研究员
李传山
电话：020-38011980
E-mail: Chuanshanli@hotmail.com
从业编号：F0232770

上涨途中歇歇脚

——8 月天胶策略投资报告

2011-8-1 星期一

要点与建议：

- 经济增长缓慢，市场静待美国债务谈判结果。美国媒体最新报道，美国两党在提高债务上限问题上接近达成协议，以免美国政府发生债务违约。债务上限提高意味可印更多美元，美元难改弱势。
- 原油反弹到 100 美元/桶，高油价抑制了部分消费，供求宽松影响下，原油上行的脚步将放缓。
- 汽车消费现实不乐观，轮胎处于生产淡季，从季节性特点看，7、8 月份是轮胎行业的生产淡季。
- 季节性特点看 6 月开始到 9 月，属于新胶大量上市的季节，目前天胶仍面临季节性供给压力。
- 丁二烯原料供应紧张，导致价格飞涨，推动合成胶价向上逼近天胶价格，当前合成胶的市场价格开始出现松动，有可能拖累天胶的价格走低。
- 在下半年的分析报告中，我们认为橡胶下半年基本面略显宽松，需求变化对于胶价有决定性影响。目前天胶供需相对较宽松，在合成胶支撑因素减弱后，沪胶有回调需求，但是料在 33500 附近有支撑，如果宏观面更差点，则在前期回调低点 31000 需求支撑。

风险提示：美国国债上限的最终表决方案及对美元影响，中国控通胀、保增长成效，资金的过分投机导致胶价波动风险巨大。

近期报告：

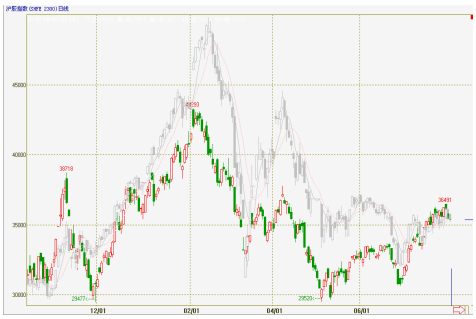
《季节供应压力下，天胶寻找需求支撑》

2011 年 7 月

《反季行情取决于美元和库存修复》

2011 年 6 月

沪胶、日胶走势日线叠加图：



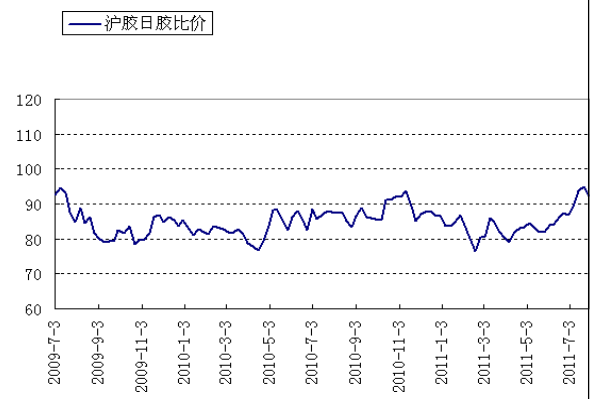
资料来源：文华财经

一、7 月橡胶行情回顾

7 月份，源自于合成胶价格大幅上涨的推动，沪胶从阶段性回调低点 31000 附近强势反弹至 36000 点上方，1201 合约月末收于 35450 点，上涨 3385 点，涨幅达 10.56%。日胶总体上跟随沪胶走势，12 月合约月度上涨 5.07%，表现弱于沪胶，日元升值是个重要因素。沪胶日胶比价从低位走高。

