



2020-03-06

沪胶：短期供应压力凸显，中期价值修复值得期待

近期报告：

201912:《乍暖还寒，林深瀑隐——2020年天然橡胶期货行情展望及投资策略》

高琳琳
021-33038630

gaolinlin@gtjas.com

证书编号 Z0002332

摘要：

目前胶价尚未补足节前缺口，本文通过对于短期影响橡胶价格的“利空”因素进行分析，得出以下几点结论：

1、国内进口增量期主要集中在2月中下旬，到港量的集中增加和港上运力不足导致的滞港、港上货物积压及累库将是压制盘面的主要利空。

2、从目前橡胶下游复工复产的情况来看，从高到低依次是仓库、轮胎企业、物流运输企业。复工复产的加速或能逐步削减“库存”，但是从需求驱动的角度来说去库仍需要时间，往年的库存高位会出现在春节后，而今年由于物流运输受限，高位库存或维持至3月中下旬。

3、疫情影响下，乘用车产销均受到重挫，我们认为从现实情况来看，疫情对零售端的影响可能还将持续1-2个月的时间，被积压的购车需求有望在2、3季度释放。我们对车市持相对乐观态度，将从复盘“非典”后期的汽车销售、制造业修复期较短和国家“稳消费”政策三个方面进行阐述。

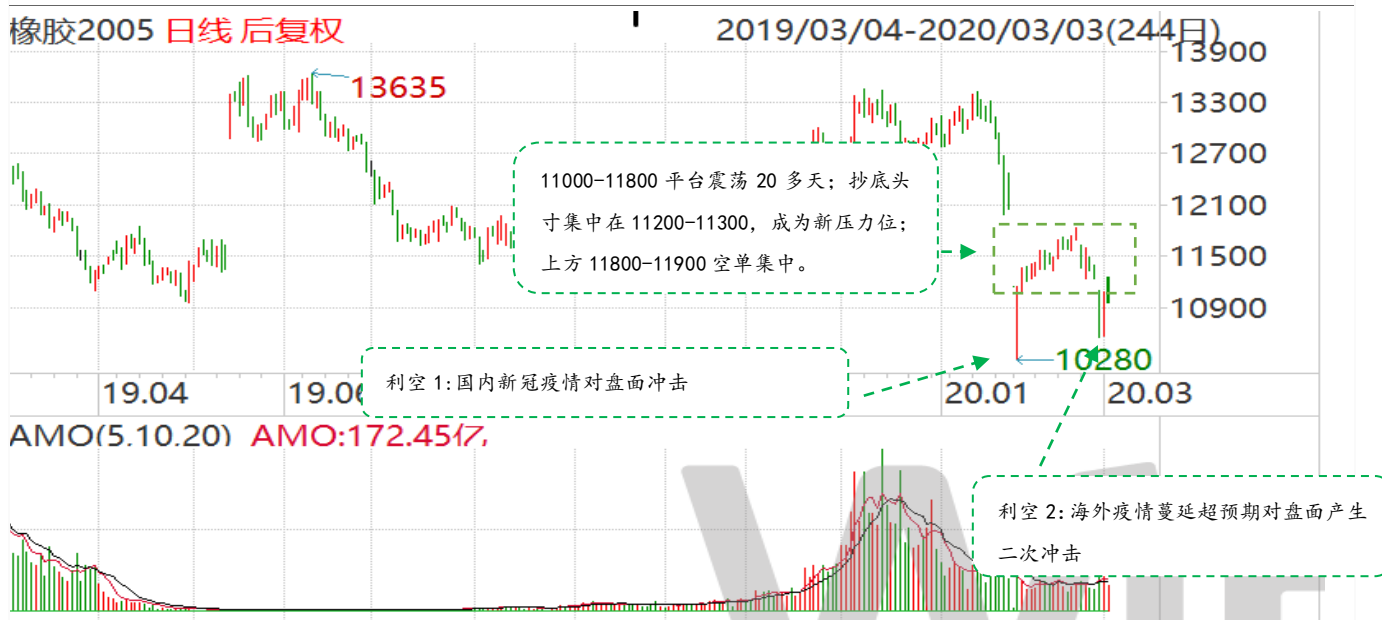
我们认为对于橡胶价格或无需过于忧虑，后期如果出现上涨驱动即刺激汽车消费政策陆续出台，橡胶价格仍有望起底回升，补足节前缺口。短期供应压力凸显，中期价值修复值得期待。



