



MARKET RESEARCH

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

沪胶：供需矛盾尚待化解，下半年或先抑后扬

——沪胶市场 2014 年半年报

前言：

2014 年上半年，天然橡胶市场延续前期的弱势，期价自 18500 元/吨附近快速回落。进入三月份，随着成本支撑的显现，期价表现较为抗跌，但仍难以和供需矛盾抗衡，整体表现为震荡中重心下移的态势。

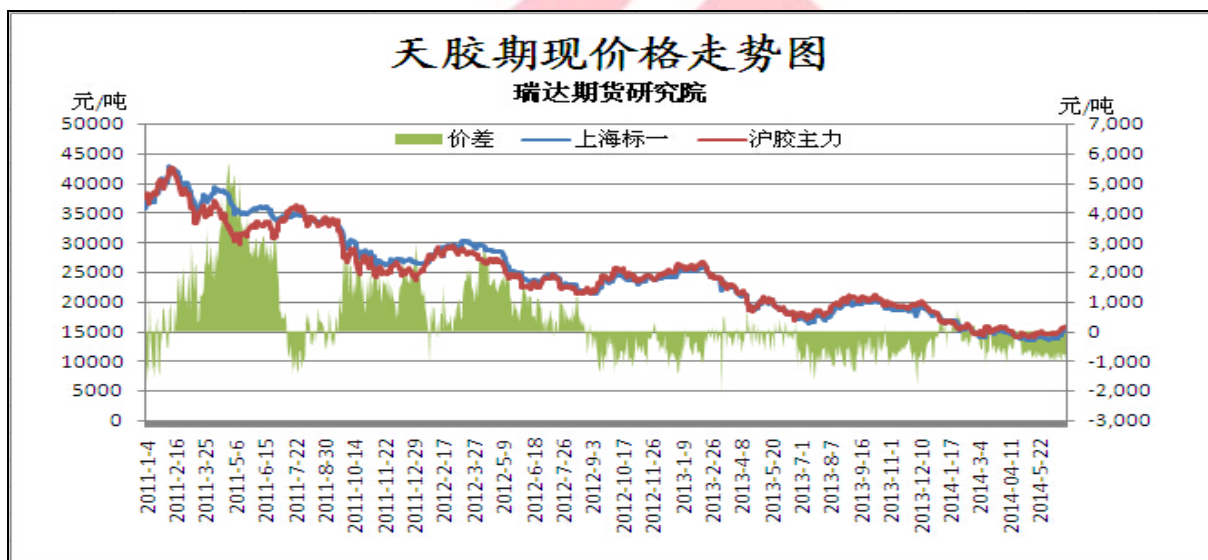
一、沪胶市场上半年行情回顾

2014 年上半年，天然橡胶市场延续前期的弱势，期价自 18500 元/吨附近快速回落。进入三月份，随着成本支撑的显现，期价表现较为抗跌，但仍难以和供需矛盾抗衡，期价表现为震荡中重心下移的态势。整体来看，上半年的沪胶市场可以分为三个阶段。

第一阶段（1月份—2月份）：自去年12月中旬以来，沪胶市场展开了一波轰轰烈烈的反季节行情，在往年尤为强势的一月份，胶价竟然也是目空一切地演绎着单边下跌的趋势。天然橡胶供过于求的大格局是促成胶价大跌的基础，收储利好出尽，天然橡胶进口量大增，国内显性天然橡胶的总供应量达70万吨左右的水平，国内供应的压力较大。工厂陆续进入假期，需求面走软，不利于高库存的消化。偏弱的基本面使得沪胶成为对冲基金空头配置的上佳选择，从而加速了沪胶期价的下跌。短短两个月时间，沪胶期价自18500一线跌至15000附近，跌幅达到16.6%。

第二阶段（3月份—4月中旬）：三月初两会的召开，市场维稳预期较为强烈。此外，元宵假期后，下游企业均已启动，加上东南亚气候干旱，泰国南部、马来西亚及印尼北部地区陆续进入停割期，期价止跌回稳。沪胶市场维持在15000-16000区间内震荡盘整。

