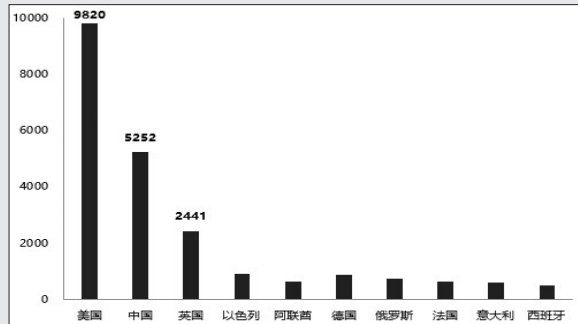


价格弹性放大

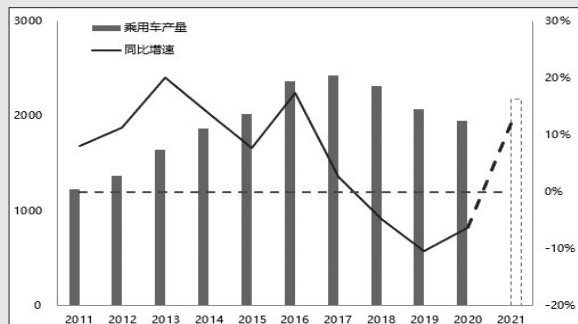
沪胶 调高目标至19500元/吨

■ 兴业期货 刘启旺

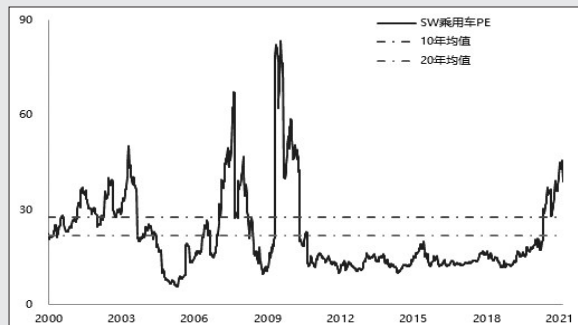
2021年春节之后,大宗商品市场表现抢眼,以有色金属及能源化工为代表的板块连续多个交易日放量上行,其中沪胶指数由2月10日节前收盘价14705元/吨上涨至2月26日日盘收盘价16005元/吨,7个交易日累计涨幅为8.8%,最大涨幅达17.9%,价格波动显著,市场分歧加大。



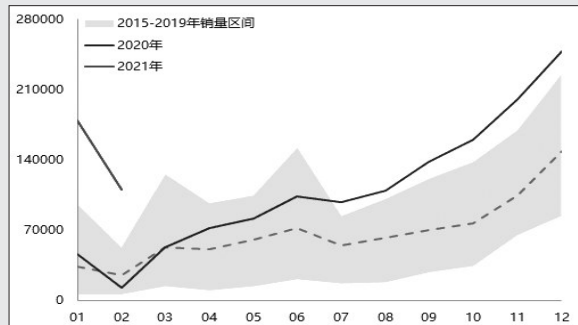
图为全球主要国家疫苗接种剂次(剂次)



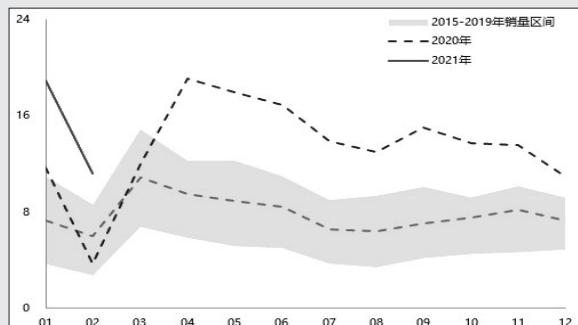
图为狭义乘用车产量预测(万辆)



图为乘用车行业上市公司PE变化



图为新能源汽车月度销量(辆)



图为重卡月度销量(万辆)



