



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭 研究员

ym@nawaa.com

0571-89727505

投资咨询从业资格号

Z0012648

戴高策 助理研究员

daigaoce@nawaa.com

0571-87839265

## 漫长的下行寻底，天胶在绝望中重生

### 摘要

2018 年，天然橡胶仍处于供过于求的大周期中，全年持续下行十分弱势。年末，沪胶近月合约在接近 11000 点附近震荡，略有企稳，但多头的信心在前期不断受挫打压下恢复较慢。对于 2019 年而言，我们预计短期供需格局难以迅速转变，短期的反弹延续性较弱，但价格传导与多方政策措施实施下，远期主产国的生产格局会有明显的变化，去库存周期如能展开，真正周期转牛的趋势是可以期待的。

主要关注的点在以下几个方面：

1. 主产国政策措施的实际执行效果与价格传导机制对产量的影响
2. 厄尔尼诺现象可能发生，天气与自然灾害易对供给端的变化
3. 下游需求行业转型升级的进程与国际贸易形势转变带来的风险与机会
4. 20 号胶预期上市对套保、投资与套利模式的改变

操作上我们建议多头在明年 3 月前都不宜大幅抄底，可在春节前继续尝试轻仓短多的思路，观望为主，一季度各项措施实施效果需要一定的时间来验证，厄尔尼诺现象如果发生对于供给端的传导也会有一定的滞后，届时如果 20 号胶上市，且沪胶价格如仍在 10000 左右徘徊，中长期投资则可以逐步布局多仓。对于空方而言，如果资金成本较低，远期期现套利仍是较为可取的策略，风险较低，单边下方空间不大，而风险较高，长期持仓不建议单边空单介入，当短期反弹结束后原材料再度下行时有短期做空的机会。同时，对于目前抄底时机难以把握的部分投资者，可以采取在明年一季度购入做多波动率的场外期权来博取波动率的收益，我们预计明年整体行情波动率增大为大概率事件。弱势运行了一年的天胶，在 2019 年多方政策措施与供需驱动下有希望给市场带来惊喜！

## 目录

第 1 章	2018 年行情回顾.....	4
第 2 章	供给端矛盾突出，格局能否转变？ .....	4
2.1.	开割面积及单产.....	4
2.2.	实际产量表现 .....	7
2.3.	中国国内供给情况与合成胶替代 .....	9
2.4.	原材料价格走势与历史价格变动对比.....	10
第 3 章	库存难去，下游进入寒冬 .....	11
3.1.	库存维持高位，等待 19 年去库 .....	11
3.2.	轮胎开工率.....	12
3.3.	贸易摩擦影响下的轮胎产量与出口 .....	13
3.4.	汽车销量.....	15
3.5.	公路运输偏弱，替换需求不足.....	17
3.6.	其他下游制品需求 .....	19
第 4 章	价差提前收窄，套利空间减小.....	20
4.1.	基差波动.....	20
4.2.	20 号胶上市预期的影响 .....	21
第 5 章	总结及策略建议.....	22
	南华期货分支机构.....	23
	免责声明 .....	25

## 图表目录

图 1.1: 2018 年沪胶走势图 .....	4
图 2.1: 各主产国种植面积 .....	5
图 2.2: 单产开割面积产量 .....	6
图 2.3: 部分地区降水量 .....	6
图 2.4: 主产国开割面积变化 .....	7
图 2.5: 主产国天胶产量 .....	8
图 2.6: 近年主产国总产量变化 .....	8
图 2.7: 泰国和印尼产量变化 .....	9
图 2.8: 中国进口量及产量 .....	9
图 2.9: 原材料与价格行情对比 .....	10
图 2.10: 各国产量季节性变化 .....	11
图 3.1: 期货库存 .....	12
图 3.2: 区外库存 .....	12
图 3.3: 轮胎开工率 .....	13
图 3.4: 各年度橡胶轮胎外胎产量 .....	14
图 3.5: 轮胎出口数量 .....	14
图 3.6: 美国进口轮胎数量 .....	15
图 3.7: 汽车总体销量 .....	16
图 3.8: 商用车销量 .....	16
图 3.9: 各年重卡销量 .....	17
图 3.10: 物流业景气指数 .....	18
图 3.11: 公路货物周转量 .....	18
图 3.13: 下游天胶消耗分类 .....	19
图 4.1: 基差统计 .....	20
图 4.2: 日本 20 号标胶上市后走势 .....	21

## 第1章 2018 年行情回顾

2018 年，沪胶整年都延续着弱势下行的趋势，1901 合约从年初的 16000 点位置一路走到了最低接近 10000 点的低点，截止 12 月 20 日，相较于年初下跌超过 30%。全年未见像样的反弹，多为横盘震荡后继续下探，市场的信心在多番打击下更为脆弱。天然橡胶由于其生产的特殊性，供需周期变化较长，目前仍处于供过于求的大环境下，全年也并未出现大的天气或自然灾害造成产量大幅下滑。长期偏弱的基本面下，无法支撑天胶有力的反弹。同时，下半年供给未有明显改善的情况下，下游需求偏弱，贸易环境风险加大更是促进了天胶价格进一步的下滑。如果考虑通胀等因素，目前沪胶的价格已经接近 15 年底部的的位置，下方空间不大，主产国年底会制定较多的措施应对低迷的胶价，19 年可能成为周期转变关键的时间点，在底部沉寂了许久的天胶值得投资者们重点关注！

图 1.1: 2018 年沪胶走势图



数据来源：Wind 南华研究

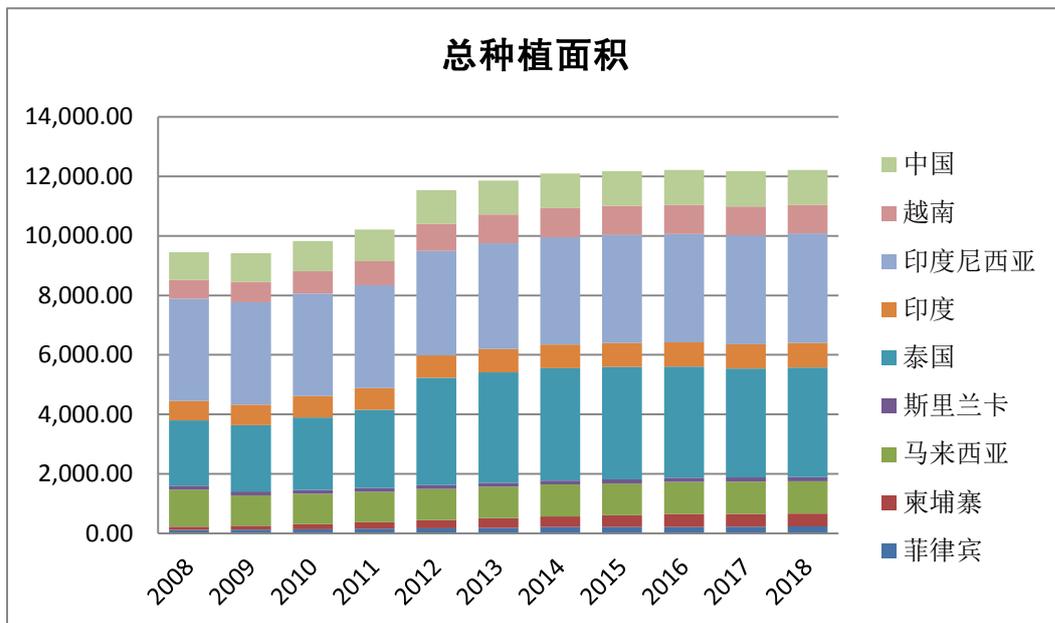
## 第2章 供给端矛盾突出，格局能否转变？

### 2.1. 开割面积及单产

橡胶上游产量的变化主要由其产能及实际开割面积来决定，我们知道在 2010 年-2012 年期间大量的新橡胶树苗被种植，而橡胶树成长到可以开始割胶需要 5-7 年的时间，因而就可开割的种植面积而言，预计 2019 年左右会达到峰值。但实际的产胶量不仅仅与种植面积有关，更在于割胶意愿与单产所形成实际产能利用率上。尤其是随着今年胶价不断走低，原材料一端的价格使得胶农出现了亏损的情况，割胶意愿会受到较大的影响。

如下图，泰国目前仍是最大的产胶国，总种植面积与印尼相近，泰国目前登记的橡胶种植面积在 2300 万莱左右，但仍有大量的私营小胶园并未登记，实际总种植面积可能达到 3000 万莱以上。近两年来看，总的种植面积呈现较为平稳的态势，这也与各国在胶价一路走低的情况鼓励改种转产等政策有关。决定总体产量的主要因素仍然是开割面积与单产。

