

贾翼亮

研究员, 期货执业证书编号 F3007286

jiayiliang@dxqh.net

橡胶真的见底了吗?

行情解析:

2015年以来, 橡胶价格重心整体继续下移, 沪胶在4月中旬之后出现了一波大幅反弹, 随后回落, 在11月底创下年内新低, 随后近月合约出现大幅反弹(逼仓?)。

4月中旬的反弹总结出两点原因。首先, 3月之后股市迎来了一波大幅上涨, 股市的上涨带动了大宗商品, 市场情绪恢复向上。其次, 复合胶新规的制定, 导致贸易商大量囤积复合胶, 天然橡胶进口量聚减, 基本面支撑天然橡胶价格。

近月合约容易出现逼仓现象, 最主要的原因, 可交割标的受限。目前上期所可用于交割的天胶主要以云南农垦, 海南农垦, 中化国际三家国有企业生产的SCRWF为主。1月份是国产胶的割胶淡季, 所以可交割标的匮乏。多头容易形成有效的逼仓。

主要观点:

1. 今年产量继续下滑, 但是产能依旧存在。目前整体供应已迈入增产周期, 高增长态势将维持数年。而且由于割胶技术的不断更新, 橡胶的单产也在不断提高, 在无人为因素, 政策因素, 自然灾害因素介入情况下供给压力依旧存在, 随时可能释放。
2. 去产能、去产能、去产能, 重要的事情说三遍。去产能将会成为16年的主旋律。橡胶最重要的需求是轮胎, 轮胎本身就面临着产能过剩压力。另外“双反”加剧了国内轮胎企业的生存环境, 16年可能是轮胎业很艰难的一年。
3. 汽车市场将步入中低速增长区间。乘用车市场可能在政策刺激下恢复稳定增长, 但是商用车将继续维持疲弱态势。16年最能反映轮胎需求的重卡将很难有亮点。
4. 宽松将成为16年国内宏观政策的主旋律, 无论是财政政策还是货币政策都将继续保持宽松。但是美国进入加息周期, 一定程度对冲国内宽松政策。宏观端对价格的影响可能减弱。
5. 操作策略上我建议继续保持空头思路, 逢高抛空仍是单边操作最主要的方向。另外, 多关注套利操作, 01-05价差会是很好的入手点。

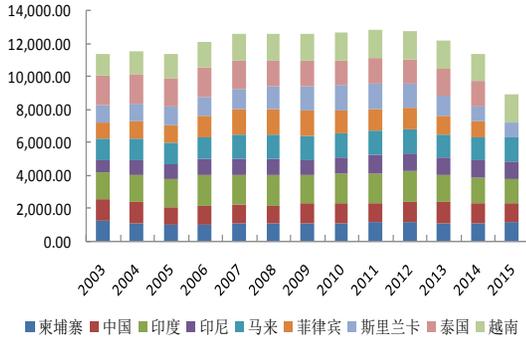
图1: 沪胶走势



供给基本维持稳定

1. 产量继续回落

图 2: 单位割胶面积 (除泰国以外): 我们可以看到单位割胶面积一直处于下跌的态势, 长期低迷的胶价影响了胶农割胶的积极性。



2015 年以来, ANRPC 成员国天胶累计产量继续回落, 1-11 月份天胶累计产量同比下跌 0.38%。大部分产胶国今年的产量都出现了不同程度的下跌, 其中印度跌幅最大。

泰国, 印尼仍是橡胶产量最大的产胶国, 泰国 1-11 月份产量累计同比下跌 0.41%, 印尼 1-11 月份产量累计同比上涨 0.65%。所以两大主产国产量基本保持稳定。

作为橡胶产业的新兴国家, 越南、马来西亚今年继续保持稳定增长。马来西亚今年产量比较稳定, 1-11 月份产量累计同比增长 1.41%。越南今年产量出现了大幅波动, 今年上半年产量累计同比增长 40.99%, 但是下半年, 产量不断回落, 截止到 11 月份产量累计增长只剩下 7.86%。

印度今年产量大幅下跌, 1-11 月份产量累计同比下跌 15.35%, 是各个产胶国中产量跌幅最大的。因为印度的橡胶产业大部分已小型种植户为主, 所以胶价的大幅下跌对于印度胶农是致命的, 割胶积极性严重受挫。另外今年中国产量也出现小幅下跌, 1-11 月份产量累计同比下跌 1.81%。

从各个产胶国的产量来看, 今年低迷的胶价一定程度上抑制了橡胶的产量。泰国作为最大的产胶国, 产量很明显失去了增长的动力, 印度更是饱受低迷胶价的折磨。从产量的角度来看, 橡胶目前接近底部空间, 如果胶价继续下跌, 16 年产量可能进一步收缩, 胶价有望得到支撑。

