



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

周梓房 研究员

Zhouzifang@nawaa.com

0571-87839284

投资咨询从业资格号

Z0012003

徐敏競 助理研究员

xuminjing@nawaa.com

0571-87833232

蓄力起航

摘要

橡胶：回顾 2017 年沪胶上半年走势，沪胶在 2 月中旬开始发生了转势，一路下跌，沪胶主力已跌回 16 年四季度那波澜壮阔行情的起点位置，在下跌途中并没有出现一次像样的反弹，一步一个台阶的往下走。从沪胶的基本面来看，下半年沪胶主产国将进入供应旺季，近期东南亚主产区天气转好，供应方面稳步上升，但下游需求面继续表现疲弱，需求量在一季度出现透支现象。5 月份重卡数据较上个月有所下滑，后期预计 6 月份重卡销量将出现较为明显的环比下滑，而 6、7、8 月又是传统的销售淡季，需求面并不能有很大的起色。库存方面，青岛保税区库存持续升高，库存压力较大。考虑到后市产胶国开割季的来临，从而使下半年沪胶继续表现疲弱，四季度车市有望走好，或带动上游消费，推升胶价。

目录

第 1 章	天胶篇——蓄力起航	4
1.1.	天胶走势回顾	4
第 2 章	影响胶价走势的几个焦点	4
2.1.	宏观因素	4
2.2.	季节性开割	5
2.3.	天胶产量和主产国出口量	6
2.4.	下游需求	8
2.5.	合成胶替代	9
2.6.	保税区库存与仓单	10
2.7.	价差结构	11
第 3 章	后市展望及操作建议	12
南华期货分支机构		13
免责声明		15

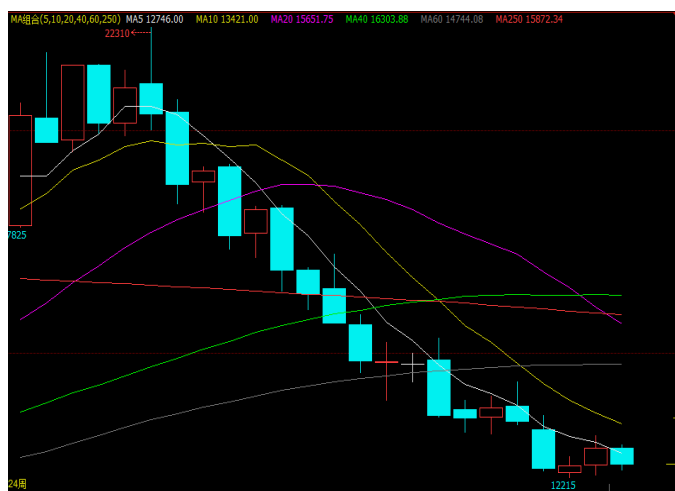
图表目录

图 1.1.1: 沪胶主力合约周线走势.....	4
图 1.1.2: 沪胶主力合约日线走势.....	4
图 2.1.1: CPI 与 PPI 当月同比数据.....	5
图 2.1.2: PMI 产成品与原材料库存数据.....	5
表 2.2.1 橡胶产区停割期与开割期的月份分布图.....	6
图 2.3.1: ANRPC 成员国天胶产量（千吨）.....	6
图 2.3.2: 产区开割面积与增速（千公顷）.....	6
图 2.3.3: 泰国月度出口量（千吨）.....	7
图 2.3.4: 印度尼西亚月度出口量（千吨）.....	7
表 2.3.5: 全球天胶供需平衡表（单位：万吨）.....	7
图 2.4.1: 轮胎中各成分占比.....	8
图 2.4.2: 中国天胶进口量（千吨）.....	8
图 2.4.3: 重卡销量.....	9
图 2.4.4: 下游轮胎厂开工率.....	9
图 2.5.1: 全乳胶与顺丁、丁苯橡胶价差图.....	9
图 2.5.2: 顺丁与丁苯橡胶价格走势（元/吨）.....	9
图 2.6.1: 青岛保税区橡胶库存走势.....	10
图 2.6.2: 内外盘价差.....	10
图 2.6.3: 上期所天胶库存数据.....	11
图 2.6.4: 上期所天胶仓单数量.....	11
图 2.7.1: 沪胶 9-1 价差图.....	12