1. 前言

受公共卫生事件影响，沪胶价格经历了两次“过山车”式下跌。第一次出现在节后，即2月3日。第二次出现在2月28日。第一次主要是受到假期期间国内新冠病毒爆发，市场情绪开盘集中释放影响；第二次是疫情在海外呈现蔓延趋势，对盘面产生了二次冲击，目前胶价处于低位，我们将从目前市场主要关注点入手，并就短期和中期走势分别给予判断。我们认为短期胶价受到供应压力存在拖累，中期价值修复值得期待。

图1 节后橡胶主力2005合约价格走势复盘图，尚未补回节前缺口



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

2. 短期供应压力凸显，复工加速或能改善

2.1 供应压力加大是压制盘面的主要利空

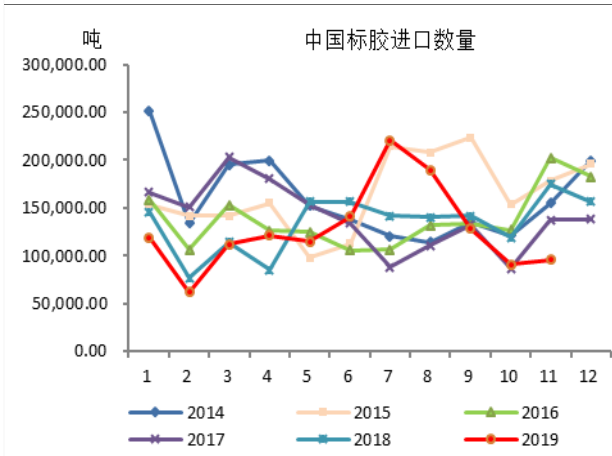
库存高位：据统计，截止到2020年2月14日，青岛可统计的41家仓库总库存为658850吨，环比上个月增加52152.85吨，达到2019年2月以来的次高位。其中，占总库存70%左右的23家一般贸易仓库库存为48.6万吨，环比上个月增加52324.15吨，增幅12%；18家保税仓库库存为17.285万吨，与上月基本持平。

库容紧张：目前市场常用十大一般贸易仓库基本爆满，一位难求。截止到2月20日，十大一般贸易仓库中，中外运、中远、速传、国投、青岛港、国储库等基本都是爆库状态，只有金宇尚有少量库容。

滞港及港上货物积压：截至2月20日青岛地区仓库开工率达90%以上，但复工后多数仓库只能做仓库货转业务，尚无法正常运货。港上货物积压，运力不足。为了避免港上堆积，泰国当地有考虑晚点装船出货，但四月泰国宋干节，所以基本上都是二、三月安排船期，基于此，短期会是一个出货高峰期，滞港及港上货物积压暂难缓解，近港货物压价低也是佐证。预计这种状态将持续一个月左右。

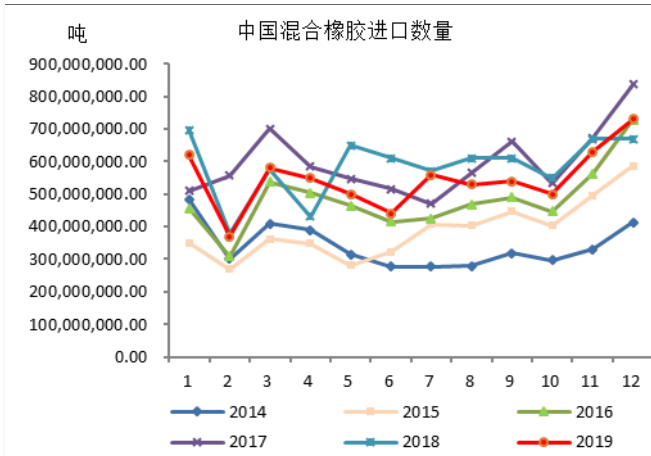
从国内进口窗口来看，春节当月进口量（主要是标胶+混合）环比会出现明显下降，从全年来看，也会是一个年度的低点。而从往年来看，节后主要是3月环比进口数量会有非常明显的反弹。今年由于春节时间较往年提前，东南亚国内到港量将主要集中在2月中下旬，存量高位，增量集中使短期的供应压力凸显，将是压制盘面的主要利空。

