



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290 号

戴高策

投资咨询证:

Z0015286

daigaoce@nawaa.com

0571-87839265

潮起潮落，重新出发

摘要

行情观点：一季度供应端逐渐过渡至停割期，行情随海外复苏尝试冲高后迅速回落。国内提前开割、海外疫情反弹订单趋于谨慎导致季末行情较为弱势，库存仍在去化，仓单同比仍属低位，白粉病也确有部分影响，大幅回落后底部支撑渐显，欧洲复苏节奏打乱，二季度或呈现底部缓慢抬升的慢牛趋势，预计波动区间：13500-16000。

核心逻辑：

1. 拉尼娜影响减弱，难有恶劣天气影响
2. 白粉病推迟版纳全面开割，开割初期供应影响一般
3. 乳胶仍有较好利润，海南原料继续分流
4. 基差大幅收窄，套利盘预期分歧
5. 内需良好，疫情反弹，海外复苏延后，暂难以带动创造新高
6. 宏观不确定性风险尚存，行至商品牛市尾端

操作建议：底部支撑逐渐显现，短期情绪消化宏观重新企稳后，09 合约 14000 左右仍然可以尝试多单，多 NR 空 RU 策略等待工厂消化原料库存，欧洲疫情稳定后重新介入。期现套利参与者可适度采用场外期权保护头寸收益。

风险点：拉尼娜现象重新加剧，病虫害加深，国际关系恶化，贸易摩擦搅局，战争，病毒变异疫苗失效，海外需求恢复不及

目录

第 1 章	一季度行情回顾：节后短暂绽放，后劲不足	4
第 2 章	停割季供应趋弱，病虫害扰动预期	4
2.1.	拉尼娜现象减弱，产区天气维持良好	4
2.2.	国内产出：初步开割，白粉病扰动预期	8
2.3.	主产国产量，对我国出口情况	10
2.3.1.	泰国	10
2.3.2.	越南	12
2.3.3.	印尼	13
2.3.4.	科特迪瓦	14
2.4.	合成胶强势，丁腈胶乳产能提升	15
第 3 章	内需复苏强劲，外需带动行情	17
3.1.	开工维持高位，成品库存向终端转移	17
3.2.	内需配套市场良好，政策继续推动	19
3.3.	替换需求表现一般	21
3.4.	制品维持增长，侧面体现浅色胶需求	22
3.5.	海外错配推动深浅回归，疫情反弹担忧再起	23
3.6.	库存	28
第 4 章	价差与套利	29
4.1.	基差大幅回归，套利盘心态分歧	29
4.2.	跨期价差	30
第 5 章	总结及策略建议	31
免责声明	32

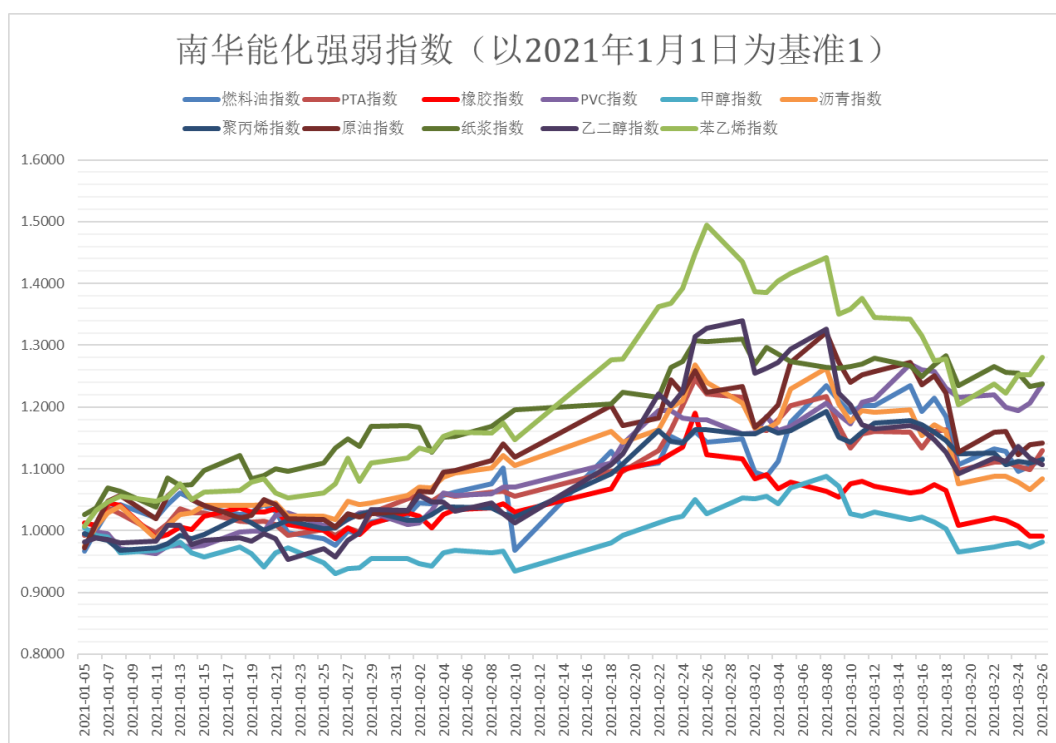
图表目录

图 2.1.1: Nino3.4 指数	5
图 2.1.2: 泰国南部降雨	5
图 2.1.3: 泰国东北部降雨	6
图 2.1.5: 印尼产区降雨	6
图 2.1.6: 越南产区降雨	7
图 2.1.7: 海南产区降雨	7
图 2.1.8: 西双版纳产区降雨	8
图 2.2.1: 云南产量分布	9
图 2.3.1: 泰国各年度产量	10
图 2.3.2: 标胶加工利润	11
图 2.3.3: 自泰国天胶进口	11
图 2.4.1: 丁腈胶乳价格	15
图 2.4.2: 丁腈乳胶进口统计	16
图 2.4.3: 合成胶与全乳胶价差	16
图 3.1.1: 全钢胎开工率	17
图 3.1.2: 半钢胎开工率	18
图 3.2.1: 汽车销量同比	20
图 3.2.2: 各年重卡销量	20
图 3.3.1: 公路货运量	21
图 3.3.2: 物流业景气指数	21
图 3.4.1: 制品出口	22
图 3.4.2: 手套出口	22
图 3.5.1: 乘用车、商用车轮胎出口量	23
图 3.6.1: 青岛区内外库存	28
图 3.6.2: 交易所期货库存	29
图 4.1.1: 非标基差	30
图 4.2.1: 5-9 价差	31

第1章 一季度行情回顾：节后短暂绽放，后劲不足

2020 年一季度，天然橡胶整体走出了波动较为剧烈的行情，但从南华商品指数上看，实际天然橡胶的表现能在能化板块当中偏弱。一月份行情以震荡为主，整体波动较小。春节后，由于全球主要产区进入停割期，交割品库存水平与去年 10 月相近仍处低位，叠加海外复苏预期，行情波动急剧加大，快速大幅上行一度突破 17000 点高位，但国内提前开割，需求复苏不及预期等因素影响下 2 月 25 日触及涨停释放情绪后行情急转直下，至一季度末，行情已回调至低于年初的位置。当前 14000 下方仍呈现出了部分支撑，天然橡胶重新进入震荡区间蓄势，短期矛盾尚不突出。

图 1.1.1：南华能化指数变化



数据来源：Wind 南华研究

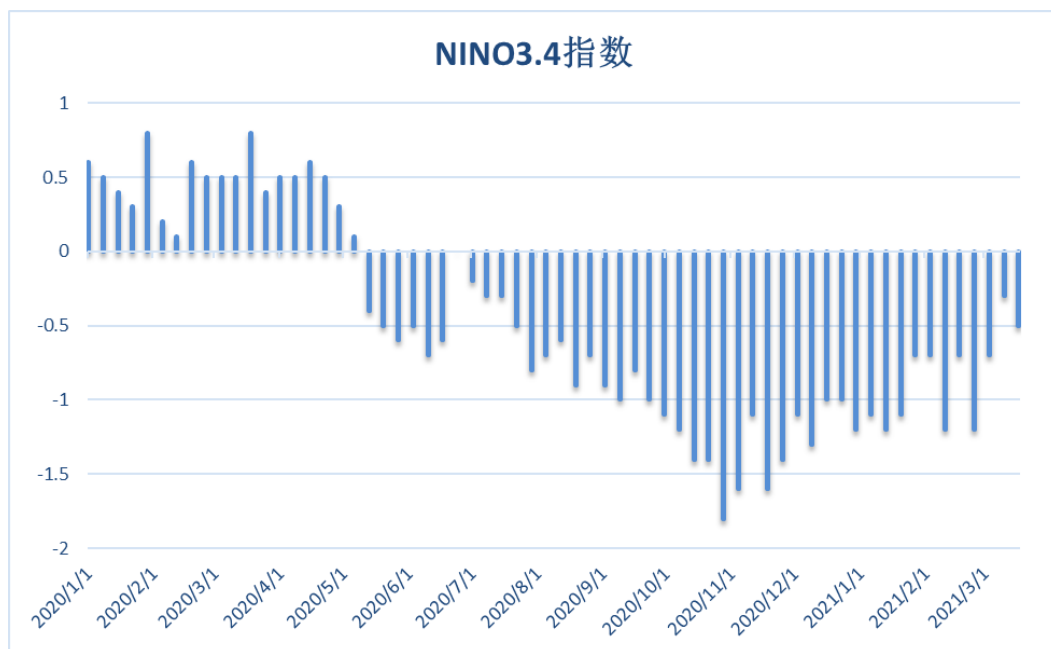
第2章 停割季供应趋弱，病虫害扰动预期

2.1. 拉尼娜现象减弱，产区天气维持良好

2020 年拉尼娜现象影响下多出现极端天气影响产出，进入 2021 一季度以后这样的情况有所转变，Nino3.4 指数逐渐回升，截止 3 月 17 日，Nino3.4 指数回升至-0.5，已经属于较弱的拉尼娜现象。从绝大部分的产区状况来看，一季度也并未发生较为严重的气候或气象问题。但根据 NOAA 预计，泰国南部、马来西亚、印尼部分产区降水偏多的情况将一直持续到 8 月，轻度拉尼娜现象仍会影响产区产出，但我们认为出现大的天

气灾害的可能性不大。

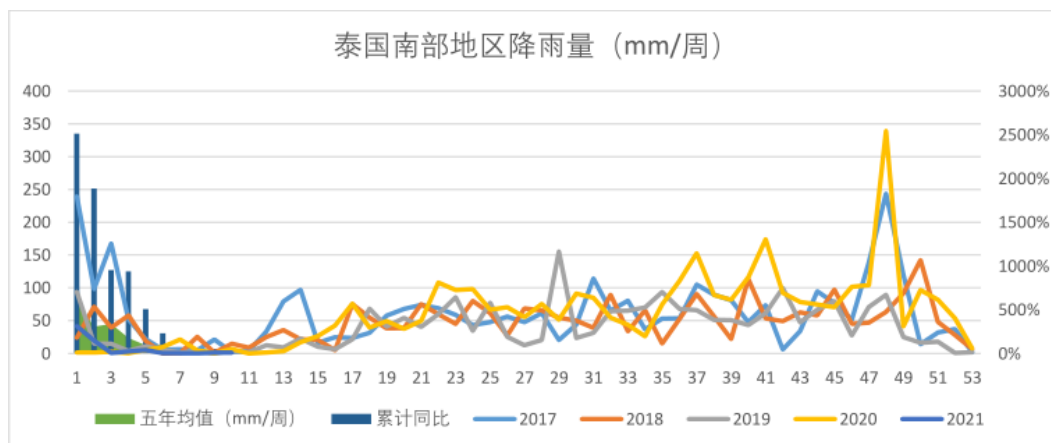
图 2.1.1: Nino3.4 指数



数据来源: Wind Weatherzone 南华研究

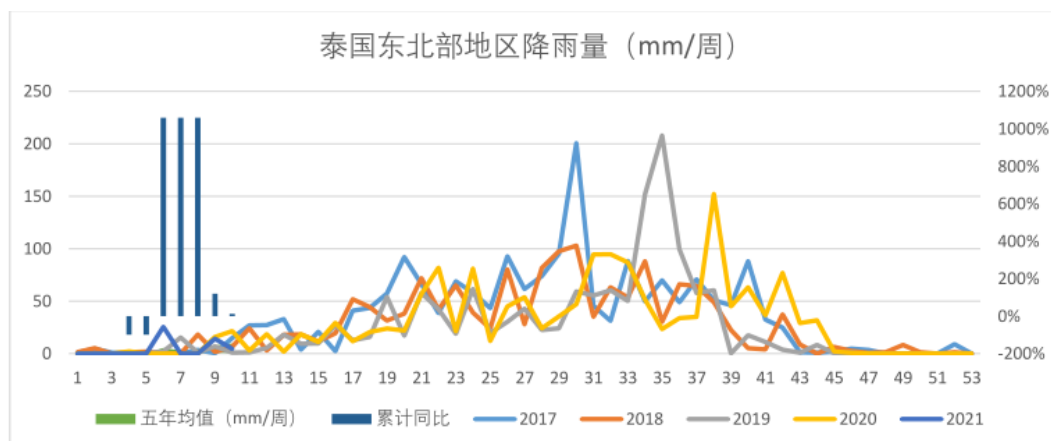
泰国产区方面,进入停割期后天气相对较为稳定,由于并不是雨季,降水累计变化参考性较为一般,但从整体降水情况来看,前三个月降水在相对正常的范围内,南部产区累计降水略微多于往年同期。从天气预报来看,4 月份降水仍在合理范围内,宋干节后开割预计较为顺利。

