

沪胶中长期下跌趋势未改 但低位单边参与风险加大

华安期货 刘飞

整体看，国内资金链紧张，或成为市场担忧的焦点。美联储坚持缩减QE步伐不变，其货币政策计划早已制定，不会轻易改变；美元触底回升，压制大宗商品市场反弹空间。欧元区经济数据商业和消费者信心已经提升，经济前景偏乐观。沪胶经过前期的大幅下跌过程之后，3月份出现了快速的涨停跌停现象，明显有震荡筑底反向的迹象，不过这个需要持仓量降低到32万手之下予以配合。沪胶处于这个低位，单边行情参与风险加大。

一、影响因素分析

（一）宏观环境分析

1. 美联储削减量宽谨慎推进，QE可能今秋结束 欧元区主权债务市场将维持稳定，或将实现正增长

美国方面：自4月起进一步削减量化宽松政策，缩减每月买债规模100亿美元，至550亿美元。同时，美联储放弃把加息同失业率下降至6.5%门槛挂钩的利率政策前瞻指引，并表示在量化宽松结束后“相当长时间”不会提高联邦基金利率。美联储的政策声明表明美联储对美国经济的信心，被市场解读为超宽松货币政策将更快撤出，市场对加息的预期进一步增强。

美国一季度经济出现一些下行迹象，但这可能是受到了极寒恶劣天气的影响，也是此前两个季度高速增长回落所致。美国经济已经步入复苏通道，经济减弱迹象只是暂时性的调整。正因如此，美联储没有改变货币政策的调整节奏。

量化宽松政策调整已成为新兴市场最大的外部冲击因素。随着美国经济的好转、量化宽松政策退出，美元逐步进入周期性升值通道，这将吸引国际资本加速回流美国，造成新兴市场货币贬值、资产价格下跌。新兴市场金融动荡局势随着美国经济形势的好转反而可能会进一步加剧。而如果美国进入加息周期，这一局势可能更为严峻，因为从历史上看，每一次美联储的加息调整都会存在对新兴市场带来危机的风险。

欧洲方面：从目前的市场表现看，欧元区摆脱了主权危机的严重阶段，主权债务市场将维持稳定。对于2014年，市场预计德国拥有最快的增长率，预期所有欧元区国家将实现正增长；预期德国将以2%的速度增长，法国和西班牙1%，意大利0.5%。虽然意大利经济已经停止收缩，但是持续落后于其他大型欧元区经济体。

通胀方面，低通胀并不仅仅是欧元区外围国家的一个现象；核心国家也存在低通胀，预期通胀仍将维持非常低的水平，在0.75%-1.25%的范围。低通胀使得欧洲央行可以进一步采取流动性宽松措施，有助于欧元区经济稳定向好发展。

2. 资金成本上升导致全行业产生挤出效应 资金链紧张引发市场风险

从最近银行业与互联网金融的对战中可以看到，银行存款搬家已十分明显，在存贷比的考核下，以及对房地产市场不确定性预期下，贷款不断收紧。同时近

期煤炭行业与钢铁行业频发的资金链断裂问题频发，联系到目前国债收益率居高不下，资金成本上升带动全行业产生挤出效应，社会库存都在大幅降低库存，需求降低，以及蓄水池功能下降，大宗商品市场难有利好。

当下大批债务即将到期，借款人资金更加吃紧，受困于经济增长放缓的大格局，越来越多信贷资金只能是用作偿还旧债，而非是用作生产资料投资。正常的生产不能跟进，后期只能是产生更多的坏账和违约。经济下行风险仍堪忧。

(二) 基本面分析

3. 天气因素仅仅是炒作题材 成本支撑才是分析的关键

3月19日消息，国际橡胶联盟（IRCO）在官方网站上称，因受干旱天气影响，目前泰国、印尼和马来西亚的天然橡胶产量继续“大幅”下滑。对于天气对产量的影响，以往年的产量数据来看，仅仅是炒作而已。目前调研到泰国东北部和云南天气均良好，不影响割胶。

反而我们更应该关注低价位时代对割胶环节的影响。据调研版纳地区20%的幼树达到了开割条件而推迟开割。新开割后的收购维持在10.5元左右，换算成完税成品价格在14900。当前的价格胶农自己割胶影响不大，国营农场影响也不大，但雇人割胶比较难。如果后期价格继续走低或者维持低迷，则会影响割胶积极性。

