



## 供需矛盾主导胶价 反弹与否仍看宏观

## 天 胶

### 内容提要：

- ◆ 供给方面，去产能步伐缓慢，国内外主产区进入割胶旺季，四季度全球天胶市场供应压力加大。
- ◆ 需求方面，在国内宏观经济下行、汽车销量或现负增长及固定资产投资增速放缓的背景下，国内轮胎市场需求难见好转迹象；而美国对华轮胎“双反”案将严重影响国内轮胎出口，四季度中国天胶消费仍将维持低迷。
- ◆ 库存方面，上期所的天胶库存再度增加至高位，青岛保税区库存亦呈现快速回升态势，盘面压力加大。
- ◆ 其他因素：本次厄尔尼诺或将在 2015 年 11-12 月达到峰值，提防市场再度借题材炒作；若胶价持续下跌，东南亚国家或将继续出台救市政策，将一定程度上支撑胶价反弹。
- ◆ 我们认为 2015 年四季度沪胶整体仍将维持熊市基调，宏观因素对市场的系统性影响大。沪胶指数整体运行区间为 10000-14000 元/吨，建议稳健投资者维持熊市思维，选择反弹高点沽空，激进投资者可在调整低位博弈季节性反弹行情。

关键词：产胶旺季 汽车销量负增长 需求增速下滑 库存压力 供需过剩



### 张 伟 伟

工业品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

zww0518@163.com

新纪元期货研究所工业品分析师，中国矿业大学理学硕士，主要负责天胶、两板、石油沥青等工业品及白糖、小麦、稻谷等农产品的分析研究工作。

## 第一部分 2015 年三季度天胶期货行情回顾

2015 年 6 月以来,受希腊危机、中国股市危机、人民币汇率骤贬等因素驱使下,国内大宗商品价格大幅下挫,沪胶指数接连跌破 14000、13000、12000 及 11000 元/吨整数关口,8 月 27 日最低跌至 10940 元/吨,自 6 月 1 日 15525 元/吨的高位下跌了 39.78%。9 月沪胶整体维持 11000-12000 元/吨低位区间震荡。在中国经济增速放缓、全球天胶供需过剩的大背景下,沪胶中期熊市基调难改。

外盘方面,日胶亦呈现单边下跌走势,6 月初至 9 月上旬,日胶指数最深跌幅达 33.93%,随后期价围绕 170 附近窄幅震荡。

图 1 沪胶 1509 日 K 线图



数据来源: 文华财经

图 2 日胶指数日 K 线图



数据来源: 文华财经

## 第二部分 天胶基本面分析

### 一、主产区割胶旺季,四季度供应压力增加

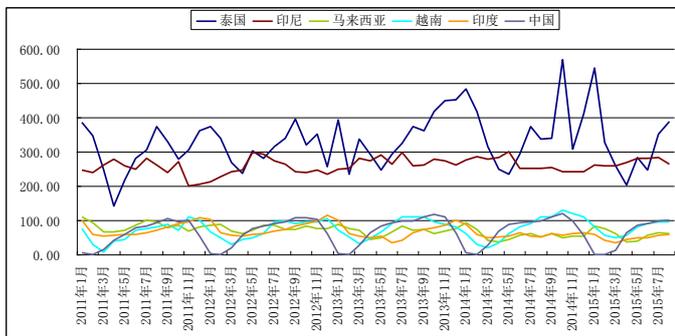
#### (一) 四季度东南亚天胶供应压力加大

全球经济复苏步伐放缓,市场对橡胶的使用量有限,天胶价格持续下跌,导致主要产胶国胶农开割积极性不佳,上半年天胶产量下滑。但七八月东南亚主产国天胶产量出现恢复性增产,天然橡胶生产国协会(以下简称 ANRPC)最新报告显示,2014 年 8 月其成员国天胶产量同比增 7%至 98.17 万吨,其中泰国增 15%,印尼增 4%,马来西亚增 19%,越南降 14%,中国增 2%,印度增 14%;1-8 月天胶总产量同比微降 0.9%至 686 万吨。

