

天然橡胶：短期持强，中线不定

第一部分：2016 年天然橡胶行情回顾

在 2008 年全球金融危机 8 年之后，2016 年全球大宗商品市场再度“风生水起”，实现了自 2010 年以来的首次年度上涨。

图一：CRB 指数周 K 线走势

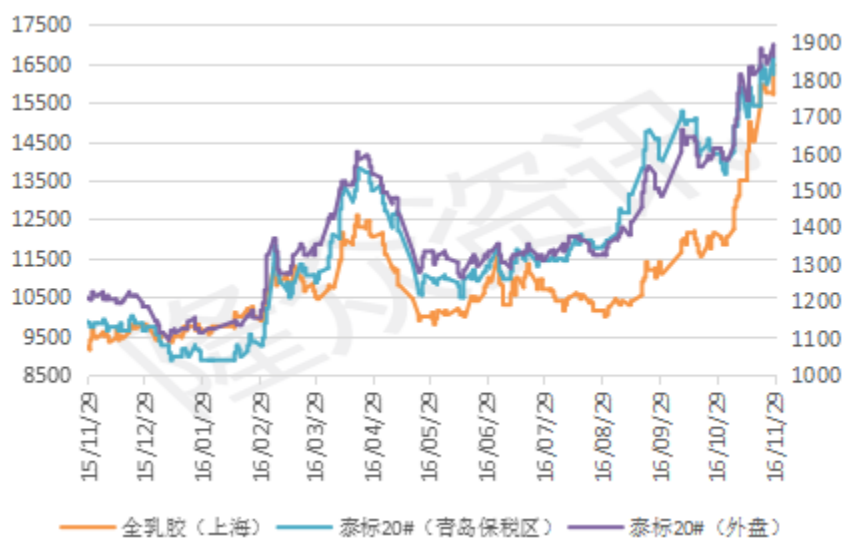
资料来源：文华财经



2016 年大宗商品的上涨，除了受全球经济总体趋好，大宗商品估值整体仍相对偏低等因素的提振外，外部金融因素成为价格上涨的直接推手：1.人民币兑美元持续走低，人民币的实际购买力降低，推动资金对中国进口依存度较高的品种如铁矿石、天然橡胶等品种进行炒作；2.各国央行长期宽松的货币政策导致市场中流动性十分充裕，“热钱”从股市转向估值偏低的大宗商品，对大宗商品价值全面重估。

天然橡胶在经历了几年的熊市后，价格一路下行，在 2016 年上半年更是跌至全球平均成本之下，其结果是：全球天胶产量增速消失，社会库存不断消化，隐性库存大幅下降，中间贸易商基本没有存货意愿，轮胎厂原材料库存短缺。同时，全球需求复苏，特别是国内需求连续几个月出现井喷式增长，多年累积的供过于求的基本面在发生根本性改善，这是导致 2016 年年末胶出现强劲单边上扬走势的基本逻辑。

图二：国内外天然橡胶现货价格走势（年度） 资料来源：隆众资讯



沪胶指数在 2016 年 11 月内合计上涨 3410 元，涨幅达 23.85%；， 沪胶主力 1705 合约累计涨幅接近 40%，期价上涨至 20000 元/吨一线整数大关，创近三年以来新高。

