

供给侧改革抑制需求 底部震荡格局难改

天然橡胶

内容提要:

- ◆ 供给方面，去产能步伐进展缓慢，而价格高企时大面积扩种所带来的新增产能仍将继续释放，2016 年天胶供应压力依旧不减。
- ◆ 需求方面，购置税优惠政策提振乘用车市场，但在“供给侧改革”的大政策背景下，2016 年房地产与基建投资的力度或难大幅回升，天胶消费占据主导作用的重卡市场需求难以出现明显好转；中国轮胎产品屡遭国外反倾销调查，出口市场不容乐观。内忧外患境况下，2016 年中国天胶需求难以大幅度回暖，全球天胶维持供需过剩格局。
- ◆ 库存方面，目前上期所和青岛保税区天胶总库存已接近 43 万吨，下游产业链需求依旧低迷，后期库存仍将延续增长态势，庞大的期现货库存将成为压制胶价反弹的重要阻力。
- ◆ 其他，美联储加息靴子落地，短期大宗商品市场或出现系统性超跌反弹行情；若胶价持续下跌，东南亚国家或将继续出台救市政策，也将一定程度上支撑胶价；但合成橡胶的替代作用将是制约天然橡胶需求的重要因素之一。
- ◆ 综合分析，我们认为 2016 年沪胶期价整体维持底部宽幅震荡格局，运行区间为 9000-15000 元/吨。一季度，美元加息靴子落地，宏观环境回暖，有望带动大宗商品整体超跌反弹，但沪胶受制于基本面，反弹难以持续，亦是择高点沽空的机会；下半年随着宏观政策面好转及下游需求旺季启动，沪胶存在反弹机会，投资者可在调整低位博弈季节性反弹行情。



张伟伟

软商品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

zhangweiwei@neweraqh.com.cn

中国矿业大学理学硕士，郑商所高级分析师，主要负责天胶、白糖、两板及麦稻等品种的分析研究工作，精通产业链，善于结合基本面与技术面把握商品运行趋势和节奏。

关键词：供给侧改革 去产能步伐缓慢 库存压力 美联储加息 底部震荡格局

第一部分 2015 年天胶期货市场回顾

2015 年, 天胶依旧运行于 2011 年以来的下行通道中, 呈现冲高回落后加速下跌的走势。2015 年一季度, 天胶期价整体维持低位区间震荡。四月下旬, 发生泰国与印尼指责 SICOM 美金胶价格缺乏公允性而拒绝交付事件, 当时正值东南亚停割期, 厄尔尼诺天气炒作又再起, 多重利多发酵下, 沪胶期货大幅拉伸, 6 月 1 日沪胶指数最高反弹至 15525 元/吨, 但短期利多难以改变全球天胶供需过剩格局, 期价随后震荡回落。下半年, 在希腊危机、中国股市危机、人民币汇率骤贬、美联储加息预期等诸多因素驱使下, 国内大宗商品市场单边下跌, 多数商品跌至 08 年金融危机低点, 沪胶指数 11 月 24 日最低跌至 9640 元/吨, 自 6 月 1 日高位下跌了 38%。12 月以来, 沪胶整体维持 10000-10600 元/吨低位区间震荡。

外盘方面, 日胶行情和沪胶基本一致, 上半年期价冲高回落, 下半年破位下跌; 但相对于沪胶, 日胶指数更早止跌震荡。

图 1. 沪胶指数日 K 线图



资料来源: 文华财经

图 2. 日胶指数日 K 线图



资料来源: 文华财经

第二部分 天胶基本面分析

一、2016 年全球天胶市场供应充足

(一) 去产能步伐进展缓慢, 而新增产能继续释放, 东南亚天胶供应压力不减

天然橡胶树种植地域主要集中在东南亚地区，其种植面积约占世界天然橡胶种植面积的 90%。主要生产国有泰国、印度尼西亚、马来西亚、印度、越南、中国、菲律宾、斯里兰卡、柬埔寨等，其中前五个国家产量占世界总产量的比重接近 90%。当前橡胶供应过剩的问题，起源于 2005-2008 年及 2010-2011 年两波橡胶牛市，除印尼和马来之外，各主产国均在此期间有不同程度的扩种；其中，泰国、越南、中国的扩种幅度最为明显。一般情况下，橡胶树种植 6-8 年后可开割，树龄 10-15 年后进入高产期，开割期可长达 30 年。2006 年以来新增种植的胶树从 2012 年前后开始释放产能，并且理论上能将这种态势保持到 2020 年。

橡胶的长周期农产品属性，造成种植橡胶树的机会成本较大，更换周期漫长。回顾近 10 年，东南亚主产区唯一一次大幅度缩减橡胶树种植面积的年份出现在 2009 年，当时橡胶价格低迷，马来西亚在政府的统筹规划之下大规模性砍伐胶林，改种棕榈树，导致当年产量下降，也助推了 2009 年胶市转牛的行情。近五年来胶价的持续低迷一定程度挫伤了胶农的割胶积极性，天然橡胶生产国协会（以下简称 ANRPC）秘书长 Sheela Thomas 日前称，ANRPC 成员国 2015 年天胶产量预计将低于去年的 1095.2 万吨，因泰国、印尼、马来西亚和印度的胶农暂停割胶，不过她并未阐明产量降幅有多少。但据了解，主产国并没有出现大面积砍胶树的情况，尤其是泰国，非但没有加大去产能的力度，反而迫于国内胶农施压，不时采用补贴方式援助胶农，11 月初泰国内阁又批准了一项价值 130 亿泰铢

