



金瑞期货
JINRUI FUTURES

金瑞期货天胶半年度报告

——供需未有共振 沪胶底部震荡

2019年6月27日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

核心观点：



- 从供应周期角度看，2019年橡胶的潜在产能仍然充裕，除非出现极端天气情况导致产量大幅减少，否则难以在供应上找到价格向上的逻辑。橡胶树产胶释放主要集中在下半年，上半年虽有弱厄尔尼诺现象干扰供应，但对全年供应并不大，仍可以通过橡胶库存弥补。下半年若天气进一步影响或将造成对供应更大的干扰。总体供应端基本面对胶价偏空。
- 需求上，国内汽车消费下行周期，叠加汽车国五国六排放标准更换抑制消费，短期难看到扭转。重卡需求在“公转铁”政策下对汽运的结构性需求相对减少，2019年下半年看基建和地产施工有所反弹或拉动部分货运需求，但总体刺激有限。同时中美贸易摩擦等宏观不确定因素也干扰轮胎出口需求。回看2016年橡胶上涨行情，除了当年泰国洪灾造成供应减少，国内汽车及重卡需求爆发也是重要因素。在下半年需求偏弱背景下，胶价更多在底部继续区间震荡前行。
- **价格判断：**对于胶价而言，产能释放下面临弱需求增速，胶价仍将底部继续震荡运行。在目前沪胶合约制度下，期限结构性套利机会仍然存在。下半年面临在弱消费下的供应不确定性，关注库存去库程度。预计下半年沪胶主力核心波动区间10500-12500元/吨。
- **交易关注：**上半年在20号胶预计上市和国内新胶产量偏少下，沪胶9-1合约价差较往年呈现收窄，基本在1000-1200元之间波动，偏低运行。若下半年橡胶季节性供应的释放，叠加需求偏弱，9-1价差仍有可能呈现扩大趋势，即新胶产量增加，库存增加使得09合约再次面临压力，从而9-1合约继续扩大。若20号标胶上市，则01合约无法维持高升水状态，但对应目前价差估值下风险相对有限。

金瑞期货研究所

李科文 (F3007268 Z0014121)

电话：0755-82716577

邮箱：likewen@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

一、2019 上半年天胶行情回顾.....	4
二、产能周期未改 潜在供应仍在	5
2.1 全球橡胶产能仍然巨大.....	5
2.2 下半年若有天气干扰对橡胶供应将更为剧烈.....	6
三、下游需求增长缺乏亮点	7
3.1 汽车行业下行周期 短期难复苏.....	7
3.2 重卡独木难支撑需求.....	8
3.3 轮胎需求增长有限.....	10
四、总结	11
五、交易关注	12
5.1 沪胶 9-1 价差仍可能有扩大.....	12
六、策略及保值建议	12

图表目录

图表 1: 2019 上半年沪胶重心有所上移.....	4
图表 2: 2019 上半年东京胶底部反弹.....	4
图表 3: 泰国橡胶原料价格 泰铢/kg.....	4
图表 4: ANRPC 总种植面积面积.....	5
图表 5: ANRPC 开割面积	5
图表 6: ANRPC 新种+翻新面积 千公顷	6
图表 7: ANRPC 平均单产 吨/公顷	6
图表 8: 亚洲橡胶树龄分布预计 (2019) 万公顷	6
图表 9: 按 6 年起割预计未来新增供应 万吨	6
图表 10: 厄尔尼诺与天胶产量增速关系	6
图表 11: 汽车销量持续低迷.....	7
图表 12: 库存维持在警戒线之上	7
图表 13: 主动去库存汽车产量增速下滑	8
图表 14: 国内汽车保有量	8
图表 15: 国内商用车产量	8
图表 16: 国内商用车销量	8
图表 17: 国内重卡产量	9
图表 18: 国内重卡销量	9
图表 19: 国内重卡销量约是乘用车的 16 倍	9
图表 20: 国内重卡单位耗胶量是轿车 11 倍	9
图表 21: 中国公路货运量及货物周转量增速	9
图表 22: 中国公路物流运价低迷	9
图表 23: 国内基础设施建设投资累计同比下滑	10
图表 24: 房地产投资增速预计回落	10
图表 25: 轮胎产量及同比增速	11
图表 26: 橡胶轮胎出口	11
图表 27: 半/全钢胎出口表现	11
图表 28: 半/全钢胎出口至美国表现	11
图表 29: 胶价上涨需要供需共振	11
图表 30: 上期所库存变化	12
图表 31: 9-1 价差趋势	12
表格 1 中国天胶平衡表.....	13

一、2019 上半年天胶行情回顾

2019 年上半年沪胶底部区间运行，重心较 2018 年底上移。年初东南亚三国联合减产计划、天气干旱因素、以及中国海关对混合胶进口的重新认定，使得沪胶走出两波反弹行情，上半年高点至 13000 元/吨附近；但中美贸易摩擦反反复复，宏观转弱以及国内橡胶下游需求低迷，沪胶走势反复在区间震荡，年中沪胶再回落至 11600 元/吨附近。相反东京胶涨势较沪胶明显，从年初 177 日元/公斤涨至年中 200 日元/公斤附近。

