

【申银万国期货】短多长空对待天胶

——03 月天然橡胶期货投资策略报告

2019 年 02 月 28 日

摘要:

- 目前市场热点一是主产国限制出口，这个连续三年都是在年初停割季炒作，实际作用较小。今年 30 万的量与往年一致。二是需求端汽车下乡消费刺激，2009 和 2015 年两次消费刺激效用已经递减，当时叠加其他利好，天胶冲到 40000 以上和 22000，这次效用应该更低，目前还没有细节。三是目前市场资金和外部影响因素作用，排除基本面的其他因素带动价格反弹的推力比较强。观察资金春节后明显充足，在期货和股市也有轮动。天胶价格在低位，又没有新胶，时间周期上适合做多。
- 虽然目前是比较好的反弹节点，但是反弹追多风险较大。基本面支撑较弱，空间上关注 13000-15000 一带。具体关注后期是否有实质减产或需求端大规模刺激，短期反弹预计仍有一定延续。但后期价格下跌仍是大概率事件，操作上，短多长空思路。

分析师

倪梦雪 能化分析师
 从业资格号：F0264569
 投资咨询号：Z0002226
 电话：021-5058 6042
 邮箱：nimx@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 8 楼
 邮编：200122
 电话：021 5058 8811
 传真：021 5058 8822
 网址：www.sywgqh.com.cn


 申银万国期货
 宏观金融研究


申银万国期货研究

核心因素评定表:

核心利多因素	影响力演化方向	评级
周期性供应淡季	增强	★★
现货靠近成本支撑	平稳	★★
消费刺激政策预期	增强	★★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
终端需求持续回落	趋强	★★★★
国内高库存	趋弱	★★

综评：3 月市场预计冲高回落。

注：“★★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★★”支撑型因素或阻力型因素；“★★”背景型因素。

目录

1、操作策略	3
1)、短线操作	3
2)、套保操作	3
2、行情分析	4
1)、关键数据表	4
2)、周期分析	5
3)、行情图解	5
4)、市场热点	9
3、交易逻辑	10
4、风险提示	11

1、操作策略

1)、短线操作

短多长空操作策略。

短期做多，轻仓快进快出，反弹高度较难把握，建议等待回调介入，13000 以上不追多。

策略：1905 在 12000 一带轻仓尝试做多。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	跟踪止损	评级
05 做多:	12000-12500	11800	13500-15000	13000 以上背靠 5 均跟踪离场	★★★
09 做空:	13500-14500	15000	12000		★

2)、套保操作

05 合约 13000 以上以卖出套保为主。

2、行情分析

1)、关键数据表

期货		日胶指数	沪胶主力	总持仓变化 (万手)	1909-1905 价 差
	2月	197	12405	52.87	265
	1月	185.3	11330	48.8	275
	涨跌	11.7	1075	4.07	-10
国外原料	泰国市场	烟片(泰铢/ 公斤)	杯胶(泰铢/ 公斤)	胶水(泰铢/ 公斤)	烟片-胶水
	2月	47.8	38	45	2.8
	1月	46.86	36	39.5	7.36
	涨跌	0.94	2	5.5	-4.56
国内现货		上海	泰国 RSS3	沪胶-上海	沪胶-RSS3
	2月	11650	13300	755	-895
	1月	11100	12600	230	-1270
	涨跌	550	700	525	375
进口及库 存(月 度)		橡胶进口(万 吨)	国内产量(万 吨)	保税区库存 (万吨)	期货库存 (吨)
	现值	61.9	-	-	437876
	前值	66.7	-	-	434270
	涨跌	-4.8	-	-	3606
下游 (月度)		汽车产量(万 辆)	汽车销量(万 辆)	轮胎产量 (万条)	轮胎出口 (万条)
	现值	236.51	236.72	-	4522
	前值	248.21	266.15	7231.6	4320
	涨跌	-11.7	-29.43	-	202
		汽车库存(万 辆)	经销商库存系 数	物流业景气 指数	全钢胎开工 率
	现值	116.4	1.4	53.7	66.33%
	前值	115.9	1.73	54.7	56.92%
	涨跌	0.5	-0.33	-1	9.41%

