

筑底路漫漫，胶价维持弱势

摘要：

行情回顾：进入 2018 年，上期所天然橡胶价格虽时有涨跌，但整体呈现出底部震荡偏弱走势，在 7 月份主力合约收盘价曾长时间处于略高于 10000 元/吨的低位，但由于下方割胶成本的支撑较强，天然橡胶主力合约价格始终未能跌破 10000 元/吨关口。

宏观环境：2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济热度也面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战。

供需关系：在不出现新的重大政策以及极端自然灾害的情况下，2019 年各主产国天然橡胶供给将保持稳定增长，天然橡胶需求预计将维持稳定，天然橡胶供需格局在 2019 年难以发生根本转变。2019 年对于天然橡胶市场来说恐将是一个漫长的筑底过程。

不确定风险：主产国挺价政策及执行情况、厄尔尼诺现象、国际贸易格局变化

天然橡胶年度报告

作者姓名：李彦杰

邮箱：liuyangqh@csc.com.cn

电话：023-81157285

投资咨询从业证书号：Z0010942

发布日期：2019 年 1 月 2 日



目录

一、2018 年行情回顾	4
二、价格影响因素分析	4
1.宏观经济分析.....	4
1.1 国际宏观	4
1.1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现	4
1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强	6
1.1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续	8
1.1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢	9
1.2 国内宏观	10
1.2.1 经济下行压力增大，结构调整继续	10
1.2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段	13
1.2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点	13
1.2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段	15
1.2.5 外汇储备与汇率稳定可期	16
1.3 宏观小结	17
2.供需分析.....	17
2.1 天然橡胶供给稳定	17
2.1.1 主产国天然橡胶产出稳定增长	17
2.1.2 主要天然橡胶出口国出口量有所下降	19
2.1.3 中国天然橡胶进口量稳定增长	19
2.1.4 三国联盟出口限制短期内推涨胶价，泰国削减种植面积效果需要时间	20
2.2 天然橡胶需求表现不佳	20
2.2.1 汽车市场遭遇“寒冬”，全年产销首次出现负增长	20
2.2.2 轮胎产量增速放缓，出口表现不佳	24
2.3 天然橡胶库存高企	26
三、20 号胶期货上市影响	26
四、行情展望与投资策略	27
4.1 行情展望.....	27
4.2 投资策略.....	27
4.3 套保建议.....	28

图表目录

图 1: 上期所天然橡胶主力合约收盘价 (单位: 元/吨)	4
图 2: 国内天然橡胶现货基准价	4
图 3: 全球 GDP 实际增速及预测	5
图 4: 全球采购经理人指数(PMI).....	5
图 5: 经合组织综合领先指标	5
图 6: 经合组织商业及消费者信心指数	5
图 7: 美国国内生产总值及其增速	6
图 8: 美国新增非农就业人数及失业率	6
图 9: 美国非农企业薪酬及工作时长	6
图 10: 美国非农职位空缺数	6
图 11: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	7
图 12: 美国物价指数变动情况	7
图 13: 美国国际贸易及其增速	7
图 14: 美国国内消费及其增速	7
图 15: 欧元区和欧盟 GDP (不变价、季调) 及其增速.....	8
图 16: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化.....	8
图 17: 欧元区采购经理人指数	8
图 18: 欧盟和欧元区制造业产能利用率.....	8
图 19: 欧盟 28 国失业人数及失业率	9
图 20: 欧盟及欧元区核心 CPI	9
图 21: 美国基准利率及债券收益率	10
图 22: 英国及欧元区基准利率	10
图 23: 中国国内生产总值及其增速	10
图 24: 中国固定资产投资及其增速	10
图 25: 中国社会消费品零售总额及其增速.....	11
图 26: 中国进出口贸易额及其增速	11
图 27: 中国固定资产投资增速	11
图 28: 中国制造业投资增速	11
图 29: 中国工业增加值同比增速	12
图 30: 中国制造业 PMI 指数	12
图 31: 中国公共财政收入和支出及其增速.....	13
图 32: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速.....	13
图 33: 中国货币供应增速及剪刀差变动.....	14
图 34: 中国人民银行现金净投放	14
图 35: 中国社会融资规模及新增信贷占比.....	14
图 36: 中国新增人民币存贷款	14
图 37: 中国人民银行存款准备金率	15
图 38: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	15
图 39: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	15

图 40: 中国物价变动情况	15
图 41: 中国外汇储备变动情况	17
图 42: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	17
图 43: ANRPC 各成员国天然橡胶种植面积 (单位: 万公顷)	17
图 44: ANRPC 合计天然橡胶种植面积 (单位: 万公顷)	17
图 45: ANRPC 各成员国开割面积 (单位: 万公顷)	18
图 46: ANRPC 合计开割面积 (单位: 万公顷)	18
图 47: ANRPC 天然橡胶月产量 (单位: 万吨)	18
图 48: ANRPC 天然橡胶累计产量 (单位: 万吨)	18
图 49: 泰国天然橡胶累计出口量 (单位: 万吨)	19
图 50: 印度尼西亚天然橡胶累计出口量 (单位: 万吨)	19
图 51: 马来西亚天然橡胶累计出口量 (单位: 万吨)	19
图 52: 越南天然橡胶累计出口量 (单位: 万吨)	19
图 53: 中国天然橡胶年进口量 (单位: 万吨)	20
图 54: 中国天然橡胶累计进口量 (单位: 万吨)	20
图 55: 中国汽车月产量 (中汽协) (单位: 辆)	21
图 56: 中国汽车累计产量 (中汽协) (单位: 万辆)	21
图 57: 中国汽车月销量 (中汽协) (单位: 辆)	21
图 58: 中国汽车累计销量 (中汽协) (单位: 万辆)	21
图 59: 乘联会广义乘用车月产量 (单位: 辆)	22
图 60: 乘联会轿车月产量 (单位: 辆)	22
图 61: 乘联会 MPV 月产量 (单位: 辆)	22
图 62: 乘联会 SUV 月产量 (单位: 辆)	22
图 63: 乘联会广义乘用车月销量 (单位: 辆)	22
图 64: 乘联会轿车月销量 (单位: 辆)	22
图 65: 乘联会 MPV 月销量 (单位: 辆)	23
图 66: 乘联会 SUV 月销量 (单位: 辆)	23
图 67: 汽车经销商库存系数	23
图 68: 汽车经销商自主品牌库存系数	23
图 69: 汽车经销商进口品牌库存系数	23
图 70: 汽车经销商合资品牌库存系数	23
图 71: 中国重卡月产量 (单位: 辆)	24
图 72: 中国重卡累计产量 (单位: 辆)	24
图 73: 中国重卡月销量 (单位: 辆)	24
图 74: 中国重卡累计销量 (单位: 辆)	24
图 75: 中国橡胶轮胎外胎月产量 (单位: 万条)	25
图 76: 中国橡胶轮胎外胎累计产量 (单位: 万条)	25
图 77: 新的充气橡胶轮胎月出口量 (单位: 万条)	25
图 78: 新的充气橡胶轮胎累计出口量 (单位: 万条)	25
图 79: 上期所天然橡胶库存 (单位: 吨)	26
图 80: 青岛保税区天然橡胶库存 (单位: 万吨)	26

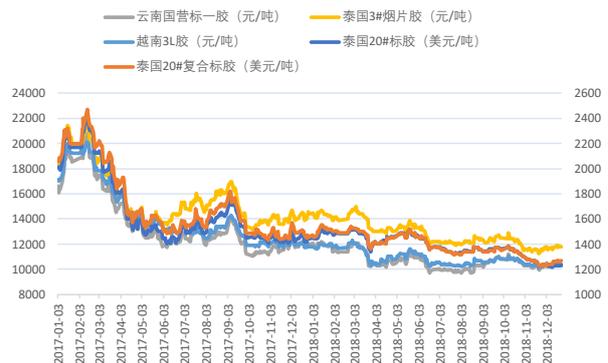
一、2018 年行情回顾

进入 2018 年，上期所天然橡胶价格虽时有涨跌，但整体呈现出底部震荡偏弱走势，在 7 月份主力合约收盘价曾长时间处于略高于 10000 元/吨的低位，但由于下方割胶成本的支撑较强，天然橡胶主力合约价格始终未能跌破 10000 元/吨关口。截至 12 月 24 日，上期所天然橡胶主力合约 RU1905 日盘收于 11350 元/吨，较 2017 年 12 月 25 日下跌 2680 元/吨，年内跌幅达 19.10%。

图 1：上期所天然橡胶主力合约收盘价（单位：元/吨）



图 2：国内天然橡胶现货基准价



数据来源：Wind，中信建投期货

国内天然橡胶现货价格同样呈现出低位震荡走势，其中云南国营标一胶和越南 3L 胶自 3 月下旬开始持续处于 10000 元/吨附近的低位，云南国营标一胶更是数次跌破 10000 元/吨。截至 12 月 24 日，云南国营标一胶现货基准价为 10400 元/吨，较去年 12 月 25 日价格下跌 1500 元/吨，年内均价为 10675.10 元/吨，较 2017 年均价下跌 2995.63 元/吨，跌幅达 21.91%；泰国 3# 烟片胶现货基准价为 11800 元/吨，较去年 12 月 25 日价格下跌 2200 元/吨，年内均价为 12804.98 元/吨，较 2017 年均价下跌 2800.71 元/吨，跌幅达 17.95%；越南 3L 胶现货基准价为 10300 元/吨，较去年 12 月 25 日下跌 1400 元/吨，年内均价为 10862.45 元/吨，较去年均价下跌 3314.38 元/吨，跌幅达 23.38%；青岛保税区泰国 20# 标胶价格为 1235 美元/吨，较去年 12 月 25 日下跌 185 美元/吨，年内均价为 1385.08 美元/吨，较去年均价下跌 275.93 美元/吨，跌幅为 16.61%；青岛保税区泰国 20# 复合标胶价格为 1265 美元/吨，较去年 12 月 25 日下跌 185 美元/吨，年内均价为 1389.54 美元/吨，较去年均价下跌 185 美元/吨，跌幅为 18.98%。

二、价格影响因素分析

1. 宏观经济分析

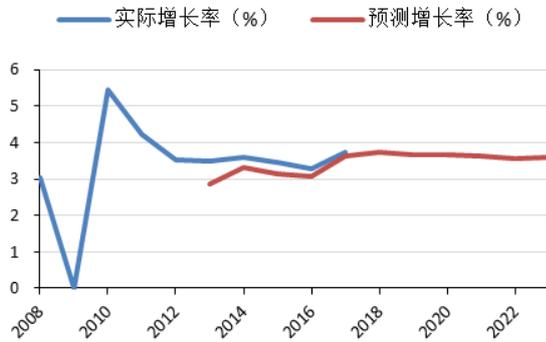
1.1 国际宏观

1.1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现

全球经济从 2016 年中期开始进入周期性复苏，随着美国财政刺激的带动，2017、2018 两年世界经济增速有所提升，但是，复苏的进程或难持续。IMF 在 2018 年 10 月的《世界经济展望》中指出，全球经济扩张的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，并基于最近的世界贸易局势变化以及货币政策变化，下

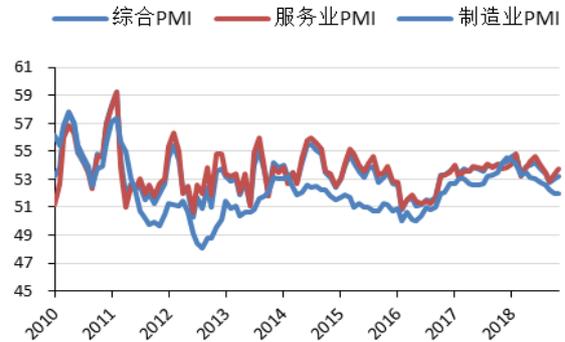
调了 2018-2019 年的全球经济增速预测值至 3.7%，相比于 2018 年 4 月份的预测值均下调了 0.2 个百分点。

图 3：全球 GDP 实际增速及预测



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 4：全球采购经理人指数 (PMI)



