

泰国台风天气炒作过后，胶价何去何从

沪胶主力合约在元旦假期之后价格触及12000元/吨一线，本文重点梳理一下这波快速反弹背后的逻辑驱动，并针对当前基本面以及未来一两个月基本面的变化进行分析，以对后期行情进行展望。

一季度橡胶供应由旺季开始步入低产期，供应端的扰动主要是天气以及产胶国的救市措施，前期东南亚产胶国联合限制出口的协议暂无下文，按照往年的情况，产胶国在协商好一致限制出口的举措对于短期行情会有支撑。

从季节性来看，近几年春节前后都是库存季节性累库时间，从累库转为去库的关键点或主要取决于两个方面：一是下游采购等需求的启动，二是当年供应充裕与否。从近几年保税区库存变化来看，2016年跟2019年的春节时间差不多，回顾2016年的情况，由于2015年橡胶价格持续下跌使得市场悲观预期较为浓重，下游工厂在春节前并没有补库意愿，春节后在市场一片涨声中下游开始慌忙补货，库存开始明显去化。我们认为，2019年春节前后下游不会出现2016年大量补库动作，主要是因为来自终端消费及库存的负反馈。

综合以上供需来看，供应端如果没有特殊事件扰动，则橡胶一季度的价格或关键在于下游补库需求，从需求端的负反馈以及当前下游成品库存较高的现状，我们认为下游补库的需求不大，因此，春节前后价格压力依然存在。由于非标套利是橡胶近几年行情的主导，2018年虽然基差快速缩窄，但依然是期货升水格局，因此，抛空时机还需密切关注后期基差变化。

观点：泰国因为12月下旬雨水较多带来的原料价格反弹支撑期价，同时下游12月份重卡销售向好以及宏观氛围转暖使得沪胶价格短期仍存支撑，在泰国产区台风天气炒作完毕之后，价格或重回前期震荡区域。基于需求在春节前后将进一步示弱，或是橡胶价格进一步承压的时段，重点关注基差变化，建议可寻找抛空机会。

策略：等待反弹抛空机会

风险：供应端炒作，国内基建投入带来下游需求预期的大幅转好等。

研究院 能源化工部

潘翔

能源化工总监兼首席原油研究员

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

橡胶、PVC 研究员

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

相关研究：

中美贸易战将加速沪胶期现回归

2018-03-27

橡胶后期基差及跨月价差分析

2018-11-12

橡胶下游走访调研报告

2018-11-30

目的

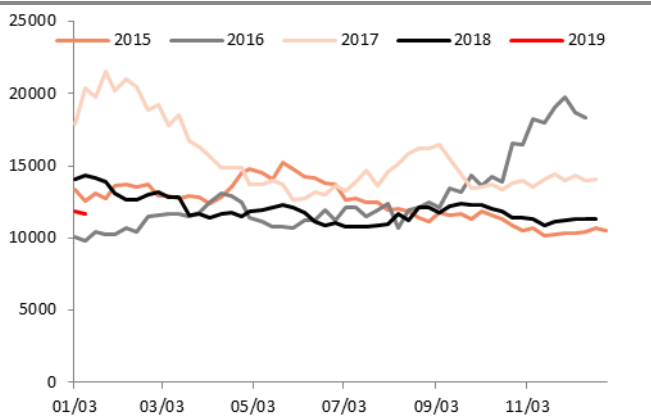
沪胶主力合约在元旦假期之后价格触及 12000 元/吨一线，本文重点梳理一下这波快速反弹背后的逻辑驱动，并针对当前基本面以及未来一两个月基本面的变化进行分析，以对后期行情进行展望。

近期行情回顾

2018 年 11 月下旬沪胶价格短期底部出现，老胶的矛盾基本在 11 月下旬之前的这一波下行中得到了消化。之后价格展开近一个月的震荡整理走势。供需上的变化主要是仓单压力减缓，叠加中美贸易战阶段性缓和。