表 1 ANRPC 天然橡胶新种植面积（单位：千公顷）

	泰国	印尼	马来西亚	越南	中国	印度	菲律宾	斯里兰卡	柬埔寨
2005	122.60	17.10	0.00	29.60	44.20	16.80	1.60	1.00	6.2
2006	109.60	67.00	0.00	40.50	58.20	21.50	16.30	1.90	9.2
2007	161.40	67.30	0.00	35.10	65.10	22.80	22.00	2.00	18.8
2008	191.80	10.50	6.00	77.20	49.10	30.20	15.70	2.60	26.5
2009	152.90	10.50	0.00	54.90	39.00	25.50	7.90	3.10	21.4
2010	232.40	10.50	3.00	74.50	49.00	25.00	13.00	1.40	51.5
2011	258.20	11.00	8.30	54.90	50.00	23.00	25.70	3.00	31.7
2012	127.20	50.00	16.50	119.30	60.00	23.50	17.40	2.50	67.2
2013	44.90	50.00	18.30	39.80	18.00	21.00	11.40	3.00	48.4
2014	33.20	50.00	11.80	21.90	4.00	17.00	35.30	1.40	27.3
2015		50.00	15.00	6.30	2.00	16.00		7.20	23

资料来源：WIND 新纪元期货研究

表 2 ANRPC 天然橡胶开割面积（单位：千公顷）

	泰国	印尼	马来西亚	越南	中国	印度	菲律宾	斯里兰卡	柬埔寨
2005	1692	2634	853	334	471	447	71	91	30
2006	1743	2726	937	356	495	454	69	97	32
2007	1774	2776	845	378	503	459	64	94	30
2008	1979	2769	750	399	520	463	65	94	34
2009	2055	2709	591	419	542	469	62	95	34
2010	2176	2773	634	439	582	477	70	100	38
2011	2334	2792	664	460	619	491	83	101	45
2012	2520	2806	631	510	651	504	84	104	55
2013	2634	2990	606	542	686	475	99	105	79
2014	2755	2995	600	564	695	447	120	111	91
2015		3001	650	570	712	400		115	115

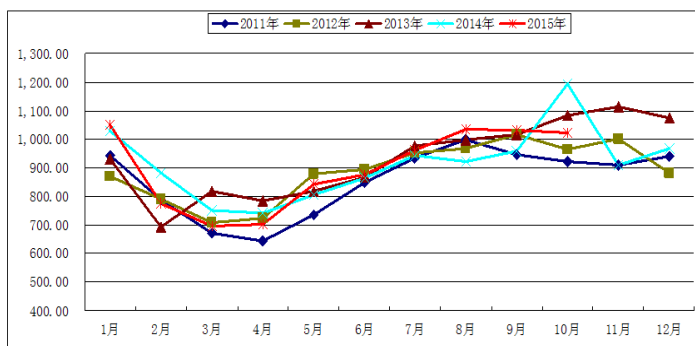
资料来源：WIND 新纪元期货研究

(3.65 亿美元) 的补助计划。由于政府补贴的存在，胶农减产意愿显著下降，造成去产能步伐放缓；同时补贴亦降低割胶成本，进一步拉低胶价重心。数据显示，2015 年 1-11 月 ANRPC 主产国天胶产量为 996.4 万吨，同比仅微降 0.2%，降幅较上月的 0.9% 进一步收窄；12 月是东南亚天胶旺产期，预计 2015 年全年 ANRPC 天胶产量为 1094 万吨，较 2014 年的 1095 万吨仅下降 0.1%。

2008-2010 年东南亚九国新种植面积分别为 41 万公顷、31 万公顷、46 万公顷，一般橡胶树种植 6-8 年后可开割，考虑到农民在价格下行下不急于开割，按平均 8 年开割，平均单产按 1.4 吨/公顷测算，这三年新增种植将为 2016-2018 年带来大约 44-64 万吨新增量。价格高企时大面积扩种所带来的新增产能在 2016 年仍将继续释放；而胶树种植的长周期属性决定其更换周期漫长，并且如果没有政府的统筹规划，仅靠胶农自觉砍伐胶树来去除过剩产能的进度亦将缓慢，2016 年天胶供应压力依旧不减。

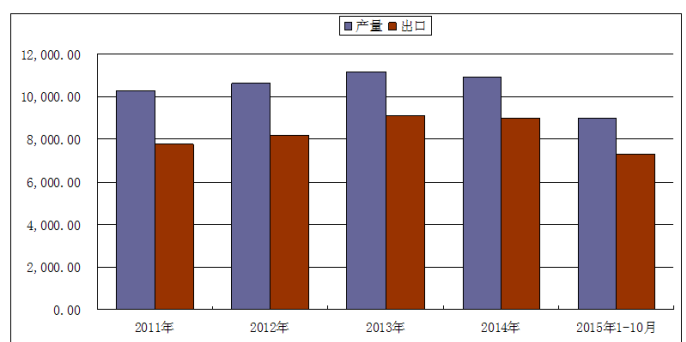
但同时，我们也须关注天胶供应的季节性规律。每年一季度东南亚天胶生产呈现逐月减少态势，到 3-4 月泰国、印度尼西亚和马来西亚三大主产国普遍进入停割期，天胶产量大幅下降，5-8 月天胶生产逐月恢复，9 月至来年 1 月进入旺产期。季节性供应淡季如若叠加利好刺激消息极易促发反弹行情，2015 年 4-5 月胶价的大幅反弹即发生在供应短缺期。