图表 1：2019 上半年沪胶重心有所上移



图表 2：2019 上半年东京胶底部反弹

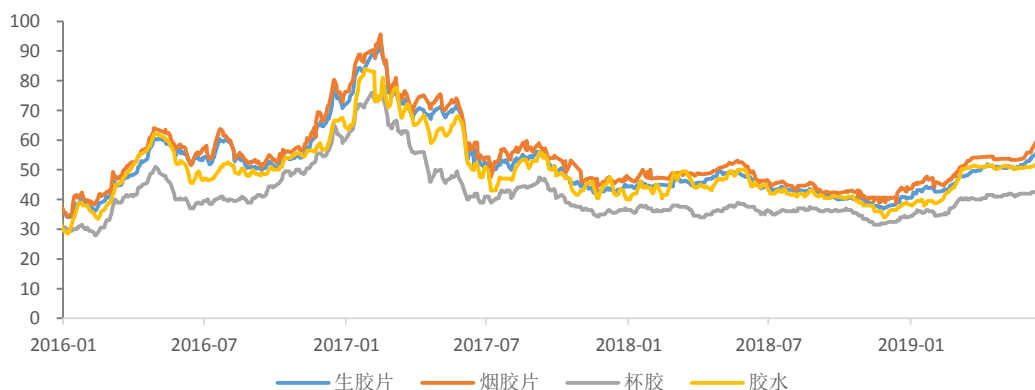


资料来源：Wind, 金瑞期货

资料来源：wind, 金瑞期货

境内外橡胶走势差异，一方面是国内天胶期现结构性差异造成，另一方和橡胶内外基本面变化相关。从橡胶种植面积来看 2019 年全球天胶仍处于供过于求格局，但上半年天气干旱已然对上半年东南亚国家天胶原料供应产生影响，原料价格高位支撑日胶。另外由于中美贸易摩擦导致国内下游订单转移至国外，加上前几年非标进口套利的因素使得国内库存压力远大于国外，导致国外天胶基本面要好于国内。

图表 3：泰国橡胶原料价格 泰铢/kg



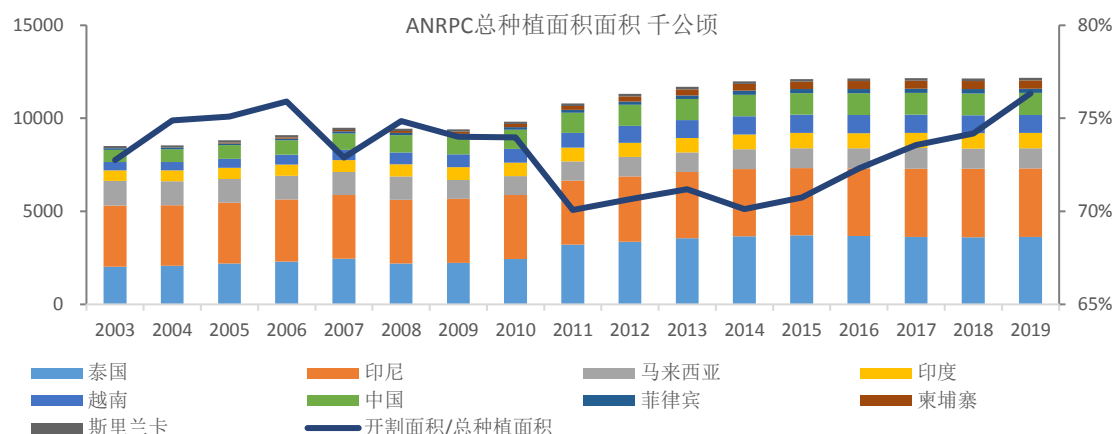
资料来源：Wind, 金瑞期货

二、产能周期未改 潜在供应仍在

2.1 全球橡胶产能仍然巨大

胶价经历 8 年熊市，2018 年胶价再次触及到 1 万元/吨历史低位附近，胶价低迷抑制种植面积增长。橡胶总种植面积视为天胶供应的潜在产能。根据 ANRPC 报告，2019 年天胶主产国总种植面积在 12170 万吨附近，较 2018 年种植面积几无增长。

