

天胶趋势继续向下 间或会有反弹

一、宏观经济萎靡，天胶仍有挤压泡沫的价格空间

今年以来，天然橡胶基本面仍保持去年以来的良好状态，但天然橡胶的期货价格却由年初的 43500 元/吨下跌到目前的 25000 元/吨左右，究其原因，主要是由 2009 年以来资金对天然橡胶过度炒作引发了资本泡沫，而全球经济随着时间的推移，问题逐渐显露，成为挤压天然橡胶资本泡沫的推手。

宏观危机引发整个商品市场大跌，很多产品如钢铁、pvc 等商品跌至成本线下方，天然橡胶虽然也重挫，但目前天胶无论期货价格还是现货价格都远高于成本线，

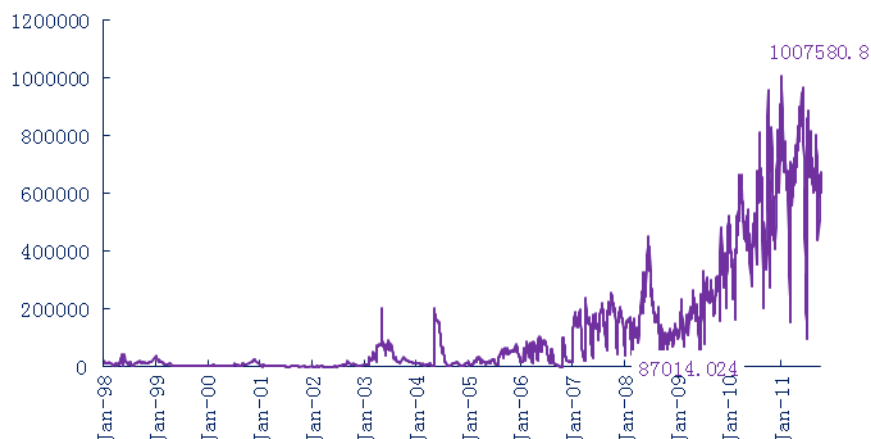
在种植和收割天然橡胶的过程中，胶农索要付出的成本包括每年分摊的苗木费、农家肥和化肥支出、农药支出、交通和运输支出、交通工具这和割胶工具折旧、压青挖支出和其他费用。管理国内每百株的天然橡胶树的成本大约在 611.16 元左右，而国内百株天然橡胶树的产量大约是 150 千克，换算过来，民营胶一吨的成本大约为 4200 元/吨，加上割胶人员的工资每吨成本不会过万，而国营橡胶企业与民营橡胶生产相比，存在管理费用，财务费用和营业费用以及国营农产需要进行场内的基础设施建设，因此，割胶成本相对高一些，但至高不会超过 20000 元/吨。

通过对上面天然橡胶的成本分析可以看出，虽然经过今年的下跌，橡胶的现货价格和期货价格都处在 3 万元/吨下方，但同天然橡胶的生产成本相比，因此天然橡胶目前无论期货价格还是现货价格仍然处在高位。

主要原因，在于 2009、2010 年两年来资金对胶价的疯狂炒作所致。2009 年以来，全球为挽救金融危机导致的经济颓势，相继实行宽松的货币政策。商品市场也吸纳了大量的资金，而天然橡胶市场，由于自身基本面的利好（全球车市在政策的支持下欣欣向荣和天胶供应上的紧张），吸引大量资金入市，到 2011 年年初，天胶市场资金最高的时候，比 09 年年初大约增长了近 13 倍（如下图所示）



图1: 天胶持仓资金变化图



资料来源: 文华财经 银河期货研究中心

在资金的疯狂炒作下,突破 30000 元/吨关键阻力位后,天胶价格一路飙升,到 2011 年年初,天胶价格最高点来到 43000 元/吨,与 2009 年年初的价格相比,涨幅达到 300%。天然橡胶价格疯狂上涨,使得天然橡胶价格与其成本相比,形成较大的资本泡沫。2011 年二季度开始,金融危机后遗症逐渐显现,各国饱受通货膨胀之苦,政策开始紧缩,市场资金不再充裕。欧债危机也时不时冲击一下市场,商品市场开始走上下滑之路。但纵观国内整个商品市场,天胶下跌幅度是最大的,达到 75%。

天胶如此暴涨暴跌充分说明了天胶市场资金炒作厉害,目前情况下,虽然橡胶价格跌至 30000 元/吨之下,但是目前天胶价格距离成本(上文分析的最高 20000 元/吨)仍有较大距离,在目前宏观经济前景不明的情况下,天胶价格仍有泡沫可以挤压。

