直接体现在上海期货交易所库存的下降，2015年6月初上期所全乳库存10.7万吨，同比2016年下降了10.8%，同时，东南亚产区产量尚处于增产季，产量还未大规模恢复，且当时泰国传出收储10万吨的传闻，以及泰国上游几大加工厂为抵制胶价无休止下跌而联合减产挺价，导致东南亚产区的产量缩减。相应的，我国进口量也在同步减少。由此短期的供应短缺导致9月合约相对偏强。同时，需求端频现利空因素，导致整体胶价下挫，尤其是对远期消费的不看好使01合约承压。美国商务部宣布对中国轮胎双反调查，令市场对后市的轮胎出口预期蒙上阴影。短期内的供应紧缺以及中长期来看的需求利空，导致1-9价差收窄。

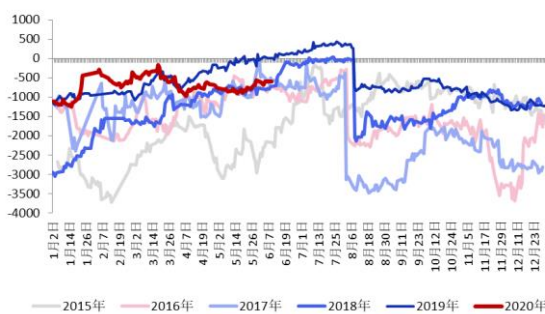
我国为提振天然橡胶价格，推出了复合胶新标准的方案，该标准于2015年7月开始正式实施。该标准将复合橡胶定义为“生橡胶与炭黑、二氧化硅、白炭黑等配合剂的均匀混合物”，天然橡胶进口需要缴纳1500元/吨的关税，而复合胶不用，但严格的新标准让原本免税的复合胶需要同天然橡胶一样缴纳关税。当时市场对此举的反应较为强烈，该标准的实施短期内将导致复合胶进口量减少，从而利于国内天然橡胶价格短期上行。但复合胶进口减量利空东南亚原产国胶价，所以长期来看，原产国低迷的胶价同样会拖累国内天胶价格，即长远看更为利空。

以上即是2015年6-8月间1-9价差意外大幅收窄的原因。8月以后，1-9价差跟随交割逻辑又重新走扩。

图：2015年1-9价差走势（单位：元/吨）



图：混合胶-沪胶主力（单位：元/吨）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

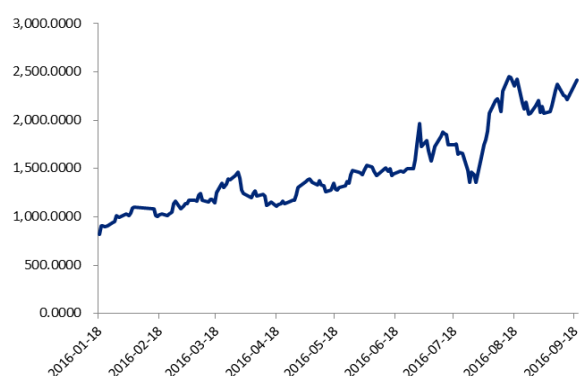
（二）2016年沪胶1-9价差走势分析

2016年沪胶1-9价差走扩的非常顺畅，全年价差最低点即合约上市时的价差815元，9月合约交割之际也迎来了全年价差的次高点2415元/吨（最高点出现在8月16日，2450元/吨），全年整体走势顺利。

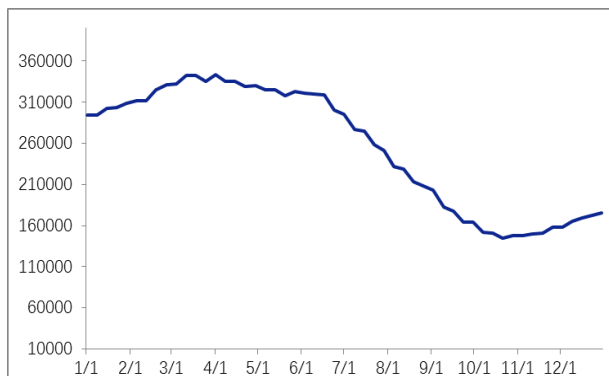
2016年天胶整体呈现震荡上行的趋势，回顾当年的基本面，数据呈现的都是超预期转好。首先是轮胎开工率全年都保持在前几年的最高水平，且全年几乎没有因为节假日而发生常规的开工率下降的情况，全年都保持了高开工率的状态。从汽车和重卡数据来看，受汽车购置税减半等优惠政策的利好，汽车销量创近几年新高，全年累积销量同比2015年增长14.74%，同比增幅相较2015和2014年，增幅扩大3倍。重卡因为物流和房地产均有起色，同样也创造了近年来同比最大增幅，2016年全年累积销量同比增长32.45%。需要格外注意的一点是，重卡和乘用车销量一年中的累积同比增幅呈逐月扩大的趋势。这一点可以印证当时的市场环境存在对于未来天胶需求量逐月攀升的预期，即供应短缺的担忧。

