

专题报告九：天胶大涨，后市如何参与？

2020年10月23日

骆奇泉

能源化工研究员

执业编号：F3063756

电话：0571-28132592

手机：13606578566（微信）

张秀峰

投资咨询号：Z0011152

从业资格号：F0289189

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

1. 专题研究八《天胶 15 正反套利介绍和展望》

<http://www.cindaqh.com/a/20200929-35323.html>

2. 专题研究七《天胶 91 正反套利介绍和展望》

<http://www.cindaqh.com/a/20200712-33692.html>

3. 专题研究六《天胶干旱问题会持续发酵吗？》

<http://www.cindaqh.com/a/20200611-33168.html>

4. 专题研究五《一文介绍天胶期权》

<http://www.cindaqh.com/a/20200520-32752.html>

5. 专题研究四《关于橡胶抄底的一点思考》

<http://www.cindaqh.com/a/20200408-31688.html>

摘要：

首先，整体需求对行情的影响是驱动再到目前的支撑，随疫苗的逐渐推进和国外疫情的好转，需求支撑会再度到需求驱动，虽然中间会有一些波动，但需求的预期驱动仍在。

其次，全球天胶整体减产既定，但边际增量，全球整体弱平衡；而国内虽然产量边际增加，但全年减产既定，仓单偏紧，出现挤仓问题一时难以解决。即现实供给矛盾主要在于全乳胶供给上，且整体来说供给现实偏紧。而全球潜在利多较多，主要是有拉尼娜预期、印尼为代表的疫情、台海航线和泰国民众示威等潜在利多。因此整体供给驱动预期也在。

对于天胶行情的具体操作建议主要分为四方面：

第一，目前全乳胶仓单偏紧，一时难以改变，全乳胶自身供需较好，若全乳胶升水非标幅度持续扩大，非标面临止损会助推上涨行情。因此，天胶还会保持强势，在此阶段可以逢低做多或轻仓追多。

第二，现阶段重点关注两点，15 价差 BACK 结构的演变情况；实盘与虚盘的比值情况和持仓量的演变情况。其次，也可适当关注基差走势和 11 月合约老仓单注销情况。

第三，一旦上述信号发生转变，如 15 价差重回平水等，那么此时会面临一定回调，但是只要基本逻辑没有发生实质性变化，回调仍可做多，后期具体涨幅从仓单逻辑会逐步转移至供需错配，若供给潜在利多发酵，18000 元/吨并非不能突破。

第四，是从绝对价格来看，在天胶价格重心抬升后，14000 元/吨成为 RU2101 合约新的下沿，可在此价格做多。



目录索引

| | |
|---------------------------|----|
| 1、引言 | 4 |
| 2、天胶行情回顾——不同阶段的逻辑主线 | 4 |
| 3、现阶段矛盾点和溯源 | 5 |
| 4、供需演变梳理和分析 | 7 |
| 5、天胶大涨之后的注意点和未来做多节奏 | 11 |



图表索引

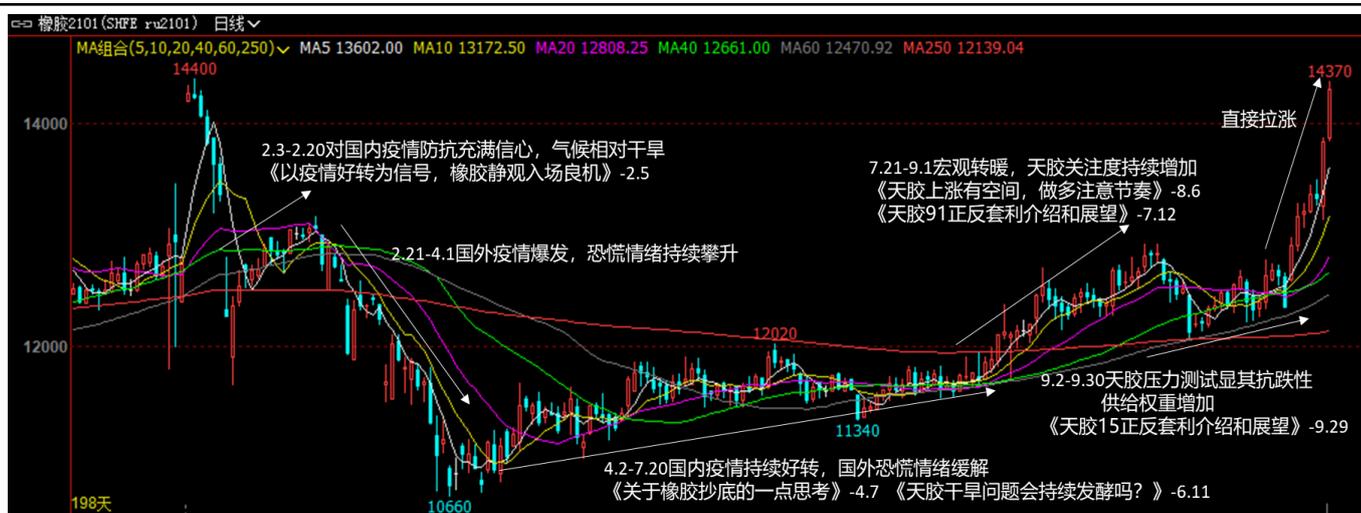
| | |
|-----------------------------|----|
| 图表 1. 天胶行情逻辑主线演变..... | 4 |
| 图表 2. 上期所全乳胶仓单库存..... | 5 |
| 图表 3. 月间 (91, 15) 价差结构..... | 6 |
| 图表 4. 天胶基差结构..... | 6 |
| 图表 5. 厄尔尼诺和南方涛动指数..... | 7 |
| 图表 6. 云南、海南降雨量..... | 7 |
| 图表 7. 轮胎开工率和出口量..... | 8 |
| 图表 8. 乘用车销量和重卡销量..... | 8 |
| 图表 9. 全球主要地区产量情况..... | 9 |
| 图表 10. 国内天胶产量情况..... | 9 |
| 图表 11. 全乳与非全乳价差..... | 10 |
| 图表 12. 天胶持仓和“虚实比”情况..... | 11 |
| 图表 13. 天胶价差结构..... | 11 |
| 图表 14. 上期所期货仓单数量..... | 12 |

