

6月胶价弱势反弹后仍会下探

中期研究院

陈章柱

0755-23818395

张元鸿

zhangyuanhong@cifco.net.cn

许建国

xujianguo@cifco.net.cn

www.cifco.net

内容提要:

1、**货币与商品持仓结构显示系统性风险仍在。**近期经济下滑与债务危机再次引起市场的格外关注，从商品的高度相关环境来看，货币与商品结构显示利空格局，反映资金与基本面的一致，总体认为宏观系统风险仍未消除。

2、**国内供需格局中，需求相对弱势。**从产业运行来看，汽车、轮胎、橡胶都面临去库存，国内供需格局中，需求依然处于相对弱势；而生产环节、贸易环节进入亏损状态，整个产业的供需格局和价格承接都偏向空头。

3、**在基建与降息预期中，胶价超跌后出现弱势反弹，但是受制于产业供需与价格承接，依然会再次下探。**

相关报告:

1、关注5月胶价上涨的保值投资机会

(2012.4.25)

2、供需仍缺乏明确指引
4月胶价有望先扬后抑

(2012.3.25)

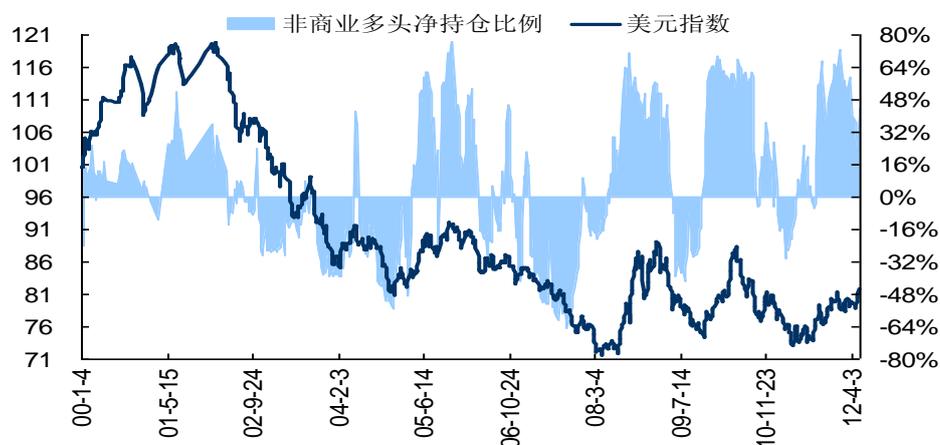
第一部分 货币与商品持仓结构显示系统性风险仍在

从最近的货币与商品持仓结构来看，基于经济下滑与债务信用的市场担忧依然存在，下面分货币与商品的持仓分别展开：

一、主要货币持仓利空商品

截止上周二，美元非商业净多头占总持仓的 44.01%，随着美国经济的稳健复苏与欧债债务的间歇性干扰，美元在基本面与资金面的配合下，依然可以保持强势。

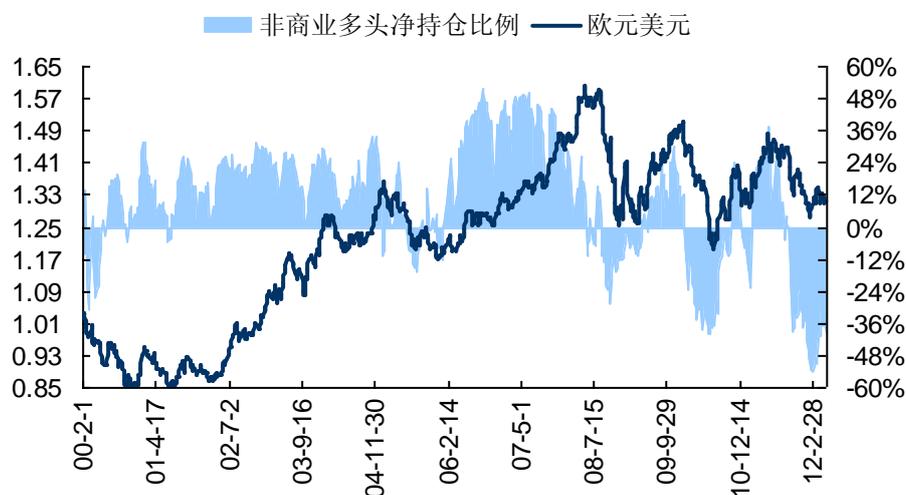
图1-1： 美元非商业持仓处于净多头状态



资料来源:wind、中期研究

欧元目前处于非商业净空头的高位，目前看，欧债成员国对于欧盟的有利于减轻债务的措施执行并不坚决，甚至给市场“希腊退出欧元区”的强烈预期，导致市场做空欧元的资金维持高位。

