



沪胶震荡筑底，4月末或有所反弹修复

投资咨询研究部 李晓彬
电话：020-22827814

核心观点

- 在年初天胶供应偏紧的预期下，下游工厂春节前储备了较足的货源，节后采购意愿普遍不高，倾向采购5月左右到港货源，而贸易商急于抛货套现，促使橡胶价格下挫。不过目前轮胎厂原料库存已明显下降，甚至低于正常水平，而终端需求仍较旺，随着主产区停割期的到来，预计后续轮胎厂的补货意愿会有所走强。
- 当前沪胶仍处于筑底过程之中，但下游开工旺季的来临而主产区陆续进入停割期或对下行空间有所限制，1706合约运行区间关注13600-18000，月线级别止损1000，止盈宜大于2倍止损，4月末或有一定的反弹修复。



一、天胶供应预期暂时不紧张

(一) 重卡添置+泰国洪水，年初供应预期偏紧

中国每年消耗的天然橡胶数量已接近全球的一半，而在中国的天胶消耗中，轮胎独占约70%。近半年来，受相关政策刺激，中国轮胎市场需求量突然增加，带来了天胶消耗量的快速上升。2016年9月21日，交通部颁布的被市场称为史上最严治超新规——《超限运输车辆行驶公路管理规定》正式施行，引发了货运行业的“大地震”。此外，财政部于2016年12月15日公布1.6L或以下排量汽车购置税(5%)优惠新政，原先的减半优惠终止，并代之以7.5%的税率。上述新政刺激了市场对重卡的添置和换车热，也使得2016年全球的天胶市场出现45万吨的供需缺口。

图1：全球天胶供需平衡表（万吨）

年份	供应量	消费量	过剩/缺口	期末库存
2002年	731.7	756.3	-24.6	191.9
2003年	800.6	793.7	6.9	198.8
2004年	874.4	871.6	2.8	201.6
2005年	890.7	920.5	-29.8	171.8
2006年	982.7	969	13.7	185.5
2007年	1005.7	1013.8	-8.1	156.9
2008年	1009.8	1018.7	-8.9	148
2009年	972.3	928.9	43.4	191.4
2010年	1040.3	1075.9	-35.6	155.8
2011年	1123.9	1103.4	20.5	176.3
2012年	1165.8	1104.6	61.2	237.5
2013年	1228.1	1143	85.1	322.6
2014年	1213.6	1218.1	-4.5	318.1
2015年	1227.8	1214.6	13.2	331.4
2016年	1220	1265	-45	286.4

数据来源：公开资料整理，广金期货

另外，泰国（天胶产量占全球的36.4%）南部地区自去年12月以来，遭遇了在冬季里极其反常的连日大雨，使得12月份仅约半个月可以割胶，影响产量约12-15万吨；刚进入2017年，又有一轮持续的强降雨赶来雪上加霜，引发了罕见的冬季洪灾，1月份仅割胶10天左右，影响产量约30-35万吨。

