

风险VS机遇？

本月要点	2
一．橡胶盘面走势回顾.....	3
二．基本面情况分析	4
2.1 现货价格分析	5
2.2 库存分析	7
2.3 下游产业链分析	7
三．季节性因素分析	8
四．价差结构	9
五．宏观面情况分析	11
六．后市研判	12
南华期货分支机构.....	14
免责声明.....	15

南华期货研究所

张蓓

021-68400794

zhangbei@nawaa.com

本月要点

从年初至今，对天胶的生产商以及贸易商来说都是一段“不堪回首”的经历，胶价在 3 个月的时间内下跌了 9000 多点，跌幅深达 30% 以上，而此前东南亚主产国频频出台的护胶措施至此再次成为一纸空谈。步入 5 月后，我国天胶主产区将进入割胶期，新胶应开始小规模陆续上市，当然天气因素（比如干旱、暴雨等）依然将会是 5 月市场上多空双方历来乐此不疲的炒作因素，价格的高波动率由此产生。泰国南部主产区依然在产胶淡季中，其前期的原料库存已经大部分被消耗掉，因而目前外盘市场上烟片胶反而是供应趋紧，这与国内的高库存形成对比，造成了内外盘倒挂的局面。下游轮胎产商在经历了几个月的去库存过程后，后市是否将重新开始批量采购？这依然是我们关注的一个热点。从价差结构来看，在目前的高库存压力下，远月升水应成为常态。从宏观面来看，国内经济已经走出了去年的低谷，但复苏之路必定是缓慢而曲折。从盘面来看，胶价在探底之后目前徘徊于 18000-19000 点区间，我们认为此轮胶价的跌势将暂告一段落，再创新低的空间已经不大。在胶价经历了将近 3 个月的熊市之后，我们对于 5 月仍怀有小小的期待……

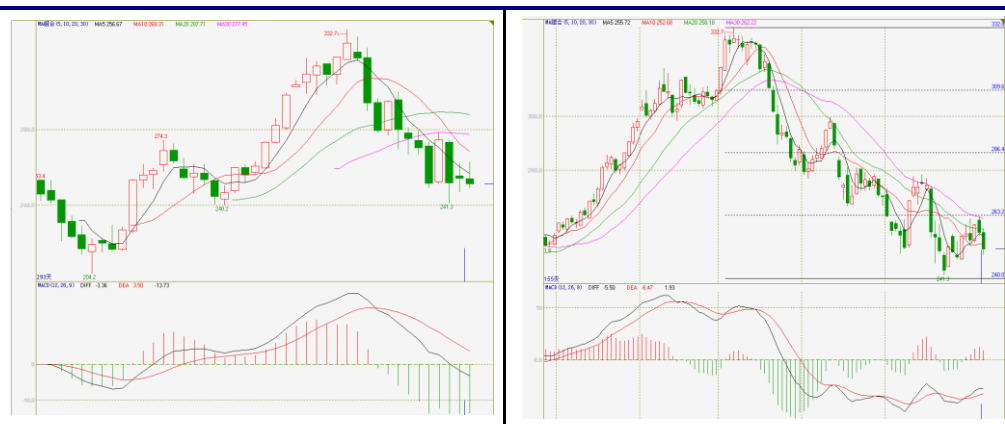
一. 橡胶盘面走势回顾

自年后以来，沪胶便开始了漫长的熊市下跌旅程。从月K线图来看，胶价报收三连阴，空军主力势如破竹，连连刷新了胶价的新低纪录。至 4 月下旬时，胶价当前主力 1309 合约已经创下 18210 点的低位，在 3 个月的时间里，胶价大跌 9000 多点，下跌幅度超过 30%！尽管在下跌过程中也伴随着短期的震荡犹豫抑或是反弹，但空方主力依托疲弱的基本面集中资金优势打压胶价，让市场再次见证了其雄心与实力。在上一期的月报中，我们曾经为 4 月定下的基调是“春寒料峭”，即严冬虽已过境，但市场的寒冷并未消退；步入五月之后，不知是否又能开启另一番局面呢？

