

## 沪胶 1905 合约预计围绕 11500 点波动

宝城期货 陈栋

2018 年四季度以来，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/吨寻求支撑。虽然新年伊始，沪胶在台风来袭、油价反弹以及宏观氛围趋暖的积极作用下反弹，回到 11500—12000 元/吨的区间内，但上行阻力依然存在，多头推涨意愿不强，非标套利盘的聚集促使价格波动率趋于收敛，底部徘徊的主旋律越发明显。

图 1、沪胶期货 1905 合约价格走势



数据来源：博易大师、宝城期货

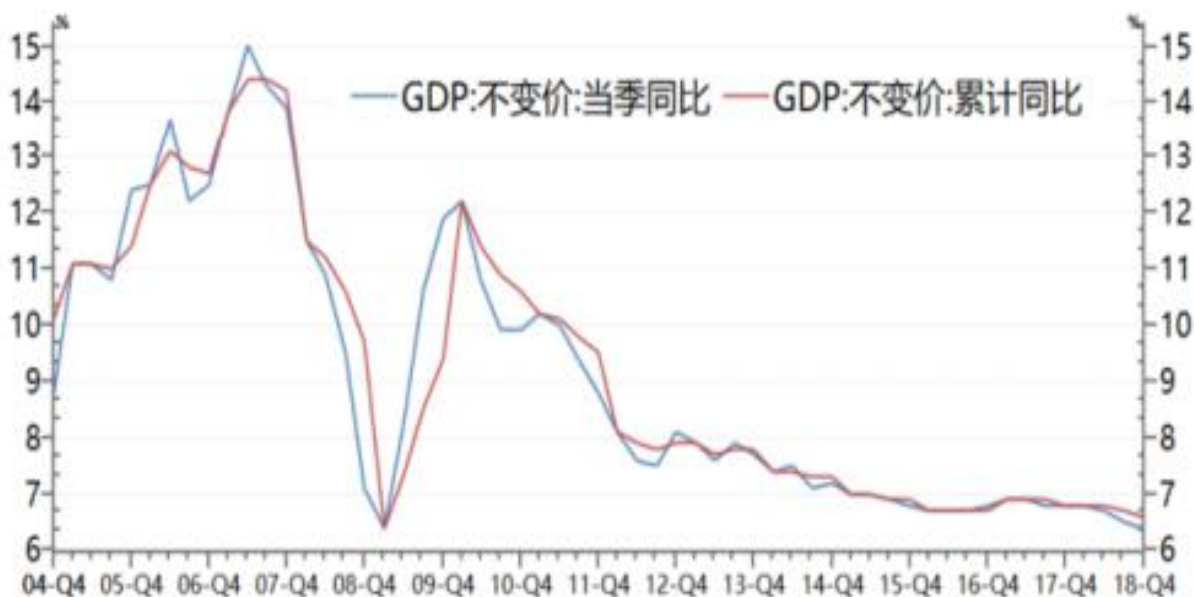
### 全球宏观经济依然承压

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，挫伤美国经济增长前景。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。中美贸易谈判一波三折，我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》中预计，2019 年全球经济将面临更加严峻的下行风险，经济增速将从 2018 年的 3% 降至 2.9%，并在 2020—2021 年降至 2.8%。另外，经济增速放缓同时体现在发达经济体、新兴市场及发展中经济体上。其中，发达经济体的增速将降至 2%，新兴市场和发展中经济体的增速将停滞在 4.2%。