胶价的持续低迷一定程度挫伤了胶农的割胶积极性,但主产国并没有出现大面积砍胶树的情况,而 2005-2008 年大面积扩种胶树导致的产能扩张短期内难以消除,天胶供应端仍将维持小幅增长态势。ANRPC 预计其成员国全年产量较 2014 年的 1096.9 万吨(2014 年天胶产量出现五年来首次下滑)增加 2%。IRSG 在 8 月报告中预计,2015 年天然橡胶产量料将同比增加 4.4%至 1260 万吨,2014 年天

胶产量为1207万吨。根据季节性规律，每年9月至12月是东南亚天胶旺产期，四季度天胶供应压力加大。

图3 ANRPC 成员国天然橡胶产量（单位：千吨）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

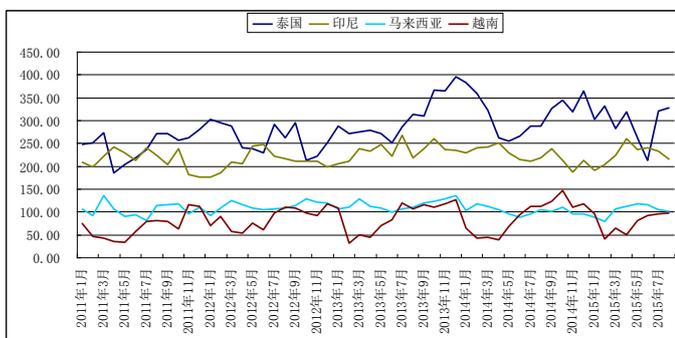
图4 ANRPC 成员天胶面积（单位：千公顷）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

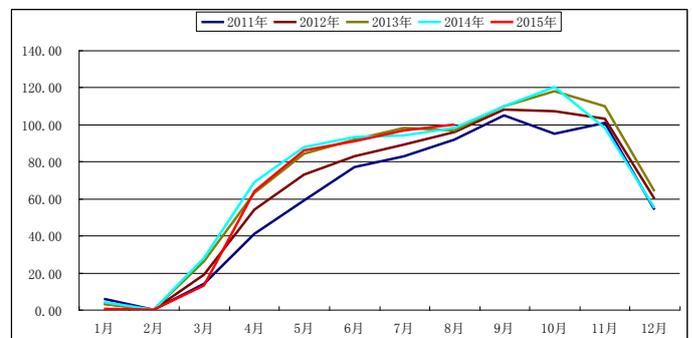
出口方面，4月以来，ANRPC 天胶月度出口量呈现同比回升态势。具体数据为，2015年8月ANRPC 成员国天胶产量同比增加2.22%至76.44万吨。1-8月天胶累计出口量为580.58万吨，同比增加1%，今年以来首次出现正增长。天然橡胶出口至发达国家主要消费国数量的增长，抵消了成员国之间尤其是中国贸易量的下降。分国家来看，马来西亚、柬埔寨及菲律宾今年1-8月出口数据都显示出两位数的增长率，分别为15.2%、34.4%及22.7%；越南1-8月出口同比增长8.6%；而泰国、印尼却分别下降2.8%和3%。预计ANRPC 成员国全年天胶出口量较2014年增1.5%。

图5 ANRPC 成员国天然橡胶出口（单位：千吨）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图6 我国天然橡胶月度产量（单位：千吨）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## （二）中国天胶减产不如预期

需求萎靡加之主产区海南遭遇旱情，2015年我国天胶产量出现一定程度减产。1-8月，我国天胶生产量累计45.14万吨，同比下滑4.77%，而2014年同期是上涨2.37%。中国天然橡胶协会秘书长郑文荣预计今年国内天胶产量或不足70万吨。但近期从业界人士调研情况来看，今年海南国营胶并没有出现明显减产，完成全年生产指标没有问题；民营胶预计减产幅度在20%-30%左右，主要是因为部分民营胶林存在弃割现象。总体来看，今年国内橡胶减产幅度不如预期，基本无砍树现象。

