



## 天然橡胶季报



### 金元期货研究部

研究员：范燕文

021-68759717-8010

[fanyw@jyqh.cn](mailto:fanyw@jyqh.cn)

# 东风无力百花残 橡胶买点奈未现

## 导读

2012年一季度的市场，天然橡胶期货市场持续在23500-29500区间内震荡。1-2月份市场，受到季节性因素影响，东南亚主产区进入落叶期，产量逐步减少，对橡胶价格形成显著支撑；同步，泰国政府允诺对于烟片胶水进行收储计划，推升天然橡胶期货价格一路突破25000点开始爆发，直接拉升至29500点，整体涨幅高达26%。直至进入3月份，中国央行年内首次降准以及中国“两会”的召开，经济增速预期下降。在春天的脚步刚刚临近时，正所谓是东风无力百花残，节气、时机、价格难磨合，橡胶再次迈进了熊市调整结构。

- 欧债&QE3 二季度将继续缠绕心间
- PMI 指数提前于3月见顶回落，二季度向下动能将占主导
- 橡胶供应逐步宽裕 下游需求喜忧参半
- 沪胶市场技术形态熊市结构将继续延升

综合来看，整个市场风险的偏好情绪上扬以及美联储未成定局的QE3表现，将会支撑整个橡胶价格保持在一个相对缓慢震荡上行的格局之中。但是二季度市场仍存在很多的不确定以及不稳定因素，尤其天然橡胶自身的供需方面正在发生季节性变化，利多因素集中在一季度体现，很难再有所作为。

### 主要投资策略：

未来就近的四月市场，整体经济或商品消费状况很难维持在一季度的旺盛态势，下跌概率较大；而半年以上的中期思路，基本面的因素仍在朝着相好的方面改变，有助于推动橡胶价格转入弱牛格局，对于二季度后半年，我们认为将进入重要的观察期，可以考虑是否出现买点。

二季度期货价格低点或将上移在25500-26000区域，极端行情不排除再次下探22500-23000区域，但次概率相对较低；而扬点的发生则需要考虑市场价格是否能重新突破28500点。

[www.jyqh.com](http://www.jyqh.com)

报告日期：2012-4-6



## 第一部分 2012年一季天然橡胶市场回顾

### 一、2008年至今天然橡胶期货、现货市场行情回顾

图1 天然橡胶期货价格、成交量和持仓量

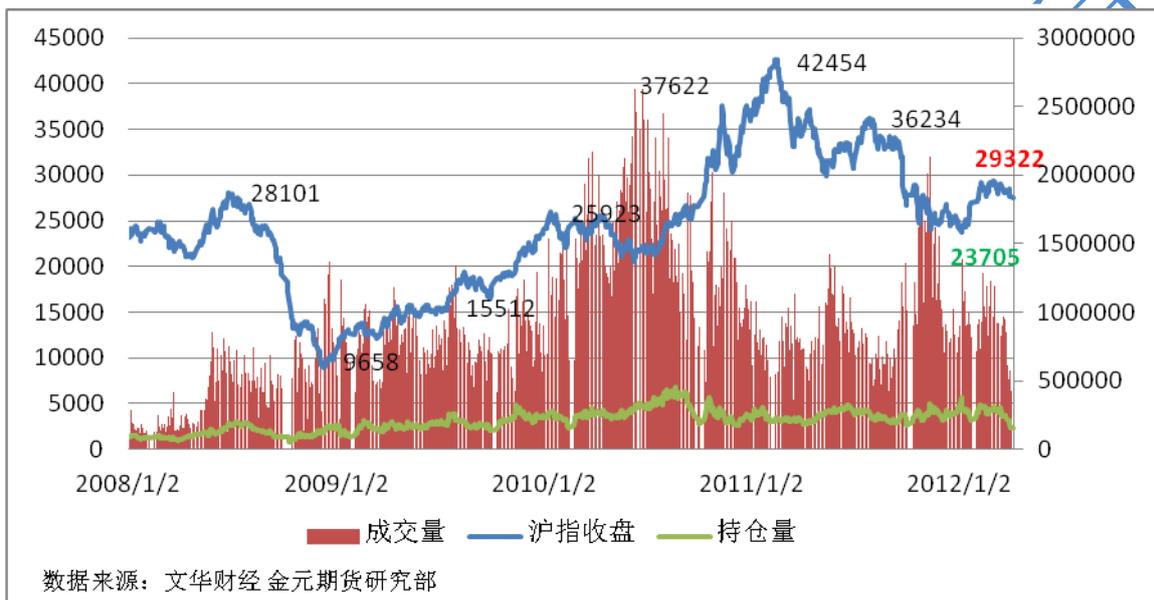


表1 天然橡胶期货市场交易数据

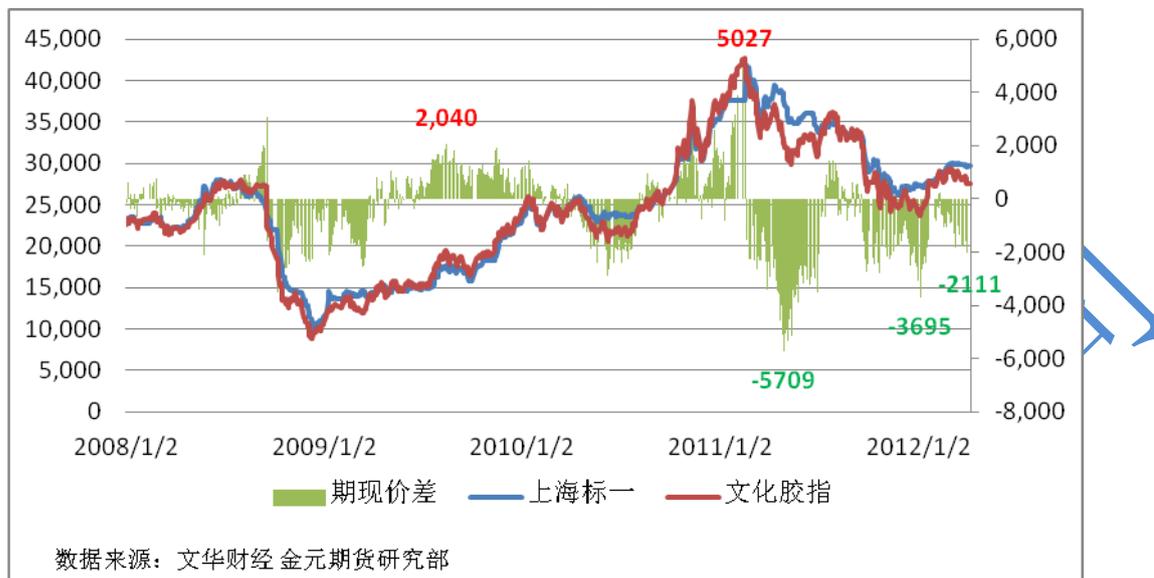
天然橡胶期货		日均结算价, 元/吨	同比	日均成交量, 万手 (双边)	同比	日均持仓量, 万手 (双边)	同比
2012	1-3月	27690	-26.9%	5171.1	-5.4%	15.3	-6.8%
2011 全年		31690	24.3%	21000	-36.4%	91.5	-8.1%
2011	4季度	26053	-21.5%	6702.9	0.4%	29.9	39%
	3季度	33046	38.2%	4608.3	-48.4%	17.6	-5.9%
	2季度	32727	43.9%	5337.6	-46%	25.0	-25.1%
	1季度	37866	56.5%	4208.5	-43.8%	19.0	-26.9%
2010 全年		25484	51.8%	33000	83%	99.6	39.5%
2009 全年		16788		18000		71.4	

