

## 供需格局前紧后松 沪胶料将先扬后抑

## 天然橡胶

## 内容提要:

- ◆ 2016 年四季度胶价的大幅反弹或促使胶农割胶积极性提升,加之 2009-2011 年大面积扩种所带来的新增产能释放,2017 年东南亚天胶供应有望恢复增产。但每年的 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,上半年全球天胶供应仍将呈现偏紧的格局。
- ◆ 2017 年 1.6 升及以下排量的乘用车购置税七五折优惠,乘用车销量仍将乐观,但由于 2016 年的高基数及消费的提前释放,或难持续两位数的增长率。
- ◆ 虽然房地产市场提振力度有限,但在基建投资加码、公路货车“治限治超”政策、黄标车淘汰及物流业调整等诸多利好的推动下,2017 年尤其是上半年重卡市场需求仍将保持高速增长态势。
- ◆ 中国需求好转抵消东南亚供给增加,预计 2017 年全球天胶供需紧平衡。
- ◆ 2016 年,上期所多次增加交割库库容,目前总库容已扩大至 51.7 万吨;同时新增两个可交割的注册品牌。若后期期现价差过大,卖出套保和套利仓单将成为制约胶价反弹空间的重要阻力。
- ◆ 其他方面,美联储加息频率、东南亚产业政策、合成胶价格走势及中国混合胶进口关税是否调整等诸多因素亦将影响胶价走势。
- ◆ 供需格局前紧后松,2017 年沪胶或呈现先扬后抑的走势,沪胶指数运行区间为 15500-27000 元/吨。上半年,沪胶料将延续中期反弹走势,逢调整低位建立趋势多单。下半年,供给压力增加,需求支撑减弱,胶价或转为震荡走势。

## 张伟伟

天胶分析师

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、棉花、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。

## 近期报告回顾

短期回调不改中期反弹 12 月沪胶仍有上行空间 (月报) 201612

仓单压力 VS 国内停割期 十一月沪胶或先抑后扬 (月报) 201611

供需基本面偏紧 十月沪胶仍有上行空间 (月报) 201610

供给增加需求转旺 九月沪胶震荡走势 (月报) 201609

仓单压力 VS 需求回暖 八月沪胶或先抑后扬 (月报) 201608

宽松供需制约反弹 后市重点关注天气 (月报) 201607

供需关系转空 沪胶重回低位弱势震荡 (月报) 201606

## 第一部分 2016 年天胶期货市场回顾

2016 年, 沪胶的走势基本符合我们年报中的观点, 上半年冲高回落, 下半年反弹, 只是反弹的幅度超出我们的预期。一季度, 美联储加息靴子落地, 宏观环境回暖, 大宗商品集体反弹; 而三大主产国的天胶削减计划叠加停割期进一步助推胶价反弹, 4 月 21 日沪胶指数最高上探至 13795 元/吨。5 月初“权威人士”撰文强调经济重心转向供给侧改革, 大宗商品集体回调, 沪胶期货二次探底, 6 月 2 日最低下探至 10415 元/吨。三季度, 沪胶期货重心缓慢上移, 期价整体维持 11100-12800 元/吨区间震荡。9 月下旬公路“治限治超”政策出台, 促使国内重卡市场需求大幅回升, 加之美联储加息预期一再延后, 商品市场做多氛围浓厚, 四季度沪胶强势反弹, 12 月 14 日沪胶指数最高上冲至 20535 元/吨; 12 月下旬, 受泰国抛储及年底资金流动性收缩的影响, 沪胶弱势下跌。截止 12 月 29 日收盘, 沪胶指数报收于 18345 元/吨, 较 2015 年 12 月 31 日收盘上涨 73.09%。

外盘方面, 日胶行情和沪胶基本一致, 只是第二季度的回调幅度及底部的运行时间略长于沪胶, 本轮胶价的反弹主要是由中国需求回暖带动。

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 基本面分析

### 一、东南亚恢复增产, 国内保持平稳, 2017 年全球天胶供应压力有所增加

#### (一) 割胶积极性回升及新增产能投放, 2017 年东南亚天胶供应有望恢复增产

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、越南、印度、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 年后可割胶，树龄 10-15 年后进入高产期，开割期可长达 30 年。2005 年以来新增种植的胶树从 2011 年前后开始释放产能，2011 年以来东南亚天胶总种植面积和割胶面积呈现不断增加的态势，并且理论上这种态势将保持到 2018 年，2018 年以后天胶种植面积的增量将很小。

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	122.6	17.1	0.0	29.6	44.2	16.8	1.6	1.0	6.2
2006	109.6	67.0	0.0	40.5	58.2	21.5	16.3	1.9	9.2
2007	161.4	67.3	0.0	35.1	65.1	22.8	22.0	2.0	18.8
2008	191.8	10.5	6.0	77.2	49.1	30.2	15.7	2.6	26.5
2009	152.9	10.5	0.0	54.9	39.0	25.5	7.9	2.3	21.4
2010	232.4	10.5	3.0	74.5	49.0	25.0	13.1	3.0	51.5
2011	258.2	11.0	8.3	54.9	50.0	23.0	25.8	3.0	31.7
2012	127.2	50.0	16.5	119.3	60.0	23.5	17.4	2.5	67.2
2013	44.9	50.0	18.3	39.8	13.0	21.0	11.4	3.0	48.4
2014	33.2	50.0	11.8	21.9	18.0	17.0	35.3	1.4	27.3
2015	20.0	15.0	15.0	7.3	5.0	16.0	23.4	0.8	30.1
2016	15.0	18.0	15.0	1.0	4.0	16.0	11.7	2.8	11.0

