

刘学

研究员，期货执业证书编号 F3030835

期货投资咨询证书编号 Z0014454

liuxue@dxqh.net

小荷才露尖尖角，早有蜻蜓立上头

天胶 2020 年报

投研观点：

- 2019 年天然橡胶期价主要呈现低位震荡态势，波动率有所减小。在中美贸易战缓和，主产区遭受天气和真菌病影响后存减产预期，库存低于往年以及需求有所回暖，重卡销量超预期的情况下，在四季度走出一波反弹行情，重心向上抬升。
- 2020 年虽然产能增速拐点已至，但产量增长潜力仍在，供应宽松的局面对 2020 年并没有得到根本性改变。需求端依然缺乏亮点。汽车行业疲弱，其回暖程度依赖于政策支持。重卡在更新换代需求以及深入“治超”情况下或可期。关注基建走强程度以及房地产拐点。而替换市场依然面临长期压力，“公转铁”等运力结构性变化或使大型散货物资的长途运输逐步消减。外需方面或仍可维持，轮胎厂通过产能转移以及增加中东、非洲等地的出口量规避欧美贸易风险。
- 库存方面 2020 年依然处于去库周期。非标套利需求以及 20 号胶活跃度提高后的跨市、跨品种、美金胶期现套利是决定库存变化的重要因素。
- 预计 2020 年天胶产量稳健，需求略回暖但仍不乐观。目前天胶期价已经来到估值低位，吸引了大量抄底资金，一次利多消息的就能引爆资金炒作。我们要敬畏资金，但也要看到目前天胶的基本面不足以支撑大级别的反弹。预计 2020 年天胶期价维持偏强震荡，底部逐渐抬升。震荡区间预计为：12000-16000 元/吨。
- 策略方面，全年策略以逢低做多为主，把握供需错配和阶段性上涨机会。关注沪胶和 20 号胶的跨品种套利。（20 号胶或偏强）

一、2019 年天然橡胶行情回顾：

1.1 2019 年天然橡胶低位震荡，波动率减小

2019 年天然橡胶期价主要呈现低位震荡态势，波动率有所减小。其主力合约波动范围在 10230-13455 间。天胶价格下跌到绝对价格低位，供需矛盾并不突出，主要受事件因素和资金驱动。随着 20 号胶上市，天胶加速期现回归，期现价差远低于往年水平，全年贸易商套利机会锐减。2019 年天胶的走势可分为以下几个阶段：

➤ 1 月-2 月底 经济政策刺激，上涨行情

春节后，由于国内逆周期宽松经济政策的刺激叠加基建向好预期，工业品走出一波预期差修复行情。由于天胶仍处于供过于求的大格局下，反弹力度较小。

➤ 3 月-4 月底 交割压力下，沪胶下跌

05 合约面临交割，交割压力下沪胶下跌。天胶重回基本面主导，在下游需求低迷以及宏观数据转差风险再起的情况下不断下跌。

➤ 5 月-8 月底 混合胶进口趋严政策引爆先扬后抑行情

4 月 28 日，海关突发对混合胶通关趋严政策。海关表示税则号列 40028000 项下的混合胶是指天然胶和合成胶按一定比例均匀混合。仅在表面含有少量合成橡胶的产品，应按天然橡胶计算。该政策主要针对越南 3L 胶，从而增加国内越南 3L 胶的进口成本。减少混合胶的进口，有利于国内全乳胶库存的消化，进而利好全乳胶。该政策持续发酵，沪胶走出一波反弹行情，来到 12500 的位置。但后来随着混合胶通关放行，有 3L 胶进入市场，沪胶重回基本面主导，导致下行行情。此外，这阶段增值税率下降导致的产业先买后卖也助推了这一先扬后抑行情。

➤ 9 月中旬-10 月 贸易商事件造成市场恐慌

9 月底某橡胶大型贸易商出现资金问题，该“黑天鹅”事件短期内给产业带来冲击，引发市场恐慌情绪蔓延，引起沪胶下跌。

➤ 10 月起 真菌病减产炒作，沪胶震荡偏强

中美贸易战达成初步共识，宏观氛围好转。而印尼和泰国那拉提瓦府相继出现真菌病，或导致减产。今年橡胶库存持续去化，新仓单低于往年。在基本面有所改善的情况下，低位的橡胶受到大量资金的青睐，重心逐渐抬升，并于 11 月 20 日引爆行情，日涨幅接近 4%。后出现回调，但泰国真菌病扩散以及泰国批准 20 年削减胶树种植面积 21% 的炒作，使沪胶在 12 月 5 日又迎来一次飞跃。后沪胶在旺季预期下进入整理。