1、引言

天然橡胶我们一直看多，而目前天胶终于开始拉涨，那么在天胶大涨中，如何参与或者什么时候参与，不仅仅需要剖析当下，也需要一个较长周期的维度去思考。本文主要阐述天胶大涨中，怎么参与其中。主要从以下方面展开：天胶行情的回顾、现阶段的矛盾点分析、供需端的演变情况，需要关注的点和操作建议。

2、天胶行情回顾——不同阶段的逻辑主线

图表 1. 天胶行情逻辑主线演变



数据来源：文华财经、信达期货研发中心

2.1 疫情情绪驱动（2020.2.3–2020.4.1）

在此阶段，主要是疫情下的情绪主导，前期国内疫情爆发后，先低开后逐渐抬高，主要市场还是对于国内疫情防控较有信心；此后国外疫情爆发，全球恐慌情绪加速攀升，直至4月初恐慌指数才开始企稳，而之前胶价则一路下行。

2.2 需求恢复驱动（2020.4.2–2020.7.20）

在此阶段，国外疫情爆发导致的恐慌情绪已经较好释放，国内防控持续向好，此阶段主要是走需求恢复的逻辑，胶价逐步抬升，当然区外库存和国外疫情压制了其涨幅和上涨速率。

2.3 资本市场转暖驱动（2020.7.21–2020.9.1）

在此阶段，主要是宏观趋暖，股票为代表的资本市场持续发力，天胶在供需边际改善情况下，胶价上涨幅度较大。

2.4 压力测试阶段显抗跌（2020.9.2-2020.9.30）

在此阶段，天胶重心已经上了一个台阶，而面临油价大跌、股票市场的回调、疫情的二次反弹，天胶都显示出了其坚韧性，也是为数不多在此阶段震荡上行的品种。

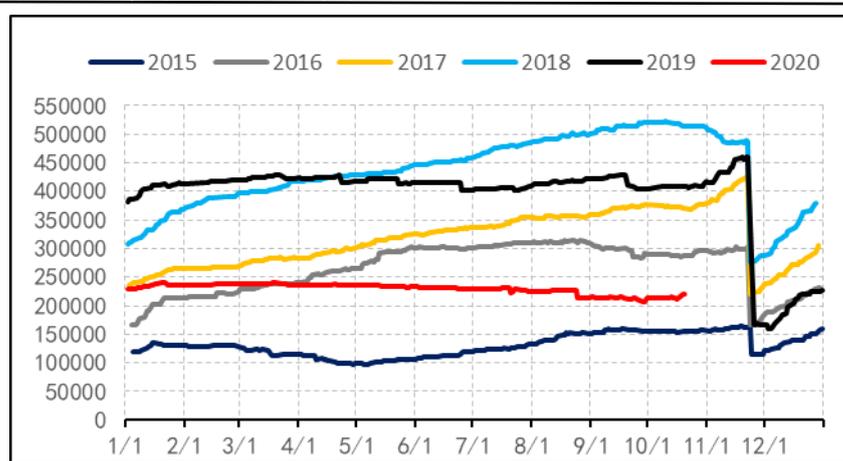
2.5 供给（仓单）权重增加（2020.10.1-至今）

临近11月份交割，疫情下面需求有支撑但是对盘面拉动减弱，而供给端的故事展开，有仓单偏紧事实基础，胶价在主力资金涌入下直接拉涨。

3、现阶段矛盾点和溯源

3.1 核心矛盾在于全乳胶仓单偏紧

图表 2. 上期所全乳胶仓单库存



数据来源：wind、信达期货研发中心

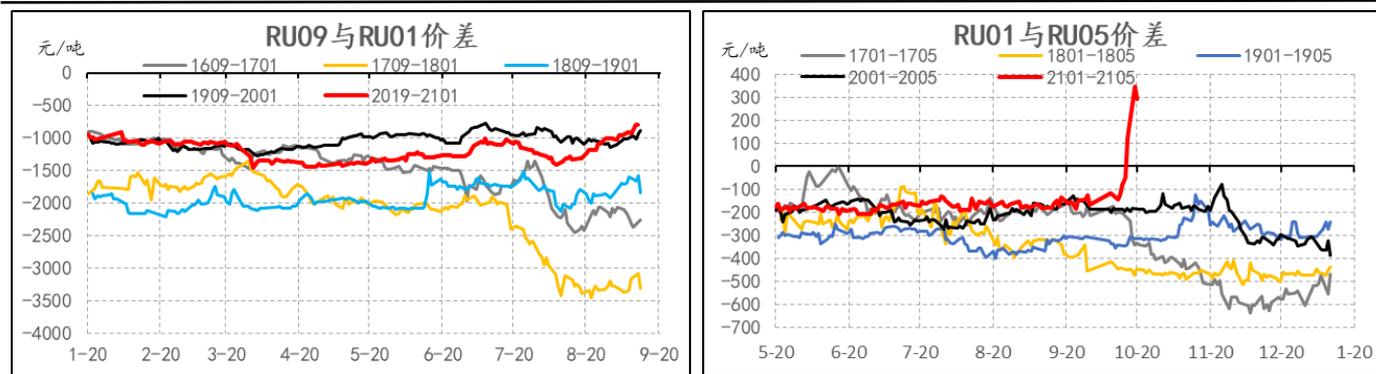
全乳胶仓单的偏紧是现阶段最主要的矛盾点，从上图表现可以看出，2020年仓单量（22万吨左右）明显低于近五年，仅次于2015年。其次，结合11月老仓单集中注销问题，根据上期所公布的数据，11月合约面临19万吨老仓单注销问题，考虑云南还有1个月停割，海南还有将近2个月停割，全乳胶仓单还会增加，但是加上目前老胶仓单注销后的3万吨，其数量是远远低于往年的新胶仓单数量的。因此，在此现实基础和预期判断下，仓单偏紧问题就开始凸显。

3.2 核心矛盾反映在价差结构上

之前分别写了关于91价差和15价差的报告，仓单偏紧问题已经反映在了月间价差结构上。之前，91价差先走一波反套后走一波流利的正套行情；而15也延续了之前的逻辑，前期处于历史低位波动（具体可见之间的