第三阶段（4月中旬—6月底）：随着国内产区胶园陆续开割和未来东南亚主产国供应逐步释放，橡胶市场所面临的供应压力再次凸显，伴随着国外机构预测新年度橡胶供应过剩超预期，沪胶市场遭遇重挫，期价下破 15000 一线，并于三个交易日触及 14000 关口。然而，由中越关系恶化引发的越南天胶出口受阻担忧，使得主力空头大幅撤退，从而带来盘面的大涨。但同时，多头并无明显的增仓迹象，沪胶反弹动能减弱，多空陷入胶着状态，期价维持在 14000-15000 区间震荡运行，直至六月下旬，受主产区供给不如预期及保税区库存季节性下降的影响，期价上破 15000 关口，但多头减仓也显示市场连续拉涨信心不足，期价震荡于 15000-15500 区间。



二、基本面因素分析

(一)、国内外宏观格局分析

1、国际宏观格局分析

美联储 6 月 FOMC 声明：维持联邦基金利率目标区间在 0~0.25% 不变；缩减每月购债规模至 350 亿美元；将从 7 月开始，每月购买 150 亿美元 MBS 和 200 亿美元美国国债；维持前瞻指引不变。美联储官员们对 2015~2016 年联邦基金利率预期中值有所上调，但长期联邦基金利率预期中值由 4% 降至 3.75%。这暗示明年加息速度可能会更快，但长期看联邦基金利率可能低于 4% 的历史平均水平。

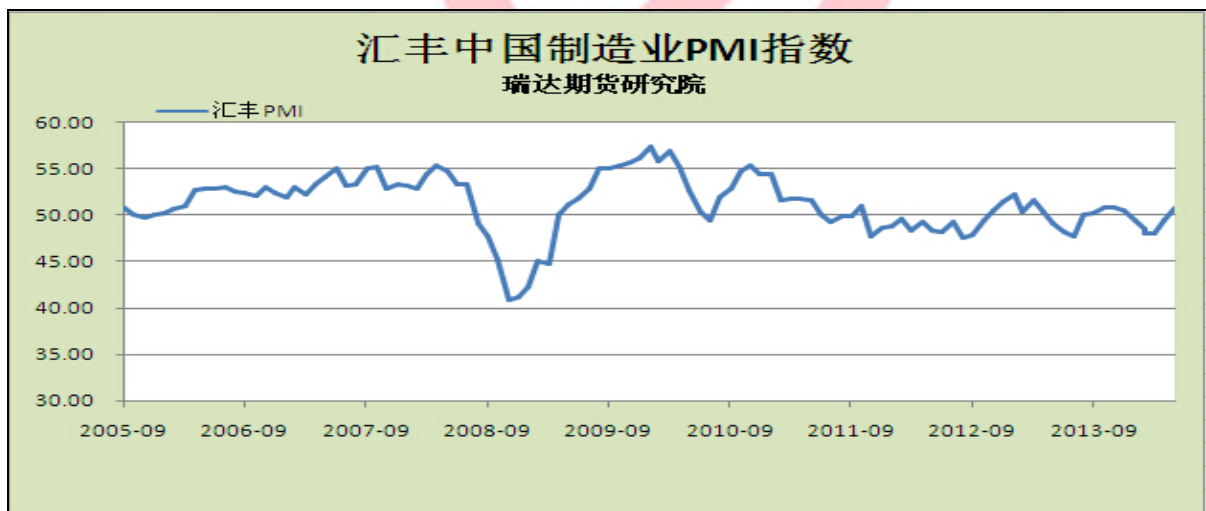
有分析人士表示，美联储政策声明基调温和，并没有透露出明确的加息时间点，让投资者对美联储提前加息的预期有所降温。巴克莱银行表示，美联储希望更早将货币政策正常化，但最终加息幅度略微有所下降，预计美联储将在 2015 年 6 月才会首次加息，到 2015 年底升到 1%。荷兰拉博银行更预计，美联储将在 2015 年第四季度才开始加息。

2、国内宏观格局分析

国内方面，“两会”将2014年国内经济增长目标定于7.5%，好于预期，带动了市场信心。国务院总理李克强在博鳌论坛上提到，尽管经济稳中向好的基础还不牢固，下行压力依然存在，但不会为经济一时波动而采取短期的强刺激政策。对于向县级农商行和合作银行定向降准，李克强总理在国务院常务会议上表示旨在定向增加长期资金投放，降低实体融资成本。

