

研究创造价值

姓名：陈栋

从业资格证号：F0251793

投资咨询证号：Z0001617

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

报告日期 2020 年 6 月 19 日



构建沪胶看涨期权牛市价差策略

摘要提示：

一、步入二季度以来，随着系统性风险得到有效释放，在逆周期扶持政策不断出台以及宽松流动性政策积极干预下，胶价价格重心稳步抬升，沪胶 2009 合约稳步上移至 10200-10500 元/吨区间内运行。

二、展望下半年全球经济有望延续二季度的复苏节奏，不过仍需要警惕新冠疫情的二次爆发风险。如果下半年疫情防控得力或者特效药及预防疫苗研制成功，则全球经济复苏步伐有望稳步推进。

三、展望下半年，国内经济也逐渐恢复，短期经济将进入内外需共振向上的阶段。如若内需继续改善，预计下半年国内制造业 PMI 或将处于扩张区间，中国内需或将持续回升，但是海外疫情并未完全结束，外需恢复仍具有不确定性。

四、预计今年全球天胶产量将下降 4.7% 至 1313 万吨，需求量预计将同比下降 6% 至 1290 万吨，供需略微过剩 23 万吨。

五、眼下国内天胶加工厂基本全部以生产浓缩乳胶为主，国产全乳加工生产处于“空白期”，主要是生产浓乳比生产全乳更具经济优势。

六、今年二季度国内车市产销已然从一季度的颓势中苏醒过来，并且增幅进一步扩大，行业复苏迹象愈发明朗。随着国家陆续出台刺激汽车消费的政策，预计三季度汽车行业有望延续复苏势头，下半年总体产销情况会明显的改善。

七、虽然 5 月中下旬开始，欧美等国陆续放松疫情防控措施，但经济复苏存在较大不确定性，疫情存在二次爆发的风险，因此下半年欧美日车市销量依然难以全部恢复，全年车市产销量可能维持同比大幅萎缩的境遇。

八、今年 1-5 月我国重卡市场累计销售超过 64 万辆，累计同比增幅继续扩大至 16%。随着国内基建与物流业的恢复，叠加国三及以下排放柴油货车的提前淘汰政策持续发力，估计下半年国内重卡销量还将维持乐观趋势。

九、2020 年上半年国内轮胎行业整体表现较弱，疫情危机加剧企业对外出口难度，订单大规模取消不但压缩轮胎产量，而且也令企业陷入生存危机。在下游需求明显萎缩的背景下，上游天胶原料需求同比下跌，无法给予胶价上涨动力。

十、笔者认为 2020 年三季度国内沪胶市场整体运行将维持振荡整理的思路为主，期价重心小幅攀升。预计 2020 年三季度天胶期货价格运行区间：上行区间在：12000-13000 元/吨，下行区间 9000-10000 元/吨。适宜构建沪胶看涨期权牛市价差策略。

一、二季度以来国内沪胶走势回顾

步入 2020 年二季度以来，随着胶价持续下跌并跌破割胶成本线以后，系统性风险得到有效释放，在逆周期扶持政策不断出台以及宽松流动性政策积极干预下，胶价进一步下探空间被封杀，出现触底企稳的态势。之后维持振荡小幅攀升的走势，价格重心稳步抬升，沪胶主力 2009 合约稳步上移至 10200-10500 元/吨区间内运行。

图 1、2020 年 4 月以后国内沪胶 2009 合约呈现稳步上行的趋势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 2、2014-2020 年天然橡胶基差走势图



数据来源：博易大师、宝城期货

二、全球疫情蔓延 经济先抑后扬

步入 2020 年以来，全球爆发新冠肺炎疫情。由于对疫情防控意识不强，导致传染迅速并蔓延至世界各地，导致确诊人数快速增加。截止 6 月中旬，全球疫情仍在持续发酵中，在缺乏疫苗的背景下，预计持续时间可能会超出预期。由于中国防控举措得当，疫情控制取得积极成效。而欧美国家虽然在初期防控力度不足，但经过 4 月严防以后，5 月开始陆续放松防控并恢复经济。截止 6 月中旬，欧美国家交通、航运、零售娱乐等行业整体复工至往年水平的 4-6 成左右。亚洲国家复工水平较高，日本、越南、韩国分别恢复至正常水平的 70%、90%和 100%。而疫情较为严重的印度仅有正常水平的 30%-50%。整体来看，欧美经济重启稳步推进，亚洲主要经济体也进一步恢复经济，虽然有部分国家疫情依然较重，但占全球经济总量比重较低，预计影响有限。

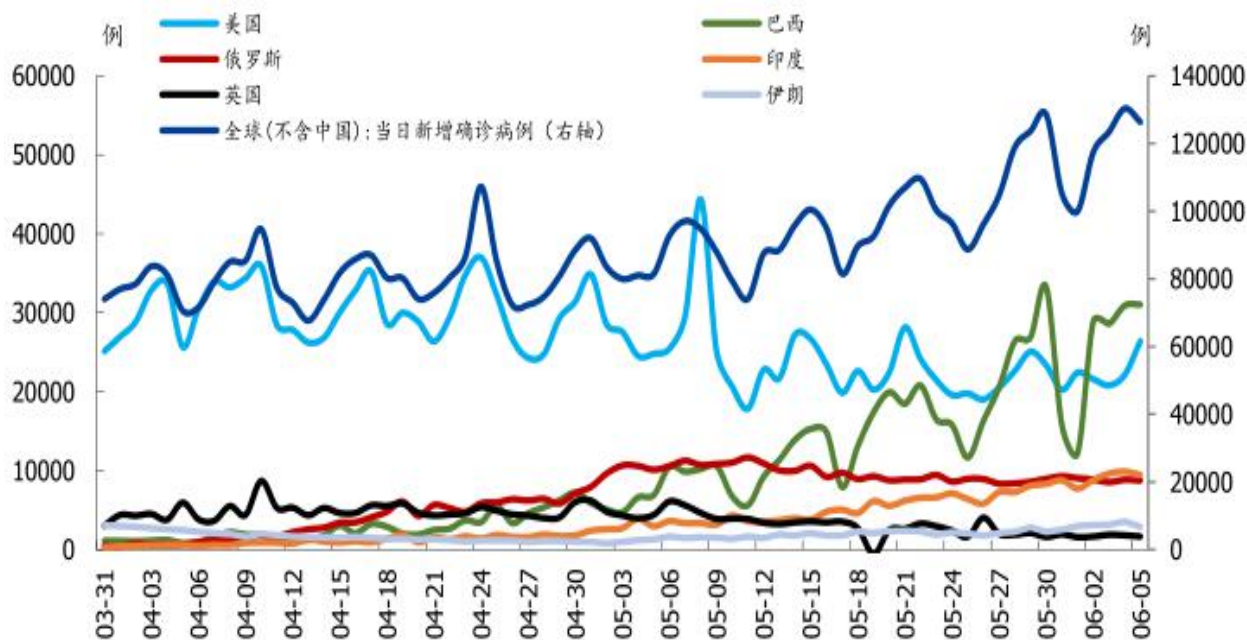
受新冠疫情的冲击，尽管欧美国家和亚洲主要经济体陆续复工复产，但对全年的经济拖累依然存在。据世界银行 8 日发布最新的《全球经济展望》显示，受新冠肺炎疫情影响，全球经济受到巨大冲击，预测今年全球经济将萎缩 5.2%，将是自二战以来最严重的衰退，人均产出下降的经济体比例将达到 1870 年以来的最高水平。由于国内需求和供应、贸易和金融受到严重干扰，发达经济体的经济活动预计将在 2020 年萎缩 7%；新兴市场国家和发展中经济体今年预计将收缩 2.5%。人均收入预计将下降 3.6%，这将使数百万人在今年陷入极端贫困。在疫情最严重、严重依赖全球贸易、旅游、商品出口和外部融资的国家，这种打击最为严重。为了遏制疫情对全球实体经济的冲击，多个经济体陆续采取宽松流动性政策。其中美联储 FOMC 委员会公于 6 月 11 日继续将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，直到美联储确信经济已经度过了最近的危机，并走上实现最大就业和价格稳定目标的轨道。美联储表示，将至少按当前速度购买美国国债和 MBS。据美联储点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。

目前全球核心国家虽然仍处于衰退中，但经济正从低谷走出。近期中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体正从低谷走出，其中，中国经济率先修复。截至 6 月 3 日，美国经济意外指数已经转正，分行业来看，受益于低利率的房地产引领美国经济重启，其次是受益于社交活动恢复并在疫情期间受损程度较大的服务业，制造业仍会受到全球贸易低迷的滞后影响，恢复相对缓慢。据显示，全球大部分国家和地区 5

月制造业 PMI 有所改善。分国别看，美国方面，5 月无论是 ISM 制造业 PMI 还是 Markit 制造业 PMI 均明显回升，分别从 41.5% 升至 43.1%，36.1% 升至 39.8%。美国 5 月非农就业增加 250.9 万人，大幅好于市场预期，失业率从 4 月的 14.7% 降到 13.3%，低于预期的 19.8%。5 月非农就业人数较 4 月数据反弹超过 2000 万人，环比创下自 1939 年以来美国历史新高。此外，欧元区 5 月制造业 PMI 环比增速也处于回升的态势，由 33.4% 升至 39.4%。法国、德国和意大利制造业 PMI 分别上升 9.1 个百分点、2.1 个百分点和 14.3 个百分点。相比之下日本 5 月制造业 PMI 延续回落的态势，从 41.9% 进一步降至 38.4%。

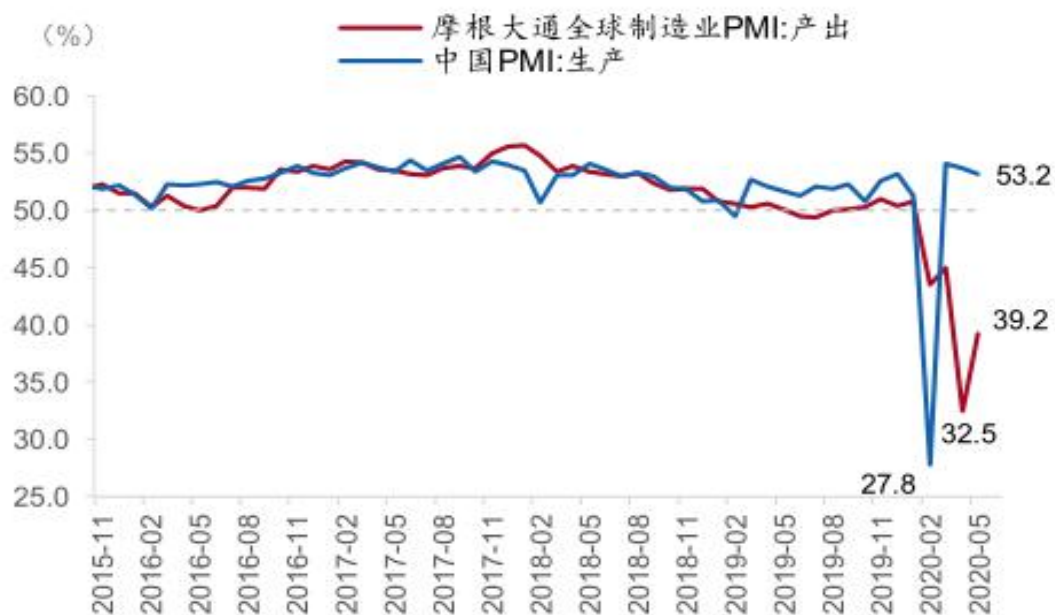
展望下半年全球经济有望延续二季度的复苏节奏，不过仍需要警惕新冠疫情的二次爆发风险，且这个概率依然较大。由于目前缺乏治疗新冠肺炎的特效药及预防疫苗，所以疫情二次反扑的可能性存在，一旦出现危机，居家限制活动又将重挫经济复苏进程，届时经济将重返弱势。如果下半年疫情防控得力或者特效药及预防疫苗研制成功，则全球经济复苏步伐有望稳步推进，届时对天然橡胶等大宗商品而言将产生积极的提振作用。