数据来源：文华财经，金元期货研究部

2012年一季市场，天然橡胶期货市场持续在23500-29500区间内震荡。1-2月份市场，受到季节性因素影响，东南亚主产区逐步进入落叶期，产量相应减少，对橡胶价格形成支撑；同步，泰国政府允诺对于烟片胶水进行收储计划，虽然在此收储计划实施过程中，出现了很多的变故，但仍将天然橡胶期货价格一路突破25000点直接拉升至29500点，涨幅26%。直至进入3月份，中国央行年内首次降准以及中国“两会”的召开，将2012年中国GDP从原有保8%下降至7.5%，预示着整体中国经济的滞缓衰退，金融再次进入调整结构，天然橡胶商品市场同步难以幸免。



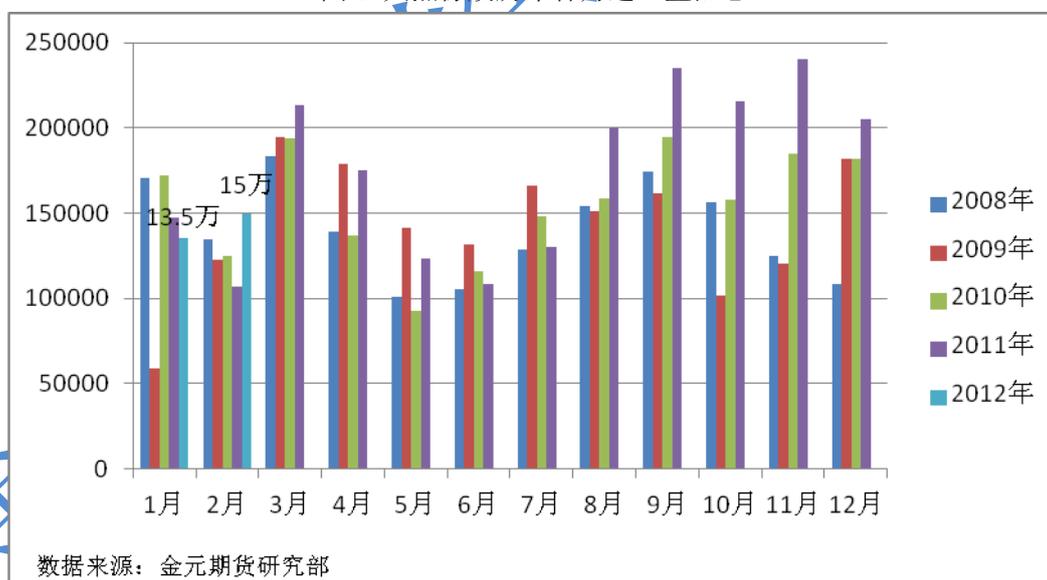
图2 天然橡胶期货、现货价格和价差



注：价差=期货价格 - 现货价格

牛市期货升水，熊市期货贴水。从图2中，我们可以很明显的看出，自2011年以来的熊市结构仍没有结束，季节性的规律或能暂且抑制住价差的过分扩大化，但却不能改变趋势，建议现货企业在关注经济以及现货本身同时，必须明确2012年度上半年，仍是期货贴水仍将是常态，存在着期现套利的好机会。进入3月份，沪胶1205合约以及1209合约顺利换月，同时在跨期以及期现套利上已经出现机会，跨期价差从早期3月初期300点以内，截至3月30号，扩大至800点以上；期现价差从1000元/吨以内扩大至2000元/吨以上。

