

## 沪胶中长期维持看涨预期，低多思路不变

东吴期货研究所 赵文婷

### 一、主要观点

国庆节后归来，沪胶涨势如虹，目前已突破 2020 年初高位。对于此轮上涨，可以说是在预期之中（参考此前报告《沪胶中长线维持震荡上行走势 20200929》），但是涨势如此迅猛却是在预料之外。本轮行情的驱动因素主要来自于天气扰动以及疫情下国内外供应端预期减产，新年度注册仓单量稀少，再加上资金方的强势流入，多头炒涨热情高涨，从而引发近月逼仓行情，RU 合约出现罕见的 back 结构，RU01 合约表现强势。另一方面，下游需求端继续向好，在基建和消费双重驱动下，重卡市场保持高速增长，且乘用车市场需求全面回暖，同时，海外需求仍处恢复通道当中，叠加后期圣诞节前库存储备需求，国内轮胎出口形势依然可观。受此支撑，轮胎厂家开工维持高位运行，有利于对天胶需求量的增加。因此，天胶自身供需基本面边际改善，给予胶价中长期行情较强支撑，再加上全乳胶交割品低仓单逻辑的持续发酵，**四季度我们对沪胶维持看多观点，上方高度取决于资金博弈的结果，或后续是否会有新的利多驱动出现。由于节后涨势过快，价格波动加剧，后期需警惕资金回撤带来的短期回调风险。如果盘面一旦有快速大幅调整，反而为新多进场提供良机。**

### 二、行情逻辑

#### 1. 交割品全乳胶减产成定局，RU 仓单同比几近腰斩

今年国内产区物候情况不佳导致割胶条件不畅。4-5 月份由于高温干旱叠加病虫害影响，云南和海南产区开割时间延后了大约 1.5-2 个月；至 7-9 月份产区雨水偏多，割胶天数受限，胶水释放缓慢。进入 10 月份，海南地区台风登陆带来强降雨天气，抑制胶水产出，加之浓乳厂积极抢购原料进行生产，致使胶水收购价格呈强势拉涨态势。截至 10 月 22 日，海南产区制浓乳胶水收购价为 16.6 元/kg，制全乳胶水收购指导价为 13.5 元/kg。据海南气象局预计，本周末 17 号台风“沙德尔”将过境海南，强风雨天气影响将持续，听闻当地实际胶水收购价格达到 17.3-17.5 元/kg。且今年受疫情影响替代指标直到 8 月底才正式下达，实际流入在 9 月后。之后不久云南瑞丽疫情导致边贸管理更加严格，指标胶入境受到一定影响，导致云南产区原料持续偏紧。

另外，今年受全球疫情爆发的影响，医疗手套需求激增带动天然乳胶的需求量也呈扩张趋势，浓乳厂家整体订单良好且加工利润明显优于生产全乳胶，因此浓乳厂积极抢购原料，使得制浓乳胶水收购价格大幅升水制全乳胶水收购价，因此胶农更多选择的将原料交付于浓乳厂，从而导致干胶厂原料和产量均受到挤占。今年国内海南产区的胶水基本都用于浓乳的加工生产，云南产区新建的云勐乳胶厂也分流了一部分全乳胶原料。因此，今年国内天胶产量呈浓乳增、全乳减的趋势。

据 ANRPC 数据显示，今年 1-9 月中国天然橡胶产量为 42.65 万吨，同比去年同期减少 19.4%。按照季节性规律，云南、海南产区将分别于 11 月中下旬和 12 月中下旬逐步进入停割期，即便接下来天气正常，厂家满负荷生产，剩余的时间也难以追回前三季度所损失的产量。因此，今年国内天胶产量缩减已成定局，预计下降幅度在 -15% 以上；而