图 3. 近五年来 ANRPC 成员国天然橡胶月度产量（单位：千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. ANRPC 成员国天然橡胶产量与出口（单位：千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

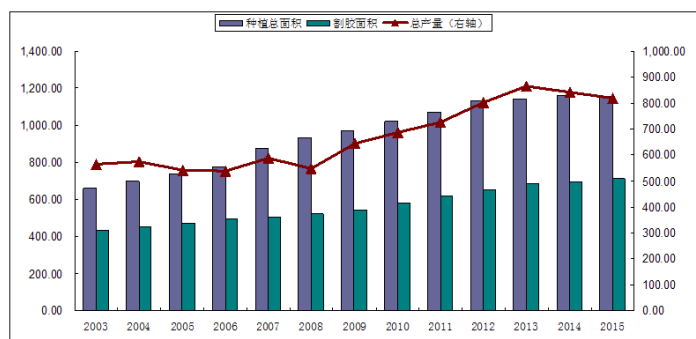
出口方面，新兴和发展中国家经济增速下滑，导致全球天胶贸易收缩，年初至今，天胶出口呈现负增长态势。具体数据为，2015 年 10 月 ANRPC 成员国天胶出口同比下滑 4.7% 至 80.3 万吨；1-10 月天胶累计出口量为 729.9 万吨，同比下滑 1.7%。其中，泰国和印度尼西亚两个最大的生产国出口分别下降 0.6% 和 2.1%。预计 2015 年全年 ANRPC 天胶出口较 2014 年略减。

（二）中国天胶产量略有减产，但减产幅度不如预期

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。据中国橡胶信息贸易网数据显示，2015 年 1-10 月，我国天胶生产量累计 67.19 万吨，同比下滑 2.21%，2014 年同期是下滑 0.56%。但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，ANRPC 最新报告预计 2015 年中国产量为 81.74 万吨，较 2014 年的 84.01 万吨减产 2.7%。

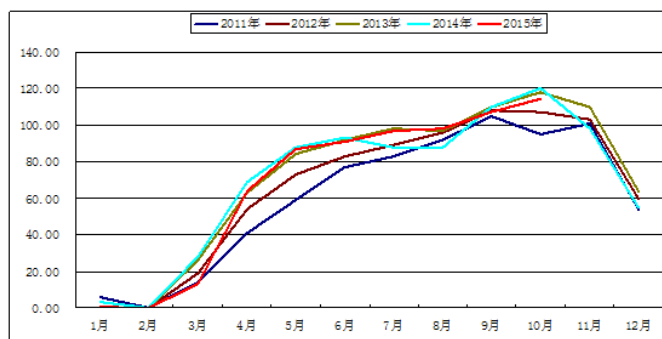
从季节性规律来看，我国云南地区在 11 月中旬左右开始进入停割期，海南地区在 12 月中下旬进入停割期，3-8 月天胶产量逐月恢复，9-11 月是天胶产出旺季。

图 5. 2003 年来我国天胶种植面积及产量变化（单位：千公顷，千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 我国天然橡胶月度产量（单位：千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

综合而言，去产能步伐进展缓慢，而价格高企时大面积扩种所带来的新增产能仍将继续释放，2016 年天胶供应压力依旧不减。

二、中国需求难以大幅回暖，2016 年全球天胶维持供需过剩格局

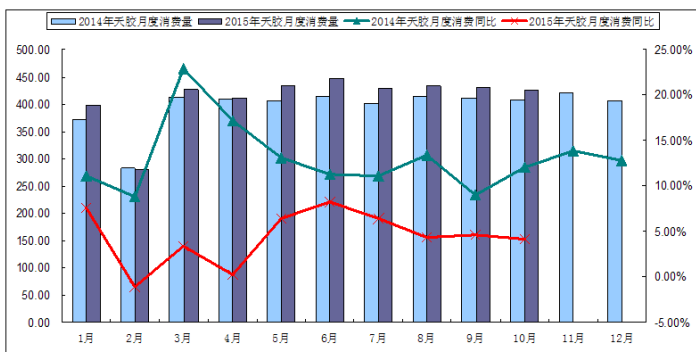
（一）内忧外患，2016 年中国天胶需求难以大幅度回暖

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 1-10 月中国天然橡胶消费量为 411.4 万吨，同比增速 4.6%，明显低于去年同期的 13%。进口方面，复合胶新规 7 月 1 日开始执行，轮胎企业无法通过零关税再进口复合胶，7-9 月天胶进口数量大幅增加，但由于下游消费持续低迷，10 月天胶进口环比萎缩。海关最新数据显示，2015 年 1-10 月进口量为 2,171,809 吨，较去年同期增加 3%，恢复正增长，但依旧明显低于去年同期的 13.5%。