图三：沪胶指数周 K 线走势

资料来源：文华财经



图四：沪胶主力合约收盘价走势（年度）

资料来源：隆众资讯



第二部分：市场结构分析

1. 宏观经济环境分析

2016 年，全球经济呈现不均衡复苏态势，经济增长增速较 2015 年有所提高。其中，发达经济体经济增长将基本持平，而新兴市场和发展中经济体经济增长将略有回升。

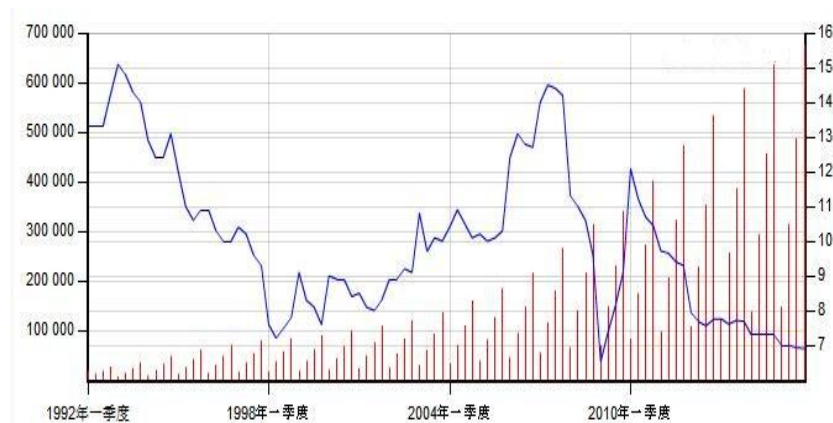
受能源价格较低、财政赤字收窄以及房地产和劳动力市场状况改善等有利因素影响，2016 年美国经济继续向好；IMF 预测美国经济增长率将从 2015 年的 2.5% 上升至 2016 年的 2.6%；欧元区经济继续保持温和复苏势头；日本经济继续复苏但复苏速度缓慢。新兴市场经济体经济增速可能略有回升---IMF 预计其 2016 年增速将由 2015 年的 4.0% 上升至 4.3%。

由于发达市场经济增长稳定以及新兴市场稳健反弹，全球经济将一定程度上重拾增长动力；预计 2017 年全球经济增速将从 2016 年的 3% 上升至 3.4%，2018 年进一步上升至 3.6%，高于 3% 的长期潜在增速水平。

2016 年中国经济是“十三五”开局之年，也是供给侧结构性改革元年。受世界经济复苏偏弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长在 2016 年仍面临着下行压力。但随着我国坚持积极的财政政策，加大改革攻坚力度，经济增长呈现底部企稳迹象；前三季度 GDP 增速保持 6.7%，工业生产缓中趋稳，企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄，9 月当月 PPI 更是由负转正。根据预测，2016 年中国经济增长可能为 6.7%，CPI 增长 2% 左右。但另一方面，由政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，国内货币政策边际效果递减，资产泡沫问题不断凸显，局部风险不断扩大。因此，预计 2017 年中国宏观经济仍将持续筑底，经济增长的实质性反弹或将在 2018 年到来。根据预测，2017 年中国宏观经济 GDP 或将为 6.5%，CPI 增长 2.1%。

