



20160810

沪胶：交割库存拖累，近月或继续探底，远月触底后或企稳



高琳琳

13501898826

gaolinlin@qtias.com

证书编号: Z0002332

近期报告:

20160711-国泰君安期货-专题报告-沪胶、日胶相关性及其套利研究

20160607-国泰君安期货-专题报告-沪胶积重难返，节后可逢反弹沽空

20160505-国泰君安期货-专题报告-能源化工品种现货情况电话调研

报告要点

由于沪胶长期处于升水现货的格局加上全乳胶的市场流通性较差导致交割品大量流入上期所仓库。对应 09 合约，实盘的交割压力在 20-25 万吨，由于这部分老胶已到期，因此存在流出压力使 09 合约承压。而从日本的库存情况来看，日本的库存总体处于中等偏低的水平，日本的交割品与上期所不同，是烟胶片。烟胶片更能反映海外胶的基本情况，更具有代表性。烟胶片价格坚挺主要是因为近期出货量少，而近期量少的原因是因为其制作工艺耗时较长，东南亚胶农外出务工选择增多，劳动力流失情况严重加上前期价格偏低，导致胶农制作烟胶片的积极性不高。所以沪胶呈现近弱远强(contango 熊市结构)、日胶呈现近强远弱(back 牛市结构)的不同合约结构。从全球橡胶库存情况来看，全球的橡胶流通库存基本处于平衡，而我国的流通库存处于下降的趋势，只有上期所的交割库存处于增加的状态，这与我国两年到期的交易规则及交割品的特殊性有很大关联。

我们认为：09 合约在 8 月中下旬还会继续下探，极端值可能破万，01 和 05 合约短期内受到 09 合约拖累，难现趋势性上涨，09 合约交割前，远月合约预计将以区间震荡为主，01 主力合约区间看在 12000-13000。09 合约交割后，随着库存逐步被市场消化，需求迎来“金九银十”的预期，远月合约可能会逐步触底企稳。

由于沪胶长期处于升水现货的状态，且其交割品全乳胶在国内市场流通性不佳，导致上期所天胶仓单持续增加，由此带来的交割压力使得 09 合约价格承压。与国内状况不同的是，日本交割品全乳胶库存总体处于中等偏低的水平，全球范围的橡胶流通库存亦基本处于平衡状态。我国的流通库存处于下降趋势，但上期所交割库存则维持增加的状态，这与其两年到期的交易规则及交割品的特殊性有很大关联。我们认为，国内的合约结构主要是受制于老胶库存的压力，而日胶的合约结构更能反映出目前全球橡胶的基本供求情况。如果 09 合约的老胶库存问题得到解决，沪胶有望触底企稳。

一、国内近月承压，近弱远强

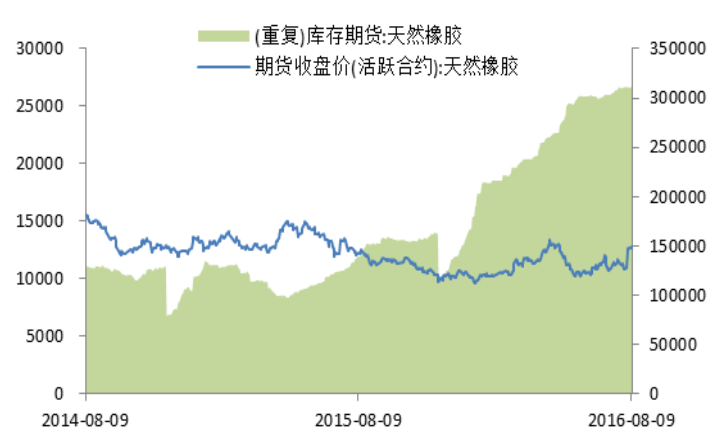
今年上期所库存屡创历史新高，长期维持在 30 万吨以上。与此同时，交易所不断增加交收仓库扩容。对应 09 合约来看，实盘交割的量预计在 20-25 万吨，根据上期所两年到期的交易规则，这部分库存已经到期，因此存在流出的压力。而 09 合约的持仓量也始终处在较大的水平，预计交割量可能将创出历史之最。对于上期所橡胶的库存新高，我们认为主要是因为沪胶长期处于升水现货的状态（见图 1），而沪胶的交割品为全乳胶，但国内市场最普遍使用的是标胶及混合胶，全乳胶的市场流通性较差，因而导致交割品大量堆积到交割仓库中。