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

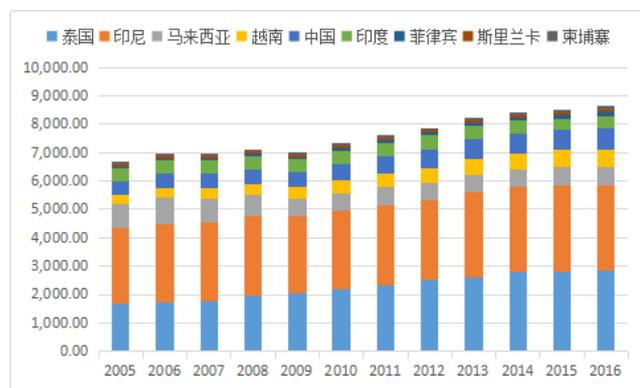
表 2. ANRPC 天然橡胶总种植面积（单位：千公顷）

	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	2190.0	3279.0	1271.0	482.7	741.0	598.0	81.9	116.1	60.4
2006	2297.0	3346.0	1264.0	522.2	776.0	615.0	94.3	117.7	69.9
2007	2458.0	3414.0	1248.0	556.3	875.0	635.0	111.0	119.5	82.0
2008	2198.6	3424.0	1247.0	631.5	932.0	662.0	123.3	122.1	108.5
2009	2231.6	3435.0	1028.2	677.7	971.0	686.5	128.3	124.3	129.9
2010	2435.6	3445.0	1020.4	748.7	1020.0	711.6	138.7	125.6	181.4
2011	2621.6	3456.0	1027.0	801.6	1070.0	734.8	161.6	128.1	213.1
2012	2682.3	3506.0	1041.2	917.9	1130.0	757.5	176.2	130.4	280.3
2013	2708.3	3556.0	1057.3	958.8	1143.0	778.4	185.5	132.5	328.7
2014	2915.8	3606.0	1065.6	977.7	1161.0	795.0	217.7	133.8	357.8
2015	2940.0	3621.0	1078.6	981.0	1159.0	811.0	222.6	134.4	388.9
2016	3090.0	3639.0	1091.6	972.0	1159.0	827.0	234.3	133.2	400.0

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

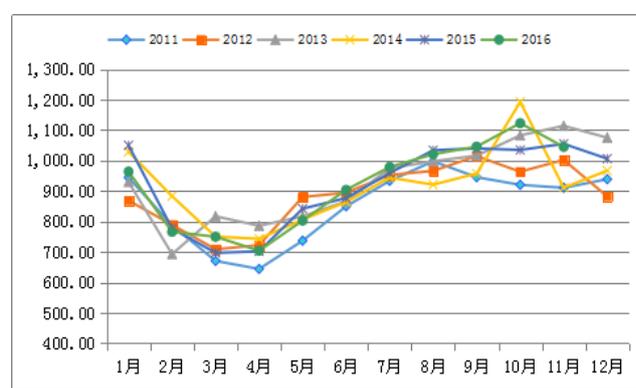
总种植面积决定了橡胶的潜在产能，而实际产量则取决于当年的开割面积与单产情况。胶价连续五年的低迷，一定程度挫伤了胶农的割胶积极性，2014-2016 年 ANRPC 主产国割胶面积的平均增速仅有 1.78%，明显低于 2011-2013 年的 4.09%。单产方面，印尼虽然有全球最大的种植面积，但由于私有化及缺乏科学的管理，单产水平最低，且短期内难以有效改善；泰国、

图 3. ANRPC 天然橡胶割胶面积（单位：千公顷）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. ANRPC 成员国天胶月度产量（单位：千吨）



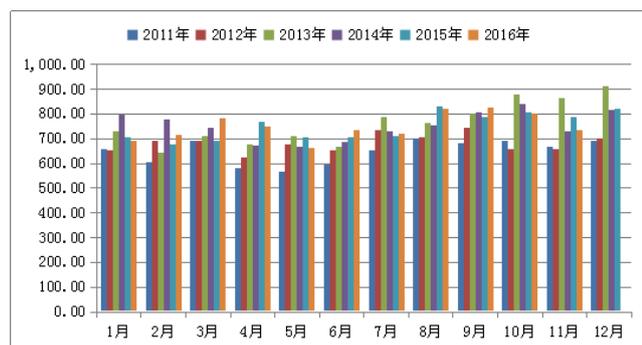
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

马来西亚、中国、印度的单产水平相对稳定，进一步提升空间亦不大；越南政府非常注重对橡胶行业的投入与管理，单产存在一定提升的空间。

具体数据来看，2016 年 1-11 月 ANRPC 主产国天胶产量为 1010.6 万吨，同比仅微增 0.4%，其中泰国、越南、印度同比分别增长 1.3%、4.3%和 8.5%，而中国、马来西亚同比分别下滑 5.2%和 7.9%；预计 2016 年全年 ANRPC 天胶产量为 1108.8 万吨，同比微增 0.4%。在可供割胶面积不断增加的态势下，2016 年天胶生产同比仅持平，这一方面是由于天气问题，2016 年东南亚不利天气频发，年初遭遇较为严重的干旱，开割被迫推迟，三季度又频繁遭遇水灾侵害，天胶生产受到一定程度影响。另一方面，也可以看出来胶价的长期低迷抑制了胶农的割胶积极性，新增产能的释放力度不足。

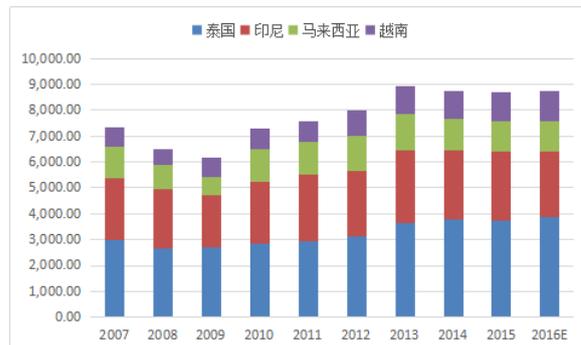
出口方面，2016 年由泰国、印尼和马来西亚三国组成的国际三方橡胶理事会（ITRC）两次联合限制出口，但实际执行情况并不乐观，仅有印尼和马来西亚一定程度削减了天胶出口。数据显示，1-11 月 ANRPC 主产国天胶出口 824.5 万吨，同比微增 0.8%；其中，泰国出口增加 14.6 万吨，越南增加 9.39 万吨，印尼减少 14.2 万吨，马来西亚微减 0.4 万吨。预计全年出口量同比下降 0.5%至 900.2 万吨。