图 2.1.2: 泰国南部降雨



数据来源: Wind 南华研究

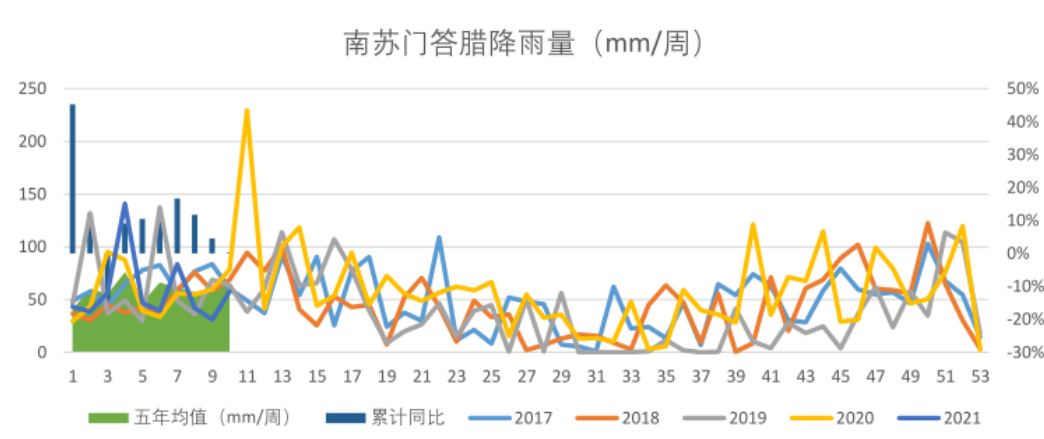
图 2.1.3: 泰国东北部降雨



数据来源: Wind 泰国气象局 南华研究

印尼产区方面，主要产区南苏门达腊岛位于赤道南侧，减产季仍在开割当中，整体降水保持在相对合理水平，至3月中旬累计降水同比增量仅在0.35%，与往年同期较为接近。对于产出的影响并不大，进入4月份以后，天气预报显示降水有一定的增强预期，如遇连续强降雨可能缩短割胶时间，并可能利于真菌病的传播，需要持续关注二季度的天气变化。

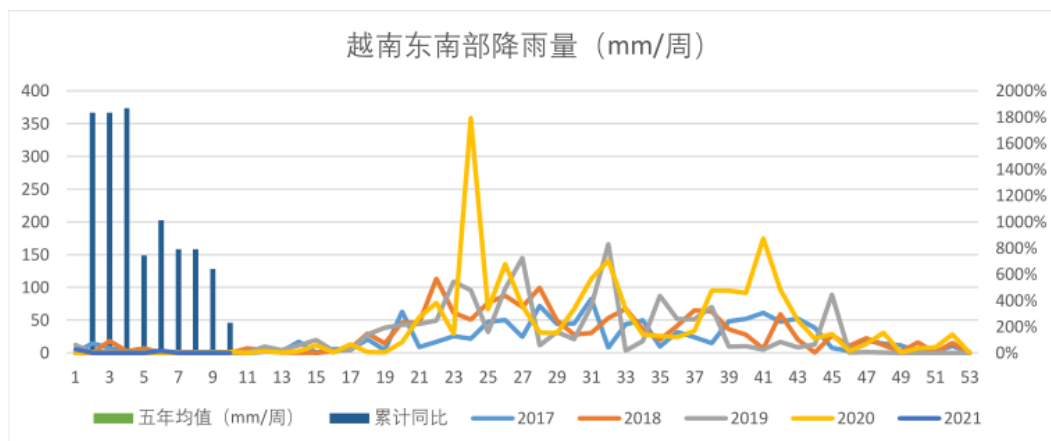
图 2.1.4: 印尼产区降雨



数据来源: Wind 路透 南华研究

越南产区方面，停割季降水略有偏多，从东南部的降水量来看，累计同比也明显高于往年，利于割季新叶抽芽但需要警惕湿度可能引发的病虫害影响。

图 2.1.5: 越南产区降雨

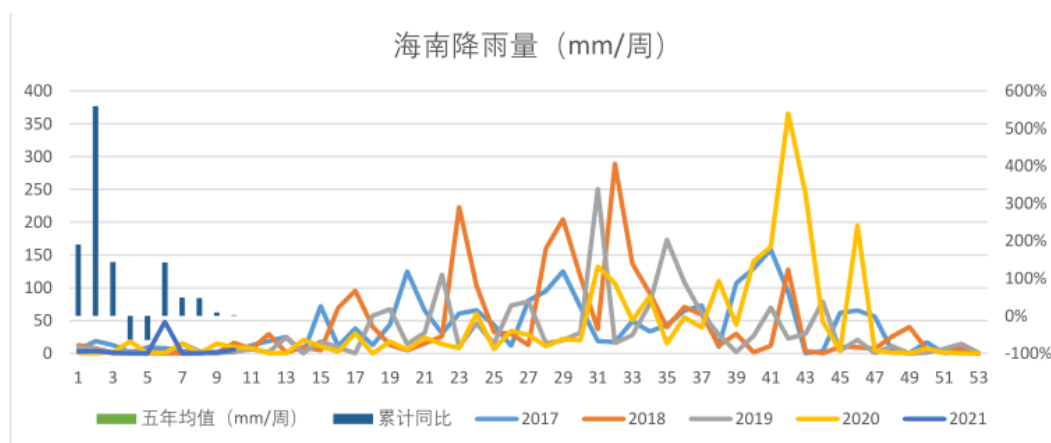


数据来源: Wind 路透 南华研究

国内产区方面天气状况有一定的分化，海南产区降水、气温均较为平稳，胶树生长较为良好，预计清明节以后能逐渐进入正常开割，从天气预报看未来也暂无大的极端天气影响。

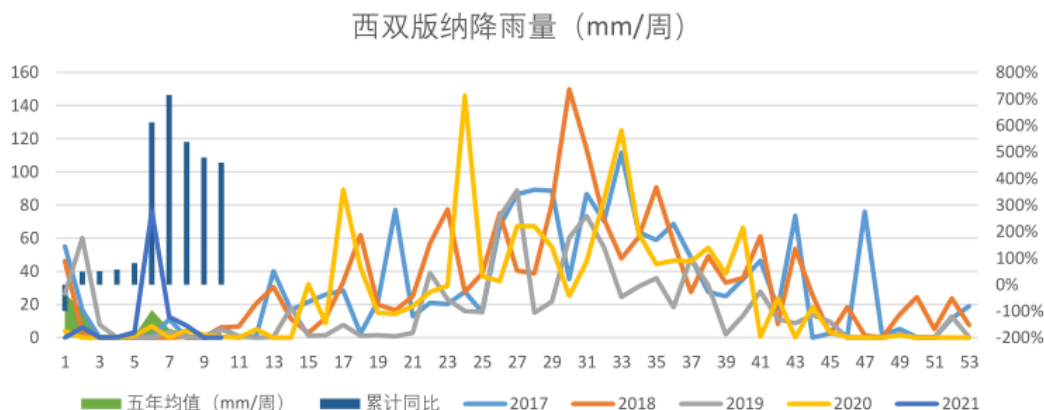
版纳方面，由于去年同期经历了较为明显的干旱影响，一季度累计降水同比虽然在较高水平，但实际的降水增量较为有限，从产区调研了解到3月20日前由于降水较少并未有明显的提前开割。在季末出现降水后，部分病虫害防治较好的胶园开始开割，但未来半个月再度进入无明显的降水的环境下，预计开割初期云南地区天气较为一般，且病虫害防治仍较为严峻。

图 2.1.6: 海南产区降雨



数据来源: Wind 路透 南华研究

图 2.1.7: 西双版纳产区降雨



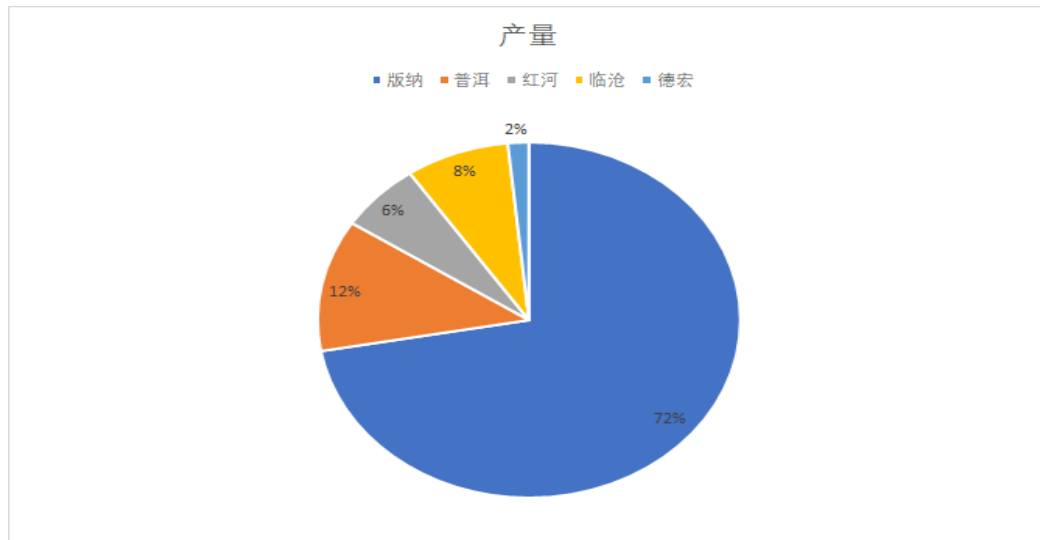
数据来源: Wind 路透 南华研究

2.2. 国内产出：初步开割，白粉病扰动预期

2021 年国内产区情况相较于 20 年已有所好转，2 月底开始即有部分提前开割的预期施压行情走弱。从调研了解到 3 月初确有小部分试割，但版纳地区遭遇了较为严重的白粉病，由于版纳整体产量超过云南总量的 70% 因此白粉病实际的影响对于开割预期的变化较为明显。从农垦病虫害监测报告上看，景洪地区防治 2-3 次的林段白粉病中度发生，为防治的胶园基本已经落叶需等待重新抽芽。勐腊地区当前白粉病重度发生，病情指数在 60 左右，预计未来也会落叶，孟连大部分林段也有中度病害。白粉病影响较为明显，我们预计全面开割可能延迟到 4 月中下旬，详细情况可参考笔者清明后的调研报告。另一方面，开割后还需要关注云南今年乳胶原料挤占情况，去年乳胶厂资金压力偏紧离心机开机数大概在一半左右，今年可能提升产量，也会分流部分交割品原料。

海南产区无大的病虫害影响，天气也较为良好，预计 4 月份开割相对较为顺利。从近期的乳胶价格对比，乳胶加工利润仍然十分可观，因此开割初期大部分原料预计仍然进入浓乳产线，对交割品产出的影响预计不大。

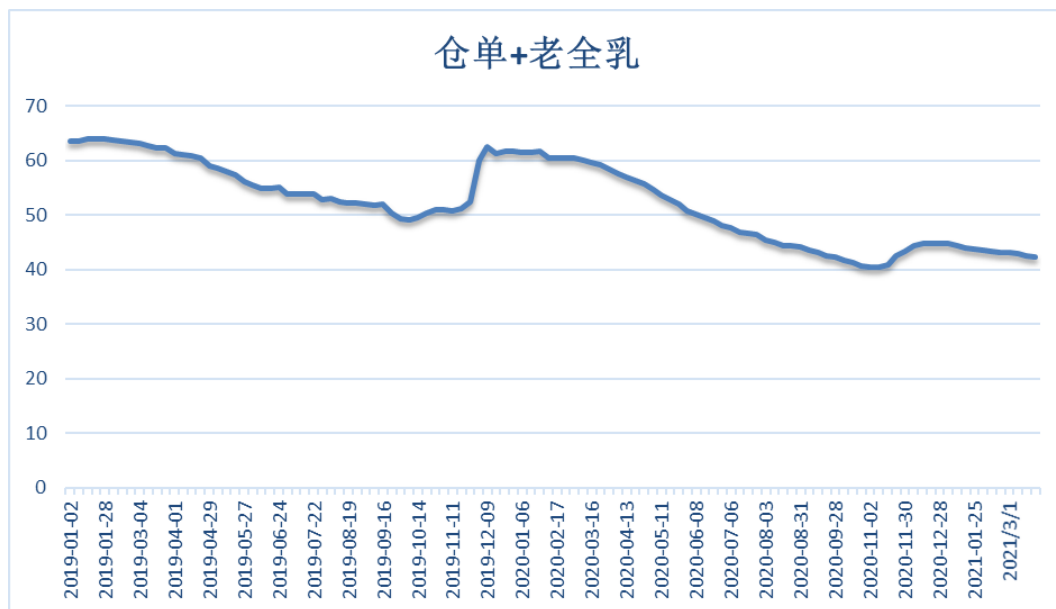
图 2.2.1: 云南产量分布



数据来源: Wind 南华研究 泰国海关

一季度末，老全乳与仓单仍处于去化的态势内，总量与去年 10 月份相近，如 4 月份云南产区仍然受到病虫害影响无法放量则全乳胶仍有去化的预期，近期收胶价格低于 12 元，实际割胶意愿较为一般，劳工离家情况较多对于未来产出也有一定的影响。虽然同比仍处于相对低位，对于回调后行情有一定的支撑，但从去库存的速度看，较为缓慢，我们不认为会有再次强势逼空的可能。

