



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

供求形势难以扭转 关注阶段性确定机会

2019/1/5

橡胶年报

研究院

报告要点

- 全面治超虽然会提振重卡销量，但是会在提升轮胎配套需求的同时，抑制轮胎替换需求，使得 2020 年的需求略显偏弱。供给方面，产量增长周期仍未结束的影响力大于低价抑制供给，供给压力仍存。综合来看，供求格局为沪胶提供了偏空的背景。
- 供求与价格不是简单直接相关的，价格对供求的反应还取决于市场态度。沪胶从 2017 月 2 月开始，市场态度一直处于悲观状态，需要注意的是，2019 年底东南亚主产国出现真菌病害及中美贸易战缓和，沪胶对这些利好信息反应较为积极，说明市场态度有可能由悲观转向乐观。这种状态能否延续，是投资者在 2020 年需要重点关注的。
- 年初预测全年的走势，甚至细分到每个季度、每个阶段的走势，略显不切实际，毕竟期间可能出现的变数太多。即使年初预测被证明正确，也很可能是受到了运气的照顾。虽然我们对明年的供求形势并不看好，但是并不表示全年走势就是简单直接的弱势。根据全年的形势做交易过于粗糙，更加确定的是一些阶段性的交易机会。结合供求形势的预判，我们给出一些交易机会的条件，满足条件即考虑介入。2020 年重点关注：第一，交易方向与全年大的供求形势一致；第二，短期市场存在利多因素，且不足以导致需求格局发生质变；第三，价格已经出现了反弹；第四，短期产量快速增加。

一、2019 年行情回顾与思考

1. 行情回顾

图 1：沪胶指数日线图



数据源：文华财经

2019 年的走势阶段性十分明显，7 月之前期价两次大幅度地先扬后抑，7 月之后期价震荡上涨。年初，货币政策出现短期的松动，流动性偏向宽松给橡胶触底反弹提供了基础。再加上彼时泰国虽然处于全年的割胶旺季，但是供应却出现了旺季不旺的局面，带动沪胶出现 2019 年第一次反弹。然而春节过后，下游需求并没有明显好转，而且随着期价走高，供应增长的预期被强化，期价随之下跌。进入四五月份之后，市场出现了两方面的利好，其一是国内云南产区与泰国产区都出现了严重的干旱，导致产区开割后又一度停割；其二是海关推出混合胶进口新政策。两方面的消息都有实质的影响力，但是价格上涨幅度十分有限。进入六月之后，产区天气逐步恢复正常，期价开始跟随产量大跌。下半年，中美贸易战缓和，东南亚产区出现真菌病害，以及重卡销量超预期，多重因素导致沪胶震荡上行。

2、2019 年反思：供求与价格并不是简单对应

2019 年需求整体较为稳定，除了季节性的正常波动，并未出现超预期的变化，供求主要的变数都来自于供给。首先，目前价格处于历史低位，低价能否抑制供给可以作为资金的炒作点；其次，四五月份国内及泰国产区开割之后，产区干旱导致减产，对资金来说是直接的炒作点；最后，如果价格出现大涨，大涨之后是否会引起供给量大增，又是资金未来关注的事情。所以，供给面集合多重题材于一身。然而，供应形势与全年的价格走势并不完全一致。

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。2

去年初泰国产区在割胶旺季出现旺季不旺，四五月份产量停滞，年底东南亚产区出现真菌病害，全年连续多个时段供应都出现了问题，但是全年的价格走势却是先抑后扬，总体上看并未出现明显上涨。所以，从全局来看，供求与价格对应不上。

从局部来看，四五月份的产区干旱已经较为严重，当时还叠加了混合胶进口政策的利多消息，但是价格涨幅却很有限。回顾历史，2015 年、2016 年也在四五月份开割期出现了干旱，当时沪胶不仅涨幅大，而且增速也十分快。相比之下，沪胶四五月份的反弹，力度差太多。然而，六月天气逐步恢复正常之后，国内外产区逐步恢复生产，沪胶从六月中旬开始了大跌。产量减，沪胶小涨；产量恢复，沪胶大跌。从局部看，供给与价格并不能对应。

