基本面偏空，橡胶或弱势整理

—2014 年 4 季度橡胶分析报告

内容导读：四季度橡胶国内需求虽有望好转，但考虑到供应量的增加，不改国内供给过剩局面，而美国轮胎双反临近、东南亚各国纷纷刺激橡胶出口，橡胶基本面偏空格局延续；与此同时，国内外宏观面仍难有起色，预计橡胶价格在四季度仍难出现实质性好转。不过，从技术上看，沪胶短、中、长期均有企稳可能，下行空间较为有限。综合来看，我们认为在四季度，橡胶区间整理概率较大。操作方面，投资者保持 10500-13600 区间操作思路为宜。

3 季度橡胶行情回顾

一、期货盘面走势回顾

3 季度，在全球橡胶供给宽裕、美国对中国乘用车及轻卡轮胎双反调查逐步深入、泰国国储抛储以及越南取消出口关税等多重利空因素打压下，沪胶 3 季度出现明显下行，截止 9 月 30 日，沪胶指数收于 12255 元/吨，较 6 月 30 日收盘价下跌 3120 元/吨或 20.29%。3 季度沪胶指数成交量 3654.7 万手，环比减少 1375.3 万手，持仓量 28.4 万手，环比减少 16.6 万手。

图 1 橡胶指数日线图

数据来源：文华财经、中钢期货

二、基差走势回顾

3 季度橡胶现货价格呈现震荡下行走势，截止到 9 月 29 日，上海现货价格（全乳）报 10800 元/吨，较 6 月底下跌 3800 元/吨，基差为-1300 元/吨，较 6 月底扩大 950 元/吨，这主要由于期货主力合约换月导致。

图 2 主力合约与上海现货价格走势图（单位：元/吨）

数据来源：万德资讯、中钢期货

三、上期报告观点回顾

我们在三季度报告中，认为国际橡胶供大于求，国内需求虽有望回暖，但受供应增加和庞大库存打压，国内供给过剩局面难改；而美国轮胎双反临近、东南亚各国纷纷刺激橡胶出口，同时，考虑到国内外宏观面未有起色，橡胶基本面将延续偏空格局。我们预计沪胶 1501 合约向下概率较大，第一支撑位 13500 元/吨，第二支撑位 12500 元/吨，从实际走势来看，走势完全符合我们预期，但下跌幅度略大于我们预期。

4 季度影响因素分析

一、国内外宏观面难言乐观，橡胶价格仍受压制

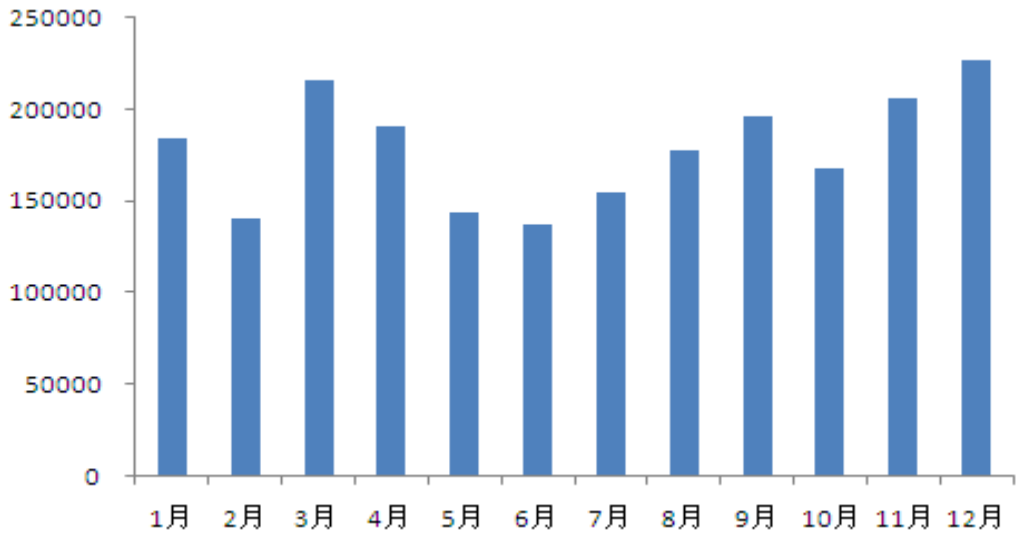
国内方面，10 月 1 日国家统计局服务业调查中心与中国物流与采购联合会公布的 9 月制造业 PMI 为 51.1%，与前值持平。值得一提的是，此前 46 个房地产限购城市目前仅剩一线城市和三亚仍未松绑，但从目前来看，消费者对购买房产仍较为谨慎。加上 9 月下旬的北戴河会议上政府已将经济增长容忍度降至 7.5%以下，在买涨不买跌心理以及供给严重过剩的二、三线城市，即便央行出台新政放宽购房贷款，国内楼市的景气度仍难以有效提振。此外，在美国货币政策调整的大背景下，为防止大量资金撤出，预计央行将在一定程度上保证人民币汇率坚挺。综合来看，国内经济形势并不乐观，大宗商品难以得到有效提振。

