

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

低价格与宽松供需博弈，驻底之路继续

产业投研部

赵洪虎

首席分析师

投资咨询证号：Z0012132

李冻玲

橡胶分析师

期货从业资格号：F3038311

一德产业投研部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区万通中心 8 层
802-804

■ 内容摘要

4 季度为天胶供应旺季，前 3 季度全球供需存在缺口，而在 4 季度供应过剩。国内进口增大，但受期现价差难以拉大影响，进口量同比减少，而自越南进口的 3L 今年增量明显，而下游消费方面整体偏空，因而库存应会再度增加。供需以及期现套的压力和绝对低位提供的支撑双向制约，4 季度价格宽幅震荡，运行区间 11000-13000，可在区间内进行高抛低吸操作。

■ 核心观点

- 今年胶价低位，割胶积极性低且天气影响导致全球产量较预期下滑，但 4 季度为传统割胶旺季，泰国天气正常，供应增加，我国进口也会有所增加。
- 国内下游消费不佳，配套胎受汽车产销下滑拖拽，而替换胎方面也因环保限产等影响导致货源不佳，替换需求差，出口方面受贸易战以及国内出口政策刺激，整体表现中性偏空。但制品应用方面今年表现良好，未来关注制品增量对于供需结构的影响。
- 库存方面近期保税区以及区外均出现小幅下降，但整体仍处于高位，库存下降仅为季节性错配，4 季度进口的增加预计将使得库存再次累积。
- 4 季度行情表现为宽幅震荡，绝对价格低位提供支撑，抄底氛围仍在，但是供需压力以及期现套利的介入使得上方压力明显，整体运行区间 11000-13000，库存累积之后空头思路对待。鱼尾行情中中期现套利需灵活操作，且需要警惕期货行情大幅变化带来的保证金风险。

目 录

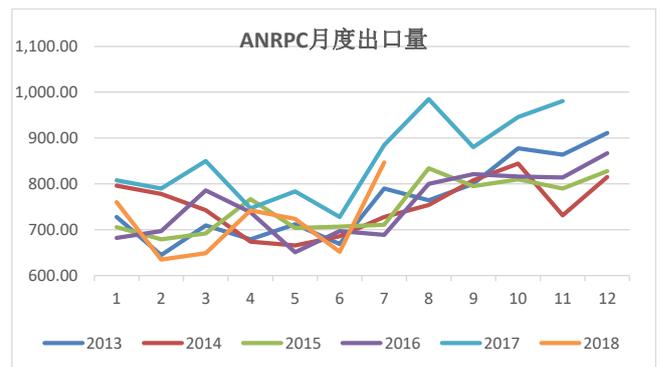
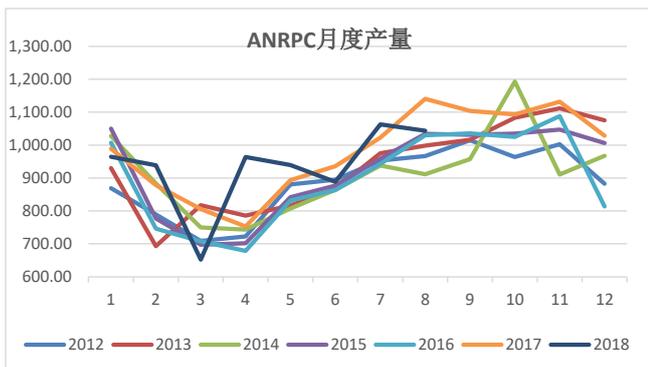
1. 4 季度供应整体宽松	3
1.1 上半年供应趋紧，4 季度有望宽松	3
1.2 国内供应紧张，全年产量有望下调	3
1.3 4 季度进口季节性高位，同比或有下滑	4
2. 终端需求持续弱势	5
2.1 轮胎产销难言乐观	5
2.2 重卡销量下降，汽车产销不佳	6
2.3 替换市场需求差	7
2.4 贸易战负面影响，国内政策刺激出口	8
2.5 天胶合成价格倒挂成常态，3L 大量进口	8
2.6 制品行业发展迅速	9
3. 库存近期下降，后期或再增加	9
3.1 青岛保税区库存低位，4 季度有望回升	9
3.2 上期所仓单稳定增长	10
4. 下半年行情走势及操作指导	10
4.1 单边宽幅震荡，波段操作注意库存变化	10
4.2 期现套利收益小，灵活操作警惕风险	11
4.3 月间价差波动小，操作机会少	11
免责声明	13

