

橡胶复盘之 2008 年胶价走势回顾

报告摘要

2020 年初，国内肺炎疫情爆发，为遏制疫情扩散，国内采取交通严控等措施，造成春节前后近两个月的轮胎消耗达到冰点，对胶价短期影响较大。到 2 月下旬，海外肺炎疫情开始迅速扩散，带来美股以及原油价格的大幅下挫，国际资本市场受波及范围扩大，各国股市纷纷下挫，大宗商品持续走低。橡胶价格受大市氛围的拖累，价格已经跌破 2016 年低点，直逼 2008 年低点。为此，本文想通过复盘 2008 年的橡胶价格走势，找出两个年份的相同与不同之处，以便给予投资者更多的启发。

随着种植面积的增加叠加原料价格高位，2008 年开割面积达到前几年以来的高位，供应端开始呈现充裕状态。2010 年价格达到历史高位之后，不仅激发了胶农的割胶积极性也极大提振了种植橡胶的热情，为后期橡胶产能的大幅扩张埋下了隐患。

2008 年的金融危机对橡胶下游的影响，主要体现在海外的轮胎需求，且主要是通过美国的次债危机以及后期的全球金融危机长期影响全球的经济增长，带来的橡胶下游需求的拖累，短期的影响反而不明显；而 2020 年的肺炎疫情短期对橡胶的影响更为直接，且伴生长期影响。

从当前的原料价格来看，胶水价格距离 2016 年的低点已经不远，由此推断橡胶估值偏低，但并不意味着，当前的价格就可以抄底。主要原因有二，一是橡胶自身高库存还需要较长时间消耗，二是宏观风险尚未释放完毕。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

陆阳

☎ 021-60679369

✉ luyang@htfc.com

从业资格号：F3069180

目的

2020年初，国内肺炎疫情爆发，为遏制疫情扩散，国内采取交通严控等措施，造成春节前后近两个月的轮胎消耗达到冰点，对胶价短期影响较大。到2月下旬，海外肺炎疫情开始迅速扩散，带来美股以及原油价格的大幅下挫，国际资本市场受波及范围扩大，各国股市纷纷下挫，大宗商品持续走低。目前海外肺炎疫情高峰尚未到来，形势仍然严峻，目前更多的担忧在于受肺炎疫情的拖累，后期全球经济及金融危机发生概率在增加。对橡胶的短期影响跟国内一样，各国的严控措施将减少下游轮胎消耗，而长期影响则更为深远，海外轮胎厂以及汽车制造厂的关停将抑制后期橡胶原料消耗，国内后期的轮胎出口需求也将受到较大影响。橡胶价格受大市氛围的拖累，价格已经跌破2016年低点，直逼2008年低点。为此，本文想通过复盘2008年的橡胶价格走势，找出两个年份的相同与不同之处，以便给予投资者更多的启发。

2008年橡胶基本面状况

2008年橡胶期货价格呈现先扬后抑的走势，期间大幅的波动主要受到全球金融危机的影响，该危机起源于2007年8月的美国次贷危机，而后该危机迅速扩散到全球。全球金融危机的出现，令国内橡胶价格在2008年下半年开始持续下挫，年底价格触及8600元/吨一线。

2008年开割面积回升

根据ANRPC数据显示，2008年全球橡胶年度开割面积有所回升，且是2003年以来，开割面积最大的一年。从数据来看，2006年全球橡胶开割面积进入新台阶，回升明显，这其中部分跟2005年的异常天气有关。

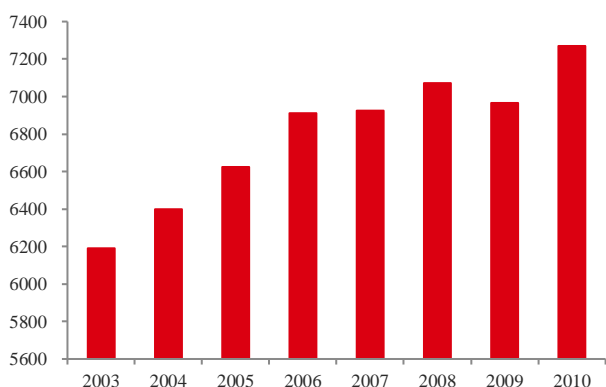
2005年国内主产区遇到的自然灾害是云南地区50年一遇的干旱，相关研究认为是东南亚的夏季季风异常造成的，中南半岛地区的夏季季风爆发较往年偏晚，使得前期孟加拉湾地区的经向水汽输送以及苏门答腊岛附近的对流活动较往年偏弱。台风天气频现，以及干旱等异常天气，带来2005年新一季开割季产量明显受到影响，对橡胶价格的影响一直持续到2006年新一季开割初期。期间橡胶价格持续攀升，叠加全球经济的强劲势头带来橡胶下游需求旺盛。2006年5月底价格触及近30000元/吨一线。

