

## 胶市处于多头两次爆仓边缘，谨慎参与反弹

中期通系列

天胶通

### 1、10月宏观聚焦(陈章柱)

国内方面，人行顾问李稻葵认为，人民币兑美元将在2011年升值4%-5%左右，以关税对冲汇率的做法意味着美国将从其它国家进口更多商品，人民币升值将无法帮助美国经济。全球化过程中日益浮现互信不足的情况，有关人民币汇率的辩论只是冰山一角而已，人民币兑美元在过去一年中升值5.2%，在过去五年中累计升值24%，在25个新兴市场经济体货币中升值速度居首，预计中国经济将继续以每年8%-9%的速度增长，因此中国尚不需要推出进一步的刺激措施，中国经济增速略微放缓对以大宗商品出口为主的国家而言并非是灾难性的。广发总行研究报告显示，8月份预期的资金面紧张情况并未出现，资金回购利率由于节假日和月末因素出现小幅上涨，市场心态已经比8月份缓和的多，资金利率将从目前的高位回落，但幅度不大。10月份公开市场到期3770亿，补缴法定准备金存款2200亿，外汇占款预计在2000亿左右，存款自然增加需缴纳法定准备金1600亿，财政存款根据历史数据预测大约回收2000至3000亿，因此，新增超储资金几乎没有，如果央行小幅回笼，结合目前资金状况，**资金面将处于平衡至略微宽松状态**。在国内政策稳定的情况下，国外债务危机愈演愈烈时国内债券利率下降明显；10月14日公布重要消费数据，18日公布三季度经济数据，这成为债市方向选择的重要参考。目前收益率曲线平坦化严重，短端利率在未来资金逐步宽松的环境下有望出现下行。长端利率则受经济增速主导，在经济增速放缓、通胀趋于下行、欧债危机可能恶化的预期下，长端利率将继续下滑，并带动短端利率下行。从券种来看，国债、央票收益率已经在9月份充分下行，尤其是央票二级市场收益率接近一级发行利率。四季度，国债供给规模约有2400亿，约为二、三季度的一半；政策性金融债到期2000亿以上，净供给较小。而且今年以来政策性金融债利率持续上行，绝对收益水平已经很高，未来有机会表现。短融等信用产品收益率不断突破历史高点，发行利率已经接近同期贷款利率，随着资金面的宽松，其收益率将出

现下行，尤其是资质较好的高评级企业短融。临近年末，各家机构在确定明年配置计划后将采取行动，与之前交易盘为主的市场相比，四季度一些配置盘的出现会更大程度推动利率下行，四季度债市关注的重点已经从资金面转向基本面。在资金面难以出现超预期紧张的情况下，经济增速、通胀水平等基本面因素将主导债市走向。利率下行是大概率事件。

**国外方面，希腊央行 10 月 10 日**表示，激活银行救助基金拯救希腊 Proton 银行，希腊央行此举实际上是将其国有化。目前，希腊 Proton 银行因涉嫌违法洗钱正在接受调查。这是首家基于金融稳定基金 (FSF) 进行国有化的银行。FSF 由希腊及其国际债权人设立，为那些需要重整资本但又无法从市场上融资的银行提供安全网。分析师称，此举与 Proton 自身业务问题有关，而与该国严重的债务危机无关。希腊央行表示，Proton 被拆分成一家“好帐银行”，其民间部门、政府存款及健康资产将被置于其下。好帐银行将获其唯一股东 FSF 的支持，并会保留 Proton 这一称号。央行还表示，将会收回 Proton 银行的许可证，并进行清算。清算所得将用于支付第三方索赔要求，而 Proton 股东将是最后的索偿人。**德国副财长阿斯姆森**称 EFSF 的工具应在无需欧洲央行流动性的情况下设立，需要 EFSF 采取预防性工具以防止危机蔓延，需要 EFSF 从一级和二级市场购买债券，未来几个月通胀率可能会保持在 2% 以上，目前看来，欧元区的通胀风险均衡；**前美联储主席格林斯潘**认为，美国经济及股票市场来自于欧洲金融危机的巨大影响，若没有大规模的债务重组，上述问题无法依靠自身的力量得到解决。随着全球政策制定者加紧寻找对抗希腊及其他欧元区成员国主权债务危机的解决方法，美国方面最为关心的是，欧债危机将对国内经济产生多大的蔓延效应，欧债危机产生的威胁是真实存在的，且是巨大的，虽然美国银行业对于欧洲主权债务的风险敞口并非处于相对较高的水平，但美国国内金融体系的表现有赖于欧洲金融体系的稳健。**只要欧洲无法找到债务问题的解决方法，美国经济复苏就面临威胁，解决债务危机的必要方法之一将是重组希腊的债务，大幅减记希腊国债。若没有大规模主权债务的减记，认为欧洲将无法度过难关，那些认为欧债危机不会对美国产生重大影响的人并没有面对现实。如果欧洲不存在问题，美国的整体经济将不受影响。并没有高估欧洲问题对美国经济产生的影响。**