交割品全乳胶的减产幅度会更大，预计同比降幅在 30%左右。

在全乳胶产量下滑的情况下，今年 RU 期货库存和注册仓单持续保持低位。截至 10 月 22 日，上期所天胶库存 24.6 万吨，注册仓单 22.1 万吨，较去年同期几近腰斩，位于 16 年以来低位。根据上期所最新公布的标准仓单到期数量，11 月面临到期注销的沪胶老胶仓单数达到 17.67 万吨，以此计算，截至目前可供 RU2101 合约交割的新仓单量仅为 4.4 万吨，虽然目前云南产区进入高产期，但剩下一个月时间回补量也有限。预计 11 月底老胶仓单集中注销出库之后，RU 仓单量有望降至 10 万吨左右。持续低位的仓单量对盘面形成较强提振，特别是对于矛盾更为突出的 RU2101 合约，出现类似逼仓行情，导致近远月合约价格出现倒挂，形成罕见的 back 结构。

图 1：中国天胶产量（万吨）

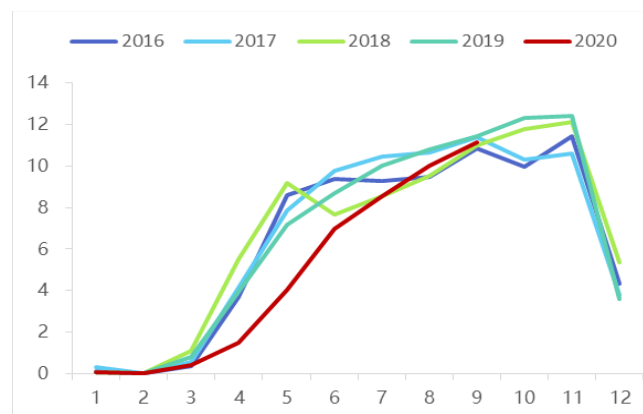


图 2：上期所天胶注册仓单

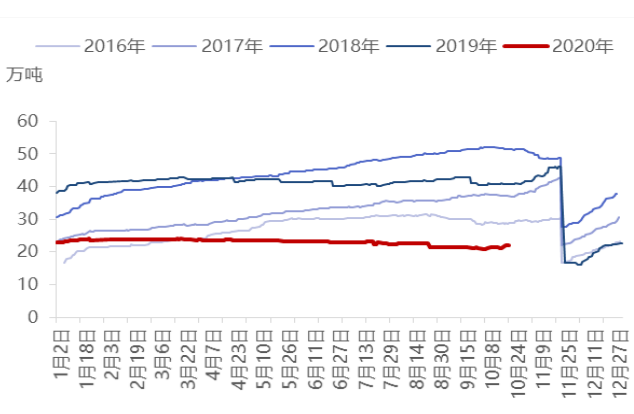


图 3：云南胶水收购价格（元/吨）

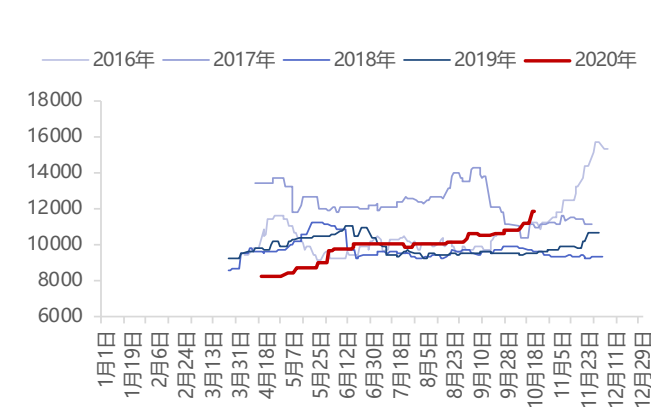
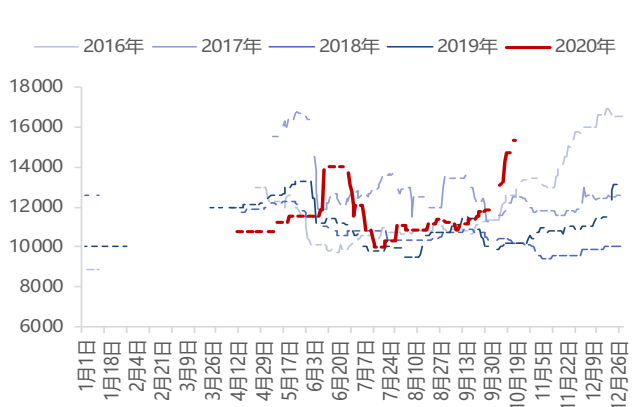


