

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（季报）

供需压力增大，胶价驻底之路继续

李冻玲

产业投研部

# 李冻玲

橡胶分析师

期货从业资格号：F3038311

[Lidlcup@foxmail.com](mailto:Lidlcup@foxmail.com)

一德产业投研部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区万通中心 8 层  
802-804

## ■ 内容摘要

下半年天胶市场压力再增,9月开始全球产量高位,四季度压力最大,今年胶价低位,目前泰国等地割胶意愿一般,需关注后期胶农情绪,整体来看供需仍然过剩。我国进口方面来看,三季度进口一般持稳,但四季度进口量往往会大幅增加,但由于今年国内库存高位,且预期套利需求减少,进口量同比将持稳或小幅下降。需求方面我国整体表现难有亮点,替换胎三季度消费高峰,但11月至春节前预计消费淡季。国内目前库存高位,近期保税区内外库存有止跌回升迹象,下半年预计库存仍有增加可能,整体而言,下半年胶价仍将驻底。

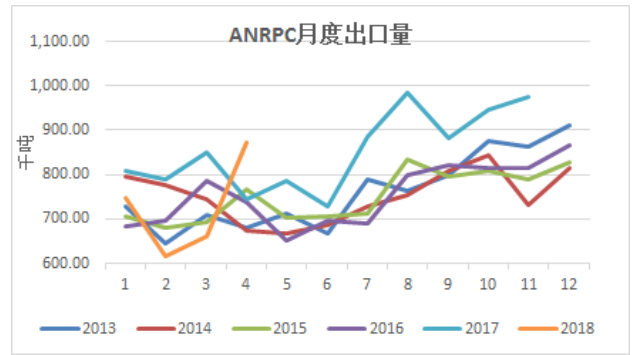
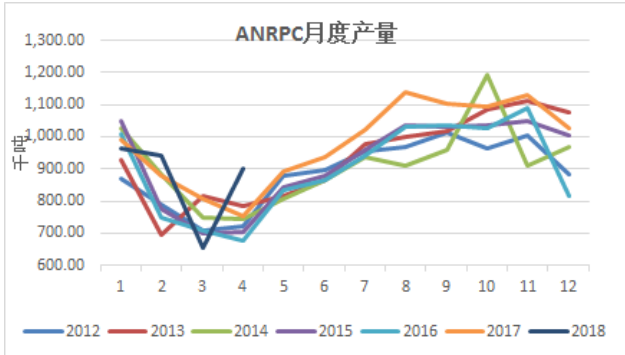
## ■ 核心观点

- 今年胶价低位,胶农割胶积极性一般,对产量增速下调,全年增速预计为3.5%,产量1374万吨左右,从季节性来看,三季度开始产量大增,四季度供应压力最大。
- 国内进口方面,我国今年进口积极性低,此外,今年期现价差拉大有限,套利需求减少,进口量总体来看或保持平稳或可能小幅下降。消费方面,替换胎三季度消费高峰,而四季度面临压力,配套胎产销较为平稳,整体内销和去年预计持平或小幅增长。出口方面下半年需要关注中美贸易争端,出口总量较去年增幅预计在2%以下。
- 库存方面,近期保税区内外库存有提升迹象,但7-8月到港量尚未大幅增加,预计区外库存将持稳或小幅下降,而9月进口增加,库存应会再增。
- 目前天胶对于合成胶的替代比例在10%以上,预计下半年替代持续,全年可达到50万吨左右。此外若全乳胶长期贴水混合胶600以上,或会加快全乳胶的消化。
- 沪胶09运行区间在9000-12000,反弹至11000以上短空,01合约运行区间11000-14000,现货运行区间9500-13000,保持反弹抛空思路;跨期方面,九一价差面临9月合约交割现实,有拉大需求,反套可持有;期现方面等待后期价差拉大后介入买现货抛期货套利。

# 目 录

1. 供过于求，下半年产量集中释放 .....	3
2. 国内供应增加，消耗缓慢，库存压力大 .....	4
3. 库存高位且持续增加 .....	5
3.1 保税区内外库去库存或已结束.....	5
3.2 国内供应放量，上期所库存压力大.....	5
4. 下游消费表现平淡 .....	6
4.1 内忧外困，轮胎产销不佳.....	6
4.2 乘用车产销平稳，重卡超预期表现难持续.....	7
4.4 替换胎市场持续低位.....	7
4.5 贸易争端不断，出口市场存挑战.....	8
4.6 天胶价格低位，应用替代.....	9
5. 下半年行情走势及操作指导 .....	10
5.1 驻底之路继续，单边逢高短空为主线.....	10
5.2 期现套利逐步出场，后期关注入场机会 .....	11
5.3 九月交割，九一价差有望拉大.....	11
6. 其他事件影响 .....	12
6.1 产区天气影响割胶.....	12
6.2 主产国政策.....	12
6.3 轮储风险.....	12
免责声明 .....	13