供需缺口的出现，加上泰南的两轮洪水，市场预期天胶的供应将趋紧，刺激了天胶价格的加速赶顶。

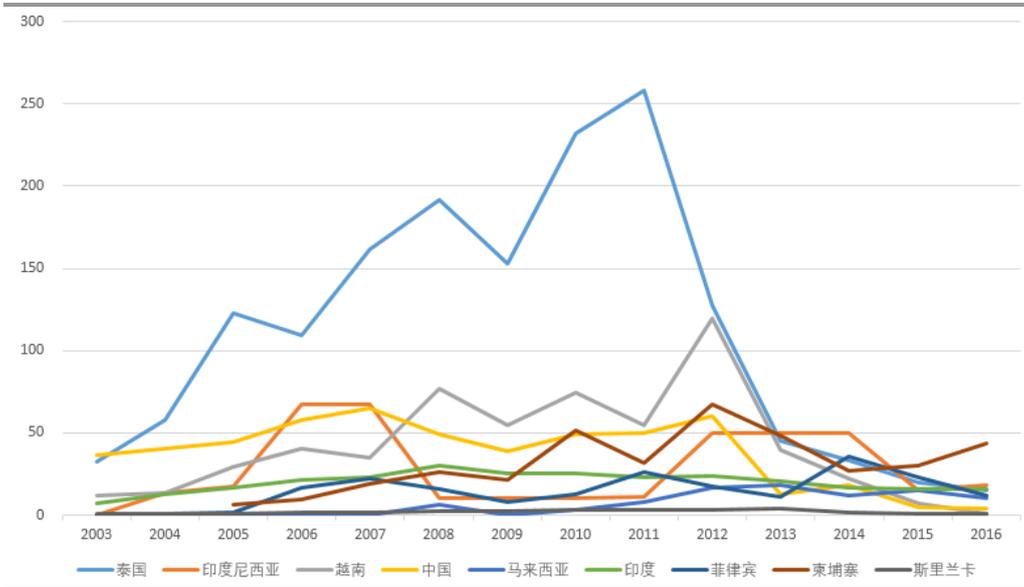
(二) 全球天胶依然处于增产周期

实际上，全球天胶依然处于增产周期。天胶从种植至开割需7年左右的时间。而主产国



在 2007-2012 年间较大的新种及翻种面积，将使得 2014-2019 年新增的割胶面积大幅增加，其中，2017 年以后青壮年的胶树增量将较为明显。泰国在 2007-2012 年间新种及翻种的面积最大，据 ANPRC 统计，虽然泰国 2016 年天胶产量下滑 6.4%，但预计 2017 年将增长 4.7%。此外，ANPRC 成员国 2017 年的天胶产量预计将增长 4.0%。

图 2：ANRPC 天胶新种植面积（千公顷）



数据来源：中国橡胶信息贸易网，广金期货

图 3：ANRPC 主产胶国产量统计及 2017 年预测

国家	产量（千吨）/增速（%）					
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年(E)
泰国	3778 (9.7)	4170 (10.4)	4323 (3.7)	4473.2 (3.5)	4185 (-6.4)	4381 (4.7)
印尼	3012 (9.3)	3237 (7.5)	3153.2 (-2.6)	3145.3 (-0.3)	3157.8 (0.4)	3150 (-0.2)
越南	877.1 (5)	946.9 (8)	953.7 (0.7)	1017 (6.6)	1049.4 (3.2)	1120 (6.7)
中国	802 (5.8)	865 (7.9)	840.1 (-2.9)	794.2 (-5.5)	774 (-2.5)	820 (5.9)
印度	919 (4.9)	796 (-13.4)	704.5 (-11.5)	575 (-18.4)	625 (8.7)	655 (4.8)
马来西亚	922.8 (6.1)	826.4 (-10.4)	668.6 (-19.1)	722.3 (8)	650.7 (-9.9)	680 (4.5)
斯里兰卡	152 (3.4)	130.4 (-14.2)	98.6 (-24.4)	88.6 (-10.1)	79.6 (-10.2)	85 (6.8)
菲律宾	110.7 (7.7)	111.2 (0.5)	113.3 (1.9)	99.7 (-12)	99.3 (-0.4)	107 (7.8)
柬埔寨	64.5 (21.6)	85.2 (32.1)	97.1 (14)	126.8 (30.6)	148.7 (17.3)	204 (37.2)
合计	10638.2 (3.5)	11168.1 (5)	10951.9 (-1.9)	11041.6 (0.8)	10769.5 (-2.5)	11202 (4)

