

## 天然橡胶专题一： 天然橡胶期货产能周期临界点背景下，“天之骄子”等风来

2019年11月8日

骆奇泉

能源化工研究员

执业编号：F3063756

电话：0571-28132592

手机：13606578566

邮箱：luoqixiao@cindasc.com

陈敏华

投资咨询号：Z0012670

电话：0571-28132578

邮箱：chenminhua@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦

19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

### 核心观点

目前天然橡胶已经处于产能临界点的几个核心点在于：种植面积增速趋零；新种植面积处于历史低位；重新种植面积历史高位反映老胶面积呈上升趋势；净淘汰面积增多趋势；供过于求逐渐向供需紧平衡转变。

在大周期背景下，布局天胶多单的核心逻辑主要有三点：天然橡胶产能周期临近拐点，做多的驱动有望改善；目前天胶低价保持越久，胶农割胶意愿倒逼产量降低，价格逐步抬升概率越大；天胶期货价格和泰国原料价格处于低位，主力合约交割重心抬高，下跌损失空间有限，安全边际较足。

我们认为 05 合约布局多单较为合适，理由如下：目前布局多单其实和看涨期权性质差不多，01 合约还有 2 月即将交割，时间价值趋少，目前基本面短期也缺乏向上的驱动，且面临期现回归的问题，故 01 合约不是最优选择；而 09 合约由于交割期较远，不确定因素较多，也并不是最佳选择；而 05 合约目前与 01 合约的价差处于历史低位，同时交割期时间适中，是主力合约当中最适合布局多单的。在入场价格区间的问题上，我们认为 05 合约可在 12000 元/吨及以下择机做多较为合适，接下来就是耐心等待风来。

## 引言

提起天然橡胶这个品种，很多人或许是持有“爱之深，恨之切”的心情，从2001年最低点6320（元/吨）至2011年最高点43500（元/吨）的是橡胶，从43500元/吨至2018年9960（元/吨）的还是橡胶，而目前天然橡胶价格已经处于历史底部区间（考虑汇率因素和通货膨胀的因素），叠加橡胶树从种植到割胶的周期为7年左右，许多投资者都会生出一个想法：在天然橡胶底部震荡之际，是否有去布局做多的机会呢？

鉴于这个问题，本文的研究思路是：目前世界经济下行和需求端难有较大起色的预期下，其研究的侧重点在于供应端，着重分析目前天然橡胶处于产能周期的什么位置，目前价格到底处于什么水平，现在布局做多的安全边际如何。下面，就依据这个思路，逐步进行分析。

### 一、天然橡胶产能周期分析

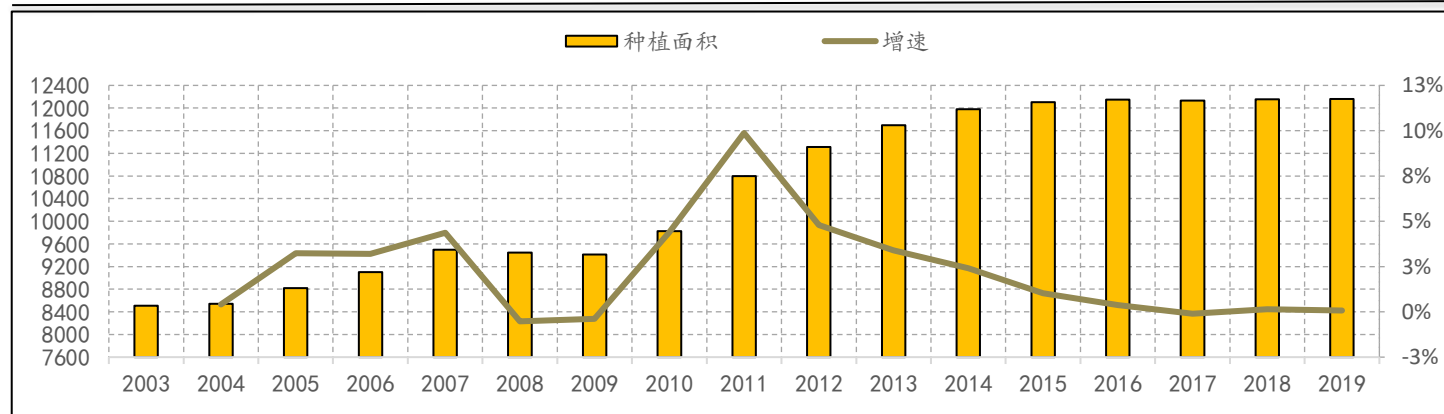
天然橡胶期货价格的波动可以如此巨大，在一定程度上是和其种植周期密切相关的，天然橡胶从种植到产胶大概需要7年左右（树龄7年），从开始产胶到量产一般需要3年左右的时间（树龄10年），而旺产期可以达到25年至30年左右（树龄35-40年），也就是说一般情况下，天然橡胶的种植周期在7年左右，存活周期在35-40年左右。