二、基本面良好是表面,其决定反弹高度而非上涨趋势

(一) 产胶国利多消息频出

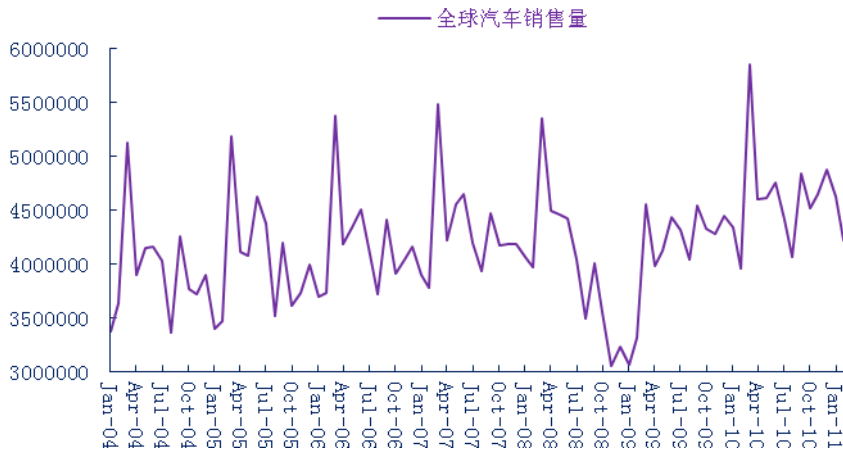
9 月以来,东南亚主要产胶国遭遇洪灾,洪水使得割胶工作受到影响,另外还影响橡胶的运输,使市场到货量减少。尽管北部和东北部产区生产未遭遇洪水,但生产已受到一定干扰。印尼目前仍处于干季,原料高度紧张。胶农逐步开始恢复割胶,胶水已有少量产出。11 月份当地产区将恢复供应。中国海南因长假期间风灾和大量降雨导致海南中部和西北部产区生产受损,受灾最为严重的是海口、儋州、琼海、万宁、文昌、澄迈、临高、昌江、琼中、屯昌等市县。据统计受纳沙影响,海南产区整体受灾面积达 10%,全省 350 万亩民营橡胶受灾面积 140 万亩,成灾 100 万亩,胶苗损失 71 万株。预计 10 月份产量损失 30%,后续亦将有一定影响。加之年初寒潮灾害,海南全年产量预计减少近 20%。

天气因素影响天胶的供应,另外天胶主产国也相应的出台了政策措施支撑胶价。9 月末橡胶价格一度大幅下滑,碗胶跌至 100 铢以下,胶片至 110 铢,胶商试图拉低原料价格以降低成本。但泰国政府已尝试支撑价格。10 月 5

日泰国政府宣布将重植胶树以限产保价，将橡胶价格维持在 120 铢/公斤或 3.86 美元/公斤以上。印尼、马来、越南也同意出台保护橡胶价格的措施。

(二) 全球车市 9 月表现喜忧参半，但总体较好

图2：全球汽车销售表现良好



资料来源：万德 银河期货研究中心

2011 年 9 月，前三季度已经结束，全球各国汽车市场销量喜忧参半。在日本 3 月强震作用延续和西方经济危机的冲击下，不仅部分成熟市场步履艰难，有些新兴市场也受到牵连。成熟汽车市场当中，美国由于购买力积累的缘故，一反经济阴霾的背景，销量出现接近两位数比例的显著增长；欧洲则在债务危机中奋力挣扎，勉强恢复同比增长，而日本继续受到库存不足等多方面拖累，销量继续下滑。新兴市场内部也出现分野。俄罗斯车市力求恢复 2009 年经济危机之前的水平，甚至抱持“超越德国”的雄心；巴西则由于季节影响和生产中断出现销量滑坡；印度在两轮及三轮轻型车的推动下，机动车整体产销维持两位数上涨，中国汽车产销总体表现较好，产销环比增速均超过 15%，其中销量增速快于产量。1-9 月，汽车销量同比增幅较前 8 月提升 0.29 个百分点，继续保持稳定增长。

汽车销量的良好势头对天胶走势来看是利好消息，但长远来看，由于主要汽车销量增长国中国的汽车行业面临困境。尽管中国汽车业在 9 月恢复了高增长，但长远看，节能产品补贴标准的提高，将使生产小排量车的企业越来越难，十月后的情况不乐观，四季度可能出现负增长。另外，国家统计局中国经济景气监测中心发布的今年第三季度“中国汽车行业景气指数”也显示，行业景气指数继续处于下行通道，汽车行业发展仍处于调整阶段。

(三) 橡胶价格下跌给用胶企业带来生机

天然橡胶价格近期大幅下挫，给用胶企业特别是轮胎企业带来生机，橡胶(包括天然橡胶和合成胶)约占轮胎生产成本的 50%，从历史比价上看，天胶与合成胶存在 3000-4000 元/吨左右的价差，而从最近一个月来看，由于合成胶价格的滞后性调整已引起其目前价格的虚高，从而使得天胶-合成胶出现罕见的倒挂现象。短期供需看 10-11