图 2.2.2: 全乳胶库存总量



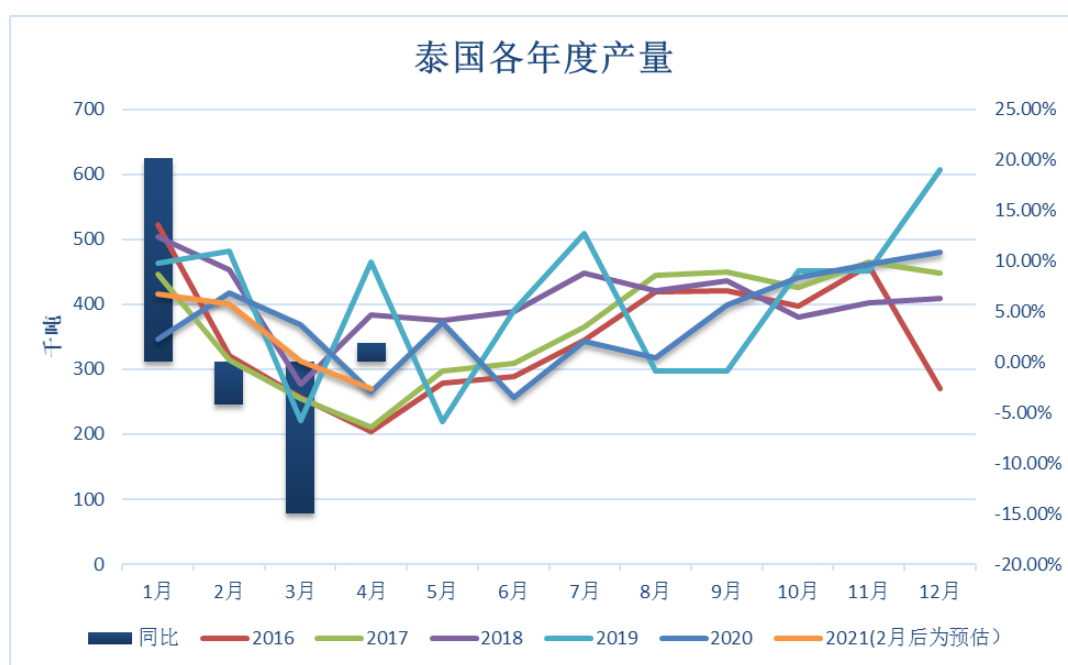
数据来源: Wind 南华研究 泰国海关

2.3. 主产国产量，对我国出口情况

2.3.1. 泰国

泰国今年仍有疫情影响，缅甸、老挝等国的劳工跨境仍然较为困难，劳工不足仍会给产出带来部分的不利影响。一季度泰国整体产出预计稳中略减，ANRPC 对于 2、3 月的产出预期给了较大的减量，笔者并不赞同。从一些泰国工厂的了解来看，停割期前产区多有备货惜售，而实际产出较为正常，更多的是旺盛的乳胶加工意愿将胶水价格推高，同时欧美复苏加强对于标胶的需求也带来了一部分价格上行的动力。对平衡表做一修正后，我们预计 2、3 月产出略有下滑，4 月份天气较好开割顺利同比会有小幅回升。但当前泰国工厂的成品库存不高，原料库存也在一般水平，未来开割后预计价格在库存支撑下尚能维持在较好的水平。

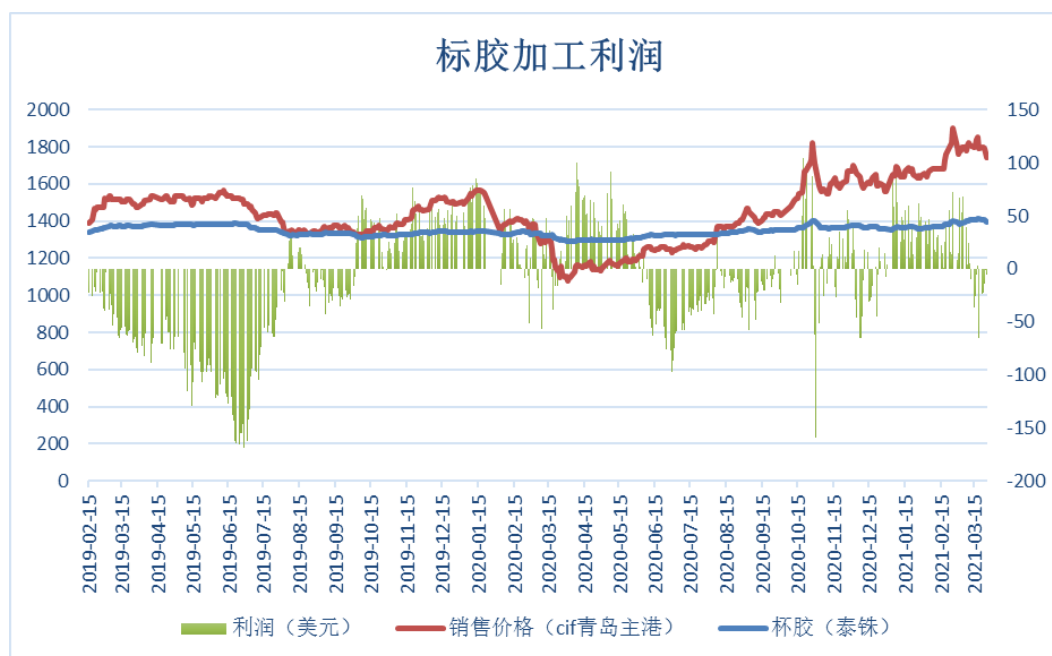
图 2.3.1：泰国各年度产量



数据来源：Wind 南华研究

标胶加工利润仍然有轻度亏损，原料对于标胶价格仍有一定的支撑，前期欧洲市场复苏加大采购给标胶带来了较好的利润空间，但随着各国疫情反弹，订单趋于谨慎标胶再度承压，利润收窄。3 月下旬，由于部分中国国内贸易商在基差大幅收窄后获利平仓甩货，向工厂出售了一定量的标胶，也一度导致现货端价格踩踏，急剧回落。当前价格下虽然交投气氛一般，但成本支撑尚可，继续大幅下行空间并不太大。

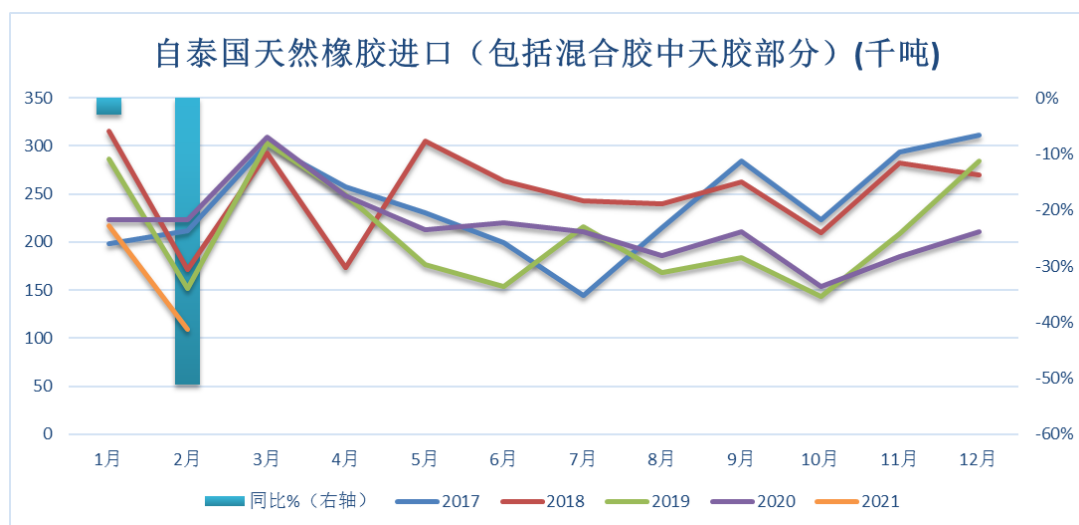
图 2.3.2: 标胶加工利润



数据来源: Wind 南华研究 QINREX

1-2 月份, 泰国出口到中国的天然橡胶 (包括混合胶中部分) 总量在 52.1 万吨左右, 累计同比下降在 9.4% 左右。由于年初集装箱运力不足以及春节的影响, 导致部分船期延后因而我国进口数据同比下滑会更加明显, 同时, 延后的出口量可能在 3 月份造成我国进口的重新回升。近期随着欧美市场复苏, 美金标胶价格更为强势, 利润空间也更好, 混合胶出口的意愿有明显的下滑, 我们从贸易商处了解到 4 月份到港的混合胶数量可能有明显下降, 未来需要警惕因此带来的胶种间的行情变化。

图 2.3.3: 自泰国天胶进口

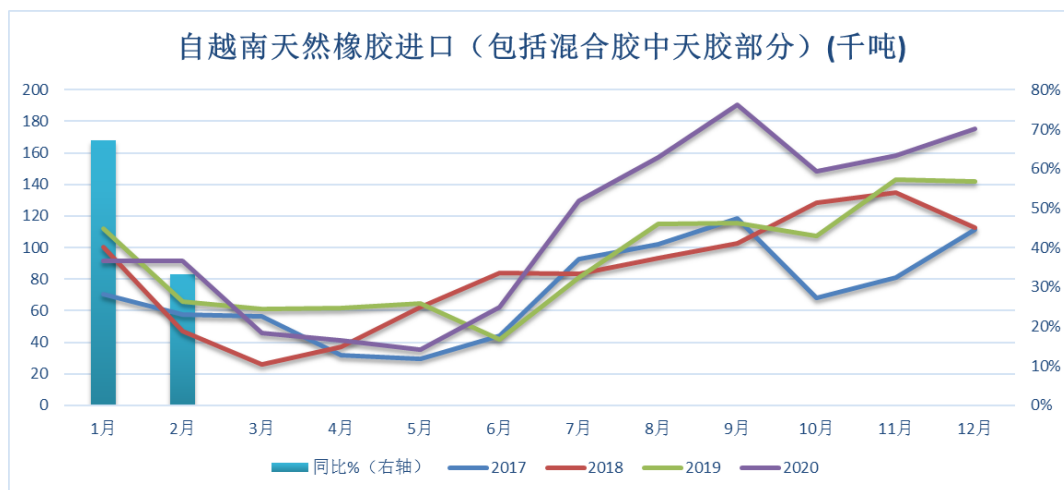


数据来源: Wind 南华研究

2.3.2. 越南

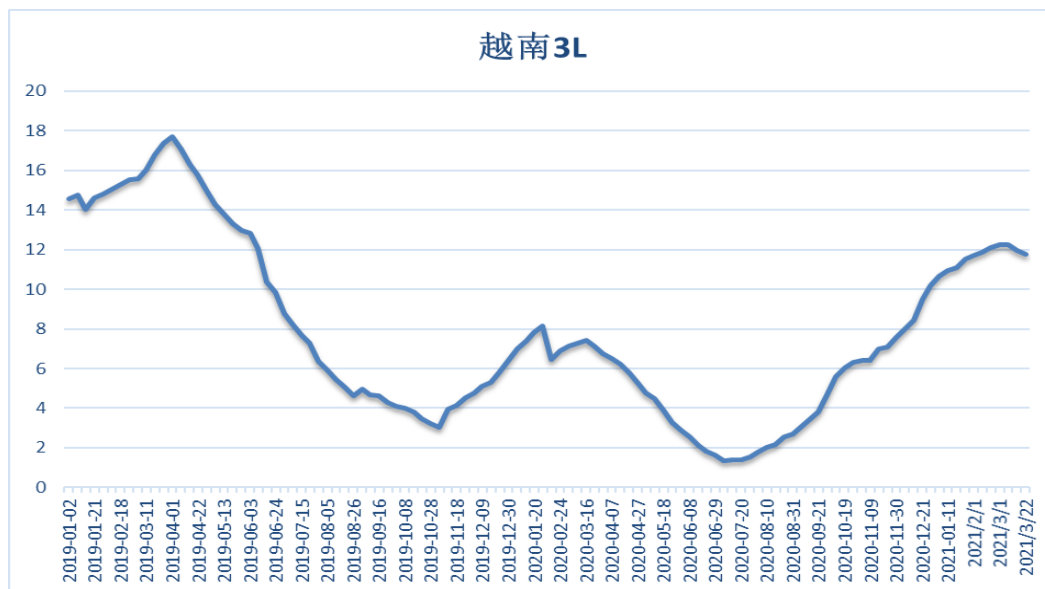
越南的树龄近几年产能仍处于增长期，今年预计仍能保持较好的增产势头，疫情对于越南的影响已经极小，前两月整体产出增长明显，供应上的压力也造成了 3L 一直处于贴水全乳的状态，进入停割期出口下滑后才略有改善。1-2 月越南出口天然橡胶同比增 57%至 10.7 万吨，各品种均呈现不同程度的增加；天胶出口中国 1.9 万吨，同比增 98%；混合橡胶出口中国同比增 73%至 18.5 万吨。从 3L 的库存上来看，已出现轻度去库，前期累库速度也并不如进口增量那般明显，一定程度上说明国内浅色胶需求仍然维持较为良好的水平。

图 2.3.4：自越南天然橡胶进口



数据来源：Wind 南华研究 海关总署

图 2.3.5：越南 3L 库存

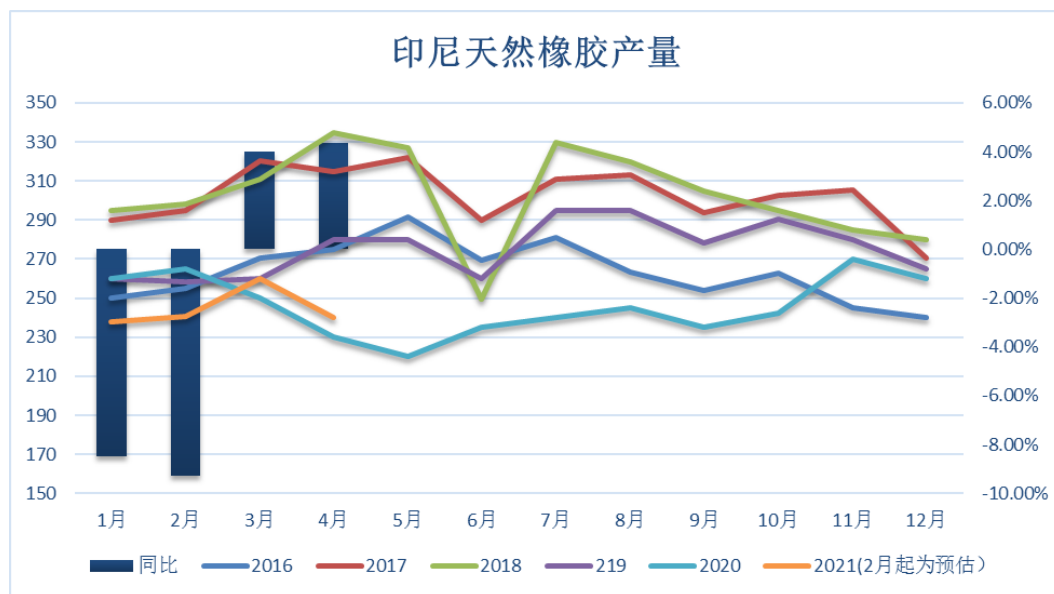


数据来源：Wind 南华研究

2.3.3. 印尼

印尼方面疫情始终未有明显的控制，日新增仍在 4、5 千左右的水平，对于当地生产仍有部分影响。但印尼主要出口欧美，随着欧美需求的复苏未来一段时间在需求支撑下或有小幅增产意愿。中长期考虑来看，印尼胶树的树龄偏大，4 月份以后仍有强降水影响，近两年多处于产出下滑的态势中，21 全年产出预计仍是有轻度减产。

