

天胶：沪胶泥潭中挣扎，整体底部震荡

汤海伦

首席工业品分析师

简历：项目管理硕士，现负责工业品的研发工作，着眼于基本法与技术法相结合的统筹方式，对国内市场历次行情预测分析均有很高的准确率和超前性，并有多年现货企业套保、套利及产品研发经验。

联系方式

QQ: 37621549

TEL: 0571-87213861

EMAIL: dlw@cnzsqh.com

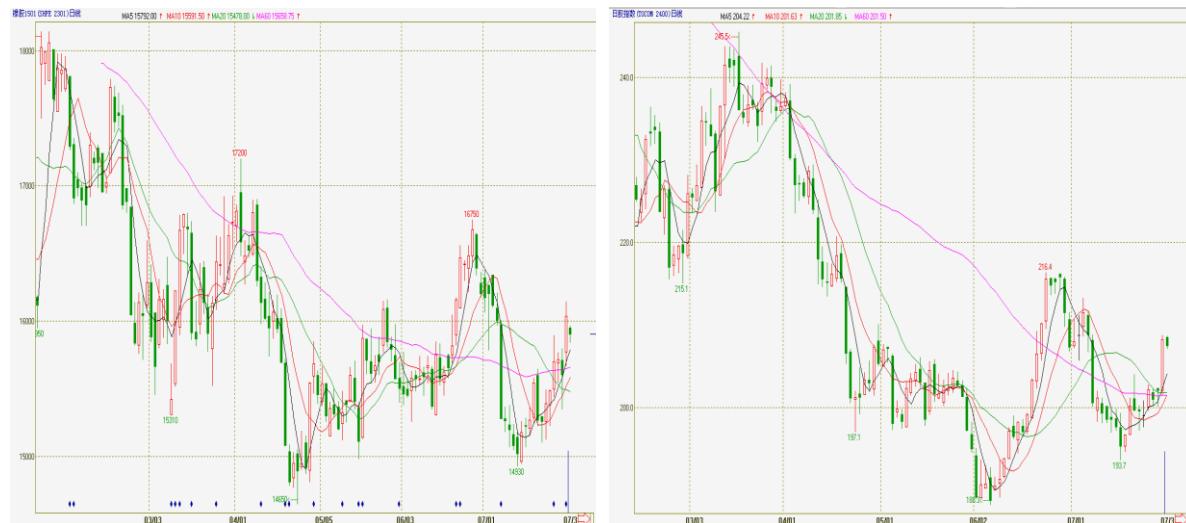
内容摘要：

- 1、7月天胶行情回顾
- 2、主要橡胶价格走势分析
- 3、国内天胶进口量将环比回升
- 4、保税区库存季节性下滑，重重压力下的9月合约
- 5、乘用车销售稳步增加，重卡需求步入淡季
- 6、轮胎：双反成达摩克利斯之剑
- 7、丁二烯受制需求弹性过大，涨势或难维持

一、7月天胶行情回顾：

图表1 天胶期货走势图

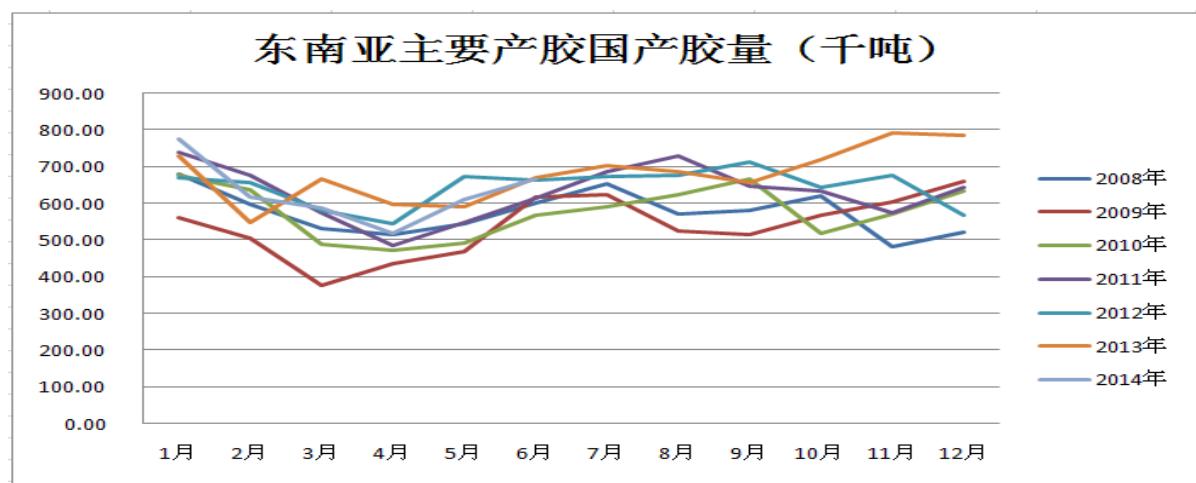
资料来源：博易大师



资料来源：浙商期货研究中心

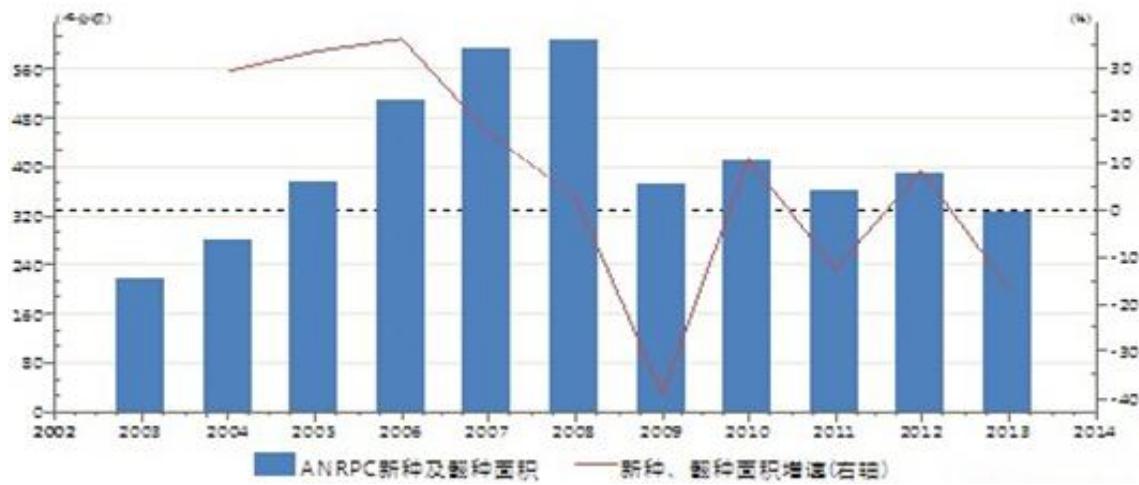
开章简单回顾下7月份国内天胶期价行情，月内走势可以概括为下探回升，整体基调则延续L底弱势震荡格局。月初天气题材炒作告一段落，天胶期价拐头向下，1月天胶下探15000关口，9月天胶则围绕14000关口震荡，7月中旬美国ITC确认国内轮胎构成双反，但因具体惩罚措施未出台，加上空头资金主动获利离场，天胶期价连续两周维持底部震荡，到了下旬在7月汇丰PMI创出新高的利好刺激下，配合上海南台风灾害和东南亚斋月影响到现货市场橡胶供给，1月期价出现一波近1000元的反弹，月末随着空头资金回补，天胶价格重回区间震荡。