供求与价格不对应，并不代表交易可以脱离供求，只是说供求与价格的关系并不是表面上那么简单。即使可以预测 2020 年每个阶段供求的大致格局，也并不能直接得出相应的做多做空的结论。

二、需求略显弱势

1、全面治超利好重卡

10 月份无锡的交通事故引来社会的普遍关注，多地立即开展了针对超载治理的专项行动。交通部本来就有平安交通三年攻坚行动方案（2018-2020 年），无锡的事件使得治超的重要性愈加凸显。

本轮治超与 2016 年的治超不同。2016 年的超限超载新政使得存量重卡运力平均下滑 20%，瞬间使得重卡行业过剩保有量快速出清，同时还带来了大量的新车需求。而 2019 年的多项治理针对生产端的新增车辆，也针对运营端的保有车辆。新增车辆运力将会确定性下降，但运营的工程车和非高速行驶物流车相对较难监管，需要监管方面人力的持续投入，所以不同于 16 年，本轮治理带来的利好，将随着监管趋严及保有车辆的更新而缓慢释放。

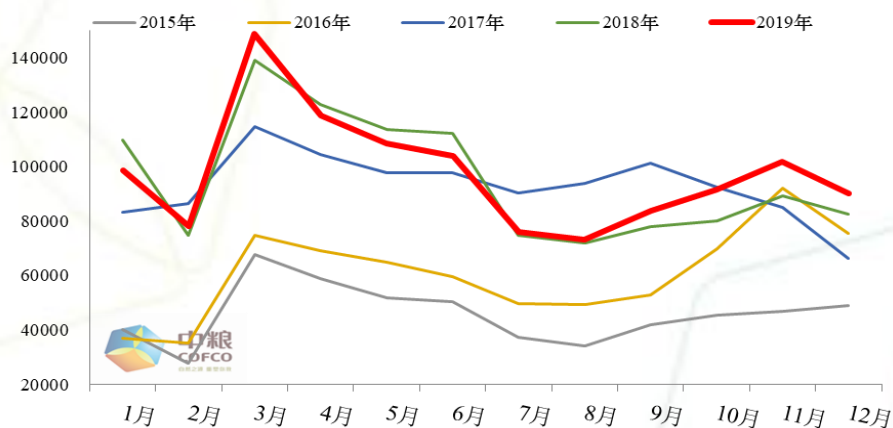
重卡市场之下的细分市场，受到治超的影响并不相同。目前高速公路通过多年的市场化治超，目前超载的情况并不严重。但是，工程车的超载问题仍旧严重。有的工程车不上高速公路，有的昼伏夜出，游走在监管的灰色地带。另外，非高速公路的物流车在物流车行业占 30%左右，目前超载仍旧严重。

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。3

根据广发证券的估算,全面治超将使得自卸车和水泥搅拌车的新车相比之前的单车载重下降 30-50%,非高速道路物流重卡与高速公路上的物流重卡单车运力分别下降 10-20%、3-5%。保守估计,自卸车、搅拌车、高速及非高速公路物流车治理带来的运力下滑,将为重卡市场带来 15%-25%的增量。工程车和非高速公路物流车,行驶的路面条件更加恶劣,导致轮胎磨损更加严重,所以这两类车型对橡胶的需求影响较大。