近日，央行再次下调了“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行存款准备金率0.5个百分点，加大定向降准等有限刺激措施。央行表示，此次定向降准范围没有扩大，定向降准的范围是复合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含4月25日已下调过准备金率的机构），包括国有商业银行、股份制商业银行、城商行、农商行等多类机构。对于此次定向降准力度大小，据中金固定收益研究团队初步测算，本次定向降准将释放700亿到800亿元人民币资金，与上次定向投放规模接近，力度仍然有限，表明央行并不想急于扩大货币供给，避免释放货币政策转向的信号，对于商品整体影响有限。

今年前五个月，汇丰中国制造业指数PMI终值持续在荣枯分水岭之下，显示国内制造业增长乏力。不过，4月以来中国政府秉持“稳增长”基调，陆续出台定向降准等微刺激措施。汇丰制造业PMI进一步显示，经济增长回暖形势日渐明朗，6月汇丰中国制造业PMI初值50.8，升至七个月来最高，高于预期值49.7，5月该指数为49.4，显示6个月来中国制造业首次出现改善。对此，美银美林中国首席经济学家陆挺认为，6月汇丰中国制造业PMI初值预示着，二季度中国GDP环比增幅将由一季度的1.4%升至1.8%。近日李克强总理表示，中国会长期保持中高速增长，不会硬着陆，有信心能够达到今年经济增长7.5%的目标，将继续在必要时预调微调，对各种风险的应对都有所准备。



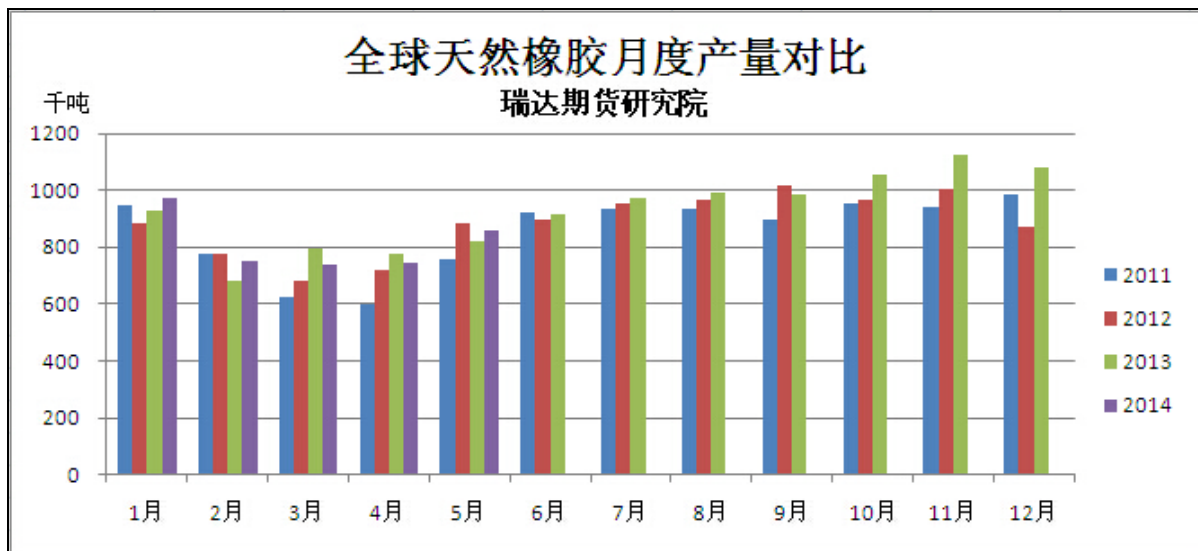
（二）、天然橡胶供应状况分析

1、全球天然橡胶主产区供应状况

ANRPC 报告显示，今年前5个月天胶产量同比增1.8%。从5月份单月的情况来看，产量同比增4.3%至86.1万吨；其中泰国增6%，马来西亚增20%，越南增7.7%，中国增10%，印尼降1.4%。此外，下调了马来西亚、斯里兰卡、菲律宾今年产量预期。国际橡胶研究组织（IRSG）称，2014年全球天胶供应过剩量将较此前预估高出逾三倍，将达到十年来最高水平。该组织去年12月预计过剩量至多为24.1万吨，而目前的预估量有望超过去年的71.4万吨，而且未来产量数据仍然存在上调的可能。