图 3: ANRPC 成员国天然橡胶总产量

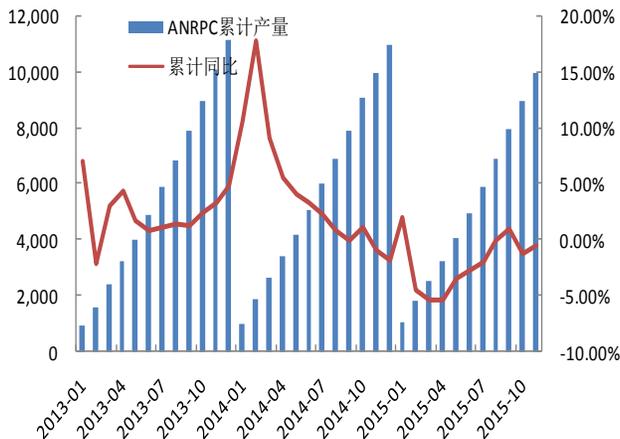
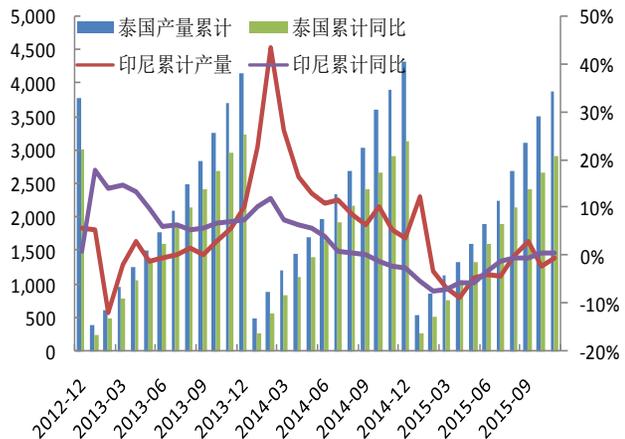


图 4: 泰国印尼累计总产量

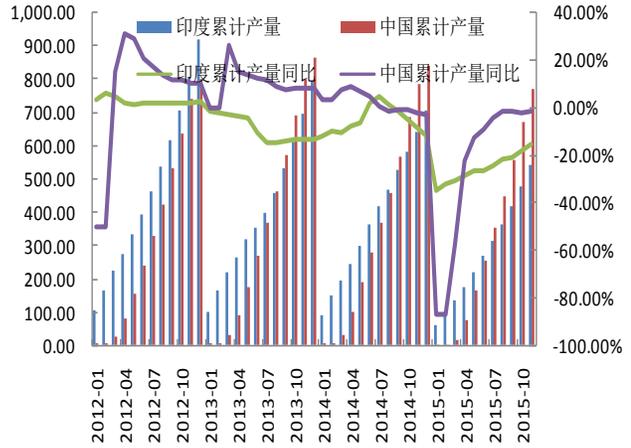


数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 5: 马来越南累计总产量



图 6: 印度中国累计总产量



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

2. 产能难以收缩

目前整体供应从10年开始已迈入增产周期,高增长态势将维持数年,而且由于割胶技术的不断更新,橡胶的单产也在不断提高,在无人工因素,政策因素,自然灾害因素介入情况下天胶市场供需失衡的基本格局仍将在16年获得延续。

从03年开始,产胶国的新种植面积一直处于稳定增长当中(除09年金融危机导致大宗商品暴跌外),我们在之前的年报以及月报中也提到过。橡胶的割胶年限大概需要7年时间,所以未来橡胶将长时间处于增长周期当中,产能收缩基本不可能。如果价格上行,产能就会释放,供给就会增加,从而对胶价形成压力。所以从产能的角度来说,需求在得到大幅好转之前,胶价很可能长时间处于底部运行。

图 7: 主产国新种植面积

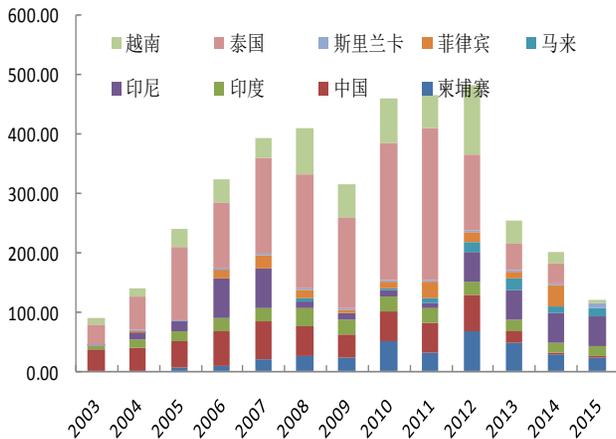
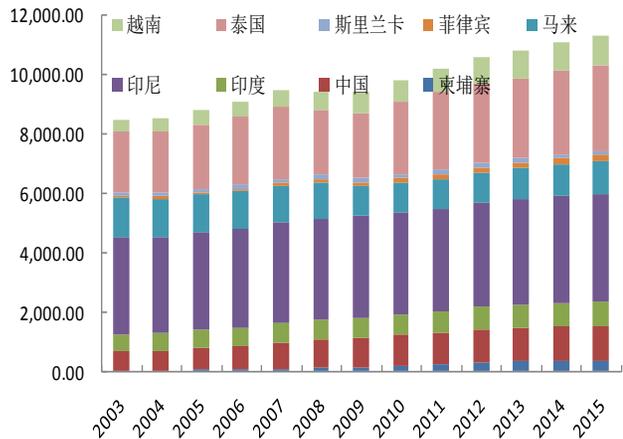