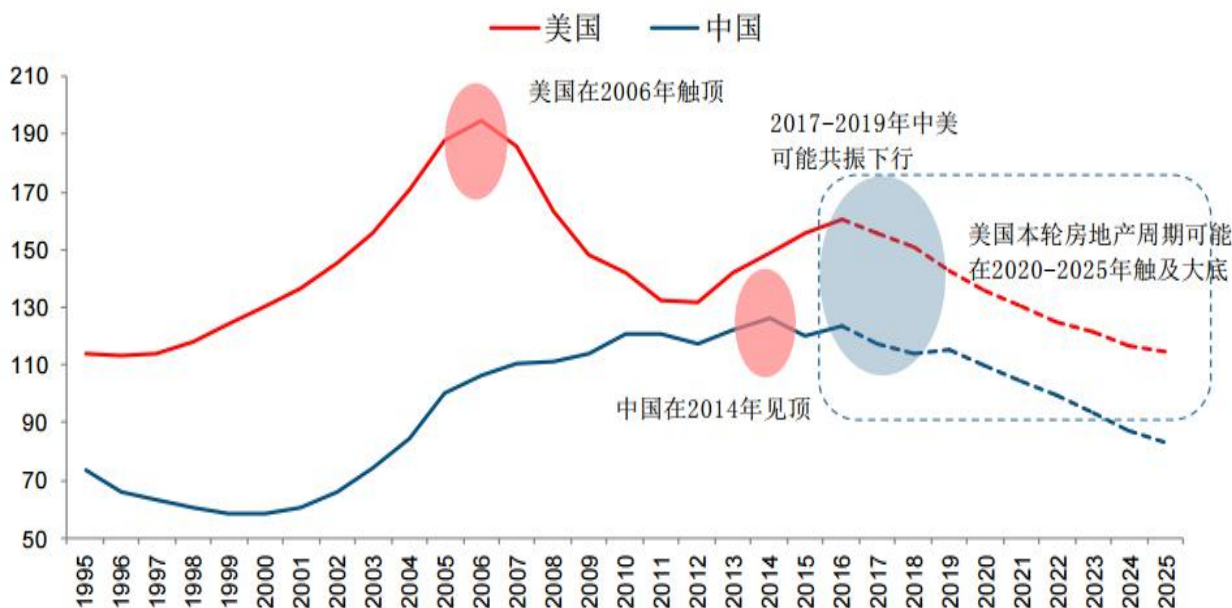
在全球经济承压的背景下，我国经济虽在 2018 年取得了稍好成绩，但经济结构改革的诉求仍在。据国家统计局的数据，2018 年，国内经济增长 6.6%，符合预期，超过年初目标 0.1 个百分点，经济运行在合理区间。其中，四季度同比增长 6.4%，较三季度回落 0.1 个百分点，延续了 2018 年开始逐季回落的态势。

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

### 胶市供应存在过剩隐患

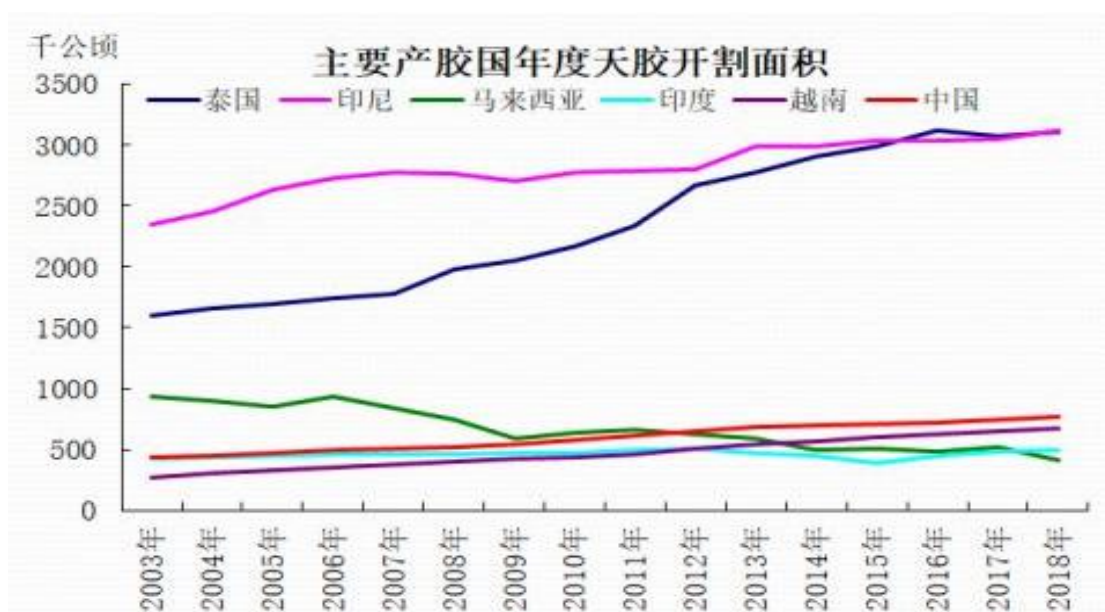
2010—2012 年, 东南亚主产国大规模扩增橡胶树种植面积, 而 5—7 年以后, 新种植的橡胶幼苗陆续成熟, 并开始收割。据天胶生产国协会 (ANRPC) 公布的数据, 2016—2020 年, 主产国适宜割胶面积增幅明显。其中, 2018 年, 成员国的总种植面积约为 1221 万公顷, 适宜割胶面积为 912.3 万公顷, 割胶面积占 74.7%, 相较 2017 年增加 1.2 个百分点。割胶面积的增多意味着产胶量上限的提高, 这无疑增强了胶市的供应, 令近几年本就低迷的胶价负重难涨。据 ANRPC 发布的最新报告, 虽然胶价持续低迷导致胶农割胶积极性下降, 部分抵消了割胶面积增加带来的负面影响, 但在总量上, 胶水产出保持增长势头。统计显示, 2018 年前 10 个月, 全球天然橡胶产量为 1146.8 万吨, 同比增长 5.5%; 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基本饱和。2016 年开始，多数产胶国均维持全面开割状态。此外，马来西亚、泰国和越南等地还有一些翻新指标的上升。2018 年处于整体开割面积最大量阶段。从生产周期来讲，要到 2020—2027 年，天胶市场才会逐步进入供应饱和期，这是一个缓慢的过程，其间供应不会出现断崖式下降。