报告），后期直接转变结构。总之反映出，天胶产业逻辑上是比较乐观的（针对全乳胶）。

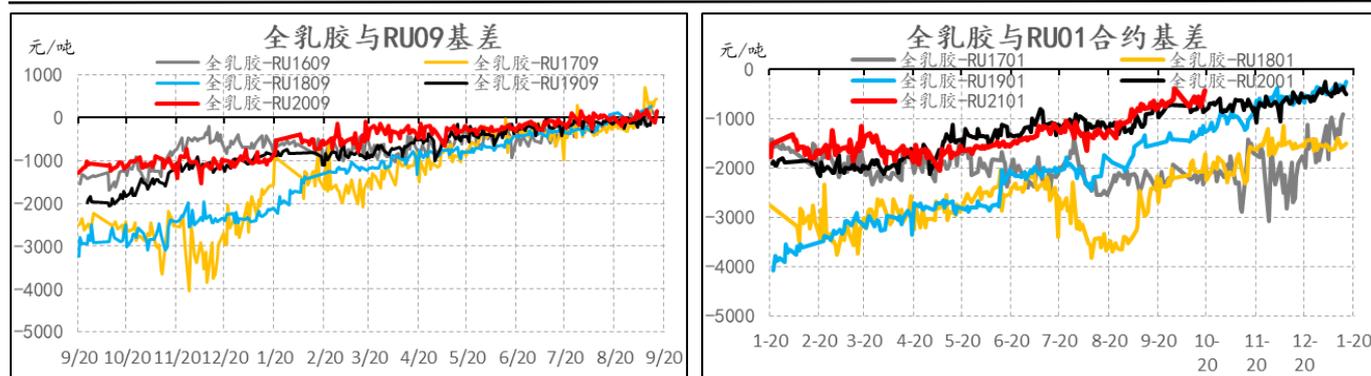
图表 3. 月间（91，15）价差结构



数据来源：wind、信达期货研发中心

同时，从基差图可以看出，价差并没有走弱，是逐渐期现回归的，本身也反映出现货价格的坚挺。也是侧面反映出仓单偏紧的实质问题。

图表 4. 天胶基差结构

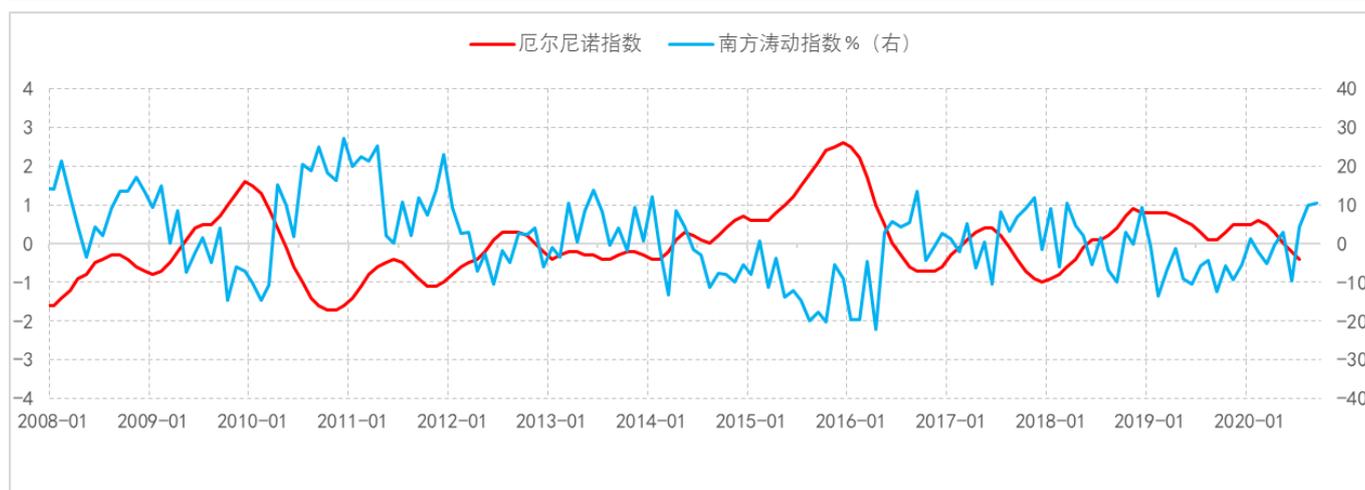


数据来源：wind、信达期货研发中心

3.3 仓单问题溯源

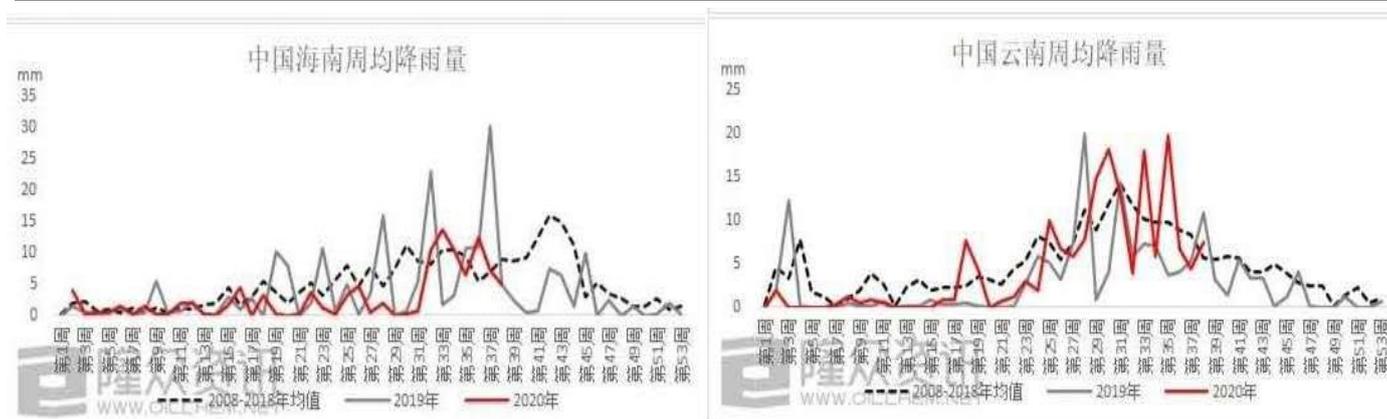
3.3.1 气候问题：仓单偏紧问题溯源主要在于国产全乳胶的减产问题，如图表 5，根据对于厄尔尼诺指数、涛动指数的跟踪，可以看出前期主要是有厄尔尼诺指数的苗头，国内产区呈现天气干旱的现状（但那时候我们对于天气情况跟踪，认为干旱不会持续，详见《天气干旱问题会持续发酵吗？》），叠加 19 年底病虫害因素和新冠疫情的扰动；此外，下半年开始，厄尔尼诺指数开始下降，南方涛动指数开始上升，降雨量开始增多，影响主产国割胶进程。从图 6 的云南和海南的降雨量也可见一斑。

