天胶专题—（非标）期现套利对橡胶市场的影响

施潇涵
化工研究员
电话：0571-28132632
QQ： 1016206532
邮箱：shixiaohan@cindasc.com

徐林
化工研究员
投资咨询：Z0012867
邮箱：xulin@cindasc.com

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦1125室、1127室、12楼和16楼
全国统一服务电话：
4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

核心观点：

1. 由于期现价差合适，近年越来越多的橡胶贸易商参与（非标）期现套利活动，对橡胶市场和价格产生了重要影响。橡胶期现套利的标的主要可以分为进口 3 号烟片胶、国产全乳胶和进口复合胶。其中复合胶套利最为活跃，影响也最大。

2. 复合胶（非标）期现套利主要产生了以下四个影响：
   1） **上下游供应和需求的习惯被改变：**贸易商紧盯期现价差，不以国内需求为导向疯狂进口，增加国内供应，导致国内库存升高；轮胎工厂不再进行原料囤货，仅维持随用随买策略，导致去库存进程缓慢。
   2）**贸易商库存流通性受期现价差变化影响：**根据沪胶 01 合约高升水开头 09 合约贴水结束的期现价差结构，套利商库存的流通性在 12 月-次年 1 月最差，之后逐渐好转，8-11 月份大量库存流入现货市场。我们不能单纯凭借库存高这个利空点去盲目做空，可能会出现因为期现价差不收敛导致库存不流通的情况。
   3）**进口贸易商库存被一分为二：**中国进口的天然橡胶主要包括复合胶和标准胶。由于期现套利的缘故，国内复合胶库存暴涨，而标准胶库存正常。中美贸易战即使涉及轮胎出口，由于出口轮胎使用的是标准胶并非复合胶，而标准胶的进口仍是以需求为导向的，因此不会加剧目前国内天胶高库存问题。
   4）**胶价受套利盘持仓变化影响：**由于期现套利盘数量巨大、力量集中，因此其持仓的变化会对期货和现货价格都产生较大影响。套利盘开平仓背后的逻辑就是期现价差，我们可以根据期现价差的扩大与收窄来推测套利盘的行为。

一、 前言

期现套利是大宗商品市场上一种常见的交易模式，主要是利用期货和现货两个市场之间的价差低买高卖从而赚取利润。由于期现价差合适，近年橡胶期现套利变得越来越火爆，贸易商几乎都采用期现套利的操作模式。与其他品种不同，橡胶期现套利的现货标的往往不是标准交割品，因此也被成为（非标）期现套利。期现套利的广泛应用已经对国内橡胶供需结构以及橡胶价格产生非常重大的影响。本文将详细介绍橡胶（非标）期现套利及其带来的影响。

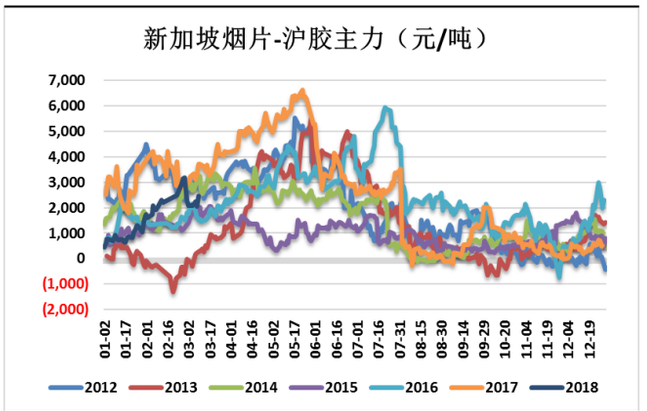
二、 什么是橡胶（非标）期现套利

期现套利的核心在于期现价差。当期现价差足够大，可以覆盖套利成本时，套利商就会进行买现货卖期货的开仓操作；当价差回归或者收敛时，套利商又卖现货买期货解仓实现利润。期现套利成本中最重要的是现货仓储成本以及现货和期货两端的资金成本。