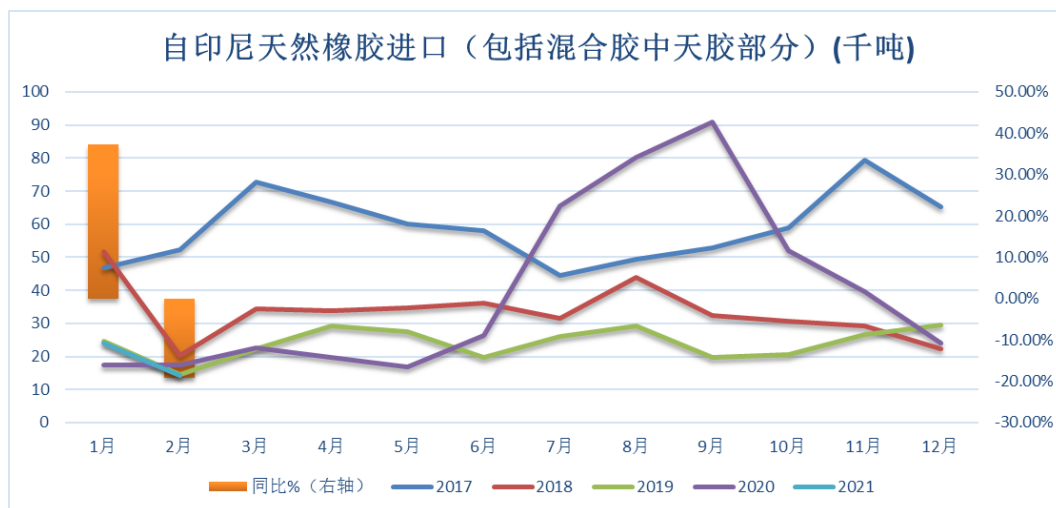
图 2.3.6: 印尼各年度产量



数据来源：南华研究

印尼 1-2 月天胶出口 40.9 万吨，同比降 4%。从各品种来看，标胶出口 39.9 万吨，同比降 4.3%；烟片胶增 18.4%；乳胶降 71%。我国进口方面，整体表现持稳，也有部分船期延后，下游使用印尼胶的工厂仍然不多，交割以及流通的意愿一般，总量仍然不算太大，对于整体国内供应的影响一般。

图 2.3.7: 自印尼天然橡胶进口

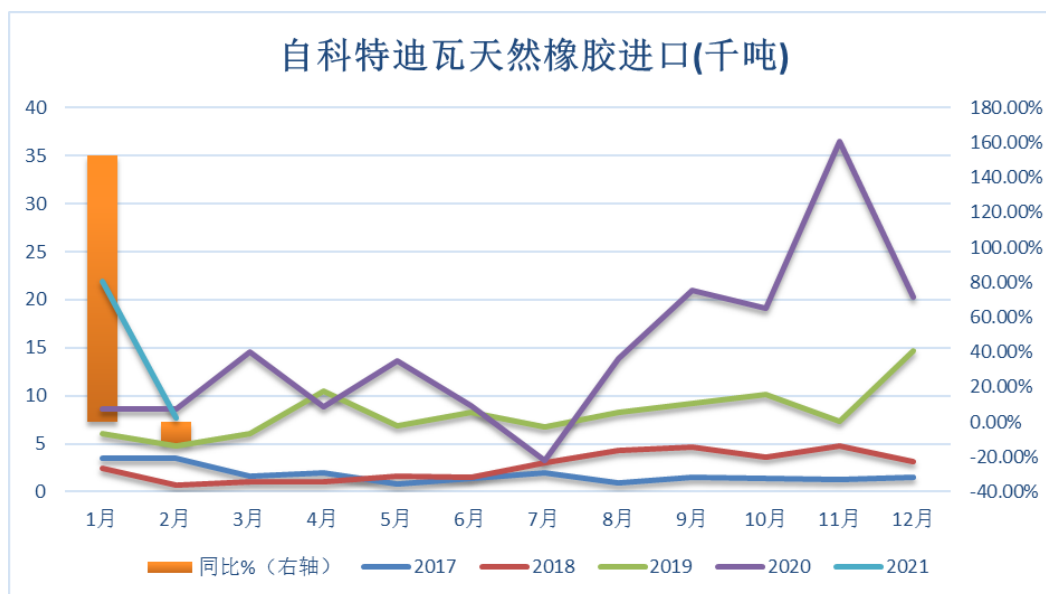


数据来源: Wind 南华研究 海关总署

2.3.4. 科特迪瓦

科特迪瓦树龄较为年轻, 近几年仍然处于快速增长的周期内, 我国 1-2 月自科特迪瓦进口天然橡胶 2.95 万吨, 因为基数较低, 较去年增长近 70%, 非洲胶在国际上的使用量不断增加, 但由于船期较长, 途中价格波动风险较大, 质量也仍然参差不齐, 我国进口的实际量仍然较少, 对于大的格局影响较小。

图 2.3.8: 自科特迪瓦天然橡胶进口



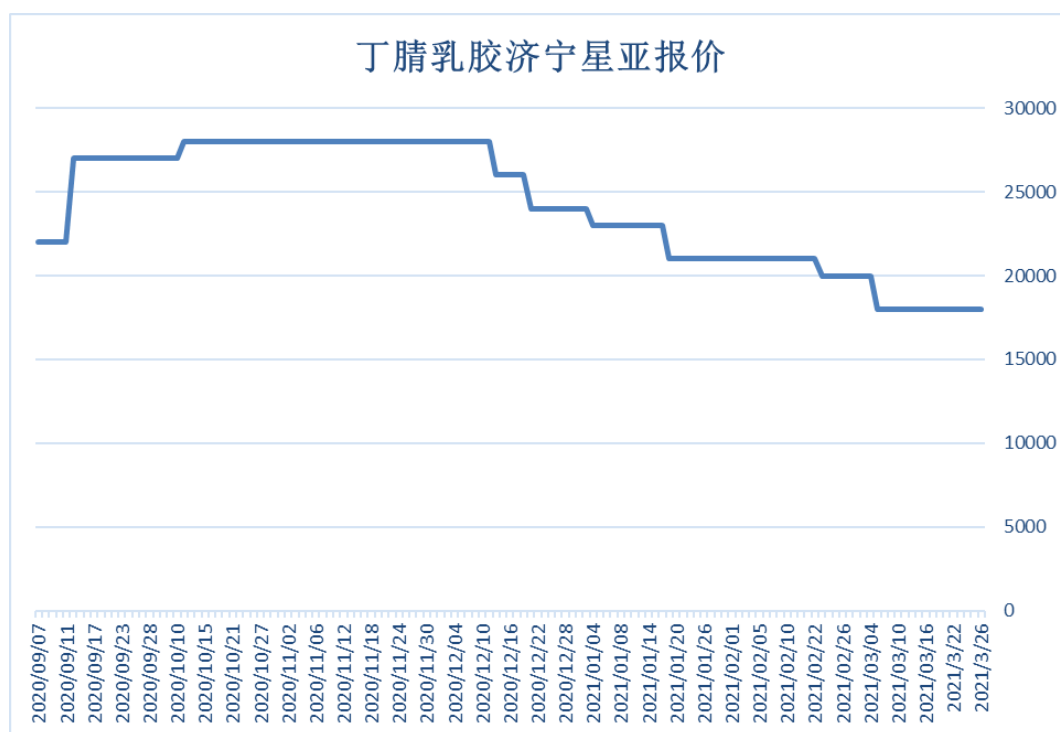
数据来源: Wind 南华研究 海关总署

2.4. 合成胶强势，丁腈胶乳产能提升

疫情反复手套需求大幅增长，手套行业利润仍然保持在较高位置，据了解订单至少可以排到下半年，需求端仍然表现的十分强势。但高额利润刺激下丁腈胶乳新投产装置较多，去年年底已有 40 万吨新装置投产，从一季度的丁腈胶乳价格来看，产量提升后价格已有明显的下行，近期华北的丁腈胶乳现货报价已经回落至 18000 左右，但相比于浓乳价格仍然在极高位置。

合成胶方面，由于两套装置意外停车，导致国内合成胶产量受到了较大的影响，一季度原油也有较为强势的抬升，带动上游原料反弹，顺丁与丁苯橡胶价格持续走高，当前已经升水全乳胶，升水混合的幅度则更为明显。继续保持这样的价差表现，已有部分厂家考虑更换配方，对于天胶会有一定的替代效应，支撑底部行情企稳。