图 1：橡胶指数

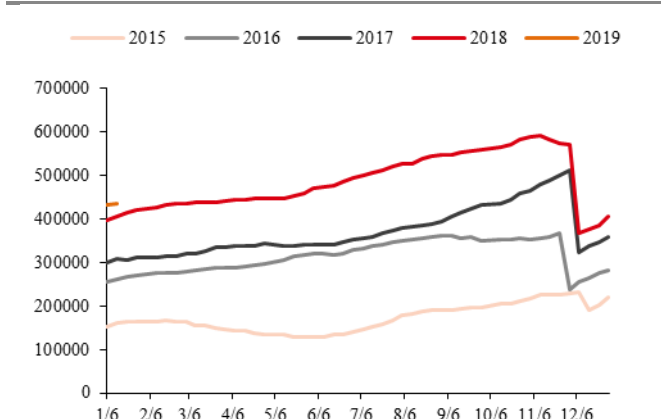
单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：上海期货交易所库存

单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

仓单压力缓解，中美贸易战阶段性缓和

11 月下旬开始，沪胶维持近一个月的震荡偏强走势，从基本面来看，主要是 11 月合约结束之后，交易所老胶仓单转注销为现货，使得期价盘面压力有所减缓，但现货也因此受到冲击，因此，12 月期货价格反弹幅度大于现货价格。同时，随着前一轮期价的继续下行，期现价差持续缩窄，盘面套保压力也有所减缓，在市场氛围转暖的情况下，期价受到一定支撑。宏观方面主要是中美贸易战阶段性缓和带来的氛围好转，美国承诺将视中国在未来三个月的表现来考虑明年 3 月初是否继续加征 25% 的关税。

到了 12 月下旬，因为国外高产以及前期东南亚产区天气不错，原料供应充裕，国内进口量保持旺盛增长，使得国内保税区外库存持续增加且库容开始变得紧张，对现货及期价重新产生压力，同时，宏观上因为美联储加息，美股大幅下挫以及原油持续下挫等，拖累沪胶重新下行，一举吞没前期涨幅。

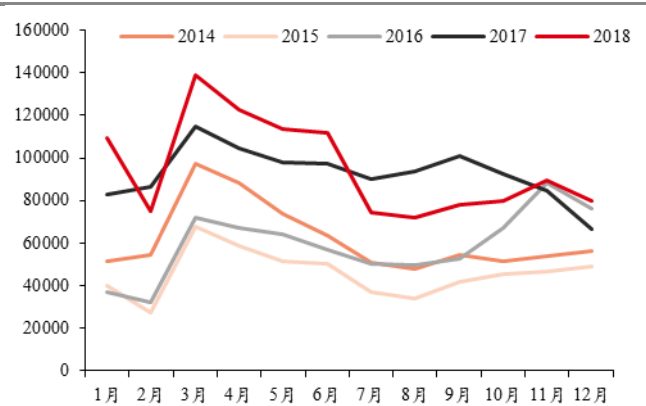
泰国原料价格短期见底以及重卡销售数据的继续向好支撑沪胶去年12月中旬以来价格触底反弹。

图 3：泰国原料价格走势 单位：泰铢/公斤



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：国内重卡销量 单位：辆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

泰国持续雨水影响割胶进度，原料价格触底反弹

2018年12月下旬之后的反弹主要跟泰国原料价格的回升有较大关系。12月下旬开始，泰国产区雨水增多，多地出现暴雨，在元旦假期之后还因为台风天气的炒作，盘面价格在短时间内快速上涨，主力合约曾一度触及12000元/吨一线附近。这次台风天气的炒作只是行情上涨的导火线，实质的原因主要是泰国近期雨水增加带来的割胶天数减少，与市场前期对1月份高产预期存在一定的偏差，价格出现修复性上涨。台风天气只是助推了上涨幅度，炒作过后，价格回归理性，重新回到前期的震荡区间上沿附近。

