

研究员

李传山

电话: 020-38011980

E-mail: Chuanshanli@hotmail.com

从业编号: F0232770

大跌过后歇歇脚

——4季度天胶策略投资报告

2011-10-10 星期一

要点与建议:

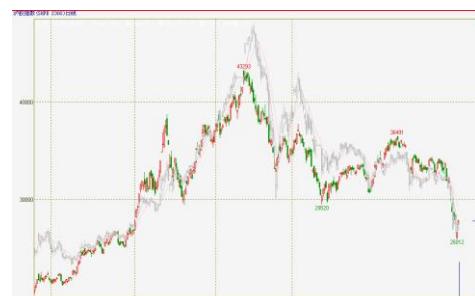
- 当前宏观经济羸弱和欧债危机诸多变数是商品市场的最大利空和不确定性因素，在欧美找到有效解决危机的办法之前，经济的复苏似乎路漫漫。
- 降价促销下，9月份汽车销量相对乐观，出于对汽车保有量稳定增长的预期，轮胎业扩张性投资热潮不减。
- 天胶产量稳定增长，泰国洪水、海南台风灾害等恶劣天气影响割胶，天胶价格下跌并非是胶市场的供需基本面发生了重大变化。
- 天然胶合成胶比价处于低位依然利多于沪胶，因在性能对比上，天胶较合成胶有较大的优势。
- 沪胶9月跌势超过我们月报估计，好在9月20日的空头投资方案弥补了这一遗憾。展望4季度行情，我们预计经过这波下跌趋势后，十、十一月份胶价有望在26000-30000区间宽幅震荡，消化前期跌势，宏观面不加剧恶化下，反弹的窗口可能出现在12月份，统计数据显示12月份上涨概率在73%，平均涨幅5.45%。

近期报告:[《沪胶空头投资方案》](#)

2011年9月20日

[《震荡中寻求机会》](#)

2011年9月

沪胶、日胶走势日线叠加图:

风险提示: 欧洲债务危机的进展以及胶产区天气情况变化。

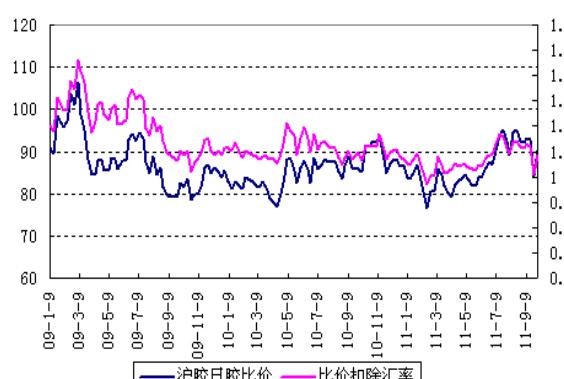
资料来源: 文华财经

一、3季度橡胶行情回顾

3季度沪胶在经过7月份的最高突破36000点行情后，宏观经济面的不景气再次发力，天胶期货市场全面回落。欧美债务危机依然是市场的主题，各国政府公布的经济数据更加低迷，而之前市场期待的众多利好消息到兑现时也难以令市场满意，随着希腊违约风险的加大，市场恐慌情绪蔓延，沪胶主力合约一度跌至26000附近。1201合约月末收于34240点，下跌1210点，跌幅达13.41%，期货对现货贴水超过1000元/吨。日胶总体上跟随沪胶走势，指数9月30日收于308点，季度下跌13.8%。

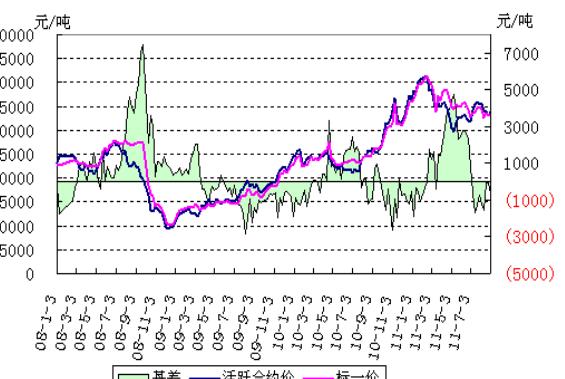
现货市场，受到期货市场连续走弱的影响，天胶现货市场进入9月份来胶价连续下跌，下游工厂开工基本正常，但是期货市场跳水令市场采买人气明显减少。十一长假前下游市场基本没有出现节前备货的情况，工厂采购保持随用随进的方式，原料库存维持在低位。天然橡胶上海市场月末云南全乳胶报价在29000元/吨左右，海南全乳胶价格在29000元/吨左右，泰标复合31000元/吨左右，马标复合在31000元/吨。