综合来看，2019 年，全球天胶存在供应过剩隐患。虽然泰国政府仍会出台扶持胶价的政策，但多是补贴性质，并不会从根本上影响供应。天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运行情况。预计在大环境偏弱的情况下，2019 年胶价实现反转的难度很大，探底走势也会在供应端抵抗情绪的带动下反复。

图 4、主要产胶国年度天胶开割面积



数据来源：WIND 资讯

#### 终端车市景气度不佳

众所周知，天胶主要用于轮胎生产，而轮胎需求强弱取决于终端车市景气度。2018 年，车市不容乐观。一方面，购置税优惠政策全面退出；另一方面，受宏观经济增速回落，中美贸易摩擦频发，加之前两年消费透支以及基数偏高，2018 年传统消费旺季表现惨淡。

2018 年，我国汽车行业产销增速低于年初预估，且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，2018 年，国内汽车产销分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，产销量较 2017 年分别下降 4.2% 和 2.8%。其中，乘用车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，较 2017 年分别下降 5.2% 和 4.1%，占汽车产销的比重分别为 84.6% 和 84.4%，低于 2017 年 0.9 和 1.2 个百分点。

尽管商用车产销同比继续增长，但增速明显回落。受货车市场增长拉动，商用车销量创历史新高，产销分别达到 428 万辆和 437.1 万辆，较 2017 年分别增长 1.7% 和 5.1%，而增速分别回落 12.1 和 8.9 个百分点。中汽协的预测报告显示，2018 年的车市是 28 年来，即 1990 年以来的首次负增长。2019 年，国内汽车市场前景也不乐观，维持零增长的可能性较大，全年汽车销量预计为 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的影响，2018 年终端车市消费疲态显露，体现到经销商库存水平上，库存压力高于往年。

