

▶ 年报 · 天然橡胶

橡胶年内有低点，反弹行情可期待

倍特期货 · 研究发展中心

2018年12月19日

天然橡胶价格长期的下跌，促使橡胶内在利润空间被持续压缩，导致国外转移国内搬库存的模式会因为利润缩水的原因而结束，出现天然橡胶价格的低点。排除天气因素的影响，库存结构有望改变，反弹行情值得期待。但由于供应仍处于高峰，反弹高度受限。

相关报告：

《策略市场：天然橡胶》

2017-9

分析师：魏宏杰

投资咨询证号：

Z0000599

助理分析师：杜辉

从业资格号：F0304748

联系电话：13589217098

QQ：2858174922

要点：

- ◆ 宏观经济形势复杂
- ◆ 基建投资发力、房地产放缓
- ◆ 橡胶价差结构缩小、年内有望出现低点

观点和策略：2019天然橡胶单边下行结构有望改变，年内出现价格低点，库存结构改变。预期价格波动9000-15000点之间。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、2018 年行情回顾

2018 年天然橡胶价格整体保持震荡下跌行情，1 月中旬到 3 月下旬，受到供应旺季以及需求淡季的影响，库存逐步累积，橡胶价格持续下跌。虽然泰国等出台相关政策利好支撑，但市场反应平淡，对价格支撑作用较低。同时美国宣布对中国产品增加关税，加剧了市场对下游消费需求的担忧。3 月下旬到 5 月下旬，天然橡胶大幅下跌之后，得到阶段性缓和，期现价差的缩小使得套利资金短期出局，同时偏低的橡胶价格措施局部投机性资金抄底，引发反弹。这个阶段走势比较明显的延续了 2017 年价格走势的特征，修复下跌速率。虽然期货价格有所反弹，但现货市场需求缺乏亮点，库存结构压力仍存，同时期现价差的再次扩大，引导套利资金再次进场。5 月下旬到 6 月下旬，橡胶再次出现一波下跌行情，20 号胶获批设立以及中美贸易冲突的增加，进一步引发市场的担忧。6 月下旬到 10 月上旬，橡胶价格出现接近 4 个月的横盘走势，主要因素是期现价差套利空间的减少、橡胶绝对价格的优势使得市场矛盾加大，其他工业品价格不断的上涨，对橡胶投机性多头产生积极的影响。10 月下旬之后，橡胶价格再次出现一波下跌行情。交割库存的压力、产区雨水偏少有利于割胶、汽车需求下滑等因素。整体来看全年，橡胶走势延续 2017 年的行情特点，下楼梯特征。核心矛盾仍是供大于求的预期，期间有期现价差套利因素的影响，季节性特点非主流。

图 1：橡胶指数



(数据来源：文华财经)