## 1. 全年供过于求，下半年产量集中释放



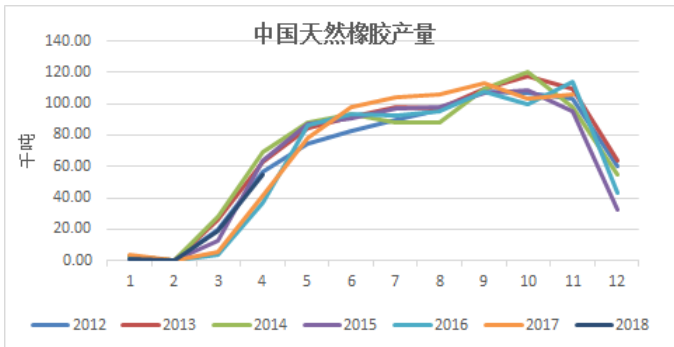
按照今年年初的预算，2017年新增开割面积36.1万公顷，与2011年新增种植面积较为相关，预计2018年新增开割面积40万公顷左右，则开割总面积预计可达954万公顷，增速4.4%左右。根据ANRPC数据，今年前4月全球天胶产量增长2.6%至402万吨，其中泰国增长5%，印尼增长4.4%，中国增长48.3%，柬埔寨增长9%，部分国家产量下降，越南-5.1%，马来西亚-22.8%，印度-11.4%，斯里兰卡-9.4%。印度和马来西亚由于胶价较低，割胶积极性差，部分未成熟胶林被弃割。

今年我国、泰国等地停割期间风调雨顺，胶树长势良好，导致大部分地区提前开割，但开割以后，4月份是经历了干旱，6月初又经历连续降雨导致割胶受阻，整体来看，产量增加未达到预期。此外，由于今年胶价持续低位，泰国产区杯胶价格在35-38泰铢/千克，胶水价格在40-50泰铢/千克，近期在44泰铢/千克左右，该价格尚未引起大面积的弃割，但胶农的割胶积极性较低，预计5-6月产量增速有所放缓。根据已过的几个月实际情况，结合全年来看，在价格难以大幅上涨情况下，对产量增速下调，全年增速预计为3.5%，产量1374万吨左右。

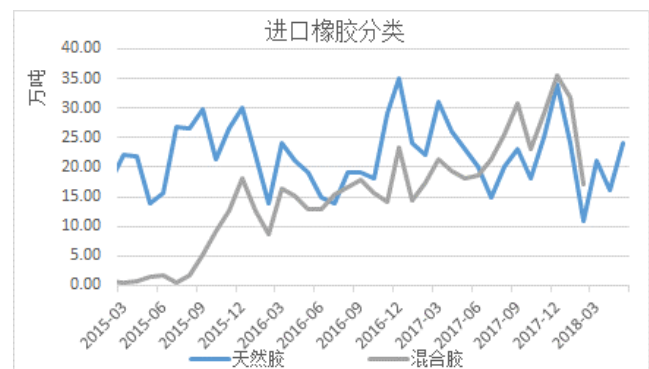
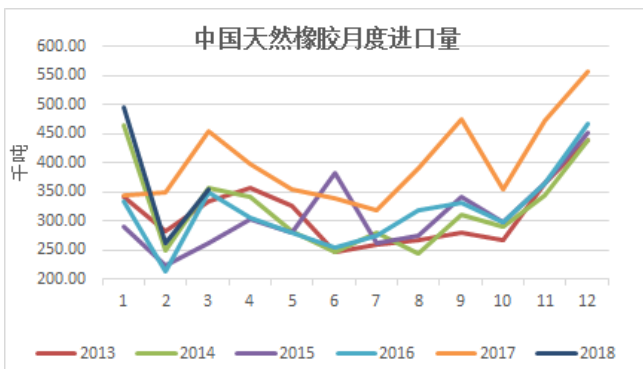
从主产区季节性来看，泰国和马来西亚在3-5月由于停割导致产量低位，而6月份开始产量逐步上升；印尼在6-8月份落叶停割，产量下降，10月开始产量逐步上涨；越南在2-4月产量低位，6-9月产量上升，11月开始下降；中国从4月开始产量逐步上升，至12月开始入冬落叶，产量减少。所以从全球割胶情况来看，下半年为产量高峰，在8-12月产量均保持高水平。

出口情况来看，今年1-4月ANRPC总出口量为289万吨，比2017年下跌-9.3%，相比于产量的大增，出口的下跌幅主要是前期限制出口政策导致。5月泰国越南等地出口大增，前期累计库存消耗较多，目前泰国工厂原料库存低，二盘商库存也较低。从历年出口季节图可以看出，7月开始出口量往往会有大幅增加，届时全球供应压力增大。

## 2. 国内供应增加，消耗缓慢，库存压力大



由于我国人力成本较高，目前胶价格低位情况下，我国产量预计将长期持稳，预计今年产量仍在 80 万吨左右。从上半年表现来看，今年我国云南等大部分产区提前开割，但 4 月份干旱，海南地区约 20% 的胶树在雨水偏少情况下感染百分病导致延迟 10-15 天开割。此外 5 月份以来由于降雨量大导致胶水产出受影响，此外由于成品价格的降低直接拖累，我国产区原料价格低位，云南胶水目前已达到 9-10 元/千克，海南胶水价格在 10-11 元/千克，农割胶积极性低。因而前几个月国内产量并不高，1-4 月产量为 7.46 万吨，比去年增加 48%，主要是 3 月提前开割，增速大。