沪胶 1309 合约走势周线图 沪胶 1309 合约走势日线图



日胶指数周线走势图 日胶指数日线走势图



二. 基本面情况分析

2005-2006年期间,东南亚产胶国大面积播种胶树,而如今随着这些胶树的开割,全球天胶供应量将会不断增加,业内预计2013-2014年间天胶将会呈现出供过于求的局面,届时天胶库存将会高居不下,而胶价亦积重难涨。另外,东南亚天胶主产国面临节节败退的胶价,频频对外宣布保价措施,尽管其政府确实下定决心要力撑胶价,但恐心有余而力不足,其政策推进的过程中困难重重,实际成效亦寥寥。而国内方面,青岛保税区的高库存压力仍然是悬在胶价上方的达摩克利斯之剑。

- 伦敦行业咨询公司The Rubber Economist表示,2014年全球天然橡胶库存料攀升至13年高位,因明年全年橡胶产量将超于消费量,打压胶价。2014年全球橡胶库存将为217万吨,为2001年以来最高位水平;2012年全球橡胶库存为156万吨,2000年为创纪录的268万吨。
- 印度尼西亚橡胶工业提议将对过去六个月与泰国和马来西亚进行的削减海外供应管理效果进行评审。印尼橡胶协会主席表示,这个机制还缺乏监管,还不清楚是否股东们履行了他们的承诺,其表示“不知道成员国是否坚持了降低供应量,也不确定新植的橡胶树是否有新的产出”。
- 泰国农业副部长在参加泰国普吉岛行业会议上称,截止到5月底,泰国将减少10%的橡胶出口量,以支撑胶价。6月份恢复割胶时,政府将审核橡胶购买计划。另外,其宣称暂无开放国储的计划,但他并未说明库存量。
- 泰国橡胶种植者合作联盟主席4月21日宣称其将动员全国橡胶种植者于本月在曼谷进行大规模集会,呼吁政府关注暴跌的胶价。其宣称,胶农已经给了当局好几个月的时间来解决胶价下跌的问题,但他们几乎完全失败。之前东南亚三大产胶国曾商议护胶措施,但除了泰国政府仍然在言辞上坚持要继续出台政策以支撑胶价外(如向出口商提供贷款),其余两国则认为前期的护胶措施收效甚微,没有必要继续进行下去。
- 马来西亚橡胶业小园主发展局(RISDA)将为在官方注册,且种植园面积不超过2.5公顷的32万小园主各提供500令吉专项补助。RISDA主席称该补助很快将一次性发放给小园主,RISDA董事会将为此批准1.6亿令吉的专项拨款。另外,他还补充道,胶价已经从之前17令吉/公斤降到了现在的7令吉/公斤,此次补助措施就是为了减轻小园主因橡胶价格下跌产生的负担。
- 越南橡胶协会周四表示,越南2013年橡胶产量或攀升4.2%,至90万吨。越南橡胶协会秘书长在泰国普吉岛参加行业会议的间隙时透露,橡胶均价应控制为每公斤2.6-2.8美元。否则,价格较低或促使胶农削减产量。
- 据中国海关总署公布的数据显示,中国3月天然橡胶(包括乳胶)进口量为23万吨,较上月的15万吨增加53.3%,较上年同期的19万吨增加21.1%。中国1-3月天

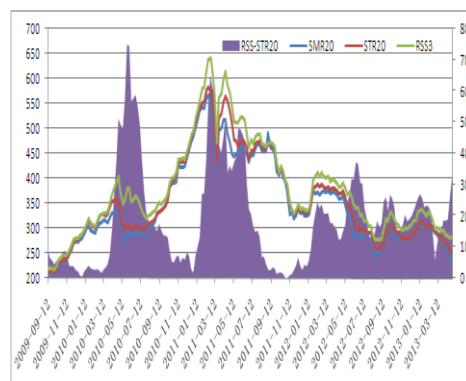
然橡胶进口量为63万吨，同比增加31.7%。中国3月合成橡胶（包括胶乳）进口量为147,733吨，环比增加44.3%，同比增加9.8%。中国1-3月合成橡胶进口量为393,331吨，同比增加9.3%。进口量的高居不下将会使得国内库存继续维持高位，后市去库存化过程依然艰辛。