从全球范围看，亚太地区产量占全球产量的91%，其中ANRPC（天然橡胶生产国协会）产量占亚太地区的96%，而ANRPC成员国当中产量又以泰国（40.12%）、印尼（29.85%）、马来西亚（4.96%）、越南（9.39%）、印度（5.43%）和中国（6.88%）为主。但需要注意的是中国和印度天然橡胶产量是满足本国消费的，中国天然橡胶进口依赖度达到85%；而泰国、印尼、马来和越南的天胶产量占到全球74%，且出口量占ANRPC出口的95%。因此，产能周期分析的侧重点在于ANRPC和以上四国。

#### （一）种植面积增速减缓趋向于零

图1：ANRPC天然橡胶种植面积和增速

单位：千公顷、%



资料来源：wind，信达期货研发中心

ANRPC 整体的种植面积趋势可以分为两部分，2003-2011 年是种植高峰期其复合增长率为 3.02%（08 年-09 年因为金融危机有所下降），2011 年增速到达峰值为 9.87%，从 2011 年-2018 年天然橡胶的复合增长率下降到 1.7%。从 17 年开始直至 19 年（19 年柬埔寨和菲律宾面积没出，但对增速预估准确性影响不大）其增速在 0% 之间波动，进入了一个停滞阶段。

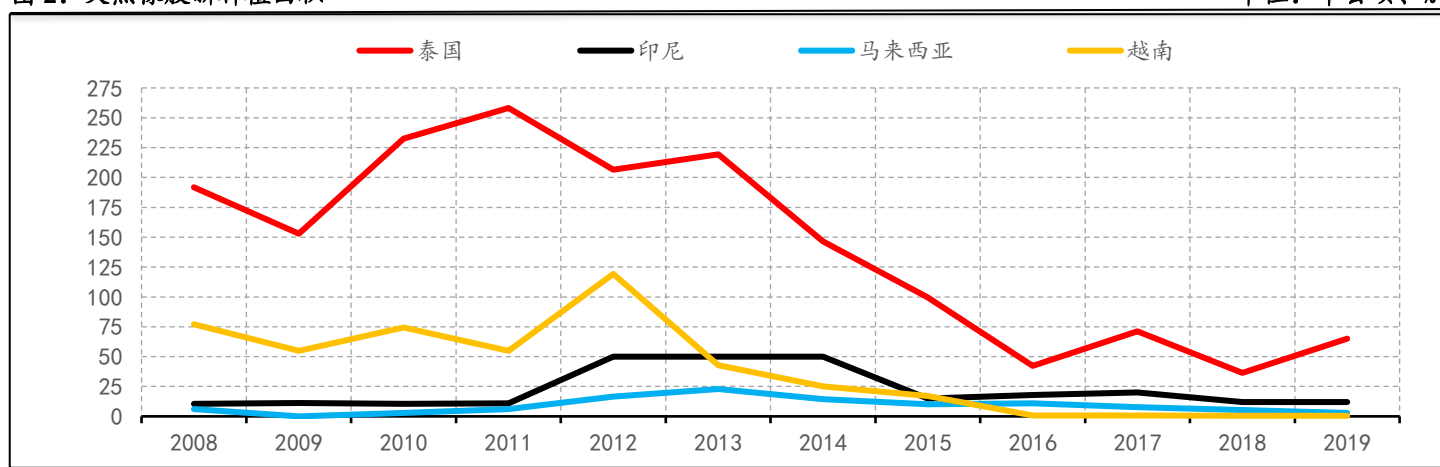
而从四个主产国来看，泰国种植面积于 2015 年处于峰值为 3702.5 千公顷，19 年为 3620.90 千公顷，而其增速于 2011 年达到峰值为 31.59% 然后逐年下降，并于 2016 年开始增速在 0% 上下波动；印度尼西亚种植面积近几年维持低增长率，19 年种植面积为 3683 千公顷，但 19 年增速从 18 年的 0.54% 下降到 0.1% 左右；马来西亚 08 年天胶种植面积为 1247 千公顷，金融危机爆发后 09 年砍胶至 1028 千公顷，并保持低速增长至 19 年为 1083 千公顷，其增速从 18 年开始只有 0.1%，19 年只有 0.09%；而越南天然橡胶种植面积至 15 年达到峰值为 985.60 千公顷，然后其增速开始负增长，19 年种植面积为 962 千公顷。

