

研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-89715220

邮箱：generalcd@163.com

报告日期 2019 年 2 月 1 日



橡胶 适宜建立顶部跨式期权策略

摘要

- 1、行情回顾
- 2、宏观经济下行压力依然偏大
- 3、2019 年全球胶市依然存在供应过剩隐患
- 4、终端车市景气度不佳 弱需因素凸显
- 5、环保红利释放 替换需求维持重卡销量
- 6、轮胎产量同比萎缩 库存稳步回落
- 7、建立顶部跨式期权策略

一、行情回顾

自去年四季度以来，国内沪胶期货价格重心再下一个台阶，主力 1905 合约由 12000-13000 元/吨的运行平台回落至 11000-11500 元/吨区间内寻求支撑。虽然新年 1 月，沪胶在台风因素、油价反弹以及宏观氛围趋暖的积极作用下，期价略有反弹，回到 11500-12000 元/吨区间内，不过上行阻力依然存在，多头推涨意愿不强，非标套利盘的聚集使得胶价波动率趋于收敛，底部区间震荡的主旋律越发显著。

图 1、沪胶期货 1905 合约价格走势图

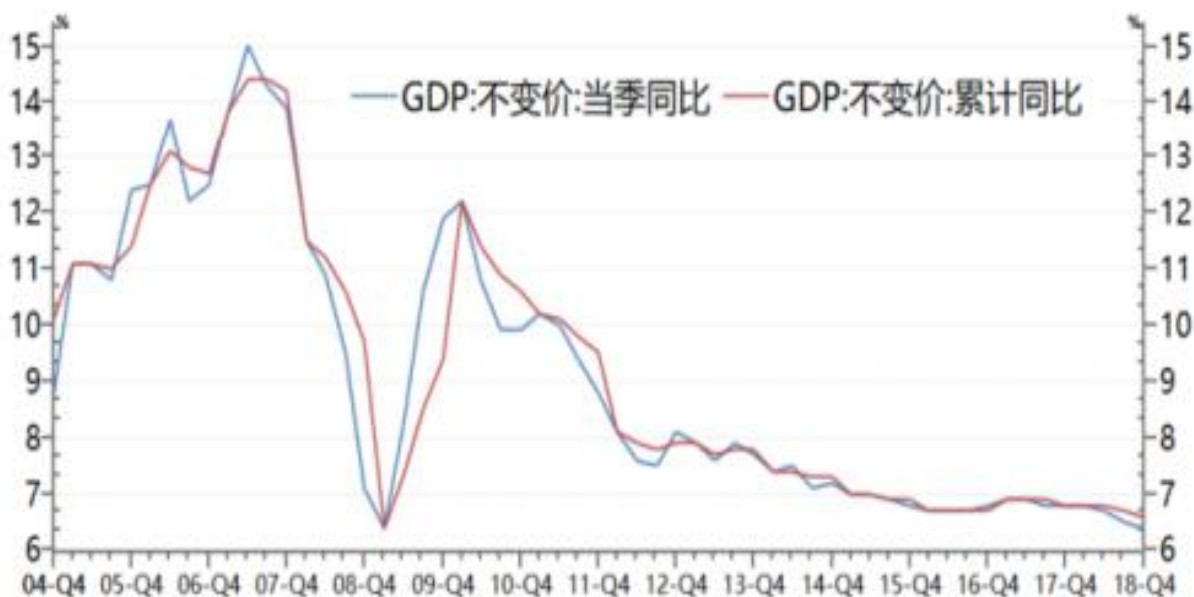


数据来源：博易大师、宝城期货

二、宏观经济下行压力依然偏大

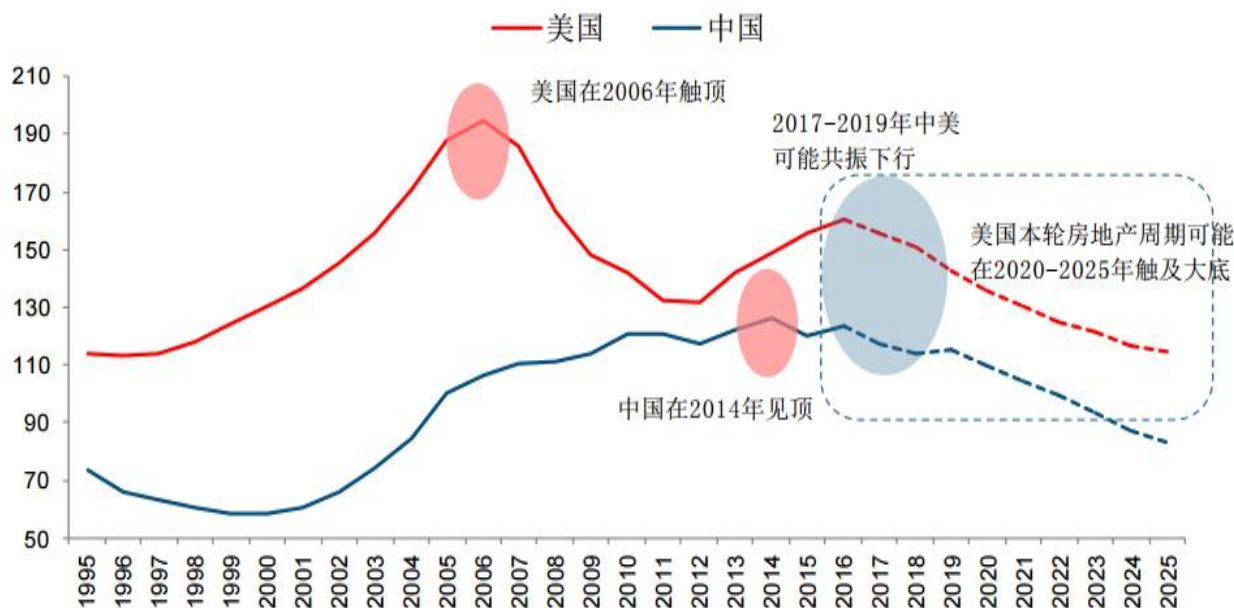
新年以来，全球风险事件不断。美国政府持续停摆，长时间内两党无法达成协议将严重挫伤美国经济增长前景，而欧洲市场也不太平，英国脱欧协议遭否决加重了欧洲经济的不确定性。亚洲方面，中美贸易谈判一波三折，中国对外贸易增长潜力受损。基于可能升级的贸易紧张局势以及脆弱的国际金融市场环境，世界银行在 1 月发布的《2019 全球经济展望的报告》中认为，2019 年全球经济将面临更加严峻的下行风险。