宏观偏暖，2018年12月份重卡销售继续向好

1月初宏观上主要释放出三大利好，美联储纪要的鸽派声明降低了市场的担忧，1月初国内全面降准以及国内中美贸易谈判释放出来的缓和信号。

在1月初公布的2018年12月份重卡销售继续向好，据第一商用车网最新数据，2018年12月份，我国重卡市场共计销售各类车型8万辆，环比11月下滑10%，比上年同期的6.6万辆大幅增长21%。这也就是说，12月重卡市场延续了11月同比正增长的态势，成为2018年下半年以来第二个增长的月份，11月和12月最后两个月的发展势头要强于9、10月份。

据第一商用车网分析，12月份重卡销售主要受到几方面的利好推动：

- 1、上年同期基数过低，2017年因全年重卡销售完成较好，12月份有部分销售后移的现象，使得2017年12月销量较低。
- 2、天然气重卡细分市场是主要贡献项，2017年11月和12月的天然气重卡市场由于受到“气

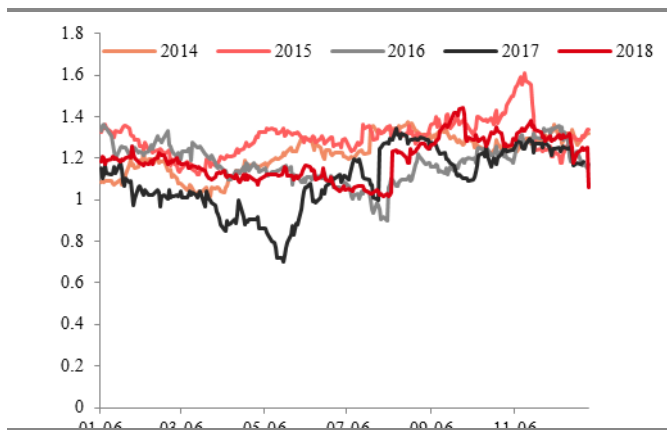
荒”的不利影响，出现环比大幅下跌；2018年四季度则因为国内受北方供暖季和储煤季到来的刺激，公路煤炭运输市场回暖，公路运煤车连续多个月出现同比增长；另外，国内LNG和CNG气价保持稳定，部分区域的气价甚至有所下降，油气差价拉开较大，再加上公路运价低迷，天然气重卡的经济性再度凸显，很多用户转而采购天然气车型，推动了天然气重卡尤其天然气牵引车市场回暖；最后则是响应国家环保要求，国内很多地区2018年下半年都在积极推广清洁能源商用车和新能源商用车，提升了天然气卡车的受青睐度和采购量。

- 3、国三货车的淘汰更新政策也在各地落地实施并加速，进而持续推动着重卡新车的销售。
- 4、部分重卡企业看好2019年一季度的工程车市场需求，在11月份和12月份做了一部分库存和备货。

交割品偏少，日胶表现强势

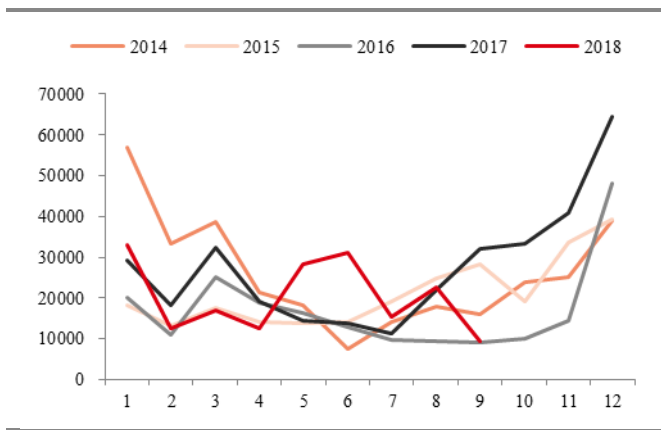
与此同时，我们看到日胶的走势表现更强，从去年11月下旬价格见底后，一路上行。从两个期货市场的比价来看，日胶相对更低估；另外，因为烟片产量的减少带来的交割品不足的担忧，使得盘面价格强势反弹。2018年烟片相对紧缺或主要跟国内的需求有关，国内2018年橡胶价格持续下跌使得烟片套利窗口一直不能打开，造成国内进口需求明显萎缩。