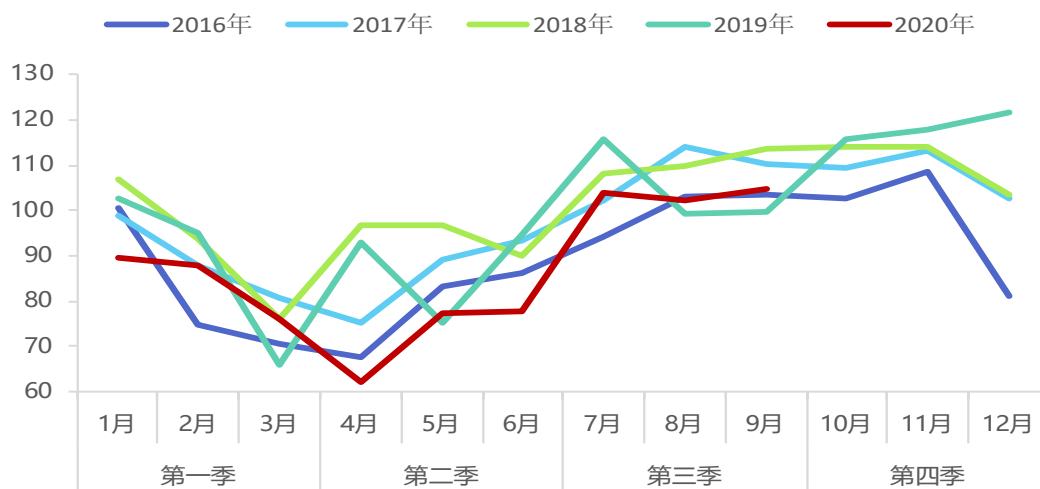
图 4：海南胶水收购价格（元/吨）



## 2. 东南亚主产区天胶预期减产，拉尼娜引发市场天气炒作情绪升温

ANRPC 最新数据显示，2020 年 1-8 月，全球天胶产量同比下降 8.7%至 777.8 万吨，9-12 月四个月产量料下降 3.8%。全年全球天胶总产量料下降 6.8%至 1290.1 万吨，其中，泰国降 7.7%、印尼降 12.6%、越南降 4%、马来西亚降 13.9%。今年受天气和疫情等因素影响，导致东南亚传统主产区产量均出现不同程度的萎缩。

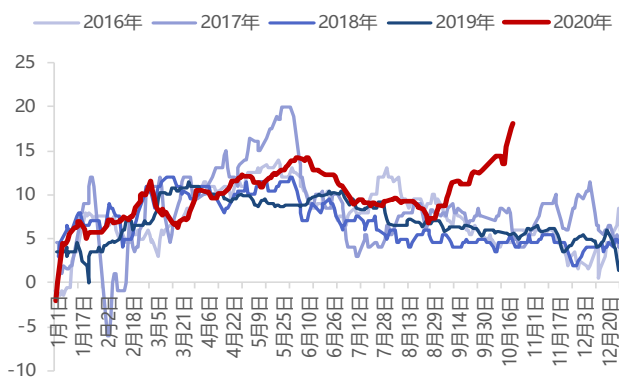
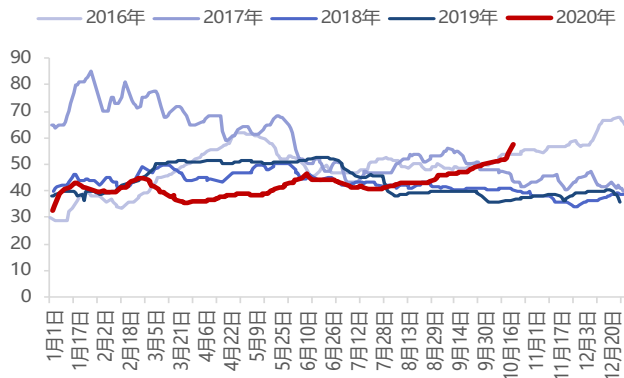
图 5：ANRPC 成员国天胶产量（万吨）