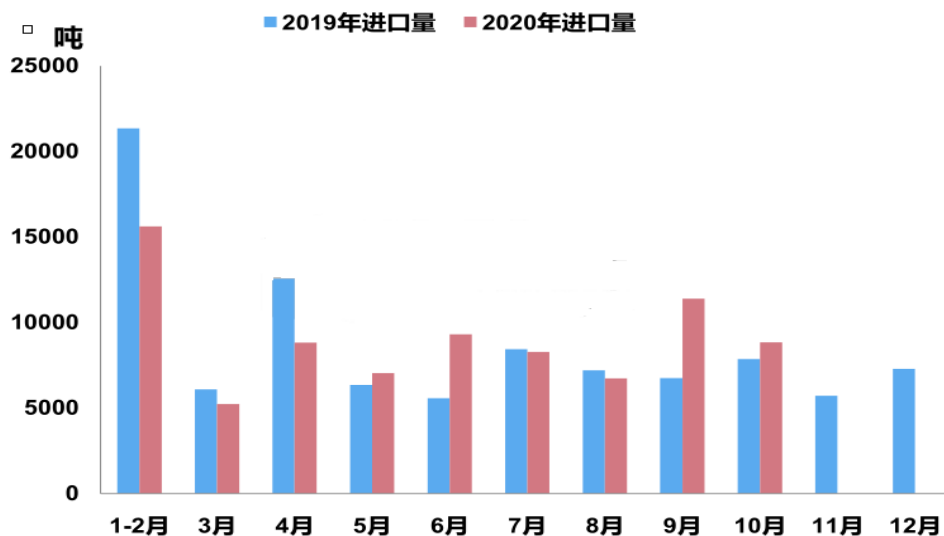
图 2.4.1：丁腈胶乳价格



数据来源：Wind 南华研究 隆众资讯

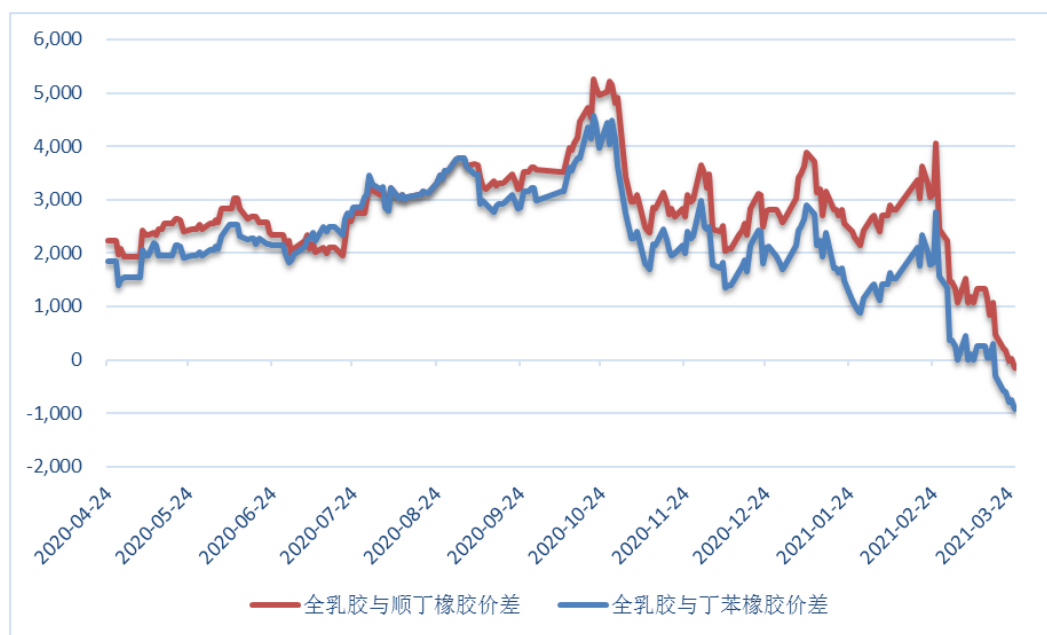
图 2.4.2: 丁腈乳胶进口统计

2019-2020年中国丁腈胶乳进口量统计表



数据来源: Wind 南华研究 中橡协

图 2.4.3: 合成胶与全乳胶价差



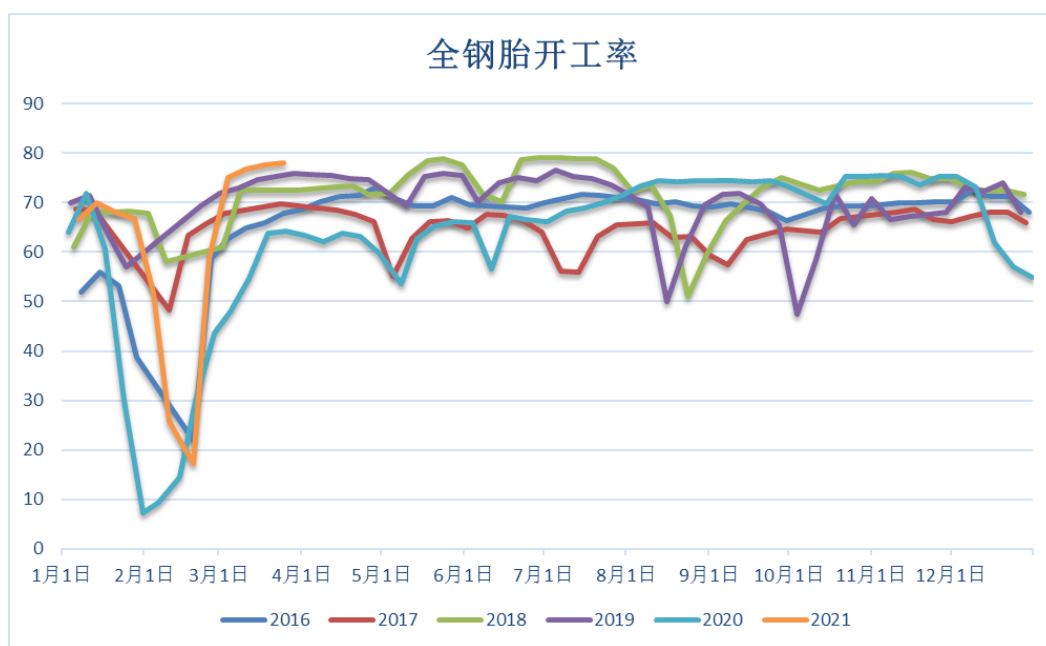
数据来源: Wind 南华研究

第3章 内需复苏强劲，外需带动行情

3.1. 开工维持高位，成品库存向终端转移

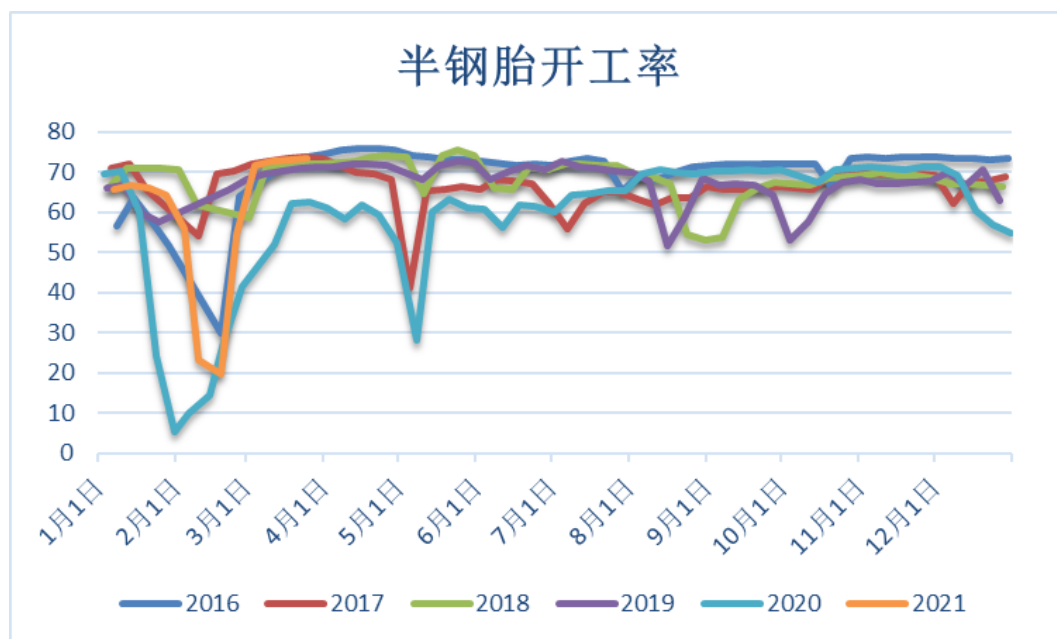
一季度，国内下游表现良好，轮胎厂家开工同比维持小幅增长，相较于往年同期一大不同是今年春节假期在国家鼓励就地过节的政策支持下，工厂放假停工的时间要少于往年。复工较快，开工率也一直保持在高位，使得前两月的轮胎外胎产量已经达到了13320.8万条，同比19年也有大幅增长。由于原料端在上1、2月份经历了较为明显的涨价，轮胎厂连续发布涨价函，推动较快速度出货，库存已经向终端经销商与社会转移。截至3月下旬半钢胎样本企业平均库存周转天数在26.18天，全钢胎样本企业平均库存周转天数在24.5天，均与去年同期相近，处于相对低位。对比一季度进出口量与区内外库存表现，往年同期会有部分深色胶累库，而今年一季度不但未出现累库还有轻度去库，也印证了轮胎厂较好的订单表现与原料消化。

图 3.1.1：全钢胎开工率



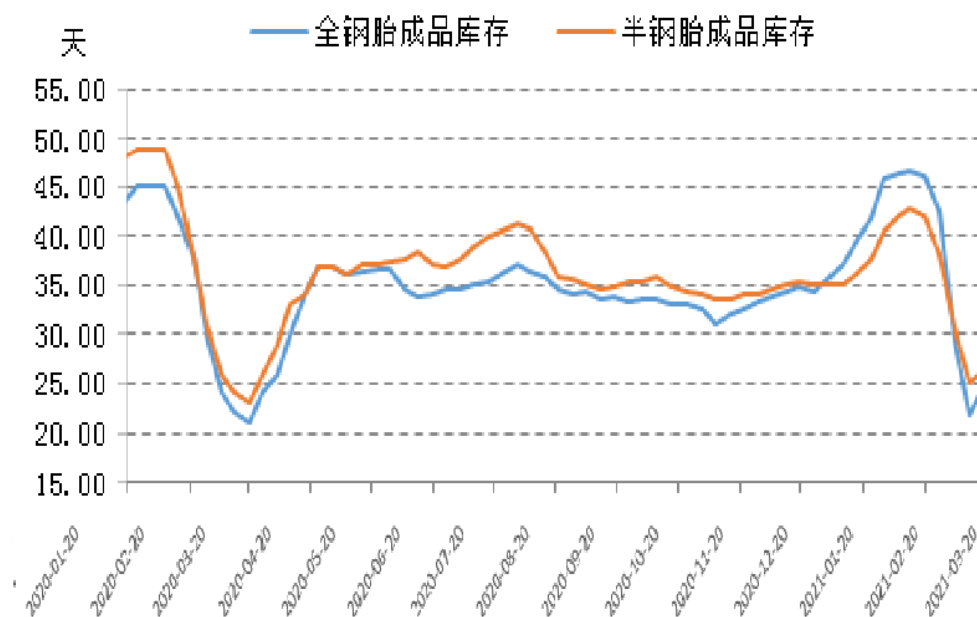
数据来源：Wind 南华研究 Qinrex

图 3.1.2: 半钢胎开工率



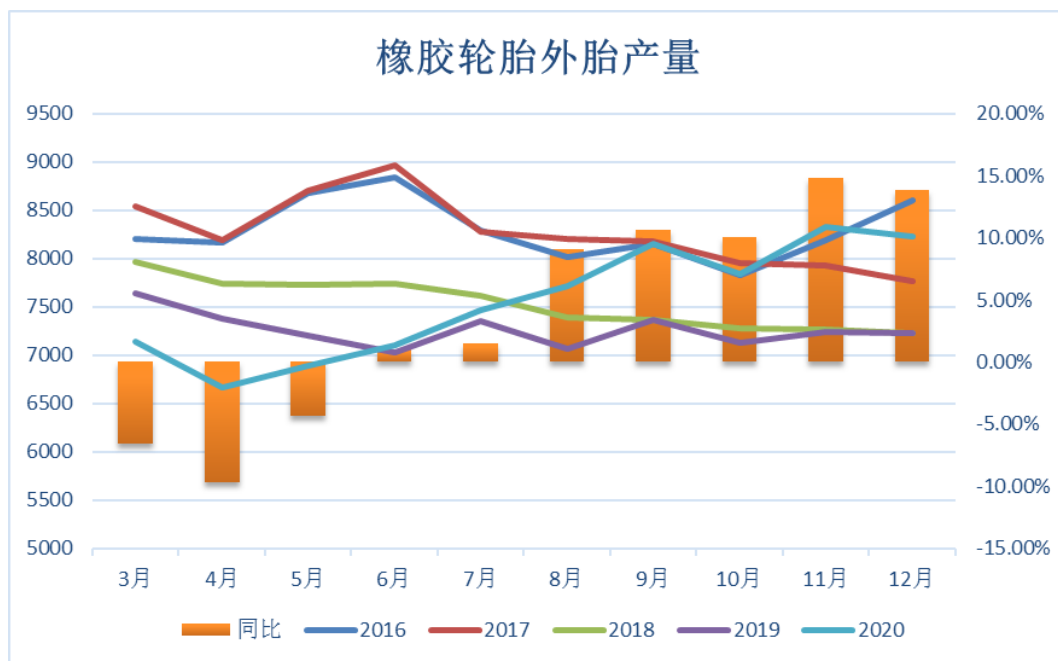
数据来源：南华研究 Wind Qinrex

图 3.1.3: 轮胎成品库存



数据来源：南华研究 隆众资讯

图 3.1.4：轮胎外胎产量

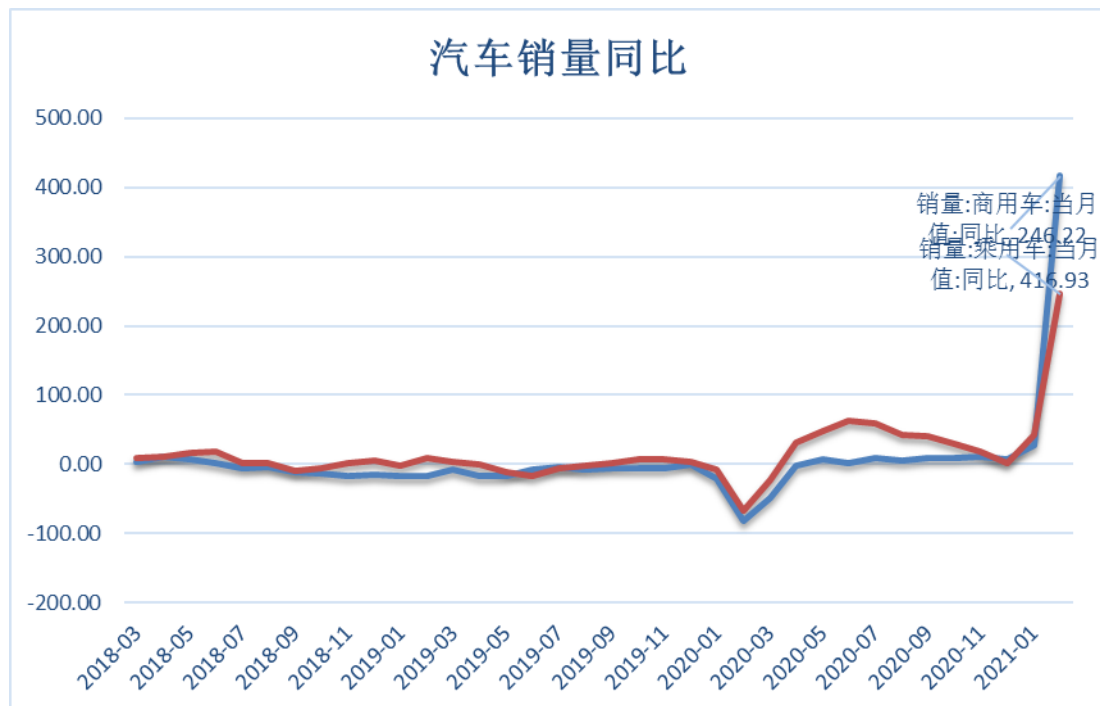


数据来源：Wind 南华研究 Qinrex

3.2. 内需配套市场良好，政策继续推动

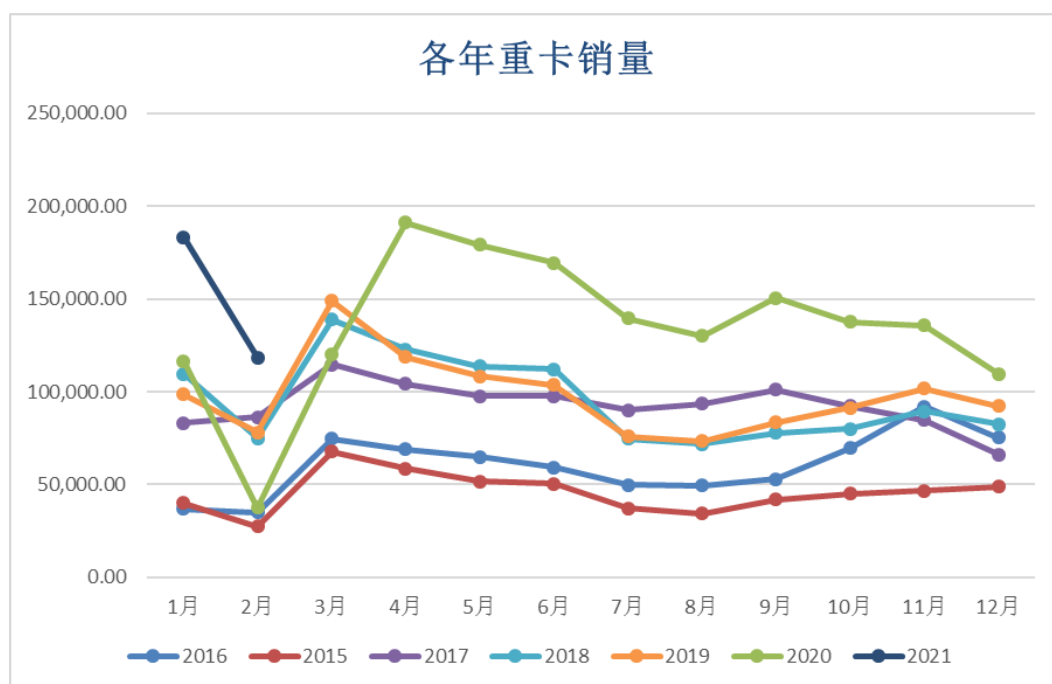
内需方面，二季度配套市场仍无需有大的担忧，乘用车市场继续维持相对良好的表现，数据显示，2021 年 2 月乘用车市场零售达到 117.7 万辆，同比受到疫情影响最大的 2020 年 2 月增长了 371.9%，同比 2019 年 2 月增长 0.3%，今年 1-2 月的零售累计达到 333.8 万辆，同比增长 69.6%。近期芯片不足的问题带来部分汽车生产的隐忧，但对于天然橡胶配套需求的影响预计不会太大。重卡方面则更是再创新高，据第一商用车网数据显示，2021 年 2 月，我国重卡市场预计销售各类车型超过 11 万辆，同比大幅增长约 200%，虽然由于去年疫情导致基数较低同比数据参考性一般，但实际产销数量仍然创造了多年来新高。1、2 月房地产投资数据表现好于预期，2 季度加速淘汰国三重卡的政策仍然会继续发力，至少在下半年国六政策落地以前，预计重卡销售仍能维持在较好的水平。进入下半年后则可能逐渐走弱，需要关注新的政策刺激，短期配套内需维持偏强预期。