图 5. ANRPC 天然橡胶月度出口量（单位：千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 四大主产国天胶出口（单位：千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2016 年四季度胶价的大幅反弹或促使胶农割胶积极性提升，加之 2009-2011 年大面积扩种所带来的新增产能的释放，2017 年东南亚天胶供应有望恢复增产。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。我们认为，2017 年上半年全球天胶供应仍将呈现偏紧的格局，如果天气情况良好，下半年市场供应料将出现回升。

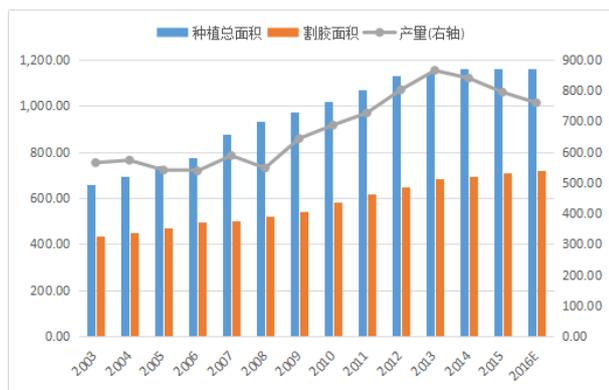
## （二）中国天胶产量三连减，短期提升空间亦有限

胶价的持续低迷对国内橡胶种植打击较大，尤其是云南和海南产区的民营胶园弃割现象严重。2016 年以来，干旱、台风、洪涝等不利天气频繁，进一步损害我国天胶生产，2016 年中

国天胶减产已成定局。据中国橡胶信息贸易网数据显示，2016 年 1-11 月，我国天胶生产量累计 72.18 万吨，同比下滑 5.20%，2015 年同期是下滑 3.02%；预计 2016 年全年中国天胶产量将较 2015 年的 79.42 万吨减少 5%左右，实现三连减。

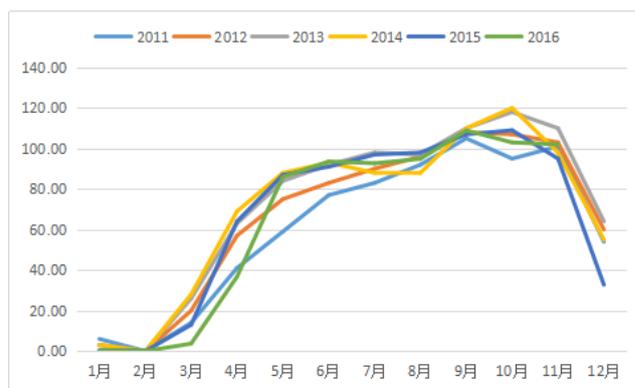
天胶的反弹或促使来年胶农割胶积极性有所回升，但受限于种植面积，短时间国内天胶产量的提升空间或有限。从季节性规律来看，我国云南地区在 11 月中旬左右开始进入停割期，海南地区在 12 月中下旬进入停割期，3-8 月天胶产量逐月恢复，9-11 月是天胶产出旺季。

图 7. 历年来我国天胶种植面积及产量（单位：千公顷，千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 我国天然橡胶月度产量（单位：千吨）

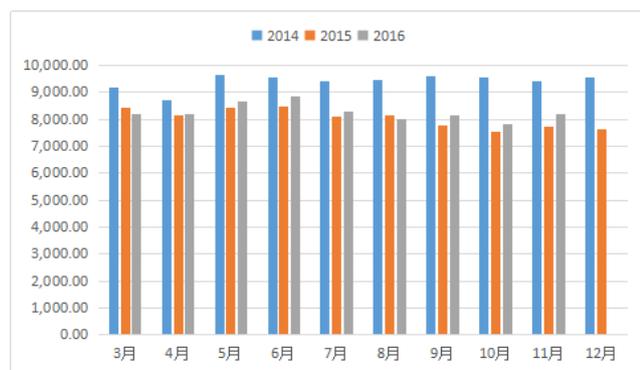


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

综合而言，胶价反弹提振胶农割胶积极性，加之 2009-2011 年大面积扩种所带来的新增产能的释放，2017 年全球天胶供应压力有所增加。

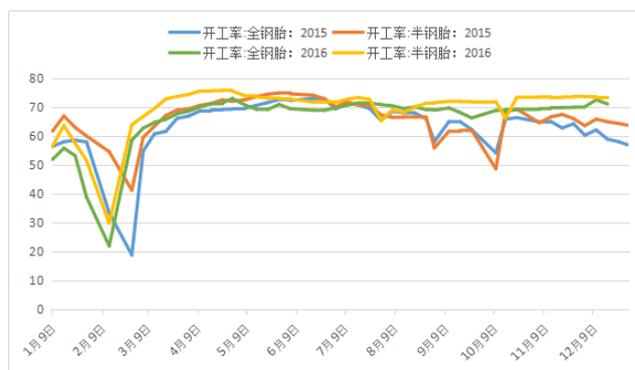
## 二、内需坚挺，外需企稳，2017 年中国消费支撑强劲

图 9. 近 3 年我国轮胎外胎月度产量对比（单位：万条）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 轮胎企业开工率（单位：%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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。2016 年轮胎市场需求好于去年同期，据国家统计局数据显示，1-11 月我国橡胶轮胎外胎的产量为 8.61 亿条，同比回升 1.61%，而 2015 年同期是下滑 16.73%。轮胎企业开工率也明显回升，尤其是 6 月以

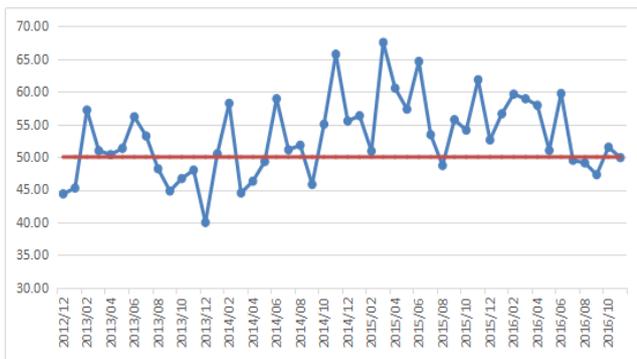
来，基本维持在七成附近。截止 12 月 16 日，全国全钢胎企业开工率为 71.19%，较去年同期增加 12.22 个百分点；半钢胎企业开工率为 73.50%，较去年同期回升 8.49 个百分点。

