

8 月或将深化胶市中级调整

国际期货 陈章柱

在经济放缓的背景下，中国保险资金战略建仓以及保障性住房建设力度加大，日本推出 1 万亿日元的经济刺激方案等带动商品的反弹，但是实体的需求已在萎缩，商品的持续上涨难以维持；目前橡胶供需定性为动态的弱平衡相对合理，其期价在整个商品体系以及胶种之间高估或许在 8 月偏弱的共振效应下深化此轮中级调整。

一、商品在政策的双重特征下难以持续上涨

由于欧洲、美国、中国、日本经济复苏的进程不一致，各国央行采取的政策与措施有所差异。但是这些政策具有相同的双重特征，一是当经济复苏的速度符合预期时，政策更加侧重于流动性的收缩，因为目前的流动性依然充足；二是当经济出现间歇性回落时，政策会有所松动，并会出现阶段性的经济刺激措施。收紧流动性主要是为了防范通货膨胀，而阶段性的刺激措施或者政策上的松动是为了保持经济的正常复苏。从经济数据来看，欧美失业率分别为 10%、9.5%，可见经济复苏还是一个漫长的过程；而中国方面，生产资料的高成本难以向终端消费传导，社会消费品零售总额增速高位回落。在经济蹒跚式复苏过程中，商品在经济复苏与流动性收缩或经济间歇性回落与政策上的松动的双重特征下上涨难以持续。

从期货资产持仓结构来看，投机多头分别连续 6 周、4 周减持美元和 COMEX 黄金；对纽约原油增持的均价在 73-78，并在 78 以上进行大量减持，对 COMEX 期铜增持均价在 300 美分/磅，对欧元增持的均价在 1.22-1.26。由于美元与黄金前期的超涨、欧债债务危机的缓解以及银行压力测试良好的结果；美国延长房屋购买优惠政策与中国 600 亿保障性住房建设力度加大等促使商品反弹，尤其是与房地产密切相关的金属反弹幅度较大。但是整个国债市场收益率维持低位，可见市场对商品等风险资产的反弹趋于谨慎，资金对更加稳健的避险资产依然需求强劲。

二、天胶供需仍处于动态的弱平衡之中

尽管不同机构之间数据统计方式有所差异，但是整体上的结论是供略大于需。生产国协会对 2010 年产量的预增幅度由 6.3% 下调至 6.2%、5.2%，主要原因是生产国协会将印尼产量下调 17.8 万吨，增加菲律宾的产量预估数据，而菲律宾增幅只有 3.5%，对原 6.2% 的增幅有明显的下拉作用。具体的产量预估数据如下：

产区（千吨）	2009年	2010年	增长幅度
印尼	2440	2592	6.23%
马来西亚	857	1000	16.69%
印度	820	885	7.93%
越南	723.7	770	6.40%
中国	645.8	680	5.30%
斯里兰卡	136.9	142	3.73%
菲律宾	97.7	101.1	3.48%
柬埔寨	34.4	49.5	43.90%

LMC 资讯机构对 2010 年的供需数据的判断也是供大于需，供应相对需求而言盈余 11.8 万吨，LMC 的预估数据相对生产国协会偏保守。主要分歧在于生产国协会假设泰国产量不变，对印尼、马来西亚、中国的产量预估明显高于 LMC 资讯机构，其中对中国产量预估数据偏差 10.4 万吨，马来西亚偏差 9.3 万吨，印尼偏差 30.4 万吨。。尽管两大机构对全年的产量维持预增的判断，考虑到对产量进行预估的假设条件、近期的恶劣天气、消费政策效应边际递减等原因，供需定性为一个动态的弱平衡相对合理。从贸易流向来看，泰国、印尼、马来西亚 1-5 月出口 274.11 万吨橡胶，同比增加 5.73，环比增加 8.44，需求与供应也比较正常。

三、橡胶产业链特征决定期价下破还需时间

由于整个贸易环节、下游消费趋于谨慎，无论是贸易商还是橡胶下游消费商更青睐现货，对于远期到港的船货需求相对较少，所以导致现货价格坚挺，进口胶维持在 2900-3000 美金之间，国内全乳胶维持在 23500 附近，难以突破国储第二次拍卖的最低价 23600。而远期贴水加大商业卖出套保的难度，一方面高价采购的现货低价卖出保值风险比较大，相反商家更愿意在期货市场山进行远期采购摊薄现货成本；另外一方面银行难以支持远期贴水的卖出套保，加大了商业卖出套保的资金难度。

下游轮胎采购趋于谨慎主要是由于轮胎库存在增加，而汽车产量和销量增速连续三个月高位回落。汽车产量和销量近三个月的同比增幅分别为 35.16%，27.98%，20.59%；34.87%，28.46%，23.64%，子午线轮胎产量连续两个月增速放缓。尽管国家已经将以旧换新政策延长至年底，但是汽车作为奢侈品，政策对其消费的影响效应随着时间的推移递减。国内部分轮胎制造商在库存增加、汽车消费放缓、橡胶现货价格坚挺的背景下减产，下游消费改善还需要时间。

由于远期套保的条件并不充分、国内低库存低仓单、国内外长期倒挂，充足的流动性，贸易商与消费商对于卖出套保几乎没有兴趣，在期货远月合约上少量采购摊薄现货采购成本更为合理。随着胶价近期的反弹缩小远期的贴水，商业卖出套保盘与交易所可用库存的增加，在实体需求放缓的背景下，胶价会向价值回归。

四、胶市结构显示胶价还会有调整空间

从胶价与整个商品价格的比值来看，胶价高估 9.26%，通过日胶与整个商品价格的比价关系算出日胶指数的价格中轴在 245.74，目前日胶

指数价格在 270 左右；从生胶片与原料的加权价的关系推算出期价也处于高估地带。从橡胶品种之间的价差关系来看，全乳胶相对合成胶高估，烟片胶相对 STR20 高估。整个 7 月这种橡胶品种之间不合理的价差有所修复，但是依然对上海全乳胶期价和东京烟片期价有一定的下拉作用。从上海和东京市场橡胶期价的运行规律来看，整个 8 月是两个市场同时偏弱的一个月份，共振效应或许深化此轮胶市的中级调整。

操作方面，由于沪胶资金市特征明显，多头主力在政策影响下快速拉升胶价，短期 1101 的价格有望达到 23700、24500 附近，空头回避。商业卖盘和投机空头在 23700 以上逐步建空，持仓至 8 月中下旬。