## 2、10 月行业动态（陈章柱）

马来西亚政府周五在其年度经济报告中表示，该国明年棕榈油和橡胶产量或将增加，因单产改善且种植面积增加。马来西亚财政部在报告中称，明年毛棕榈油产量料较

2011年预估产量1830万吨增长2.2%，至1870万吨，受益于大规模的补种。马来西亚是全球第二大棕榈油生产国。而全球最大的棕榈油生产国--印尼今年棕榈油产量料达到2300万吨，因种植面积增长更快。马来西亚明年天然橡胶产量料达到104万吨，略高于100万吨的2011年预估产量。该国位列泰国和印尼之后，是全球第三大橡胶生产国。泰国今年橡胶产量预计将增至335万吨，马来西亚的产量预估不到其三分之一，因该国农户更乐于种植利润丰厚的油棕榈树。这份经济报告指出，近期毛棕榈油价格较豆油的贴水约为每吨200美元，或将帮助支撑棕榈油需求。今年棕榈油均价料为每吨3200马币(林吉特)(1004美元)，较去年上涨18.5%。马来西亚SMR20橡胶均价今年或持坚于每公斤13马币，去年为10.58马币。

泰国政府高官称，该国拟将其橡胶年供应量削减12万吨，以支撑价格，并激励农户砍伐和重新种植64,000公顷面积。农业部表示，寻求与印尼和马来西亚合作采取同样的行动，供应减少以及再种植计划应会阻止泰国基准RSS3等级橡胶今年跌至每公斤4.0美元下方。政府将向农户每0.16公顷支付16,000泰铢(512美元)，高于当前的11,000泰铢，以激励他们砍伐老化的橡胶树。

据最新数据显示，截止9月29日青岛保税区橡胶总库存为13万吨，较9月2日增长3万吨。其中，天胶库存为7.9万吨，复合胶为3万吨，分别较9月2日增长2.4万吨和7637吨，合计为10.9万吨，较9月2日增长3.1万吨。合成胶库存为2.2万吨，较9月2日减少1239吨。青岛保税区日常平均橡胶库存量在11万吨，目前库容已显紧张。由于十一期间仍有较多8-9月份贸易商采购的货物到港，库容压力将进一步体现。

天然橡胶生产国协会(Association of Natural Rubber Producing Countries, ANRPC)最新月度报告中称，今年全球天然橡胶供应量为1000万吨，较上年增长5.6%。ANRPC之前预估2011年全球天胶供应为996万吨，较上年增长5.0%。ANRPC称，上修供应预估是因为印尼、马来西亚和中国二季度及三季度产量好于预期。该协会会员国的天胶产量占到全球总产量的92%。但ANRPC成员国第三季度天胶出口预计仅较上年同期增长0.2%。但中国第三季度天然橡胶进口要高于预期，达到728,000吨，之前预估为680,000吨。ANRPC指出，外部因素造成的天胶价格下跌并非是“天然橡胶市场的供需基本面发生重大变化”。“尽管供应较之前预期小幅改善，但对于天胶供应的担忧仍然挥之不去，”该协会补充说到。ANRPC表示，近期内宏观经济发展将左右天胶市场走势。“只有当全球经济重返复苏轨道，天然橡胶市场才能显著改善。(上述