图 3、全球新冠新增确诊病例数量走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

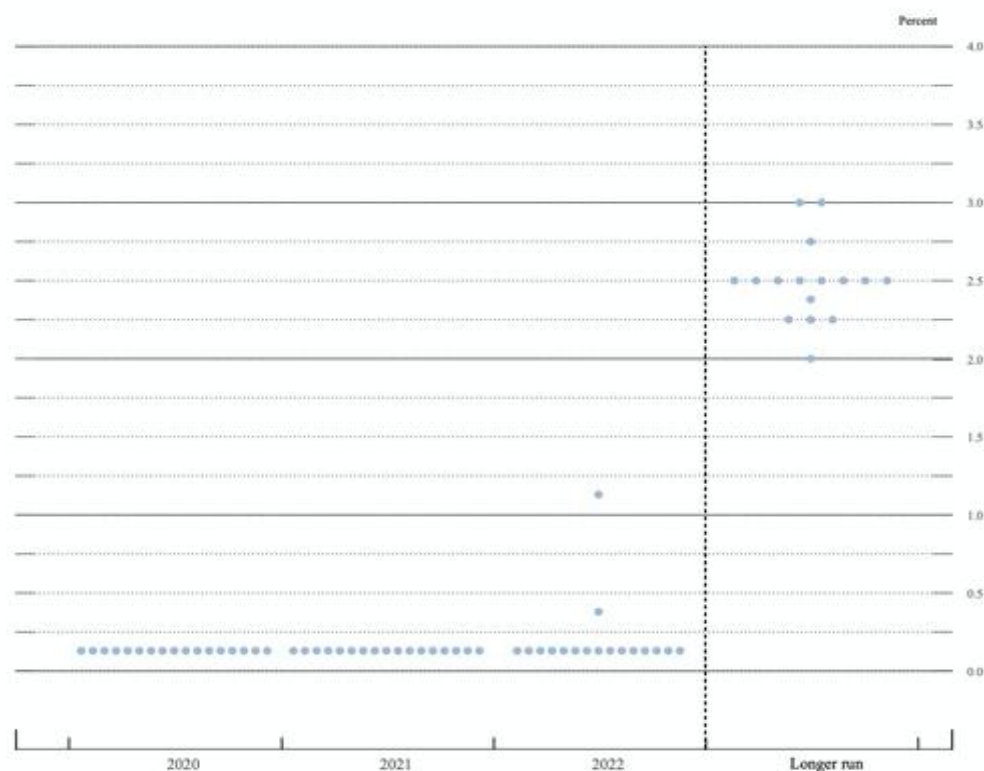
图 4、摩根大通全球制造业 PMI 指数持续下滑



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 5、美联储点阵图显示将维持低利率水平直至 2022 年年底

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



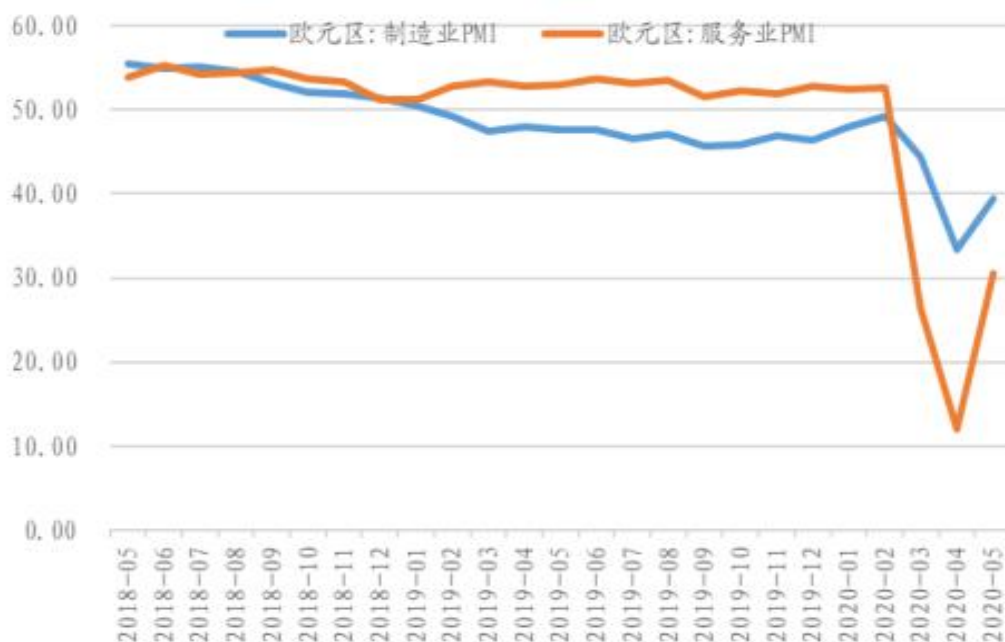
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 6、2020 年 5 月美国制造业 PMI 走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 7、欧元区 5 月 PMI 有所回升 (%)



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

三、我国经济有望持续改善 逆周期调节效果逐渐凸显

步入 2020 年以来，受新冠肺炎疫情在春节长假期间突发并快速蔓延，国内经济受到显著影响，一季度 GDP 及其他相关数据滑坡严重。同时伴随着海外疫情扩散及蔓延，欧美国家经济也受到显著冲击，并对我国外贸需求造成很大的影响。尽管我国调整对外贸易出口货物，防疫物品出口量快速增加并替代传统其他物品，不过外贸需求的负面影响依然存在。随着我国防控住疫情以后，在逆周期政策不断加码下，国内经济展开复工复产，海外主要经济体在 5 月中下旬开始也陆续迎来经济复苏。在全球经济复苏的主基调背景下，二季度我国经济数据较一季度出现明显改观。首先，作为先行指标的中国制造业 PMI 指标在 5 月继续维持在荣枯线之上，虽然较 4 月略微回落 0.2% 至 50.6%，但延续乐观态势。同时 5 月我国非制造业商务活动指数为 53.6%，前值为 53.2%。然而基建与房地产迎头赶上，而“报复性消费”未见踪影。“疫”来如山倒，“疫”去如抽丝。总体来看，我国经济持续改善，基本面稳中向好的态势没有改变，逆周期调节效果逐渐凸显。

在国内方面，各地区各部门以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，科学统筹疫情常态化防控和经济社会发展，复工复产复商复市扎实推进，生产需求继续改善，就业物价总体平稳，积极变化累积增多，国民经济逐步恢复。具体来看，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速比 4 月份加快 0.5 个百分点；环比增长 1.53%。1-5 月份，全国规模以上工业增加值同比下降 2.8%，降幅比 1-4 月份收窄 2.1 个百分点。5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比下降 2.8%，降幅比 4 月份收窄 4.7 个百分点；环比增长 0.79%。1-5 月份，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比下降 13.5%，降幅比 1-4 月份收窄 2.7 个百分点。1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点；5 月份环比增长 5.87%。5 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%，涨幅比 4 月份回落 0.9 个百分点；环比下降 0.8%。1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.1%。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.7%，降幅比 4 月份扩大 0.6 个百分点；环比下降 0.4%。工业生产者购进价格同比下降 5.0%，环比下降 1.2%。1-5 月份，全国工业生产者出厂价格和工业生产者购进价格同比分别下降 1.7% 和 2.2%。

在对外贸易方面，从海关总署发布的数据来看，以美元计价，2020 年 5 月出口额同比-3.3%，前值 3.5%，上年同期为 1.1%；进口额同比-16.7%，前值-14.2%，上年同期为-8.2%；贸易顺差 629.3 亿美元，前值为逆差 453.4 亿美元，去年同期为顺差 412.0 亿美元。5 月出口同比转入负增长，主要与海外疫情自 3 月大幅蔓延后，对我国出口的影响开始显现有关，也在一定程度上验证了海外订单走势与出口报关数据之间存在的“时间差”效应。虽然欧美经济开始尝试重启，但全球疫情蔓延态势仍在加剧，短期内我国出口有可能持续处于负增长状态，6 月同比降幅甚至有可能进一步扩大。

今年前 5 个月，对东盟进出口增长，对欧盟、美国和日本进出口下降。东盟为我国第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值 1.7 万亿元，增长 4.2%，占我国外贸总值的 14.7%。欧盟为我国第二大贸易伙伴，与东盟贸易总值为 1.61 万亿元，下降 4.4%，占我国外贸总值的 13.9%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 1.29 万亿元，下降 9.8%，占我国外贸总值的 11.1%。整体看来，随着全球多数国家和地区经济边际有所改善，我国出口同比增速明显超出市场预期。进口方面，受疫情影响，居民收入受到拖累，消费需求难以提振，在一定程度上打击了进口。考虑到未来我国逆周期调节政策的逐步推进，后续进口或有望回暖，不宜过于悲观。

疫情逐渐平息，国内外经济恢复步调不同，外需的萎缩或对出口造成压力，对我国的经济复苏造成影响。5 月两会圆满闭幕，对于 2020 年淡化了经济增长目标，政策方面力度明显加大，加大宏观政策实施力度。财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业，再次突出了就业政策在宏观政策中的优先性与重要性。按照当前的速度，内需可能在 7-8 月份接近回归潜在增速。随着欧美主要经济体陆续复工，外需可能处于最差阶段的末尾，但反映到出口订单修复和出口增速反弹仍需两个月左右的时间差。因此出口增速的底部

可能出现在 5-7 月份，四季度接近复原。有理由相信，随着疫情冲击的消退，在政策加大力度的刺激下，下半年我国经济有望重回稳中向好的趋势，走出疫情冲击阴影。

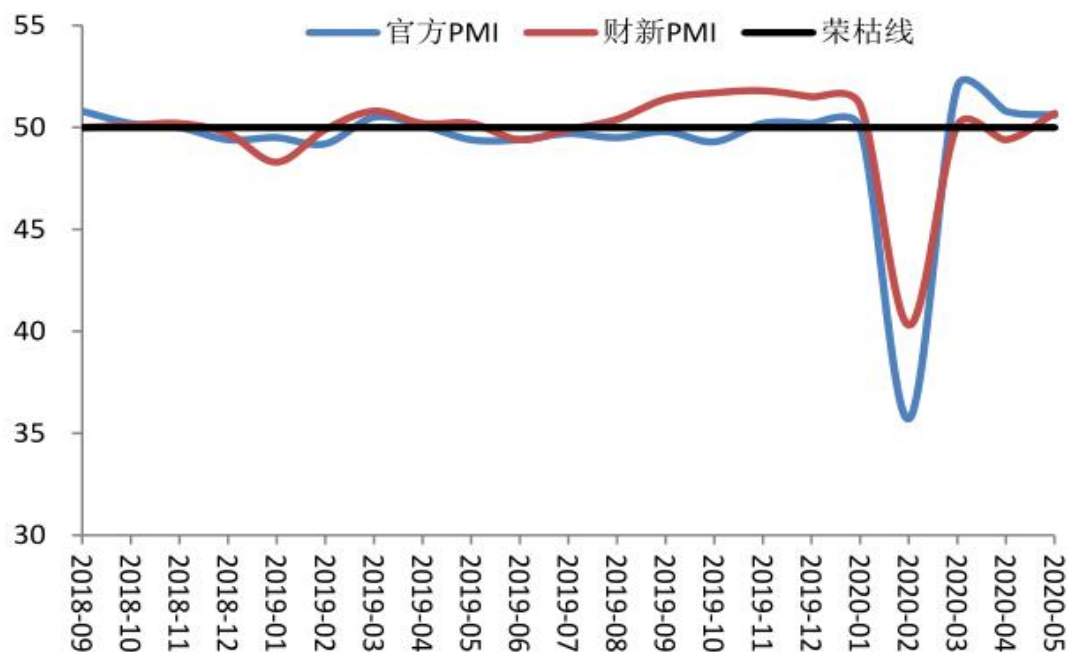
展望未来，海外疫情仍然具有不确定性，目前，除疫情较严重的巴西之外，世界各国皆已开启复工进程，国内经济也逐渐恢复，短期经济将进入内外需共振向上的阶段。如若内需继续改善，预计下半年国内制造业 PMI 或将继续处于扩张区间，三季度的情况还是要具体看未来内需和出口的变化。两会明确了 2020 年财政政策和货币政策的基调，因此中国内需或将持续回升，但是海外疫情并未完全结束，外需的恢复情况仍然具有不确定性，后续仍需密切关注。