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%。

### （一）诸多利好政策仍存，国内市场需求依旧坚挺

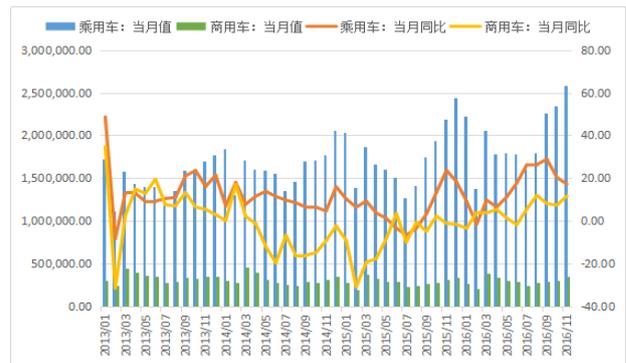
国内消费主要用于乘用车和商用车的配套和替换。受益于 1.6L 及其以下排量车购置税减半政策及公路货车“治限治超”的执行，2016 年车市销量超预期增长。具体数据为，11 月我国汽车生产 301.1 万辆，环比增加 16.4%，同比大增 17.8%；销售 293.9 万辆，环比增加 10.9%，同比大增 16.6%。1-11 月汽车累计产销分别为 2502.7 万辆和 2494.8 万辆，同比增长 14.3% 和 14.1%，增幅分别比上年同期提升 12.5 个百分点和 10.8 个百分点。今年初，中汽协曾预测，2016 年汽车市场销量增速会在 6% 左右，但随着汽车市场高速增长，累计销量增速逐月上升，目前已超过年初预测的两倍。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，2016 年 11 月库存预警指数为 49.9%，重新回落至警戒线下方。2016 年下半年，库存预警指数四个月低于警戒线水平，今年汽车市场销售情况明显好转。

图 11. 汽车经销商库存预警指数



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 12. 乘用车及商用车销量及同比 (单位: 辆, %)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

#### 1. 1.6L 及其以下排量车购置税七五折优惠，2017 年乘用车销售仍将乐观

受 1.6L 及其以下排量车购置税减半政策的提振，2016 年我国乘用车销量超预期增长。中汽协数据显示，11 月乘用车生产 263.8 万辆，环比增加 15.3%，同比增加 17.6%；销售 259.0 万辆，环比增加 10.5%，同比增加 17.2%。其中，11 月 1.6 升及以下乘用车销售 187.6 万辆，同比大增 20.5%，高于乘用车总体增速 3.3 个百分点；1.6 升及以下乘用车占乘用车销量比重为 72.4%，比如前同期提升 3.8 个百分点。1-11 月乘用车累计产销 2174.3 万辆和 2167.8 万辆，同比增长均达到 15.6%，增幅分别比上年同期增加 11.4 个百分点和 9.7 个百分点。

日前财政部公布通知，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车按 7.5% 的税率征收车辆购置税，虽然较 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日 5%

的税率有所回升，但仍低于法定的 10%。购置税优惠政策的继续执行，2017 年乘用车销量仍将乐观。但由于 2016 年的高基数及消费的提前释放，明年或难持续两位数的增长率。

## 2. 诸多利好推动下，2017 年尤其是上半年重卡市场需求仍将保持高速增长态势

得益于重卡需求的大幅回升，2016 年商用车产销增速回归正增长。中汽协数据显示，11 月商用车生产 37.3 万辆，环比增加 24.5%，同比增长 18.7%；销售 34.8 万辆，环比增长 14.0%，同比增加 11.7%。1-11 月商用车产销分别完成 328.4 万辆和 327.0 万辆，同比增长 6.3%和 5.3%，去年同期为下滑 10.5%和 9.7%。分车型产销情况看，11 月客车产量同比下降 6.1%，销量下降 9.3%；货车产销比上年同期分别增长 24.5%和 16.4%。1-11 月客车产销比上年同期分别下降 6.9%和 8.6%，货车产销比上年同期分别增长 9.0%和 8.1%。

由于单胎耗胶量大、配套胎数量多及更换频率高等特征，重卡市场在天胶消费中占据绝对地位，可以说轮胎对天胶的需求很大程度上取决于重卡的销量与轮胎替换频率。

2016 年重卡市场产销表现亮眼，尤其是四季度销量井喷式增加。11 月重卡产销 8.9 万辆和 9.2 万辆，环比增加 40.6%和 31.9%，同比增加 93.3%和 96.7%；1-11 月重卡累计产销 64.3 万辆和 65.8 万辆，累计增长 30.6%及 31.3%。11 月重卡销量逼近 2014 年 3 月 9.7 万辆的历史最高，是多重利好因素叠加的结果。首先是 GB1589-2016 和治超新政的实施，使得 6×2 牵引车总重从 55 吨下降到 46 吨，相比 6×4 牵引车 49 吨的总重减少了 3 吨，从而失去了经济性的优势，政策的因素推动了大量用户把现有的 6×2 牵引车换成 6×4 牵引车；其次是治超新政导致全国大量单车运力下降近 20%，公路运力出现缺口，各地公路运价普遍上涨 10-30%，吸引了很多重卡用户换车或新购车辆来满足运力需求的缺口；第三是煤炭市场四季度的库存补充和运力紧张，再加上“双十一”电商快递运力需求的大增。

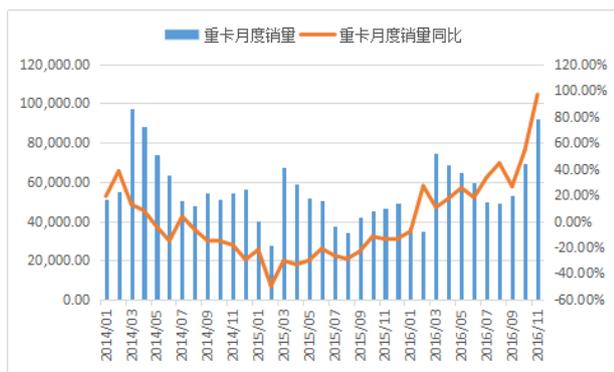
2017 年，限超政策的执行力度及下游企业对运费涨价的接受度将成为影响重卡销售的关键因素。国信证券汽车行业 2017 年年报中分析，限超新政的执行理论上将带来重卡 60 万辆的新增需求，这超过 2015 年重卡全年销量的 55 万辆。

