

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

沪胶：行业洗牌尚未完成，反转行情曙光未现

——沪胶市场 2016 年年报

2015 年，国内天然橡胶市场短暂冲高后回落，并在下半年跌幅加剧，屡创多年来新低。展望 2016，天然橡胶行业需求不足、供应过剩仍将延续，这将导致胶价长期在底部区域震荡，难有积极的恢复性上涨行情。

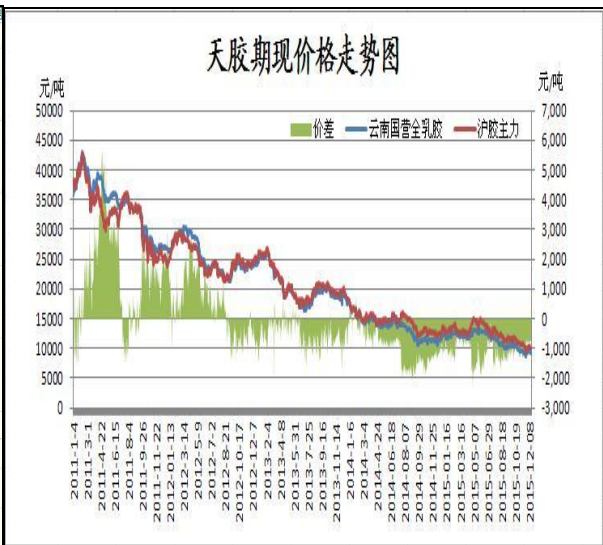
一、沪胶市场 2015 年行情回顾

2015 年，国内天然橡胶市场呈冲高回落态势。上半年整体表现尚可，二季度曾出现一番上涨行情，沪胶指数一度达到 15500 元/吨年内高位，但下半年跌幅加剧，且一路震荡下行，屡创多年来新低。整体来看，2015 年沪胶市场走势可以分为三个阶段。

第一阶段（1 月份—3 月底）：2015 年之初，国内轮胎行业遭遇美国双反，且下游需求疲软，备货缺失，沪胶市场震荡走低。不过进入 2 月份，东南亚主产国普遍处于供应淡季，加上泰国不断收烟片原料提振市场，期价震荡走高。但受制于春节过后下游轮胎厂订单及出口情况预期不佳，且下游制品行业需求低迷，3 月后期价有所回调，整体沪胶指数运行于 12400—13800 元/吨区间。

第二阶段（4 月份—5 月份）：进入四月份，宏观面宽松及美元回落提振商品市场，大宗商品集体反弹。同时，产业面成本支撑明显，且保税区库存下降、合成胶大涨对天胶价格形成拉动。而主产国部分主要生产企业威胁减产及泰国和印尼大型生产企业联合摆脱新加坡期货定价机制，减少贸易长约量等消息陆续出现，对行情上涨亦有所带动。此外，5 月原料供应不足且国内流通环节去库存化进展良好，现货压力不大，且下游轮胎及制品企业开工稳定，均对胶价形成支撑，沪胶期货价格持续上冲，最高至 15500 元/吨附近，涨幅接近 25%。

第三阶段（6—12 月底）：美国、南非等国对华轮胎提起双反，对处于生产淡季的国内轮胎企业雪上加霜，加之经济增速放缓，股市大跌，美联储加息预期、人民币贬值和石油大跌等因素不断打击市场信心，胶价也是一路震荡下探。另外，复合胶新政于 7 月 1 日实施，5—6 月复合胶进口量大幅提升，导致整体社会供应面充足，而下游需求低迷，消化缓慢，保税区及上期所等库存不断上升，压制胶价。考虑到经济持续低迷，国家也曾在下半年两度降准又降息，但对疲弱的行情提振微弱，需求萎缩带来的负面影响则更胜一筹，沪胶期货价格一度跌破一万关口，而国内全乳现货价格也回落至 9000 元/吨附近波动。