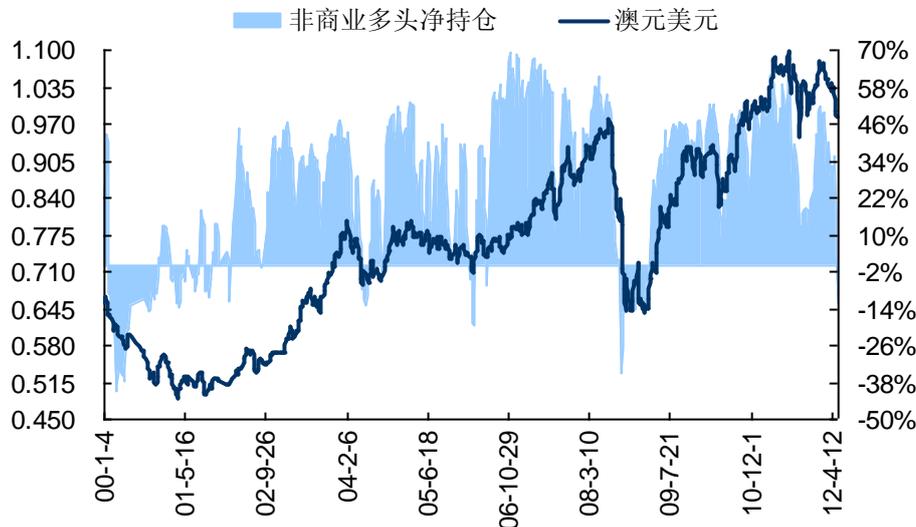
图1-2： 欧元处于非商业净空头高位



资料来源:wind、中期研究

从另外一个与商品高度正相关的商品货币澳元来看，澳元也进入非商业资金的空头状态。

图1-3： 澳元刚开始介入非商业净空

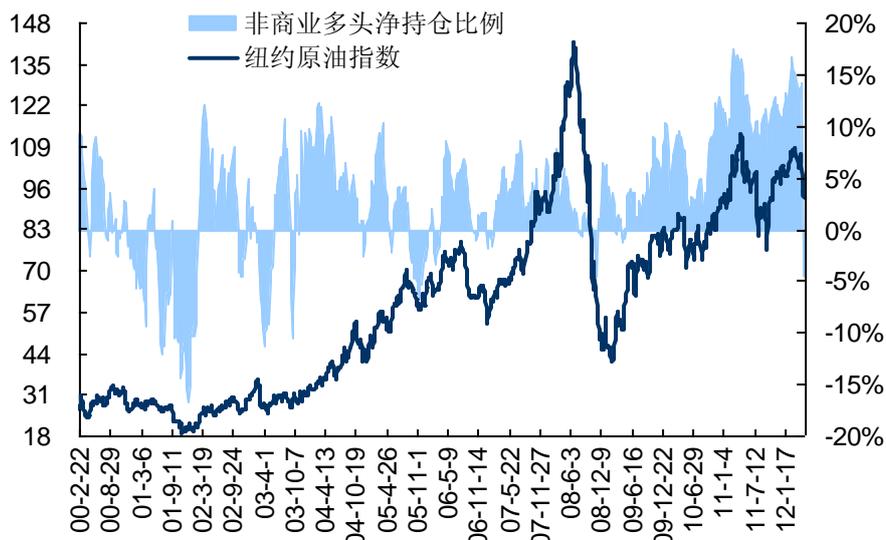


资料来源:wind、中期研究

二、主要商品进入非商业空头资金格局

按照原油持仓的统计规律，非商业净多持仓比例在10%以上，原油价格往往容易形成回撤，而这次原油有29周维持在10%以上，快速进入净空格局。

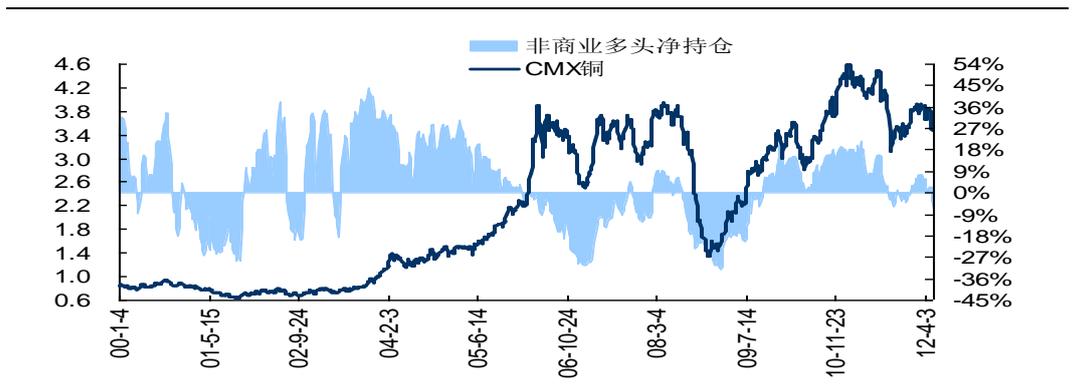
图1-4： 纽约原油持仓



资料来源:wind, 中期研究院

前期市场，铜一直强于其他品种，包括国内铜企准备去伦敦交割，而最近两周铜也进入空头格局。

图1-5: COMEX铜持仓



资料来源:wind, 中期研究院

第二部分 供求关系中仍然是需求相对弱势

一、下游轮胎需求仍然疲弱

4月底5月初库存的减少只是昙花一现,进入5月中旬以来,青岛保税港区橡胶库存又现增长。据了解,目前青岛保税港区橡胶库存已达17万吨,并且随着6月份贸易商船货到港量的增加,橡胶库存量还将增长。