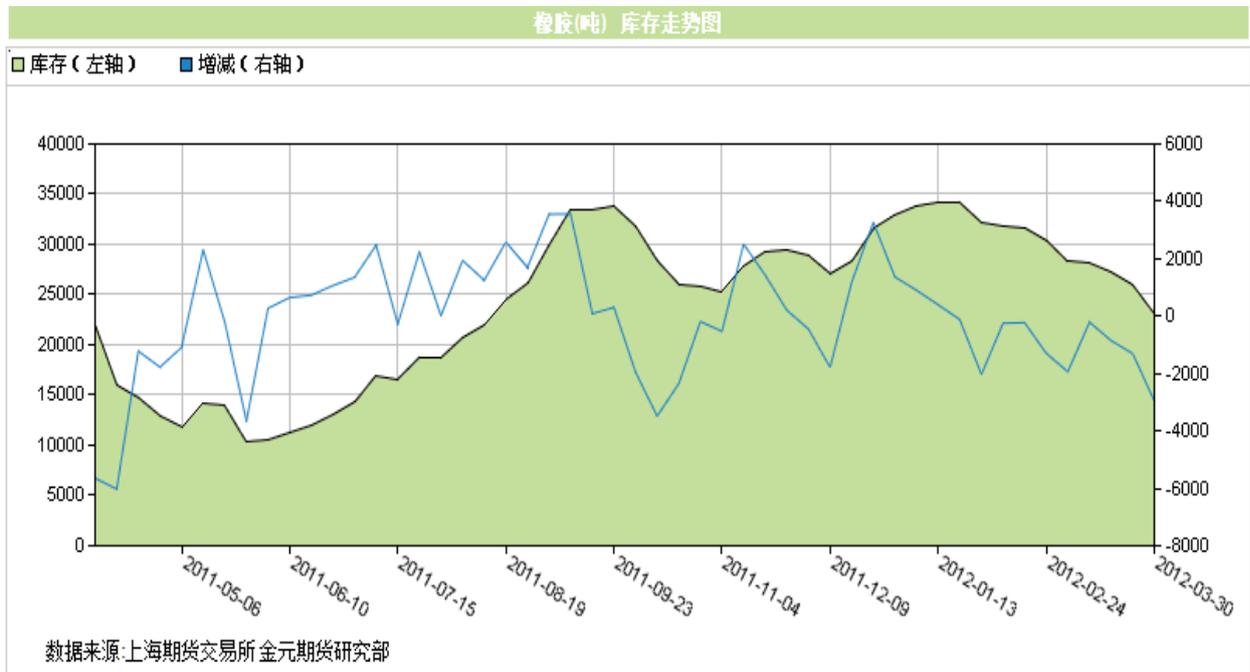
图3 天然橡胶历年各月进口量汇总



中国海关总署公布，中国2月份进口天然橡胶15万吨，较上年同期增长36%。当月天然橡胶进口量较前月增长7%。海关总署还表示，1-2月份天然橡胶进口同比增长13%，至29万吨。根据图表显示，自08年以来，每年3月份均是历史新的进口集中到岸高峰期，但从今年2月份进口同期增长较为明显，市场价格反而滞涨的格局下，3月份不排除出现较同期回落可能，一季度整体进口量较往年出现较大幅度回撤。



图 4 天然橡胶期货库存走势图



上海期货交易所注册仓单持续保持在低水平运行, 由于期现价差的严重倒挂以及可交割品牌橡胶资源紧张, 是导致仓单维持历史性低位的关键因素。

## 第二部分 世界宏观经济形势展望

### 风险偏好抬头 QE3 高悬头顶

希腊获得第二轮救助后, 欧债问题暂时风平浪静, 主要债务国 10 年期国债收益率稳步下降, 市场避险情绪褪去, 风险资产收到青睐。同时, 美国非农数据继续超预期增长, 经济温和复苏势头不改, 但房地产市场的持续低迷, 迫使 QE3 继续存留在美联储的武器库当中。在第二季度, 欧债以及 QE3 等问题将继续缠绕在投资者心头。目前存在 2 个可能性, 如果偿债高峰期内, 欧债问题再起波澜, 或者 QE3 被彻底否定, 都将致使橡胶价格出现快速下跌; 反之, 若欧债问题平稳, QE3 推出有望, 将推动胶价向上突破 29500 附近阻力, 结束熊市第三阶段的下跌调整格局。我们认为, 第二种可能性较大, 但配合欧债自身的平稳过渡以及 QE3 的推出的时间问题, 预计此波调整结束行情或将要延迟至二季度末期。

#### 一. 欧债危机好于预期 但危机犹存

表 2 2012 年欧元区各国到期债务

单位: 百万欧元

	希腊	葡萄牙	西班牙	意大利	合计
3 月	19051.0	2832.0	13217.0	51789.0	86889



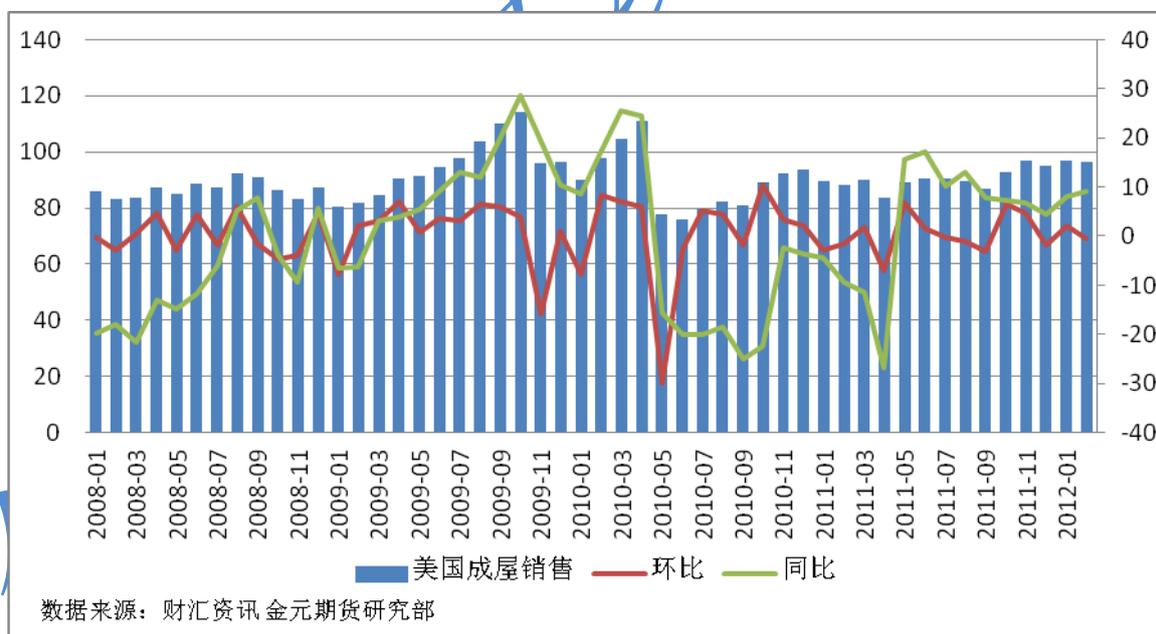
4月	2068.0	1011.0	26899.0	46404.0	76382
5月	11546.0	369.0	8927.0	20191.0	41033
6月	2991.0	12049.0	8683.0	20183.0	43906
7月	3048.0	1054.0	31609.0	27000.0	62711
8月	9676.0	389.0	7544.0	28027.0	45636
9月	1019.0	612.0	7843.0	26272.0	35746