2.1 现货价格分析

全乳胶价格 VS 合成胶价格

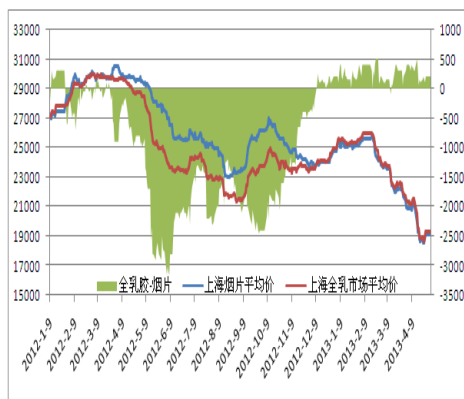


外盘天胶价格走势

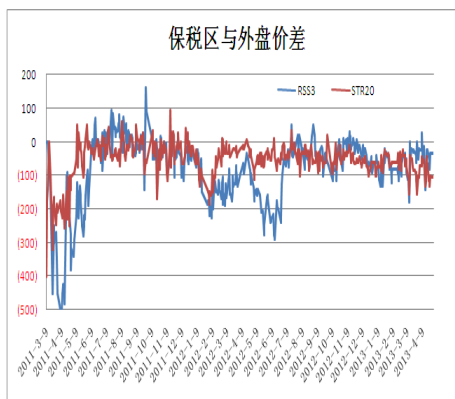


资料来源：卓创，wind，南华研究所

全乳胶价格 VS 烟片价格



美金胶保税区价格与外盘价差



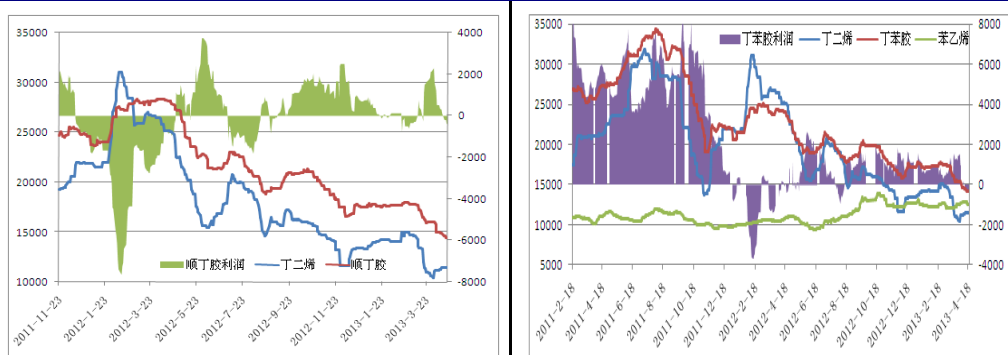
资料来源：卓创，wind，南华研究所

现货市场报价：截止4月底，国内市场上全乳胶上海地区市场报价19300元/吨，较一个月前的21900元/吨继续大幅下跌，而今年年初时全乳胶最高价为26000元/吨；齐鲁化工城丁苯胶市场价格下跌至13300元/吨，而3月底时其价格为15300元/吨；顺丁胶市场价格下挫至13650元/吨，其一月前的价格为15900元/吨。

从全乳胶与烟片胶的价差来看，自2012年年底以来，全乳胶持续小幅升水于进口烟片胶，而这在往年多数情况下则应该表现为烟片胶售价更高。从美金胶青岛保税

区价格与中国主港 CIF 价格的价差来看，内盘外倒挂的局面亦从今年年初开始持续至今，尤其是在 4 月中下旬，这一倒挂贴水的局面更有进一步扩大的趋势。造成这种局面的原因与国内保税区高库存不无关系，在国内消费终端疲软的背景下，贸易商面对资金面的压力不得不将保税区内的库存降价求售。而国外主产国方面则有部分国际贸易商在胶价大跌时索性封盘惜售，再加上泰国正处于产胶淡季中，原料的缺乏使得烟片胶供应趋紧，因而外盘产区报价反而高于国内的市场售价。