故从种植面积来说，目前已进入停滞阶段，处于产能周期临界点附近。

## （二）新种植面积处于历史低位水平

图 2：天然橡胶新种植面积

单位：千公顷、%



资料来源：wind，信达期货研发中心

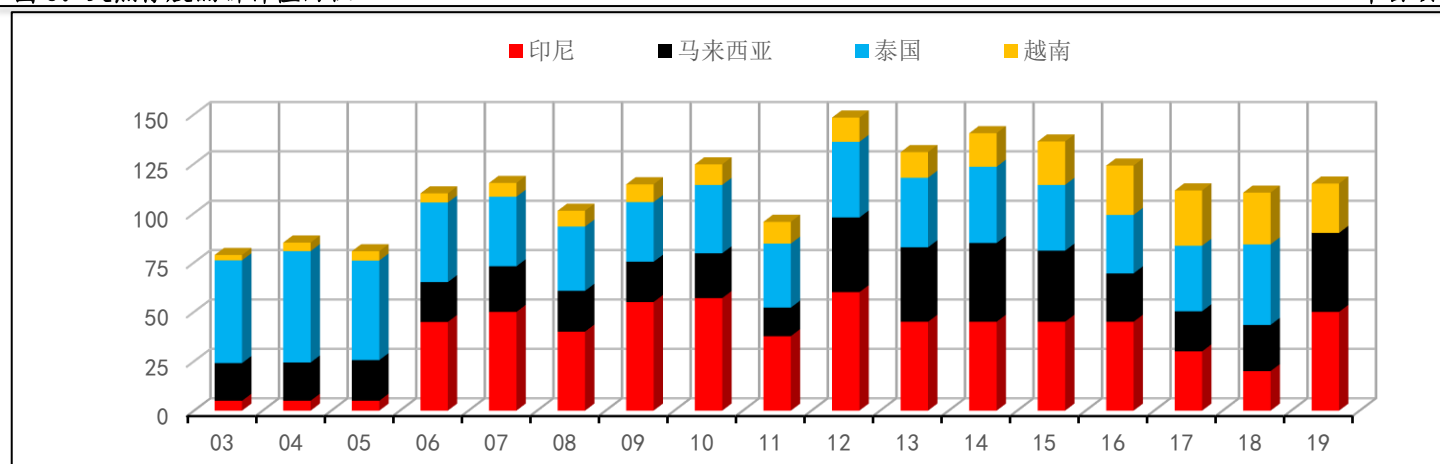
目前，四大主产国天然橡胶新种植面积还是呈现一个非常明显的趋势的，自 12 年左右达到峰值（392 千公顷）以后便呈现一个下降的趋势，19 年是 80.5 千公顷，19 年新种植面积自 12 年下降了 79.46%。总体来说，13 年开始是一个明显的临界点，四大主产国的新种植面积呈现明显下降趋势，根据橡胶树的种植树龄情况，18、19 年是 12 年新增种植面积释放产能的时候，而 2020 年开始天然橡胶的新增产能开始明显下降，再考虑老胶树的淘汰，2020 年从新增种植面积看也处于产能周期临界点处。

### （三）翻新种植面积 19 年开始增速为正，侧面反映老胶树淘汰面积增多

四大主产国的翻新种植面积于 2012 年达到峰值为 191.9 千公顷，随后整体呈现下降趋势，至 18 年为 133.4 千公顷，这也是受天然橡胶供大于求的影响，整体新种植面积和重新种植面积都下降，而近两年新种植面积趋于低值，同时老胶树的淘汰面积也开始上升，19 年印尼、马来和越南的翻种面积为 115 千公顷（泰国数据还未出）已超过 18 年的翻新面积，这也反映出老胶淘汰的面积增多了，也是天然橡胶产能达到了一个临界点的表现。