图 1：2019 沪胶连续合约走势图



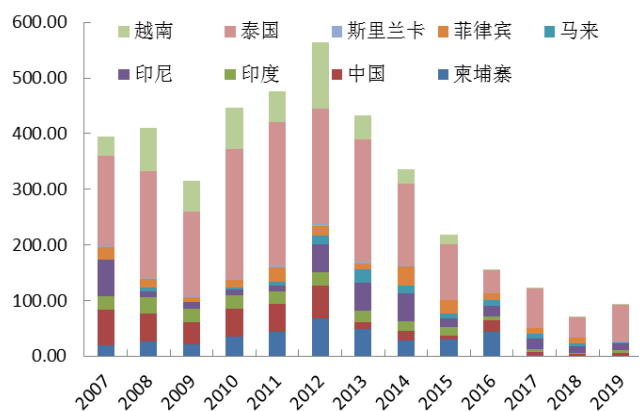
来源：公开资料整理，东兴期货投资咨询部

二、2020 年天然橡胶行情展望

2.1 产能增速拐点已至，但产量增长潜力仍在

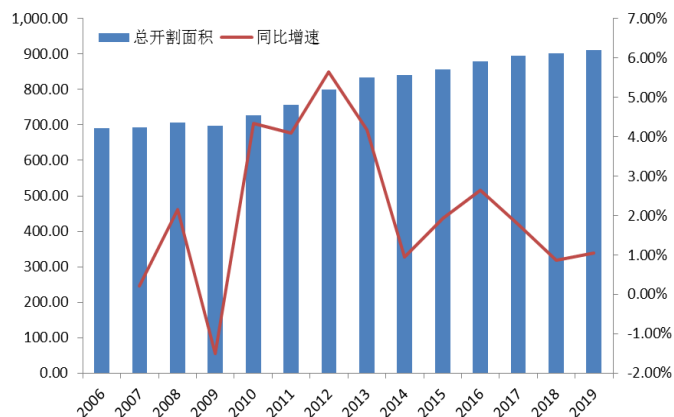
按 7 年生长周期来看，由于 2010-2012 大量新增种植面积的存在，2019 年以前新种植胶林产能将处于快速释放期。2012 年后新增种植面积大幅回落，这也意味着 2020 年或到达产能增速拐点。但由于天然橡胶的旺产期一般在开割后 3-5 年，因此产量增长期尚未结束。预计 2020 年总开割面积依然保持增长。而随着胶价反弹和技术进步，单位面积开割产量预计也有一定提高，供应充裕的大格局依旧没有实质性改变。

图 1：新增种植面积图



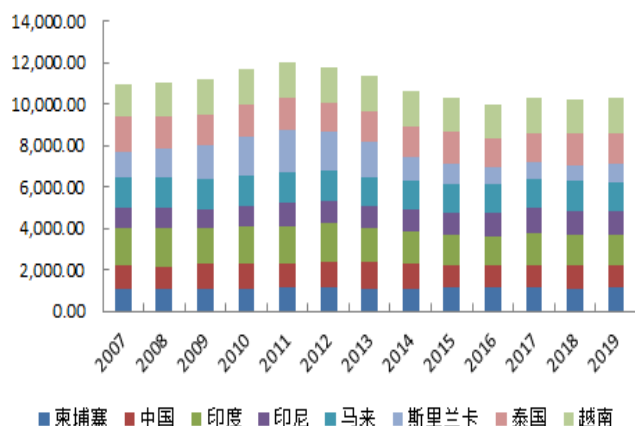
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 2：总开割面积图



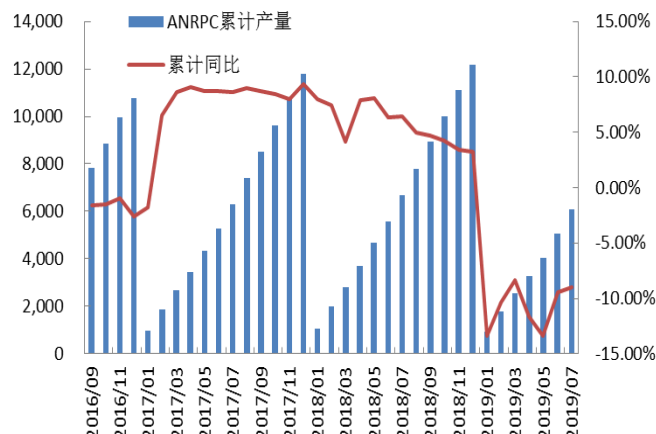
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 3：单位面积开割产量图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 4：ANRPC 天胶产量图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