图 5：日胶与沪胶比值 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：国内烟片进口 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

日胶盘面从2018年11月21日开始触底反弹



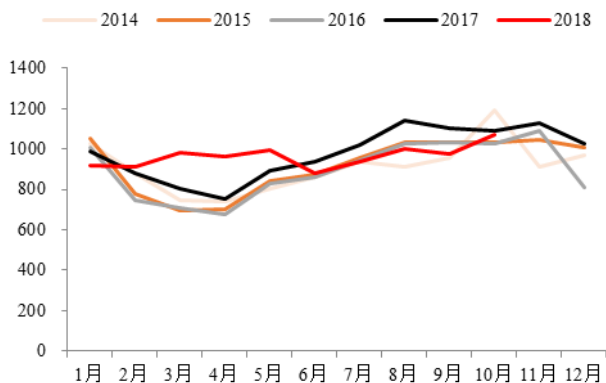
后期基本面分析

对于2019年一季度行情的分析，我们认为需要关注的以下几个焦点因素：供应端的扰动；年前年后下游原料采购动向；下游需求预期；基差变动。

橡胶供应由旺产期转入低产期

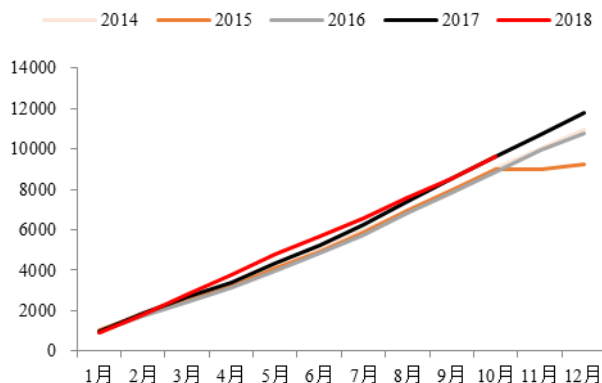
一季度橡胶供应由旺季开始步入低产期，供应端的扰动主要是天气以及产胶国的救市措施，按照往年的情况，产胶国在协商好一致限制出口的举措对于短期行情会有支撑。来自产区最新的消息，泰国、印尼及马来西亚三国将于1月19-20号在曼谷召开国际橡胶联盟三方会议，会议主题主要研究橡胶保价措施，以保护胶农利益。届时需要关注具体的举措是否对短期盘面产生影响。

图7：ANRPC天胶产量 单位：千吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：ANRPC天胶年度累计产量 单位：千吨

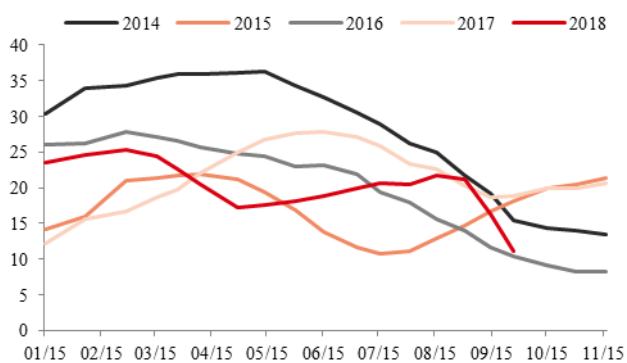


数据来源：Wind 华泰期货研究院

因为下游开工率处于年内春季前后的冰点期，春节前后一般是季节性累库的时间点。但库存的变动还将受到下游工厂春节前后是否有补库需求的影响，据我们最新了解，下游工厂目前原料库存偏低，大概在半个月左右，较前期我们11月中旬在下游调研时候库存水平略有下降，但成品库存依然偏高，因此年前现货及期货价格变动或成为下游工厂采购决策的主要依据之一。