四季度东南亚主产区进入割胶旺季，产量位于全年的最高水平，新胶供应预期环比增长。但是近期泰国、越南产区雨水依然偏多。10月份，新一轮台风登陆带来强降雨天气，导致泰国北部、东北部以及南部部分地区再次遭受洪涝灾害，割胶工作明显受到阻碍。再加上疫情管控下外劳入泰不易，导致胶工不足，泰国产区原料供应持续偏紧，从而推动原料价格连续走高。截至10月21日，合艾地区胶水收购价格攀升至59泰铢/kg，杯胶收购价格至40.3泰铢/kg，胶水-杯胶价差持续走强且升至18.7泰铢/kg历史高位，也反映出当前胶水供应偏紧的现状。

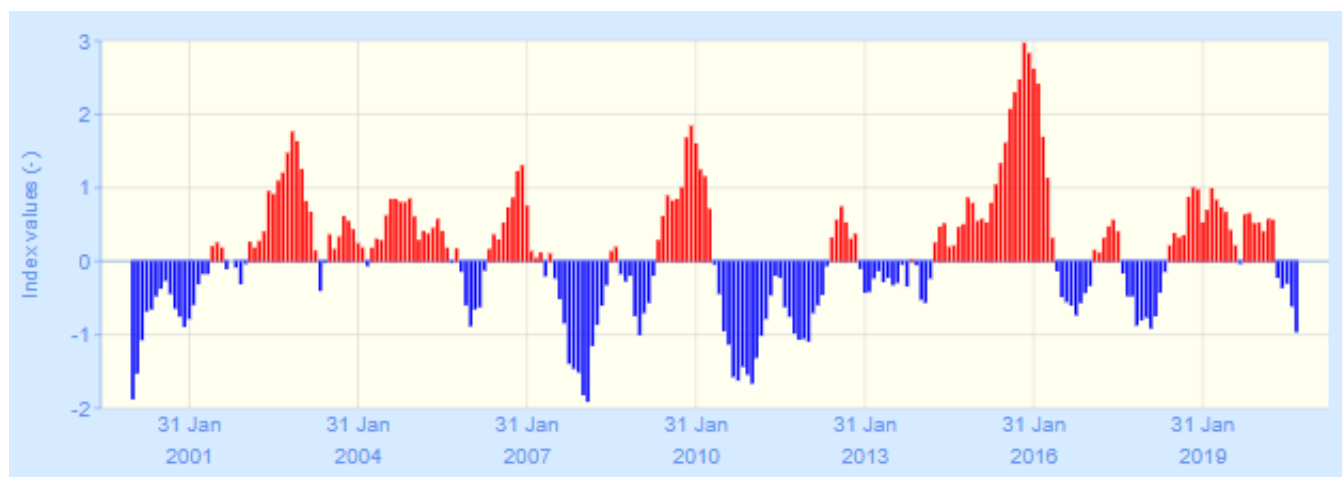
图 6: 泰国胶水收购价格 (泰铢/kg)

图 7: 泰国胶水-杯胶价差 (泰铢/kg)



美国 NOAA 认为拉尼娜在 8 月份已经形成，并且在北半球冬季延续的概率达到 85%，有 60% 的概率延续至明年的春季。历史上看，受拉尼娜影响，东南亚主产区将会出现多雨现象，更甚或发生洪涝灾害等极端天气，从而对四季度产区供应产生不利影响，进而带来一波天气炒作的行情，可参考 2017 年初泰国洪水触发橡胶上涨行情。就近期而言，受热带低压影响，泰国、越南和国内海南等地降雨量明显增多，割胶工作断断续续，原料产出受到抑制。四季度需要持续关注拉尼娜的演变对供应端造成的扰动。