备注：数据截至 2 月 27 日。 资料来源：Wind, 文华财经, Qinrex

2)、周期分析

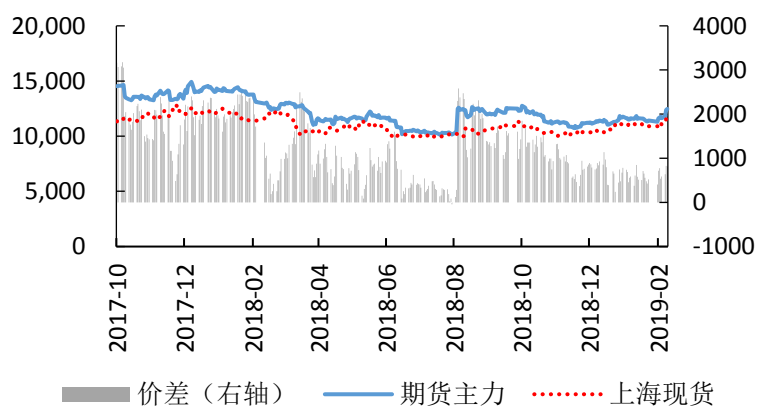
国内产区停割，泰国主产区也将逐步停割。新胶产出不确定性增强。主产国挺价政策出现是大概率事件。需求方面，终端汽车产销继续回落，传统季节性淡旺季无效。

表 1：供需周期变化表

1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
丰产	低产			丰产			减产			高产	
需求旺季				需求淡季				需求旺季		需求淡季	

3)、行情图解

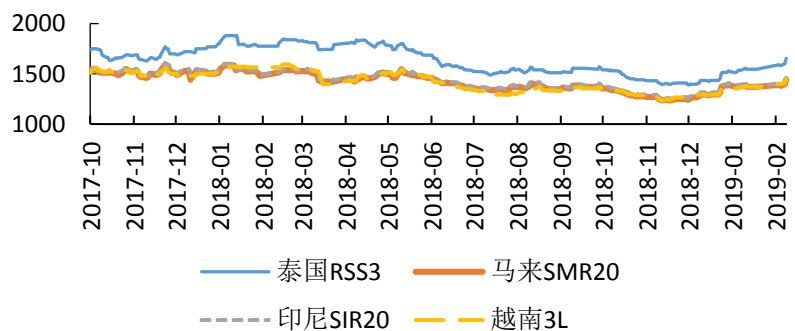
图 1：沪胶主力与现货价差走势图（元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

2 月沪胶主力走势一路上行，国内现货也同步上涨，但上涨幅度不及期货。期货主力 05 合约单月上涨 7.77%，期现价差较上月 560 大幅拉升至 800。美金胶价格大幅拉升带动国内沪胶上行。国内春节后资金充裕，工业品整体走强对沪胶反弹也起到推动作用。

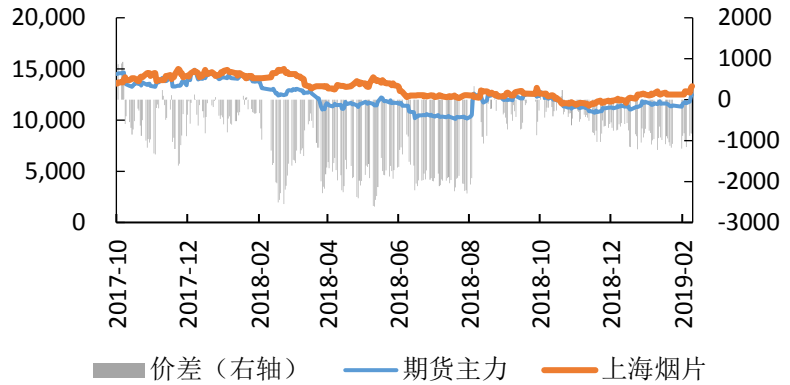
图 2：保税区现货报价（美元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

保税区美金胶价格较 1 月普遍上涨 100 美元。泰国烟片单月上涨 7% 至 1655 美元/吨，马来标胶上涨 5.4% 至 1455 美元/吨，印尼胶上涨 5.79% 至 1460 美元/吨，越南 3L 胶上涨 6.6% 至 1450 美元/吨。价格较去年末低点分别已上涨 19.06%，16.53%，15.87%，15.53%。