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。



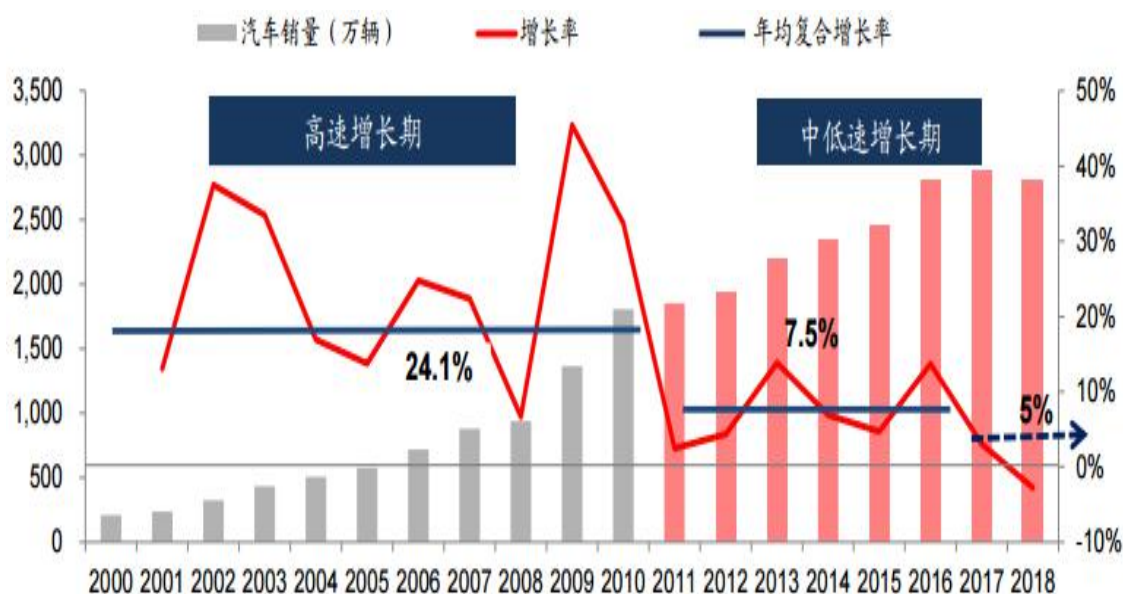
截至 2018 年 12 月，汽车经销商库存预警指数为 66.1%，虽环比下降 9 个百分点，但同比上升 18.33 个百分点，且全年均值高达 59.35%，不但库存预警指数始终位于警戒线之上，而且显著高于往年平均水平。在高基数以及优惠政策退出的影响下，2019 年国内经销商经营压力较大，多数时间库存指数都将高于 50% 的荣枯线。

从潜在购买力角度考虑，近年来，居民部门负债率不断上升，2017 年达到 49%。横向与其他国家对比，国内的居民杠杆率并不高。截至 2018 年一季度，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导致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，产销受到冲击。

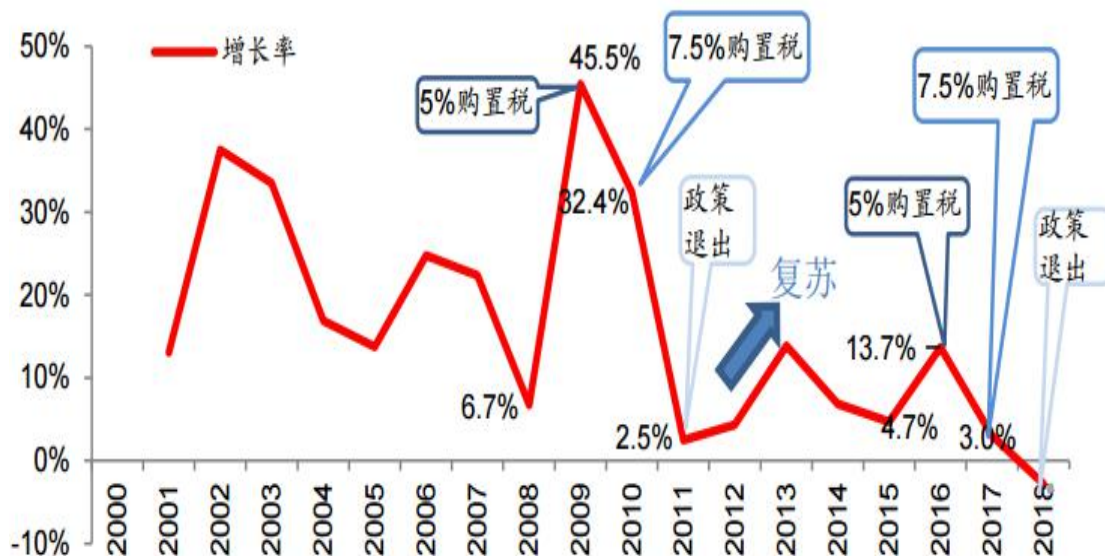
综上所述，购置税优惠政策取消导致消费乏力，加之基数偏高，2018 年车市表现偏弱。鉴于我国居民杠杆率的提升，房贷挤压汽车消费，未来车市销售潜力不足，预计 2019 年新车产销增速仍面临回落风险。终端消费增量预期减弱将削弱沪胶需求增长前景。