图1:青岛保税区库存

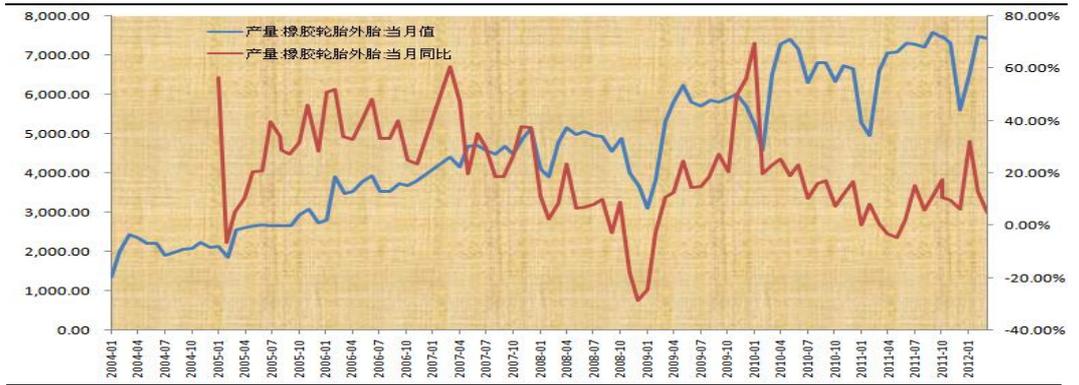


资料来源:BLOOMBERG, 中期研究院

青岛保税港区橡胶贸易量和吞吐量连续多年位居首位,对于橡胶、轮胎行业来说,青岛保税港区橡胶库存动态已成为其判断市场行情走势的重要指标。轮胎企业通常只保持半个月用量的库存,当需要原料时则根据当时市价从贸易商处采购,放置在保税区仓库的原料也就相当于贸易商帮工厂存的原料,这是直接导致青岛保税港区橡胶库存量近年来不断增加的原因,同时从另一方面看,青岛保税港区的库存量也能较为真实地反映轮胎企业的生产经营情况。

当轮胎企业开工率高需要原料时,保税区橡胶库存量就会下降,但目前的现状则恰恰相反,青岛保税港区橡胶库存呈现增长势头。库存的增加预示未来橡胶价格将呈现下行态势,它亦反映出橡胶下游轮胎行业需求不足的不景气现状。

图2:轮胎产量



资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

以国内轮胎生产的重要基地山东来说, 其天然橡胶的需求量占国内总需求的 50% 以上。但目前山东轮胎企业开工率不足七成, 多数厂家库存已超过 1 个月产量, 生产经营陷入困境。

