中粮 COFCO 中粮期货有限公司 中粮集团成员企业 中粮期货 增您所托 WE GROW WHAT YOU ENTRUST

价格先行 逻辑滞后

2019/2/24 橡胶周报 研究院

报告要点

本周沪胶突破震荡区间上轨 12000 一线，盘面上大趋势已经由震荡转向了单边向上。然而，与盘面不相对称的是，基本面上并没有直接的证据表明沪胶应该大涨。一方面，虽然泰国近两个月的供应旺季产量不及预期，但是对该情况有了解的机构和个人并不多。而且，产量不及预期除了低价抑制供给，还有天气的因素。今年四月的开割是否会推迟，还很难说。天气不确定是否出问题的情况下，仅靠低价这一因素，难以形成减产预期。另一方面，从需求来看，贸易环境不良，轮胎出口受抑制，国内需求也没有治超新规这样的因素支撑未来需求。需求所拥有的，只是季节性旺季这样的常规因素。

目前貌似唯一比较直接的证据是中美贸易战缓和，然而，宏观面缓和之下，应该是普涨，又为什么橡胶明显比其他品种强很多呢？这个因素还是过于牵强。

笔者认为，不能只看当前的供求，需要回顾去年。去年的供给，由于受到天气和低价的共同作用，印尼减产、越南产量不及预期。四季度市场普遍认为虽然泰国在夏天的供给低于预期，但是一旦泰国进入年底的高产期，产量可以很快追回来。考虑到泰国的体量，只要泰国能如期增产，则去年的供给压力仍旧很大。然而，事实表明，泰国产量不及预期，其他国家又有减产出现，去年整体的供给并没有那么大的压力。反观需求，重卡销量这个数据，笔者并不认为其作用力已经消失，而只是其他因素盖过了该因素的影响力。虽然重卡销量下半年一度走软，但是全年水平较高。综合来看，去年的供求环境下，根本不该跌这么多。

去年最大的变化在于非标期现套，2017 年巨大的价差使得天量的资金参与到了非标期现套之中，这些资金在期货市场基本属于死空头，不会因为一个反弹就会平仓。多空的平衡就此打破，去年沪胶的下跌实际上是在反应非标期现套的资金影响力，并不是反应供求。

时至今年，非标期现价差长期在低位徘徊，套利的通道也十分的拥挤，而且还有 20 号标胶期货上市的预期。非标期现套已经不再是核心因素，该因素消失后，去年被低估的供求将发挥作用，支持沪胶上行。只不过缺乏直接的证据，市场舆情目前更多认为是反弹，而不是反转。

交易方面，不必等待直接的证据和逻辑浮出水面，趋势向上，可以考虑轻仓择机介入，逻辑更清晰后，再适度加仓。

一、期现价格走势

图 1：沪胶 1905 及 1909

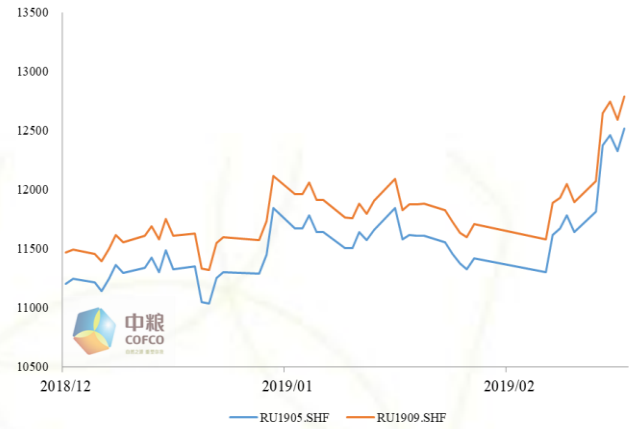
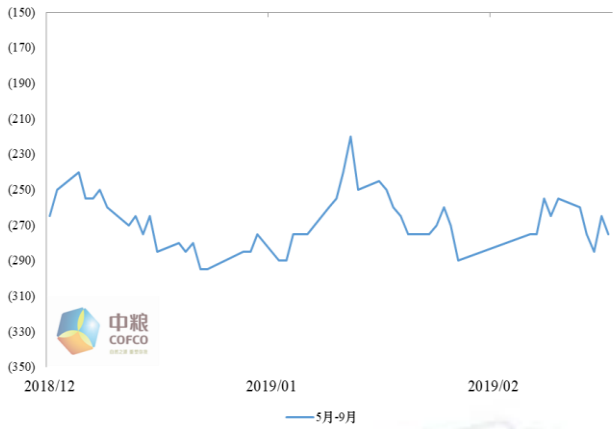