此外，重卡市场与国内宏观经济形势息息相关，房地产与基建投资的力度很大程度上决定了重卡的景气程度。

2016 年房地产市场总结为两个关键词“去库存”和“史上最严调控”。上半年主基调是“去库存”，各地方政府全年都在想方设法刺激城市居民和农民工进城买房，房贷宽松；但与此同时，各路资金违规杀入楼市，致使地王频出、房价飙升。下半年，尤其是 9 月以来，一线及周边城市和部分房价过热的二线城市通过出台限购限贷等政策，并对违规房企和中介展开“最强执法风暴”，让狂奔的楼市刹车，继而稳步向前。预计 2016 年全年房地产投资同比增速在 6.3%左右。中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，分析研究 2017 年经济工作，审议通过《关于加强国家安全工作的意见》，会议要求，要深入推进“三去一降一补”，要推动五大任务有实质进展，要积极推进农业供给侧结构性改革，大力振兴实体经济，加快研究建立符合国

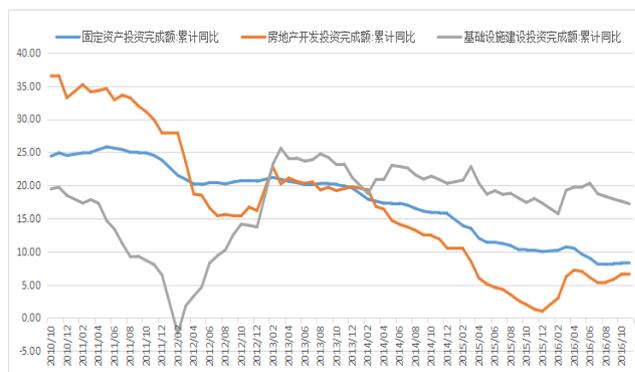
情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。在当前时点提出长效机制建设表明中央稳定房地产市场的决心，后期仍将有相关政策出台，2017 年房地产新开工及投资增速料将下滑。

图 13. 重卡销量当月值及当月同比（单位：辆，%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 固定资产投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

基建方面，受益于较为宽松的货币政策，以及政府类投资的快速增长，我国的基础建设固定资产投资一直处于较高水平，2016 年前 11 个月我国实现基建投资 13.61 万亿，同比增长 17.21%。根据《中长期铁路网规划》、《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016 年至 2018 年国家将重点推进交通基础设施项目 303 个，总投资达到 4.7 万亿元，铁路、公路、水路、机场、城市轻轨预计分别投入 2 万亿元、5800 亿元、600 亿元、4600 亿元、1.6 万亿元，其中铁路和城市轨交占比较大。基建项目融资需求巨大，PPP 模式为项目融资打开广阔空间。据国海证券测算，如对财政部 PPP 入库项目进行拆分，除已进入实施阶段的项目约 1.60 万亿元外，至 2016 年 10 月底进入准备阶段和采购阶段的 PPP 项目总金额已超 4.37 万亿元，如按照当前 PPP 项目 1 年至 1.5 年落地时效估算，2017 年能进入实施阶段的 PPP 项目有望达到 3.5 万亿元至 4.5 万亿元，至 2017 年底届时累计在建的 PPP 项目有望达到 5.1 万亿元至 6.1 万亿元。在制造业、房地产及民间投资增速较低情况下，基建投资仍将是 2017 年稳增长的关键。业内人士指出，要使 GDP 增速达 6.5%，基建投资需从目前的 18% 左右提高到 19% 左右。2017 年基建投资仍将持续加大，这将会直接带动与基础设施建设相关的专用车、货车，尤其是重卡需求的增加。

综合而言，虽然房地产市场提振力度有限，但在基建投资加码、公路货车“治限治超”政策、黄标车淘汰及物流业调整等诸多利好的推动下，2017 年尤其是上半年重卡市场需求仍将保持高速增长态势。

## （二）出口市场多元化发展，一定程度抵消美国“双反”影响

近两年我国轮胎行业频繁遭受国际市场的反倾销反补贴调查。继 2015 年的轿车和轻卡轮胎遭遇双反调查之后，2016 年 1 月 30 日美国钢铁工人联合会（USW）再次向美国商务部（DOC）和美国国际贸易委员会（ITC）提出诉求，针对中国的卡客车轮胎进行双反调查。10 月 7 日，

美国商务部发布了对华卡客车轮胎反倾销初裁税率修正结果，中国卡客车轮胎出口企业的倾销及补贴合并有效税率分别为：双钱集团 47.01%，浦林成山 50.17%，贵州轮胎 53.33%，分别税率和全国税率均为 50.17%。此外，美国商务部对应紧急情形追溯仍继续适用，美国认定所有中国卡客车轮胎出口企业都存在紧急情形，将从初裁倒追 90 天追溯征收反倾销税，追溯征收期间为 2016 年 6 月 8 日至 9 月 6 日。美国国际贸易委员会将于美国时间 2017 年 1 月 24 日上午 9:30 举行听证会，对中国卡客车轮胎的反倾销和反补贴做出最终裁决。

受双反影响，我国轮胎出口美国数量大幅下滑，海关数据显示，2016 年 1-11 月，中国轮胎出口累计 42785 万条，同比增长 6.2%，出口美国同比下滑 11.7%。此外，加拿大、沙特也有减少，欧洲市场表现则相对较好，英国、德国等均同比明显增长。