数据来源：公开资料整理，广金期货

（三）年初的供应紧张预期已较大程度缓解

出于政治和经济的双重考虑，在泰南出现洪水后，泰国政府计划尽快释放 31 万吨老胶国

储库存以稳定市场。这批抛储胶提货期为一周左右，将拉去加工厂进行二次加工。不过泰国政府在3月21-22日进行的拍卖大部分流拍，显示出泰国橡胶工厂对原料的需求兴趣已经大大降低，年初的供应预期紧张也已大范围缓解。此外，业界预计，在4月底5月初泰国再次进入开割季后，前期洪灾的影响将基本不存在。至于剩余的10.7万吨储备胶，泰国政府表示，将于五月底之前拍卖。

图4：2016年年底以来泰国的抛储行动

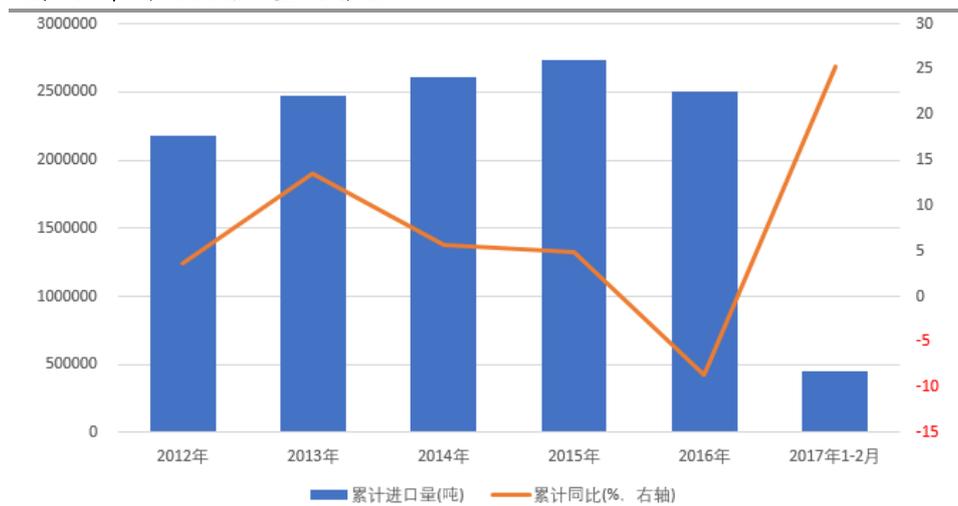
日期	天然橡胶储备抛售情况
2016年12月28日	拍卖6.8万吨烟片胶和2.4万吨标准胶，但由于起拍价过高，最终全部流拍
2017年1月17日	抛储10.4万吨，成交价64-75泰铢，折合人民币进口16500-19000元/吨，较竞拍底价溢价较高，但低于中心市场原料价
2017年2月14日	抛储10万吨，共计成交9.5万吨，其中烟片75泰铢/公斤，折合人民币19000元/吨，标胶66泰铢/公斤，折合人民币17000元/吨
2017年3月21-22日	因首日竞拍企业不足，首日的成交被取消，但此后流拍，最终本次拍卖仅成交1.3万吨

数据来源：公开资料整理，广金期货

值得一提的是，泰国政府已拍卖的20余万吨储备胶并不会一次性短时间内冲击进入下游市场。因为这些储备胶由于储备时间较长已变得极其干硬，切胶难度很大，并不能用于日本、新加坡或上海的期货交易所的交割，也不能直接对轮胎厂销售，需要慢慢按较小的比例当做原料掺用在新胶内，或加工成混合胶出口到中国。据泰国本地经验人士称，至少需要一两年的时间才能掺用完这批储备胶。