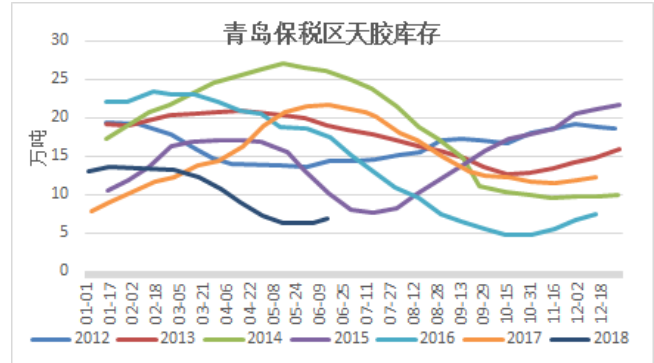
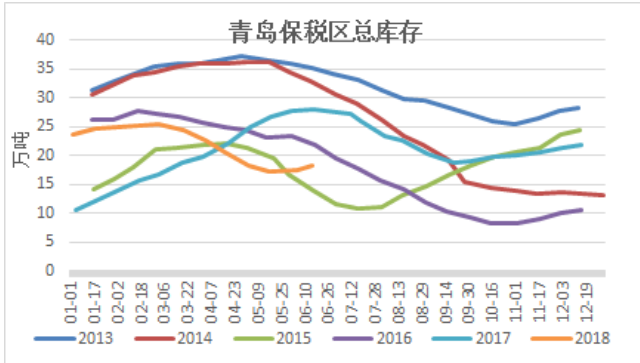


就国内进口情况看，1-3 月由于限制出口导致我国进口量下降，1-3 月天胶（包括混合）进口总量 111.1 万吨，比 2017 年下降 3%，5 月由于前期延迟部分集中到港，4-5 月进口天胶（不包含混合）65 万吨，比去年高 18%。5-6 月主产区产量尚未大幅释放，且其国内工厂及二盘商库存低，预计出口较少，6-7 月国内进口压力预计较小。而在 7 月开始国外库存累积，出口预计将会持续增加，我国进口量从 8-9 月开始承压。但由于我国消费平稳，高库存难以得到有效消化，因而下游对进口需求减少。

此外，去年我国大量进口的另一个原因是套利盘的需求，去年 2 月以及 7-8 月沪胶 01 与混合胶的高升水使得套利需求大增，导致全年进口总量大增 27%。而今年下半年，期现难以出现如此大的价差，导致的套利需求减少，进口量总体来看或保持平稳或可能小幅下降。

### 3. 库存高位且持续增加

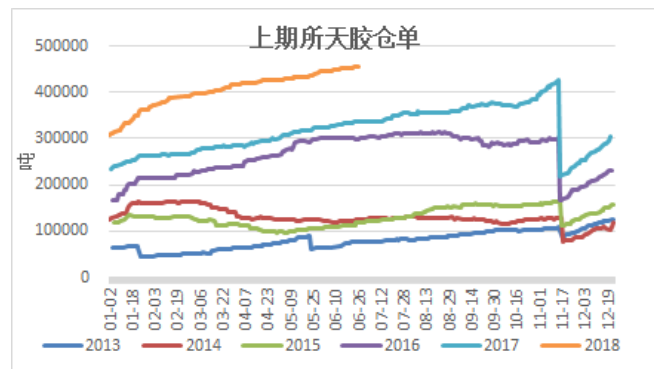
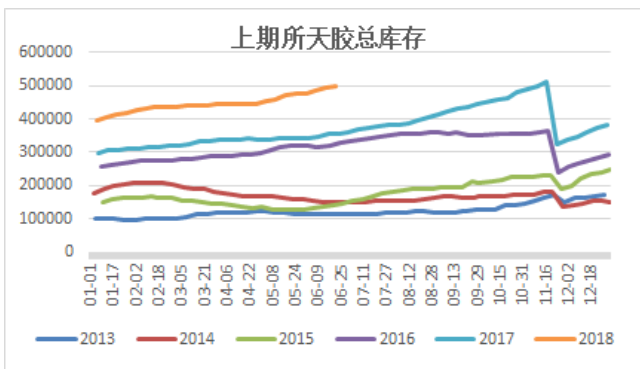
#### 3.1 保税区内外去库存或已结束



去年进口标胶占比下降，保税区总库存压力不大，2月达到25万吨，其中天然胶库存约14万吨。1-3月主产国限制出口导致我国进口量减少，加之春节后的消费高峰，导致库存消耗加快，从3月中旬保税区库存开始减少，至5月中旬，库存总量降至17万吨左右，其中天胶库存一度低至6万吨左右。此后由于船货集中到港，库存去化提前结束，到6月中旬，保税区库存回升至18.2万吨，其中天然胶库存约7万吨。区外库存也经历了相似的过程，但总量一直保持在20万吨以上高位，目前区外仓库几乎都是满库，压力大。