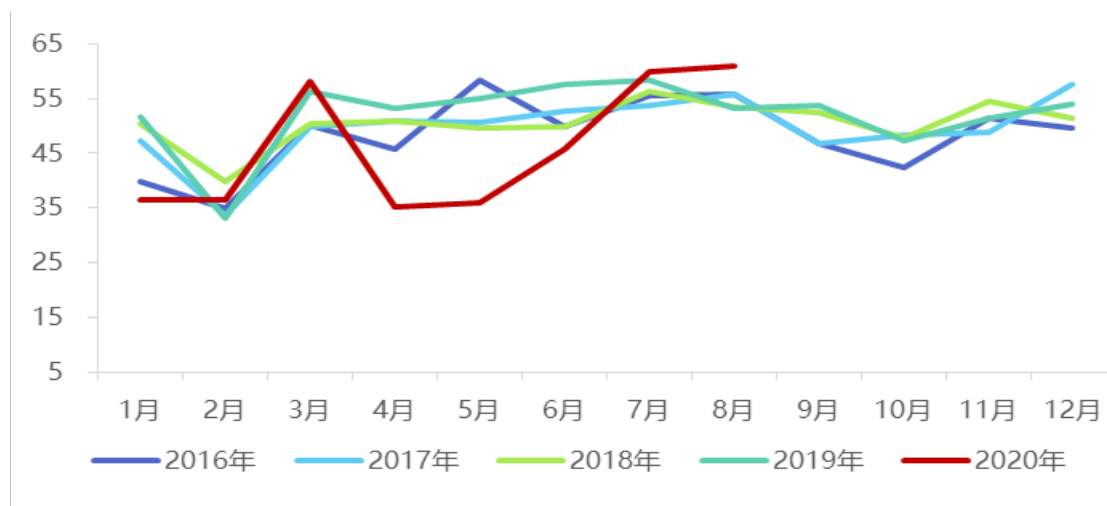
图 8: 月度 NINO3.4 指数



### 3. 海外需求逐渐恢复，国内轮胎出口市场继续向好

2020 年上半年受国内外疫情的影响，中国轮胎出口市场遭受严重冲击，尤其 4-5 月份国内轮胎出口量一度跌至谷底。但是 5 月份以来，随着海外部分地区经济逐步恢复，欧美、中东等市场轮胎补货和备货需求明显回升，从而带动国内轮胎出口市场自 6 月份以来呈现出强劲反弹的态势，7 月全钢胎出口量已超过去年同期。据海关数据显示，2020 年 8 月，中国轮胎出口量为 61 万吨，环比增长 1.67%，同比增长 14.63%；2020 年 1-8 月，中国新的充气橡胶轮胎累计出口 369 万吨，累计同比下降 11.9%，较 1-7 月回升 3.8 个百分点。据了解，当前轮胎厂家出口订单依然表现较好，部分厂家出口销量超过去年同期，虽然海外二次疫情爆发仍然存在一定隐忧，短期或对需求端恢复节奏造成扰动，但是中长期而言复苏趋势不变，四季度轮胎出口形势依然可观，对轮胎开工存在较强支撑。

图 9：国内轮胎出口量（万吨）



### 4. 国内车市回暖，重卡市场火爆增长

根据中汽协统计，2020 年 9 月中国汽车产销 252.4 万辆和 256.5 万辆，环比增长 19.1%和 17.4%，同比增长 14.1

和 12.8%，4 月份以来汽车销量已经连续 6 个月保持正增长，且连续 5 个月保持高于 10% 的增速，国内车市表现出全面回暖的态势。今年 1-9 月，汽车产销 1695.7 万辆和 1711.6 万辆，同比下降 6.7% 和 6.9%，降幅比 1-8 月分别收窄 2.9 和 2.8 个百分点。在国内经济持续向好，且四季度通常为汽车销售旺季的背景下，预计四季度汽车市场复苏趋势延续，全年汽车销量降幅有望缩减至 4% 左右。