第1章 天胶篇——蓄力起航

1.1. 天胶走势回顾

图 1.1.1：沪胶主力合约周线走势



资料来源： 文华财经 南华研究

图 1.1.2：沪胶主力合约日线走势



资料来源： 文华财经 南华研究

沪胶在 2017 年在年初的时候继续保持着良好态势，但是在 2 月中却出现了转势，一路下跌，正如一季度报告中提到的“上涨乏力”，在沪胶发生转势之后，整个上半年时间段都没有出现像样的反弹，继续一步一个台阶下探，去寻找那深不可测的低点。随着下半年沪胶主产国将进入供应旺季，并且进入 6、7、8 月份是传统的汽车销售淡季，需求面继续表现疲弱，但是供应稳步上升，青岛保税区库存几乎成满库状态，库存高企，上期所仓单压力加大，供需矛盾凸显，众多因素导致了沪胶难以转势，压制着沪胶反弹力。

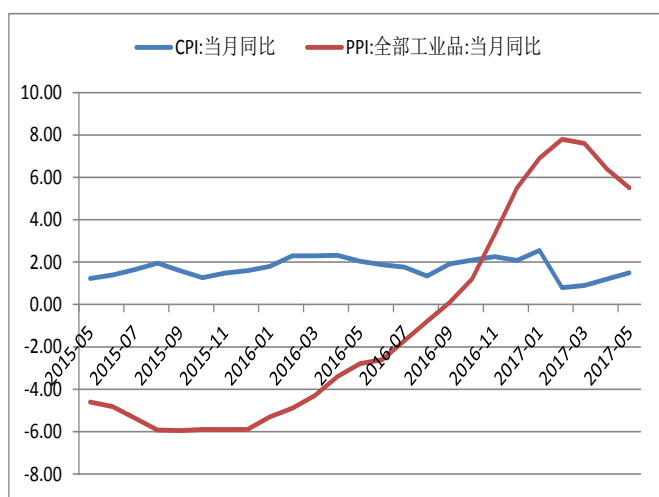
第2章 影响胶价走势的几个焦点

2.1. 宏观因素

相较于 2017 年初，进入二季度以来，国内 CPI 增速同比下滑，CPI 增速稍有上扬，国内 PPI、CPI 同比涨幅剪刀差逐渐缩小，市场短期波动趋于平稳，相关原材料价格涨幅继续回落。随着 2016 年去产能工作的开展，煤炭钢铁产量明显减少，原材料库存持续下降，供需出现弱平衡，在 16 年中 PPI 涨幅迅速扩大，CPI 与 PPI 剪刀差扩大。17 年以来，大宗商品供给持续增长，供求缺口逐渐缩小。PPI 也随之出现下滑。社会融资规模依旧不及 16 年同期水平，国家货币政策还是继续实行的是偏紧的货币政策。随着房地产调控升级和货币收紧，预计房地产投资 17 年下半年后将有所回落。

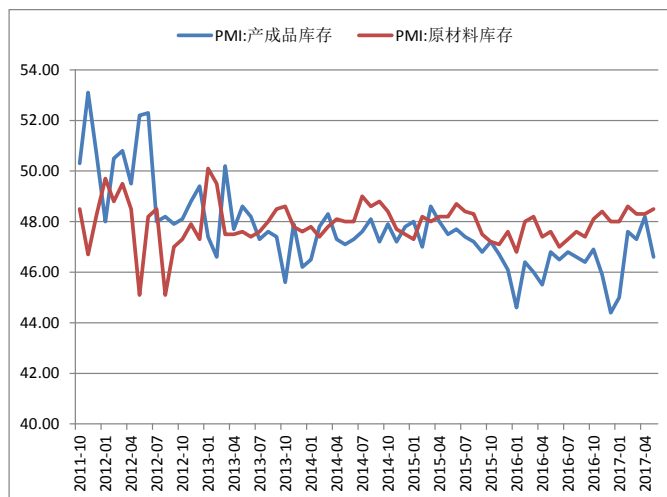
16 年底沪胶经历了一次大涨，这也是一段宏观商品整体的补库存周期，通过分析 PMI 原材料和产成品库存可以看出，16 年初开始的补库存已经导致目前原材料库存处在一个相对高位，而产成品已经开始去库存，意味着商品整体的补库存周期已经转而进入去库存周期，补库存周期暂告结束，商品需求逐渐回落。

图 2.1.1：CPI 与 PPI 当月同比数据



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2：PMI 产成品与原材料库存数据



资料来源：WIND 南华研究

2.2. 季节性开割

天然橡胶的主要生产国是东南亚的泰国、马来西亚与印度尼西亚，产量占到全球产量的 70%以上。根据下表的橡胶产区停割期与开割期的月份分布图，国内云南产区由于今年白粉病的情况比往年更加严重，本应在 3 月中旬左右开始开割由此推迟到了 4 月 5 日才开始开割，不过目前来看影响并不严重，对供应实际影响有限。。今年云南开割伊始，胶农整体的开割积极性高涨，云南景洪片区高产的胶树占了绝大部分，基本上很少存在有弃割的现象，据了解，今年云南天胶总产量会接近 40 万吨，至少有 18 万吨的全乳胶会被用于交割。预计未来供应方面将面临新的压力，需求方面不及预期，沪胶将面临供需不平衡的压力。