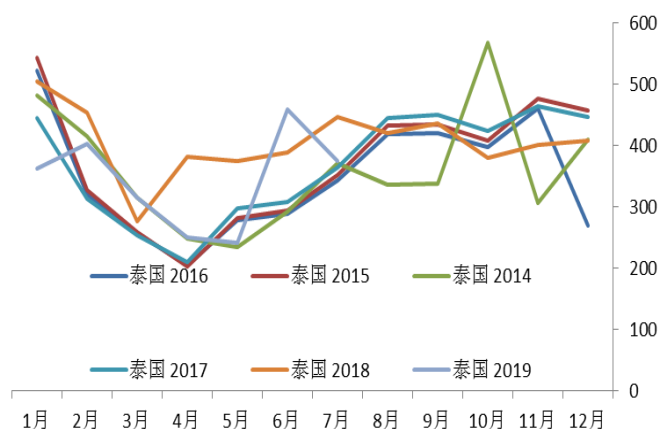
2.2 2020 年的核心在于全球供给

影响天然橡胶实际产量的因素有很多，比如天气、病虫害、开割期原料价格、主产国政策等。2019 年在厄尔尼诺现象影响下，部分产区由于异常天气带来开割推迟、洪水等问题阶段性影响产量。长期的低价也使得部分胶园疏于维护管理，印马泰三国更是受到真菌病影响导致减产。预计 2019 年主产区有所减产，新兴地区增产迅速但占比仍较小，产区继续小幅去库。市场预计橡胶产出料减少 80 万吨。

分国别来看，今年泰国可谓多灾多难。由于原料低价和干旱推迟开割，在开割初期因上游加工厂开工率受限导致产出不及预期，泰国原料价格坚挺。开割中期又碰上泰国北部洪水，而真菌病的爆发影响泰国南部约 52,000 公顷，目前还有扩散迹象。今年泰国减产明显，出口显著下滑。马来西亚略有回升。印尼主产区今年旱季延长，苏门答腊岛约 25% 橡胶树感染真菌病，涉及约 380,000 公顷。当地政府预计印尼全年产量将会有 15% 的缩减。而中国云南产区在 5 月也遭受了严重干旱，停割 1 个月。虽然后期天气好转，产出有效释放，但可能依然不能抹平之前的减产。越南胶林结构年轻，具增产潜力，受天气影响今年增量不及预期。而新兴产胶国老挝、科特迪瓦、缅甸等国家则依然保持两位数的高速增长，但产量占比仍较少。2019 年非洲地区天然橡胶产量达到 100 万吨，成为不可忽视的增长力量。

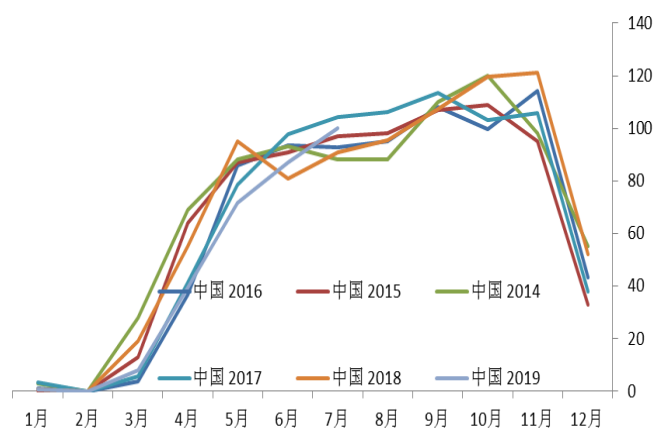
2020 年行情的核心依然在于全球供给，需要特别注意开割期的天气和原料价格。若价格重心抬高，割胶积极性或显著上升。泰国政府近期批准一项为期 20 年的计划，按照该计划，期间该国削减橡胶树种植面积 21%，以将橡胶出口额提升逾两倍，并希望将每莱橡胶单产提升 60%。首先这是一次正常的胶树更新计划，其次增加的单产与减少的种植面积相抵，泰国政府依然希望增产，与市场关于砍树减产的炒作大相径庭。而新兴产胶国产能或继续释放。在没有极端情况影响下，预计 2020 年全球天然橡胶产量依然维持稳定。

图 7：泰国产量季节性图



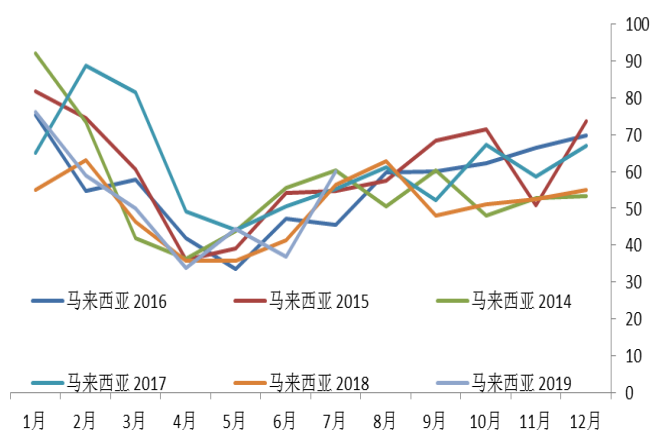
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 8：中国产量季节性图