天然橡胶品种众多，期货交割品就有两个，因此期现套利标的也比较多，不同现货标的的套利方式也存在差异。下文将分别对交割品进口 3 号烟片胶和国产全乳胶以及非交割品进口复合胶的期现套利进行介绍和分析。

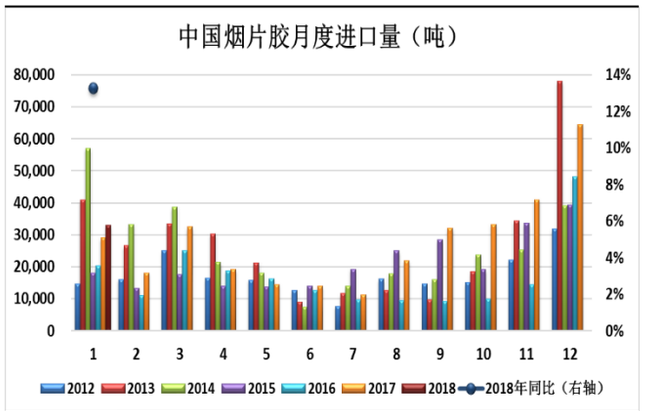
进口 3 号烟片胶：3 号烟片胶期现套利是最教科书式的橡胶期现套利方式。当沪胶价格高于 3 号烟片胶进口成本时，套利窗口打开，套利商将进口烟片胶制作成仓单抛到期货上。烟片胶由于性能优良，曾经是国内进口量最大的胶种。但随着近年子午轮胎的普及，烟片胶使用的必要性也逐渐下降，目前国内进口 3 号烟片胶基本就是用于期现套利。由于生产成本较高，3 号烟片胶的价格一般高于国内期货价格，套利窗口只是偶尔打开，因此 3 号烟片胶的进口量也较少：2017 年烟片胶进口量 33 万吨，只占天然橡胶（含复合胶）进口的 5.8%。从图 1 和图 2 可以看出，2017 年 7-9 月，3 号烟片套利窗口曾多次打开，因此当年 8-12 月烟片胶进口同比大增。