图 3.2.1: 汽车销量同比



数据来源: 乘联会 wind 南华研究

图 3.2.2: 各年重卡销量

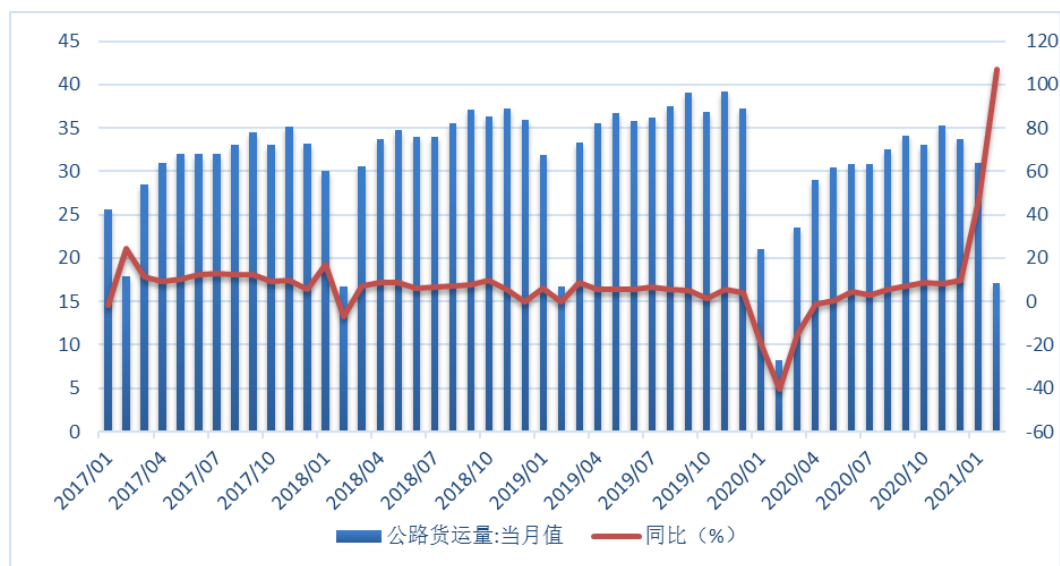


数据来源: 第一商用车网 南华研究

3.3. 替换需求表现一般

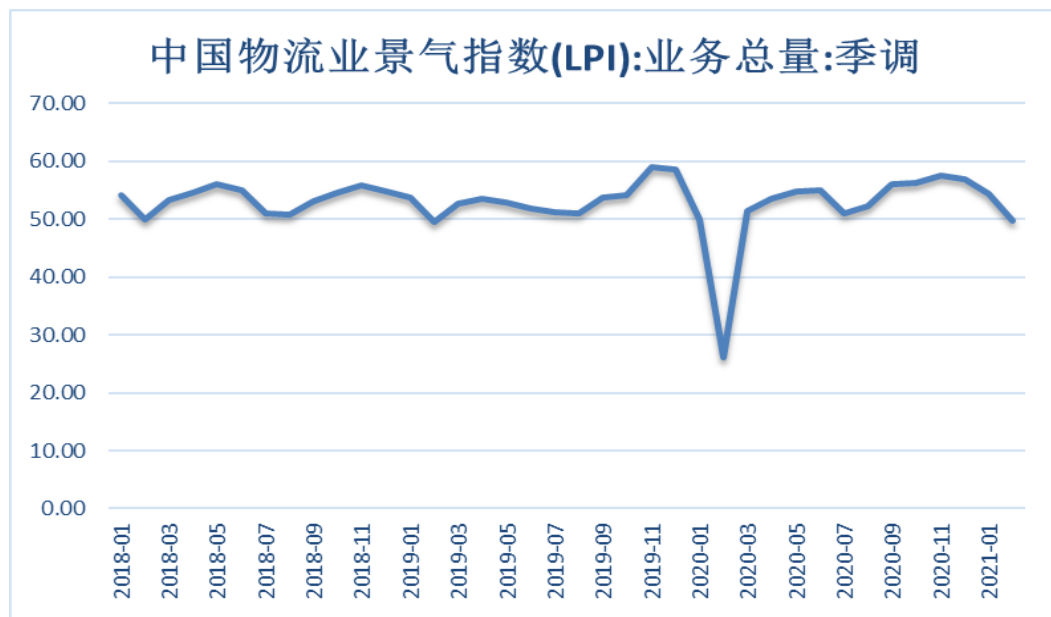
替换需求方面，公路货运量的统计口径略有变化，因此统计局的数据持续呈现同比回升的态势，但从数据绝对值与经销商的实际销售情况看，实际的替换需求较为一般，走货略有迟缓。物流业景气指数也呈现了一定的下滑趋势，如果继续维持这样偏弱的态势，替换一端可能无法接受涨价，逐渐带来负反馈。

图 3.3.1：公路货运量



数据来源：南华研究 Wind

图 3.3.2：物流业景气指数

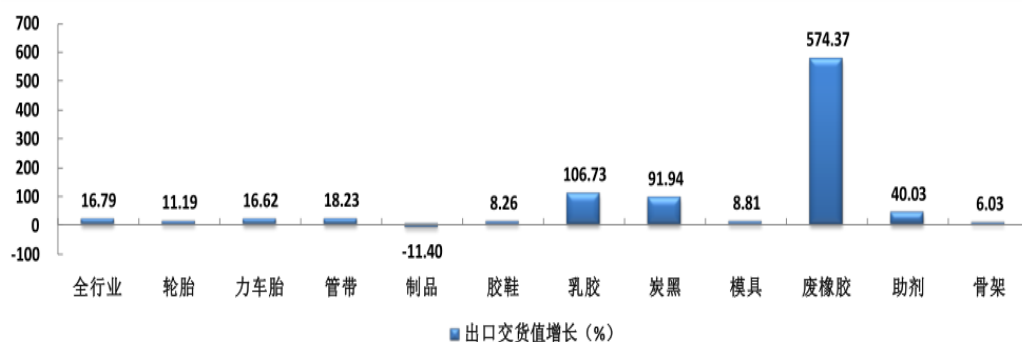


数据来源：南华研究 Wind

3.4. 制品维持增长，侧面体现浅色胶需求

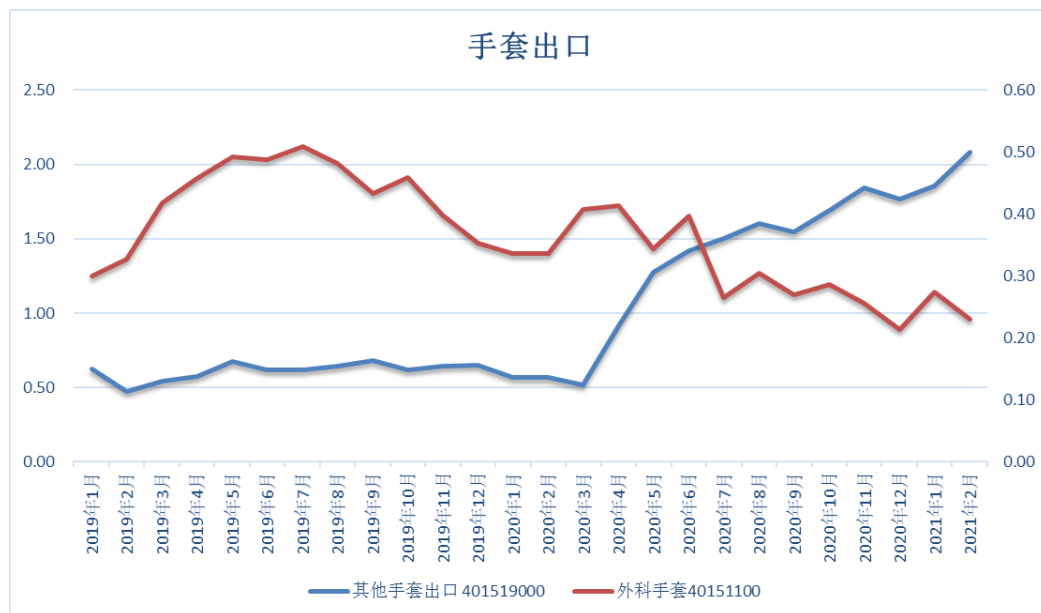
下游广义制品需求则好于我们前期预期，1 月份天胶下游各项出口数据均有不同程度的增长，尤其是乳胶制品仍然保持着较高增速，从手套出口数据来看，外科手套出口在去年略有回落后高位持稳，其他手套则继续维持高增速出口增长。海外疫苗分发生产在年中以前无法达到群体免疫的要求，我们预计可能要在 3 季度以后才能形成较强的疫苗免疫，乳胶手套等医用制品的使用习惯仍然能带来较强的订单保证。整体来看，制品一端表现暂维持良好，同样能印证浅色胶需求尚可，二季度继续维持轻度去库的预期。