顺丁胶利润走势图 丁苯胶利润走势图



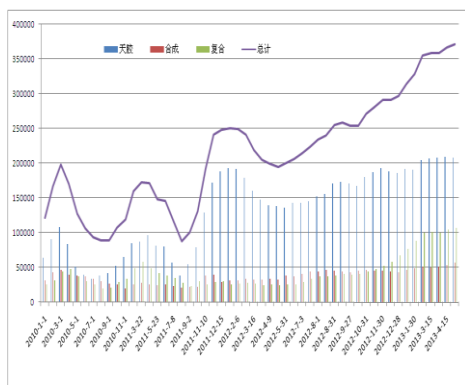
资料来源：卓创，南华研究所

从合成胶市场来看，今年初全球丁苯胶市场需求持续疲软。欧洲特别是南欧地区的经济进一步萎缩，导致欧洲自年初以来汽车销售量持续下降，从而影响到SBR的需求。与此同时，亚洲SBR购买兴趣同样出现疲软，因为在过去两个月中客户已经备足了库存。中国农历新年假期之前和长假期间亚洲轮胎行业均维持低负荷生产，节后开工率仍然低于预期。

从当前国内合成胶市场价格以及其上游原材料丁二烯的价格走势来看，随着近期丁二烯价格的一波反弹，合成胶制作成本上扬，但在大势偏空，需求疲软的背景下，厂商显然无法有效将成本转嫁至下游买家。目前丁苯胶与顺丁胶的利润已为负，即厂商销售合成胶会导致亏损。

2.2 库存分析

国内青岛保税区库存



日本天胶库存

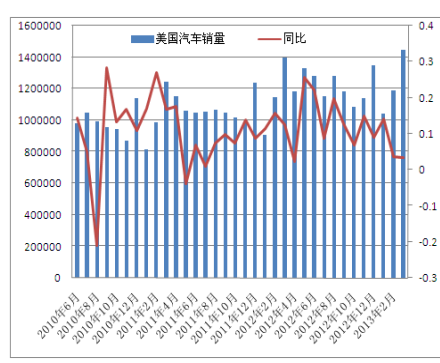
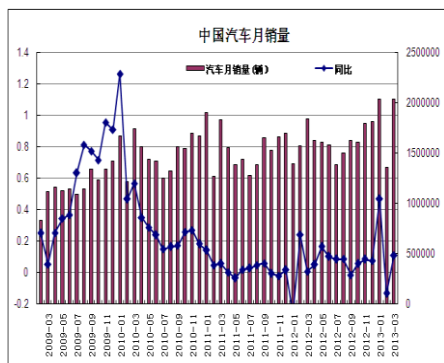


资料来源: Reuters 南华研究所

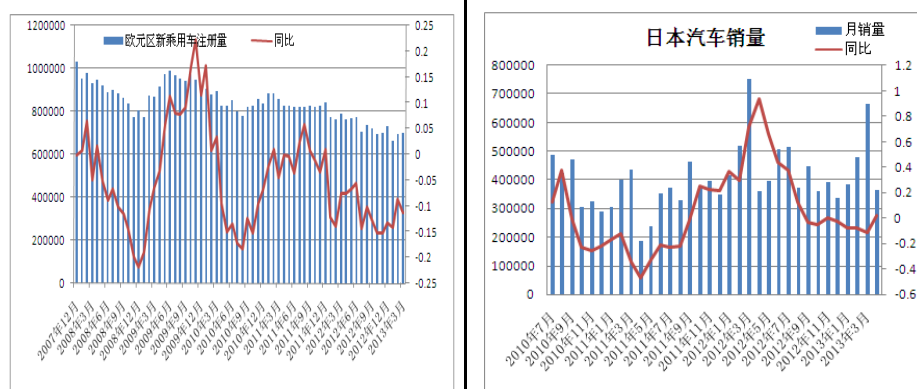
尽管目前国内天胶消费端依然疲软,但3月天胶进口量却是依然大幅增加,在此情形下,国内青岛保税区库存亦只能是继续高位攀升。国内库存继续小幅攀升,截止4月26日,国内青岛保税区天胶库存略有减少至207900吨,合成胶库存增加至56700吨,复合橡胶库存增加至106500吨,总计371100吨;截止4月中旬库存总计为366900吨;而3月底这一数据为358600吨。