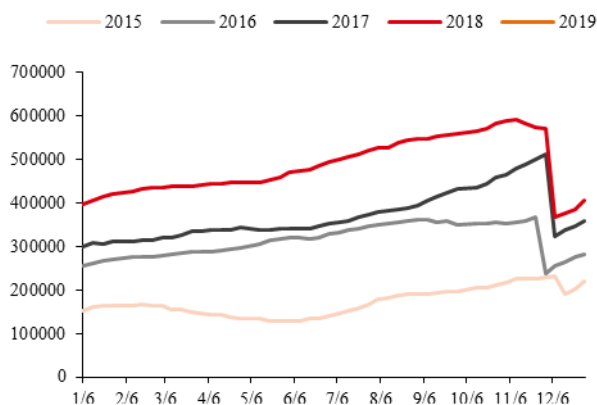
从季节性来看，近几年春节前后都是库存季节性累库时间，从累库转为去库的关键点或主要取决于两个方面：一是下游采购等需求的启动，二是当年供应充裕与否。从近几年保税区库存变化来看，2016年跟2019年的春节时间差不多，回顾2016年的情况，由于2015年橡胶价格持续下跌使得市场悲观预期较为浓重，下游工厂在春节前并没有补库意愿，春节后在市场一片涨声中下游开始慌忙补货，库存开始明显去化。我们认为，2019年春节前后下游不会出现2016年大量补库动作，主要是因为来自终端消费及库存的负反馈。

图9：保税区库存 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

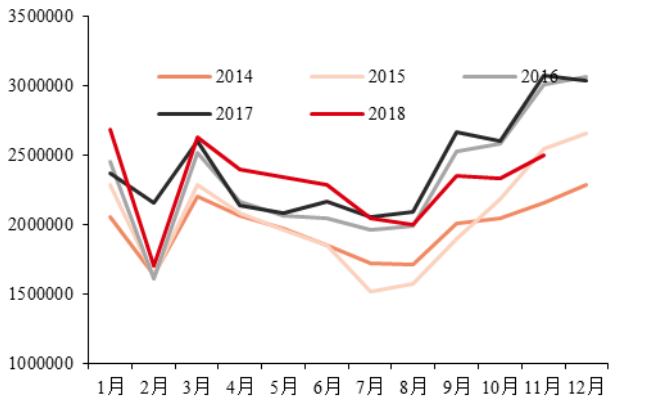
图10：上海期货交易所库存仓单 单位：吨



数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

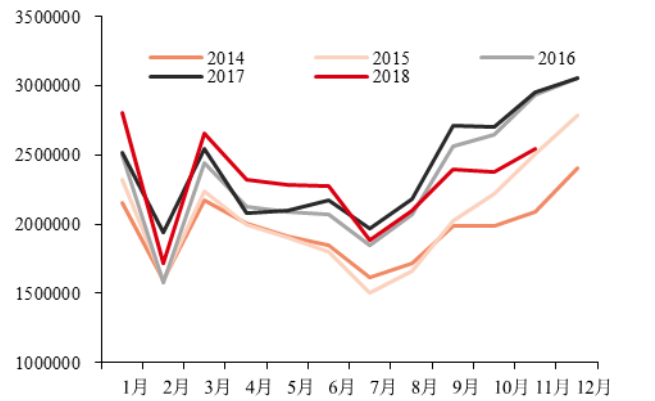
2018年下半年，汽车需求开始出现下滑，2018年7月份开始，汽车产销同比示弱。2018年下半年以来国内汽车销量急剧萎缩是多重因素造成的，大的宏观背景是国内外经济示弱以及中美贸易摩擦；具体的产业原因则有几个：一是2016年下半年以来实施的购置税优惠政策使得汽车销量被提前透支；二是2018年国内原油价格较高，阻碍了二线城市对汽车市场销量的增长；三是居民债务过高导致消费降级；四是，近些年汽车行业增速较快，导致基数较大。