从2012年欧元区各国到期债务情况上来看，3-4月份期间明显是欧债到期高峰，但市场在一季度市场已经有了充分的预期，且做好了CDS的市场对冲操作；另一方面，希腊4月末选举，新政府或推翻前期承诺而导致援助计划的推迟或破产，6月份葡萄牙到期高峰，7月西班牙与意大利债务到期高峰，因此，在5-6月份期间，欧债有可能再次发酵，这也是为何笔者对于二季度市场低点做出修正，又不太乐观二季度创下年内新高的主要依据。

## 二. 美国经济尚脆弱 QE3 仍存悬念

目前美国经济局势较为复杂，虽然最新的迹象显示，美国经济复苏正在加速，但是同时仍在不断的敲响警钟。复苏的步伐也是非常容易放缓的，美国经济尚未脱离困境，经济处于脆弱期。美联储主席伯南克27日表示，现在不能确定最近以来就业市场改善的步伐将可持续下去，在这种环境下，美联储现行的超低利率的政策有可能会起到帮助作用，美联储可能在4月份议息会议上暗示推出第三轮量化宽松措施（QE3）。

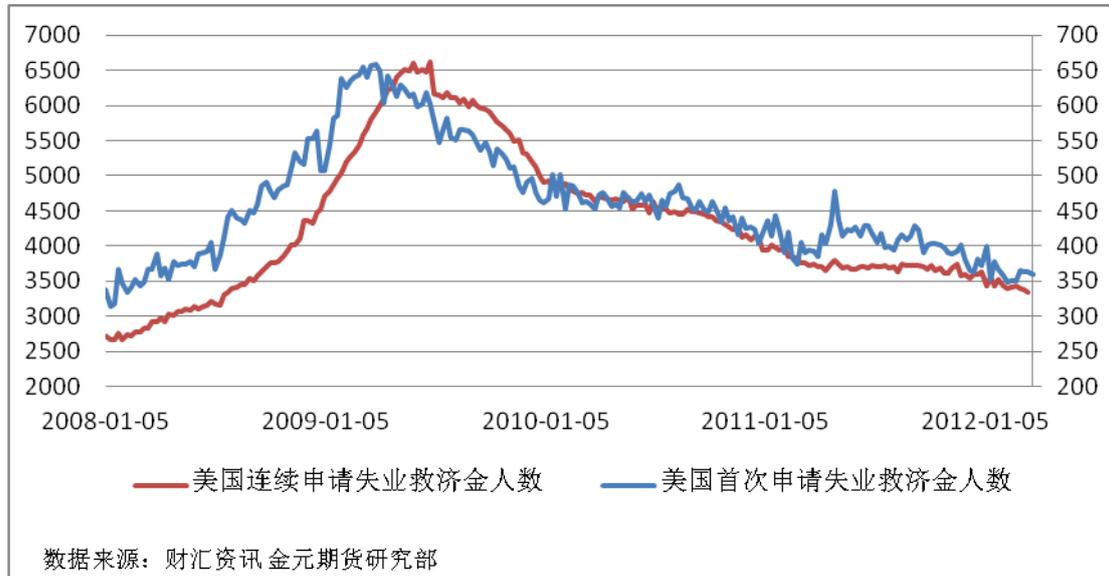
图5 美国房地产复苏缓慢



2月成屋销售为459万套，较1月有所下降，环比为-0.86%。成屋销售情况略有好转态势。而2月的成屋月度供给为6.4个月，较上月略有上升，成屋库存243万套，交上月略有上升，这些数据表明，房地产市场的好转支撑美国经济维持缓慢复苏状态。



图 6 美国初次申请失业金人数



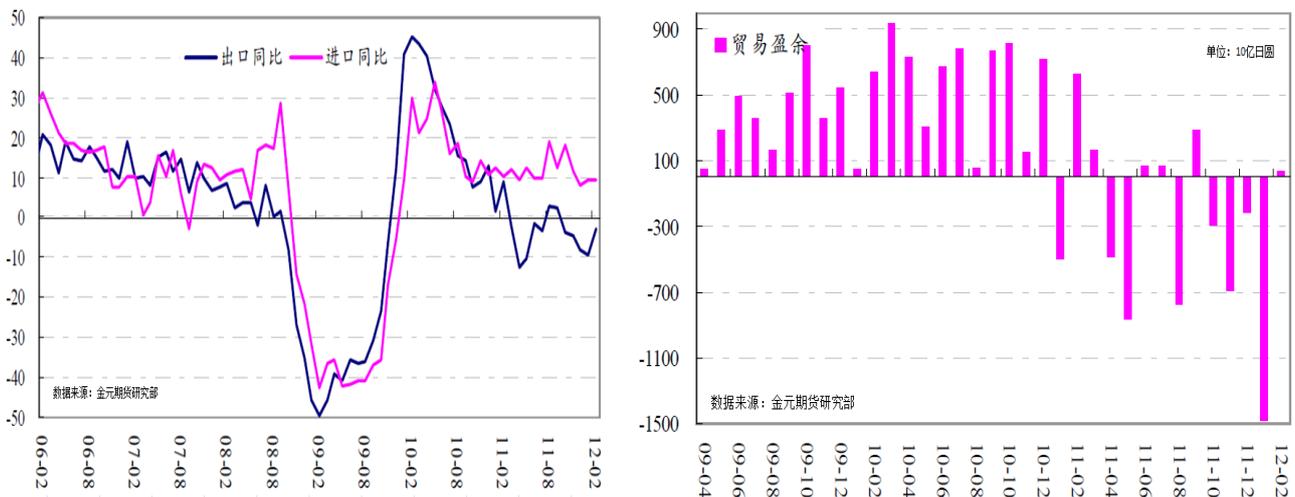
截至 2012 年 3 月 24 日当周，首次领取失业金人数为 35.7 万人，较上周下降 6000 人；3 月 24 日当周，持续两区失业金人数为 33.38 万人，失业人数较前一周继续回落。

由此可见，房地产市场的缓慢复苏压制整体美国经济的进程，但另一方面，美国失业率申请人数的持续下降也支撑美国经济向好发展。在长期维持低利率的财政政策下，QE3 是否进一步推行仍存在很大悬念，这将触动着投资者敏感而脆弱的神经，任何风吹草动都将左右商品市场价格走向，我们将此事件概率发生时间段也延后至二季度末期。