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。受国内经济增速下滑，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，1-10 月我国橡胶轮胎外胎的产量为 6.18 亿条，同比下滑 1.47%，而 2014 年同期是上涨 6.41%。轮胎企业开工率亦持续低迷，七月下旬以来，全钢胎和半钢胎的开工率维持在 70%下方。即使在传统的金九银十消费旺季，开工率亦没有出现好转，九月初一度降至 60%之下。

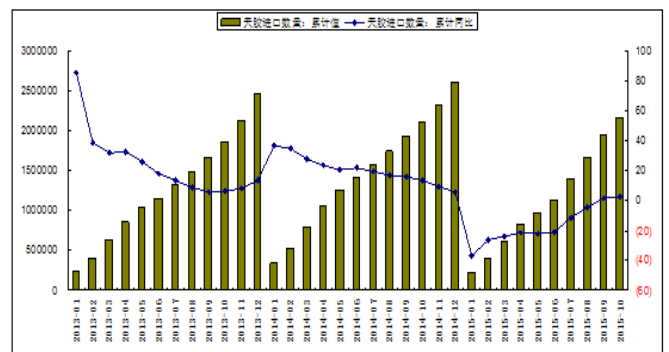
按轮胎终端消费流向，可以分为国内消费和对外出口消费两个部分，占比分别为 55%和 45%。其中，国内消费主要用于乘用车和商用车的配套和替换。

图 7. 我国天胶消费情况 （单位：千吨）



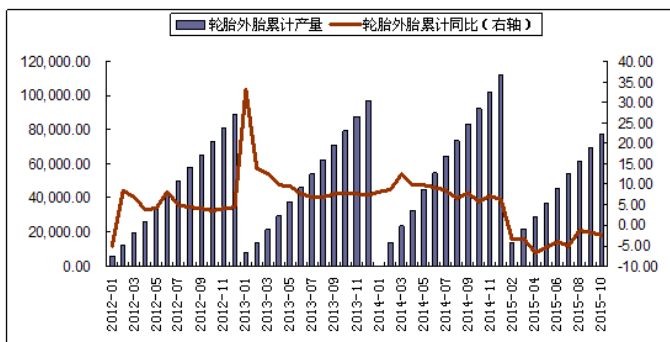
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 我国天胶进口情况 （单位：吨）



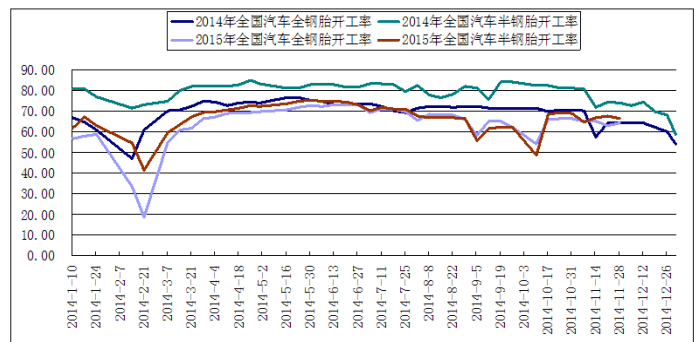
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 9. 我国轮胎外胎产量累计值及累计同比（单位：万条）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 轮胎企业开工率 （单位：%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

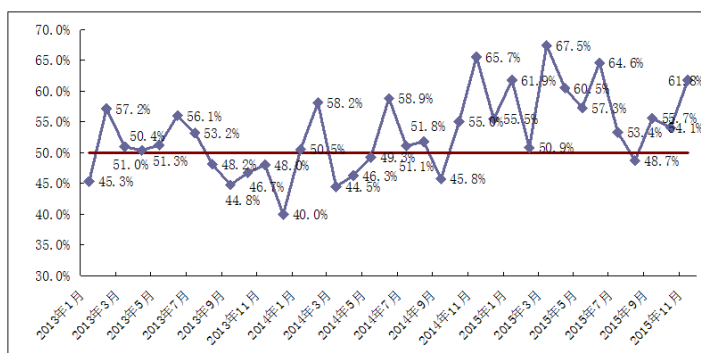
1、重卡需求难见明显好转，2016 年轮胎内需依旧低迷

受经济增速放缓、城市限购透支需求、股市波动剧烈等因素的影响，2015 年汽车产销数据持续低迷。中汽协数据显示，1-11 月，汽车产销量分别为 2182.39 万辆和 2178.66 万辆，产量同比微增 1.80%，销量同比增加 3.34%。研究机构分别三次下调了今年汽车产量总规模预期，从年初的 2500 万辆，到年中的 2400 万辆，再到第三季度的 2300 万辆。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 11 月库存预警指数为 61.8%，环比大幅回升 7.7 个百分点。2015 年以来，库存预警指数仅在 8 月回落至警戒线下方，其他月份均高于预警水平，我国汽车行业面临严重的产能过剩问题。

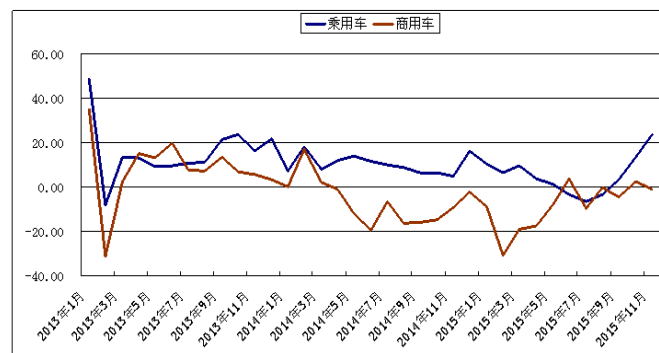
不同车型轮胎用胶量、轮胎的配套和更换频率都各不相同，其中重卡在天胶消费中占据绝对地位，第一，重卡的单胎耗胶量是乘用车胎的 10-30 倍；第二，重卡新车配套轮胎数量较多，新车配胎平均在 12 条以上；第三，重卡运行负荷、使用频率及损耗较高，替换需求强烈，一般 8-16 个月整车必须全部更换一次轮胎。因此，轮胎对橡胶的需求很大程度上也就取决于重卡的销量与轮胎替换频率。