资料来源：博易大师 瑞达期货研究院

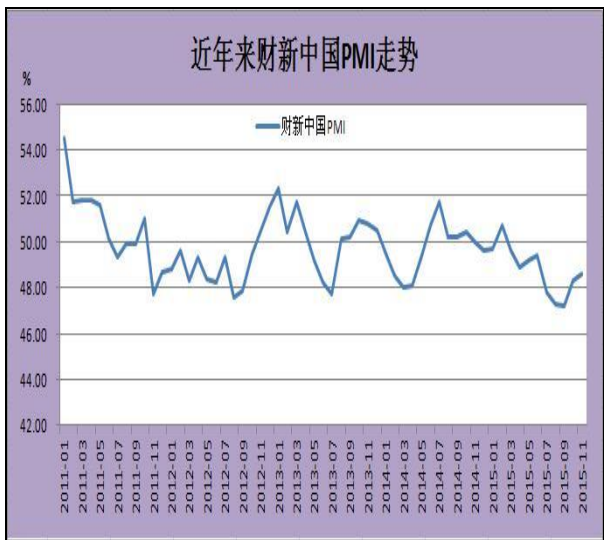
资料来源：隆众网 瑞达期货研究院

二、 基本面因素分析

(一) 国内外宏观格局分析

国际方面，美国经济仍相对健康，数据持续向好，美联储如市场预期在 12 月 FOMC 会议上宣布将联邦基金利率提高 25 个基点至 0.25%-0.50%，表示加息节奏仍是渐进，预期到明年年底利率可能升到 1.375%，若按每次加息 25 个基点的速度，美联储明年可能加息四次。而市场人士指出，在美国以外地区普遍大宽松、全球经济增长疲软和低通胀的环境下，美联储加息后可能再度面临 2005 年时的困惑，即联储提升了短期利率，长期利率还稳步下行。

国内方面，2015 年我国宏观经济政策继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。而宏观经济因素，尤其是基础建设及相关项目，投资增速持续下降，严重影响重型车辆需求，上半年持续宽松的货币环境下，直到三季度末国内经济数据仍然维持偏弱格局，总体运行情况差于预期。与此同时，企业投资意愿大幅下滑，工业产出继续放缓，从而导致原料采购规模萎缩，对于包括橡胶在内大宗商品形成负面影响。究其原因显然是由宏观经济持续减速和固定资产投资低迷导致。



资料来源：wind 瑞达期货研究院

资料来源：wind 瑞达期货研究院

从影响重卡市场的先行经济指标来看，前三季度固定资产投资同比增长 10.3%，创 2000 年以来的最低点；商品房销售面积累计值虽以两位数增长，但房屋新开工面积和竣工面积的月度增速几乎都是负两位数。虽然政府在经济下行压力较大的情况下采取了双降措施，但双降不是 QE，双降主要是为了对冲外汇占款的快速回落，并不是大规模投放基础货币。降息对消费和投资有一定的刺激，但资金来源受限，难以改变固定资产投资增速继续回落的趋势，对天胶消费拉动有限。

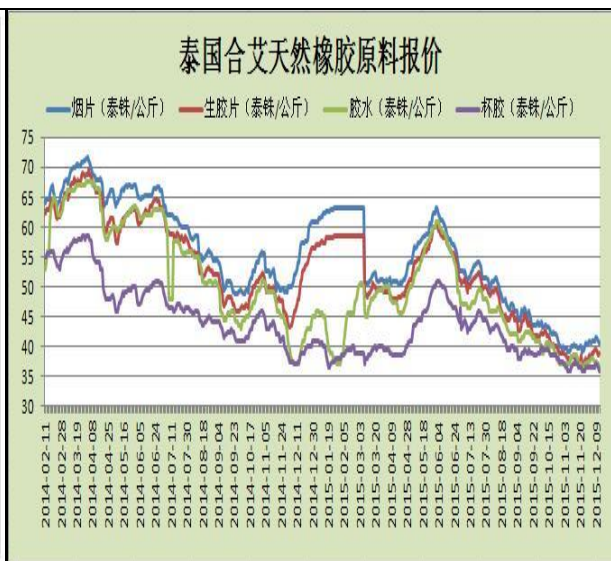
目前中国的工业产出降至金融危机以来低位。而零售销售增速创下年内新高，显示中国经济正在转型，老的增长引擎开始放缓，而消费正在成为中国经济的新动力。2016 年宏观经济主调仍然是调结构、稳增长，作为“十三五”开局之年，经济增速下行压力仍在不断加大。根据各大机构对 2016 年中国经济增速的预测，虽然目前预测值不一，但低于 2015 年增速几乎是共识。中国央行工作论文对 2015 年全年实际 GDP 增长预期为 6.9%，2016 年 GDP 增长预期为 6.8%。同时预计产能过剩、制造业利润下降、不良贷款率上升等因素仍将对 2016 年的经济构成下行压力。花旗集团首席经济学家表示，2016 年开始全球经济将出现衰退，中国将是领头羊，届时全球经济增长将远低于 2%。