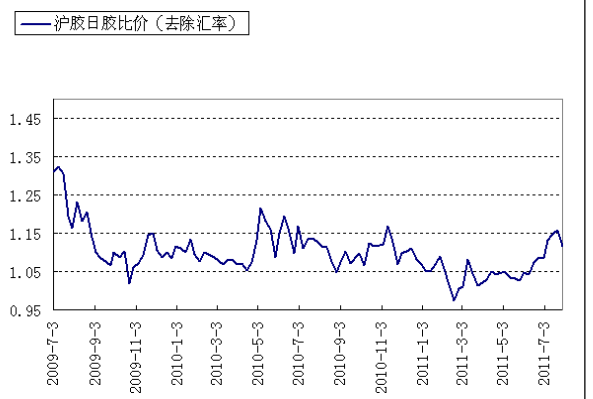
期货市场的上涨带动现货胶价持续走高，目前下游工厂开工增加，但是不断上涨的胶价依然令消费商出现抵触情绪，下游拿货零散，市场人气偏淡。天然橡胶上海市场月末云南全乳胶报价在 34800 元/吨左右，海南全乳胶价格在 34600 元/吨左右，泰标复合 36000 元/吨左右，马标复合在 36000 元/吨。国内合成橡胶呈现震荡向上的走势，华东市场松香 1502 报价 33600-34000 元/吨，顺丁报价 34700-35100 元/吨，与天然胶价格不断缩小。