7月份东南亚传统雨季到来，泰国南部降雨较为频繁，相比6月份割胶天数下滑30%，印尼和马来西亚则受传统斋月影响，使得市场上马标胶和印标胶供给受到较大影响。7月下旬海南、广东和江西遭遇超强台风“威马逊”的袭击，三省均受到重创，不过台风中心未曾肆虐海南主产区，据事后统计，海南橡胶橡胶树三级以上受害率约2.2%，橡胶树报废损失株数约60万株(含开割树和中小苗)，部分配套生产设施存在不同程度损害。受“威马逊”影响，部分分公司停割4天左右，预计全年损失干胶约1万余吨。而受台风影响比较大的澄迈区红光农场受灾损失株数也约在60万株。



泰国农业合作部预计, 2014 年泰国可割胶树种植面积将增至 1580 万莱, 同比扩大 4.7%, 每莱产量为 254 公斤, 全国总产量约 400 万吨, 同比增产 4.2%, 每莱产量呈现下滑, 2012 年以前泰国每公顷产量约为 1.7 吨, 莱产下滑 7.5%, 也从侧面证实了目前胶价影响到泰国胶农割胶热情。

图 3. ANRPC 新种及重种面积



资料来源: 浙商期货研究中心

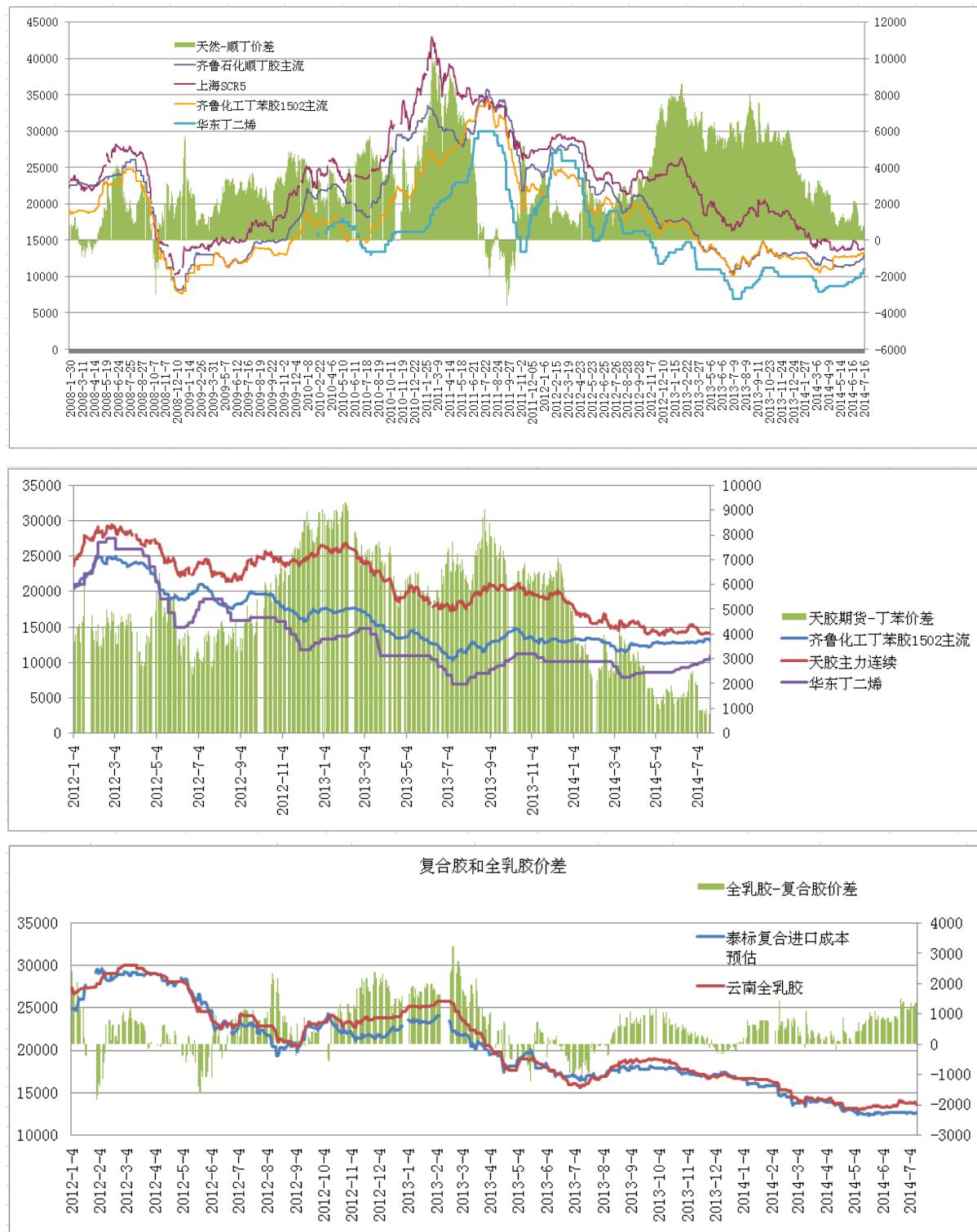
据统计目前东南亚新胶种植成本均值在 60 泰铢/公斤, 泰国种植成本略高估计在 62 泰铢/公斤, 而目前泰国胶水收购价 56.00 泰铢/公斤, 烟片收购价 60 泰铢/公斤, 预计泰国新种植面积将连续 6 年保持低位。但因橡胶树较长的生长周期, 新种植面积的下滑对行情的影响较为有限, 近几年天胶产量大幅增加主要是 06-08 年橡胶树大面积开割, 而当时的种植成本在 37-41 泰铢/公斤的水准, 所以只要目前的生胶收购价格减去人工成本费后依然有利润, 泰国橡胶产量将继续保持稳定。