图 1 沪胶与全乳现货价格走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 上期所库存



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

二、日胶近月走强，烟胶片紧张

图 3 日本生胶库存



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

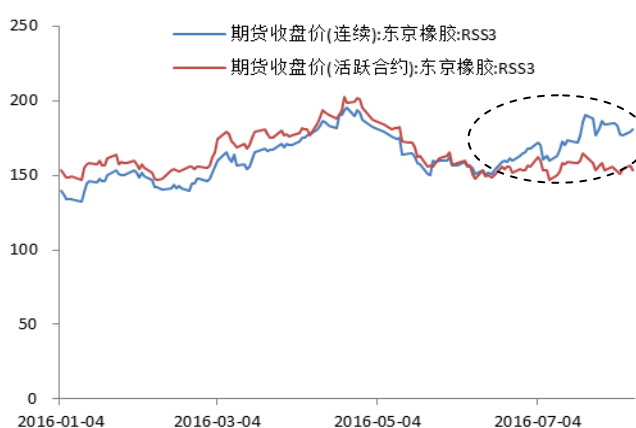
图 4 日本乳胶库存



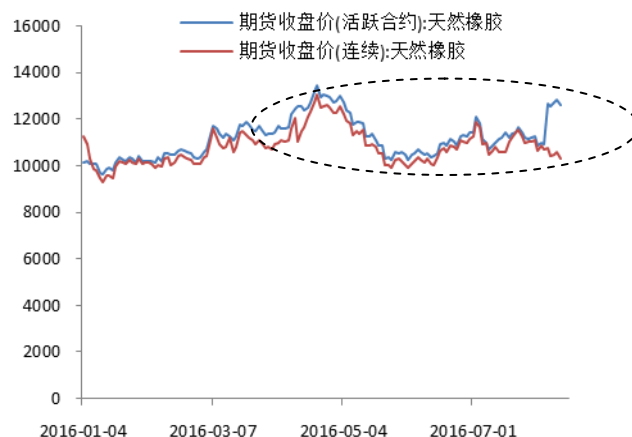
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 5 日胶连续与主力合约走势

图 6 沪胶连续与主力合约走势



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

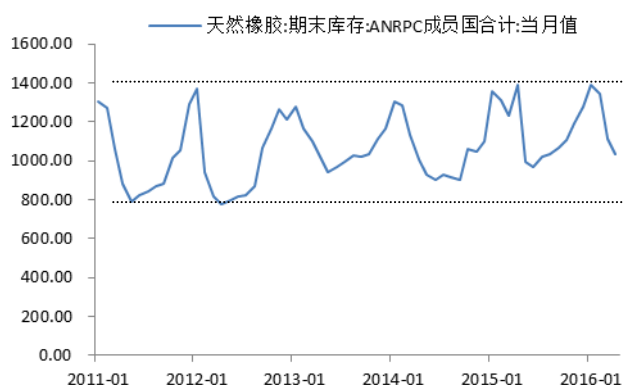
今年日本交易所库存一直维持中性偏低,日胶的合约结构也呈现出近高远低的 back 结构(沪胶则呈现近低远高的 contango 熊市结构)。与上期所不同,日本的交割品是烟胶片。烟胶片更能反映海外美金胶的市场情况,相对更具有市场代表性。日胶库存偏低与近期泰国的烟胶片出货量偏少有关。这是因为烟胶片从割胶晒干到凝固需要 1-2 周左右的时间,制作工艺耗时费力,成本较高,在 5、6 月份市场出现急跌后,利润的大幅缩水导致胶农制作烟胶片的积极性不高,东南亚胶农外出务工选择增多,劳动力流失情况严重。整体来说,今年烟胶片的产量有所下降,在价格矛盾未得到明显改善、现货市场未开始放量之前,预计这种下降趋势还会延续。

三、全球库存进入平稳期,国内流通库存处于下降态势

从全球库存情况来看,我们看到,全球的流通库存基本处于平稳状态,按照季节特性在 80-140 万吨区间波动(见图 7)。一般来说 5、6 月走低,9、10 月开始走高。2016 年以来,全球库存呈现单边小幅走低趋势。

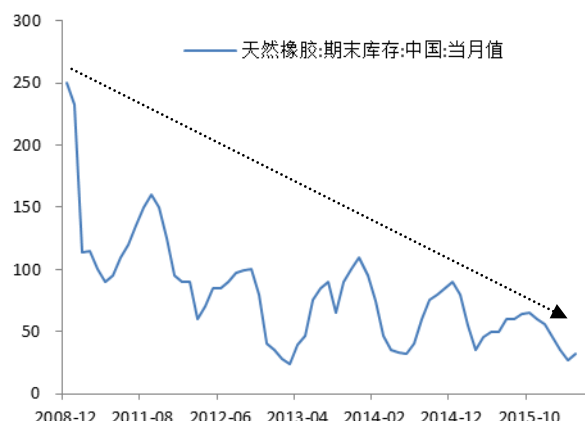
国内的流通库存(青岛保税区库存、国内期末总库存见图 8、9)一直处于下降的态势,只有上期所的期货及天然橡胶总库存处于不断攀升的势头(见图 10)。所以一旦国内 09 合约的老胶垒库问题得到妥善解决,远月合约可能触底企稳。