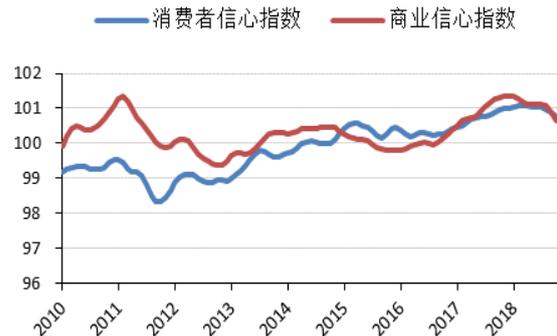
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 5：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 6：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

2016 年中期以来，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强，并在 2018 年初逐渐达到顶点，随后经济复苏的脚步渐缓，经济扩张速度减慢、市场景气程度也有所下降。摩根大通全球 PMI 指数显示，2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2017 年底时的 54.3 的水平快速下降至 52.0，表明全球制造业的扩张速度有所放缓，全球经济复苏开始减速。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据显示，2018 年 10 月份，商业和消费者信心指数分别为 100.6432 点和 100.7753 点，分别较 2017 年同期低 0.6727 点和 0.1803 点，均呈现出逐渐下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

需要认识到的是，虽然全球经济复苏步伐放缓，但目前全球经济仍在继续扩张，只是目前的经济前景面临更加悲观的情景。目前大多数经济体通胀仍然低迷，全球金融市场收紧的速度可能更快、力度可能更大，加上地缘政治问题及贸易保护主义抬头，这些单因素或多因素叠加将给中长期的全球经济增长带来冲击，可以看到，目前这些因素已经给新兴经济体带来沉重的打击。从全球大宗商品角度看，2016 年至 2017 年因欧美经济复苏带来了一轮商品价格的上涨，随着经济前景的暗淡，加之美国政府为其政治目的人为压低油价，目前国际大宗

商品价格又整体走入了下降通道，而中国的供给侧改革也逐渐退潮，部分工业品价格也呈现回落的趋势。此外，以美豆为代表的农产品依然处于历史底部附近，这表明全球通胀仍低迷的状态仍将持续。从就业市场看，失业率因全球经济的复苏而持续下行，但工人薪资改善并不明显，主要经济体工人工作时间未达到饱和状态。IMF 在最新的《世界经济展望》中指出，美国将在 2020 年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期预计将达到封顶，因此，经济增长率将下降；中国的增长将保持强劲，但预计将逐步放缓；在政策高度不确定的环境下，全球增长面临的风险偏于下行。

1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强

2018 年，美国经济延续着强劲的增长势头，就业市场持续性改善、制造业扩张维持在高位，保持在合理区间的物价增长支撑了民众的消费信心，美国经济的驱动力也不断得到增强。

图 7：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

美国经济分析局公布的统计数据显示，2018 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 18.67 万亿美元，同比增长 3.00%，增速较 2017 年同期高 0.66 个百分点，延续着持续回升的态势，这已经是美国经济连续第 9 个季度同比增速加快。

图 9：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国非农职位空缺数

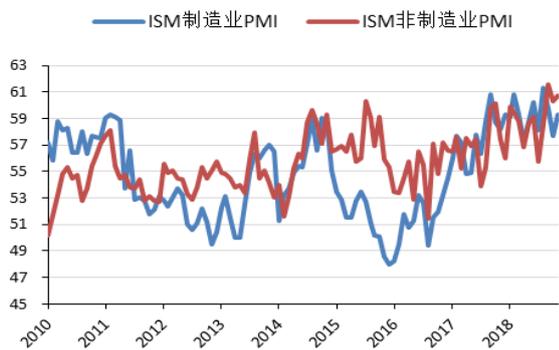


数据来源：Wind，中信建投期货

就业形势的持续改善印证了美国经济的强劲势头。美国劳工部最新统计数据显示，2018 年 11 月份新增非农就业人数达到 15.5 万人，继续保持稳定；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.7%，相比于 2017 年同期低

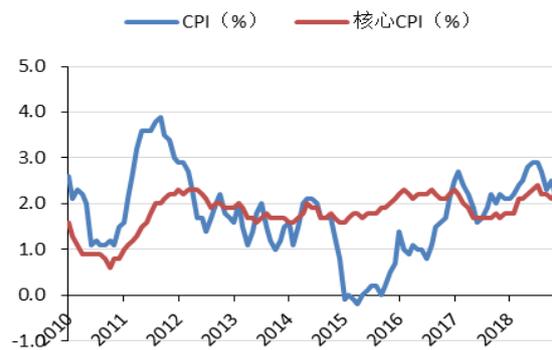
0.4 个百分点，并且已处于 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场持续收紧。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2018 年 11 月份美国非农企业员工平均周薪达到 940.84 美元，较 2017 年同期增加 25.21 美元，延续着持续增加的趋势；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，较 2017 年同期减少 0.1 小时，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；美联储关心的职位空缺数继续增加，10 月份经季节性调整后的职位空缺数达到 707.9 万人，较 2017 年同期多 102.0 万人。

图 11：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

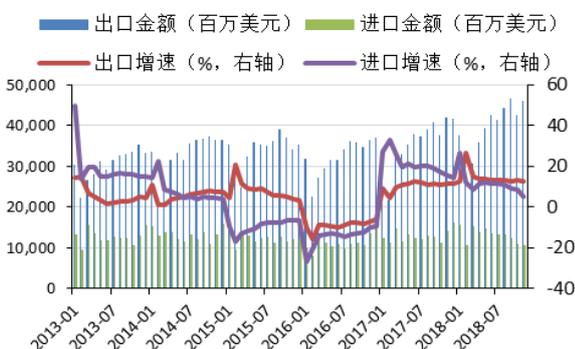
图 12：美国物价指数变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

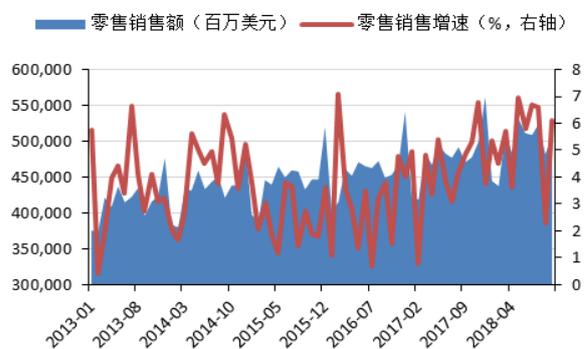
制造业及非制造业扩张持续加速从另一个侧面反映出美国经济强劲增长的势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 59.3 和 60.7，较 2017 年同期分别高 1.10 和 3.30，制造业的持续扩张为美国经济强劲的增长奠定了坚实的基础，带动非制造业景气程度也走向高位。就业市场的持续改善及制造业和非制造业扩张不断提速背景下，美国物价水平逐渐上升，美国劳工部公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.2%，较去年同期增速高 0.5%，这将有助于提升收入不断增加民众的消费需求。

图 13：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

另外，虽然贸易摩擦问题存在，美国外贸及消费增速仍在高位，美国经济驱动力仍然旺盛。美国经济分析局最新的统计数据显示，2018 年 11 月份美国出口和进口同比增长 12.90%和 5.00%，增速较 2017 年同期变化

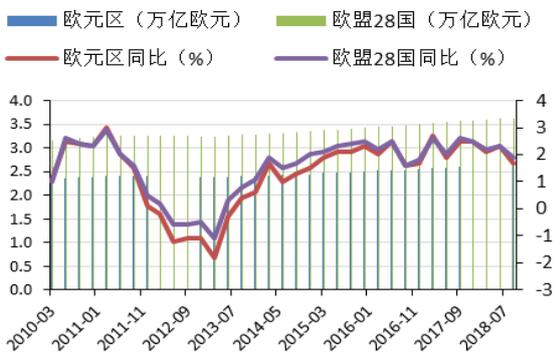
1.10 和-10.9 个百分点，也显现出贸易摩擦对美国进口影响较大；10 月份美国零售销售总额同比增长 6.13%，增速较 2017 年同期高 0.83 个百分点，增速延续着震荡回升的态势。

虽然 2018 年美国保持强势，但美国经济持续增长仍有隐忧。一方面，特朗普的财政刺激政策只能短时间有效；另一方面，美联储的加息亦使得美国经济承压。因此，美国经济复苏的持续性仍需观察。

1.1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续

随着欧元区内部矛盾的不断显现，且欧洲央行宽松货币政策逐渐退出，欧洲经济的快速增长难以为继。

图 15：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

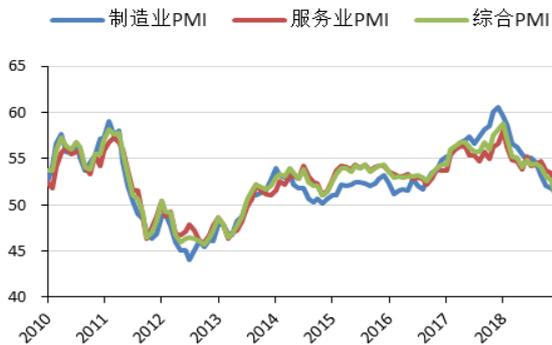
图 16：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.65 万亿欧元，同比增长 1.7%，增速较 2017 年同期降低 0.8 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.63 万亿欧元，同比增长 1.9%，增速较 2017 年同期低 0.7 个百分点。随着脱欧问题的逐步加剧，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速冲高后回落，欧洲经济前景难言乐观。

图 17：欧元区采购经理人指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：欧盟和欧元区制造业产能利用率



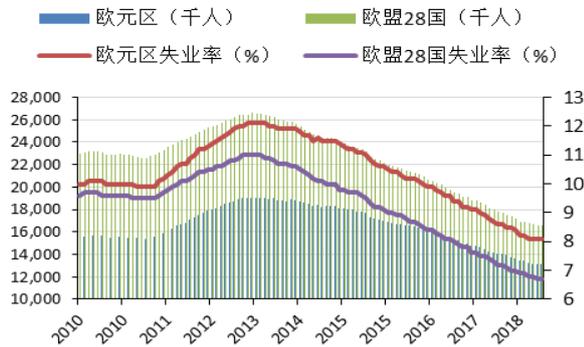
数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济难以持续复苏。欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年 11 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比增长 1.2% 和 1.3%，增速较 2017 年同期低 1.7 和 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；虽然工业生产的扩张速度放缓，但制造业产能利用率

却仍在相对高位，2018年第四季度欧元区19国和欧盟28国制造业产能利用率分别达到83.8%和83.4%，较2017年同期下降0.2和0.4个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，未来产能利用率继续下降是大概率事件。

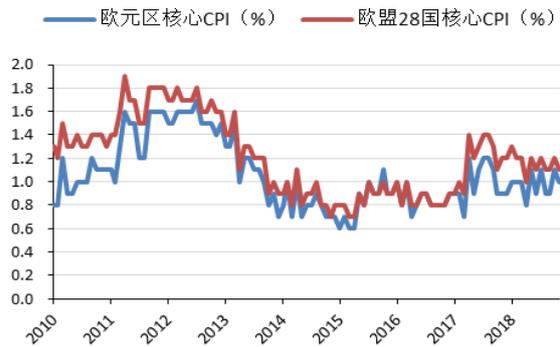
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度不断减速。数据统计机构最新的统计数据显示，2018年12月欧元区Markit综合、制造业和非制造业PMI指数分别报51.4、51.4和51.3，分别较2017年同期下降9.2、5.2和6.8，已逐步接近枯荣线。

图 19：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲就业形势仍在不断改善之中，这也说明目前欧洲经济增长的潜力仍存。欧盟统计局最新的统计数据显示，2018年10月份欧盟28国失业人数为1662.6万人，较2017年同期减少152.3万人；失业率已经降至6.7%，较2017年同期低0.7个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但失业率依然未能下降至金融危机前的水平之下，这也是欧洲经济进一步复苏的潜在隐忧。就业形势未恢复至金融危机前的水平，也拖累了消费热情的提升，令欧洲的物价水平持续低迷。欧盟统计局最新统计数据显示，2018年11月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心CPI同比增长1.0%和1.1%，增速分别较2017年同期变化0.1和-0.1个百分点，仍然徘徊于1%附近，未能摆脱长期低迷的状态。