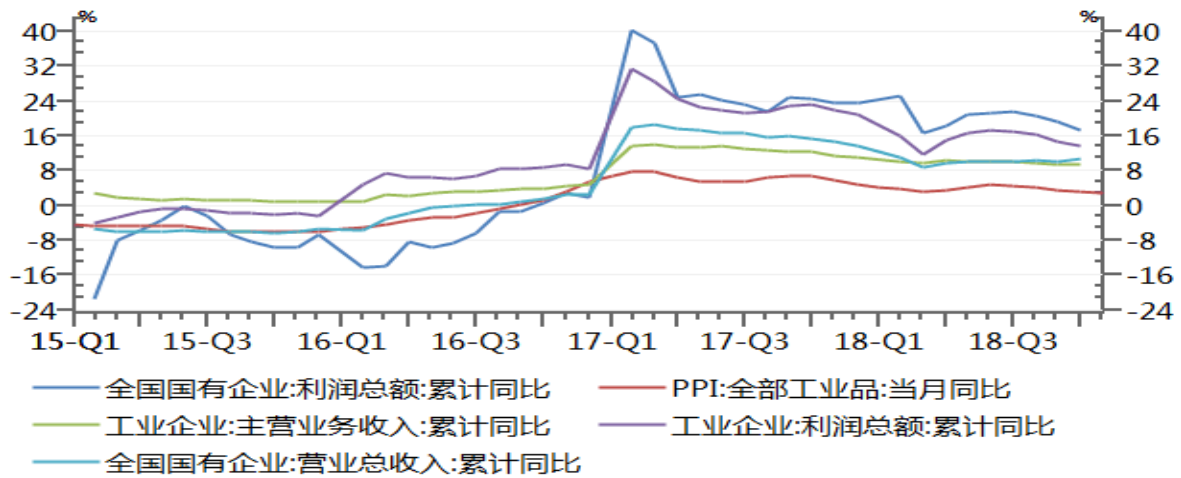
二、市场分析

（一）宏观经济形势复杂，内外增长动力略显不足

党的十九大报告中指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。明确提出经济发展质量放在核心位置，同时 2018 年经济工作报告也下调了全年的经济发展目标。所以未来，依靠堆积债务粗放式发展的模式难以持续，经济结构将会优化，民营企业、创新科技、新经济增长点将成为重点。

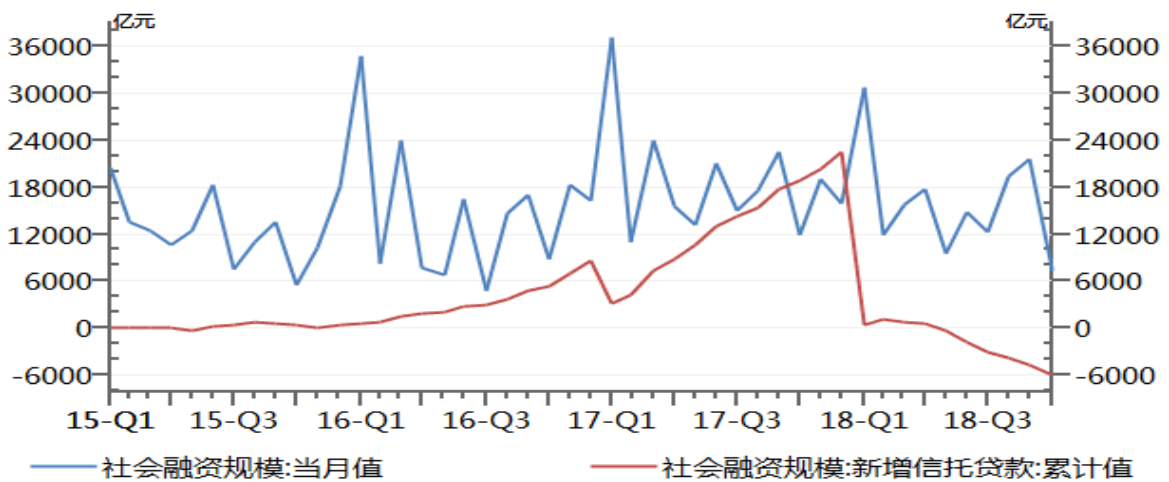
2016 年-2017 年通过积极宽松的货币以及财政政策带来的经济复苏增长，受到上游价格上涨效应的作用，带来企业利润的回升，同时房地产市场的集中爆发，促使投资需求集中释放，带动宏观经济复苏。经济的复苏从结构上看，仍然是靠基建投资以及房地产市场，仍是过去粗放式的发展模式，高储蓄率下这种模式往往带来较高的效率，资源集中在政府手中，城镇化提速。但背后也带来的是负债的增长。当储蓄率下降之后，这种模式往往给企业以及政府带来过高的债务率，投资效率边际效率开始递减，泡沫风险开始增加。近年以来中国开始实施去杠杆化，导致市场利率上升较大，企业违约风险增加。2018 年年中以来，货币政策出现的变化，温和去杠杆，而并非之前的加杠杆模式。2018 年针对于政府隐形债务成为核查的重点，导致 PPP 项目缩量，改变了以政府信用作为信用扩张的模式，从而带来基建投资的回落，给经济发展带来下行压力。由于长期国有企业以及政府信用扩张模式，导致民营企业信用体系没能建立起来，处于信贷市场边缘化的位置，市场资金投资缺乏有效目标。所以 2019 年，民营企业的风险定价体系需要在市场经济发展中逐步建立起来，承接市场投资，是经济转型过程中必要的一步。