就下半年情况来看，根据前述对我国进口情况的分析，8-9月进口量预计承压较大，但由于彼时天气炎热，为我国替换胎消费高峰，消耗较快，保税区库存上涨压力较小。但由于区外目前已接近满库容状态，后期库存恐难有更大幅度上涨。

#### 3.2 国内供应放量，上期所库存压力大



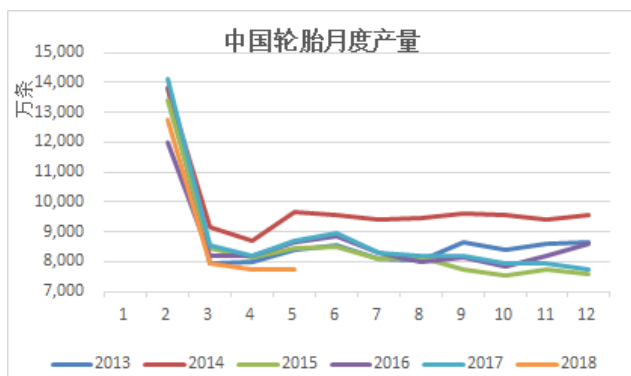
今年上期所库存相比去年高40%左右，且一直处于增加状态。截止到6月22日，上期所总库存约为50万吨，仓单45.4万吨，其中老胶（2017及以前）仓单约30万吨，该部分仓单将在11月集中注销出库，烟片胶据了解约十万吨，预计将在明年1月集中注销。此外今年上期所新规，标准仓单管理系统将于每年11月30日24点，对上一年度生产的国产天然橡胶仓单自动转作现货，将会增大仓单压力。

去年全年我国全乳胶产量37万吨左右，今年我国天胶总产量预计和去年相当，则全乳预计也要30-40万吨，并且产量在下半年集中释放，预计到11月合约交割前，仍将会有15万吨以上的增量，届时总库存将超过65万

吨，压力将再创新高。

## 4. 下游消费表现平淡

### 4.1 内忧外困，轮胎产销不佳

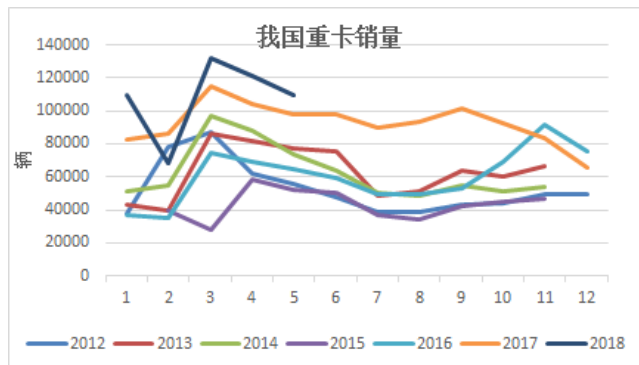
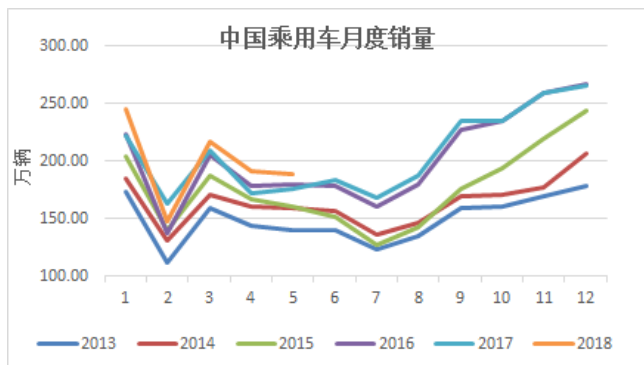


今年我国轮胎产销面临诸多困境，首先是经济发展趋于平稳，此外今年减少我国减少财政赤字，上半年对于房地产和基建的投资减少，此外在需求方面，总体来说导致我国替换胎市场的需求较弱。而在轮胎出口方面则不断面临困扰，美国欧盟等不断征收反倾销税，此外从3月开始特朗普不断发出针对我国的进口产品征收反倾销税，从而导致我国轮胎市场出口担忧情绪加重，在以上地区的出口占比下降。内外交困情况下，我国上半年轮胎产销表现不佳。1-5月我国橡胶轮胎外胎产量总计3.62亿条，累计同比下滑8.3%，其中1-3月子午线轮胎产量1.55亿条。从右图可以看出，目前轮胎外胎产量中的子午线轮胎占比不断上涨，今年约占75%，因而今年1-5月子午胎产量约2.72亿条，和去年近于持稳。

下半年宏观总需求压力渐显，实体流动性持续偏紧，房地产处于下行通道，利润回落将是今年工业企业的常态，生产积极性的降低也会导致供应的下滑，经济形势依然不利于轮胎内销。而在出口方面则更需关注贸易环境的影响，无明显利空下，出口或将保持缓慢增长。整体来看，下半年轮胎消费难有太大亮点，预计轮胎产销持稳或小幅增长。