图 1：新加坡烟片-沪胶主力价差



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

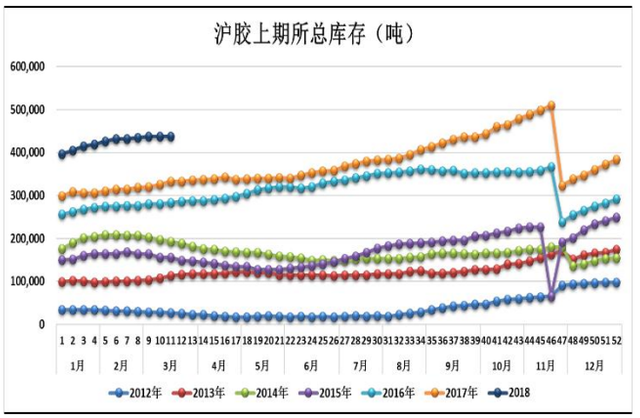
图 2：中国烟片胶月度进口量



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

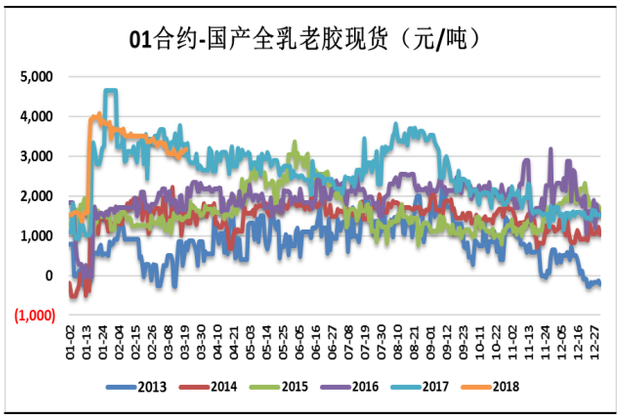
国产全乳胶：严格来说，国产全乳胶期现套利的现货标的也不是标准交割品。根据上期所的制度，全乳胶仓单具有时效性，也就是前一年的老胶仓单必须在当年最后一个合约 11 月合约结束后集中注销。而国产全乳胶由于产量、质量和价格等问题，下游需求疲弱；当年新产的全乳胶首先被制作成仓单流入上期所仓库，直到集中注销前才流出；现货市场上流通的一般是前一年的老胶，也就是说这种套利模式的现货标的是全乳老胶而不是可被制作成仓单的新胶。由此,上期所仓单数量呈现明显的周期性变动(请见图 3)：每年 11 月底随着大量老胶仓单的注销，上期所库存降至谷底。之后随着新胶的流入，库存不断走高，在后一年的 11 月中旬达到最高峰。上期所仓单的变动对全乳老胶期现价差以及期现套利行为产生重要影响（请见图 4-图 6）：每年的 9-11 月份，随着集中注销时间的临近，大量全乳老胶仓单流入现货市场，现货价格在承受巨大压力之下走弱；而 09 合约的仓单由于不能被抛到更远的 01 合约上，因此必须由实际用胶企业接货，而接货的前提是 09 合约平水甚至贴水老胶现货。再看后一年的 01 合约，其交割标的是当年的新胶，仓单压力较轻，时间价值也较大，因此往往高升水老胶现货。套利商在这种期货高升水的情况下开始建仓：在 09 或者是 11 合约上接仓单亦或是直接在现货市场上采购老胶，并同时在 01 合约上做空，之后就是等待期现价差的收敛。由于 01 和 05 合约的交割经常由跨期套利者完成，因此这两个合约会出现期现价差不回归的情况，套利商就需要不断向后移仓直到 09 合约最终价差充分回归后卖出手中全乳现货并在期货上平仓。这种套利方式似乎看上去很完美，但是也存在重要风险，就是全乳胶的流动性差。套利商可能会面临现货销售困难的窘境，因此这种套利方式也不是市场主流。

图 3：沪胶上期所总库存



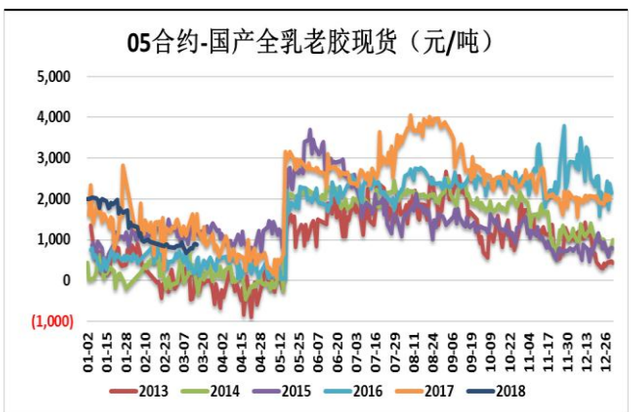
资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 4：01 合约-国产全乳老胶现货



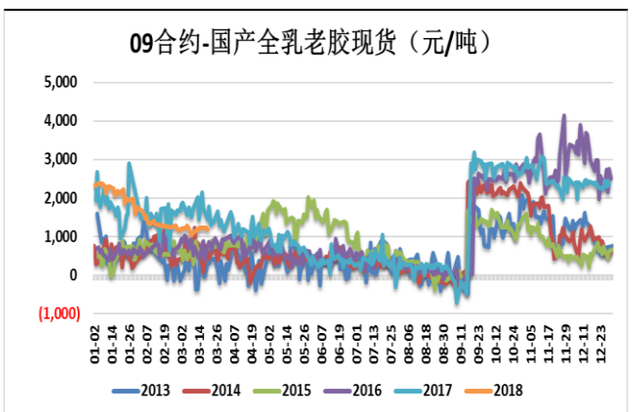
资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 5:05 合约-国产全乳老胶现货