图 5、2017-2018 年我国汽车销量对比图



数据来源：WIND 资讯

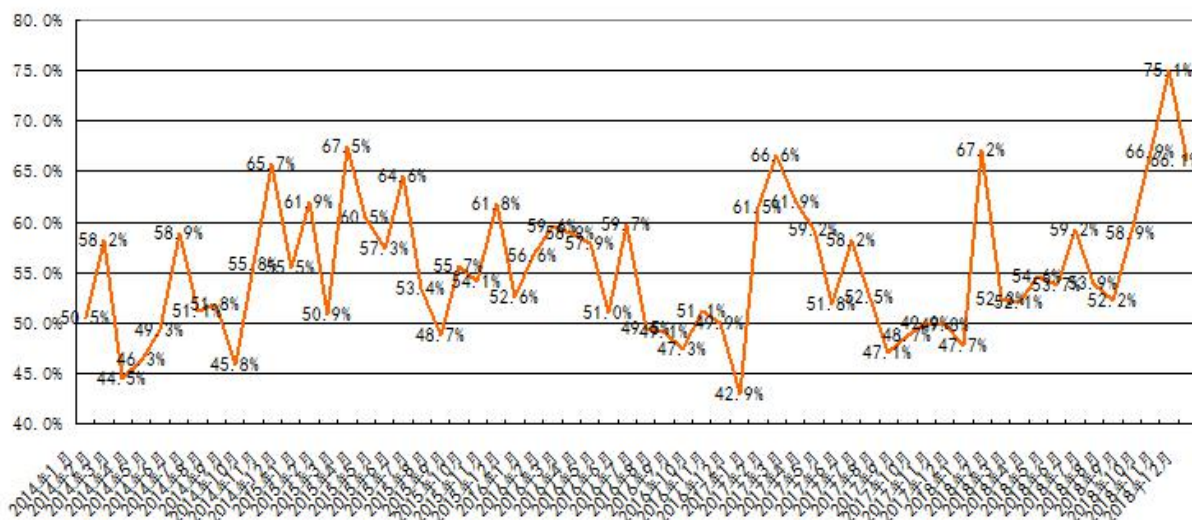
图 6、小排量乘用车购置税优惠政策对销量的边际效应逐渐减弱



数据来源：WIND 资讯

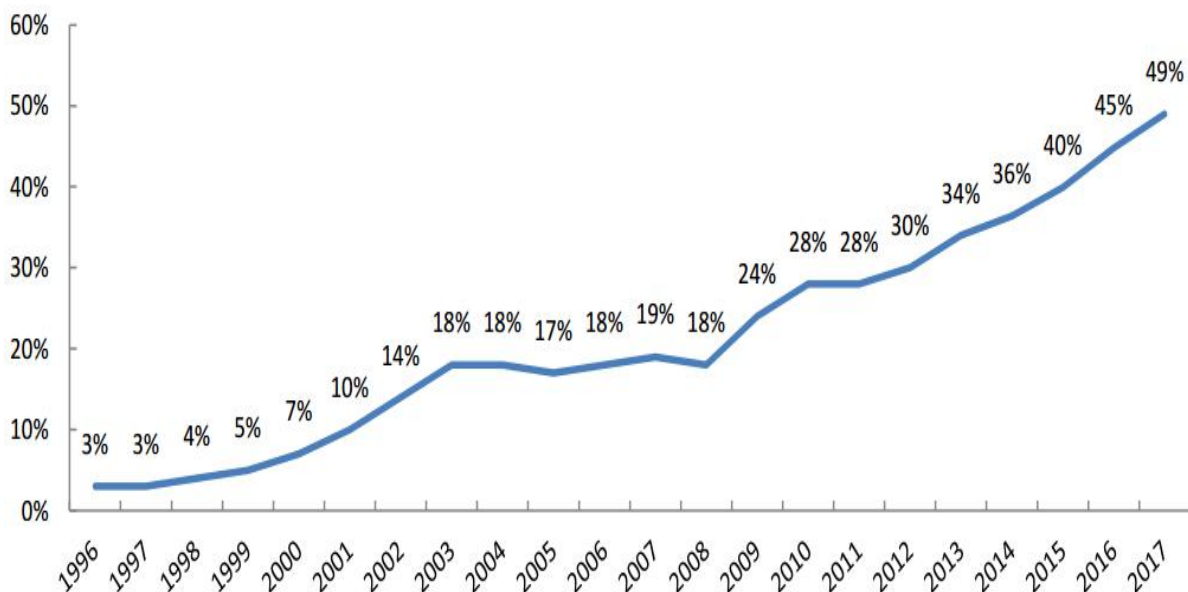
图 7、2018 年 12 月汽车经销商库存预警指数走势图

### 中国汽车经销商库存预警指数走势图



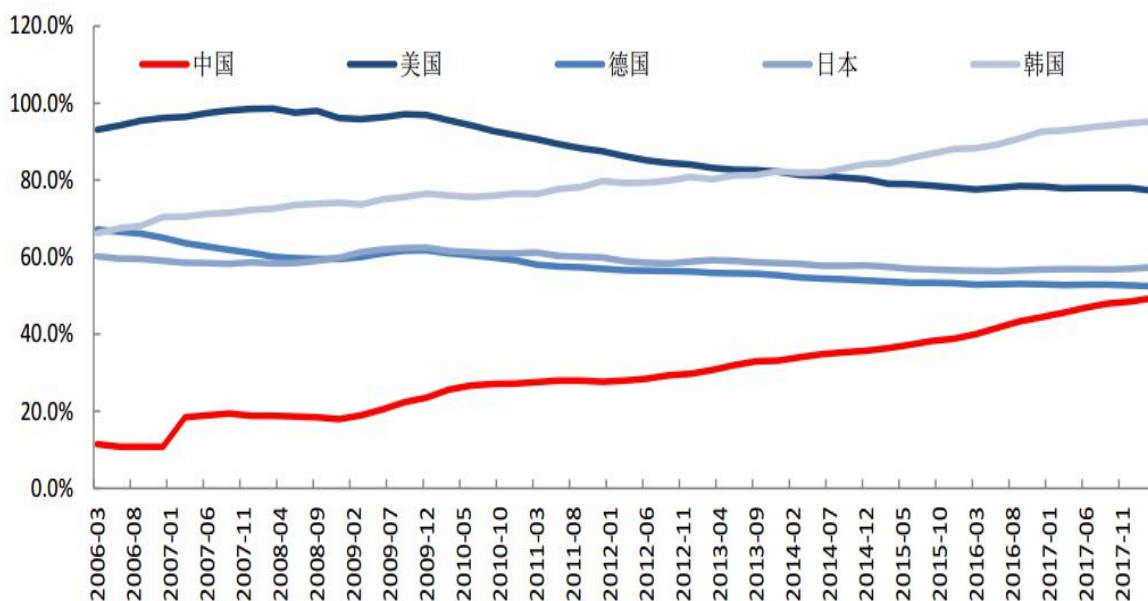