2006年下半年异常天气过去之后，主产区天气趋于正常，当时的橡胶价格大幅刺激了胶农的割胶意愿，带来供应量的持续回升，伴随着价格的持续上扬，国内6月份之前，上海期货交易所老胶仓单持续大增，叠加国内开始调控房地产以及收紧银根等宏观政策，使得橡胶期价承压。但2007年在

美元持续贬值的背景下，橡胶自身供需宽松，但期货价格依然被重新推升，造成 2008 年上半年之前胶价仍然维持在 20000 元/吨一线上方，这样的高价对于胶农而言，仍有极大的割胶意愿。

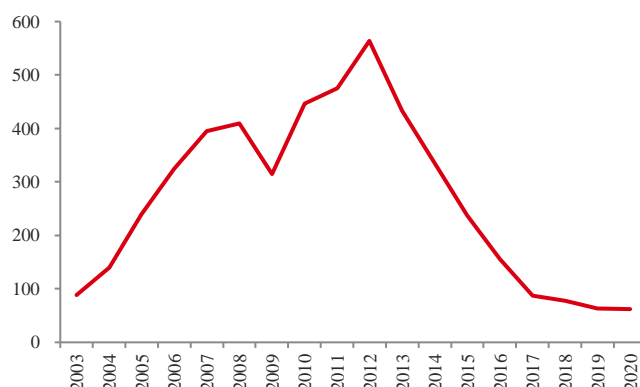
因此，随着种植面积的增加叠加原料价格高位，2008 年开割面积达到前几年以来的高位，供应端开始呈现充裕状态。2010 年价格达到历史高位之后，不仅激发了胶农的割胶积极性也极大提振了种植橡胶的热情，为后期橡胶产能的大幅扩张埋下了隐患。

图 1： 全球橡胶开割面积 单位：千公顷



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 2： 新增种植面积 单位：千公顷



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

2008 年全球橡胶需求维持回升， 2009 年明显回落

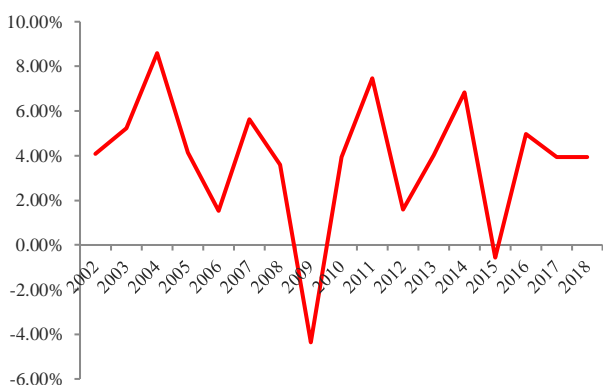
全球橡胶需求来看，2004 年需求增速就开始放缓，但绝对量依然保持增长，该趋势一直延续到 2008 年，2009 年才开始出现需求环比下降的情况。2006 年开始，全球橡胶需求出现明显分界，主因是 2006 年春季开始，美国的次贷危机风险逐步暴露，随着事件的逐步恶化，开始拖累全球经济，与此同时，国内在 2006 年开始实施调控房地产以及收紧银根等宏观调整政策，带来国内橡胶下游需求受抑制，海内外经济的转向造成了 2006 年开始出现的橡胶需求明显滑落，而在 2008 年 9 月 14 日雷曼兄弟申请破产成为了 2008 年金融危机开始的标志性事件，但实际在 2007 年 8 月份开始，美国的次贷危机已经造成海外多个国家的经济拖累，包括欧盟、日本等主要经济体。全球经济的拖累最终反映在 2009 年橡胶下游需求上，2009 年全球橡胶需求环比下降，是 2002 年以来首次出现环比需求下降的年份。

为了对冲 2008 年下半年开始的金融危机对全球经济的大幅拖累，各国相应推出各种刺激政策，其中美国在 2008 年底推迟 Q1 政策，中国推出了 4 万亿财政刺激政策。