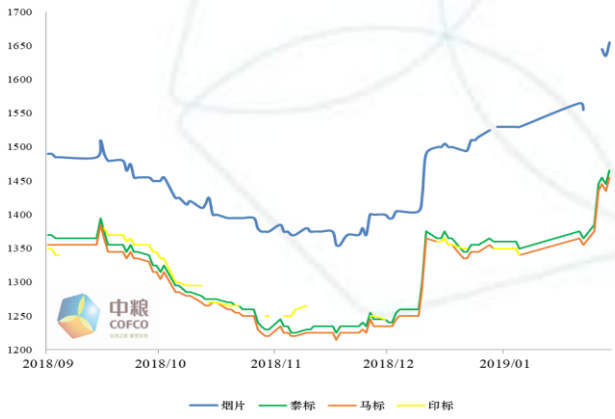
图 2：沪胶 5 月-9 月



数据源：Wind

图 3：天胶外盘报价（美元/吨）

图 4：青岛保税区天胶报价（美元/吨）



数据源：Wind、橡胶贸易信息网、中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 5：国内烟片与全乳胶价格（元/吨）

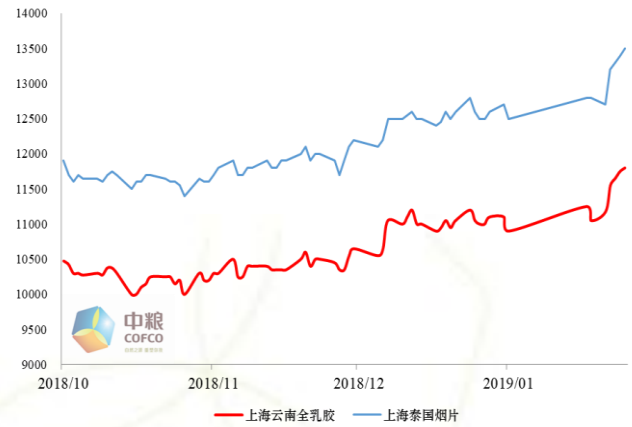
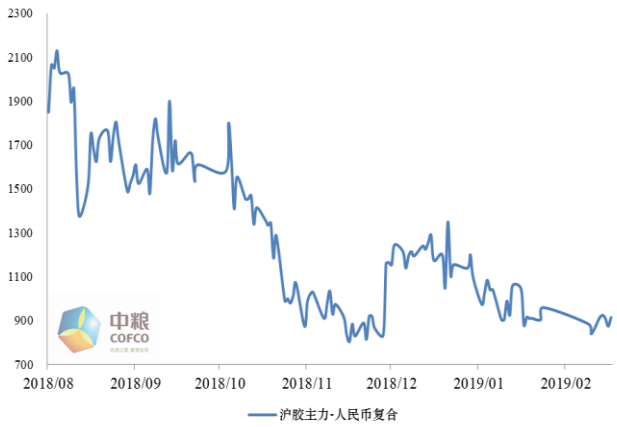


图 6：沪胶主力-人民币复合胶（元/吨）



数据源：Wind、中粮期货研究院

二、基本面分析

（一）供给

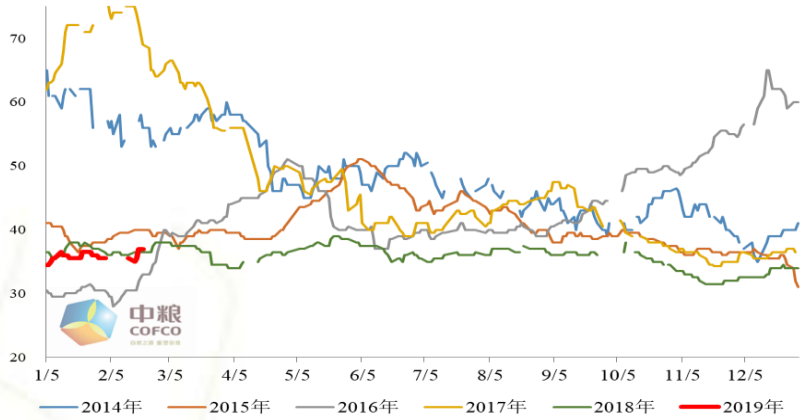
1.供给面出现利多消息

据外媒消息，2 月 21-22 日期间在泰国曼谷举行国际三方（泰国、印度尼西亚、马来西亚）橡胶理事会（ITRC）部长级会议，部长们重申了关于协定出口吨位计划（AETS）作为解决全球市场暂时性库存失衡的有效工具的重要性。三国代表决定实施 AETS，一共削减约 20-30 万吨的出口量，但并没有明确实行的时间段。部长们指派 ITRC 的高级官员两周内在泰国讨论实施 AETS 的细节。