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

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

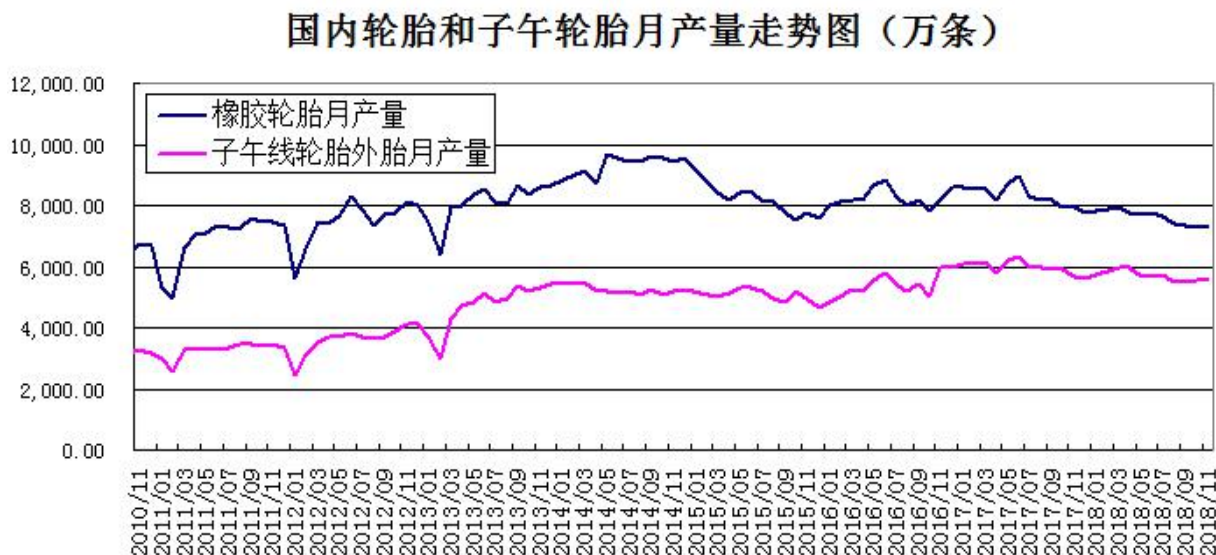
#### 轮胎企业开工热情下滑

环保监察力度趋严，终端车市消费疲弱，轮胎行业开工积极性普遍下滑。2018 年 9 月，部分企业一度大幅降低负荷，成品产量同比出现萎缩景象。据中商产业研究院的数据，2018 年 3—11 月，全国橡胶轮胎外胎产量呈小幅下降趋势。其中，11 月，外胎产量为 7262 万条，同比下降 2.1%。