### 三. 日本经济

日本经济方面，外贸增速逐步企稳。2 月出口同比下降 2.65%，高于 1 月下降的 9.25%；2 月进口同比增长 9.21%，与 1 月基本持平。同期，日本 2 月实现 320 亿日圆的贸易顺差，结束连续 4 月的贸易逆差。

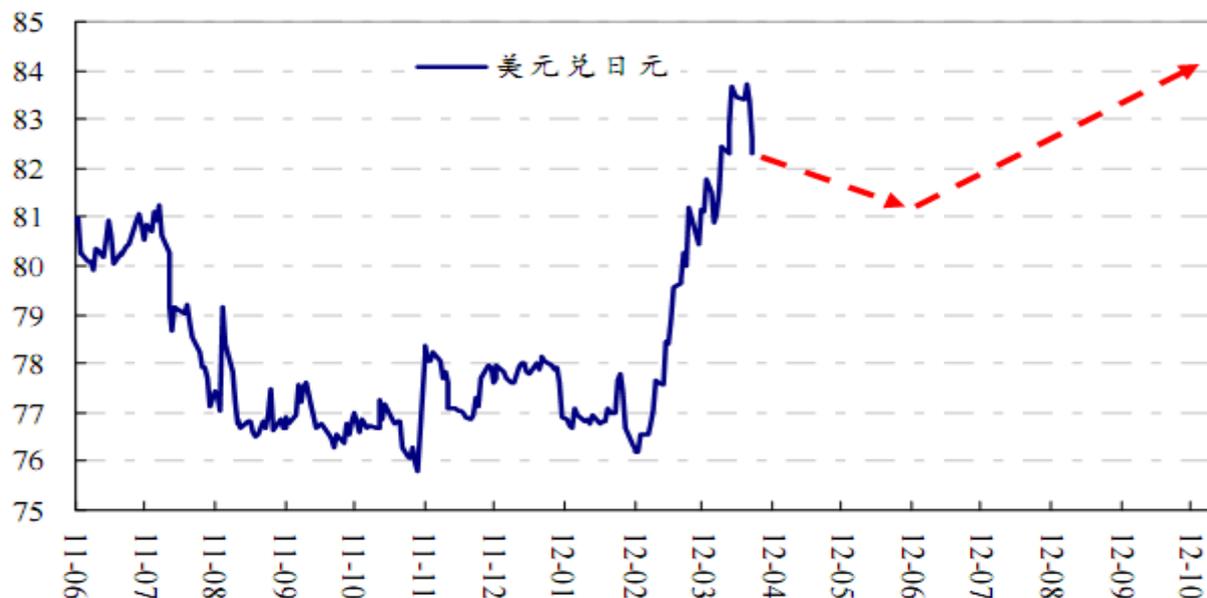
图 7 日本进出口同比&日本贸易余额



数据来源：金元期货研究部

此外，美元兑日圆继续下跌，这与美元指数的走势相对一致。目前我们对于中期内美元对日圆走强的判断不变，这也直接验证了目前日本橡胶市场与国内沪胶市场呈现了外强内弱的显著格局。

图8 美元兑日圆汇率



数据来源：文华财经 金元期货研究部

#### 四. 中国经济

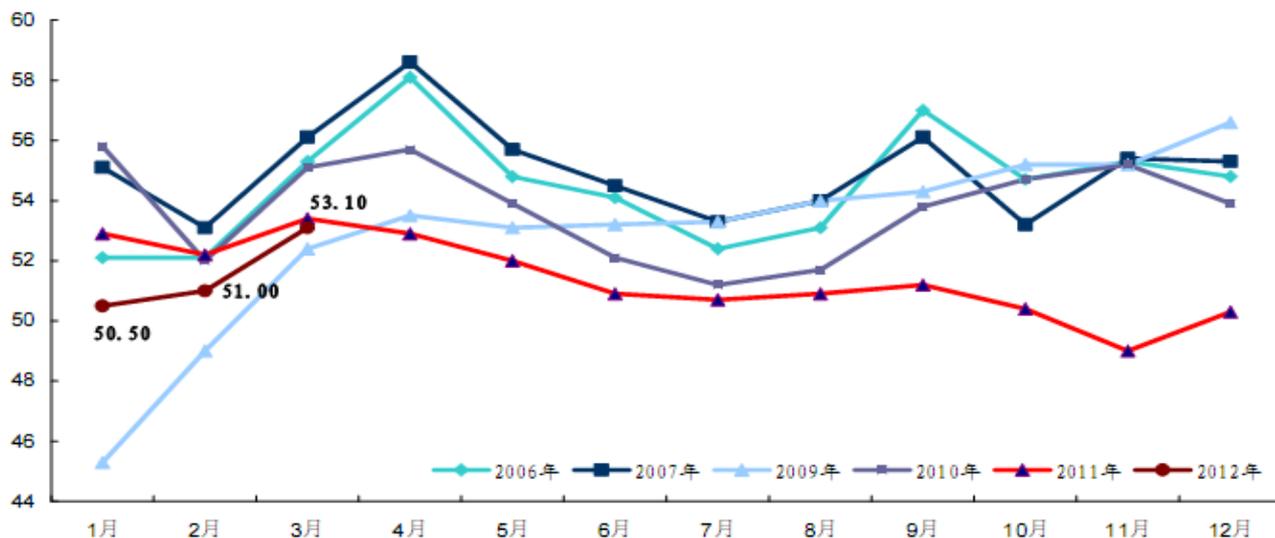
中国经济最近这段时间较为纠结，宏观数据扑朔迷离，微观企业生死未卜。“两会”虽然已经结束，但整个局势仍略显不安，市场情绪较为急躁。而市场对于政策救市预期的落空更是造就三月市场下跌的主要因素，整个市场的焦点逐步转移至经济基本面。大规模的基础建设和房地产调控所引致的系统性债务危机、节后复工后推动的 PMI 高点或已促就一季度高点。

从目前已经公布的制造业 PMI 情况来看，出现了汇丰和官方制造业 PMI 矛盾的情况。官方制造业 PMI 指数相对平稳，表明整个经济并未出现急剧的恶化。而反应中小企业状况的汇丰制造业 PMI 下行，实际上反映了当前经济运行对小企业的打击更为沉重。