1.1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢

在经济持续复苏及对通胀逐渐达标的背景下，自2015年12月份开始，美联储开启了加息的进程。截至2018年12月份，美联储已连续加息9次，美联储基金利率已至2.25%—2.5%。由于当前美国经济持续强劲，且在美国制造业和非制造业扩张持续增强背景下，后期经济有望继续保持强劲势头，加上民众收入的持续增长，将有助于增强美国民众的消费信心，进而支撑美国消费价格的继续走高。鉴于此，美联储采取进一步加息的概率较大，在最新的声明中，美联储表示，目前的利率已达到中性利率的底部，预计2019年还将加息两次。并且美联储的缩表也在持续进行之中，全球流动性紧缩已经给新兴市场国家带来一定的压力。

图 21：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：英国及欧元区基准利率



数据来源：Wind，中信建投期货

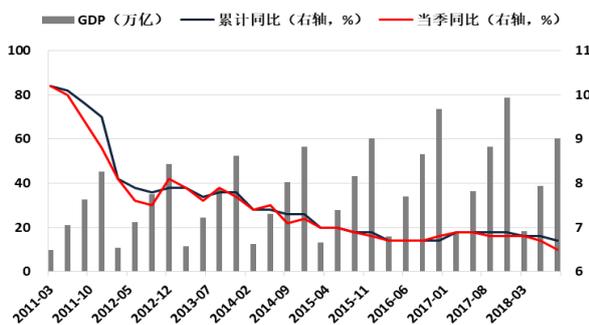
为推动欧洲经济早日实现复苏，欧洲央行于 2015 年推出“欧版 QE”，并延续至 2018 年 12 月。在 2018 年 12 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，将于 12 月底结束 QE，但仍维持三大利率不变。声明还表示，欧洲央行的关键利率至少在 2019 年夏季保持在目前的水平，直至确保欧元区中期通胀率持续趋同至低于但接近 2% 的水平。此外，在此次会议声明中，欧洲央行强化了对再投资的前瞻指引，称只要有必要，就将对到期债券进行再投资，再投资将持续到首次加息后。投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。这表明了欧洲整体的经济形势难言乐观，可以预计，2019 年欧央行并不会完全追随美联储加息的步伐，而是会根据自身的情况进行货币政策的调节。

1.2 国内宏观

1.2.1 经济下行压力增大，结构调整继续

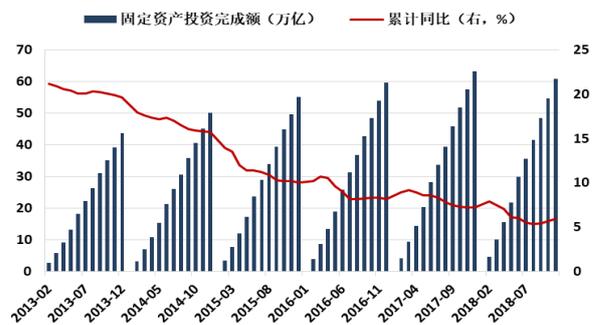
2018 年，受去杠杆和中美贸易摩擦等因素影响，国内宏观经济面临较大的下行压力。国家统计局数据显示，2018 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%、6.7%和 6.5%，增速分别较 2017 年同期低 0.1、0.2 和 0.3pct，呈现较明显的下行趋势。尽管 2018 年经济下行的压力较大，但经济增长的结构仍在继续调整。2018 年 1-11 月，固定资产投资完成额 60.9 万亿元，同比增长 5.9%，而社会消费品零售总额为 34.5 万亿元，同比增长 9.1%，出口 2.27 万亿美元，同比增长 11.8%。从 2015 年底至 2016 年初，投资和消费的增速开始变换节奏，投资增速持续走低，消费增速则维持高位。出口方面，尽管 2018 年出口同比大增，但实际较 2014 年仅增长 7.6%，四年 CAGR 不足 2%。因此，投资仍是经济增长的主要推动力，消费对经济的拉动作用已经愈发重要，而出口对经济的拉动则不断减弱。

图 23：中国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：中国固定资产投资及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 26：中国进出口贸易额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

经济增长的研究分析离不开投资、消费和出口三架“马车”，三架“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型经济转向消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

受基建增速下滑拖累，投资增速明显下滑。房地产方面，尽管 2018 年调控趋严，但在行业高利润、低库存的背景下，投资仍然维持着较高增速。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，房地产投资累计完成 11 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年同期提高 2.2pcts。基建方面，由于地方政府去杠杆，严控地方违规举债，基建投资增速大幅下滑。2018 年 1-11 月，基建投资（不含电力）增速仅为 3.7%，较去年同期大幅降低 16.4pcts。可喜的是，制造业投资增速在整体固定资产投资增速持续下滑的背景下，持续上升，并且显著高于固投增速，是 2012 年以来首次出现反弹迹象。

图 27：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 28：中国制造业投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

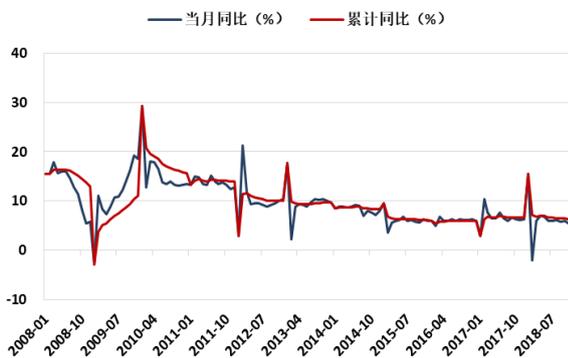
2019 年，投资预计能够维持稳定。首先，在高压调控下，房地产投机热潮褪去，我国城市化进程进入后半程，加之工业化已进入转型阶段，房地产投资增速料逐渐回落。其次，在经济面临下行压力下，基建的托底效应增强，中央经济工作会议亦提到将较大幅度增加地方专项债规模。因此，基建投资增速有望回升。再者，我们分析认为，当前阶段制造业投资增速触底反弹的很大一个原因是先进制造业投资加快。由于我国产业转型和制造业升级的潜力巨大，这部分投资还将保持高速增长，并带动制造业投资继续回升。综合而言，尽管房地产

投资大概率回落，但在基建和制造业投资回升的带动下，2019年总的投资增速能够保持相对稳定。

消费方面，受经济下行、居民负债快速增长影响，增速进一步回落。国家统计局数据显示，2018年1-11月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长9.1%，增速较2017年同期低1.2pcts。特别注意的是，2018年11月消费增速仅8.1%，为2004年以来最低值。从细分看，城镇消费增速降低1.1pcts至8.9%，乡村消费增速降低1.7pcts至10.2%。2019年，经济下行和居民负债的上升仍是影响消费的主要不利因素，但在降低个税，实行个税专项抵扣后，个人实际收入增加，有望部分对冲消费增速的下行压力。因此，我们认为2019年总体消费增速或延续2018年缓慢下滑的趋势。

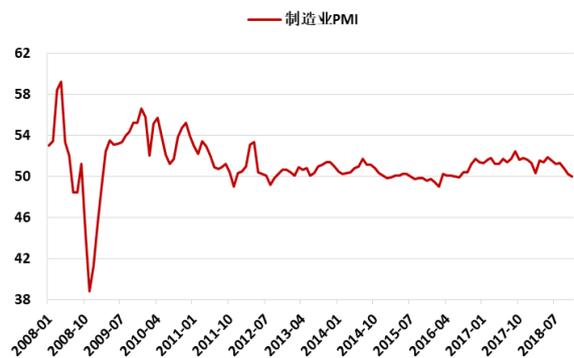
出口方面，得益于外部经济保持较强增长和我国持续深化的开放政策，对外贸易保持了较快的增长。海关总署统计数据显示，2018年1-11月份，中国进出口贸易总额达到4.24万亿美元，同比增长14.8%，增速较2017年高近3pcts。分出口和进口来看，出口增速为11.8%，进口增速为18.4%，进口增速远高于出口增速。需要警惕的是，2018年11月进出口增速均出现断崖式下跌，其中11月出口增速从10月份的13.4%降至5.7%，进口增速从15.7%降至2.7%。同时，在制造业PMI分项指标中，出口新订单指数在2018年10-11月分别为46.9和47。事实上，该指数自5月份以来一直处于50荣枯线下方，揭示了出口下滑的潜在风险。2019年，在中美贸易摩擦尚未得到妥善解决的背景下，加之全球经济均面临增长放缓的压力，国际贸易形势难言乐观，我国出口面临较大幅度下滑的风险。

图 29：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2018年，在“内忧外患”下，国内经济增长放缓的压力逐渐增大，工业增加值同比增速逐步走低，制造业PMI回落至荣枯线附近。2018年1-11月，中国工业增加值累计同比增长6.3%，较去年同期降低0.3pct，全年保持向下趋势。从制造业PMI看，我国制造业从2016年2季度重回扩张区间，但数据显示，经济扩张的速度并不快，PMI远低于欧美地区。截至11月，PMI已经降至50，经济重回收缩区间的风险进一步增大。

整体来看，受基建降速拖累，投资增速继续降低；消费则由于经济下行，资产缩水，叠加负债上升，增速进一步放缓；出口方面，尽管中美贸易摩擦持续发酵，但受抢出口影响，全年出口增速并未明显放缓。因此，尽管2018年中国经济面临较大挑战，但经济仍能保持6.5%以上的增速。

2019年，尽管总的投资增速有望保持相对稳定，但出口面临大幅下滑的风险，消费则大概率延续弱势，宏观经济面临的下行压力进一步增大。

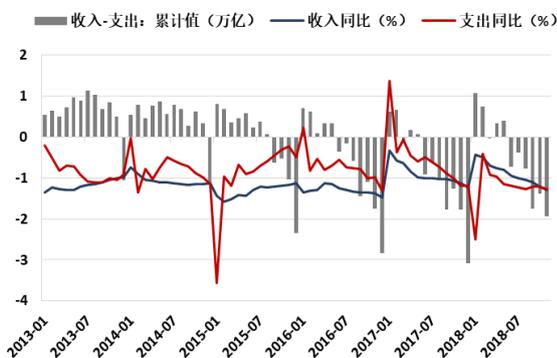
1.2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段

2018 年以来，政府继续实施积极的财政政策，财政政策逐渐成为经济调控的主要手段。积极的财政政策主要着力点是体现在加大减税降费力度、降低实体经济成本，持续推进增值税改革，降低制造业、交通运输、建筑、基础电信服务等行业增值税税率，更强调可持续性和聚力增效，降低赤字率，以效率换支出规模，促进经济结构转型，重点支持中小创新企业发展。

受财政政策调整的影响，2018 年财政收入与支出增速双双下行。财政部公布的统计数据显示，2018 年 1-11 月份，全国公共财政支出累计达到 19.18 万亿元，同比增长 6.79%，增速延续着从年初开始的持续回落态势，且相比于 2017 年同期要低 1.48pcts。支出减少主要在教育、医疗卫生与计划生育、城乡社区事务和交通运输方面，它们占财政支出的比重较高，但 1-11 月同比分别仅增长 4.2%、5.8%、3%和 6.5%。全国公共财政收入 17.23 万亿，同比增长 6.54%，增速较去年同期大幅下降 2.56pcts。其中非税收入同比下降 9.1%，税收收入同比增长 9.5%，主要税种收入增速均超过平均水平。需要解释的是，非税收入的同比下降表明政府清理不合理收费项目的工作成效显著，而税收收入同比持续高增长并非因为减税措施的失败，而是由于征收效率的提高所致。

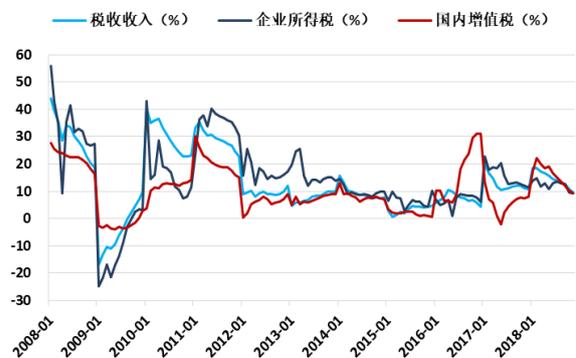
2019 年，由于国内经济形势下行的压力，财政政策料更加积极。12 月份的中央经济工作会议强调，财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。正如前文所言，地方政府基建投资大概率得以维持稳定，而企业和个人的税费负担减轻，生产和消费将得到一定提振，将部分缓冲宏观经济的下行压力。