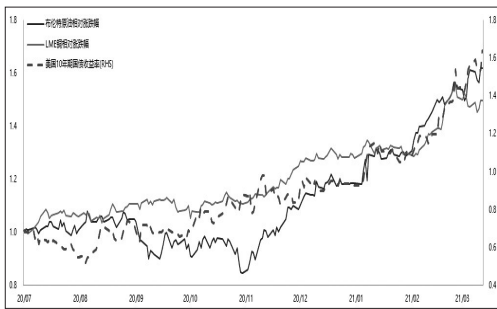
通胀预期助力商品走强

本轮天然橡胶价格中枢的上移始于2020年新冠肺炎疫情后的经济复苏,全球范围内的货币宽松政策不断为各国经济注入流动性,这与2008年金融危机时期的背景颇为相似。

回顾2008年9月,次贷危机全面爆发,市场流动性短缺,银行信贷大幅收紧,经济下行带动风险资产价格大幅下挫;当年11月,美联储启动第一轮量化宽松政策,中国推出四万亿财政刺激计划,通胀预期快速升温,中美PMI先后触底反弹,经济恢复步入正轨,其间沪胶价格呈现筑底抬升态势,但价格水平并未回到危机之前;2010年11月,为缓解欧债危机的负面影响,美联储启动第二轮量化宽松政策,欧美PMI重回扩张区间,宽松预期得到强化,经济活动逐步恢复,沪胶价格涨至历史高位。

反观2020年1月,疫情突发,国内市场陷入恐慌,经济活动骤停,海外疫情陷入失控,恐慌情绪升温迫使VIX指数于3月中旬升至近年高点,全球经济陷入泥潭,各国央行随即通过货币政策及财政政策不断向经济体注入流动性,3月底美国第一轮2.2万亿美元纾困法案得到通过,12月末9000亿美元再度获批,而拜登当选后立刻出台新一轮1.9万亿美元刺激计划,通胀预期逐步走强,沪胶价格也突破疫情前水平走出近年谷底。

展望2021年,全球经济依旧处于货币宽松的大背景之下,对比2008年金融危机后的经济复苏路径亦可知晓,通胀预期主导下财政及货币政策影响周期将得到延长,利好商品价格长期走势,原油及铜价自2020年四季度便开启上行趋势,且美国10年期国债收益率的同步上涨也验证了上述观点。另外,相较于2008—2011年金融危机背景下的经济刺激,与之不同的是本轮复苏中消费相关大宗商品价格上行概率将明显高于其余品种,天然橡胶价格有望延续涨势。



图为原油、铜与10年期国债收益率走势

天然橡胶需求预期乐观

中国在全球天然橡胶消费占比中占据半壁江山,欧盟、印度及美国等分列其后。具体来看,在国内天然橡胶消费领域中,轮胎出口以34%的消费占比位居首位,替换胎及配套胎则分别占据31%及9%的消费份额。

疫苗加速注射背景下,海外市场复苏将推动天胶需求上行。中国橡胶轮胎产量自2014年达到顶峰后,受汽车市场长期低迷影响而呈现下滑态势。其间,美国商务部对中国轮胎企业展开反倾销和反补贴的“双反”调查,但转口贸易及发展中国家需求的崛起反而使得橡胶轮胎出口占比日益升高。2020年,橡胶轮胎出口47718万条,出口数量略高于2014年的47591万条,出口占比由当年的43%上升至58%,可见轮胎出口已然成为我国轮胎市场的主要消费领域。

2020年上半年,我国橡胶轮胎出口降至近年冰点;下半年轮胎出口快速回升,并连续6个月创下近年同期峰值水平,累计出口同比增速下滑逐步收窄。

细数我国轮胎出口市场的国别占比,直接出口至美国及经由美洲各国转口至美国的出口占比相对较高,而以英国、德国及俄罗斯为代表的欧洲国家也占据着较大份额。具体而言,2020年疫情迫使米其林、普利司通及固特异等国际轮胎巨头纷纷关厂减产,而国内轮胎企业实现弯道超车,前十大出口国中,前期疫情较为严重的美国、巴西等美洲国家进口我国橡胶轮胎数量逆势增长,欧洲主要轮胎进口国进口数量也出现上升。