图 1：沪胶日胶比价



数据来源：华联期货数据库

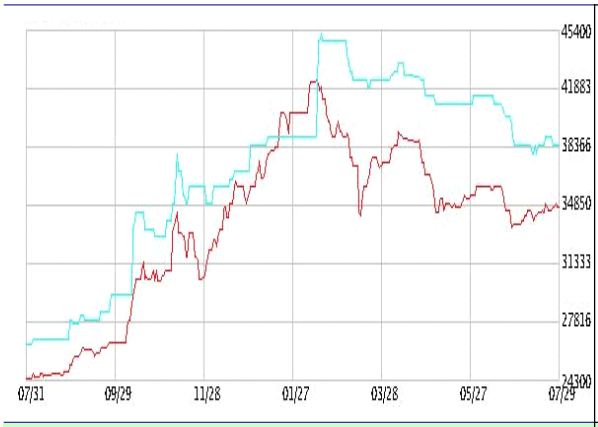
图 2：沪胶日胶比价（去除汇率）



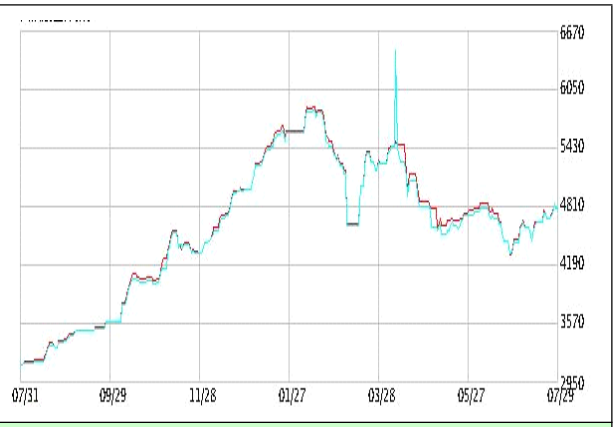
数据来源：华联期货数据库

图 3：上海三号烟片和全乳胶价格

图 4：东南亚复合胶美元报价



数据来源：金银岛、华联期货数据库



数据来源：金银岛、华联期货数据库

二、基本面分析

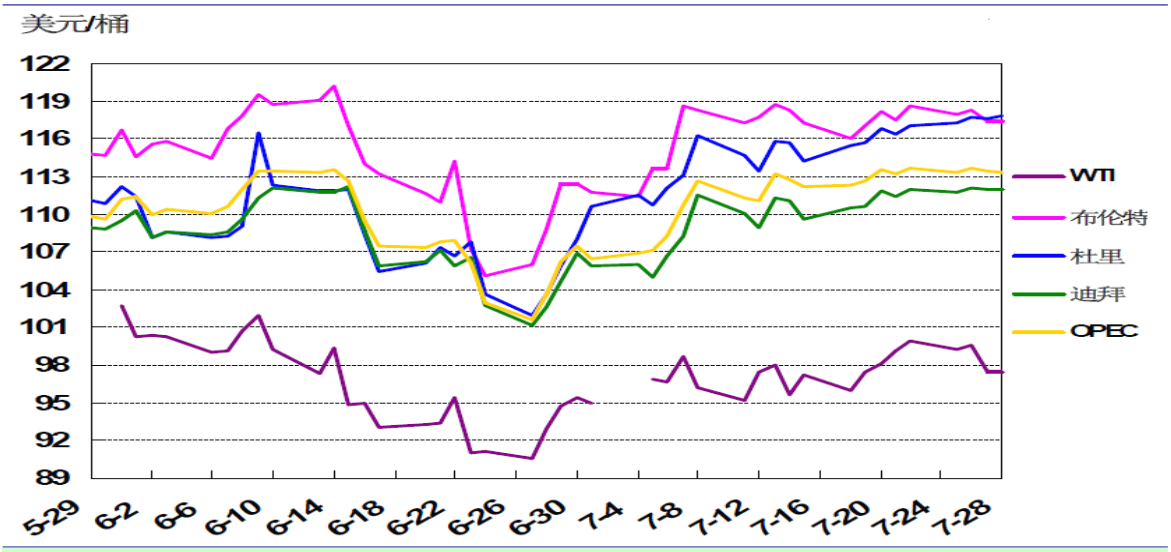
1、经济增长缓慢，市场静待美国债务谈判结果

目前的经济形势而言，发达国家复苏放缓，其中美国高失业率、低增长及房地产低迷等顽疾依然未康复，欧洲也面临着低增长和通胀压力加大的风险。中国前期为抑制通胀出台的“组合拳”已经令经济增速出现放缓的势头，但 6 月份 CPI 同比涨 6.4%，创近三年来新高，意味着管理通胀依然是中国货币政策的首要任务。近期金融市场围绕欧债、美债运行，欧元区于近期通过了一项新的救助方案，而美国民主和共和两党争论不休于提高国债上限，最坏的情况是短期未能通过，从而冲击商品和股票市场，但是预计最终会达成提高上限方案，即使有所妥协；债务上限提高意味可印更多美元，利好于天胶等大宗商品市场。

2、供求宽松影响下，原油上行的脚步将放缓

原油需求新增长动力必然来自于新兴经济体，从远期看原油消费前景依然乐观，但是原油反弹到 100 美元/桶，高油价抑制了部分消费，加重了经济增长的忧虑。最近的四周美国汽油需求年比下滑 1.3%，至 930.6 万桶/日，为 2 月 25 日以来连续第 18 周年比下滑，也是 6 月 3 日来四周汽油需求的最大年降幅。目前正值美国汽油消费旺季，但是今年需求旺季不如市场预期那么强劲。供应方面，沙特宣布将履行其提高石油产量满足全球不断增加需求的承诺，如果需要，沙特可能进一步提高本国的石油产量。供求宽松影响下，原油上行的脚步将放缓。