本周泰国原料延续涨势。当前泰国南部将进入低产期，原料收购偏紧，且工厂多加价收购原料胶水，同时因胶水价格上涨最快，胶农也有囤胶水的行为。在供应进入低产期的背景下，原料价格仍有上涨空间。截止到本周四泰国原料胶水周均价 42.7 泰铢/公斤，较上周涨 4.79%。国内云南、海南产区均处于停割期。

免责声明
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 7：泰国原料价格（泰铢/公斤）

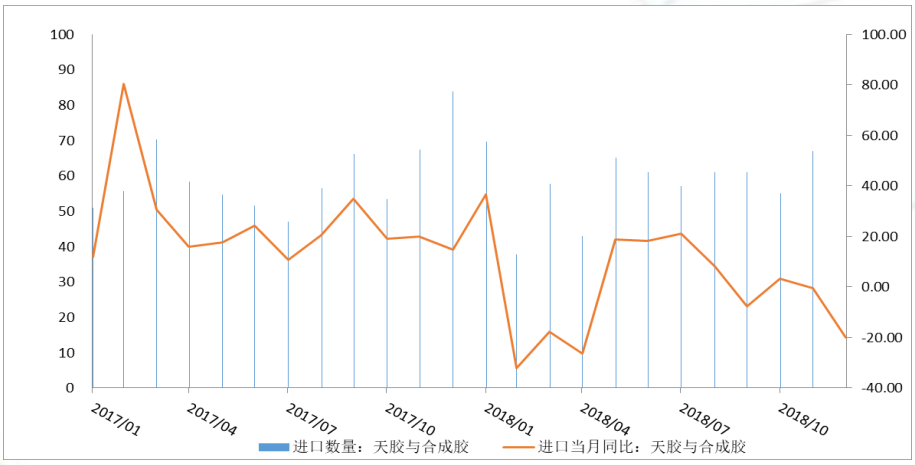


数据源：中粮期货研究院

2. 进口同比环比皆下行

中国海关最新统计数字显示，2019 年 1 月中国进口天然橡胶及合成橡胶（包括胶乳）共计 61.9 万吨，环比 12 月下跌 7.2%，同比去年 1 月的 69.7 万吨下跌 11.2%。2018 年 1-12 月累计进口 566.01 万吨，同比小幅减少 0.09%，2018 年天胶总进口量没有突破 2017 年。

图 8：天胶及合成胶进口 （万吨）



数据源：Wind

（二）需求

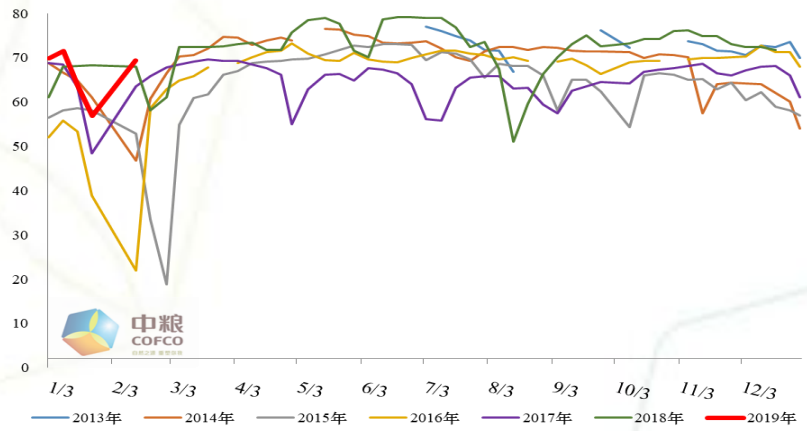
1. 高度关注节后需求回暖的速度

本周国内半钢轮胎企业开工出现明显回升，国内大多数厂家已经恢复至春节前期开工水平。目前厂家库存压力依旧不减，部分厂家支持代理商召开订货会议，以促进轮胎库存的向下传导。本周厂家方面暂无调价政策发出，市场价格方面亦是以稳为主。本周国内轮胎企业半钢胎开工率为 65.84%，较上周开工增长 31.76 个百分点，较去年同期增长 50.80 个百分点。

免责声明
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

本周山东地区全钢胎轮胎企业开工出现明显回升，大部分厂家日产量已经恢复至春节前期常规生产水平，个别厂家受到库存压力较大影响，日产量仍有恢复空间，预计次周整体厂家开工仍会有小幅提升。受到美国“双反”政策影响，出口美国订单受到了较大影响，厂家外销出口情况不佳，近期部分厂家支持代理商召开订货会，促进国内替换市场走量，减轻前期库存压力。政策方面，个别厂家发布了涨价政策。本周山东地区全钢胎轮胎企业开工率 69.33%，环比上周增长 37.04%，较去年同期增长 55.23%。