图 11. 中国汽车经销商库存预警指数 (单位: %)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 12. 乘用车商用车销量增速 (单位: %)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

(1) 政策托底乘用车，但低速增长的长期趋势难以得到改变

2015 年以来，我国乘用车销量增速呈现明显回落态势，6-8 月乘用车当月销量一度出现负增长。直至 10 月份国家出台针对 1.6L 及以下小排量车型的购置税优惠政策，行业才逐步回暖。中汽协公布数据显示，10 月乘用车销售 193.69 万辆，同比大增 13.34%；11 月乘用车销售 219.68 万辆，同比增速扩大至 23.70%；1-11 月乘用车累计销量 1868.13 万辆，同比增长 5.90%，但还是明显低于去年的 9.22%。预计 2015 年全年中国乘用车销量同比增速在 6% 左右。

汽车千人保有量是衡量市场成熟度和增长空间的重要指标，由于中国区域人口分布不均衡，汽车市场的增长空间不仅受消费能力的影响，也受到区域交通承载能力的制约，难以用欧美标准测算国内乘用车的增长空间。兴业证券在 2016 年汽车行业年报中测算，全国汽车千人保有量均值难以突破 170 台，乘用车销量正式进入个位数增长时代。

由于购置税优惠政策将持续至 2016 年底，预计明年乘用车增速将好于今年，但也将面临对政策

退出后对需求下滑的担忧，整体行业低速增长的长期趋势难以得到改变。

(2) “供给侧改革”政策背景下，2016年重卡市场需求难以出现明显好转

2015年下半年以来，我国商用车月度销量同比跌幅明显放缓，10月销量一度实现正增长，但11月销量重回跌势。中汽协数据显示，11月我国商用车销售31.20万辆，同比下降1.10%，去年同期是下降9.24%；1-11月，商用车累计销售310.54万辆，同比下降9.70%，而去年同期是下降7.28%。

这其中主要是受到重卡的拖累。2015年以来，国内重卡月度销售数据大幅下滑，同比跌幅维持在两位数，2月重卡销量同比跌幅一度达到50%。传统“金九银十”消费旺季中，重卡销售略有好转，10月月度降幅收窄至12%，然而好景不长，最新公布的11月降幅再度扩大。数据显示，11月国内重卡市场共约销售各类车辆4.5万辆，比去年同期的5.42万辆下降17%，环比基本持平；1-11月，重卡市场累计销售49.9万辆，同比下滑27%，降幅相比1-10月只减少了1个百分点（1-10月的市场降幅为28.3%）。预计2015年全年重卡销量将在54.5万辆左右，同比下滑约27%。

重卡市场景气与否取决于房地产与基建投资的力度。2015年1-10月，固定资产投资累计同比增速从13.9%滑落至10%左右，10月当月同比增速跌落至9.3%。其中，房地产投资同比增速跌落至个位数，1-10月累计同比增速仅有2%；1-10月基建投资累计同比增速亦跌落至17.41%。

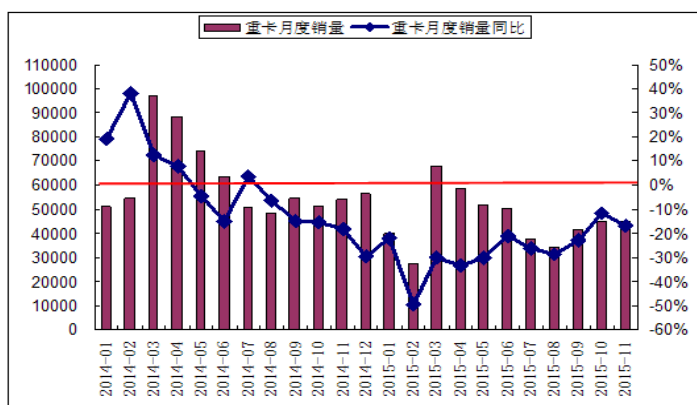
2015年11月，习近平在中央财经领导小组召开的会议上提出了“供给侧改革”政策。“供给侧改革”，就是从供给、生产端入手，通过解放生产力，提升竞争力促进经济发展。具体而言，就是要求清理僵尸企业，淘汰落后产能，将发展方向锁定新兴领域、创新领域，创造新的经济增长点。在这样的大政策背景下，2016年固定资产投资难以出现明显好转，预计全年增速在10%左右。房地产方面，库存高企问题难以迅速改善，销售和投资增速难以大幅回升，但调节地产供求的政策仍有将继续推出，且全面放开二胎为地产行业带来长期利好，2016年地产投资增速将在3%左右。基建方面，在中央财政和货币政策双轨刺激下，基础设施建设仍是带动部分区域经济的重点，预计2016年基建投资增速将维持在17%左右。