中国方面，虽然年初市场预期天胶供应偏紧，但实际上1-2月份累计进口了45万吨，为历史次高峰，同比增速达25.3%，一定程度也反映出天胶供给依旧可以满足市场需求。

图5：中国天胶进口量及增速



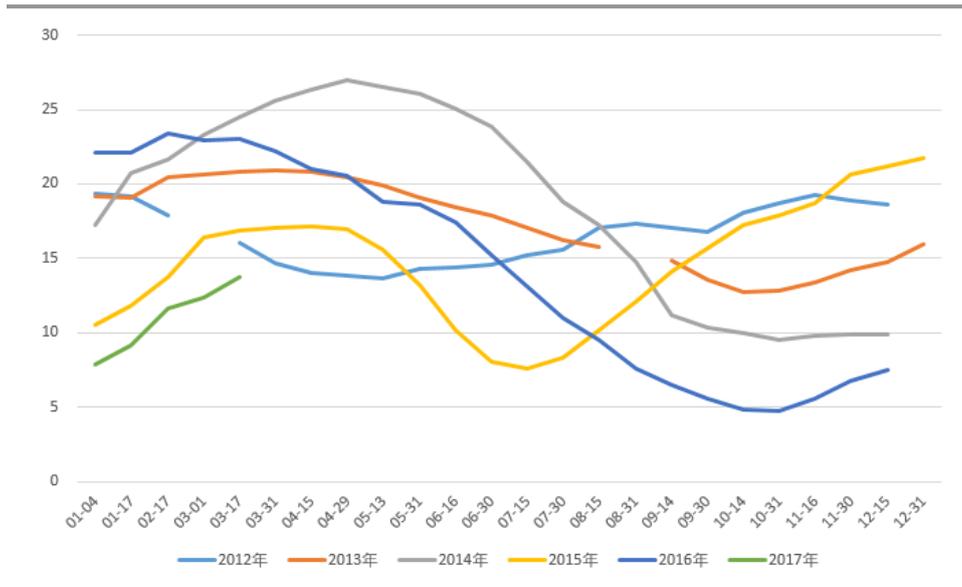
数据来源：海关总署，广金期货



二、下游开工恢复，但倾向采购5月左右到港货源

（一）春节前工厂有所备货，节后采购意愿暂时不高

图6：青岛保税区天然橡胶库存（万吨）



数据来源：中国橡胶信息贸易网，广金期货

今年1-2月份，中国累计进口天胶45万吨，为历史次高峰。与此同时，青岛保税区的天胶库存却低于往年同期水平，侧面反映出工厂在节前已有一定的储备。

元宵节后，轮胎厂的开工率陆续恢复，不过市场的采购以贸易商补库为主，工厂采购意愿并不高且多以小单零散采购。大型工厂方面，由于原料库存都相对充足，其采购意愿偏向于5月份左右到港的货源。而节前囤货的贸易商在节后急于套现以缓解资金压力，不过面对市场的滞销，贸易商也只能硬着头皮更加积极地出货。随着节后天胶价格的连续阴跌，贸易商的持货成本普遍变高，而在市场普遍选择不买跌以及共同预期行情还将走弱的心理作用下，贸易商只得继续低价抛货，进而形成市场短期的恶性循环。

（二）下游开工快速复苏，但环保限产或有所影响

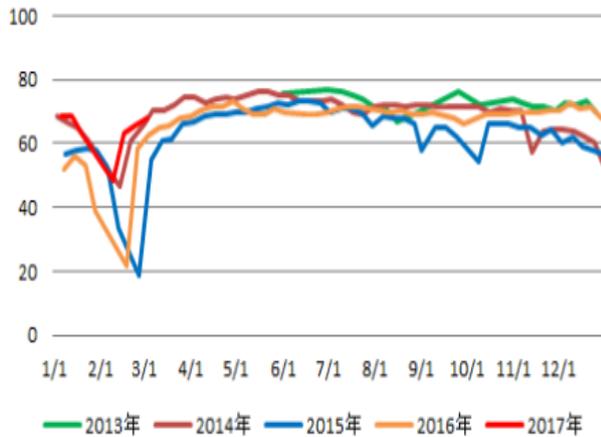
轮胎厂节后需求旺季来临，开工负荷快速回升。截至目前，全钢胎和半钢胎开工率均超过70%，高于过去2年的同期水平。