图 3：天然橡胶翻新种植面积

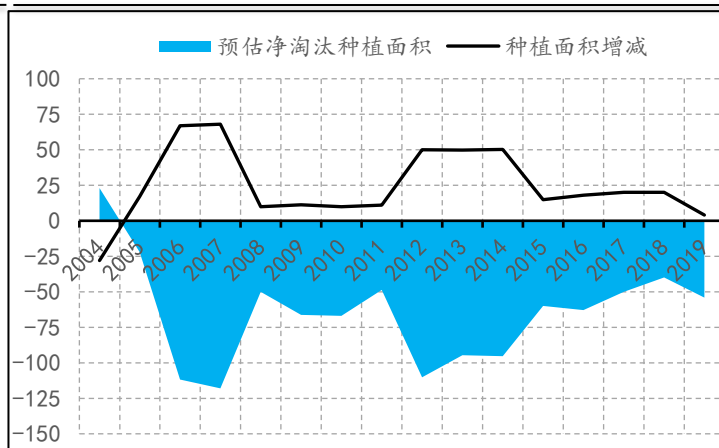
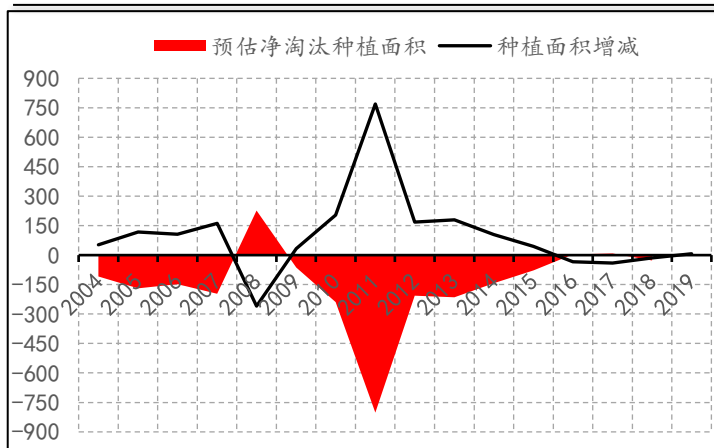
千公顷



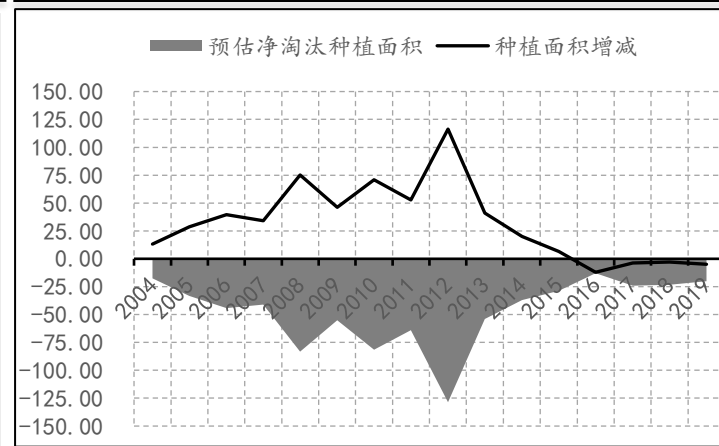
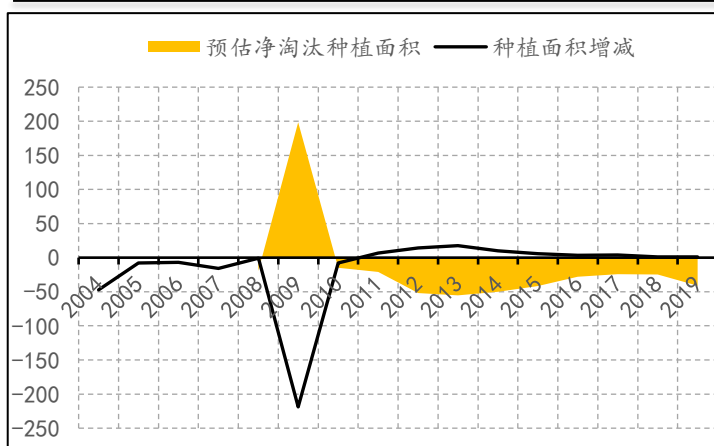
资料来源：wind，信达期货研发中心