预计 2019 年全球增长将从 2018 年的 3% 降至 2.9%，并在 2020-21 年达到 2.8%，经济增速放缓将同时体现在发达经济体、新兴市场及发展中经济体上。其中发达经济体 2019 年增长率将降至 2%，而新兴市场和发展中经济体增长率也将停滞在 4.2%。在全球经济下行压力增大的背景下，中国经济虽在 2018 年取得稍好成绩，但前景依然任重道远，经济结构改革诉求仍在。据统计局数据显示，我国 2018 年全年经济增长 6.6%，符合市场预期，超过年初目标 0.1 个百分点，经济仍运行在合理区间。其中，四季度经济如期同比增长 6.4%，较三季度回落 0.1 个百分点，延续了今年以来逐季回落的态势。宏观经济下行压力依然偏大的环境或不利于春节以后国内沪胶期货价格的反弹趋势。

图 2、我国近几年 GDP 增速走势图



数据来源: WIND 资讯

图 3、中美两国经济在 2017-2019 年均可能面临共振下行风险



数据来源: WIND 资讯

三、2019 年全球胶市依然存在供应过剩隐患

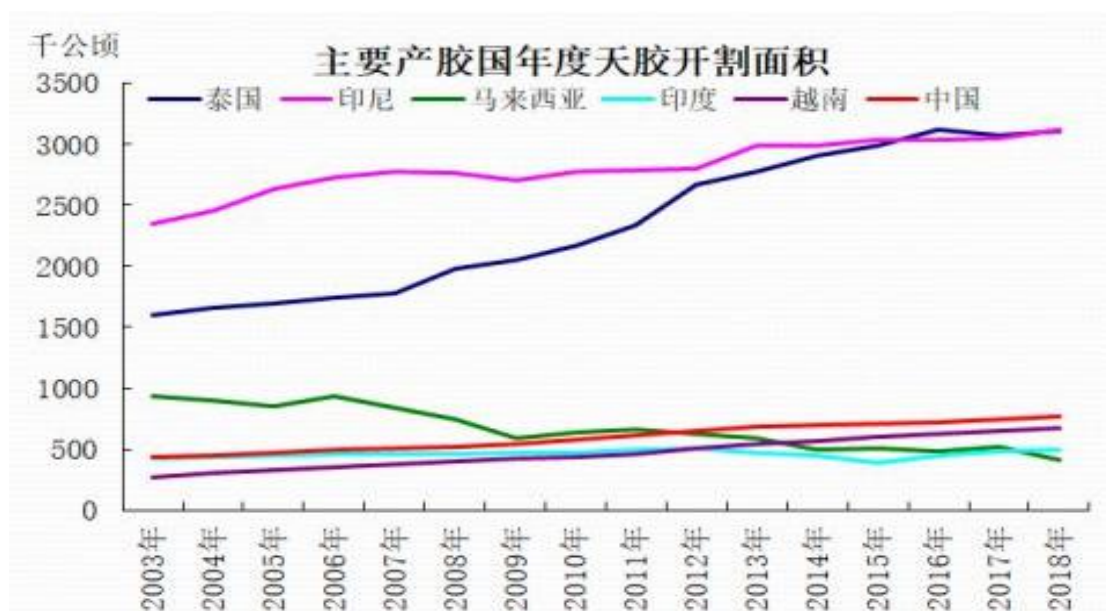
由于在 2010-2012 年期间, 东南亚天胶主产国大规模扩增橡胶树种植面积, 导致 5-7 年以后, 新种植的橡胶幼苗陆续成熟迎来开割。据天胶生产国协会 (ANRPC) 公布的数据显示, 2016-2020 年主产国适宜割胶面积增幅依然明显。其中今年协会成员国的总种植面积约 1221 万公顷, 适宜割胶面积达 912.3 万公顷, 割胶面积占比 74.7%, 相比去年增加 1.2 个百分点。割胶面积的增多意味着产胶量上限的提高, 这无疑增强了胶市的供应压力, 令近几年本就低迷的胶价愈加负重难涨。据 ANRPC 最新发布的报告显示, 虽然胶价持续低迷导致产胶国胶农割胶积极性下降, 部分抵消了割胶面积增加带来的负面影响, 不过在总量上,

