



## 熊牛转换

### 摘要

人民币方面，受到美联储加息影响人民币持续贬值，天胶属于“两头在国外”的商品，人民币贬值导致天胶进口成本上升，而贬值又提升我国轮胎出口的竞争力。

政策方面，泰国、印尼和马来西亚三国年初实行出口缩减计划，8月中旬达成新的出口削减计划。

原料方面，今年产胶国受到极端天气影响明显，原料价格大幅上涨，烟片与其他初级原料价差持续维持高位。

合成胶方面，天胶与合成胶在下游轮胎使用上有替代关系，今年天胶与合成胶的价差出现扭转，统计历史走势天胶低于合成胶的时候往往是牛市的开始。

天胶供需方面，主产国产量连续三年增速放缓，需求受终端汽车市场影响好于预期，天胶供需格局持续好转。

库存方面，保税区库存处于多年低位，上期所巨量老仓单压力解除。

价差方面，日胶进口出现套利通常是沪胶阶段性的顶部，月间价差超过交割成本时出现无风险正套机会。

天然橡胶受产胶国限制出口政策影响供应持续放缓，而需求持续回升，终端方面重卡表现亮眼，供需面持续转好。通常沪胶的价格周期在6年左右，在经历了连续多年下跌以后，我们认为沪胶底部已经明了，明年重心继续上移，预计明年沪胶运行区间在18000-26000，上半年的高点在二季度出现，全年的高点在四季度。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

周梓房 研究员

Zhouzifang@nawaa.com

0571-87839284

投资咨询从业资格号

Z0012003

## 目录

第 1 章	2016 年天胶走势回顾 .....	4
第 2 章	影响胶价的几个焦点 .....	4
2.1.	人民币贬值 .....	4
2.2.	政策支撑 .....	5
2.3.	原料价格走势 .....	6
2.4.	合成胶替代 .....	6
2.5.	天胶产量 .....	7
2.6.	保税区库存与仓单 .....	8
2.7.	终端需求 .....	10
第 3 章	沪胶价差结构 .....	11
第 4 章	后市展望及操作建议 .....	12
	南华期货分支机构 .....	13
	免责声明 .....	15

## 图表目录

图 1.1: 沪胶主力合约月线走势.....	4
图 1.2: 沪胶主力合约日线走势.....	4
图 2.1.1: 美元兑人民币汇率.....	5
图 2.3.1: 泰国天胶原材料价格走势.....	6
图 2.3.2: 烟片-胶乳价差.....	6
图 2.4.1: 轮胎中各成分占比.....	7
图 2.4.2: 天胶与合成胶价差.....	7
图 2.5.1: ANRPC 成员国天胶产量 (千吨).....	7
图 2.5.2: 主产国天胶产量.....	7
图 2.6.1: 青岛保税区橡胶库存走势.....	8
图 2.6.2: 内外盘价差.....	8
图 2.6.3: 上期所天胶库存数据.....	9
图 2.6.4: 期所天胶仓单数量.....	9
图 2.6.5: 全乳胶-沪胶主力基差.....	9
图 2.6.6: 全乳胶-3L 胶价差.....	9
图 2.7.1: 国内轮胎厂开工率.....	10
图 2.7.2: 橡胶轮胎外胎产量 (万条).....	10
图 2.7.3: 国内汽车产销量.....	11
图 2.7.4: 重卡市场月度销量.....	11
图 3.1: 日胶进口成本.....	11
图 3.2: 沪胶 1、5 价差走势.....	12
图 3.3: 沪胶 5、9 价差走势.....	12

## 第1章 2016 年天胶走势回顾

图 1.1：沪胶主力合约月线走势



图 1.2：沪胶主力合约日线走势



资料来源：博易大师 南华研究

资料来源：博易大师 南华研究

沪胶在经历了连续 5 年下跌以后今年触底反弹，主力合约年初至今涨幅接近翻倍。今年沪胶总体走势分为四个阶段，年初受到产胶国限产政策影响以及停割期时间窗口沪胶一路上涨到 4 月中旬，4 月下旬以后随着开割季的来临以及黑色系的大幅回调带动沪胶开启了一波下跌行情，三季度沪胶多空因素胶着整体震荡整理，10 月以后随着市场炒作通胀预期商品普涨，同时下游需求超预期，沪胶开启了年内最强势的上涨行情。我们三季度报告中提到“否将极，泰可期”，沪胶四季度的走势更加印证了我们的观点。