图 3.4.1：制品出口



数据来源：南华研究 中橡协

图 3.4.2：手套出口

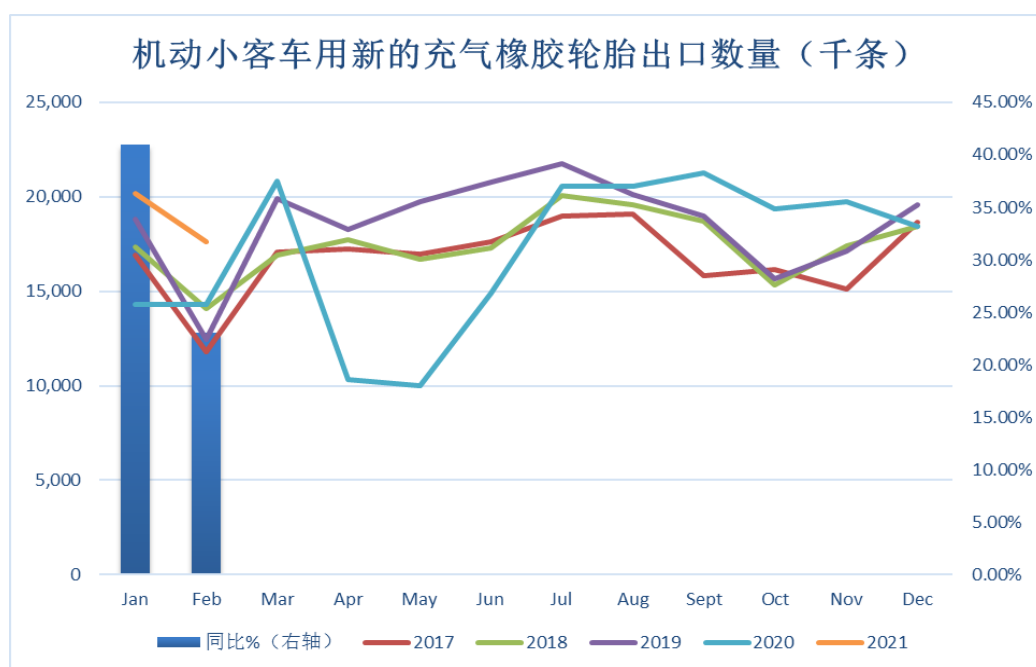


数据来源：南华研究 海关总署

3.5. 海外错配推动深浅回归，疫情反弹担忧再起

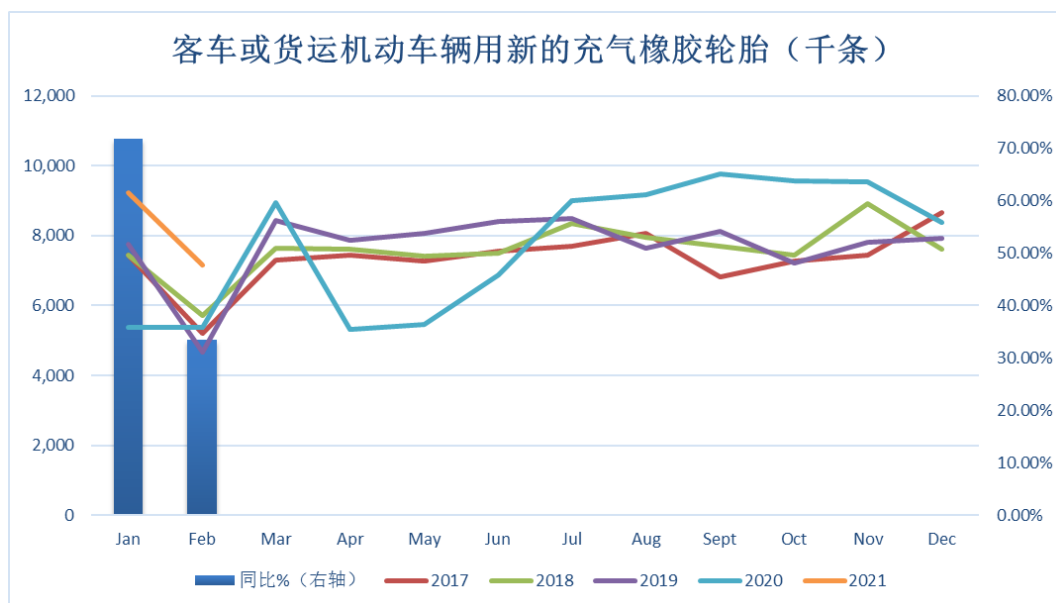
海外需求在 1-2 月份继续复苏，可以明显的看到我国半钢胎、全钢胎出口在一季度仍然维持了较明显的同比增长，出口持续强势的订单表现也是保证轮胎厂维持高开工的其中一个因素。同时，海外工厂也在不断复苏，加强了对于标胶的需求，导致标混价差一度来到了 50 美元左右高位，深浅色胶价差也出现了大幅收窄，但进入 3 月份以后，欧洲疫情反弹，管控延长下新订单较为谨慎，国内套利市场基差大幅收缩后现货端有出现直接用货给工厂的请客造成了短期标胶踩踏下跌，标混价差重新回归。从我国下游工厂了解来看，4 月份订单较前略有走弱，疫情反复压制了一季度末的行情走势，但也会带来未来供需节奏预期的改变，可能再次放大上下波动。

图 3.5.1：乘用车、商用车轮胎出口量



数据来源：海关总署 南华研究

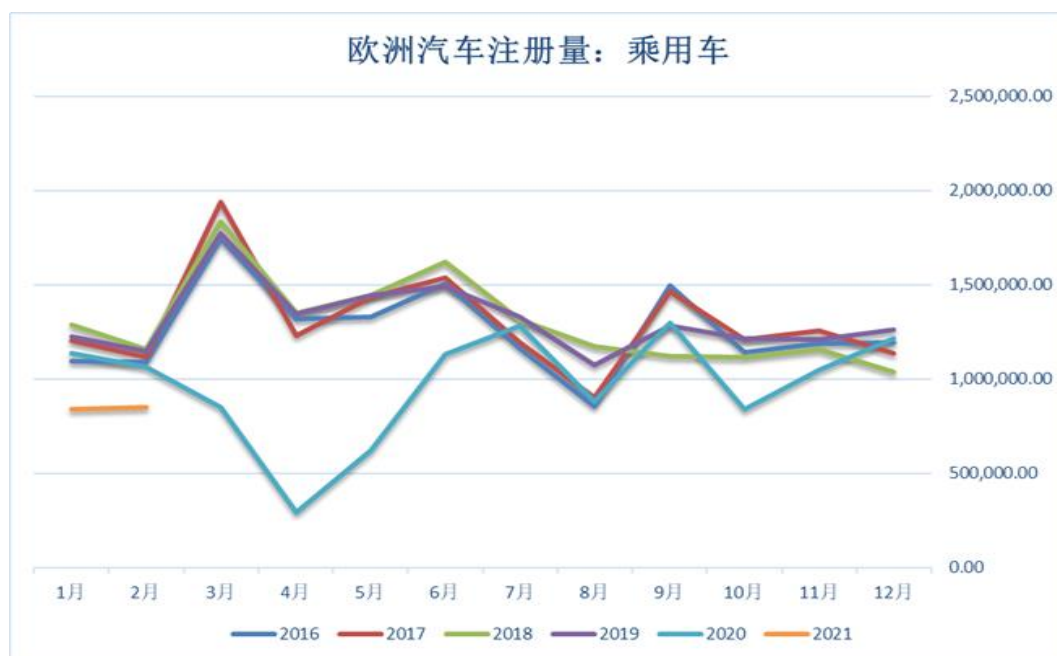
图 3.5.2: 乘用车、商用车轮胎出口量



数据来源：海关总署 南华研究

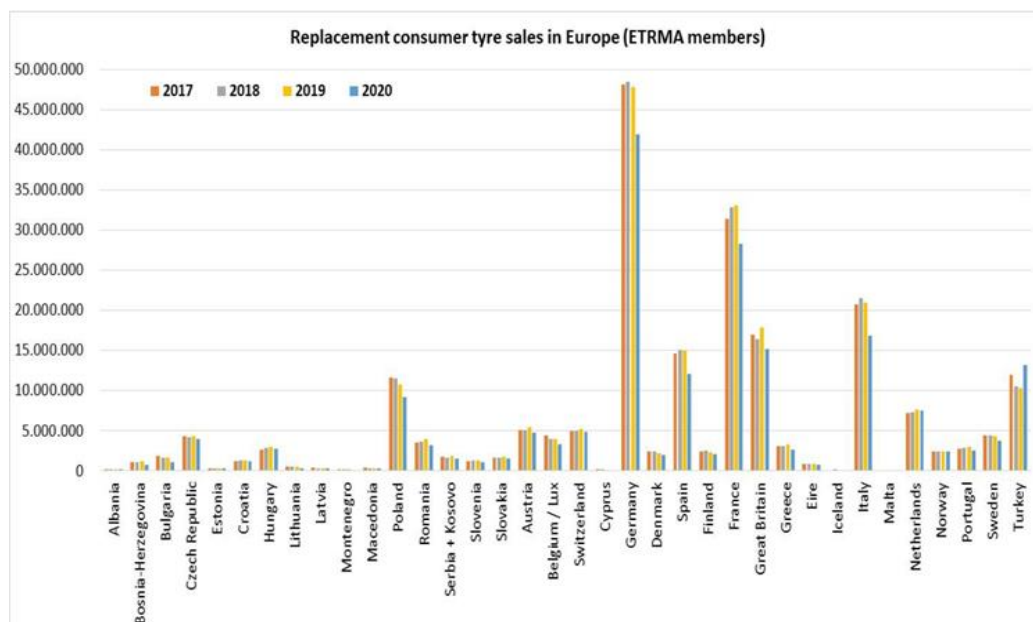
从欧洲的汽车注册量来看，去年末疫情反弹仍然对于需求市场有一定的疫情，也正因此，我们仍然可以期待在未来疫苗控制疫情后欧洲市场是有较大的复苏空间的。2月德国乘用车销量继续大幅走跌19%，仅为194,349辆。这是继2010年之后，2月德国的销量再次跌破20万辆。当前管控措施至少延长至4月底，因此对于欧洲配套市场预期需要继续延后。替换市场方面，20年替换胎销售也出现了明显的同比下滑，运输市场容量指数也显示远没有恢复到疫情前的高水平，欧洲市场整体复苏空间较大但尚需耐心等待，补库周期暂被打断，但迟到并不等于不到。

图 3.5.3: 欧洲汽车注册量



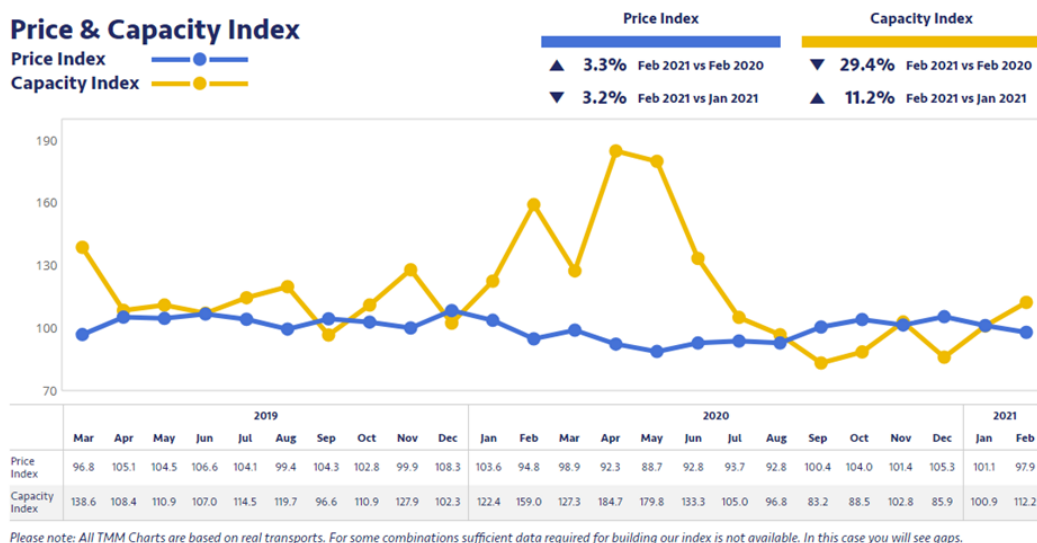
数据来源: transporeon 南华研究

图 3.5.4: 替换胎销售情况



数据来源: transporeon 南华研究 ETRMA

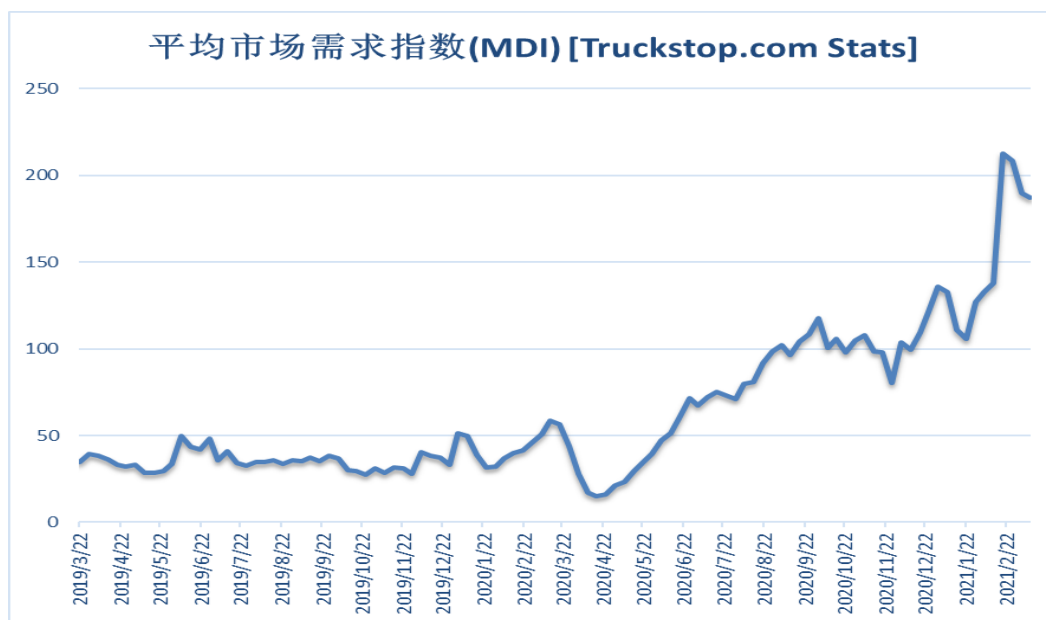
图 3.5.5: 运输市场容量价格指数



数据来源: transporeon 南华研究

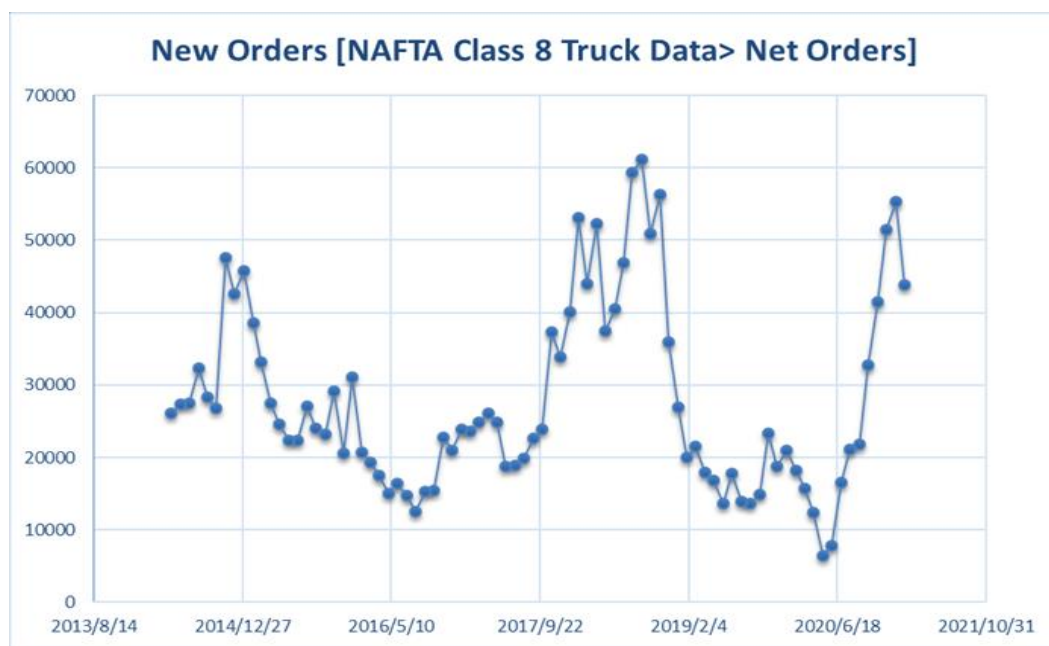
美国方面则相对难有较大的期待, 运输市场平均需求指数在前几个月已经恢复到了疫情前的水平, 甚至在 2 月份已经出现了轻度拐头回落的情况, Class8 分类的卡车新订单也在创造新高后有所回落, 虽然新的刺激计划落地以后可能给 3、4 月份重新注入一定的活力, 但当前水平下难以期待有更大程度的需求增长, 二季度美国方面的需求预期偏谨慎。拜登政府提出的 3 万亿基建刺激计划无法在短期内通过, 因此并不会对短期预期造成较大的改变, 下半年则需要加强关注。