另外，通过观察公路客货运量的变化也能一定程度反映轮胎的替换需求疲弱。2012年以来，公路客货运量增速呈现明显的下行趋势，2015年公路客运量增速转为负增长。2015年1-10月，我国公路平均月度客运量在16亿人，平均增速-0.62%，明显低于2014年同期的2.62%。1-10月，我国公路平均月度货运量在28.95亿吨，平均增速为6.66%，也低于2014年同期的9.64%。

综合而言，在“供给侧改革”的大政策背景下，2016年房地产与基建投资的力度或难大幅回升，

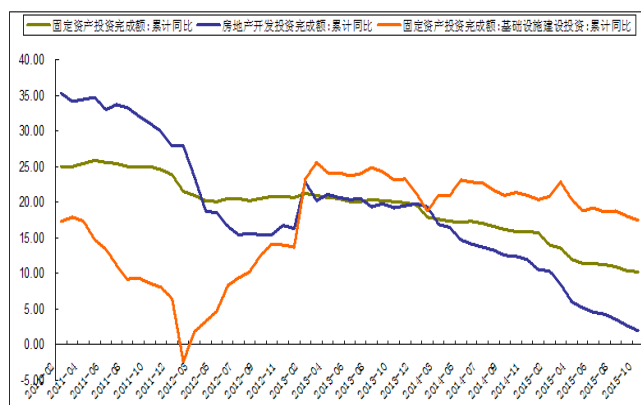
2016年商用车市场尤其是重卡市场需求难以出现明显好转。

图 13. 重卡销量当月值及当月同比 (单位: 辆)



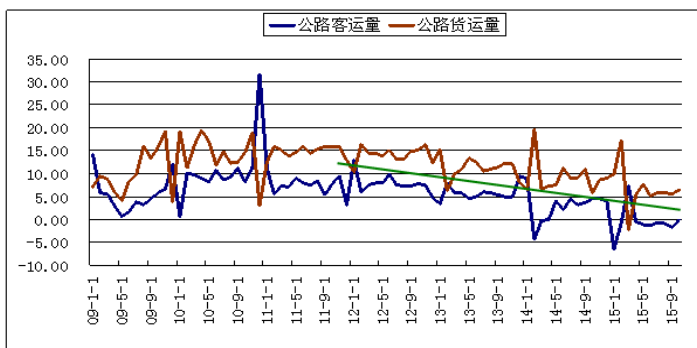
资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 14. 固定资产投资完成额累计同比 (单位: %)



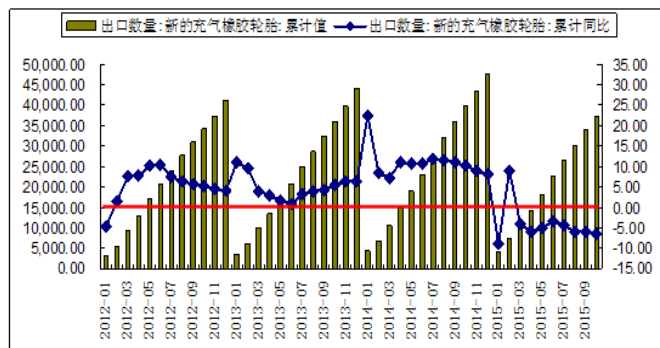
资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 15. 中国公路客货运量当月同比 (单位: %)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16. 我国轮胎月度出口数量 (单位: 万条)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

2、屡遭国外反倾销调查，2016年轮胎出口不容乐观

2014年以来，我国轮胎行业频繁遭受国际市场的反倾销调查。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。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。2015年下半年以来，我国轮胎出口大幅下滑。海关数据显示，1-10月，中国轮胎出口数量累计37187万条，同比减少6.4%，连续八个月下滑；其中，出口美国数量下滑22%。

我们之前认为美国的“双反”调查可能会形成连锁反应的担忧变成了现实。2015年11月24日欧亚经济委员会官方网站发布对中国载重汽车轮胎反倾销终裁公告，决定对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收14.79%-35.35%的反倾销税，为期5年。数据显示，2015年1-9月中国向欧亚经济委员会的

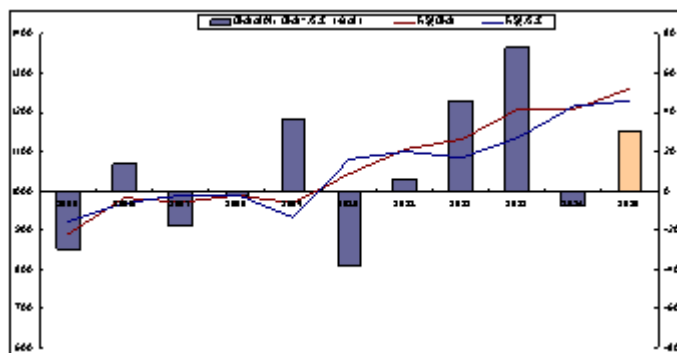
6个成员国（俄罗斯、哈萨克斯坦、白俄罗斯、亚美尼亚、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦）共出口载重汽车轮胎69.11千吨，占总出口量的2.97%；去年的出口总量为162.18千吨，占总出口量的5.15%。此外，有消息称印度调查机关拟于近期对中国产卡客车子午线轮胎再次发起反倾销调查，并将很快正式立案。据了解，中国价格低廉的卡客车子午线轮胎（TBR），目前已经占据印度卡客车轮胎进口量的90%。