图表 5. 厄尔尼诺和南方涛动指数



数据来源：信达期货研发中心

图表 6. 云南、海南降雨量



数据来源：隆众咨询、信达期货研发中心

3.3.2 价格低位，割胶意愿低：同时，前期疫情期间胶价大幅下行，胶农的割胶意愿较低，也会部分降低天胶的产量。

3.3.3 NR 上市，原料有所分流：20 号胶上市之后，广垦橡胶、海南宝岛、云南金凤、中化橡胶会分流原料生产 20 号胶成为交割品。

3.3.4 乳制品需求较好，原料分流：疫情爆发后，医用乳制品如医用手套等需求增速明显，会分流部分原料，从而造成仓单偏紧。

4、供需演变梳理和分析

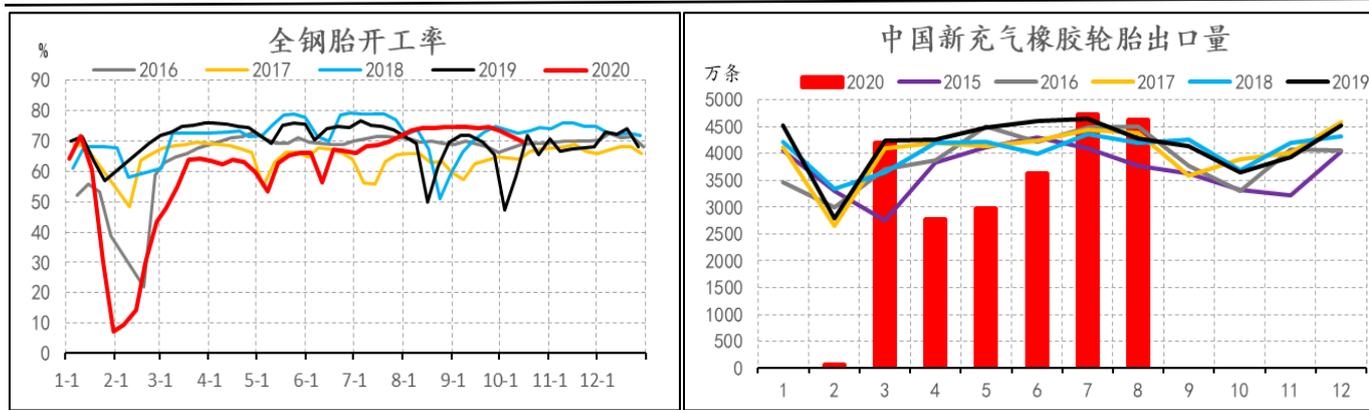
4.1 需求端影响：驱动-支撑-驱动

4.1.1 第一个阶段 4 月至 8 月：需求起驱动作用

在此阶段，国内需求持续恢复，国外疫情虽然严重但是其恐慌情绪逐

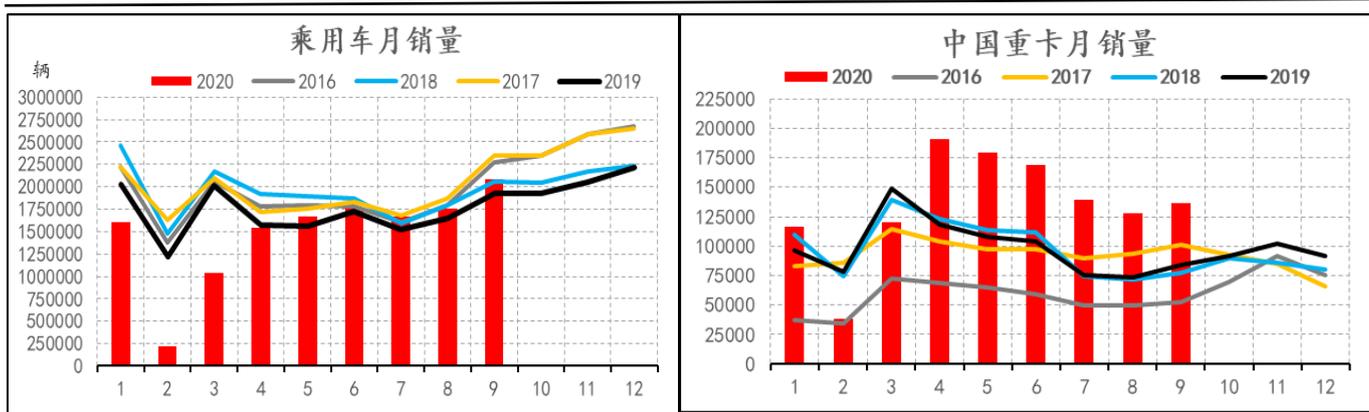
渐释放，经济逐渐重新启动，国内外特别是国内需求量恢复速度较快，因此胶价逐步抬升。当然此阶段由于青岛库存高企，而当是仓单问题以及供给端仍存提量预期，因此需求恢复是主线，需求起驱动作用。如图 7、8 中看出 4-8 月，轮胎销量、出口量和汽车销量增速较快中也可以反映，不再赘述。

图表 7. 轮胎开工率和出口量



数据来源: wind、信达期货研发中心

图表 8. 乘用车销量和重卡销量



数据来源: wind、信达期货研发中心

4.1.2 第二个阶段 8 月至 12 月：需求起支撑作用

在此阶段，国内需求恢复较快其增速空间已经收窄，而国外疫情未得到有效防控，以及如欧洲地区出现二次反弹，显示出疫情的长久性，而疫苗大规模上市还需时日。此外，中国经济只要保持增速以及疫情不反弹，轮胎销量和汽车销量增速减缓甚至环比下降，但同比都将会保持一定水平，不会出现大幅下降的态势。同时，目前中美关系，台海问题等等国际关系都将会对需求造成一定波动，而供给端在此阶段影响权重增加，因此此阶段需求主要起支撑作用，即对于胶价有支撑作用，其驱动作用边际减弱。

4.1.3 第三个阶段明年第一季度：需求起驱动作用

此阶段主要是押注疫苗会在明年第一季度利好消息频出，各国经济会有一定程度上的快速启动，此外1月合约在此交割完毕，供给端的问题在价格上会反映差不多，需求起驱动作用。

4.2 供给国内外端辩证看待，而现实和潜在利好众多

4.2.1 供应端全球视角：全年减产既定，但边际增加

图表 9. 全球主要地区产量情况

