

刘学

研究员，期货执业证书编号 F3030835

liuxue@dxqh.net

黑暗后并不是黎明，

天然橡胶或延续低位徘徊

投研观点：

- 2017 年天然橡胶延续高库存，高升水的矛盾。供应端，产能持续释放，进口量由于庞大的套利盘而高速增长。需求端平稳增长，汽车产销增速明显下滑，而重卡销量在持续一年亮丽表现后逐渐走弱。库存依然高企承压，去库存之路漫长。
- 2018 年天然橡胶的主要矛盾依然是疲弱的基本面与跃跃欲试的事件消息驱动。供应方面，2018 年天然橡胶仍处于产能高峰期，2017 年较大的结余库存量也增大供应压力。需求方面，在供给侧深化改革、经济增速放缓、环保高压的大背景下，基建、汽车不容乐观。天然橡胶需求或平淡增长，重卡销量增速或相比 2017 年有明显下滑。但我们也不得不看到供给端政策的扰动。
- 主产国限制出口政策、泰国保价政策等或带来短期利多炒作以提振期价，但并不能在中长期影响实质供需格局。而如果国储局进行轮储操作，可能会形成先跌后涨的行情。
- 目前天然橡胶处于一个供需再平衡的过程，但基本面的改善需要一个漫长的过程。虽然目前天然橡胶已经处于历史地位，主动投机性做空资金并不多，下跌空间并不大，并且有抄底资金的炒作存在，但是天然橡胶并不具备大幅上涨的支撑。
- 我认为 2018 年天然橡胶仍将保持低位震荡，期价重心或下跌至约 14300。

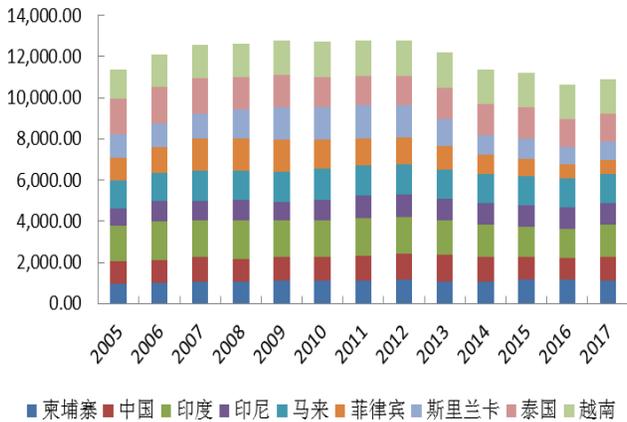
一、2017 年行情回顾：

1.1 2017 年天然橡胶产量释放

根据天然橡胶的生长特性，橡胶树一般种植 6-8 年（均值为 7 年）后可以采液。2010-2012 年是天然橡胶新增种植面积的高峰期，因此，2017-2019 年仍会有大量新增种植橡胶树成熟，开割面积将稳健提高，单位割胶面积产量也有所增加。因此 2017 年天胶产量释放，呈现较快速度

增长。ANPRC 数据显示，截止至 2016 年 11 月份，1-11 月世界天胶产量为 1167.6 万吨，同比增长 4.7%。预计 2017 年天胶产量增速 4.5%。