胶水产出依然保持增长势头。统计显示，据 ANRPC 最新发布的 10 月报告显示，前 10 月，全球天然橡胶产量 1146.8 万吨，同比增长 5.5%。前 10 月，ANRPC 成员国出口天然胶 855.1 万吨，同比增长 1.8%。其中，泰国增长 8.5%。

从种植周期来看，泰国和印尼开割面积处于饱和。2016 年开始大部分产胶国均维持全面开割的状况。从新种植的翻新种植上看，在马来西亚、泰国和越南等地还是有一些翻新指标的上升。从新种植的两个高峰来讲，2018 年是整体开割面积最高峰最大供应量阶段，所以从整个生产的种植的周期上来讲，预计可能要等到 2020 到 2027 年才会逐步进入供应饱和期，这是一个缓慢的过程，期间不会出现断崖式的下降，这意味 2019 年全球天胶供应压力偏大的隐患依然存在。

综合来看，未来几年全球天胶市场仍将处于供应逐渐趋于饱和的周期，如果不发生极端气候灾害的话，那么期间不会出现断崖式的下降，这意味 2019 年全球天胶供应压力偏大的隐患依然存在。虽然泰国政府仍会出台扶持胶价的政策，但多是补贴性质措施，并不会从根本上影响供应量，但橡胶价格已经处于低位。天然橡胶作为国际化的大宗贸易商品，市场化程度高，同时也紧跟宏观经济的整体情况。预计在大环境偏弱的情况下，2019 年橡胶实现反转的难度很大，而探底之路在供应端抵抗情绪下将呈现反复之态。

图 4、主要产胶国年度天胶开割面积



数据来源: WIND 资讯

四、终端车市景气度不佳 弱需因素凸显

众所周知，国内天胶主要用于轮胎生产，而轮胎需求强弱又取决于终端车市景气度。而 2018 年车市却不乐观，一方面由于购置税优惠政策全面退出造成的影响；另一方面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。加之前两年消费存在透支及高基数的影响，传统消费旺季的却表现惨淡。整体来看，2018 年我国汽车产业面临较大的压力，产销增速低于年初预计，行业主要经济效益指标增速趋缓，增幅回落。据中汽协公布的数据显示，2018 年国内汽车产销分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 4.2% 和 2.8%。其中乘用车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，比上年同期分别下降 5.2% 和 4.1%，占汽车产销比重分别达到 84.6% 和 84.4%，分别低于上年 0.9 和 1.2 个百分点。而商用车产销同比则继续呈现增长，不过增速明显回落。受货车市场增长拉动，商用车销量创历史新高。商用车产销分别达到 428 万辆和 437.1 万辆，比上年同期分别增长 1.7% 和 5.1%，增速分别回落 12.1 个百分点和 8.9 个百分点。据中汽协的预测报告显示，2018 年车市成为 28 年来，即 1990 年以来的首次负增长。

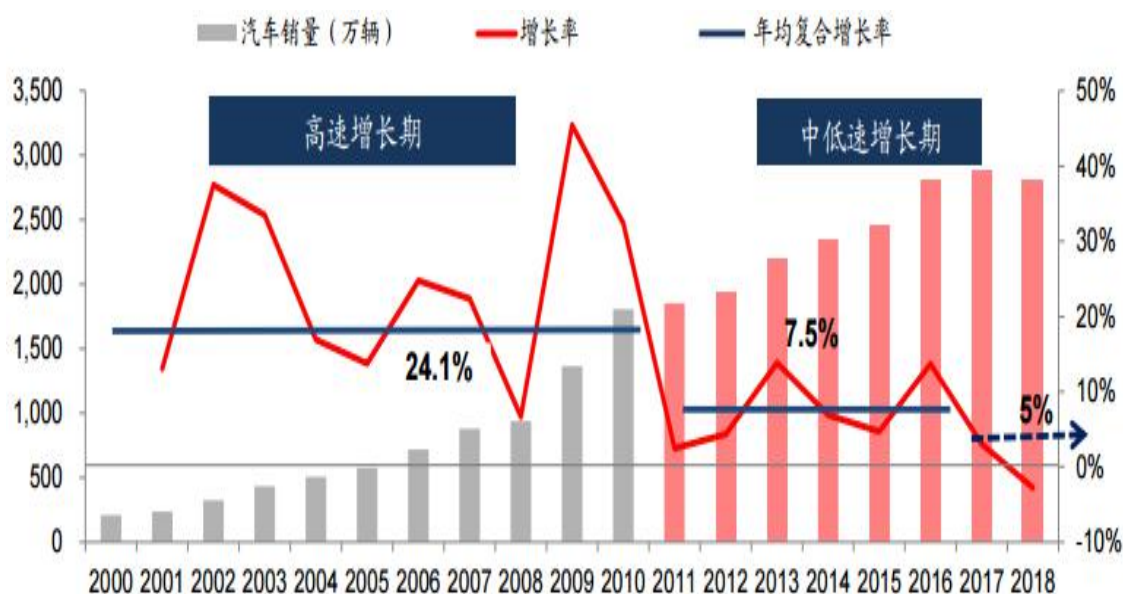
预计 2019 年中国中国汽车市场前景并不乐观，维持零增长的可能性较大，全年汽车销量为 2800 万辆，与 2018 年持平。