从利润上看，平均每棵树产胶4公斤/年，250棵树产量1吨左右，每棵树一年的农药、化肥、人工最低差不多就要25元，250棵树就是6250，胶农出售干胶价格一吨10500元。这里面还有地租成本（一亩地35棵胶树），折算完之后发现，胶农基本都是勉强割胶，年轻的胶工很多开始外出打工。

4. 高库存依旧是沪胶上涨的巨大压力 不排除仍有进一步下跌的可能

据不少市场人士估计，青岛保税区45万吨、上期所20万吨以上、以及贸易商订立的船货和下游轮胎厂的库存，国内天胶实际库存很可能处于100万吨以上，国内庞大的库存仍是市场的巨大压力。

后期市场能否出现大规模的备货行情，未来市场需求情况同样不甚明朗，再加上目前国内资金问题仍是急需解决的问题之一。4月份是天胶全面开割的前夕，沪胶仍将维持在一个相当宽泛的价格区间震荡，不排除仍有进一步下行的可能。

5. 内弱外强格局不变，预计后期进口量或减少，回购现象致使价差短期或得到修复

(1) 国内云南产区开割，国营正常，民营及胶农自有胶林割胶积极性受到一定影响，但预计对产量传导较慢，不过心理影响还是存在的。

(2) 海胶集团第二批全乳胶竞拍的4.59万吨应该是全部用新胶交储，1501新胶的交割压力减轻，测算海胶集团4-6月份的产出都要交给国储，预计1409和1501的价差还会扩大。目前价差在1000左右，而两个合约价差最高达到过1500，早在2013时合约之间价差曾经维持在1200附近徘徊。

(3) 自去年11月份开始下跌的本轮行情，市场传言是某某集团资金所为，后期随着交储落幕，资金或许会暂时撤离战场，资金势或许会得到缓解，这一点可以

观察沪胶整体持仓情况，3月4号沪胶指数持仓40.6万手，到3月21号持仓回落到了35.8万手，后期如果能再次降到32万手附近，这多空双方的对决告一段落。

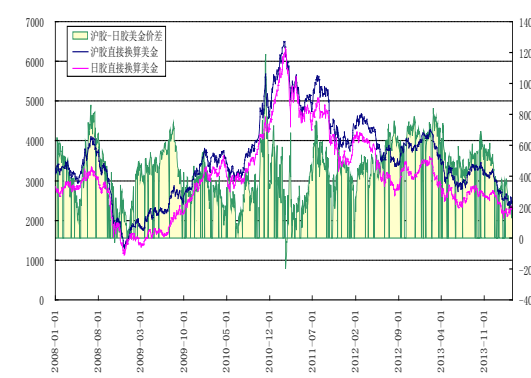
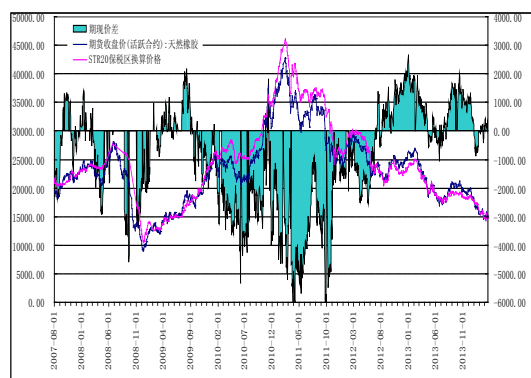
(4) 目前港上复合胶和区内复合胶价格均好于标胶，一反常态，可见人民币兑美元双向波动抑制融资胶的推测开始得到验证。因为手册胶的量比较少，大多工厂都能用完额度，后期只能是采购复合胶来完成生产目标。后期随着融资业务难开展，复合胶低价甩货的现象将会逐渐淡出历史舞台。

(5) 外盘原料坚挺，东北部正常割胶，工厂报价依旧较高，但整体随着期货价格不景气而下滑。标胶外盘贸易商报价低于工厂50美金以上，但仍比国内贸易商报价高100美金，高价差以及高库存，再加上银行信贷额度收紧（听闻银行已经停止规模较大贸易商信用证，并且催缴之前资金），预计进口量会下降。

(6) 目前市场成交基本都是在贸易商之间完成的，整体降库存十分艰难。目前新现象是，天胶加工厂加工利润为负，听闻库存不高，在内弱外强的格局下，部分工厂展开回购业务，或将对目前价差混乱的天胶市场带来修复。