轮胎行业对经济冷暖的“感知度”颇高。用“内外交困”来形容我国轮胎行业目前面临的现状并不为过。作为一个外贸依存度达 40% 以上的行业, 受美债、欧债危机所拖累, 加之当前国际贸易保护主义重新抬头, 海外市场已不再给中国轮胎企业提供盛宴。据统计, 目前对我国轮胎提出反倾销的国家已达 8 个。

国内市场方面, 中国经济增长速度放缓, 货运物流业量下降, 载重轮胎需求减少; 工程投资力度缩减, 工程胎需求锐减; 汽车业增长乏力, 乘用车需求风光不再。

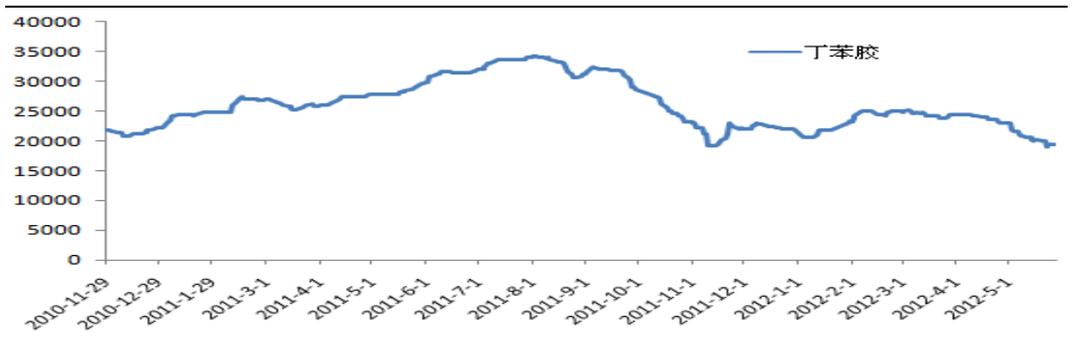
随着 6 月份橡胶贸易商船货集中到港, 届时青岛港将是一派繁忙景象, 青岛保税港区橡胶库存还会增加。

橡胶价格呈下降趋势, 对轮胎企业来说, 本应是利好, 但终究难敌经济增长放缓、市场需求不振这一更大的利空。轮胎行业开工不足、难以消化橡胶库存的现状短期内无法扭转, 笼罩其上空的“乌云”一时难以驱散。

二、合成橡胶价差面临理性回归需求

1、丁苯橡胶

图3:丁苯橡胶价格(齐鲁石化 上海)

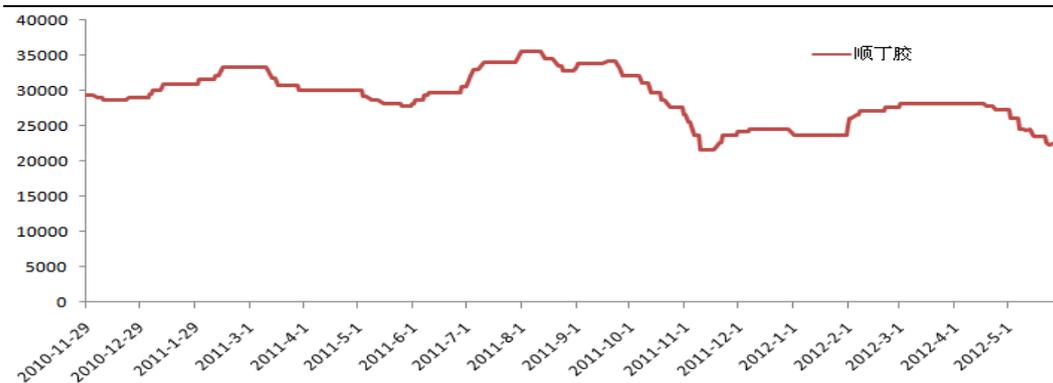


资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

目前丁苯橡胶的上下游出现供需脱节的现象，一方面部分生产厂家库存积压严重，齐鲁石化厂内丁苯橡胶库存重回 6000 吨的高位，部分民营企业的丁苯橡胶库存同样消化缓慢，一手商家无意主动开单，另一方面计划户为了完成本月任务量而无奈拿货，工厂采购气氛低迷，所以现在丁苯货源在厂家—中间商—下游之间流转不畅。另外，现在关于丁二烯和丁苯顺丁下调的传闻不断，虽然幅度猜测不一，但是业者对整体下跌的方向已经基本达成一致。在行情疲软的时候，“买涨不买跌”这条规律体现的尤为明显，卖家等待靴子落地，买家等待价格落实后寻找更低价位的货源，所以市场观望气氛浓厚。卓创认为，丁苯后期仍然以下跌为主，关注丁二烯方面的动态。