图 11: 汽车产量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

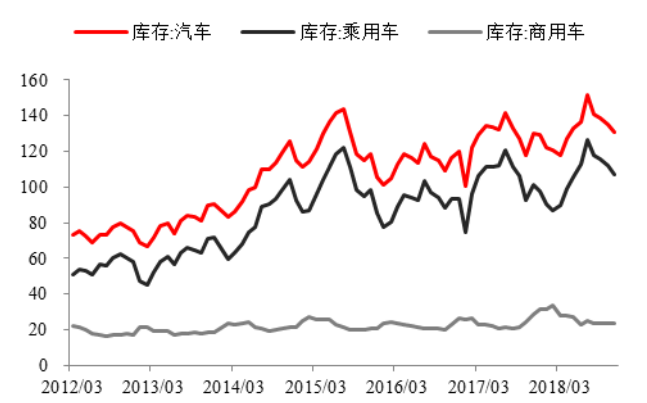
图 12: 汽车销量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

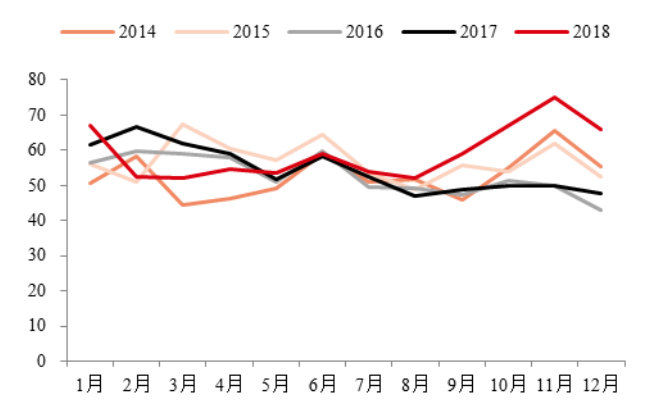
需求示弱直接导致 2018 年下游汽车库存大幅攀升, 对比 2016 年的情形, 2016 年初, 汽车库存处于阶段性低点, 对下游补库有一个良性的反馈。而 2019 年在成品库存高企的现状下, 让下游工厂大量补库难度较大, 除非后期预期有大量新增需求释放。目前国内经济示弱以及中美贸易战的影响, 橡胶下游需求难见曙光。

图 13: 汽车库存 单位: 万辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 汽车经销商库存指数 单位: 点

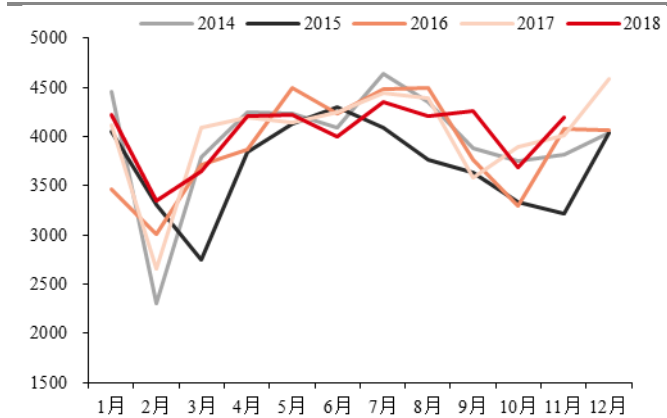


数据来源: Wind 华泰期货研究院

一季度轮胎出口或受冲击

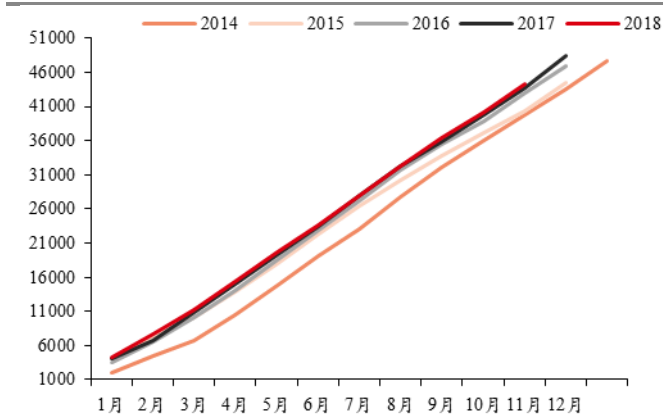
中美贸易战对国内下游轮胎出口的影响，暂未显现，主要是下游 2018 年下游轮胎厂都有提前加大出口的动作。去年 12 月份中美之间阶段性缓和的结果是在今年 2 月底之前，美国暂不进行 25% 的高关税措施，而出口到美国的轮胎船期大约 50 天，则提前出口的时间必须在 2019 年 1 月初之前完成；最终能否在今年 2 月底之前中美达成和解尚未知。按此推算，下游轮胎出口企业在 2018 年或基本将未来可以出口的量尽量放到最大，以规避未来可能要承担的过重的税负。因此，下游出口消费被提前透支，2019 年初大概率或面临短期需求快速转弱的可能。