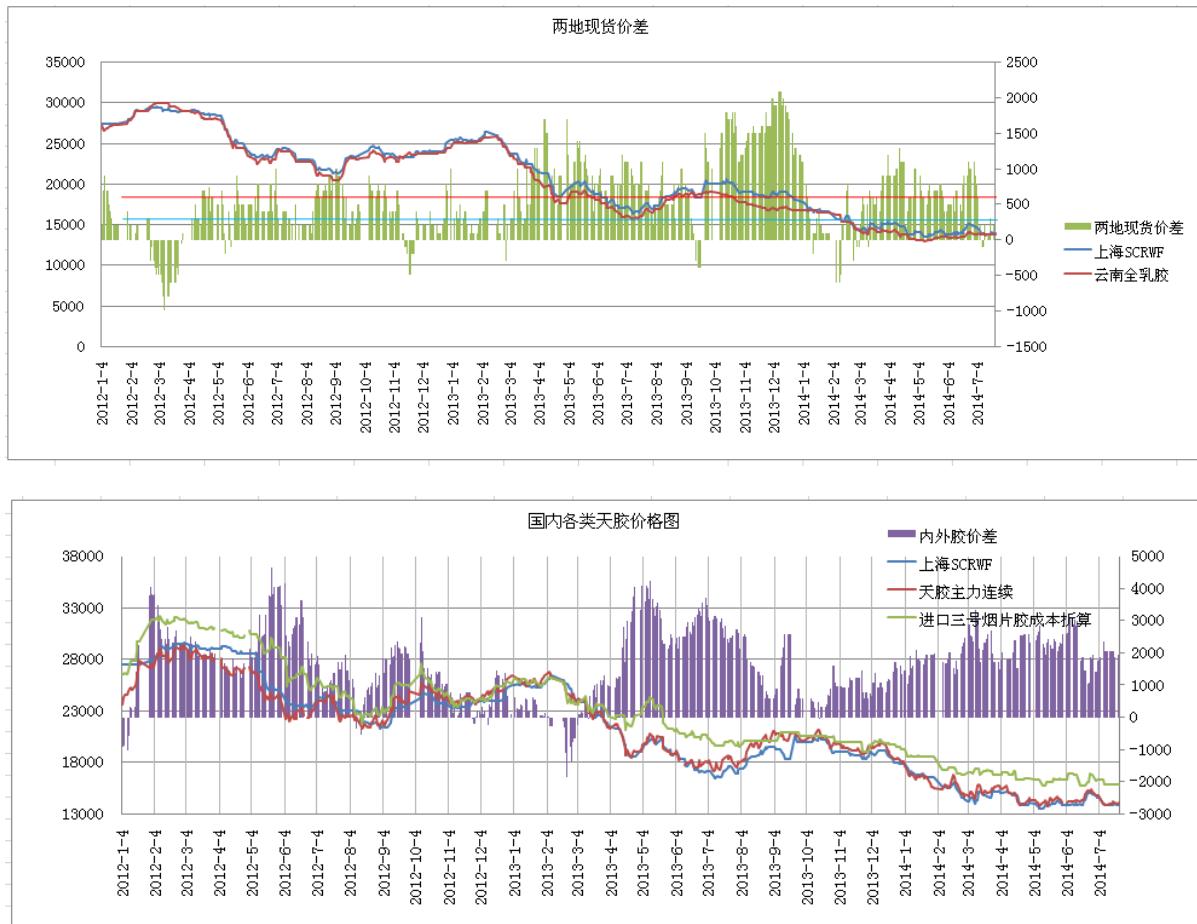
二、2014 年天胶行情分析:

(一) 主要橡胶价格走势分析

图表 4 多种橡胶价差走势图

资料来源: WIND





7月份受天气因素及上游原料价格的影响，现货市场各胶种涨跌不一，其中合成胶当月涨幅最大，平均涨幅在5%左右，月末顺丁胶主流报价为13600元/吨与全乳胶价差进一步收敛至500元/吨，创出近3年以来的新低。08年以来，顺丁胶曾经3次升水与全乳胶，分别为2008年3月，2008年10月以及2011年7月-9月，除其中一次升水以全乳胶补涨外，其它两次均已合成胶价格补跌而修复。

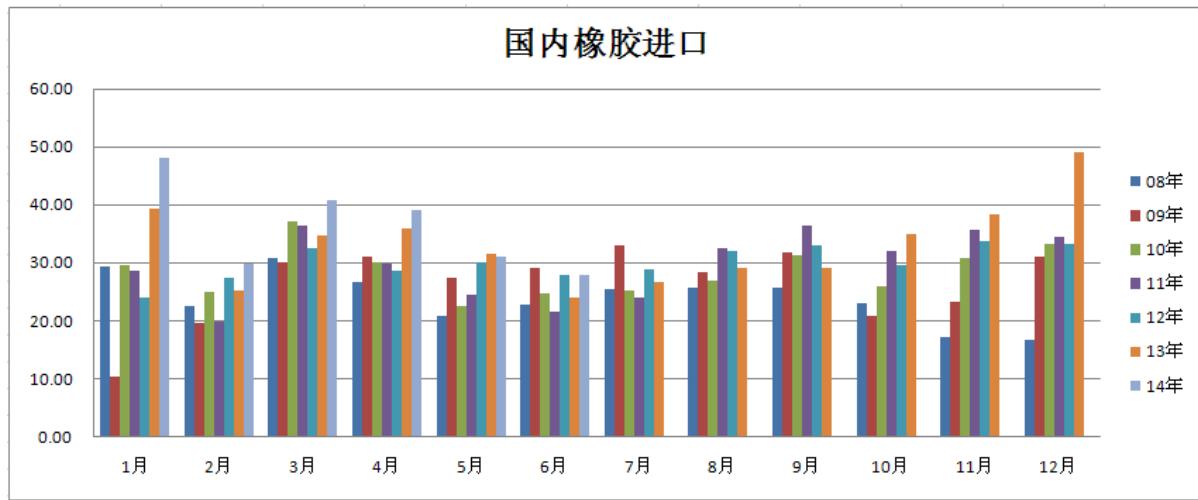
由于此前国内天胶进口量持续下滑，保税区复合胶货源紧俏，价格较为坚挺，目前马来20号标复合胶美金胶报价1720美元/吨，折合人民币12600-12800元/吨，现阶段标胶复合成为轮胎企业最主要的生产原料，所以当复合胶与全乳胶价差达到2000元以上时，全乳胶价格通常会拐头向下，而此刻两者价差处于1500-1600元，对全乳胶后市走势产生一定的打压。