图 2: 企业利润结构



(数据来源: WIND)

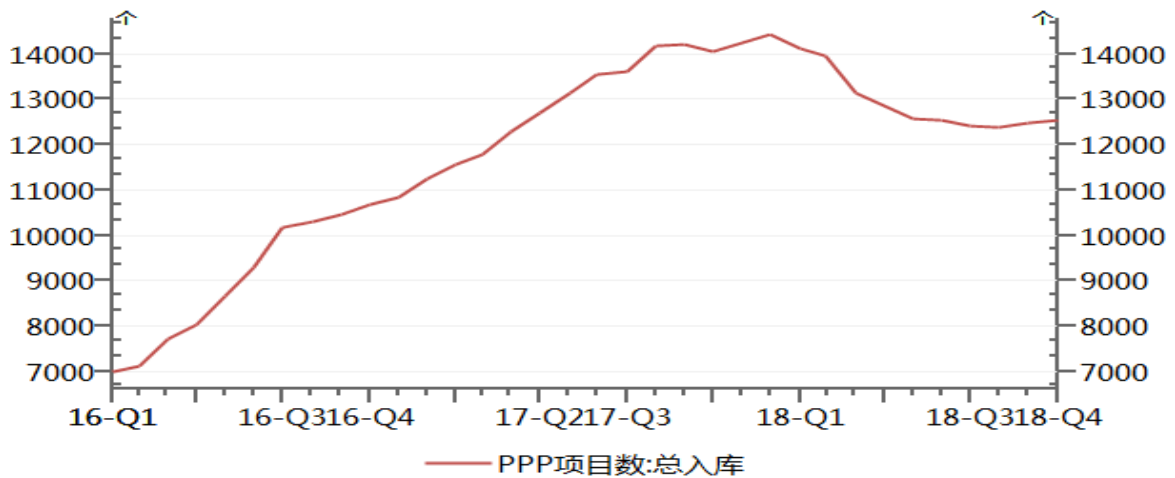
图 3: 社会融资规模



(数据来源: WIND)

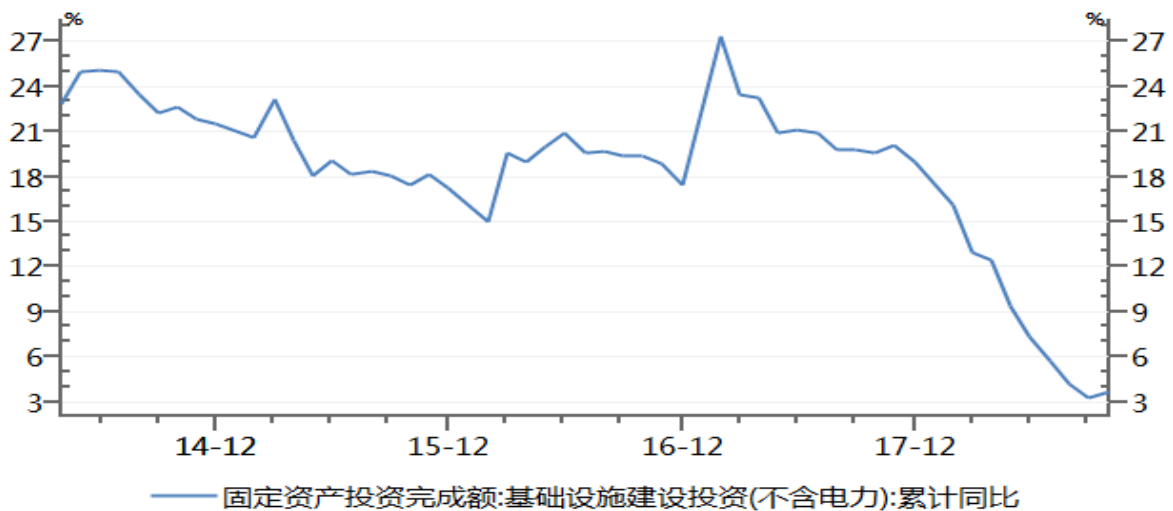
2018 年基建投资从前 10 个月下滑至 3.7%，之前增速维持在 15%以上。所以 2019 年市场，随着中国经济的转型，之前靠基建以及房地产投资带动经济发展的模式持续性不强，但是如果快速转换，出现断崖式的下降容易刺破泡沫，引发经济金融系统问题。所以在新的经济结构没有建立之前，旧模式仍会存在，新旧模式穿插，用时间换空间。所以 2019 年我们认为投资快速下滑的局面将有所转变，增速有望提升。