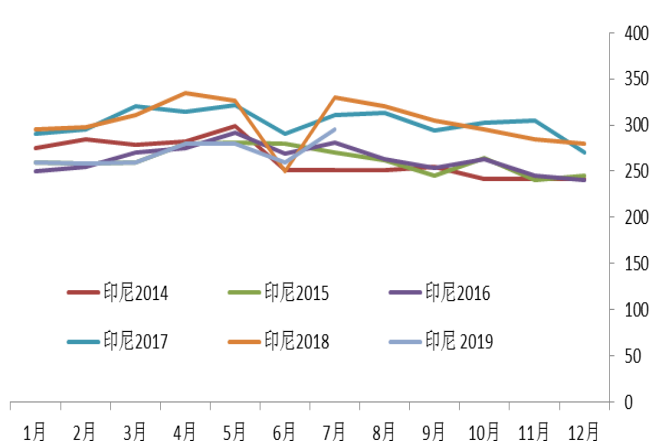
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 9：马来西亚产量季节性图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 10：印尼产量季节性图

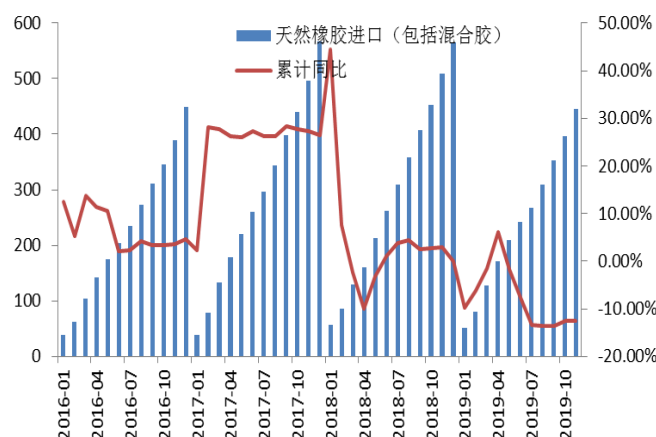


来源：wind，东兴期货投资咨询部

2.3 进口或稳中减少，非标套利落下帷幕

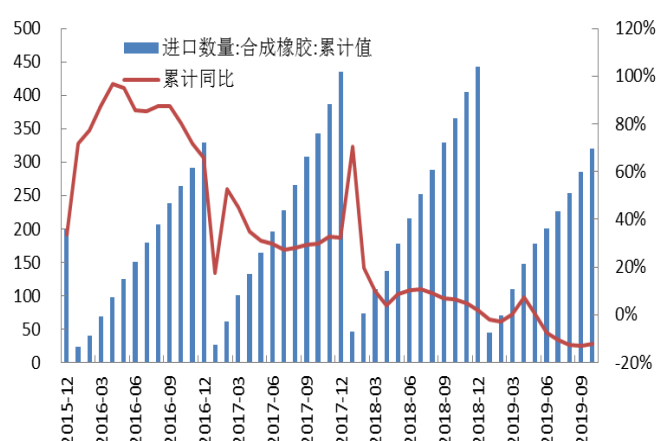
2019年橡胶进口量明显下降，恢复了正常状态。1-11月天然橡胶（包括混合胶）累计进口445.52万吨，同比下降12.62%。2019年随着20号胶上市（预期），期现价差大幅缩窄，近月期现价差基本在1500元/吨以下，带来套利利润走弱，非标套利需求大幅下降。此外，下游需求低迷，而国内轮胎厂为了规避贸易风险，部分产能转移，也引起了进口需求的下降。预计2020年进口量或稳中小幅下降，非标套利依然是主要影响因素。

图 11：天然橡胶（含混合胶）进口量图



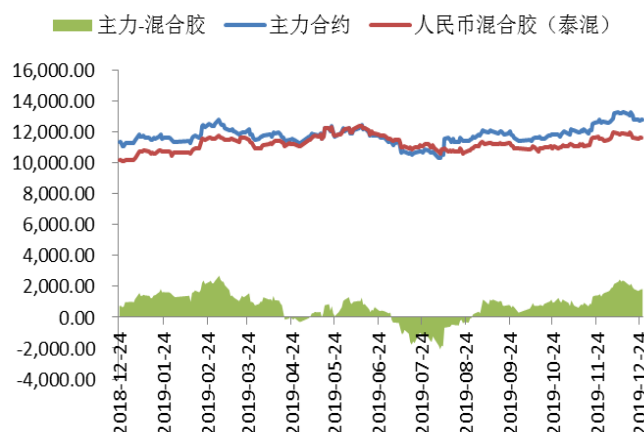
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 12：合成橡胶进口量图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 13：主力期现价差图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 14：全乳-混合胶价差图