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 6:09 合约-国产全乳老胶现货

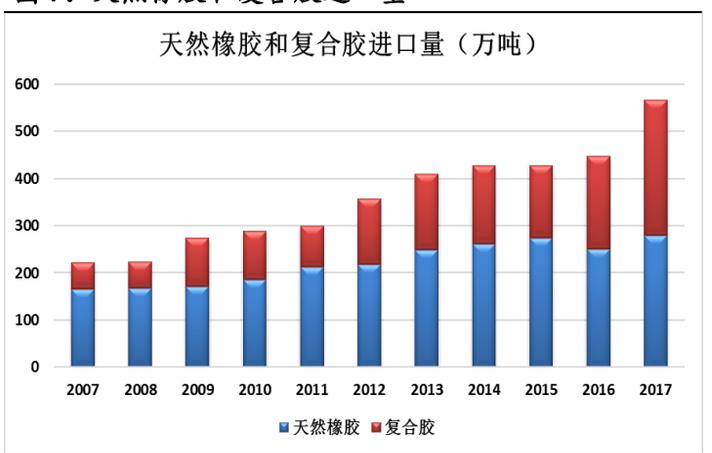


资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

进口复合胶：复合胶是一种在天然橡胶中添加了 2.5%合成胶以及 0.5%硬脂酸的橡胶，由于其绝大部分成分是天然橡胶且使用性能也与天然橡胶相差不大，因此通常也被看做是天然橡胶的一种。复合胶作为期现套利标的有其独到的优势：与全乳胶相比，复合胶产量大供应充足且轮胎厂接受度高流动性好。与标准胶相比，复合胶由于不需要缴纳关税（复合胶关税其实与标准胶一样，但贸易商常以混合胶名义进口复合胶，因此仍享受零关税），因此货物到港后可以直接入关，无需提前寻找买家或者在保税区内寻找库位，并可以规避外汇风险；此外，复合胶价格与沪胶相关性更高，价差扩大与收敛更明显，更利于进行期现套利。因此，复合胶逐渐超越全乳胶和标准胶成为最重要的期现套利现货标的，进口占比亦是逐年攀升，2017

年进口量首次超越其他天然橡胶的总和（请见图 7）。

图 7：天然橡胶和复合胶进口量



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

复合胶并不是沪胶的交割标的，因此复合胶套利不涉及交割。按照目前的套利成本，当期现价差大于 2000 元/吨时，贸易商就会开始逐步建仓，也就是进口复合胶并做空期货。建仓完毕后，贸易商开始等待价差回归，在价差未回归的情况下便向后移仓。与全乳胶相似，沪胶 09 合约最终一定会平水复合胶现货。由于使用性能相似，用胶企业在 09 合约上接货时会将仓单价格和复合胶现货比较，只有期货平水复合胶时，用胶企业才愿意接货。

三、 （非标）期现套利对橡胶市场的影响

如上文所述，由于全乳胶和烟片胶存在供应量少和流动性差等问题，这两个胶种的期现套利并非市场主流。复合胶（非标）期现套利才是最受贸易商欢迎的套利方式，这种套利方式的活跃已经改变了国内橡胶市场的供需习惯，库存以及期货持仓结构等方方面面，并最终对市场价格产生重要影响。我们认为橡胶期现价差以 01 合约高升水开始并以 09 合约贴水结束这种非常利于期现套利的结构与橡胶价格目前深处于熊市有着莫大的关系。橡胶市场严重的供应过剩导致交割品全乳胶需求极度疲软，而上期所的交割制度又从中起到了推波助澜的作用（比如选择的交割品不是市场主流品种以及仓单集中注销等）。至少未来两年，橡胶价格仍将处于熊市的泥潭中，甚至有越陷越深的趋势；而上期所交割制度预计也难有重大修改，因此复合胶（非标）期现套利活动也将继续发挥着自己的影响力。