图 2: 重卡历年销量



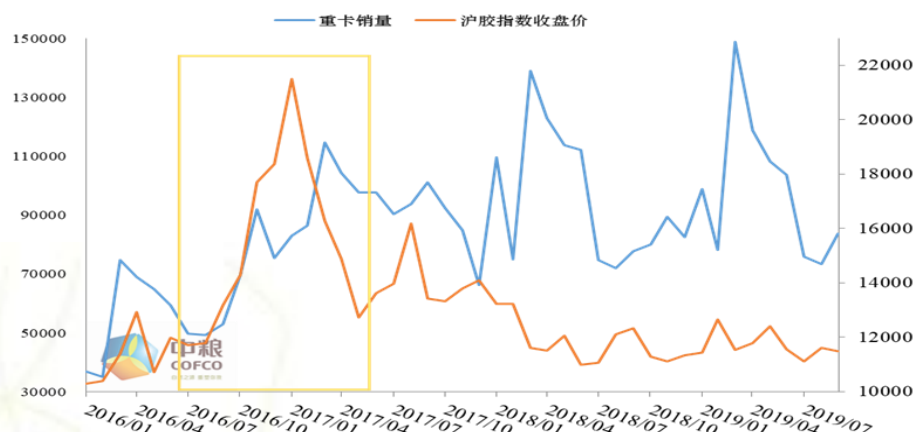
数据来源: wind, 中粮期货研究院

2、全面治超对橡胶需求是双刃剑

以史为鉴,2016 年的治超新规实施后,物流车单车运力平均下降 20%左右。一方面,带动物流重卡出现井喷式增长,2016-2018 年期间治超新规累计带来 57 万左右的新增需求。新增重卡带动了物流车的轮胎配套需求,进而提升橡胶消费。另一方面,单车运力下降导致轮胎磨损减少,降低轮胎替换需求,进而压低橡胶需求。正因为利多利空作用皆有,所以治超新规出现后,橡胶才会在 2016 年四季度大涨,2017 年出现下跌。由于 2016-2017 年已经有了一次历史经验,而且轮胎替换市场远大于轮胎配套市场,所以治超趋严对橡胶需求的影响偏向利空。

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。4

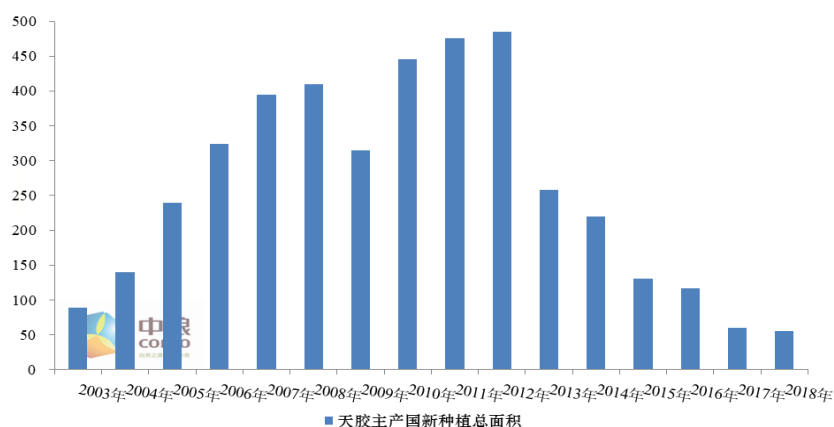
图 3：2016 年-2017 年重卡销量井喷、沪胶先涨后跌


数据源：wind，中粮期货研究院

三、低价有所抑制供给，但产量增长周期仍未结束

1、开割面积增长的隐忧未除

2009 年开始，全球天胶的总种植面积一直在增长。2005 年-2012 年，泰国、越南、中国曾经新种了大面积的胶林，印尼和印度的种植面积也有一定程度的增长。2013 年主产国新种面积开始下降，2015 年和 2016 年跌入冰点。橡胶树一般种植后 7 年可以开割，以此推算，2005-2012 年新种的胶树会在 2012-2019 年持续带来新增开割面积。另一方面，开割后的头两年产量较为有限，之后才逐渐成为正常生产的胶树，使得产量增长周期比开割面积增长周期还要滞后两年。供给增长周期的压力仍旧存在。