泰国进口3号烟片胶价格比较稳定，不过月末由于产量增加的预期，泰国出口报价出现小幅阴跌，现货市场上流通的烟片胶复合胶报价为15100元/吨。烟片胶9月船期比较抢手，价格约在2100美元/吨，预计3季度集中到港压力较大。

（二）国内天胶进口量将环比回升

图表3 国内橡胶进口量

资料来源： 金银岛



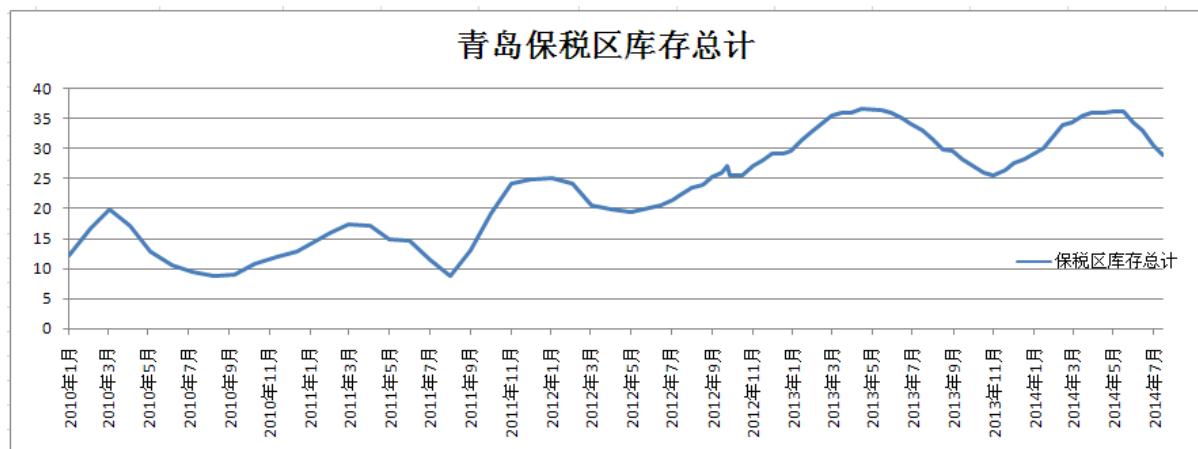
据海关总署统计国内 2014 年 6 月天然橡胶进口量为 169,571 吨，环比降 11.8%，比去年同期增 30.61%；1-6 月中国共进口天胶 142 万吨，同比增 21.9%。天胶进口环比呈季节回落，但同比增速仍较大。从需求端来看，2014 年上半年，全国橡胶轮胎外胎累计生产 5.5 亿条，同比增长 9.2%；出口累计达到 2.3 亿条，同比增长 10.8%。上半年供需整体较为均衡。