图 4: PPP 项目



(数据来源: WIND)

图 5: 固定资产投资

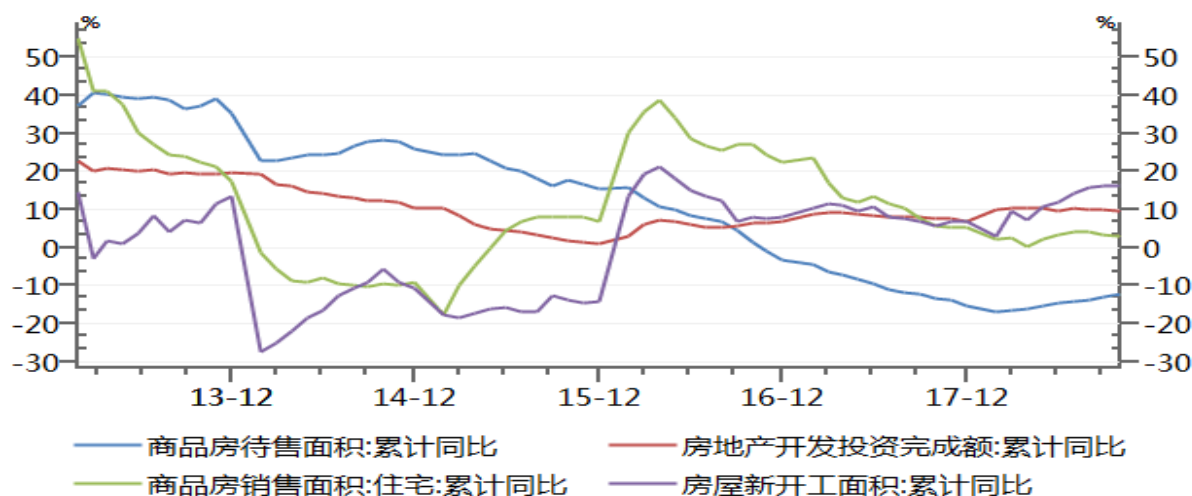


(数据来源: WIND)

2015 年的时候房地产企业发行了大量的企业债，主要是因为企业债的利率非常低，大大的降低的企业的融资成本，主流房地产企业信贷成本只有 5%，央企甚至可以更低。而在 2014 年房地产企业很多利用的是海外资本或者信托市场，利率高达 8%-10%。我们看到了 2015、2016 年疯狂的房地产市场，以及地王频频出现的局面。2017-2018 年由于政府对房地产市场的严控，现在企业债发行困难，甚至完全停止的局面。根据 3-5 年的还债期，2018-2020 年房地产企业面临很大的现金流压力。我们看到部分企业当年拍卖的地王，现在都在以成本价甚至低于成本价的方式出售，目的就