日本橡胶贸易协会最新公布的数据显示,截至3月31日,日本港口橡胶库存总计为15,799吨,较截至3月20日的14,802吨增加6.7%。数据显示,生胶库存自14802吨增长至15799吨,而天然乳胶库存自329吨增至367吨。从上图中我们可以明显看到,日本当前的库存量已经反弹至2012年年初的高位水平。

2.3 下游产业链分析



资料来源: Reuters 南华研究所



资料来源：Reuters 南华研究所

从全球主要汽车市场来看，3月份中美两国汽车销量同比继续增长，而日本、欧洲的车市销量同比则出现负增长。

3月份我国汽车销量突破200万辆，同比增幅在10%左右；

美国车市则继续保持稳定增长，不过同比增速小于5%；

欧洲车市在其疲弱的经济影响下，车市持续笼罩在阴霾中。据数据显示，3月份欧洲登记汽车销量从一年前的150万辆降到了135万辆，第一季度销量同比下滑9.7%至310万辆。源于欧洲主权债务危机的一场衰退，让欧元区失业率上升到了12%，创下1995年有记录以来最高水平。3月份，欧洲5个最大的汽车市场中有4个收缩，其中德国下滑幅度最大，达到17%。ACEA表示，这是欧洲汽车销量连续第18个月下滑；

日本车市亦表现不佳，3月录得11.27%的同比跌幅。

三. 季节性因素分析

天胶产量的季节性规律

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国	北部												
	东部												
	南部(主产区)												
印尼	赤道以北												
	赤道以南(主产区)												
马来	西部												
	南部												
越南	东南部												
	中部												
中国	海南												
	云南												