从官方制造业 PMI 指数的波动规律来看，往年春节过后的第一个月，随着企业陆续开工，制造业 PMI 往往会有 3 个百分点左右的回升，而今年 2 月的官方制造业 PMI 指数仅上涨 0.5。可以看出，虽然今年春节提前，但由于气候等因素，节后的开工并不及往年年后的第一个月的开工状况。3 月制造业 PMI 指数虽然上涨但涨幅弱于往年。



图9 历年各月份 PMI 变化趋势比较



2011年经济处于下行周期，中周期向下动能强于短周期波动，PMI指数提前于3月见顶回落。同时，国家统计局将于4月9日公布3月份居民消费价格指数(CPI)和工业生产者价格指数(PPI)。市场普遍预计，受蔬菜价格上涨影响，3月份CPI将会较2月份的3.2%有所反弹，涨幅约在3.5%左右。而PPI同比可能出现负增长。可以看出，本轮经济调整运行至今，短周期向上动能在年初已有所表现，未来一个季度，中期向下动能将占主导。

### 第三部分 天然橡胶市场展望

在2012年初期，诸多因素主导了天然橡胶近两个月的上涨，供需和库存的因素在其中也占据了重要地位。泰国停割、轮胎生产旺季的到来和下游企业年初低库存运行使得消费企业加大了采购力度，而推升了现货价格不断高位维持。

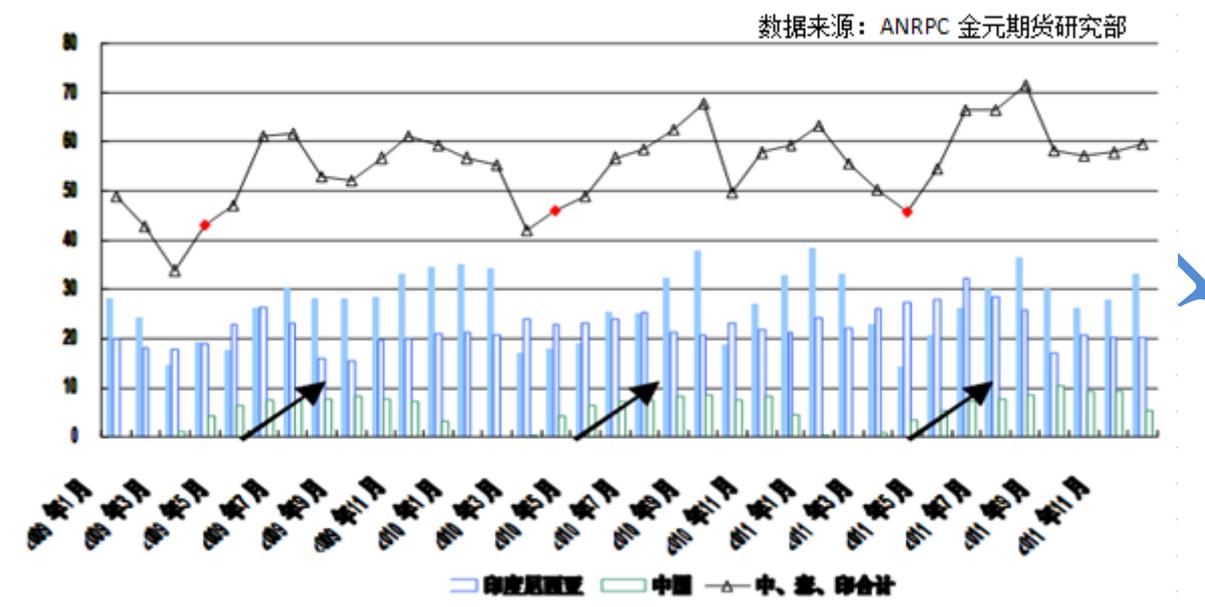
进入3月下旬，国内橡胶逐步进入正常开割期，轮胎生产也转入了平稳季节，用胶量稳定，供需之间关系再度出现转向，企业的采购时间长度以及力度，均低于往年，在当前宏观背景下，较低库存的维持生产仍是下游企业的主流选择，较快的货物流转，走为上计仍是贸易商的首选。

#### 一、橡胶供给逐步宽裕

据了解，当前我国云南等地橡胶树情况尚可，前期产区的干旱气候推迟了橡胶开割时间，但并不影响云南胶的总体产量，未见病虫害。随着4月份“泼水节”的临近，雨水逐步增加，胶水量也将逐步上升，4月中旬之后，海南产区也逐步进入开割期，可见国产胶在3月底4月初逐步改观，缓解全乳胶紧张局面。印尼方面，产胶量稳步上升，一定程度上弥补了泰国减产的缺口。根据国际橡胶协会ANRPC预计，2012年泰国产量预计能达到374万吨，同比增长4.7%，占全球产量35%，落叶期期间，3-4月份平均月产量20万吨/月，1月份产量为38.3万吨。马来西亚预计2012年产量100万吨，落叶期期间平均产量6.5万吨/月，1月份产量为10.4万吨。