图2 年后标胶进口数量会出现反弹



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图3 年后混合进口数量会出现反弹



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

表1 春节前后标胶、混合胶进口环比走势

年份	春节时间	2月环比（标胶）	3月环比（标胶）	2月环比（混合）	3月环比（混合）
2014	1月31日-2月6日	-46.74%	45.5%	-37.99%	36.16%
2015	2月18日-2月24日	-7.9%	0.2%	-23.32%	34.81%
2016	2月7日-2月13日	-32.81%	43.54%	-32.32%	74.01%
2017	1月27日-2月2日	-9.32%	34.54%	9.25%	25.89%
2018	2月15日-2月21日	-47.29%	48.04%	-45.8%	52.87%
2019	2月4日-2月10日	-47.7%	79.94%	-40.32%	56.76%
2020	1月24日-1月30日	/	/	/	/

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 复工提速或能加快去库但需时间

目前全社会加快复工复产步伐，全力实现疫情防控和经济社会发展任务的双目标。从橡胶下游复工复产的情况来看，从高到低依次是仓库、轮胎企业、物流运输企业。复工复产的加速或能逐步削减“库存”这个锚，但是从需求驱动的角度来说去库仍需要时间，往年的库存高位会出现在春节后，而今年由于物流运输受限，高位库存或维持至3月中下旬。

主要仓库开工达 90%：从我们了解的各地区仓库方面来看，青岛地区仓库开工率达 90%以上，云南地区仓库开工率达 70%以上，其中青岛地区仓库占到国内保税及一般贸易库存仓库的 55%-60%。复工后多数仓库只能做仓库货转业务，尚无法正常运货。港上货物积压，运力不足。

主要轮胎企业开工在 50-70%：据统计部分轮胎企业已于 2 月 14 日和 2 月 17 日相继复工，复工比例在 5 成以上，从已经开工的代表性企业来看：三角开工 7 成以上；成山全钢、半钢开工 6—7 成左右；玲珑招远 7-8 成。截至 2 月 20 日，全钢胎开工率 51%，较 1 月 31 日环比上升 43.77%；半钢胎开工率 28%，较 1 月 31 日环比上升 22.75%。中小型厂家的原料库存在 20 天到一个月左右；大厂的原料库存多在一个月左右。与往年同期相比，原料库存变化不大。按照目前轮胎厂的原料库存和开工情况，我们推算 3 月中旬企业生产大部分恢复、原料补库可期。

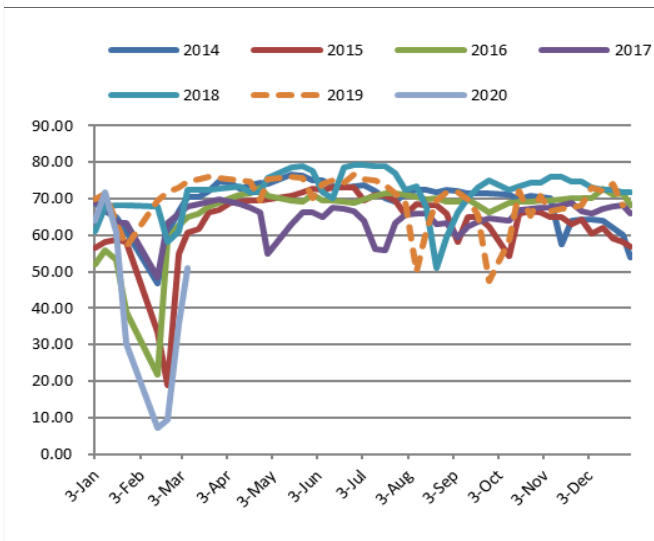
物流运输行业开工维持低位（以出勤率作参考）：春节后，受交通管制及复工延迟等影响，物流行业受到了不小冲击。山东、河北等物流企业电话调研结果显示：春节前卡车出勤率（出勤率：在途车/卡车总量）多在 90%-93%，春节后卡车出勤率降至 14%-17%，出勤率下降 76 个百分点。根据往年经验，出勤率下降的 76% 中，约有 18% 是春节因素所致，而突发公共卫生事件导致下滑 58 个百分点。