在终端零售环节，受购置税优惠政策取消影响，2018 年终端车市消费疲态显露，体现到经销商库存水平上，2018 年整体库存压力要高于往年。据中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商库存预警指数调查”VIA 显示，自 2018 年以来，汽车经销商库存始终处于高位，经销商预警指数连续 12 个月处于荣枯线之上。截至 12 月，汽车经销商库存预警指数为 66.1%，虽环比下降 9 个百分点，但同比上升 18.33 个百分点，且全年平均值高达 59.35%，不但库存预警指数始终位于警戒线之上，而且显著高于往年平均水平。在高基数以及优惠政策退出的影响下，2019 年国内经销商经营压力较大，库存指数仍可能在多数时间内高于 50% 的荣枯线之上。

从潜在购买力角度而言，近年来我国居民部门负债率不断上升，2017 年达到 49%，横向与其他国家相比，中国的居民杠杆率并不高。截至 2018 年第一季度，美国居民杠杆率为 77.3%，德国为 52.5%，日本为 57.4%，韩国为 95.2%，均高于我国。但是从杠杆率提升速度来看，2008 年以后我国居民杠杆率提升明显加速，尤其是 2015-2017 这两年时间负债率提升近 10 个百分点。房贷余额的快速增长使得居民杠杆率在短期内拉高，一定程度上削减了居民的日常开支，而汽车作为金额较大的可选消费品受冲击较大。

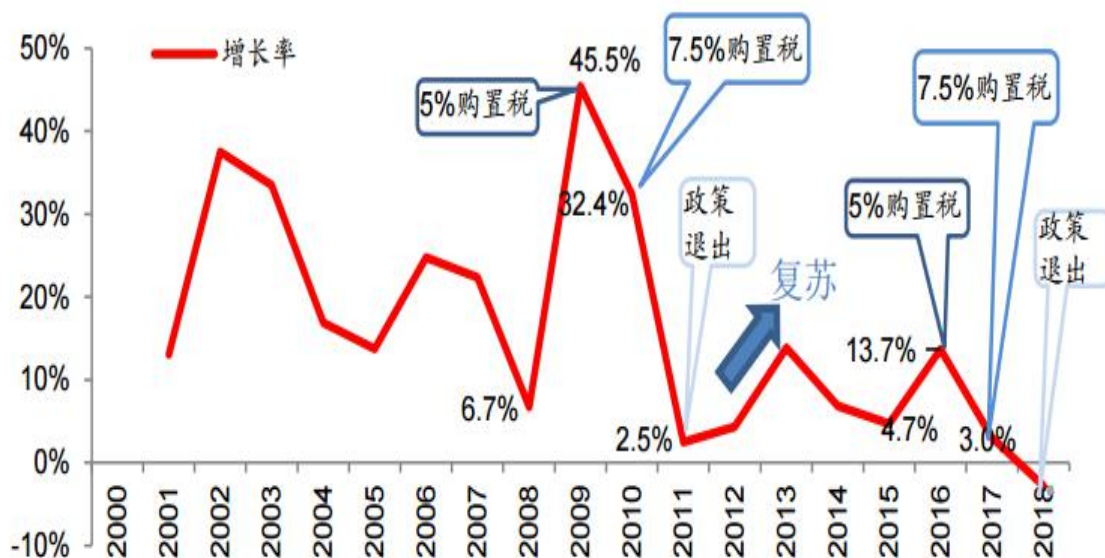
综上所述，购置税优惠政策取消带来的消费乏力以及高基数因素导致 2018 年车市产销量表现偏弱。鉴于目前我国居民杠杆率提升，房贷挤压汽车消费，导致未来车市销量潜力不足。预计 2019 年新车产销增速仍将面临回落风险，负增长局面或成常态。终端消费增量预期减弱或削弱沪胶需求增长前景。