## 第2章 影响胶价的几个焦点

### 2.1. 人民币贬值

人民币今年受到美联储加息影响持续贬值，美元兑人民币汇率由年初的 6.5 跌到目前接近 7，创出近 7 年来新低。美联储去年底开启首次加息，今年 12 月加息一次，预计明年加息三次，美元进入加息周期使新兴市场货币承压。国内使用的天胶 80% 依靠进口，制品轮胎则有一半用于出口，属于典型的“两头在国外”的商品，人民币贬值导致天胶进口成本上升，同时又提升我国轮胎出口的竞争力。

图 2.1.1: 美元兑人民币汇率



资料来源: WIND 南华研究

## 2.2. 政策支撑

泰国、印尼和马来西亚三国是天然橡胶主要的供应国，其供应量分别占到全年总量的 36.4%、25.6%和 5.9%，总供应量接近全球的 70%。三国年初实行出口缩减计划，其中泰国减少 324005 吨，印尼减少 238736 吨，马来减少 52259 吨，共计 615000 吨。8 月中旬再次达成新的出口削减计划，9-12 月泰国减少 75750 吨，印尼减少 9350 吨，马来不再减产，削减总量为 85100 吨。统计最近三次产胶国出口限制政策，沪胶都出现了明显的上涨行情。

表 2.2.1: 产胶国出口限制政策

年份	项目	限产宣布日	限产实施日	高点	涨幅
2009	日期	2008 年 12 月 13 日	2009 年 1 月 1 日	2010 年 4 月 15 日	
	期货价格	9090	11455	25900	85%
2012	日期	2012 年 8 月 16 日	2012 年 10 月 1 日	2013 年 2 月 8 日	
	期货价格	21405	26350	27225	27%
2016	日期	2016 年 2 月 5 日	2016 年 3 月 1 日	2016 年 12 月 14 日	
	期货价格	10195	10355	20580	101%

资料来源: WIND 南华研究

## 2.3. 原料价格走势

今年产胶国受到极端天气影响明显,主产国泰国橡胶树死亡率达到 10%,原料价格今年大幅上涨,泰国原料胶水价格从年初跌破 30 泰铢涨到目前 65 泰铢,涨幅超过一倍。今年烟片与其他初级原料价差维持相对高位,由于烟片胶生产需耗费人工较多,且原料不能长时间保存,机械化、自动化程度远小于标胶,今年烟片供应不足,据报道泰国烟片下降幅度达到 70%。

图 2.3.1: 泰国天胶原材料价格走势

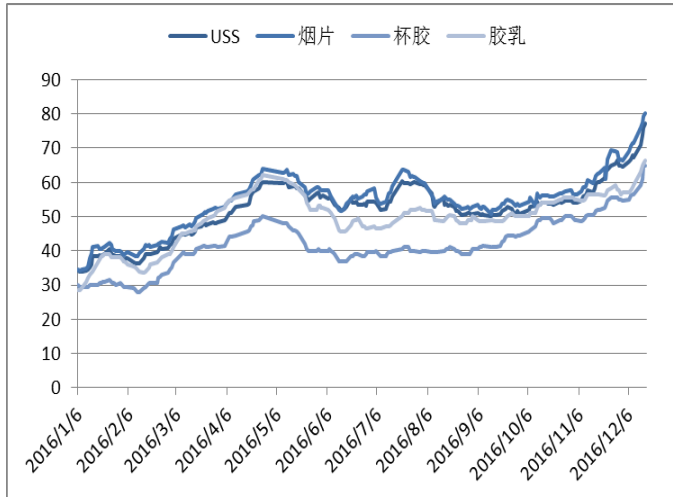
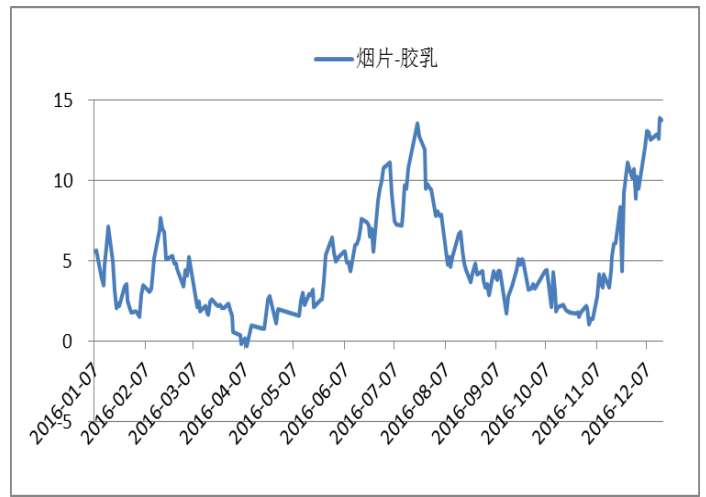