就应用分类来看，我国天胶消费的60%来自于卡客车轮胎市场，其中替换市场占比约在25%，出口占比约为27%，配套市场占比约为6-8%。

## 4.2 乘用车产销平稳，重卡超预期表现难持续

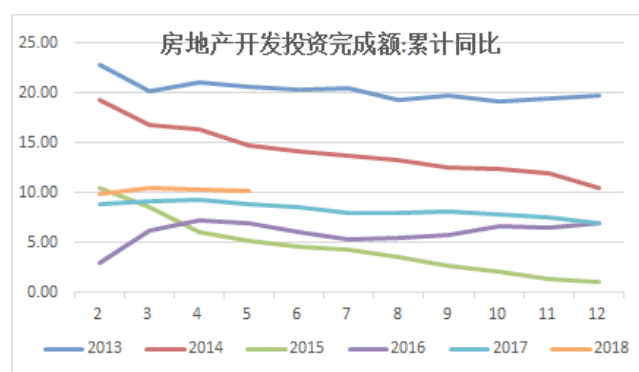
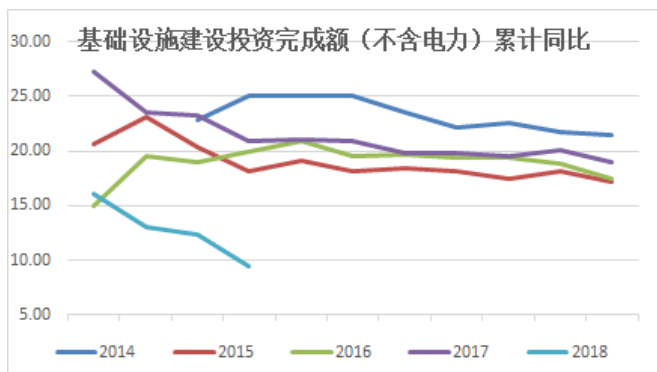


乘用车产销方面，目前我国汽车市场已经进入低速平稳发展状态，此外，国家提倡的节能环保要求使得汽车产量面临较大压力。1-5月商用车累计产量184.1万辆，累计同比7%，销量累计188.5万辆，累计同比7%。

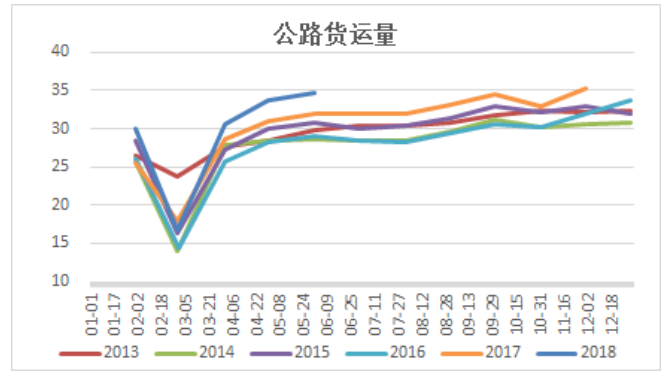
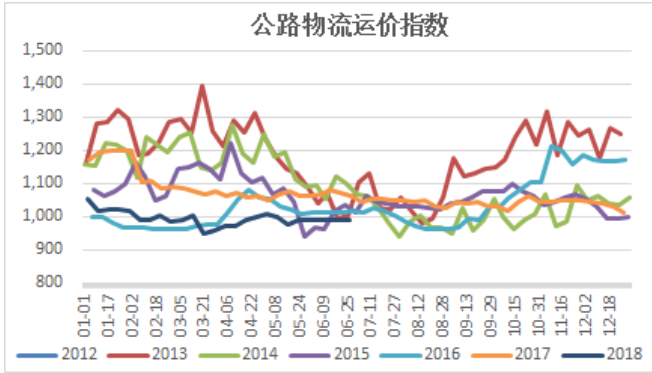
自2018年7月1日起，降低汽车整车及零部件进口关税。尤其是将乘用车税率从25%的税率降至15%，将汽车零部件进口税率降至6%。就市场反应来看，6月由于在观望期，产销和零售均不强。下半年来看，该政策的影响或导致国产车需求有所下降，但鉴于进口车的价格一直较高，降关税的替代效应有限。下半年来看，三季度为乘用车产销淡季，四季度尤其春节前为乘用车产销旺季，在今年无特殊政策利好及宏观经济预期不佳情况下，乘用车产销增速预计在5%左右。

重卡产销方面来看，今年重卡产销超预期，今年1-5月，重卡市场累计销售56.02万辆，比去年同期的48.61万辆上涨15%。从类型看，重卡的大幅增长动力仍来源于工程车，而牵引车的占比下降持续下降，从1月的43.2%下降到4月的37.2%，5月预计占比更低。工程车的增长主要源于房地产投资的季节性高位以及各地淘汰更新环保型渣土车的需求。下半年重卡需求面临库存高位，需求下滑的问题，同比有下降可能，但全年销量破百万已成定局。