图 5、2017-2018 年我国汽车销量对比图



数据来源：WIND 资讯

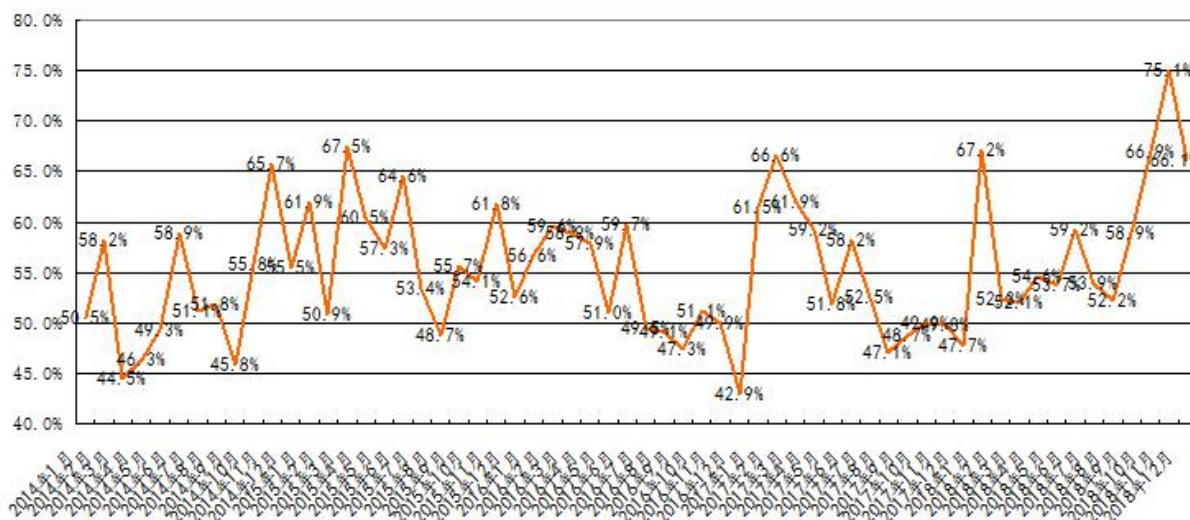
图 6、小排量乘用车购置税优惠政策对销量的边际效应逐渐减弱



数据来源：WIND 资讯

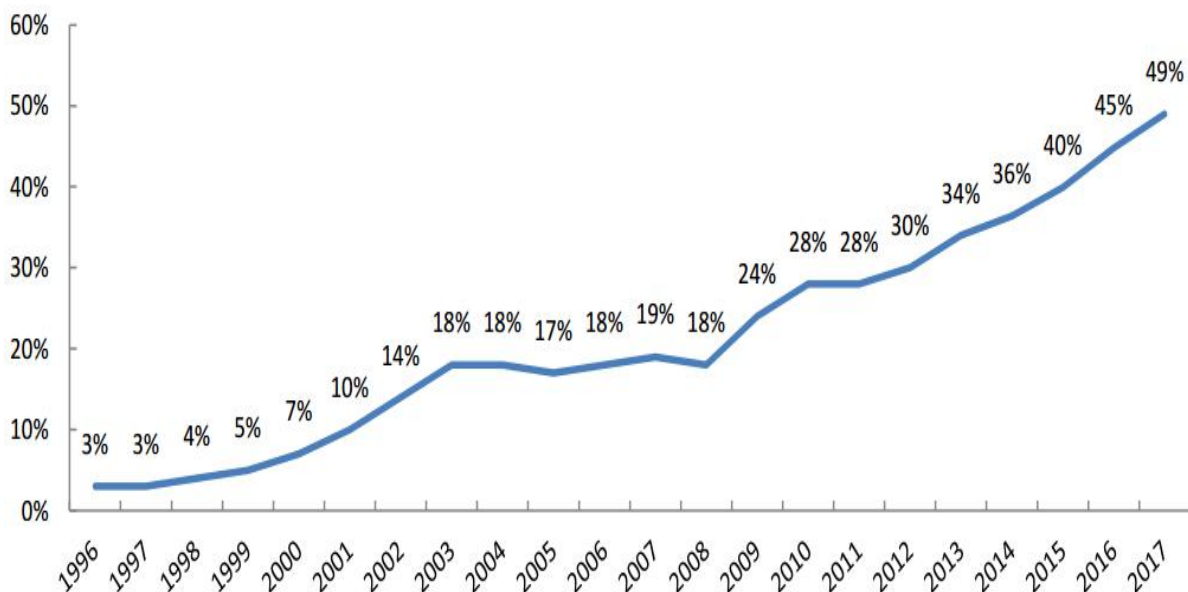
图 7、2018 年 12 月汽车经销商库存预警指数走势图

中国汽车经销商库存预警指数走势图



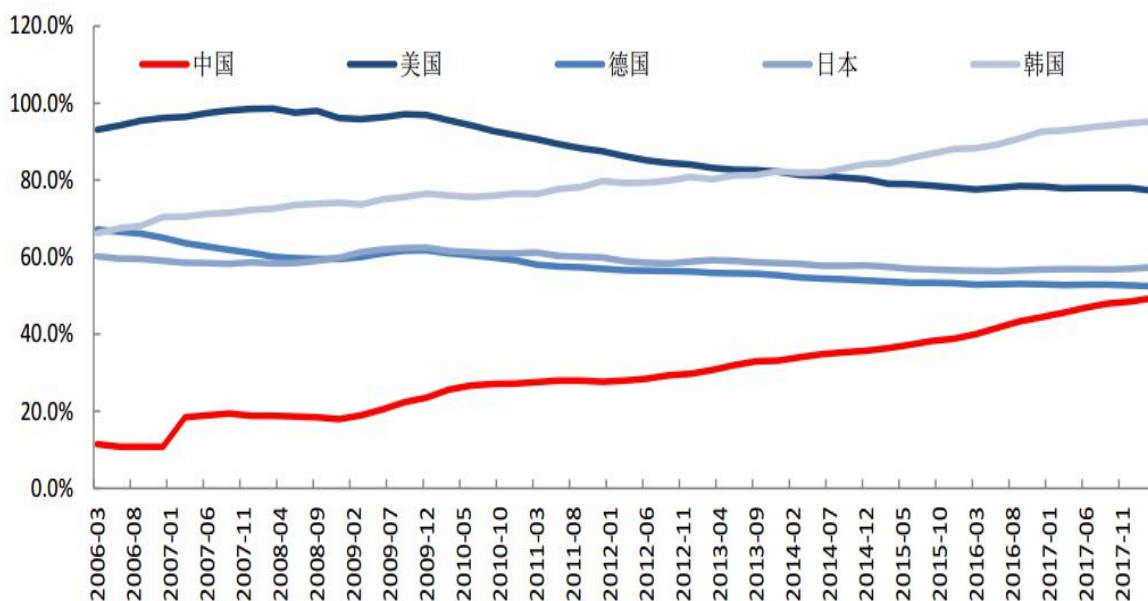
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 8、中国居民部门杠杆率



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 9、中国与其他国家居民杠杆率对比



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

