

天然橡胶期货市场分析

童长征

(中信期货有限公司,上海 200127)

摘要:2018年天然橡胶期货市场在底部徘徊,整体呈现弱势。供应方面,天然橡胶的潜在产能仍然过剩,除非出现极端天气情况导致大幅减产,否则难以支撑天然橡胶价格向上。需求方面,由于宏观经济低迷,基建和房地产投资等增速放缓,货运需求下降,导致轮胎产量增速下滑,在贸易战的背景下,轮胎出口进一步受阻。宏观方面,美国目前处于加息周期,对全球货币流动性起紧缩作用,我国央行可能在经济低迷的背景下在货币政策上做出一些宽松的调整。预计天然橡胶价格在短期之内难以形成大逆转。

关键词:天然橡胶;期货市场;需求;供应

中图分类号:TQ332.1;F74

文献标志码:B

文章编号:2095-5448(2019)02-0071-07

DOI:10.12137/j.issn.2095-5448.2019.02.0071

1 2018年天然橡胶期货市场行情回顾

2018年,沪胶市场在底部徘徊,尽管整体呈现弱势,但下行空间并没有进一步扩大。主力合约价格几起几落,2018年底再度跌至1万元·t⁻¹左右。东京胶市场也同样呈现弱势,东京胶价格从2018年初的每千克200日元跌至2018年底的每千克130日元,跌幅高达35%。

天然橡胶市场整体弱势与橡胶基本面和外围环境息息相关。从基本面来看,天然橡胶供大于求的基本格局仍未改变。从外围环境来看,中美贸易战的爆发导致市场对于天然橡胶的需求预期看淡。2018年局部地区的极端天气和病虫害对天然橡胶产量有一定影响,但规模不大,因此带来的利多作用也非常有限。在多重因素影响下,2018年天然橡胶市场负重而行。

2 天然橡胶供应分析

2.1 天然橡胶产能巨大

天然橡胶供求关系中的“供”指产量,即橡胶林的实际产出,但是产量的上限取决于产能。橡胶林开割面积可以视作产能,因为开割面积决定了天然橡胶的潜在最大产量。

作者简介:童长征(1980—),男,福建龙岩人,中信期货有限公司高级研究员,学士,主要从事橡胶期货市场研究工作。

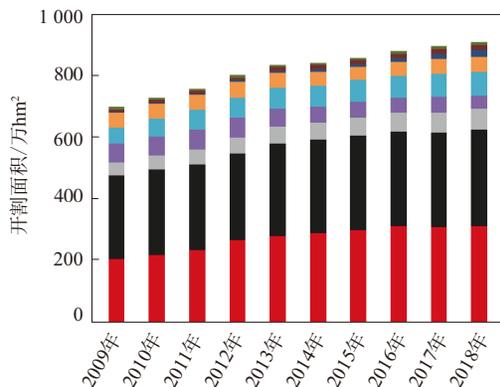
2.1.1 开割面积

2003年以后橡胶开割面积一直处于稳定上升的状态。天然橡胶生产国协会(ANRPC)成员国2003年的橡胶开割面积约为600万hm²,2018年上升至900万hm²,增长约50%。

主要产胶国开割面积见图1(资料来自wind资讯和中信期货有限公司投资咨询部,下同)。

2004—2018年开割面积同比增速大多在2%以上,近年由于胶价低迷,开割面积增速放缓,但仍维持正增长。

另外,还要分析橡胶林的树龄分布。在开割面积一定的条件下,“青壮年”橡胶树越多,则天



■—泰国; ■—印度尼西亚; ■—越南; ■—马来西亚; ■—中国;
■—印度; ■—柬埔寨; ■—菲律宾; ■—斯里兰卡。

图1 主要产胶国开割面积

然橡胶产能越大。

2.1.2 新种植面积和重新种植面积

橡胶树新种植面积影响的是未来的开割面积,从某种意义上来说,可以视为开割面积的边际量。2005年以后,新种植面积迅速上升,这与当时胶价快速上涨有关。

2005—2012年新种植面积的总和达到308.82万 hm^2 ,2018年ANRPC成员国的开割面积总和为906.47万 hm^2 。新种植面积占比为34.07%。