图1：沪胶日胶比价



数据来源：华联期货数据库

图2：现货期货价差



数据来源：华联期货数据库



二、基本面分析

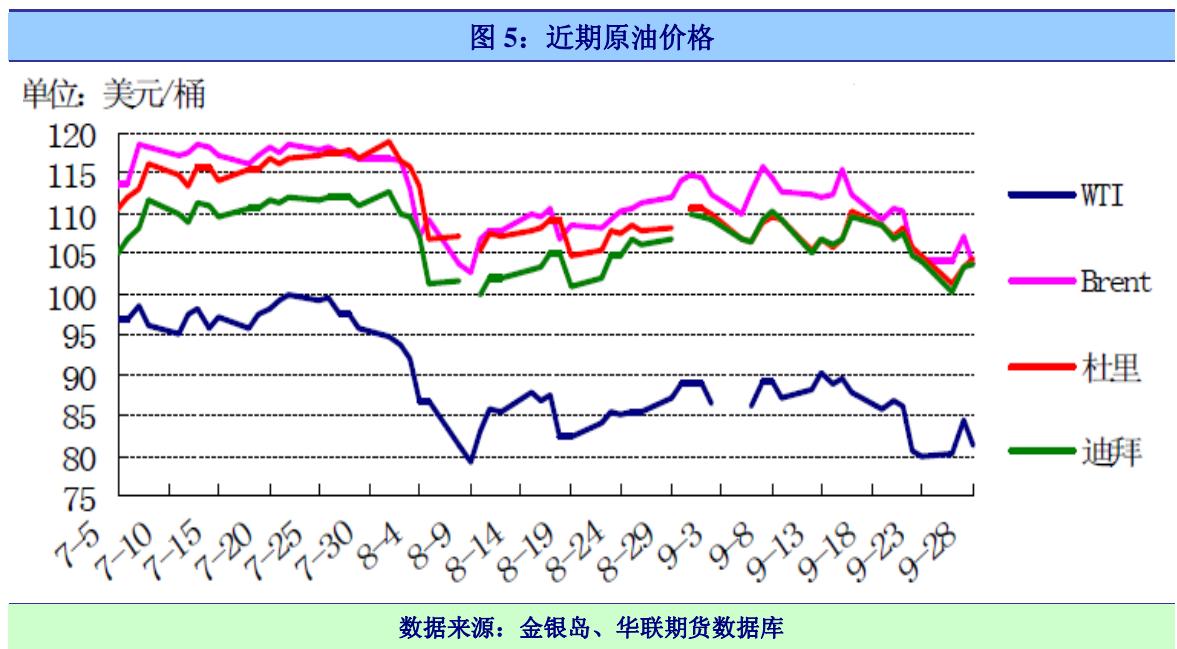
1、宏观经济依然羸弱，大宗商品面临系统性风险

美国经济复苏迟缓，“扭转操作”效果不佳。欧债危机愈演愈烈，国际评级机构穆迪 10 月 4 日宣布下调意大利长期主权债务评级。这是穆迪自 1993 年以来首次下调意大利主权债务评级。穆迪当天发表声明，将意大利长期主权债务评级下调三级，从之前的 aa2 调至 a2，前景展望为负面，同时维持对其短期主权债务 a1 的评级。惠誉国际也再度调低西班牙和意大利国债评级。在全球经济复苏无力的时候，许多人把振兴世界经济的希望寄托于中国。但是中国存在一些阻碍经济增长的根本性问题，经济减速预期正在增强，国内房地产调控仍在继续，货币政策依然没有放松迹象，大宗商品的工业需求由旺盛转为疲软。总体上宏观经济面的疲弱和诸多变数是市场的最大利空和不确定性因素。