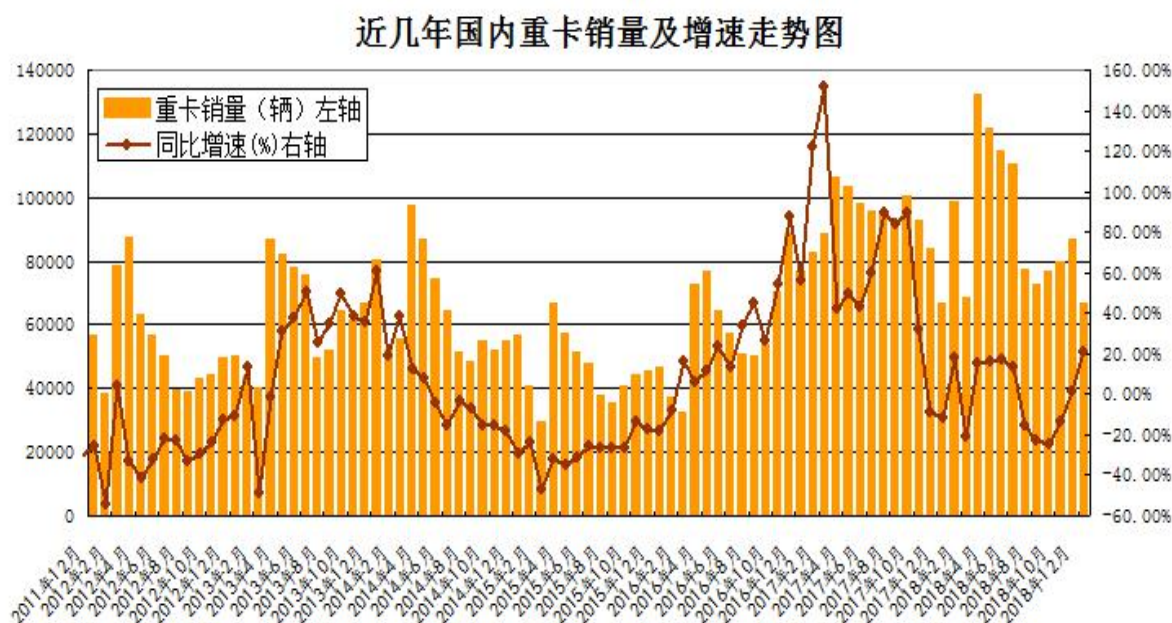
五、环保红利释放 替换需求维持重卡销量

我国重卡消费市场在保持了近几年高速增长以后，在 2018 年迎来了转折，更是在下半年开启了“寒冬”模式。可以发现，2018 年国内重卡市场呈现出“前高后低”的特征。虽然在上半年还维持低位正增长态势，但从 7 月开始，国内重卡销售量出现大幅回落的现象。据显示，7 月份销量同比下滑 17%，8 月同比下滑 23%，9 月同比下滑 25%，10 月虽环比出现略微回升，但同比降幅依然高达 14%。步入 11 月以来，受益于北方供暖季和储煤季的到来，公路煤炭运输市场回暖，公路运煤增加提振重卡车需求，同时高柴油价格令天然气重卡更获青睐，天然气重卡销量猛增，由此稍稍改善不利处境。据第一商用车网统计显示，2018 年 12 月份，我国重卡市场共计销售各类车型 8 万辆，环比 11 月下滑 10%，比上年同期的 6.6 万辆大