但从季节性看，7 月进口数据环比上涨的概率很大，8、9 月份进口量又将处于高位，也将会改变目前国内天胶去库存的格局。

结论：天胶进口量将同比回升，国内去库存化格局将改变 短期中性偏空

（三）保税区库存季节性下滑，重重压力下的 9 月合约

图 4. 保税区库存数据



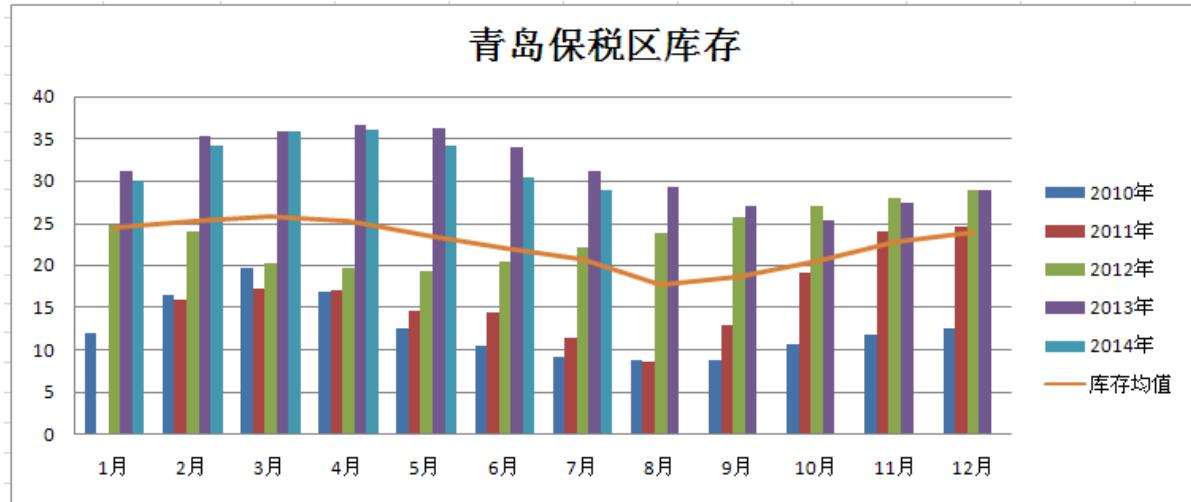
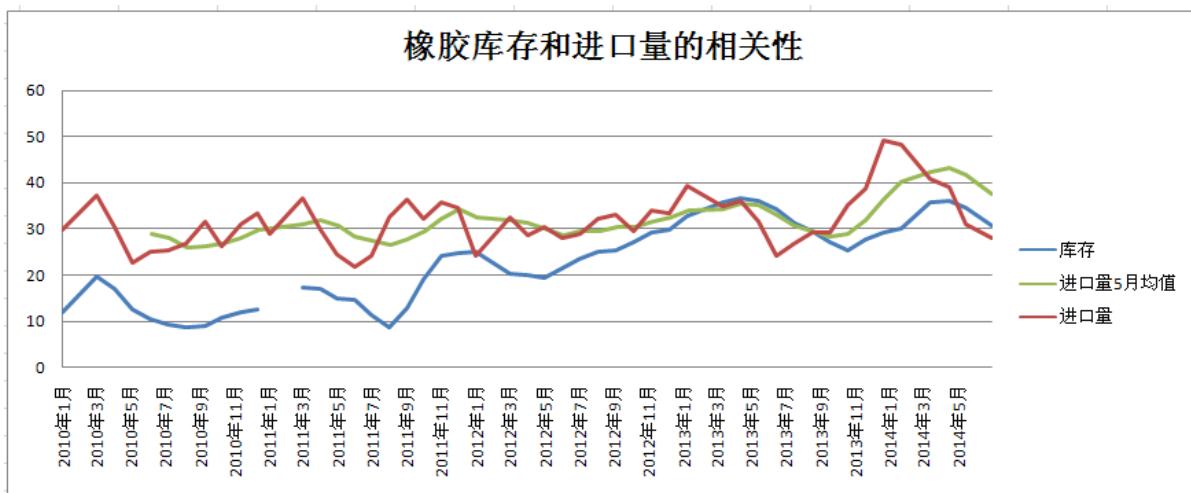
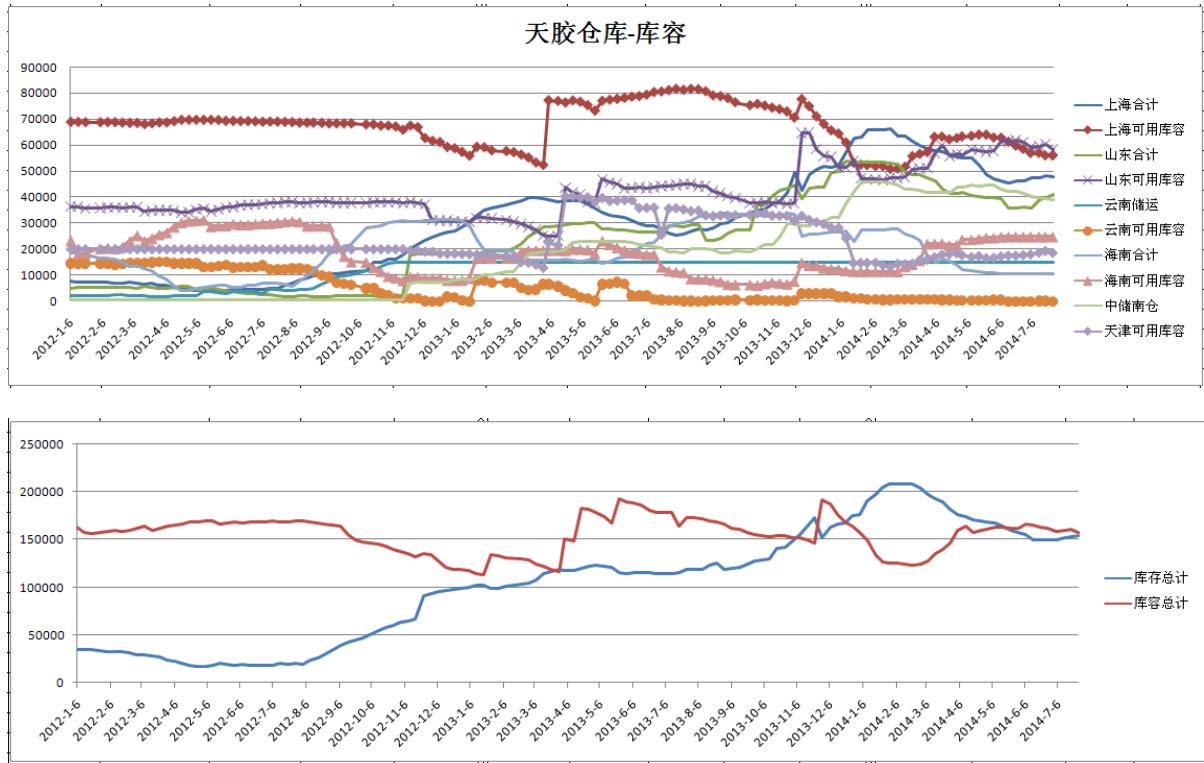


图 5 橡胶库存和进口量的相关性



截至 7 月 31 日，青岛保税区橡胶总库存下降至 26 万多吨，较本月中旬降幅超 9%，环比降 14%，较去年同期下降超过 16%。具体品种来看，其中天胶库存较前期下降最多，降速超 10%；合成胶、复合胶库存均有小幅下滑。笔者认为保税区库存减少不能简单的认为是下游需求改善，因其去库存化存有较强的周期性和规律性，本次去库存主要还是受此前 5 个月内进口橡胶下滑和保税区融资货外流的影响，而且随着 7 月份国内天胶进口数据将重新拐头向上，保税区最快或在 9 月再次出现库存回升的局面。笔者在半年报里预测，青岛港货转新规对融资胶的影响恐不及预期，果然此后贸易商选择依托区内企业采取了补差价的委托融资方式来进行，并加速在保税区注册区内公司，新政对市场影响较为温和。

图 6. 交易所显性库存



仓单看期市！截止上周五上海天胶期货天胶仓单共计 129610 吨，库存 153255 吨，连续两月维持出入库平衡的局面，预计 11 月前需注销 10 万吨左右的老胶，而此批入库的老胶仓单基本为 13 年 9 月之后建立，到交割月之时，橡胶老化现象比较严重，估计贴水水平与目前 13 年 5 月全乳价差相似，将会贴水与国内现货报价 300 元左右，目前 9 月合约和 11 月合约共有 5W 手期货空单，持仓虚实比接近 1:4，对 9 月行情不利。本月复合胶货源偏紧，价格稳定在 12600-12800 元之间，与 9 月天胶合约价差 1400 元，均不利于 9 月天胶。

受台风影响和海南干胶生产亏损产量下滑影响，目前 14 年全乳胶源较为稀少，云南产区 14 年全乳胶价格在 14200-14300 元，上海全乳胶价格 14500-14900 元之间，1 月期现套利成本 15300 元/吨近 3 周一直维持 200-300 元浮动升水，不过由于全乳货源不足，目前贸易商转而寻购泰国 3 号烟片，据闻 9 月船货紧俏，估计到港含税成本 17000 元/吨，期现仓单成本 17500-18000 元，而且除非下游需求有很大的改观，17500 元/吨的全乳报价已经可以让海南干胶生产利润大幅改善，所以可以认为 17500 一线为 1 月合约长期的阻力位。