## 4.4 替换胎市场持续低位





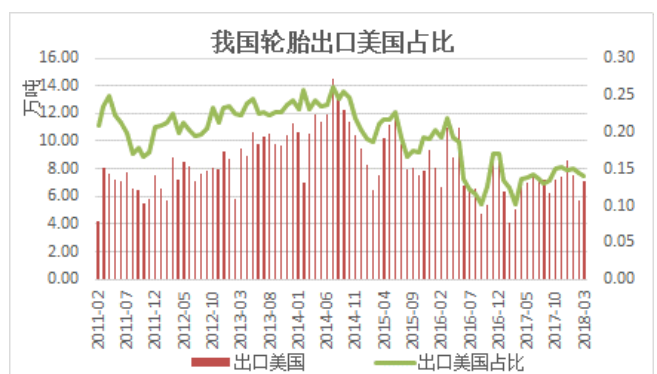
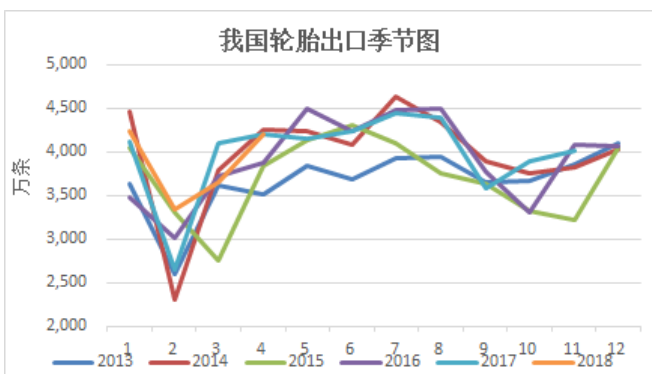


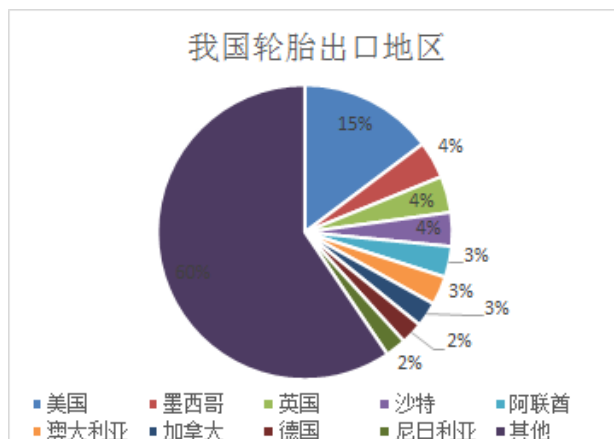
替换胎频率主要由车辆出勤率，载重量等因素决定。从货源方面来看，由于今年我国整体经济形势不乐观，财政赤字的下降使得固定资产投资增速放缓，从过去的几个月来看，房地产以及基建投资完成额为历年最低水平，仅不足 10%。而从供给方面来看，上半年由于原料的下降以及价格的上涨导致工业企业利润较好，开工率较高。但从需求来看，我国社会消费品零售总额增速缓慢，仅为 3-5%，远低于前几年水平，表明终端需求增量有限。此外，国家目前大力提倡公路运输向铁路运输的转变，导致公路货运占运输总量比例不断下降。再叠加环保限产等原因，今年上半年我国公路运输货源减少，物流运价指数一直持续低位。

从载重方面来看此外由于“921 治超”之后，超重情况很少出现整体而言，此外，目前轮胎企业对于轮胎使用里程方面的竞争，也使用时间延长，物流牵引车的轮胎替换周期达到一年以上。今年配套胎和出口表现平稳的情况下，替换胎市场的不佳也是轮胎产销不佳的主要原因。

下半年来看，我国对于房地产和基建方面的投资有望增加，但由于经济景气度差，商品供应以及需求方面难言乐观，因而整体对于替换胎的需求较差。从季节性来看，7-10 月高温对于替换胎的需求有望增加，此后需求减少。

#### 4.5 贸易争端不断，出口市场存挑战





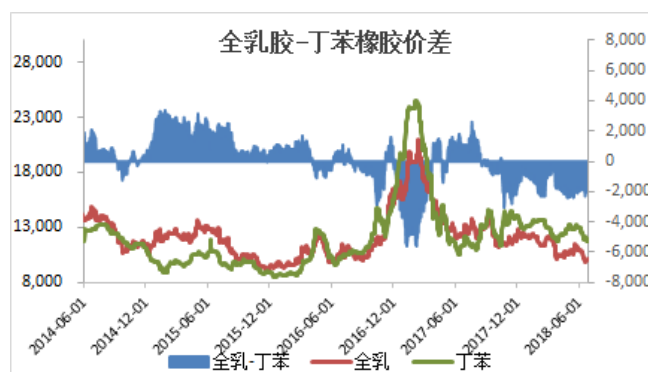
我国 1-5 月我国出口新的充气橡胶轮胎 1.97 亿条，同比增长 2.4%，表现好于内销，但较为平淡。除了国产轮胎的同质化，竞争力低等困难，和主要出口市场的贸易摩擦也是很大挑战。