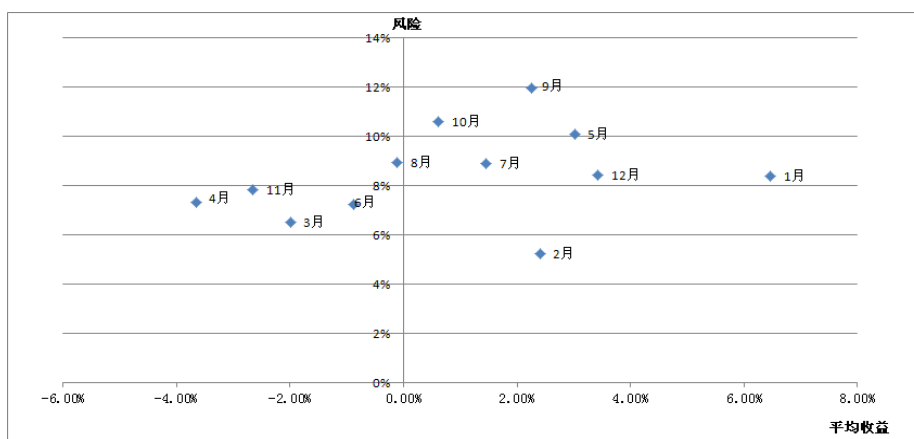
资料来源：南华研究所

通过对历年各国产胶量的统计，我们大致可以绘出主要产胶国的产量季节性分布图。上图中分别用红色和黄色标出了产胶旺季和停割季。步入5月后，越南、马来西

亚以及中国海南、云南等地相继度过了产胶淡季，新胶开始陆续上市；印尼南部天胶主产区则已处于高产期，而泰国南部天胶主产区则依然还未度过落叶季。

当前局面一方面是泰国原料的缺乏，烟片生产供应受限；但另一方面是国内库存的高压和终端消费的疲软；在这两方面因素的影响下，美金胶价格呈现出明显的倒挂格局。

沪胶季节性收益 VS 风险

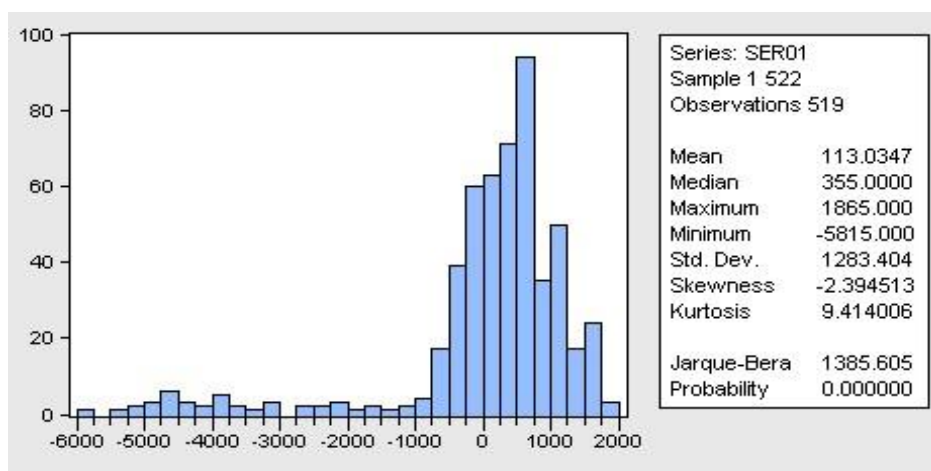


资料来源：南华研究所

我们通过对历史上沪胶期货季节性收益与风险的统计，大致可以总结出天胶期货的季节性收益分布情况（胶价上涨则收益为正，下跌则录得负的收益率）。从往年的统计情况来看，历史上 3、4 月份其平均月收益率为负，且 4 月份较 3 月份下跌的空间更大。步入 5 月后，天胶有可能出现一波具有一定规模的反弹行情，但同时从上图中我们发现 5 月的历史价格波动也很大，风险较高。

四. 价差结构

沪胶远月 1 月-近月 9 月历史价差分布图



我们统计了近六年时间里沪胶远月 1 月合约与近月 9 月合约的价差分布图，以期
 为跨期套利者提供一个后市价差判断的辅助工具以及点位参考。

从 1-9 合约的历史价差分布图来看，远月合约与近月合约的价差均呈现一定程度
 的左偏，即左尾较长，且价差区间跨度很大，几乎涵盖了-6000 点到 2000 点的区间
 内。为了进一步研究近远月合约间的价差结构，我们将价差分为若干个价差区间，以
 观察落在每个区间内的观察值，若在某个价差区间内观察到的样本数明显多于其他区
 间，就说明该区间是价差分布的主要区间。