图 1：单位割胶面积产量图



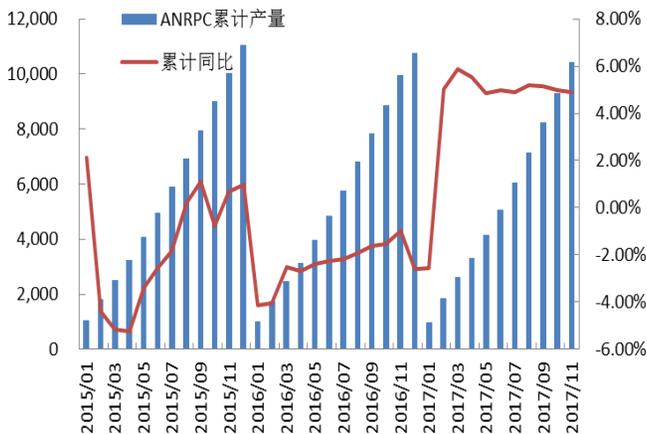
来源：wind，东兴期货研发中心

图 2：总开割面积图



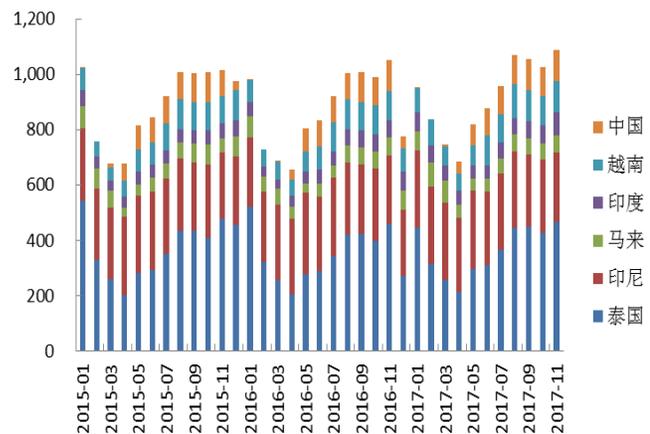
来源：wind，东兴期货研发中心

图 3：天然橡胶产量图



来源：wind，东兴期货研发中心

图 4：天然橡胶产量分国别图

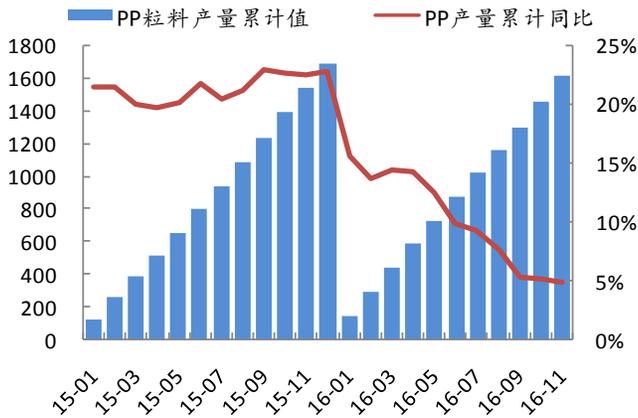


来源：wind，东兴期货研发中心

1.2 进口持续增加，供应承压

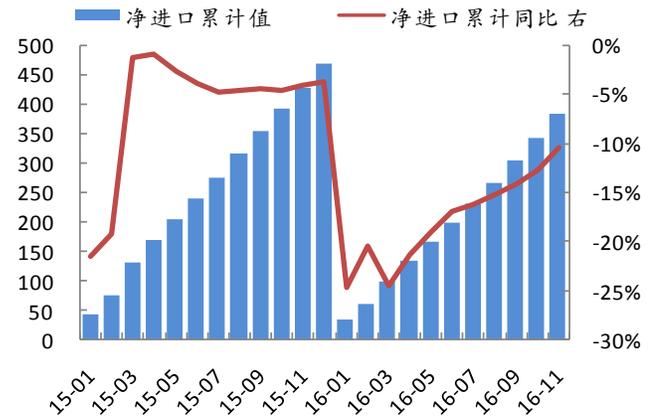
2017 年天然橡胶进口量持续攀升，特别是混合胶进口增速明显。今年各月份混合胶进口量同比均呈增势，特别是今年前 9 个月混合胶进口总量已超去年全年水平。混合胶进口量的增加，除实际需求因素带动外，套利盘操作也是吸引其进口量增加的关键。11 月中国进口天然及合成橡胶 67 万吨，同比增长 19.6%，环比增长约 26.4%。截至 2017 年 11 月，中国共进口橡胶 632 吨，同比增长 24.4%。其中天然橡胶进口 247 万吨，累计同比增长 15.42%。其中泰国进口占比达到 60%以上。

图 5: 天然橡胶进口量图



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 6: 天然橡胶进口分国别图



来源: wind, 东兴期货研发中心

1.3 下游需求增速放缓，开工率偏低

2017 年汽车产销增速明显放缓。据中汽协数据，截至 2017 年 11 月，汽车产销分别完成 2599.9 万辆和 2584.5 万辆，同比分别增长 3.9% 和 3.6%。中汽协也调低了对于 2017 年汽车销量同比增速 5% 的预期，预计 2017 年汽车销量同比增长 3.5%。其中乘用车前 11 个月累计销量同比微增 1.9%。汽车经销商库存预警指数方面，在经历了上半年成品库存超量后回归预警线（50%）以下，说明近期厂家库存控制较为良好。

图 7: 汽车产量图



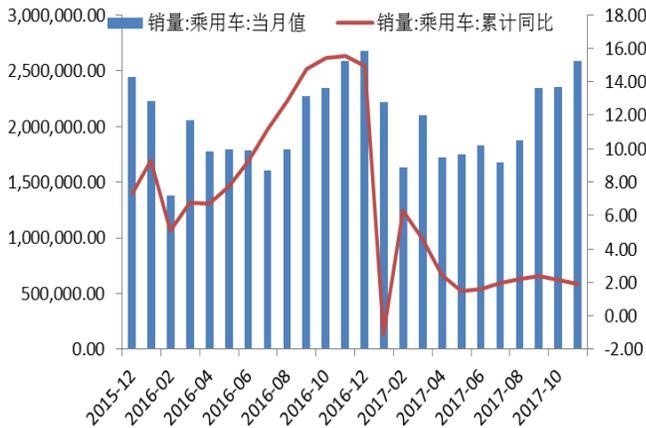
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 8: 汽车销量图



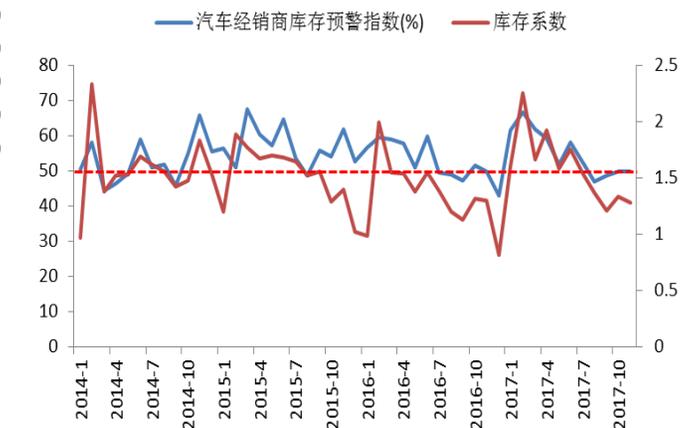
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 9：乘用车销量图