当前,欧美Pfizer/BioNTech、Moderna、Astra-Zeneca及中国国药集团、科兴生物等生产的新冠疫苗陆续通过各国政府及当地药品监管机构的紧急审批,并开展注射,美国、中国及英国的疫苗接种数量分别达到6309万剂次、4052万剂次和1820万剂次。另外,欧美主要国家疫苗接种比例纷纷上升,拜登政府宣称将于2021年三季度前

完成70%美国公民的疫苗注射计划。疫苗加速普及将延缓疫情的持续扩散,2月全球新冠肺炎新增确诊病例数显著下降。因此,随着海外疫情逐步缓和,我国轮胎出口有望延续去年下半年的强劲势头,出口将成为橡胶需求增长的最大动力。

国内汽车行业进入增长期,消费主导天胶需求预期。2020年疫情迫使国内汽车市场提前触底,狭义乘用车月度产量同比增速于当年5月转正后维持增长,结束了长达近4年的下行趋势。2021年新年伊始,商务部联合12部委印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》,文件中提出要稳定和扩大汽车消费,鼓励限购城市优化限购措施并增加号牌指标的投放,开展新一轮汽车下乡和以旧换新活动。城市地区汽车换购与农村地区新车增购将从政策层面支持并推升全年乘用车市场消费水平,2021年消费增长将成为经济复苏的中坚力量,进而抬升天然橡胶需求预期。

具体来看,乘用车保有量持续上升的情况下,换购需求也逐步增强。2011—2019年,乘用车换购比例年均增长近2%至33.8%,则2020年乘用车销量中有超722万辆为换购需求,且政策刺激背景下换购需求料继续走强,进而刺激乘用车市场产量上行。2021年狭义乘用车市场预计增长10%—12%,产量水平将超过2019年,为2140万—2179万辆。

此外,乘用车行业景气指数明显回升。自2017年以来,乘用车市场经过4年下滑,其上市企业PE持续处于谷底,而随着2020年二季度国内经济从疫情中逐步复苏,乘用车板块PE水平快速增长,连续超越近20年及近10年均值。乘用车行业盈利水平回升预示着未来的增长将保持稳定。

值得一提的是,新能源汽车正成为我国及欧洲市场的“星星之火”,欧盟向来走在清洁能源科

技发展的前列,而2020年我国新能源汽车产量增速再度录得17.3%的高速增长,全年新能源汽车产量占比创出历史新高,且2021年1月新能源汽车销量更是创下历史同期峰值水平。虽然目前我国新能源汽车的市场份额依然较低,但据2020年11月国务院印发的《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》,至2025年,我国新能源汽车新车销量将占汽车新车销量的20%左右;至2035年,纯电动汽车将成为汽车销量的主流。且碳达峰、碳中和已绘入国家中长期发展计划的蓝图之中,新能源汽车势必成为未来汽车市场的生力军,天然橡胶长期需求边际增量可期。

乘用车产销边际增量显著,商用车市场仍有一定贡献。2020年二季度以后,重卡销量连续10个月刷新历史同期最高纪录,宽松的货币政策叠加财政支持,各省份重大项目开工如火如荼,基建投资助力国内经济从疫情中快速回升。纵观2021年,重卡市场以18.9万辆的绝对高位迎来开门红,而根据《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》,自2021年7月起,重型柴油车的生产、进口、销售和登记注册执行国六排放标准,国三及以下排放标准的柴油卡车将不被允许上路,上半年重卡销量仍有较大想象空间。

另外,挖掘机销量自2020年3月以来也一直保持在较高水平。今年1月挖掘机开工小时数在传统淡季背景下实现逆势增长,春节后各省份施工项目开工密集,2021年上半年基建投资对经济的拉动依然显著,商用车市场对橡胶需求的支撑较强。

整体上,今年上半年投资拉动依然显著,重卡销量有望延续高位,同时全年乘用车市场将持续增长,汽车消费将接棒成为国内经济复苏的主要动力。另外,考虑到全球疫情逐步缓和,轮胎出口或成为年内亮点,天然橡胶需求预期乐观。