是为了现金流。而年底有权威人士表示，国家发改委对贯彻落实党中央、国务院关于房地产调控的决策部署是坚决的、一贯的，也是非常严厉的，这一点在企业债券融资方面也是一致的。按照中央关于房地产长效机制建设的精神，目前国家发改委企业债券只支持棚改、保障性住房、租赁住房等有限领域的项目，不支持商业地产项目。2019年的房地产投资增速，我们认为将出现下滑。

图6：房地产销售、新开工、投资



(数据来源: WIND)

图7：房地产数据

| 序号 | 指标名称 频率 单位 指标ID 时间区间 更新时间 | 中国 | 中国 | 中国 | 中国 |
|----|--|---|---|---|---|
| | | 固定资产投资完成额(月) 房地产开发投资完成额:累计同比 月 % | 房地产开发、销售(月) 商品房销售面积:住宅:累计同比 月 % | 房地产开发、销售(月) 房屋新开工面积:累计同 月 % | 房地产开发、销售(月) 商品房待售面积:累计同 月 % |
| | | S0029657 1999-02:2018-10 2018-11-14 | S0073301 1992-02:2018-10 2018-11-14 | S0073293 1992-02:2018-10 2018-11-14 | S0029673 2001-07:2018-10 2018-11-14 |
| 50 | 2017-07 | 7.90 | 11.50 | 8.00 | -11.00 |
| 51 | 2017-08 | 7.90 | 10.30 | 7.60 | -12.00 |
| 52 | 2017-09 | 8.10 | 7.60 | 6.80 | -12.20 |
| 53 | 2017-10 | 7.80 | 5.60 | 5.60 | -13.30 |
| 54 | 2017-11 | 7.50 | 5.40 | 6.90 | -13.70 |
| 55 | 2017-12 | 7.00 | 5.30 | 7.00 | -15.30 |
| 56 | 2018-02 | 9.90 | 2.30 | 2.90 | -17.10 |
| 57 | 2018-03 | 10.40 | 2.50 | 9.70 | -16.70 |
| 58 | 2018-04 | 10.30 | 0.40 | 7.30 | -16.00 |
| 59 | 2018-05 | 10.20 | 2.30 | 10.80 | -15.20 |
| 60 | 2018-06 | 9.70 | 3.20 | 11.80 | -14.70 |
| 61 | 2018-07 | 10.20 | 4.20 | 14.40 | -14.30 |
| 62 | 2018-08 | 10.10 | 4.10 | 15.90 | -13.60 |
| 63 | 2018-09 | 9.90 | 3.30 | 16.40 | -13.00 |
| 64 | 2018-10 | 9.70 | 2.80 | 16.30 | -12.40 |

(数据来源: WIND)

（二）美林时钟防御型策略，商品市场看空情绪较高

美林投资时钟理论按照经济增长与通胀的不同搭配，将经济周期划分为四个阶段：1、衰退期：投资收益，债券>现金>股票>大宗商品。2、复苏期：投资收益，股票>大宗商品>债券>现金。3、过热期：投资收益，大宗商品>股票>现金/债券。4、滞胀期：投资收益，现金>大宗商品/债券>股票。从目前各种资产组合表现来看，债券市场目前表现最好，持续上涨。股票走势表现较差，持续下跌盘整。商品走势在今年的10月分之后开始持续下跌，成为表现最差的品种。从对应的美林时钟投资收益表现来看，市场对商品价格看空情绪较高，预期持续数月。

图 8：国债期货走势



（数据来源：文华财经）

图 9：上证指数



(数据来源: 文华财经)