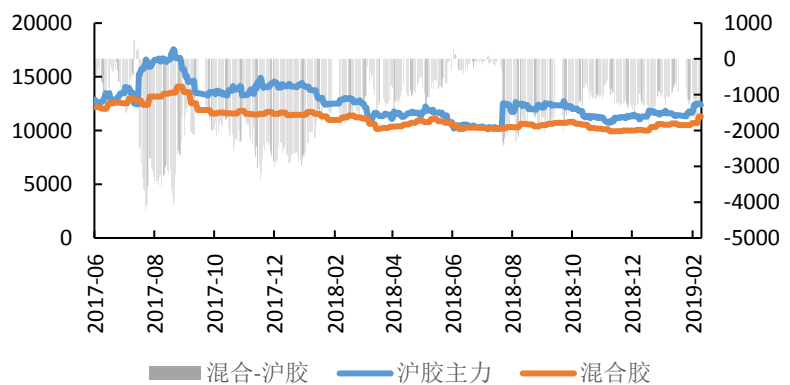
图 3：沪胶与烟片价差（元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

国内期货主力 2 月持续反弹，此前泰国烟片自去年 12 月开始价格已出现反弹，拉升了二者价差。目前二者价差有所回落，较 1 月底-1125 缩小至 840。

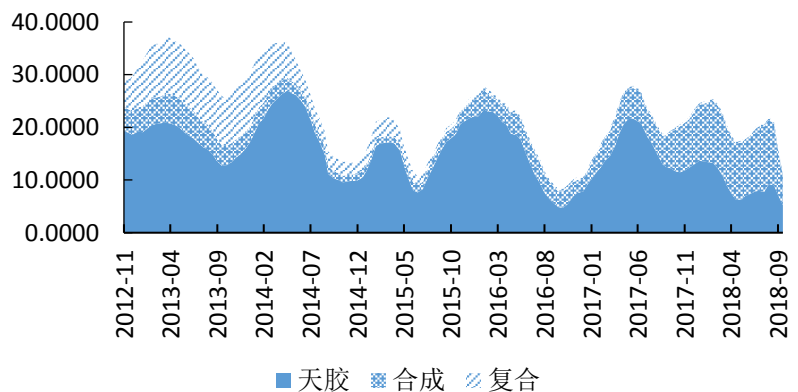
图 4：沪胶与混合胶价差（元）



资料来源：Qinrex，申万期货研究所

混合胶上涨幅度不及沪胶。2 月上涨 6% 至 11300，与沪胶价差拉大至-1105，较 1 月底-680 扩大 425。价差拉升势必刺激期货套利介入，但目前期货走势强劲，卖出期货存在浮亏及追保风险，期现套利预计难度较大。