国际方面，我们认为虽然美元指数出现一定波动，但四季度美元指数仍有上行空间。由于 9 月美国失业率及非农就业数据显著好于预期，美联储于明年上半年开启加息窗口的概率正在增加，随着美联储货币政策调整以及加息预期升温，资金将明显回流美国。目前各个期限的 LIBOR 美元利率已经开始反弹，表明美国外部的美元流动性进入收缩趋势，在 QE 结束及美联储加息双重因素的推动下，这一趋势将贯穿整个四季度，因此美元指数在四季度上行概率很大。在此背景下，商品都将受到不同程度的打压。

二、供需均迎旺季，胶价进退两难

据海关总署统计，2014 年 8 月我国天胶进口量为 16.16 万吨，环比增长 2.4%，同比降低 3.96%；1-8 月我国共进口天胶 174 万吨，同比增 16.95%，略低于我们此前预期。从历年平均进口数据来看，进入 11、12 月份后，橡胶进口量一般呈现触底回升态势，预计大量进口胶的到港，将对胶价形成一定压力。

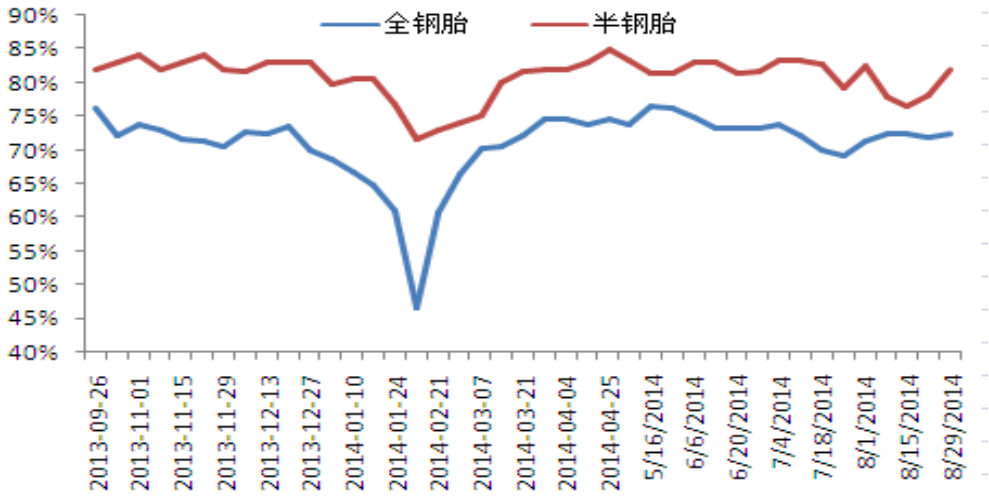
图 3　橡胶平均每月进口情况（单位：万吨）



资料来源：海关总署、中钢期货

作为橡胶主要的下游产业，轮胎在夏季很多生产厂家放高温假，而秋冬季则保持较高的开工率。但今年情况较为特殊，在美国对中国乘用车和轻卡轮胎可能征收较高惩罚性关税情况下，轮胎厂为加大出口，在 7、8 月份仍维持较高的开工率。以 8 月为例，8 月全钢胎开工率达到 72.39%，半钢胎开工率达到 81.86%，均处于偏高水平。而进入四季度后，随着美国对我国轮胎双反的实施，预计出口轮胎数量将会出现剧减，虽然国内也迎来消费旺季，但难抵出口下降影响，因此我们对四季度整体轮胎需求情况并不乐观。

