

天胶期货 8月报

2014年7月24日

要点提示:

- 1、美国经济数据强劲支撑，经济复苏局面加速，美联储今年秋季结束购债计划已几无悬念。后期应该关注市场对于加息预期的炒作。
- 2、国内1万亿的棚户区改造，体量看似很大，但是因为走的是市场化资金配置路线，并且配合着国内调结构的进行，见效会比较慢。三季度估计主要以强化前期政策推出力度为主，经济平稳。
- 3、目前胶水的价格基本维持在12000附近上方，按此推算干胶的价格应该会在14000以上。同时6月30号的丁苯胶价格为13200，明显高于复合胶价格，按照2011年7月份和2012年7月份的历史价格走势，后期天胶现货存在反弹的需求。
- 4、轮胎厂低库存成为常态，需求稳定无亮点。美国初裁中国输美轮胎对其产业造成实质性损害，而中国出口轮胎大多是质次价低产品，产品附加值较小，且都是规模较小的轮胎加工企业，对价格波动抵抗力较差，如果立案则对中国大多数轮胎厂影响较大。
- 5、从生产成本的角度，我们判断12000-14000为橡胶现货价格的底部区间，在国内经济调整、以及天胶供过于求的大环境下，后期应该维持短多长空的操作思路。

8月市场展望与投资策略:

宏观面整体趋稳，长期仍旧处于大变革阶段，工业品受产能过剩影响调整最为严重，按照市场规律后期应该是在亏损的边缘存续，让其优胜劣汰。按照1501目前的价格而言，仍旧存有利润，因此应该维持长空短多的思路。

基本面来看，核心矛盾并未因为绝对价格偏低得到改变，供需过剩、库存高企、仓单交割压力等没有有效解决之前，任何预期的缓解（进口量下降、区内现货转强）也只能是反弹的空间，反转的概率还是非常小。目前关注焦点应该是现货价格是否会跟随期价快速上涨，如果不能跟涨，则后期期价反弹空间必定受限。

结合前期分析，我们认为沪胶后期应该维持短多长空的局面。短期看，新主力合约1501后期或再次试探16700附近，但在基本面仍旧偏弱的情形下，突破的难度较大，仍旧再次下跌的可能。现货商可以考虑逢高对库存货物进行套保。

华安期货

行业研究中心

能源化工研究小组

张 华 首席分析师

刘子农 化工部经理

刘 飞 高级分析师

王 飞 分析师

电话: 0551-62839752

Email: haqhyfzx@163.com

网址: www.haqh.com

一、影响因素分析

（一）宏观环境分析

整体看，外围市场正在逐步的从经济危机中摆脱，市场向好势头加快；而国内经济则缓步慢跑，全球经济都是在向合理区间回归。国内 1 万亿的棚户区改造，体量看似很大，但是因为走的是市场化资金配置路线，并且配合着国内调结构的进行，见效会比较慢。三季度估计主要以强化前期政策推出力度为主，经济平稳。

1. 美国经济数据持续好转催生加息提前 欧元区数据疲软宽松持续

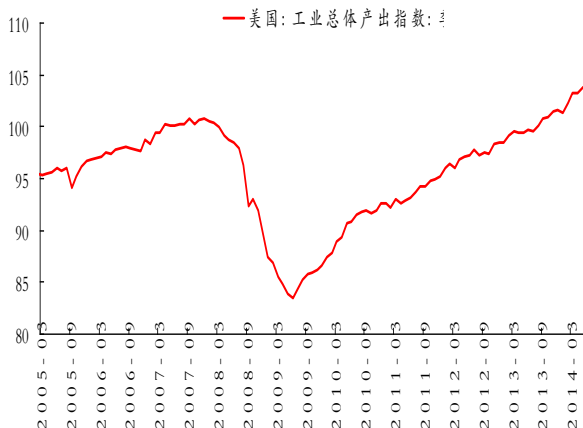
美国方面：7 月 3 号发布的 6 月份非农就业数据显示美国的总体失业率水平已经下降到了 6.1%，但是在美国经济于 2009 年结束衰退恢复增长之后，各地区的经济复苏程度仍然不尽相同。此外耶伦也表示 6.5% 从未成为美国失业率的目标。种种迹象表明美联储仍旧在权衡失业率是否成为加息的预期指标。

从近期的其他数据看，美国经济处于快速恢复当中，标普和道指也连创历史新高，市场信心得到充分的提高。依靠单纯的量化宽松已经难以对经济实现较好的推动，美联储后期会加快退出 QE，预期加息的时间节点或许在三季度末。