总结：保税区去库存周期即将结束，9 月仓单压力如鲠在喉 偏空

（五）乘用车销售稳步增加，重卡需求步入淡季

图 7. 国内重卡销售数据

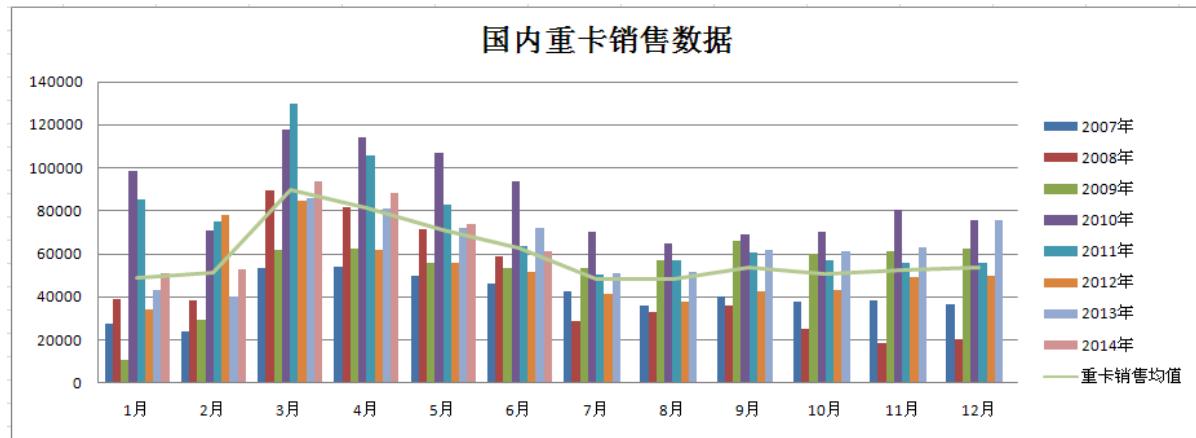
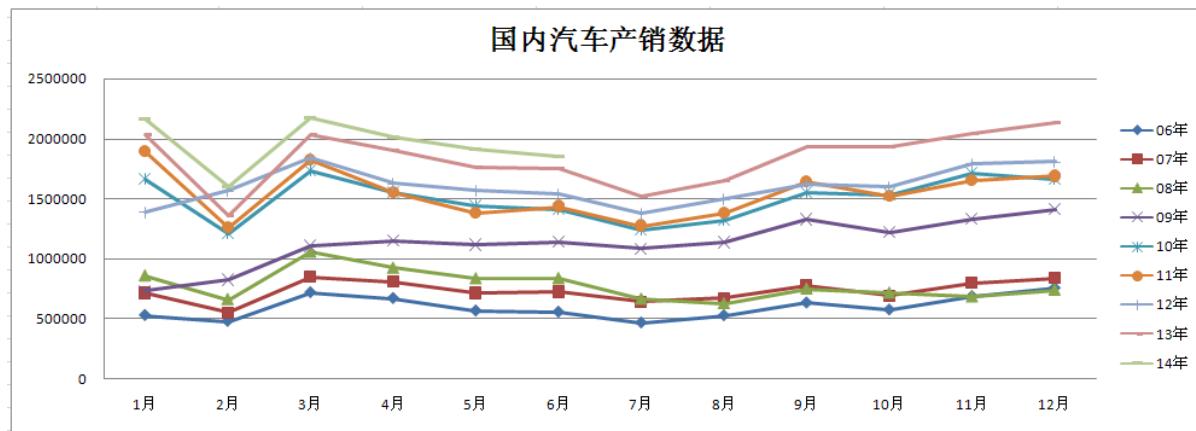
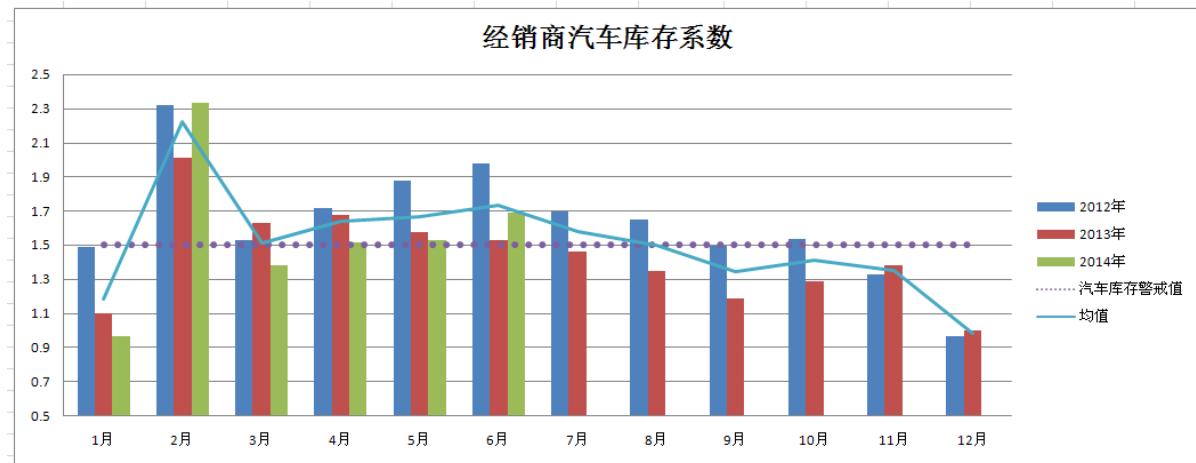


图 8 国内汽车销售数据



国内汽车销售处于淡季，国内汽车6月销售184.6万辆，相比5月份下滑7万辆左右，维持季节性下滑态势。国内6月重卡销售6.1万辆，相比5月份下滑1.3万辆。国四标准替换带来的提前消费影响基本消除。

图 9 经销商汽车库存系数



中国汽车流通协会6月份公布的“汽车经销商库存调查结果”显示。今年6月份经销商综合库存系数为1.69，连续4个月系数呈现上行，连续3个月站上1.5的汽车库存警戒水平。其中合资、进口、自主品牌库存系数均有一

定幅度上升，合资品牌库存系数由上月 1.46 升至 1.63；自主品牌库存系数由上月的 2.18 降至 1.72；进口品牌库存系数由上月的 2.30 升至 2.66。本月，合资、自主、进口品牌均处于较高库存水平，经销商库存压力加大，也从侧面也证明近 2 个月汽车销售处于淡季，预计 7 月份数值将有所回落，不过继续处于 1.5 上方，而库存压力得到彻底改善通常在 8、9 月之后。