2、经济没有加剧恶化下，WTI 原油有较强支撑

原油当前供需层面较为宽松，虽然国际机构调低了原油需求增长率，但是依然维持 2012 年需求增加的判断，美国能源署 (EIA) 认为非 OECD 国家占了增长数的绝大部分，其中将近一半的增长率来自中国的消费。中国 8 月原油进口量上涨，主要是因为今年 8 月原油价格大跌，炼厂趁低价进口进料作为后续

储备。我们预计在全球经济没有加剧恶化条件下，作为消耗型的能源资源，WTI 原油在 80 美元一线仍将受到较为有力的支撑，这个价位也得到供需双方的认可。



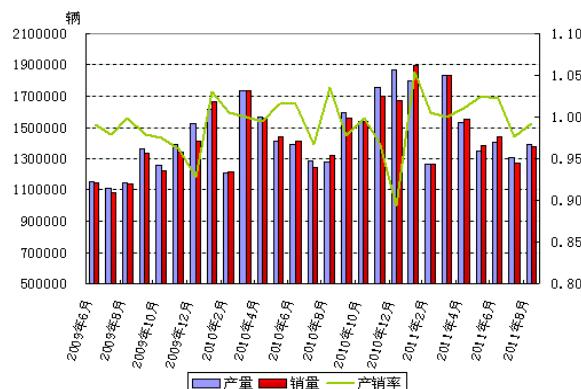
3、汽车销量相对乐观，轮胎扩产并未终止

天然胶消费中轮胎类占比为 70%，汽车销量集中反映天胶消费状况。据中国汽车工业协会统计数据，8 月份汽车整体产销 139.30 万辆和 138.11 万辆，环比增长 6.66% 和 8.29%，同比增长 8.72% 和 4.15%。8 月份汽车产销同比、环比小幅“双升”，与此同时，8 月份，全国汽车市场价格却呈“双降”之势，从某种程度上解释了 8 月份汽车产销的回升得益于汽车经销商在终端市场的扩大价格优惠让利之举。随后的“金九银十”传统旺季的到来，产能集中释放，经销商为了达成任务，都寄望于下半年冲刺，8 月份便提前“放价格”。美国汽车行业在经过一年多的持续性复苏增长之后，汽车销量进入了调整期。日本地震导致日本供应链条造成的产量损失已经迅速恢复，由于日本主要的汽车制造商准备在 2011 年 10 月至 2012 年 3 月份的本财年下半年增加产量，令当前日本市场对于轮胎

供应短缺的担忧增加。

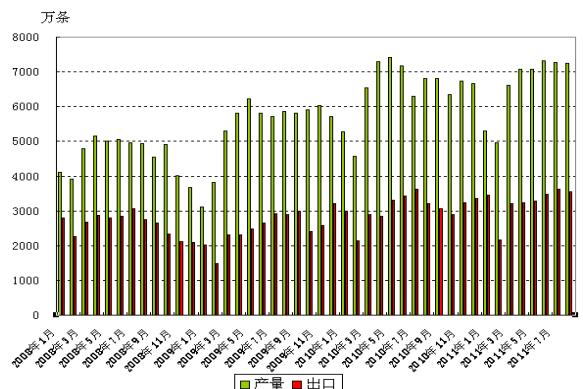
轮胎行业方面，中国国家统计局 9 月 13 日公布的数据显示，2011 年 8 月中国轮胎产量较上年同期增长 12%，至 7219 万条。8 月轮胎产量较 7 月产量下滑 0.9%。统计局公布的数据还显示，1-8 月，中国轮胎产量为 5.325 亿条，同比增加 6.4%。轮胎行业的快速发展，主要与汽车保有量基数的放大有关及对未来稳定增长的预期。不过由于原料价格前期居于高位，轮胎企业的利润反而不高，笔者参加了 2011 全国橡胶材料发展论坛，获悉中国轮胎企业全行业的利润率在 3% 以下，更有很多企业处于亏损边缘。世界范围看，据美国《橡胶新闻》报道，2011 年尽管全球经济仍然低迷，却是轮胎业总产能扩张最快的一年。米其林、韩泰和固特异三家轮胎公司引领了全球轮胎业扩张性投资的热潮。2011 年，亚太地区增加的轮胎产能几乎占全球产能扩张的 2/3，全球 2011 年共投资新建 16 座工厂，新增轮胎产能达 37 万条/天。因此，需求方面相对旺盛依然天然胶自身基本面一大亮点。