（二）天然橡胶供应状况分析

1、全球天然橡胶主产区供应状况

从国内产区情况来看，据统计，截至 2014 年末，海南省天然橡胶的种植面积达到 720 万亩，其中民营橡胶种植面积达到近 400 万亩。由于 2015 年海南产区整体气候较好，从而令橡胶树胶木产量较往年同期有明显增加。然而，胶水供应量增加，也就使得价格更加低迷。据了解，2015 年海南产区原料胶水起始价在 11.2-11.3 元/公斤，至 12 月份下跌至 8.6-8.8 元/公斤，跌幅达到 20.44%；而云南产区原料胶水起始价在 10.3-10.4 元/公斤，至 12 月份停割时，胶水价格已跌至 8.6 元/公斤，跌幅为 16.9%。价格的持续下挫对国内产区生产加工积极性造成了严重影响，价格的低迷使得一些胶农弃割弃管，反过来也对产量的大幅增加有所抑制。

而国外方面，泰国原料报价在 2015 年出现了明显的下挫。截止 12 月下旬，烟片报 40.1 泰铢/公斤，较上年同期下跌 33%；生胶片报 38 泰铢/公斤，较上年同期下跌 32%；胶水报 34 泰铢/公斤，较上年同期下跌 24%；杯胶报 34.5 泰铢/公斤，较上年同期下跌 15%。从产出季节性来看，每年 12 月至次年 2 月是东南亚产区传统的产胶旺季，在没有恶劣天气影响的情况下，胶水生产供给环比将会继续保持增长。