图 5：近期原油价格



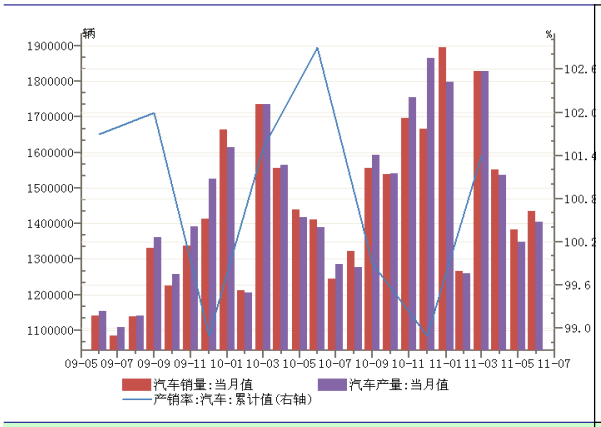
数据来源：金银岛、华联期货数据库

3、汽车消费现实不乐观，轮胎处于生产淡季

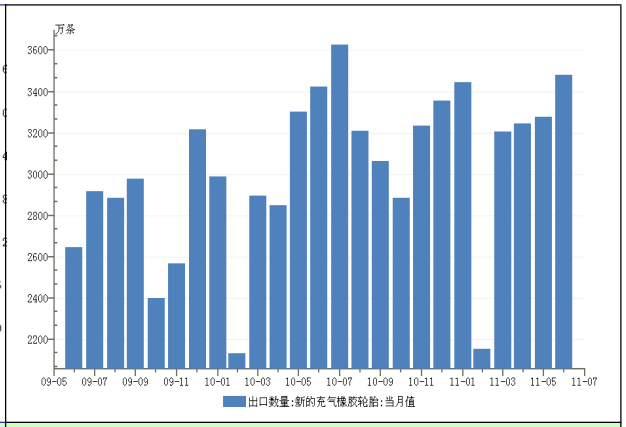
天然胶消费中轮胎类占比为 70%，汽车销量集中反映天胶消费状况。汽车工业协会最近公布的数据显示，今年 6 月国内汽车产销分别完成 140.37 万辆和 143.59 万辆，环比增长 3.83%和 3.62%，同比增长 0.65%和 1.40%。今年上半年，汽车累计产销 915.60 万辆和 932.52 万辆，同比增长 2.48%和 3.35%。销量环比有所增长，累计同比增幅继续回落。在 2011 年我国汽车业在失去政府的优惠政策支持之后，销量增速有了明显的下跌，4、5 月份甚至出现了同比负增长，而 6 月份的销量尽管有些许反弹，但同比增长只有 0.65%的幅度。如果单看销量的同比增速，4、5、6 月份分别都处于历史的最低水平。而且最关键的是，在汽车销量的结构对比上，乘用车表现得红火，而商用车却萎靡不振，一般商用车的用胶量会大于乘用车。就轮胎业而言，目前大型企业表现尚佳，开工率保持在高位，但中小企业由于受到资金紧张以及限电影响，开工率不佳。从季节性特点看，7、8 月份是轮胎业的生产淡季，天胶 8 月份的需求相对较弱。当然，长期来看，随着中国、印度等新兴经济体的发展，在工业化过程中对汽车的需求的提高以及保有量的提升将拉动天然橡胶的需求。