不过需要留意的是，中央和省级两级环保督查后续可能会制约轮胎厂的开工率。4月起，环保部将对湖南、安徽、新疆、西藏、贵州、四川、山西、山东、天津、海南、辽宁、吉林、浙江、上海、福建等15个省进行督察，尤其是对钢铁、煤炭、轮胎等污染比较严重的产业进行限产。

自去年年底以来，仅河北省石家庄地区，停工、停产的相关企业就高达1543家。而接下来，轮胎产销大省山东也将接受新一轮环保督查。随着各地环保监管趋严，中小轮胎生产企业面临的环保压力正日益增大，生产工艺达不到环保标准的企业将难以生存。

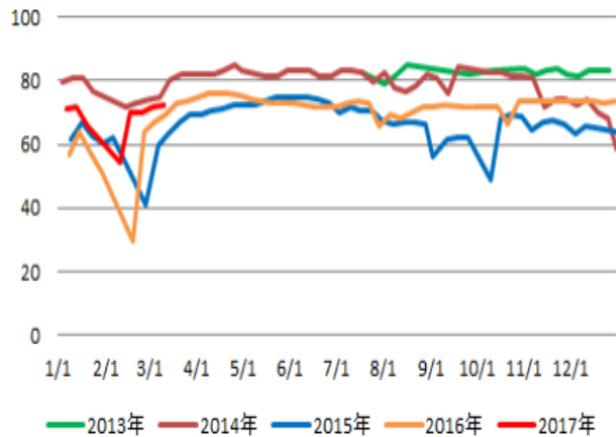


图7：全钢胎开工负荷



数据来源：公开资料整理，广金期货

图8：半钢胎开工负荷



数据来源：公开资料整理，广金期货

(三) 汽车置换、重卡销售仍有乐观预期

在小排量汽车购置税优惠、房地产阶段性复苏带来配置性需求以及7-8年的置换需求等因素共振下，2016年我国的汽车产销增幅约15%，每千人汽车保有量达到110辆左右。虽然2016年小排量汽车购置税优惠使得部分替换需求提前释放，但2017年是汽车置换的大年，汽车行业依旧处于景气周期中的较高增速阶段。

图9：中国汽车产销情况

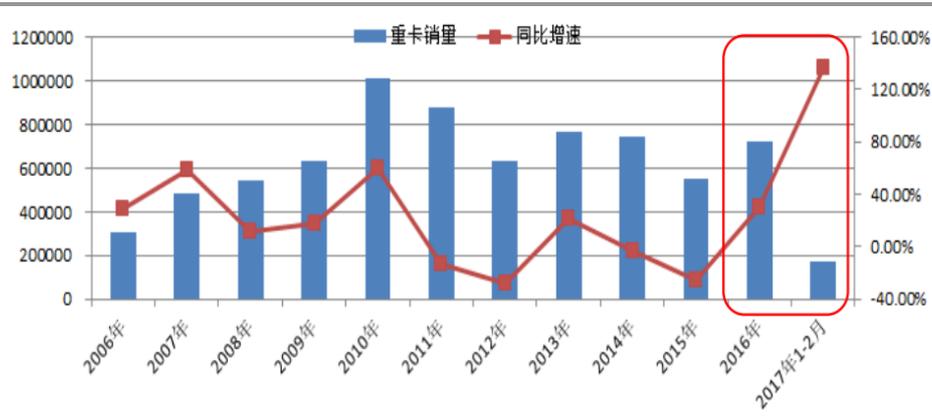


数据来源：中国汽车工业协会，广金期货

重卡方面，受公路货运的复苏、6-7年替换周期来临、国五新标、治超新规、基建需求带动工程车增量等因素的共振，重卡的替换和新增快速增长，改换车的订单当前已排到4-6月份。从1季度终端需求来看，重卡销售延续了去年4季度的火爆行情，1、2月重卡销售同比增速分别为125%、152%，而3、4月是重卡的销售旺季，预计增速仍将保持靓丽。