图 8、2020 年 GDP 增速将呈现“前低后高”的走势



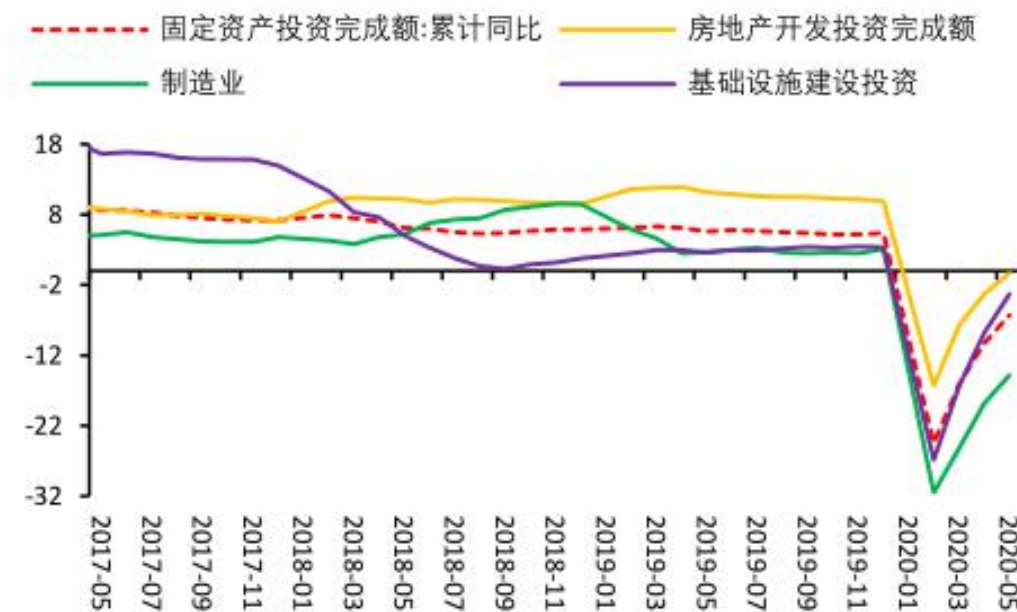
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 9、我国官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI 走势图 (%)



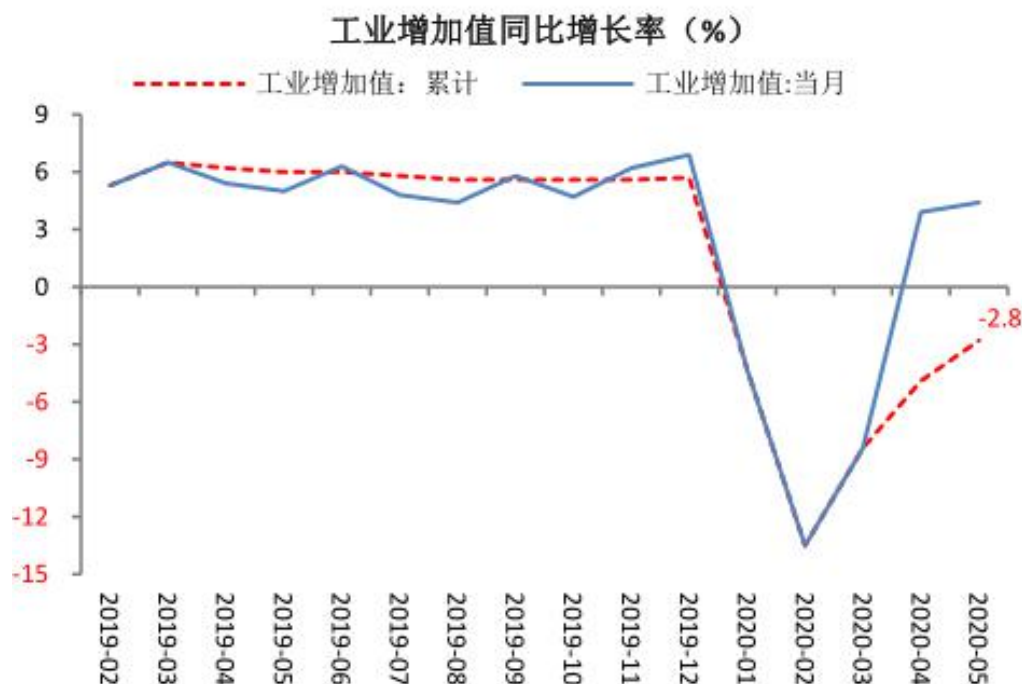
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 10、5 月份我国三大类投资增速走势图 (%)



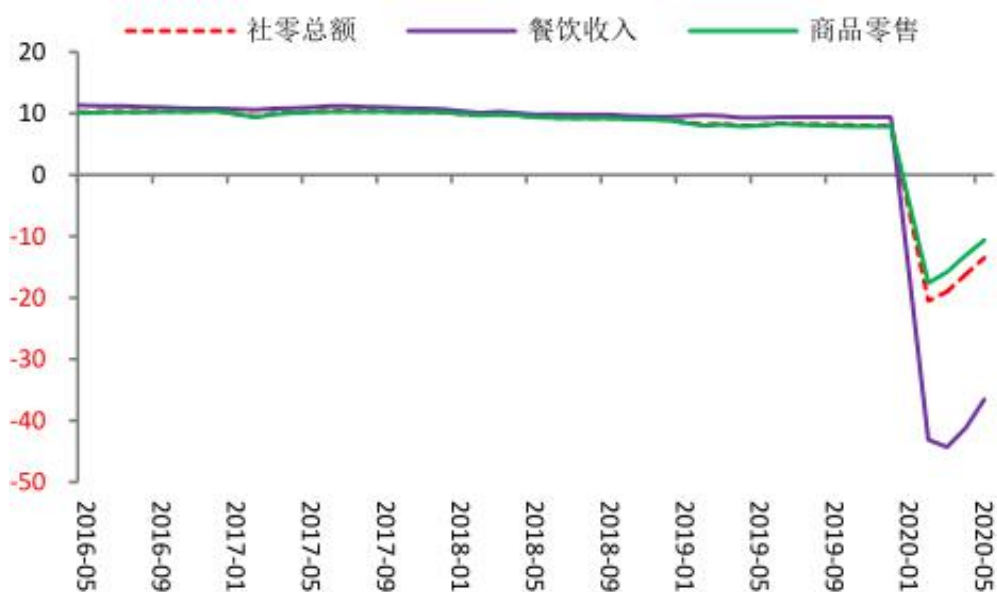
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 11、5 月份我国工业增加值同比增速走势图



数据来源: WIND 资讯、宝城期货

图 12、2020 年 5 月份我国社会消费当月及累计同比走势图



数据来源: WIND 资讯、宝城期货

图 13、我国贸易顺差自 2020 年 3 月以来持续扩大



数据来源: WIND 资讯、宝城期货

图 14、我国对欧盟的出口增速明显提升



数据来源: WIND 资讯、宝城期货

四、旱灾和疫情导致今年全球天胶产量小幅下降

每年 4 月初开始, 东南亚主要割胶地区和国家陆续迎来新一轮开割季。由于今年我国云南和海南天胶产区天气异常, 树况生长层次不齐, 加之干旱及病虫害影响, 导致橡胶树新旧叶更替未能按时完成。据了解, 截止 6 月初, 国内仍未大面积开割, 新鲜胶水释放量有限, 其背后原因是部分胶园受干旱影响仍有黄叶现象存在, 这令原本处在割胶季的橡胶树无法按期产出, 需要等待新叶长出来, 这意味着新胶集中释放

期仍将延后，预计恢复至正常状态将拖延至 6 月中上旬。虽说后续开割趋于稳定以后，新胶产量有望维持往年同期水平，但 4—5 月份的产量损失将很难追回，预计 2020 年国内天胶产量或出现 5% 的下降。

除了国内胶水产出下降外，海外地区受全球疫情因素影响，产量也出现下滑。作为全球最大产胶国——泰国，由于今年该国受疫情影响，旅游业遭遇严重冲击，现金流断裂，居民生计开始困难。仅割胶行业而言，虽然收入低，但尚能提供现金流，胶农还能糊口。根据天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新发布的报告，今年 4 月份天然橡胶生产国联合会（ANRPC）合计产量 84.8 万吨，环比下降 0.41%，同比下降 8.67%。前四个月天然橡胶生产国联合会（ANRPC）累计产量 352.22 万吨，较去年同期略有下降，连续第二年前 4 月累计产量下降，但与之前年份相比产量仍然较高。基本面供给过剩量较去年同期增 56%，较一季度的过剩量增长 99.4% 的幅度有所下降，但绝对量依然增长。预计今年全球天胶产量将下降 4.7% 至 1313 万吨。其中，印尼产量料下降 12.6% 至 289 万吨；泰国料下降 0.9% 至 481 万吨；越南料下降 4% 至 114 万吨；马来西亚料下降 14% 至 55 万吨。虽然今年全球产胶国天胶产量料出现回落，但受新冠疫情影响，全球天胶消费量也出现下滑。据天然橡胶生产国联合会（ANRPC）在 5 月的更新报告中下调了供需预测，认为今年全球需求量预计将同比下降 6% 至 1290 万吨，低于 4 月份预测的 1300 万吨。NR 产量将从不久前预估的再下调 30.3 万吨，故 2020 年的预期总产量为 1310 万吨，同比下滑 4.7%。总体来看，今年全球天胶供需结构依然处于略微过剩 23 万吨的局面。

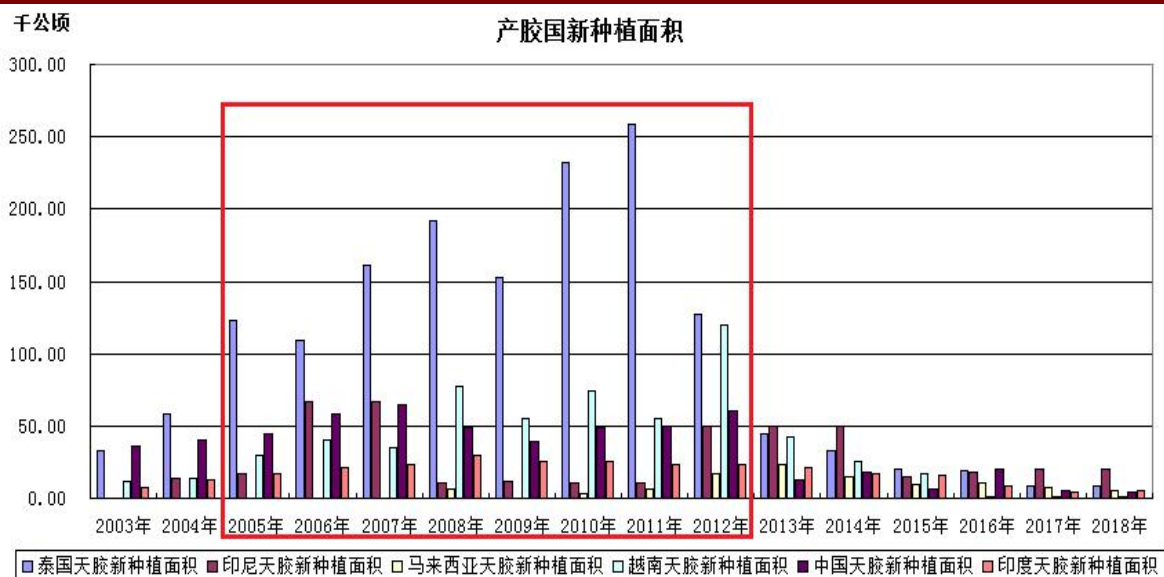
从长期角度来看，在 2005-2015 年期间，产胶国新种植面积呈现井喷态势，这预示着新胶高增产周期会在 2013-2019 年凸显，从 2020 年开始，产量增速才会放缓，但依然会延续高产量的趋势，供应压力仍旧较大。