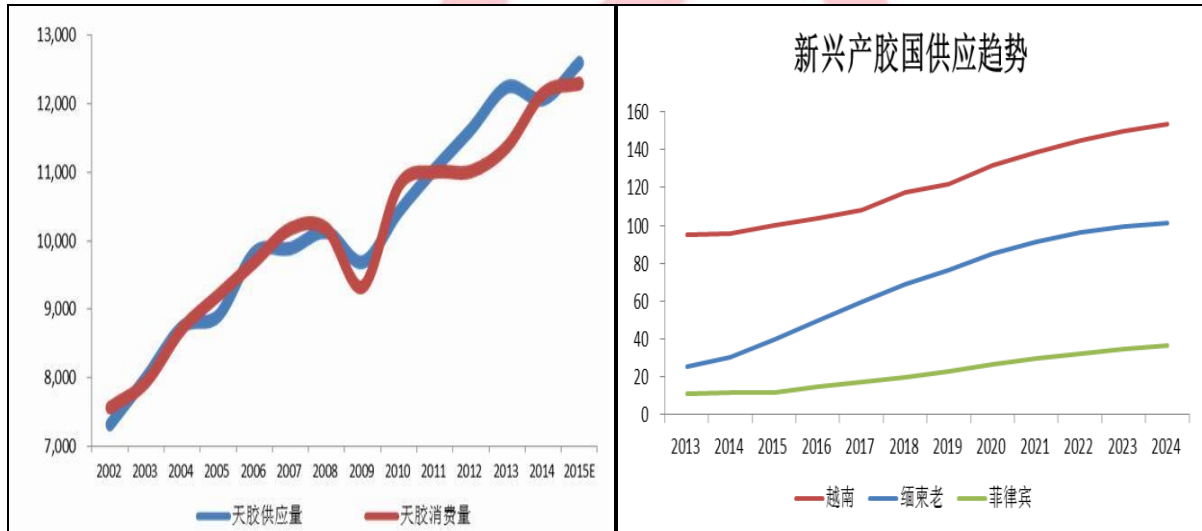


资料来源：卓创资讯

资料来源：隆众网 瑞达期货研究院

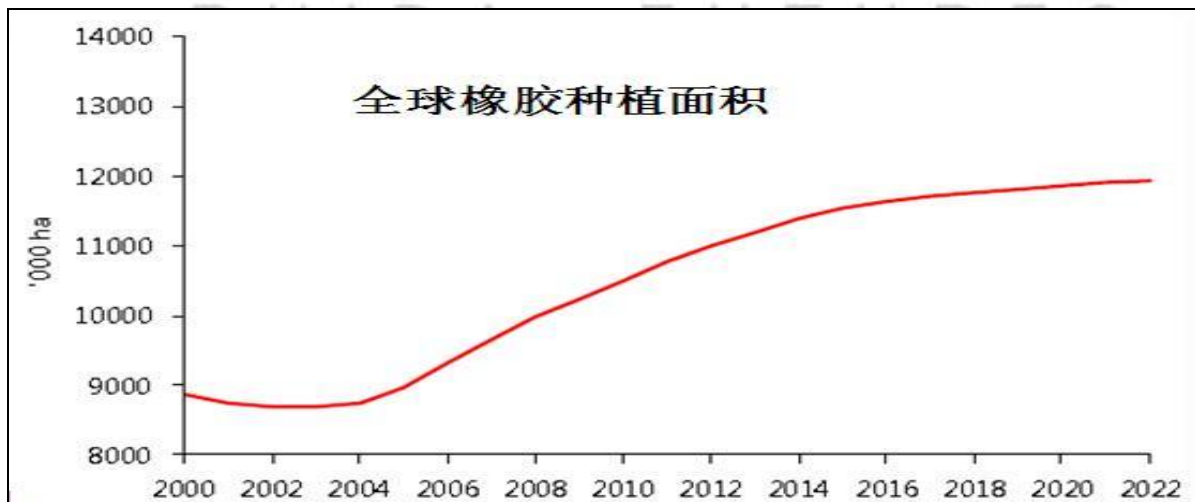
由于从种植周期来看，橡胶大规模扩张 2005-2008 年，按照 6 年开割周期，2012 年开始供应扩大周期仍未结束。从产量来看，泰国和印尼产量仍遥遥领先。今年前三季度泰国产量较去年增 3% 至 312.86 万吨，全年预计产量增 2.6% 至 443.5 万吨。四季度至年初是泰国传统产胶旺季，加上政府补贴刺激生产，未来供应压力将增大。

由于泰国、印尼作为传统产胶国，种植面积相对稳定，且产业标准化生产程度较高，同时产胶国货币贬值也刺激供应。而越南等新兴产胶国政府对天胶产业的扶持力度有所加大，种植面积逐步扩大，产量增加明显。数据显示，今年前三季度越南产量较去年 19.63% 至 71 万吨，全年预计增 5.9% 至 101 万吨，前三季度出口较去年增 9.3% 至 75.8 万吨，四季度是越南传统产胶旺季，未来供应压力增大。此外，前三季度柬埔寨增 42.7%；出口增 29.1%，菲律宾增 20.2%。在此背景下，预计 2015 年全球天胶将处于供应过剩的局面，过剩程度将由 7.7 万吨上调至 30.3 万吨。其中，天胶供应量将比前一年提高 4.4% 至 1260 万吨。由于天胶消耗量占全球 1/3 的中国，轮胎行业的整体低迷拖累天胶整体需求，预计需求增速将降至 1.2% 到 1230 万吨，而 2014 年需求增速为 6.7%。值得注意的是，因种植面积增加和成本优势驱动，新兴产胶国供应继续快速释放，且在未来数年仍将延续。因此压力不断由加工厂向胶农传导，成本支撑将被不断打破，即便政策支持仍将不断出台，收储、抛储等不确定因素引发的也只是阶段性反弹行情。