从季节性规律来看，我国云南地区在11月中旬左右开始进入停割期，12月中下旬海南进入停割

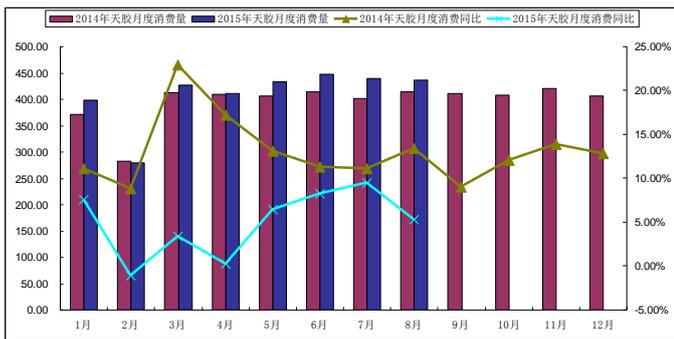
期。9-11月依旧是我国天胶产出旺季，合计产量占全年产量的40%左右，届时国内天胶供应充足。

总的来说，去产能步伐缓慢，国内外主产区进入割胶旺季，四季度全球天胶市场供应压力加大。

## 二、全球天胶供需过剩格局不改

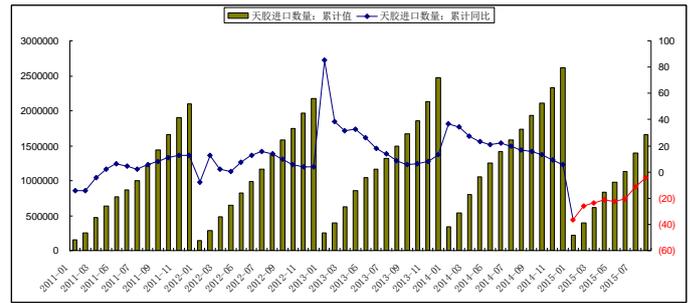
### (一) 内忧外患，中国需求增速继续放缓

图7 我国天胶消费情况 (单位: 千吨)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图8 我国天胶进口情况 (单位: 吨)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

受经济下行影响，2015年中国天胶消费增速明显放缓。数据显示，2015年1-8月中国天然橡胶消费量为327.5万吨，同比增速5%，明显低于去年同期的14%。进口方面，1-8月中国天然橡胶累计进口量166.2万吨，较去年同期下滑4.4%。其中，7-8月天胶进口量大幅增加，主要是受复合胶新规影响，轮胎企业无法通过零关税再进口复合胶，贸易商加大天胶的进口。

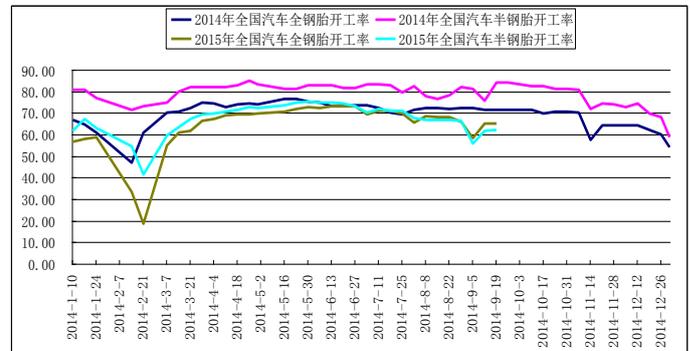
我国70%以上的天然橡胶用于轮胎制造，天胶消费与轮胎产出密切相关。受国内刚性需求减弱及美国“双反”影响，2015年以来我国轮胎需求大幅萎缩。据国家统计局数据显示，1-8月我国橡胶轮胎外胎的产量为6.18亿条，同比下滑1.47%，2014年同期是上涨6.41%。轮胎企业开工率亦大幅下滑，七月下旬以来，全钢胎和半钢胎的开工率维持在70%下方。截止9月18日，全国全钢胎企业开工率65.02%，低于2014年同期的71.46%；半钢胎企业开工率62.03%，低于2014年同期的84.13%。

图9 我国轮胎外胎产量 (单位: 万条)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图10 轮胎企业开工率



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

按轮胎终端消费流向，可以分为国内消费和对外出口消费两个部分，占比分别为 55% 和 45%。其中，国内消费又可以分为配套胎市场和替换胎市场，分别占比 30% 和 70%。