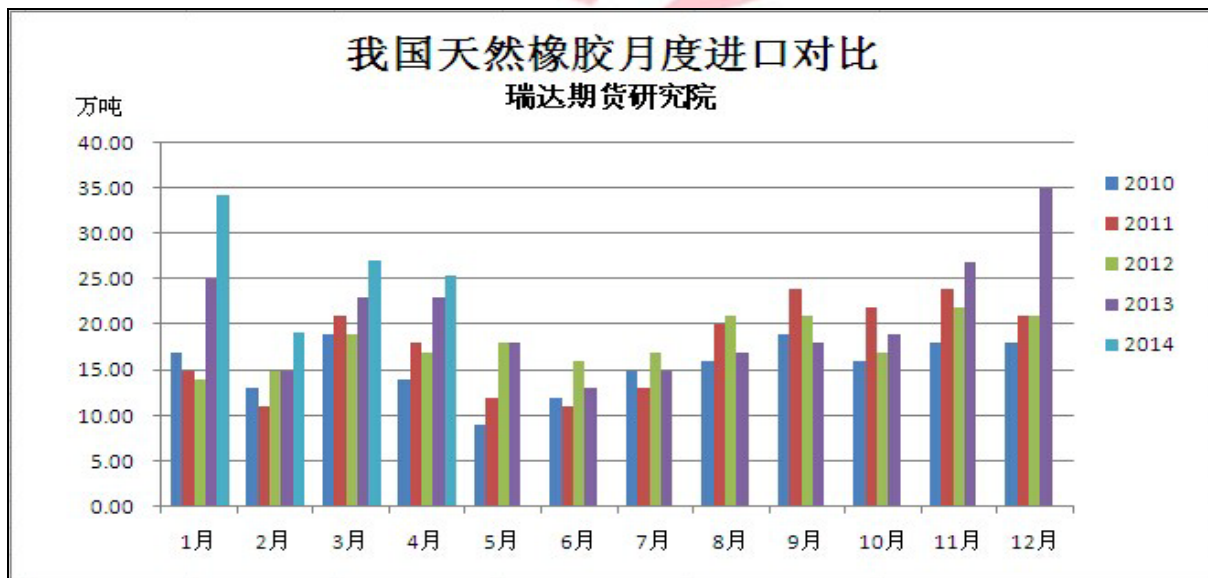
此前，中国橡胶工业协会预计2014年世界天胶产量1193.5万吨，同比增幅3.7%，全球消费量

1156.8 万吨，同比增幅 4%，过剩 36.7 万吨。2014 年中国橡胶消耗增幅或低于去年，预计全国橡胶消耗增长 10% 左右，达到 900 万吨以上。而供应方面，今年仍将维持增势，社会总库存基本达百万吨级别。2014 年，中国供需来看整体供应过剩格局仍未改变。