中国轮胎产品屡遭国外反倾销调查，并被征收高额反倾销税，2016年轮胎出口不容乐观。

（二）全球天胶供需过剩格局难以在2016年得到根本改变

国际橡胶研究组织 IRSG 在9月供需报告中称，在产胶国继续扩张产能的背景下，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。

图 17. 全球天胶供需情况（2015 年为预估值）（单位：万吨）



资料来源：IRSG 新纪元期货研究

根据前面的分析，一方面，去产能步伐进展缓慢，而价格高企时大面积扩种所带来的新增产能将促使 2016 年全球天胶供应依旧充足；另一方面，作为全球最大的天胶消费国中国的需求或难出现明显回暖。所以，我们的观点是，全球天胶供需过剩格局难以在 2016 年得到根本改变。

三、库存压力庞大，限制胶价反弹

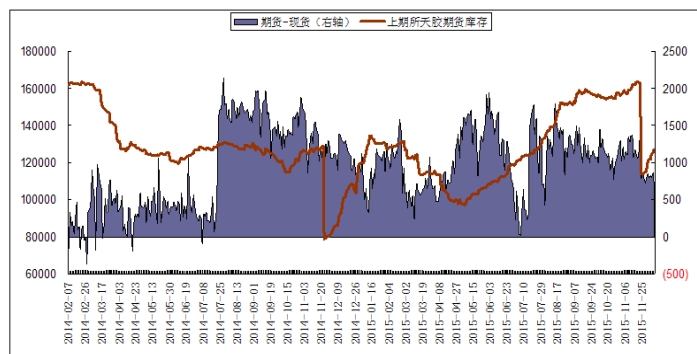
2015年5月以来，由于国产胶在现货市场缺乏价格优势，现货持续贴水期货，企业在期货市场上卖出保值数量大幅增加，上海期货交易所（以下简称上期所）天胶库存持续攀升，11月中旬库存总计一度达到23.08万吨的历史高位。按照上期所仓单有效期的规定，2014年国产全乳胶注册的仓单最

晚能在 RU1511 上进行交割。由于旧作仓单交割流出期货市场，11 月下旬上期所库存出现明显回落，库存总计跌落至 19.15 万吨，库存期货跌至 11.40 万吨。但随后仓单数量重回上涨态势，截止 12 月 8 日，库存总计增加至 20.16 万吨，库存期货增加至 12.71 万吨。

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 11 月 30 日，青岛保税区库存总计约 23.51 万吨，较七月中旬上涨约 130%；仅最近半个月就增加了 2.15 万吨。其中，天然橡胶库存为 20.61 万吨，较七月中旬增加 12.98 万吨；复合橡胶 0.74 万吨，较七月中旬下降 0.79 万吨；合成橡胶 2.16 万吨，较七月中旬增加 0.65 万吨。港口库存出现明显积压，这也一定程度上表明下游生产企业需求疲弱。

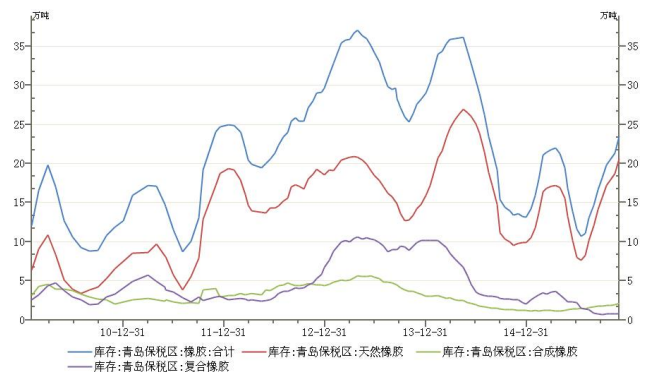
目前上期所和青岛保税区天胶总库存已接近 43 万吨，下游产业链需求依旧低迷，后期库存仍将继续增长态势，庞大的期现货库存将成为压制胶价反弹的重要阻力。

图 18. 沪胶期现价差与仓单数量（单位：元/吨，吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 19. 青岛保税区橡胶库存（单位：万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、其他干扰因素

（一）美联储加息周期

北京时间 12 月 17 日凌晨，美联储宣布加息 0.25 个百分点，同时表示随后将采取循序渐进的加息步伐。这一结果符合此前市场预期。通过对最近三次美联储加息周期的统计，我们发现，美元指数一般在首次加息前出现一波明显的升值，但首次加息多为美元指数的局部高点。而大宗商品市场在首次加息后多出现一波较为明显的反弹行情。本次加息已被市场消化逾 1 年，美元指数从底部升值的幅度接近 40%，而大宗商品多数已跌至金融危机的低点，短期大宗商品市场或出现系统性超跌反弹行情。但中长期看，新兴市场主要经济体均增长乏力，全球市场对工业类大宗商品的需求不足，类似

表 3 最近三次加息对天胶市场的影响

加息周期	美元指数涨跌	日胶指数涨跌	沪胶指数涨跌
1994 年 2 月 4 日至 1995 年 2 月 1 日	-8.090 (-8.44%)	90.6 (+97.18%)	
1999 年 6 月 30 日至 2000 年 5 月 16 日	8.48 (+8.23%)	0.3 (+0.44%)	376 (+4.46%)
2004 年 3 月 31 日至 2006 年 6 月 29 日	-2.46 (-2.78%)	158.8 (+106.27%)	8780 (+55.27%)