图 2.1：各主产国种植面积

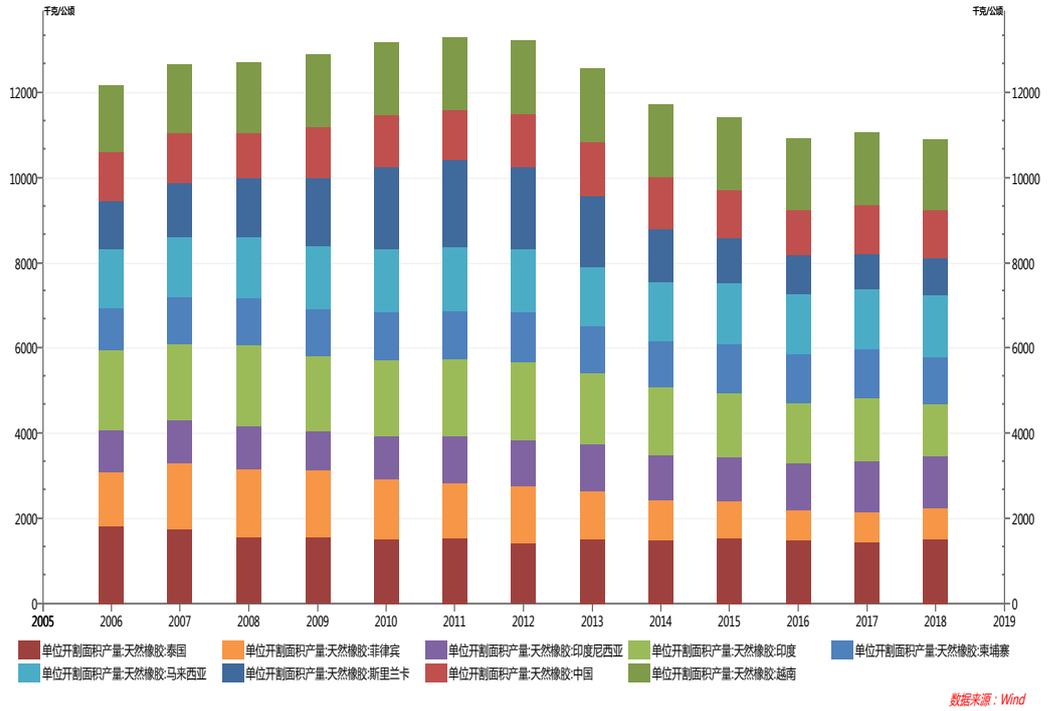


数据来源：Wind 南华研究

单产主要受到天气及实际割胶意愿的影响，近些年来呈现逐年下降的趋势。天气对于割胶的影响是最为显而易见的，如在泰国的雨季 8,9 月份，大量的降雨时间会缩短实际的割胶时间使得产量无法大量释放。而干旱的来临则会使胶树生长缓慢，开割季延后，胶树产胶量减少也会使得单产下降。今年总体天气情况较为良好，并未对产胶割胶产生重大影响，南部降水在正常范围内，虽然北部干旱较为严重但泰国大部分胶园都在南部，对实际产量影响有限。需要注意的是，近期气象组织报告预计 19 年厄尔尼诺现象发生的概率极高，由此可能带来干旱与洪涝灾害可能对主产国明年上半年的产量产生巨大影响，尤其需要警惕印尼的产量下滑。

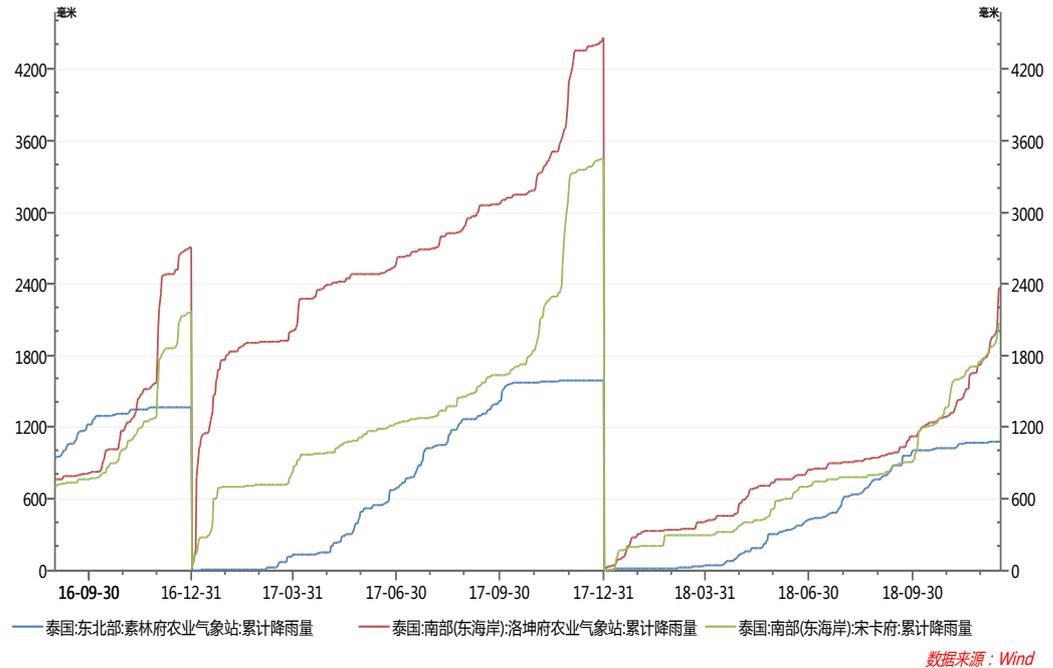
另一方面，价格会直接影响胶农的割胶意愿从而影响单产量，以泰国目前的情况来看，如果胶水价格低于 40 泰铢/千克，则部分胶农与胶园主就会出现亏损不愿意割胶的情况，而目前原材料胶水价格仍在 40 泰铢/千克以下，对于长期的割胶意愿仍有较大的影响。而我国国内由于割胶成本更高，弃割意愿也较为明显，单产也处于下降通道中。

图 2.2: 单产开割面积产量



数据来源: Wind 南华研究

图 2.3: 部分地区降水量

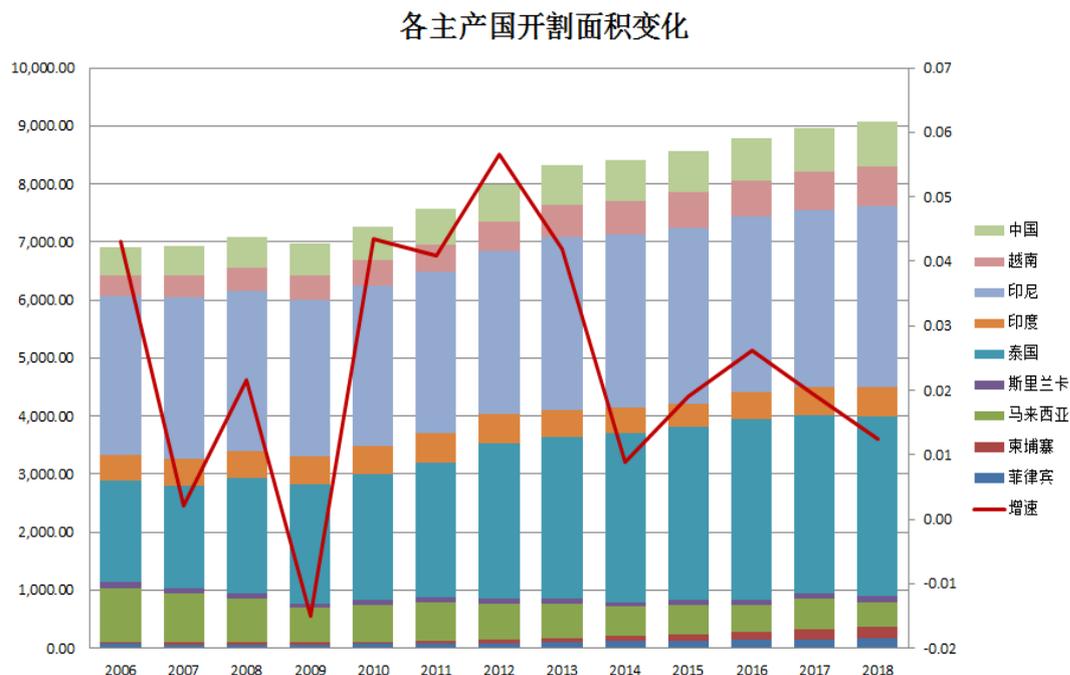


数据来源: Wind 南华研究

开割面积一直处于逐年上升的趋势中，但是近两年的增速有所放缓。但前期新种植的胶树新增的可开割面积在2019年会达到顶峰，预计2019年开割面积仍会处于增加的状态，且树龄达到10年以后产量才达到峰值，泰国目前树龄在7年以下的小树占比较高，因而后期新增的潜在产能仍会有较快的增长。泰国方面正在研究“可替代橡胶的可行性方案”，打算首先将25年树龄以上的老树改种橡胶，如远期能实施，可能对开割面积会有所影响。