1. 4 季度供应整体宽松

1.1 上半年供应趋紧，4 季度有望宽松

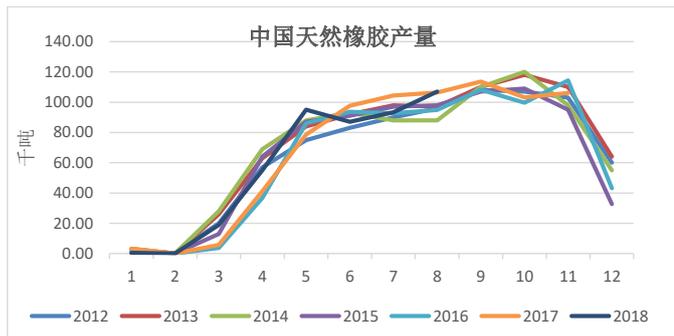
今年上半年天胶产量不及预期，加之上半年本处季节性产量低位，导致全球出现供需缺口。据 anrpc 数据，前 8 月全球产量增速 1.2% 达到 851 万吨，其中泰国、印尼以及我国增长 5.4%、5.8% 以及 4.5%，而受大雨、洪水等天气影响，印度、马来西亚、越南、斯里兰卡等国下降幅度较大。而与此相对应的则是消费的稳定增长，1-8 月全球天胶消费量同比增长 5.5% 至 943.2 万吨。因而整体来看，上半年出现供需缺口，是一个季节性去库存的过程。

4 季度来看，泰国、越南处高产期，我国目前也处于高产期，12 月份逐渐停割，全球产量将会在四季度达到高峰，导致全年的供需缺口减少。



1.2 国内供应紧张，全年产量有望下调

国内方面，今年产出表现不佳，1-8 月产量合计 45.7 万吨，同比增长 5%，但从季节性来看，在开割初期的 3-5 月产量增速大，彼时风调雨顺，而在后几个月，价格低位以及天气等影响使得产量出现负增长。云南地区来看，一来国内价格的低位导致割胶积极性低，胶水价格在 8.5-11.5 元/千克，对于自有胶林的胶农来说收入尚可，但对于雇工模式来说，胶农和园主收入均偏低，产出受到一定影响。天气的影响也导致产出下降，今年云南地区降雨量大，导致胶水产出不及同期，此外，胶水与胶团的价差小，原料流入胶团较多。海南影响更大，一来海南地区割胶成本高，原料收购价格在 10.5-12.5 元/kg，雇工困难，二来环保限产导致部分企业停工。目前我国正处高产期，12 月开始从云南到海南逐步停割，因而四季度国内产量有增加预期，但全年产量或有下降。

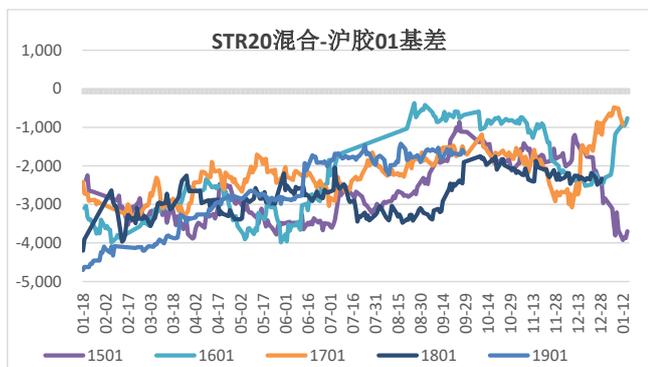
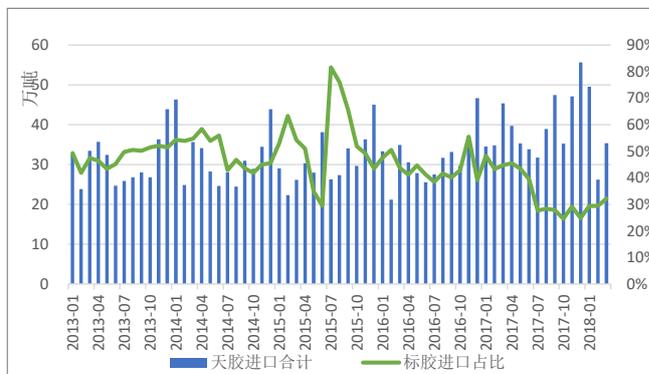
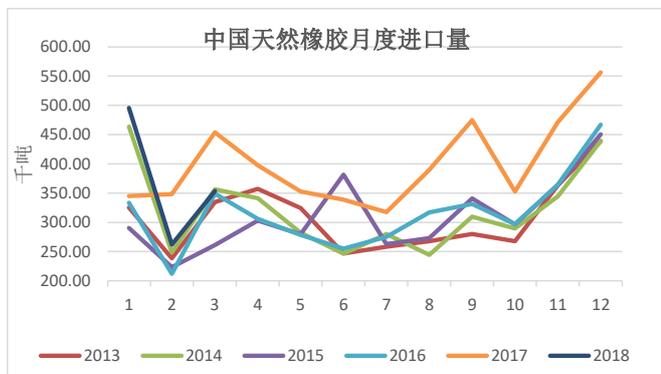