沪胶远月 1 月-近月 9 月价差分析

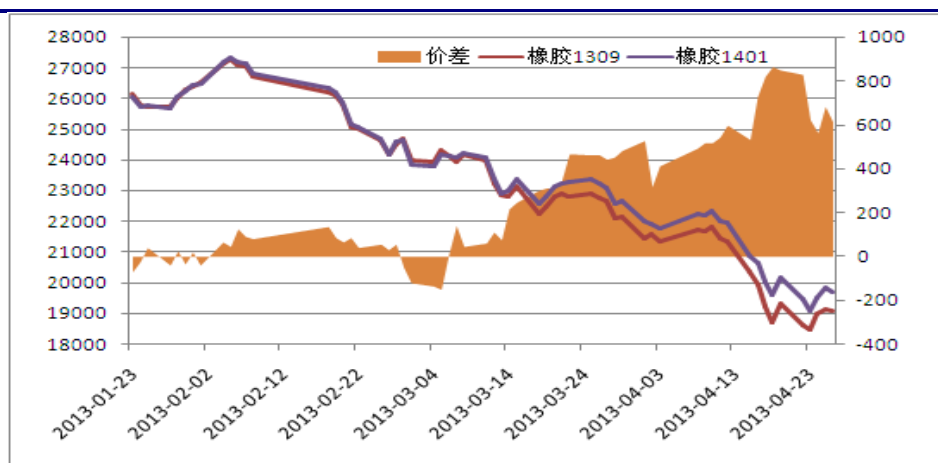
Sample (adjusted): 1 519

Included observations: 519 after adjustments

价差区间	Mean	Std. Dev.	Obs.
[-6000, -5500)	-5,815.000	NA	1
[-5500, -5000)	-5,186.667	78.47505	3
[-5000, -4500)	-4,726.111	101.7281	9
[-4500, -4000)	-4,323.000	111.0518	5
[-4000, -3500)	-3,797.857	96.77539	7
[-3500, -3000)	-3,158.750	137.2574	4
[-3000, -2500)	-2,630.000	42.42641	2
[-2500, -2000)	-2,281.000	196.3861	5
[-2000, -1500)	-1,795.000	104.0433	3
[-1500, -1000)	-1,225.000	238.9561	3
[-1000, -500)	-657.619	110.166	21
[-500, 0)	-222.323	149.0314	99
[0, 500)	258.508	132.7259	134
[500, 1000)	678.140	131.7995	129
[1000, 1500)	1,171.194	133.309	67
[1500, 2000)	1,643.148	87.86077	27
All	113.035	1283.404	519

从上表的历史统计数据来看，沪胶远月 1 月与近月 9 月的价差大都落在 0-500 点
 的区间以及 500-1000 点的区间内，在 0 点到-500 点以及 1000-1500 点区间内也有部
 分分布。同时我们也发现 1-9 价差的分布区域很广，在-6000 点到-1000 点区间均有
 零星分布。据此我们得出的结论是：一般而言远月 1 月合约要强于 9 月合约，且两者
 价差大多落在 0-1000 点的区间内，但在个别情况下也会出现远月大幅贴水的现象。

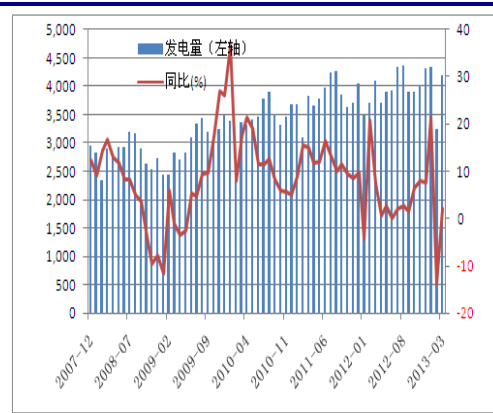
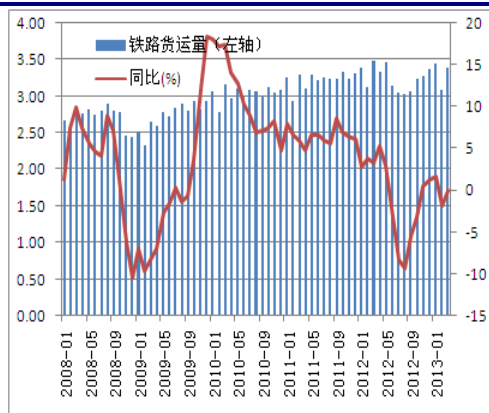
价差走势图 (Ru1401 收盘价-RU1309 收盘价)