图 10: 文华商品

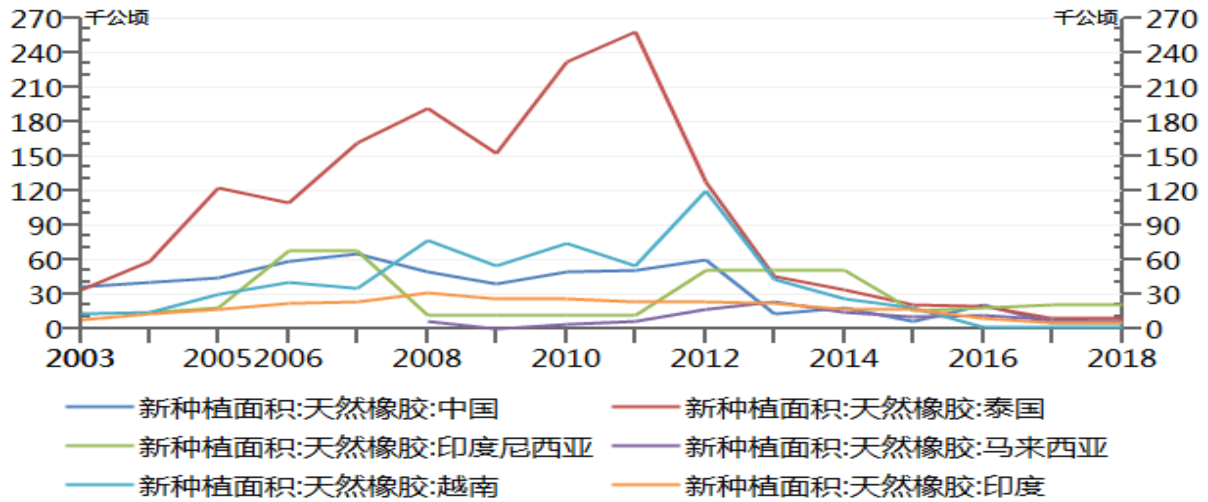


(数据来源: 文华财经)

(三) 天然橡胶市场供需矛盾会有所延续, 但年内有价格低点

天然橡胶在 2011-2012 年是东南亚种植的高峰期, 对应产胶期高峰将在 2018-2019 年, 所以目前橡胶的供应高峰仍会持续。从产量的情况来看, 目前泰国等东南亚国家产量基本正常, 同时泰国政府批准了 180 亿泰铢的橡胶种植补贴计划, 这个计划并不能实际减少橡胶的产能, 反而有利于产能的释放。而国内方面, 目前天然橡胶“保险+期货”模式也在逐步成熟, 快速扩张局面, 降低了成本因素对橡胶价格的支撑。

图 11: 天然橡胶新增种植面积



(数据来源: WIND)

库存结构方面,目前保税区、上期所的库存结构压力仍存,处于增长的局面。今年在老胶出库之后,上期所库存重新回到 33 万吨水平,去年同期仅为 26 万吨,增加了接近 7 万吨,处于近几年以来的最高水平。保税区库存方面,由于移库的影响,使得保税区库存有所下降。但实际上库存部分被移到库外,库存大约仍有 35 万吨的水平。同时后期到港量仍保持增加态势,库容压力出现紧张,所以目前库存压力较大。而其中重要因素,在于期现套利的需求仍在增长。

图 12: 天然橡胶期货库存



(数据来源: WIND)

下游需求方面,2018 年轮胎需求增速放缓,主要是受到政策影响,拖累增速。2019 年 1 月 1 日,美国对中国轮胎征税,所以年底之前下游工厂出口提速,但 2019 年的需求将会受到影响,尤

其是1月份开始。整体来看，目前轮胎厂开工率保持75%的水平，但是我们认为2019年的上半年形势不佳，可能下滑，尤其是中美贸易战的影响将更为直接。国内方面，今年汽车消费增速不佳，10月份汽车产销数据分别同比下降10.05%和11.7%；其中乘用车与商用车销量分别下滑13%、2.8%；今年1-10月，汽车产销2282.58万辆和2287.09万辆，同比下降0.39%和0.06%；10月份重卡销量7.9万辆，同比下滑14%，全年而言，增速放缓明显。