轮胎产量减少，企业对原料天胶的采购积极性也同步下滑。以进口数据来看，据海关最新统计数据，2018 年 12 月，我国进口天胶及合成橡胶（包括胶乳）共计 66.7 万吨，环比减少 1.04%，同比减少 20.6%；2018 年 1—12 月，累计进口 700.8 万吨，累计同比下降 2.0%。鉴于当前现货进口利润回落以及期现套利收益下降的影响，后期天胶进口量很难大幅攀升。

总结来看，环保监察力度不减，我国轮胎行业表现疲弱，进口天胶需求受到一定程度的冲击，部分月份甚至出现负增长。在疲弱需求的制约下，国内库存居高不下，橡胶价格承压。

图 10、2018 年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

#### 替换需求支撑重卡销量

我国重卡消费市场在保持了几年的高速增长后，2018 年发生变化，下半年开启“寒冬”模式。可以发现，2018 年重卡市场销售呈现“前高后低”的特征。

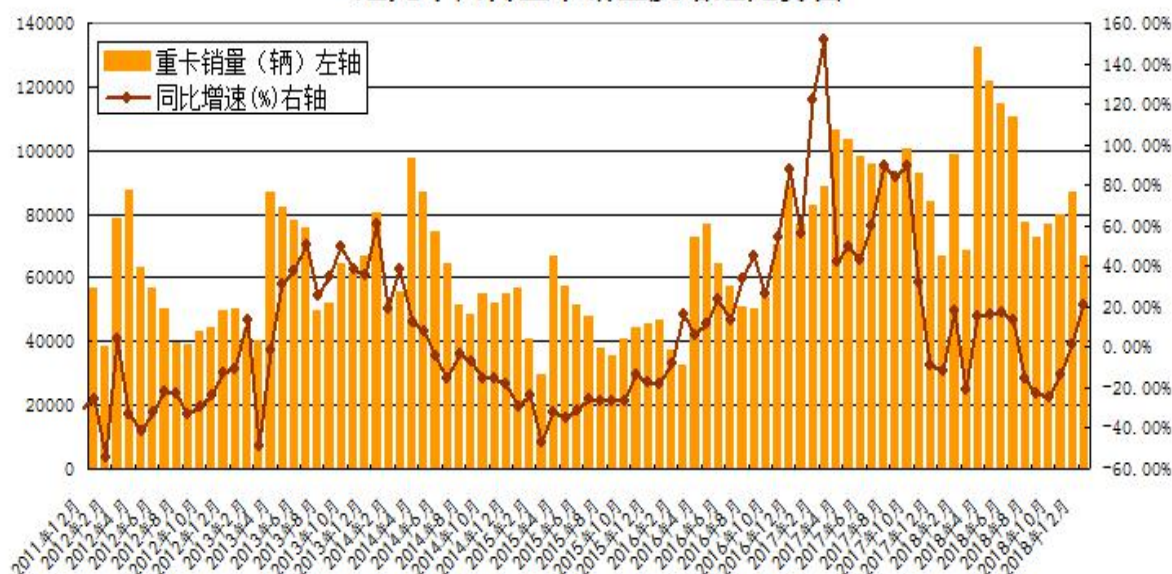
虽然 2018 年上半年重卡销量维持低位正增长态势，但从 7 月开始，大幅回落。数据显示，7 月销量同比下滑 17%，8 月同比下滑 23%，9 月同比下滑 25%，10 月环比虽然略微回升，但同比降幅依然高达 14%。而 11 月开始，受益于北方供暖季和储煤季的到来，公路煤炭运输市场回暖，进而提振重卡需求，同时柴油价格高企令天然气重卡更获青睐，天然气重卡销量猛增。据第一商用车网统计，2018 年 12 月，我国重卡市场共计销售各类车型 8 万辆，环比下滑 10%，同比增长 21%。也就是说，12 月的重卡市场延续了 11 月同比正增长的态势，成为 2018 年下半年以来第 2 个销量增长的月份，11 月和 12 月的势头强于 9 月和 10 月。2018 年，我国重卡市场累计销售 114.53 万辆，同比增长 3%。接近 115 万的销量，使 2018 年成为重卡发展史上第 3 个销量破百万辆的年份（2010 年、2017 年和 2018 年），同时超越了 2017 年 111.7 万辆的历史高点，创造了新的销量纪录。