总结：预计车市 8 月有所回暖，重卡销售平淡，注意库存压力 中性转多

（六）轮胎：双反成达摩克利斯之剑

图 10 卡客车轮胎销售商库存周期

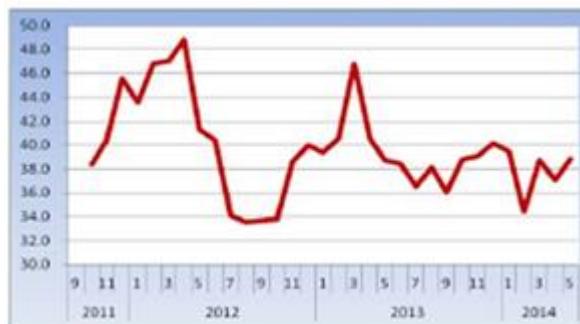


图 12 中国卡客车轮胎经销商价格综合指数

图 11 轿车轮胎商库存周期

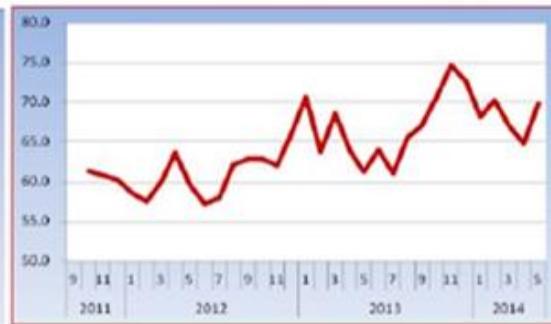


图 13 中国轿车轮胎经销商价格综合指数



7 月 22 日，美国国际贸易委员会（ITC）投票裁定中国对美轮胎出口给美国产业造成实质性损害，这个案件下一步的时间节点是：8 月 1 日，ITC 正式给出书面初裁报告；11 月 21 日，美国商务部（DOC）将对反补贴进行初裁；2015 年 1 月 20 日，DOC 将对反倾销作出初裁。但是，如果国内轮胎在 6、7、8 这 3 个月的出口总量超过前 3 个月（即 3、4、5 月）的出口总量 15% 以上，同时裁定的反倾销税率在 25% 以上，则美国商务部可以将征税时间向前追溯 90 天，即反补贴税征收时间提前至 8 月 23 日，反倾销税提前至 10 月 22 日。不过据中国海关统计数据，今年 3-5 月，

中国机动小客车用新的充气橡胶轮胎对美出口 14.27 万吨，6 月份出口 5.08 万吨，环比增长 7.42%。鉴于“双反”前美国贸易商会有囤货需求，估计 7、8 月出口量环比增速不会低于这个数字。按此增速估算，6-8 月出口总量比 3-5 月增长约 15%。此次双反，美方以泰国轮胎价格为替代产品价格裁定反倾销税率，反补贴的基准价格还选定了炭黑、帘子布、合成橡胶等原材料产品，并已开始调查原材料的补贴程度，美国最后裁定中国轮胎的反倾销税率肯定将超过 25%。

国内轮胎企业，8 月份再签单出口，美国到货日期一般在一个月左右，那么这部分轮胎或将遭致美国征收“双反”税。所以双反的影响远比市场估计的要早，及时 8 月份国内轮胎企业突击出口，也将受到双反税的影响。

2009 年中国轮胎遭遇美国特保案后，轮胎企业选择寻找新的出口国和部分轮胎转内销的方式来对冲造成的不利影响，据从橡胶贸易商了解到，12 年之后随着特保案的取消，中东、南美洲和非洲轮胎出口份额出现较大幅度下滑，因多个国家对国内轮胎发起诉讼，国内轮胎销售路径回归较为熟悉的东南亚市场，预计本次双反税时间将延续 5 年之久，轮胎企业面临比 09 年特保案更严重的危机。

总结：轮胎企业利润大幅下滑，双反成达摩克利斯之剑

偏空，下半年可能演变成黑天鹅

（七）丁二烯受制需求弹性过大，涨势或难维持

图 13. 主要合成胶价格走势及盈亏分析图

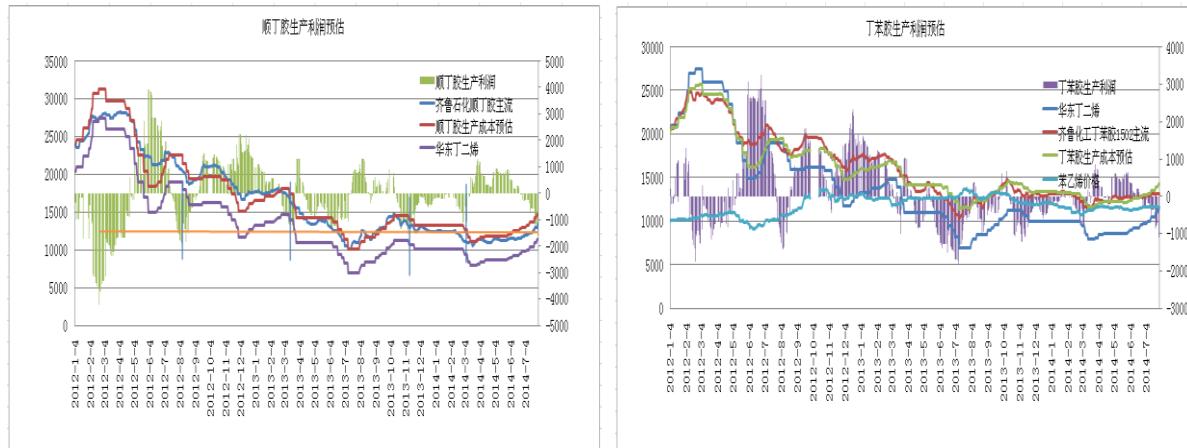
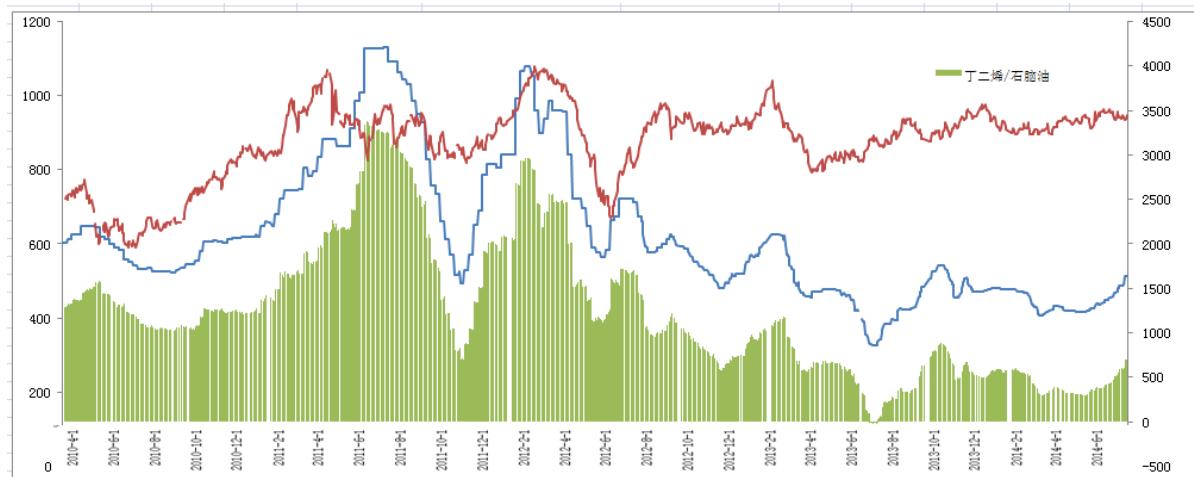