出勤率下降的原因，一是交通管制因素，特别是湖北、山东、吉林、浙江、安徽等地为重点交通管制省份，省内运输还算通畅，但由于跨省运输各地的管控力度不同，车辆无法正常通行；二是人员方面，省外运输工作人员返岗后需隔离 14 天，物流运输人员入市返岗积极性偏低；三是下游需求方面，受春节后复工推迟影响，需求也相应顺延。预计恢复正常仍需一段时间。后续来看，随着各省市恢复高速通行，撤销防疫站



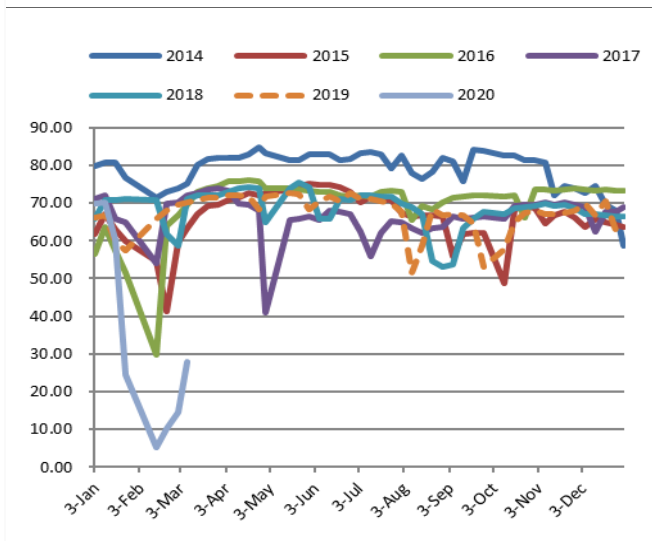
点，各地的物流运输也将陆续恢复，将推动企业有序复工复产。

图 4 全钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 5 半钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

3. 疫情重挫车市销售，后期“稳消费”政策可期

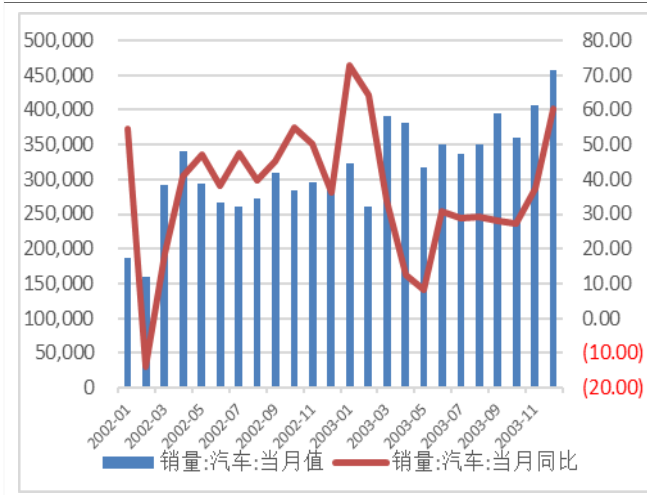
乘联会数据显示：2020 年 2 月上半月（2 月 1 日至 16 日），国内乘用车厂家零售销量为 2249 辆，较去年同期的 29090 辆大跌 92%，跌幅创历史最高纪录。疫情影响下，乘用车产销均受到重挫，我们认为从现实情况来看，疫情对零售端的影响可能还将持续 1-2 个月的时间，被积压的购车需求有望在 2、3 季度释放。我们对车市持相对乐观态度：将从复盘“非典”后期的汽车销售、制造业修复迅速和国家“稳消费”政策三个方面进行阐述。

3.1 “非典”后期汽车消费增加明显

2003 年 1-2 月汽车销售在需求强劲以及低基数的基础上实现了较高增长，同比增速分别为 73%，64%，但 3 月开始出现放缓迹象，销量同比增速下降到 34%。4 月开始“非典”对于汽车销售的负面影响进一步显现，4 月 19 日中央政府召开新闻发布会宣布紧急应对和管理措施之后，4 月汽车销售显著放缓，销量同比增速下降到 13%。5 月进一步放缓，销量同比增速放缓为 8%。6 月 15 日，确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例数均为零，宣告疫情得到有效控制，汽车销售之后实现恢复性增长，6-8 月销量同比增速分别上升到 31%，29%和 29%，9-12 月销量平均同比增长 38%。我们发现 2003 年 7 月“非典”结束后，汽车需求释放，销售增长加速，“非典”影响了消费者购买汽车的时间点，造成了滞后和提前购买，但全年来看实际影响有限。2003 年中国汽车销量 432.93 万辆，同比增长 33.5%。