从细分领域来看，9 月份，乘用车销量 208.8 万辆，同比增长 8.0%，实现 5-9 月连续 5 个月同比正增长；而商用车销量 47.7 万辆，同比增长 40.3%，商用车销量持续保持高速增长，受益于重卡市场的持续火爆。9 月份我国重卡销量达到 13.6 万辆，环比增长 5%，同比增长 63%。今年 1-9 月，重卡市场累计销售达到 122.16 万辆，已超过去年全年销量 117 万辆，累计同比增幅继续扩大至 37%，净增长超过 33 万辆。下半年重卡市场延续强势表现的主要驱动在于：1) 国三柴油货车淘汰力度空前，各地方政府置换补贴促进国三车型加速淘汰。2) 国道、各地支线治超政策继续推进，单车运力下降带来保有量边际提升。3) 逆周期调节增加基建投入。2020 年全年来看，重卡销量有望冲击 150 万辆以上，刷新历史记录已成定局。

图 10：中国汽车销量（万辆）

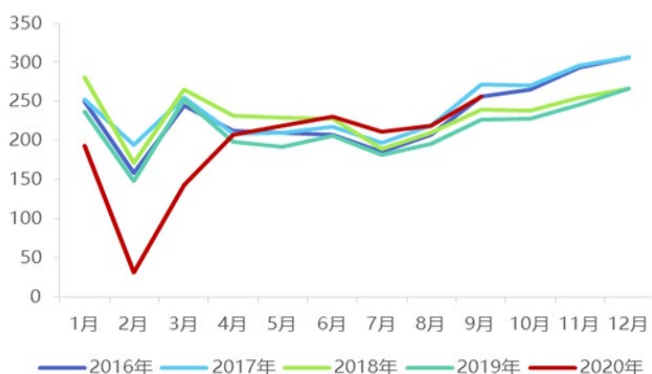
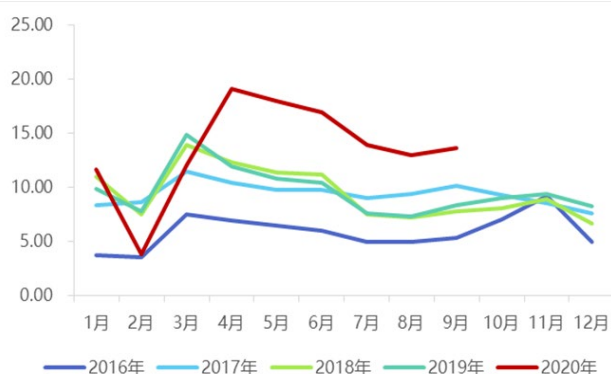


图 11：中国重卡销量（万辆）



## 5. 下游需求旺盛，对轮胎开工形成强有力支撑

三季度随着海外市场逐步复苏，国内轮胎出口订单迅速回升，轮胎厂家开工亦明显回升，且超过去年同期。截至 10 月 16 日，全钢胎开工率为 74.69%，同比走高 2.74 个百分点；半钢胎开工率为 70.21%，同比走高 3.40 个百分点。出口以及配套胎市场持续表现向好，今年国庆假期多数厂家排产积极，仅少数厂家存在停产放假行为（多为 3-5 天），且节后归来迅速恢复生产，从而支撑整体开工维持高位水平运行，这一点从轮胎产量上也可以得到验证。2020 年 1-9 月中国轮胎外胎累计产量 5.83 亿条，累计同比降幅进一步收窄至 -5.5%。轮胎产量继续回升，传导至上游原料端，利好天胶需求。