图 14. 内外盘丁二烯价格走势图



图 15. 丁二烯和石脑油比值图



本周末中石化华东公司再次上调对扬子石化、上海金山、镇海炼化丁二烯价格 500 元，挂牌报价 11500 元/吨，当月涨幅已经达到 15%。丁二烯价格从 5 月分以来连续上涨，主要受美国页岩气革命后乙烯生产工艺的改变，使得丁二烯存在区域间套利的缘故，东亚丁二烯货源选择流向价格更高的美国，造成东亚货源偏紧，这从 2011 年开始每年都会炒作一波。

丁二烯价格的上涨，也使得合成胶报价水涨船高，顺丁橡胶月末报价在 13600 元/吨，丁苯橡胶报价为 13250 元/吨，但受制于下游需求清淡以及合成胶和天胶价差过小，已经面临着有价无市的困局，合成胶生产企业无法很好的向下游转移高企的成本，通过测算以目前市场流通的丁二烯货源报价，顺丁胶每吨生产亏损 1300 元左右，丁苯胶生产亏损每吨 1000 元，由于成本压力没有减轻迹象，国内厂商的装置开工率仍处于大幅压缩阶段，供应并不宽裕，且受成本压力的影响，厂商报价仍有上调可能，短期内市场行情也将维持向上势头，但需求不旺的影响始终犹在，后市现货市场交易恐难改善。

笔者认为丁二烯后市价格或将难续涨势。虽然乙烯生产工艺的改变使得今后丁二烯产能难以得到有效补充，从长期来看笔者也认可合成胶和天胶价差收敛将成为常态，不过丁二烯也存在个致命缺点，因其下游需求过分单一，据统计 90%的丁二烯被用来生产合成胶，这也就意味着丁二烯需求弹性非常大，其价格的上涨很容易造成下游需求大量减少的格局，面临被合成胶生产商减产抵制风险，从而使得丁二烯从供应偏紧急速的转变成供应宽松，并且经过统计近几年合成胶损益发现，当顺丁胶生产亏损达到 1200 元以上时，丁二烯通常都会出现下跌的行情，而目前的

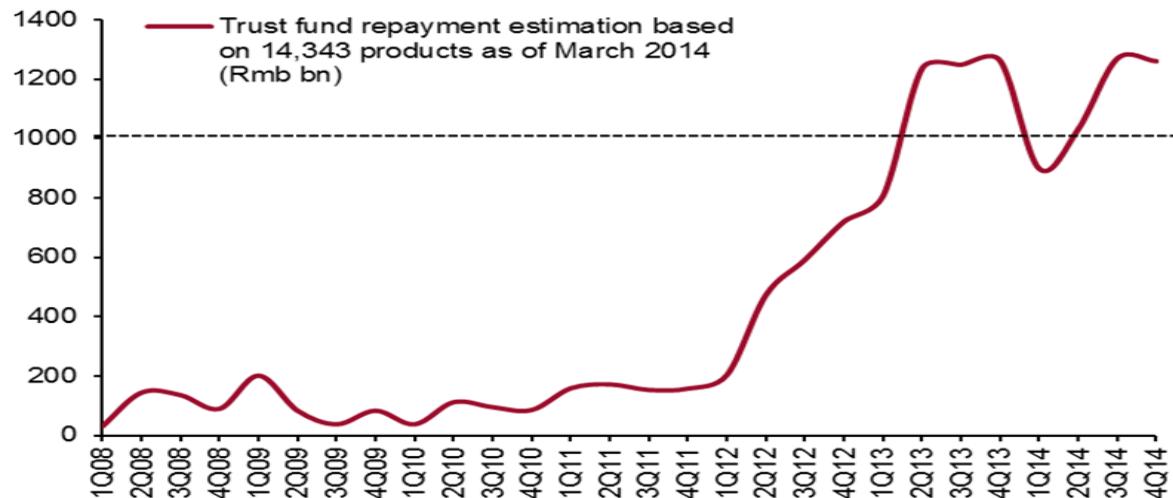
亏损幅度已经接近形成拐点的水平。

总结:合成胶价格高企利好天胶消费,但后市恐难持续

3季度影响 多转空

三、行情展望:

图 15. 信托资金偿还高峰期



图表 16 沪胶 1501 月 K 线图

单位: 元/吨



资料来源:博易大师 浙商期货研究中心

现阶段天胶的利多集中与天气等因素影响到天胶短期供应,以及合成胶价格高企利好天胶,同时国内依然处于去库存阶段供给压力整体较小,但综合以上分析可以看到,上述的利多均属于短期现象,包括供应短缺和合成胶价格高企均是昙花一现,而8月之后国内天胶库亦将开始逐渐回归补库存周期,故若8月份没有进一步的利好出现,天胶期价势必将继续弱势下行。正所谓此消彼长,随着利多题材逐渐被淡化,8月份空头可以打压的筹码增加,特别天胶老胶仓单压力和美国双反目前依然看不到能有效化解的办法。新一届政府稳增长措施“重财政政策,轻货币政策”,从长期来看更利于经济的复合和改革的深入,但也意味着3月份开始的稳增长效果或将在7月见顶,对3季度大宗商品的利多也将逐渐淡化。

从技术上看，国内 1 月天胶延续大 L 底区间震荡，7 月份空头尝试下破 15000 元关口不成，选择主动减仓，其周 BOLL 线明显走平，上方压力 16500 元，下方支撑 14800 元，不过月 K 线级别依然存有下行的空间，若 8 月份 1 月天胶有效跌穿 15000 元关口，就有可能继续下探 14000 元关口，所以 8 月的行情操作需要投资者有一定的耐性，建议 1 月天胶 15000 关口以上按逢高抛空思路操作，但若月内跌穿 15000 关口可以尝试追空，目标 14000 元。