图 15、东南亚产胶国开割、停割时间分布图



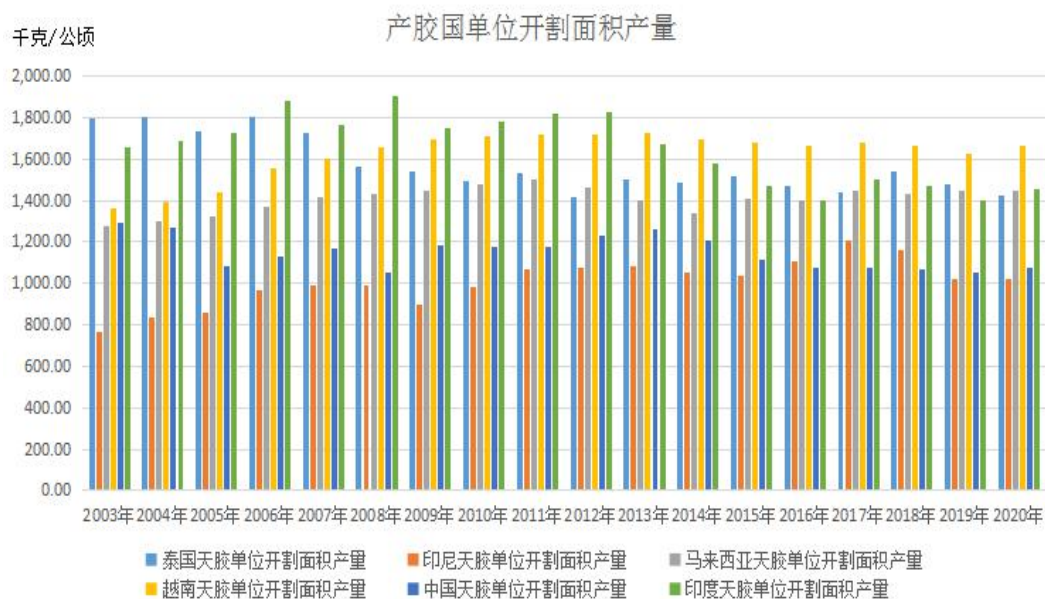
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 16、2005-2012 年东南亚产胶国新种植面积大幅增加



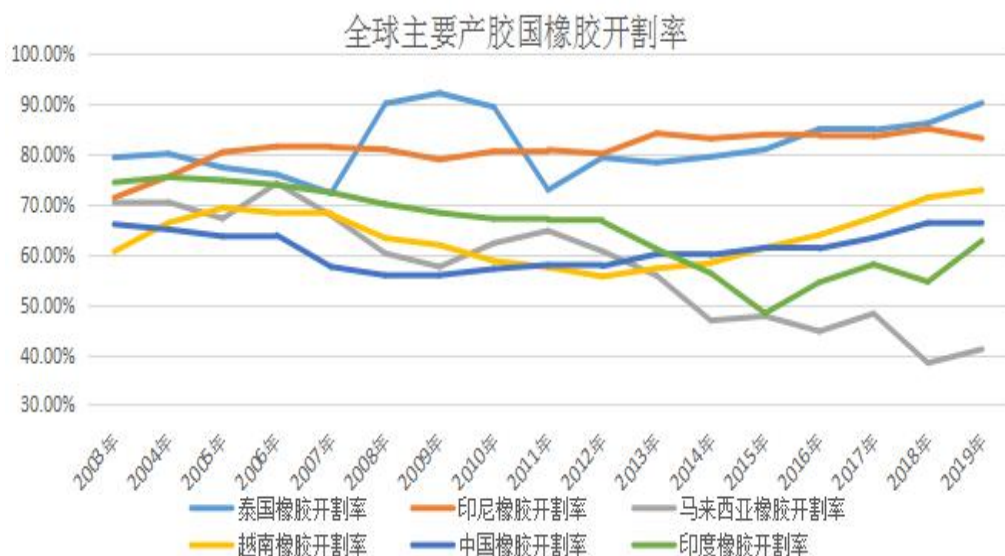
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 17、2003-2020 年产胶国单位开割面积产量走势图



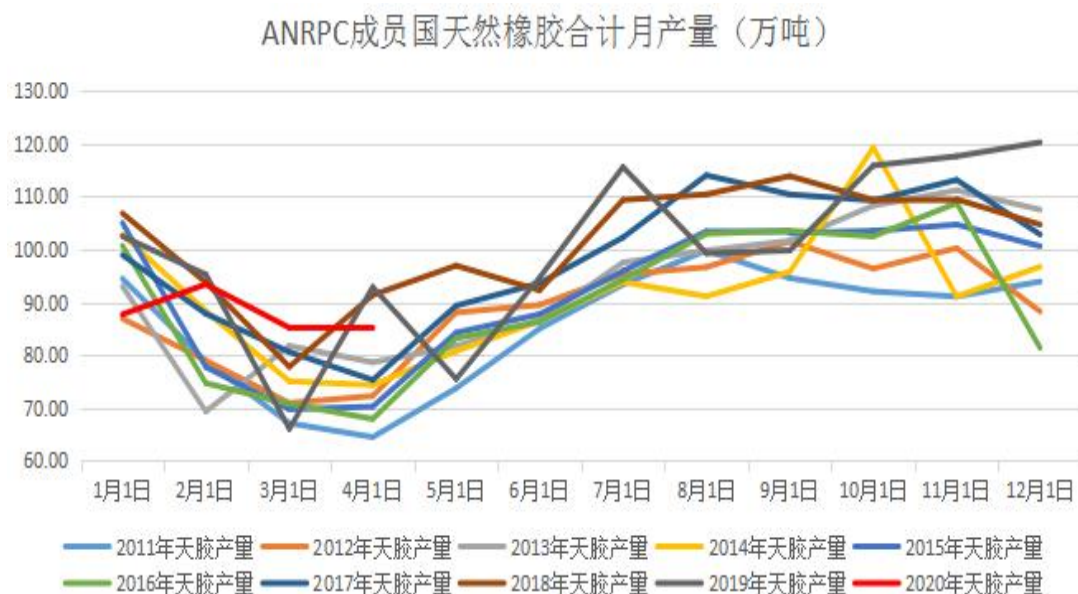
数据来源：WIND、宝城期货

图 28、全球主要产胶国橡胶开割率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

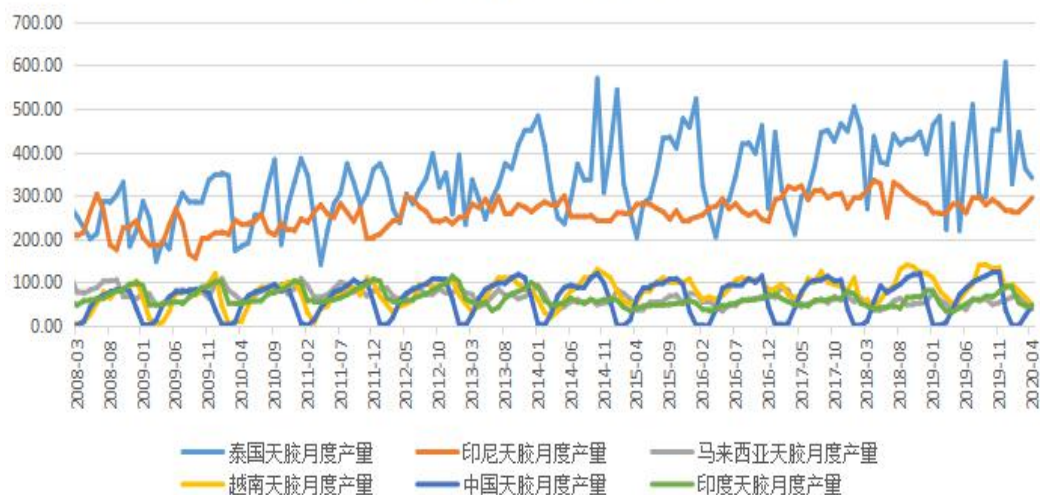
图 18、ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量（万吨）



数据来源：WIND、宝城期货

图 19、2008-2020 年全球主要产胶国月度产量走势图（千吨）

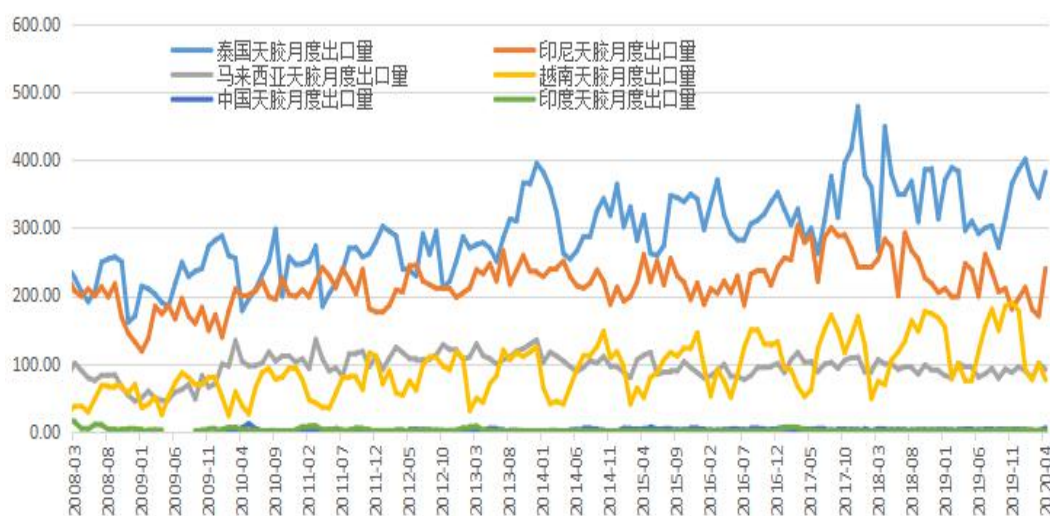
全球主要产胶国月度产量走势图（千吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 20、2008-2020 年全球主要产胶国月度出口量走势图（千吨）

全球主要产胶国月度出口量走势图（千吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

五、浓乳价格优势明显 全乳加工供应减少

由于今年国内开割初期胶水释放有限，并且整体开割时间一拖再拖，而加工厂库存有限，导致产区部分民营厂抢购原料胶水，从而助推原料胶水收购价整体走高。据了解，近期海南产区胶水收购价在 11.2 元/公斤左右，部分地区民营厂胶水收购最高达 11.8 元/公斤。眼下国内天胶加工厂基本全部以生产浓缩乳胶为主，国产全乳加工生产处于“空白期”。造成上述现象出现的背后原因主要是生产浓乳比生产全乳更具经济优势。

数据显示，目前海南产区浓乳散装价格处于 8450—8550 元/吨，粗略可知浓乳折干基本处于 13000—13100 元/吨，而全乳胶价格基本处于 9900—10100 元/吨水平。因此，从生产性价比来看，国产浓缩乳胶折干价升水全乳 3000 元/吨，这意味着生产浓乳性价比远超生产全乳。在当前原料胶水供应不足的情况下，国有和民营厂多以抢购原料胶水用于生产浓乳为主，全乳加工供应偏少。

图 21、2015-2020 年我国浓乳与全乳价差走势图



数据来源：宝城期货

六、国内新车销量扭转颓势 同比迎来正增长

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。受今年新冠肺炎疫情影响，我国新车市场产销一度出现断崖式下跌。据显示，今年 1-3 月，我国新车销量同比增速为 -20%、-78%、-40%。随着复工复产积极推进，步入二季度以后，同比增速大幅缩小，5 月迎来正增长，疫情后回升幅度较强，历年 5 月环比 4 月基本持平，而今年 5 月环比 4 月增长 12.6%，一方面是疫情后刚需逐步恢复，家庭购车和换车需求释放；另一方面，近年来各地汽车消费刺激政策的效果逐步显现。