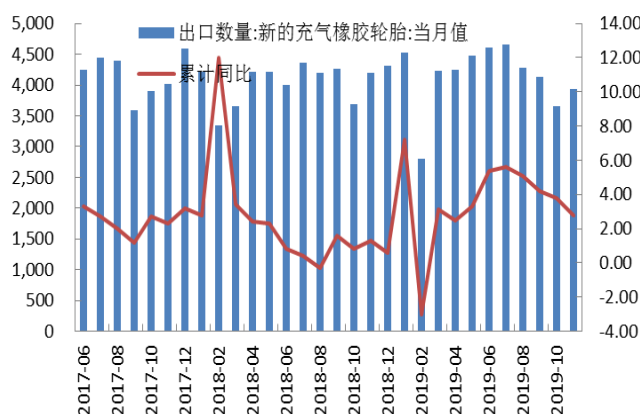


来源：wind，东兴期货投资咨询部

2.4 外需尚可维持

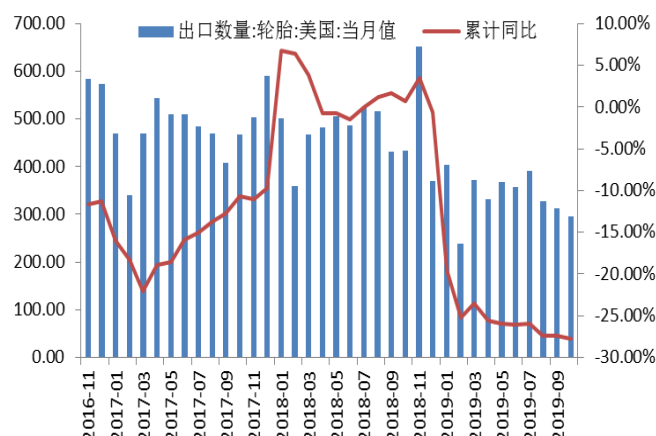
在天然橡胶下游消费结构中，轮胎占比达到70%。而出口占据我国轮胎行业近50%。中美贸易战的爆发以及欧盟委员会对中国出口欧洲的卡车轮胎进行“双反”，使得外需面临风险，这也是市场当初对于2019年轮胎出口市场悲观的原因。但纵观2019年轮胎出口，在对美出口量下滑严重的情况下，依然取得了全年正增长的成绩，保持较为良好的态势。2019年1-11月我国轮胎出口45554万条，同比增长2.8%。1-10月我国对美出口轮胎3396.94万条，同比下滑27.17%。主要原因在于欧美对于我国轮胎“双反”是由来已久的。因此轮胎企业早已对此类贸易摩擦有所准备，进行产能转移，提前布局海外工厂，出口美国的份额多通过东南亚工厂。此外，也增加了出口至其他国家的份额，包括中东、俄罗斯、非洲等国家。目前中美贸易战达成初步协议，预计2020年轮胎出口或有所回升。

图 15: 轮胎出口量图



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

图 16: 中国对美轮胎出口量图

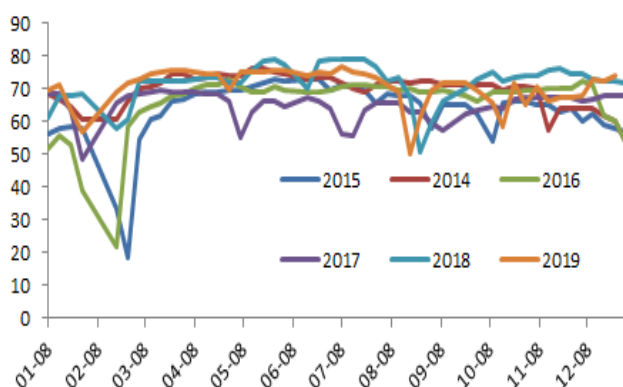


来源: wind, 东兴期货投资咨询部

2.5 内需缺乏亮点，或依赖政策改善

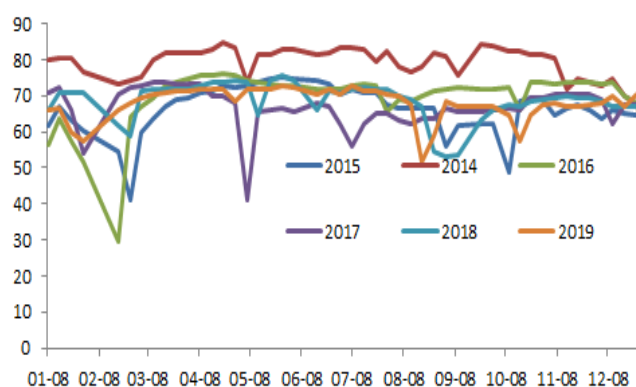
2019年中国的轮胎行业仍处于低谷，轮胎产量增速显著下滑。2019年1-11月轮胎产量76760.9万条，累计同比增加2.2%。轮胎厂开工率较为稳定，但同比有所回落。国庆节后复工开工率回升，但由于限产和需求抑制，再加上多地重污染天气橙色预警影响轮胎企业开工，上升空间有限，四季度全钢胎和半钢胎平均开工率均未超过70%。轮胎厂原料采购积极性仍一般，在天胶反弹过程中，并没有出现大规模采购的情况。