从当年的库存、仓单角度同样能看出市场对于未来供应短缺的担忧。2016年全年保税区库存处于去库过程，因下游需求超预期，保税加一般贸易库存总量年初时在30万吨左右，11月下降到15万吨，库存跌至近年来最低。从上期所仓单来看，2016年全年的仓单量大幅高出往年同期水平，且持续累积，仓单量接近国内一年半的全乳产量，这其中包含2015年的15万吨老胶（2016年年初仓单量15万吨），所以9月合约面临比往年都要大的老胶清库的巨大压力。在未来需求预期向好以及9月合约交割压力较大等因素的促使下，2016年沪胶1-9价差走扩的较为顺畅。

图：2016年沪胶1-9价差走势（单位：元/吨）



图：2016年保税区库存（单位：吨）



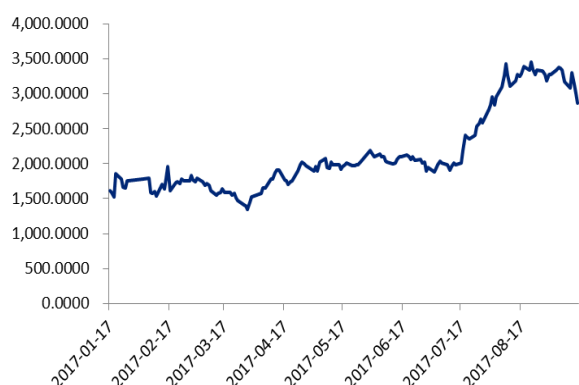
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

（三）2017年沪胶1-9价差走势分析

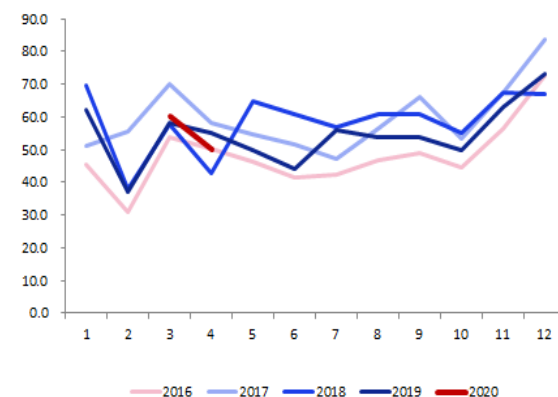
2017年沪胶1-9价差最直观精准地反应了沪胶的交割逻辑。价差从7月中旬开始走扩，从2000元/吨在短短1个月期间扩大到3500元/吨左右，是近五年来的最大价差，这和2016年以来橡胶价格大幅上涨脱离不了关系。

由于2016年至2017年2月，胶价强势拉涨近15000点，期价高升水导致大量的现货注册成期货仓单，全乳胶流入交易所库存。同时，沪胶的强势上涨造成内外价差被拉大，烟片胶的套利窗口打开，导致烟片胶也大量流入交易所库存。由此，两种标准交割品的流入造成了仓单量大幅上涨，而2016年注册的仓单必须在2017年最后一个合约完成交割，由此，1709合约承载了巨大交割压力。此外，由于期价的拉升，沪胶基差在2017年几乎全年都呈现同比往年较弱的格局，因此非标套利的窗口打开也让贸易商大量进口，导致库存从2017年年初开始累库，从1月时的17万吨上涨到7月中旬时的35万吨，库存翻倍。交易所仓单压力叠加现货库存压力增添了市场对09合约仓单注销后现货大量流入市场的担忧，自此沪胶1-9价差快速拉大。