1.3 进口季节性高位，同比或有下滑

在下游消费平稳的情况下，天然橡胶进口的主要内在驱动力为套利需求，因而期现价差的强弱是决定国内进口的主要原因。而从供应端驱动来看，我国的主要进口来源国为泰国，因而泰国的产量和出口至关重要。今年1-8月我国天然橡胶累计进口总量为451.4万吨，同比增长1.5%，分品种看，混合胶增加，而标胶和烟片减少。

今年天胶进口增速缓慢，其主要原因在于国内套利需求减少，尤其6月份以后，受20#标胶上市预期的影响，沪胶远月升水提前收窄，此后期现价差在1500-2200区间震荡，期现套利的参与积极性较低。从季节性上来看，四季度往往为进口的高峰期，从数据上泰国的出口量与我国进口量有非常强的正相关性，一般领先我国进口1个月左右时间，因此在泰国产量旺季时我国进口量也会增大。

整体，四季度我国进口环比将有较大幅度的提高，但是由于期现套利的驱动较弱，同比增速预计较小，预计在1-3%。



(千吨)	产量	进口量	消费	供需差	进口同比	产量同比	消费同比	产量累计同比	进口累计同比	消费累计同比
2018年1月	0.60	555.95	450.00	106.55	0.43	(0.82)	0.28	(0.82)	0.43	0.28
2018年2月	0.00	281.90	384.00	(102.10)	(0.29)	0.00	0.03	(0.82)	0.07	0.15
2018年3月	19.00	353.60	487.00	(114.40)	(0.15)	2.28	(0.04)	1.15	(0.09)	0.07
2018年4月	55.00	365.03	475.00	(54.97)	(0.20)	0.33	0.03	0.48	(0.12)	0.06
2018年5月	95.00	455.82	474.00	76.82	0.10	0.21	0.07	0.32	(0.08)	0.06
2018年6月	87.00	409.46	482.00	14.46	0.05	(0.11)	0.10	0.13	(0.06)	0.07
2018年7月	93.40	386.04	476.00	3.44	0.05	(0.11)	0.05	0.06	(0.05)	0.06
2018年8月	107.00	460.61	474.00	93.61	0.01	0.01	(0.05)	0.05	(0.04)	0.05
2018年9月	112.40	496.11	581.79	26.73	(0.08)	0.00	0.05	0.04	(0.04)	0.05
2018年10月	107.30	412.24	458.73	60.82	0.00	0.00	0.02	0.03	(0.04)	0.05
2018年11月	114.23	552.94	505.13	162.04	0.02	0.01	0.01	0.03	(0.03)	0.04
2018年12月	38.38	699.94	517.01	221.31	0.01	0.01	0.01	0.03	(0.03)	0.04

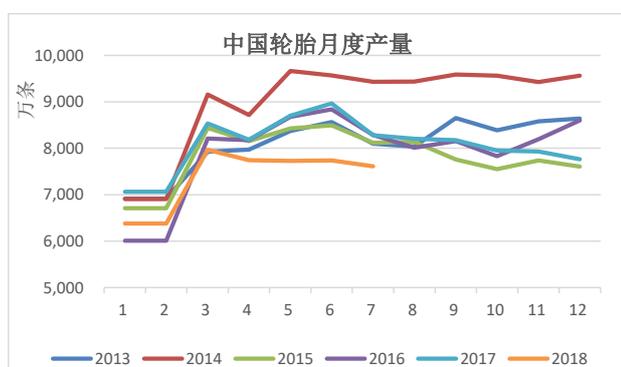
注：红色为预估值，括号为负

以上是对于4季度的供需平衡表的预测，10月供应略过剩，由于部分供应流入上期所，现货市场压力较小，而11-12月随着进口量的增大，供应压力增大，此外11月上期所老胶仓单到期注销，届时会对现货造成一定压力。