| 月产量 月份 | ANRPC | | | 泰国 | | | 印尼 | | | 国家 | 截至9月 累计同比 |
|-----------|--------|---------|---------|-------|---------|---------|-------|--------|---------|-------|--------------|
| | 月产量 | 环比 | 同比 | 月产量 | 环比 | 同比 | 月产量 | 环比 | 同比 | | |
| 1 | 894.2 | 0.00% | -12.74% | 345.8 | 0.00% | -25.30% | 260 | 0.00% | 0.00% | 泰国 | -1.68% |
| 2 | 933.8 | 4.43% | -1.94% | 445.6 | 28.86% | -7.63% | 263.3 | 1.27% | 2.01% | 印尼 | -11.67% |
| 3 | 759.4 | -18.68% | 15.06% | 368 | -17.41% | 65.84% | 250 | -5.05% | -3.85% | 马来 | -13.76% |
| 4 | 622.4 | -18.04% | -32.97% | 264.9 | -28.02% | -43.04% | 230 | -8.00% | -17.86% | 越南 | -2.20% |
| 5 | 772.1 | 24.05% | 2.35% | 372.5 | 40.62% | 69.70% | 220 | -4.35% | -21.43% | 中国 | -19.42% |
| 6 | 777.9 | 0.75% | -17.81% | 255.9 | -31.30% | -34.38% | 235 | 6.82% | -9.62% | 印度 | -6.40% |
| 7 | 1039.4 | 33.62% | -10.09% | 442.4 | 72.88% | -13.10% | 240 | 2.13% | -18.64% | 斯里兰卡 | -2.57% |
| 8 | 1021.9 | -1.68% | 2.95% | 393.7 | -11.01% | 32.60% | 245 | 2.08% | -16.95% | 菲律宾 | -17.88% |
| 9 | 1049.3 | 2.68% | 5.15% | 399.3 | 1.42% | 34.72% | 235 | -4.08% | -15.50% | 柬埔寨 | 19.01% |
| | | | | | | | | | | ANRPC | -6.45% |