全球产量增速难再上行

2020年厄尔尼诺现象及拉尼娜现象交替出现使得ANRPC各主产国天然橡胶产量均出现不同程度的下滑,而极端气候影响尚未结束,2021年天然橡胶供应大概率仍受到天气因素的制约。

我国常以Nino3区海温指数来表征厄尔尼诺与拉尼娜现象的强度,Nino3区海温指数定义为国际上惯用的Nino1+2区、Nino3区和Nino4区按照对应海区面积加权平均计算得来的指数,相对单一指数更具有区域性及代表性。根据国家气候中心观测与预报模型显示,始于2020年四季度的拉尼娜现象将贯穿2021年一季度前后,意味着极端天气的扰动将不时影响东南亚各

国天然橡胶产区,而当前泰国胶水价格大幅攀升也验证了当地旺产期背景下原料产出不足的现状。值得注意的是,今春过后Nino3区海温指数将快速上行,其预测值将超过5个月维持在阈值0.5之上,预示着新一轮厄尔尼诺现象或发生,且此轮厄尔尼诺现象的强度峰值将大幅高于2019—2020年弱厄尔尼诺现象的峰值水平,国内产区或再度面临干旱的开割气候条件。

另一方面,天然橡胶种植面积自2016年之后呈现逐步下滑态势,新种植面积高峰出现在2010年前后,考虑8—10年的生长周期,开割面积峰值将处于2020—2022年,产能扩张拐点已然临近。近年来,受制于割胶利润低位及东南亚部

分国家产业政策转型,单位割胶产量持续下降,天然橡胶供应端增量较为有限。

库存方面,2021年青岛保税区库存将维持全年降库态势,一季度受国内停割及到港降低影响,被动去库,二季度国内需求重启,下半年海外需求复苏,轮胎出口市场再度打开将促进原料库存进一步降低,库存端对沪胶价格的压制将逐步减轻。仓单方面,上期所天然橡胶库存将大概率维持低位,交割品不足的现状难以改变。

综合来看,通胀预期背景下,2021年天然橡胶价格走势料维持强势,消费将主导需求复苏,轮胎出口或成为关键变量,同时天气影响仍不容忽视,天然橡胶供需结构延续改善格局。

操作方面维持多头策略

回顾20年来的天然橡胶价格走势,6320元/吨的价格低点出现在2001年12月,而价格高点43500元/吨出现在2011年2月。沪胶价格自2020年四季度以来基本维持在1/2分位水平附近振荡,其绝对价格水平上方尚有较大空间。

从时间上分析,根据近年来沪胶5月合约与9月合约的历史移仓曲线,沪胶5月主力合约换月时间大致位于合约到期日的前数第34个交易日,即当年3月下旬前后;且往年5月合约自合约到期日的前数第40个交易日起便呈现减仓态势,但今年5月合约受近期行情上行带动而存在增仓行为,主力合约换月日期或相应延

后,时间窗口延长使得2105合约仍是较好的多头配置标的。

从成本上分析,移仓曲线显示近年5月合约与9月合约主力换月时月间价差均值为348元/吨,极值为460元/吨,多头换月移仓成本稳定可控;且2020年四季度交割品减产背景下,沪胶价格罕见呈现反向市场结构,使得价差水平处于近年最低位置,考虑到新一轮开割前期期货仓单将维持现状,月间价差大幅扩大概率较小,2105合约多头仓位移仓成本将显著降低。

另外,天然橡胶下游需求主要以轮胎生产为主,而轮胎生产企业原材料在成本端占比为

70%—80%,其中包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑及钢丝帘线等,橡胶及炭黑又是原材料中的主要成本支出。通过对比天然橡胶、合成橡胶及炭黑的相对涨跌幅可知,原料端天然橡胶上涨幅度相对不高,且考虑到轮胎企业盈利水平均大幅改善,轮胎价格自2020年10月以来已经多次调涨,多数上市公司单季度营收同比增速在20%左右,下游利润增长使得天然橡胶产业成本有所上移。如上所述,对比沪胶历史绝对价格及相对价差,RU2105合约仍处在较好的多头持仓时间窗口之内,且移仓成本相对较低,因此上调沪胶2105合约目标价格至19500元/吨。