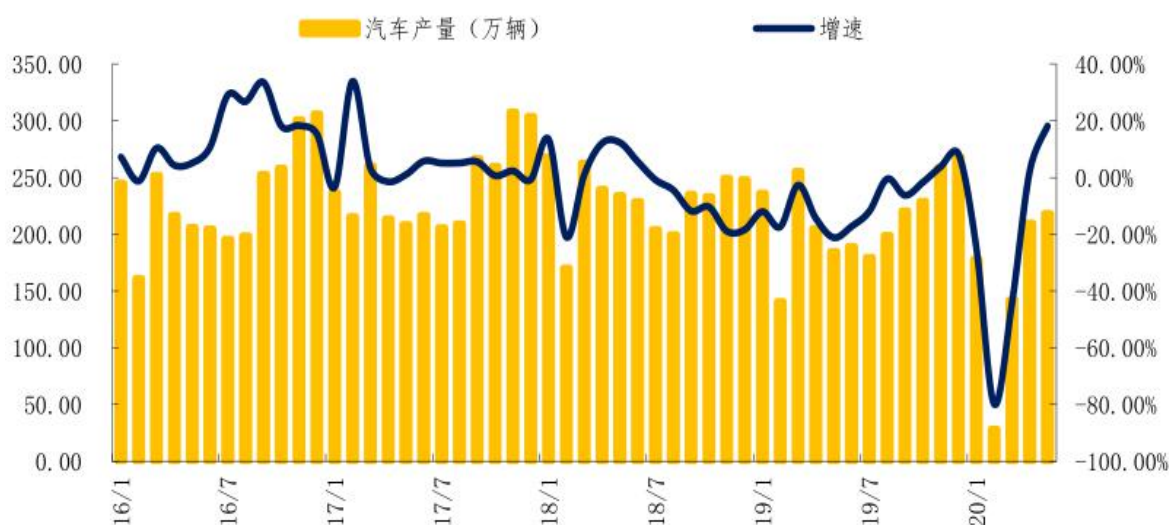
据中国汽车工业协会发布的数据显示，5 月我国汽车产销均呈现同比两位数增长。5 月汽车产销分别完成 218.7 万辆和 219.4 万辆，环比分别增长 4% 和 5.9%，同比分别增长 18.2% 和 14.5%，增幅比上个月分别扩大 15.9 和 10.1 个百分点。1-5 月，汽车产销分别完成 778.7 万辆和 795.7 万辆，产销量同比分别下降 24.1% 和 22.6%。4 月、5 月车市连续增长，明显好于预期。汽车市场出现稳步回升态势。下半年车市能否保持增长仍需进一步观察。乘用车产销增速由负转正。5 月，乘用车产销分别完成 166.0 万辆和 167.4 万辆，环比分别增长 4.5% 和 8.9%，同比分别增长 11.2% 和 7.0%，增速已由负转正。1-5 月，乘用车产销分别完成 595.5 万辆和 610.9 万辆，同比分别下降 29.1% 和 27.4%。商用车增长明显。5 月，商用车产销分别完成 52.7 万辆和 52.0 万辆，产量环比增长 2.5%，销量环比下降 2.6%；同比分别增长 47.7% 和 48.0%。1-5 月，商用车产销分别完成 183.2 万辆和 184.8 万辆，同比分别下降 1.4% 和 1.0%。

新能源汽车产销环比延续上月增长势头，销量增速明显。5月我国新能源汽车产销分别完成8.4万辆和8.2万辆，环比分别增长3.5%和12.2%，同比分别下降25.8%和23.5%。1-5月我国新能源汽车产销分别为29.5万辆和28.9万辆，同比分别下降39.7%和38.7%，降幅分别比1-4月收窄5.1个百分点和4.7个百分点。在新能源汽车主要品种中，纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销同比降幅均比1-4月小幅收窄。

在终端零售环节，虽然在2月份受疫情冲击，车市销量持续下滑，车企、经销商都面临巨大压力，经销商库存预警指数2月达到80%以上，创出历史新高；但随着国内公共卫生事件的有效控制，消费者出行增加，客流恢复率达到六成以上，消费者购买意愿逐步增强，释放1-2月潜在客户，整个销量较2月明显提升，绝对库存水平略有下降。而且虽然4月是传统消费淡季，但经销商降价促销、政策刺激等多重因素影响之下，汽车市场进一步回暖，汽车经销商库存指数继续回落，市场需求向暖。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，2020年5月汽车经销商库存预警指数为54.2%，环比下降4.6个百分点，同比上升0.4个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。

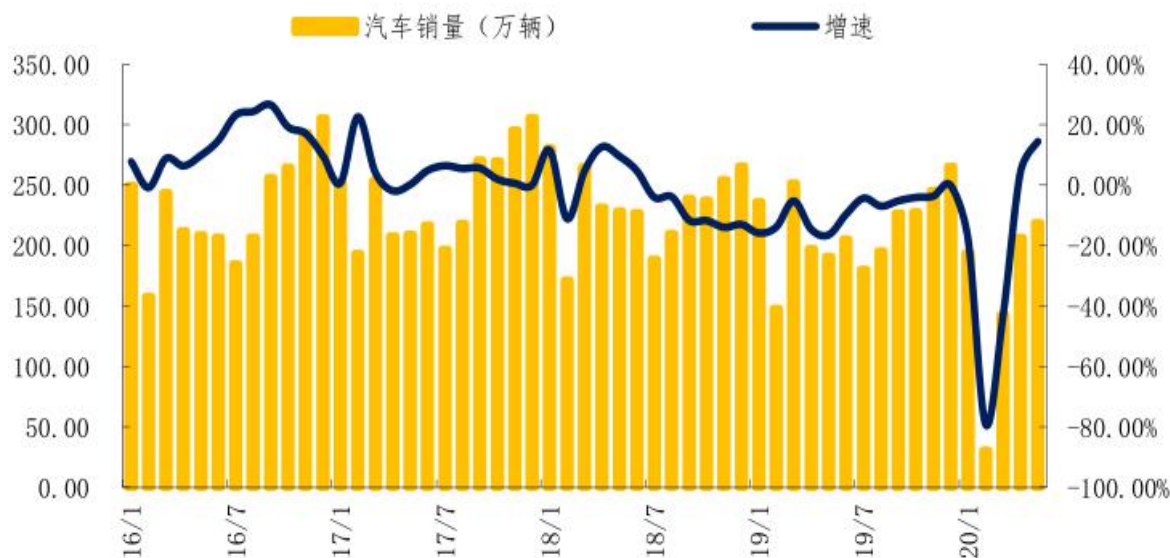
综上所述，今年二季度国内车市产销已然从一季度的颓势中苏醒过来，并且增幅进一步扩大，行业复苏迹象愈发明朗。随着国家陆续出台刺激汽车消费的政策，预计三季度汽车行业有望延续复苏势头，下半年总体产销情况会明显的改善。

图 22、2016-2020 年国内新车产量及同比增速走势图（万辆）



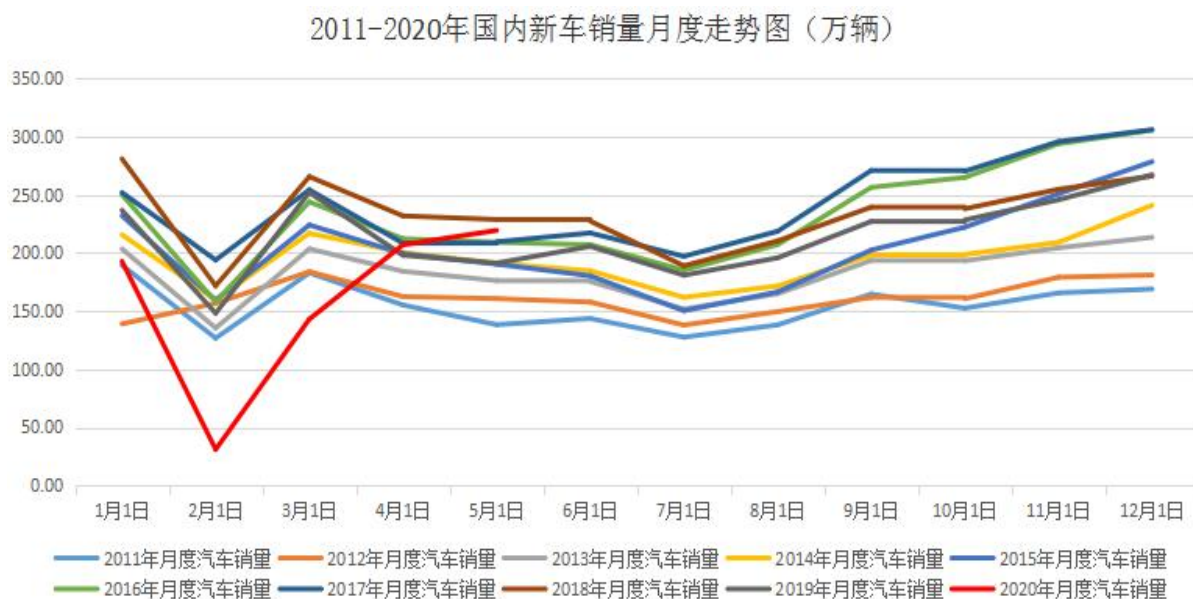
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 23、2016-2020 年国内新车销量及同比增速走势图（万辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

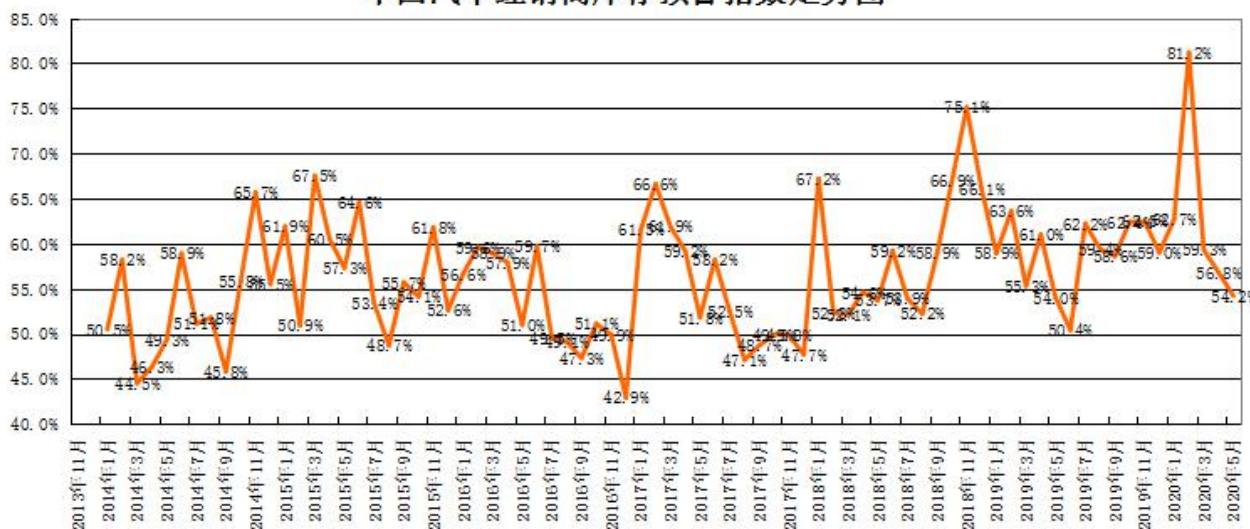
图 24、2011-2020 年国内新车销量走势图（万辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 25、2020 年 5 月汽车经销商库存预警指数跌落至 54.2%