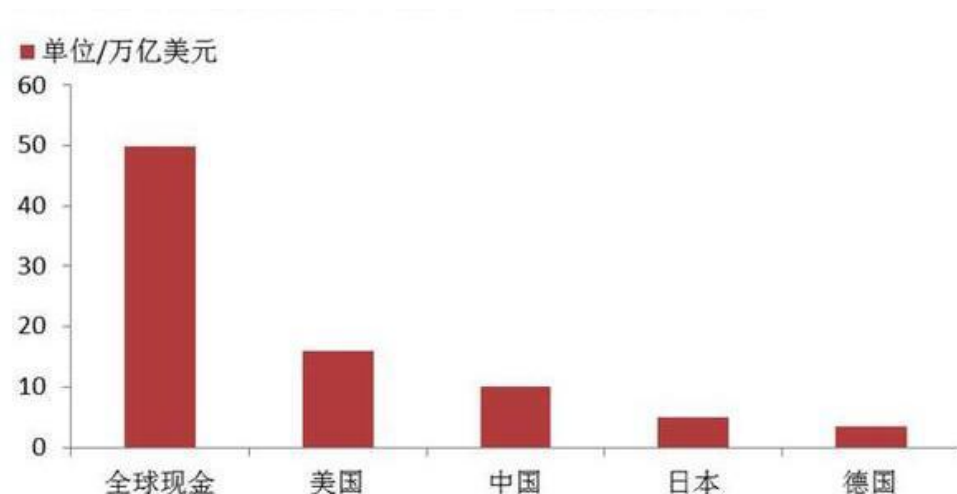
图五：中国 GDP 走势

资料来源：Wind 资讯



在世界经济复苏仍不强劲的同时，全球市场中的流动性则维持相当充裕的局面。2008年全球金融危机后为避免前所未有的经济大萧条，以美联储为首的世界各国央行普遍实施极为宽松的货币政策，大规模超发货币和大规模举债，致使全球流动性充斥市场，积累沉淀了数十万亿“热钱”。据全球最大的资产管理公司贝莱德的研究显示，2016年全球投资者当前持有逾50万亿美元现金，而中国、美国、日本和德国全球前四名的经济体整个经济总量还不到40万亿美元；这50万亿美元现金相当于全球各大央行资产负债表总和的两倍多。

图六：全球投资者持有的现金总量对比四国GDP 资料来源：彭博、贝莱德



虽然在2016年底至2017年年初内美联储加息这一大概率事件将开始收紧全球市场的流动性，但“热钱”的消化吸收很难在短时期内完成。因此，在原油、煤炭、矿石、有色金属、橡胶等大宗商品价格依然处于相对低位的背景下，可以预见2017年年初逐利“热钱”对于大宗商品的金融性购买需求也会持续旺盛，从而对商品市场整体继续维持强势创造出资金面的环境条件。

2. 天然橡胶基本面分析

2.1 天然橡胶供应分析

因之前天然橡胶价格大幅上涨，东南亚各产胶国 2005--2008 年之间纷纷对橡胶林进行了大量的扩种；在经过了 7 年左右的生长周期之后，从 2013 年开始全球天然橡胶的供应就开始进入增产高峰周期。

虽然在 2016 年天然橡胶全球供应压力依然延续，但供应增速已经开始放缓。因近年天然橡胶价格过低，东南亚胶农积极性挫伤严重，弃割外出务工，养护投入不足；加之受天气影响，2016 年割胶面积和割胶积极性不高。预计 2016 全年橡胶产量增幅会相对偏小：2016 年橡胶主产国总开割面积 8,663.40 千公顷，同比增加 1.56%，低于种植面积增速，总开割率 75.03%。

天然橡胶生产国协会(ANRPC)数据显示，2016 年 1-10 月，2016 年 1-10 月 ANRPC 成员国天然橡胶产量 907.2 万吨，同比仅略微增长了 0.9%；预计全年产量同比增长 0.4%至 1108.8 万吨。其中，全球最大的天然橡胶供应国泰国更是出现了减产。由于受到年初干旱等天灾影响，预计泰国方面今年的天然橡胶产量将较去年下滑 20%。

此外，进入 2016 年 12 月初开始，我国天胶主产区以及东南亚天胶主产国将陆续进入停割期，虽然往年停割前一个月左右产量会有小幅环比增长，但今年由于拉尼娜天气影响，泰国等国家四季度降雨偏多，影响割胶进度。

总之，2016 年天然橡胶产量增速放缓已经基本确定。预计 2017 年橡胶主产国总开割面积预计总体增幅 2%左右，但今年受拉尼娜天气影响，单产可能不如预期，总产量是否增加有很大变数。

2.2 天然橡胶需求分析

2016 年全球汽车行业景气度有所上升：今年美国汽车产量小幅增加，日本小幅减少，欧盟和中国的汽车产量大幅增加，带动今年全球橡胶需求出现增长。

2016 年上半年，美国乘用车销量为 864.5 万辆，同比增长 1.4%，欧洲乘用车市场销量为 809 万辆，同比增长 9.1%，

目前我国汽车产业仍处于黄金发展阶段，汽车产销量总体平稳增长。2016 年中国汽车 1-10 月份产量共 2103 万辆，较去年同期增长 9.1%；销量合计 2194 万辆，较去年同期增加 13.9%。据预计，中国市场则有望继续保持平稳的增长态势，在购置税减半的消费刺激之下，