越南由于其割胶成本更为低廉，近来割胶意愿受到价格影响较小，开割面积一直保持着较快速的增长，也成为我国近来进口新的增长点。马来西亚的单产提高则由于其淘汰了大量的老龄胶树，虽然单产均值提升了但总体开割面积也下降明显，因而总体产量还是下降的。

图 2.4: 主产国开割面积变化

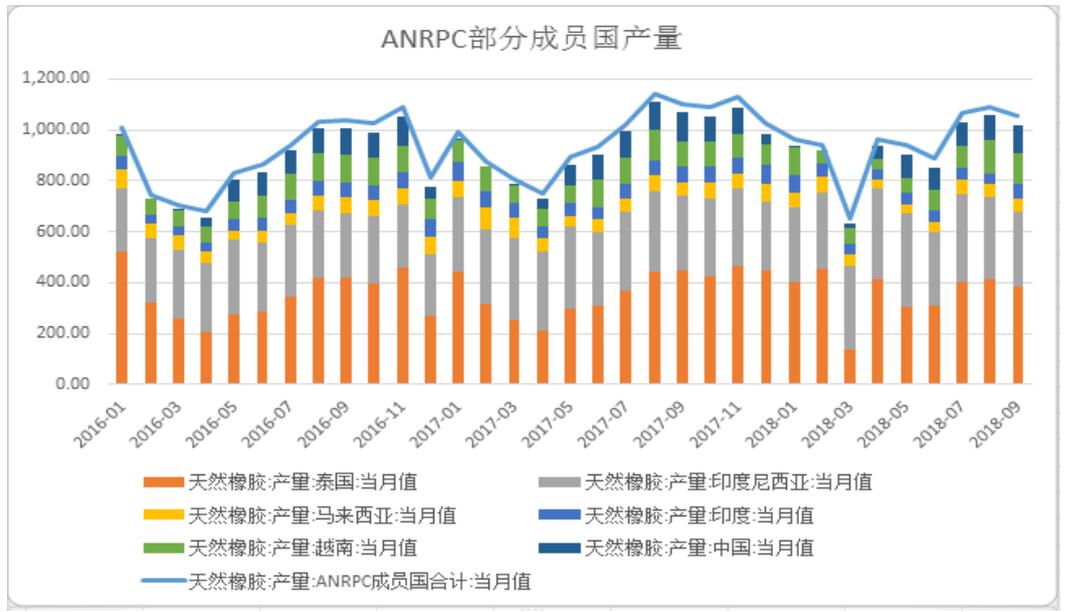


数据来源: Wind 南华研究

## 2.2. 实际产量表现

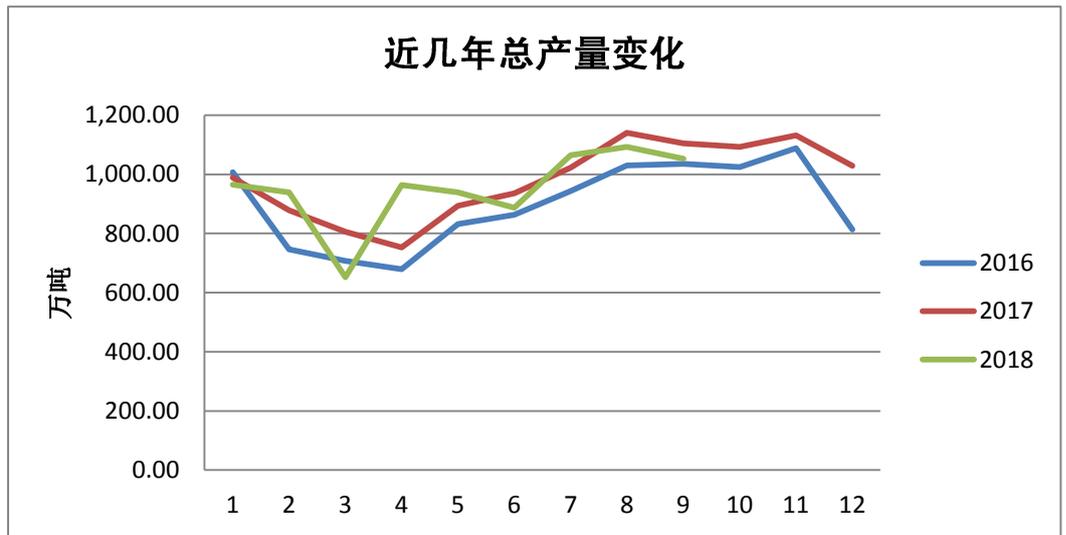
总体来看，今年1-9月ANRPC数据统计的产量为855.5万吨，同比微涨0.4%，并未有明显的涨幅，主要原因是部分国家受到各种因素的影响出现了明显的产量下滑。1.印度受到洪涝灾害的影响，受灾面积较大，产胶受到了较大影响，前九月同比产量下滑14.1%。2.马来西亚减少单产较低的老龄胶树总体割胶面积减少，前九月产量同比下滑18.88%。3.个人认为前期越南的产量统计并不一定准确，从开割面积及单产来看越南的总体产量不应有明显的下滑，且9月份起越南产量增长迅猛，全年最终产量可能相较前九月的趋势有较大出入。

图 2.5: 主产国天胶产量



数据来源: Wind 南华研究

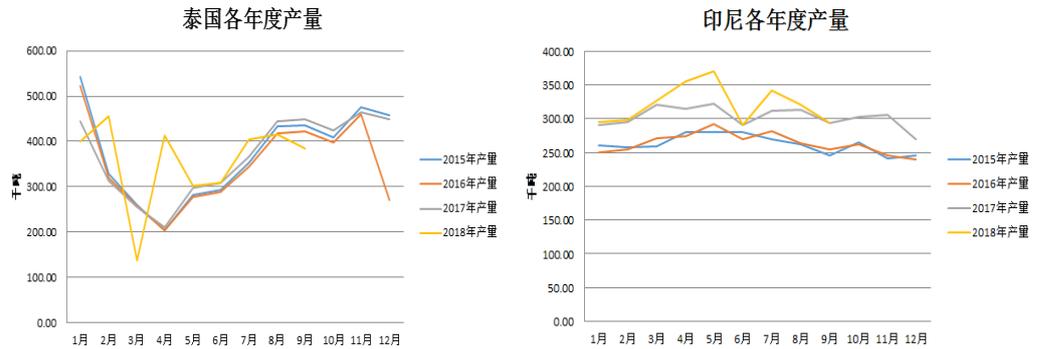
图 2.6: 近年主产国总产量变化



数据来源: Wind 南华研究

具体来看,泰国和印尼产量为前两位,对全球整体供给影响较大,1-9月份泰国天胶产量为321.9万吨,产量同比仍增加了4.1%。但自7月份开始,原材料一端胶乳价格开始低于45泰铢,对产量也逐渐产生影响,8月和9月份泰国的产量更是同比下滑了6.9%与14.7%。四季度原材料一端低价延续,割胶积极性受影响不会出现同比明显增长的情况,预计全年产量与去年同比增长在3%左右。印尼在今年遭受到了病虫害的影响,6月产量环比大幅下滑但前九月整体仍处在同比上升的态势。病虫害导致落叶提前,四季度印尼胶水的供应偏紧,标胶价格极为坚挺,甚至出现了升水泰标、马标的情况。因此我们预计四季度印尼的产量可能同比小幅下降,全年总体产量同比微升。

图 2.7: 泰国和印尼产量变化



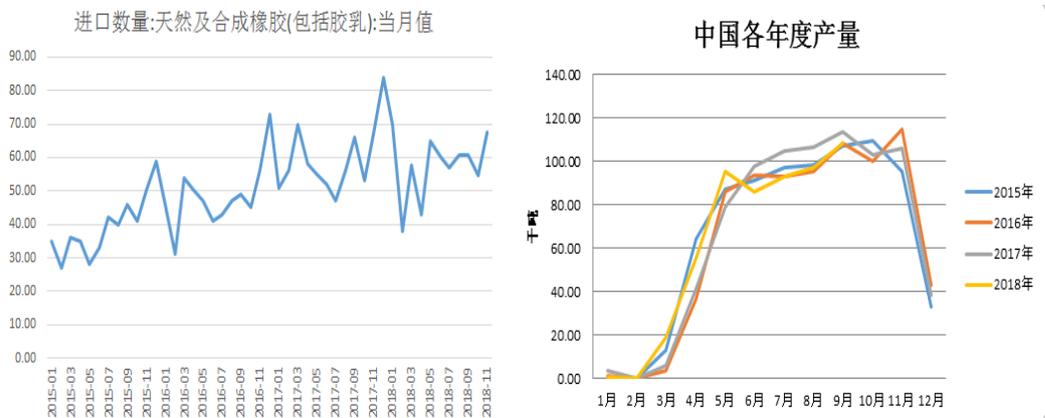
数据来源: Wind 南华研究

### 2.3. 中国国内供给情况与合成胶替代

2018年前9月中国国内天然橡胶产量55.3万吨,同比增长0.38%,前11月共进口634.1万吨,同比增长0.4%。“保险+期货”的扶贫政策有效地改善了我国产区农民收入的情况,使得国内供给量总体保持平稳,虽没有明显增长,但未有去库存的态势导致整体压力仍然偏高。目前生产的主要作为交割品的全乳胶,天然橡胶年产量预计在80万吨左右。明年20号胶上市的预期下,部分国内生产线可能调整生产标胶以及下游轮胎企业用量较多的9710,全乳胶产量会有所下滑。