来源：wind，东兴期货研发中心

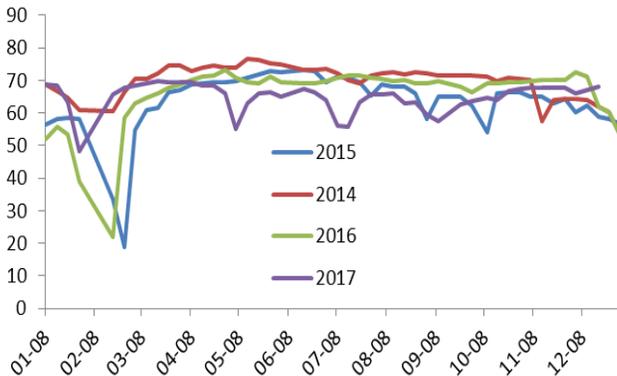
图 10：汽车经销商库存指数图



来源：中国汽车流通协会，东兴期货研发中心

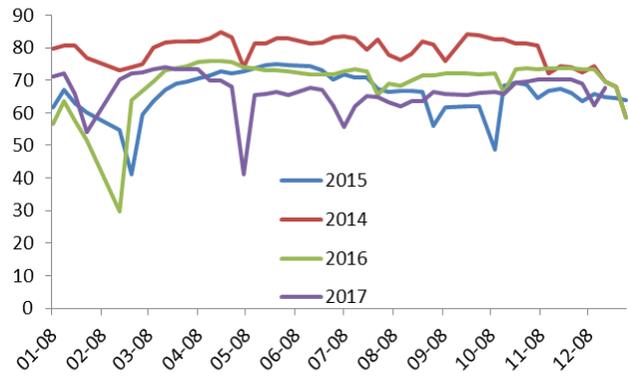
开工率方面，由于需求的低迷以及环保监管压力，2017 年轮胎厂开工率低于 70%，同比明显偏低。陆续进入轮胎企业生产淡季，终端原料随采随用。目前轮胎厂成品库存保持在中等位置，同比去年成品库存降低幅度较大，环比成品库存也下降 15% 左右；而原材料库存保持低位，在 10-15 天。但是现在并没有轮胎厂大量采购原料的消息。

图 11：轮胎厂全钢胎开工率图



来源：wind，东兴期货研发中心

图 12：轮胎厂半钢胎开工率图



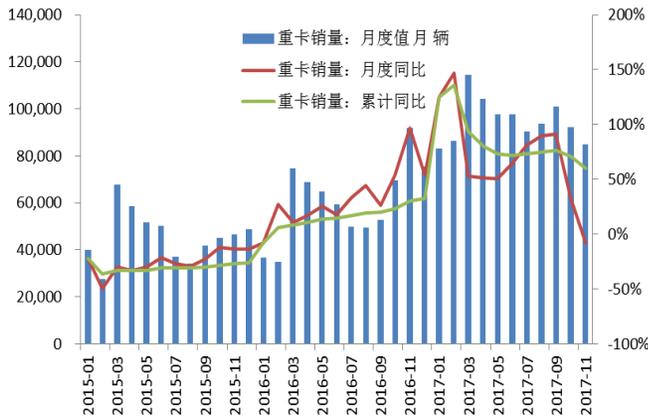
来源：wind，东兴期货研发中心

1.4 重卡亮眼数据后走淡

2017 年重卡销量数据依旧亮眼，主要原因在于“921”新政的替代效应，以及重卡经过 5-7 年到了集中替换周期。截至 11 月重卡累计销售 104.69 万辆，同比增长 49%。

但是受环保政策影响，物流行业进入寒冬期，运费价、利润都处于低谷。此外替换市场方面，由于物流行业不景气，单车出车率降低，限超使轮胎磨损程度降低，致使替换市场全年需求疲软。再加上去年年末重卡销量基数大，重卡销量逐步疲弱。11 月中国重卡市场销售约 8.35 万辆，环比下滑 10%，同比下滑 9%。这意味着 2017 年重卡销量同比 10 个月的涨势终止。

图 13 重卡销量图



来源：wind，东兴期货研发中心

图 12：物流运价指数图

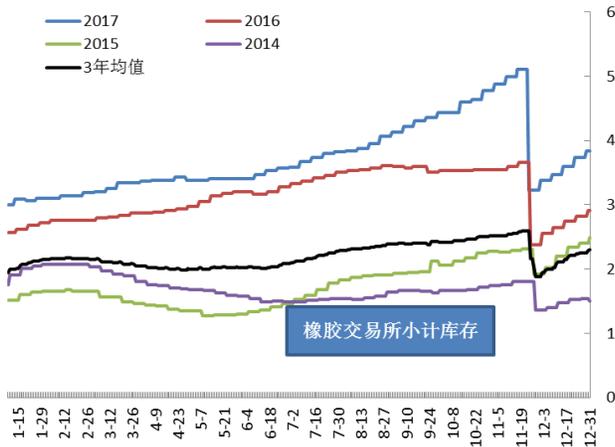


来源：wind，东兴期货研发中心

1.5 库存高企承压

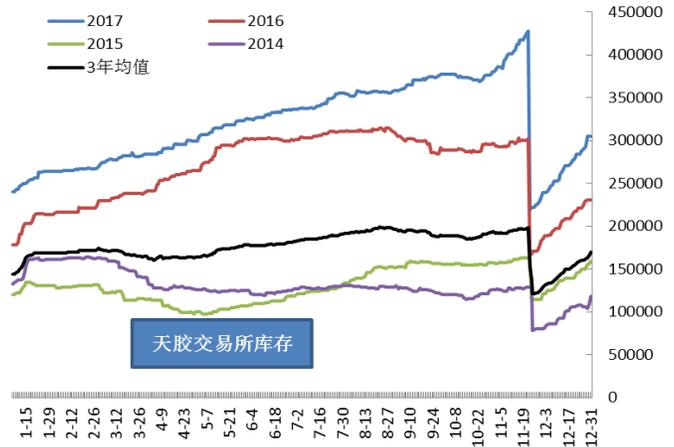
2017 年库存保持在历史高位，压力较大。目前交易所小计库存 38 万吨以上，仓单 30 万吨以上。保税区库存在经历了季节性下滑后重新开始累积，目前共 21.94 万吨，其中天胶库存 12.35 万吨