图 17: 全钢胎开工率图



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

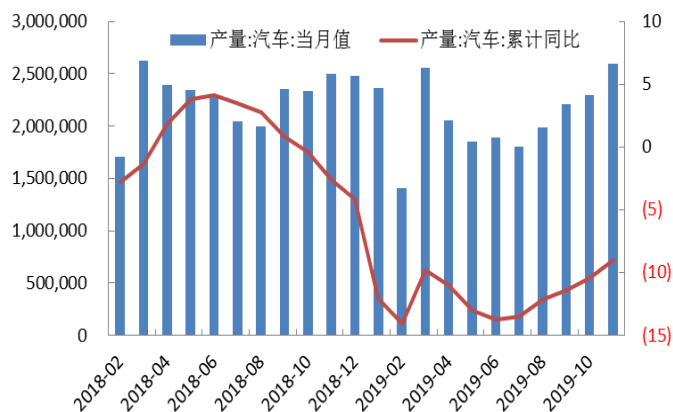
图 18: 半钢胎开工率图



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

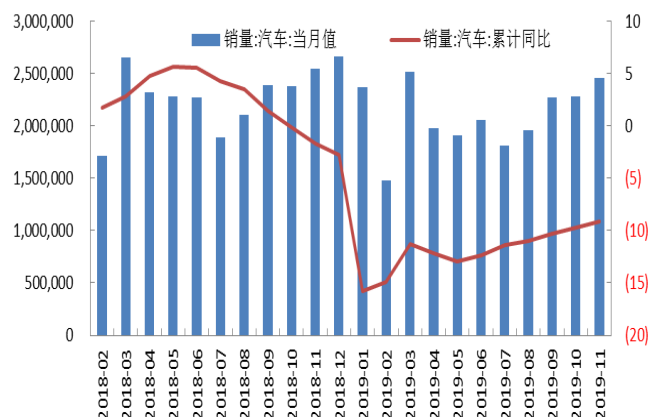
配套市场方面，终端消费汽车行业在经济下行压力下处于低迷状态。1-11月，汽车产量2303.8万辆，累计同比下降9%。汽车销量2311万辆，累计同比下降9.1%。其中乘用车销量累计同比下降10.46%。“国六”汽车排放标准的应用为汽车消费带来一定支撑，但汽车回暖缓慢，月销量依然负增长。但从长远来看，我国的车辆保有量远低于发达国家水平，汽车消费依然具有潜力。在经济增速下行情况下，预计2020年汽车配套市场难有亮眼表现，汽车的改善需要依赖强有力的政策支持。

图 19：汽车产量图



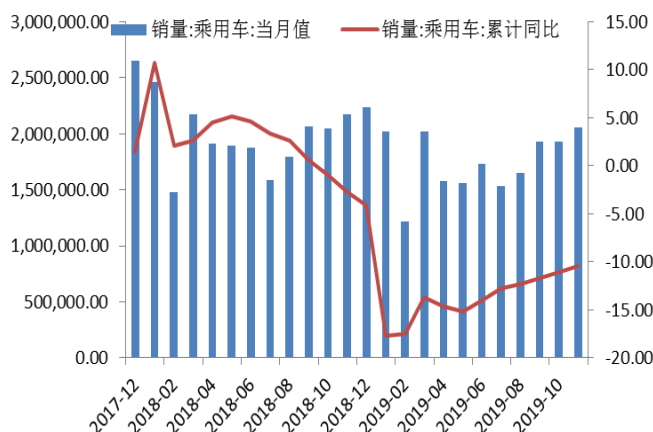
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 20：汽车销量图



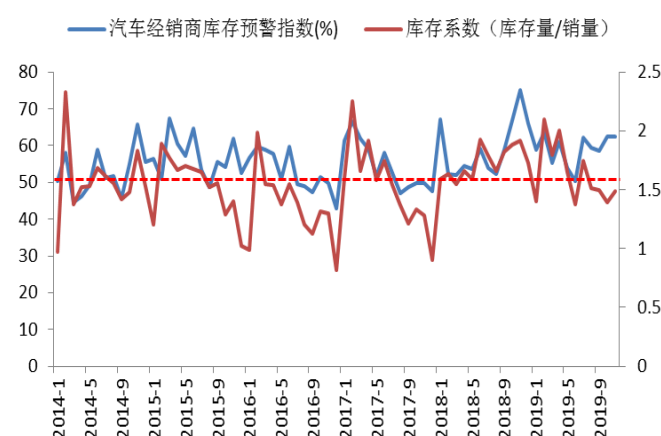
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 21：乘用车销量图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 22：汽车经销商库存预警指数图