展望 2019 年，重卡销量中枢预计在 95 万—100 万辆，原因在于更新需求支撑销售。其一，一辆重卡的平均使用年限是 7—8 年，2011 年重卡共计销售 88 万辆；其二，环保政策持续加码，更新换代需求加大。2018 年 7 月，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在 300 万辆。政策将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 201—2020 年重卡年销量保持在 110 万—150 万辆。很明显，随着政策红利的释放，淘汰国家排放标准 III 重卡将拉动 2019—2020 年的替换需求。作为天胶需求“晴雨表”的重卡市场，有望在替换需求的支撑下继续繁荣。

图 11、2018 年 12 月国内重卡销量同比增长 1%

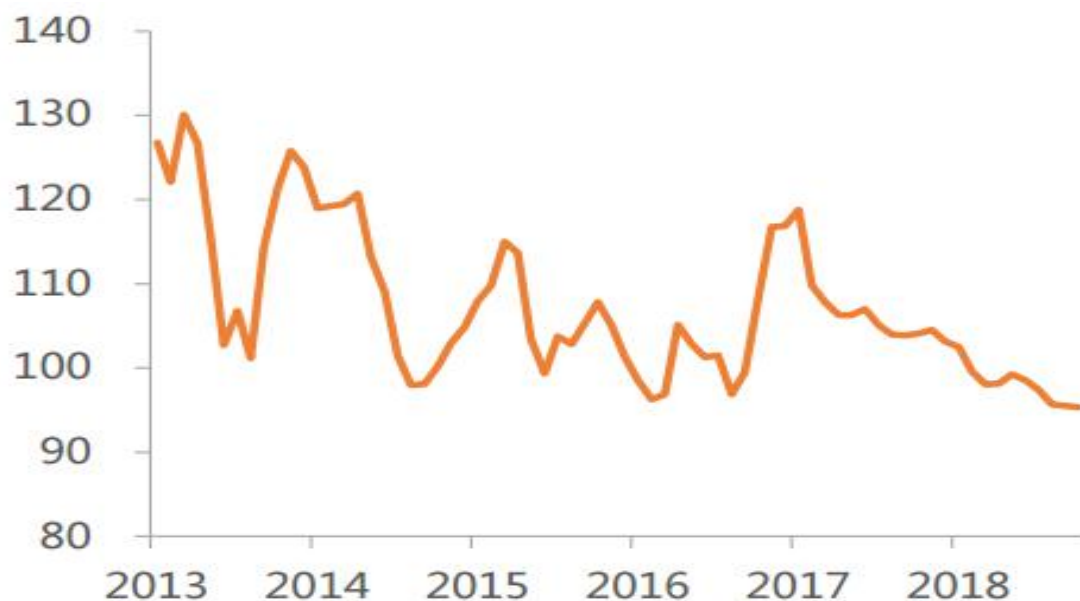


近几年国内重卡销量及增速走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 12、中国公路物流运价指数走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

投资者可进行期权交易

春节以后，胶市需求端难以出现亮眼表现，供应端若无极端天气干扰以及产胶国大规模干预胶价等变量的冲击，也将保持平稳节奏，预计价格以底部整理为主，维持“L”形的一横状态。其中，沪胶 1905 合约将以 11500 元/吨为轴心，展开上下 500—1000 元/吨幅度的振荡走势。

基于以上判断，再加上沪胶 90 日波动率处于历史偏低水平，建议投资者建立顶部跨式策略，即卖出 RU—C—11500 合约和卖出 RU—P—11500 合约，按昨日数据计算，收取权利金 395 元/吨和 547 元/吨，当期价维持在 10559—12441 元/吨的区间内，便可盈利。

发表于 2019.2.1 期货日报第三版