国际方面，由于东南亚地区割胶成本相对于国内来说较低，2011 年橡胶价格开始下跌，导致前几年开割面积不多，2016 年下半年以来价格上涨，预计 2017 年开割面积增加 3.61%。近期东南亚方面天气转好，二季度开始的开割期的增产预期升温，未来供应端方面将面临供给增长的压力，根据产区调研报告显示，2017 年全年产量超过 2016 年的可能性较大，所以对于 2017 年来说，天胶的产量如不遇见极端天气，产量较 16 年有所增长。

表 2.2.1 橡胶产区停割期与开割期的月份分布图

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国云南			3月10日前后								11月中旬	
中国海南			4月8日前后									12月中旬
泰国北部		1月底2月初		4月中旬								
泰国南部		2月中旬			4月底5月初							
马来西亚					4月底6月初							
印尼北部（棉兰）					4月底7月初							
印尼北部（巨港）												12月中旬
越南		1月底2月初		4月中旬								
备注	停割期	停割初期	开割期	开割初期								

资料来源：WIND 南华研究

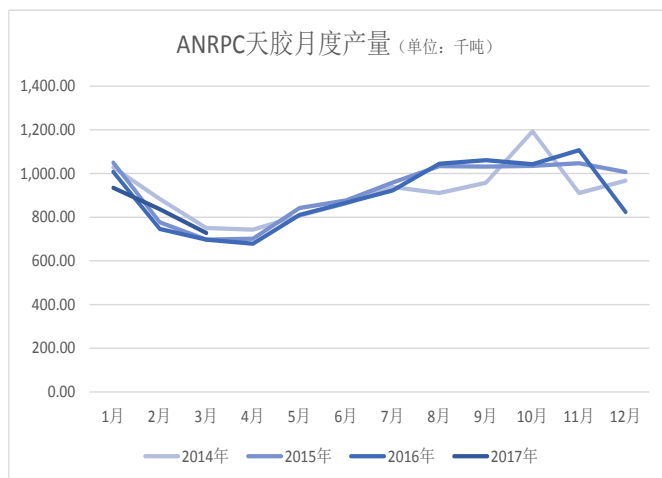
2.3. 天胶产量和主产国出口量

据 ANRPC 最新报告显示，前 5 月成员国天胶出口同比增长 3.8%至 369 万吨。其中，印尼增长 12.6%，马来西亚增长 20.7%，而泰国下降 8.1%。由于胶价持续低迷，2017 年全球天胶供应量预计增长 5.5%至 1275.6 万吨，较上月预期略有调降。根据图 2.3.2 显示，今年产区开割胶面积较 16 年有所扩大，预计未来产量还将维持增长，但为应对未来胶价，胶农已降低割胶频率，并延迟停割期时间。原计划 2017 年 6 月份开割的 63 万公顷新树，也放弃开割计划以应对胶价的走弱和需求量的减少。根据往年经验一般 5 月开始正常开割，但是今年泰国南部降雨较多，产量有所减少，但是在多雨过后，产量也可能会出现增长。根据往年数据，未来一段时间 ANRPC 成员国产量将有所增加，出口量也会有所增长。主产国方面泰国目前胶水价格在 50 泰铢/公斤，杯胶价格在 40 泰铢/公斤，根据相关机构泰国调研得知，当胶水价格低于 50 铢/公斤，杯胶低于 40 铢/公斤时才会影响割胶积极性，已处于影响积极性的临界位置，如后期价格继续下跌势必会影响到后续胶农的割胶积极性。