重新种植面积是指胶农砍伐老橡胶林后种植的新橡胶林面积。由于重新种植会影响当前收益,因此在胶价上涨的2004—2005年,重新种植面积的增幅远远小于新种植面积。在胶价大跌之后的年份如2009和2012年,重新种植面积出现了较大幅度的增长。重新种植面积改变的是橡胶林的树龄结构,它对天然橡胶产量有两方面的影响:一方面会减小短期的天然橡胶产能,在短期内开割面积下降;另一方面会增加长期的天然橡胶产能,因为未来不仅开割面积会上升,单位面积产量(以下简称单产)也会进一步提升。

2.1.3 单产

天然橡胶总产量取决于单产和割胶面积。

斯里兰卡橡胶单产的最高历史记录达到2 000 $\text{kg} \cdot \text{hm}^{-2}$ 以上,印度橡胶单产最高时也达到1 900 $\text{kg} \cdot \text{hm}^{-2}$ 以上,不过近年来持续下降。目前,越南的橡胶单产较高,最高达到1 700 $\text{kg} \cdot \text{hm}^{-2}$ 。

近年来橡胶单产下降的国家有泰国、中国、印度和菲律宾。橡胶单产提高的国家有印度尼西亚、越南、马来西亚和柬埔寨。橡胶单产下降的主要原因是胶价低迷导致割胶积极性减弱。橡胶单产上升的原因可能是越来越多的橡胶林进入成熟期,可以进行开割。越南和柬埔寨就属于这种情况。马来西亚则是通过淘汰单产低的橡胶林,从而将单产均值推高。

2.1.4 主要产胶国的天然橡胶产量

2018年,印度等国天然橡胶产量出现显著的下滑,其中,印度天然橡胶产量同比降低14.1%,越南同比降低9.8%,斯里兰卡同比降低8.2%。

天然橡胶产量下滑的主要原因是强降雨、洪水以及台风导致割胶天数减少,橡胶树受到严重破坏以及发生异常病害。另外,胶价低迷导致割

胶积极性降低也是影响天然橡胶产量的原因之一。近年主要产胶国的天然橡胶产量如图2—9所示。

根据ANRPC的报告,2018年天然橡胶总产量将达到1 385.1万t,而2017年总产量为1 335万t,同比增长3.75%。

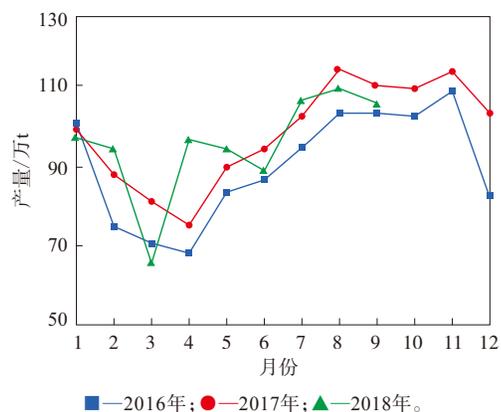
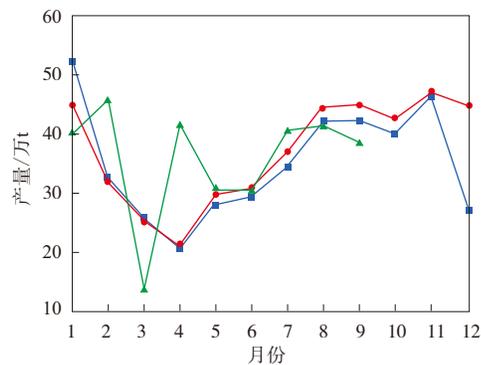
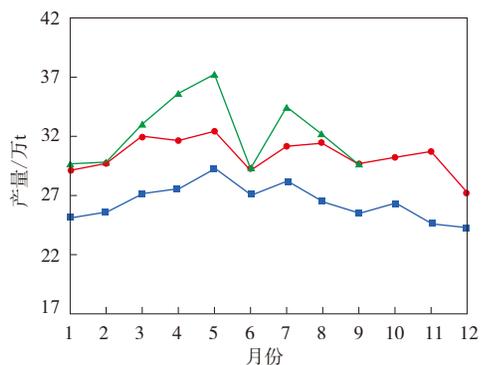