图：2017年沪胶1-9价差走势（单位：元/吨）



图：天然橡胶合成胶（包含乳胶）进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

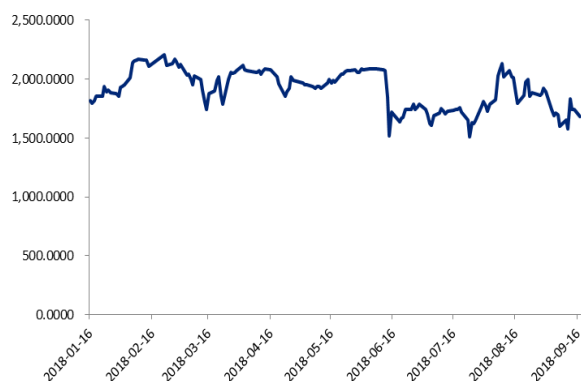
（四）2018年沪胶1-9价差走势分析

2018年沪胶1-9价差没有大幅走扩，因合约上市之初的价差就已经在高位。1901合约上市之初，1901-1809价差为1820元/吨，全年最高点出现在2月9号，2170元/吨，而后再也没有走扩，全年走势平稳。当年沪胶1-9价差没有走扩有两点原因，2018年3月份中美贸易战爆发，6月份上期所将20号胶作为特定期货品种的立项申请获得证监会的批复同意。两个事件是当年沪胶1-9价差没有走扩起的决定性因素。

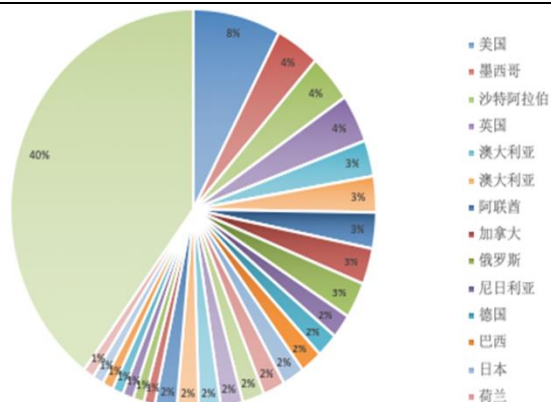
2018年3月8日，美国政府宣布3月23日起对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的惩罚性关税（“232措施”）。3月22日美国宣布将对大约500亿美元的中国进口商品征收关税，并采取其他行动应对中国的政策，随后的第二天，中国商务部宣布，针对美“232措施”，中方拟对自美进口部分产品加征关税，涉及美对华约30亿美元出口，中美贸易战彻底爆发。由此，股市、商品纷纷下跌，3月23日橡胶更是创下了单日1010点的跌幅。我国轮胎接近一半用于出口，出口美国的轮胎占我国轮胎总产量7%-8%左右，所以贸易战的爆发对于橡胶下游需求的打击是巨大的。市场对未来需求产生担忧，远月合约相对于近月合约走弱，期货相对于现货走弱。轮胎主要原料是20号标胶和混合胶，该事件的爆发也让沪胶和混合胶基差大幅走强，以至于9月合约基差在7月末提前回归。

此外，20号上市的预期也对沪胶1-9价差不能走扩起决定性作用。因为沪胶的交割标的是国产全乳胶和泰国3号烟片胶（烟片近年来占比已经很少），两种胶都不是天然橡胶下游需求的主流品种，而20号胶则是橡胶下游轮胎生产的重要原料，20号胶和混合胶（97.5%的20号标胶+2.5%的丁苯胶）每年的消费量占了绝对大头，占比在70%左右，而全乳需求占比仅有6%左右。因此，20号胶上市或会取代沪胶成为橡胶的主流期货交易品种。缺少了流通量，弱化了交割制度对价格的影响，必然会造成价差无法继续大幅走扩。6月12日该消息公布后，1-9价差在未来短短2天内从原本的2000点附近下跌到1500点附近。