资料来源：诗董橡胶

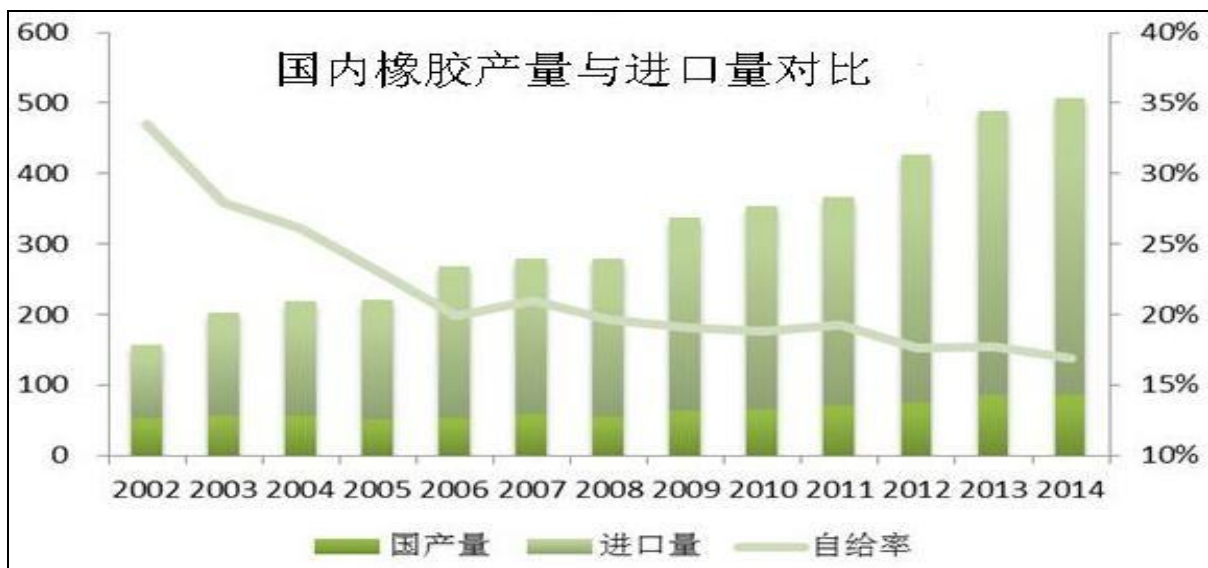
资料来源：诗董橡胶



资料来源：诗董橡胶

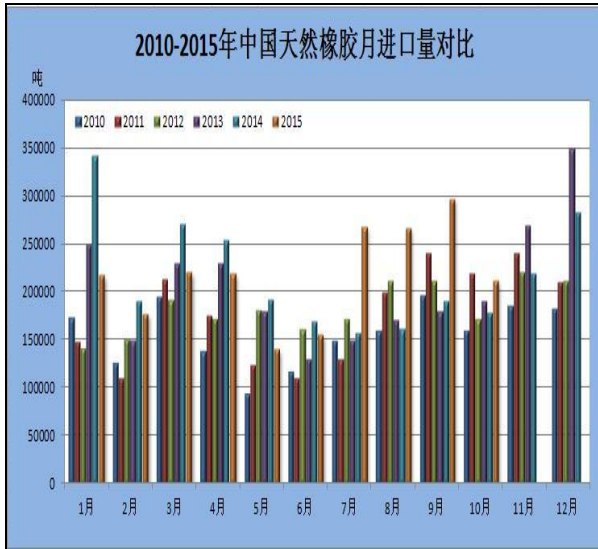
2、国内进口及库存格局

过去十年中国天然橡胶消费年增幅达 10%，同期国产量年增幅仅约 4%，据测算，2014 年自给率仅 17%。国内供应缺口不断扩大，必须大量进口。而国外低价橡胶的大量进口，对国内产业产生严重的冲击。过去数年，中国进口复合胶数量大幅跃升，泰马印越等几大主要产胶国的复合胶产能已近 200 万吨，其中泰国约三分之一的标胶被加工为复合胶，马来西亚超过 40%的标胶被加工为复合胶，越南、印尼等国近年来复合胶装置投资也有增加。为了保护国内天然胶产业，2015 年 7 月 1 日，《复合橡胶通用技术规范》国家标准正式实施。新标准确定复合胶生胶含量不大于 88%，而在此之前，这一含量为 95%-99.5%。因此，三季度后老配方复合胶进口急剧下滑，自复合胶隐退以后，混合胶崛起，进口数量明显增加。而从海关公布的 2016 年税率来看，复合胶并未在列，也就预示着复合胶、混合胶继续实施零关税政策，从而利空人民币胶。



资料来源：诗董橡胶

从 2015 年的进口情况来看，海关数据显示，2015 年 1-11 月，国内进口天然橡胶和合成橡胶共计 413 万吨，同比增加 12.3%。随着我国天然橡胶进口数量的激增，尤其是在进料加工橡胶与保税区仓储橡胶进口量同时上升的背景下，青岛保税区库存持续攀升。截至 12 月中旬，该库存已连续增长 21 周至 24.38 万吨，创年内最高。鉴于 2016 年初时处国外产胶旺季，海外季节性供应压力日益显现，而国内消化速度放缓的趋势，国外库存压力转移的进程仍将继续，未来保税区库存依旧处于持续攀升过程中。而现货贸易商违约现象普遍，互相之间重复违约并不鲜见，行业竞争态势日益恶化。