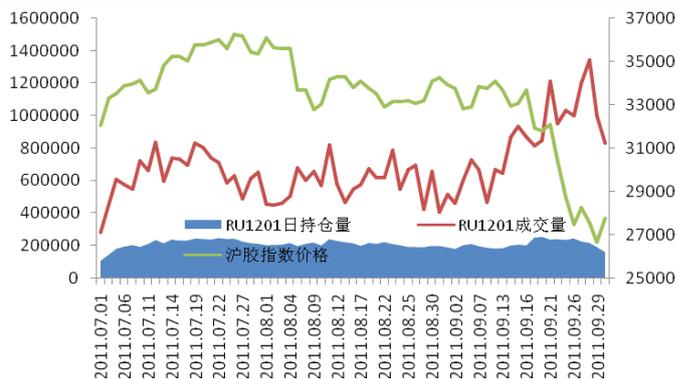
信息来源：国内最专业的橡胶网站 <http://www.rubberinfo.com/>)

### 3、1201 资金动向（张元鸿）

RU1201 价格高开高走，日内价格回升千余点，短线资金参与度降低，成交量萎缩，由于国庆长假的临近，非主力资金离场较为明显，持仓量环比减少 16%；RU1201 前 5 名净多持仓比为 6.2%，净多比值较前日增加 1.3 个百分点；价格企稳回升及长假的到来，使多空双方权重资金出局避险，犹以空头权重资金离场明显；虽然空头权重的减持使得净多比值近期上升较为明显，但考虑到净多 8% 的回转效应，多头还需保持谨慎态度。

图1：沪胶1201前5名净多持仓比与沪胶指数收盘价格

图2：沪胶1201日持仓量与沪胶指数收盘价格

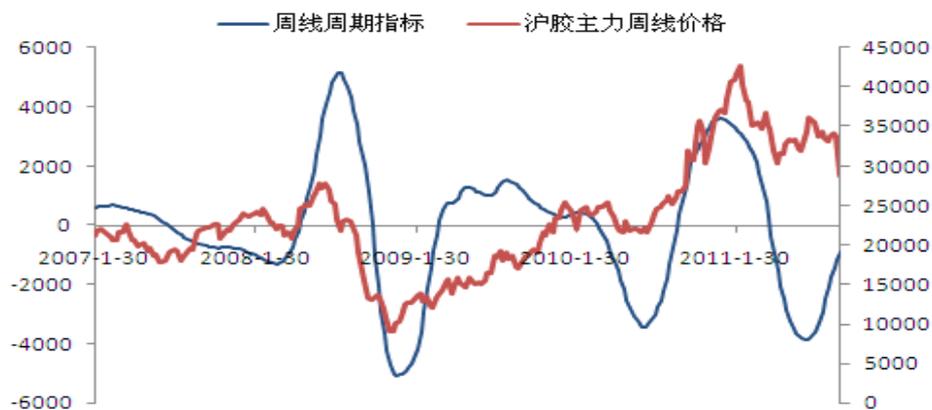


资料来源:上期所、中期研究

### 4、结构量化分析（许建国）

在全球宏观经济前景黯淡的背景下，虽然周线周期指标处于回升过程，但是因投资者恐慌情绪加剧，盘面表现与上涨周期可能发生暂时背离。在此种情况下长线投资者宜选择观望，待价格与周期节奏一致时再做布局。从周期统计来看，上涨周期持续时间为 13 周左右。