合成胶方面,由于产品生产线的限制,一般企业可能会有几套不同配比的配方,但是如果想要调整配方以外的原材料配比十分的困难,周期较长。因此,天胶仍然贴水合成胶的情况下,合成胶的替代效果较弱。下半年原油持续走弱,丁二烯价格也随之一路下行。合成胶的价格主要以原材料成本来决定,因此合成胶相对于天胶的升水在下半年也有明显的走弱,一定程度上会制约天胶的反弹。19年原油走势的分歧较大,美方与OPEC的意见不统一,仍有震荡下行的可能,需要警惕合成胶进一步下行对天胶替代作用放大。

图 2.8: 中国进口量及产量



数据来源: Wind 南华研究

**总结：**2018 年，ANRPC 预计全年能天胶产量增长 3.7%至 1385.1 万吨，四季度数据尚未出炉，但我们预计实际产量相比预计略有偏低，在 1350 万吨左右，但仍然较去年有所增长。经过一年的弱势震荡回调，天胶的价格已经回到了较低的位置，四季度的情况来看，供给结构在价格的影响下无法长时间维持，如马来西亚已有部分胶农开始转种菌类作物来改善收入，因此，仍沿用 18 年的整体数据来估计 19 年的产量显然是不准确的。综合考虑价格因素、较高概率可能发生的厄尔尼诺现象与泰国目前正在实施的补贴政策，预计补贴结束前，明年一季度产量仍将同比微升，进入停割季后，转产与天气的变化可能使得下半年产量有明显的同比下滑，4 月份以后是供给端格局转变最为关键的时刻。

## 2.4. 原材料价格走势与历史价格变动对比

原材料价格是最直接反应市场状况的指标，原材料价格的高低直接决定了主产国胶农的收入与生活状态。近几个月，泰国原材料价格一路下行，胶水价格一度来到了 34 泰铢/千克的低位，杯胶价差也来到了 2 泰铢的低位。这与 2015 年底的情况十分类似，15 年底时原材料价格持续回落，胶水价格短时突破至 28 泰铢/千克以至于出现了杯胶与胶水价格倒挂的情况，沪胶价格也在同期来到了近几年的最低位。长期过低的价格使得胶农生活困难，出现了较强的抗议游行等活动。今年泰国政府应对低迷的胶价所采取的措施也与 15 年较为相近。

主要以以下几点为主：

1. 政府直接补助胶农与胶园主，每莱地补助 1800 泰铢。
2. 通过农业合作社采购增加出口，预计在明年 4 月份前出口中国增加 10 万吨。
3. 鼓励农民改种其他作物，例如“可可”。
4. 增加国内橡胶需求通过内销来刺激需求拉动胶价

这些措施当中，直接补助的效果从历史来看立竿见影，在政策实施后通常能迅速稳住胶价并使得原材料价格有明显的回升，但是这样的措施解决的是短期胶农的生计问题，反而可能进一步刺激过量的供给。年末原材料价格企稳回升正是由此而来，而其他政策如能较好的实施对改善泰国国内供需结构是有帮助的，但见效时间较长。因此我们预计，如果供给过量的问题未能解决，原材料价格 19 年初仍有可能再次回落。

图 2.9: 原材料与价格行情对比



数据来源：QINREX 南华研究

最终决定远期供给的依然是价格，如果长期低价的格局不能被改变，割胶的意愿以及实际的割割

面积甚至种植面积都会受到极大的影响，从历史数据看，16年初原材料价格再次回落后，15年3月-16年2月间产量为445万吨，而16年3月-17年2月的产量为426万吨，原材料价格过低，弃割转产与部分天气原因的影响下，原本应该稳步增长的产量反而明显下降了。同样的，19年我们面临的是相同的问题，个人认为，在真正价格传导所引起的供给格局变化来临前，原材料价格仍会反复，而明年3,4月份进入停割期后才是真正考验市场牛熊转换的关键点。

图 2.10: 各国产量季节性变化

全球	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	过渡期	最大减产期		过渡期		高产期			减产期		最大高产期	
需求	需求增加			需求回落					需求高峰		需求淡季	
主产国	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国		减产期		过渡期		增产期			最大增产期			
印尼	过渡期			增产期			(落叶) 减产期		过渡期			
马来		减产期			过渡期				增产期			
越南	减产期			过渡期		增产期				过渡期		减产期
中国	减产期			过渡期		增产期				过渡期		减产期

数据来源: QINREX 南华研究

## 第3章 库存难去，下游进入寒冬

### 3.1. 库存维持高位，等待 19 年去库

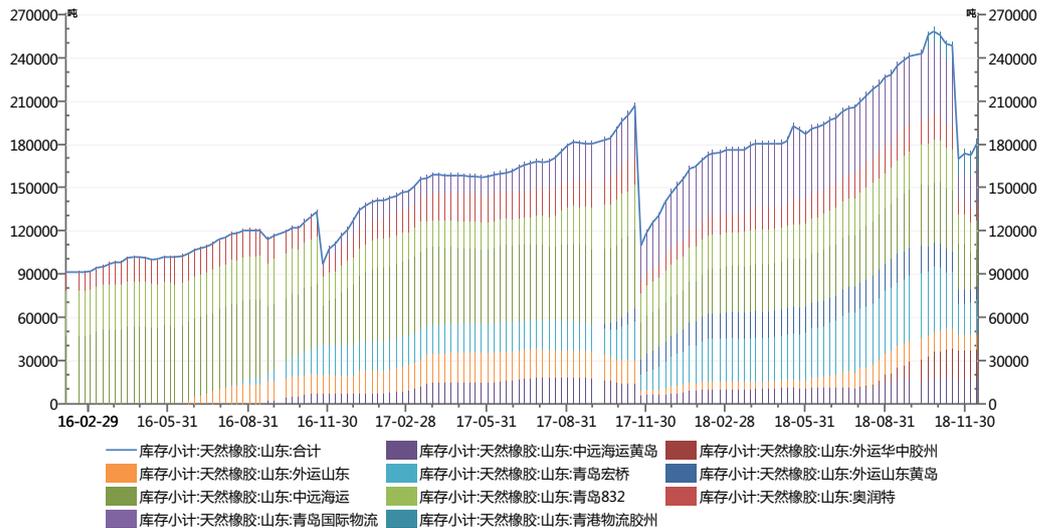
下半年，保税区库存因统计口径改变出现了大幅减少，但参考意义较弱并不代表实际数量的真实变化情况。1811 合约交割后，有 20 万吨左右的老胶出库，短期缓解了显性库存的压力。四季度国内进入停割期，但新仓单的注册速度未有明显放缓，显然供给端仍然较为稳定短期无去库存的态势。而从山东区外库存的情况来看，年底仍处于不断上升的态势内，同比仍处于高位，18 年难见趋势的变化。

图 3.1：期货库存



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2：区外库存



数据来源：Wind

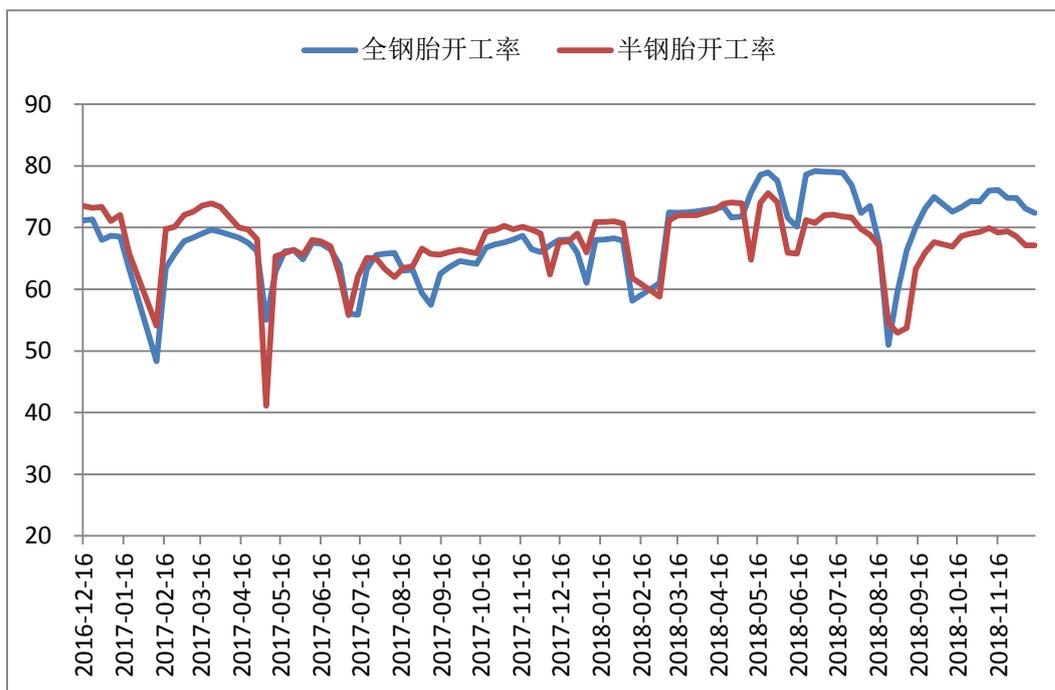
数据来源：Wind 南华研究

### 3.2. 轮胎开工率

今年整体的轮胎开工率尚可，夏季末遭受到台风洪涝等自然灾害的影响短期出现过较大幅度的回落，但进入四季度后仍保持在 7 成左右较为稳定的水平。我国下游轮胎企业仍处于产能过剩、产品质量较低的初级发展阶段，今年由于炭黑等原材料价格的上涨进一步压缩了轮胎企业的利润推动了产业的升级转型。截止 12 月初，今年已有 25 家轮胎企业申请破产重组，产业整合期间虽然开工率维持在较高水平但整体产能会有所影响，过剩的产能被淘汰，追求更高质量的优质产品。以山东为例，山东