图1: 期货与保税区STR20价差比对

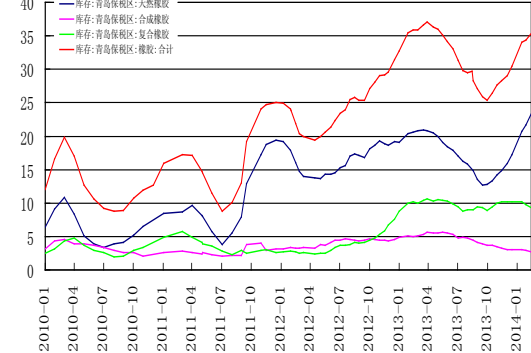
图2: 沪胶日胶美金胶比价



数据来源: wind; 华安期货行业研究中心

图3: 国内沪胶主力与近月合约收盘价价差

图4: 青岛保税区库存



数据来源: wind; 华安期货行业研究中心

6. 汽车销量大幅增长，乘用车表现突出 轮胎降价促销，但仍不尽人意

中国汽车工业协会公布，中国2月汽车产销较上月有所下降，同比则呈较快增长，其中销量同比增长17.84%至159.64万辆。1-2月汽车产销保持10%以上增长，前两月销量增长10.73%至375.29万辆；另外，2月汽车产量为163.75万辆。前2月

乘用车产销比上年同期分别增长11.9%和11.3%，乘用车产销增速高于汽车总体增速。

3月底山东地区轮胎企业全钢胎开工率为72.05%，比月初上涨2%。国内半钢胎开工率82%，较月初上涨2%。厂家出厂价格相对稳定，个别厂家降价促销，三包全钢胎厂家多以政策性促销为主，整体出货量平淡。部分不三包全钢胎厂家价格下调2%-4%不等，商家多以消化前期库存为主。国内多数半钢胎企业库存水平合理，出厂价格小幅下滑，主要是销售局面僵持，虽然外贸走货较好，但是内销市场缺乏买气。主要是轮胎成本下降，经销商看跌后市轮胎市场。

图5: 沪胶连续和沪胶主力与交割标的价差

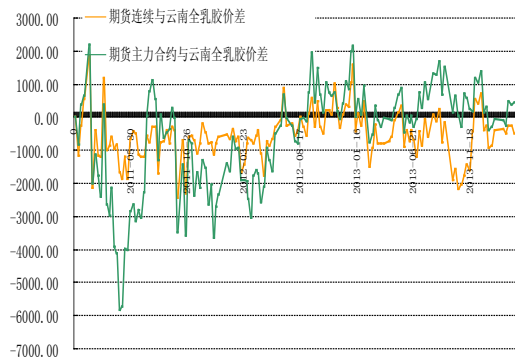
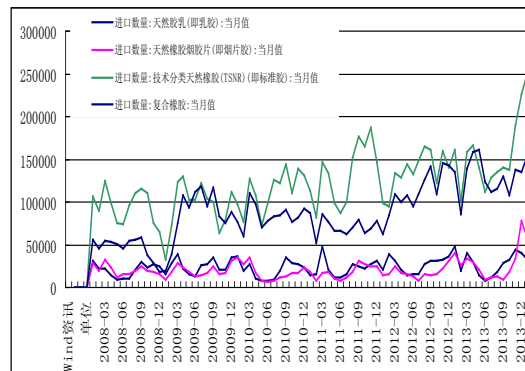


图6: 进口天胶数据(分胶种)



数据来源: 金银岛; 华安期货行业研究中心

二、市场展望与投资策略

整体看，国内资金链紧张，或成为市场担忧的焦点。美联储坚持缩减QE步伐不变，其货币政策计划早已制定，不会轻易改变；美元触底回升，压制大宗商品市场反弹空间。欧元区经济数据商业和消费者信心已经提升，经济前景偏乐观。

基本面来看，核心矛盾并未因为价格快速下滑得到解决，目前测算的100万吨库存消耗需要相当一段时间。供需过剩、库存高企、仓单交割压力等没有有效解决之前，任何预期的缓解（进口量下降、区内现货转强）也只能是反弹的空间，反转的概率还是非常小，中长期下跌趋势未改。

技术面上分析，趋势上仍旧是处于空头趋势当中，但是在3月份出现的快速涨停跌停的现象，明显有震荡筑底反向的迹象，不过这个需要持仓量降低到32万手之下予以配合。沪胶处于这个低位，单边行情参与风险加大。

目前现货市场以及期货市场都是内弱外强，尤其是国内现货市场持续低于新加坡市场，显然被低估。4月份可以考虑如下投资机会：

- (1) 购买美金标胶，抛售人民币复合的价差回归套利模式。
- (2) 低位时购买美金标胶，沪胶1405反弹时考虑逢高抛空，这个需要时机把握。
- (3) 价差在900以下时考虑买1501抛售1409策略，目标价位1300-1500。