图 13：橡胶交易所小计库存图



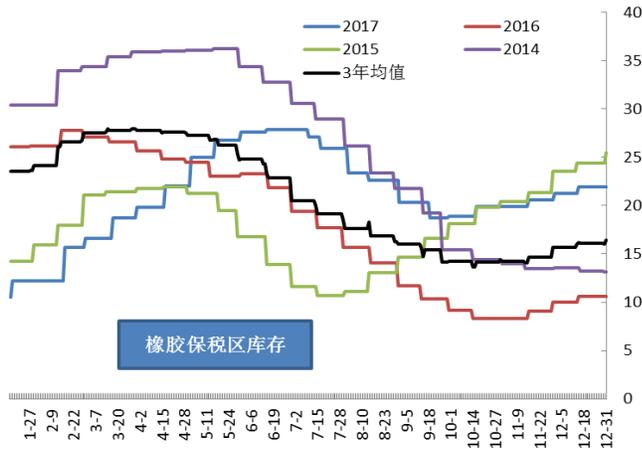
来源：wind，东兴期货研发中心

图 14：天胶交易所库存图



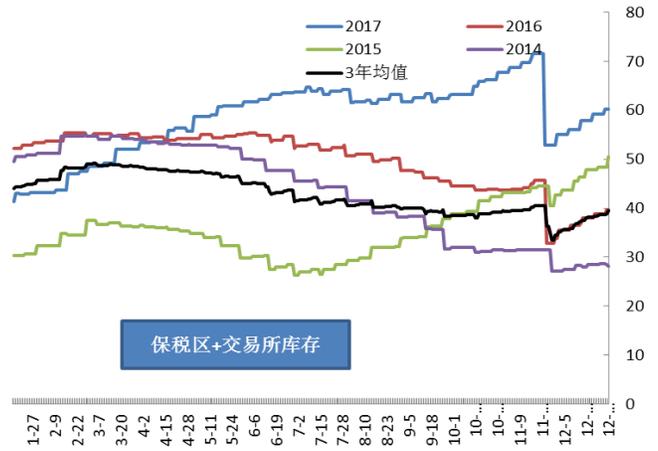
来源：wind，东兴期货研发中心

图 15: 橡胶保税区库存图



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 16: 天胶保税区+交易所库存图



来源: wind, 东兴期货研发中心

二、2018 年天然橡胶行情影响因素

2.1 天然橡胶产量持续增长

按 7 年生长周期来看, 由于 2010-2012 大量新增种植面积的存在, 2019 年以前新种植胶林产量仍将处于快速释放期。2011 年新种植面积 466 千公顷。根据开割率 (约 0.73) 和单产 (约 1100 千克/公顷) 估计, 这部分新增产量 37.42 万吨。预计 2018 年全球天然橡胶产量增加 47 万吨至 1331 万吨, 增速 3.7%。

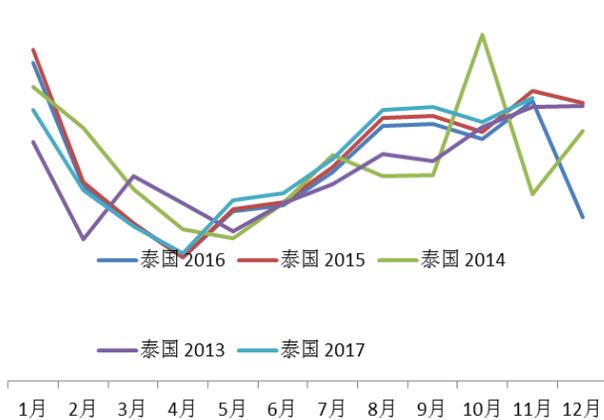
分国别来看, 泰国在今年年初虽然遭受洪水, 但整体天然橡胶产量依然在复苏中, 近期产量同比增速在 5% 以上, 1-11 月累计增速近 2%。得益于开割面积增加及旺产期胶树比例提高后的平均单产增加, 泰国农村经济办公室预计泰国 2018 年产量累计增速 9.32% 至 492.5 万吨。

印尼产量相对比较稳定, 1-11 月累计增速 2.35%。预计 2018 年印尼产量依然稳定增长, 增速或略有下降。马来西亚产量虽不如以往, 但同比去年还是增幅较大, 今年 1-11 月产量累计增速高达 10.96%。而越南已经跃居为全球第三大产胶国, 预计 2018 年产量仍将以 10% 以上的增速增长。

与此同时, 中国和印度作为全球经济发展潜力最大的两个国家, 其天然橡胶产量也是逐年增长。特别是印度虽然目前天胶产量并不高, 但今年 1-11 月天胶产量累计有 18.84% 的增速, 预计 2018 年仍将高速增长。此外, 处于中南半岛的柬埔寨、老挝、缅甸等国家在天胶产量这块都有很大的增长空间。

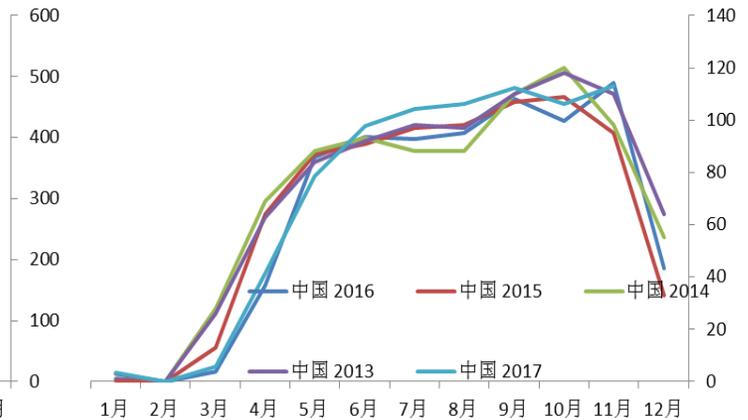
综上所述, 供应端还是有一定压力的。

图 17: 泰国产量季节性图



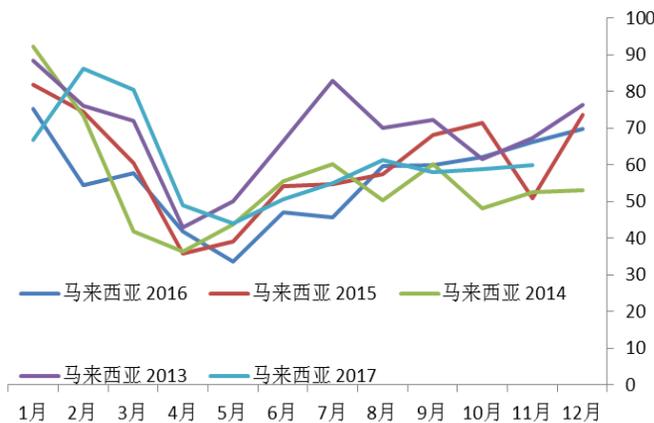
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 18: 中国产量季节性图