图 6：国内汽车产销量



数据来源：Wind、华联期货数据库

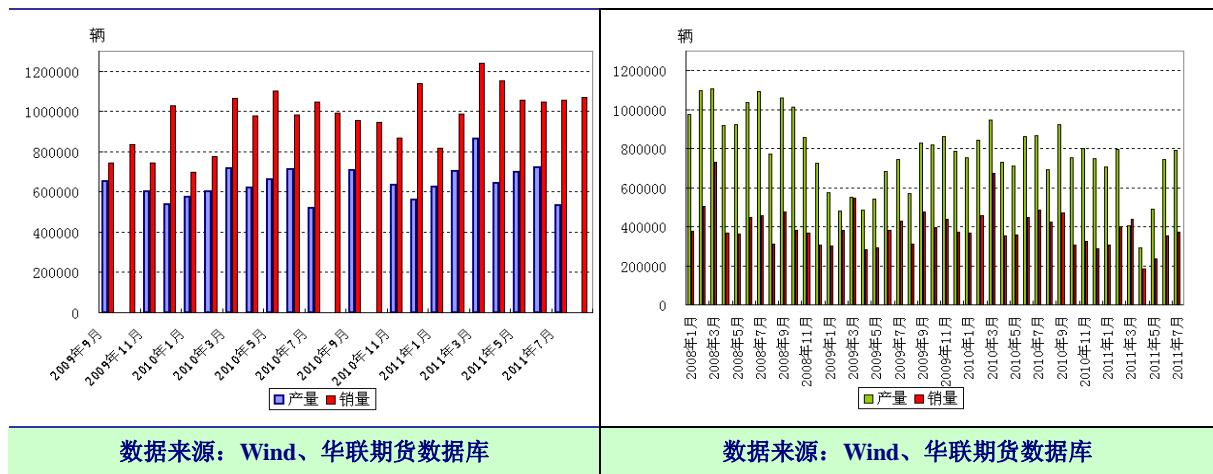
图 7：充气橡胶轮胎产量、出口



数据来源：Wind、华联期货数据库

图 8：美国汽车产销量

图 9：日本汽车产销量



数据来源: Wind、华联期货数据库

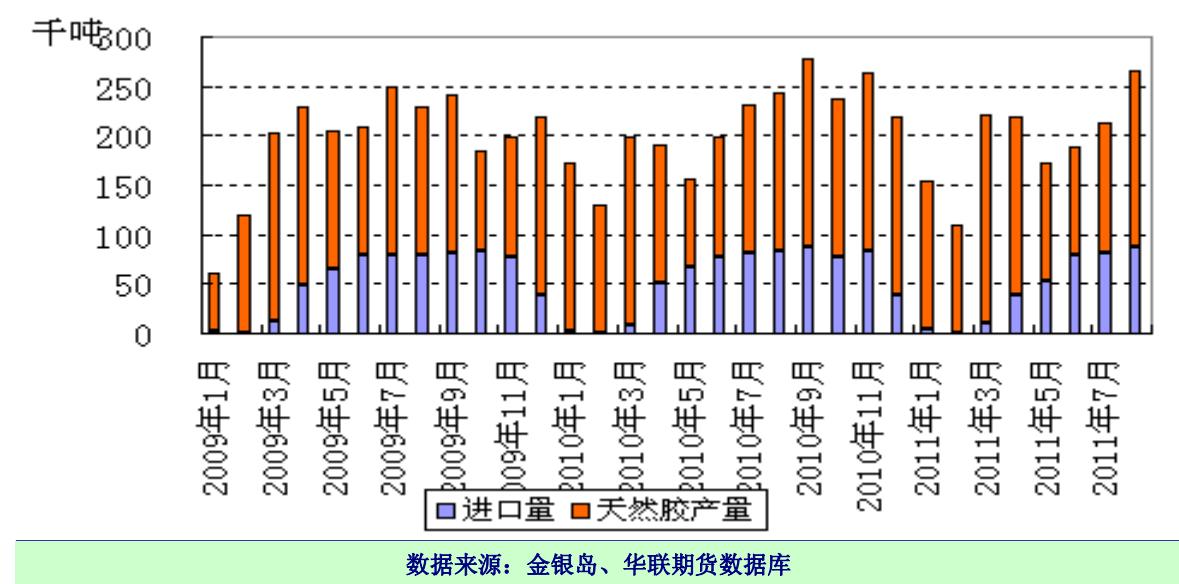
数据来源: Wind、华联期货数据库

4、天然胶供应稳定，外部因素导致胶价下跌

天然橡胶生产国协会 (ANRPC) 最新月度报告中称，今年全球天然橡胶供应料为 1000 万吨，较上年增长 5.6%。ANRPC 之前预估 2011 年全球天胶供应为 996 万吨，较上年增长 5.0%。ANRPC 称，上修供应预估是因为印尼、马来西亚和中国二季度及三季度产量好于预期。