数据来源：信达期货研发中心

如图表 9 所示，全球今年在干旱、降雨和病虫害影响下减产是既定现实，ANRPC 截至 9 月累计同比下降 6.45%。但是，我们也可以看出其边际在增量，从同环比和累计同比数据可以看出，其降幅逐渐减少甚至增速是转正的，因此全球的供给量对盘面的现实驱动是逐渐减弱的。

4.2.2 供应端国内视角：边际增加，但全年减产既定

图表 10. 国内天胶产量情况

| 月产量 月份 | 中国 | | | 国家 | 截至9月 累计同比 |
|-----------|-------|----------|---------|-------|--------------|
| | 月产量 | 环比 | 同比 | | |
| 1 | 0.6 | 0.00% | -33.33% | 泰国 | -1.68% |
| 2 | 0 | -100.00% | | 印尼 | -11.67% |
| 3 | 3.9 | | -51.85% | 马来 | -13.76% |
| 4 | 15.1 | 287.18% | -61.58% | 越南 | -2.20% |
| 5 | 40.5 | 168.21% | -43.44% | 中国 | -19.42% |
| 6 | 69.6 | 71.85% | -19.91% | 印度 | -6.40% |
| 7 | 85.4 | 22.70% | -14.69% | 斯里兰卡 | -2.57% |
| 8 | 100 | 17.10% | -7.32% | 菲律宾 | -17.88% |
| 9 | 111.4 | 11.40% | -2.71% | 柬埔寨 | 19.01% |
| | | | | ANRPC | -6.45% |

数据来源：信达期货研发中心

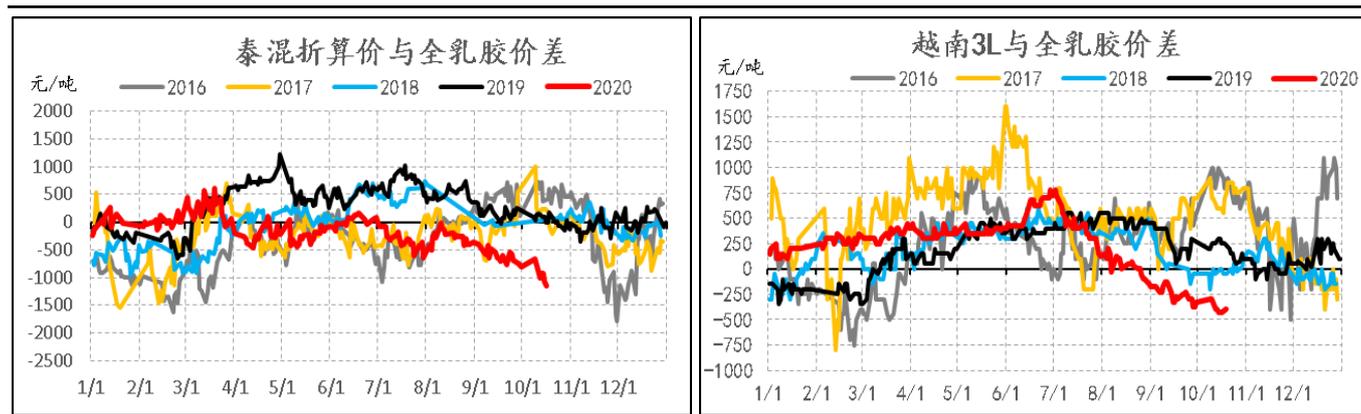
如图表 10 所示，我们可以看到中国天胶月产量是逐月增加的，每月同比降速也是逐月缩窄的，因此天胶产量是边际增加的。但是截至 9 月，中

国天胶产量的累计同比下降 19.42%，是累计下降最多的主产国，中国全年减产是既定现实，这也是全乳胶仓单的偏紧的表现原因。

4.2.3 分胶种紧缺程度：全乳胶大于非全乳

供给端分胶种来看，紧缺程度主要是全乳胶，为何紧缺前文已经阐述，而非全乳胶主要是跟涨状态，其供应还是充裕的，这也可以在图 11 中体现，全乳胶价格与非全乳胶价格一直在扩大。

图表 11. 全乳与非全乳价差



数据来源：wind、信达期货研发中心

4.3 供给演变：现实紧，未来看潜在利多兑现情况

供给端的演变，主要分为全乳胶一个逻辑和非全乳胶一个逻辑。

全乳胶影响情况演变：全乳胶减产既定，仓单偏紧是主要的现实，下边需要关注的云南还有一个月就要停割，海南有二个月就要停割，其仓单增加量为几何的问题，目前来看绝对量偏紧是一时难以改变的；但是边际增量对于预期下天胶大涨后的后期走势是有一定影响的。此外，拉尼娜的演变情况会对云南和海南的割胶有影响，这是一个潜在影响。