图2 ANRPC天然橡胶产量



注同图2。

图3 泰国天然橡胶产量



注同图2。

图4 印度尼西亚天然橡胶产量

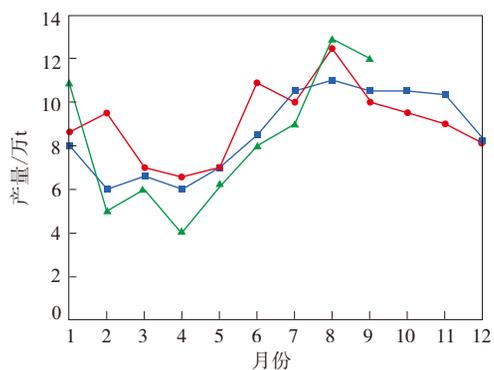


图5 越南天然橡胶产量

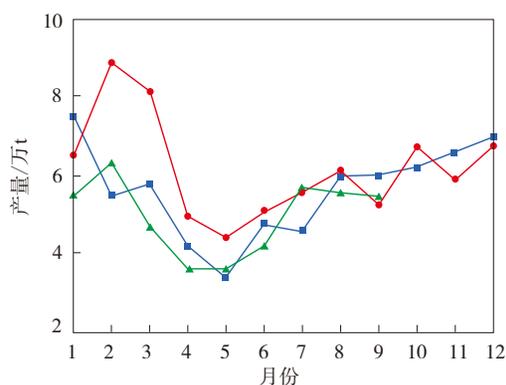


图8 马来西亚天然橡胶产量

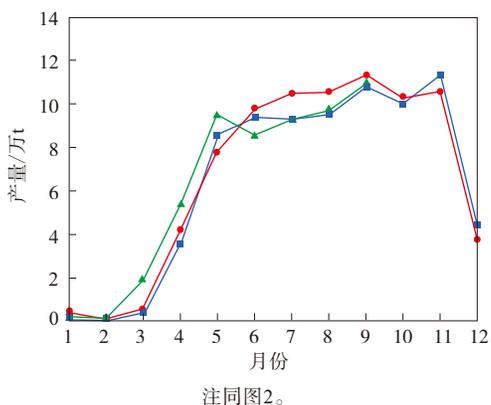


图6 中国天然橡胶产量

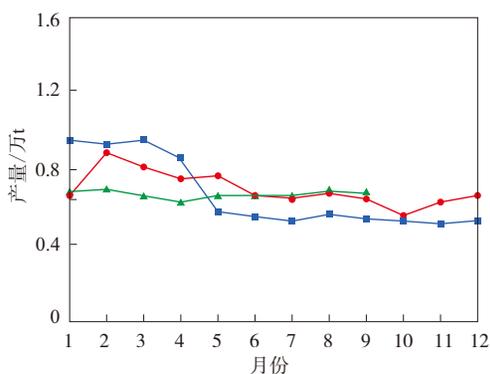


图9 斯里兰卡天然橡胶产量

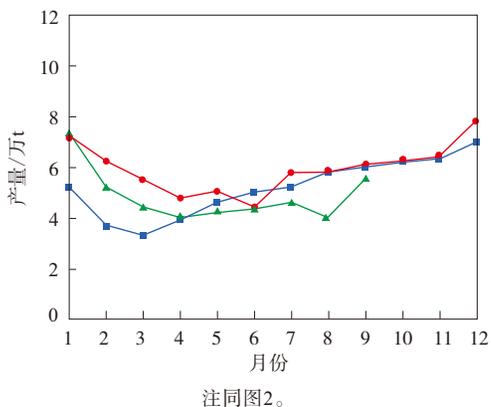


图7 印度天然橡胶产量

2.1.5 树龄分布

21世纪初,亚洲产胶区新种植了一大批橡胶树,加上翻新种植,导致近几年树龄较短的橡胶树占了很大的比例。树龄为1~10年的橡胶林占比相当大,其次是树龄为18~30年的橡胶林,树龄在37年以上的橡胶林占比非常小。这种树龄结构显示出目前橡胶林还是比较年轻的,具有蓬勃的生

机。未来几年内如果不发生极端恶劣的情况,天然橡胶产能很可能继续保持过剩,但过剩的程度会有所减小。

2.1.6 泰国橡胶减产计划的影响

由于胶价低迷,泰国实施了橡胶减产计划,5年内,橡胶树种植面积每年减小3.2万 hm^2 。2018年泰国割胶面积为311.12万 hm^2 ,年减产面积占总割胶面积的1.03%。5年累计减产总面积占比为5%左右。

