

中期天胶通

首席能化研究员：赵忠

研究员：

陈章柱：0755-23818395

王璐：0755-23818255

张元鸿：0755-23818493

许建国：0755-23818396

客服热线：95162

网址：www.cifco.net

胶市处于多头两次爆仓边缘，谨慎参与反弹

一、10月宏观聚焦(陈章柱)

国内方面，**中国证券报**发表社评称，从国内外经济环境来看，中国宏观调控已到“松紧适度”的临界点，总量调控继续收紧的可能性不大，第四季度货币政策可能进入观察期，央行进一步加息和上调存款准备金率的概率都很小。如果经济环境不发生重大变化，中国稳健货币政策基调将延续至明年，但未来如需缓解部分经济领域资金紧张状况，在必要情况下甚至不排除下调存款准备金率的可能性。稳健货币政策基调将是中国相当长一段时间的常态化政策选择，而物价是宏观经济体系的滞后指标，经济政策从出台到产生效果同样有时滞。如果7月居民消费价格指数(CPI)同比涨幅6.5%是年内峰值，未来一段时间CPI将缓慢回落的判断基本成立，则调控政策已需作出预见性微调，否则将对下一阶段经济增长产生损害。为控制通胀，中国央行(PBOC)自去年10月初以来，已经五次加息，并九次上调存款准备金率。**中金公司报告显示，随着通胀压力逐渐回落，经济增速放缓，中国紧缩的货币政策将进入最后阶段，政策最快明年一季度或将转向。**报告显示，从三季度货币政策例会的措辞来看，政策在短期内放松的可能性依然不大，不过央行强调了“前瞻性”，同时也指出“通胀压力有所缓解”，这暗示政策在未来有转向的可能，时间上最快在明年的一季度，最可能的放松手段是下调法定准备金比率。人民币升值速度加快通常表示紧缩的货币政策进入最后阶段，而升值速度放缓往往也是政策放松的前奏。如果美元继续走强，人民币从四季度开始升值速度将放缓，为明年法定准备金比率的下调奠定基础。**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,美国费城联储主席普罗索并不认为美联储(FED)上月推出的扭转操作将对提振美国经济起到明显效果,且该操作同时具有着高昂的潜在成本,扭转操作是财政政策,而非货币政策。预计该项操作效果不大,但潜在成本高昂,扭曲操作令美联储面临严重信用风险,美联储或不得不在2013年前提高利率。在美联储9月议息会议中,普罗索对美联储政策声明持异议,其表示不支持采取更多宽松货币政策。美联储公开市场委员会在9月议息会议中决定在2012年6月底前购买4000亿美元6年期至30期国债,并将在同期出售相同规模的三年期或更短期的国债。委员会同时宣布维持联邦基金利率在0-0.25%的区间不变,并继续预计在包括较低的资源使用率,通胀趋势受到压抑和通胀预期稳定的经济状况影响下,联邦基金利率将在至少至2013年中维持在近零水准,美国经济尚未达到预期水平,尽管不会面临二次衰退风险,但经济放缓风险明显。其预计美国今年国内生产总值(GDP)增速将低于2%;明年GDP增速约为3%。此外,明年年底前美国失业率料保持在8%-8.5%区间。他指出,美国有严重的长期财政问题,美国必须回到可持续的财政道路上来。通胀方面,目前通胀水平高于预期,但近期通胀有望下降,因大宗商品价格回落,美联储是少数几个没有使用通胀目标的主要央行之一,美联储应当进一步明确通胀目标,美联储须警惕滞胀风险,美元在较长时间内仍将是储备货币,不会丧失该地位。此外,美元的价值是有用的货币政策工具,但并非最重要的。爱尔兰财长努南预计欧洲央行(ECB)将会降息75个基点,从而扭转今年以来的加息进程,尽管欧洲央行今年以来已经加息50个基点,至1.50%。但该央行将很快扭转之前的加息进程,在上周的欧洲央行10月利率决议中,央行宣布维持指标利率于1.50%不变,一如市场预期。欧洲央行行长特里谢在会后的新闻发布会上表示,欧洲央行将推出两个更长期限的再融资操作,新的再融资操作将采取固定利率,全额分配形式,欧洲央行将在一、二级市场购买担保。

二、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。农业部部长表示,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。该协会成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/>）

三、1201 资金动向（张元鸿）

RU1201 价格低开高走，盘中价格拉升千余点，短线资金参与较活跃，成交量放大，持仓量环比增加 2%，量价齐升，价格仍处于较强势阶段；另一方面，RU1201 前 5 名净多持仓比为 4.7%，净多比值较前日减少 1.75 个百分点；虽然随着价格的回升，总持仓量有所增加，但是多头权重方面减仓较空头权重明显，多头主力资金对后市继续看涨信心匮乏，且空头在此也没有意愿建仓，前期多单建议继续谨慎持有。