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

七、疫情冲击海外车市 深度萎缩成定局

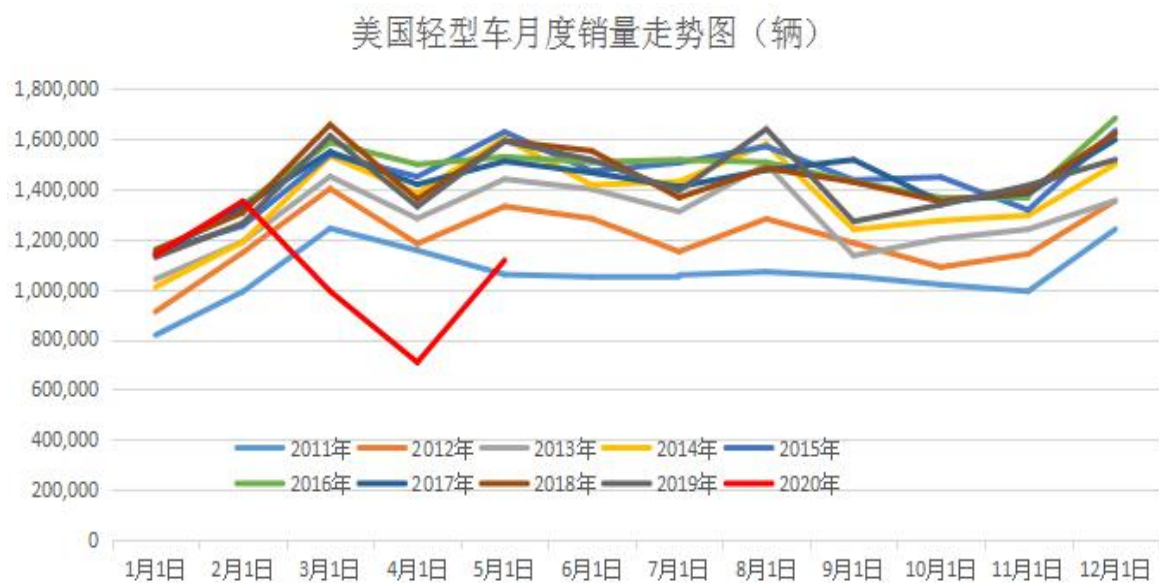
由于 2020 年以来，全球爆发新冠肺炎疫情并在 3 月中旬开始在欧美国家迅速蔓延，导致很多欧美车企巨头纷纷关闭工厂，导致欧美车市销量一度陷入“冰点”。其中美国汽车制造商在年初时还期待收获一个差强人意的 2020。然而上半年即将结束，美国车市持续低迷，前景着实令人堪忧。根据 J.D. Power 的发布的数据显示，美国 3 月和 4 月的销量分别下降了 39% 和 45%。步入 5 月以后，美国部分州市放松防控力度，逐渐恢复经济，5 月汽车销量有所改观，但依然同比下滑 33% 据 Autonews 的数据，以季节性调整年化销售速率 SAAR 来衡量，2020 年 5 月美国新车销量下滑到 1217 万辆，不过这已经高于 Edmunds、ALG 和 Cox Automotive 给出的预测（1140 万-1180 万辆），但远低于 2019 年 5 月的 1740 万辆。相比之下，2020 年 4 月的 SAAR 值为 860 万，而 3 月份则为 1133 万。

与美国车市表现差不多，欧洲车市在 2020 年上半年也维持偏弱状态。据欧洲汽车制造商协会 (ACEA) 发布的数据，2020 年 5 月份，欧洲新车注册量同比下降 57%，至 623812 辆。虽然与 4 月份下降 78% 相比，这一数据略有改善，但整个地区的新车销量仍远低于去年同期。所有 27 个欧盟国家的新车销量都出现双位数下降，英国销量同比下降了 89%。产量仍远低于危机前的水平，但由于需求如此疲软，即使这样也出现了新车过剩，造成了一个瓶颈，减缓了该行业的复苏，威胁到就业和利润。

在日本车市方面，据日本汽车销售协会联合会与日本全国微型车协会联合会发布的数据显示，由于新冠肺炎疫情蔓延导致的避免外出和各公司减产造成了影响，2020 年 5 月份，日本国内新车销量为 218285 辆，较上年同期减少 44.9%，不仅连续八个月下滑，降幅较 4 月的 28.6%有所扩大，而且为 1968 年开始统计以来 5 月最大降幅，数量也创新低。历史上，5 月最大降幅为石油危机影响下的 1974 年的 40.7%，最低销量则发生东日本大地震的 2011 年的 237364 辆。

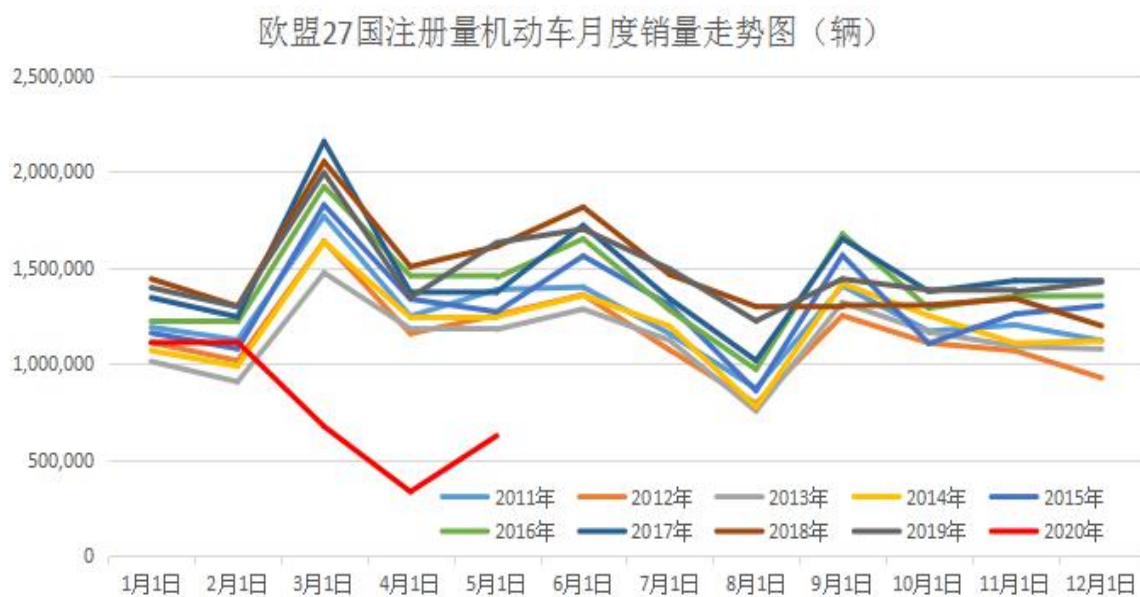
综合来看，由于新冠肺炎疫情突发，造成上半年海外欧美日车市全面沦陷，出现深度下滑的景象。虽然5月中下旬开始，欧美等国陆续放松疫情防控措施，但经济复苏进程依然存在较大的不确定性，疫情存在二次爆发的风险，因此三季度欧美日车市销量依然难以全部复苏，全年车市产销量可能维持同比大幅萎缩的境遇。

图 26、美国 2020 年 5 月轻型车月度销量走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

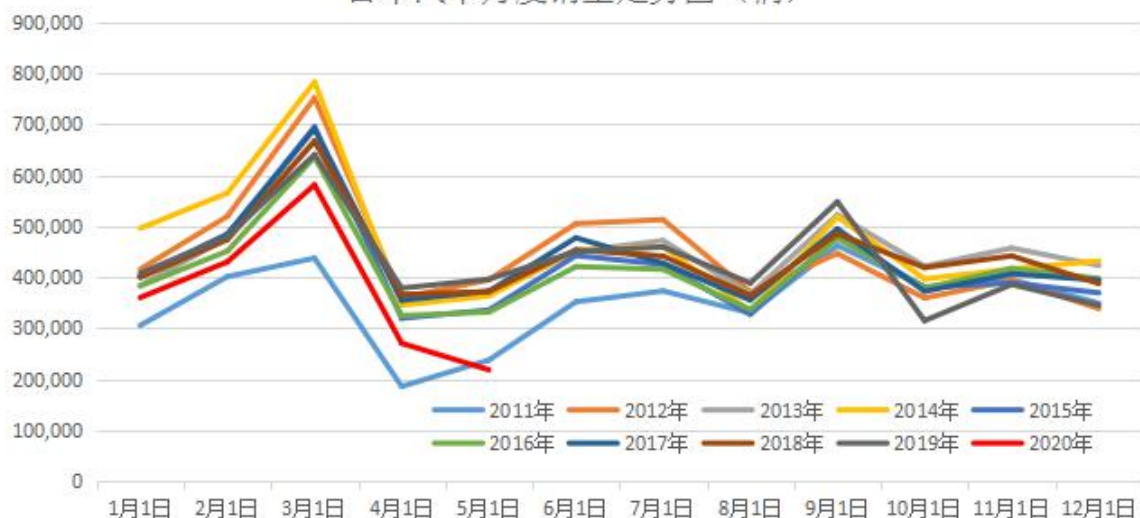
图 27、欧盟 27 国 2020 年 5 月机动车销量走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 28、2011-2020 年日本汽车月度销量走势图

日本汽车月度销量走势图（辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

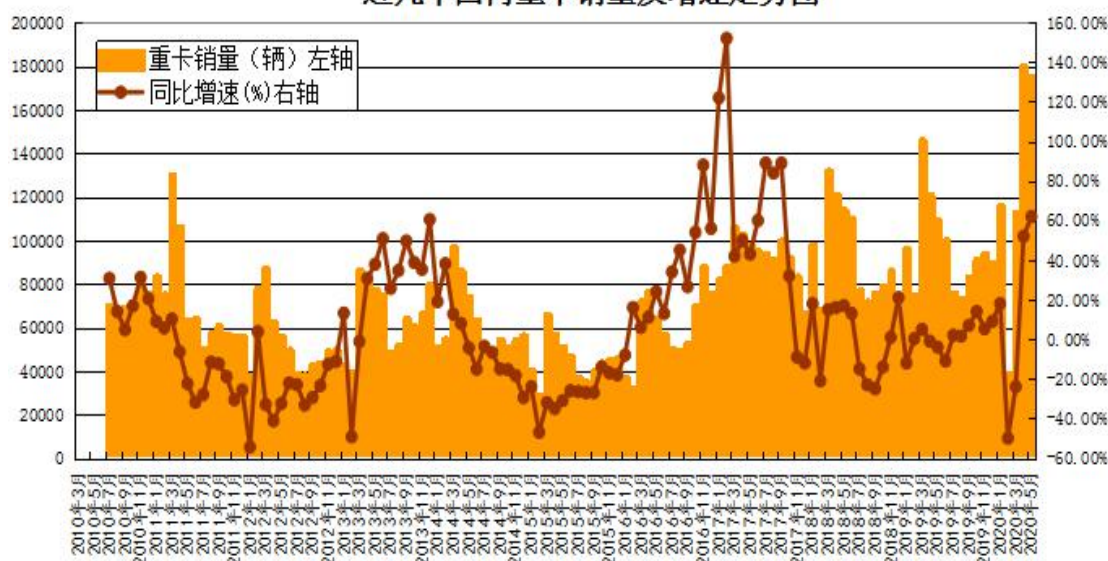
八、国内重卡销量还将维持乐观趋势

作为天胶需求晴雨表的我国重卡销量在 2020 年一季度表现惨淡，主要因为突发新冠疫情导致公路运输一度停滞，居家隔离引发重卡消费萎缩，不过随着国内公共卫生事件的有效控制，一季度车市“需求压抑”在二季度快速释放，重卡需求迅速反弹，物流车市场订单超过去年同期水平，牵引车更是“领衔”行业，消费十分旺盛，而工程车市场需求也在快速回升。除了需求集中释放外，国三及以下排放柴油货车的提前淘汰政策大大促进了国内重卡市场需求的增长。今年以来，各地围绕老旧货车的淘汰更新出台了更多国三限行及提前淘汰奖励补贴政策，河北等地甚至开始限制国四卡车的运营，目的就是鼓励物流用户提前淘汰旧车，更换新车。政策对于二季度重卡新车的销售有很大促进和刺激作用。

两者共同促成二季度国内重卡销量迎来“井喷”现象。据第一商用车网发布的数据显示，1 月份销量创下历史新高，同比增长 18.2%，取得了开门红；2、3 月份市场连续出现大跌，分别同比下滑 51.8%、19.3%；4 月份，随着新冠肺炎疫情对国内经济影响的逐渐消退，市场呈现快速恢复性反弹，当月销量刷新了全球重卡月销量纪录，达到 19.1 万辆，同比增长 61%；到了 5 月份，重卡市场继续“高烧不退”，呈现出产销两旺的势头，当月销量虽然环比有所下滑，但同比继续大幅增长，达到 17.5 万辆，不仅刷新了重卡行业 5 月份销量的历史新高，而且多出了 6 万多辆。今年 1—5 月，重卡市场累计销售超过 64 万辆，累计同比增幅继续扩大至 16%，净增长接近 9 万辆。随着国内基建与物流业的恢复，叠加国三及以下排放柴油货车的提前淘汰政策持续发力，估计三季度国内重卡销量还将维持乐观趋势。