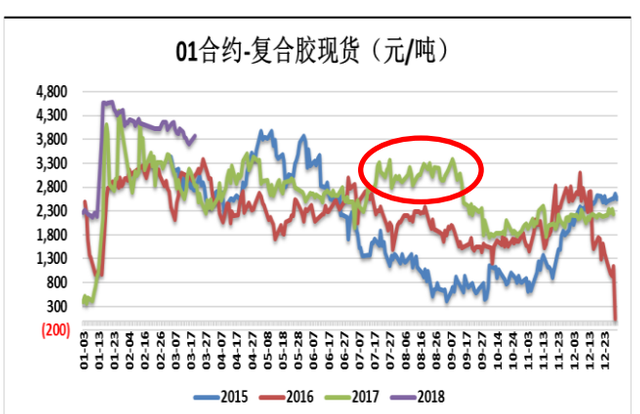
1. 橡胶市场供需习惯被改变

从经济学理论上来说，商品的供应与价格呈正比，而需求则与价格呈反比。但是回顾 2017 年至今的橡胶市场，供需似乎和价格失去了联系：价格的不断下跌并不能抑制供应的增加也不能刺激需求的提升。这主要就是受到（非标）期现套利的影响。

从供应端看，贸易商不再盯着绝对价格，而是转向期现价差。只要期现价差足够大，贸易商就会进行采购，也就是进口复合胶，增加国内市场供应。换句话说，即使贸易商预测未来橡胶绝对价格会大幅下跌，但只要期现价差可以覆盖其套利成本，他们就有动力增加国内橡胶供应。从图 8 和图 9 可以看出，2017 年 7-9 月，沪胶期现价差大幅扩大，达到 3500 元/吨左右，期现套利利润丰厚；由于套利商一般锁定 1-3 月后的复合胶船货，因此当年 7-12 月天胶及复合胶进口量同比暴增。(2017 年上半年天胶进口增幅也较大，但主要原因并不是期现套利而是前期胶价的大幅上涨)

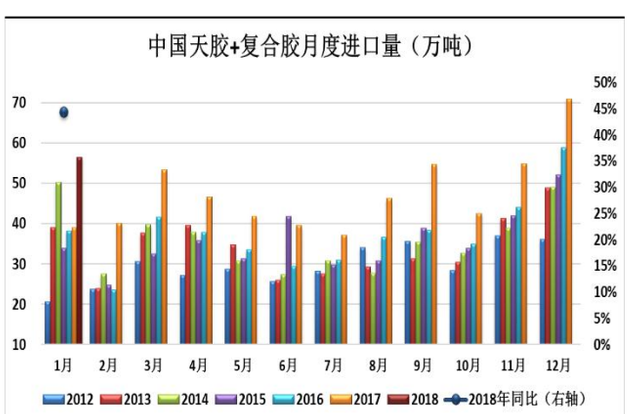
从需求端看，尽管有句俗话说买涨不买跌，价格在下跌势中，下游工厂通常保持观望状态。但是当价格跌到绝对低位时，下游往往也会进行抄底。目前，橡胶主力合约跌至 11000 元/吨附近，复合胶现货已经跌破 10000 元/吨大关，可以说胶价已经处于非常低的水平，但下游采购积极性并没有因此明显提振。究其原因最重要的自然是终端需求不畅，轮胎工厂销售压力巨大。但套利商之前将近一年不以下游需求和市场价格为导向疯狂进口复合胶的行为导致国内库存不断累积也起到了非常重要的作用。由于库存高供应充足，轮胎工厂完全可以采取随用随买的策略，不用提前备货。甚至于往年国庆春节前例行的原料备货，在 2017 年下半年之后也未有大规模出现。轮胎工厂改变了自己的采购习惯，导致全库存进程缓慢。