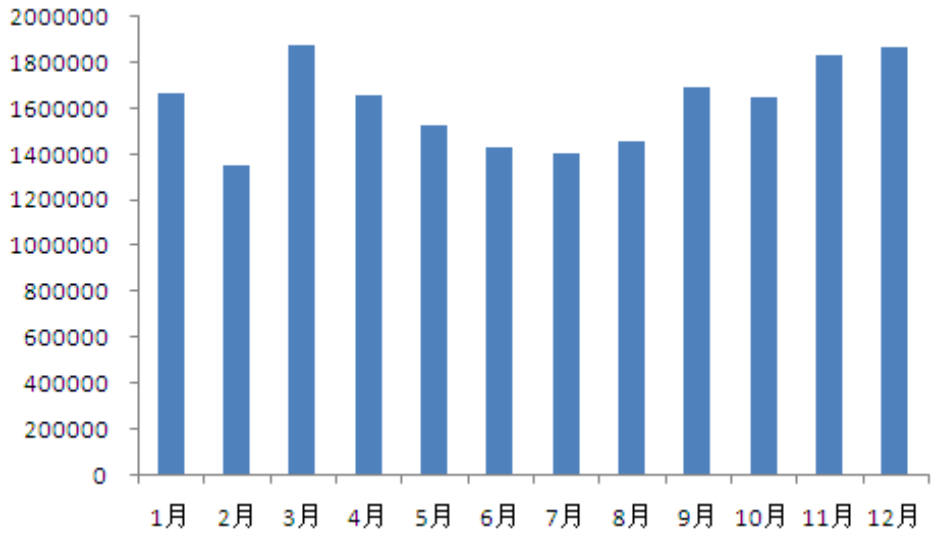
图 4　国内轮胎开工率（单位：%）



资料来源：中国橡胶信息贸易网、中钢期货

据中国汽车工业协会统计，8 月中国汽车产销分别完成 171. 44 万辆和 171.56 万辆，同比分别增长 2.22%和 4.04%，环比分别下降 0.34%和增长 4.04；2014 年 1-8 月累计产销分别为 1521.89 万辆和 1501.73 万辆，同比分别增长 8.6%和 7.7%，增幅继续趋缓。从 8 月汽车生产数据来看，环比降幅收窄，而销量环比企稳回升，表明汽车行业已有所企稳。不过需要注意的是，8 月经销商库存预警指数仍达到 51.8%的较高水平，说明经销商库存销售压力仍然存在；但按照惯例，随着进入传统消费旺季四季度，汽车环比产销将出现一定好转。