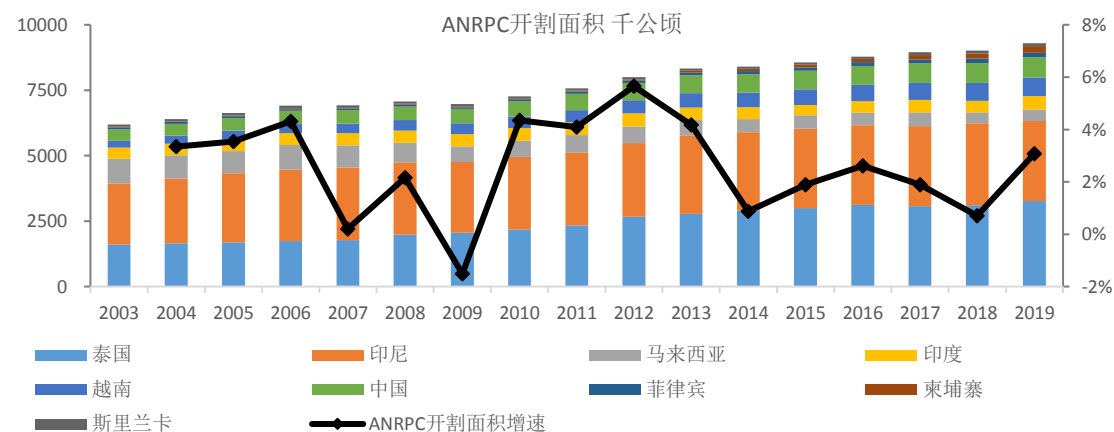
图表 4: ANRPC 总种植面积面积



资料来源: Wind, 金瑞期货

当年开割面积视为橡胶当年产能。按橡胶树 6 年开割计算，来自于印度、柬埔寨等天胶新种植国家的供应在近年逐渐释放。橡胶树开割率进一步提升至 76%。2019 年主产国开割面积预计在 9290 万公顷，较 2018 年开割面积增长 3.1%。2019 年橡胶产能仍然充裕。

图表 5: ANRPC 开割面积

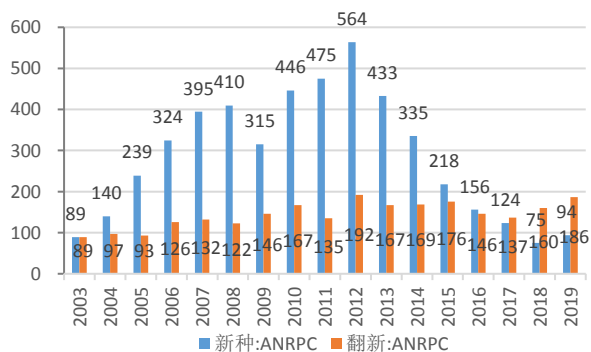


资料来源: Wind, 金瑞期货

从橡胶新种植面积和重新种植面积看，自 2013 年后新种植面积逐渐减少，这也意味着未来橡胶树边际供应呈现减少态势。重新种植面积小幅上升，重新种植面积改变胶林年龄结构，一方面减少了短期产能，另一方面也增加未来至少 6 年后的长期产能。从 ANRPC 报告的平均单产来看，主产国橡胶树单产除去当年天气因素外，维持在 1.3 吨/公顷附近，

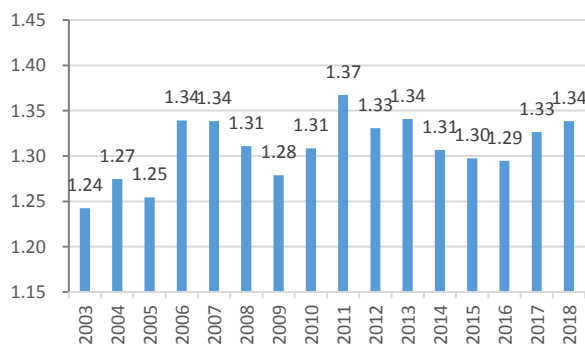
平均单产总体维持稳定。

图表 6: ANRPC 新种+翻新面积 千公顷



资料来源: Wind, 金瑞期货

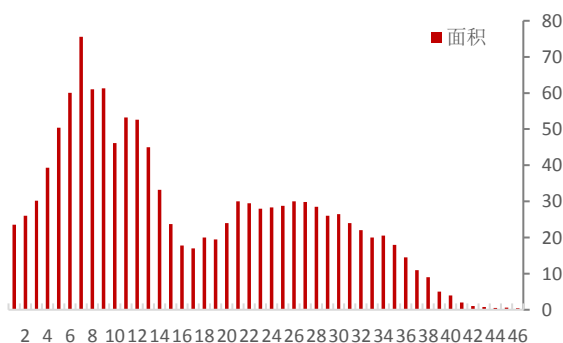
图表 7: ANRPC 平均单产 吨/公顷



资料来源: wind, 金瑞期货

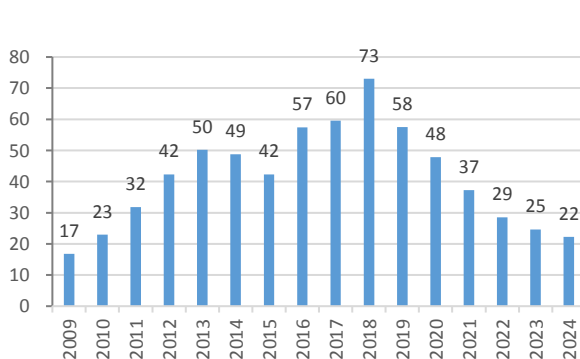
从树龄分布来看, 自 20 世纪初开始大量种植橡胶树林, 加上翻新种植, 年轻的橡胶林仍占较大比重。在如果不发生极端恶劣情况下 (如极端天气下), 胶林的单产仍有增加趋势。