非全乳胶影响情况演变：相对于全乳胶，非全乳胶的现实供给还是较为充裕的，不过其潜在利多较多，主要有以下几方面。第一是拉尼娜如果发生影响割胶，是潜在利多；第二是疫情影响，目前重点关注印尼疫情持续攀升的问题，其对印尼橡胶产业的影响一旦发酵也会影响供给端，也是一大潜在利多；第三是台海关系紧张，会在不同程度上影响航线问题，最终影响供应端，也是一大潜在利多。

5、天胶大涨之后的注意点和未来做多节奏

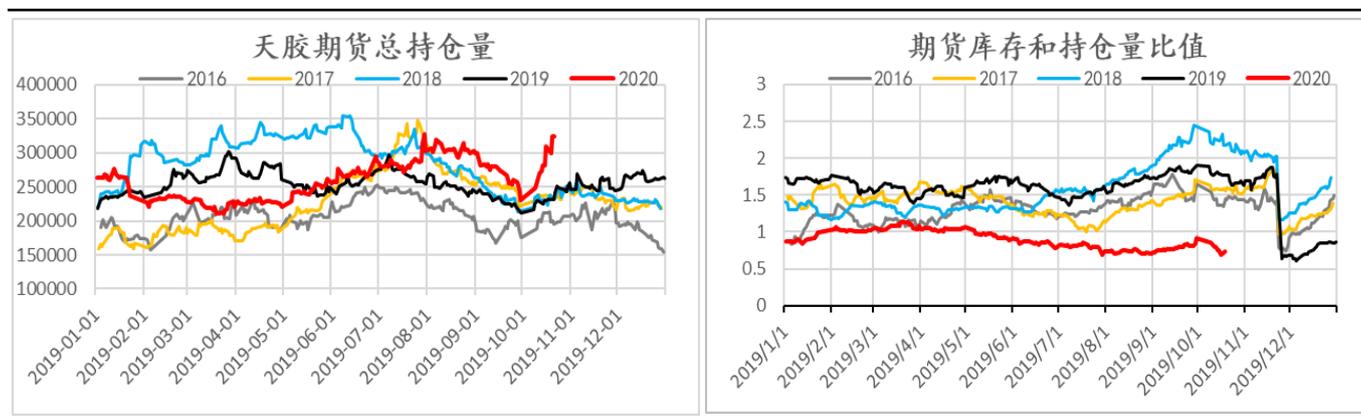
本节主要阐述短期需要注意的点和未来的做多节奏的把控。

5.1 天胶大涨之后的注意点

5.1.1 量能的持续跟踪

目前已经进入了一个挤仓背景下的资金博弈阶段，需要持续关注持仓量和成交量的情况，若持仓量一直不减，那么天胶短期还是会保持强势；此外需要关注期货仓单库存和持仓量为代表的“虚实比”情况，若其值保持不变甚至继续下降（在11合约交割前），那么还是会保持强势，反之相反。