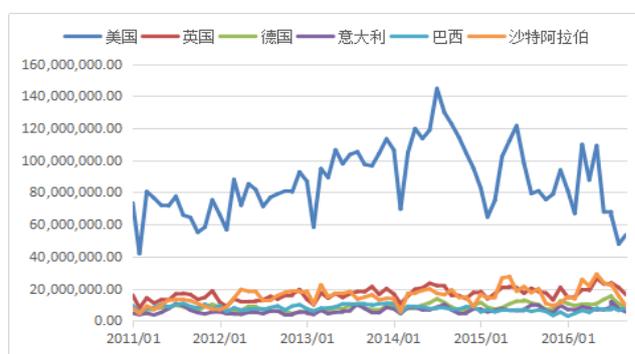
出口市场多元化发展，一定程度抵消了美国双反的冲击。但从根本来说，只有解决中国现存的轮胎产品结构不合理问题，加大对高附加值、高性能产品品种进行开拓，不断提高轮胎的质量，这样才能在国际市场上立于不败之地。

图 15. 我国轮胎出口（单位：万条）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 我国轮胎主要出口国（单位：千克）



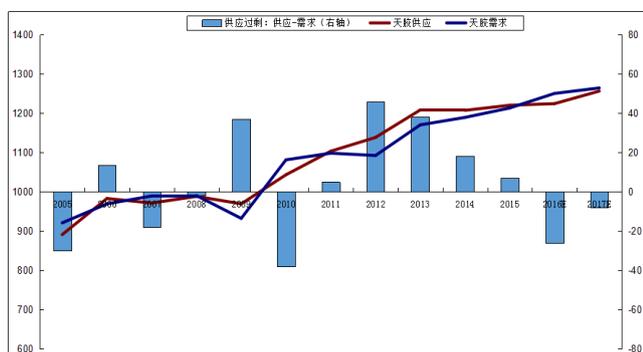
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 三、2017 年全球天胶供需紧平衡

国际橡胶研究组织 IRSG 在最新供需报告中称，2016 年全球天然橡胶需求预计增加 3.0% 至 1250 万吨，2017 年需求预计增长 2.9% 至 1287 万吨。2016-2025 天胶消费量年均增速预计为 2.8%，考虑到利空因素下，2017 年天然橡胶全球消费量预计为 1278 万吨，增幅 2.2%。该组织还预计，2016 年全球天然橡胶供应预计将出现赤字。2017-2025 年全球天然橡胶供应预计较为充足，可满足下游需求。在替换产品市场良好情况下，天胶供应可能出现盈余。诗董橡胶日前发布的 2017 年天胶市场展望报告中称，2017 年世界天胶将增产，预计为 1256.2 万，全球天胶消费量为 1263.8 万吨。

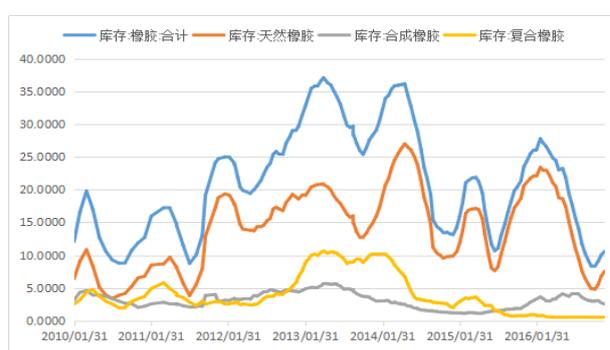
根据前面的分析，一方面，胶价的大幅反弹或促使胶农割胶积极性提升，加之早些年扩种所带来的新增产能的释放，全球天胶供应或同比增加；另一方面，中国需求好转提振全球天胶消费，我们预计 2017 年全球天胶供需紧平衡。

图 17. 全球天胶供需平衡（单位：万吨）



资料来源：IRSG、诗董橡胶 新纪元期货研究所

图 18. 青岛保税区橡胶库存（单位：万吨）

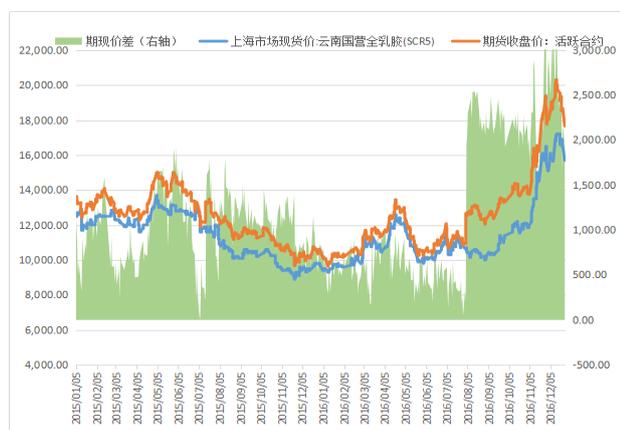


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 四、交易所扩大库容和增加可交割标的，仓单压力制约胶价反弹空间

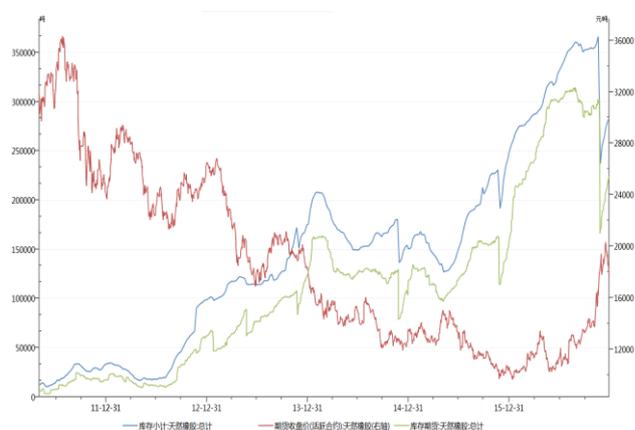
现货方面，2016 年 2 月中旬至 10 月底，青岛保税区库存连续九个月下滑，10 月 30 日总库存最低降至 8.32 万吨，较 2 月 15 日的 27.81 万吨减少 19.49 万吨，其中天胶库存减少 18.66 万吨。随着海外货源到港数量增加，下游采购高峰期已过，11 月以来青岛保税区橡胶库存缓慢回升。截止 12 月 15 日，青岛保税区橡胶库存为 10.56 万吨，较 10 月底增加 2.24 万吨。其中，天胶库存 7.51 万吨，较 10 月底增加 2.75 万吨；合成胶 2.54 万吨，较 10 月底减少 0.51 万吨；复合胶 0.51 万吨，保持不变。预计后期青岛保税区库存仍将延续回升态势，不过绝对水平仍处历史低位，短时间现货库存压力并不大。