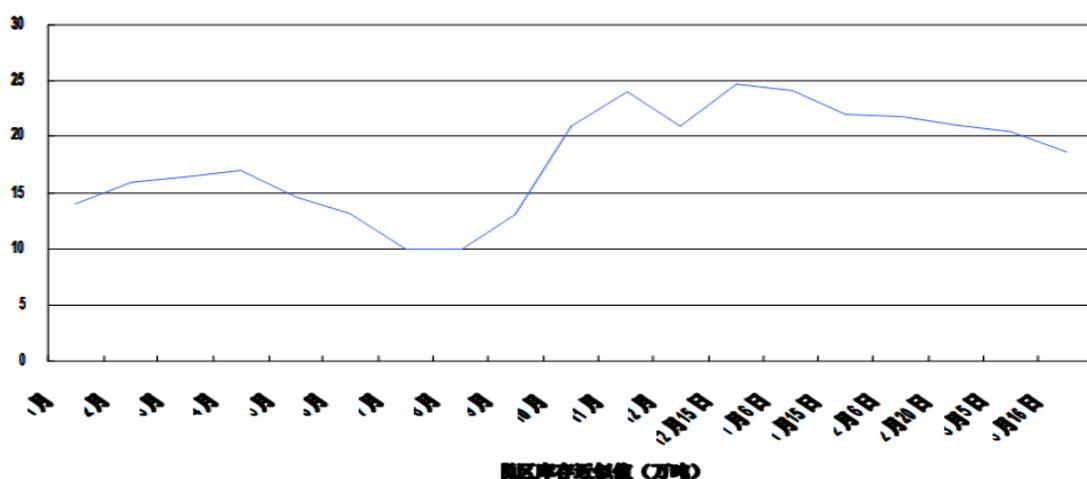


图 10 中国/泰国和印尼三国总产量自 4 月开始增长



另一方面，目前现货价格保持在一个区间震荡之内，贸易商普遍反映，价格冲高出货反而困难，整体投机性明显高于往年。随着开割季节的来临，青岛保税区的库存也正逐步去库存化中，但速度仍十分缓慢，按照 10-12 万吨合理库存上来推算，不排除二季度仍处于高警戒线状态，供应压力明显加大。截至 3 月 31 日，青岛保税区总量约 208461.3 吨，其中天胶 147465 吨，复合胶 24596.7 吨，合成 32741.5 吨。

图 11 保税区库存高于正常水平



数据来源：金元期货研究部

## 二、 下游需求喜忧参半

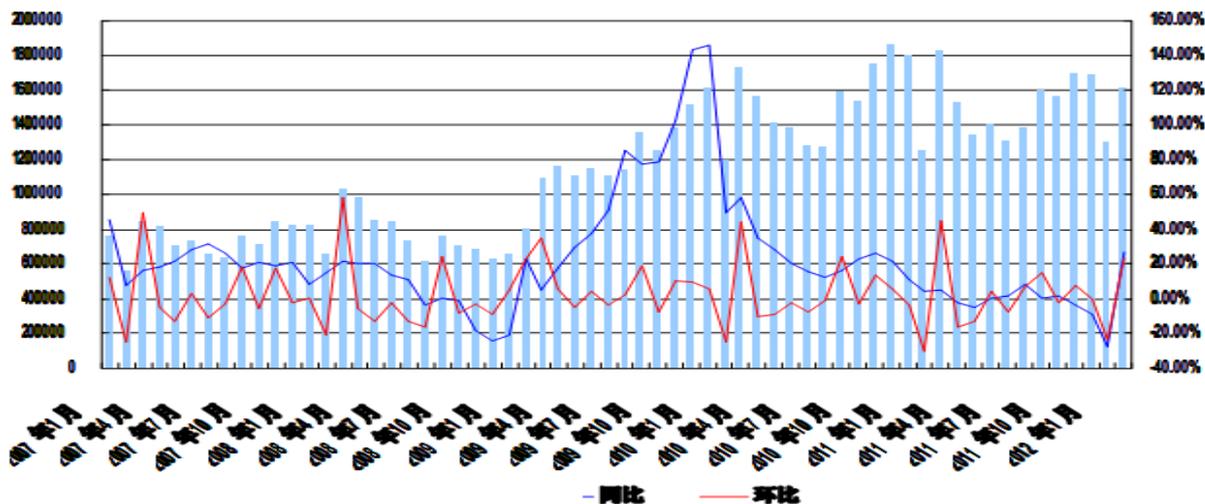
占据橡胶消费 70%以上的轮胎生产具有非常明显的季节性规律，自 2008 年以来，3 月份都是当年环比增



长的高峰期，轮胎产量大幅攀升的开始，之后呈现平稳态势，一般会延续到当年的年底。

根据 2 月轮胎产量数据显示，2012 年季节性环比增长高峰在 2 月份提前到来，根据 2 月我国汽车总产量情况上开看，环比增长 23.8%，其中商用货车的环比增长高达 45.1%，国内需求成为推升轮胎产量 2 月上涨的主要因素。

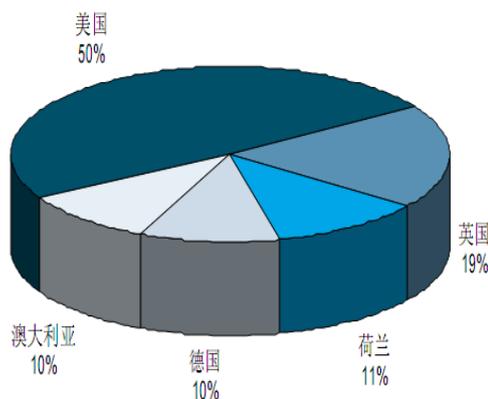
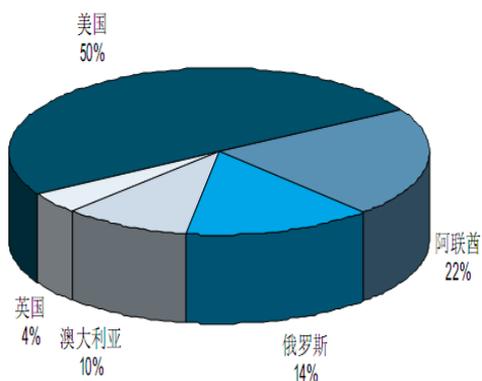
图 12 汽车产量环比增长高峰 2 月提前到来



进入 3 月份，我国轮胎出口将进入环比增长高峰期，当前我国主要的轮胎出口地区经济形势没有出现明显的恶化迹象，3 月份轮胎出口状况是否好于往年或保持同比增长状况，将关系到未来一个季度整体轮胎生产以及需求的增长情况。预计 2012 年全球半钢胎和全钢胎需求增幅分别为 5.4%和 3.8%。轮胎生产成本较去年同期下降约 19%，轮胎价格较去年同期跌幅不超过 10%，预计整个行业平均毛利率将回升至 16-20%左右，同比上涨 5-8 个百分点，较 2011 年四季度上涨约 3 个百分点。2012 年 1、2 季度，轮胎行业将继续低成本运行。

图 13 我国货车胎主要出口国

我国轿车胎主要出口国



### 三、天然橡胶期货技术分析

通过分析天然橡胶上市（1997 年 4 月 30 日）以来的沪胶指数走势图发现，在这 13 年间，四月走势仅



在 1999 年、2000 年、2006 年、2009 年表现为上涨，其中 1999、2000 年是下跌中的窄幅反弹；2006 年、2009 年是处在两波牛市中的上涨，有其深刻的背景，其他年份，沪胶指数四月走势都表现为下跌。日胶同期比较，在 2001、2008、2009 年三年中表现上涨，天然橡胶两个主要的定价市场表现出相同的情况，必有其内在的联系。