2、国内进口及库存格局

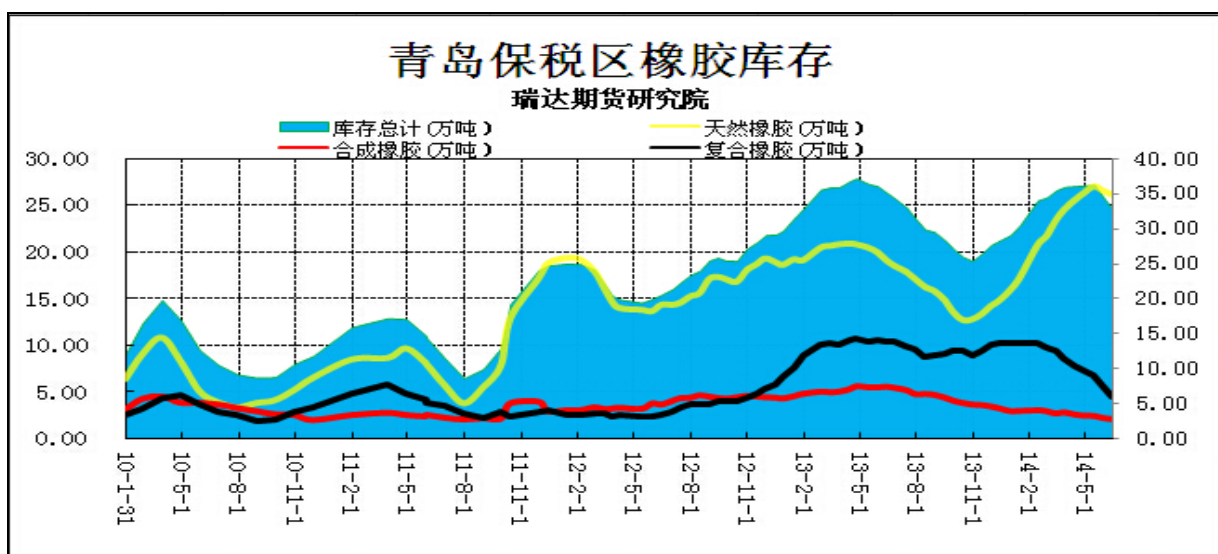
自去年 11 月开始，我国天胶进口量巨大，尤其是去年的 12 月份，进口同比增幅高达 67%。而在今年 1、2 月份，进口同比增幅分别为 36.5% 与 34.6%，之后几个月的单月进口量虽有所下降，但仍保持 10% 以上增幅，进口量的同比放量直接造成了国内库存的高企。



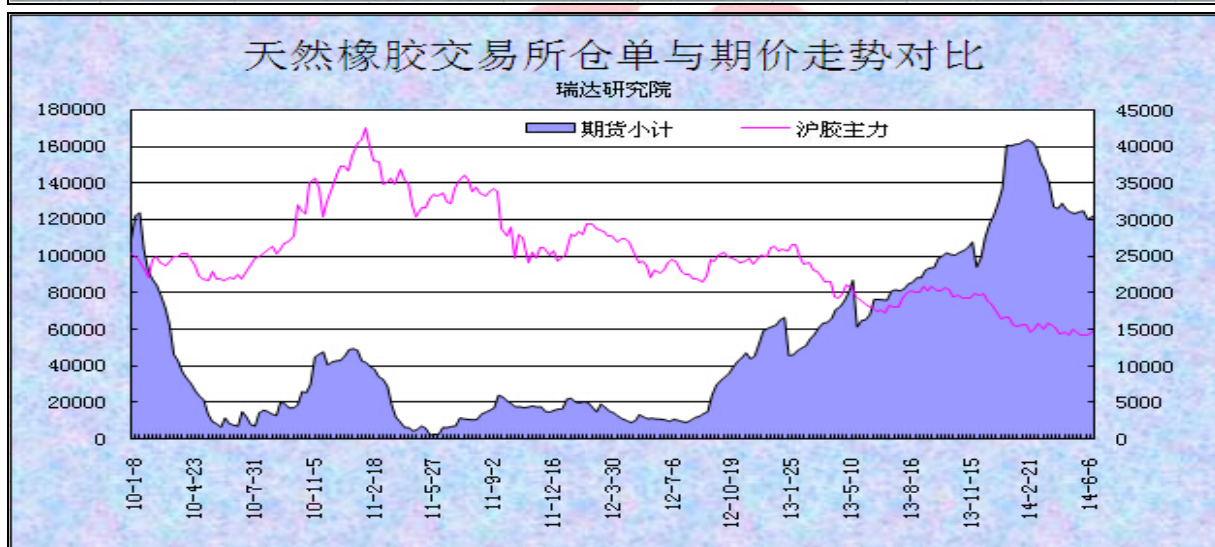
今年以来，青岛保税区库存持续攀升，至 5 月中旬，青岛保税港橡胶库存达到 36.22 万吨，创年内新高，其中天然橡胶库存量达到 27 万吨。在库容饱和的前提下，复合胶出库的增加，给了天胶入库的机会，带动天胶库存继续增加。时至 5 月下旬，关于青岛港调查贸易融资骗贷、中止铝和铜的出港的报道引发了业内的大量关注，外媒称所涉金额或达 10 亿美元，虽然此次并未涉及橡胶业务，但青岛银行对于大宗商品均有收紧行为。而由于青岛银行融资收紧，贸易商有还款的需求，加上夏