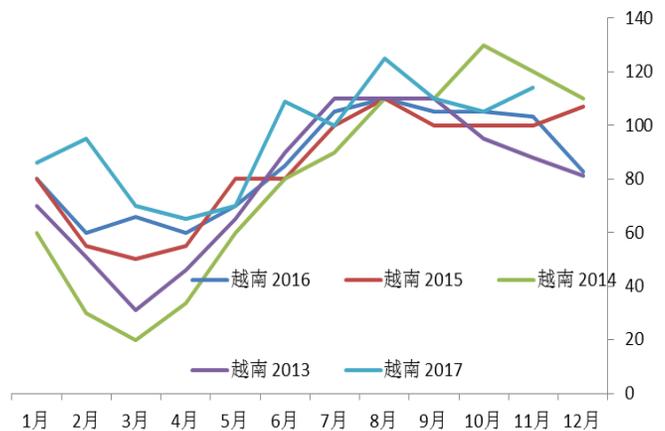
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 19: 马来西亚产量季节性图



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 20: 越南产量季节性图



来源: wind, 东兴期货研发中心

2.2 保价协议影响

近期主产国保价协议频频, 以提振低迷的胶价。ITRC 于泰国开会就削减出口计划达成一致, 将在明年 3 月底之前共削减 35 万吨天然橡胶出口量。其中泰国 23.4 万吨, 印尼 9.5 万吨, 马来西亚 2 万吨。

此外, 泰国内阁通过有关橡胶救助计划: 1、低息贷款 200 亿泰铢 (2018.1-2019.12), 目标减少 35 万吨。2、120 亿预算用于 2018 年国内使用采购 20 万吨橡胶。3、减少种植面积 20 万莱, 暂停生产面积 20 万莱; 停止交割国有胶林 12 万莱 (总量或影响 12 万吨)。

首先, 保价政策的执行力度和效果存疑。如限制出口政策, 其实施的时间正值我国春节前后, 本来进口量也会降低, 泰国也处于 2 月、3 月的停割期。而泰国的橡胶救助计划能有效实施也比较困难, 尤其低息贷款这一条例实际转嫁市场风险给加工厂。这些保价政策不能改变中长期的供需格局, 但在短期内具备心理效应和托底效应。如果外盘价格能持稳走强, 不排除带动国内市场。

其实之前主产国联盟已经实施过 8 次保价协议。根据以往的经验, 保价协议并不会完全严格执行, 往往不得而终。短期内保价协议或会引起反

弹和提振胶价，但中长期天胶期价走势还是会回归基本面。

图 21：历次保价协议效果



来源：公开资料整理，东兴期货研发中心

2.3 轮储计划影响

从年中开始一直有消息说我国天然橡胶要轮储，但是目前为止还没有风声。从2009年至2015年国内一直在收储，目前中国国储储存54.22万吨。8年对于橡胶是一个很长的时间，特别是全乳胶一定会性能减弱。因此，确实是到了把国储拿出来消化的阶段。

市场预期是先抛储再收储以完成轮转，这样不影响库容，同时国储局也在价格上占有优势。轮储对行情的影响在我国历史上并没有可以参考的经验，推断可能造成先跌后涨的行情，跌到一定位置再回升。在抛储拍卖至执行期间，可择机执行“期货对老全乳胶的价差正套”策略。2018年如果出现轮储，预计会以此影响行情。

表 1：国内历史天然橡胶收储一览

时间	具体内容
2009年4月	每月一万吨，共11万吨；价格13500-16500元/吨
2012年11月	6万吨；价格：24600元/吨
2013年10月30日	5.4万吨烟片（20400-21500元/吨）；安徽1.4万吨、中化1.4万吨、海胶1.8万吨、方正0.8万吨
2013年11月12日	4.2万吨烟片（价格2500美元/吨）；流拍7.6万吨、中化2.65万吨、群星1.05万吨、方正0.5万吨
2013年12月5日	6.05万吨全乳胶；海胶4.5万吨、云南1.05万吨、中化0.5万吨、流拍1.95万吨
2013年12月16日	4.59万吨全乳、4.13万吨烟片共计8.72

万吨；流拍 2.8 万吨；价格：全乳
19700-20300 元/吨 烟片 20800-21800 元
/吨
国储收储 12.85 万吨（全乳胶）；第一批：
2014 年 11 月-2015 年 5 月 3.4+3.95+1.4 万吨；第二批：1.9+1.4+0.8
万吨

来源：东兴期货研发中心

2.4 需求平淡增长

天然橡胶的需求端主要是汽车轮胎（占据70%以上）。汽车销售与宏观经济、基建等息息相关。我国经济将继续稳健的新周期，供给侧改革继续，市场流动性趋紧，汽车消费可能受到一定的冲击。预计2018年汽车绝对销量依然增加，但增速将进一步下滑，预计销量同比增速4%。

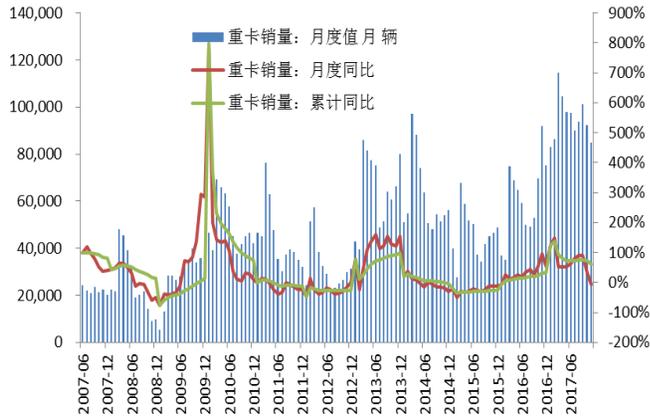
在运用天然橡胶最多的商用车重卡这块。配套部分，重卡由于“921新政”以来的“运力补充”需求，经过2016年年末及今年全年的销量高峰，这一需求利好基本被释放完毕。受制于高基数，今年11月重卡销售今年以来首次同比下跌。另一方面，物流市场持续低迷，公路运价指数在低位徘徊。环保压力下，厂库停工较多，货运需求降低。由于基建、房地产下滑，北方重卡限运在环保高压下实施或更为严格，2018年货车、工程车替换胎市场面临较大压力。