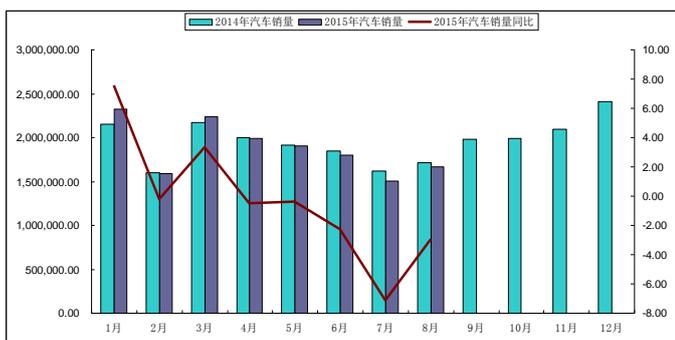
### 1、2015 年汽车销量或出现负增长，配套胎市场需求难见好转迹象

自 5 月起，国内汽车产销量已经连续 4 个月低于去年同期水平。中汽协数据显示，8 月汽车产销量分别为 156.97 万辆和 166.45 万辆，比上月分别增长 3.4% 和 10.7%；与去年同期相比，则分别下降 8.4% 和 3%。1-8 月，汽车产销量分别为 1518.24 万辆和 1501.72 万辆，产量同比下降 0.24%，销量与去年同期基本持平。

基于 1-8 月产销量同比继续下降，中汽协给出了今年汽车销量可能会负增长的最新预期。这意味着，自上世纪 90 年代开始，汽车行业未出现过负增长的纪录可能打破。9 月 9 日，全球商业咨询公司艾睿铂发布的 2015 年中国汽车展望报告指出，中国汽车行业迈入“新常态”，从今年开始将经历个位数低增长，此外，全年销量可能在 2008 年全球经济衰退后首次出现下滑。艾睿铂研究预计，中国汽车销售的年增长率将维持 4.1% 的水平至 2018 年，并在其后至 2023 年放缓至 2.9%。这与过去十年 19.3% 的年增长率相比大幅下降。

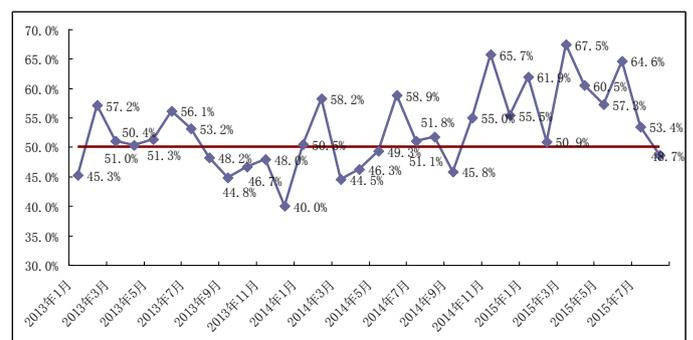
另据日前中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商库存预警指数调查”显示，2015 年 8 月库存预警指数为 48.7%，比上月下降了 4.7 个百分点。此前，库存预警指数已经连续 10 个月处在荣枯值之上，8 月预警指数回落到警戒线以下，市场出现温和回升迹象。8 月份汽车市场需求上升主要得益于汽车生产商降低产出速度，同时提高促销力度。但从长远角度看，中国汽车市场正面临调整，且调整或许会持续很长一段时间。