2. 终端需求持续弱势

2.1 轮胎产销难言乐观

天然橡胶消费和轮胎产量具有非常强的正向相关性，今年轮胎消费产量出现下滑，我国橡胶轮胎外胎产量累计5.8亿条，同比下降9.9%，其中全钢轮胎产量达7533.66万条，半钢轮胎产量为30134.656万条，同比下滑7.79%。就终端来看，49%左右用于出口，51%用于内销，而内销中替换更是占据3/4，因而出口和替换的表现最为重要。今年出口表现平淡，而国内替换表现不佳，导致了轮胎产量消费的不佳。4季度来看，出口利好利空叠加，替换胎旺季较多，预计轮胎产销略好于前期。

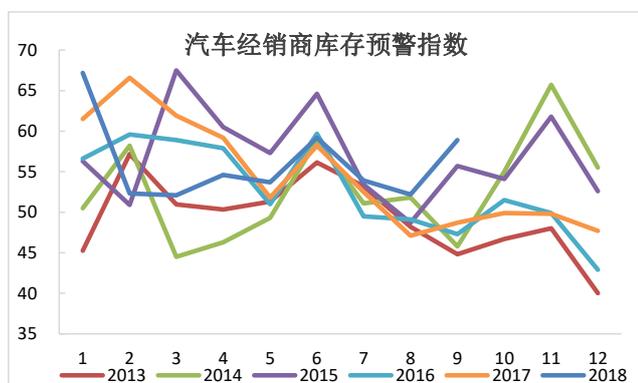
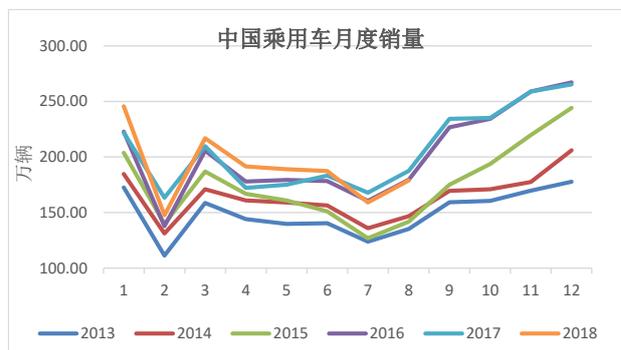
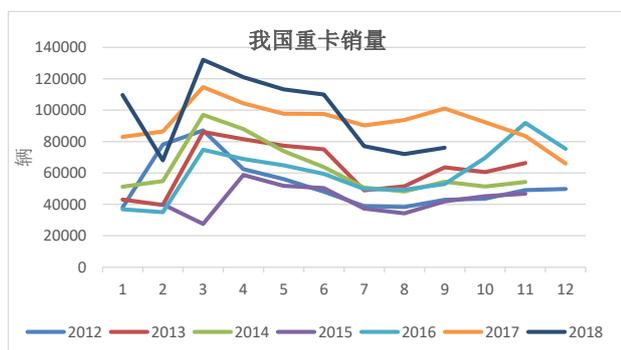


2.2 重卡销量下降，汽车产销不佳

1-9月重卡销量87.9万辆，累计增长1.2%，其中上半年表现亮眼，主要源于地产开工拉动工程车销量大增，而6月以后销量大幅下降，传统的金九银十也未能有所提升。一是重卡行业库存偏高，对和新车市场带来压力，此外公路物流运输情况不佳，运价偏低且运量没有明显提升，购车需求弱。4季度历年销量表现平平，受春节备货影响，物流车会增加，但冬季北方地产停工会导致工程车的需求下降。

长期需求看，重卡的替换周期约5-7年，国三车尚未达到替换周期，但2018年6月25日交通部提出大力淘汰老旧车辆，到2020年底京津冀及周边地区淘汰国三车及以下营运中重柴油货车100万辆以上，将会刺激未来2年的重卡替换需求。

乘用车产销方面，1-8月累计销量179万量，同比增长2.4%，今年整体车市表现平平，没有了利好政策的我国车市在经济运行欠佳的情况下，总体平稳运行。但需要看到的是，目前汽车销售中的潜在隐患，经销商库存系数的高位。9月汽车经销商库存预警指数为58.9%，环比上升6.7%，同比更是高10.2%，2018年以来一直超过警戒线水平。年底企业为完成年度销售数据进行促销，而终端消费难有大幅改善，经销商的库存压力更大。但从季节性来看，4季度往往是购车的高峰，会带来销量的大幅增长。综合评估4季度销量同比会有下滑，且经销商库存高位，会对明年的销售带来一定压力。