图：2018年沪胶1-9价差走势（单位：元/吨）



图：我国轮胎出口国占比（按金额，单位：%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

（五）2019年沪胶1-9价差走势分析

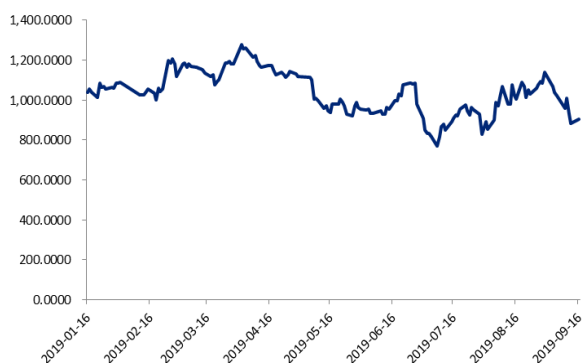
2019年沪胶1-9价差合约上市时是1040元/吨，全年呈现先小幅走强，再大幅走弱后再反弹走强的格局。全年波动相较前几年而言相对平稳，20

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎

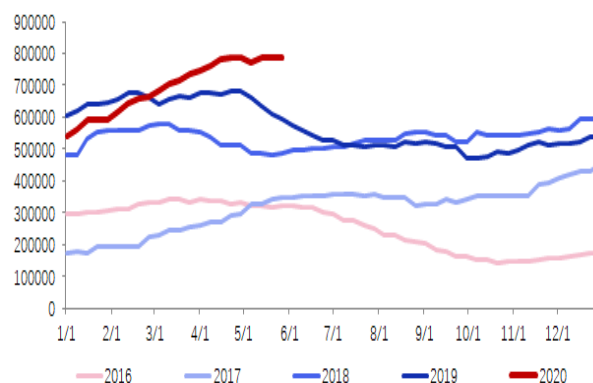
号胶上市对沪胶 1-9 价差的大幅走扩形成压制。

2 月中旬-4 月中旬之间，沪胶 1-9 价差震荡走扩。春节后天胶进口量增大，导致国内港口库存累积，现货成交较弱价格走弱，基差较弱，同时沪胶 1-9 价差拉大；4 月，国内下调增值税，混合胶基差存在套利窗口，导致国内贸易商提前大量买现货抛盘面，令 9 月合约承压，沪胶 1-9 价差走强；4 月中旬以后，沪胶 1-9 价差重新缩窄，主要由于海关严查混合胶政策，导致混合胶通关受阻，国内现货价格高企，基差走强，同时利多近月合约，沪胶 1-9 价差走弱；7 月中旬以后，沪胶 1-9 价差从 800 点左右开始走扩，上升到 1200 点位，此时的走扩便是遵循交割逻辑，09 合约基差回归。但由于 20 号胶上市，对走扩幅度形成抑制。

图：2019 年沪胶 1-9 价差走势（单位：元/吨）



图：青岛保税区库存（单位：吨）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

三、2020 年沪胶 1-9 价差后市预测

从以上对近五年沪胶 1-9 价差复盘，我们可以得出以下三点结论：首先，沪胶 1-9 价差遵循交割逻辑，如无意外情况，7-8 月价差大概率会走扩；其次，中间的波动皆源自基本面的变化，收窄多是因为供应减少或需求太旺亦或是政策性因素引起的现货紧缺，基差走强进而沪胶 1-9 价差收窄；最后，近年来价差的走扩幅度呈现收窄的态势，20 号胶的上市弱化了沪胶原本交割制度对于价格的影响，从而抑制了沪胶 1-9 价差大幅走扩。

从今年的情况来看，合约上市价差 915 元/吨，走势一直非常平稳，3 月中旬从 1100 点位开始走扩，至 3 月底走扩至 1400 点位左右，由于这期间美股原油崩盘，国内股市大宗商品普跌，橡胶在此期间下挫幅度明显，此时国内市场处于疫情后的复苏初期，下游企业还未完全复工复产，橡胶现货成交十分惨淡。同时，保税区库存因年前的非标套利盘现货不断到港而不断累积，库存在 3 月底时已经创近年来库存新高，由此，近月合约承压，1 月合约作为远月合约相对较强，故沪胶 1-9 价差走扩。