图 8: 主产国总种植面积



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

最新消息：国家 2016 年 2 月 1 日起，将严格执行复合胶新规。虽然新规是从 15 年 7 月 1 日开始实施，但是具体执行力度并不严格。（从长期来看，新型复合胶标准的实施，对胶价能够形成支撑。）

3. 进口及保税区库存

今年以来，天然橡胶进口累计总量保持增长，但增速明显下滑，1-11 月份天然橡胶进口累计增长 4.69%。今年上半年，天然橡胶进口量曾出现大幅下跌。最主要原因有两方面；首先，胶价低迷，贸易商采购意愿并不强烈。其次，下半年开始实施复合胶新规，贸易商开始囤积复合胶，所以导致天然橡胶进口量骤减。16 年天然橡胶进口量将维持相对稳定的水平，不会出现 15 年大起大落的情况。但是长期低迷胶价同样会导致贸易商囤货意愿不强烈，16 年进口量基本维持低增长甚至下跌的态势。

今年以来保税区库存跟上期所库存形成了鲜明的对比。保税区库存基本维持在历史的低位，7 月中旬一度接近 10 万吨左右。最主要的原因肯定是因为进口下滑的影响。另外 14 年的融资事故，导致一部分融资胶流失。

但是上期所库存却一直保持稳定增长，交易所可交割仓单高度集中交易所仓库，现货市场流通的却不是期货可交割标的。期货可交割标的活生生变成了筹码，跟实际供求关系脱离了联系。长期下去，期货市场的价格发现功能将会渐渐消失。在这种条件的制约下，金融因素可能会成为主导期货市场的推手。16 年关注标准胶能否进入期货市场。