该协会成员国的天胶产量占到全球总产量的 92%。不过 ANRPC 成员国第三季度天胶出口预计仅较上年同期增长 0.2%，中国第三季度天然橡胶进口要高于预期。天气方面，持续两个多月的强降雨造成泰国北部及中部水灾严重，影响到割胶；海南台风来袭放倒了澄迈县近 100 万株橡胶，一定程度支撑胶价，因此天胶价格下跌并非是天然橡胶市场的供需基本面发生重大变化，而由外部因素造成的。

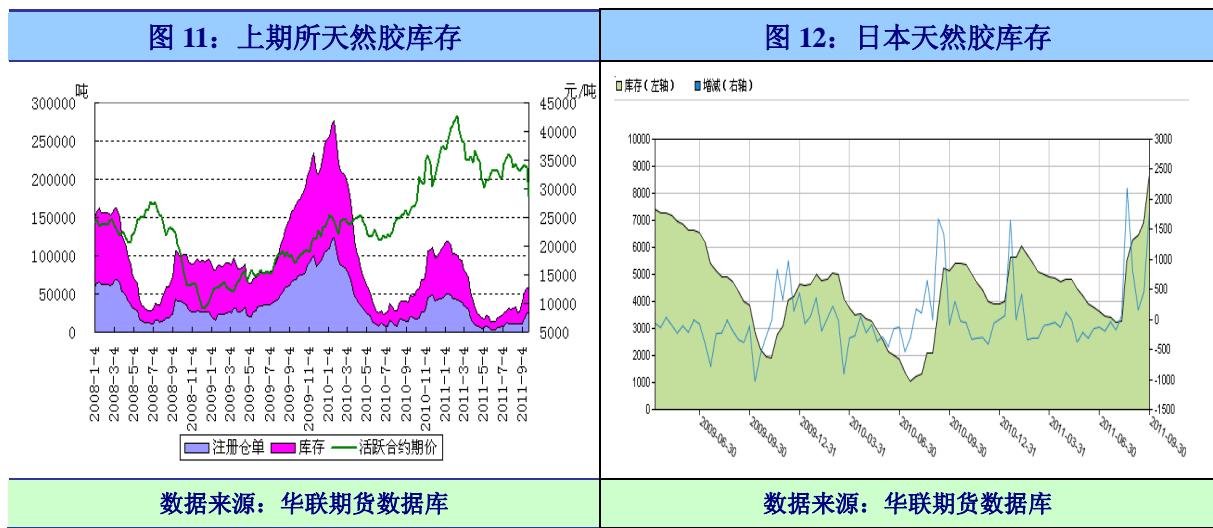
中国进口方面，9 月 10 日海关公布的数据显示，中国 8 月天然橡胶进口为 20 万吨，较上月的 13 万吨增加 53.8%，较上年同期的 16 万吨增加 25.0%。1-8 月期间，天然橡胶进口总计为 121 万吨，同比增长 5.5%。与汽车产销调整形成对比，轮胎产量数据维持在历史高点附近，促成了橡胶进口量居高不下。