省政府计划在 2020 年前维持目前的产能保持不变，主要提升产品的品质。预计 19 年 2 月前，开工率仍会保持较为稳定的水平，后期会依据贸易环境情况变化。

图 3.3: 轮胎开工率



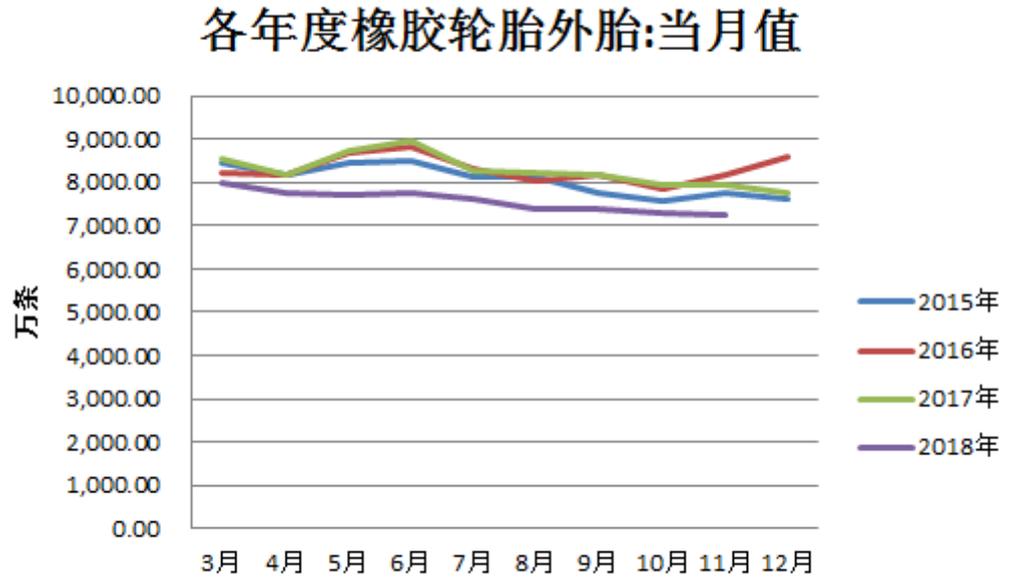
数据来源: Wind 南华研究

### 3.3. 贸易摩擦影响下的轮胎产量与出口

2018 年 1-11 月，我国生产橡胶轮胎外胎共计 7.65 亿条，而 2017 年 1-11 月我国累计生产橡胶轮胎外胎达到了近 8.7 亿条，可以明显的看出，今年下游的产量有较大的下滑，尤其是在 9 月 10 月旺季不旺的情况更为明显，这与产业升级调整与下游实际需求减少都有关系。

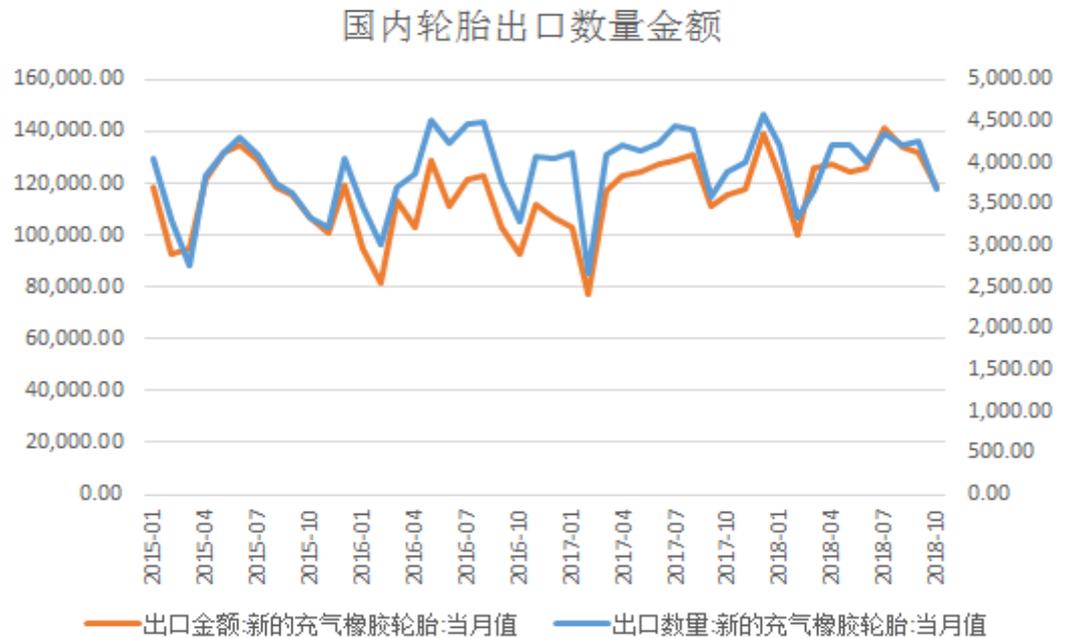
另一方面，美方第二轮 2000 亿关税的商品涵盖了大部分橡胶产业的下游产品，虽然目前增加的税率为 10%，但仍对出口产生了明显的影响。9 月份以后我们可以看到出口量有明显的下滑。同时 11 月 12 日，欧盟又公布了对华卡客车轮胎反补贴案的最终裁决，此后 5 年中国轮胎企业出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴 42.73~61.76 欧元的固定税，虽然这样的固定税与前期调查时临时附加税相近，不会对短期出口量造成较大影响，但是该税率将持续 5 年，这会导致我国的卡车胎竞争力持续下滑不利于远期出口。G20 后，中美双方暂时达成了一致，中方减少了美方汽车部分关税，美方也承诺在 90 天内进行磋商不增加关税至 25%。但是 3 月之后的国际贸易风险仍然较大，厂商在春节前可能会采取提前备货出口的方式来规避未来可能附加的税额，因此我们预计在 2 月前，轮胎厂的开工率都会维持在较为稳定的水平，即使下游需求偏弱。

图 3.4: 各年度橡胶轮胎外胎产量



数据来源: Wind 南华研究

图 3.5: 轮胎出口数量

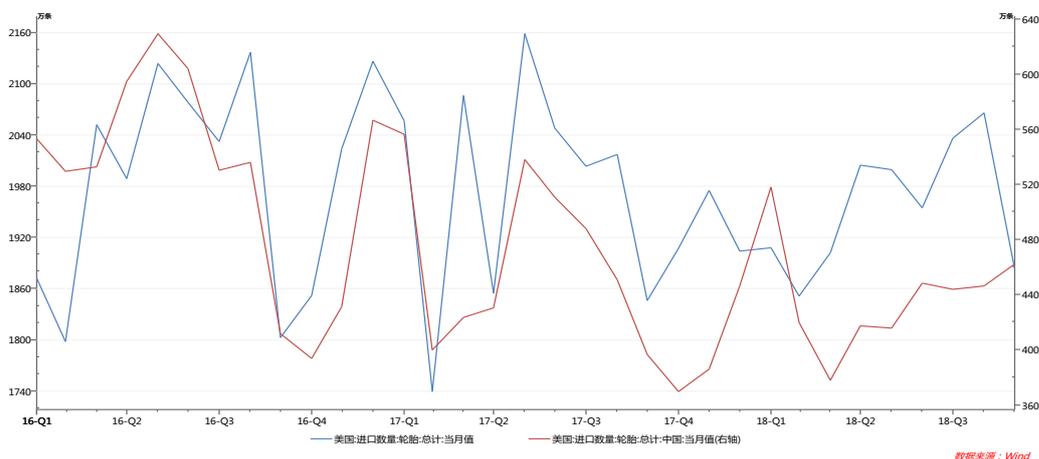


数据来源: Wind 南华研究

美国今年轮胎进口保持平稳,并未出现大幅下降,但是图中可以明显看到自中国进口的数量处于不断地同比下滑中。四季度,贸易形势缓和,不少中国出口企业为了避免未来可能增加的关税提前出口,出口量有明显的回升。但这样的形势下,国外企业大量扩产,部分中国减少的出口量被蚕食,长