所以整体来看，16 年供给端不会出现大的变化，产量可能会进一步收缩。但是由于产能仍处于增产周期大背景下，产量可能随时释放。我们应该把更多关注放在需求端。

图 9：保税区库存

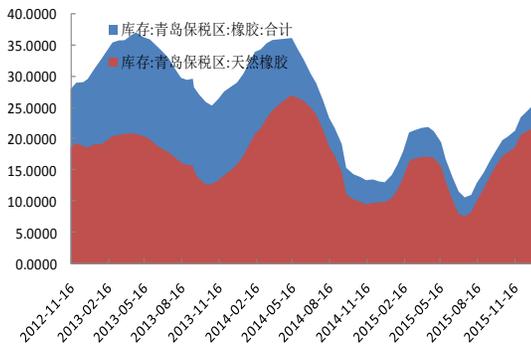


图 10：上期所库存

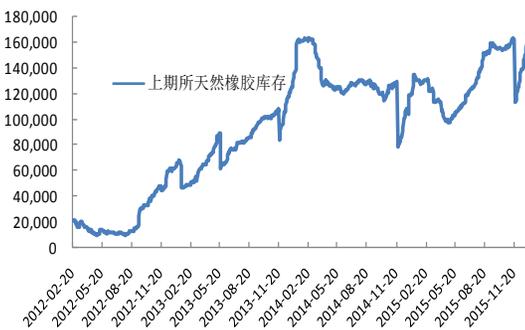


图 11：天然橡胶累计进口量及同比



图 12：复合橡胶累计进口量及同比



数据来源：WIND，东兴期货研发中心

需求或进一步恶化

1. 轮胎内忧外患

图 13: PMI: 一直处于荣枯线附近徘徊, 需求难有好转。

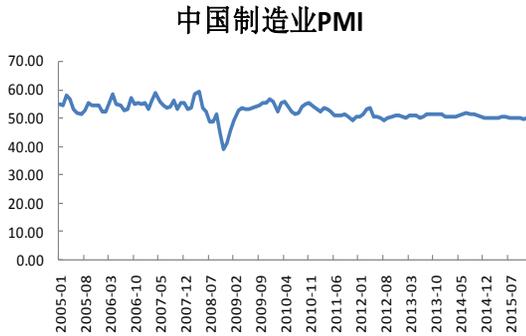


表 1: 产能转移

轮胎公司	转移国家
玲珑轮胎	泰国
中策橡胶	泰国
青岛森麒麟	泰国
赛轮金宇	越南
奥格瑞	印尼

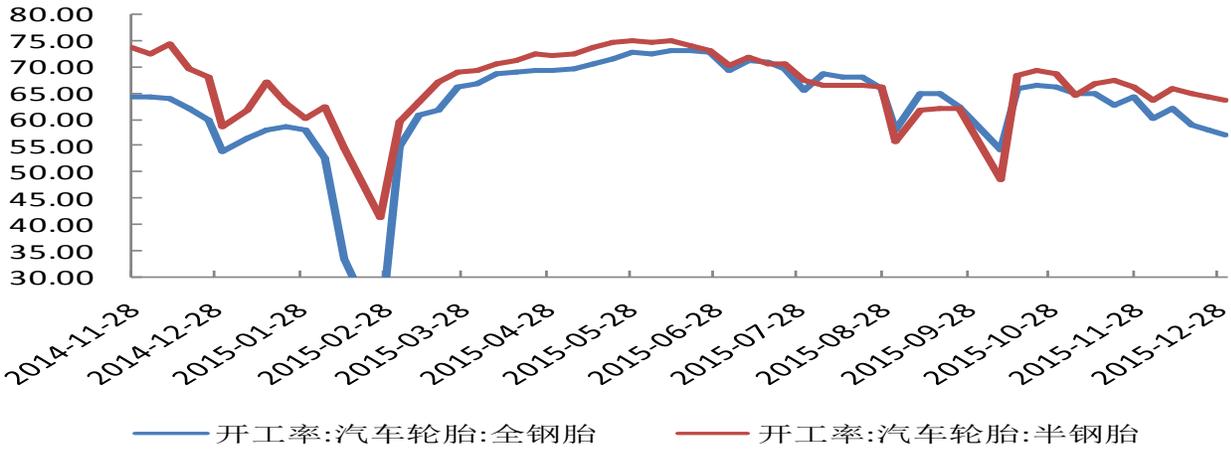
2015 年对于轮胎业来说是惨痛的。对内受宏观经济影响, 市场严重下滑, 本身产能也过剩。对外受美国等国家“双反”影响, 出口之路严重受阻。无论是产量, 还是企业利润都出现了大幅下滑。

1-10 月份轮胎外胎产量同比下跌 2.48%, 产量一下从去年正增长转为下跌。轮胎开工率一直处于低位运行, 其中半钢胎全年平均开工率 66.42%, 较去年下降近 12 个百分点。全钢胎全年平均开工率 63.48%, 较去年下降近 6 个百分点。

首先, 国内宏观经济下滑, 需求严重不足, 导致轮胎开工率保持在较低水平。其次受美国“双反”影响, 轮胎出口严重受阻。1-11 月份轮胎外胎出口量累计同比下跌 15.72%。今年我写过一篇轮胎“双反”的专题报告, 报告中就曾提到, “双反”的影响可能造成连锁反应。根据 WTO 的规则, 相关国家可以直接引用美国的制裁方案对中国轮胎实施制裁, 这可能会成为世界其他国家保护自身轮胎的一个触发点, 从而加剧我国轮胎出口的负面影响。如俄白哈关税同盟, 欧亚经济委员会相继对我国提出“双反”调查。今年年末欧亚经济委员会又对中国载重汽车轮胎公告了反倾销决议, 决定对载重汽车轮胎产品征收 14.79%-35.35% 的反倾销, 为期 5 年。另外, 轮胎出口环境的恶化, 可能加剧国内价格的竞争, 企业的利润可能会受到很大的影响, 进而导致一些没有竞争力的厂商退出市场。国内一些大型轮胎厂商已经开始转向海外, 在国外建立轮胎产业基地, 这可能严重影响到国内对于原料的需求。

2016 年轮胎业将何去何从? 产能过剩、产能过剩、产能过剩, 去产能、去产能、去产能, 重要的事情说三遍。16 年基本维持 15 年的节奏, 去产能。无论是内生动力, 还是外部压力都会进一步压制轮胎的产量。16 年除了关注轮胎的产量外, 我们应该更多关注轮胎企业的利润。利润能够很好的反映出去产能的阶段, 1-10 月份轮胎制造利润总额同比下跌 8.04%, 很显然去产能的阶段远远没有过去。轮胎疲弱的需求将会成为压制橡胶价格的最主要因素。