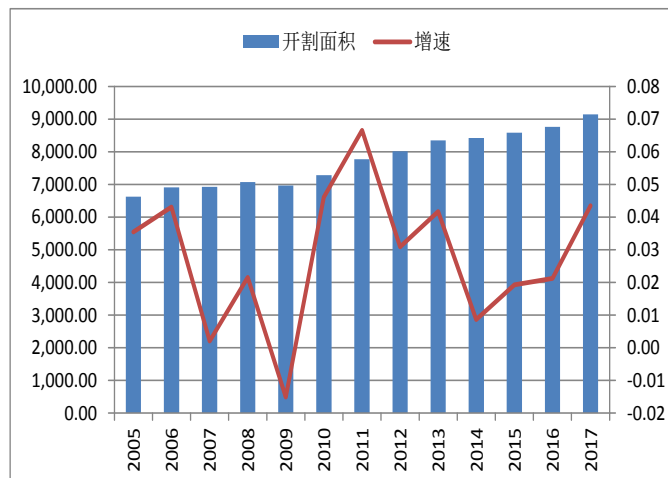
作为高成本国家的中国，目前国内割胶的完全成本海南地区大概在 12500 元/吨，云南地区大概在 10000 元/吨，不过只有当原料价格低于割胶的变动成本时才会出现大面积弃割现象，进而实际影响供应情况。目前来看沪胶价格在 10000 以上对供应都不会有大的影响，因此从成本角度来看沪胶的底部支撑还远未到来。

图 2.3.1：ANRPC 成员国天胶产量（千吨）

图 2.3.2：产区开割面积与增速（千公顷）

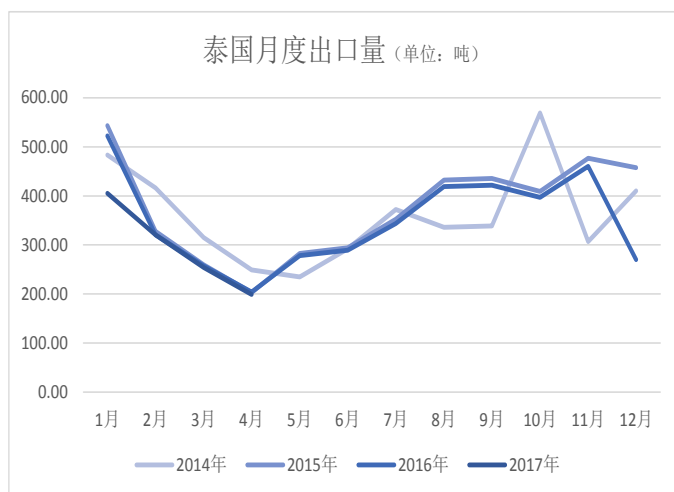


资料来源: WIND 南华研究



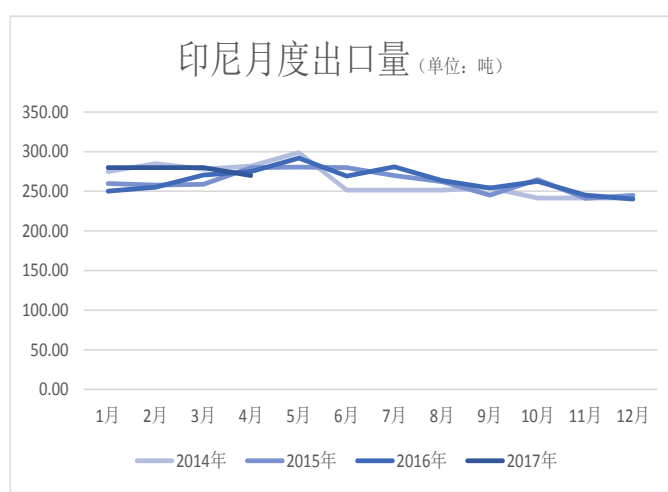
资料来源: WIND 南华研究

图 2.3.3: 泰国月度出口量 (千吨)



资料来源: WIND 南华研究

图 2.3.4: 印度尼西亚月度出口量 (千吨)



资料来源: WIND 南华研究

表 2.3.5: 全球天胶供需平衡表 (单位: 万吨)

	天胶供应量	天胶消费量	过剩量
2010	1040	1076	-35.6
2011	1124	1103	20.5
2012	1166	1105	61.2
2013	1228	1143	85.1

2014	1214	1218	-4.5
2015	1228	1215	12.9
2016	1234	1265	-31
2017E	1292	1287	4.5

资料来源：尤尼科 南华研究

2.4. 下游需求

今年全球天胶预计需求量同比增长 1.7%至 1290 万吨，高于上月预期，但 1-8 月需求量预计同比下降 1.3%，1-5 月同比增长 0.2%。今年 ANRPC 成员国天胶需求量同比增长达 1.9%。前 5 月，中国天胶需求量同比下滑 3.1%。