图 19. 期现价差对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 20. 上期所天胶库存与期货价格（单位：万吨，元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

期货库存方面，按照交易所规定，2015 年生产的国产全乳胶注册仓单的有效期限为 2016 年 11 月，超过期限的将转为现货。2016 年 11 月，旧作仓单集中出库，11 月 23 日上期所天胶仓单数量大幅减少 13.64 万吨至 16.61 万吨，仓单压力有所减弱。但 11 月下旬，受资金拉动，沪胶期货大幅上涨，而现货跟涨意愿不强，期现货价差不断拉大，11 月 28 日 RU1705 期价与

国产全乳胶的价差一度拉大至 3690 元/吨，出现明显的期现套利，仓单数量大幅增加，截止 12 月 23 日上期所天胶仓单数量为 22.14 万吨，较 11 月 23 日增加 5.53 万吨；库存小计达 28.20 万吨。

2016 年，上期所多次增加交割库库容，目前总库容已扩大至 51.7 万吨。12 月 23 日，上期所新增两个可交割的注册品牌，分别是广东省广垦橡胶集团有限公司下属景洪市坝卡制胶有限公司生产的“广垦橡胶”牌国产天然橡胶（SCR WF）和海南天然橡胶产业集团股份有限公司下属西双版纳华热亚橡胶有限公司生产的“宝岛”牌国产天然橡胶，2017 年及以后生产的天胶可参与交割。据统计，这两个企业 2016 年国产全乳胶年产量分别为 8000-10000 吨左右。交易所扩大库容和增加可交割标的，不断的完善期货交割，使得期货市场更好的服务实体产业。若后期期现价差过大，卖出套保和套利仓单将成为制约胶价反弹空间的重要阻力。

## 五、其他干扰因素

### （一）美联储加息周期

2015 年 12 月美联储开启 9 年来的首次加息，意味着美元开始进入加息周期，当时点阵图显示，2016 年美联储可能加息 4 次。但受各种风险事件影响，2016 年美联储加息一再推迟，也给了大宗商品市场反弹的机会。2016 年 12 月美联储利率决议将联邦基金利率提高 25 个基点至 0.5%-0.75%，完成年内首次加息。随后耶伦讲话对美国经济取得较大进展表示肯定，称经济正朝着通胀和就业双重目标迈进。美联储预计 2017 年将加息三次，超过 9 月会议时预计的两次。

我们认为美国劳动力市场持续走好，接近充分就业的状态，通胀朝着 2% 的目标前进，支持美联储维持缓慢加息的政策，但若美联储加息频率高于市场预期，将会对大宗商品市场造成极大的压力。

### （二）原油反弹抬升合成胶重心，一定程度提振天胶需求

原油供给端的压力迫使主要产油国开展“供给侧”改革，主要产油国最终达成减产协议，供给端压力有望减轻。而 2015 年开始的资本支出减少也将对 2017 年产量产生影响。不过，欧佩克国家中，利比亚和尼日利亚豁免减产，具有增产潜力，而美国页岩油由投资传导至产量较快，产量也有望增加。需求上，美国经济表现良好，中国经济现企稳迹象，欧、日经济回暖，全球宏观经济呈复苏迹象，对需求形成支撑。2017 年原油供给过剩程度有望进一步缩减，在年内甚至会出现供不应求的状况，我们预计 2017 原油价格将震荡上行，WTI 原油指数震荡区间 45.0-70.0 美元/桶。

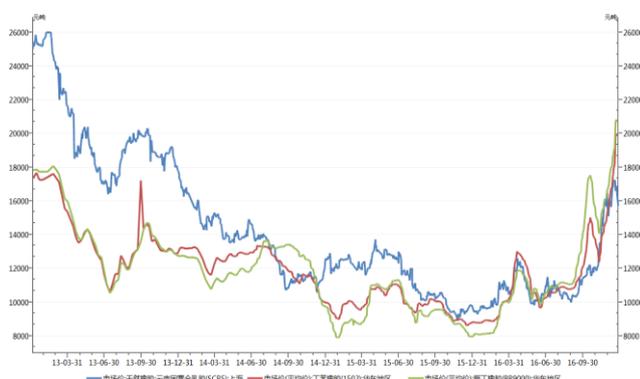
受油价反弹影响，丁二烯的成本大幅拉伸，其终端产品丁苯橡胶与顺丁橡胶价格重心亦将不断上移，这将一定程度提振天胶需求。

图 21. 国际原油和丁二烯价格对比（单位：美元/桶，元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 22. 国内全乳胶和合成胶价格对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### （三）东南亚国家各项政策

为了维持橡胶行业的健康有序发展，近年来东南亚天胶主产国频繁出台各种措施，尤其是泰国。2016 年年初，泰国通过收储 10 万吨橡胶和发放 870 亿泰铢（24.3 亿美元）的扶农贷款来扶持那些受到大宗商品价格下跌及大范围干旱重创的农民。随后，泰国又协同印尼和马来西亚一起实施出口吨位计划(AETS)，自 2016 年 3 月开始的六个月里共削减 61.5 万吨橡胶出口量。虽然泰国并没有执行该计划，但印尼和马来西亚的天胶出口明显的减少，也一定程度助推了胶价的反弹。8 月中旬，由泰国、印尼和马来西亚组成的国际三方橡胶理事会又达成新的天胶出口削减计划：9-12 月，泰国削减出口 75750 吨，印尼削减 9350 吨。12 月底，泰国计划抛售 9.2 万吨橡胶储备，消息一出，国内外胶价大幅下挫，该举措也遭到本国胶农组织谴责，并向法院提交诉讼，要求马上终止该计划，延至三月底抛储。