图 5：保税区天胶库存（万吨）

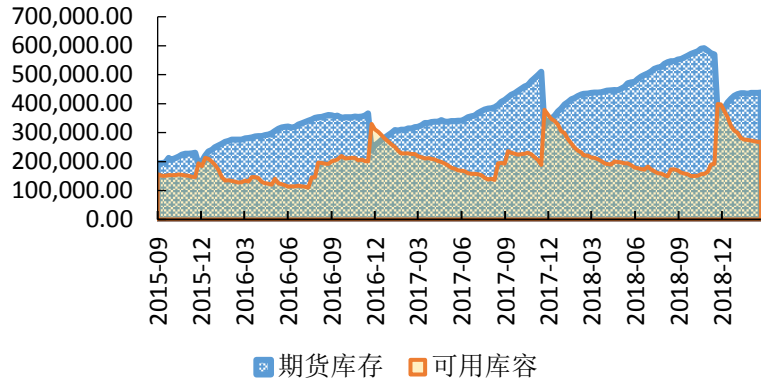


资料来源：Qinrex，申万期货研究所

青岛保税区库存自去年 9 月下旬开始大幅回落。由于统计口径变化，实质库存变化难以观测。短期库存数据暂停。但据市场消息，目前库存未出现明显缩减。

图 6：上期所天胶库存（吨）

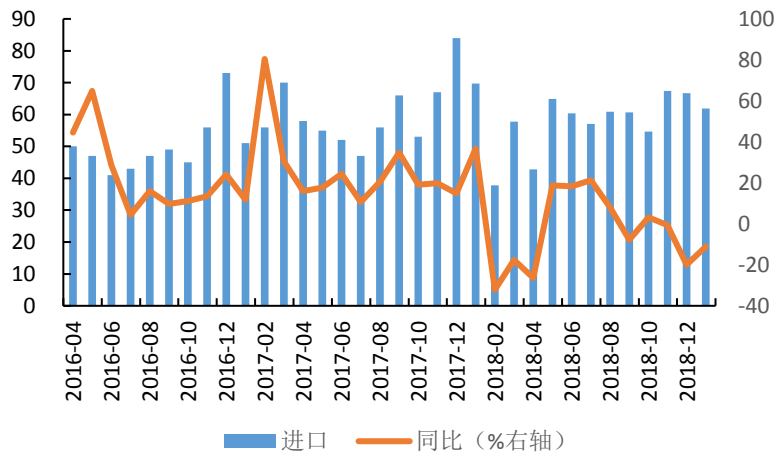
截止 2 月 22 日交割库库存 437876 吨，较去年同期增长 3326 吨。期货仓单 268370 吨，较去年同期增长 47750 万吨。期货交割数量持续增长，且老仓单目前消耗也不甚顺畅，期货库存仍在持续累积。



资料来源：上期所，申万期货研究所

图 7：国内橡胶进口（万吨，%）

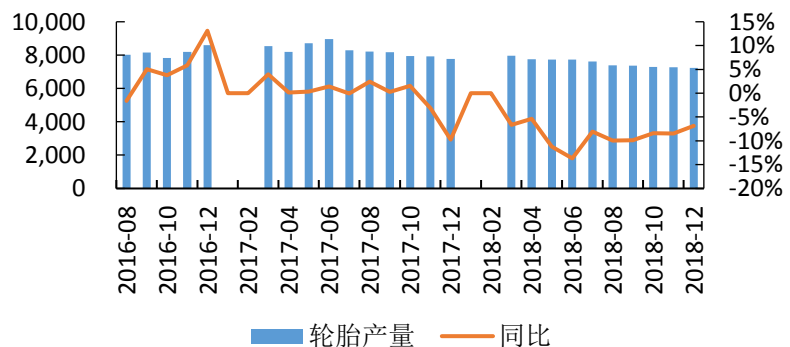
1 月进口天胶及合成胶共计 61.9 万吨，环比下降 7.2%，同比下降 11.2%。国外价格上涨以及产业淡季影响国内囤货积极性，目前产胶国计划限制出口，预计后期进口量持续缩减。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：轮胎产量（万条，%）

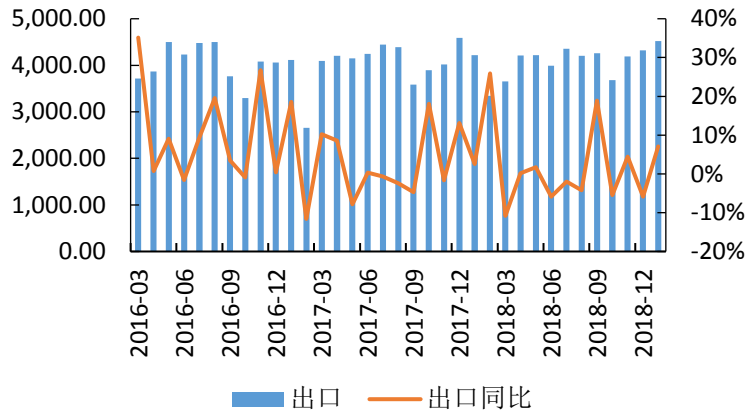
2018 年轮胎产量合计 75320 万条，同比下滑 8.9%。全年轮胎生产下滑明显。但产业集中度有所提高，轮胎开工率较 2017 年有提升。2019 年年初处于产出淡季，春节假期影响开工，目前产量数据尚未公布，预计产出维持下滑态势。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：轮胎出口（万条，%）