图 8：01 合约-复合胶现货价差



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 9：中国天胶+复合胶进口量

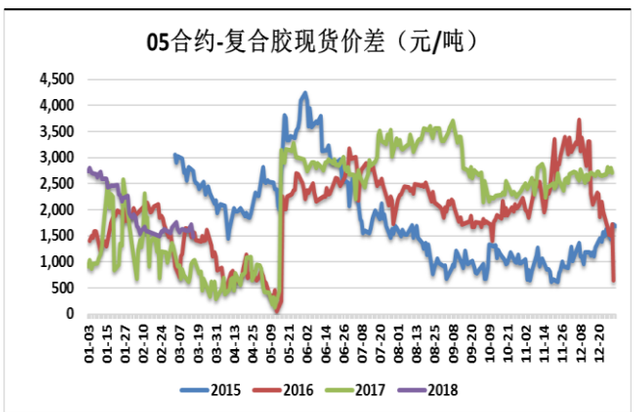


资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

任何事物都是有两面性的，期现价差的扩大可以增加天胶进口量；那么反过来，价差的缩小是不是也

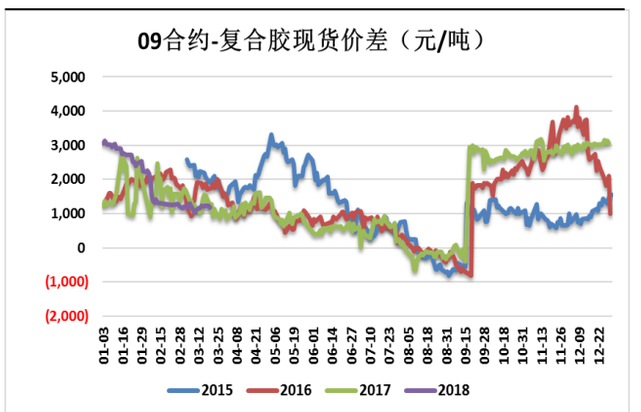
能减少天胶的进口量呢？我们认为是很有可能的，通过期现价差我们可以预测未来几个月的进口水平。从图 11 可以看出，今年年初开始期现价差快速收窄，以目前 09 合约不足 2000 元/吨的期现价差看，贸易商进行套利的意愿不足，由此可以推测未来 1-3 个月出于套利需要的复合胶到港量将大幅减少。事实上进口放缓已经发生：1-2 月，天胶及复合胶进口量仅同比增加 0.7%，与去年同比暴增的情形形成鲜明对比。3 月数据尽管还未公布，但从青岛保税区库存中可以窥得一二。截止 3 月 19 日，保税区橡胶总库存 24.43 万吨，较 3 月初下降 3.9%，是去年 9 月以来的首次下降；其中天然橡胶（主要是标胶）库存下降 8%，合成胶（主要是复合胶）库存增幅也大幅收窄至 0.8%。这多少可以说明 3 月橡胶进口量至少是较为温和的。

图 10:05 合约-复合胶现货



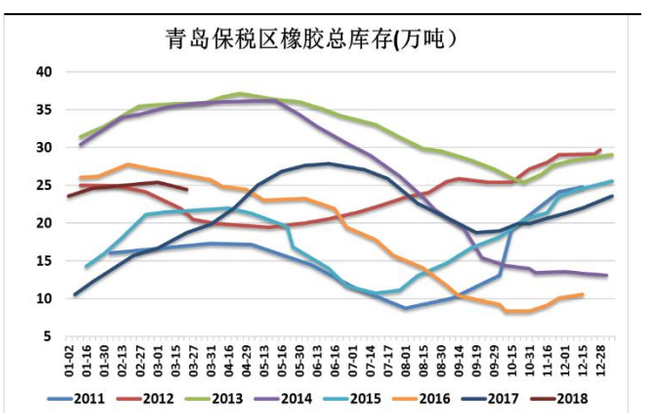
资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 11:09 合约-复合胶现货价差



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

图 12：青岛保税区橡胶总库存



资料来源：Wind,信达期货研究发展中心

2. 库存流通性受期现价差变化影响

目前国内天然橡胶库存主要分为四部分：一是国储库存，只要不抛储，这部分库存是不流通的；二是上期所库存，如上文所述，这部分库存一般在老胶注销前才会集中流入现货市场，大部分时间流通性较差；三是轮胎厂库存，这部分库存不存在流通性问题；四是贸易商库存，期现价差主要影响这部分库存的流通性。