月份国内合成胶的供应量将会明显上升，主要由于包括高桥石化、独山子石化停车检修接近尾声以及国内燕山、大庆、巴陵石化检修完毕后开工率提高。除此之外最关键的是，由于丁二烯在一个月内超过30%的下跌已经使得合成胶原材料价差达到历史最高水平附近，因此在目前需求偏疲软下，合成胶价格的大幅下跌只是时间问题。从幅度上看，我们预计合成胶价格在10-11月份将至少出现15-20%左右幅度的调整，单价上看大概将出现5000元/吨的下跌。当然，如果天胶及丁二烯价格依然继续疲软，那么合成胶未来的下跌空间将可能更大。

天胶和合成胶的下挫，已经帮用胶企业带来利润，截止到上个月，以橡胶为原料的企业的利润成本扩大，亏损企业减少，轮胎行业中风神股份弹性最大，目前业绩对应11-12年PE为13倍和11倍，PB仅为2.2倍，安全边际大。

三、深入背后，基本面危机重重

(一) 供应短缺因素逐渐消失

图3: 全球天胶产量逐月分布图

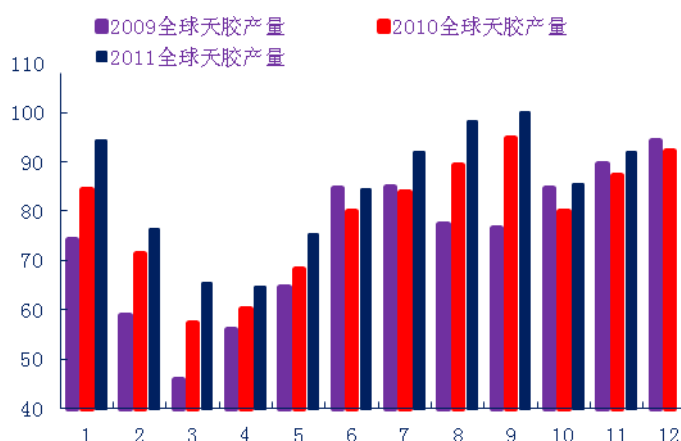
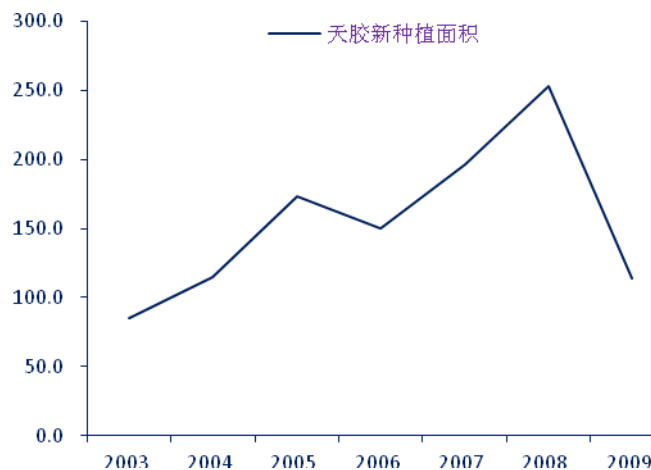


图4: 全球天胶近年来新增面积



资料来源: ANPRC 银河期货研究中心

长期决定天胶价格主要是供求关系，在未来几年供过于求的局面下，胶价上涨将受到抑制。供给上由于天胶主产国在2005-2008年开始大量的重新种植橡胶，并且大部分的重新种植都是在这几年间进行的，随着开割面积增大和单产的提高，预计2011年后全球天然橡胶的产量将面临大幅增长，持续到2015年之后才会开始下降，从图3可以看到，2011年天胶的产量已经出现大幅增长，因此天胶供应短缺的问题将得到缓解。