美国和欧洲为我国出口的重要市场，近年来美国不断对我国进口轮胎发起双反调查，美国市场占比不断下降，目前占比不足 15%，此外今年以来贸易战备受关注。今年开始美国不断发起对我国的贸易争端，从 3 月 8 日宣布对进口钢材和铝产品加征关税，到 3 月 23 日宣布对 600 亿中国进口商品加征关税，再到 4 月 3 日，列出加征关税详细清单，再到 6 月 15 日，宣布将对从中国进口的 500 亿美元商品加征 25% 关税，其中涉及到翻新轮胎等部分轮胎产品。从涉及到的税则号来看，由于并非主要出口品种，影响有限，但由于贸易环境的恶化，对于出口市场的担忧不断加剧，已有部分订单受到波及。

此外，欧盟委员会 5 月 4 日发布了对于进口源自中华人民共和国的新旧翻新卡客车胎征收的临时反倾销税。对象为轮胎负荷指数超过 121 的中国产全新或翻新卡客车轮胎，目前欧盟占我国卡客车轮胎出口的 15% 左右，而涉及到的税则 40112090 占欧盟从我国进口卡客车轮胎的 84% 左右。也即，约 13% 的我国卡客车轮胎出口份额受到影响。反倾销税的征收使得我国出口欧洲市场关闭，需要关注该政策的实施。

整体而言，下半年三季度为出口传统旺季，四月出口量较小，但由于受到贸易摩擦的影响，预计同比增速将在 2% 以下。

#### 4.6 天胶价格低位，应用替代有望增加



由于去年以来天胶开始贴水合成胶，开始发生天胶对于合成胶的替代，由于轮胎原料的使用性能差别，理论

上天胶对于合成胶的替代比例为百分之十几。下半年随着天胶供需压力的增大，价格持续承压，而合成胶原料苯乙烯反倾销案使其价格得到支撑，预计天胶持续倒挂合成胶，则替代作用将持续，去年我国主要合成橡胶消费 478 万吨，按照 10%比例计算，天胶替代消费达到 50 万吨左右。

此外，在天胶的使用方面，我国全乳胶的消化一直较为缓慢，主要原因在于轮胎使用中混价格低廉且性质良好，但如果改变配方，亦可将全乳用于轮胎生产，对于生产工艺要求较高，并且由于全乳胶增值税 10%，而混合胶增值税 16%，全乳胶贴水混合胶 200 元左右，不具有价格优势，在目前的价位下，考虑到 6%的税差以及工艺转换，全乳胶技术处理等问题，在达到贴水 600 元左右时将会引起大幅的替代，届时全乳胶库存将可得到消化。

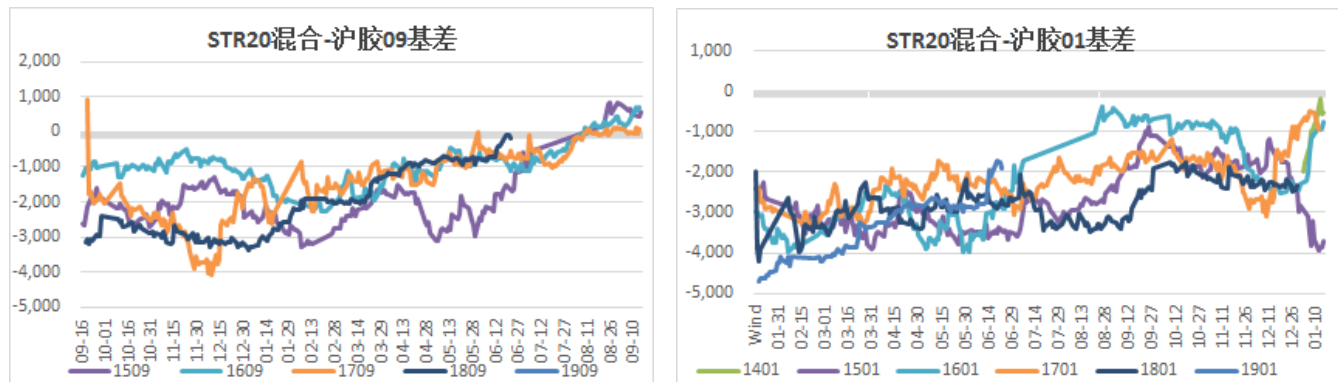
## 5. 下半年行情走势及操作指导

### 5.1 驻底之路继续，单边逢高短空为主线

由上文的分析，下半年全球供应压力释放，尤其是四季度割胶旺季，届时我国进口压力增大，但是由于今年国内库存高位，需求有限，且今年期现价差难以达到如此大的水平，因而套利需求有限，整体来看进口较去年持稳或小幅下降。就需求方面来看，今年整体需求较去年小幅上升或持平，三季度天气为替换胎旺季，轮胎消费得到支撑，10 月以后或将面临压力，届时替换胎需求淡季来临。从供需平衡方面看，7-8 月由于消费旺季而供应尚未大幅来临，预计供需将会紧平衡，而此后由于消费淡季，供应增加，供需压力再次增大。库存方面来看，目前我国库存仍处于高位，保税区外混合胶库存预计超过 25 万吨，保税区约 7 万吨天胶库存，此外上期所库存超过 50 万吨，其中有超过 30 万吨今年底需集中注销的老仓单。由此来看，今年下半年库存压力大，尤其 11 月老胶仓单集中注销后，将会使得现货市场压力再次增大。