图 2.3.2: 烟片-胶乳价差



资料来源: 中国橡胶信息网 南华研究

资料来源: 中国橡胶信息网 南华研究

## 2.4. 合成胶替代

天胶与合成胶在下游轮胎使用上有替代关系,中国合成胶表观消费 650-700 万吨,体量大于天然橡胶。轮胎行业可以调整 5%-10%,天胶性能上要优于合成胶,通常情况下天胶的价格要高于合成胶,而由于今年丁二烯检修合成胶价格猛涨,天胶与合成胶的价差出现扭转,天胶价格一度贴水合成胶。今年出现两个时间段合成胶高于天胶,一次出现在二季度,丁苯较为强势,另一次出现在 8 月之后,顺丁胶相对强势,统计历史走势天胶低于合成胶的时候往往是牛市的开始。

图 2.4.1：轮胎中各成分占比

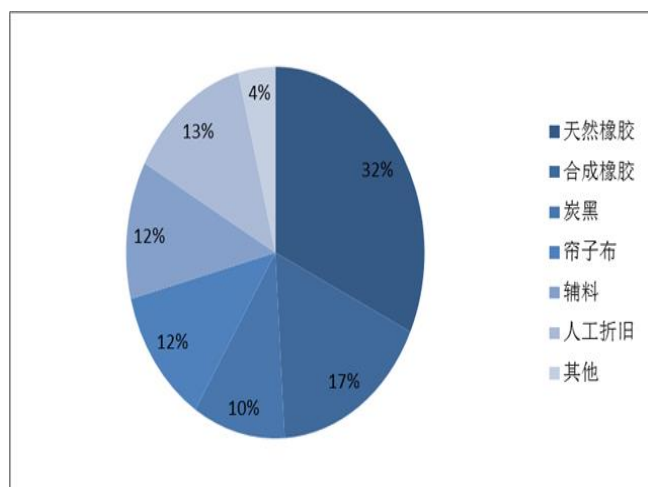


图 2.4.2：天胶与合成胶价差



资料来源：申万宏源 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

## 2.5. 天胶产量

ANRPC 最新数据显示，2016 年前 11 个月天胶产量同比增长 0.4%至 1010.6 万吨。其中泰国、越南、印度同比分别增长 1.3%、4.8%和 7.4%，中国、马来西亚则维持下滑态势，预计全年产量同比只增长 0.4%至 1108.8 万吨，天胶供应连续三年增速放缓，而消费量同比则有 4%的增长。预计全球今年天胶产量 1232.6 万吨，需求 1263 万吨，短缺 30.4 万吨，天胶供需格局持续好转。中国全年产量在 77 万吨，进口量 420 万吨，表观需求 490 万吨，对外依存度 85%左右。