天胶的下游主要是轮胎厂，轮胎厂采购天胶用于轮胎的生产，据统计，中国有超过 70%的天胶用于轮胎，其中生产重卡汽车全钢胎当中使用的天胶用量最多。一季度重卡汽车数据完美的延续了 2016 年四季度的火热，由于去年初重卡汽车销量基数较低，导致今年一季度重卡汽车销量同比更加火爆。2017 年 5 月，我国重卡市场共销售各类车型 9.3 万辆，环比 4 月份下降 11%，但相比去年同期的 6.48 万辆，仍然处于快速增长通道——大幅增长 43%。5 月份重卡数据较上个月有所下滑，后期预计 6 月份重卡销量将出现较为明显的环比下滑，而 6、7、8 月又是传统的销售淡季，需求面并不能有很大的起色。由于下游工厂年前备货充足，一季度主要以消耗 2016 年年底采购的库存为主，其余从市场上按需采购。下游轮胎厂开工率低于去年同期水平，主要还是由于轮胎厂库存积压，新订单的减少，并且山东地区以民营企业居多，资金链紧张，由此可以看出，17 年上半年总体来说需求层面表面不佳。一般来说，5 月份是轮胎企业淡季的开端，9 月份开始将逐步转好，下游方面四季度将有所好转，可能会带动 01 合约的走强。

图 2.4.1：轮胎中各成分占比

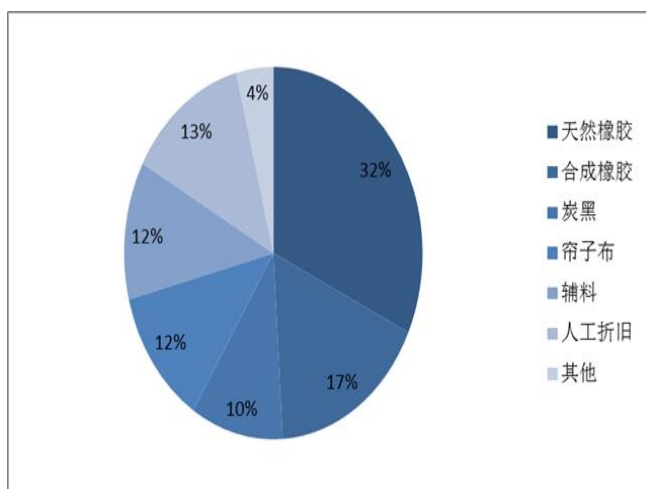
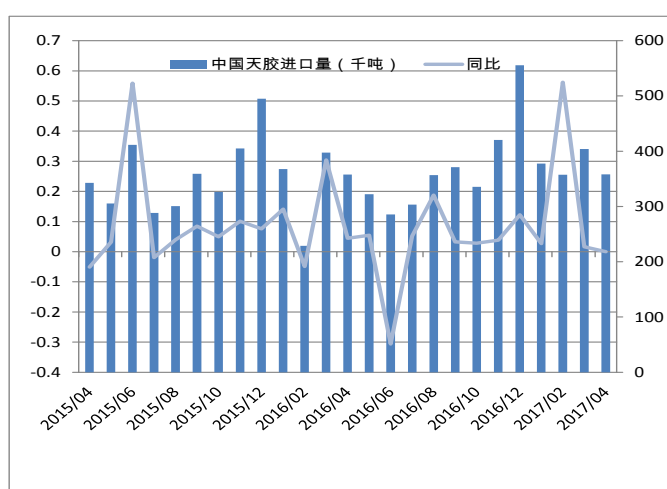