期现价差不仅决定了期现套利商何时开仓，也决定了其何时平仓。当价差没有充分收敛甚至继续扩大时，套利商在利润不足的情况下是不愿意平仓离场的。因此有时库存高也不一定说明供应过剩，我们不能单纯凭借库存高这个利空点去盲目做空，可能会出现因为期现价差不收敛导致库存不流通的情况。由于沪胶的期现价差结构是以 01 合约高升水开始至 09 合约贴水结束。因此理论上贸易商在 09 合约价差完全回归后平仓可以实现利润最大化。但是巨量库存在短时间内一次性释放容易造成现货和期货两个市场的踩踏，因此部分套利商在期现价差收窄至 1500 元/吨左右时就会逐步解仓。分合约看，01 合约与 05 合约由于不涉及仓单注销问题，其交割主要通过接近月抛远月的跨期套利完成，因此其不必要回归现货。相比较而言 01 合约距离注销时间最远且仓单压力最轻，因此通常一直保持较高升水，套利商也很难有机会平仓；随着时间向后推移，05 合约价差即使不完全回归其升水幅度也会有所收窄。比如 2 月以来，1805 合约升水复合胶现货基本都在 1500 元/附近，部分套利商已经开始解仓（请见图 10）。09 合约与 11 合约上，剩下的所有套利盘都将集中平仓。因此，从季节性看，套利商库存的流通性在 12 月-次年 1 月最差，之后逐渐好转，8-11 月份大量库存流入现货市场。

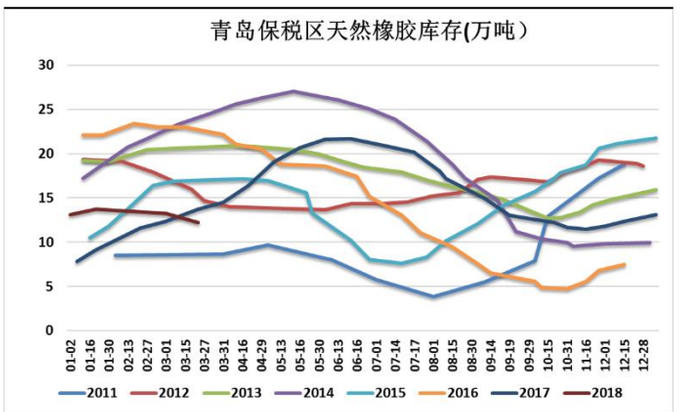
3. 进口贸易商库存被一分为二

目前，国内橡胶市场的的第一大利空就是高库存，剔除国储库存和上期所全乳胶库存外，我们需要着重关注进口贸易商的库存。中国进口的天然橡胶主要分为标准胶和复合胶（烟片胶进口量很少）。这两种天然橡胶在使用性能上并无太大区别，但在实际使用途径上却存在明显不同：复合胶全部用于内销轮胎；而标准胶则用于出口胎。这其中原因和关税有关，目前标准胶进口需要缴纳 1500 元/吨的关税，而复合胶则是零关税。贸易商在进口时，复合胶由于是零关税，可以直接入关，存放在国内任何仓库，在销售时以人民币计价。而标准胶由于需要缴纳关税，因此一般先存放于保税区，待找到客户后再报关，以美元计价。此外，由于复合胶在生产中需要添加非天然成分，容易出现以次充好的情况。出于出口退税、美元授信额度和质量的考虑，轮胎企业倾向使用标准胶生产出口胎，以复合胶生产内销轮胎。

我们所说的贸易商高库存指的是复合胶库存。期现套利商不以下游需求为导向疯狂进口复合胶的行为导致国内复合胶库存暴涨。但反观标准胶，由于其并不是常用的期现套利标的，因此进口不存在如复合胶

那般“不理性”的行为，其国内库存也正常。如上文所述，由于在没找到买家前，进口的标准胶通常先存放于保税区，因此保税区天然橡胶库存基本可以反映国内标准胶的库存水平（复合胶库存计在合成胶中）。从图 13 可以看出，目前保税区天胶库存其实是处于历史偏低水平的。

图 13：青岛保税区天然橡胶库存



资料来源：wind,信达期货研究发展中心

近期关于中美贸易战的话题十分火热，我们认为即使美国对中国轮胎增收关税，也不会对目前的橡胶基本面产生明显的负面影响。个中原因有很多，但其中一条就是出口胎使用的是标准胶而不是复合胶。标准胶的进口仍是以需求为导向的，如果出口轮胎因为贸易战的缘故有所减少，那么标准胶的进口量也会相应减少（而且贸易商对此可能已经存在充分的预期），不会加剧国内天胶高库存问题。