资料来源：新纪元期货研究

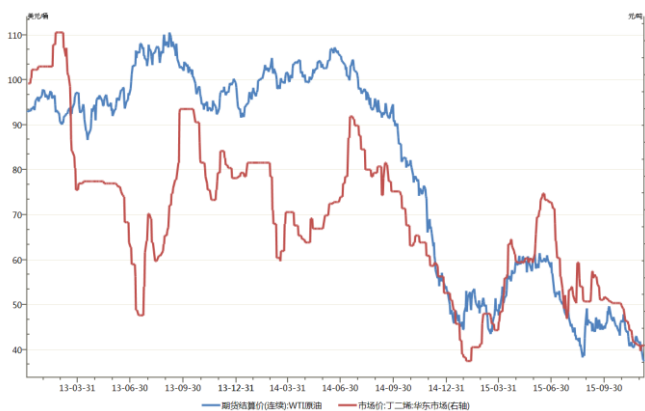
2004 年-2006 年出现的大宗商品价格大幅拉升的情况难以出现。

（二）合成胶替代作用一定程度上制约天胶需求

受全球原油产量持续增长及新兴经济体增长速度放缓拖累需求的影响，2014 年下半年以来，国际原油价格持续下行，从每桶 100 多美元跌至不到 40 美元。2015 年 12 月初召开的欧佩克部长级会议上，未就减产达成一致，促使原油价格暴跌至 40 美元下方。高盛预计，到明年末国际石油市场都将持续供过于求，油价今后几个月甚至有接近每桶 20 美元的风险，即在当前基础上再跌 50%。高盛的预期也许有点过于夸张，但在供需失衡的大背景下，2016 年上半年原油价格仍有下行空间。

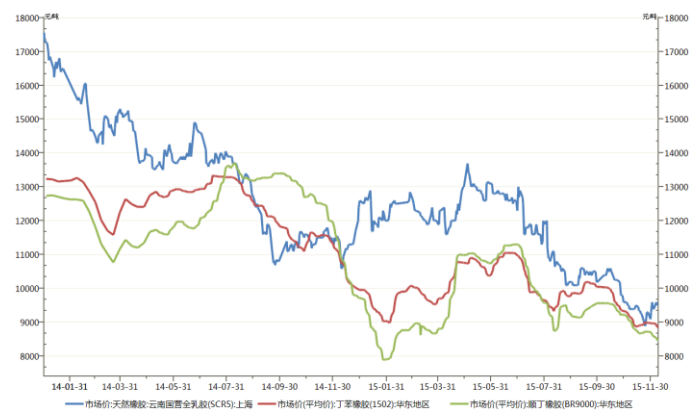
受油价的影响，丁二烯的成本持续塌陷，其终端产品丁苯橡胶与顺丁橡胶也仍将运行于下行趋势中。2016 年，合成橡胶的替代作用仍将是制约天然橡胶需求一个重要因素。

图 20. 国际原油价格和丁二烯市场价格对比（单位：美元/桶，元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 21. 国内全乳胶和合成胶价格对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（三）东南亚国家救市政策

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各种措施，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制。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。11月，泰国政府迫于胶农压力，批准3.65亿美元的胶农补助计划，该举措放缓国内去产能步伐。12月3日，国际三方橡胶理事会部长级会议决定通过拉动内需来扩大天胶消费，同时承认越南作为战略合作伙伴加入ITRC的承诺。越南作为ITRC战略合作伙伴的加入将使ITRC占全球天然橡胶产量的份额增加至74.3%，将会更好的协调稳定橡胶价格。

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，这将对胶价起到一定的支撑作用。

第三部分 后市展望

全球天胶供需过剩格局难以发生本质改变，2016年沪胶仍将运行于底部区域。

利空因素：第一、全球天胶市场供应充足。去产能步伐进展缓慢，而价格高企时大面积扩种所带来的新增产能仍将继续释放，2016年天胶供应压力依旧不减。第二、中国天胶需求依旧疲弱。在“供给侧改革”的大政策背景下，2016年房地产与基建投资的力度难以出现大幅回升，天胶消费占据主导作用的重卡市场需求难以出现明显好转；中国轮胎产品屡遭国外反倾销调查，轮胎出口亦不容乐观。第三、庞大的期现货压力将长期压制胶价。第四、合成橡胶的替代作用亦是制约天胶需求的重要因素之一。

潜在利多因素：第一、购置税优惠政策提振乘用车市场需求。第二、美联储加息靴子落地，短期大宗商品市场或出现系统性超跌反弹行情。第三、若胶价持续下跌，东南亚国家或将继续出台救市政策，也将一定程度上支撑胶价。

综合分析，我们认为2016年沪胶期价整体维持底部宽幅震荡格局，运行区间为9000-15000元/吨。一季度，美元加息靴子落地，宏观环境回暖，有望带动大宗商品整体超跌反弹，但沪胶受制于基本

面，反弹难以持续，亦是我们择高点沽空的机会；下半年随着宏观政策面好转及下游需求旺季启动，沪胶存在反弹机会，投资者可在调整低位博弈季节性反弹行情。