季逐步临近，前期室外堆放的货物将做处理，因而库存呈被动下降趋势。

进入六月份，保税区橡胶整体出库大于入库，延续回落的趋势。截至 6 月 13 日，青岛保税区橡胶总库存继续下降，总库存已经跌破 33 万吨，降幅接近 5%。具体来看，复合胶库存下滑最为明显，跌幅接近 20%，天然橡胶库存减少了 4000 吨。然而，造成库存下降的原因仍不能简单视为需求转好，一方面来自于季节性因素的推动，从历年数据来看，4-6 月进口均呈现减少，保税区库存一般也会出现下滑，去年保税区库存 4 月份见顶，而今年去库存化较去年推迟了一个月；另一方面，库存快速下降与海关严查贸易融资有一定的相关性。融资调查将可能导致未来中国的进口减少，产地价格或难以在未来继续保持坚挺。而库存下降意味着市场要面临更大的抛压，现货市场反倒会面临更大的利空压力。



交易所库存周报显示，截至 6 月 20 日，上期所注册仓单降至 **123060** 吨，交割库库存总量降至 **149550** 吨，持续去库存化态势。虽然近两个月交易所库存处于下降态势中，不过部分为超过规定期限的老胶被注销。即使沪胶 1405 合约到期交割消化了 3.6 万吨库存量，但仍有 8 万余吨的仓单和近 13 万吨的库存总量，且这些仓单库存量基本为去年生产的老胶，根据交易所规则，将于 1411 合约到期交割后被迫注销。因此，沪胶 1409 合约及 1411 合约到期交割前，仍面临巨大的仓单抛压。而随着新产全乳胶上市，新的注册仓单对后期盘面的压力亦不容忽视。



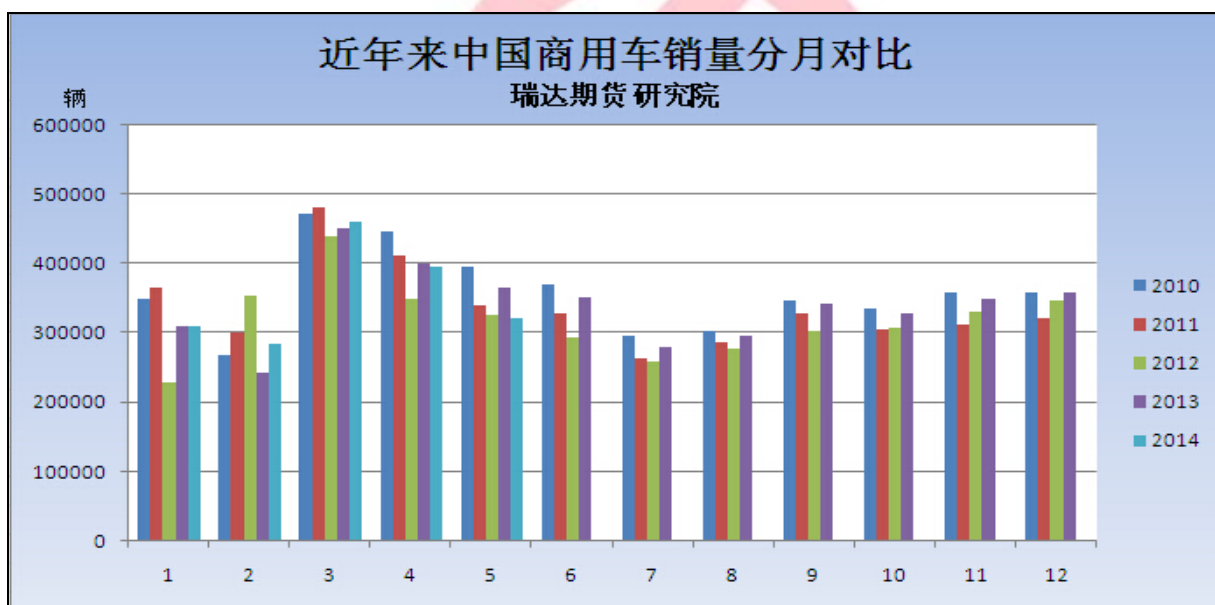
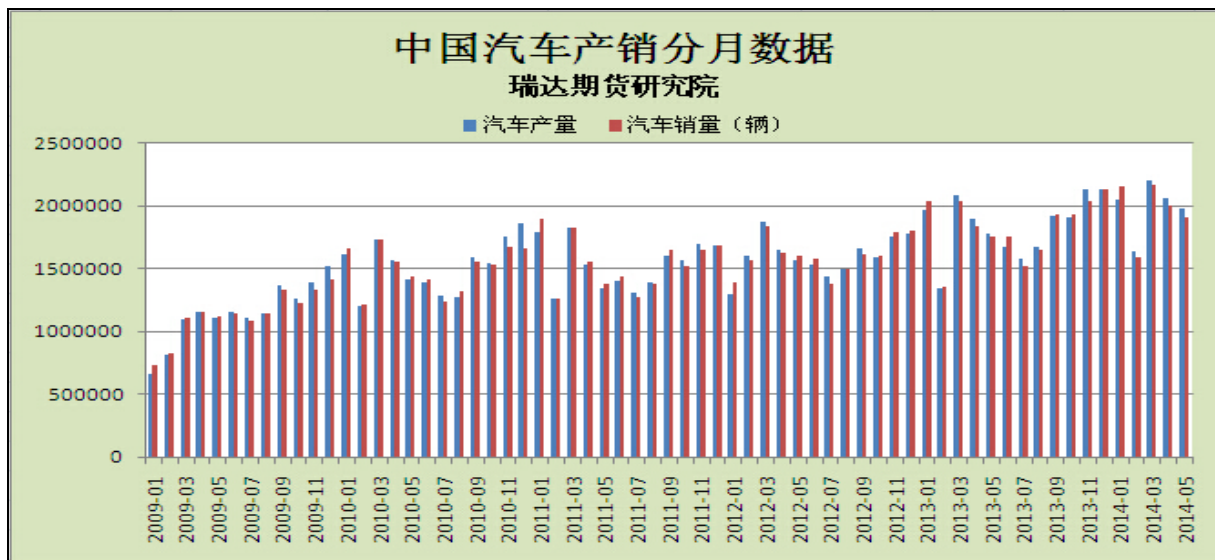
（三）、天然橡胶需求状况分析