远看，如果明年一季度不能达成全面的协议，关税再次增加对下游出口企业的考验较为严峻。好在短期形势缓和，给这些企业提供了一段提前做好转移出口方向与国家的准备时间，开发新的出口增长点对于应对远期的风险有较大的帮助。

图 3.6: 美国进口轮胎数量

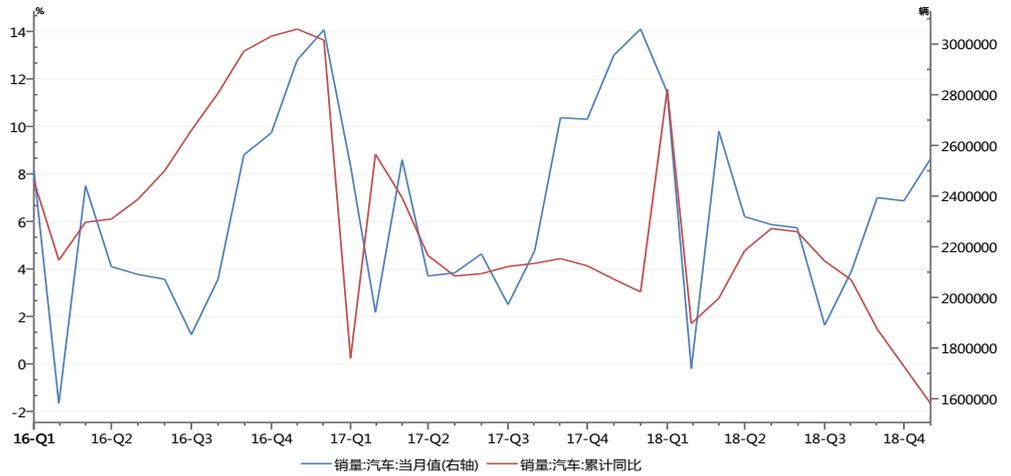


数据来源: Wind 南华研究

### 3.4. 汽车销量

2018 年前 11 月我国汽车销量 2538 万辆, 全年已十分接近 3000 万辆的市场顶部, 预计 2018 年我国将达到 180 辆/千人。下图中我们也能明显地看到 7 月份以后汽车销售行业进入寒冬, 同比销量增速持续下滑, 四季度更是出现了负增长的态势。主要原因是三四线城市宏观压力下购买力有所下滑, 购房压力与去杠杆的环境下挤压了对汽车的消费需求。前期购置税优惠政策退出, 新的排放标准可能出台的情况下部分居民也选择了观望的态度。预计在 2019 年, 汽车行业整体仍将维持较弱的趋势, 但我们也不必过分悲观。其中很大一部分与天胶产业有关的是汽车的配套轮胎需求, 半钢胎中天胶重量占比仅百分之十几, 并不大, 且配套需求本身较少, 轿车等汽车销量下滑并不会对天胶下游需求产生巨大影响。

图 3.7: 汽车总体销量

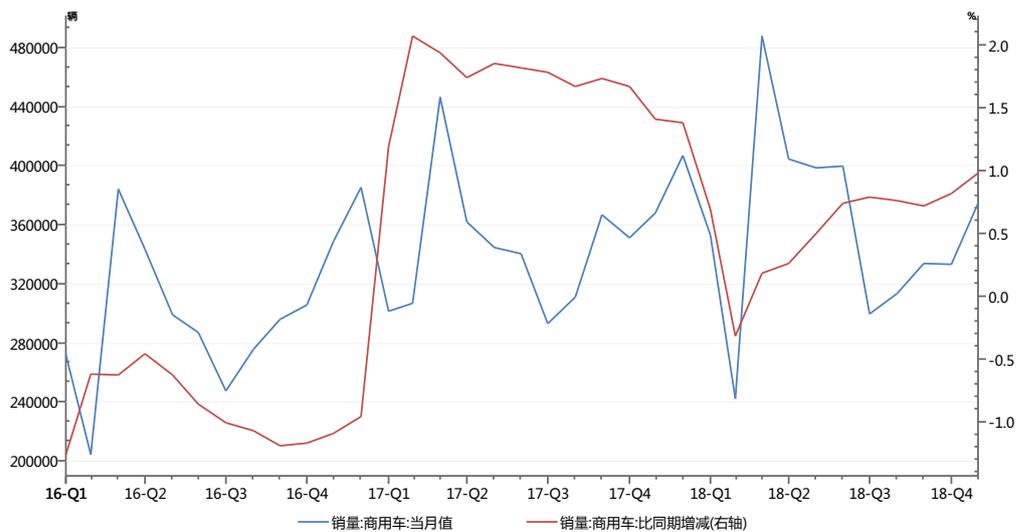


数据来源: Wind

数据来源: Wind 南华研究

商用车的情况相对较好, 虽然七月份后也有明显的下滑但四季度有所回暖, 基建投入增速有所下滑是商用车整体销量下降的主要原因, 房地产投资的增速在一段时间内会保持在 10%左右。未来基建投入仍有增长的空间, 是拉动商用车市场的主要因素。

图 3.8: 商用车销量



数据来源: Wind

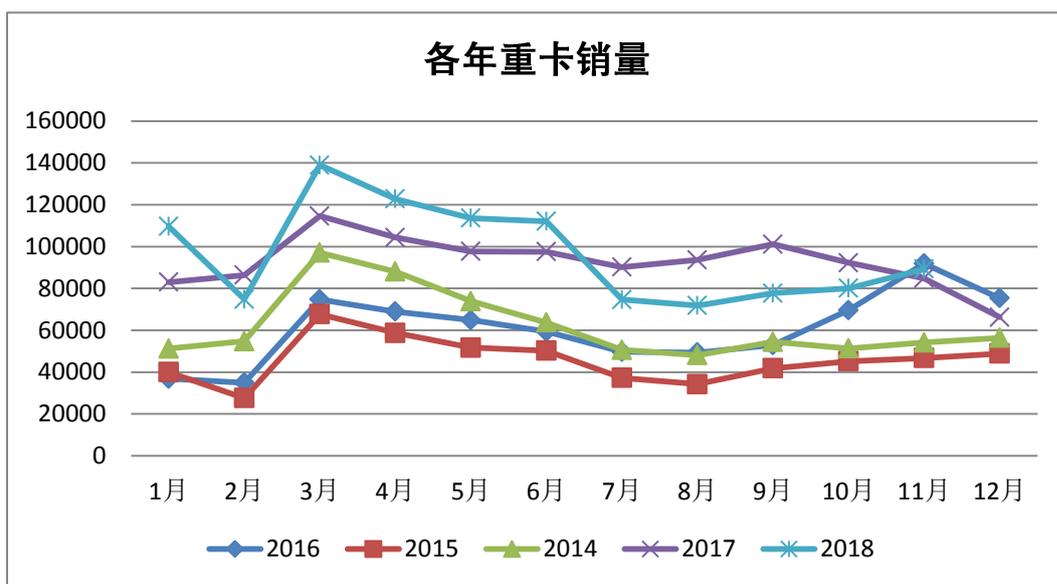
数据来源: Wind 南华研究

#### 重卡销量明显下滑后略有回暖

重型卡车主要用的是大型的全钢子午胎, 天胶用量占比在 4 成左右, 是下游需求与天胶消费量关联性最大的部分。上半年, 在政策支持下重卡更新换代的需求仍较为旺盛, 整体销量屡创新高, 一定程度上提前消费了部分后期购买需求。6 月以后, 政策效应退出, 重卡销量大减, 至 11 月才有所回暖,

也带动了下半年天胶的进一步下行。2018年6月25日交通部提出要淘汰老旧车辆，到2020年底京津冀地区周边要淘汰100万辆以上重型国三标准的柴油车，可能带来新的替换需求。目前的情况来看，19年上半年，重卡市场整体仍有可能维持偏弱运行，后期有回暖的可能。