按2018年泰国的橡胶单产 $1\,493\text{ kg}\cdot\text{hm}^{-2}$ 计算,减产计划导致天然橡胶年产量减小47\,776 t。这相对于泰国近500万t的天然橡胶年产量而言实在是杯水车薪。除非泰国政府未来采取更激进的减产计划,否则减产对天然橡胶价格的影响非常小,可忽略不计。

2.1.7 其他地区的天然橡胶产量

亚洲地区天然橡胶产量占世界天然橡胶产量的90%以上。

非洲天然橡胶年产量约为79.4万t,占全球天然橡胶年产量的5.99%。科特迪瓦是其中的主力军,其天然橡胶年产量已经从2010年的约20万t上升到目前的近50万t。喀麦隆的天然橡胶年产量约为8万t,利比里亚的天然橡胶年产量约为8.2万t,尼日利亚的天然橡胶年产量约为7万t。

中南美洲的天然橡胶年产量为30.5万t。其中,巴西的天然橡胶年产量为20.3万t,危地马拉的天然橡胶年产量为8.2万t。

由于亚洲天然橡胶产量在全球产量中所占的比重最大,因此分析天然橡胶供应情况时主要考虑亚洲情况即可。

综上所述,21世纪初开始的橡胶树新种植面积和重新种植面积的增长导致橡胶生产潜能仍然很大。在可预期的时间里(至少一年之内),天然橡胶产能依然过剩。当然,这也和天然橡胶价格有一定关系。因为一部分成本较高的产能需要提价来加以释放。潜在的庞大产能为天然橡胶价格可能出现的上涨添加了一个天花板。

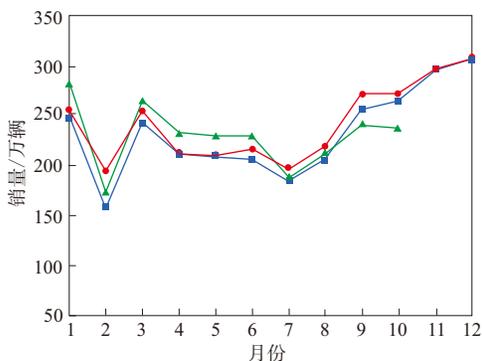
3 天然橡胶需求分析

3.1 轮胎产业链的变化

3.1.1 汽车行业进入下行周期

在经历多年的快速发展之后,我国汽车行业开始进入下行周期。2018年7月,我国汽车销量出现同比负增长,并一直持续到2018年10月。而2018年2月,汽车销量也曾出现同比负增长。

近年我国汽车销量如图10所示。



注同图2。

图10 我国汽车销量

中国汽车工业协会数据显示:2018年1—10月,我国汽车销量为2 283万辆,同比增长1.14%;乘用车销量为1 926.52万辆,同比下降1.21%;商用车销量为356.48万辆,同比增长4.17%。由此可见,拖累汽车销量增长的主要原因是乘用车需求不足。原因之一是千人汽车保有量达到了一个相对高峰,2018年我国千人汽车保有量达到180辆。汽车产业的高速增长期可能已经过去。除此之外,四五线城市由于金融去杠杆、购房消费挤压等原因导致乘用车销量下滑。中美贸易战也使消费者预期收入下降,影响了汽车消费需求。另外,之前的购置税优惠政策导致提前消费的现象,现在购置税优惠政策的退出也影响了汽车消费。

在多重负面因素作用下,汽车销量低迷现象在2019年可能仍将持续。

3.1.2 商用车销量回落

2018年上半年商用车销量一直大于其他车,但是进入7月以后,商用车销量增速快速下滑,到9月甚至出现同比负增长,这反映出商用车的增长乏力。

3.1.3 重型卡车销量增速下降

中国汽车工业协会数据显示:2018年1—10月,我国重型卡车累计销量达到97.61万辆,2017年同期为96.10万辆,同比增长1.58%。

2018年7月以后,重型卡车销量同比增速也进入负增长。

3.1.4 货运数据年末回升

与前几年相比,近年货运数据总体是下行的,尤其在2015—2016年,货运周转量增速和货运量增速均降至5%左右,2017年出现了大幅回升,2018年第3季度货运增速开始缓慢上行。2018年10月公路货运量同比增速为10%,公路货物周转量同比增速为9.6%。