图 12：全钢胎开工率

图 13：半钢胎开工率

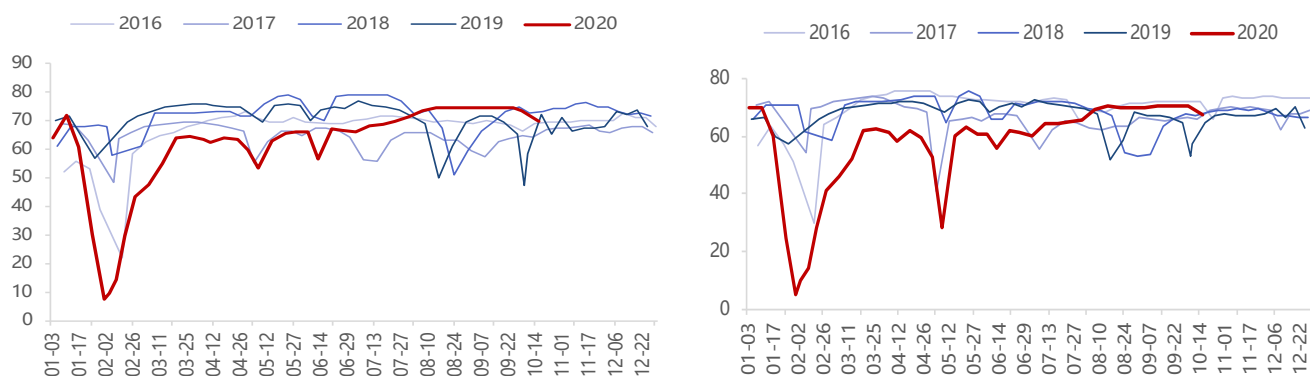
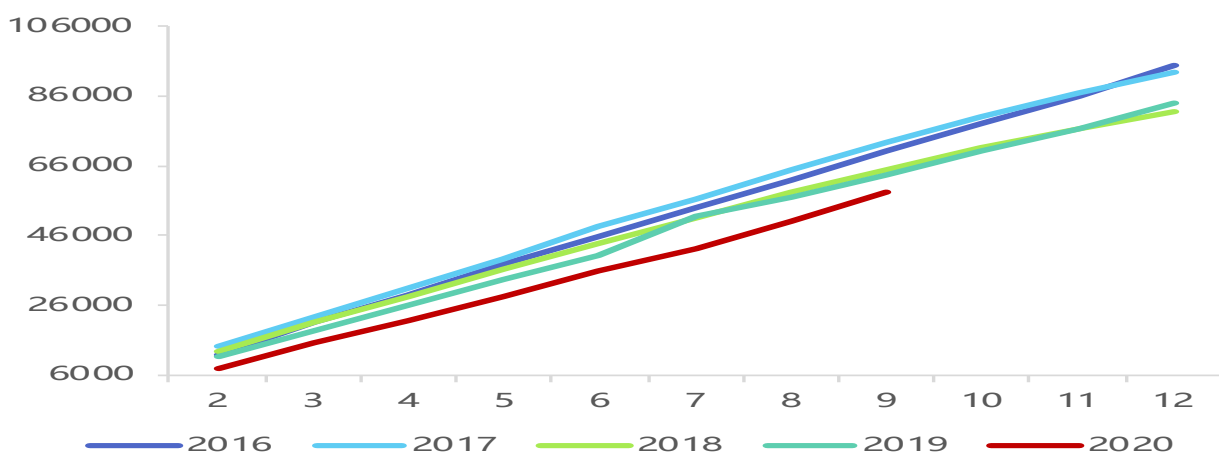


图 14：中国轮胎外胎累计产量（万条）



### 三、投资策略

综上，四季度沪胶价格向上趋势不变，操作上保持低多思路。由于本轮行情涨势过快，现已有所脱离基本面范畴，资金炒涨热情高涨，因此价格上涨高度以及持续时间取决于资金博弈的结果，或后续是否有新的利多驱动出现。RU2101 合约前期多单可继续持有，上方关注 16000-17000 点。新单可背靠 5 日均线逢低做多，注意设好止损。

### 四、风险点：

1. 需求端改善情况不及预期；
2. 供应大幅增加；
3. 国际油价崩跌；
4. 海外二次疫情对需求的冲击等。