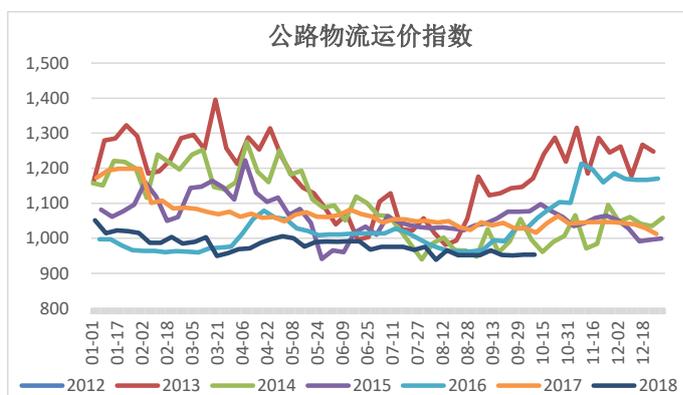
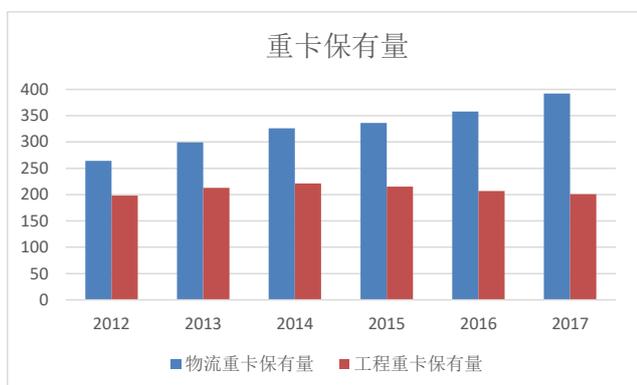


2.3 替换市场需求差

今年我国替换胎需求不佳，也是导致轮胎总产量下降的主要原因，而替换需求的不佳，一方面来自于重卡保有量的增大，但主要原因则是货源下降带来的车辆出勤率的下降。2016年以后重卡销量大增，16-17年销量182万辆，使得总保有量达到600万辆左右。

国内由于限产等导致货源减少，单车出勤下降，表现在公路货运量增速的下降以及物流运价指数的低位。从图中可以看出，今年的公路物流运价指数一直处于1000以下，从实际市场反馈来看也表现在重卡司机生意少，价格难涨。此外，公路货运量直接决定了替换需求，对轮胎产量具有很强的正向相关性，且一般公路货运量增速高于轮胎产量的增速。今年公路货物周转量以及公路货运量增速一直持稳并保持在低位，而铁路运输的增长量的增速则有较高的提升。近期国务院印发《推进运输结构调整三年计划（2018-2020）》，要求推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，到2020年要求铁路货运较2017年增加11亿吨、水路货运增加5亿吨，沿海港口公路货运减少4.4亿吨的目标。2017年公路货运368亿吨，4.4亿吨的减量虽然较少，但不升反降，考虑到重卡保有量的增长，替换需求势必会再度下降。

4季度来看，冬季趋于严格的环保限产势必会导致货源的再度紧缩，但春节前的采购会导致货源增加，因而整体评价来看货源表现偏弱，替换需求难有好转。

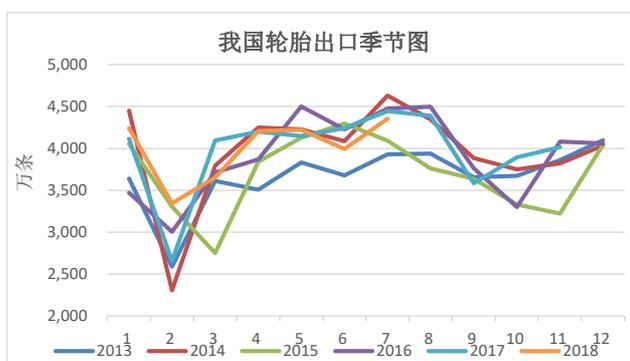


2.4 贸易战负面影响，国内政策刺激出口

今年上半年轮胎出口量 3.22 亿条，较去年微降 0.2%。美国是我国最重要的轮胎出口市场，2017 年我国子午线轮胎出口美国占总额的 8.11%，卡客车更是占据 16.38% 的比重，因而今年爆发的中美贸易争端影响巨大。美国将对产自中国的 2000 亿产品加征 10% 关税，于 9 月 24 日实施，2019 年 1 月 1 日起税率将提高到 25%。此前由于对贸易战的担忧，国内部分轮胎企业以及国外的轮胎贸易商选择提前加大订单量，而在 4 季度，关税的加征以及此前提前透支的订单量都会对出口有所影响。