2010-2011年是我国重卡购置高峰，由于重卡更换周期在5-7年，销量高峰对应的更新需求将于2016-2018年释放。预计2018年重卡市场仍有更新换代需求，但增速将明显下滑。根据2010-2011年重卡销量191万辆而2016-2017年重卡销量约183万辆，再加上政策替换约44万辆。预计2018年重卡更新换代需求52万吨。预计2018年重卡销量增长5%至115万辆左右。根据一个全轮胎耗用天胶26.5万吨来计算，2018年重卡配套胎消耗天然橡胶约43万吨。

外需方面，轮胎出口市场尚可，预计将保持稳定增长。近年来随着美国双反影响、国内土地、劳动力成本的不断攀升许多中国轮胎厂商到海外建厂，也一定程度上成为需求新的增长动力。

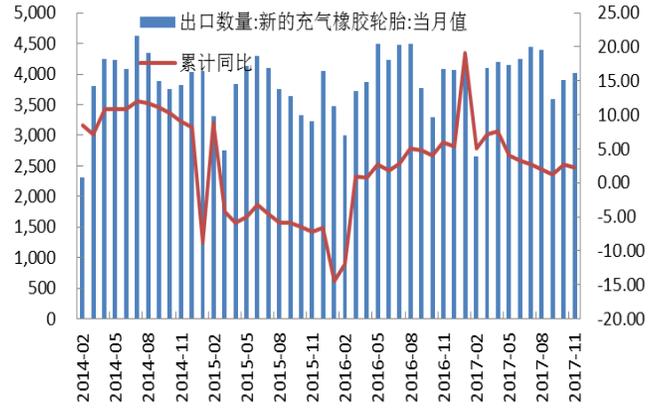
综上所述，预计2018年全球需求增速2.4%，我国天然橡胶需求增速1.3-1.6%。

图 21: 重卡置换周期图



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 22: 轮胎出口量图



来源: wind, 东兴期货研发中心

表 2: 轮胎企业海外建厂投产情况

生产企业	所属国家	产能(万条/年)	投产时间	投资额(亿美元)
赛轮金宇	越南	半钢胎: 780; 工程胎: 1.2	2013年	2.6
玲珑轮胎	泰国	半钢胎: 1200; 全钢胎: 120	2015年	6.89
中策橡胶	泰国	半钢胎: 700; 全钢胎: 200	2015年	10亿人民币
森麒麟	泰国	半钢胎: 1200	2015年	4
奥戈瑞	印尼	半钢胎: 800; 全钢胎: 200	2016年	2.7
青岛双星(建设)	哈萨克斯坦	全钢胎: 60; 工程胎: 1.5	2015年开工	1.1
青岛福临(建设)	马来西亚	半钢胎: 2000; 全钢胎: 200	2016年开工	2亿
山东银宝(建设)	泰国	半钢胎: 300; 全钢胎: 120	2018年	-
双钱股份(建设)	泰国	全钢胎: 150; 工程胎:	2017年开工	3

胎：5

来源：东兴期货研发中心

2.5 替代与价差因素影响

天然橡胶与合成橡胶能部分替代，而丁二烯是合成橡胶的原料。丁二烯对天然橡胶的支撑作用通过丁二烯-合成橡胶-天然橡胶的链条传递。而天然橡胶的行情往往从丁二烯先启动开始。然而自 2017 年 12 月开始，丁二烯一直维持淡稳走势。截至目前江苏斯尔邦石化、濮阳蓝星化工及神华宁夏煤业累计 21.4 万吨丁二烯装置投入正常使用。从 2018 年 1 月份开始，国内丁二烯总产能将达到 370.9 万吨，在新装置运行正常下，国内丁二烯总供应量必然是维持增加趋势。据统计，2018 年丁二烯产能或增加至 412.4 万吨。

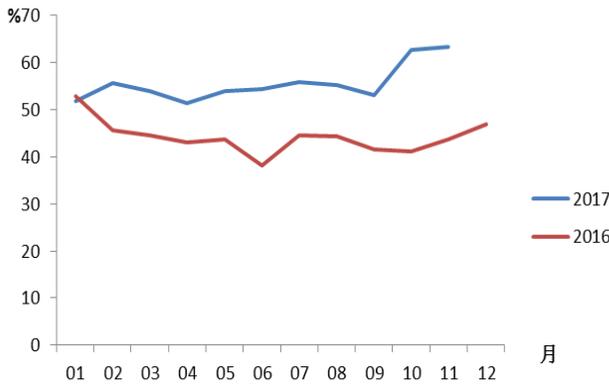
表 3：2018 丁二烯装置新增产能

项目	规模 (万吨 /年)	投产时间
江苏斯尔邦石化丁烯氧化脱氢装置	10	2017 年 10 月
濮阳蓝星碳四抽提装置	5	2017 年 11 月
神华宁煤碳四抽提装置	6.4	2017 年 12 月
内蒙古久泰能源丁烯氧化脱氢装置	7	2018 年
中海壳牌二期碳四抽提装置	14.5	2018 年 1 季度
浙江石化新建乙烯装置配套丁二烯装置	20	2018 年末
合计	62.9	