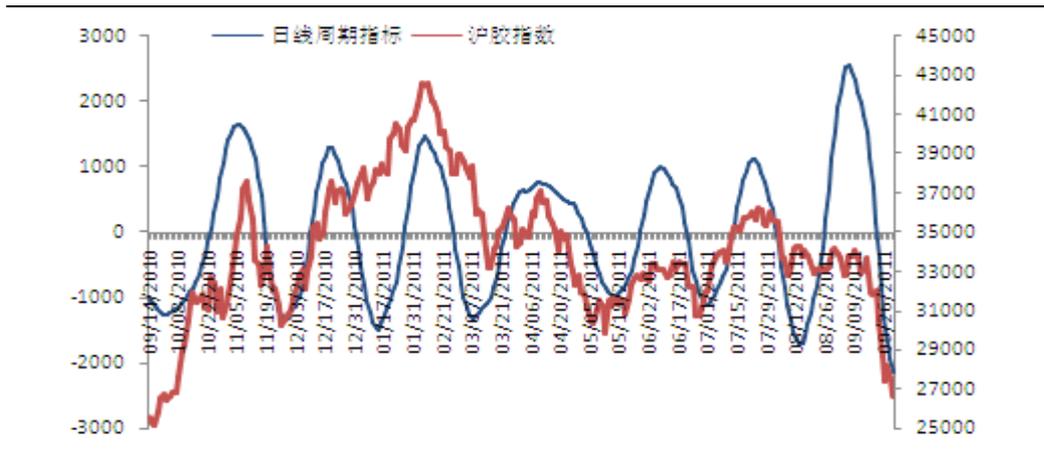
图3:周线级别周期分析



资料来源:wind、中期研究

日线级别，从周期指标上看，目前指标处于下跌周期的尾声，长假过后橡胶有望企稳反弹。波段操作者可结合关键点位与技术形态关注节后反弹机会。

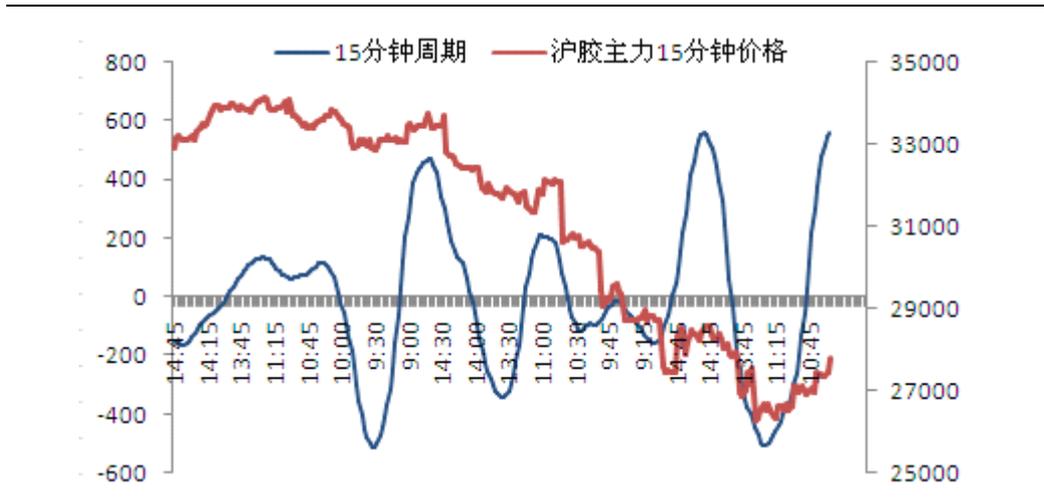
图4:日线周期分析



资料来源:wind、中期研究

分时指标回升处于高位,但鉴于长假外盘因素影响,短线波动较大,操作上宜回避或轻仓。

图5:15分钟周期分析

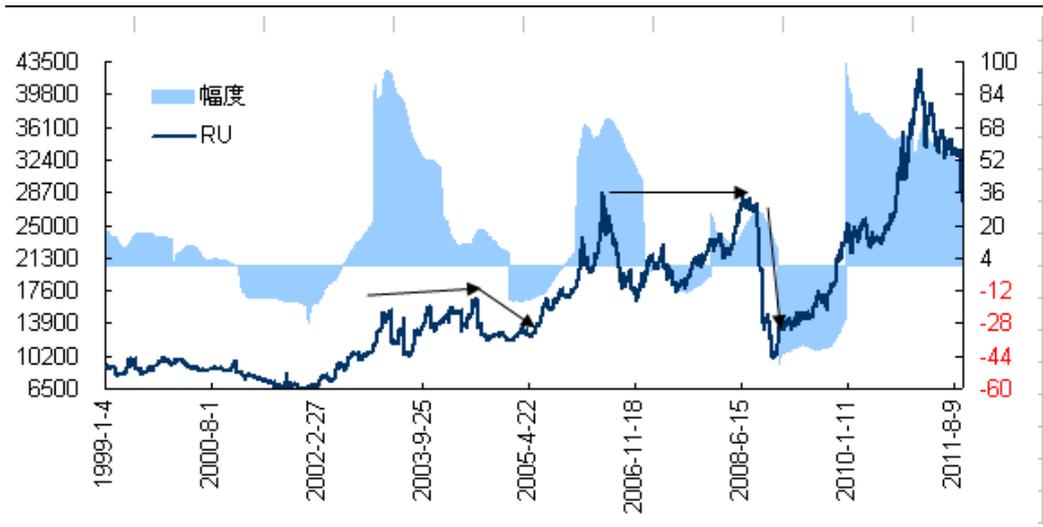


资料来源:wind、中期研究

### 5、国内外现货分析 (陈章柱)

国内现货方面,10月10日中橡电子市场成交全乳胶685吨,成交均价29651元/吨,标一胶成交180吨,成交均价28805元/吨,标二胶成交120吨,成交均价28710元/吨,从全乳胶与标二胶的价差来看,处于均值附近;上海现货收盘29250元/吨,年度均价35590元/吨,较去年同期累计上涨46.7%,造成轮胎成本上升幅度约18.68%—23.36%。目前标胶的价差处于合理范围,标胶之间不存在过分的溢价,如果以上海现货来看,整个现货跌幅偏低年度均价约20%,幅度偏大,99年以来,只有08年这种偏离度恶性扩大,从这个角度讲,现货反弹的可能性比较大。