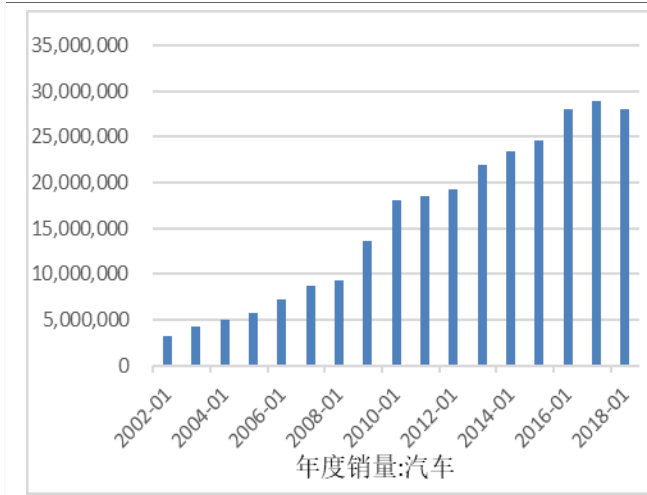
随着国内疫情的发展，大量人员出行选择了自驾车模式，对车市的发展也是很好的促进。疫情会促使一部分刚性购车需求在疫情得到控制后提前释放，增购第二辆、第三辆车的家庭也会增多。我们认为疫情对汽车行业的负面影响是短期的，消费需求被推迟，考虑到灾后补偿心理和实际用车需求增加，对后期汽车消费不宜过分悲观。

图 6 非典期间汽车销量回落明显，6 月起快速回升



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 7 03 年非典疫情对全年汽车销量影响不大

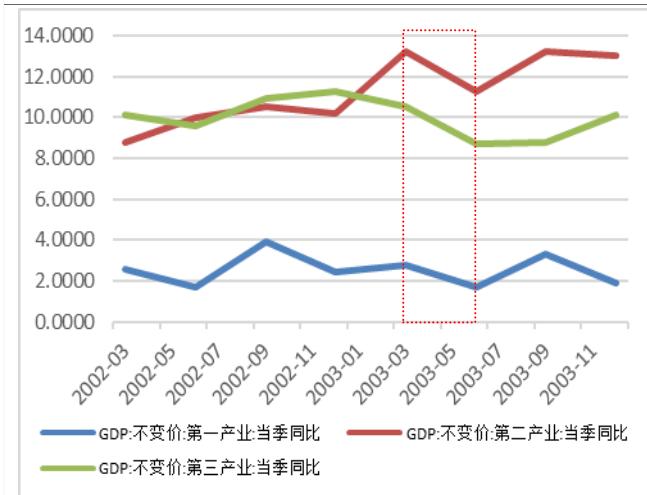


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

3.2 疫情结束后制造业修复最迅速

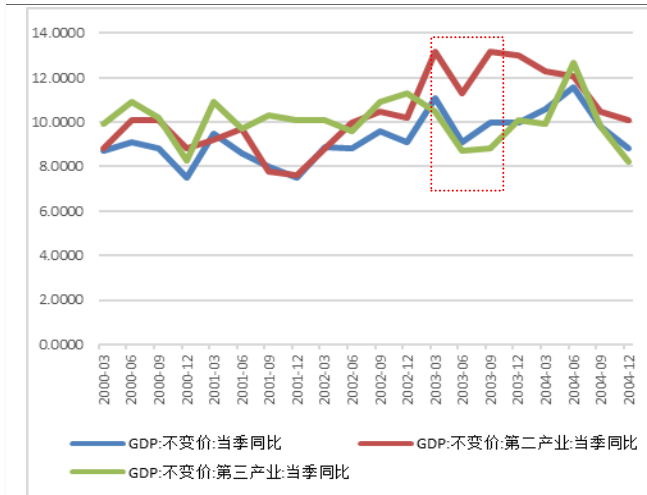
2003 年“非典”时期，疫情对三大产业均有一定冲击，其中对第三产业影响最大。在疫情最严重的 2003 年二季度，各产业 GDP 增速均较一季度出现明显回落，其中第一产业回落 1.1%至 1.7%，第二产业回落 1.9%至 11.3%，第三产业回落 1.8%至 8.7%，整体 GDP 增速回落 2%至 9.1%。从三大产业来看，2003 年二季度同比增速均不同程度出现下滑，但我们也可以看到疫情对第二产业和第一产业的影响比较短暂，对第三产业影响时间较长。三季度后，疫情逐渐得到控制，第二产业增长迅速恢复至一季度水平，第三产业直到四季度才出现明显改善。汽车制造属于第二产业，我们认为疫情对于制造业的影响是短期的，并且后期可以通过提高开工率等方式补回达成全年指标，负面冲击小于服务业即对第三产业的影响。