图 8：轮胎厂开工率

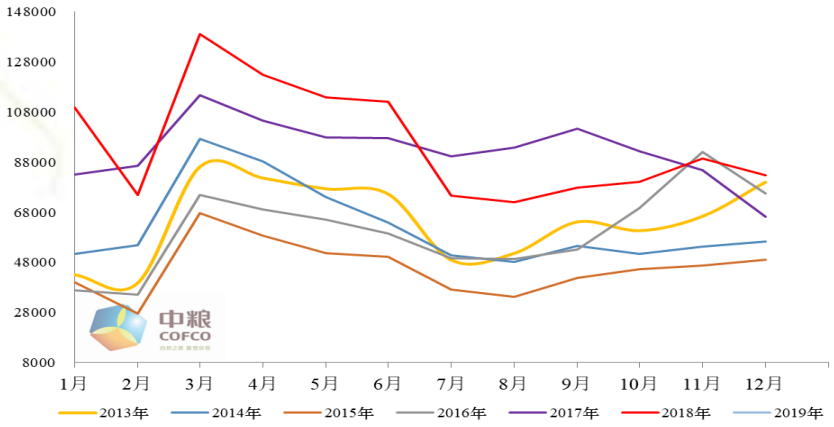


数据源：Wind

2．1 月重卡销量环比大涨，然而隐忧仍存

据第一商用车网，2019 年 1 月，我国重卡市场共约销售各类车型 9.6 万辆，环比 2018 年 12 月增长 16%，但比上年同期的 10.96 万辆下滑了 12%。9.6 万辆的月销量为有统计以来 1 月份市场销量的第二高点，仅次于 2018 年 1 月的 10.96 万辆最高值。2019 年的猪年春节来得较早，公路运输市场的淡季来的也相对较早，因此，1 月份重卡市场虽然是历史第二高点，但终端市场需求并没有看上去这么乐观，有超过三分之一的销量都来自重卡企业和经销商们为春节后的旺季备货。另外，部分主流企业把 2018 年 12 月的一部分开票销量留到了今年年初。

图 9：重卡销量（辆）



数据源：Wind

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

三、核心逻辑与策略

本周沪胶突破震荡区间上轨12000一线，盘面上大趋势已经由震荡转向了单边向上。然而，与盘面不相对称的是，基本面上并没有直接的证据表明沪胶应该大涨。一方面，虽然泰国近两个月的供应旺季产量不及预期，但是对该情况有了解的机构和个人并不多。而且，产量不及预期除了低价抑制供给，还有天气的因素。今年四月的开割是否会推迟，还很难说。天气不确定是否出问题的情况下，仅靠低价这一因素，难以形成减产预期。另一方面，从需求来看，贸易环境不良，轮胎出口受抑制，国内需求也没有治超新规这样的因素支撑未来需求。需求所拥有的，只是季节性旺季这样的常规因素。

目前貌似唯一比较直接的证据是中美贸易战缓和，然而，宏观面缓和之下，应该是普涨，又为什么橡胶明显比其他品种强很多呢？这个因素还是过于牵强。

笔者认为，不能只看当前的供求，需要回顾去年。去年的供给，由于受到天气和低价的共同作用，印尼减产、越南产量不及预期。四季度市场普遍认为虽然泰国在夏天的供给低于预期，但是一旦泰国进入年底的高产期，产量可以很快追回来。考虑到泰国的体量，只要泰国能如期增产，则去年的供给压力仍旧很大。然而，事实表明，泰国产量不及预期，其他国家又有减产出现，去年整体的供给并没有那么大的压力。反观需求，重卡销量这个数据，笔者并不认为其作用力已经消失，而只是其他因素盖过了该因素的影响力。虽然重卡销量下半年一度走软，但是全年水平较高。综合来看，去年的供求环境下，根本不该跌这么多。

去年最大的变化在于非标期现套，2017 年巨大的价差使得天量的资金参与到了非标期现套之中，这些资金在期货市场基本属于死空头，不会因为一个反弹就会平仓。多空的平衡就此打破，去年沪胶的下跌实际上是在反应非标期现套的资金影响力，并不是反应供求。

时至今年，非标期现价差长期在低位徘徊，套利的通道也十分的拥挤，而且还有 20 号标胶期货上市的预期。非标期现套已经不再是核心因素，该因素消失后，去年被低估的供求将发挥作用，支持沪胶上行。只不过缺乏直接的证据，市场舆情目前更多认为是反弹，而不是反转。

交易方面，不必等待直接的证据和逻辑浮出水面，趋势向上，可以考虑轻仓择机介入，逻辑更清晰后，再适度加仓。

（任伟 投资咨询从业资格证号：Z0012059）

免责声明
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

风险揭示

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

更多资讯，欢迎扫描二维码！

中粮期货研究院(Institute ofCOFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层邮政编码: 10007
15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, BeijingP.C: 100007
电话(phone): 010-59137331 传真(fax): 010-59137088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution *is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.*

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。