图表 8: 亚洲橡胶树龄分布预计 (2019) 万公顷



资料来源: 金瑞期货

图表 9: 按 6 年起割预计未来新增供应 万吨



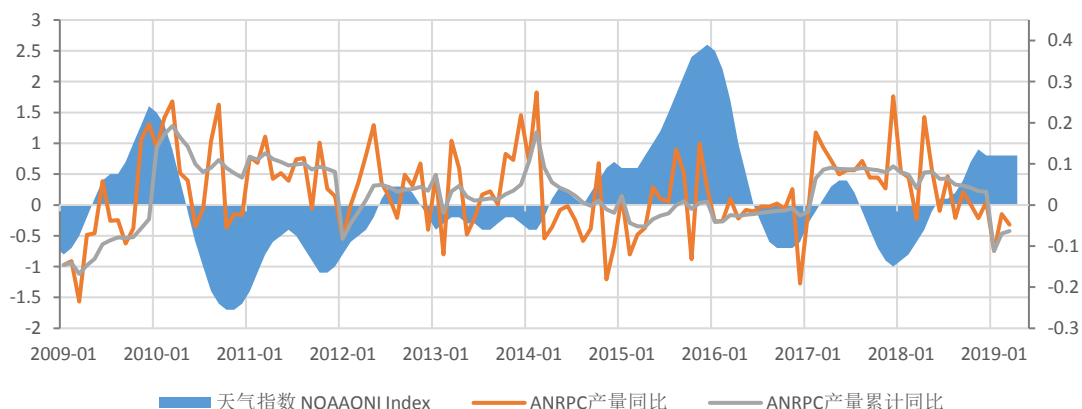
资料来源: wind, 金瑞期货

长期结构看未来橡胶新增供应呈现递减态势, 但不可否认现下潜在产能供应仍然巨大, 仍制约这胶价的上行空间。

2.2 下半年若有天气干扰对橡胶供应将更为剧烈

2019 年整体呈现弱厄尔尼诺现象, 并且在上半年得以体现, 东南亚部分地区包括中国云南、泰国、老挝等国家和地区出现不同程度的干旱。从 ANRPC 公布今年前三个月产量来看, 供应增速也确实呈现下滑。但橡胶季节性来看一般在下半年 6-8 月及 11-12 月为高产期, 上半年对于供应影响较为有限。目前厄尔尼诺没有进一步加剧的态势, 但参考 2016 年下半年因泰国暴雨发生洪水导致胶价暴涨, 若下半年天气继续恶化, 对胶价的影响或更为剧烈。

图表 10: 厄尔尼诺与天胶产量增速关系



资料来源: Wind, Bloomberg, 金瑞期货

三、下游需求增长缺乏亮点

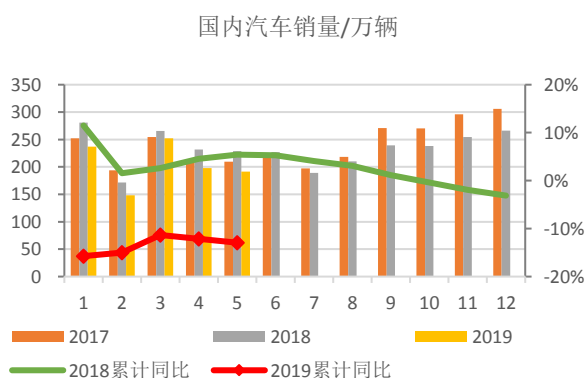
3.1 汽车行业下行周期 短期难复苏

汽车行业具有极强的周期性,在经济下行周期消费者倾向减少大额消费支出而推迟购买。今年以来汽车销售同比持续负数,2-3月份销售降幅小幅回升,但二季度销售降幅再次扩大,同比继续维持两位数的负增长。

今年下半年国内汽车面临国五国六标准切换,令不少消费者选择推迟购买,希望在新排放标准实施后获得更大折扣。对于车厂和经销商而言,原本前面因销售不佳库存积压国五车型,期望在国五国六切换前积极去库存。这意味着,在国五车型去库不到一定程度前,并不会加大国六车型生产来挤压国五的市场,否则国五车型就会非常难以去化,因此我们观察到汽车生产比销售的降幅更大,全行业进入到主动去库存阶段。

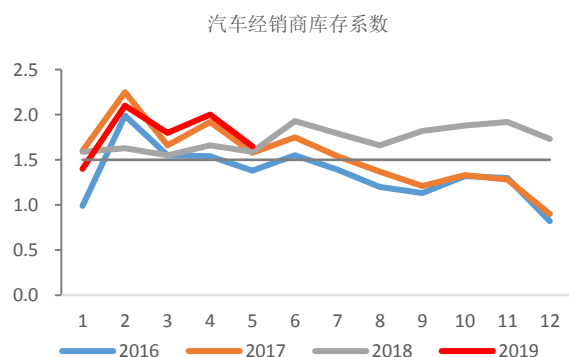
主动去库存意味着短期即使有销售上的好转,汽车厂商短期也不会立刻加大生产,对于轮胎配套市场而言,短期复苏的可能性也就不大。