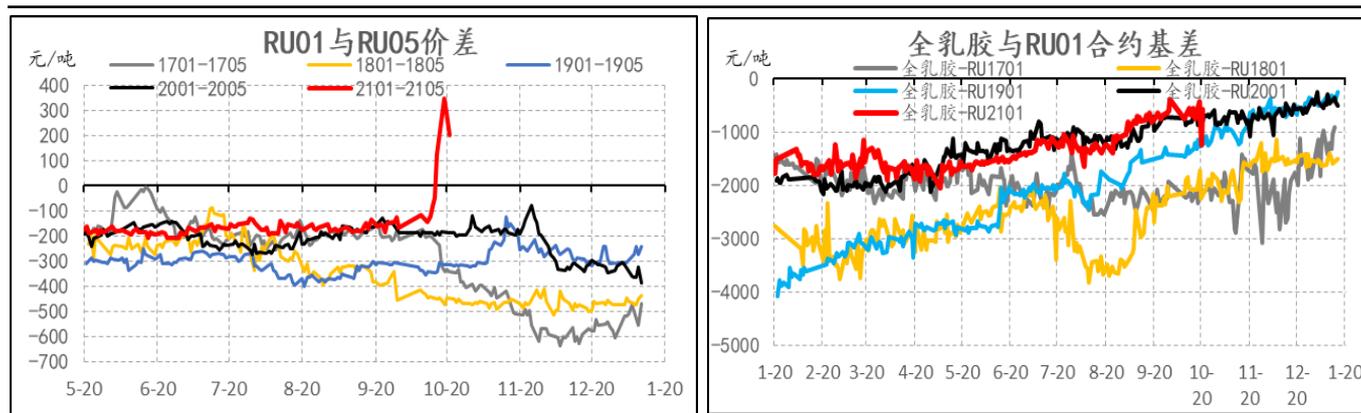
图表 12. 天胶持仓和“虚实比”情况



数据来源：wind、信达期货研发中心

5.1.2 结构的持续跟踪

图表 13. 天胶价差结构



数据来源：wind、信达期货研发中心

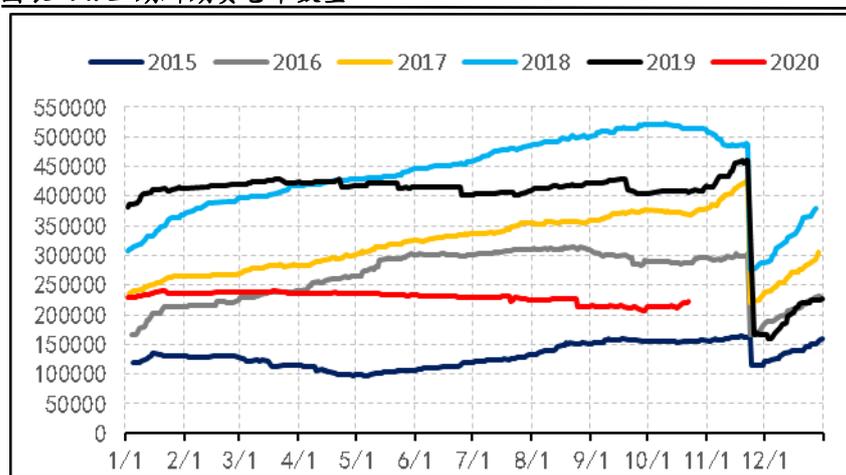
持续跟踪 15 合约之间 BACK 结构的演变情况，15 价差 BACK 结构如果持续保持，那么天胶行情还是会保持强势，如果 15 价差贴近平水或者 BACK 结构去化，那么天胶会有一波回调。此外，持续关注 01 合约的基差走势情

况，若基差持续走弱，那么除非有另一个事件驱动，不然上涨行情也会告一段落。

5.1.3 天胶 11 月合约交割和仓单情况

天胶目前仓单偏紧，走挤仓逻辑，而 11 月合约交割完之后老仓单面临注销问题，按照上期所公布的数据，11 月合约到期后会有 176400 吨老仓单注销，那么截止目前有 44000 吨左右的新仓单，再加上云南 1 个月的产胶时间，海南 2 个月的产胶时间，新仓单按常理会较小，但是由于新胶一般都是大型橡胶集团才会拥有，因此具体仓单情况要看其对原料的分配情况，如果最终结果不会如预期少，那么行情会出现一波回调。所以，需要观察仓单的变化情况，如果仓单持续增长超过预期，那么天胶也会出现一波回调，可以持续关注图表 12 的“虚实比”的图。

图表 14. 上期所期货仓单数量



数据来源: wind、信达期货研发中心

5.1.4 非标与全乳胶价差

需要持续关注非标与全乳胶的价差情况，目前全乳胶升水于非标幅度是扩大态势的，如果后续行情一直保持扩大，那么非标套利盘的压力会继续加大，甚至面临止损出清，那么又会助推一波行情。

5.2 总结和操作建议

总结上文，首先，整体需求对行情的影响是驱动再到目前的支撑，随疫苗的逐渐推进和国外疫情的好转，需求支撑会再度到需求驱动，虽然中间会有一些波动，但需求的预期驱动仍在。

其次，全球天胶整体减产既定，但边际增量，全球整体弱平衡；而国内虽然产量边际增加，但全年减产既定，仓单偏紧，出现挤仓问题一时难以解决。即现实供给矛盾主要在于全乳胶供给上，且整体来说供给现实偏

紧。而全球潜在利多较多，主要是有拉尼娜预期、印尼为代表的疫情、台海航线和泰国民众示威等潜在利多。因此整体供给驱动预期也在。

对于天胶行情的具体操作建议主要分为四方面：

第一，目前全乳胶仓单偏紧，一时难以改变，全乳胶自身供需较好，若全乳胶升水非标幅度持续扩大，非标面临止损会助推上涨行情。因此，天胶还会保持强势，在此阶段可以逢低做多或轻仓追多。

第二，现阶段重点关注两点，15 价差 BACK 结构的演变情况；实盘与虚盘的比值情况和持仓量的演变情况。其次，也可适当关注基差走势和 11 月合约老仓单注销情况。

第三，一旦上述信号发生转变，如 15 价差重回平水等，那么此时会面临一定回调，但是只要基本逻辑没有发生实质性变化，回调仍可做多，后期具体涨幅从仓单逻辑会逐步转移至供需错配。

第四，是从绝对价格来看，在天胶价格重心抬升后，14000 元/吨成为 RU2101 合约新的下沿，可在此价格做多。

【信达期货简介】

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 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 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 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、临安、萧山 11 家营业部，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】





| | | | |
|-----|-----|---|---------------|
| 分公司 | 金华 | 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 | 0579-82300876 |
| | 台州 | 浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室 | 0576-82921160 |
| | 深圳 | 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 | 0755-83739066 |
| | 苏州 | 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 | 0512-62732060 |
| | 四川 | 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 | 028-85597078 |
| | 福建 | 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 | 0592-5150160 |
| | 宁波 | 浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室 | 0574-28839988 |
| 营业部 | 北京 | 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 | 010-64101771 |
| | 上海 | 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 | 021-58307723 |
| | 广州 | 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 | 020-89814589 |
| | 沈阳 | 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 | 024-31061955 |
| | 哈尔滨 | 黑龙江省哈尔滨市南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 | 0451-87222486 |
| | 石家庄 | 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 | 0311-89691960 |
| | 大连 | 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 2408 房间 | 0411-84807776 |
| | 乐清 | 浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室 | 0577-27868777 |
| | 富阳 | 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 | 0571-23255888 |
| | 临安 | 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 | 0571-63708180 |
| | 萧山 | 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 | 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。期市有风险，入市需谨慎。
- 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。