图 14: 轮胎开工率



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 15: 橡胶外胎累计产量及同比

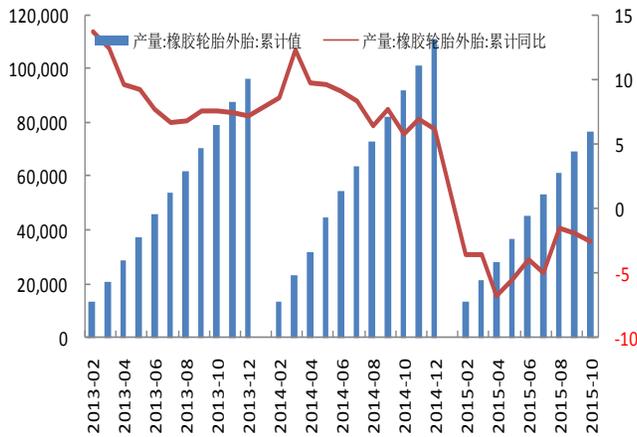
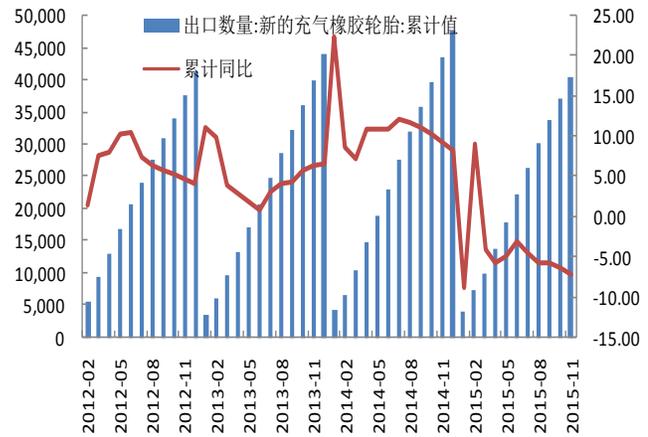


图 16: 橡胶轮胎累计出口量及同比



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 17: 轮胎制造主营收入及同比

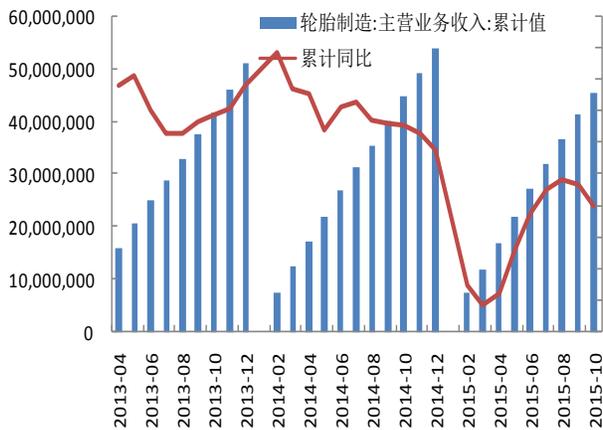


图 18: 轮胎制造利润及同比



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 19: GDP: 汽车增速跟 GDP 增速高度相关, 未来汽车将跟随 GDP 迈入中低增速区间。



图 20: 公路货运量: 维持低增速, 卡车轮胎替换需求减少。

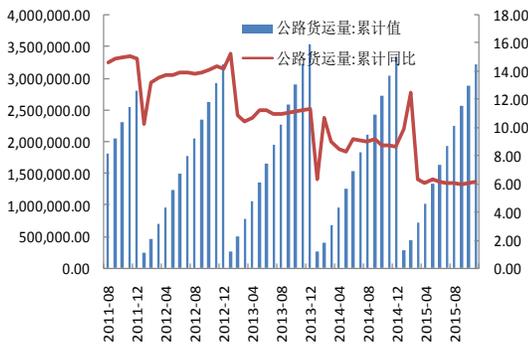
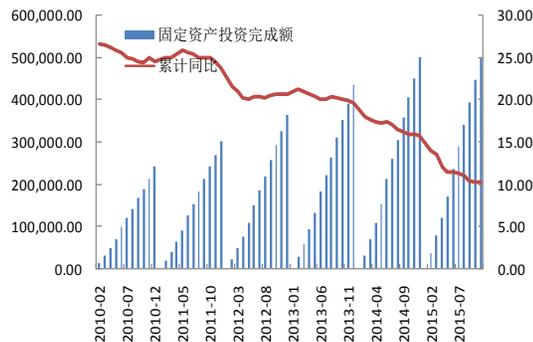


图 21: 固定资产投资完成额: 增速持续递减, 重卡销量难以回升。



2. 汽车低速增长, 重卡一蹶不振

2015 年整个汽车市场也走出了 V 型趋势, 上半年汽车产销直线下跌, 前 9 个月汽车累计产量出现了负增长, 这是近 3 年以来首次出现负增长。9 月 29 日, 李克强召开国务院常务会议, 确定从 15 年 10 月 1 日至 16 年 12 月 31 日, 对购买 1.6L 及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税优惠政策。由于 1.6L 以下排量乘用车占到整个乘用车市场的一半以上, 对于后期汽车销量拉动是很明显的。截止到 11 月份, 汽车产量累计同比增长 1.80%, 销量累计同比增长 3.34%。细分市场看, 乘用车产量累计同比增长 4.17%, 商用车产量累计同比下跌 10.53%。其中最能反映橡胶需求的重卡更是一蹶不振, 重卡 1-11 月份产量累计同比下跌 37.59%。

中国汽车经历了两轮高速增长, 2002-2003 年中国加入 WTO, 私人轿车开始进入中国家庭, 乘用车得到了高速发展。2009-2011 年汽车下乡、购置税减半等政策的刺激下带动销量的大幅增长。但是在经历了两轮的快速普及之后, 增速回落将会是必然。汽车保有量的增长跟 GDP 总量增长一样, 基础量不断壮大的情况下, 高增速必然回落。