图 13: 轮胎开工率



图 14: 汽车产销量

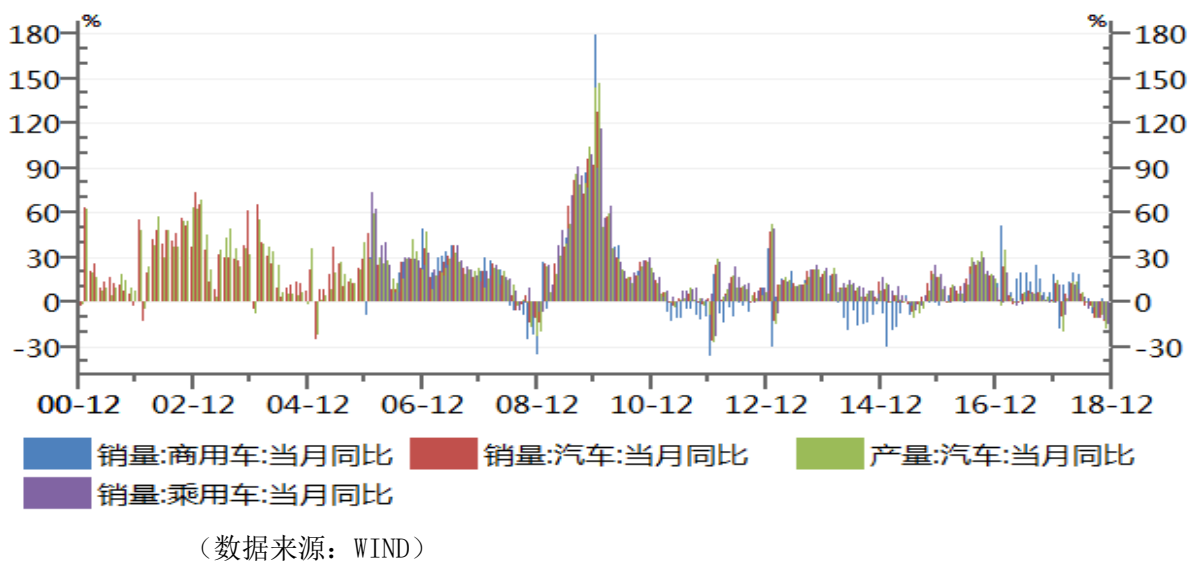
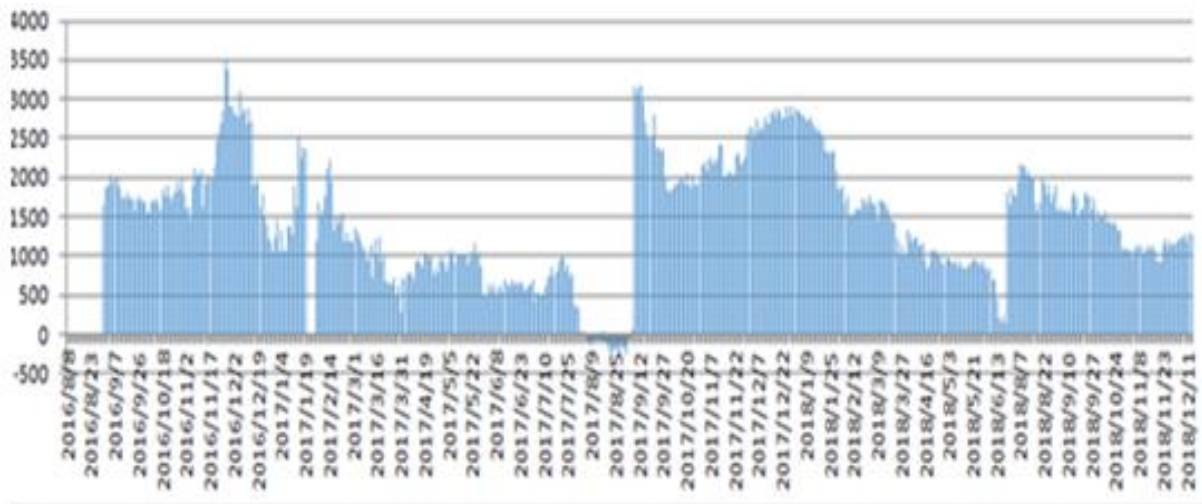


