

阶段反弹难撼中期下跌之势

国际期货 陈章柱

政策阶段性利好不改商品实体与投资需求的漫长过程

以欧洲债务危机为转折，全球主要经济体放缓了退出政策的节奏；而近期中美欧三大经济体制造业数据全部下滑，虽然不能确定欧美企业投资步伐是否变慢，但是企业投资的信心确实在下降，中国 PMI 连续两个月高位回落，而更能反映中小企业状况的汇丰中国 PMI 指数已经下滑至 50.4，接近制造业牛熊分界点。制造业数据表明全球经济增速正在回落，加剧了市场对“二次衰退”的担忧。

由于对 1937 年因过早退出而再次陷入萧条的经验记忆犹新，美国开始极力倡导全球继续实施经济方案，为此美国延长了房屋购置优惠和失业金政策的时间。而欧洲刚刚从成员国债务危机的阴霾中缓解出来，极力倡导保增长的同时，继续缩减财政赤字。欧洲央行行长特里谢认为货币当局不能紧紧停留在周期性复苏上，因为许多国家的财政扩张已经达到极限。中国方面，在政策调控上也是有所松动，如央行在公开市场上实现资金净投放 9000 亿。

无论是美国提倡继续实施经济刺激方案，还是中国在政策上的松动，都是在经济复苏回落的背景下做出的让步，而商品在经济复苏回落出现阶段性利好的背景下上涨不具备持续性，毕竟实体对商品的需求与商品的投资属性在经济呈现蹒跚式复苏的环境下将是一个漫长的过程，而在这个过程中，尽管货币当局已经释放流动性，但是对流动性的通胀效应更不会坐视不理。

橡胶下游消费的景气度回落阻碍胶价反弹空间

如同经济增速放慢一样，汽车产量和销量增速呈现逐月减缓。中国上半年汽车产销增速在逐月下降，6 月国内汽车产量环比下降 1.84%，销量环比下降 1.83%。由于汽车产销从景气高峰回落，国家将以旧换新政策延长至年底，然而政策刺激消费存在边际效应递减，2010 年下半年汽车行业景气程度仍将继续回落。通过笔者与轮胎企业的交流，轮胎的销售已然不如从前，库存也令人堪忧，橡胶下游消费的景气度仍处于高位回落。下游消费的策略主要以消耗库存为主，部分刚性需求向大的贸易商采购，而贸易商以自身资金实力通过锁定微薄的利润完成中间环节，成交并不活跃。加上芒街市场封关，泰国降雨造成旺季的供给相对短缺更加支撑现货价格。实体需求的尴尬与贸易环节的谨慎造成期货市场上的近强远弱，而且远月合约贴水幅度偏大，这种市场特征加上宏观政策的不确定导致现货商对远期卖出套保兴趣不强，反而增加涉胶企业对远期的谨慎采购。缺乏实体企业的卖出套保，无论是上海期还是东京市场，交易所库存保持低位。投机类资金借助涉胶企业对远期的谨慎采购与交易所的低

库存缓慢拉升胶价造成市场短期的反弹,然而商业卖盘在远月贴水幅度缩小的情况下逐步介入以及下游景气度的回落终将压制胶价反弹空间。

胶市结构特征决定胶价还将回落

全乳胶方面,农垦全乳胶与顺丁胶价差均值在 1876 元/吨左右,两者价差最新值 4321 元/吨,顺丁胶对全乳胶现货存在明显的下拉作用。烟片方面,日胶指数与原油指数最新比值为 3.68,高出均值 12.55%;新加坡烟片与 STR20 价差平均占到 STR20 价格的 6.21,而最近价差占到 STR20 的 14.98%。无论是上海的全乳胶、还是国外的烟片市场均有回归的空间。

持仓方面来看,6 月份以来日本商业多头持仓和非商业多头持仓频繁大幅波动。其中商业空头减少 173 手,商业多头减少 4588 手,投机空头减少 1298 手,投机多头增加 3117 手。尽管持仓变化较大,日胶基准月价格还处于区间振荡。从商家的角度看,日胶基准价格目前不具备采购和卖空的价值,商业多头减仓的价格集中在 275-285,表明对该基准价格认可的比较少。国内方面,贸易商大部分认为对 1011 在 22000 以下做空的安全边际不是很高,倾向于在 22500 以上逐步建仓,可见国内贸易商也是在等待远月贴水缩小之后再逐步入场卖出套保。

从沪胶指数运行规律来看,沪胶指数历次中级调整时间和幅度如下表:

开始时间	结束时间	经历时间(月)	空间	百分比
199704	199807	16月	-3527.00	-33.12
200011	200112	15	-2586.00	-28.07
200303	200306	3	-4792.00	-32.09
200402	200412	10	-4873.00	-28.83
200605	200611	6	-10747.00	-37.70
200806	200812	6	-16750.00	-60.40

自从 2010 年初认定沪胶将展开一轮中级调整,此轮调整始于 2010 年 3 月,已经调整 4 个月,但是调整幅度仅有 12.57%,此次调整在空间上是不够的。从胶价自身运行规律来看,此轮调整的低点初步设想在 8 月,8 月是沪胶和日胶同时运行偏弱的一个月份。

投资套保操作建议

国内市场方面,市场主体以拉锯战维系价格的特征没有改变,短期胶价处于倒头肩底与上升三角形形态,中期面临三重顶压力。1011、1101 稳健建仓节奏分别以 22000-22400-22800、22200-22600-23000 进行,商业套保结合库存进行倒金字塔卖出建仓,投机按照上述节奏管理好仓位进行,结合实时市场跟踪延长减仓时间和提高卖空价格,建仓时间集中在 7 月 9 日-7 月 16 日、持仓时间截止 8 月中旬左右,止损条件周线站稳 23400、

23600，获利以19000-18000之间集中平仓。东京市场方面，以275-280-285的节奏结合库存和资金进行套保或投资。建仓时关注美元84、82的支撑，欧元1.272、1.299的压力。关注纽约原油指数77.5、80的压力。