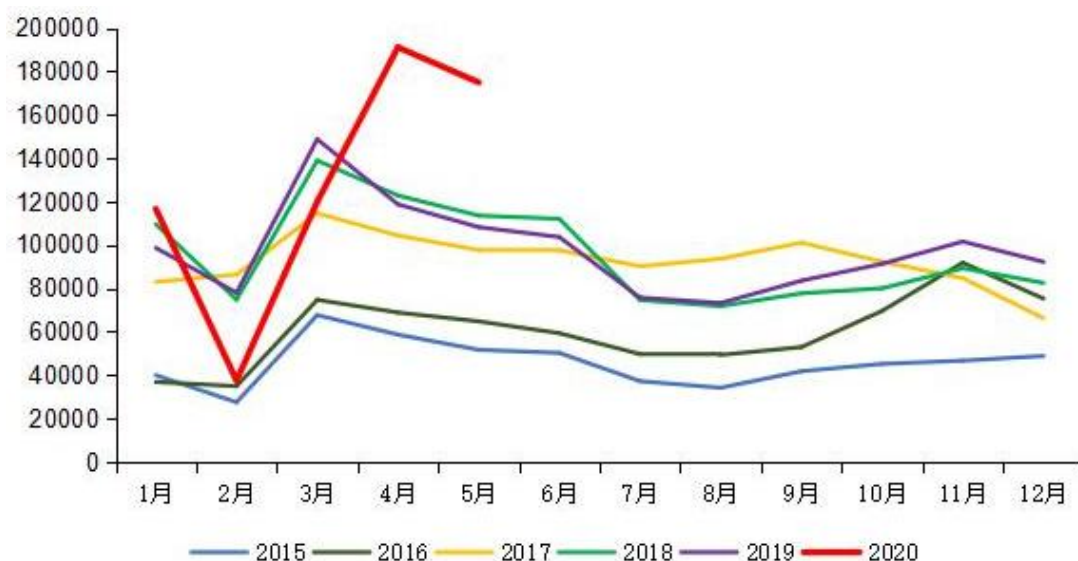
图 28、2020 年 5 月国内重卡销量同比增长 62%

近几年国内重卡销量及增速走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 30、2015-2020 年国内重卡月度销量走势图（辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

九、国内轮胎出口订单萎缩 产量显著下滑

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，欧美汽车巨头纷纷关停工厂，我国轮胎出口面临订单萎缩的巨大冲击。据了解，由于国外轮胎进口商与车企纷纷取消和延后订单，导致国内轮胎企业出口订单量普遍下滑二至五成，部分企业甚至超过五成。受此影响，截止 6 月中旬末，我国山东地区部分轮胎企业有短暂的停产行为，导致本就不高的开工负荷叠加此次停产，使得整体开工进一步下滑，出口受阻累加的库存将得以缓解。据监测全钢胎企业 26 家，其中年产能 300 万套以上的企业 10 家。山东地区轮胎企业全钢胎开工

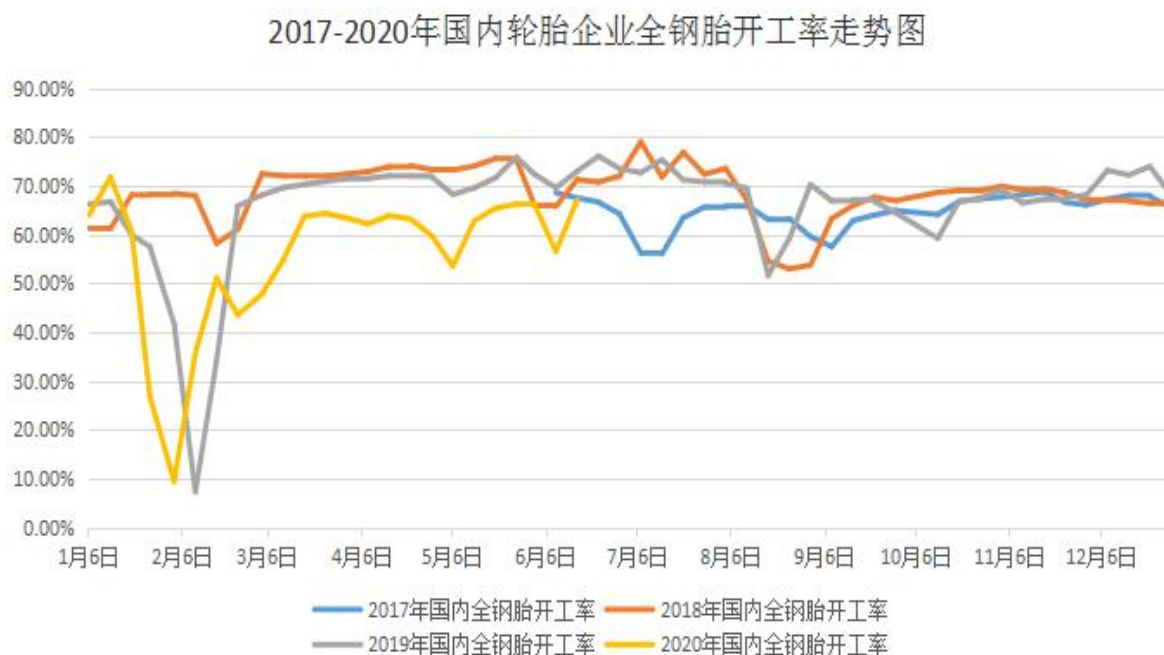
负荷为 67.11%，较上周上升 10.61 个百分点，较去年同期下滑 8.95 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 62.03%，较上周上升 5.94 个百分点，较去年同期下滑 11.68 个百分点。受轮胎企业开工率同比大幅下滑的拖累，2020 年 5 月中国轮胎外胎总产量 6892.9 万条，较去年同期产量修正数据下滑 4.6%。2020 年 1-5 月中国轮胎外胎累计产量 2.87193 亿条，较去年同期产量修正数据下滑 14.6%。

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，2020 年 5 月中国天然及合成橡胶（包含胶乳）进口量 44.1 万吨，同比下滑 13%。2020 年 1-5 月，中国天然橡胶及合成橡胶累计进口量 259.8 万吨，累计同比下滑 1.4%。

在期货库存方面，截至 6 月 19 日，上期所天然橡胶当周库存为 24.01 万吨，注册仓单 23.15 万吨，较去年同期分别减少 43.75% 和 44.31%。主要由于今年上半年国内云南和海南地区相继遭遇旱灾和病虫害影响，导致橡胶树新旧叶更替未能按时完成，从而令国内仍未大面积开割，新鲜胶水释放量有限。加之浓乳较全乳有更高的价格优势，因此全乳产量偏少，入库交易所交割库也偏少，因此今年以来，上期所交割库橡胶库存始终维持平衡态势，增减变化不大。

总结来看，2020 年上半年国内轮胎行业整体表现较弱，疫情危机加剧企业对外出口难度，订单大规模取消不但压缩轮胎产量，而且也令企业陷入生存危机。在下游需求明显萎缩的背景下，上游天胶原料需求同比下跌，无法给予胶价上涨动力。如果三季度欧美市场疫情缓解，国内轮胎企业出口环境改善，则需求端发力有望推动胶价回升，否则弱势低位运行格局料难有转机。

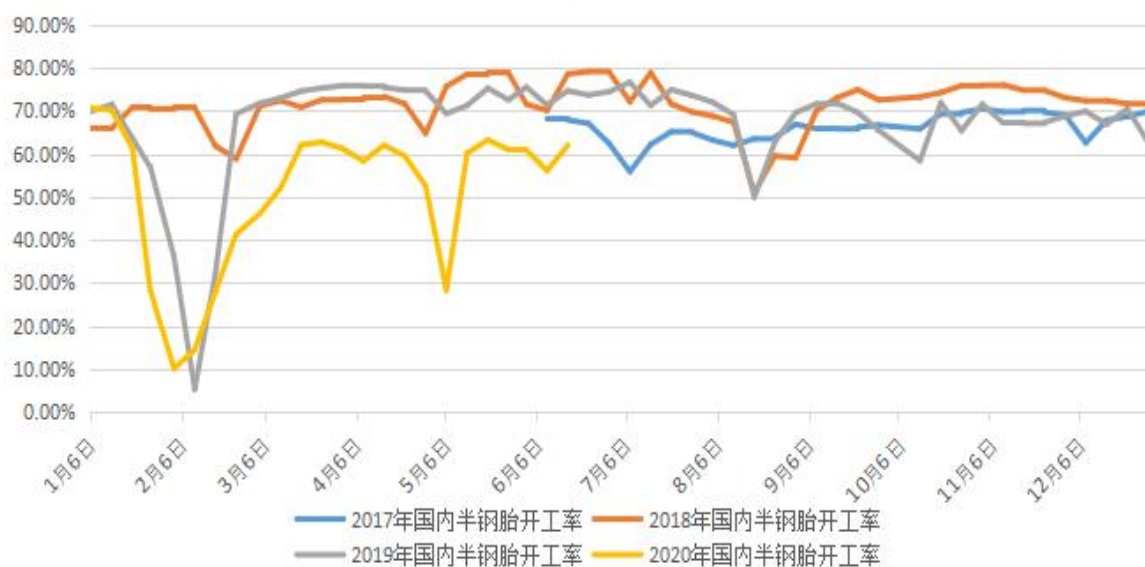
图 31、2017-2020 年国内全钢胎开工率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 32、2017-2020 年国内半钢胎开工率走势图

2017-2020年国内轮胎企业半钢胎开工率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 33、2010-2020 年国内轮胎和子午轮胎月度产量走势图

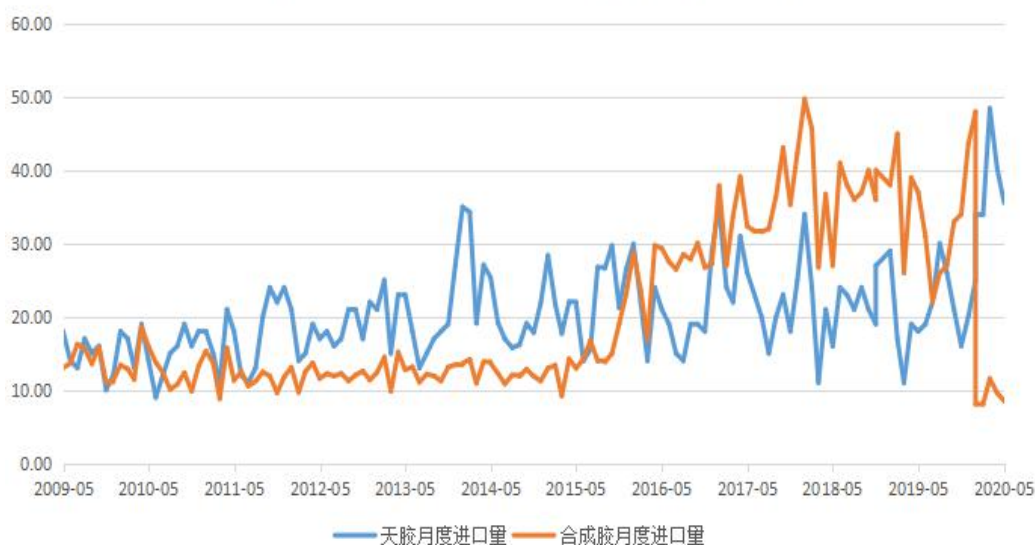
国内橡胶轮胎和子午轮胎产量走势图（万条）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