图表 11: 汽车销量持续低迷



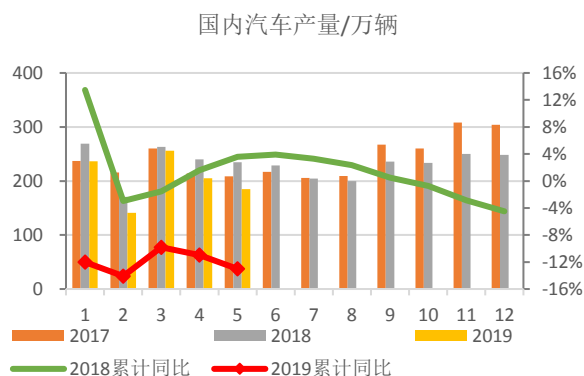
资料来源: wind, 金瑞期货

图表 12: 库存维持在警戒线之上



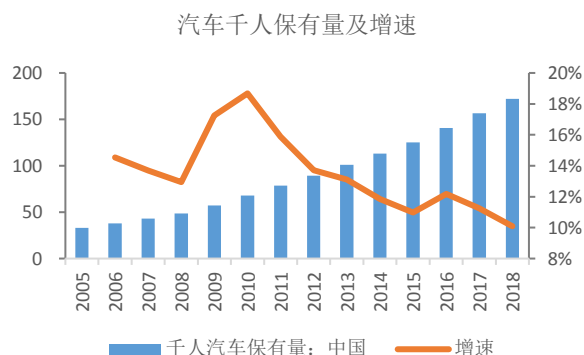
资料来源: wind, 金瑞期货

图表 13: 主动去库存汽车产量增速下滑



资料来源: wind, 金瑞期货

图表 14: 国内汽车保有量



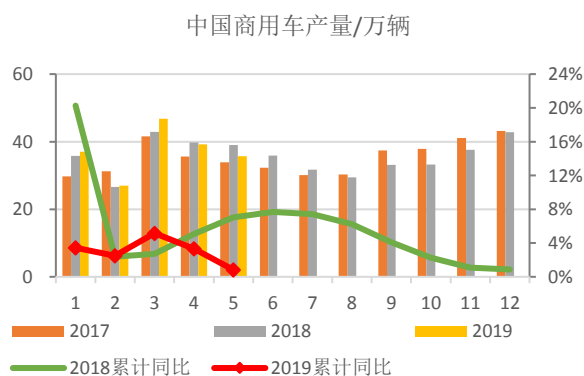
资料来源: wind, 金瑞期货

替换胎市场是轮胎需求增长点。大部分车辆的使用年限在 10~15 年,不同类型的车辆替换周期不同,中型载重卡车的替换周期最短仅 0.7 年,轿车的替换周期较长平均为 3.3 年,大部分车辆投入使用 2 年后,开始进入替换周期。随着国内汽车保有量逐年增长,对橡胶需求将逐年增加。

3.2 重卡独木难支撑需求

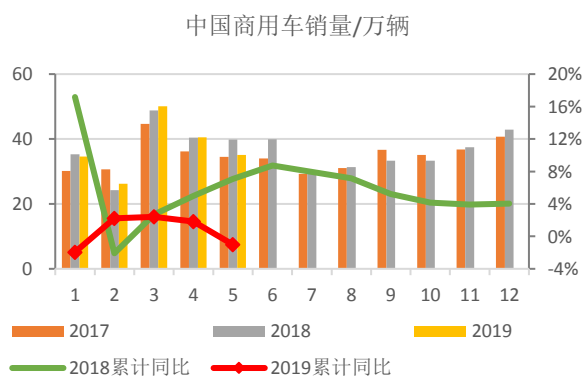
在汽车市场内,商用车市场销售情况要好于乘用车,在经历今年一季度反弹后,二季度也呈现回落,5 月份商用车销售增速出现负值,反映出商用车市场增长乏力。而同样受国五国六排放标准切换窗口期,车企主动去库存状态下短期内商用车产量出现复苏的可能性也相对较小。

图表 15: 国内商用车产量



资料来源: wind, 金瑞期货

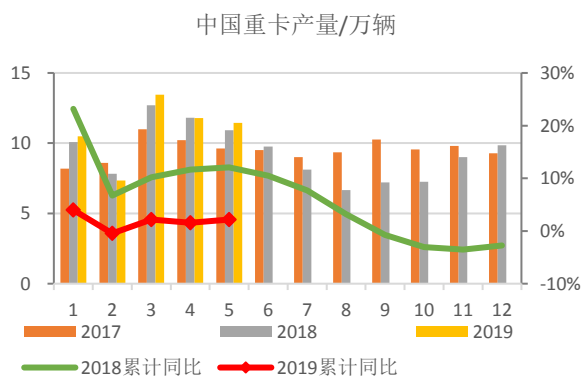
图表 16: 国内商用车销量



资料来源: wind, 金瑞期货

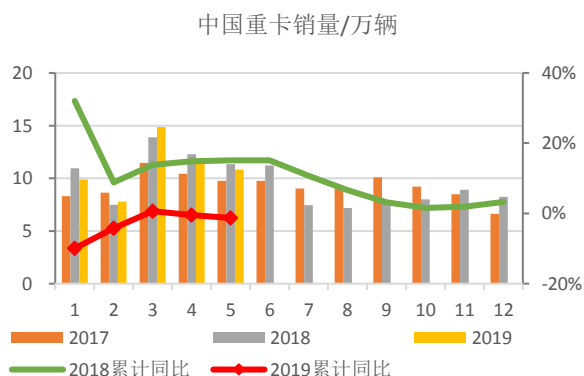
从配套胎市场上看,目前国内重卡销量与乘用车比例是 1:16,但重卡轮胎耗胶量约是普通汽车的 11 倍,两者综合来看,重卡配套的耗胶量为乘用车耗胶的 0.7 倍。重卡市场变化对于天胶需求增长密切。重卡在经历 2017-2018 年高速增长后逐渐回落,2019 年前 5 个月产销分别为 54.53 万辆和 55.25 万辆,累计同比分别为 2.2%和-1.3%。