货运增速上升对未来天然橡胶需求的上升有一定的推进作用。

3.1.5 基建投资增速降至谷底

从2017年底开始,基建投资增速连续下滑,从2017年11月的20.1%降至2018年10月的3.7%,可谓是飞流直下。

房地产投资增速基本上稳定在10%左右,而之

前最高增速曾达到40%。

与房地产投资相比,未来基建投资增长的空间较大,而受政策性因素影响,房地产投资增速不容乐观。未来天然橡胶需求的提振可以主要关注基建投资方面的增长空间。

3.1.6 轮胎产量和出口表现均不佳

轮胎产量增速在2016年底达到高点,但进入2017年后快速下滑,从10%以上跌至个位数。2018年9和10月,我国轮胎产量均出现同比负增长。

我国轮胎产量及其增长率如图11所示。

近年轮胎出口增速亦出现下滑。我国轮胎出口量及其增长率如图12所示。2018年,轮胎的同比增速一直低于5%(仅2018年2月例外,为12%)。2018年6—8月,当月同比增速连续出现负值,分别为:-5.85%,-2.02%和-4.24%,但是9月当月同比增速却上升至18.86%,这可能与中美贸易战

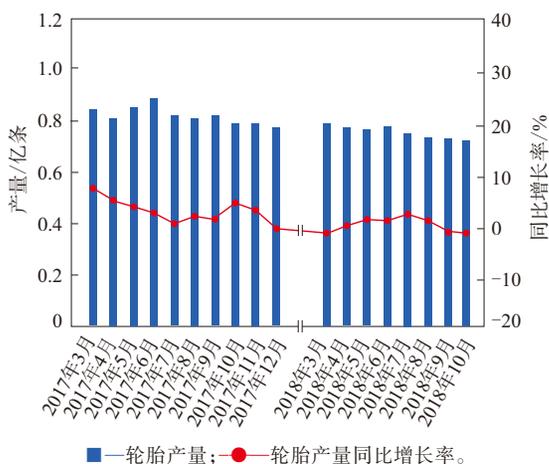


图11 我国轮胎产量及其增长率

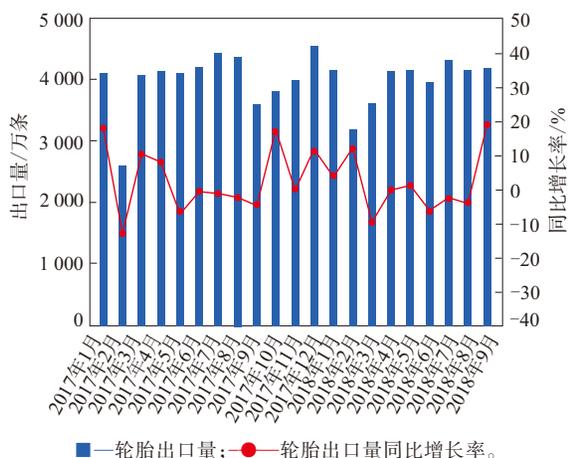


图12 我国轮胎出口量及其增长率

关税征收导致的提前出口有关。总体上来说,出口表现不佳。

3.1.7 中美贸易战影响下的需求变化

2018年,美方先后宣布对价值500亿美元、2000亿美元自中国进口的商品加征关税,中国进行反击。中美贸易战不断升温。中美贸易战带来的冲击可能在几年内影响经济。

中美贸易战对天然橡胶市场的最大影响是中美之间的轮胎贸易。根据美国贸易代表办公室公布的中国商品征税清单,航空器用新的充气轮胎和翻新充气轮胎需要缴纳25%的关税。拟征税清单中的主要橡胶制品如表1所示。

卤代丁基橡胶板、片、带等多种橡胶产品也被列入清单。

3.2 美国基建计划将推动天然橡胶需求

2018年2月12日,美国总统特朗普发布1.5万亿美元基础设施建设计划,计划在今后10年改造

表1 拟征税清单中的主要橡胶制品

税则号	产品名称	总出口数量/ kg	总出口金额/ 美元	对美出口			
				数量/kg	数量占比/%	金额/美元	金额占比/%
40061000	轮胎翻新用胎面补料胎条	409 617	1 454 578	3 099	0.76	12 096	0.83
40091200	未经加强或未与其他材料合制 但装有附件的管子	11 886 078	81 256 578	4 431 649	37.28	30 857 108	37.97
40094200	用其他材料加强或与其他材料 合制有附件管子	10 693 133	41 470 421	2 659 505	24.87	9 770 512	23.56
40101100	仅用金属加强的硫化橡胶制输 送带及带料	25 196 425	70 244 000	964 153	3.83	3 171 860	4.52
40113000	航空器用新的充气橡胶轮胎	276 454	5 588 709	1 299	0.47	47 399	0.85
40121300	航空器用翻新的充气橡胶轮胎	141 815	2 789 845	6 877	4.85	306 165	10.97