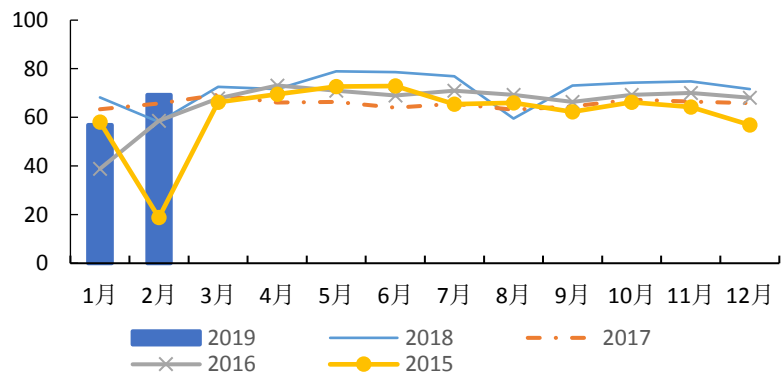
1 月轮胎出口数据好转，当月出口 4522 万条，同比增长 7.13%，环比增长 4.67%。增长势头是否能持续有待观察。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：全钢胎开工率（%）

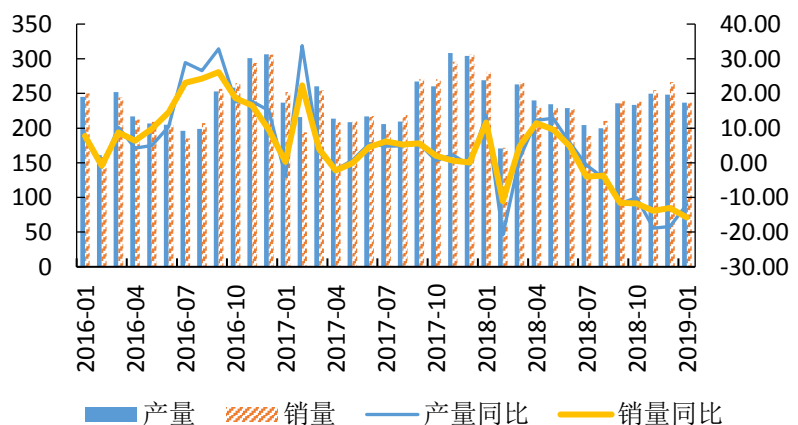
春节过后轮胎开工率持续回升，截止最近一周，山东地区全钢胎开工率回升至 69.33%较上周增长 37.04%，较去年同期增长 55.23%。



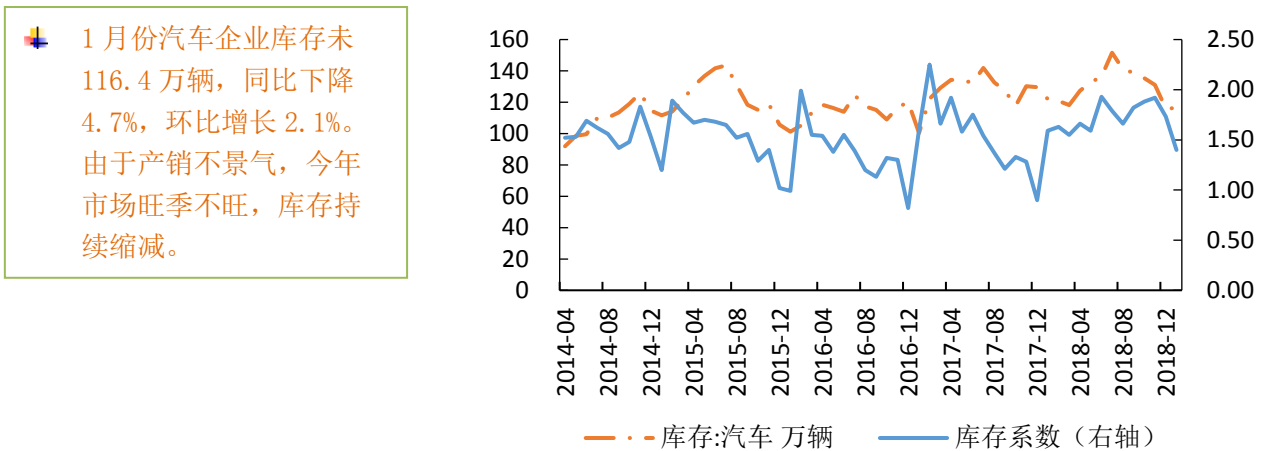
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 11：汽车产销（万辆，%）

1 月汽车产销双双下滑，产量 236.52 万辆，同比下滑 12.05%，环比下滑 4.7%；销量 236.73 万辆，同比下滑 15.76%，环比下滑 11.05%。汽车产销不景气，后期需关注汽车下乡等刺激政策能否增加汽车消费，减缓产业下滑态势。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12：汽车库存