图1：沪胶1201前5名净多持仓比与沪胶指数收盘价格

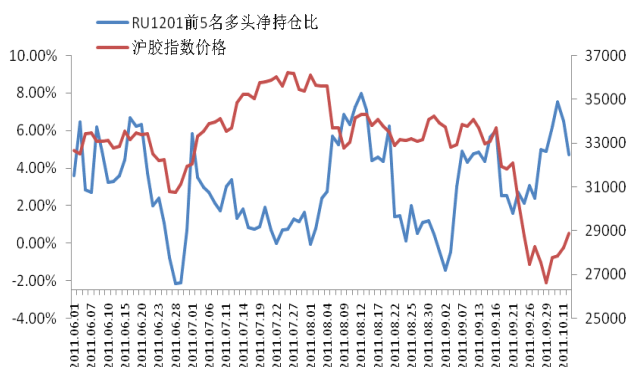
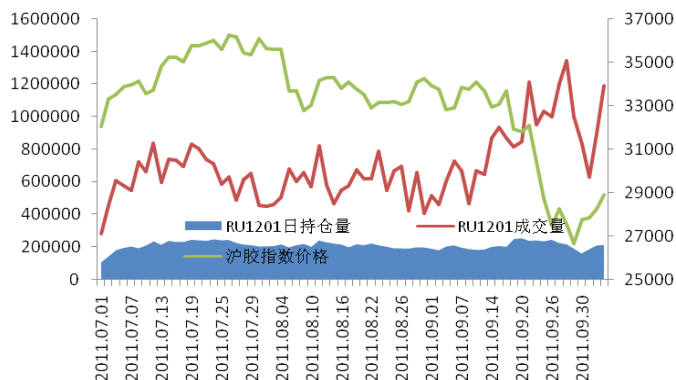


图2：沪胶1201日持仓量与沪胶指数收盘价格



资料来源：上期所、中期研究

四、结构量化分析（许建国）

周线级别，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。

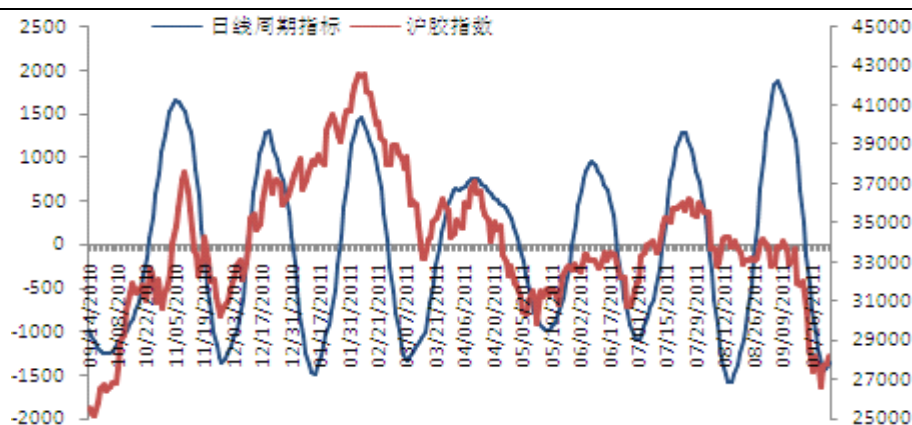
图3:周线级别周期分析



资料来源:wind、中期研究

日线级别，从周期指标上看，指标连续两个交易日向上，表明继续持续上涨周期概率较大。该强势周期持续时间3周左右。在此期间，波段多头可适当持有，并观察市场上涨的持续性和速度。