图 3.9: 各年重卡销量



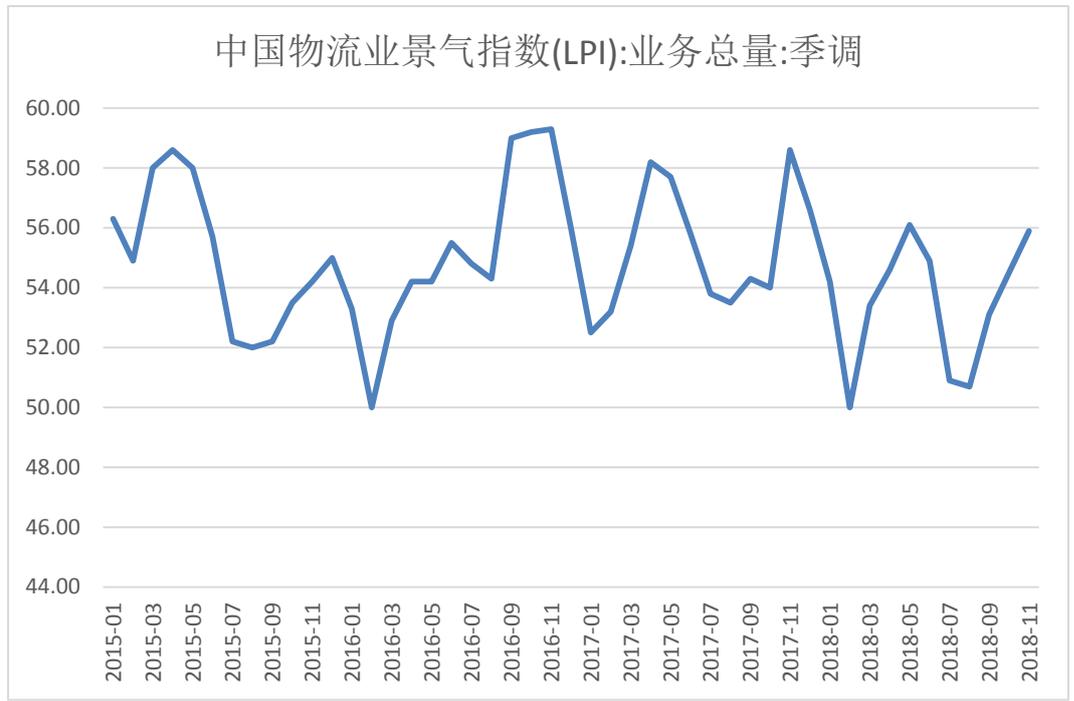
数据来源: 中国汽车工业协会 南华研究

### 3.5. 公路运输偏弱，替换需求不足

2018年替换市场的整体表现也偏弱，一定程度上也导致了国内轮胎市场需求偏弱。虽然四季度物流业有所好转，但整体相较于去年仍有明显的走弱趋势。其中一个主要原因是替代类的运输方式，如铁路运输增长迅猛。国家提出的《推进运输结构调整三年计划》中要求推进货物运输“公转铁、公转水”，一定程度上削弱了公路运输的增速，货车总体保有量增加的情况下出勤率有所下滑，轮胎替换频率下降。从前期走访调研了解到，部分北方地区原本货运长途可以做到满载往返，现在出现了空车返程的情况。从运价上也可以看出，需求的不景气使得运价指数不断走低，货运利润也受到影响。

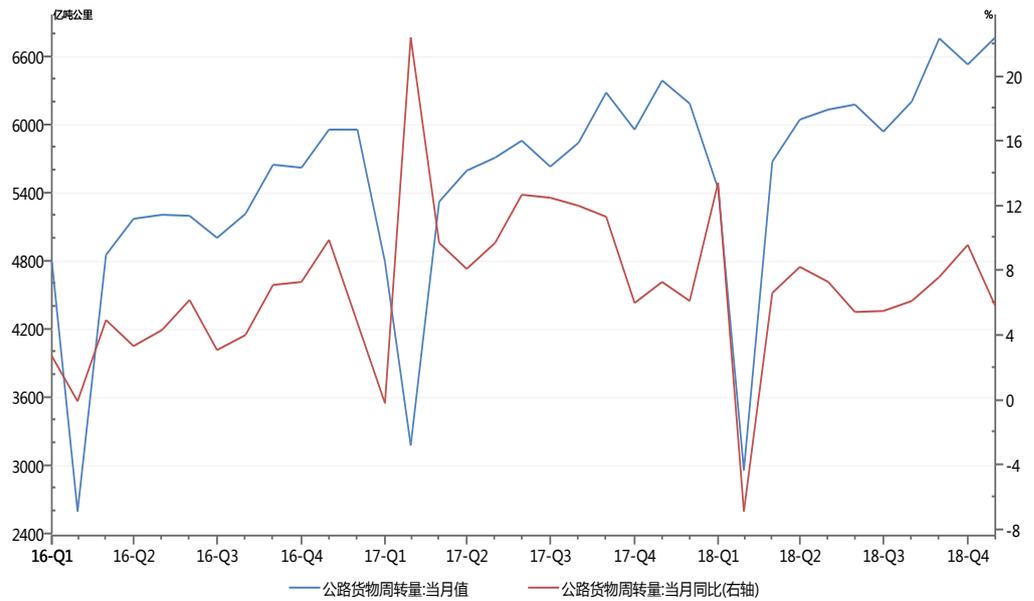
好在从总体的周转量上看，三季度以后，是有缓慢的回升趋势的。2018年10月与11月公路运输周转量分别同比回升了9.6%与5.8%。为应对宏观市场的压力，国家也在积极推动基建项目的投入，替换市场进一步恶化的可能性较小，但预计2019年整体的替换市场仍会维持偏弱运行较长时间，如油价等成本端延续大幅下行的态势，公路运输市场有加速回暖的可能。

图 3.10: 物流业景气指数



数据来源: Wind 南华研究

图 3.11: 公路货物周转量



数据来源: Wind

数据来源: Wind 南华研究

图 3.12: 公路物流运价指数

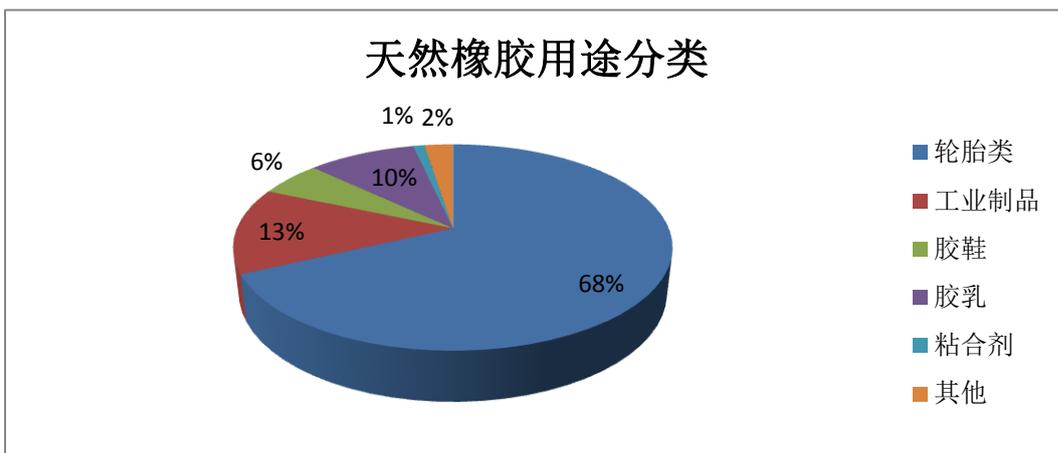


数据来源: Wind 南华研究

### 3.6. 其他下游制品需求

天然橡胶近 70%都用于生产轮胎,但是目前汽车及轮胎行业发展时间较长总体产能趋势趋于稳定增长的潜力较小。其他下游制品则不同,天然橡胶因其优良的物理化学性能在多个领域都有可应用的发展潜力。国内产的全乳胶主要作为传送带等下游制品的原材料,如后期贸易环境能改善,胶鞋、管带的出口潜力仍巨大,整体乳胶制品的消费增速在 5%左右。年末泰国为提振橡胶市场发布了《橡胶水泥路工程的施工建议》规定:橡胶水泥应由细骨料、水、波特兰水泥、橡胶乳液及辅助外加剂混合而成,橡胶水泥混合机必须具备较好的混合性能。不同与前期与中国合作的橡胶沥青技术,该水泥路工程使用的是胶乳,且橡胶乳液应采用乳胶产量不少于 30%的耐磨硬橡胶 (DRC)。明年开始具体实施后需要关注对实际橡胶消费的影响。