图 2.5.1：ANRPC 成员国天胶产量（千吨）

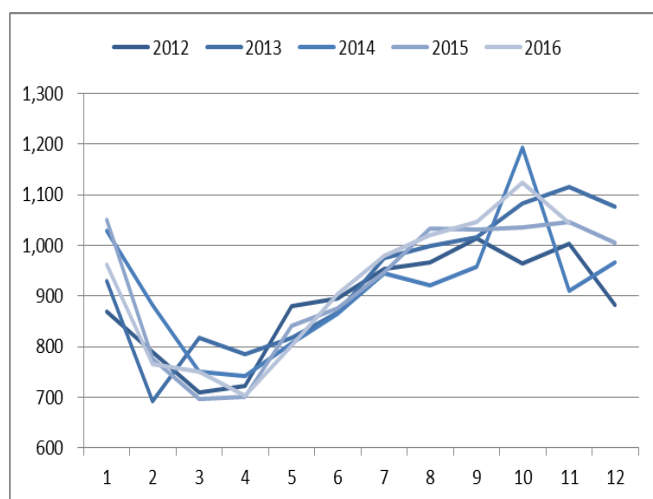
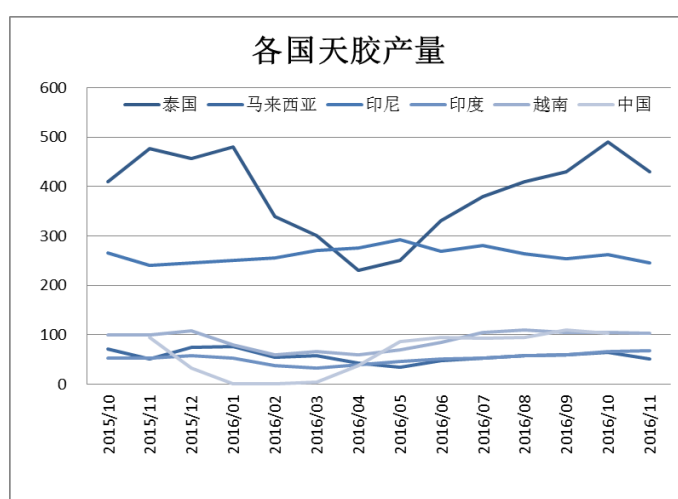


图 2.5.2：主产国天胶产量



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

表 2.5.1:全球天胶供需平衡表

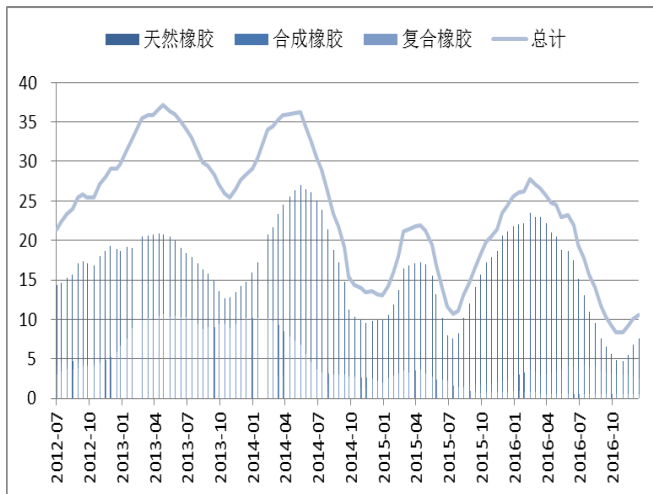
	天胶供应量	天胶消费量	过剩量
2010	10428	10806	-378
2011	11230	11009	221
2012	11602	11079	523
2013	12216	11386	830
2014	12115	12137	-22
2015	12277	12146	131
2016	12326	12630	-304

资料来源: WIND 南华研究

## 2.6. 保税区库存与仓单

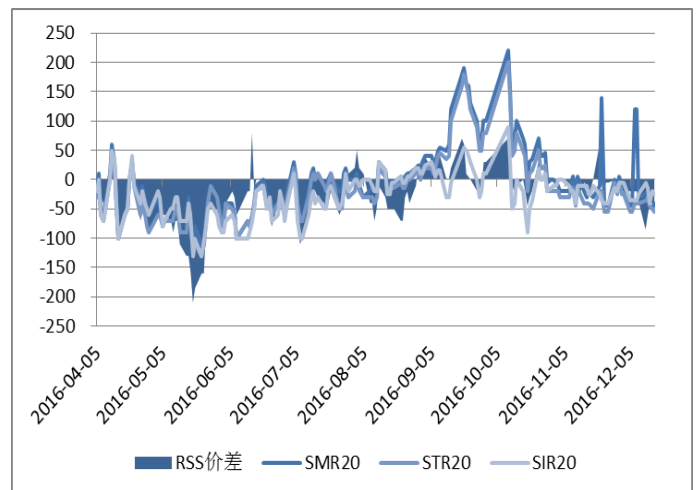
保税区库存从2月中旬开始下降,目前总库存在10.56万吨的多年低位,相对于上期所天胶库存,保税区库存直接反映下游终端需求。今年由于轮胎需求大幅增加下游工厂直接进口量增多,天胶到港报关直接进入工厂,保税区库存难以累积。由于沪胶在连续多年下跌后下游工厂普遍采取随用随买策略,今年区内库存严重不足导致现货遭到哄抢,常年进口倒挂局面今年下半年一度扭转。