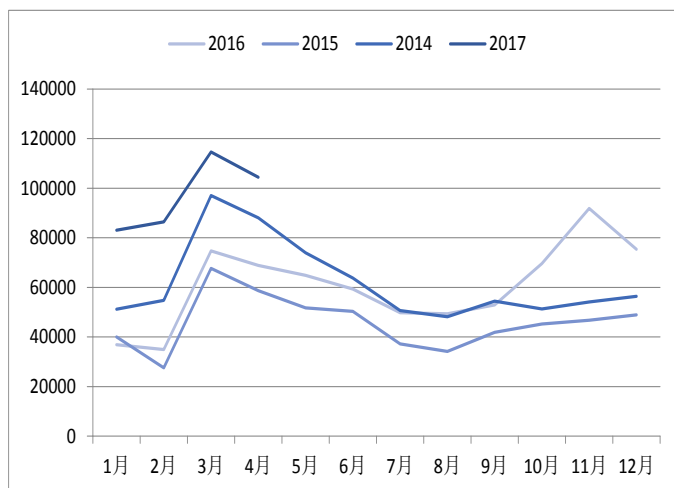
图 2.4.2：中国天胶进口量（千吨）



资料来源：申万宏源 南华研究

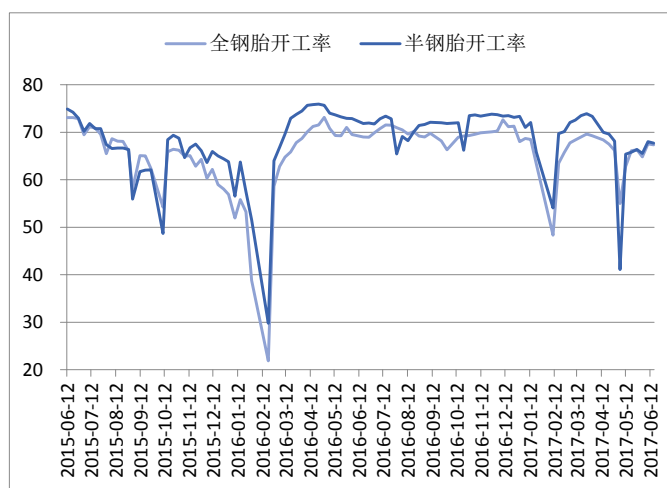
资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.3：重卡销量



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.4：下游轮胎厂开工率



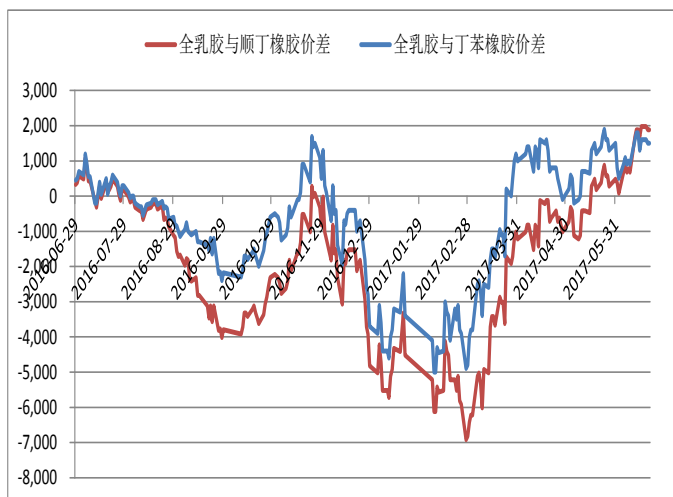
资料来源：WIND 南华研究

2.5. 合成胶替代

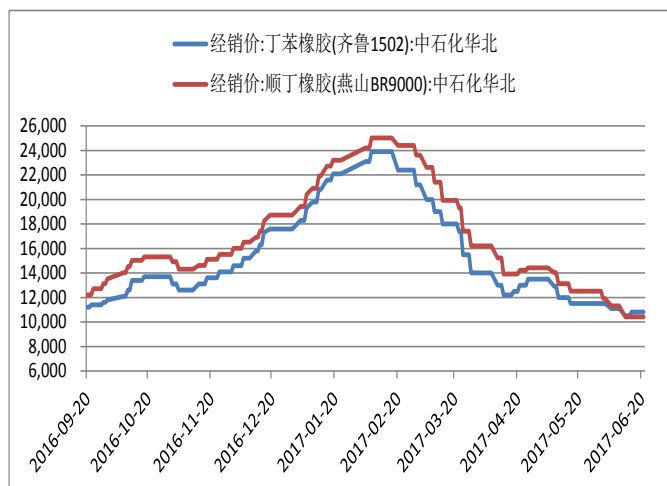
天胶与合成胶在下游轮胎使用上有替代关系，轮胎行业可以调整 5%-10%。天胶在性能上要优于合成胶，通常情况下天胶的价格要高于合成胶，但是由于今年年初，丁二烯短缺严重，导致合成胶价格猛涨，天胶与合成胶的价差出现扭转，天胶价格一度贴水合成胶。但是今年 3 月初开始，由于原油价格大跌，导致合成胶价格下跌，与天胶的价差逐渐缩小，加之由于前期合成胶涨幅较大，大量的从国外进口合成胶原料丁二烯，随着今年进口到港大幅增加造成库存高企且丁二烯是气体不易存储，丁二烯又开启暴跌模式，继而带动合成胶价格下跌，天胶对合成胶再次从替代回到反替代。