图 3.13: 下游天胶消耗分类



数据来源: 南华研究

## 总结：

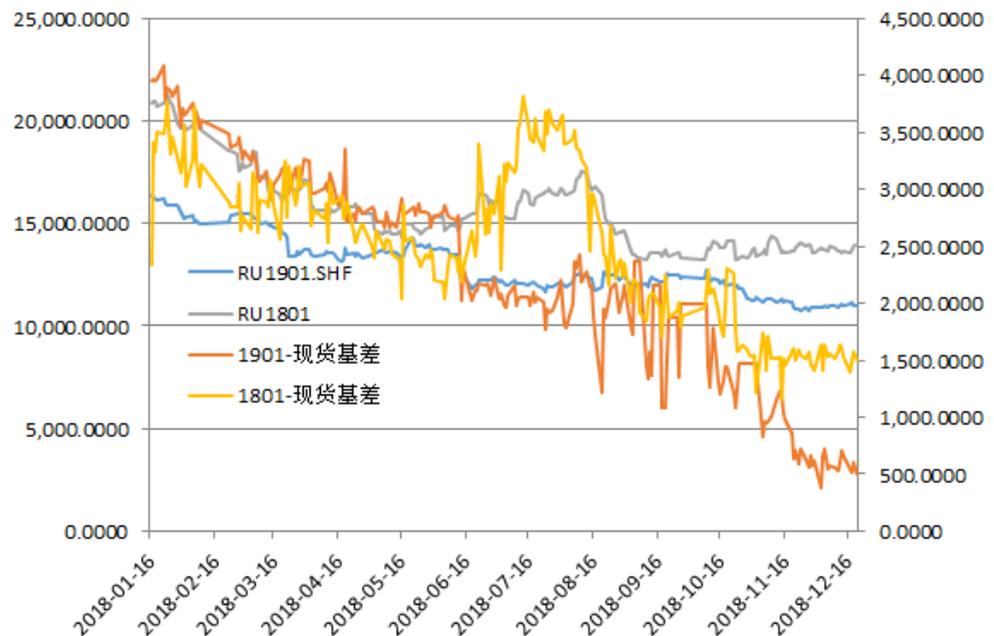
总体来看，2019 年的需求端没有太大的亮点，在宏观压力较大的态势下，明年一季度预计仍维持较弱的表现。春节过后，影响下游需求变化的主要关注点会在贸易形势的变化上，如果能达成全面的协议关税压力减轻，出口恢复增长或能改变目前需求寒冬的态势。国内自身产业整合升级阶段产量无大幅增加的潜力，库存仍处于同期高位，去库存周期仍然看供给一端的改变。

## 第4章 价差提前收窄，套利空间减小

### 4.1. 基差波动

下图以今年合约的时间为坐标轴，同时添加了去年同期基差的变化情况。可以很明显的看到去年交割前期升水仍有 1500 左右，但是今年年底的基差已经收窄到了 500 左右，且基差收窄的时间较去年有较大的提前。主要原因一是 20 号胶上市的预期使得远期升水收窄，下文会详细说明，二是目前大量的库存积压，有很大一部分是在套利盘手上，全年持续走低的行情形成了多头难以入场只能通过期现套利来榨取利润的大格局，越来越多的参与者持续压缩着套利的空间。2019 年基差的套利空间会越来越小，远期合约升水在 1200 左右，套利盘意愿偏低，只有资金成本较低的投资者优先参与。

图 4.1：基差统计



数据来源：Wind 南华研究

## 4.2. 20号胶上市预期的影响

6月12日,上期所20号胶期货品种的立项申请获得证监会批复同意,将复制原油期货相关政策,以“国际平台、人民币计价”为上市模式,采用净价交易、保税交割的方案,全面引入境外交易者参与。12月初的国际期货大会上,证监会副主席再次强调了要更加积极地研发上市更多的期货、期权新品种,20号标胶与天然橡胶期权在列。预计2019年20号胶期货会正式上市,上市预期也对目前的沪胶市场有着较大的影响。

TOCOM在10月9日就已经上市了20号胶期货,目前已经运行了两个月。不同于沪胶目前高升水的情况,SICOM与TOCOM的20号胶合约,相对于现货处于大部分时间贴水的情况。国内20号胶采取的保税交割的模式,不需要考虑关税成本,国际化程度更高,且采用连续合约的形式,可以减少跨期价差波动风险,预期的升贴水模式会与外盘相似。需要警惕的是上市之初易出现期货价格的偏差,比如,在TOCOM上市初期20号胶合约的价格在163日元左右,而同一市场的RSS3价格仅仅比20号胶合约高3-4日元。从两者本身交割品性质以及成本来看,泰国FOB曼谷RSS3与STR20的报价价差在12日元/千克左右,上市初期两者价差是极不合理的。之后两周的走势我们也能明显的看到,TSR20J在上市后显著的下跌。

图 4.2: 日本 20 号标胶上市后走势



数据来源: Wind 南华研究

上市预期对于沪胶的影响也较大,主要体现在以下三个方面:

1. 国内产业升级转型、进口消费增长: 下游轮胎企业目前因为税率的原因更多的采用混合胶作为原材料,且套利模式多为非标套利,20号胶上市后,国内市场会拥有直接对标的期货品种,企业更愿意去使用它来进行套期保值或者套利,交割品的改变会使得国内更多的生产与进口标胶,全乳胶的库存可能因此得到消化,库存压力有可能减小。
2. 期现套利模式升级,远期升水大幅收窄: 国内20号胶上市预计会采用1-12月连续合约的形式,且交割标的是市场上流通性最好的标胶,在连续合约下,近远月价差会反应期现价差,远期合约的溢价将大幅收窄,套利空间会收窄。沪胶受此影响,今年的远期升水大幅收窄,相较于去年,超过3000的高点价差,今年6月初受到20号胶消息的影响9-1价差迅速收窄一度回落到1500下方,19年,沪胶高升水的情况恐难再现。

3. 套利方式多样化: 20 号胶上市后, 目前的期现套利模式将被打破, 但给市场提供了更多的套利选择, 跨品种套利, 跨市场套利的可行性大大增加, 投资者需要在新规则下寻找新的模式与机会。

总体来说, 在 20 号胶上市前, 仍会对沪胶目前的升水产生一定的压力, 期货反弹空间受到一定的制约。但是上市后对于天胶整体属于利好, 全乳胶仓单减少库存压力下降的情况有可能形成良性的反弹, 需要根据市场变化及时调整策略, 可关注全乳胶-标胶价差可能产生的先收窄再走强的套利机会。

## 第5章 总结及策略建议

上文我们回顾了 2018 年天然橡胶整体的趋势, 以及需要关注的政策及供需变化方向。年末, 天胶在 11000 左右的低位徘徊, 下方空间有限, 但市场多头的信心也尚未充分积累, 短期上下大幅变化都较为困难。但是对于 2019 年而言, 天胶基本面在逐渐缓慢的转变中可能带来极大的投资机会, 是值得投资者重点关注的。个人观点: 一季度, 泰国补贴政策维持下供给一端仍会维持较高的产量, 但产量释放以及国际贸易形势的不确定性风险下, 胶价回升的延续性较差, 下游需求市场大概率维持偏弱运行, 胶价还有再次回落的可能。进入二季度停割期后, 能否有效地去库存是明年整体走势的关键。原材料价格传导下, 供给一端如能在停割期真正的出现转产、弃割等情况削减长期的开割面积与产量, 并配合主产国进一步的减产提价措施, 供需结构可能产生质变带来真正的牛熊转换。

操作上我们建议多头在明年 3 月前都不宜大幅抄底, 可在春节前继续尝试轻仓短多的思路, 观望为主, 一季度各项措施实施效果需要一定的时间来验证, 厄尔尼诺现象如果发生对于供给端的传导也会有一定的滞后, 届时如果 20 号胶上市, 且沪胶价格如仍在 10000 左右徘徊, 中长期投资者则可以逐步布局多仓。对于空方而言, 如果资金成本较低, 远期期现套利仍是较为可取的策略, 风险较低, 单边下方空间不大, 而风险较高, 长期持仓不建议单边空单介入, 当短期反弹结束后原材料再度下行时有短期做空的机会。同时, 对于目前抄底时机难以把握的部分投资者, 可以采取在明年一季度购入做多波动率的场外期权组合来博取波动率的收益, 我们预计明年整体行情波动率增大为大概率事件。弱势运行了一年的天胶, 在 2019 年多方政策措施与供需驱动下有希望给市场带来惊喜!

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道193号定安名都2、3层  
客服热线：400 8888 910

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路1155号801、802单元  
电话：021-20220312

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路663号1楼、7楼  
电话：021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路1155号8层803、804单元  
电话：021-50431979

### 普宁营业部

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

### 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

### 南通营业部

南通市南大街89号（南通总部大厦）六层603、604室  
电话：0513-89011168

### 广州营业部

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

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦A座1003  
电话：022-28378072

### 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

### 汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话：0754-89980339

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号8层805室  
电话：0351-2118001

### 桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话：0573-83378538

### 宁波分公司

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

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室、104室  
电话：0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话：0579-89292777

### 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

### 绍兴营业部

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

### 温州营业部

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

### 成都营业部

四川省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

### 嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心3幢1801室  
电话：0573-89997820

### 慈溪营业部

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

### 宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话：0574-87274729

### 台州营业部

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

### 青岛营业部

青岛市市南区闽江路2号1单元2501室

**重庆营业部**

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611588

**芜湖营业部**

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
电话：0553-3880212

**舟山营业部**

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

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0579-85201116

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼  
1405 室  
电话：0791-83828829

**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

**北京营业部**

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

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话：024-22566699

电话：0532-80798985

**大连营业部**

辽宁省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

**郑州营业部**

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

**兰州营业部**

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号  
电话：0931-8805351

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室  
电话：0451-58896600

**深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路 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

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室  
电话：025-86209875

**济南营业部**

山东省济南市历下区冻源园大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室  
电话：0531-80998121

## 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](http://www.nanhua.net)