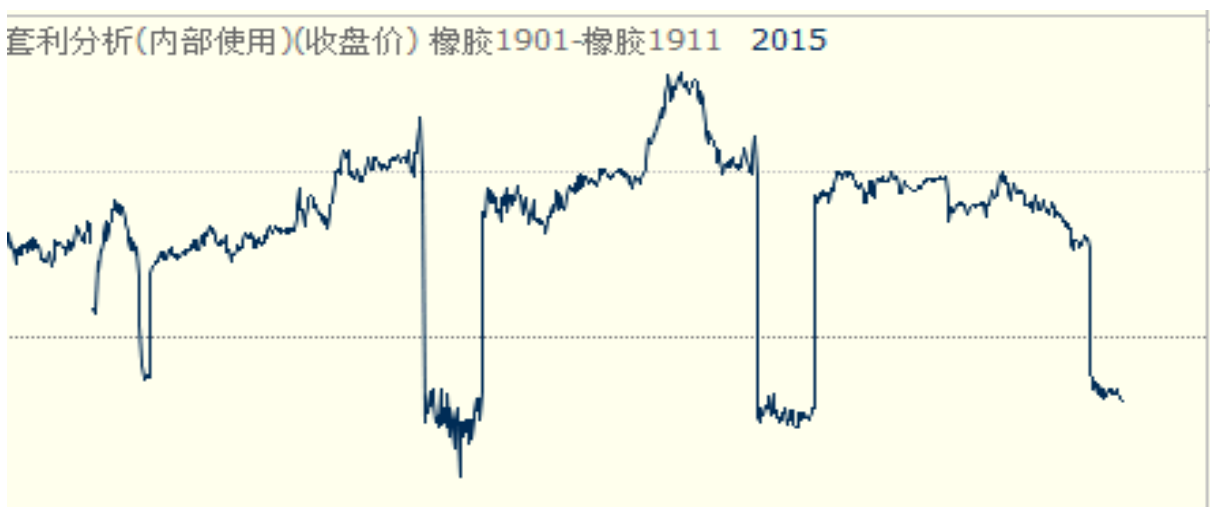
图 15: 非标套利价差结构



(数据来源: 倍特期货)

最近两年, 由于天然橡胶期货与现货的价差结构优势, 标准胶以及非标准胶都存在一定的套利空间, 天然橡胶期货存在的升水优势, 使得多现货空期货的正套模式风险较低, 收益相对不错。所以带来了库存的增长。从最近 3 年的数据来看, 这种套利空间正在逐步压缩, 尤其是今年下降的较为明显, 所以预期 2019 年的套利空间会进一步压缩, 甚至出现收益为 0 的时间段, 主要是针对非标套利, 此时我们认为橡胶的库存结构将有所变化, 有望出现底部。

图 16: 期货价差结构



(数据来源: 博弈云)

三、2019 年走势预测

2018年的橡胶走势可以说是震荡下跌，库存结构压力不减以及需求的下滑，悲观情绪较高。但2019年，我们认为橡胶市场将有所改观，持续的价格下跌，使得橡胶不论是单边投机还是套利、套保等利润空间被压缩，在2019年有可能出现为0的局面，这种局面之下，橡胶的库存结构有望出现改变，有增库存结构转变为降库存结构，橡胶的价格也有望迎来久违的反弹行情。从宏观以及价格因素来看，我们比较看重9000-10000点这个区域，橡胶价格有望迎来底部。如果橡胶价格反弹出现，在排除天气因素的影响下，上方的高度我们认为也相对有限，尤其是期现套价差快速扩大之后，新的套利机会重现，橡胶价格将再次受到压制，所以高位我们设定在14000-15000点。

❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

| | |
|-------|--|
| 总部地址： | 成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406 |
| 客服热线： | 400-8844-998 |
| 传真号码： | 028-86269093 |
| 邮政编码： | 610041 |
| 官方网址： | www.btqh.com |