图 3.5.6: 美国货运市场需求指数



数据来源: 南华研究

图 3.5.7: 美国重卡订单



数据来源：南华研究

年初集装箱运力不足的情况已经有较为明显的改善，大量集装箱已经从北美返回，有利于我国下游企业出口订单顺利发出。但季度末意外出现了苏伊士运河堵塞的情况，需要关注海运运费情况以及对于欧洲市场出口的影响。

图 3.5.8: 集装箱出口价格指数

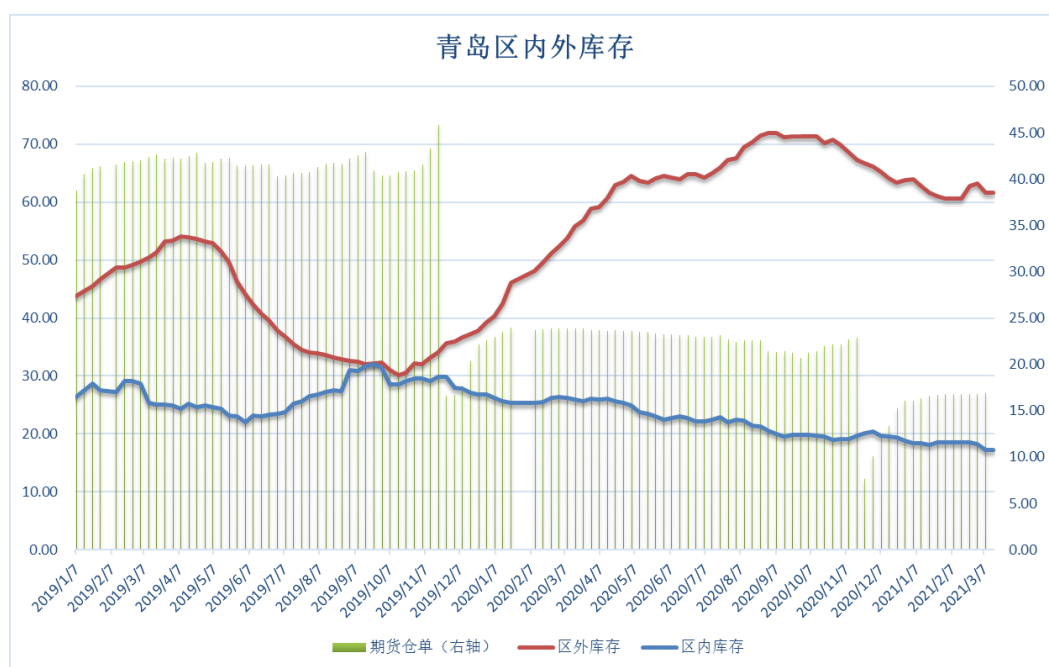


数据来源：海关总署 南华研究

3.6. 库存

区内外库存仍在逐步去化的态势中，3 月份由于前期船期延后到港较多但也未再度形成明显的累库。截止 3 月 25 日，4 月份我们预计混合胶进口量在内外盘价格倒挂明显的影响下会有较大减量，预计区外库存有进一步下行的可能。海外开割也尚需时间，当前的需求端开工预期下，深浅色胶库存差会有进一步的回归，NR 与 RU 价差也有进一步收窄的空间。

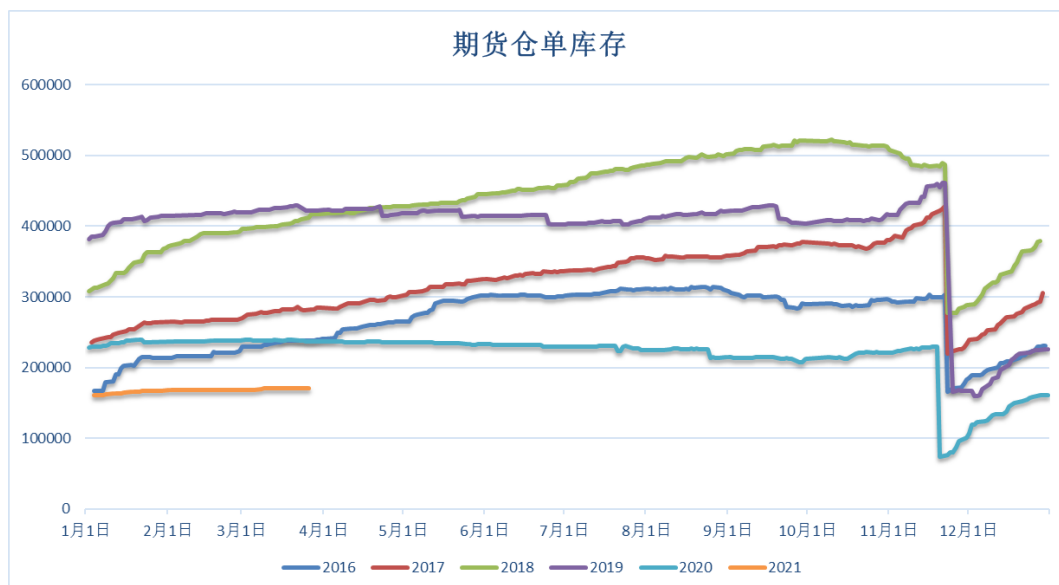
图 3.6.1：青岛区内外库存



数据来源：隆众 wind 南华研究

期货仓单方面，停割期整体变化不大，截止 3 月底，期货仓单水平仍在 17 万吨左右，处于历史同比低位，对于低位行情有支撑。但考虑到老全乳库存量仍然较为客观，如二季度老全乳维持当前去库速度较难出现较大的接货意愿，05 合约难创新高。

图 3.6.2: 交易所期货库存



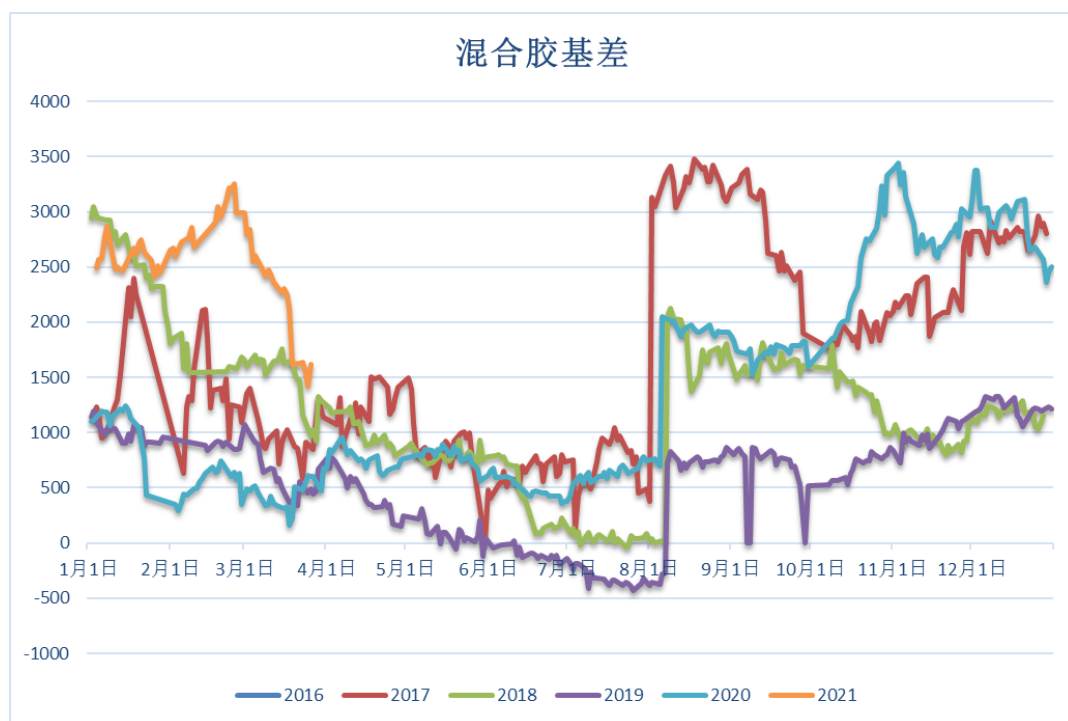
数据来源：上期所 南华研究

第4章 价差与套利

4.1. 基差大幅回归，套利盘心态分歧

一季度基差方面也出现了极大的波动，春节后基差再次快速走弱，重新回到-3000以上高位套利盘压力巨大，但随后随着外盘标胶走强，国内开割提前盘面快速下行等影响，基差出现极为快速的收窄。至3月下旬最低已回到-1500左右，部分套利盘已有解套或获利平仓的心态，而部分对行情看空较为坚决的则小幅加仓，短期分歧有所加剧，继续大幅收窄或有一定的困难，建议可考虑适度使用期权来保护已有的套利收益。

图 4.1.1: 非标基差

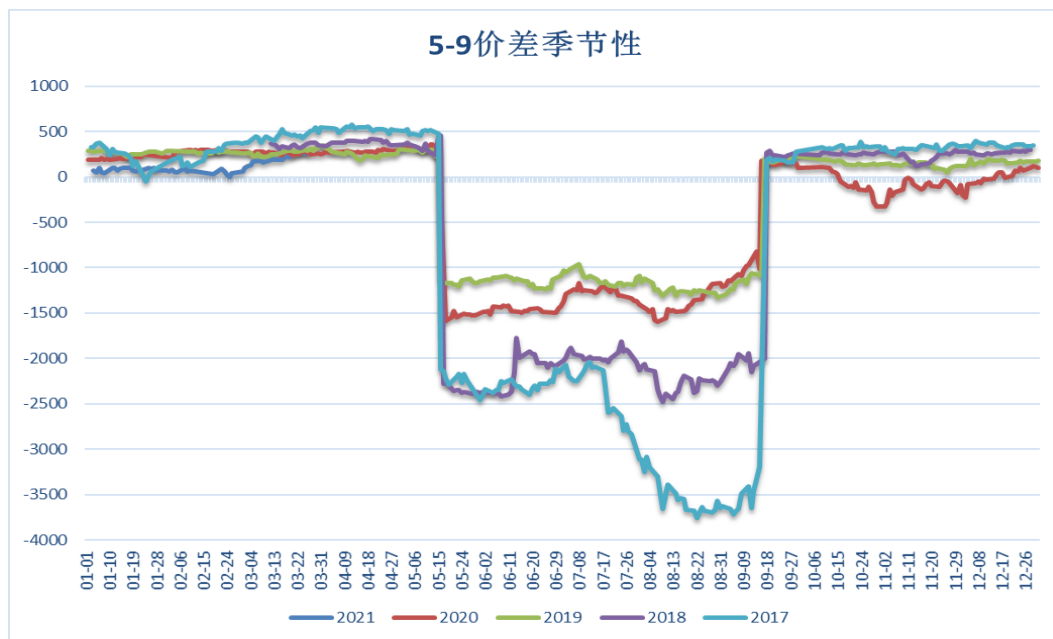


数据来源: Wind 南华研究

4.2. 跨期价差

跨期价差方面，5-9 价差自年初的-50 左右水平一度再次出现倒挂，到季末走扩到-280 附近，部分移仓已经在近期完成，跨期价差走阔至-300 以上，移仓意愿会较为明显，未来 09 合约走向与国内开割海外复苏节奏等多重因素有关，正反套的空间暂时都不大，如加速走扩至-350 以上可轻度尝试。

图 4.2.1: 5-9 价差



数据来源: Wind 南华研究

第5章 总结及策略建议

2021 年一季度,天然橡胶行情冲高后快速回调,自身波动仍然较大,主力合约从低位 14000 点左右一度反弹至 17000 点以上高位,随后快速回落到起点附近。宏观市场情绪转换较为剧烈,多项刺激计划落地后推动通胀预期上行,但实际利率抬升压制了高估值的风险资产上行,季末欧洲疫情反弹再度打压需求复苏预期,整体看宏观市场不确定性风险仍存,暂中性偏谨慎对待。从橡胶自身基本面看,拉尼娜现象减弱,各产区天气相对较好,东南亚预计能顺利过渡至开割季。国内云南产区受到白粉病的影响全面开割可能会延迟至 4 月中下旬,出去对于供应端的影响较小。海南产区预计在清明后能顺利进入开割,但乳胶利润尚可原料分流的情况仍会存在。需求方面,国内内需表现尚可,海外市场欧洲复苏受疫情影响延后,但仍有较大的恢复空间可以期待,北美市场则基本已经恢复到疫情前的水平,新基建刺激计划实质性落地前难有继续大幅提升的空间。我国下游工厂订单 4 月份偏谨慎,但 5、6 月份疫苗重新控制疫情后仍有补库预期。基差大幅收窄后获利或解套的套利盘部分开始离场,行情在 14000 下方显现出部分支撑,预计二季度震荡磨底后底部缓慢抬升,如果不出现天气、海外政策等方面的明显改变,难以创造新高。

操作建议: 底部支撑逐渐显现,短期情绪消化宏观重新企稳后,09 合约 14000 左右仍然可以尝试多单,多 NR 空 RU 策略等待工厂消化原料库存,欧洲疫情稳定后重新介入。期现套利参与者可适度采用场外期权保护头寸收益。

风险点: 拉尼娜现象重新加剧,病虫害加深,国际关系恶化,贸易摩擦搅局,战争,病毒变异疫苗失效,海外需求恢复不及

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点