图 8 非典对三大产业均有所冲击



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 9 03 年非典疫情对全年汽车销量影响不大



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

3.3 后期国家“稳消费”政策可期

2 月 21 日，乘联会公布数据显示，2020 年 2 月上半月国内乘用车厂家零售销量同比大跌 92%，除春节假期影响外，销量暴跌的核心原因是疫情下汽车产销受到限制。中国汽车流通协会调查显示，截止 2 月 17 日，全国商用车行业综合复工率约 17%；二手车市场复工率仅 10%。2018 年以来汽车消费逐步走入谷底，2019 年出现更大力度的下行，此次疫情的冲击加剧了车市下行压力，有关部门正陆续出台稳定汽车消费的政策提振市场信心。

彭博社此前援引知情人士的消息称，中国有可能会将电动汽车购买补贴延长至今年之后以提振销量；亦有消息称国六排放标准将推迟实施，中汽协回应表示已向生态环境部、工业和信息化部提出有关建议。2 月



20 日，商务部举行新闻发布会，明确表示将深入贯彻落实中央关于“积极稳定汽车等传统大宗消费”的重要决策部署以及《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》精神，会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，减轻疫情对汽车消费的影响。同时，鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措，促进汽车消费。

2 月 21 日，广东省政府印发《广东省进一步稳定和促进就业若干政策措施》，政策提出，推动有条件的地市出台老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标，佛山市政府亦决定自 3 月 1 日起推行“促进汽车市场消费升级若干措施”的方案，消费者购买新车可直接获得政府 2000 元至 5000 元的资金补助。广东此举有望促使多地政府跟进实施从而带动汽车消费。

另外 2 月 15 日，交通运输部发布通知，2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。这将直接压低物流成本，也使物流企业能有效降低企业成本并激励企业开工，利好车辆需求。

4. 总结：短期供应压力凸显，中期价值修复值得期待

目前胶价尚未补足节前缺口，本文通过对于短期影响橡胶价格的“利空”因素进行分析，得出以下几点结论：

1、国内进口增量期主要集中在 2 月中下旬，到港量的集中增加和港上运力不足导致的滞港、港上货物积压及累库将是压制盘面的主要利空。

2、从目前橡胶下游复工复产的情况来看，从高到低依次是仓库、轮胎企业、物流运输企业。复工复产的加速或能逐步削减“库存”，但是从需求驱动的角度来说去库仍需要时间，往年的库存高位会出现在春节后，而今年由于物流运输受限，高位库存或维持至 3 月中下旬。

3、疫情影响下，乘用车产销均受到重挫，我们认为从现实情况来看，疫情对零售端的影响可能还将持续 1-2 个月的时间，被积压的购车需求有望在 2、3 季度释放。我们对车市持相对乐观态度。通过分析“非典”对汽车消费的影响、制造业的自我快速修复，我们认为当下发生的新冠肺炎或短期影响汽车消费，但 2020 年汽车需求企稳大局不变。车市在 2018 年出现拐点，经历了 2019 年的大幅下滑之后同期基数偏低，国内鼓励“汽车”消费政策的陆续出台将有望推动汽车销量在 2020 年企稳。

综上所述，对于橡胶价格或无需过于忧虑，后期如果出现上涨驱动即国内刺激汽车消费政策的陆续出台，橡胶价格仍有望起底回升，补足节前缺口。短期供应压力凸显，中期价值修复值得期待。操作上：主力合约 2005 预计短期仍将围绕 11000 平台偏弱整理，不排除可能再度下探至 2 月 28 日 10535 附近，中期投资者可以逢低建仓，获得价值修复溢价。



本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。



国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

金融理财部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521