来源：东兴期货研发中心

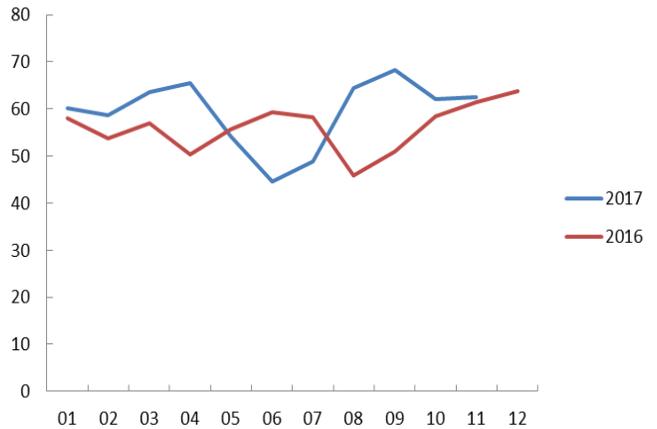
接下来再看丁二烯的需求端，丁二烯主要下游行业顺丁橡胶、丁苯橡胶、ABS、SBS 装置开工均维持年内高位。目前丁苯橡胶和顺丁橡胶开工率均在 60% 以上。随着春节临近，合成橡胶民营开工率或有一定走低，终端轮胎开工在需求平淡和环保高压下亦有一定下滑，对丁二烯存在一定利空拖累。综上所述，预计 2018 年丁二烯仍将维持震荡偏弱格局。

图 23: 顺丁橡胶装置开工率图 (%)



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 24: 丁苯橡胶开工率图 (%)

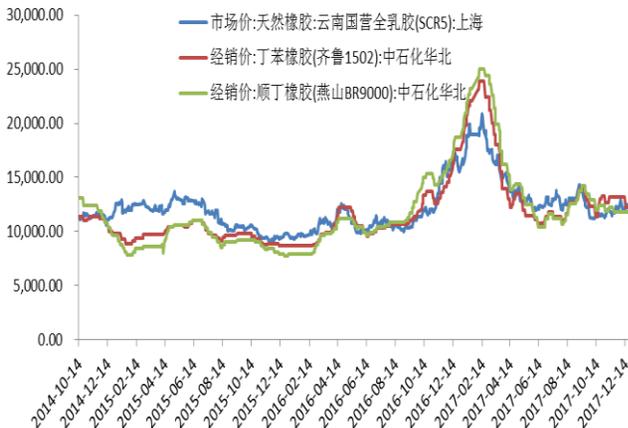


来源: wind, 东兴期货研发中心

合成橡胶方面, 随着新增产能投产, 装置供应过剩依然延续, 预计行业产能利用率将再次下调。丁苯橡胶、顺丁橡胶价格自 12 月也进入弱势调整状态。目前国内部分丁苯顺丁橡胶装置公布了停车检修计划。丁苯橡胶方面, 吉林石化第二季度、福祿第四季度有检修计划, 兰化、普利司通等年内 1-2 次过氧化物清理计划, 浙晨、维泰、申华等因放假或夏季高温等原因年内也有停车计划, 因此检修累计损失约 7-8 万吨产量。而 2018 年四川石化、大庆石化的顺丁橡胶装置因上下游一体化检修分别在第一季度、第三季度有停车 1 个月至 2 个月的计划; 浙江传化顺丁装置一季度、台橡宇部顺丁橡胶装置第三季度计划有停车一个多月左右。因此顺丁橡胶由于装置检修等小计损失 3-4 万吨。

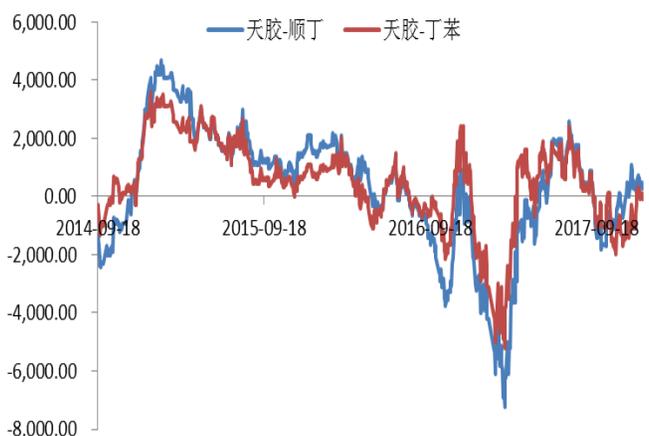
一般来说由于天胶的使用性能和生产成本均高于合成橡胶, 因此正常来说天胶价格高于合成胶。但是近期合成橡胶价格倒挂现象屡见不鲜, 给天胶期价带来一定支撑作用。低价高性能的天胶或使得部分厂商更改配方, 增加天胶用量。但是只能在全钢胎中小幅调整配方, 调整比例约 10%, 并不会造成特别大的影响。