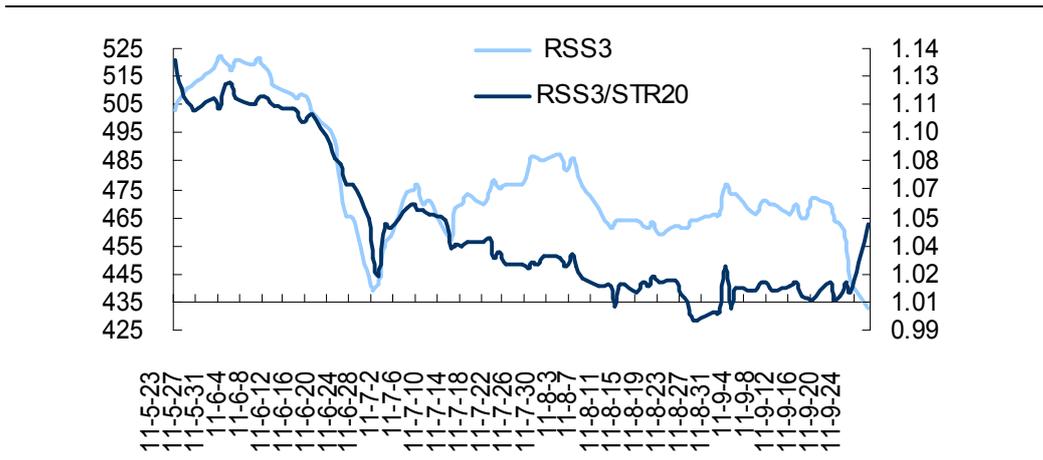
图6: 股价创新高后的历史走势告诉我们还有一个反复的过程



资料来源:wind、中期研究

国外现货方面，泰国生胶片周一成交均价 114.74 泰铢/公斤，折合美金 3718 美元/吨，烟片生产商在此成本下理想出厂价 3906 美元/吨，在 9 月 19 号市场打破平衡以来，原料从 128.11 泰铢下跌至 111.01 泰铢，下跌幅度 13.35%，9 个交易日跌破泰国政府 120 泰铢的承诺，泰国政府高官称，该国拟将其橡胶年供应量削减 12 万吨，以支撑价格，新加坡近月收盘 4190 美元/吨，东京近月 4011 美元/吨，在 9 月 28 日之前生产的烟片按照现在的市场价格出售，低于工厂长期回报率，甚至亏损，加大生产端的卖出心理，目前烟片胶和 20 号胶价差处于偏低状态。

图7: 烟胶相对标胶略微贴水



资料来源:wind、中期研究

### 6、国内外期货分析（陈章柱）

上海方面，节后第一个交易日成交减少 206208 手，持仓增加 26608 手，尽管外盘反弹，但是国内成交不活跃，而且补涨意愿不强，场外资金追涨意愿不强，从持

仓来看，前 20 名会员多头增仓 9589 手，空头增仓 4860 手，多头增仓 1000 手以上席位有华泰、海通、金元；空头席位增仓 1000 手以上席位有东亚、东证，永安减少 4334 手空单。

东京方面，整个 10 月至上周持仓变化：商业空头增加 1239 手、商业多头增加 988 手、非商业空头减少 123 手、非商业多头增加 128 手；如果以年度资金效益考察，东京市场多头最大亏损率 25.6%，除去 08 年，也是近 5 年幅度偏高的阶段。目前东京胶市处于反弹阶段，反弹持续的条件是市价运行在 304.5 以上，参与反弹的多头处于 3.5% 的盈利状态中。

图8：东京持仓变化显示商业盘增仓积极

商业持仓		非商业持仓	
商业空头持仓变化	商业多头持仓变化	非商业空头持仓变化	非商业多头持仓变化
266	596	295	-35
504	134	-304	66
336	143	-95	98
85	112	206	179
48	3	-225	-180

资料来源:wind、中期研究

## 7、国内期货操作建议（陈章柱）

期货市场自 9 月 19 号打破平衡以来，空头在主权债务的题材下，不考虑保证金因素，迅速让整个市场多头整体亏损 20%；而现货市场原料与成品也急剧下跌，供应端与贸易端的库存迫于资金压力纷至沓来。市场一方面处于超大跌，一方面依然在主权债务的阴霾之下；节后国内盘第一个交易日跟涨意愿不强，随着泰国护价口谕、希腊银行救助基金、欧洲金融稳定基金等预期，尽管不能从根本上解决胶市现实的供求与欧洲债务困扰，但是能给两度死亡的多头以信心，国内胶市还需外盘的进一步引导才能跟涨，鉴于外盘反弹的延续以及部分利多预期的出现，建议以先参与反弹为主，1201 参与反弹的极限止损 27205，目标 28590-29100 不变。

## 我们期待

中期“天胶通”由国际期货研究院负责组织编辑和撰写，我们期待“天胶通”不断贴近您的需求，止于至善是我们对您服务的追求，如果您对“天胶通”有任何高见，请您指点我们完善。

## 分析师承诺

分析师本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点。分析师不曾因，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惟一因素。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。



### 中期研究院

地址：北京市朝阳区光华路 16 号中期大厦 A 座 10 层

### 中国国际期货有限公司

地址：北京市朝阳区光华路 16 号中期大厦 A 座 9 层

### 中国国际期货有限公司

地址：深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层

电话：0755-23818395

传真：0755-23818318

客服：400-8888-160

网址：[www.cifco.net](http://www.cifco.net)

### “天胶通”编写人员联系方式

赵忠： 0755-23818347

陈章柱： 0755-23818395

王璐： 0755-23818255

张元鸿： 0755-23818493

许建国： 0755-23818396