### （四）净淘汰面积逐渐增加制约天然橡胶种植面积的实际增加

基于种植面积、新种植面积、重新种植面积数据来推测每年淘汰的橡胶树的面积，并进一步推算出净淘汰种植面积，并与种植面积增减相比较。从图可以看出两者在绝对值上虽然有一些差别，但是大致趋势和形态都是相一致的。从净淘汰种植面积看，目前处于产能周期重要时点，四大主产国整体的净淘汰种植面积趋于上升的趋势，泰国已经处于零净淘汰面积已经由负趋于零，表示每年淘汰的老胶面积与新种植面积和重新种植面积之和的差值已趋于零，即天然橡胶种植面积的净增加趋于零。印尼、马来西亚、越南的净淘汰种植面积虽然没有正增长，但也开始趋向于零。这表明天然橡胶的种植面积净增长也趋于了零增长趋势，这也是一个新产能周期启动的特点。

**图 4：泰国天胶种植面积增减和净淘汰面积 单位：千公顷**
**图 5：印尼天胶种植面积增减和净淘汰面积 单位：千公顷**


注：净淘汰种植面积正常数值为负，正值表示净淘汰面积不减反增

**图 6：马来天胶种植面积增减和净淘汰面积 单位：千公顷**
**图 7：越南天胶种植面积增减和净淘汰面积 单位：千公顷**


注：净淘汰种植面积=每年淘汰老橡胶树面积减去重新种植面积和新种植面积之和

资料来源：wind，信达期货研发中心

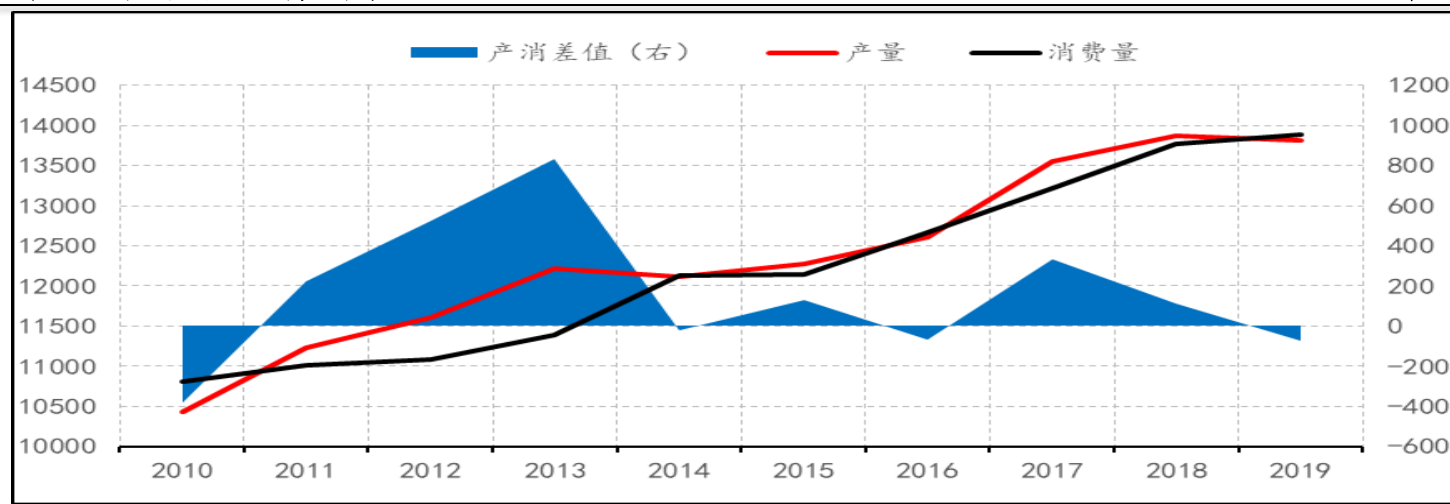
#### （五）天胶供过于求逐渐向供需紧平衡转变

根据 2010-2018 年的全球天然橡胶产量和消费量的数据算出产量与消费量的缺口，虽然全球库存数据缺失，但是也可以在一定程度上看出其趋势情况；而 19 年的产量是结合单位开割面积产量、开割面积和近 10 年的复合增长率来推测的，消费量则是结合 ANRPC 各成员国和 IRSG 的预测来推测的。具体如下图：