1、国内车市产销格局

在 2014 年一季度全国汽车信息发布会上，业内专家预计，二季度国内汽车市场增速将继续回落，但乘用车内需仍能保持在 12% 以上的增速，汽车总体增速在 5%-10%。2014 年，面对多种推动因素和抑制因素，中国汽车工业协会预测全年汽车市场需求量为 2385 万辆至 2429 万辆，预测全年汽车销量为 2374 万辆至 2418 万辆，增长率为 8% 至 10%。

在连续 13 个月的增长之后，重卡市场在今年 5 月份首次迎来下滑。据了解，5 月份重卡市场共约销车 7.5 万辆，比去年同期小幅下降 3%，环比今年 4 月下降 15%。这次下降，也是重卡市场从 2013 年 4 月以来的第一次月度同比下降。由于国四提前消费的刺激因素在今年二季度不复存在，上述数据也意味着，重卡市场从今年 5 月开始进入传统淡季和下降通道，第二季度销量出现同比下降已成定局。

根据中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数”VIA。5 月份该项数据显示，国内汽车库存预警指数升至 49.3%，不仅较上月上升了 3 个百分点，而且接近了 50% 的警戒线水平。这一数据显示，5 月份汽车市场需求相比 4 月份有所下降，库存压力加大。



2、国内轮胎产销格局

去年以来，轮胎市场的“乐观”氛围使得国内兴起轮胎投资小高潮，一些老的轮胎厂继续扩大规模，一批新的轮胎项目陆续开工。据中国化工装备协会橡胶机械专业委员会统计，2013 年我国新增全钢胎产能 1500 万套及半钢胎产能 1 亿套。轮胎厂加大中低端产能持续扩张，同质化现象加重，厂商利润空间被大幅压缩，市场竞争加剧，导致目前成品库存大幅积压。