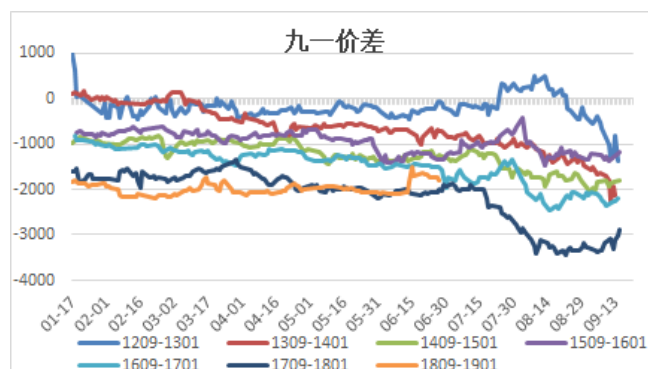
下半年在供过于求而巨量库存难以消化的情况下，天胶价格预计持续处于低位，7 月有望小幅上涨，而在 8 月以后，沪胶 09 合约交割前有很大概率破万，此后也将持续处于低位，主力 09 运行区间在 9000-12000 之间，破万以后或将刺激抄底资金介入，01 合约运行区间 11000-14000。现货方面价格预计将在 9500-13000 之间，当价格达到万元以下，将会刺激下游企业备货。操作上，单边保持逢高空，目前沪胶主力在 10000-11000 区间，9 月合约交割前可在反弹至 11000 以上抛出。

## 5.2 期现套利逐步出场，后期关注入场机会



今年期现价差快速回归，目前混合胶和沪胶 09 基差在 200 左右，甚至一度达到贴水，到 09 合约交割回归空间有限，近期建议期现套利准不出场。目前 01 合约与混合胶基差约为 2000，由于 01 合约压力较小，可关注后期期现再次拉大的新入场机会，按持有到明年 9 月计算，期现持有成本约 1800 元。

## 5.3 九月交割，九一价差有望拉大



由于受到 11 月仓单集中注销压力，一般九一价差会在临近交割前拉大，一般要大于 1800，有利于套保头寸接货，但今年 6 月传出 20 号胶立项消息影，预期将会使沪胶远月高升水减小，受此影响九一价差一度收窄至 1300 附近。但如前述，今年 9 月合约到期交割压力大，预计 9 月 11 月将有 30 万吨以上老胶集中交割，且今年老胶将于 11 月集中出库，再次打击多头接货积极性，因而九一价差将有望拉大到 2000 以上，在 09 合约交割前可进行九一反套。

## 6. 其他事件影响

### 6.1 产区天气影响割胶



天气对于割胶影响很大，所以历年极端天气的变化总会引起供应的短缺从而引发价格大幅提升。例如 2010 年下半年，由于国内外天胶产区不同程度遭遇恶劣天气影响、市场预期等多重因素作用下，天然橡胶价格不断攀升，达到历史最高水平。2016 年底泰国洪水导致产出受限，市场预期产量大幅减少，从而导致胶价一度 20000 以上的历史高水平，创下橡胶熊市中的价格高点。今年开割以来，主产国天气先是经历了降雨偏少，此后有经历了降雨量大导致产量增长缓慢，现在泰国雨季已经到来，是否会出现极端天气也显得尤为重要。

据泰国气象局 7-9 月，泰国雨季余量加大，尤其是在 8-9 月，可能会出现森林洪涝灾害，西南季风强度再加大。10 月以后北部及东北部的雨量预计有所下降，而受来自我国的亚热带高压影响，中部、东部以及南部降雨量预计加大。

此外，在胶树停割期发生的自然灾害很有可能会影响后期割胶。例如 4 月，印尼苏北省该省降雨突然变多，真菌大量繁殖，从而导致橡胶树大量落叶。5 月，苏北省降雨量仍然较大，且遭遇高温等恶劣天气。这导致该省在 2018 年第三次进入到落叶季。

### 6.2 主产国政策

从历年行情图中可以看出，主产国出台的胶价提振政策或多或少会对行情产生一些影响。目前胶价逼近万元，接近 2009 年金融危机导致的最低价格，主产国出行减产等政策，则有可能导致行情变化。就实行力度来看，由于泰国对橡胶产业的依赖度高，发生砍树减产的可能性小，而马来西亚发展其他替代农业，有可能引起产量下降。

### 6.3 轮储风险

我国天胶国储库存量大，市场传国储库存 50 万吨以上，此外生产时间久，最老一批货物为 2009 年，因而近两年来市场一直传出轮储传言。无论轮出的老胶以何种形式流入市场，对于目前已处高位的天胶库存都是雪上加霜。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023  
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2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel：0535-2163353/2169678