图 2.6.1: 青岛保税区橡胶库存走势



资料来源: WIND 南华研究

图 2.6.2: 内外盘价差



资料来源: WIND 南华研究

今年到期的老仓单有21万多吨,这些老仓单在年底前出库,仓单压力大减。目前市场上流通的全乳胶都是老胶,新胶主要集中在云南农垦、海南橡胶等几大厂家手中,2016年预计新增可交割全乳40-45万吨,同比增加20-30%。

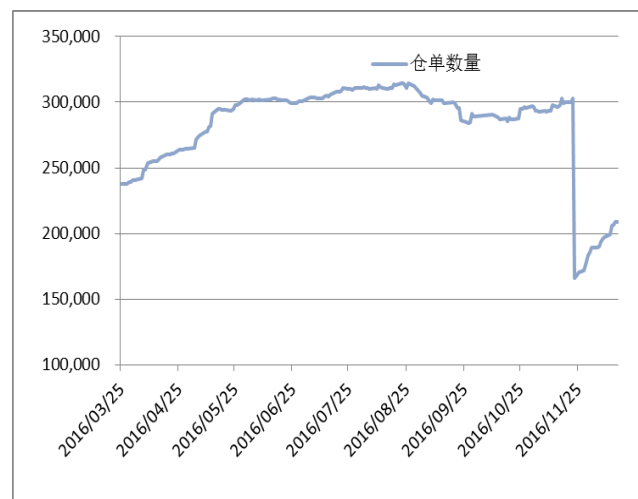


图 2.6.3：上期所天胶库存数据



资料来源：WIND 南华研究

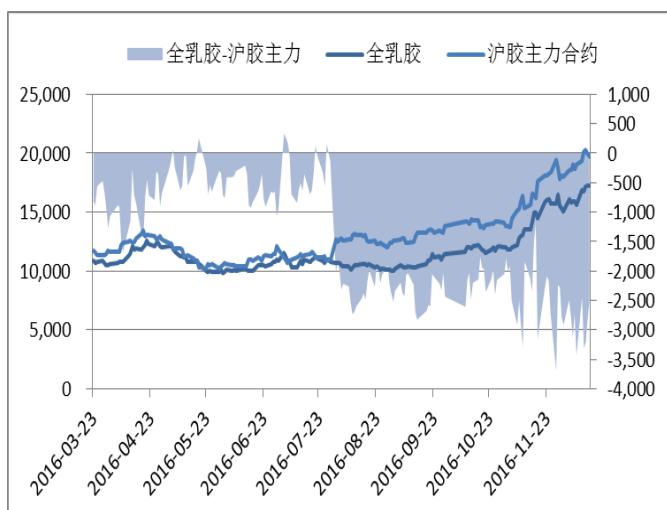
图 2.6.4：期所天胶仓单数量



资料来源：WIND 南华研究

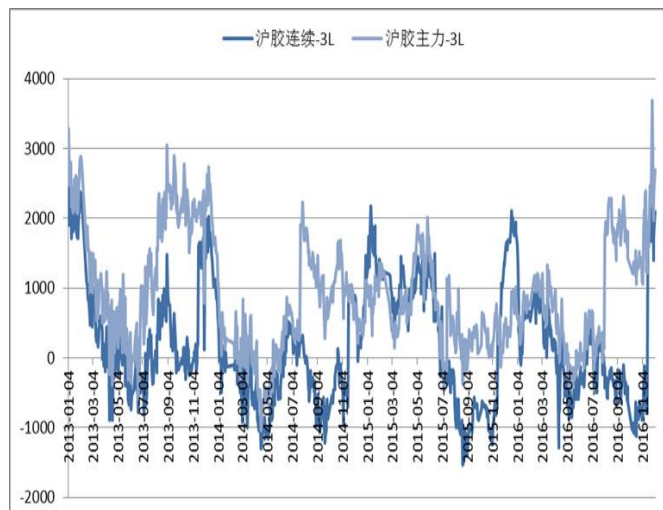
由于上期所巨量老仓单压力影响，今年 9、1 价差极小值达到了-2450。由于 09 合约对应的是前一年生产的老胶，而 01 合约对应的当年生产的新胶，09 合约的交割标的不能交割到 01 合约上（上期所对于橡胶期货交割制度规定国产天然橡胶 SCR WF 在库交割的有效期限为生产年份的第二年的最后一个交割月份，超过期限的转作现货）。老仓单到期出库后只能被终端市场消化，而国内轮胎企业主要消费标胶、复合胶和混合胶，只有全乳胶贴水市场低价货越南 3L、混合胶 350 以上（关税影响）才能被下游所消化实现交割库的快速去库存，因此 09 合约期货价格到期往往会出现低于天胶现货价格。