图 4：天胶主产国新种植面积


数据来源：wind, 中粮期货研究院

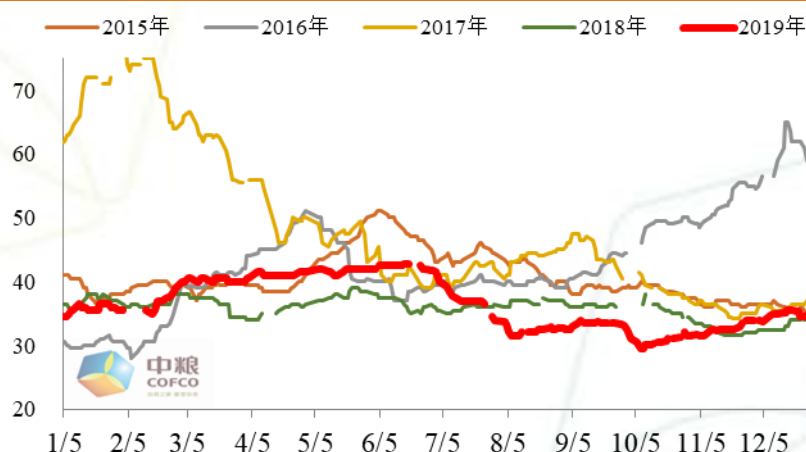
免责声明

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。5

2、低价抑制供给的现象仍将存在

去年印尼国内的库存有所增加,需求没有太大变化,结合出口数据,印尼的确出现了减产;泰国本国的橡胶消费需求增长,本国库存变化不大,结合出口数据,泰国也出现了减产。去年的减产有天气原因,也有低价抑制供给的原因。年底的东南亚产区真菌病害,并不完全是天灾,也是因为胶农割胶积极性低,对胶园疏于管理。目前的期货价格出现反弹,但是原料价格仍旧较低,低价抑制供给的现象在 2020 年仍将出现。

图 5: 泰国原料价格处于近年低位



数据来源: wind, 中粮期货研究院

3、供给为期货价设置了上下边际

若价格大涨,由于产量增长周期未结束,闲置产能仍旧很多,价格带动利润上涨,进而刺激割胶热情,带动产量大增,从而使得期价存在上边界。若价格大跌,低价抑制供给将发挥作用,期价又将在低位长时间横盘,从而限制了跌幅。

六、2020 年交易机会前瞻

1、供求综述

全面治超虽然会提振重卡销量,但是会在提升轮胎配套需求的同时,抑制轮胎替换需求,使得 2020 年的需求略显偏弱。供给方面,产量增长周期仍未结束的影响力大于低价抑制供给,供给压力仍存。综合来看,供求格局为沪胶提供了偏空的背景。

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。6

2、关注供求，更要关注市场态度

本篇年报第一部分，我们提及供求与价格不是简单直接相关的，价格对供求的反应还取决于市场态度。市场态度乐观，利多因素的影响力将被放大，利空因素的影响力将受限；反之，价格则更倾向于对利空因素做出反应。所以，2020 年的交易机会，除了供求形势，还需要关注橡胶的市场态度。

沪胶从 2017 年 2 月开始，市场态度一直处于悲观状态：2017 年 2 月份，当年 1 月份泰国出现了严重的洪水，随即出现了减产+低库存+需求旺季即将来临的局面。基本面貌似必涨无疑，但是沪胶之后的跌幅达到 30% 以上。2017 年 6 月之后，宏观预期偏差导致螺纹大涨 1000 点，但是橡胶面临重要利多却出现了“进三退二”的艰难反弹格局。9 月之后，宏观利多减弱，沪胶立即展开大跌。2018 年期间，青岛保税区库存一度持续下降，印尼、印度一度减产，市场的确存在阶段性利多。但是，沪胶全年都在“下台阶”。2019 年五六月份，产区干旱叠加混合胶进口政策，在两大利好因素的支持下，沪胶涨幅有限，之后还出现了大跌。

但是，我们需要注意，2019 年底东南亚主产国出现真菌病害及中美贸易战缓和，沪胶反应较为积极，说明市场态度有可能由悲观转向乐观。这种状态能否延续，是投资者在 2020 年需要重点关注的。

3、交易机会的要点

年初预测全年的走势，甚至细分到每个季度、每个阶段的走势，略显不切实际，毕竟期间可能出现的变数太多。即使年初预测被证明正确，也很可能是受到了运气的照顾。虽然我们对明年的供求形势并不看好，但是并不表示全年走势就是简单直接的弱势。根据全年的形势做交易过于粗糙，更加确定的是一些阶段性的交易机会。结合供求形势的预判，我们给出一些交易机会的条件，满足条件即考虑介入。2020 年重点关注：第一，交易方向与全年大的供求形势一致；第二，短期市场存在利多因素，且不足以导致需求格局发生质变；第三，价格已经出现了反弹；第四，短期产量快速增加。

（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。7

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 of COFCO 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, Beijing P.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。8

【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。

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。9