图 11 汽车销量及同比（单位：辆）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

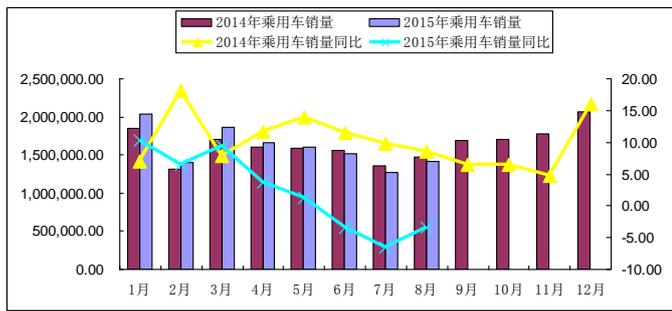
图 12 中国汽车经销商库存预警指数



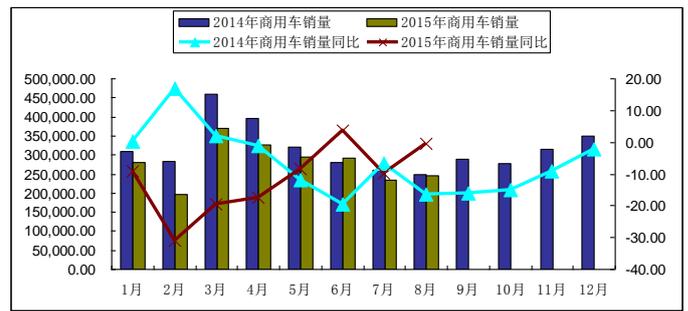
数据来源：新纪元期货研究所 中国汽车流通协会

分车型来看，2015 年以来，我国乘用车销量增速呈现明显回落态势。中汽协公布数据显示，8 月乘用车销售 141.85 万辆，同比下滑 3.39%，连续三个月下滑，去年同期是上涨 8.50%；1-8 月，乘用车累计销售 1278.2 万辆，同比增长 2.59%，低于去年的 10.70%。受经济增速下滑及二线城市潜在限购政策造成的提前消费效应逐渐消失，预计 2015 年中国乘用车销量同比增速或将低于 5%。

图 13 乘用车销量当月值及当月同比 (单位:辆) 图 14 商用车销量当月值及当月同比 (单位:辆)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯



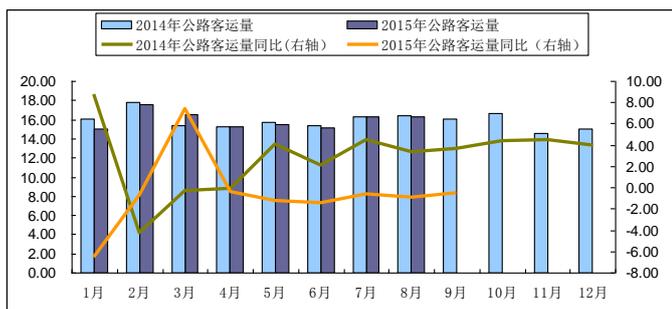
数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

商用车方面，2015 年 8 月，我国商用车销量环比结束下降，呈现一定增长，但同比仍呈下降。中汽协数据显示，8 月我国商用车销售 24.60 万辆，环比增长 4.95%，同比下降 0.55%，去年同期是下降 16.36%；1-8 月，商用车累计销售 223.5 万辆，同比下降 12.62%，去年同期是下降 5%。

作为天胶消费景气度指标的重卡销售陷入持续萎缩状态，数据显示，8 月，重卡市场共销车 3.5 万辆，同比下降 27%，环比下降 6%；1-8 月，重卡市场累计销车 36.77 万辆，同比下降 30%，仅比 1-7 月 30.6% 的降幅缩窄了一点。重卡市场的惨淡情况，其实跟中国制造业的基本现状是一致的。国家统计局与中国物流与采购联合会公布的 8 月份制造业采购经理指数 (PMI) 只有 49.7，环比回落 0.3 个百分点，掉到了荣枯线下方；而最新公布的 9 月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI) 初值录得数据为 47，创 2009 年 3 月以来最低。制造业形势持续恶化，重卡市场需求仍将维持低迷。

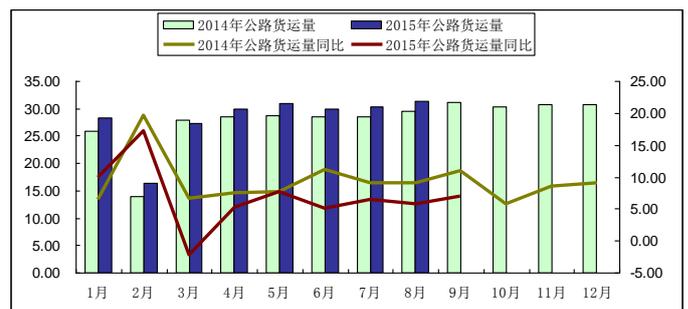
根据传统的季节性规律，9 月至年底是国内汽车产销旺季，预计今年的情况亦是如此；但在宏观经济增速下滑及汽车产销增速明显放缓的背景下，配套胎市场需求难见好转迹象。