图 7 ANRPC 成员国期末库存合计



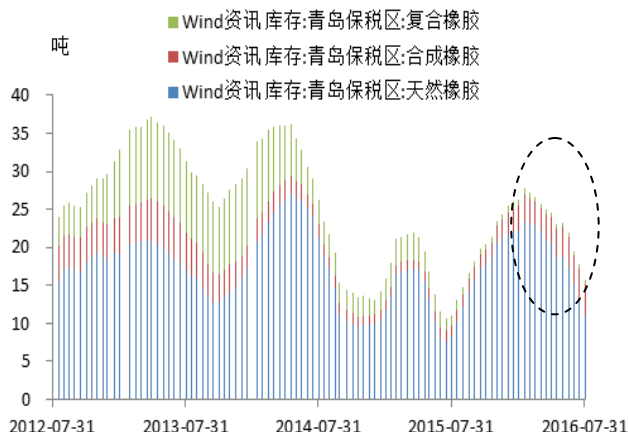
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 8 国内天然橡胶期末库存合计



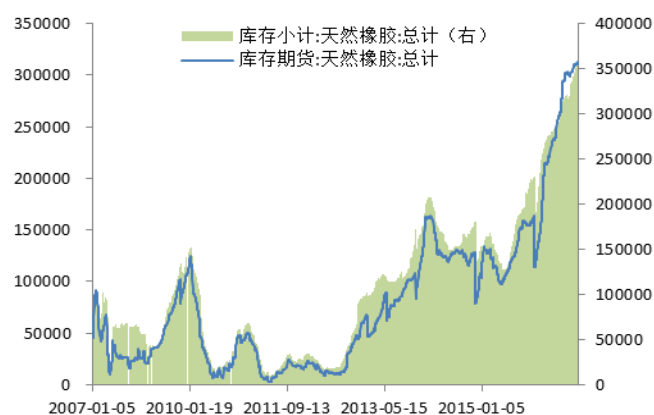
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图9 国内青岛保税区库存



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图10 上期所天然橡胶及期货库存



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

四、 总结及投资建议

我们认为：09 合约在 8 月中下旬还会继续下探，参考目前混合胶 10400-10500 元/吨的现货价格，按历年来的规律，09 全乳的最终报价可能贴水混合胶 300-400 元/吨，极端值可能破万。01 和 05 合约短期内受到 09 合约拖累，难现趋势性上涨，09 合约交割前，远月合约预计将以区间震荡为主，01 主力合约区间看在 12000-13000。09-01 价差预计会在 2000 附近震荡，不排除出现极端值。09 合约依然维持前期观点可能贴水或平水混合胶。09 合约交割后，随着库存逐步被市场消化，需求迎来“金九银十”的预期，远月合约可能会逐步触底企稳。一般来说 8 月是轮胎淡季（见图 12），从历史上看，沪胶走低的概率较大，而四季度有望触底企稳，但考虑到需求难现爆发式增长，向上空间不宜看过高。

图11 09-01 价差图

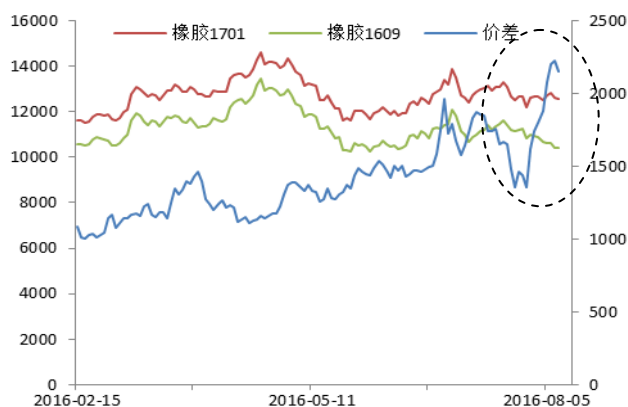


图12 轮胎企业开工率



本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货金融衍生品研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话: 021-52137126

传真: 021-52138150

金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)

电话: 021-52138122

传真: 021-52138110

产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼

电话: 021-52131163

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)

电话: 021-68401861

传真: 021-68402738

上海曲阳路营业部

上海市曲阳路 910 号复城国际 11 号楼 705-707 室

电话: 021-55892500

传真: 021-65447766

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)

电话: 022-23392200

传真: 022-23300863

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编: 200063

电话: 021-32522822

传真: 021-32522823

杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号华顺大厦三楼 (310009)

电话: 0571-56112999

传真: 0571-56112821

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795755

传真: 010-58795787

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 603、604 室

电话: 0755-83734575

传真: 0755-23980597

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话: 0411-84807755

传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)

电话: 0574-87816665

传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 99 号盛世国际 2022 室

电话: 0431-85918811

传真: 0431-85916622

广州营业部

天河区体育西路 111-115 单号建和中心 9 楼 AB 单元

电话: 020-38628010

传真: 020-38628583

南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室

电话: 025-87780990

传真: 025-87780996

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室

电话: 0371-65600697

传真: 0371-65610168

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695

传真: 027-82888027

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629

传真: 0532-80993630

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

客户服务中心: 95521

<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521