幅增长 21%。这也就是说，12 月重卡市场延续了 11 月同比正增长的态势，成为 2018 年下半年以来第二个增长的月份，11 月和 12 月最后两个月的发展势头要强于 9、10 月份。由此来看，去年我国重卡市场累计销售 114.53 万辆，同比增长 3%。这个接近 115 万辆的销量，不但使 2018 年成为中国重卡行业发展史上第三个破百万辆的年份（2010 年、2017 年和 2018 年），同时更超越了 2017 年 111.7 万辆的历史销量最高点，创造了新的重卡年销量纪录。

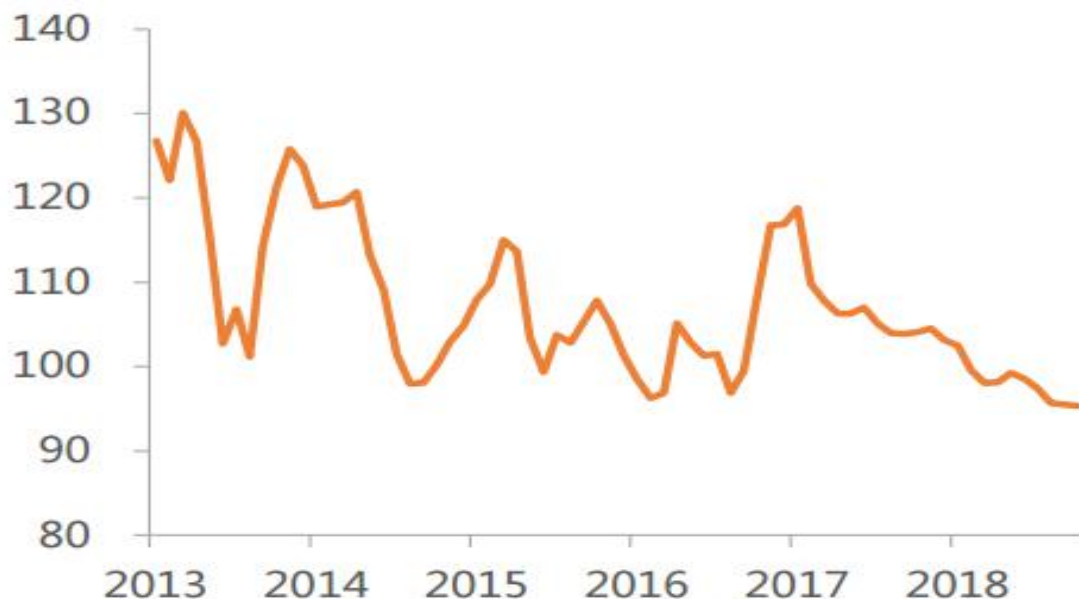
展望今年，笔者认为国内重卡的销量中枢在 95-100 万辆，原因在于更新需求将支撑重卡销售。其一，一辆重卡平均使用年限是 7-8 年，2011 年重卡共计销售 88 万辆，更新需求支撑 2019 年重卡销量；其二，环保政策持续加码，更新换代需求大。7 月份国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，交通运输部将加快推进车辆结构升级，而当前国三标准重卡保有量有近 300 万辆。我们相信政策可刺激市场对国家排放标准 VI 重卡和天然气重卡的需求。有别于市场预期的下降周期，预计 2019-2020 年重卡年销量将保持在 110-150 万辆以上。很明显，在政策红利释放下，淘汰国家排放标准 III 重卡车将拉动 2019-2020 年的替换需求。作为天胶需求“晴雨表”的重卡消费前景有望在替换需求的支撑下继续繁荣，保持行业乐观景气度，这无疑对 2019 年胶市将形成有利支撑。

图 10、2018 年 12 月国内重卡销量同比增长 1%



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 11、中国公路物流运价指数走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