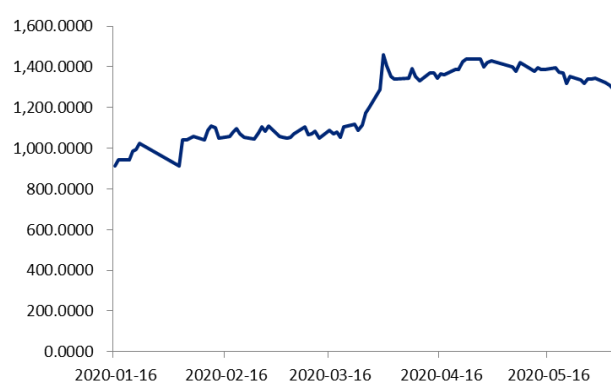
对于后市沪胶 1-9 价差走势的判断，有一个无法忽视的问题是，今年全乳胶减产已成定局。因疫情、云南产区异常干旱以及白粉病的影响，今年云南产区推迟开割 1-2 个月左右，直到现在云南部分加工厂还处于因原料短缺无法正常开工的局面。且浓乳的加工利润依然高出全乳胶很多，这个现象在 2019 年就已存在，两个胶种都是以胶水作为加工原料，尤其海

南地区的加工厂采购的胶水最终进入全乳胶生产线的极少。从当前的沪胶仓单来看，今年新注册的全乳仓单量少之又少，目前的仓单总量处于近五年较低水平，当前仓单量同比 2019 年减少 44%。

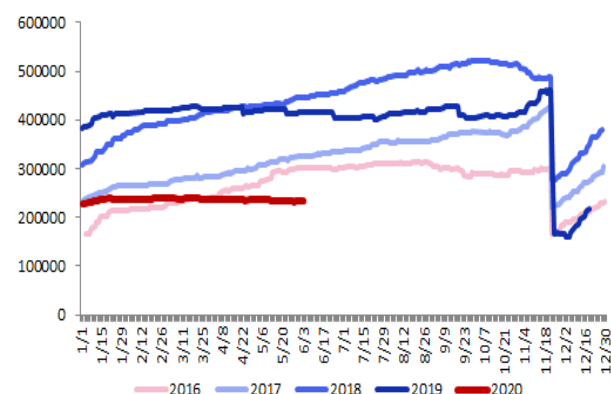
今年全乳胶的减产将毫无悬念地大概率利多沪胶 2101 合约。

近期在国内下游需求数据转好、供应端减产、库存下降拐点出现等利好因素的驱动下，沪胶 09 作为主力合约拉涨明显，沪胶 1-9 价差走弱，但长远来看，根据我们上文的分析，沪胶 1-9 价差走强存在基本面的支撑，叠加其原本的交割逻辑，我们认为 7-8 月沪胶 2009 合约因交割压力基差回归，沪胶 1-9 价差将被拉大。

图：2020年沪胶1-9价差走势（单位：元/吨）

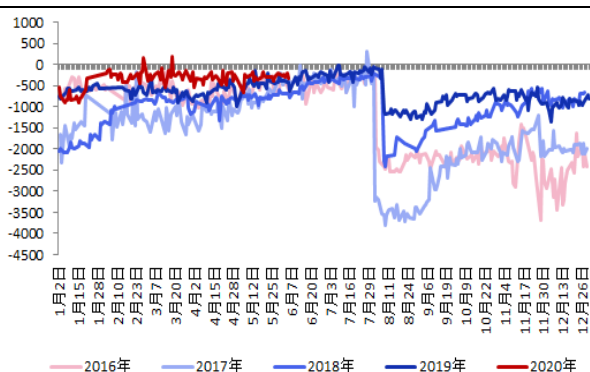


图：上期所沪胶仓单（单位：吨）

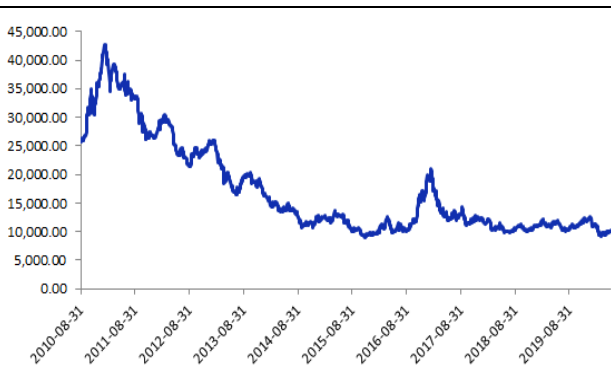


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：全乳-沪胶主力基差（单位：元/吨）



图：全乳胶现货价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620