4. 胶价受套利盘持仓变化影响

目前橡胶期货市场上的参与者大致可以分为投机者和（非标）期现套利者。参与期现套利的贸易商逐渐增多不仅增加了沪胶的持仓量、提升了沪胶的活跃度；同时其占比的不断加大也增强了套利盘对价格的影响力。之前 1805 合约最高持仓单边 20 万手左右，空方套利盘占据了至少 12 万手。

套利盘的影响力尽管非常巨大，但我们知道其行为是具有很强逻辑性的，如果能充分理解这种逻辑，就可以对套利盘的行为做出事先判断，并以此对价格做出较为合理的预测。

套利盘行为背后的驱动力就是期现价差。按照目前的套利成本，当沪胶-复合胶现货价差大于 2000 元/吨时，套利盘就会开始介入；当价差大于 3000 元/吨时，套利盘就会大量涌入。套利盘在现货市场上的大量采购以及在期货市场上的开空又会迫使期现价差收窄。当期现价差收窄后，套利盘为了实现利润又会在现货市场上集中抛货并在期货市场上平仓。因此期现套利盘的行为看起来就像是一个永不停止的循环，

我们不能认为套利盘是一个天然的空头，而要根据不同的时刻期现价差的水平来判断套利盘的行为，以及对价格可能产生的影响。

四、 总结

1. 由于期现价差合适，近年越来越多的橡胶贸易商参与（非标）期现套利活动，对橡胶市场和价格产生了重要影响。橡胶期现套利的标的主要可以分为进口 3 号烟片胶、国产全乳胶和进口复合胶。其中复合胶套利最为活跃，影响也最大。
2. 复合胶（非标）期现套利主要产生了以下四个影响：
   1） **上下游供应和需求的习惯被改变：**贸易商紧盯期现价差，不以国内需求为导向疯狂进口，增加国内供应，导致国内库存升高；轮胎工厂不再进行原料囤货，仅维持随用随买策略，导致去库存进程缓慢。
   2）**贸易商库存流通性受期现价差变化影响：**根据沪胶 01 合约高升水开头 09 合约贴水结束的期现价差结构，套利商库存的流通性在 12 月-次年 1 月最差，之后逐渐好转，8-11 月份大量库存流入现货市场。不能单纯凭借库存高这个利空点去盲目做空，可能会出现因为期现价差不收敛导致库存不流通的情况。
   3）**进口贸易商库存被一分为二：**中国进口的天然橡胶主要包括复合胶和标准胶。由于期现套利的缘故，国内复合胶库存暴涨，而标准胶库存正常。中美贸易战即使涉及轮胎出口，由于出口轮胎使用的是标准胶并非复合胶，而标准胶的进口仍是以需求为导向的，因此不会加剧目前国内天胶高库存问题。
   4）**胶价受套利盘持仓变化影响：**由于期现套利盘数量巨大、力量集中，因此其持仓的变化会对期货和现货价格都产生较大的影响。套利盘开平仓背后的逻辑就是期现价差，我们可以根据期现价差的扩大与收窄来推测套利盘的行为。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

全国分支机构

●金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 （咨询电话：0579-82328735）

●台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 （咨询电话：0576-82921160）

●北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 （咨询电话：010-64101771）

●上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 （咨询电话：021-50819373）

●广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 （咨询电话：020-28862306）

●沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 （咨询电话：024-31061919）

●哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 157 号盟科汇 A 座 503 室 （咨询电话：0451-87222486）

●石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 （咨询电话：0311-89691998）

●大连营业部 辽宁省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 2408 房间 （咨询电话：0411-84807776）

●乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 （咨询电话：0577-27857766）

●富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 （咨询电话：0571-23255888）

●温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦 1 幢十一层 1 号 （咨询电话：0577-88881881）

●宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 （咨询电话：0574-28839998）

●绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 （咨询电话：0575-88122652）

●临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 （咨询电话：0571-63708006）

●深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 （咨询电话：0755-83739096）

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。