图 15 中国公路客运量 (单位:亿人, %)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 16 中国公路货运量 (单位:亿吨, %)



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## 2、四季度替换胎需求或难现旺季效应

2015 年 8 月，我国公路客运量为 16.26 亿人次，同比回落 0.9%，2014 年同期是增长 3.3%；1-8 月，我国公路客运量维持在 15.00-17.63 亿人之间，平均增速为 -0.54%，明显低于 2014 年同期的 2.26%。8 月，我国公路货运量为 31.28 亿吨，同比增速为 5.7%，低于去年同期的 9.0%；1-8 月，我国公路货运量在 16.37-31.28 亿吨之间，平均增速为 6.89%，也低于 2014 年同期的 9.60%。在宏观

经济和固定资产投资增速放缓的趋势下，预计 2015 年替换胎需求难以出现较大幅度增长。

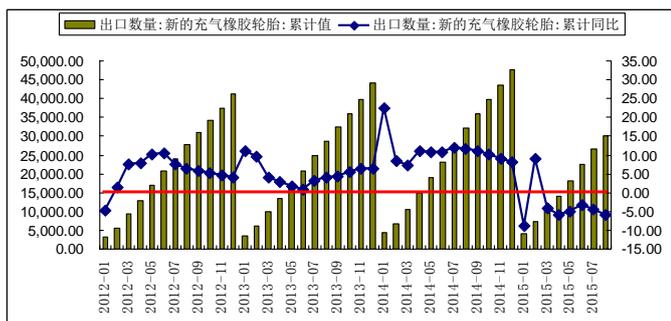
### 3、美国“双反”重压下，四季度我国轮胎出口悲观

2015 年 7 月 14 日，美国国际贸易委员会公布对原产于中国的乘用车和轻型卡车轮胎反倾销反补贴调查损害终裁结果，裁定中国输美产品对美国内产业造成实质性损害。由于美国商务部此前已裁定中国向美国出口的上述轮胎存在倾销和补贴行为，故国际贸易委员会的最新裁定意味着美国将正式对此类产品征税。中国厂商将被征收 14.35%-87.99% 的反倾销税和 20.73%-100.77% 的反补贴税，两者相加最高税率达 188.76%。

中国乘用车及轻卡轮胎对美国市场的依赖度较高，2014 中国轮胎出口数量 47584 万条，占总产量的 40%，其中出口美国占据了近三成份额。本次终裁的输美轮胎“双反”案涉案轮胎企业 200 多家，涉案金额约 33.7 亿美元，预计上下游超过 100 万产业工人将受到影响。据中橡协对 44 家轮胎会员企业提供的数据统计，今年上半年，销售收入同比(下同)下降 13.61%，30 家企业销售收入下降，仅有 14 家增长；轮胎总产量减少 6.17%，内资企业下降 7.7%，外资企业下降 3.4%。海关数据显示，2015 年 1-8 月，中国轮胎出口数量累计 30223 万条，同比减少 5.8%，连续六个月下滑；其中，出口美国数量下降 19%。此外，业内担心美国的“双反”调查是有传导作用的，接下来欧盟、巴西、南非、阿根廷等国家都可能跟进，形成连锁反应，2015 年四季度我国轮胎出口不容乐观。

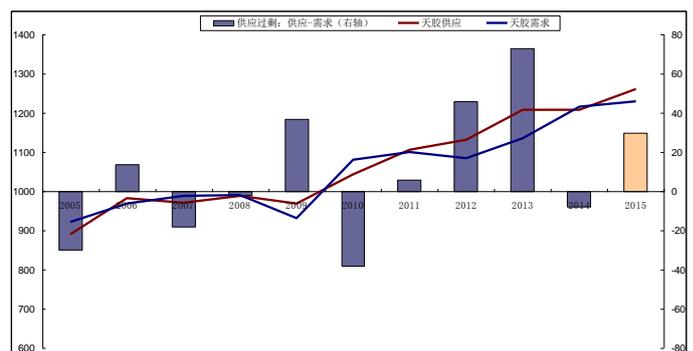
总的来说，在国内宏观经济下行、汽车销量或现负增长及固定资产投资增速放缓的背景下，国内轮胎市场需求难见好转迹象；而美国对华轮胎“双反”案将严重影响国内轮胎出口，四季度中国天胶消费仍将维持低迷。