图 2.6.5：全乳胶-沪胶主力基差



资料来源：WIND 南华研究

图 2.6.6：全乳胶-3L 胶价差



资料来源：WIND 南华研究

## 2.7. 终端需求

天胶的下游最主要用途就是轮胎生产，中国超过 70%的天胶用于轮胎，而轮胎中重卡使用的全钢胎天胶用量最多。今年轮胎开工率相比去年有所提升，全钢胎开工率平均在 66.52%，半钢胎开工率平均在 69.87%，同比去年分别上升 3.04%和 3.45%。受到购置税减半优惠政策的影响，终端汽车市场也出现了产销两旺的局面，今年 1-11 月汽车产销同比大增 14%。从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，国家对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税（原税率 10%）的优惠政策，这一优惠政策得到延期一年，明年对购置 1.6 升及以下排量的乘用车按 7.5%的税率征收车辆购置税，政策对汽车市场的利好还会继续持续。

图 2.7.1：国内轮胎厂开工率

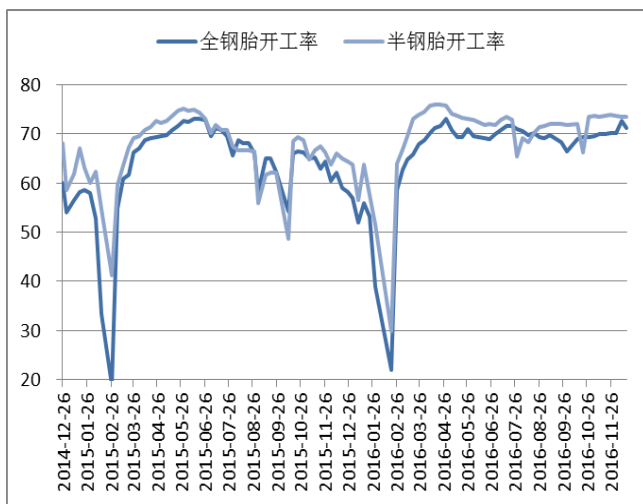
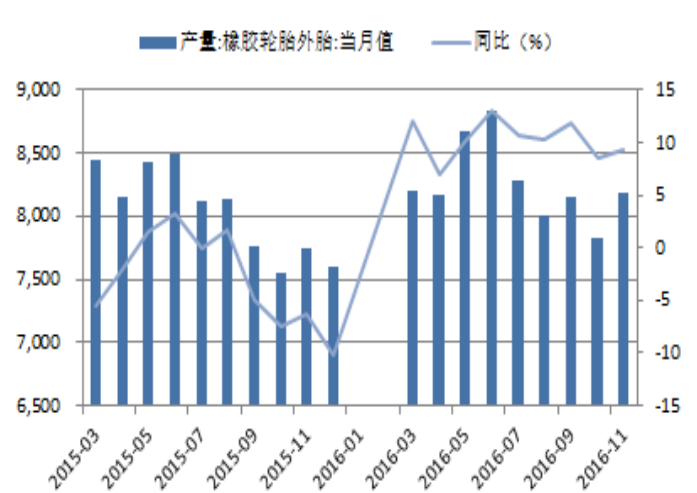