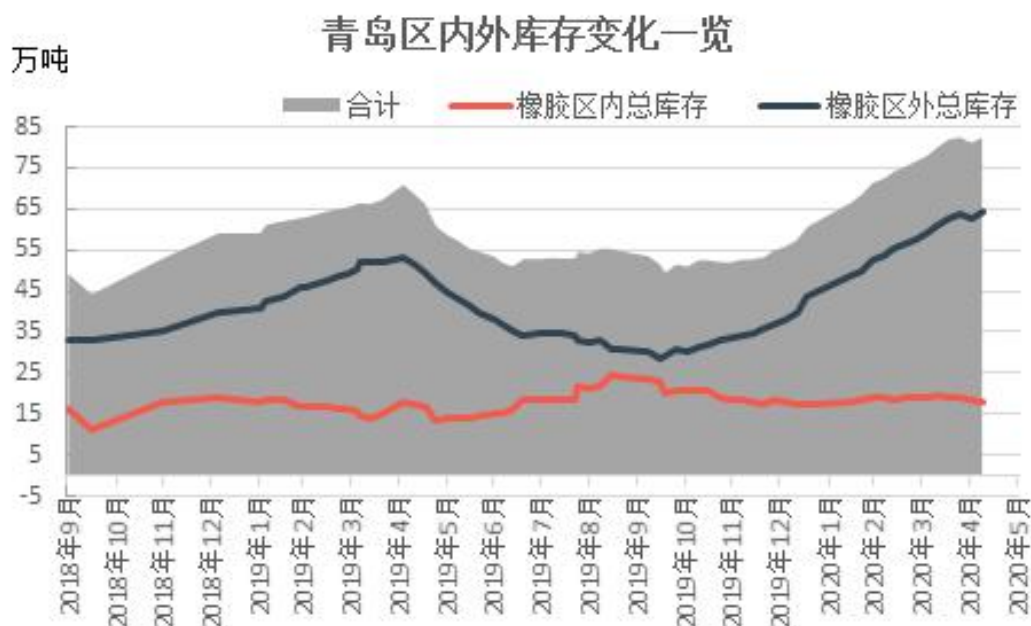
图 34、近十年我国天胶进口量走势图

中国月度天胶及合成胶进口量走势图（万吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

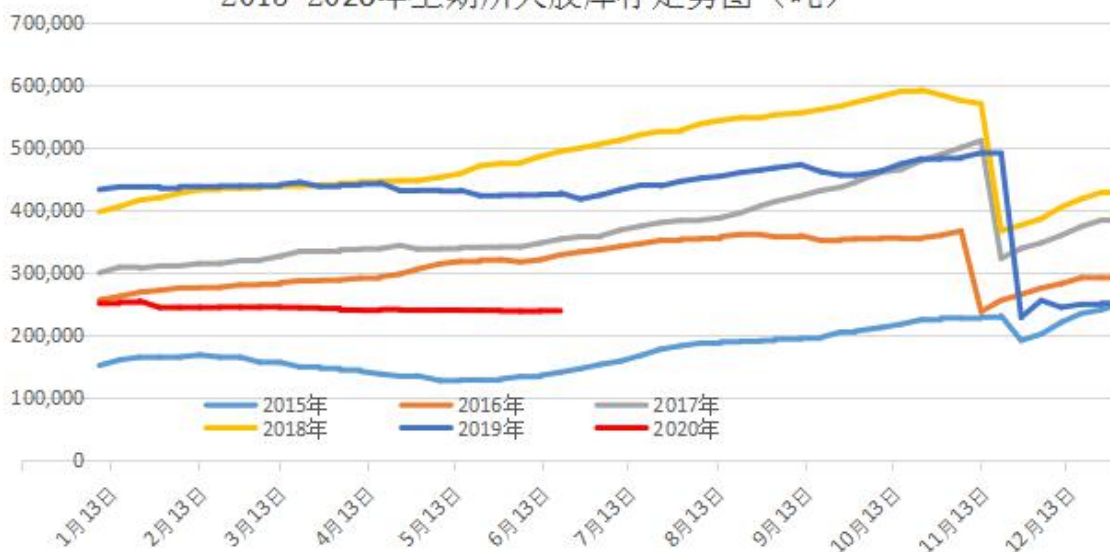
图 35、2020 年国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 36、2020 上半年上期所天胶库存走势图

2015-2020年上期所天胶库存走势图（吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

十、后市展望及期权策略

综合来看，对于 2020 下半年国内沪胶期货市场而言，存在机遇，也存在风险。首先、全球宏观经济存在最大不确定风险就是疫情能否有效控制，这取决于特效药的研制以及新冠疫苗的快速研发，如果紧靠居家隔离的严控手段，无疑将对经济形成巨大负面冲击，同时也将陷入“防疫情”与“保经济”的两难境地中。其次、国内经济受外部疫情袭扰，叠加国际贸易摩擦加剧，我国经济在今年也将面临巨大考验，保就业稳经济放弃 GDP 目标成为政府全年工作重点，商品需求回暖有赖于经济恢复情况。宏观面不确定性增加加剧了下半年胶市波动幅度。

在基本面方面。首先在供应端上，国内天胶产区开割推迟导致全年产量面临 5%幅度下滑，同时东南亚地区也因低价和疫情冲击出现产量萎缩的局面，不过由于需求同步萎缩，所以胶市供需结构依然维持供应略微过剩的局面。其次在需求端方面，由于外部疫情依然存在并还在持续蔓延，轮胎企业海外订单难有回升空间，天胶原料采购乏力，消费预期不佳，虽然国内车市稳步恢复并同比正增长，但单靠内部消化，轮胎产能将维持低开工率水平。

鉴于上述分析，笔者认为 2020 年三季度国内沪胶市场整体运行将维持振荡整理的思路为主，期价重心小幅攀升。预计 2020 年三季度天胶期货价格运行区间：上行区间在：12000-13000 元/吨，下行区间 9000-10000 元/吨。适宜构建沪胶看涨期权牛市价差策略。

看涨期权牛市价差策略，具体策略操作（暂不考虑手续费）

买入 1 份 RU-2009-C-10000 的看涨期权（长期跌破万元以下的割胶成本是小概率事件，需支付权利金 683 元/吨，6 月 19 日收盘报价）；（预测 7-8 月份 2009 合约期价最低跌至 10000 元/吨）

卖出 1 份 RU-2009-C-13000 的看涨期权（获得权利金 42 元/吨，6 月 19 日收盘报价）；（预测 7-8 月份 2009 合约期价最高涨至 13000 元/吨）

净权利金：683-42=641 元/吨。（需支付）

最大收益：（高执行价格-低执行价格）-净权利金（13000-10000-641=1359 元/吨）

最大风险：净权利金（亏损 641 元/吨） 盈亏比：2.12: 1

损益平衡点：低执行价格+净权利金（10000+641=10641 元/吨）

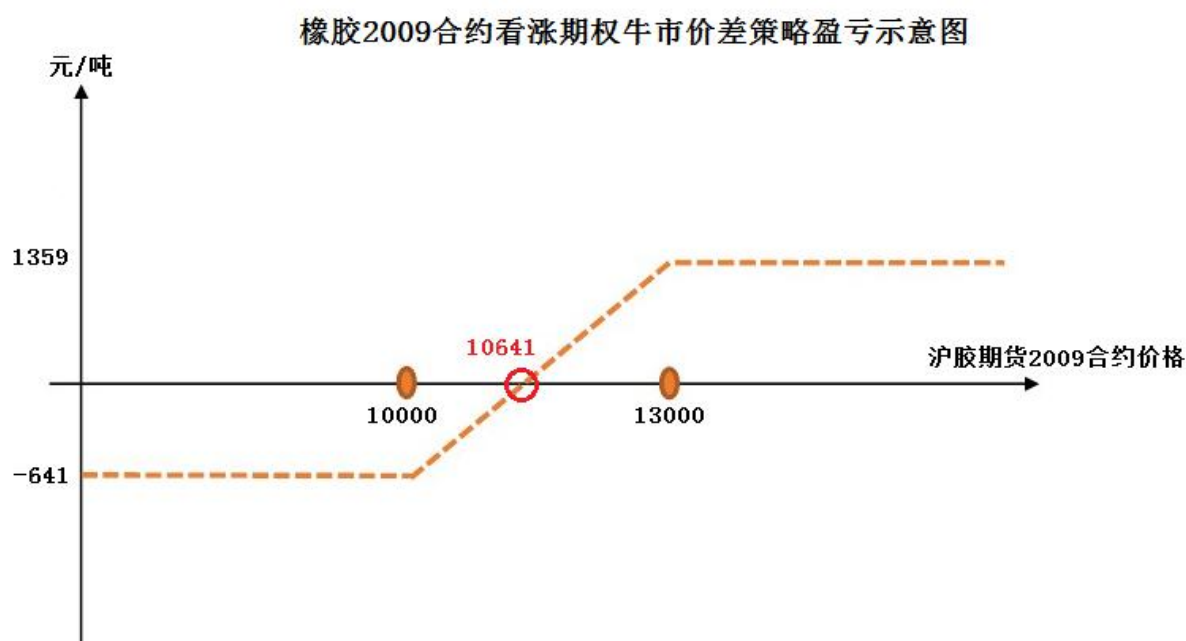
交易周期：1.5 个月（2020.6.19-8.9）

图 37、沪胶期货 2009 合约看涨期权报价示意图

| 序↓ | 名称 | 最新 | 买价 | 买量 | 卖价 | 卖量 | 涨跌 | 成交量 | 持仓量 | 仓差 | 幅度% |
|------|--------------|-----|-----|----|-----|----|-----|-----|------|-----|---------|
| 1263 | ru2009C10000 | 683 | 666 | 2 | 710 | 1 | 17 | 123 | 422 | 31 | 2.55 |
| 1264 | ru2009C10250 | 534 | 451 | 1 | 618 | 1 | -1 | 93 | 308 | 46 | -0.19 |
| 1265 | ru2009C10500 | 416 | 419 | 1 | 424 | 1 | -6 | 234 | 723 | -18 | -1.42 |
| 1266 | ru2009C10750 | 330 | 212 | 1 | 508 | 2 | 1 | 88 | 314 | 4 | 0.30 |
| 1267 | ru2009C11000 | 252 | 249 | 2 | 256 | 2 | 0 | 641 | 2352 | -13 | 0.00 |
| 1268 | ru2009C11250 | 196 | 117 | 1 | 198 | 1 | 7 | 54 | 334 | 3 | 3.70 |
| 1269 | ru2009C11500 | 151 | 77 | 10 | 200 | 1 | 10 | 128 | 843 | 6 | 7.09 |
| 1270 | ru2009C11750 | 119 | 96 | 1 | 290 | 87 | 15 | 27 | 417 | 1 | 14.42 |
| 1271 | ru2009C12000 | 94 | 91 | 2 | 95 | 11 | 19 | 331 | 3234 | 91 | 25.33 |
| 1272 | ru2009C12250 | 76 | 62 | 1 | 85 | 5 | 23 | 31 | 233 | 3 | 43.40 |
| 1273 | ru2009C12500 | 55 | 41 | 1 | 78 | 1 | 18 | 6 | 440 | 1 | 48.65 |
| 1274 | ru2009C12750 | 48 | 42 | 1 | 285 | 1 | 23 | 9 | 195 | 0 | 92.00 |
| 1275 | ru2009C13000 | 42 | 13 | 2 | 45 | 1 | 25 | 31 | 1372 | 6 | 147.06 |
| 1276 | ru2009C13250 | 32 | 6 | 50 | 196 | 1 | 20 | 19 | 182 | -16 | 166.67 |
| 1277 | ru2009C13500 | 31 | 5 | 20 | 185 | 2 | 23 | 15 | 201 | 4 | 287.50 |
| 1278 | ru2009C13750 | 27 | 5 | 20 | 118 | 1 | 22 | 9 | 239 | 5 | 440.00 |
| 1279 | ru2009C14000 | 23 | 15 | 22 | 30 | 2 | 20 | 14 | 368 | 7 | 666.67 |
| 1280 | ru2009C14250 | 19 | 18 | 1 | 926 | 1 | 17 | 3 | 82 | 1 | 850.00 |
| 1281 | ru2009C14500 | --- | 11 | 12 | 20 | 2 | --- | 0 | 369 | 0 | --- |
| 1282 | ru2009C14750 | 20 | 17 | 19 | 20 | 4 | 19 | 30 | 2555 | -12 | 1900.00 |
| 1283 | ru2009C15000 | 15 | 14 | 10 | 20 | 1 | 14 | 12 | 380 | -8 | 1400.00 |
| 1284 | ru2009C15250 | 16 | 15 | 6 | 16 | 10 | 15 | 135 | 2379 | 21 | 1500.00 |

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 38、橡胶 2009 合约看涨期权牛市价差策略盈亏示意图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

注意风险：

1. 卖出 1 份 RU-2009-C-13000 的看涨期权 这一端需要支付保证金。但当标的合约价格处于深度虚值状态时，期权保证金收取要比期货低。实值和平值期权保证金比期货高，越实值保证金越高，越虚值越低，最低为期货保证金的一半。

2. 眼下橡胶 2009 合约的期权流动性尚不足，会导致实盘中策略因过大价差，难以实施，如果头寸过大亦可能造成冲击成本。需要等待交投活跃，流动性充足。

宝城期货各地营业部

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：0573-82689030

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

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

宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

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：0371-65612648

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

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：0532-81111856

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

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 号汉港凯旋中心 805 室

电话：0791-86259955

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

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

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

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。