图表 17: 国内重卡产量



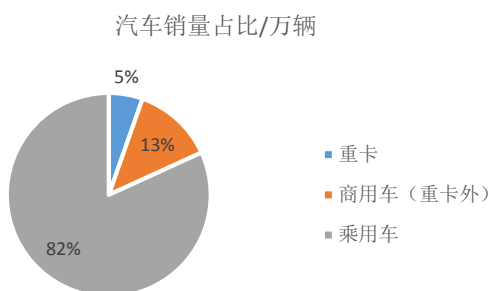
资料来源: wind, 金瑞期货

图表 18: 国内重卡销量



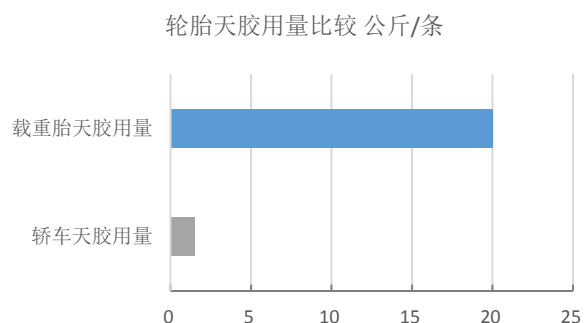
资料来源: wind, 金瑞期货

图表 19: 国内重卡销量约是乘用车的 16 倍



资料来源: wind, 金瑞期货

图表 20: 国内重卡单位耗胶量是轿车 11 倍

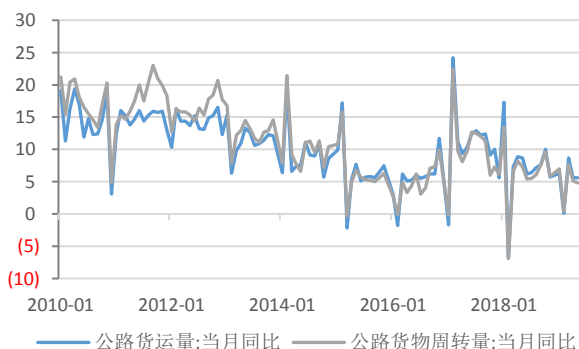


资料来源: wind, 金瑞期货

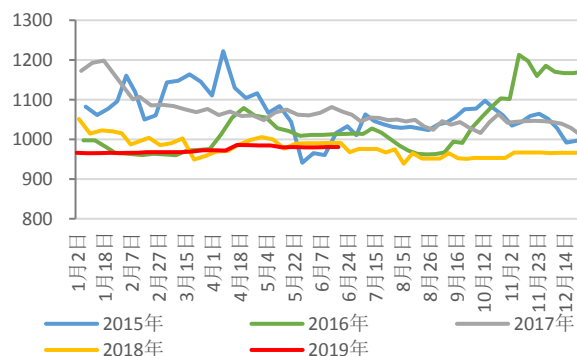
重卡主要用于载重运输。从公路货运数据来看, 相比前几年总体增速是下行的, 今年 5 月份公路货运量和货物周转量增速均回落至 5% 附近。2018 年 6 月底国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》明确提出, 优化调整货物运输结构, 大幅提升铁路货运比例, 旨在通过 3 年 (2018-2020 年) 努力, 大幅减少大气污染、改善环境空气质量。“公转铁”政策的执行, 对与汽运以及替换胎需求增长形成一定抑制。

图表 21: 中国公路货运量及货物周转量增速

图表 22: 中国公路物流运价低迷



资料来源: wind, 金瑞期货



资料来源: wind, 金瑞期货

从公路物流运费这块看,今年公路物流运价未有明显好转。公路运输作为大宗商品等原材料运输的主要途径之一,基建和房地产投资变化对其影响明显。

今年以来基建投资增速持续低迷,5月份基建投资(不含电力)累计增速仅为4%。中央重提“六稳”强调建筑业对就业拉动作用,在经济下行压力下继续基建托底。6月《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,明确允许地方专项债作为项目资本金,同时重大基建项目审批明显加快,但中国本身基建投资的基数已经很大,即使基建投资增速后续有所反弹,也未能如2017年以前维持较高的增速。

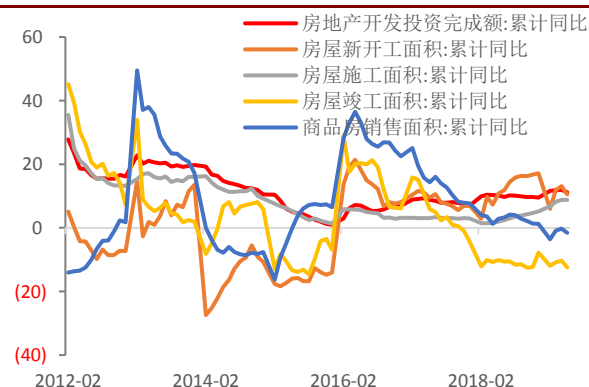
地产投资上看,前期新开工面积增长或传递至施工增速逐渐企稳,但地产销售降温将逐渐对房地产施工竣工形成抑制。今年棚改计划几乎削减一半,对下半年地产投资增速压力逐渐显现。随着棚改政策转向,货币化安置比例下降,意味着销售降温,尤其是对三四线城市的商品房销售影响更大,进而对整体地产投资造成一定影响。预计下半年地产投资增速有所回落。