图 1：美国周度失业数据



图 2：美国工业总体产出指数



资料来源：华安期货行业研究中心；Wind

欧洲方面：当前欧元区经济复苏相当脆弱，且各国经济发展不平衡，通胀水平持续低迷，这使得欧元区通胀仍有进一步恶化的可能，不排除通缩的风险。欧洲央行当前对于宽松政策采取谨慎的做法，如果经济形势再度恶化，那么欧洲央行或将把量化宽松列入议事日程。

欧洲央行将保持长时间的宽松环境用来改善经济以及通胀，将延长长期再融资措施 (LTRO) 至 2016 年底，直到欧元区中期通胀出现改善，各国经济改革取得一定进展为止。预计欧洲央行将在低利率水平持续较长的时间，在其他经济体逐渐加息的背景之下，欧洲央行后期量化宽松的政策或将十分有限。

2. 下半年将持续强化“微刺激”政策，三季度经济或持平

二季度密集推出“微刺激”政策，市场信心得到一定恢复，5-6月份的经济数据显示市场已经企稳。在国内稳增长的情形下，三季度继续推出利多政策的概率大大减小，后期更多的会体现在政策落实上面，以及继续深化改革。

目前关于房地产价格能否企稳成为国内关注的焦点。从1-6月份发布的数据看，房地产销售面积和销售额的下降幅度在缓步收窄，表明市场并不存在剧烈波动，更谈不上所谓崩盘。在国内“维稳”大前提下，未来的房价波动依然是温和可控的。

图 3: 固定资产投资累计同比

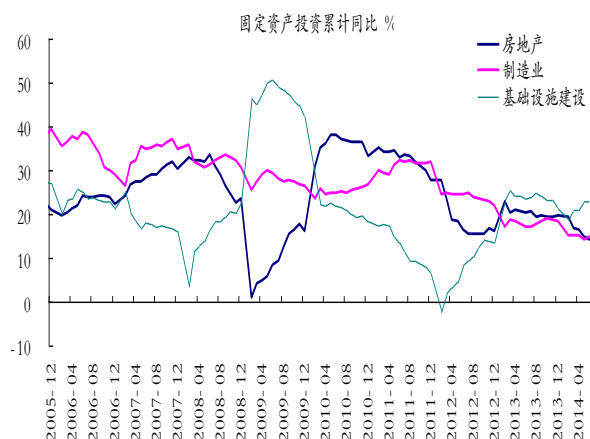
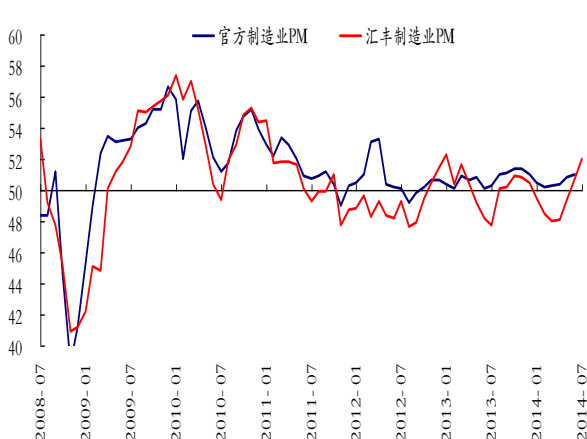


图 4: PMI 指数显示经济企稳



资料来源：华安期货行业研究中心；Wind

（二）基本面分析

利多因素：

3. 威马逊对天胶影响有限 但天气因素仍旧是关注重点

台风威马逊对海南影响较大，直接损失约20亿元。其中橡胶受灾13万亩，按照每亩100公斤，产量损失达到1.3万吨。但是与目前上期所15万吨的库存，以及保税区29万吨的量比看，利多影响较为有限。台风“麦德姆”并未从海南登陆，但是复杂的天气状况仍旧是后期关注的重点之一，很有可能会成为多头反攻的噱头。

4、进口量稳中有降，保税区库存持续下滑 短期利多，长期仍受制于供过于求

随着国家对融资贸易的打压，保税区物流政策的改变，以及内弱外强压榨贸易商利润等背景下，进口量稳中趋降。6月天然橡胶进口量为16.96万吨，虽较去年同期增加30.61%，但环比回落了11.8%。截至7月14日，青岛保税区橡胶总库存持续下滑，较6月底下降5%至29万吨附近。各橡胶品种库存均有下降，其中天胶库存下降最多，降幅达5%。短期利多，但是长期仍受制于供过于求的大格局，价格上行难度较大。