图 10: 中国的重卡销售情况



数据来源: 中国汽车工业协会, 广金期货

三、合成胶、混合胶或对天胶价格重心有所抬升

(一) 合成胶的高升水刺激天胶进行反替代

随着油价的复苏, 美国页岩油气持续开发, 带来乙烷产量的激增。随着乙烷产量的激增, 以石脑油作为原料的乙烯裂解工艺受到挤压, 导致丁二烯等副产品减少, 进而使得丁二烯出现紧缺状况, 而丁二烯约 65% 用于生产合成橡胶。丁二烯的紧缺使得合成橡胶价格迅速走高, 并逆转与天胶价格的贴水状态, 一度升水天胶达到 6000 元/吨。

图 11: 天胶价格与丁苯橡胶价格走势



数据来源: Wind, 金银岛, 广金期货

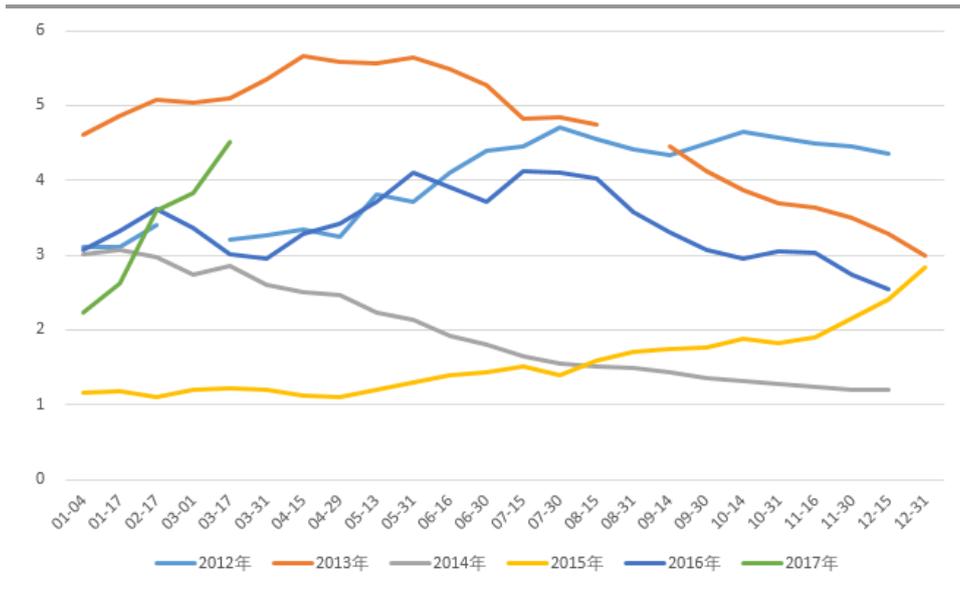
注: 天然橡胶指华东地区云南全乳胶 SCRWF 的市场价 (中间价), 丁苯橡胶指华东地区齐鲁石化 1502 的市场价 (中间价)。

合成橡胶的高升水刺激了天然橡胶的需求, 各下游工厂纷纷调整配方, 加大天然胶用量,

这一现象在非轮胎制品行业更为普遍，替代的比例也更大。据业内估计，天胶对合成胶的反替代将给中国天胶市场带来了约30万吨量级的增量。这也是节前市场看多天胶价格的一个重要支撑点。

不过元宵节后，合成橡胶同样面临下游采购不佳，而贸易商持货成本过高的局面，且春节因素叠加合成胶被天胶反替代，合成胶的库存快速累积至高位。此外，节后丁二烯供应转向宽松且价格下调，导致合成胶出厂价格下调，传导到贸易端被动转为倒挂出货。