图 2.7.2：橡胶轮胎外胎产量（万条）

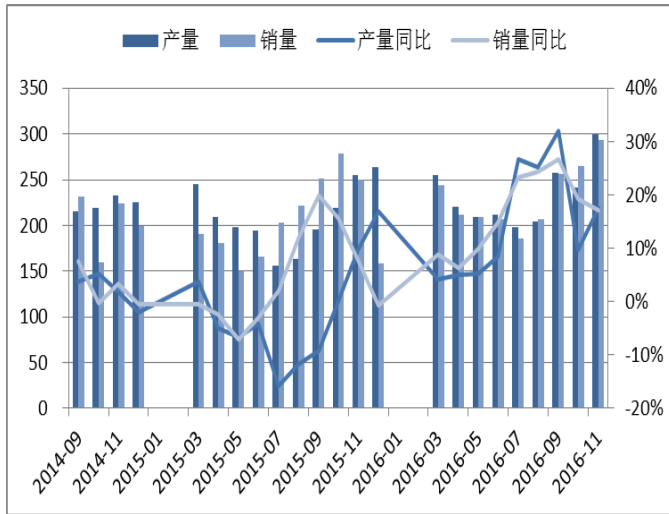


资料来源：WIND 南华研究

资料来源：中国橡胶信息贸易网 南华研究

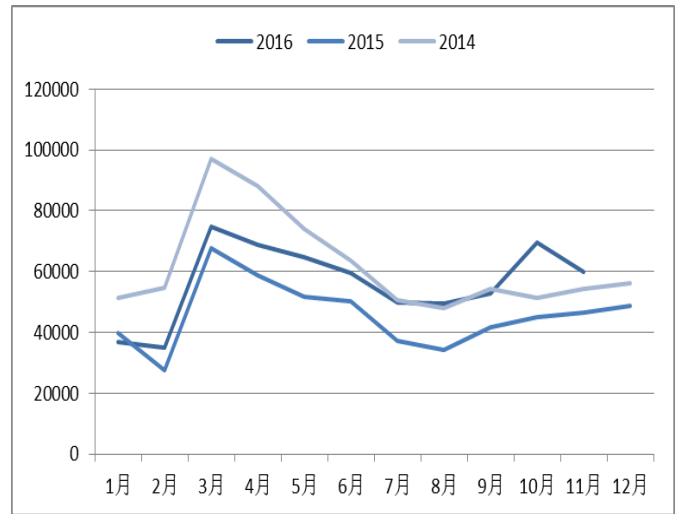
而对于轮胎需求最重要的重卡市场今年呈现井喷之势。根据中国汽车工业协会发布数据，今年 1-11 月重卡产销 64.31 万辆和 65.76 万辆，同比增长 30.56%和 31.31%，全年重卡销量预计将达到 72 万辆左右，同比增长 30%左右。究其原因一是来自房地产需求以及今年大宗商品煤炭、铁矿石等价格上涨导致运力紧张带动，此外货车限载新规的执行使得有效运力下降 20%左右，重卡的替换需求被激发，治超专线运动从 2016 年 8 月 18 日开始至 2017 年 8 月 31 日结束，预计明年重卡销量依然有望维持 10%以上的增长。

