

产业链条矛盾决定胶市中级调整时间逼近

国际期货 赵忠 陈章柱

沪胶进入 2010 年以来，经历两次 10%幅度的调整后再次面临前期高点。沪胶走势是三重顶还是双重底，笔者倾向前者。从产业的角度来看，天胶价格与终端消费能力减弱导致下游行业经营日益艰难、橡胶供应结构性失衡的改善与国储抛胶的影响等决定沪胶中级调整时间逼近；从天胶市场结构来看，天胶价格已经是相对高估的商品，天胶成本端对期价的影响日渐减弱，市场已经处于疯狂阶段。“上帝欲灭之，必令其疯狂”，天胶或许处于这一阶段。

车市库存回升，轮胎困境重重

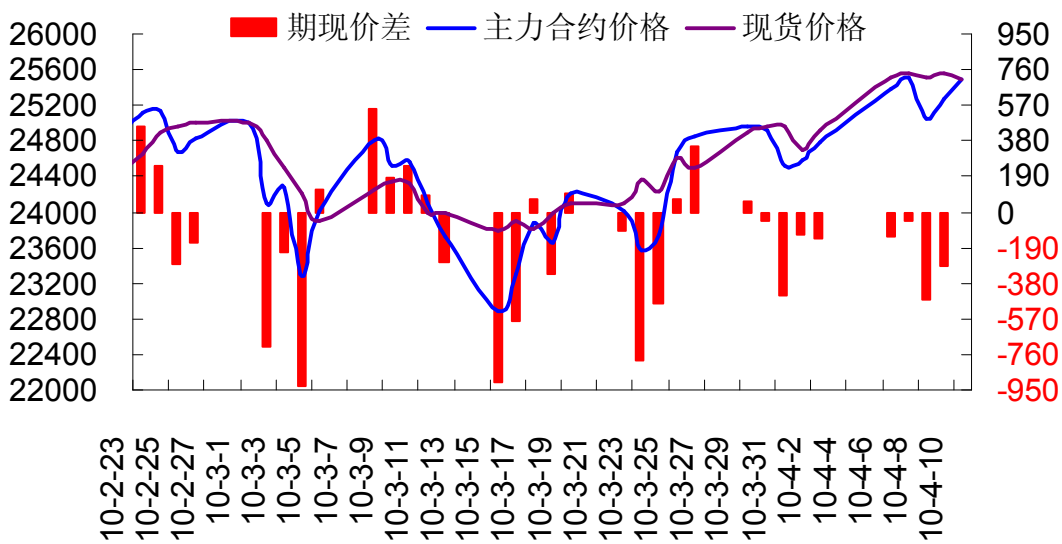
2010 年一季度国内汽车产销分别达到 455.52 万辆和 461.06 万辆，同比增长分别为 77.93%、72.49%。三月份车市整体产销两旺的主要原因是商业车迅速增长，商用车产量和销量同比增长 51.63%、75.07%。整个 1 到 3 月份产量增速呈现高位回落，对于后续产量以及扩产计划，中国汽车业协会对此持谨慎态度，提醒汽车制造商不能简单按照增长规律来安排生产。截止 3 月底，汽车企业月度上报的生产数据和批发数据统计出来的汽车企业库存(不包括零售环节的库存)为 52.94 万辆，其中乘用车库存有所上升，轿车库存上升尤为突出，而商用车下降明显。目前企业库存约占月度销量的三分之一，总体处于合理水平。随着年中汽车市场可能出现的淡季，汽车库存将成为产量增产的重要抑制因素。销量方面，整个一季度呈现高增长主要得益于去年同期车市十分惨淡，基数过小；随着今年政策刺激力度减小导致购买力开始减弱，以及 2009 年汽车销量井喷式增长从很大程度上透支了 2010 年的汽车消费。