在宏观政策的影响下，我们看到的是基本面相对行情的滞后性，从供需格局来看，橡胶基本面是在 2009 年达到了最宽松的状态，但价格在全球金融危机的拖累下，2008 年底率先达到了底部。2009 年则在橡胶主产国减产、

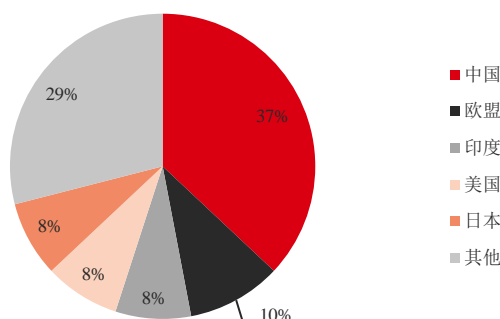
限制进口的利好推动下，宏观则是各国的货币以及财政政策的宽松刺激下，价格持续上行，尽管 2009 年的橡胶基本面还比较宽松，但预期率先走在了前头。2010 年上半年在国内货币调控以及希腊债务危机的宏观环境影响下，价格开始回落，同时，橡胶自身基本面主要的变化在于 2009 年的限制出口之后，带来的出口重新恢复，以及天气恢复正常，在高价格下，主产区泰国、马来西亚、印尼的产大幅增加，带来的供应压力较大。但 2010 年在美国新一轮的 QE2 刺激下，胶价再创新高，但实际基本面在这半年开始积累了大量的矛盾，主要是高价刺激了产量的大幅增加，之后在欧美债务危机的影响下，价格开始高位回落，新一轮的下跌周期就此开启。

图 3： 全球橡胶需求增速 单位：%



数据来源：IRSG 华泰期货研究院

图 4： 全球橡胶消费占比 单位：%



数据来源：IRSG 华泰期货研究院

2008 年与 2020 年的异同

绝对价格所处区间差异较大

2006-2008 上半年，橡胶期货价格运行区间为 16000-29000 元/吨，对于当时海外橡胶成本最低在 6000-8000 元/吨这样的水平，当时的橡胶价格对于胶农而言是非常满意的，因此，只要是天气正常，产能是可以完全释放的。因此，在 2008 年下半年金融危机发生之时，6 个月的时间内，橡胶价格从高点回落 69% 的幅度。

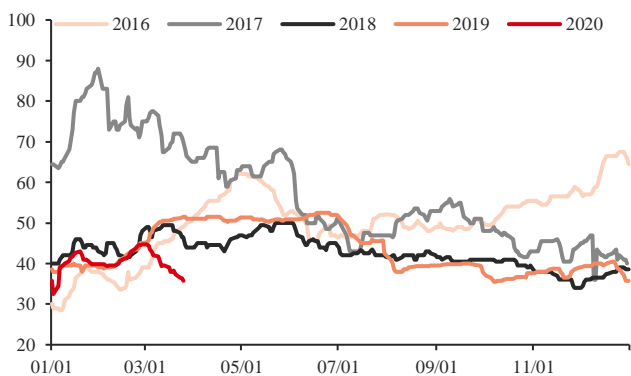
2019 年四季度橡胶原料价格开始明显走低，直到目前为止，原料价格持续低迷，业内比较认可的是胶价在 10000-15000 元/吨，基本还能让胶农正常割胶，而 2019-2020 年橡胶期价窄幅波动，价格在 9300-13500 元/吨的区间，大部分时间胶价在 12000 元/吨下方，因此，从绝对价格角度来看，目前橡胶的下跌空间或可能弱于 2008 年危机来临之前。国内年前肺炎疫情爆发到现在大概两个月的时间，主力合约跌幅为 26% 左右，如果从海外肺炎疫情扩散至今，一个月的时间下跌幅度为 20% 左右。跌幅比 2008 年危机发生之初的幅度要快，9 月雷曼兄弟倒闭事件发生之际，当月的橡胶价格跌幅达到 29.9%。从数据来看，目前的跌幅或已经有所反映后期发生金融危机的