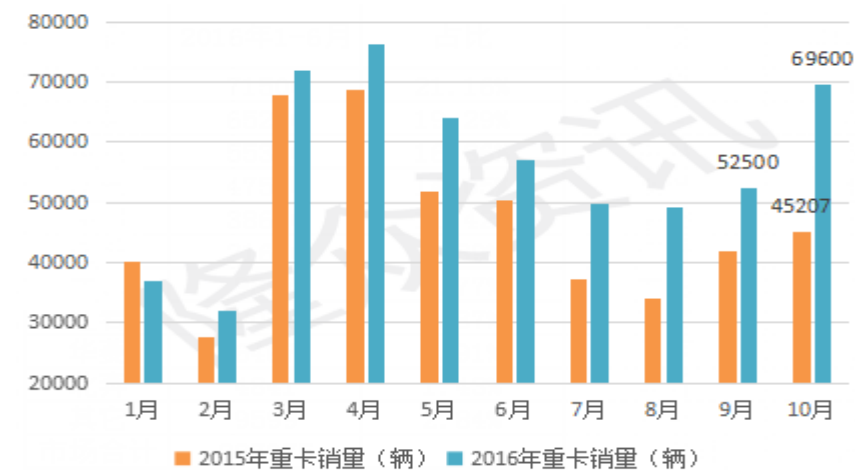
2016 年全年车市获奖保持 10%的增幅，汽车总销量有望达到 2700 万辆。

图七：中国汽车销量年度走势 资料来源：中国汽车协会



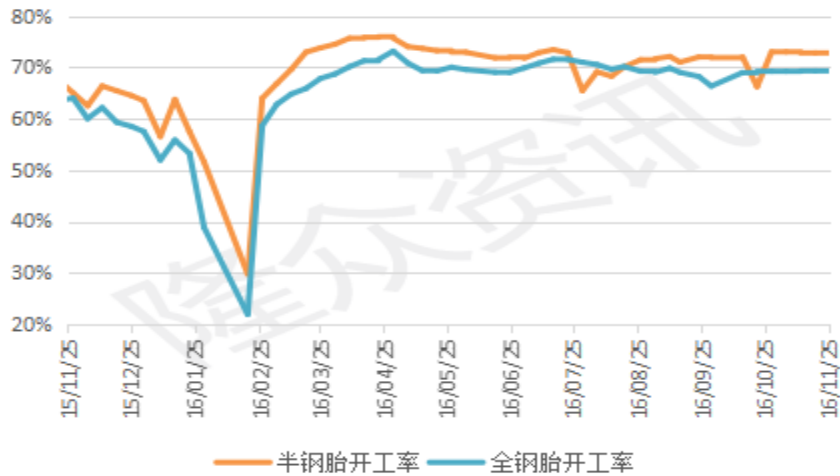
其中，因 2016 年下半年中国政府开始治理车辆超载，作为天然橡胶下游需求核心指标的重卡销量更是在 2016 年年末出现了“井喷”：2016 年 11 月国内重卡销量达 8.8 万辆，同比猛增 88%，刷新重卡历史 11 月销售最高纪录，环比今年 10 月增长 26%；同时重卡未来几月的订单已经订满，强劲的需求在后市有望得到延续。

图八：中国重卡销量对比 资料来源：隆众资讯



轮胎是橡胶工业中橡胶消耗量最多的产品，其橡胶消耗约占橡胶工业总消耗量的 70%。随着我国汽车工业的快速发展，拉动了橡胶工业发展，轮胎产业经历了十几年的快速发展，目前已进入了新常态发展阶段。2016 年：1-9 月份橡胶轮胎外胎产量累计同比增加 7.3%；截止 10 月份，新的充气轮胎外胎出口量累计同比增加 4.8%。2016 年全钢胎和半钢胎开工率在 70%以上，相比 2015 年同期水平高，11 月维持中高位水平。