图表 23: 国内基础设施建设投资累计同比下滑



资料来源: wind, 金瑞期货

图表 24: 房地产投资增速预计回落

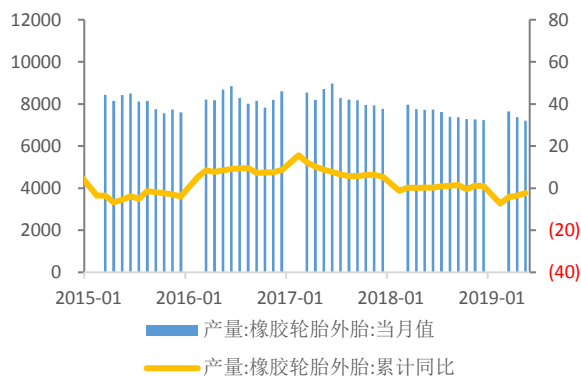


资料来源: wind, 金瑞期货

3.3 轮胎需求增长有限

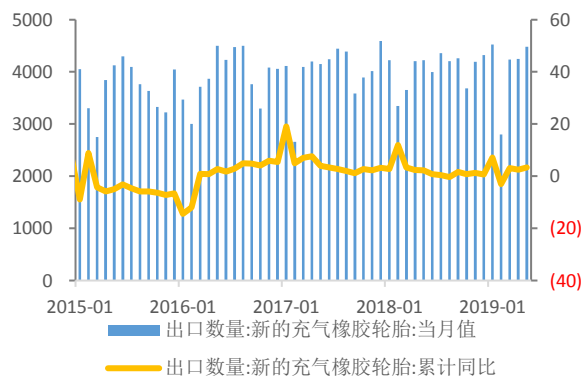
受1-5月汽车产量同比回落以及公路运输放缓影响,轮胎配套市场和替换市场均表现不佳。今年1-5国内橡胶轮胎外胎产量同比呈现负增长。下半年预计在国家基建加码和地产施工面积回升,或将刺激轮胎替换市场增长。但汽车配套胎市场未有亮点,总体看轮胎需求增长仍相对有限。

图表 25: 轮胎产量及同比增速



资料来源: wind, 金瑞期货

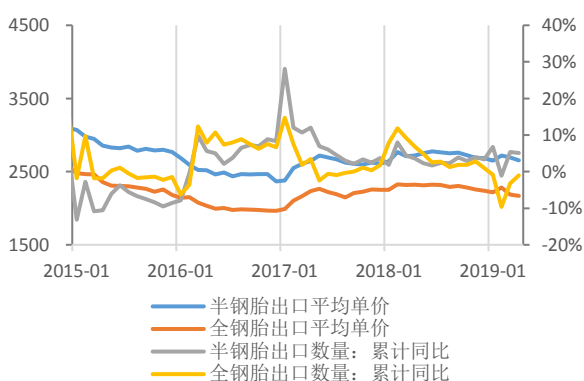
图表 26: 橡胶轮胎出口



资料来源: wind, 金瑞期货

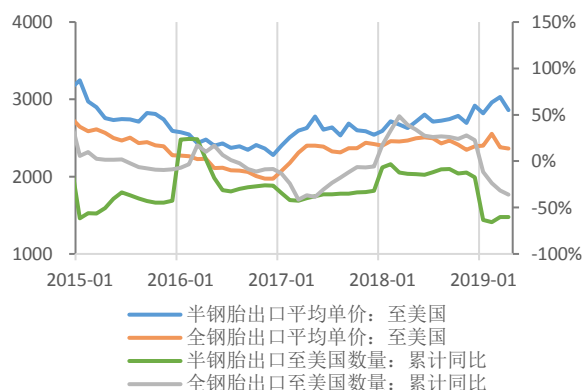
全球贸易摩擦中长期看对国内轮胎出口表现利空,今年1-4月中国出口国外全钢胎和半钢胎增速分别为-1.1%和5.1%,其中输美全钢胎和半钢胎增速分别为-60%和-36%,总体钢胎出口略有增长,境外其他国家的轮胎消费表现尚可。