图 25: 合成橡胶价格图



来源: wind, 东兴期货研发中心

图 26: 天胶和合成橡胶价差图

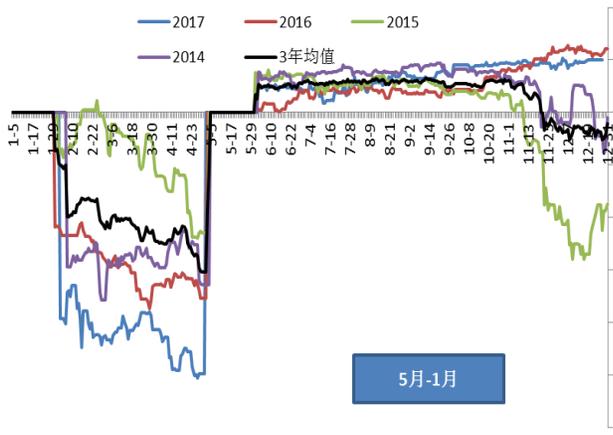


来源: wind, 东兴期货研发中心

月间价差方面, 5-1 价差在 400-500 合理区间内, 未出现无风险套利机会。

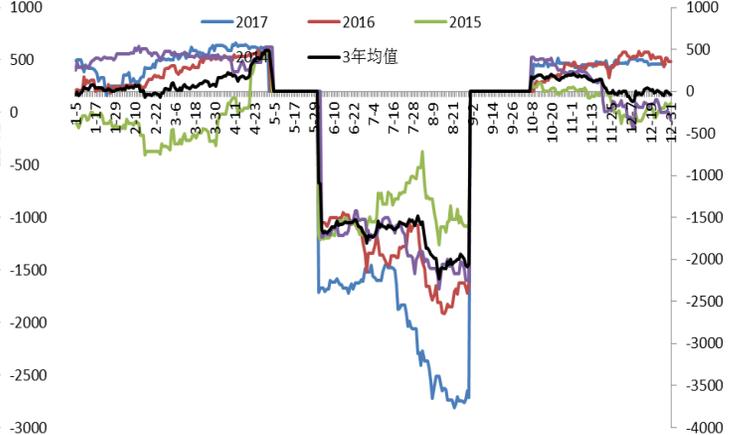
9-5 价差的合理区间也为 400-500，在 2017 年初曾一度出现贴水，有反套（买 5 卖 9）机会。目前 5-9 价差为 330 左右，可以观望等待反套机会。在 1-9 合约方面，由于 9 月合约交割的是老胶，1 月合约交割的是新胶，交割标的性质不同，所以 1-9 价差缺乏必然回归机制。从历史来看，1-9 价差达到 2000 左右。2017 年三季度 1-9 价差达到历史高位，一度在 3500 上下，吸引了大量套利盘，如 1-9 反套（买 1 月合约卖 9 月合约），非标套利，期现套利等。今年待 8 月后也可以关注该套利机会，待 1-9 价差减小时平仓获利。

图 27：5-1 价差图



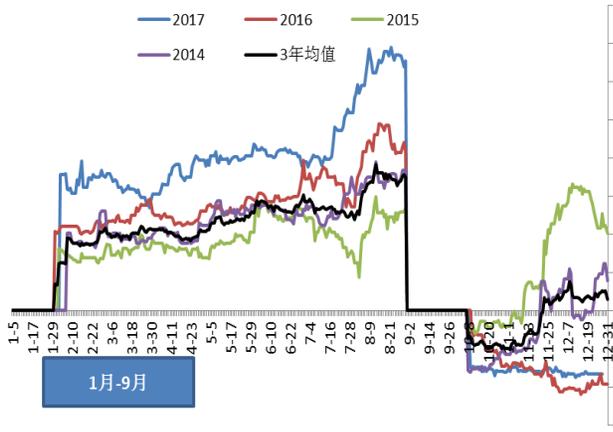
来源：wind，东兴期货研发中心

图 28：9-5 价差图



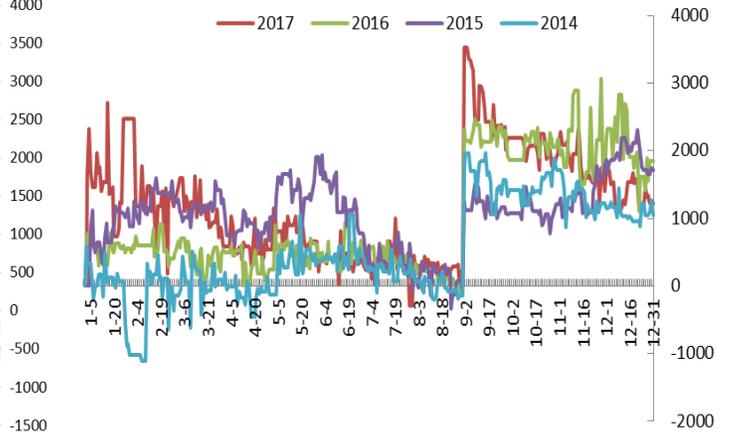
来源：wind，东兴期货研发中心

图 29：1-9 价差图



来源：wind，东兴期货研发中心

图 28：近月合约-现货图



来源：wind，东兴期货研发中心

三、结论及操作策略

2017 年天然橡胶延续高库存，高升水的矛盾。供应端，产能持续释放，进口量由于庞大的套利盘而高速增长。需求端平稳增长，汽车产销增速明显下滑，而重卡销量在持续一年亮丽表现后逐渐走弱。库存依然高企承压，去库存之路漫长。

2018 年天然橡胶的主要矛盾依然是疲弱的基本面与跃跃欲试的事件消息驱动。供应方面，2018 年天然橡胶仍处于产能高峰期，2017 年较大的结余库存量也增大供应压力。需求方面，在供给侧深化改革、经济增速放缓、环

保高压的大背景下，基建、汽车不容乐观。天然橡胶需求或平淡增长，重卡销量数据或相比2017年有明显下滑。但我们也不得不看到供给端政策的扰动。主产国限制出口政策、泰国保价政策等或带来短期利多炒作以提振期价，但并不能在中长期影响实质供需格局。而如果国储局进行轮储操作，可能会形成先跌后涨的行情。

目前天然橡胶处于一个供需再平衡的过程，但基本面的改善需要一个漫长的过程。虽然目前天然橡胶已经处于历史地位，主动投机性做空资金并不多，下跌空间并不大，并且有抄底资金的炒作存在，但是天然橡胶并不具备大幅上涨的支撑。

综上所述，我认为2018年天然橡胶仍将保持低位震荡，期价重心或下跌至约14300。

潜在策略

- 1、建议高位做空的操作为主，关注保价协议执行的情况，关注主产区天气和产量，关注重卡销量数据。
- 2、建议关注9-5价差和1-9价差套利机会。（例：9-5价差接近历史低位值时反套；1-9价差高于2000时反套）
- 3、如果出现轮储，建议先做空，等低位收储后再做多。在抛储拍卖至执行期间，可择机执行“期货对老全乳胶的价差正套”策略。

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。