从目前轮胎企业设备采购估算，2014 年将新增全钢胎生产能力 1500 万套及半钢胎 1.5 亿套。产能过剩导致大多中小轮胎企业开机率都在 70% 以下。2013 年及 2014 年的轮胎项目投资，预计将使中国全钢胎总产能在 2014 年底达到 1.65 亿条、半钢胎产能达到 6 亿条左右，轮胎行业结构性过剩将更加明显，竞争将更加激烈。

今年上半年，我国轮胎价格总体降幅达 20%，已大大高于同期胶价降幅，并继续呈现下降趋势。据统计，5 月份，中国轿车轮胎经销商价格综合指数为 80.83，环比下跌 3.44%；中国卡客车轮胎经销商价格综合指数为 71.46，环比下跌 2.6%。最近，一些跨国轮胎生产巨头为了完成半年销售目标，

也提前主动加大优惠力度。这些降价或促销将引发我国轮胎价格进一步下滑。

6月3日，美国钢铁工人联合会（USW）代表美国国内产业向美国国际贸易委员会（USITC）和美国商务部（USDOC）正式提交申请，要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查，并采取“双反”措施。我国乘用车及轻卡轮胎对美国市场依赖度非常高，约占我国轮胎出口总量的50%以上。美国如实施双反，对我国轮胎后市将产生巨大影响。

三、后市展望

（一）、技术分析



技术上，目前 1409 合约逐步移仓换月至 1501 合约。从 1501 合约日 K 线上看，期价虽站上均线系统，但上方面临 17000 一线压力，MACD 指标显示当前多头占优势。而从周 K 线上看，17000 一线对期价亦形成压力，且上方承压于中长期均线系统，从 MACD 指标来看，DIFF 和 DEA 指标仍处于 0 下方，显示多空仍难分胜负。因此预计期价短期震荡偏强，但当期价触及 17000 一线时面临较大抛压，中期期价在 17000 下方料仍有反复，预计下半年呈先抑后扬态势。

（二）、观点总结

整体来看，需求增量萎缩与供应增量扩大无疑是导致今年全球天胶供需矛盾升级的主要根源。当下正处于天然橡胶供应高峰季到来，未来新胶供应增势趋于强化。9月合约对应的老胶将面临交割出库，全乳胶流入现货市场，价格或将向复合胶价格靠拢。此外，由于前期农垦改制，钢印追加或对仓单流入形成时滞性影响，未来7月份或将恢复正常，仓单压力将进一步显现。而重卡销售下滑、汽车库存接近警戒线，下游消费有转弱迹象。需求增长潜力匮乏，供应过剩情况将会加剧，天胶价格将经受季节性弱势考验，预计第三季度沪胶整体仍将维持震荡偏空态势。而随着国内货币政策的逐步放宽、国内经济稳步向好，第四季度胶价有望回暖，下半年沪胶市场或呈先抑后扬态势。对于后市，我们应该重点关注国内汽车产销情况、轮胎出口情况以及主产区气候状况。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市成都北路199号恒利大厦401、402室

成都营业部

成都市一环路东五段46号天紫界写字楼16楼

南京营业部

南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城3号楼2510室

厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号物资综合大厦15楼

汕头营业部

汕头市金砂路99号君悦华庭商务楼5层

泉州营业部

泉州市丰泽区丰泽街建行大厦10层

石狮营业部

石狮市金林路兴业银行21层

晋江营业部

晋江市崇德路273号工行大厦17楼

漳州营业部

漳州市胜利东路发展广场14层

三明营业部

三明市梅列区岩林新村10幢二单元

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A15层

武汉营业部

武汉市唐家墩路菱角湖万达广场A2写字楼7楼

福州营业部

福州市五四路89号置地广场16层（电梯18层）

乐山营业部

乐山市市中区龙游路西段46号金城大厦3楼

鄂尔多斯营业部

鄂尔多斯市东胜区吉劳庆北路6号金辉大厦9层

太原营业部

太原市长风大街705号和信商业广场1幢28层

梧州营业部

梧州市新兴三路八号西侧二楼

重庆营业部

重庆市渝中区五一路8号第24层2号

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢方舟大厦十五层3、4号

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路13号13层1304、1305号

莆田营业部

莆田市学园路德信大厦二楼201、204号