图 31：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



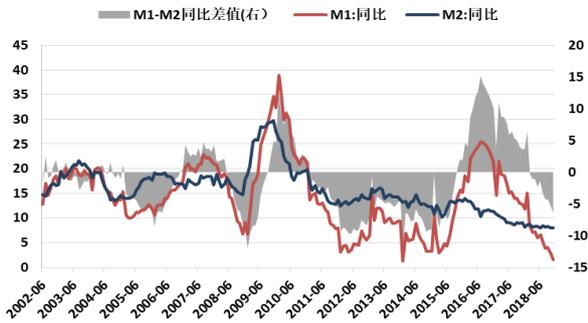
数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点

2018 年初，央行工作会议指出全年工作任务，保持货币政策稳健中性和切实防范化解金融风险居于首位。但是，随着信贷市场收紧，融资环境恶化，金融数据不断下行，先有结构性去杠杆，后又从“去杠杆”转变为“稳杠杆”。2018 年一季度，央行关于流动性的基调仍是“合理稳定”，而央行二季度例会则指出，要高度重视逆周期调节，要保持流动性“合理充裕”。因此，2018 货币政策存在一个由紧到松的过程。

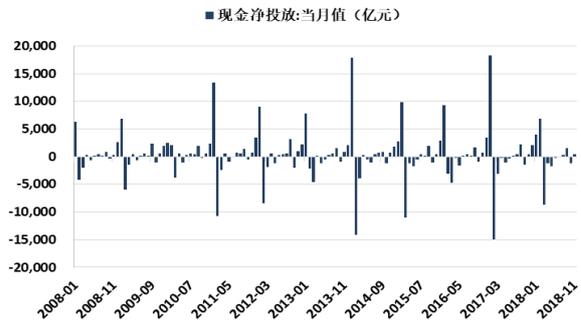
2018 年，受防风险、去杠杆以及经济形势下行等多重因素影响，融资形势不容乐观。人民银行统计数据显示，截至 2018 年 11 月份，狭义货币供应量 M1 同比增长 1.5%，增速较 2017 年同期大幅下降 11.2pcts，且延续自 2016 年中以来的回落态势，为历史次低值；广义货币供应量 M2 同比增长 8%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts，下行趋势起点可以追溯至 2010 年初，且 M2 增速创下历史最低水平。M1-M2 增速差亦达到 -6.5% 的较低水平，表明经济确实承受着较大的下行压力。

图 33: 中国货币供应增速及剪刀差变动



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 34: 中国人民银行现金净投放



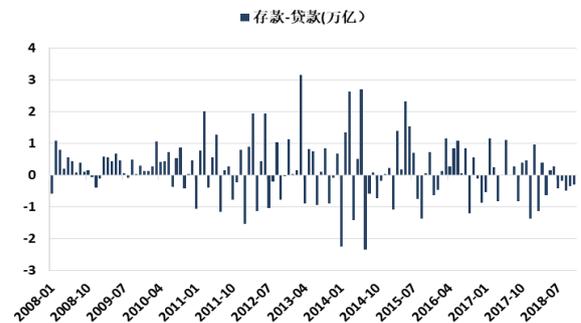
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 35: 中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 36: 中国新增人民币存贷款



数据来源: Wind, 中信建投期货

由于我国 M2 与 GDP 比值处于国际较高水平，M2 基数较大，同时在经济下行和转型期，单纯依靠货币供应难以产生实质的刺激作用，货币供应保持低增速或将成为常态。货币供应增速持续回落背景下，人民银行向市场净投放资金的力度也有所减小。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，人民银行向市场净回笼现金合计 82 亿元，相比于 2017 年同期净投放 319 亿元继续减少。

从融资需求来看，2018 年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，社会融资规模达到 17.64 万亿元，较 2017 年同期少 3.17 万亿元，减少幅度达 15.25%。除了去杠杆和防风险的因素外，在经济下行期，投资的需求明显回落，企业和个人对于融资的需求下降，亦是社融下滑的重要原因。受清查影子银行、防范系统风险等因素影响，表内信贷保持较高增速。2018 年 1-11 月份，新增人民币贷款 14.74 万亿元，同比增长 11.08%，但增速较 2017 年同期下降 4.8pcts。由于新增信贷快速增长，使得新增信贷在社会融资中的占比有所提升，2018 年 11 月份达到 83.59%，较 2017 年同期提高近 20 个百分点。

2018 年前 11 个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加 2.57 万亿，中长期贷款增加 10 万亿，其中居民中长期贷款新增量低于去年同期，表明居民加杠杆速度有所放缓。但是，需要警惕的是，2018 年 1-11 月份，新增存款与贷款的差额达到 -1.75 万亿，为历史最大值。另一方面，尽管由于影子银行等其他融资渠道关闭，社会融资需求集中到银行部门，但实际增量大幅上升的融资形式仍是票据融资等短期高信用工具。从实际情况看，即全市场融资形势恶化，中小企业面临严峻的融资难融资贵问题，而银行间利率和债券市场利率却持

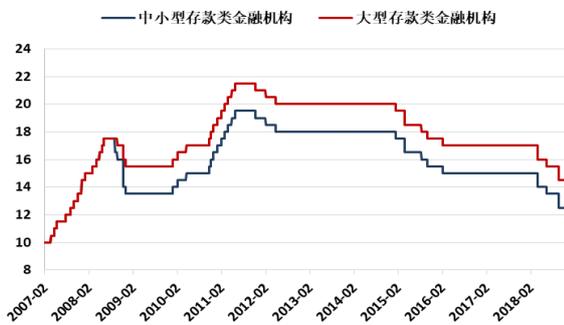
续走低。这种现象表明，货币市场资金相对充足，金融机构对实体企业放款趋于谨慎，偏好大型企业，对中小企业持谨慎态度。换言之，货币市场的问题不在于资金供应的不足，而在于利率传导机制的低效，因此，未来货币政策的重点是疏通利率传导的机制。

2018年12月，中央经济工作会议关于货币政策的精神是稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策的传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。2017年，相关论述为保持中性，管住货币供给总阀门，保持货币信贷和社融合理增长，促进多层次资本市场发展。同时，2018年删去了保持人民币汇率基本稳定和守住不发生系统性金融风险。对比2018年和2017年相关表述，2019年货币政策操作空间扩大，重点将着力提高资金从金融体系传导到实体的效率，同时降低实体企业融资成本，提振企业经营效益。结合前文的分析，我们认为，“大水漫灌”的可能性极低，但货币供应大概率保持边际宽松，以促进信贷和融资的合理增长，满足必要的融资需求。

1.2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段

2018年，货币政策经历由紧到松，致使利率水平前高后低。Wind统计数据显示，截至2018年12月24日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）1个月和1年期分别报3.232%和3.517%，分别较2017年年底低1.7032和1.2411pcts，整体回落至2015年下半年至2016年时的水平。前文提到，2018年呈现出实体融资难融资贵和金融体系利率持续走低的矛盾现象，问题的关键在于货币政策的传导机制，而非供应问题。2018年，央行分别于1月、4月、7月和10月共进行四次降准，大型机构存款准备金率降至14.5%，中小结构降至12.5%，已处于2008年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约3万亿元，当前市场的流动性已经达到相对充裕的状态。

图 37：中国人民银行存款准备金率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



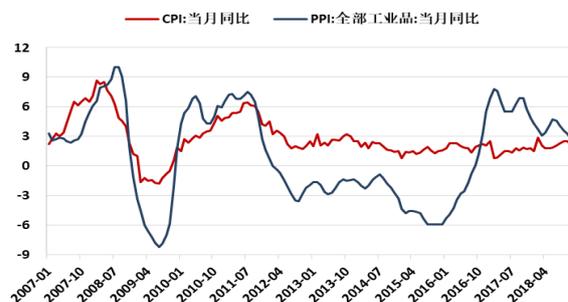
数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，由于美联储加息节奏有望放缓，国内通胀压力减小，货币政策操作空间较 2018 年大。

据国家统计局数据，2018 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.7%，较去年同期下降 0.89pct，终结自 2017 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.3%，较去年同期下降 0.23pct，基本延续下行的趋势。由于消费增长乏力，我国消费者物价指数得以保持在较低水平。此前，供给侧改革导致工业品物价指数大幅攀升，并带来 CPI 的上行压力，但 2018 年以来，PPI 逐步回落，二者趋于收敛，通胀压力已经大幅减小。

美国方面，2018 年美联储继续渐进加息，全年累计加息四次，美国联邦基金利率已经升至 2.25%-2.5% 区间。2018 年四季度以前，市场普遍预计 2019 年美联储仍将加息三次，但进入四季度后，随着美股暴跌，全球经济增长放缓的风险增大，美联储官员关于加息的态度有所软化。若美联储加息进程放缓或停止，人民币利率面临的压力明显减轻。

尽管美联储加息节奏有望放缓和国内通胀压力减小拓展了货币政策操作空间，但全面降息的概率仍不大。一方面，货币市场利率处于历史较低水平，表明金融市场货币供应较为充裕。并且，美元利率经过多次加息，已经接近正常区间的下沿，留给人民币利率的空间并不大。因此，降息并非解决当前融资问题的最佳手段。

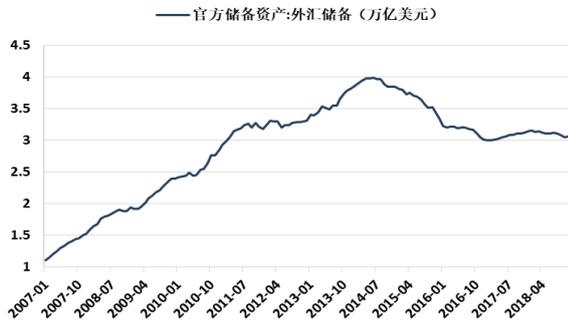
2018 年 12 月 19 日，央行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微/民企等重点领域的支持力度，疏通货币传导机制的薄弱环节。在银行体系资金相对充裕的情况下，单纯通过降准提高货币乘数的方式同样不是解决当前货币传导问题的最佳手段。相比直接降准，TMLF 能够控制资金流向，完成定向支持的目标。我们认为，通过 TMLF，既能解决中小微企业融资困境，又能避免流动性泛滥，这种“定向降息”的调节手段，亦是短期内解决货币政策传导滞后的最佳手段。因此，2019 年，TMLF 大概率将成为解决融资问题、货币传导问题的最主要手段，规模和范围或适时扩大。

1.2.5 外汇储备与汇率稳定可期

2018 年，受贸易摩擦、国内经济下行和美联储加息等因素影响，人民币汇率面临较大的贬值压力，外汇储备亦终结自 2017 年以来的回升之势，全年保持下行趋势。2017 年，随着我国经济逐步走向复苏，人民币汇率稳步升至，至 2018 年 2 月份，美元兑人民币中间价最低触及 6.2822，但随后在经济下行压力增大、贸易摩擦升级和美联储持续加息等多重利空影响下，人民币重回贬值通道，并一度逼近整数关口“7”。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从年初的 3.16 万亿美元降至 3.06 万亿。

2019 年，人民币进一步贬值的空间不大，随着国际经济形势的变化，甚至可能出现一定的升值。首先，随着美联储加息进程的放缓，人民币贬值的压力大幅减轻；其次，美国经济后续增长动力减弱，美股面临回调压力，避险情绪上升，黄金相对美元资产更具投资价值；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，且中国作为全球最大的新兴市场，极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，2019 年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 41：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

1.3 宏观小结

宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济热度也面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出 QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能导致全球商品波动进一步加剧。