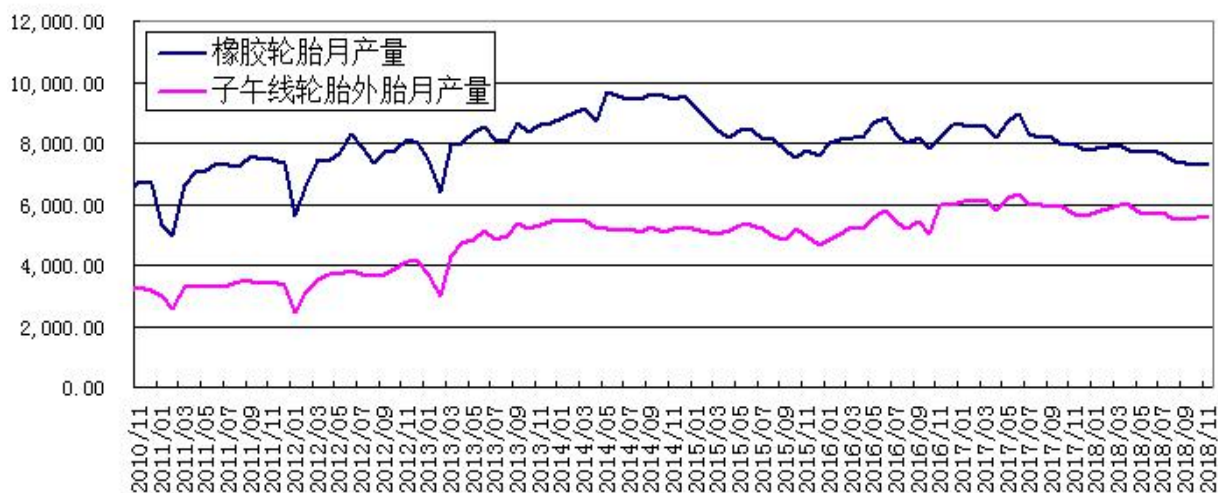
六、轮胎产量同比萎缩 库存稳步回落

今年以来，受国内环保监察力度趋严制约，同时终端车市消费疲弱令配套胎需求下滑，轮胎行业开工情况普遍受到影响，部分企业在9月一度负荷大幅下降，导致成品产量出现同比萎缩景象。据中商产业研究院数据库显示，2018年3-11月全国橡胶轮胎外胎产量整体呈小幅度下降趋势，2018年11月全国橡胶轮胎外胎产量为7262万条，同比下降2.1%。2018年1-11月全国橡胶轮胎外胎产量为78457万条，同比增长1.2%。在轮胎产量下滑的影响下，企业对于天胶原料采购积极性也同步出现下滑。以进口数据来看，据中国海关最新统计数字显示，2018年12月中国进口天然橡胶及合成橡胶（包括胶乳）共计66.7万吨，环比11月下跌1.04%，同比去年12月大跌20.6%，1-12月累计进口量为700.8万吨，累计同比下降2.0%。鉴于当前现货进口利润继续回落以及期现套利收益明显缩窄的影响下，后期天胶的进口量料难有表现。

总结来看，受环保监察力度不减的影响，我国轮胎行业产量整体呈现疲弱态势，这也令进口天然橡胶需求受到一定程度的负面冲击，部分月份甚至出现负增长的态势，整体表现不容乐观。在弱需的制约下，国内橡胶库存量整体居高，这在很大程度上令橡胶期货价格备受承压。

图 12、2018 年国内轮胎和子午轮胎月产量走势图（万条）

国内轮胎和子午轮胎月产量走势图（万条）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

七、建立顶部跨式期权策略

综合来看，对于春节以后的沪胶期货市场而言，存在机遇，也存在风险。笔者认为后期胶市整体运行思路将以底部横向振荡整理走势为主，维持“L”型的一横状态。当然胶市需求端难以出现超预期变化，而供应端在没有极端气候干扰以及产胶国大规模干预胶价等变量因素冲击，也将保持平稳节奏。预计节后沪胶 1905 合约期货价格将以 11500 元/吨为轴心展开上下 500-1000 元/吨幅度的震荡走势。

基于以上判断，配合沪胶 90 日波动率处于历史偏低水平，笔者建议投资者可建立顶部跨式策略，即卖出 RU-C-11500 合约和卖出 RU-P-11500 合约，分别收取权利金 395 元/吨和 547 元/吨，当期价维持在 10559-12441 元吨区间内，投资者可维持盈利。

宝城期货各地营业部

宝城期货临海营业部

地址：临海市大洋街道临海大道（中）45号

电话：0576-85320333

宝城期货南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道1568号红谷凯旋中心805室

电话：0791-6259955

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路118号青秀万达西3栋13楼1306室

电话：0771-5532168

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2001室

电话：0411-84807260

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场A栋塔楼A2803

电话：0755-83209976

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市盘龙区白云路与万华路交汇处滨江俊园3幢3-05室

电话：0871-65732732

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路3号中驰国际大厦21层2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市五一大道618号银华大酒店22楼2222室

电话：0731-82569866

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦1201室

电话：0371-65612847

宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路157号金石国际广场A座1602室

电话：0532-861111856

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区中山路347号中铁大厦0707

电话：027-88221981

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区欧洲城中心大楼1013室

电话：0577-89999719

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲50-1号卷石天地大厦A座7层

电话：010-64795128

宝城期货邯郸营业部

地址：河北省邯郸市丛台区人民路408号锦林大厦1201-1203室

电话：0310-2076686

宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路100号环球金融中心1408室

电话：0573-82689363

免责声明

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任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。