图 15: 轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 轮胎出口累计 单位: 万条



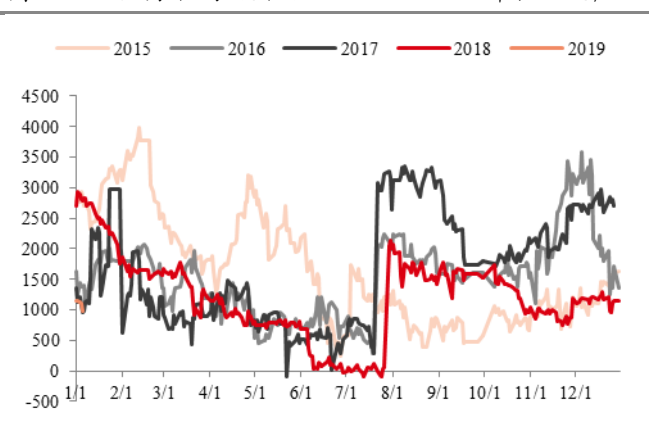
数据来源: Wind 华泰期货研究院

综合以上供需，供应端如果没有特殊事件扰动，则橡胶一季度的价格或关键在于下游补库需求，从需求端的负反馈以及当前下游成品库存较高的现状，我们认为下游补库的需求不大，因此，春节前后橡胶价格压力依然存在。由于非标套利是橡胶近几年行情的主导，2018 年虽然基差快速缩窄，但依然是期货升水格局，因此，抛空时机还需密切关注后期基差变化。

等待基差的重新拉大

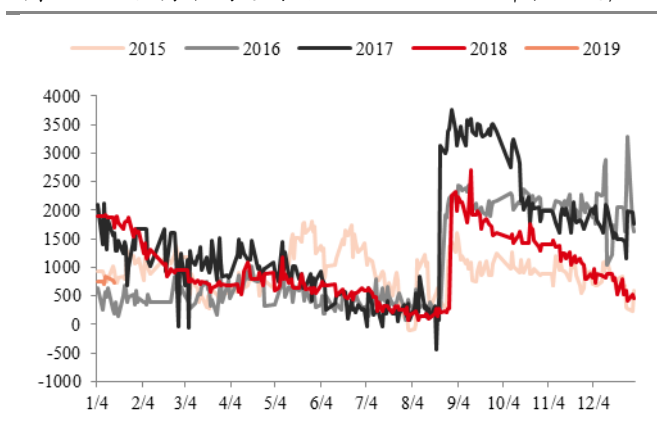
中美贸易战以及 20 号标胶即将在 2019 年上市，两大事件促使 2018 年橡胶基差快速回归。目前沪胶主力合约与混合胶的价差已经缩窄到 1000 元/吨，在最近一波台风炒作上涨行情中，期价上冲到 12000 元/吨一线的时候，基差曾拉大到 1300 元/吨一线，短时间内激发套保盘的介入，使得沪胶在 12000 元/吨一线承压回落。

图 17: 主力合约-混合胶 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 主力合约-全乳胶 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

观点及建议

泰国因为 12 月下旬雨水较多带来的原料价格反弹支撑期价，同时下游 12 月份重卡销售向好以及宏观氛围转暖使得沪胶价格短期仍存支撑，在泰国产区台风天气炒作完毕之后，价格或重回前期震荡区域。基于需求在春节前后将进一步示弱，或是橡胶价格进一步承压的时段，重点关注基差变化，建议可寻找抛空机会。风险点：供应端炒作，国内基建投入带来下游需求预期的大幅转好等。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2019 版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com