图 2.5.1：全乳胶与顺丁、丁苯橡胶价差图

图 2.5.2：顺丁与丁苯橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：WIND 南华研究



资料来源：WIND 南华研究

2.6. 保税区库存与仓单

保税区库存从 2016 年 2 月中旬开始下降达到前期低点，从 2016 年 11 月开始，青岛保税区库存触底回升，最新数据显示，截至 2017 年 6 月 15 日，青岛保税区橡胶库存较上期增长 1%至 27.88 万吨，净增 2800 吨。青岛保税区橡胶库存几乎呈满库状态，区外还有 10 万吨左右的库存，总库存已经接近历史高位。相对于上期所天胶库存，保税区库存直接反映下游终端需求。青岛保税区库存触底回升一方面是因为保税区补库的需求，另一方面也说明现整体货源供给增长，下游需求表现不佳，供需出现弱平衡。

图 2.6.1：青岛保税区橡胶库存走势

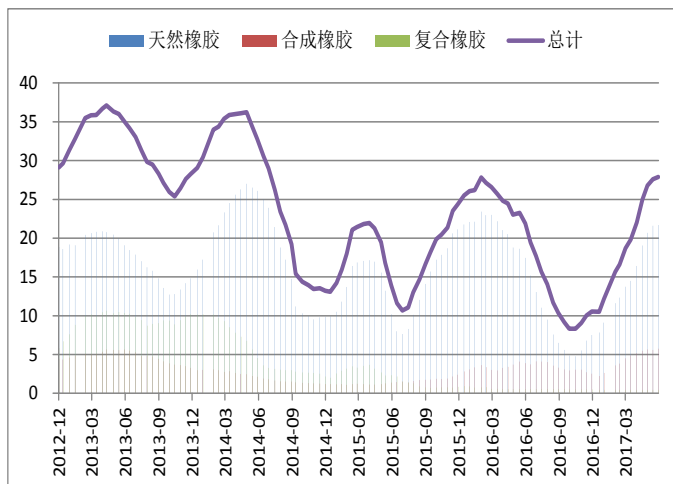
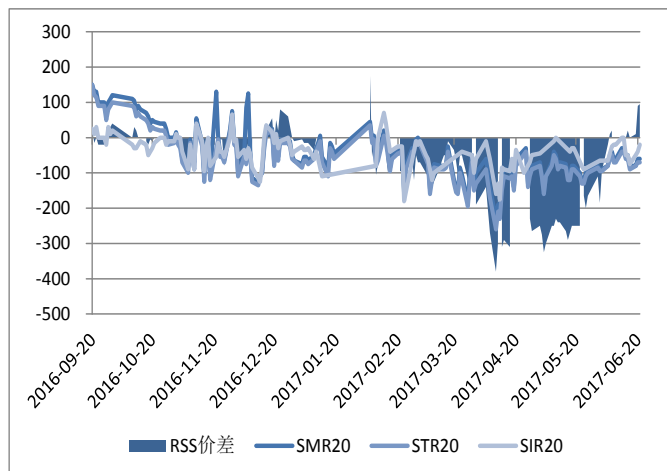