2、顺丁橡胶

图4:顺丁橡胶价格（齐鲁石化 齐鲁化工城）

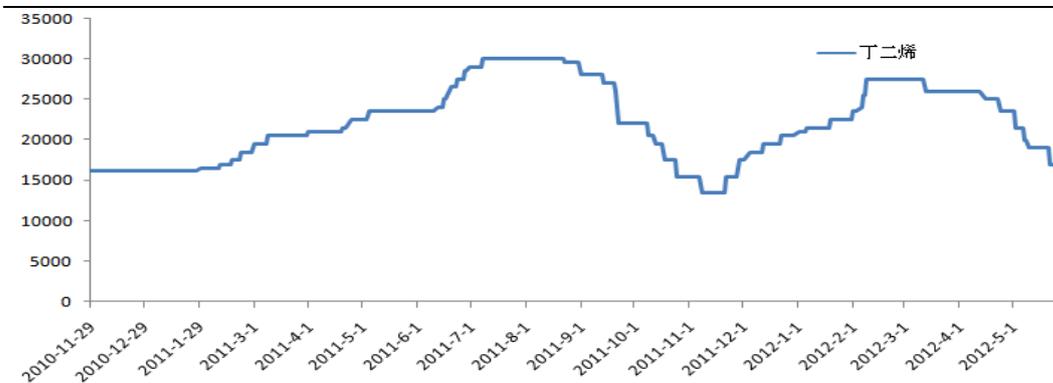


资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

顺丁橡胶出厂价格大幅下调之后，市场人士心态出现小幅分歧，部分业者认为价格已经到达了一个相对的底部，少量补货意向加强，但心态仍趋于谨慎；部分业主仍继续看跌后市，空仓观望为主，近期入市操作意向不强。目前市场商家手中顺丁橡胶货源不多，多空仓或持货观望，随用随采为主。欧债危机拖累全球经济环境趋空，国际原油持续大幅下滑，天胶价格跌破前期低点支撑位置，下游需求短期疲势难改，预计顺丁橡胶后市价格或将继续走软。

3、丁二烯

图5:丁二烯价格（中沙天津石化 中石化华北）



资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

今年第一季度丁二烯亚洲整体货源紧张以及不断有高价成交消息的指引，市场看涨心态浓厚。而春节前国内多数业者都看好节后市场，在出厂价不断调涨的推动下，

炒作行为一发不可收拾。价格最高一度炒到达到了 27500，上下游出现倒挂，原料价格高于成品价格；进入 4 月份以来，受原油的影响；亚洲丁二烯外盘价格的大幅走低，给国内市场增添了恐慌情绪；部分外贸商表示丁二烯近期操盘难度较大，将注意力转移到其他化工产品方面，入市积极性不高，导致亚洲市场成交消息稀少。下游合成胶等中小企业目前不买跌心态明显，多消化成品或原料库存，接货积极性匮乏。

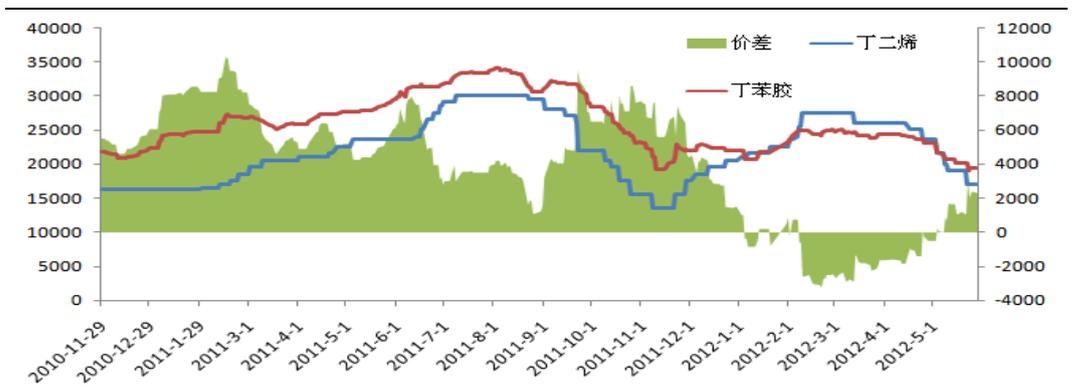
进入五月份国内外检修的丁二烯装置将陆续重启，整体供应量增加，预计在疲软需求的拖累下，下月丁二烯仍将维持弱势，价格恐继续下探。