图表 27: 半/全钢胎出口表现



资料来源: wind, 金瑞期货

图表 28: 半/全钢胎出口至美国表现

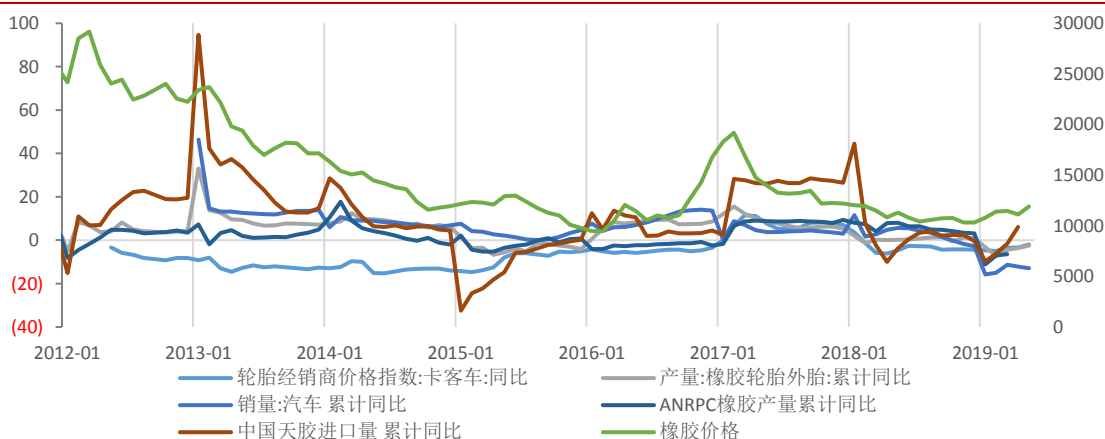


资料来源: wind, 金瑞期货

四、总结

从供应周期角度看,橡胶的潜在产能仍然充裕,除非出现极端天气情况导致产量大幅减少,否则难以在供应上找到价格向上的逻辑。橡胶树产胶释放主要集中在下半年,上半年虽有弱厄尔尼诺现象干扰供应,但对全年供应并不大,仍可以通过橡胶库存弥补。下半年若天气进一步影响或造成对供应更大的干扰。总体供应端基本面对胶价偏空。而需求上,国内汽车消费下行周期,叠加汽车排放标准更换抑制消费,短期较难看到扭转。重卡需求在“公转铁”政策下对汽运的结构性需求相对减少,下半年看基建和地产施工有所反弹或拉动部分货运需求,但总体刺激有限。同时中美贸易摩擦等宏观不确定因素也干扰轮胎出口。回看2016年橡胶上涨行情,除了当年泰国洪灾造成供应减少,国内汽车及重卡需求爆发也是重要因素。在下半年需求偏弱背景下,胶价更多在底部继续区间震荡前行。

图表 29: 胶价上涨需要供需共振



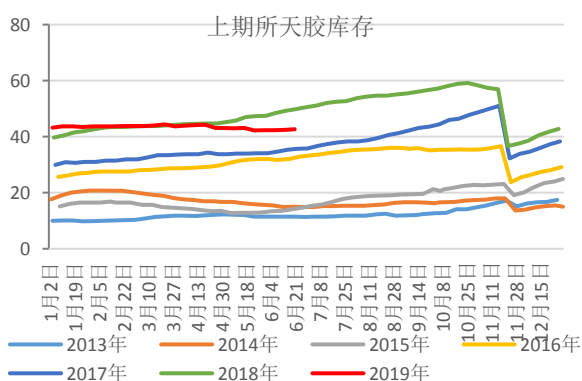
资料来源: wind, 金瑞期货

五、交易关注

5.1 沪胶 9-1 价差仍可能有扩大

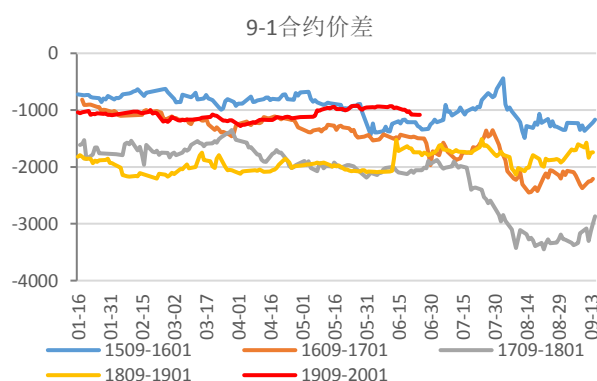
上半年在 20 号胶预计上市和国内新胶产量偏少下, 沪胶 9-1 合约价差较往年呈现收窄, 基本在 1000-1200 元之间波动, 偏低运行。若下半年橡胶季节性供应的释放, 叠加需求偏弱, 9-1 价差仍有可能呈现扩大趋势, 即新胶产量增加, 库存增加使得 09 合约再次面临压力, 从而 9-1 合约继续扩大。若 20 号标胶上市, 则 01 合约无法维持高升水状态, 但对应目前价差估值下风险相对有限。

图表 30: 上期所库存变化



资料来源: wind, 金瑞期货

图表 31: 9-1 价差趋势



资料来源: wind, 金瑞期货

六、策略及保值建议

对于胶价而言, 产能释放周期下面临弱需求增速, 胶价仍在底部震荡运行。在目前沪胶合约制度下, 期限结构性套利机会仍然存在。下半年面临在弱消费下供应的不确定性, 关注库存去库程度。预计下半年沪胶主力核心波动区间 10500-12500 元/吨。

操作建议：区间操作。

保值建议：

加工、贸易：注意期现价差变化，选择合适价差卖出 09 合约套保，或基差走弱后移仓 01 合约。

下游：按需买入为主，基差走强后可选择移仓 01 合约。

表格 1 中国天胶平衡表

国内	2017 年	2018 年	2019Q1	2019Q2	2019Q3e	2019Q4e	2019e
产量	79.8	83.7	1.8	22.7	29.1	29.0	82.6
天胶净进口	543.5	536.2	120.6	136.7	133.4	145.7	536.4
消费	538.6	567.0	132.8	148.9	151.8	156.6	590.1
平衡	84.67	52.9	-10.3	10.5	10.7	18.1	28.9

资料来源：金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900