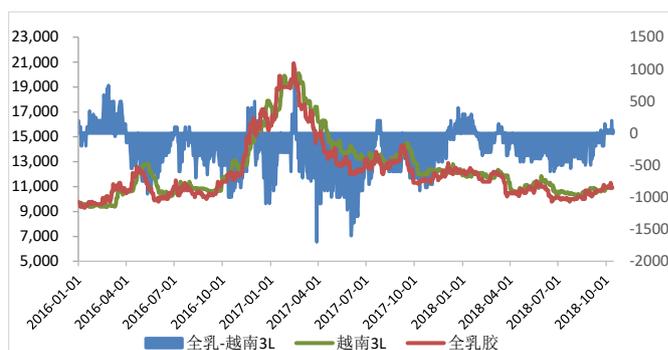
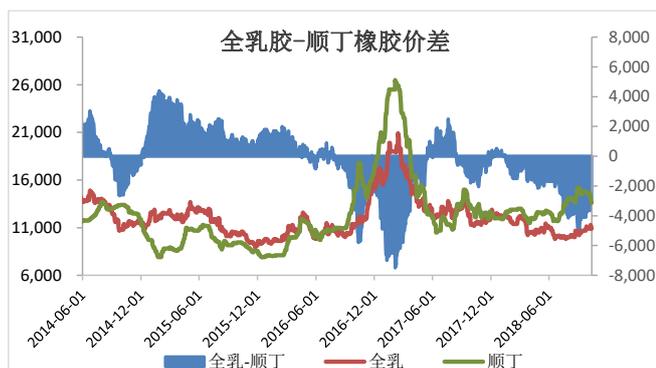
为了刺激国内出口，我国出口退税政策有所调整，从今年 11 月 1 日起，将现行货物出口退税率提高，其中轮胎的出口退税率为 9% 提高到 10%，该政策将增加出口利润增加 1%，对出口将有所刺激。此外，人民币的不断贬值也有利于出口的增加。

从季节性来看，4 季度往往为国际市场需求淡季，出口数据不佳，叠加贸易战的负面影响以及国内的政策刺激，4 季度表现中性，和去年同期相比预计持平或者微降。



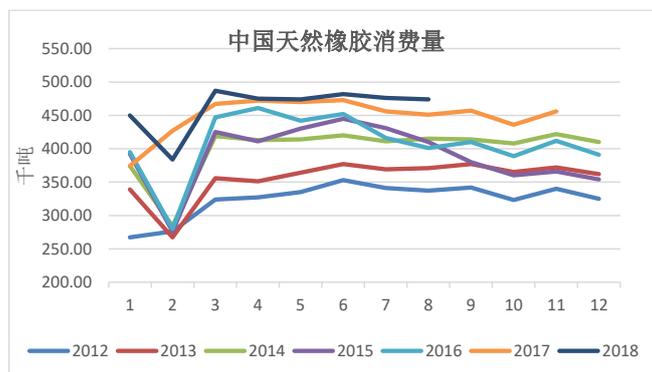
2.5 天胶合成价格倒挂成常态，3L 大量进口

天然胶与合成胶的替代已经成为常态，在制品中的使用替代有 90% 左右，在轮胎中的替代有 10% 左右，全年替代 50 万吨左右，今年或许更多。在制品的使用中，越南 3L 和全乳胶可以完全替代，而从去年开始，越南 3L 的进口量大大增加，且二者价差不断缩小，多在 500 以内，且近期随着 3L 的供应的增大，全乳胶升水 3L，4 季度将更不利于全乳胶的使用。



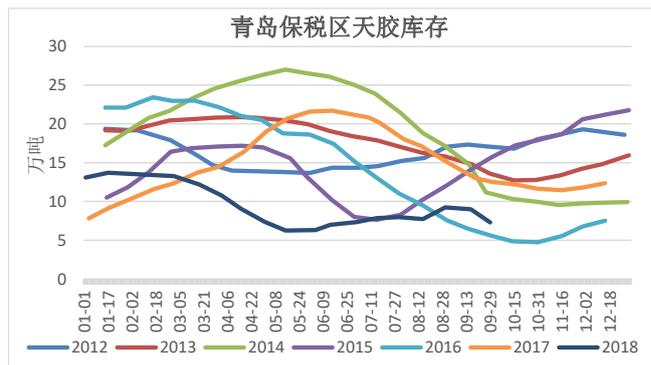
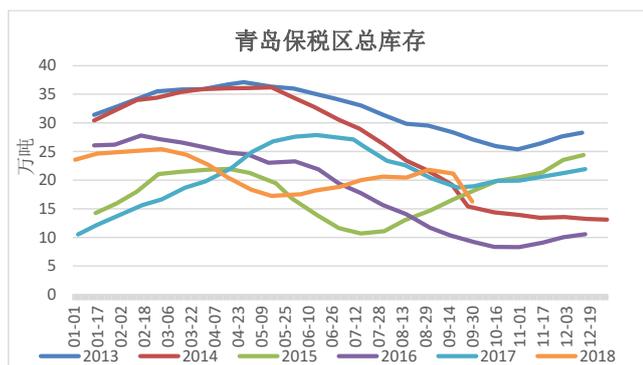
2.6 制品行业发展迅速