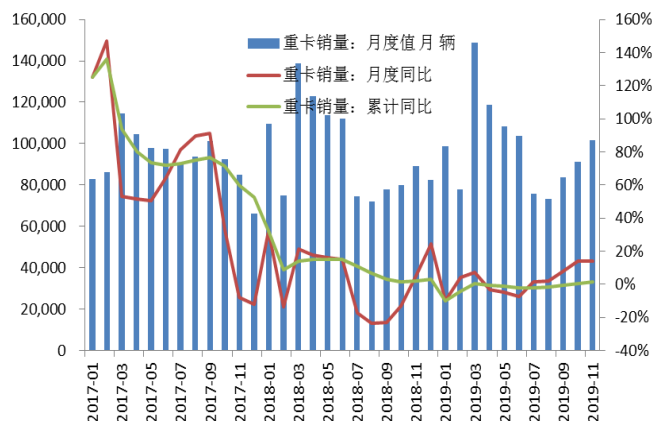


来源：wind，东兴期货投资咨询部

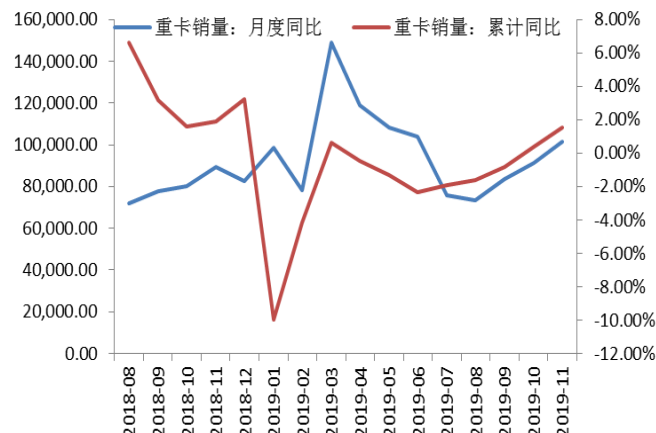
在耗胶量最大的重卡市场方面，2019年重卡销量全年微增，超过市场预期。2019年1-11月重卡累计销量108.18万辆，同比增加1.53%。虽然经济下行压力大，但在国三车淘汰、重卡车龄到期更新以及“521”事故后对超载进行严查的情况下，配套市场回升。2020年政府专项债提前发放，或也将带来明年初基建的提振，利好重卡市场。

图 23：重卡销量图

图 24：重卡销量分车型图



来源：wind，东兴期货投资咨询部



来源：wind，东兴期货投资咨询部

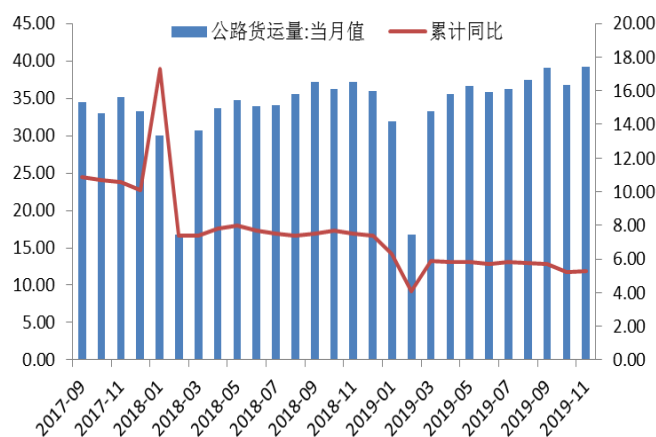
替换市场方面依然面临长期压力。2019年物流运价指数较去年有所提升，反映了替换市场的缓慢改善。但随着“公转铁”的运力结构改变，公路货运量和公路周转量同比增速下行。到2020年，全国铁路货运量要相比于2017年增加11亿吨，增长30%。其中京津冀及周边地区增长40%，长三角地区增长10%，汾渭平原增长25%。我国载运货车超载依然较为严重，随着治超的深化，预计轮胎替换时间将增加。今年房地产景气度高于预期。虽然在经济下行压力下商品房销售面积累计同比增速大部分时间在负增长，但2020年不排除在“房住不炒”下部分城市放松限购限贷的情况，关注2020房地产行业拐点。

图 25：物流运价指数图



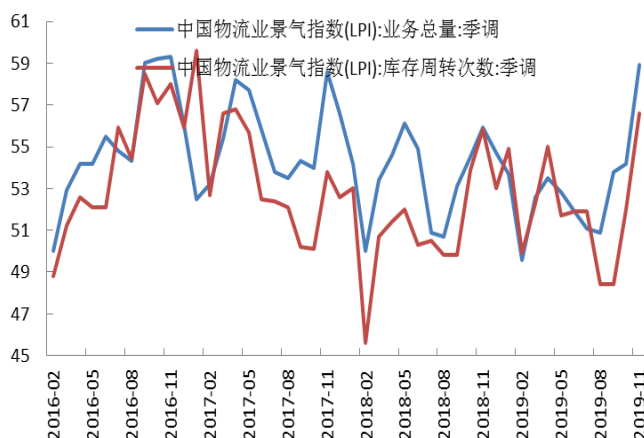
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 26：公路货运量图



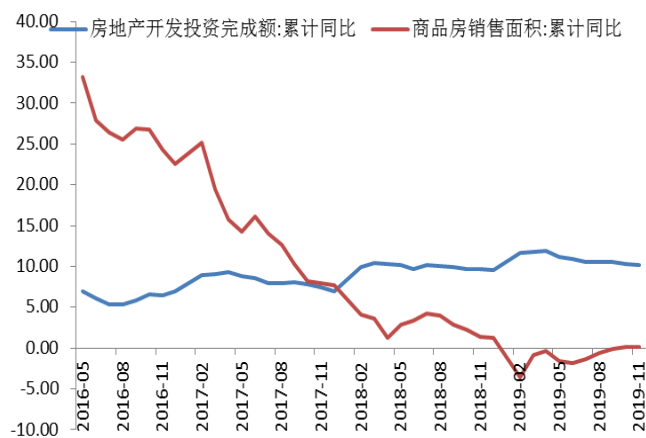
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 27：物流业景气指数图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 28：房地产投资和销售累计增速图