图 8：全球天然橡胶全球产消情况

千吨



资料来源：wind，信达期货研发中心

从上图中可以看出全球天然橡胶产量与全球消费量之间的差值 17 年开始收窄，这与天然橡胶消费需求增速减缓但仍保持一定需求，而种植面积却停步不前甚至略有下降的现状是吻合的。依照这个趋势如若 2020 年保持或者减少了种植面积，而新种植面积和重新种植面积不及时跟进的情况下，供过于求会逐渐向供不应求开始转变，因为橡胶品种是一个种植周期和开割周期非常长的品种，一旦不及时更新，则会出现断层和缺口。上图中，2019 年的产量和消费量是结合 ANRPC 报告和目前各出产国的产消情况进行的估算，可以得出 2019 年产量将略微小于消费量，缺口在 7.4 万吨左右，当然这里还没有考虑库存因素，若考虑库存因素天然橡胶供给量还是略大于消费量，但其可调整的空间已经趋窄了。

总结一下以上内容，目前天然橡胶已经处于产能临界点的几个核心点在于：种植面积增速趋零；新种植面积处于历史低位；重新种植面积历史高位反映老胶面积呈上升趋势；净淘汰面积增多趋势；供过于求逐渐向供需紧平衡转变。因此天然橡胶产能周期临近拐点，做多的驱动有望改善。

## 二、 目前价格已处于低位，且存在一定安全边际

从价格上看，K 线图中可以直观看到目前天然橡胶期货价格已处于历史底部（考虑汇率和通货膨胀因素）。下面，整理了 12 年至 19 年天然橡胶主力合约的最低收盘价格（与结算价相差小）。从中可以看出目前天然橡胶的价格离历年最低价也不远，同时目前基本面相对已经有所好转，故从绝对最低价的角度看目前价格已处于低位，下跌空间较小。

图 9：天然橡胶期货主力合约最低收盘价

元/吨

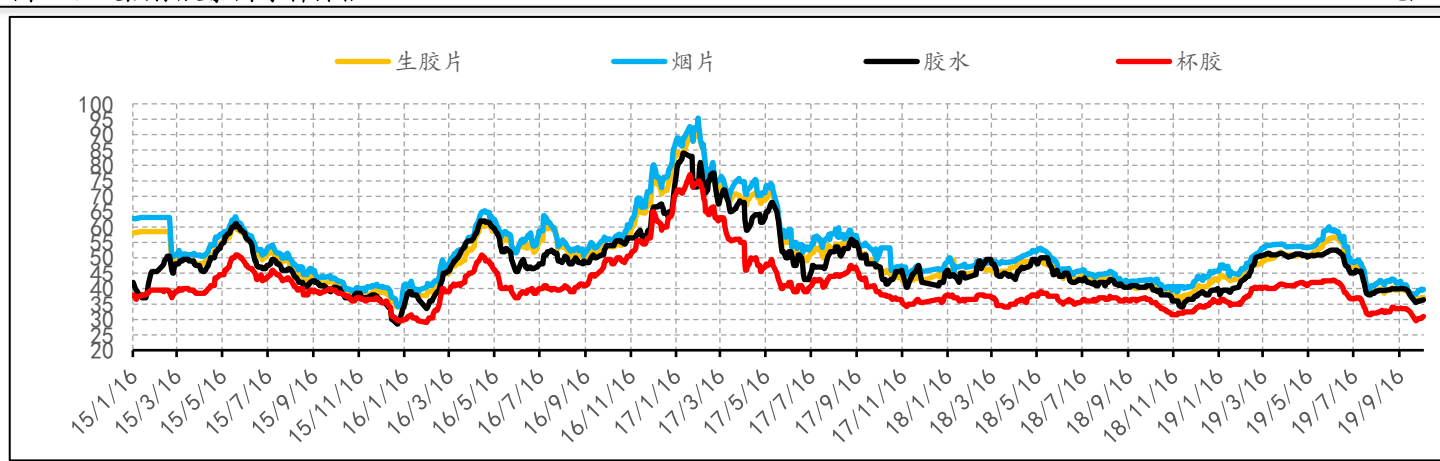
	01 合约最低价	05 合约最低价	09 合约最低价
2012	21335	21380	21050
2013	17180	17705	16415
2014	11650	11910	11550
2015	10300	9515	9480
2016	9300	9640	9725
2017	13245	12785	12275
2018	10730	10690	9930
2019	10985	11005	10280