图 5 历年国内汽车月度平均产量情况（单位：辆）



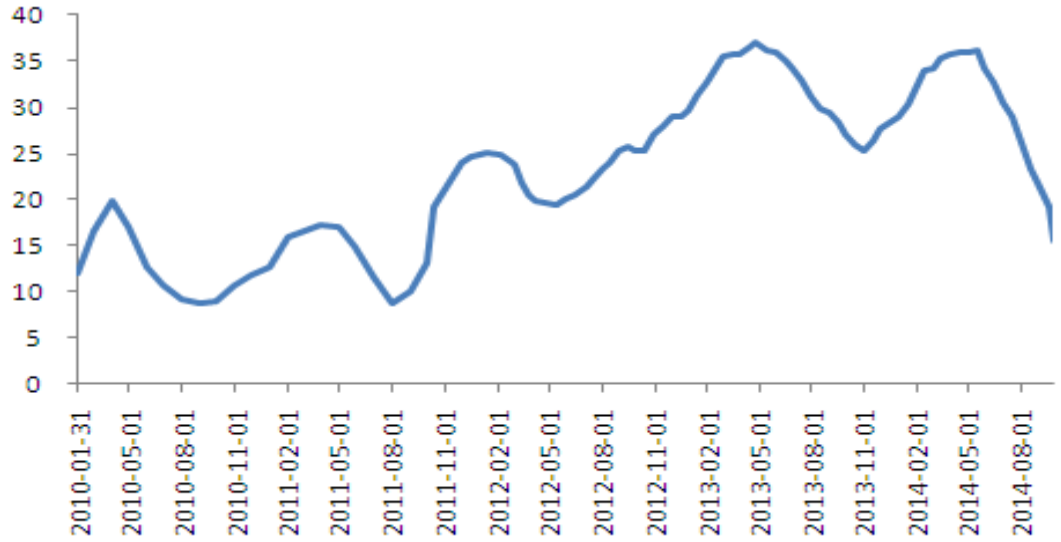
数据来源：汽车工业协会、中钢期货

三、库存去库存化恐将放缓，对胶价支撑作用减弱

截止到 9 月 26 日，保税区橡胶库存为 15.41 万吨，比 6 月底大减 15.14 万吨，下降近 50%，库存量已创出 3 年新低。本轮橡胶库存下降初期主要受季节性因素影响，但后期随着

胶价持续下挫，进口商较为慎重，橡胶到港量维持低位直接导致保税区入库较少，再加上出库量的不断增加，从而使得库存持续下滑。不过按照惯例，随着主产国的开割，四季度保税区橡胶库存有望回升，但上升幅度会较为有限。

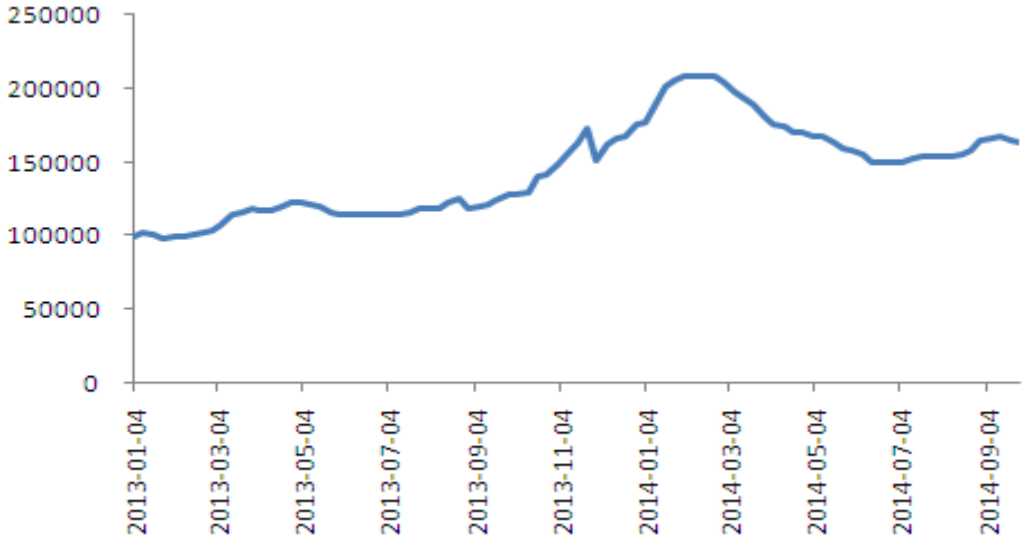
图 6 青岛保税区库存走势图（单位：万吨）



资料来源：中国橡胶信息网、中钢期货

与此同时，上海期货交易所的橡胶库存变化不大。截止到 9 月 26 日，上期所橡胶库存为 16.26 万吨，虽相比 6 月底的 14.89 万吨出现一定增幅，但当前近月合约和现货价格差距不大，而 1 月合约需要新胶交割，因此上期所橡胶库存在四季度增加的可能性并不大，甚至可能出现先下降再增加的局面。不过据此前市场估算，目前橡胶国内库存总量仍在 50 万吨以上，庞大的库存仍将压制橡胶反弹。