表 3 沪胶指数月度涨跌统计

2012 年 3 月截止到 3 月 30 日上午收盘时，月跌幅按-10.17%

月份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
统计总数	14	14	14	13	14	14
历史当月上涨次数	11	9	5	4	8	6
历史当月下跌次数	3	5	9	9	6	8
历史当月上涨概率	78.57%	64%	36%	31%	57%	36%
月度平均涨跌幅	8.66%	4.46%	-5.39%	-6.98%	9.38%	-5.49%
月份	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
统计总数	14	14	14	14	14	14
历史当月上涨次数	6	6	8	8	6	8
历史当月下跌次数	8	8	6	6	8	6
历史当月上涨概率	43%	43%	57%	57%	43%	57%
月度平均涨跌幅	-5.87%	-6.06%	8.82%	7.1%	-7.15%	9.29%

数据来源：金元期货研究部

从上表看出，1、2、5、9、10、12 六个月份沪胶指数的平均涨跌幅为正值且当月上涨概率大于 50%，3、4、6、11 四个月份沪胶指数的平均涨跌幅为负值且当月下跌概率大于 50%。比较看出，四月份下跌的概率最大，平均跌幅比 11 月小比 3 月大。

重要的是其表现出和天然橡胶生产周期的反向特征，也就是逆周期性。四月也往往是新一轮上涨的起点，从其后 5 月份表现出的上涨概率和平均涨跌幅看，5 月份是平均涨幅最大的月份，即便是下跌，跌幅也是相对较小。

图 14 沪胶 1209 合约技术性分析



数据来源：文华财经 金元期货研究部



综合来看，自 2008 年至今形成的最高最低点形成的甘氏线，目前调整阶段的遇阻线正一步步临近，整体期货价格本身也在相应的技术图形中运作。2011 年再自进入熊市节奏以来，目前处于熊市调整二阶段反弹以及调整第三阶段初期，选择方向性尤为重要。结合近期宏观以及基本面情况，笔者针对 2012 年天然橡胶年报中二季度期货价格低点 22000 点以及极度低点 18000 点区域做出修正，整个二季度市场或维持先抑后扬的格局，而低点或将上移至 25500-26000 区域，极端行情或将再次回归 22500-23000 区域；而扬点的发生则需要考虑市场价格是否能重新突破 28500 点，才能确定是否创下年内新高，目前二季度市场创新高概率较低

## 第四部分 观点与策略

整个市场风险的偏好情绪上扬以及美联储未成定局的 QE3 表现，将会支撑整个橡胶价格保持在一个相对缓慢震荡上行的格局之中。但是二季度市场仍存在很多的不确定以及不稳定因素，尤其天然橡胶自身的供需方面正在发生季节性变化，利多因素集中在一季度体现，很难再有所作为，除非泰国在政府所演绎的“狼来了”的故事正真实实施，而实际炒作效果也已经有所消化。未来就近的四月份市场，整体经济或商品消费状况很难维持在一季度的旺盛态势。我们认为，中期基本面的因素仍在朝着相好的方面改变，有助于推动橡胶价格转入弱牛格局，对于二季度后半期，将进入重要的观察期，可以考虑是否出现买点。

投资策略：

### 1、建议投机者以短线操作为主，“走为上策”！

在一轮过山车式的行情之后，市场已经充满警惕心理，天然橡胶期货市场很难以单边市的行情出现在 2012 年度，基本上以预期 1-2 千的波段操作来制定整个计划。根据季度报告分析所得。二季度初期，仍以峰高沽空策略为主，沪胶 1209 合约关注 27300-27600 压力位，止损 27800-28000，目标 26500-26100-25500；二季度后半期，进入观察期，考虑是否进入买入周期，突破 28500 可继续跟进，期待创新高周期。

### 2、建议贸易商以防范风险为主，“期现套利”风险对冲

保持目前原有正常的采购水平以及节奏，通过期现套利模式进行风险对冲，围绕期现价差变动，灵机变动期货头寸。并可在沪胶大合约基础上，利用国内外价差相互风险对冲。

### 3、建议轮胎生产型企业，寻找机会“降低成本”

在熊市格局下，目前现货市场保持着稳定局面，生产企业仍可以维持随买随用的节奏。随着后续价格或者二季度市场宏观方向发生改变是，企业可加大现货采购力度或提高库存可周转周期，以 26500 为轴心，上下 500 点的波动来平稳期货多头头寸。

### 4、建议主产区原料生产企业，二季度初期卖出套保乃首选

逐步进入供应宽松季节性惯例下，熊市格局看需求，期货贴水为常态，卖出套保在二季度市场仍是首选，若期现价差收敛至 500-800 点以内，可考虑卖出套保，对冲企业风险。（实战套保策略以跟踪为主）



工业品分析师联系方式:

范燕文	021-68759717-8010	天然橡胶
	<a href="mailto:fanyw@jyqh.cn">fanyw@jyqh.cn</a>	国际原油
	QQ:704589987	

### 金元期货总部

- 0898-66552008 kf@jyqh.cn
- 海南省海口市南宝路36号证券大厦1楼

### 上海营业部

- 021-68759399 yangxm@jyqh.cn
- 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦18楼07-09单元

### 郑州营业部

- 0371-65618891 zz@jyqh.cn
- 郑州未来大道未来公寓1105房

### 大连营业部

- 0411-84807173 dl@jyqh.cn
- 大连市沙河口区会展路129号大连期货大厦2108室

### 深圳营业部

- 0755-82077656 liuxiaohui@jyqh.cn
- 深圳市福田区上步南路1001号锦峰大厦4F8238室

### 西安营业部

- 029-87517795 xa@jyqh.cn
- 西安市和平路118号和平银座11楼1101-1102室

### ■ 免责声明及风险提示

本报告是金元期货研究部通过深入研究，对市场行情及投资品种做出的评判，谨代表金元期货的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。本报告版权属金元期货所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或者部分翻印和传播。期市有风险，入市须谨慎。