资料来源：中国海关 瑞达期货研究院

资料来源：中国海关 瑞达期货研究院



资料来源：Qinrex 瑞达期货研究院

此外，交易所总库存也在持续的增加中，总体库存的压力有增无减。11月份老胶期转现后，库存和仓单均快速增加。同时，12月1日，上期所分别批复（青岛）中远物流和（天津）全程物流物流增加2万吨库容；12月2日，上期所批复关于同意“广垦橡胶”牌国产天然橡胶注册申请，自批复发布之日起，云南广垦橡胶有限公司小街制胶厂、海南临高广垦橡胶有限公司生产的国产天然橡胶（SCR WF）可用于上期所天然橡胶期货标准合约的履约交割。截止12月25日当周，上期所总库存增加至240189吨，其中仓单增加至150030吨，均创年内新高。天胶价格持续下跌，高产能、高库存与低需求、低流转并存，期货库存压力难以减轻，加上期现价差等手段的运用也将加码期货库存压力。随着交易所的扩容交割库以及批准广垦橡胶参与交割，期货库存后期有继续增加的趋势。



资料来源：上海期货交易所 瑞达期货研究院

资料来源：上海期货交易所 瑞达期货研究院

3、替代品价格分析

由于天然橡胶与合成胶存在一定的替代关系，而原油作为合成胶的上游，其价格下跌也必然拖累合成胶价格。从原油市场来看，OPEC 国家非但减持不减产离场，还持续增产且放弃设置产量上限；而俄罗斯等非 OPEC 国家则继续为抢夺市场份额而增加产量，加上伊朗解禁后将加大石油产量，在需求低迷的环境下，供应过剩的格局仍将持续。作为石油的下游产品，丁二烯外盘价格接连下挫，至 12 月下旬，较三季度末下挫近 15%。

随着丁二烯价格的不断下行，业者心态受拖累相对明显。尤其是在市场无利好消息提振下，多数业者操作积极性一般，下游厂家更多数以随用随采心态为主，整体库存处于相对低位。目前在售的丁二烯货源源源不断，国内仍在加大自印度、巴西、伊朗等船货的采购，进口货源供给面的拓宽加大了丁二烯的风险性。在进口货源供给偏多、外盘价格较低、国内需求面偏弱的背景下，国内丁二烯价格接连下挫。目前丁二烯市场利好消息对整体市场提振有限，下游需求的疲弱对市场拖累仍较明显。而由于丁二烯是合成胶重要的上游，价格下挫使得国内合成胶价格承压下行，合成胶承压下行会扩大替代价差，替代价差扩大则将压制沪胶价格。