图 6：国内汽车产销、保有量情况

图 7：充气橡胶轮胎出口量

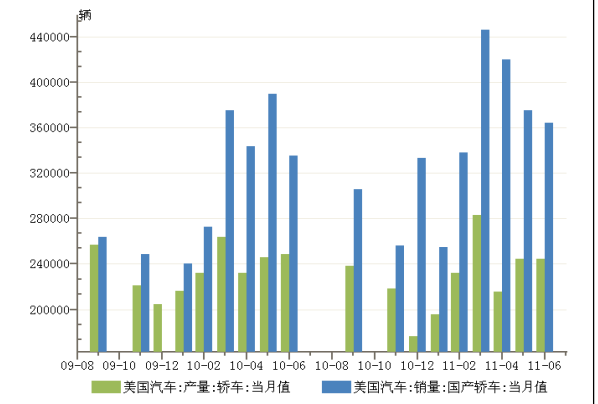


数据来源：Wind、华联期货数据库



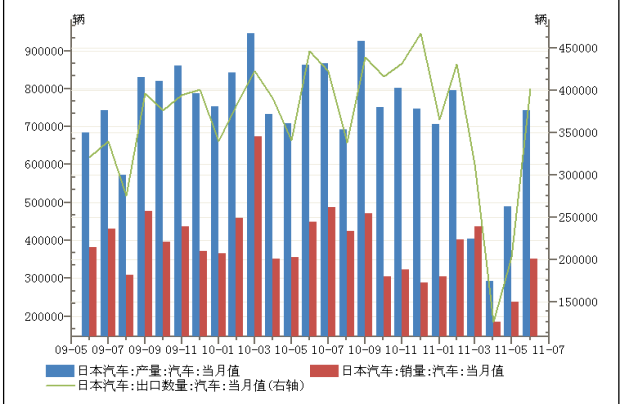
数据来源：Wind、华联期货数据库

图 8：美国汽车产销情况



数据来源：Wind、华联期货数据库

图 9：日本汽车产销、出口



数据来源：Wind、华联期货数据库

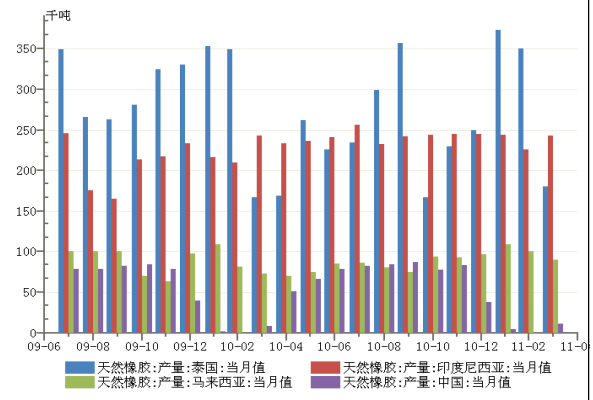
4、新胶大量上市，而国内进口量减少

国际橡胶研究组织近期表示，2011 年全球天然橡胶产量预计将增长 5.8%至 1090 万吨，较 2010 年产量的 1030 万吨增长 60 万吨，供应缺口将由 40 万吨减少至 20—30 万吨。而天然橡胶生产国协会 7 月 28 日公布的月度报告称，三季度全球天然橡胶供应量料增 3.4%，至 277 万吨，且全年产量料增 4.9%，至 1000 万吨。该组织调低了此前的产量预估，据称第三季度全球天然橡胶增幅放缓主要是因为越南天然橡胶产量减少 9.4%，因当地橡胶树遭遇严重的病害。今年东南亚主要产胶区 6 月份降雨多于去年，降雨影响到当地割胶的顺利进行，市场中到货量增长幅度低于市场预期，但是充足的雨水或将促使后期天然橡胶产量增加。7 月份之后，东南亚主要产胶区天气干燥，胶农适宜割胶，而且天然橡胶价格高位盘整，胶农割胶的积极性较高，7 月份之后天然橡胶产量逐渐增加。季节性特点看 6 月开始到 9 月，属于新胶大量上市的季节，目前天胶仍

面临季节性供给压力。

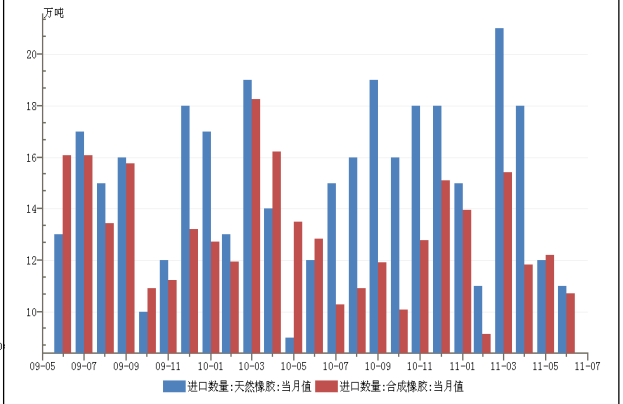
中国进口方面，海关总署 7 月 10 日公布的初步数据显示，中国 6 月进口天然橡胶 110000 吨，较上年同期减少 8.3%。6 月进口量较 5 月的 120000 吨减少 8.3%。数据显示今年前 6 个月进口量较上年同期增长 4.6%，至 870000 吨。进口大幅减少很大程度上来自于 6 月份天胶下跌，消费商退场观望以及车市的降温所带来的需求放缓使生产商、贸易商不能贸然接货。