4、价差关系

丁苯与丁二烯

在 2012 年 2 月中旬，丁二烯与丁苯胶价差倒挂最严重时达到 -3250 点，由于丁二烯市场出现的资金利用货源紧张和韩国装置故障等问题使得价格出现异常上涨，而橡胶下游消费却没有有效回暖，导致丁苯橡胶涨幅远低于丁二烯，出现倒挂。

图6:丁苯胶与丁二烯价差



资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

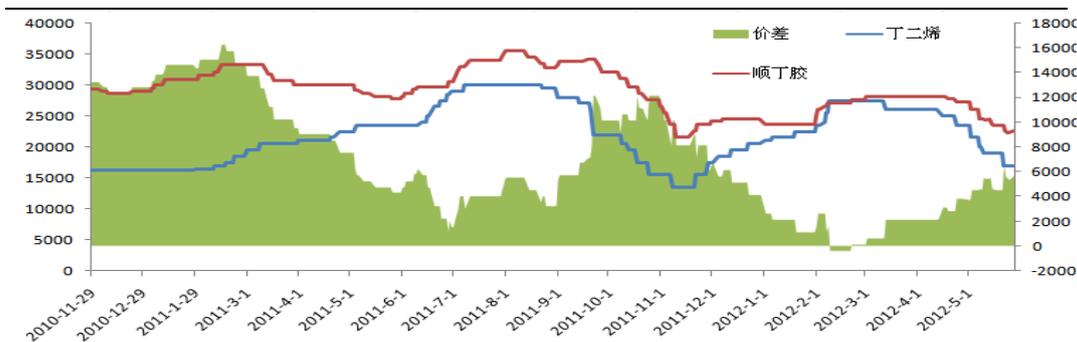
当时丁二烯价格 27500；丁苯胶价格 24250

现阶段丁二烯价格 17000；丁苯胶价格 19300；价差 2300

未来有大致 1700 的价差理性回归空间。（合理价差为 4000 点）

顺丁与丁二烯

图6:顺丁胶与丁二烯价差



资料来源: BLOOMBERG, 中期研究院

在 2012 年 2 月中旬，丁二烯与顺丁胶价差倒挂最严重时达到-100 点
当时丁二烯价格 27500；顺丁胶价 27100。

现阶段丁二烯价格 17000；顺丁胶价格 22650；价差 5650。

未来有 1550 点的价差理性回归空间。（合理价差为 7200 点）

此空间与丁苯胶吻合；由于顺丁橡胶与天胶相关系数为 0.7（此为较高相关）

所以，在下游消费没有有效回暖推升合成胶价格前提下，合成橡胶价格会跟随丁二烯的理性回归而回落；合成胶对于天然胶的支撑减弱，对于后期天然橡胶的上涨持谨慎态度。

第三部分 总结与交易策略

从目前的市场来看，美元维持偏高的净多格局、欧元维持偏高的净空格局、澳元进入净空格局、原油和铜进入净空格局，整个商品市场的环境依然处于偏空格局；从产业运行来看，全球的汽车出现滞销，导致汽车、轮胎库存的积压，同时工厂橡胶库存偏低，汽车、轮胎、青岛橡胶去库存成为胶市压制价格的因素；从价格承接来看，生产环节和贸易环节陷入亏损状态，对价格的承接力量在减弱，整体判断 6 月份胶市弱势反弹后，可能再次下探 23220-23060。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。



	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 9 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65081080	0755-23818333	00852-25739399
传真:	010-65081080	0755-23818318	00852-25739123
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	http://www.cifco.net		



	北京
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 10 层
电话:	010-65807671
传真:	010-65807671
网址:	www.cifco.net