图 17 我国轮胎月度出口数量（单位：万条）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 18 全球天胶供需情况(2015 年预估值)（单位：万吨）



数据来源：新纪元期货研究所 IRSG

#### （二）全球天胶市场仍将维持供应过剩格局

天胶价格长期低迷令生产商削减割胶量，天胶供应端压力缩减；然而全球最大消费国中国的需求增速却大幅放缓，供需矛盾没有发生根本改变。IRSG 在最新报告中预计，2015 年全球天胶市场仍处于供应过剩局面，过剩程度在 30 万吨左右。其中，天胶供应量将比去年提高 4.4%，达 1260 万吨，

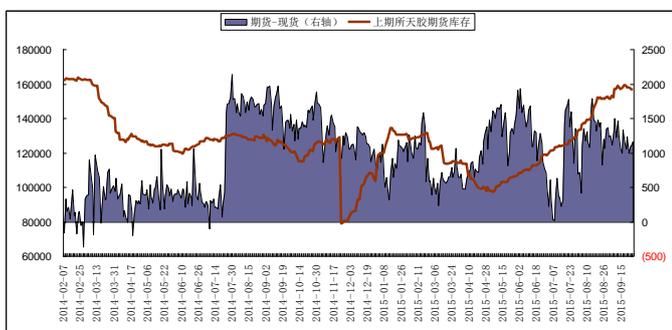
而需求增速会从去年的 6.7% 降到 1.2%，至 1230 万吨。另外，价格高企时种植的一大批橡胶树将在明年进入成熟期，2016 年橡胶产量可能继续增长 2.9%，供过于求状况也将加剧。

### 三、期现货库存回升，盘面压力大增

2015 年 5 月以来，由于新胶在现货市场缺乏价格优势，现货持续贴水期货，企业在期货市场上卖出保值数量大幅增加，上海期货交易所（以下简称上期所）天胶库存回升至历史高位。截止 9 月 25 日，上期所天胶库存小计 21.27 万吨，较 5 月初的低位增加了 67.3%；库存期货 15.65 万吨，较 5 月初增加了 59.3%。上期所以对天然橡胶仓单有效期中规定：国产天然橡胶在库交割的有效期限为生产年份第二年的最后一个交割月份，超过期限的转作现货。这也就意味着 2014 年生产的国产全乳胶最晚能在 RU1511 上进行交割。根据初步统计，RU1411 合约将承担近 8 万吨的旧作仓单，届时无论是交割还是强制期转现，最终均将流向现货市场，这将对橡胶价格造成庞大的压力。

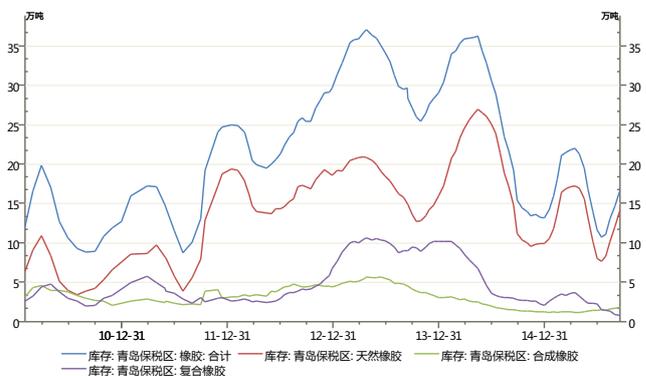
国内现货库存方面，7 月以来，随着橡胶进口量的增加，港口库存亦呈现快速回升态势。截至 9 月 16 日，青岛保税区天然橡胶为 14.11 万吨，较七月中旬增加 6.48 万吨；复合橡胶 0.78 万吨，较七月中旬下降 0.75 万吨；合成橡胶 1.740 万吨，较七月中旬增加 0.23 万吨；总库存 16.63 万吨，较七月中旬增加 5.96 万吨。据业内调研，近期部分仓库仍有一定数量的入库计划，短期将延续增长势头，随着港口库存的快速回升，现货市场压力大幅增加。