图 10 中国产量和进口



5、产胶季节，交易所库存回补中

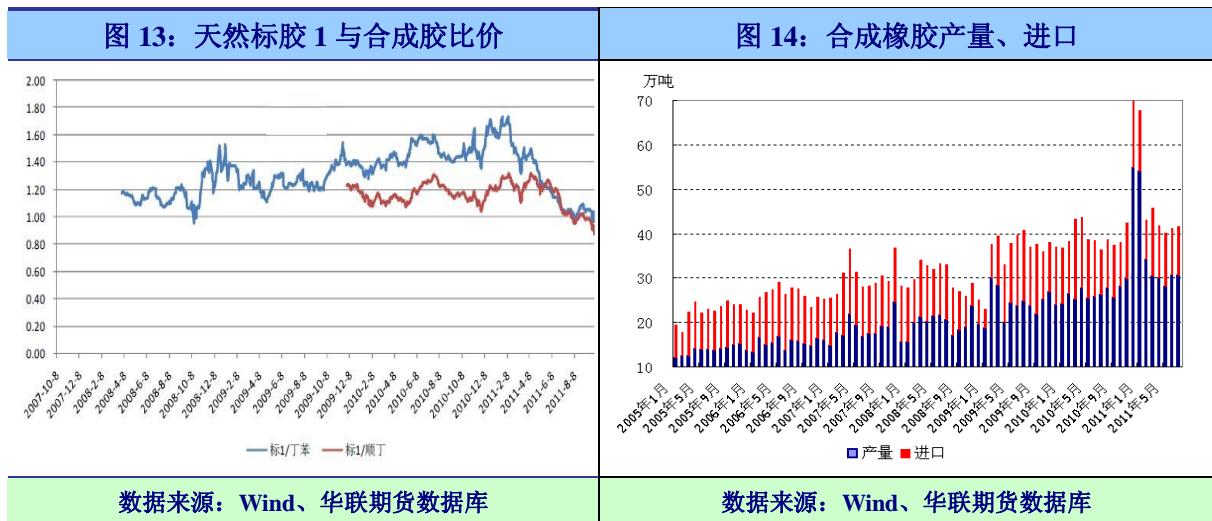
截止 9 月 30 日当周，上期所天然橡胶总库存周同比减少 1950 吨至 31816 吨，注册仓单减少 2035 吨至 21625 吨，但是相对于 8 月末，沪胶库存仍然增长了 1 倍，因此胶割旺季已经在交易所库存上体现出来，库存水平逐渐累积。日胶在季节供给增加下库存累积也较快，截至 09 月 30 日天然橡胶库存 8684 吨，较前期增加 1794 吨。



6、天胶与合成胶比价低位，支撑沪胶

9 月末随着欧债危机进一步扩散对市场不断释放压力，沪胶期货节节下挫，同时因单体丁二烯价格持续大幅回落，需求欠佳引发业者心态趋弱，国内丁苯

胶价在这些诸多利空因素影响下松动，业者报盘不断回落并间或出现倒挂，松香 1502 报价回落到 28500-29000 元/吨。国内顺丁胶市场价格也失守高位，月末在 32000 元/吨附近，不过临近月底因市场上现货资源已经有限，备货不足的下游工厂仍有买盘出现，总体好于丁苯胶。天然胶合成胶比价处于低位依然利多于沪胶，因为在性能的对比上，天胶较合成胶有较大的优势。