2016 年乘用车市场可能会有比较大的亮点, 最主要是由于政策刺激, 17 年政策到期, 可能会提前消化掉一部分 17 年的销量。另外就是新能源汽车, 以及乘用车细分市场 SUV 带动下, 16 年乘用车市场可能保持相对强势的增长。但是我们知道, 乘用车的天然橡胶需求相对于商用车占比很小。乘用车市场的回暖很难带动天然橡胶的需求的整体回升。

16 年商用车市场前景依旧渺茫, 其中轻卡由于受到 14 年国四标准生产一致性检查, 低端性价比为主的轻卡产品遭到重创。15 年经济低迷的情况下轻卡市场也表现一般, 16 年也难有很好的表现。重卡市场跟固定资产投资增速息息相关, 明年低迷投资增速改善可能性很小。重卡市场未来很难有好转的迹象, -20% 以下的增速可能将会延续。商用车需求的持续低迷对于天胶价格的压制会很明显。

整体来说, 16 年需求很难有好转甚至恶化。天胶最直接的需求是看轮胎, 轮胎最主要的需求是看重卡。对于 16 年我们的态度相对比较悲观, 继续恶化的可能性会比较大。16 年如果供给端没有大的变化, 天胶价格继续下行的可能性非常大。

图 22: 汽车产量及同比

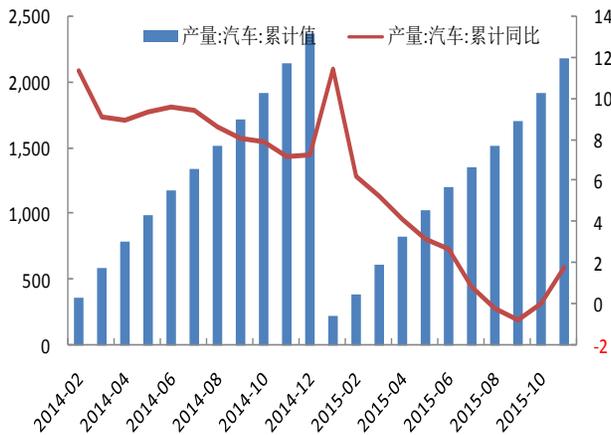


图 23: 汽车销量及同比

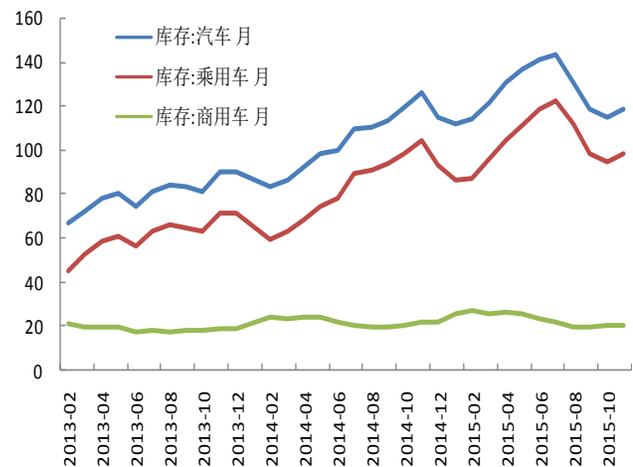


数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 24: 乘用车产量及同比



图 25: 汽车库存



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 26: 商用车产量及同比



图 27: 重卡产量及同比



数据来源：WIND，东兴期货研发中心

行业政策及宏观

1. 行业政策

行业政策其实是最难把握的，但是却又不能忽略的，前几年无论是国内还是主产国都出台了一系列的政策来支持胶价，但是收效甚微。不过政策对于胶价短期还是能形成比较大的波动。今年以来并没有出台相关政策，仅在年底传出泰国补贴胶农的政策，不过后来也无疾而终。16年如果胶价继续下跌，很难保证产胶国不会联合出台政策支撑胶价。

产胶国就是政策主要分两种：一是收储，二是补贴。收储很大程度上取决于政府的财政能力。政府以什么样的价格收胶，收胶规模有多大，都是市场比较关注的。收储短期会减少市场的天胶的供给，从而支撑胶价。补贴一方面是鼓励胶农割胶，但是会增加市场天胶的供应量。但是从另一个角度可以给市场带来正面的情绪。

表 2: 产业政策对沪胶的影响

产胶国历年挺价措施和对沪胶的影响效果					
年份	政策措施	1 个月	2 个月	3 个月	
2008.12.13	国际橡胶联盟计划 09 年消减橡胶出口 91.5 万吨，并将销售价格限在 1.35 美元/公斤。	35.6%	51.5%	34.5%	
2010.5.24	国际橡胶联盟计划干预橡胶价格，从 1.2 美元/公斤提到 1.4 美元/公斤	-0.5%	2.5%	10.7%	
2011.11.24	产胶国泰国，印尼，马来讨论稳定价格措施，但未达成共识，只有泰国将每月给交天数由 20 减为 15 天	-0.1%	0.2%	10.6%	
2012.10.1	三大主产国同意连续 6 个月消减天胶出口量，同时泰国进行 20 万吨收储	-0.6%	-1.6%	6.9%	
2014.10.21	泰国政府通过一项 580 亿泰铢的胶农援助计划	-0.4%	-2.7%	1.3%	