5、熊市格局只成本支撑仅仅是影响因素之一

从利润上看，平均每棵树产胶4公斤/年，250棵树产量1吨左右，每棵树一年的农药、化肥、人工最低差不多就要25元，250棵树就是6250，胶农出售干胶价格一吨10500元。这里面还有地租成本（一亩地33棵胶树），折算完之后发现，胶农基本都是勉强割胶，年轻的胶工很多开始外出打工。从海南不少地方停割现象看，产地胶农开始看不起橡胶这个曾经的致富农产品了。

海南收购维持在12元左右，换算成完税成品价格在15500。当前的价格胶农自己割胶影

响不大，国营农场影响也不大，但雇人割胶比较难。如果后期价格继续走低或者维持低迷，则会影响割胶积极性。

但是从天胶当前整体依然维持供给宽松的大背景下，供给高峰的即将到来，供给宽松程度恐进一步加强。此外交割库库存庞大的交割量将对于胶价也产生显著地压制效力。目前的期货和现货价格处于胶着状态，一旦供应忽然加大，就可能令橡胶价格进一步下跌。

6、天胶与合成胶价差收窄 存有一定的利多因素

在页岩气革命影响下，以往丁二烯获取的油化路线正在被气化路线取代，但依靠乙烷脱氢来生产乙烯并不产生副产品丁二烯。乙烷成本仅为石脑油的26%，因此成本优势非常明显，可以预见，未来全球主要石化产地都将采取气化路线。换言之，其石脑油路线也将完全被乙烷脱氢工艺取代，丁二烯产量也会大幅减少。这便给丁二烯埋下了长期供应存在缺口的隐患，也给合成胶价格居高不下奠定了基础。

受益于丁二烯供应短缺，合成胶成本增加。截至7月22日，上海市场全乳胶价格为13850元/吨，沪胶近月1409合约结算价为14090元/吨；顺丁胶价格为12850元/吨，与前两者的贴水幅度分别缩小至1000元/吨和1240元/吨；而丁苯胶1502价格更是高达13300元/吨，与前两者的贴水程度分别萎缩至550元/吨和790元/吨。目前天胶与合成胶的价差已经收敛至历史低位，而当天胶价格相对合成胶价格便宜时，鉴于天胶属性优于合成胶，轮胎厂更愿意用天胶来替代合成胶，从而变相增加天胶使用量和采购量。

利空因素：

7. 轮胎厂低库存成为常态，需求稳定无亮点

目前，天胶产业链终端需求正处于季节性淡季，位于次终端的轮胎行业被迫降低开工率和放缓原料采购步伐，终端实物需求出现持续萎缩迹象。轮胎厂为规避天胶价格下跌风险，长期采取低库存策略。当下是天胶生产旺季，在保税区库存较高，能够满足正常生产需求的背景下，轮胎厂备货意愿仍旧很低，低库存成为常态化。

8、美国初裁中国输美轮胎对其产业造成实质性损害

美国国际贸易委员会22日初裁自中国进口的轮胎对美国产业造成实质性损害，这意味着美国商务部将继续对中国轮胎展开反倾销和反补贴“双反”调查。该委员会6名委员以全票表决的结果认定自中国进口的乘用车和轻型卡车轮胎获得不当政府补贴、在美进行倾销、对美国产业造成实质性损害。美国商务部将继续对中国输美轮胎开展“双反”调查，预计于8月27日左右公布反补贴初裁结果，于11月10日左右公布反倾销初裁结果。

当下时间节点正好是美国国会改选，结果或许会差强人意。美国轮胎出口量占比约30%，规模比较庞大。出口轮胎大多是质次价低产品，产品附加值较小，且都是规模较小的轮胎加工企业，对价格波动抵抗力较差，如果立案则对中国大多数轮胎厂影响较大。

9、旺产期内或加剧供过于求局面

涨不动、跌不动成为目前天胶市场的主旋律，一是因为目前的绝对价格偏低，对于空头而言风险收益比不合理；二是因为目前供过于求的大格局下，买方市场下，价格易跌难涨。根据胶情视界的数据，增产或将持续到2016年。虽然成本因素会导致产量低于预期，但仍难掩饰长期供大于求的局面。