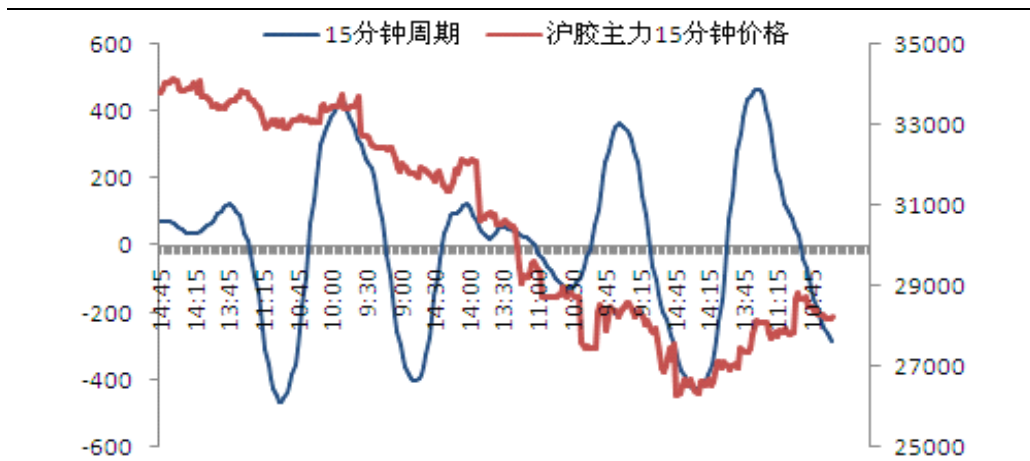
图4:日线周期分析



资料来源:wind、中期研究

日内方面，分时指标高位回落，周三有望持续强势周期。但由于外盘影响，沪胶操作上难度较大。建议日内交易以轻仓为主。

图5:15分钟周期分析

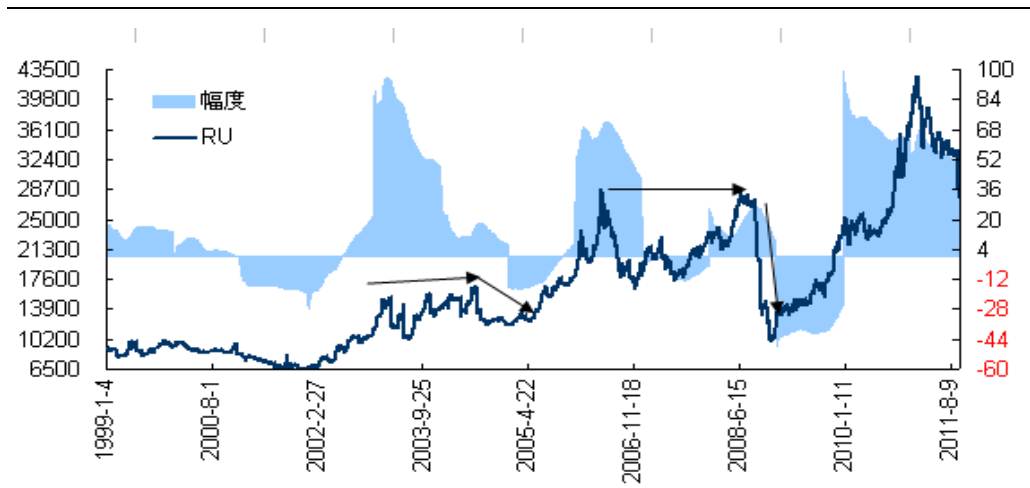


资料来源:wind、中期研究

五、国内外现货分析（陈章柱）

国内现货方面，10月12日中橡电子市场成交全乳胶292吨，成交均价29480元/吨，标二胶成交225吨，成交均价28840元/吨，浓缩乳成交91吨，成交均价19920元/吨，从全乳胶与标二胶的价差来看，处于均值附近，从标胶与乳胶比价来看，全乳胶现货还有一定的上升空间；上海现货收盘29790元/吨，年度均价35530元/吨，较去年同期累计上涨46%，造成轮胎成本上升幅度约18.41%—23.01%。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:胶价创新高后的历史走势告诉我们还有一个反复的过程

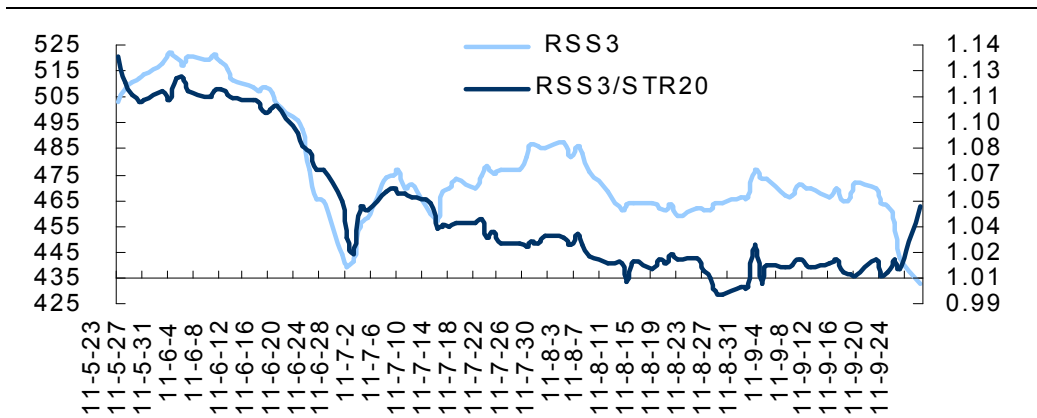


资料来源:wind、中期研究

国外现货方面，泰国生胶片周一成交均价116.85泰铢/公斤，折合美金3785美元/吨，烟片生产商在此成本下理想出厂价4112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%，11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，印尼表示支持泰国的护价政策，新加坡近月烟片收盘4250美元/吨，东

京近月收盘 4053 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: 从价差角度讲, 烟胶略微低估



资料来源: wind、中期研究

六、国内外期货分析（陈章柱）

上海方面, 周二成交增加 315684 手, 持仓增加 6446 手, 节后三个交易日持仓增加 59488 手, 成交近 2 个交易日出现增加, 随着外盘的进一步上涨带动国内胶市跟涨, 从持仓来看, 前 20 名会员多头增仓 3846 手, 空头增仓 806 手, 多头席位变化: 华联减少 1694 手, 华泰减少 2325 手, 君安增仓 2461 手, 新湖增仓 1892 手, 北京中期增仓 1867 手, 金鹏增仓 1413 手, 空头方面, 永安减少 1247 手。

东京方面, 整个 10 月至今持仓变化: 商业空头增加 1262 手、商业多头增加 225 手、非商业空头减少 1201 手、非商业多头增加 164 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

七、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。

尽管目标区间 28590-29100 今日可以到，但是建议先不要放空，按照我的想法，目前进入多头获利止盈的观察阶段。

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（香港）有限公司

地址：香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 楼 B 室