一直以来天胶的应用研究主要集中在轮胎行业，但由于轮胎行业发展和经济息息相关，目前发展已经进入到平稳阶段，难以出现大幅增量。而在制品行业的应用拥有广阔前景，未来一段时间在建筑减震材料或会得到大力应用。目前全球天胶供需结构已接近平衡，未来制品行业的增量或许是供需结构转变的关键。就我国来看，轮胎在天胶消费中的占比在 78%，在制品中占比约 22%，但由于汽车行业发展趋于稳定，且替换胎需求不佳导致轮胎产量出现下滑，对于天胶的消费量也有一定的拖拽，据 anrpc 数据，国内消费量累计增长 3%，其增长主要源于制品方面应用的增长。1-9 月制品的天胶消耗量增速在 10%以上，乳胶制品的天胶消费增速也在 5%左右，因而长期来看该方面不可忽略。



3. 库存近期下降，后期或再增加

3.1 青岛保税区库存低位，4 季度有望回升

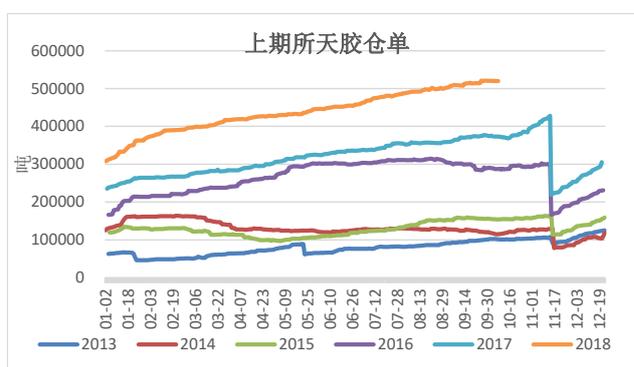
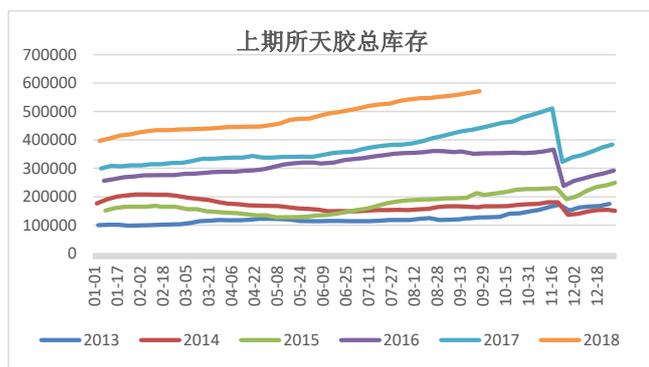


保税区内美金胶主要包括天然橡胶，合成橡胶（主要是混合胶）以及复合胶（目前已经非常少），今年以来保税区库存一直处于低位，自 5 月以来变化不大。近期由于保税区的重新划分，部分库存统计未完成，统计数据大幅下跌 23%，总库存 16.2 万吨，但实际库存预计持稳或小幅下降。就 4 季度来看，国内进口的季节性增长预期带来保税区库存的回升，但预计幅度不大，美金库存压力小。

3.2 上期所仓单稳定增长

上期所仓单处于持续高位，但增速较慢，国内新胶产量受限，9月底上期所总库存57.2万吨左右，比去年同期高29%，仓单量52万吨左右，比去年同期高38.6%。其中30万吨左右的仓单将在11月底集中注销，10万吨左右的烟片将在明年1月到期。此前由于绝对价格低位，从盘面接货意愿强，且有部分仓单直接注销持有现货，因而到11月现有的仓单应难对盘面造成太大压力。

就4季度仓单来看，一方面我国今年产量不佳，此外今年沪胶一直未能大幅拉涨，烟片套利窗口未打开，所以整体来看仓单入库和注册速度较去年缓慢，可以预见明年仓单压力应会有所减少。