资料来源：wind，信达期货研发中心

同时，由于中国天然橡胶进口依赖度为85%左右，泰国原料的价格对天然橡胶期货价格的影响也十分巨大，目前泰国原料已经处于历史低位，杯胶的价格距离历史最低价28泰铢/公斤以及30泰铢/公斤的弃割价也很接近了，所以在原料价格低价情况下，期价的下跌的空间也是有限的，存在一定的安全边际。

图 10：天然橡胶泰国原料价格

元/吨



资料来源：wind，信达期货研发中心

此外，割胶意愿和天气决定了割胶面积和单位割胶面积产量，而今年天气扰动并不是很大的情况下，割胶面积和单位割胶产量之间的关系就很能说明割胶的意愿。目前四大主产国的天然橡胶割胶面积处于历史高位，但从单位开割面积看，19年越南最高为1657千克/公顷，泰国其次为1509千克/公顷，接着是马来西亚为1460千克/公顷，最后是印尼为1158千克/公顷，但泰国和印尼单位开割面积产量都下降了3.76%和0.26%，马来和越南也和18年大致持平。四国总割胶面积处于历史高位，同比提高1.7%的情况下，泰国和印尼单位割胶面积产量却下降，这也反映出目前胶农割胶意愿是不强的。这对目前的价格提供了向上的安全边际。

最后，从交割价格角度出发，整理出下图各主力合约的交割价格，可知目前主力合约的交割价格重心已经抬升，也说明持有合约的安全边际也是提高的。

图 11：天然橡胶期货主力合约交割收盘价

元/吨

	2015	2016	2017	2018	2019
01 合约交割价	13800	9465	21175	14000	11205
05 合约交割价	13800	10845	13240	10995	11400
09 合约交割价	10335	10595	12855	10445	11130

资料来源：wind，信达期货研发中心

总结以下，目前价格已处低位，主力合约交割价格重心抬升，天胶持续低价导致割胶意愿降低，进而倒逼产量下降，做多天然橡胶在价格角度上具有一定的安全边际。

### 三、布局做多合约和入场价格区间的选择

从上面的分析我们可以得出在大周期背景下，布局天胶多单的核心逻辑主要有三点：天然橡胶产能周期临近拐点，做多的驱动有望改善；目前天胶低价保持越久，胶农割胶意愿倒逼产量降低，价格逐步抬升概率越大；天胶期货价格和泰国原料价格处于低位，主力合约交割重心抬高，下跌损失空间有限，安全边际较足。

那么我们应该选择哪一个主力合约和价格区间去布局天胶多单呢？我们认为 05 合约布局多单较为合适，理由如下：目前布局多单其实和看涨期权性质差不多，01 合约还有 2 月即将交割，时间价值趋少，目前基本面短期也缺乏向上的驱动，且面临期现回归的问题，故 01 合约不是最优选择；而 09 合约由于交割期较远，不确定因素较多，也并不是最佳选择；而 05 合约目前与 01 合约的价差处于历史低位，同时交割期时间适中，是主力合约当中最适合布局多单的。在入场价格区间的问题上，我们认为 05 合约可在 12000 元/吨及以下择机做多较为合适，接下来就是耐心等待风来。



## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），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、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

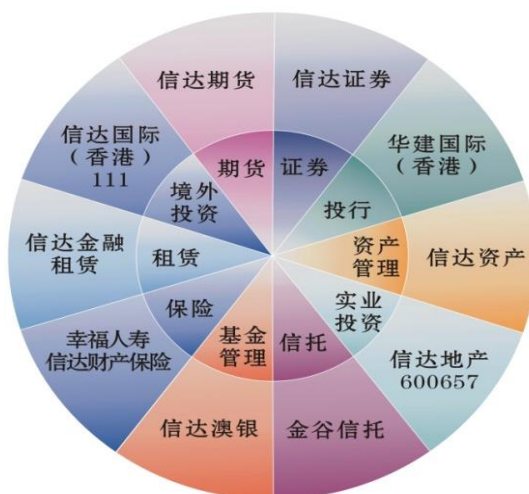
公司总部设在杭州，下设20家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭14家营业部，公司将合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 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。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 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: 0579-82300876)
- 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)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 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: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (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: 0311-89691960)
- 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: 0577-27868777)
- 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)
- 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: 0574-28839988)
- 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: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)

## 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、财务状况或需要。

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。