在汽车行业库存上升与终端购买力减弱的情况下，轮胎行业景气度下滑压力更为明显。首先，占据轮胎生产成本 50%以上的橡胶价格自 2008 年底以来上涨幅度接近 200%，由于轮胎行业竞争充分，大部分轮胎制造业采取跟随型的提价策略。但是提价幅度远远不及成本上升的幅度，轮胎企业在提价与保持市场占有率两者之间难以平衡，陷入两难境地。出口方面，美国特保案的影响集中体现在 2010 年。此外，国际市场对中国的贸易壁垒、技术壁垒、环保壁垒、标准壁垒越来越高，实施反倾销的国家也越来越多。在 2009 年政策影响下，国

内轮胎产量大幅增加，产能面临结构性过剩。汽车与轮胎目前总体仍处于景气之中，但后续面临的风险因素更多，高位回落可能性更大。

橡胶供应结构性失衡导致期限价差波动范围变窄

从产量数据来看，供需趋于平衡。整个 2010 年产量增长幅度在 3%~6%之间。无论是印尼地震，还是泰国干旱目前还没有对产量造成明显的影响。对于橡胶现货价格居高不下的原因解释只能是季节性备货支撑现货价格，现货价格强势导致期货价格居高不下，因而加强了贸易商惜售心理，国内贸易商上千家，如果存在惜售心理，造成市场上货源略紧张在所难免，目前青岛库存高企就是贸易商惜售以及囤货的一种表现。而实体刚性需求因为货源紧张，只有在现货和期货两个市场上采购，采购比较分散，基本上采取逢低采购策略。春节过后，实体刚性需求两个市场上的采购导致主力期价与现货价格价差范围在【950，-950】之间，价差范围相对狭小。为了改变这一状态，国家决定抛出 3 万吨橡胶改变这种结构性失衡，从国家公布的信息来看，国家的橡胶库存比较充足。



天胶期市结构决定天胶价格难有上行空间

东京工业品交易所聚集东南亚现货商，每天换手率平均值在 43%，投机程度远远低于沪胶。春节过后，日胶投机性多头和空头总持仓减少，保值性多头和空头增仓出现增加。而日胶价格处于上升通道，原因是实体刚性需求每当价格回落时入场采购从而推高日胶，此外

在价格上升中保值性卖盘持仓一直增加。春节过后，沪胶投机程度更高，沪胶换手率均值在600%以上，每天场内资金面临5倍以上资金的冲击，成交均值150万手以上，而天胶全球一年的消费量1000万吨，高度投机并没有导致价格的巨幅波动。从会员持仓来看，净持仓变化在多空之间频繁转换。

从价差结构来看，新加坡市场3号烟片胶升水20号标价幅度接近2002年以来的高点，由于泰国胶进入停割期，市场现货供应结构性失衡，日本主力存在对近月合约进行逼仓的行为，这是日胶强于沪胶的一个很重要原因，同时也表明市场进入疯狂阶段。剔除日元汇率因素，日胶已经创下金融危机以来的新高。

从比价关系来看，日胶指数与CRB指数以及原油指数比值已经处于高位。在整个商品价格中，天胶价格相对高估，由于商品价格与潜在收益率成反比，单纯从资本逐利角度来看，绝不是资金配置首选。日胶投机性多头减仓可以证明这一点。从供给端对价格的影响来看，尽管泰国生胶片连续创出新高，日胶、沪胶价格已经停滞不前，天胶价格已经过度反映成本端对期价的影响。

四、操作策略

2010年天胶整体供需趋于平衡，由于季节性备货、实体刚性需求、天胶供应链过长导致结构性失衡，现货市场货源偏紧；实体需求在两个市场采购导致期现价差波动范围狭窄，目前的胶价确实是实体刚性需求所维系，日胶持仓证明天胶价格对投机性资金已经失去吸引力；天胶价格与终端消费能力的减弱已经导致下游经营日益艰难，产业链矛盾决定胶市中级调整时间逼近。