资料来源：Wind，申万期货研究所

4)、市场热点

主产国限制出口

东南亚主产国在年初出台挺价政策的概率一直较高，在减产季通常能够推高原料价格。今年 1 月份，泰、马、印三国召开橡胶会议，继续提议减少天胶出口。但起初印尼、马来西亚达成一致，泰国未同意。

近期，泰国、印尼及马来西亚组成的国际三方橡胶理事会宣布施行橡胶出口限制措施，三国主产商将会缩减橡胶出口配额 20-30 万吨，以提振橡胶全球价格。具体措施及实施时间将在未来两周商讨。

从限制出口总量上来看，与此前政策差别不大。2018 年三国联盟缩减出口在一季度造成出口减少 10 万吨。但对国内胶价提振却并不明显。阶段性出口缩减改变不了全球供大于求现状，中国仍是东南亚原料的主要输出地，市场也对出产国挺价政策效果存疑。

国内汽车消费刺激政策

1 月底十部委联合下发进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案中，汽车产业六个方面 24 项具体措施有待逐步落地，其中汽车下乡有望刺激汽车产销增长，减缓目前汽车行业持续下滑态势。从效果来看，2009 年及 2015 年均出台了汽车刺激政策，但明显效应递减，目前城市乘用车及重卡领域大规模爆发式增长已透支体现，新增长点农村用车主要集中于中小型低端车市场，一方面，对汽车市场消费贡献度预计不及 2015 年，一方面低端车使用天然橡胶比例较低。因此，此

轮政策刺激对胶价支撑预计维持效用递减。2009 年及 2015 年刺激政策后，汽车销量滞后两到三个月增长，沪胶价格同步反弹，价格高点 43000，22000 逐步递减。本轮消费刺激政策若实现，影响参考上述指标。

近期沪胶走势偏强，工业品整体氛围偏多。从市场整体状况看，年初资金流较好，春节后下游消费回暖。后期反弹高度取决于供需端实质变化。目前处于产胶淡季，供给端关注点在于产胶国挺价政策，但从去年限制出口效果来看，对价格支撑作用非常有限，预计政策效用继续递减，难以对反弹形成持续推动力。需求方面，或会因为政策刺激透支未来农村汽车消费需求，但目前汽车产销下滑幅度较大，而汽车消费刺激作用的效用也在递减，预计消费刺激仅能对汽车产业下滑起到减缓作用，难以扭转需求弱化的现状。

当前外盘较强，国内资金充足，工业品种多数在高位，只有天胶价格处于低位，10000 附近成本支撑明显，沪胶反弹有一定基础。新胶还未开割，若价格持续下跌，后期产出必受影响；如果涨上去了，后期产出又是充足，反弹之后继续下跌是大概率事件。套利盘利润今年继续压缩了，持续反弹利润又会扩大，套利盘打压会加重。整体反弹空间和时间难把握，预计后期沪胶波动率和波动空间都会提升，大概率维持弱势震荡，但震荡区间拉大。

3、交易逻辑

天胶弱势基本面状况仍为市场所认可，但是价格若处于 10000 附近低位，上游和套利都没有空间，利润难以压缩。从 2018 下半年，沪胶开始做空动力减弱。

目前市场热点一是主产国限制出口，这个连续三年都是在年初停割季炒作，实际作用较小。今年 30 万的量与往年一致。二是需求端汽车下乡消费刺激，2009 和 2015 年两次消费刺激效用已经递减，当时叠加其他利好，天胶冲到 40000 以上和 22000，这次效用应该更低，目前还没有细节。三是目前市场资金和外部影响因素作用，排除基本面的其他因素带动价格反弹的推力比较强。观察资金春节后明显充足，在期货和股市也有轮动。天胶价格在低位，又没有新胶，时间周期上适合做多。

虽然目前是比较好的反弹节点，但是反弹追多风险较大。基本面支撑较弱，空间上关注 13000-15000 一带。具体关注后期是否有实质减产或需求端大规模刺激，短期反弹预计仍有一定延续。但后期价格下跌仍是大概率事件，操作上，短多长空思路。

4、风险提示

(1) 需求端继续弱化

汽车刺激政策效果不佳或不及预期。

(2) 国内新胶开割情况

国内新胶开割若顺畅则不利于价格反弹，若有延迟则会推升反弹。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。