图九： 国内轮胎市场平均开工走势图 资料来源：隆众资讯

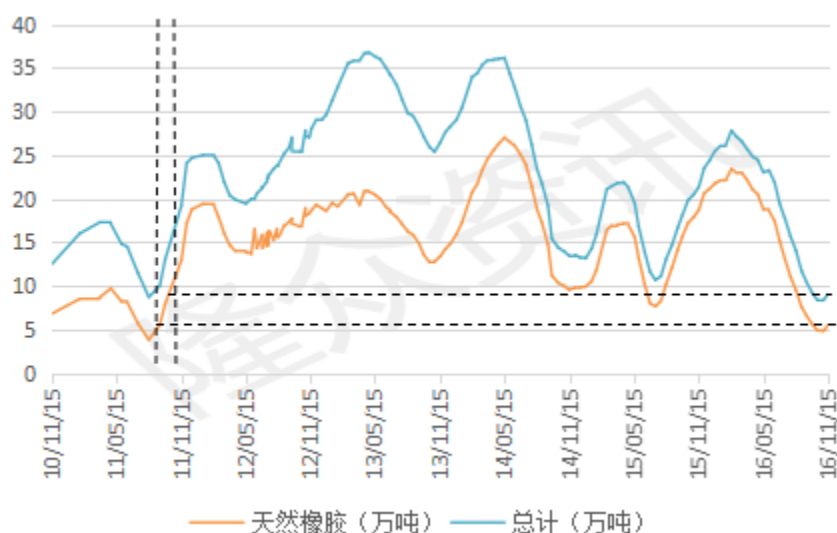


2.3 天然橡胶供需关系分析

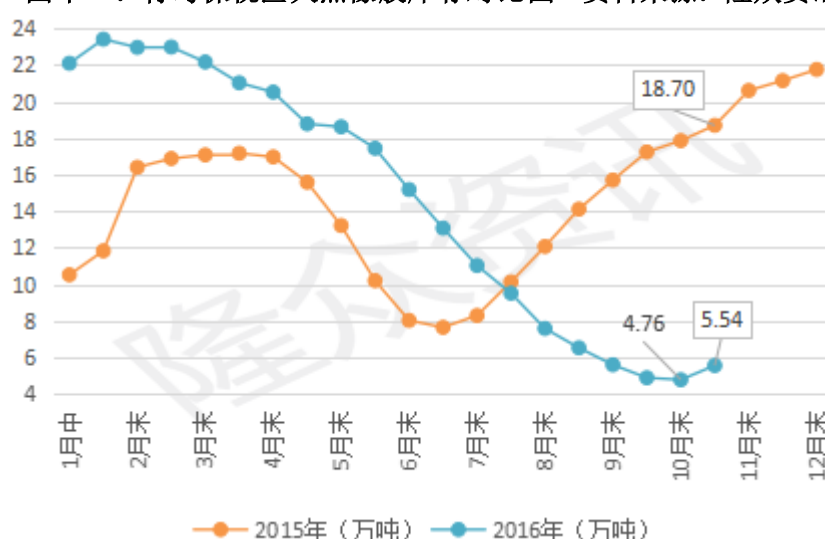
自 2011 年以来全球天然橡胶市场处于供过于求的状态: 2011 年供应过剩 22 万吨, 2015 年过剩 14 万吨。然而, 随着近年来天然橡胶价格持续下跌, 加之天气等因素影响, 供应端的橡胶生产已出现了收缩, 供应增速下降。同时因国内下游汽车轮胎行业景气度持续向好、中国需求重新发力, 橡胶原料采购力度不减; 2016 年下半年内天然橡胶供应过剩问题暂时得到了缓解、甚至出现阶段性偏紧的态势, 供需端改善趋势得到了延续。这一改善在直接体现在国内天然橡胶的库存水平上。