图5: 复合胶与合成胶价差

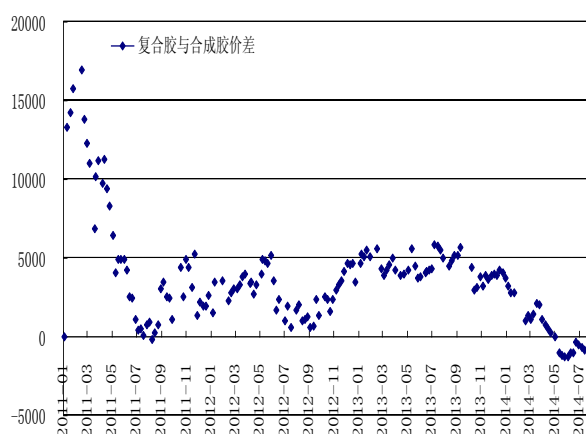
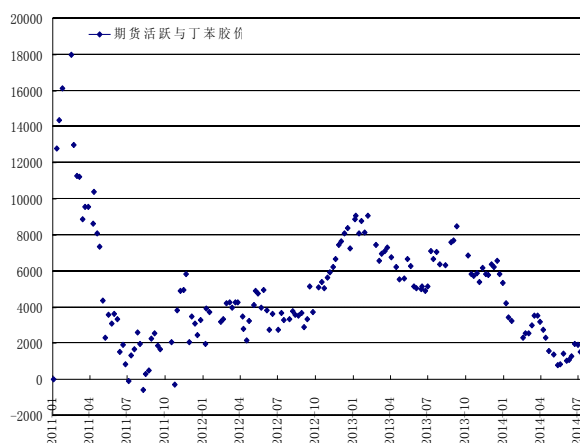


图6: 期货主力合约与丁苯胶价差

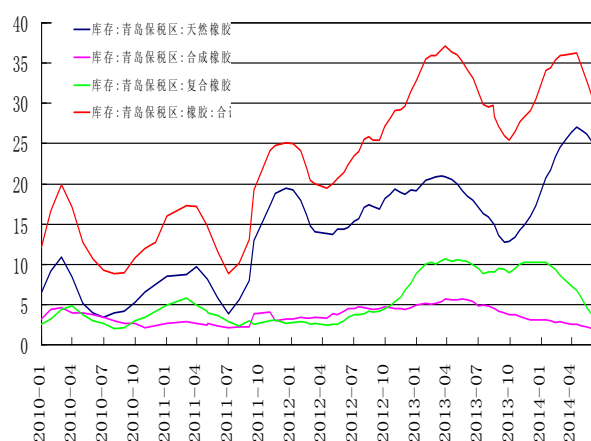


数据来源: wind; 华安期货行业研究中心

图7: 沪胶日胶活跃合约比值



图8: 青岛保税区库存



数据来源: wind; 华安期货行业研究中心

10. 期货市场分析: 短期内或将延续反弹走势 但中长期仍旧存有下跌风险

沪胶1409基本维持在14200上下浮动, 整个合约存续期间表现较为平稳, 并未形成趋势性行情, 因此趋势性行情在新主力合约1501上形成的概率很大。1501在上市之初, 因交割压力较弱, 升水1409在1200以上。之后在换月的过程中, 出现一轮下跌行情, 这个过程中全乳胶现货价格基本维持在14000上下波动, 因此可以理解为沪胶在向现货和复合胶回归, 也就是理论上讲的虚实比例的转化关系。但即使回归之后, 1501仍旧升水现货1000点以上。

沪胶1501因交割标的为14年新胶, 定价基准升水目前13年全乳胶1400, 与RSS3价格较为接近。但是回归到市场需求, 旧胶与新胶使用价值差异不大, 或可忽略。在现货价格上涨空间有限的情形下, 后期在开割旺季仍存在下跌风险。因此沪胶短期内维持在一个相当宽泛的价格区间震荡, 不排除仍有进一步下行的可能。

图9：沪胶指数周线图



数据来源：文华财经；华安期货行业研究中心

二、8月市场展望与投资策略

宏观面整体趋稳，长期仍旧处于大变革阶段，工业品受产能过剩影响调整最为严重，按照市场规律后期应该是在亏损的边缘存续，让其优胜劣汰。按照1501目前的价格而言，仍旧存有利润，因此应该维持长空短多的思路。

基本面来看，核心矛盾并未因为绝对价格偏低得到改变，供需过剩、库存高企、仓单交割压力等没有有效解决之前，任何预期的缓解（进口量下降、区内现货转强）也只能是反弹的空间，反转的概率还是非常小。目前关注焦点应该是现货价格是否会跟随期价快速上涨，如果不能跟涨，则后期期价反弹空间必定受限。

结合前期分析，我们认为沪胶后期应该维持短多长空的局面。短期看，新主力合约1501后期或再次试探16700附近，但在基本面仍旧偏弱的情形下，突破的难度较大，仍旧再次下跌的可能。现货商可以考虑逢高对库存货物进行套保。