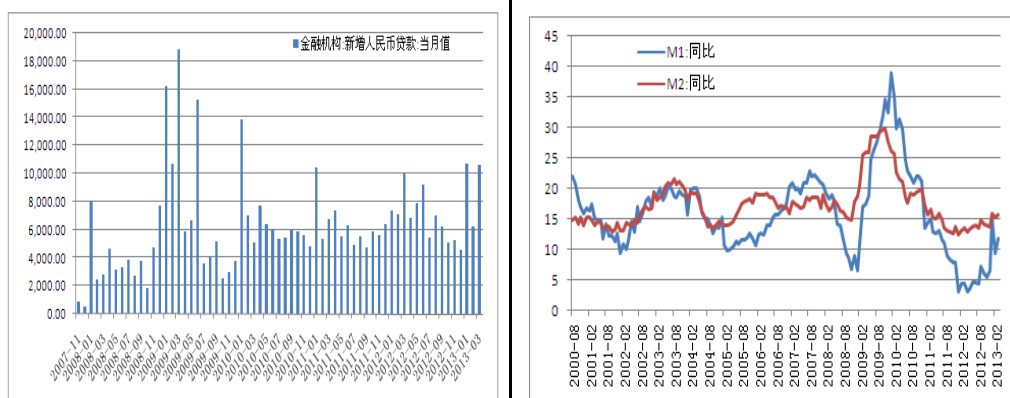


资料来源：Wind，南华研究所

从远月 1401 合约与当前主力 1309 合约的价差走势图来看，自 1401 合约上市以来，两者之间的价差呈现出不断扩大的趋势，截止 4 月底，两者间价差为 610 点。与往年显著不同的是，自年初以来随着胶价的不断下滑，近月表现一直较远月更为疲软，这应该是缘于眼下市场库存高压、供过于求的局面。从交易所的仓单不断增加的趋势来看，亦印证了这一点。而往年在库存压力还没有表现出那么大的威胁时，随着价格的承压下行，远月往往更易受到打压。对于价差的后市长期走势，我们认为远月升水于近月将成为常态，且近远月价差仍有进一步扩大的空间。但从当前的点位来看，并不是太理想的建仓时机，因目前点位已在 600 点以上，建议跨期套利者还需静待时机，配合历史上 1-9 合约价差的分布走势来选择合适的点位区间，以在风险较小时入市操作为宜。

五. 宏观面情况分析





资料来源：Reuters，南华研究所

从铁路货运量来看，自去年 8 月后，铁路货运量同比增幅开始探底回升，但复苏过程仍然是步履维艰且一波三折。第一季度我国铁路货运量的同比涨幅分别为 1.6%，-1.8%，0。总体来看，该数据已从去年的谷底开始回升，第一季度铁路货运量水平与去年能够基本持平。

从发电量来看，第一季度我国的月发电量同比涨幅分别为 21.29%，-13.7%以及 2.1%；第一季度发电量同比增长约 4%，而去年第一季度用电量同比涨幅为 7%。从数据来看，我国发电量水平同比仍然保持一定的增幅，但增速不及去年。

从金融机构的新增人民币贷款来看，今年 1 月份与 3 月份该数据有明显回升，第一季度人民币贷款同比增幅将近 12%。

从国内货币供应量同比增幅来看，M2 稳中微增，而作为经济先行指标的 M1 则从去年年初开始持续反弹，今年一季度时有较大增长。

综合来看，国内整体经济形势已走出了去年的低谷阶段，进入了缓慢且曲折的复苏过程之中。尽管复苏之路或许依然长路漫漫，熊市氛围依然笼罩市场，但无论如何，从各项宏观指标来看经济已经从衰退之中走出。

六. 后市研判

从年初至今，对天胶的生产商以及贸易商来说都是一段“不堪回首”的经历，胶价在 3 个月中下跌了 9000 多点，跌幅深达 30%以上，而此前东南亚主产国频频出台的护胶措施至此再次成为一纸空谈。步入 5 月后，我国天胶主产区将进入割胶期，新胶应开始小规模陆续上市，当然天气因素（比如干旱、暴雨等）依然将会是 5 月市场上多空双方历来乐此不疲的炒作因素，价格的高波动率由此产生。泰国南部主产区依然在产胶淡季中，据悉其前期的原料库存已经大部分被消耗掉，因而目前外盘市场上烟片胶反而是供应趋紧，这与国内的高库存形成对比，造成了内外盘倒挂的局面。下游轮胎产商在经历了几个月的去库存过程后，后市是否将重新开始批量采购？这依然是我们关注的一个热点。从价差结构来看，在目前的高库存压力下，远月升水应成

为常态。从宏观面来看，国内经济已经走出了去年的低谷，但复苏之路必定是缓慢而曲折。从盘面来看，胶价在探底之后目前徘徊于 18000-19000 点区间，我们认为此轮胶价的跌势将暂告一段落，再创新低的空间已经不大。在胶价经历了将近 3 个月的熊市之后，我们对于 5 月仍怀有小小的期待。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

普宁营业部

地址: 广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话: 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net