图 12：青岛保税区合成橡胶库存（万吨）



数据来源：中国橡胶信息贸易网，广金期货

（二）预计上半年合成胶价格总体仍偏强运行

2017年上半年亚洲丁二烯装置集中检修叠加上半年旺季，丁二烯价格虽有透支，但阶段性供需矛盾依然存在。丁苯和顺丁装置检修的也较多。而装置检修之前，下游企业普遍有一定的补货需求，或支撑合成橡胶价格进而传导到天然橡胶价格。

图 13：2017年亚洲丁二烯装置检修计划表

厂家	产能（万吨）	2017年检修时间	产量损失（万吨）
新加坡石化	6	2017年1月初检修20余天	0.4+
马来西亚 Titan	10	2017年2月中旬检修45天	1.2
泰国 IRPC	6.5	2017年2月初检修40余天	0.8+
上海赛科	9	2017年2-3月份检修	0.7+
台湾中油	10	2017年2月中旬至4月初检修	1.6+
齐鲁石化	17	2017年5月份检修40余天	1.9+
抚顺石化	16	2017年5月份检修40余天	1.8+
上海石化	12	2017年5月份检修	1
韩国 YNCC	24	2017年5月初检修3周左右	1.4

数据来源：公开资料整理，广金期货



图 14：2017 年国内丁苯橡胶装置停车计划表

厂家	产能（万吨）	计划停车时间	停车持续时间或重启时间
天津陆港	10	2015 年 7 月 3 日停车至今	暂无重启预期
杭州浙晨	10	农历春节期间停车	15 天左右
齐鲁石化	25	2017 年 4 月 20 日至 5 月底	45 天左右
抚顺石化	20	2017 年 5 月初至 6 月上旬	40 天左右
申华化学	18	2017 年第三季度	20 天
杭州浙晨	10	2017 年 8 月份	30 天左右

数据来源：公开资料整理，广金期货

图 15：2017 年国内顺丁橡胶装置停车计划表

厂家	产能（万吨）	计划停车时间	停车持续时间或重启时间
福橡化工	5	2013 年 10 月 24 日停车至今	暂无重启计划
巴陵石化	6	2013 年 12 月 20 日停车至今	装置已部分改作他用
扬子石化	10	2014 年 1 月 17 日停车至今	2017 年 4 月份重启
锦州石化	3	2014 年 3 月 1 日停车至今	暂无重启计划
山东华懋	10	2015 年 3 月 28 日停车至今	暂无重启计划
山东万达	5	2015 年 4 月 15 日停车至今	装置计划改作他用
齐鲁石化	7	2017 年 4 月 20 日	45 天
台橡宇部	7.2	2017 年三季度	20 天

数据来源：公开资料整理，广金期货

四、后市展望

时至 1 季度末，轮胎厂原料库存已明显下降（低于正常水平），一些大厂库存在 30-60 天不等，而小厂库存多在 20-30 天，预计后续轮胎厂的补货意愿会有所走强。而 4 月前后，天胶主要产区多数进入停割期，原料或有所收紧；而当前终端需求仍较旺，前期又消耗了大量的存货，预计供需的错配会给天然胶市场带来行情。另外，当前云南西双版纳胶园遭遇自 2008 年以来最严重的一次“白粉病”，影响种植面积 30%-40%左右，或推迟开割时间及加工厂的开工时间，后续需保持关注。

不过当前市场有大量的投机资金涌入橡胶圈子，资本市场上的非橡胶资金在左右着橡胶的价格。1 季度银行业的 MPA 大考已经令市场出现资金流动性紧张的局面，央行也倾向收紧流动性，使得短期沪胶的盘面资金大量流出，助推沪胶下跌。

总的来看，当前沪胶仍处于筑底过程之中，但下游开工旺季的来临而主产区陆续进入停割期或下行空间有所限制，1706 合约运行区间关注 13600-18000，月线级别止损 1000，止盈宜大于 2 倍止损，4 月末或有一定的反弹修复。



五、风险提示

- 中国经济下行风险加大。
- 货币收紧超预期，资金面持续紧张。
- 异常天气、病虫害等的出现。

免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议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均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。