图 10：主产胶国产量



数据来源：Wind、华联期货数据库

图 11：中国天然橡胶、合成橡胶进口数量



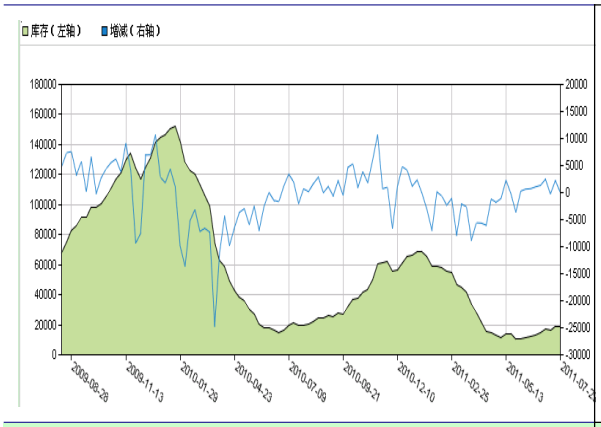
数据来源：Wind、华联期货数据库

5、产区供应增加，上期所库存开始回补

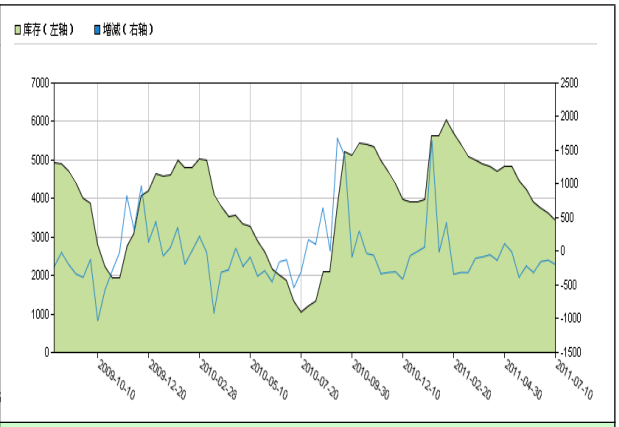
截止 7 月 29 日当周，上期所天然橡胶仓单库存增加 14 吨至 18797 吨，总体库存整体上处于比较低的位置，这与去年天胶大幅减产有很大关系。从历史库存变化图可以看到，后期随着产区供应量的增加，上海交易所库存也将走高。相比较而言，由于日本汽车产业从强震阴影中逐步走出，汽车生产回复在加快，增加了天然胶的需求，日本交易所库存 5 月份以来一直持续减少。日本橡胶贸易协会公布的最新数据显示，截至 7 月 10 日，该国天然橡胶库存总计为 3441 吨，较 6 月 30 日的 3634 吨减少了 193 吨。

图 12：上期所天然胶库存

图 13：日本天然胶库存



数据来源：华联期货数据库



数据来源：华联期货数据库

6、合成橡胶产量有所减少，成本推动价格上涨

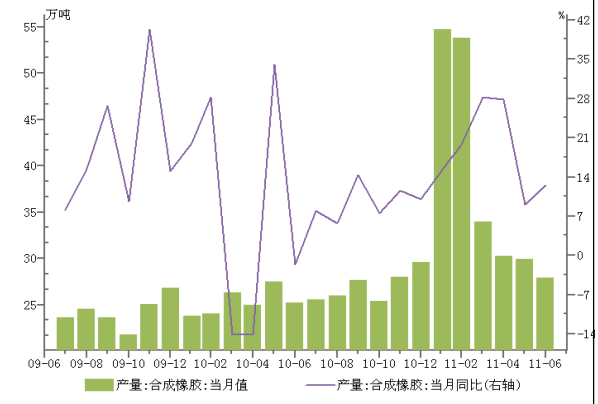
合成胶价在 7 月份大幅飙升。合成胶中的丁苯胶价格在 2011 年 2 月份的为 26000 元/吨，之后天胶开始从 40000 元/吨以上的高位开始回落，但合成胶价格并未因此受到影响而下跌，而是在做了一个向下的小幅调整之后一路上扬，与天胶的价差不断缩小。顺丁胶的走势也大抵如是，但在今年 1 月份天胶价格的回落当中，顺丁胶发生过一次较大的回调，从当时的 33200 元/吨回落至 28000 元/吨。而在达到 5 月份的低点之后顺丁胶便呈现一路上扬的姿态，并在最近达到了 34000 元/吨的高点，顺丁胶与天胶的价差更是缩小到每吨只有几百元。我们看到天然橡胶与合成胶价差小于 5000 元/吨的时候，制造商会考虑优先使用天然橡胶，因为在性能的对比上，天胶比合成胶有较大的优势。当合成胶价格向上逼近天胶价格的时候，天胶价格自然会顺势上涨。