年久失修的公路、铁路、机场、桥梁等基础设施。2019年美国将为基础设施建设投入210亿美元,未来10年投入2 000亿美元。

美国基础设施建设无疑会大幅提高天然橡胶的需求。

3.3 其他行业的需求

轮胎对天然橡胶的需求最大,约占总需求量的70%。非轮胎橡胶制品占30%,未来有较大的增长空间。乳胶制品未来可能保持8%~10%的增长速度。

总体来说,由于目前经济处于低迷的状态,在过去的一段时期内,影响天然橡胶需求的因素均表现不佳,在可预见的将来,天然橡胶需求缺乏井喷的潜力。未来需求可能出现的大变化将主要来自美国的基建投资。不过美国的政治体制决定了美国政府在此方面的决策可能会行动迟缓。未来美国政府可能采取的加快基建投资的举措是关注的重点。非轮胎橡胶制品对天然橡胶的需求尽管可能继续保持增长,但是由于其基数较小,对天然橡胶总体的影响有限。

4 宏观面分析

4.1 美联储加息

美国经济蓬勃向好。美联储加息的重要指标是失业率。2009年10月美国失业率达到最高点10%,之后一路下滑,2018年4月降至4%以下,此后一直维持在这一水平,2018年9月更是降到3.7%。失业率的持续下行是美联储加息的必要前提。

居民消费价格指数(CPI)的上行也使美联储有加息的需求。因担心经济过热、通货膨胀等因素,美国CPI从2017年9月以后上升至2%以上,核心CPI在2018年3月升至2%以上,虽然2018年8月以后有所下滑,但仍然处于相对的高点。

从失业率和CPI等因素来看,美联储加息有其理由。目前在加息的问题上,主要的变量是美联储一年内的加息次数。根据经济形势,美联储有可能调整加息次数。而这个变化对于全球流动性的紧缩程度将产生一定的影响。

4.2 中国的货币政策

我国的国内生产总值(GDP)增速在2015年第

1季度跌至7%,多年来一直维持在这一水平。2018年7—9月的GDP累计同比增速分别为6.8%,6.8%和6.7%。与当年10%以上的增速相比已经不可同日而语。

中采采购经理人指数(PMI)在9和10月连续回落,目前已经降至50.2。财新中国PMI也降至50.1。我国经济处于相对疲软状态是一个确定性的事实。

由于去杠杆的需要,我国货币政策在近几年表现偏紧。M1同比增速在2016年7月时达到25.4%的高位水平,但此后一路下滑,到2018年10月已经降至2.7%。M1增速的大幅下降可能与我国居民的现金使用减少有关。但是M2同比增速同样在下滑。从2013年8月最高的14.7%降至2018年10月的8%,降幅虽然远小于M1,但幅度也不小。

但是我国政府对于经济衰退的容忍不可能是无限制的。尽管货币供应增速是下降的,但是央行采取了定向降准等数量宽松措施来增加流动性。2018年1—10月,央行通过逆回购直接投放资金总量达到9.5万亿元。

在经历了较长时期的去杠杆措施之后,我国经济的主要问题更多地集中在通缩上,而非通胀。这使得央行在货币政策上会进行一些调整,倾向于注入流动性以稳定经济增长。当然,央行所采取的宽松措施将比过去更加谨慎,不能让这几年的去杠杆努力付诸东流。预期这对于包括天然橡胶在内的商品将产生一定的利多作用,但影响有限。

5 20号胶上市的影响

2018年6月12日,证监会通过了上海期货交易所的20号胶的立项,未来天然橡胶又将增加一个新品种。

20号胶的上市无疑会给国内橡胶下游的轮胎企业带来积极的影响,会有更多下游企业参与期货套保。期货标的和企业生产原料形成了很好的对标作用。

对于上游企业来说,如果仅仅是国内的资源,那么上游企业一定会受到冲击,因为我国的橡

胶种植成本显著高于东南亚。20号胶上市,虽然进口关税和增值税犹存,但是至少资本市场的口子打开了。过去,国内橡胶种植企业可以通过期货以获得升水,但是这样的好日子未来将一去不复返。