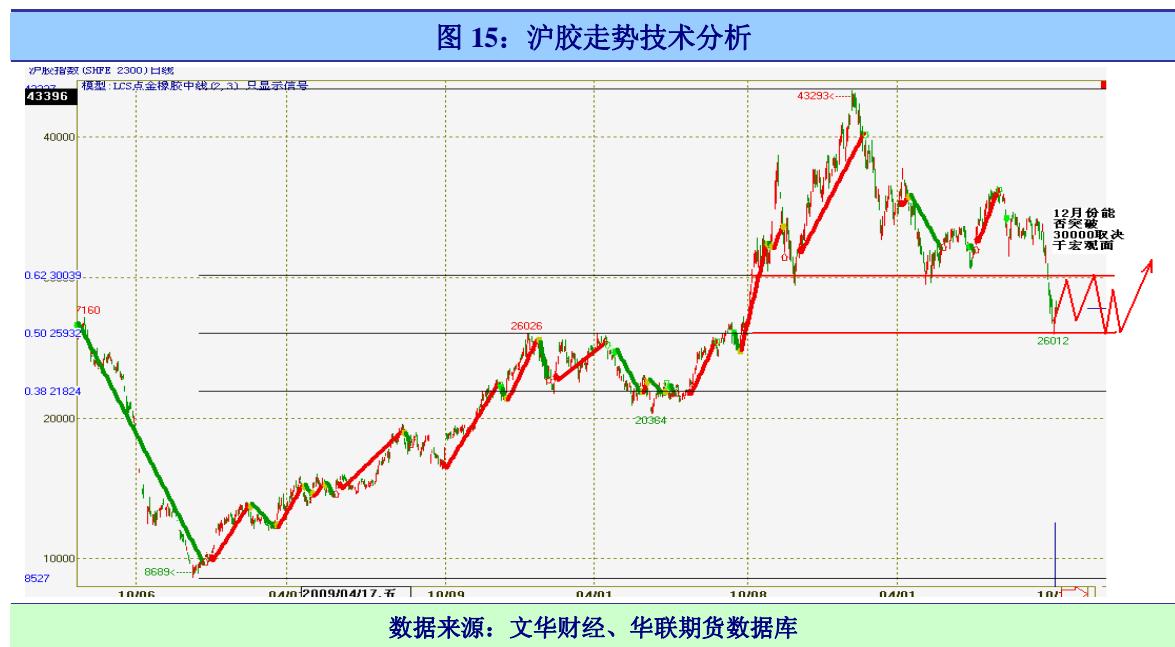


三、4 季度展望

当前宏观经济面的诸多变数和冷热不均是商品市场的最大不确定性因素。欧洲债务是否能得到妥善解决至关重要，一旦出现连锁违约状况，欧洲银行业将遭受巨大冲击，再加上低迷的经济状况，势必加重全球经济二次探底的担忧，给大宗商品价格带来冲击。但是欧洲危机缓解，希腊得到救助，市场出现建设性的政策，则天胶凭借自身基本面，存在强势反弹的需要。我们认为在欧美找到有效解决危机的办法之前，全球经济的复苏似乎路漫漫，当然泰国洪水、海南台风灾害等恶劣天气以及下游需求对价格将形成支撑。胶价将在二者的博弈中震荡前行。

沪胶 9 月跌势超过我们月报估计，好在 9 月 20 日的空头投资方案弥补了这一遗憾。展望四季度行情，我们预计经过这波下跌趋势后，十、十一月份胶价

有望在 26000-30000 区间宽幅震荡，消化前期跌幅；宏观面不加剧恶化下，反弹的窗口可能出现在 12 月份，统计数据显示 12 月份上涨概率在 73%，平均涨幅 5.45%。



研究员简介：

李传山，理学硕士，2007-2008年于中国科学院广州分院博士学习，主要负责能源、化工品种和程序化交易研究

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本资讯产品/报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本资讯产品/报告中的资料及其来源是可靠的，但并不保证所载信息的完整性和真实性。本资讯产品/报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据，投资者须独立承担投资风险。本资讯产品/报告版权归华联期货所有。

公司总部地址：东莞市城区可园南路 1 号金源中心 16 楼

邮编：523009

咨询电话：0769-22111252、22111475

传真：0769-22217310

网址：<http://www.hlqh.com/>

总部市场部联系电话：

0769—22116880 0769-22111560

广州营业部：广州市林和西路 9 号耀中广场 A 座 1701

联系电话:020-38011986

东城营业部地址：东莞市东城区东城大道御景大厦 3 楼

联系电话：0769-23072006

樟木头营业部地址：东莞市樟木头镇帝豪路 88 号广盈大厦 2 楼

联系电话：0769-82337288