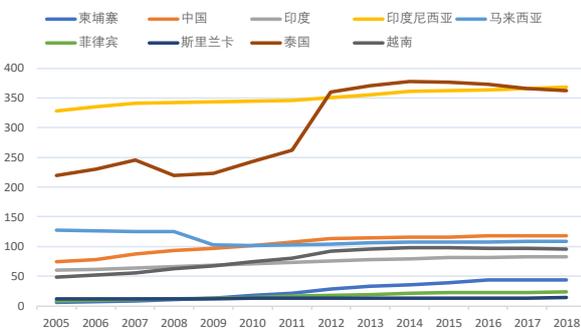
2. 供需分析

2.1 天然橡胶供给稳定

2.1.1 主产国天然橡胶产出稳定增长

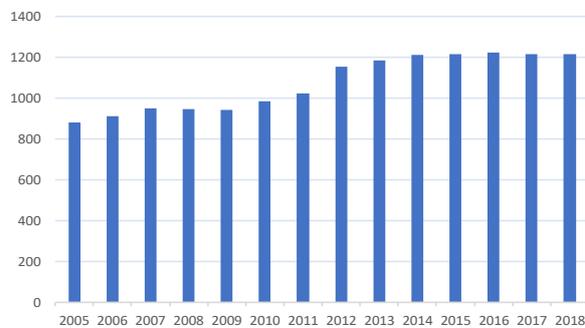
2009-2016 年，ANRPC 各成员国的天然橡胶种植面积保持持续增长。2016 年，ANRPC 总种植面积达到峰值 1221.28 万公顷，此后两年 ANRPC 成员国天然橡胶种植面积小幅下降，主要因为泰国和越南两国近两年种植面积的下降；2018 年，ANRPC 成员国天然橡胶种植面积合计达 1215.6 万公顷，较 2017 年略微减少 1 万公顷，中国天然橡胶种植面积达 117.7 万公顷，较 2017 年小幅增加 0.1 万公顷。

图 43：ANRPC 各成员国天然橡胶种植面积（单位：万公顷）



数据来源：Wind，中信建投期货

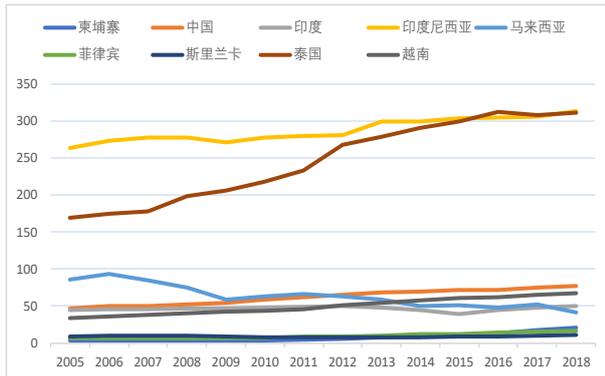
图 44：ANRPC 合计天然橡胶种植面积（单位：万公顷）



数据来源：Wind，中信建投期货

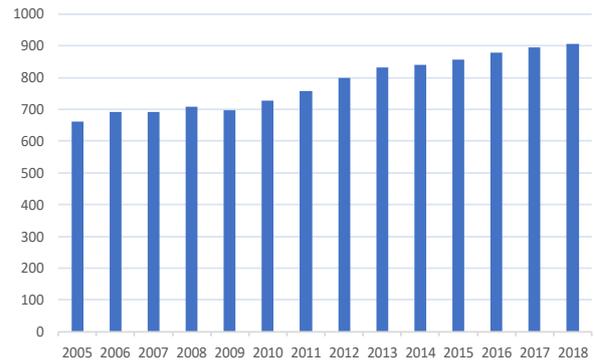
天然橡胶从种植到开始割胶需要经过 6-8 年时间，此后可以连续割胶超过 20 年，因此并非所有种植面积上的橡胶树都能够产出天然橡胶。天然橡胶的产量主要和开割面积以及单位开割面积产量有关。根据中国橡胶信息贸易网统计数据，2018 年 ANRPC 成员国天然橡胶开割面积为 906.47 万公顷，占总种植面积的 74.57%，占比处于近几年来较高水平；其中开割面积最大的为印度尼西亚，达到 312.74 万公顷，泰国紧随其后，开割面积达 311.12 万公顷，其余成员国开割面积均未超过 100 万公顷，中国 2018 年天然橡胶开割面积为 77 万公顷。

图 45：ANRPC 各成员国开割面积（单位：万公顷）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 46：ANRPC 合计开割面积（单位：万公顷）

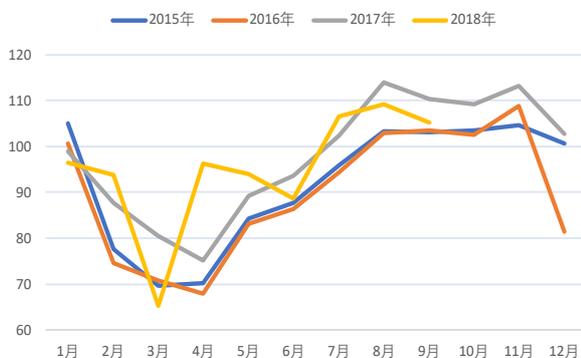


数据来源：Wind，中信建投期货

从单位开割面积产量来看，2018 年 ANRPC 成员国除菲律宾和斯里兰卡外单产均超过 1000 千克/公顷；其中单产最高的为越南，单产达到 1640 千克/公顷，泰国和马来西亚单产也较高，分别为 1493 千克/公顷和 1450 千克/公顷，印度由于受洪水影响单产较去年大幅下降 248 千克/公顷至 1241 千克/公顷，中国 2018 年单产为 1097 千克/公顷，较 2017 年小幅下降 21 千克/公顷。

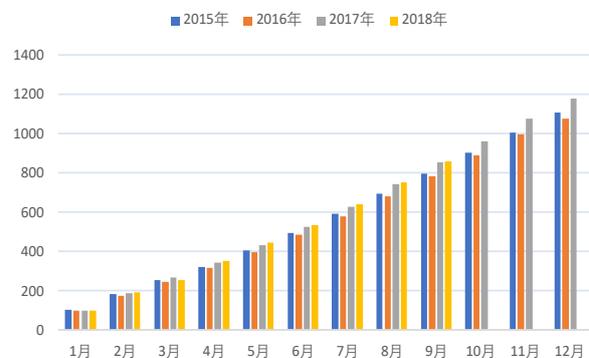
根据开割面积和单位产量，我们可以大致估算出 2018 年 ANRPC 成员国天然橡胶产量。根据计算，2018 年 ANRPC 各成员国天然橡胶产量将达到 1201.2 万吨，较 2017 年产量增加 19.5 万吨；其中产量最大的是泰国，将达到 464.5 万吨，其次为印度尼西亚，产量为 377.48 万吨，中国产区产量为 84.47 万吨，较 2017 年增加 1.29 万吨。根据目前公布的数据来看，2018 年 1-9 月，ANRPC 成员国天然橡胶累计产量为 855.52 万吨，较去年同期微增 0.4%；中国天然橡胶累计产量为 55.3 万吨，较去年同期微增 0.38%。

图 47：ANRPC 天然橡胶月产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 48：ANRPC 天然橡胶累计产量（单位：万吨）

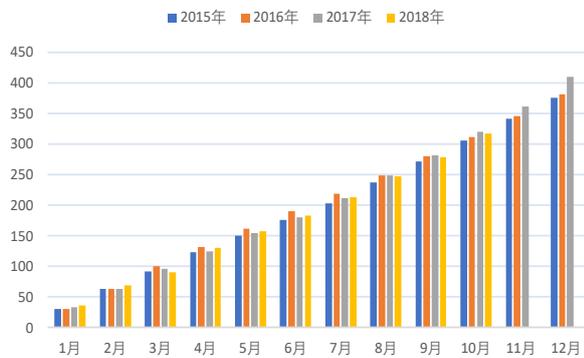


数据来源：Wind，中信建投期货

2.1.2 主要天然橡胶出口国出口量有所下降

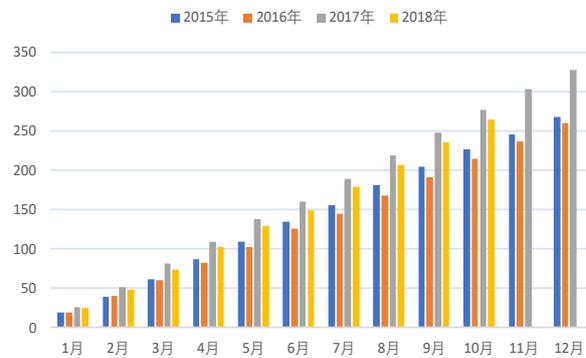
泰国、马来西亚、印度尼西亚一直是全球最大的几个天然橡胶出口国，而最近几年，越南的天然橡胶出口量逐年上升，2017年出口量已超过马来西亚，成为第三大天然橡胶出口国。2018年，除越南的天然橡胶出口量保持继续增长外，泰国、马来西亚、印尼的出口量均出现了一定程度的下滑。根据 ANRPC 数据，2018年1-10月，泰国累计出口天然橡胶 317.59 万吨，较去年同期小幅下降 0.81%；印尼累计出口天然橡胶 263.8 万吨，较去年同期下降 4.58%；马来西亚累计出口天然橡胶 93.83 万吨，较去年同期下降 6.05%；越南累计出口天然橡胶 116.06 万吨，较去年同期上升 8.46%。在各成员国天然橡胶产出稳定增长的情况下，2018年全年 ANRPC 各成员国合计天然橡胶出口将继续保持稳定增长，但由于几个主要出口国出口量的下降，出口增速将有所放缓，预计全年 ANRPC 累计出口天然橡胶将达到 1060 万吨，较 2017 年增长 1.62%。2019 年，ANRPC 各成员国合计天然橡胶出口维持增长仍将是大概率事件，但在几个主要出口国可能出台的限制出口政策等影响之下，出口增速恐进一步回落至 1%以内。

图 49：泰国天然橡胶累计出口量（单位：万吨）



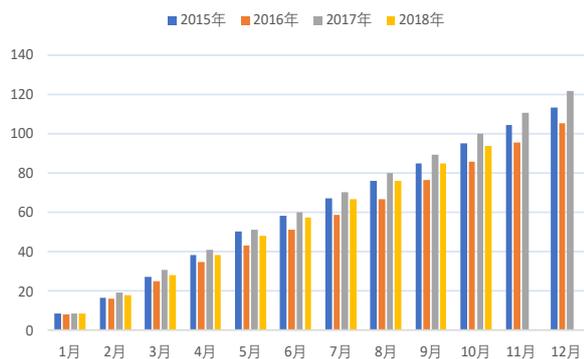
数据来源：Wind，中信建投期货

图 50：印度尼西亚天然橡胶累计出口量（单位：万吨）



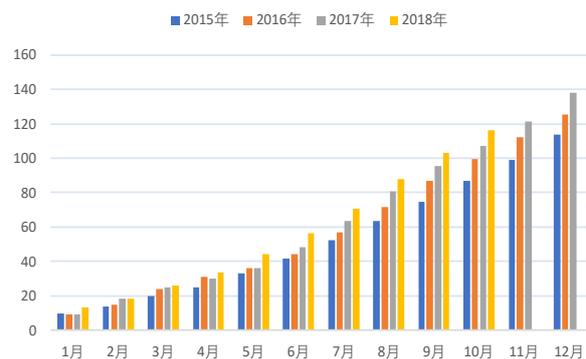
数据来源：Wind，中信建投期货

图 51：马来西亚天然橡胶累计出口量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 52：越南天然橡胶累计出口量（单位：万吨）