担忧，造成前期跌幅或超出市场预期，带来市场的恐慌情绪加剧。

对需求影响路径的异同

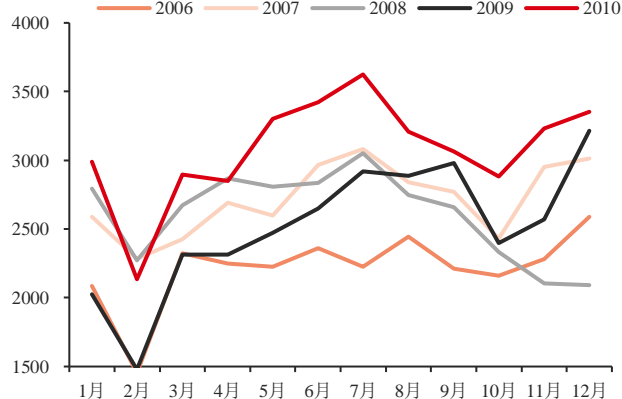
2008 年的金融危机对橡胶下游的影响，主要体现在海外的轮胎需求，且主要是通过美国的次债危机以及后期的全球金融危机长期影响全球的经济增长，带来的橡胶下游需求的拖累，短期的影响反而不明显，比如在 2007 年 8 月就开始的美国次债危机，但从 2007 年的国内轮胎出口数据上暂未看到明显下跌，真正的下跌时间是在 2008 年下半年。而 2020 年的肺炎疫情短期对橡胶的影响更为直接，主要在于国内严控交通来应对肺炎疫情的扩散，而国内的成功经验目前海外正在效仿，海外近两周也开始意识到只有阻碍人与人的接触才能有效控制新冠病毒的快速传播，目前海外正在实施跟国内春节期间开始的同样的控制举措，那么，接下来，对橡胶海外的短期轮胎消耗同样产生明显抑制，与此同时，海外肺炎疫情的持续恶化也增加了后期全球经济的拖累担忧，这也将跟 2008 年的金融危机一样，对橡胶是个长期的影响，因此，我们认为后期将跟 2008 年下半年一样，将看到国内轮胎出口的明显走弱。

图 5: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 国内轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

汇率变化的相似性

从这两年的汇率变化来看，也有相似跟不同之处。相似之处在于，人民币兑泰铢都不同程度的走强，也意味着泰铢相对人民币贬值，国内主要是从泰国进口橡胶，因此，对国内胶价的直接影响就是带来进口胶价的进一步走低。目前汇率也在发生同样的变化。从 2019 年的人民币兑泰铢走弱演变成 2020 年初开始的逐步走强，该走势跟 2007 年到 2008 年的转变是一致的，且在 2 月份就已经接近 2008 年同期的汇率水平，目前已经超过 2008 年同期水平。近期汇率的变化，从海内外的疫情发展也能得到解释，2 月下旬开始，国内疫情得到控制，而海外开始大幅扩散，恐慌情绪较高。按照 2008 年的汇率走势来看，下半年因雷曼兄弟的倒闭事件带来金融危机的发生，该汇率进一步走高，而且上行很明显，如果后期海外疫情继续恶化，甚至

出现金融危机事件，则汇率跟 2008 年后期一样，将继续上升，将对国内胶价产生进一步施压。不同之处在于，2020 年还没发生金融危机，汇率已经超过 2008 年同期的水平，或反映出更为悲观的预期。

全球救市举措雷同，但救市效果有差异

在这两次重大的全球性事件发生之际，全球救市的举措基本雷同。但救市效果却有差异，主要是因为 2008 年处在经济周期的起点，而 2020 年处在经济周期的末端。因此，我们看到 2008 年下半年大幅下挫之后，在 2008 年底各国开始推出刺激政策之后，期货盘面价格开始触底回升，之后国内商品出现了长达几年的牛市行情。但这次则不同，一是，前几年的经济低迷，全球大部分国家已经实施了较为宽松的货币政策，继续宽松的力度和空间受限，二是，这次疫情更多的还有来自信心层面的扰动，疫情没有控制之前，整个市场的信心大幅受挫，入市资金将会慎之又慎。

对当前胶价的看法

从当前的原料价格来看，胶水价格距离 2016 年价格低点已经不远，由此推断橡胶估值偏低，但并不意味着，当前的价格就可以抄底。主要原因有二，一是来自橡胶自身基本面的限制，目前橡胶主要的压力在于高库存，随着 4 月底 5 月初新一季开割来临，供应将重新增加，而在这不到一个月的时间内有效消耗库存的难度比较大，因此，整个上半年都将面临累库的风险。二是宏观层面，目前海外肺炎疫情还没有迎来拐点，按照国内严控的路径，至少还有两个月才能控制住，这期间的经济损失以及企业资金流大幅减少的担忧在加剧，一旦有意外发生，则不排除金融危机的发生，同时，从原油的角度来看，需求萎缩以及产油国增产带来的供需宽松格局将延续整个二季度，原油价格对大宗商品的拖累或将持续。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代理行独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com