图 2.6.2：内外盘价差



资料来源：WIND 南华研究

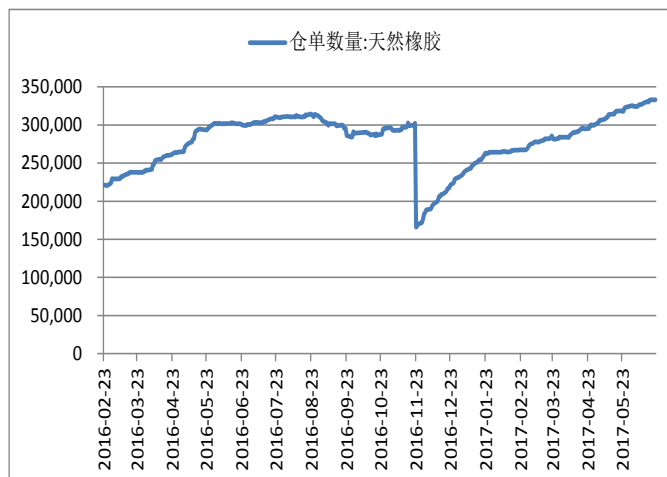
资料来源：WIND 南华研究

图 2.6.3：上期所天胶库存数据



资料来源：WIND 南华研究

图 2.6.4：上期所天胶仓单数量



资料来源：WIND 南华研究

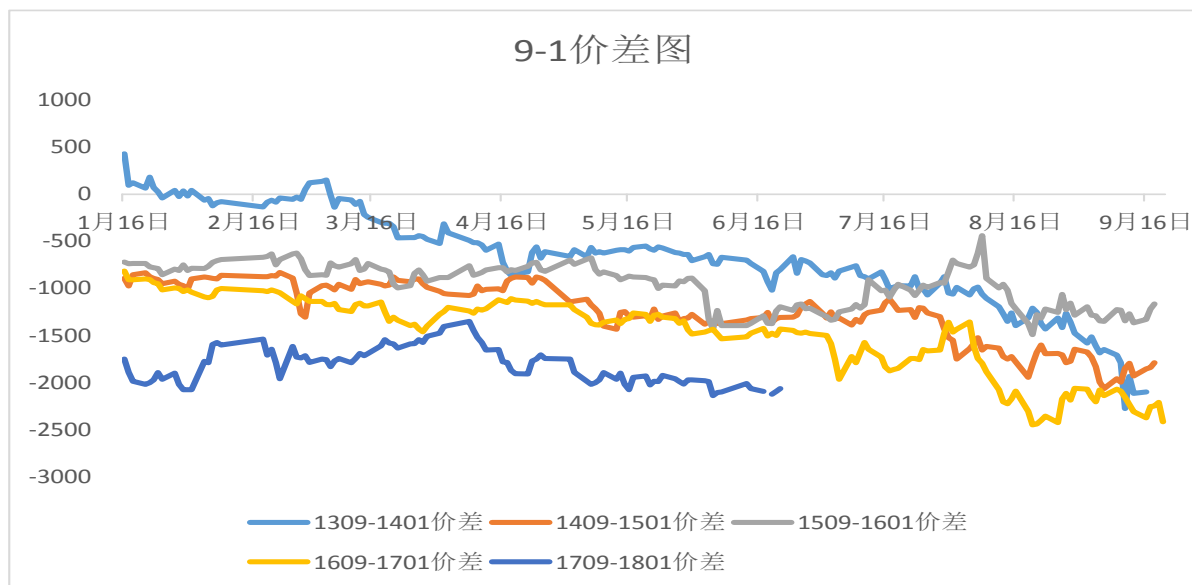
仓单方面，沪胶的交割标的是国产全乳胶以及进口 3 号烟片胶，对于期货这个品种，由于上期所交割制度导致期货往往升水国内现货，国内生产的符合交割的全乳胶都会制作成仓单在盘面上抛出，而进口 3 号烟片胶由于成本较高往往升水期货价格仓单量很少，去年 11 月底由于沪胶涨幅快于外盘进口出现了套利窗口，不过随着外盘补涨烟片套利窗口随之关闭。由于老胶年底前需退出交割，上期所仓单已经达到了历史新高 33.3 万吨。相比现货而言沪胶长期存在溢价，能交割的全乳胶都会流入到交割库，此外今年民企曼丽加入新增了 1-2 万吨交割品。从显性库存来看目前库存并没有得到去化，反而在持续增多，更多的是隐形库存显性化，这也解释了沪胶在持续下跌过程中为什么没有像样的反弹。目前的仓单都是 16 年生产的橡胶，到了今年年底这些仓单必须要出库。由于期货高升水现货，下游轮胎厂并不会要这批货，轮胎厂使用最多的是标胶和混合胶，考虑到轮胎配方以及增值税影响全乳胶通常要贴水混合胶才会被下游有效消化，因此如果多头要接货只能是市场上机构投机资金，而这些资金接货后如何消化仓单是个问题。如果在现货市场上销售一般要比现货贴水五六百才能卖出，因此理论上这些仓单只能在 9 月或者 11 月合约上卖出，即巨量仓单问题只能通过远月合约高升水来解决，投机资金为套保盘做买单。

2.7. 价差结构

由于老胶年底前需退出交割，上期所仓单已经达到了历史新高 33.3 万吨。新胶将上市导致这部分库存难以消化，且 9 月空单是天然的空头合约，到期时会期现回归，根据往年数据，临近交割月份

9-1 价差中长期将扩大，高点预计出现在 9 月合约临近交割前，所以我们推荐的套利策略是买 RU1801 空 1709，价差 1900 时入场，目标 2500，止损 1700，盈亏比 3:1。

图 2.7.1：沪胶 9-1 价差图



资料来源：WIND 南华研究

第3章 后市展望及操作建议

综合分析，2017 年供应方面预计会有所增长，需求方面由于整体宏观经济的影响，不及预期。库存方面，青岛保税区库存持续升高，说明供应充足，下游需求表现不佳。云南和东南亚产区已开始今年的开割季，若天气正常，价格合适，后续供应将有所增长。预计 17 年将出现供需结构弱平衡，供应，将会出现一般性供过于求，预计三季度沪胶将继续表现疲弱。考虑到后市产胶国开割季的来临，从而使下半年沪胶继续表现疲弱，四季度车市有望走好，或带动上游消费，推升胶价。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

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
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net