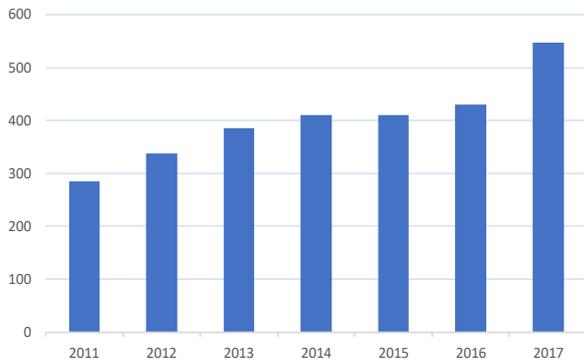


数据来源：Wind，中信建投期货

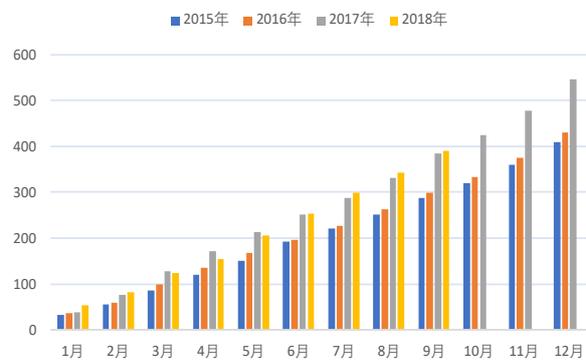
2.1.3 中国天然橡胶进口量稳定增长

中国一直是全球最大的天然橡胶进口国，近十年来国内天然橡胶进口量保持持续增长。2017年，中国进口天然橡胶 546.78 万吨，较 2016 年大幅上涨 27.09%；2018 年 1-9 月，国内天然橡胶累计进口量为 389.76 万吨，较去年 2017 年同期上涨 1.29%。尽管 2018 年天然橡胶进口量难以再现去年的大幅上涨，但全年进口量保持持

续稳定增长将是大概率事件，预计全年中国天然橡胶进口较 2017 年增长 1% 左右，进口量达 552.25 万吨。2019 年，受下游汽车行业表现低迷以及轮胎市场增速回落的影响，中国天然橡胶进口量料将与 2018 年持平。

图 53：中国天然橡胶年进口量（单位：万吨）


数据来源：Wind，中信建投期货

图 54：中国天然橡胶累计进口量（单位：万吨）


数据来源：Wind，中信建投期货

2.1.4 三国联盟出口限制短期内推涨胶价，泰国削减种植面积效果需要时间

2018 年 1 月，由泰国、印度尼西亚、马来西亚三个重要的天然橡胶产出国组成的三国联盟为提高天然橡胶的全球市场价格，决定在 1-3 月减少各自的橡胶出口，其中泰国减少橡胶出口量 24 万吨，印度尼西亚减少出口 9.5 万吨，马来西亚减少出口 2 万吨。12 月 16 日，为应对持续低迷的天然橡胶价格，三国联盟再次召开会议讨论限制出口政策，越南也因为其近年来持续增长的天然橡胶出口量被邀请参加此次会议，截至目前，三国联盟暂未公布明确的限制政策。尽管三国联盟寄希望于此类限制出口政策能够推涨天然橡胶价格，但由于其并未减少天然橡胶供给量，仅仅是将一部分供给量延后，因此仅能在短期内推升天然橡胶价格，并且幅度有限，在价格上涨且限制期结束后，积压的部分仍将流入市场，从中长期来看难以改变天然橡胶价格的走势。

2018 年 7 月，泰国政府提出“减少橡胶种植面积来提升橡胶价格的方案”，该方案计划在未来 5 年时间内每年减少天然橡胶种植面积 20 万莱（约 3.2 万公顷）。按照过去 5 年泰国平均单位开割面积产量 1481.4 千克/公顷，过去 5 年平均开割面积占比 81.99% 计算，该方案每年将减少天然橡胶产出约 3.89 万吨，占泰国 2017 年产量的 0.88%。尽管 3.89 万吨相较于泰国超过 400 万吨的年产量来说体量较小，短期内对整个天然橡胶价格的影响有限，但由于这一计划将持续 5 年，如果泰国政府能够将计划全部落实，其累计效果不容小觑。此外，由于橡胶树生长的长周期性，减少种植面积所降低的产量很难在短时间内通过新种橡胶树的方式恢复。在 2010-2012 年新增橡胶树种植高峰期过后，2013 年起各国新增种植面积显著减少，该计划中产量的降低在未来几年几乎是不可逆的。因此，虽然泰国政府推出的这一计划在短期内对天然橡胶价格影响较小，但如果能够得到严格执行，从长期来看对天然橡胶价格将产生重要影响。

2.2 天然橡胶需求表现不佳

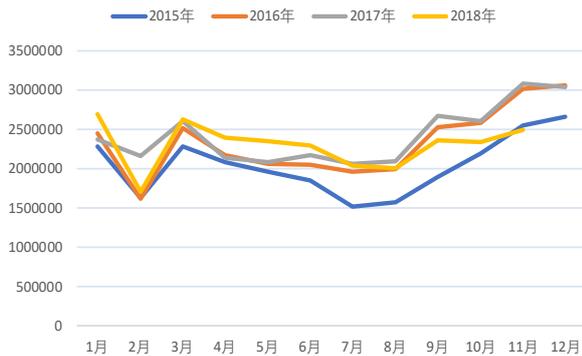
2.2.1 汽车市场遭遇“寒冬”，全年产销首次出现负增长

在经过了 20 多年的持续快速增长后，2018 年国内汽车市场遭遇“寒冬”。在小排量车购置税优惠政策退出、国内经济增速放缓以及房地产市场等多重影响下，传统的“金九银十”旺季不旺，全年汽车产销基本确定首次出现负增长。

根据中汽协统计数据，2018 年国内汽车单月产量自 7 月开始出现同比下跌，且跌幅在随后的几个月中有所

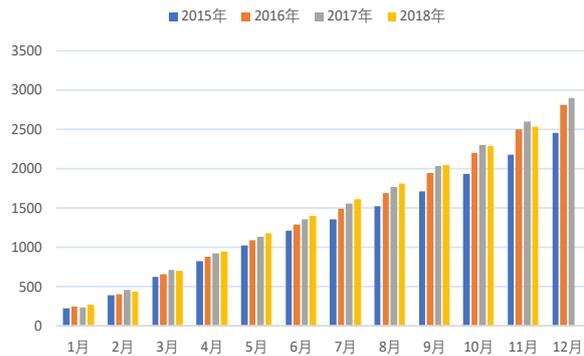
扩大，11月国内汽车产量为2498373辆，同比下跌18.89%，跌幅较10月扩大8.55%；前11月，国内汽车累计产量为2532.52万辆，较去年同期下跌2.59%。销量方面，2018年国内汽车单月销量同样自7月份开始出现下跌，最新数据显示，11月国内汽车销量为2547819辆，同比下跌13.86%，跌幅较10月扩大1.89%；前11月，国内汽车累计销量为2541.97万辆，较去年同期下跌1.65%。

图 55：中国汽车月产量（中汽协）（单位：辆）



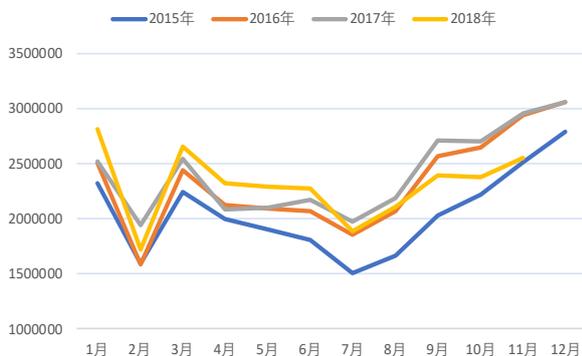
数据来源：Wind，中信建投期货

图 56：中国汽车累计产量（中汽协）（单位：万辆）



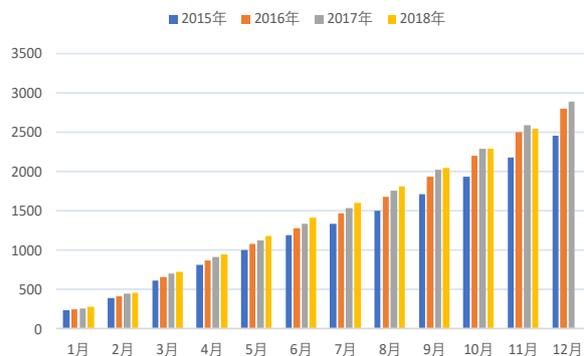
数据来源：Wind，中信建投期货

图 57：中国汽车月销量（中汽协）（单位：辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

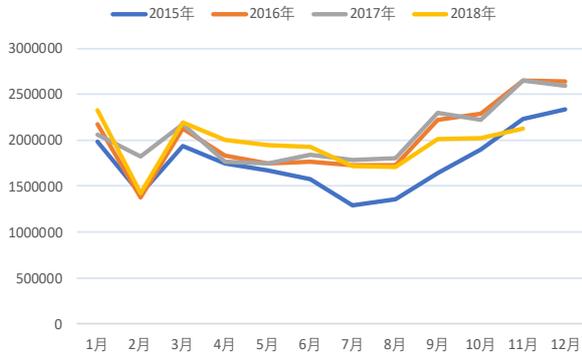
图 58：中国汽车累计销量（中汽协）（单位：万辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

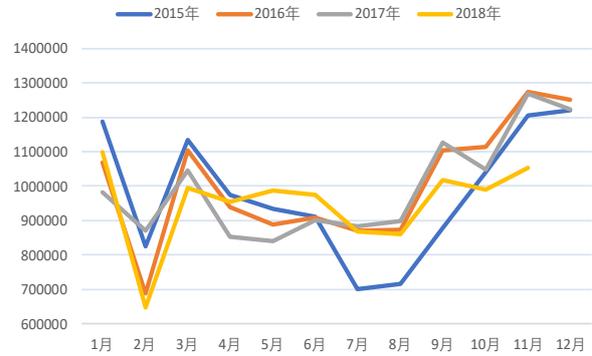
乘联会统计数据同样显示出国内汽车市场的颓势。根据其最新统计数据，2018年11月，国内广义乘用车产量为2123133辆，同比下降20.01%，其中，轿车产量为1053473辆，同比下降17.01%，MPV产量为141349辆，同比下降33.67%，SUV产量为899401辆，同比下降20.93%；2018年1-11月，国内广义乘用车累计产量为21408186辆，较去年同期下降3.44%，其中，轿车累计产量为10453801辆，较去年同期下降2.48%，MPV累计产量为1446977辆，较去年同期下降20.39%，SUV累计产量为9156244辆，较去年同期下降0.45%。销量方面，2018年11月，国内广义乘用车销量为2052381辆，同比下降17.99%，其中，轿车销量为1024265辆，同比下降13.64%，MPV销量为141391辆，同比下降30.24%，SUV销量为854377辆，同比下降20.58%；1-11月，广义乘用车累计销量为20486605辆，较去年同期下降4.33%，其中，轿车累计销量为10084261辆，较去年同期下降2.33%，MPV累计销量为1509065辆，较去年同期下降15.3%，SUV累计销量为8558345辆，较去年同期下降3.67%。

图 59：乘联会广义乘用车月产量（单位：辆）



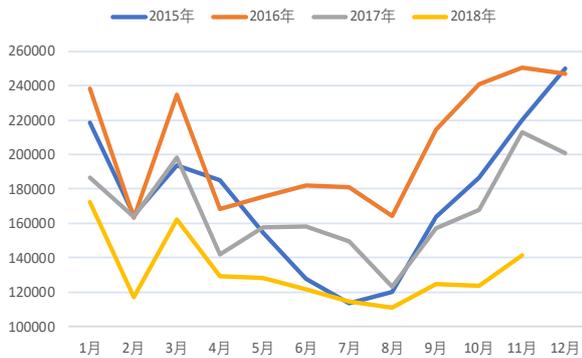
数据来源：Wind，中信建投期货

图 60：乘联会轿车月产量（单位：辆）



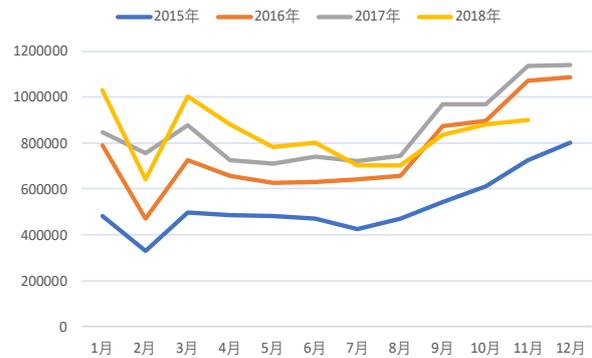
数据来源：Wind，中信建投期货

图 61：乘联会MPV月产量（单位：辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 62：乘联会SUV月产量（单位：辆）