沪胶市场全乳胶的升水最终将被消灭。无论是现货升水还是远月升水,在20号胶上市以后都难以维持。因为20号胶是面向产业链现货的品种,和现货贴得很紧,20号胶上市以后价格也定然会贴近现货。轮胎企业是使用标胶的大客户。2016年我国20号胶的进口量达到327万t。20号胶的庞大数量,也使20号胶难以产生巨大升水。在这种背景下,未来全乳胶也必定难以脱离现货太远。

现货升水首先会被消灭。在假定现货价格难以攀升的情况下,很可能产生期货单边下滑以贴近现货的情况,此时适合采取逢高沽空的策略。

其次,为稳妥起见,可以做现货和期货的套利动作。不过目前期货和现货价格已经贴得非常近,没有多少套利空间。除非未来有不可控因素导致价差拉大,则可以进行套利。

第三,1-9价差(9月与次年1月合约价格之差)的正向套利。1-9价差最高时甚至达到3 500元·t⁻¹。1-9价差存在的原因之一是交割制度。由于上海期货交易所的交割制度决定当年生产的全乳胶只能用于当年及次年交割,在次年的最后一个交易日结束以后,这些仓单就必须转成现货离开期货市场。而9月合约是当年的最后一个主力合约,因此9月合约面临最大的交割压力。1月是一年的开始,它能接受的只有前一年生产的仓单。因此9月和1月交割品的数量存在悬崖般的差距。造成1-9价差悬殊的另一个原因是橡胶期货的投机属性过强导致了远月升水(期货对现货的升水也同样如此)。目前如果不考虑烟胶片,全乳胶仓单集中在5个厂商(包括云垦、海胶、中化、广垦、曼列)8个品牌中。天然橡胶年消费量达到500万t,但全乳胶年产量不超过50万t,交割品仅有30多万t。全乳胶仓单的产量相对于下游消费的需求量严重偏小。这些因素都使橡胶期货的投机成分大大增加。投机成分的增加使期货价格自然而然产生出升水,而升水幅度能够

达到多少是无法想象的。

但是20号胶的上市会使橡胶期货(包括目前的全乳胶合约和未来的20号胶合约)回到现货中来。因此1-9价差很难再像从前那样大幅扩大。从这个角度来说,未来1-9价差回归正常水平的概率较大。这可以作为1-9正向套利的逻辑前提。

最近隔月价差的变化为上述推论做出了很好的注解。2018年底,无论是1月和11月的价差,还是9-5价差,均出现了异常的收窄的局面。这不能不说与市场对于未来20号胶上市的预期有关。因为担心20号胶的上市会影响远月升水,所以价差提前回落。

6 展望

从供应、需求以及宏观面3个角度对天然橡胶价格走势的影响因素进行了分析。无论从哪个角度来看,都难以支撑天然橡胶价格在短期内大逆转。在供应方面,天然橡胶的潜在产能仍然过剩,除非出现极端天气情况导致大幅减产,否则难以在供应方面找到价格向上的逻辑。在需求方面,由于宏观经济低迷,基础设施建设、房地产投资等增速放缓,货运需求下降,最终导致轮胎产量增速下滑。在贸易战的背景下,出口进一步受阻。在宏观方面,美国目前处于加息周期,对于全球的货币流动性起紧缩作用,不过我国央行在经济低迷的背景下可能在货币政策上做出一些宽松的调整。

目前天然橡胶价格已经处于历史性底部,加上已经历经8年的磨难,因此对于天然橡胶价格不必过于悲观。投资者可以主要关注事件驱动下的小波动。2019年可能出现的因素有厄尔尼诺现象造成的产量变化、中美贸易战导致的经济下滑、美国基础设施建设推进过程中带来的需求不确定性增长。除此以外,如果20号胶在2019年上市,则可更多关注20号胶和沪胶的价差套利情况。

对于预期要捕捉大反转机会的投资者而言,可能需要更耐心的等候。未来的转折点可能会出现在供应进入颓势后、叠加需求爆发式上涨的时刻,但这在2019年还难以实现。

收稿日期:2018-12-26