图 2.7.3：国内汽车产销量



资料来源：中国橡胶信息贸易网 南华研究

图 2.7.4：重卡市场月度销量

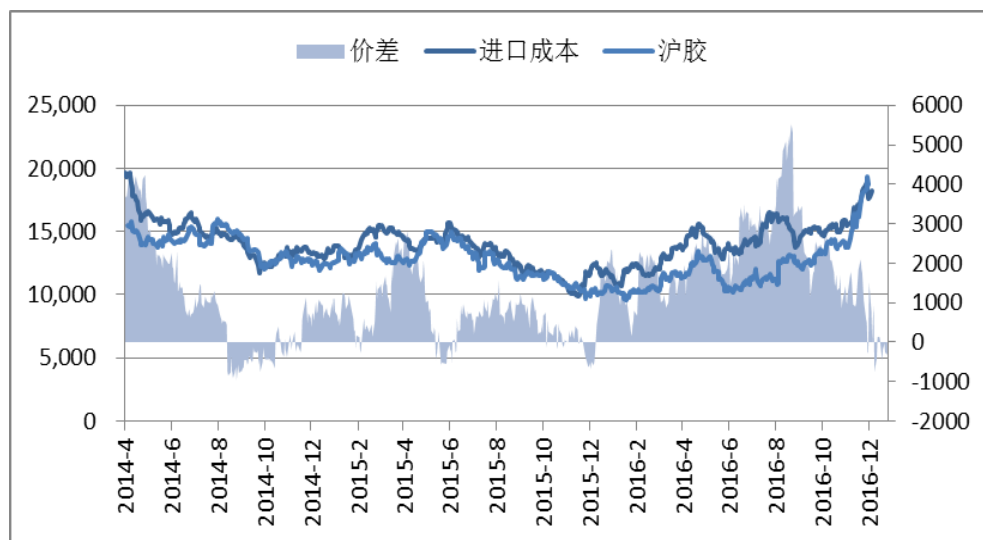


资料来源：WIND 南华研究

### 第3章 沪胶价差结构

由于沪胶和日胶的交割标的都有进口 RSS3，可以以贸易流的方式实现跨市场套利。从最近几年的价差可以看出，日胶的进口成本往往高于沪胶，进口套利窗口很短，倒挂局面是常态。最近由于沪胶价格猛涨出现了套利窗口，根据历史经验通常日胶进口出现套利窗口往往是沪胶阶段性的顶部。

图 3.1：日胶进口成本

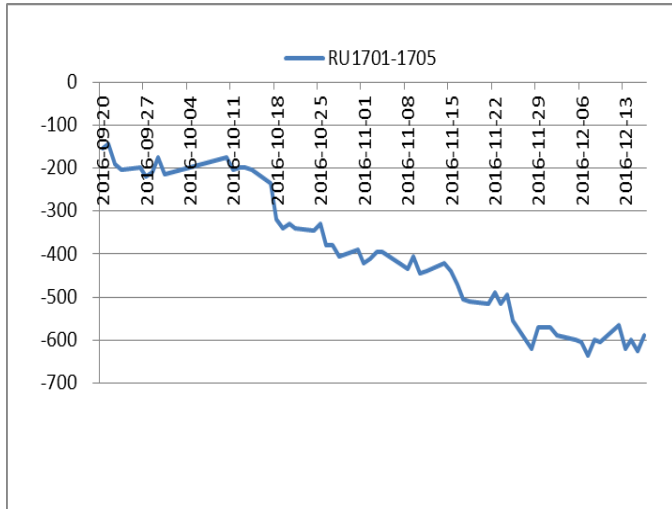


资料来源：WIND 南华研究

而对于月间价差，四个月跨期套利的交割成本约为 350 元/吨，因此一般 1、5 合约或者 5、9 合约价差超过这个交割成本时可以考虑正套，不过不同企业的资金成本不同，实际交割成本会有差别。

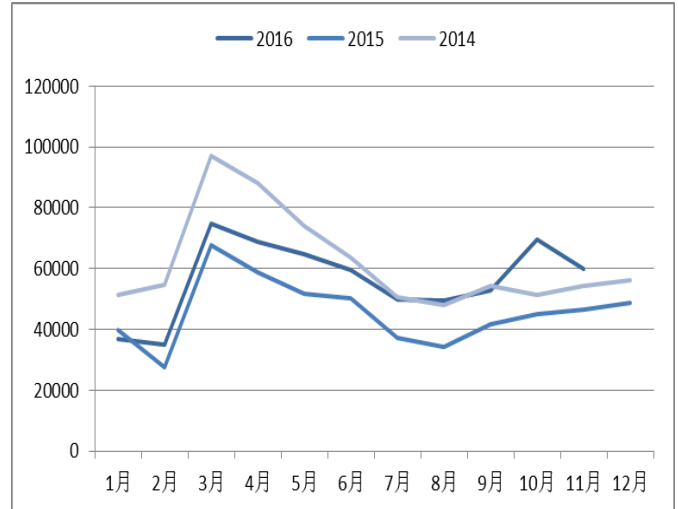
目前沪胶 1、5 价差接近 600 点，5、9 价差也接近 500 点，对于资金成本低的企业已经出现了无风险套利机会。

图 3.2：沪胶 1、5 价差走势



资料来源：WIND 南华研究

图 3.3：沪胶 5、9 价差走势



资料来源：WIND 南华研究

## 第4章 后市展望及操作建议

综合分析，天然橡胶受产胶国限制出口政策影响供应持续放缓，而需求持续回升，终端方面重卡表现亮眼，供需面持续转好。通常沪胶的价格周期在 6 年左右，在经历了连续多年下跌以后，我们认为沪胶底部已经明了，明年重心继续上移，预计明年沪胶运行区间在 18000-26000，上半年的高点在二季度出现，全年的高点在四季度。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801  
电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话: 010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话: 021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话: 023-62611626

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室  
电话：0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0579-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)