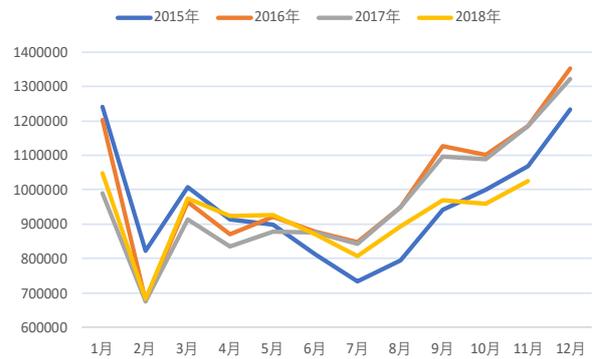
数据来源：Wind，中信建投期货

图 63：乘联会广义乘用车月销量（单位：辆）



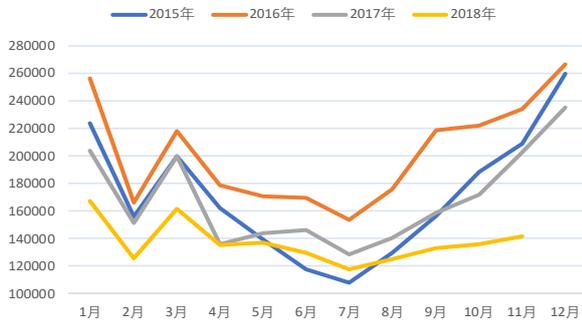
数据来源：Wind，中信建投期货

图 64：乘联会轿车月销量（单位：辆）



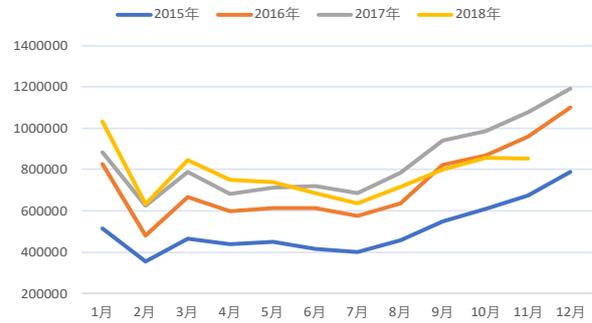
数据来源：Wind，中信建投期货

图 65：乘联会 MPV 月销量（单位：辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

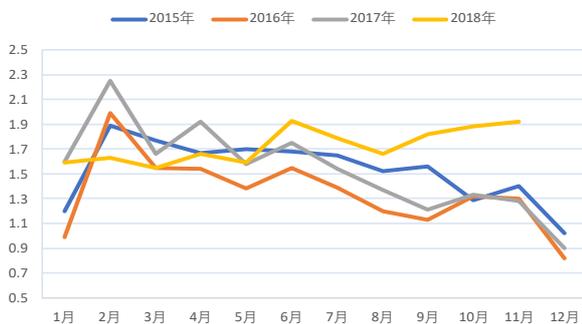
图 66：乘联会 SUV 月销量（单位：辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

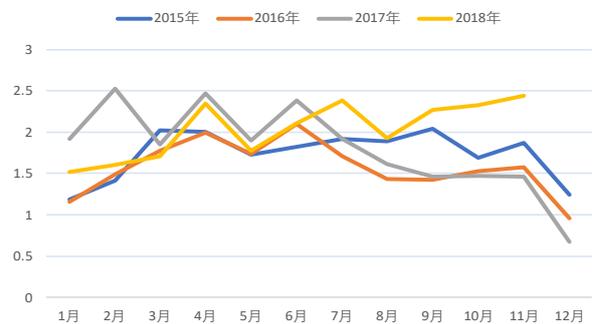
中国汽车流通协会发布的最新“汽车经销商库存”调查结果显示：11月份中国汽车经销商综合库存系数为1.92，同比上升50%，环比上升2.13%，库存水平继续位于警戒线以上，其中，自主品牌汽车库存系数为2.44，环比上升4.72%；合资品牌汽车库存系数为1.84，环比上升2.79%；高端豪华和进口品牌汽车库存系数为1.52，环比下降3.18%，但仍处于警戒线以上。值得注意的是，2018年汽车经销商综合库存指数全年都位于1.5的警戒线以上。

图 67：汽车经销商库存系数



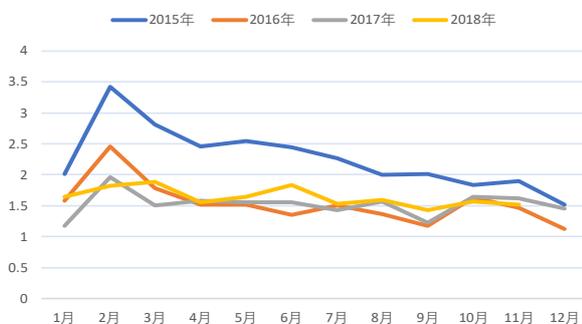
数据来源：Wind，中信建投期货

图 68：汽车经销商自主品牌库存系数



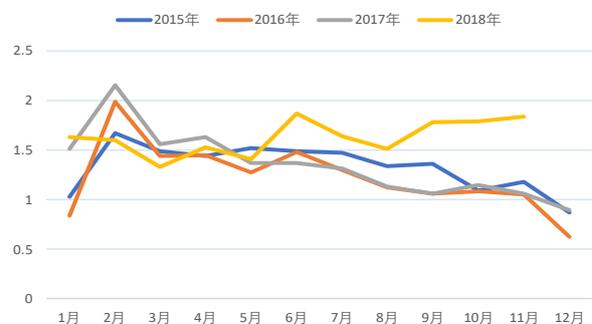
数据来源：Wind，中信建投期货

图 69：汽车经销商进口品牌库存系数



数据来源：Wind，中信建投期货

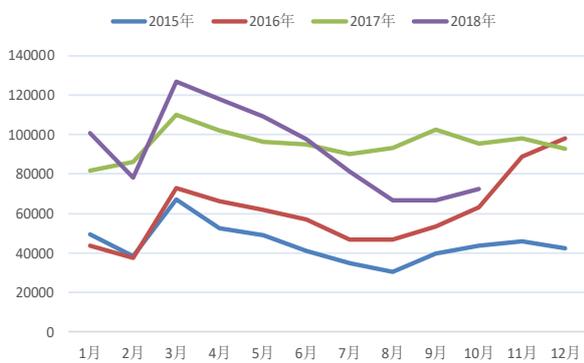
图 70：汽车经销商合资品牌库存系数



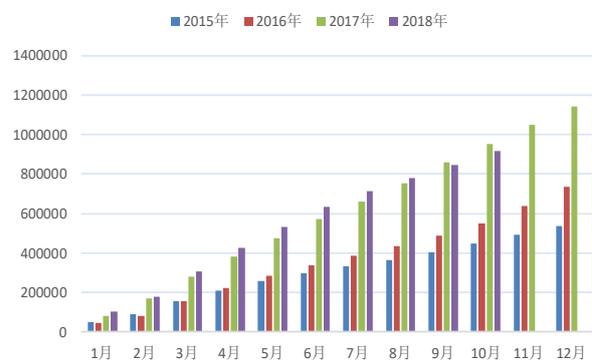
数据来源：Wind，中信建投期货

2018年上半年，国内重卡市场保持快速增长，除2月份受春节假期影响产销出现同比下滑外其余月份均保

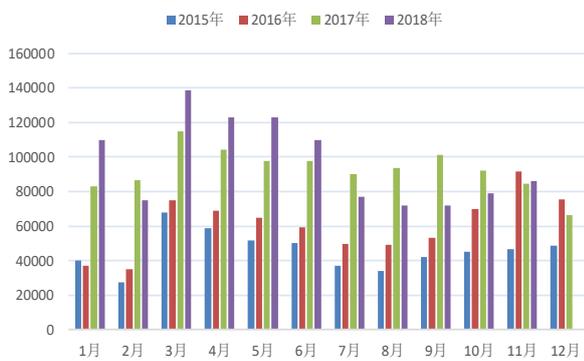
持了两位数的同比增速；然而进入下半年后市场风云突变，重卡市场随着整个汽车行业的低迷，产销数据均出现了大幅下滑。2018年10月，国内重卡单月产量为72500辆，较去年10月下降24.07%，降幅较9月缩小11.01%；国内重卡单月销量为79000辆，较去年10月销量下降14.40%，降幅较9月缩小14.39%。1-10月，国内重卡累计产量为918231辆，较去年同期下降3.64%，降幅较前9月扩大2.28%；国内重卡累计销量为978559辆，较去年同期增长1.83%，增幅较前9月放缓1.72%。11月，国内重卡市场共计销售各类车型8.6万辆，环比增长8.86%，同比增长1.47%，结束了连续四个月的同比增速负增长。从目前重卡市场需求来看，12月份将有望延续11月的整体发展态势，预计12月重卡销量将超过去年同期的66260辆，继续呈现同比正增长，全年重卡市场预计将累计销售114万辆左右，累计同比增长2%，创下中国重卡市场年销量的历史新高。

图 71：中国重卡月产量（单位：辆）


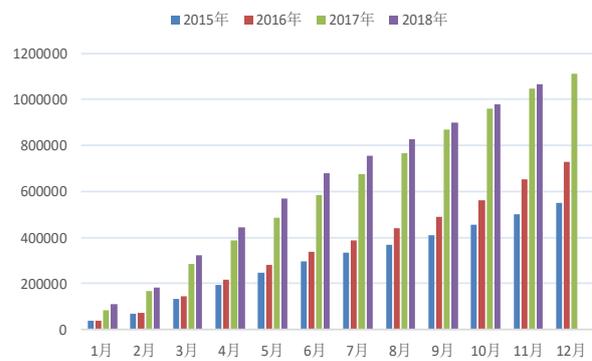
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 72：中国重卡累计产量（单位：辆）


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 73：中国重卡月销量（单位：辆）


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 74：中国重卡累计销量（单位：辆）


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

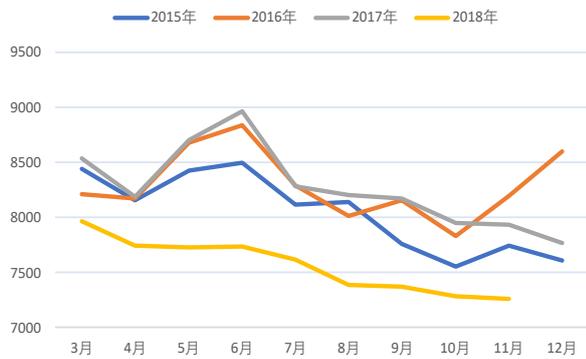
综合来看，在小排量汽车购置税优惠政策退出以及国内经济增长放缓的影响下，2018年中国汽车行业遭遇了前所未有的“寒冬”，同时2017年的高基数也使得2018年国内汽车产销数据20年来首次出现同比下降，预计全年国内汽车产销量分别为2832万辆、2842万辆，分别较2017年下降2.4%和1.59%。而根据中国汽车工业协会关于2019年汽车市场的预测报告，2019年中国汽车市场将停止增长，即零增长。

2.2.2 轮胎产量增速放缓，出口表现不佳

2016年，国内橡胶轮胎外胎产量持续保持高速增长，月产量同比增长率几乎全年保持在8%以上的高位，

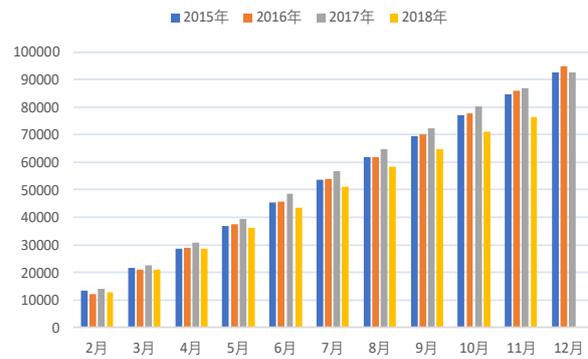
2017年，轮胎产量增速开始下滑，进入2018年后情况也未能好转，自9月份开始更是连续三个月出现产量同比负增长。根据国家统计局数据，2018年11月，国内橡胶轮胎外胎产量为7262万条，同比下滑2.1%；1-11月，国内橡胶轮胎外胎累计生产76500.3万条，累计同比增长1.2%，增速较去年前11月下降5.1%。