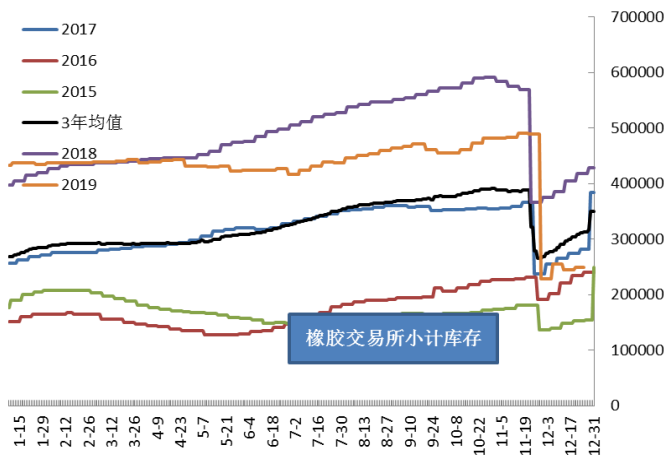


来源：wind，东兴期货投资咨询部

2.6 国内库存处于去库周期中

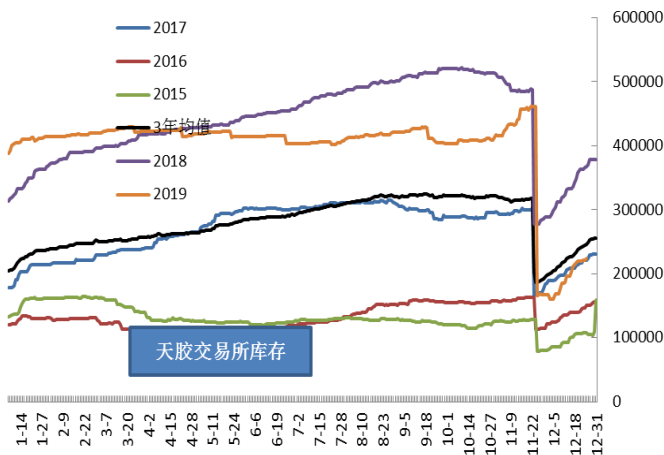
庞大的库存一直是天胶价格的掣肘。2019 年国内天胶库存处于去库周期中。主要原因在于：1. 2019 年烟片胶进口套利窗口一直也没打开。云南产区开割前期干旱导致停割一个月，今年全乳胶或减产，新仓单压力低于往年。2. 2019 年非标套利需求大幅下降，进口驱动减弱，带来国内库存的下降。进入 11 月后，国内进入传统累库期，但保税库存不增反降。而由于船货到港，一般贸易库存季节性上升。截至 12 月 20 日，隆众资讯统计青岛地区天然橡胶样本仓库中保税库为 16.72 万吨，跌幅 1.13%；一般贸易库存为 35.63 万吨，涨幅 2.22%。总体而言，今年四季度累库不及预期。2020 年预计国内库存依然处于去库周期中，库存变化取决于期现价差对于套利需求的吸引力。同时，20 号胶合约在 2020 年或提升交易活跃度，一定程度上带动跨市、跨品种、美金胶套利机会，从而影响国内库存。

图 29：交易所小计库存图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 30：交易所库存图



来源：wind，东兴期货投资咨询部

三、结论与策略

综上所述，2020 年全球天然橡胶产能已到拐点，但产量增长潜力仍存。在没有极端情况影响下，预计 2020 年全球天然橡胶产量依然维持稳定。需求端依

然缺乏亮点，但是也可以看到汽车行业在政策支持下有所回暖，车辆保有量中长期仍有潜力。此外，在大基建和房地产维稳预期下，重卡市场有所提振，其配套和替换市场下降空间有限。

目前期价已经来到了绝对价值低估区间，原料价格处于低位，橡胶成为了很多多头资金的首选。“小荷才露尖尖角，早有蜻蜓立上头”，在基本面有所改善的情况下，任何利多消息都会引起资金的炒作。我们要敬畏资金，但也要看到目前天胶的基本面不足以支撑大级别的反弹。预计2020年天胶底部逐渐抬升，以震荡偏强为主。预计主力合约在12000-16000间震荡。

策略方面：全年策略以逢低做多为主，把握供需错配和阶段性上涨机会。比如说年初在基建提振下以及开割前期出现天气事件后，可能引发反弹行情。比如三季度往往出现全年低点，而四季度虽然处于主产国旺季，但常会有洪水等天气炒作。

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投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，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“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。