青岛保税区橡胶库存自 2016 年 2 月中旬 27.81 万吨一路下跌至 10 月末 8.32 万吨, 下降幅度达到 70.08%; 其中天然橡胶库存自 23.42 万吨下跌 18.66 万吨至 4.76 万吨, 跌幅达 79.68%。截至 2016 年 11 月底, 青岛保税区橡胶库存总量合计为 10.02 万吨, 虽较 11 月中旬增长 0.93 万吨, 涨幅为 9.28%, 但比去年同期的 23.51 万吨仍大幅回落了 57.38%。其中, 天然橡胶库存约 6.78 万吨, 较 11 月中旬增加 1.24 万吨, 增幅 22.38%, 但与去年同期 20.61 万吨的库存水平相比, 则下降了 67.10%。目前青岛保税区的库存水平处在近五年平均值的下方。

图十：青岛保税区橡胶库存对比图（天胶+复合+合成胶） 资料来源：隆众资讯



图十一：青岛保税区天然橡胶库存对比图 资料来源：隆众资讯



整体而言，天然橡胶全球供大于求的宽松格局在 2016 年内维持，并可能在 2017 年内延续。但是，天胶的供求关系未来在平衡点或将出现摇摆。在 2016 年下半年天然橡胶市场供大于求的格局年就暂时出现了拐点，供需季节性短期错配强化了这一转变。

可以预见，2017 年初由于汽车、轮胎行业的高景气状态或将延续，下游工厂在 2017 年第一季度春节前开工就仍将居高不下。而 2016 年 11 月底、12 月云南、海南开始，东南亚产胶区将陆续进入停割期，新增供应逐渐减少，橡胶原料供不应求局面就仍将延续。预期 2017 年第一季度内，天然橡胶现货短期供求偏紧的市场状况或将会继续维持。

第三部分 行情展望及操作建议

从 2016 年全年走势看，天胶价格在上半年经历了一次漫长的震荡筑底过程，期价多次

震荡起伏，上半年维持弱势震荡格局，直到年末，在国内重卡及汽车产销数据持续强劲复苏的带动下，期价真正起稳突破上行，走出了一波中级反弹趋势。此波胶价能走出熊市，步入至少是中级反弹趋势，核心是需求的强劲复苏。随着国内对重卡超载的严格限制措施出台，以及卡车更换提前，重卡需求在进入 4 月后，开始呈现快速回升势头，而后，煤炭价格暴涨，导致煤炭开采运输量大幅度攀升，重卡需求再度出现井喷式增长，且持续数月未见减缓，导致天然橡胶需求全面复苏，社会库存进一步枯竭，现货带动期货走高。2016 年年末时分，随着国内停割来临，以及人民币贬值的加速，胶上抄底资金开始全面介入，期价再带动现货价格一路突破走高，中级反弹行情得以强化和巩固。

2016 年年底天然橡胶价格走出的单边上扬行情，我们认为可能延续到 2017 年上半年，定义为中级反弹行情，还无法确定行情是否反转，先期目标看 21000，最终中级反弹高点，我们预计可能达到 26000 附近。主要依据是，预计重卡数据将在未来几个月持续攀升，这是支持期价进一步走强的核心动力，而国内停割期也要延续到明年 4~5 月份，时间上也正好吻合。但明年全球供应也会因为期价的走强会大幅提高，且需求的井喷式增长很难维持太长时间，在重卡消费透支后，需求增速下滑的概率较大。还需要注意的是，本轮期价的上涨速度过快，远期持续极高升水，对未来基本面走强预期已经在期价中得到很大体现，加上资金强行介入，可能会导致期价短期炒作过度，引发短线居然震荡，操作上需要把控好节奏。