图 75：中国橡胶轮胎外胎月产量（单位：万条）



数据来源：Wind，中信建投期货

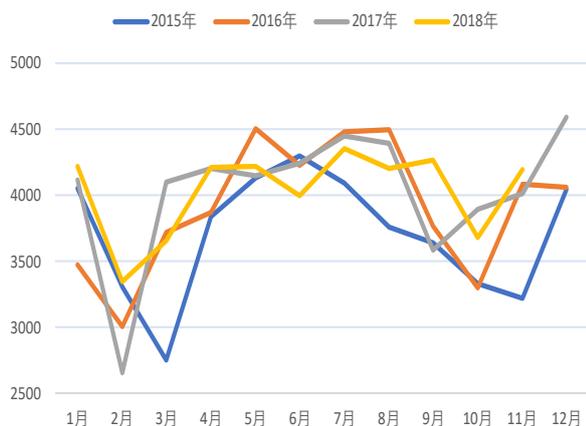
图 76：中国橡胶轮胎外胎累计产量（单位：万条）



数据来源：Wind，中信建投期货

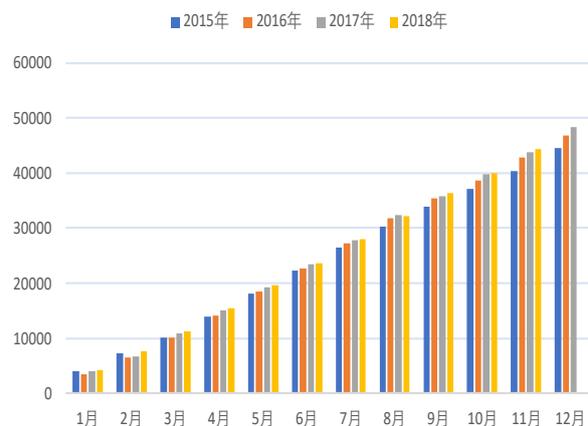
受欧盟反倾销关税以及中美贸易摩擦影响，2018年国内橡胶轮胎出口增速有所放缓。2018年5月8日，欧盟宣布对从中国进口的卡、客车轮胎征收反倾销税，最低税率为每条52.85欧元。10月22日晚间，欧委会公布了对华卡、客车轮胎反倾销案的最终裁决。在终裁中，欧委会认定自中国进口的卡、客车轮胎在欧盟市场存在倾销行为，且对欧盟产业造成了实质性损害，由此决定对自中国进口的卡、客车轮胎征收反倾销税。从最终结果来看，相比初裁税率，终裁税率水平大幅下降，平均降低幅度在23%左右，平均每条轮胎反倾销税降低约17欧元，终裁于2018年10月23日开始生效。根据海关总署最新数据，2018年11月，国内橡胶轮胎出口4193万条，较去年11月增长4.43%；1-11月，国内橡胶轮胎累计出口44308万条，累计同比增长1.3%，增速较去年同期下降1%。

图 77：新的充气橡胶轮胎月出口量（单位：万条）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 78：新的充气橡胶轮胎累计出口量（单位：万条）



数据来源：Wind，中信建投期货

受到国内汽车市场表现不佳、欧盟反倾销关税以及国际贸易摩擦等因素的影响，2018年国内轮胎行业增速将进一步放缓，预计全年轮胎产量以及出口量增速将双双回落至1%左右。2019年，由于汽车市场暂无回暖迹象，

国内轮胎产量恐将维持在 2018 年的增速水平，而出口方面则因为国际贸易关系的不确定性难有较大起色。

2.3 天然橡胶库存高企

2018 年国内天然橡胶期货库存高企，自 2 月份起上海期货交易所天然橡胶期货库存较去年同期高出 10 万吨以上，9 月和 10 月上旬上期所天然橡胶期货库存更是达到 50 万吨以上，超过去年同期库存 14 万吨左右，11 月份随着老胶仓单注销日的临近，期货库存开始下降，库存压力得以缓解。在老胶仓单退出后，上期所天然橡胶期货库存尚有 277350 吨，较去年同期高出 58070 吨，此后库存再度进入上升状态。截至 12 月 25 日，上期所天然橡胶期货库存达 366970 吨。

青岛保税区天然橡胶库存则处于近几年来来的低位，在 5 月中旬达到年内最低点后开始了缓慢累库的过程。10 月中旬保税区天然橡胶库存再次出现大幅下降，但这主要是因为青岛保税区仓储区域及仓储政策发生变化，将保税区内橡胶库存向下游工厂传导或者转为保税区外的隐性库存所致。11 月开始，青岛保税区暂停统计库存量，不过从各主产国天然橡胶出口以及国内进口情况来看，保税区内天然橡胶库存将有所回升。截至 10 月 16 日，青岛保税区橡胶库存合计 11.2 万吨，其中天然橡胶库存 5.21 万吨，合成橡胶库存 5.63 万吨，复合橡胶库存 0.36 万吨。

图 79：上期所天然橡胶库存（单位：吨）

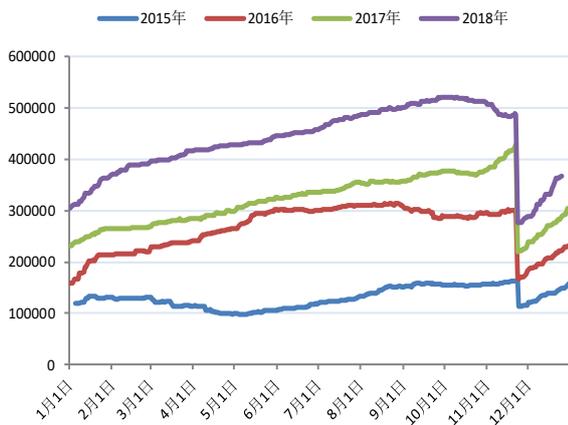
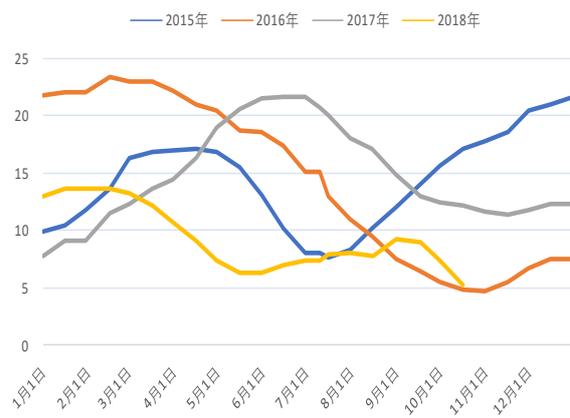


图 80：青岛保税区天然橡胶库存（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、20 号胶期货上市影响

2018 年 6 月 12 日，上期所 20 号胶作为特定品种的立项申请已获得中国证监会批复同意。20 号胶期货将复制原油期货相关政策，以“国际平台、人民币计价”为上市模式，采用净价交易、保税交割的方案，全面引入境外交易者参与。20 号胶主要用于全钢胎、半钢胎、斜交胎的生产，每年用于生产轮胎的天然橡胶中约有 80% 为 20 号胶。作为天然橡胶下游行业的主要消费品种，20 号胶期货上市后，将吸引众多下游厂商尤其是轮胎厂商进入期货市场进行套期保值操作，而现有天然橡胶期货市场的参与者也将被吸引至新的 20 号胶期货市场。同时，目前天然橡胶市场期现非标套利模式也将改变，产业投资者或将选择 20 号胶期货进行期现套利，增加交割品的现货市场流动性，使期货价格能够更好的反映上下游供需情况，大大减小投机对橡胶期货价格的影响。

根据上海期货交易所规定，国产天然橡胶在库交割的有效期限为生产年份第二年的最后一个交割月份，超

过期限后将自动转为现货，使其具有天然的空头属性，导致每年最后一个主力合约 09 合约交割压力较大，同时还造成每年新胶上市的 01 合约往往会大幅跳空高开，同时，参与买 1 卖 9 反套的投资者也将使 1-9 价差大幅拉开。2016 年 1-9 价差最大走扩至 2450 元/吨，2017 年 1-9 价差最大走扩至 3450 元/吨。由于 20 号胶期货将复制原油期货相关政策，因此其将采取连续月合约模式，同时其对标的交易所 20 号胶期货也是采取连续月合约模式。在此模式下，近远月价差将更多的反映期现价差，交割制度也将被改变，01 合约的新胶溢价将大幅降低，使得 1-9 价差的套利空间大幅收窄。2018 年 1-9 价差由于投资者对于 20 号胶上市预期并未向往年一样在 09 合约交割前 1-2 个月大幅走扩，且价差最高位出现在 01 合约上市不久的 2 月份，为 2205 元/吨。

四、行情展望与投资策略

4.1 行情展望

宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济热度也面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出 QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能导致全球商品波动进一步加剧。

供给方面，东南亚主产国产区在 10-12 年新种植橡胶树开始进入产胶期后天然橡胶产量稳定释放；尽管几个主要天然橡胶出口国 2018 年出口量有所下降，但国内天然橡胶进口仍旧保持稳定增长，天然橡胶供应充足。需求方面，汽车行业在经历了 20 多年的快速发展后遭遇“寒冬”，全年产销将首次出现负增长；轮胎产量在经济放缓以及汽车市场低迷的影响下产量增速放缓，出口方面则受到欧盟反倾销以及国际贸易摩擦的影响同样出现放缓。库存方面，虽然青岛保税区 2018 年天然橡胶库存处于近几年来低位，但上期所天然橡胶期货库存持续上升，库存量超出去年同期较多，使得整体库存量处于较高水平，库存压力较大。

综合来看，目前已知的主产国政策中，限制出口政策仅仅是推迟供给而非削减供给，减少橡胶种植面积方案在短期内难以产生较大影响，因此在不出现新的重大政策以及极端自然灾害的情况下，2019 年各主产国天然橡胶供给将保持稳定增长；根据中国汽车工业协会关于 2019 年汽车市场的预测报告，2019 年中国汽车市场将停止增长，即零增长，而国内轮胎在汽车市场增长停滞以及国际贸易摩擦仍存的情况下难有爆发式增长，天然橡胶需求预计将维持稳定，天然橡胶供需格局在 2019 年难以发生根本转变，整体仍将处于基本面较弱的境地中。然而目前天然橡胶价格已经长时间处于低位，下方受到割胶成本端的支撑较强，因此其下跌的空间也不大。2019 年对于天然橡胶市场来说恐将是一个漫长的筑底过程，预计全年天然橡胶价格在 10000 元/吨-13000 元/吨区间内运行概率较大。

4.2 投资策略

春节前，RU1905 可考虑在 11000-11500 元/吨区间内高抛低吸，春节后随着主产区进入停割期，供需矛盾将有所缓解，RU1905 可视下游企业生产情况在 11100 元/吨附近少量布局多单，注意设置好止损。09 和 01 合约主要以逢高沽空操作为主，但需关注东南亚主产国挺价政策以及可能出现的厄尔尼诺现象。



4.3 套保建议

当前天然橡胶期现价差已接近 1000 元/吨，后期走弱可能性较大，因此对上游企业而言暂不宜进行卖出套保，而贸易商和下游企业可根据自身需求情况于低位建立部分虚拟库存。



联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C
电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元
电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室
电话：0791-82082702

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017
电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G
电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室
电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912
电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼
电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室
电话：0351-8366898

济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室
电话：0531-85180636

大连营业部

地址：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 2901、2904、2905、2906 室
电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房
电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房
电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1
电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号
电话：028-62818701

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 111
电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座
电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com