(二) 中日橡胶库存压力大



图5: 日本历年天然橡胶库存情况

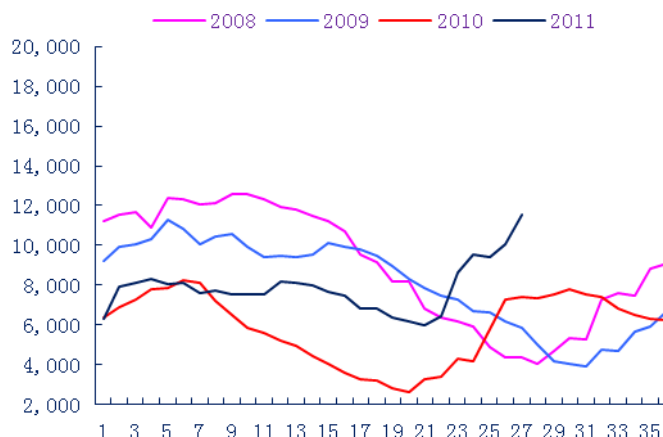
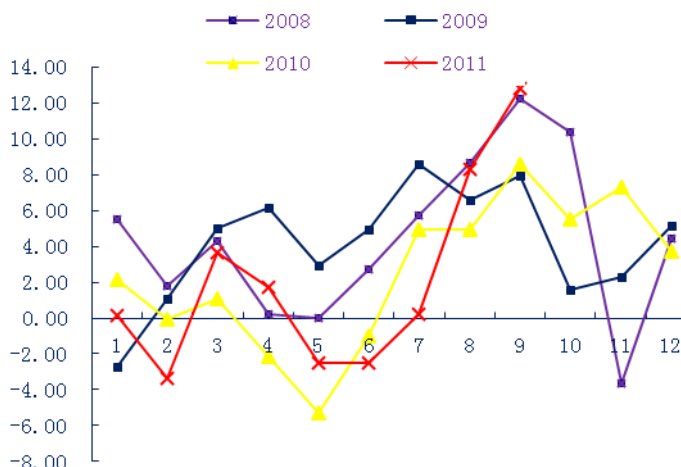


图6: 中国历年天然橡胶库存情况



资料来源:上海期货交易所 银河期货研究中心

从8月上旬开始,国内橡胶库存压力开始增大,总计超过9万多吨,压力重重。中秋节前后,青岛保税区天胶(含复合胶)到库量较大,有些仓库一个周出现入库1-2千吨的情况。仅9月份中国就进口橡胶23万吨,创造单月进口量最大历史值。十一后天胶的订货陆续到港,但由于近期期货行情疲弱下跌,导致销售不佳,出货量偏低。截至目前,国内的天胶库存量达到历史最大值,青岛保税区天个别仓库出现满库的情况。如果情况再不改观,很有可能再次出现仓库饱和的状态。

日本方面,由于3.11大地震的影响仍没有消除,国内汽车生产受到的影响仍没有完全消除,对天胶的消费能力弱,因此日本的天胶库存也处在历史高位。

两个主要天胶消费国的库存高企,而宏观面不稳,天胶的库存压力后期或将导致国内外天胶价格倒挂。

四、国内外宏观经济形势复杂

而市场经过了几次反弹和反复套牢的袭击后,市场炒作心态逐渐低落,市场等待整体宏观形势的明朗。目前来看全球的经济形势不容乐观。首先是

欧债危机的梦魇挥之不去,为解决欧债危机,23日的欧盟会议或许会为了化解当前在EFSF扩容等关键问题上给出一个好的解决方法,因为这是目前解决欧债危机唯一的方法,但是这样做只是把违约的风险向后推移,从未触动深层患疾,未来其他深层博弈还会层出不穷,短期内市场可能会视为利好,带动整个市场反弹。但全球经济已经开始下滑,为此,各国央行开始逐步调整政策重心。在很多国家,抗通胀的紧迫性相比几个月前有所减弱,暂时让位于振兴经济。而在一些新兴经济体,决策者也不得不暂时搁置对通胀的担忧,推迟预定的进一步加息行动,以观察经济全局的下一步发展。在欧债危机和美国经济增长放缓的不利大环境下,即便一些原本可能面临进一步紧缩压力的国家,也都无一例外地宣布维持利率不变。中国等增长较快的新兴经济体,货币政策还远未到要“走回头路”的地步,但情况也不容乐观,目前从国内外的情况看,中国经济的外部风险加大,内部则表现为困难增多。由于中

国经济对外开放度和一体化程度较高，国际金融市场的动荡，特别是世界经济复苏进程缓慢，对中国经济不可避免会造成影响。出口首当其冲。9月份中国出口数据敲响了警钟，当月出口环比出现了2.1%的负增长。考虑到外需的不景气传递到出口订单上通常需要4到6个月，以及人民币不断升值的趋势，未来出口形势不容乐观。外有出口不景气，内有成本不断升高、融资困难，国内企业特别是民营企业、中小企业的发展面临很多困难，三季度我国企业家信心和企业景气指数双双回落。

国内外经济形势复杂，从根本上决定了商品市场的弱势，当然在各国政策的变化下，宏观面会时时出现平稳局面，届时天胶的走势会在表面利好的基本面下出现反弹，而非反转。因在天胶价格泡沫仍有较大挤压空间的情况下，宏观氛围的羸弱以及天胶未来供应的增加，天胶上涨的大势难以形成。

■免责声明■期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。