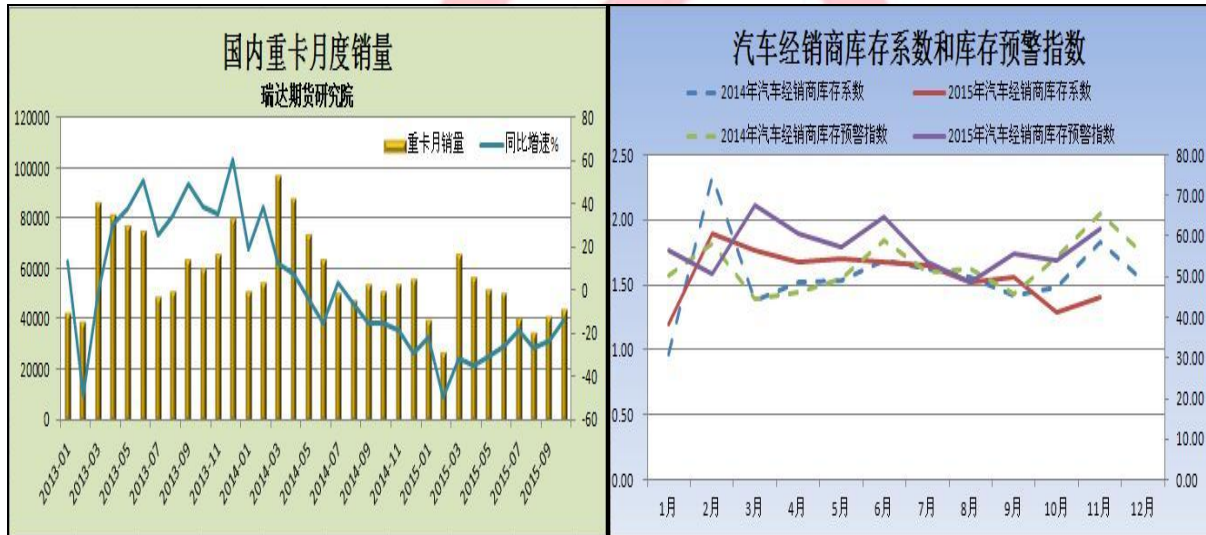
资料来源: wind 瑞达期货研究院

(三) 天然橡胶需求状况分析

1、国内车市产销格局

10月份开始实行的针对新能源与小排量汽车减税与撤销限购措施对国内车市提振效果明显。由于小排量汽车消费者为价格敏感型,对于汽车消费拉动明显,再加上新能源汽车在政策加码支持下销量超预期,国内乘用车销量扭转此前同比下滑态势。数据显示,今年10月我国汽车销量同比增长11.79%;11月销量同比增长19.99%;2015年1-11月,我国汽车销量为2178.66万辆,同比增长3.34%;其中,乘用车销量同比增长5.89%。

但卡车销量,尤其是重型卡车销量则继续下滑,从而连累全钢胎市场。一方面与经济总体发展直接相关,另一方面与经济转型升级有关。从中汽协数据来看,1-11月,重卡市场累计销售49.9万辆,同比下滑27%。尽管从中汽协数据来看,今年重卡市场下滑幅度在3成左右,但不少区域下滑程度远超3成,甚至“折腰式”下滑5成,按照这个趋势,2015年全年重卡销量很可能定格在54.5万辆左右,同比下滑约27%。这造成了不少经销商不乐观看待明年开春市场外,也对开春备货持谨慎态度,大多数厂家已经不敢再大量备货和预排产。



资料来源: 中汽协 瑞达期货研究院

资料来源: 中汽协 瑞达期货研究院

卡车工业研究总监 Edmund Chew 表示,2016年重卡市场的销量将进一步出现下滑。未来的中国重卡市场将面临三大挑战。一是需求来源会发生变化,包括建筑行业等方面对用车需求的下降以及物流行业的调整带来的车辆需求的变化;二是监管方面的改变给重卡行业带来的市场波动,包括对重卡市场年度销售量的大幅变化;三是重卡行业竞争模式的转变或将对重卡行业带来新的调整,这或许是一些大的破坏性影响。

业内人士表示,如果2016年经济持续下滑,未来重卡市场需求还将下降。不过,未来随着结构调整到一定水平后,经济总量将有所提升,重卡还是有回升的可能,但市场增速只有3%~4%,低于GDP增速2~3个百分点。