本轮合成胶的上涨动力主要来源于丁二烯的原料供应，丁二烯价格在过去一段时间内疯狂上涨。主要有两方面原因：一方面是亚洲供应减少。日本东燃化学一套石脑油裂解装置意外停车，台塑 2#、3#裂解装置开工负荷降至 80%附近，1#裂解装置自 5 月 12 日意外停车后一直处于关闭状态。另一方面来自于美国的需求大增，因为改变了制乙烯方法，美国市场丁二烯的供应减少，对亚洲的进口需求增加。于是，丁二烯价格飞涨，CFR 中国从 3300 美元/吨上涨到 4200 美元/吨。原料价格的上涨造成合成胶的生产成本增加。因此，尽管顺丁胶价格高企，但实际上生产顺丁胶是没有利润的。上周关于销售公司调涨胶价的预期落空，因此合成胶的市场价格开始出现松动，有可能拖累天胶的价格走低。

图 14：合成胶价格

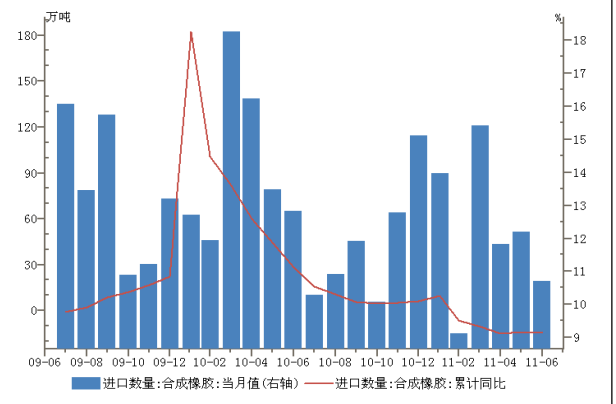
数据来源：Wind、华联期货数据库

图 15：合成橡胶产量



数据来源：Wind、华联期货数据库

图 16：合成橡胶进口量



数据来源：Wind、华联期货数据库

三、8 月份展望

发达国家复苏放缓，其中美国高失业率、低增长及房地产低迷等顽疾依然未康复，欧洲也面临着低增长和通胀压力加大的风险。中国前期为抑制通胀出台的“组合拳”已经令经济增速出现放缓的势头。近期关于美国债务违约的担忧笼罩整个金融市场，美国民主和共和两党争论不休于提高国债上限。美国媒体最新消息报道，美国两党在提高债务上限问题上接近达成协议，以免美国政府发生债务违约。我们认为最坏的情况是短期未能通过，从而冲击商品和股票市场，但是预计最终会达成提高上限方案，即使有所妥协；债务上限提高意味可印更多美元，促使美元继续走弱。

我国汽车业在 2011 年失去政府的优惠政策支持之后，销量增速有了明显的回落，4、5 月份甚至出现了同比负增长，6 月份的销量尽管有些许反弹，但是幅度很小。就轮胎业而言，目前大型企业表现尚佳，开工率保持在高位，但中小企业由于受到资金紧张以及限电影响，开工率不佳。季节性特点看 6 月开始到 9 月，属于新胶大量上市的季节，目前天胶仍面临季节性供给压力。沪胶这波上涨行情也与合成胶价飙升有很大关系，上周关于销售公司调涨胶价的预期落空，因此合成胶的市场价格开始出现松动，有可能拖累天胶的价格走低。

在下半年的分析报告中，我们认为橡胶下半年基本面略显宽松，需求变化对于胶价有决定性影响。目前天胶供需相对较宽松，在合成胶支撑因素减弱后，沪胶有回调需求，但是料在 33500 附近有支撑，如果宏观面更差点，则在前期回调低点 31000 需求支撑。

图 17：沪胶走势分析

数据来源：文华财经、华联期货数据库

研究员简介：

李传山， 理学硕士，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