4. 下半年行情走势及操作指导

4.1 单边宽幅震荡，波段操作注意库存变化

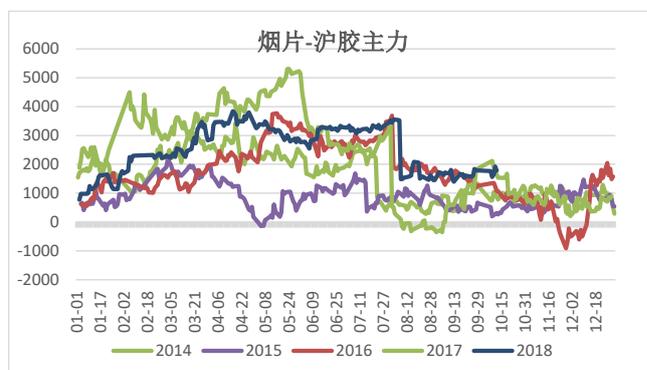
相对于1809合约交割前，沪胶盘面压力有所缓解，此外9月以后显性库存有所下降，因而主力重心有所抬升，目前1901的运行区间为12000-13000，在4季度，预计10月底前供需压力较小，库存持续小幅下降或持平，而再无新的消息面利空情况下，主力下破12000可能性较小，可背靠12000逢低短多，但套利空对于期货价格的压制仍不可忽略，因此上方空间有限，在13000左右。而在11月份以后，由于1811合约临近交割，虽然盘面接货意愿已经较强，但会对价格有所制约，操作需谨慎，12月预计供需压力有所增大，解释可保持逢高抛空，主力运行区间预计在11000-13000。



4.2 期现套利收益小，灵活操作警惕风险

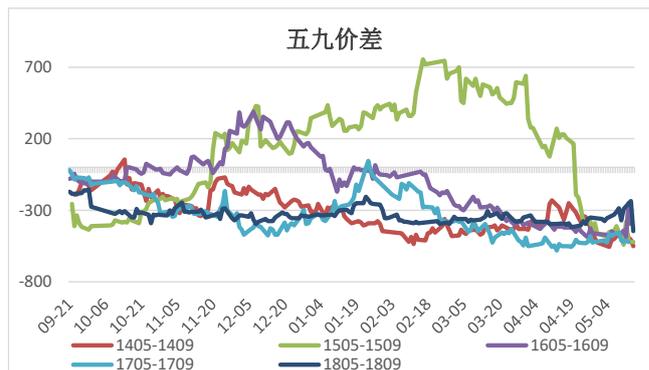
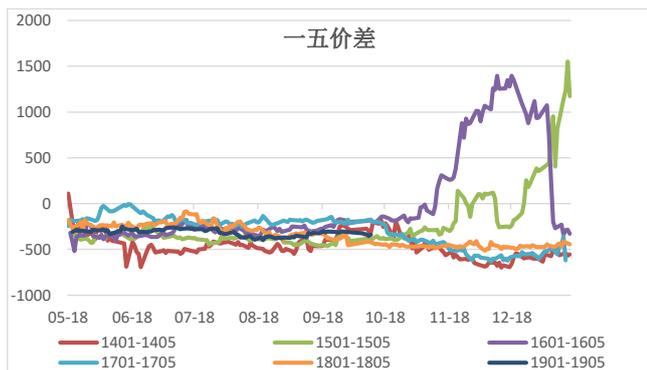
沪胶 1901 目前升水混合胶在 1500-1800 左右，现货价格抗跌性强，但短期内也难有太大拉涨，因而价格较为平稳，期货方面易受消息影响，目前表现为易涨难跌，但短期大幅拉涨又会受到套利盘制约，价格宽幅震荡，在此情形下，期现套利可以灵活操作。例如期货短期内大幅下跌可以部分平仓裸多现货，而一旦大幅拉涨可以选择再次在盘面抛出。进入鱼尾行情的期现套利需谨慎，供需结构的转变或将使得价差不回归，此外短期消息刺激导致的拉涨也有可能面临保证金风险。

此外，在现货端的选择上，近期全乳胶价格高，升水越南 3L 且与混合胶价差收窄，在现货端优先选择越南 3L 以及混合胶。此外，今年沪胶一直没有有效的上涨，烟片与沪胶的套利窗口未能打开，4 季度泰国产量增大，持续关注是否有套利窗口。



4.3 月间价差波动小，操作机会少

一五、五九合约交割标的相同，套利为标准仓单套利，一般除逼仓行情外难有大幅变化，根据持仓成本，合理价差区间大约在 250-450，超过区间范围可以考虑月间价差套利，但收益较小。



免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

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2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678