目前东南亚国家出台的这些政策，并不能从根本上改变全球天胶市场中长期的供需结构，但或多或少地改变市场的短期供应，进而影响胶价走势，需要我们密切关注。

### （四）行业协会重新定义混合胶标准，后期重点关注混合胶关税是否调整

2016 年 8 月 4 日，中国天然橡胶协会、中国合成橡胶工业协会组织有关橡胶企业及行业专家制定了《混合橡胶通用技术自律规范》（以下简称“规范”）。该规范于 2016 年 8 月 18 日起实施。本规范适用于质量分数不低于 50%的合成橡胶与质量分数不高于 50%的天然橡胶均匀混合而成，且含氮量不超过 0.30%和不少于 0.15%的混合物。协会对“混合胶”进行重新定义，分为“合成胶混合橡胶”和“天然胶混合橡胶”。

2016 年 1 月开始，国家海关对复合胶开始征收 1500 元/吨的关税，但对混合胶仍采取免税政策，使得海关编号 40028000 的混合橡胶进口量暴增。2016 年前 11 个月，中国混合胶总进口量达 158 万吨，同比增增 345%。目前来看，该《规范》仅是“行业自律标准”，法律上

的强制力有限。但如果海关以此作为进口报关的参考标准，将天然橡胶含量高的混合胶关税进行调整的话，这将抬升沪胶的价值中枢，后期密切关注混合胶进口政策变化。

### 第三部分 波动分析

从沪胶指数周 K 线图上看，11 月中旬胶价突破 2014 年 3 月以来的底部区域，中期反弹趋势确立，上方反弹第一目标位 21000，第二目标位 27000。从沪胶指数日 K 线图上看，期价 20000 附近遇阻回调，短线或形成头肩顶走势，若跌破 17500 颈线支撑，技术面或回调至 14500 附近，但短线回调亦给出低位做多的机会，中期反弹趋势不改。

图 23. 沪胶指数周 K 线图



资料来源：文华财经

图 24. 沪胶指数日 K 线图



资料来源：文华财经

### 第四部分 后市展望

2017 年，大宗商品走势将充满曲折。美国经济复苏加快，如果就业持续保持强劲，通胀水平继续上行，并超过 2% 的目标，则美联储加息步伐可能超预期，这将会对大宗商品市场造成极大的压力。此外，明年德国、法国、意大利等欧洲重要经济体面临大选，风险事件频繁，全球金融市场波动加剧。

沪胶基本面而言，2017 年东南亚天胶供应有望增加，但中国需求好转提振全球天胶消费，预计 2017 年全球天胶供需紧平衡。

利空因素：第一、供给压力有所增加。2016 年四季度胶价的大幅反弹或促使胶农割胶积极性提升，加之 2009-2011 年大面积扩种所带来的新增产能的释放，2017 年东南亚天胶供应有望恢复增产。第二、仓单压力仍不容小觑。2016 年上期所多次增加交割库库容，目前总库容已扩大至 51.7 万吨；同时新增两个可交割的注册品牌。若后期期现价差过大，卖出套保和套利仓单将成为制约胶价反弹空间的重要阻力。

利多因素：第一、内需仍将延续强势。1.6升及以下排量乘用车购置税七五折优惠，2017年乘用车销量仍将乐观；在基建投资加码、公路货车“治限治超”政策、黄标车淘汰及物流业调整等诸多利好的推动下，2017年尤其是上半年重卡市场需求仍将保持高速增长态势。第二、合成胶重心上移。2017年原油价格仍将震荡上行，这将抬升合成胶价格重心，一定程度提振天胶需求。第三、混合胶关税或有调整。行业协会制定《混合橡胶通用技术自律规范》，如果海关以此作为进口报关的参考标准，将天然橡胶含量高的混合胶关税进行调整的话，这将抬升沪胶的价值中枢。

此外，东南亚国家的诸多政策，或多或少地改变市场的短期供应，进而影响胶价走势，需要我们密切关注。

综合分析，供需格局前紧后松，2017年沪胶或呈现先扬后抑的走势，沪胶指数运行区间为15500-27000元/吨。上半年，东南亚主产国陆续进入停割期，市场供应不断减少，而国内重卡需求仍将维持强势，沪胶料将延续中期反弹走势，逢调整低位建立趋势多单。下半年，东南亚割胶旺季到来，国内需求端支撑减弱，胶价或转为震荡走势。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 营业网点

### 徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855

业务电话：0516-83831113

### 北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809

传真：010-84261675

### 南京营业部

业务电话：025-84787996

传真：025-84787997

研究所电话：0516-83831185  
 传真：0516-83831100  
 邮编：221005  
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
 新纪元期货大厦

邮编：100027  
 地址：北京市东城区东四十条68  
 号平安发展大厦4层407室

邮编：210018  
 地址：南京市玄武区珠江路63-1号

**广州营业部**

业务电话：020 - 87750826  
 传真：020-87750825  
 邮编：510080  
 地址：广州市越秀区东风东路703大  
 院29号8层803

**苏州营业部**

业务电话：0512 - 69560998  
 传真：0512 - 69560997  
 邮编：215002  
 地址：苏州干将西路399号601室

**常州营业部**

业务电话：0519 - 88059976  
 传真：0519 - 88051000  
 邮编：213121  
 地址：常州市武进区延政中路16号  
 世贸中心B栋2008-2009

**杭州营业部**

业务电话：0571- 85817186  
 传真：0571-85817280  
 邮编：310004  
 地址：杭州市绍兴路168号  
 1406-1408室

**上海东方路营业部**

业务电话：021- 61017395  
 传真：021-61017336  
 邮编：200120  
 地址：上海市浦东新区东方路69  
 号裕景国际商务广场A楼2112室

**重庆营业部**

业务电话：023 - 67917658  
 传真：023-67901088  
 邮编：400020  
 地址：重庆市江北区西环路8号1幢  
 8-2号

**成都高新营业部**

业务电话：028- 68850968-826  
 邮编：610000  
 地址：成都市高新区天府二街138号1  
 栋28层2804号

**南通营业部**

电话：0513-55880598  
 传真：0513 - 55880517  
 邮编：226000  
 地址：南通市环城西路16号6层  
 603-2、604室

**成都分公司**

电话：028-68850966  
 邮编：610000  
 地址：成都市高新区天府二街 138  
 号 1 栋 28 层 2803、2804 号

**深圳分公司**

电话：0755-33506379  
 邮编：518009  
 地址：深圳市福田区商报东路英龙商  
 务大厦1206、1221、1222