图 19 沪胶期现价差与仓单数量（单位：吨，元 / 吨）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 20 青岛保税区橡胶库存（单位：万吨）



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

### 四、其他因素

#### （一）厄尔尼诺干扰天胶行情

截至 8 月底，2014/2015 年厄尔尼诺事件已达到强厄尔尼诺事件标准，为历史第四强。峰值强度为历史第三大值，仅次于 1982/1983 年和 1997/1998 年。国家气候中心预测，本次厄尔尼诺事件将至少持续到 2016 年春季，可能在 2015 年 11-12 月达到峰值，并有较大可能达到极强厄尔尼诺事件标准（强度指标大于等于 16.6℃）。预计受厄尔尼诺影响，今年秋冬季我国降水可能呈现“南多北

少”，北方地区后期降水持续偏少，可能出现夏秋冬连旱。

目前来看，本次厄尔尼诺对天胶的生产没有造成较大的影响，但仍需密切关注后期厄尔尼诺现象演变，提防市场再度借题材炒作，厄尔尼诺仍将是四季度影响天胶行情的重要不确定因素。

## （二）东南亚国家救市政策支撑胶价

面对国际胶价大跌对胶农利益的侵害，2014年四季度以来，东南亚天胶主产国频繁出台救市措施，或多或少影响国际胶价走势。2014年10月10日，包括泰国、印尼、越南、马来西亚、哥伦比亚和国际橡胶集团在内的主要橡胶生厂商宣布将不会以低于目前价格的水平出售橡胶。11月20日，主要橡胶生产国泰国、印尼和马来西亚发表联合声明，称已达成协议，将“管控”向国际市场出口的天然橡胶，以确保市场不会供应过剩。2015年2月18日，泰国政府称将动用60亿泰铢（1.8422亿美元）缓冲资金，在市场采购RSS3等级橡胶和乳胶。4月，包括诗董橡胶公司在内的大型橡胶公司均计划大幅上调产品售价，甩开一个以新加坡交易所作为即期橡胶基准价格的体质。5月11日，泰国森林厅举办召回国有森林计划会议，计划收回440万莱被橡胶农占用的森林，以恢复自然资源。7月，泰国游说越南加入国际橡胶联盟(IRCo)，稳定橡胶价格。

东南亚国家出台各种救市政策，没有从根本上解决全球天胶市场供需过剩的矛盾，但当胶价下跌过深，危害到胶农生存的时候，这些政策仍将继续出台，这将会一定程度上支撑胶价。

## 第三部分 后市展望

全球天胶供需过剩格局没有发生本质改变，四季度沪胶仍将运行于底部区域。

利空因素：第一、四季度全球天胶市场供应压力加大。去产能步伐缓慢，国内外主产区进入割胶旺季，若没有出现较为严重的自然灾害，2015年东南亚天胶产量同比将恢复增长。第二、中国天胶需求仍将维持低迷。在国内宏观经济下行、汽车销量或现负增长及固定资产投资增速放缓的背景下，国内轮胎市场需求难见好转迹象；而美国对华轮胎“双反”案将严重影响国内轮胎出口，四季度轮胎出口悲观。第三、期现货库存压力加大。上期所的天胶库存逼近历史高位，青岛保税区库存亦呈现快速回升态势，盘面存在极大的抛售压力。

潜在利多因素：第一、厄尔尼诺不利天气或继续发酵，提防市场再度借题材炒作。第二、若胶价持续下跌，东南亚国家或将继续出台救市政策，将一定程度上支撑胶价反弹。第三、四季度国家出台更多刺激政策，宏观市场氛围回暖。

综合分析，我们认为2015年四季度沪胶整体仍将维持熊市基调，宏观因素对市场的系统性影响大。若宏观面出台更多刺激政策促使下游需求出现实质好转，沪胶亦存在季节性反弹机会，但反弹空间有限；沪胶指数整体运行区间为10000-14000元/吨。操作上，建议稳健投资者维持熊市思维，选择反弹高点沽空，激进投资者可在调整低位博弈季节性反弹行情。