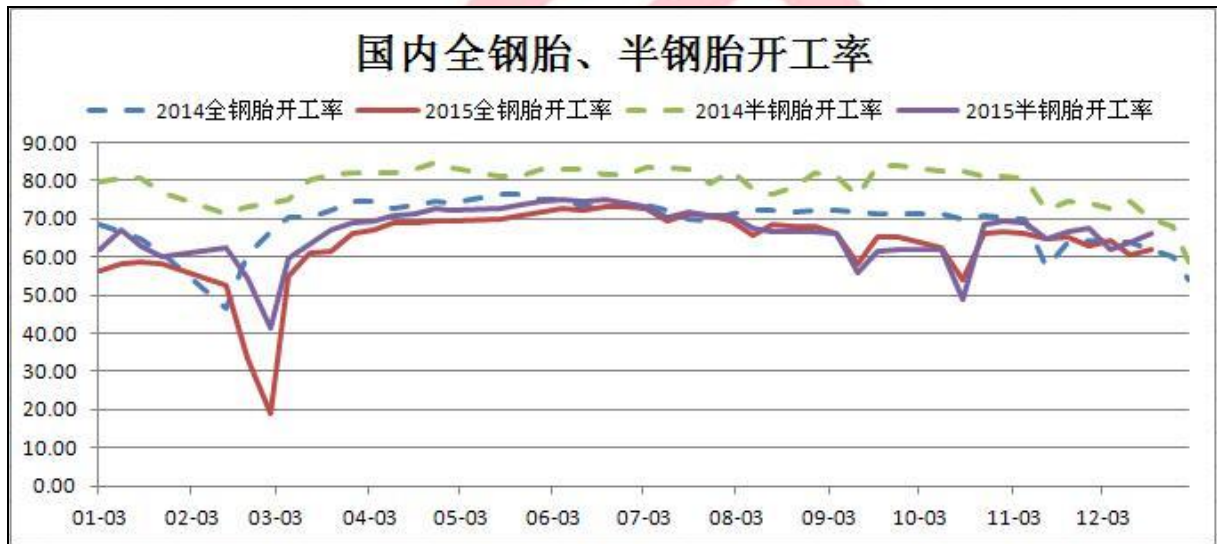
2、国内轮胎产销格局

过去两年,轮胎市场的“乐观”氛围使得国内兴起轮胎投资小高潮,一些老的轮胎厂继续扩大规模,一批新的轮胎项目陆续开工,前期投资项目产能集中释放使得中低端产能过剩趋于严重。在产量巨大及经济不景气的双重压力下,轮胎企业雪上加霜。2015年以来,中国轮胎行业主要经济指

标全面下滑，出现前所未有的负增长。据中橡协轮胎分会对 40 家主要轮胎企业统计，1~10 月，销售额 1143.6 亿元，同比下降 15.17%；出口交货值 408.1 亿元，同比下降 17.18%；利润 48.1 亿元，同比下降 35.44%；库存 143.6 亿元，同比下降 4.42%；亏损面 22.5%。

由于国内生产的轮胎 40%用于出口，而出口美国数量约占全部出口量的 1/3，“双反”让中国大量轮胎企业不得不放弃美国市场。就单月情况来看，出口美国数量只有 6 月同比微增 2.33%，其他月份同比跌幅几乎都在两位数，尤其 7、8、9 月跌幅超过 30%，这三个月是除春节前后，出口值最低的月份。前三个季度，出口美国数量同比下降 20.74%至 81.66 万吨，出口总量约 3.39 亿条，同比下降 5.9%，与此前 10 年年销 10%的增速相差甚远。而继美国双反政策之后，中国工程轮胎又遭美国反倾销重挫，一旦调查终裁落地，相当于完全堵住轮胎出口市场 1/3 的大门。

在美国轮胎双反案的影响下，成品库存高企，生存环境日渐艰难，加上国内消费市场表现疲软，轮胎企业只能不断压缩生产负荷，开工率同比下降 7-12 个百分点。据推算，2015 年全钢子午胎平均开工率约 65%，半钢子午胎开工率约 67%。中国橡胶工业协会轮胎分会调整了 2015 年全国汽车轮胎总产量预测目标。据了解，调整后的全国汽车轮胎总产量从 5.87 亿条降低为 5.63 亿条，其中，全钢子午线轮胎为 1.08 亿条，半钢子午线轮胎为 4.1 亿条，斜交轮胎为 0.45 亿条。



资料来源：wind 瑞达期货研究院

2016 年来看，受技术壁垒、贸易壁垒牵制，行业发展仍将逐步重心下移，包括产品价格重心下移以及消费者需求重心下移，整体需求面将会进一步下滑。轮胎企业在价格战的背景下利润本就受到了挤压，而复合橡胶新国标的实施，以及进口天然橡胶从量税的上调，都将致使他们的境况更为糟糕，轮胎行业或出现更多企业亏损和倒闭。

三、沪胶市场 2016 年行情展望

由于 2016 年仍在全球供应旺季周期，若没有天气因素影响，整体量仍保持增速。但目前天然橡胶价格处于历史相对低位，产区胶农利益不断受挤压，这在一定程度上提升了胶农弃管弃割、改种其它经济作物的情绪，人为的积极性减弱或对供应产生一定影响。而全球经济低迷，中国经济增速放缓导致需求不足，且不断有贸易摩擦导致外需萎缩。加上国际油价持续大跌，也加重了大宗商品的颓势。天然橡胶行业需求不足、供应过剩将导致胶价长期在底部区域震荡，难有积极的恢复性上涨行情。政策性不确定性如收储、抛储、复合胶政策将带来短期波动机会，但难以扭转行业的整体弱势。我们预计 2016 年沪胶指数整体区间将在 9000-14000 元/吨。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

晋江营业部

晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂镇龙岩大道278号（龙岩商会大厦）E幢1403房、1404房

广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

鄂尔多斯营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1108-1109室

梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

重庆营业部

重庆市渝中区五一路8号第24层2号

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室