2. 宏观政策

15 年以来，由于经济持续低迷，中央政府采取了更加积极的货币政策和财政政策，主要以货币政策为主。14 年下半年第四季度至今，央行已经降息 6 次，降准 5 次，给予了市场充分的流动性。

1-1 月份，公共财政支出月 1.6 万亿元，累计同比增长 18.90%。15 年一季度之前，M1 增速长期处于 3% 下方，但是此后 M1 增速开始了持续性的增长。到 11 月份，M1 同比增速达到

15.7%。M2 增速波动较小，但是下半年之后基本维持 13% 之上。

对于 16 年，我们认为财政政策和货币政策有可能进一步加码，橡胶价格有望得到一定的支撑。

图 28: 公共财政支出及同比

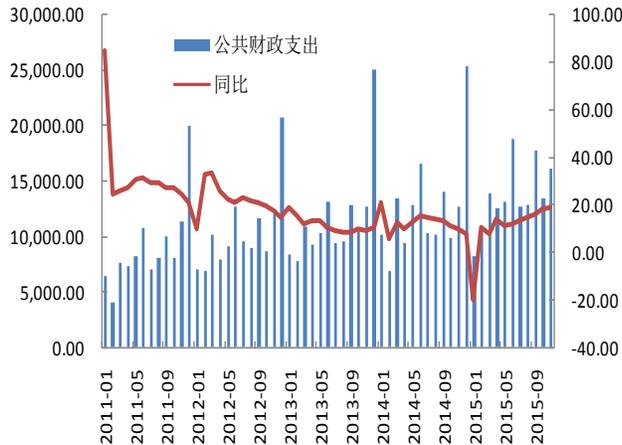
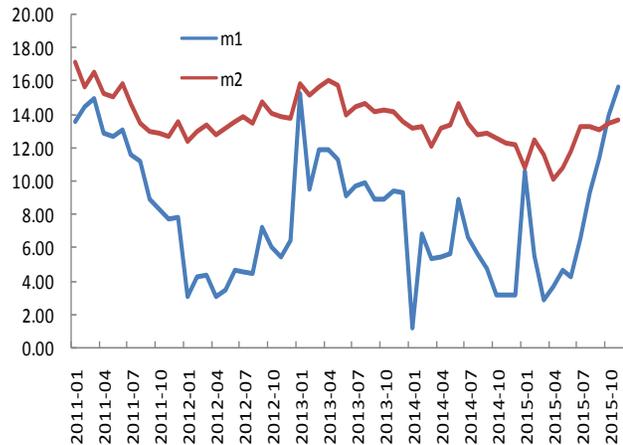


图 29: 货币增速



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

后市展望及操作策略

1. 后市展望

风险点:

1. 低迷的胶价导致大面积的弃割或者砍树现象，产量出现大幅收缩。
2. 主产国出台政策支持胶价，或者国储收储，短期可能给市场带来波动。
3. 大规模刺激政策出台，拉动需求。
4. 股票市场波动带动大宗商品，短期可能造成商品脱离基本面。

重点关注:

1. 轮胎开工率的变化，轮胎开工率最能够直接反应轮胎的需求好坏。
2. 轮胎制造业的利润变化情况，了解轮胎去产能的阶段。
3. 标准胶是否会引入期货市场，充分发挥期货市场的功能。

从供求关系看，需求仍是最大的主导价格因素。供给端来看，弹性并不会很大。首先产能基本维持稳定，甚至会增加。但是产量主要受制于割胶的频率，长期低迷的胶价可能一定程度上会影响割胶的积极性，产量可能会进一步收缩。

16 年需求仍将保持低迷，甚至有恶化的可能性。主要是轮胎，面临供给侧改革，且出口压力可能会进一步受阻。16 年需求端将给橡胶价格带来很大的压力。

从宏观角度来看，虽然国内政策将继续保持宽松，但是美元开启了加息周期，未来宏观对于橡胶价格的影响将逐渐淡化。

我们认为橡胶将继续保持震荡下行的趋势，短期很难看到见底迹象。区间 9000-12000。

2. 操作策略

从基本面的角度，由于需求难有好转迹象甚至进一步恶化，供给收缩相对有限，供求失衡格局将继续延续，总体保持空头思路。我们认为逢高抛空仍是单边操作最好的策略，这里所谓的高是指阶段性的高点，切勿盲目追空，严格止损。目前橡胶的价格整体运行在绝对值的低点，追空风险相对较大，所以我们并不建议追空操作。