图 7 上海期货交易所库存走势图（单位：万吨）



资料来源：上海期货交易所、中钢期货

四 、国际利空仍存，国际胶价承压

目前东南亚主产区为重要的割胶季节，随着橡胶价格的不断下行，泰国、越南等主产国都面临较大压力，其中泰国政府在 8 月底宣布将抛售 20.8 万吨橡胶储备，虽然遭到泰国民众强烈反对，但仍抛储 10 万吨，剩余 10 万吨也将在四季度适时抛出。与此同时，受橡胶出口大幅下滑影响，越南政府也在 10 月 2 日起取消 1%的橡胶出口关税，以提升越南企业的出口竞争力。虽然取消出口关税对橡胶实际价格影响较为有限，但预计会引起连锁效应，东南亚各国恐会纷纷效仿，从而进一步对胶价形成打压。

美国对中国轮胎双反也将在四季度实施，按照时间表，2014 年 11 月 21 日，美国商务部将对反补贴进行初裁；2015 年 1 月 20 日，美国商务部将对反倾销作出初裁，按照惯例，一旦我国出口轮胎有补贴和垄断嫌疑成立，中国对美轮胎出口将遭受重大打击。以 2009 年“特保案”为例，美国对我国轮胎征收为期三年的惩罚行关税，税率分别为 35%、30%和 25%，受此影响，涉案轮胎出口量一度下降超过 60%，而对美整体轮胎出口下降过半。而美国近期的“双反”则是特保案的加强版本，业内预计惩罚性关税将达到 60%，这对中国轮胎企业将会是致命一击，预计所有涉案企业都将退出美国市场。虽然双反针对的是乘用车轮胎，但这却是国内轮胎行业的主导产品，而每年对美轮胎出口数量占到全部轮胎出口数量的 1/3 以上，一旦退出美国市场，国内轮胎生产企业将面临重大打击。

小结：四季度国内需求虽有望好转，但考虑到供应量的增加，不改国内供给过剩局面，而美国轮胎双反临近、东南亚各国纷纷刺激橡胶出口，橡胶基本面偏空格局延续，考虑到国内外宏观面仍难有起色，预计橡胶在四季度仍难以出现实质性好转。

技术分析

从日 K 线上看，沪胶 1501 合约 MACD 绿柱缩小，快慢线有粘合趋势，短期有反弹可能，上方第一压力位 12600 元/吨，第二压力位 13000 元/吨。

图 9 橡胶 1501 合约日线图

数据来源：博弈大师、中钢期货

从周 K 线图上看，RSI 指标处于低位，有低位反弹可能，技术上下方支撑较为明显，有企稳可能，下方支撑位 11000 元/吨。

图 10　橡胶 1501 合约周线图

数据来源：博弈大师、中钢期货

从月 K 线图上看，沪胶低位震荡，RSI 指标中性，存在企稳可能。

图 11　橡胶指数月线图

数据来源：文华财经、中钢期货

小结：从技术上看，沪胶短、中长期均有企稳可能，下行空间较为有限，上方第一

压力位 13000 元/吨，第二压力位 13600 元/吨，下方第一支撑位 11000 元/吨，第二支撑位 10500 元/吨。

4 季度橡胶后市展望

综上所述，四季度国内需求虽有望好转，但考虑到供应量的增加，不改国内供给过剩局面，而美国轮胎双反临近、东南亚各国纷纷刺激橡胶出口，橡胶基本面偏空格局延续，考虑到国内外宏观面仍难有起色，预计橡胶在四季度仍难出现实质性好转。但从技术上看，沪胶沪胶短、中长期均有企稳可能，下行空间较为有限，操作方面，投资者保持 10500-13600 区间操作思路为宜。

风险提示

1、 美国加息时点提前；

2、 国内出台重大经济刺激政策。

研究发展总部 高雪峰
010-62688541

3 季度橡胶市场大事记

截止到 9 月 26 日，保税区橡胶库存为 15.41 万吨，比 6 月底大减 15.14 万吨，下降近 50%，库存量已创出 3 年新低。

1-8 月中国共进口天胶 174 万吨，同比增 16.95%。

免责声明

本刊中所载研究报告由中钢期货有限公司（以下简称“中钢期货”）品种研究员撰写编译，仅为所服务的客户的一般用途而准备，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发本刊中的研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为中钢期货月刊，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中钢期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，作者力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与中钢期货及品种研究员无关。