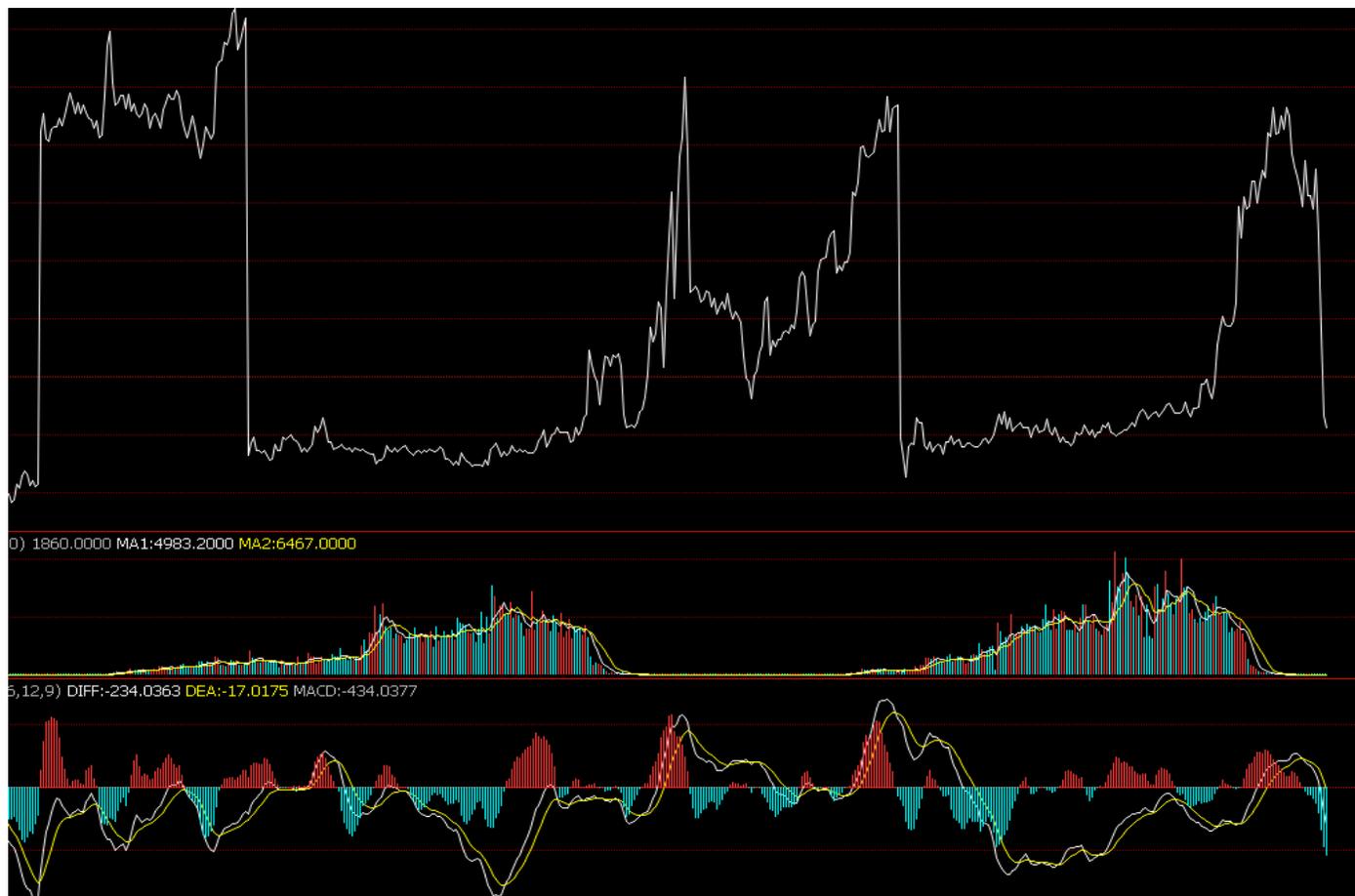
今年年底我们发现了一波套利行情，风险收益比相对比较

高。投资者可以参考以下的操作思路。做多 01-05 价差。

表 3:

套利方案					
买入合约	RU1601	卖出合约	RU1605		
每组买入合约数量	1	每组卖出合约数量	1		
每组保证金占用		套利时间跨度	35 天		
开仓价差 (买入合约*每组卖出合约数量-卖出合约*每组买入合约数量): -250					
止盈价差	止盈收益	止盈收益率	止损价差	止损亏损	止损亏损率
1200	1450	14.8%	-550	300	-2.9%

价差图表分析和交易信号:


技术面依据:

1. 日线 MACD 出现底部背离, 可以等待止跌后做多价差。

基本面依据:

2. 上期所库存持续增加, 1605 合约面临很强的抛压。
3. 01 合约处于橡胶割胶淡季, 可交割标的匮乏, 多头容易形成有效的逼仓。

风险提示:

1. 技术指标上, macd 并没有继续向上形成有效突破。
2. 01 合约并没有形成有效逼仓, 01 合约交割月前仓单持续大幅增加。(或选择在 1200 点附近止盈)

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。