

供应改善与成本传递终将深化沪胶中级调整

部门：产业服务中心

赵忠 杨强 陈章柱

内容提要:

1、随着通胀压力的加大，货币当局对大宗商品成本的传导会越来越关注。政策的第一道防线是将成本传导控制在工业生产领域，市场对“加息潮”的预期增强，商品流动性溢价与金融投资属性将因此失去吸引力。

2、橡胶国内外主产区云南、泰国、印度干旱可能造成减产，成为多头炒作价格的题材，但是迄今为止，橡胶供应还处于预期增产之中。从供给规律来看，减产的幅度与可能性极小，2010年增产幅度在3%到6%之间。

3、随着成本效应的传递，下游利润空间的趋窄，下游旺盛需求能否持续存在悬疑，橡胶制品业工业增加值以及出口交货值等出现下滑，橡胶下游消费格局或许发生改变。

4、橡胶市场结构决定上海橡胶期货价格路径错综复杂，短期来看，成本端与现货价格支撑沪胶期价与期货比价结构限制沪胶上行空间，中期来看供应改善与成本传递以及比价风险终将深化沪胶中级调整。

相关报告:

- 1、天胶调整格局演变将成立
(2009.12.21)
- 2、沪胶显现中级调整格局
(2010.02.25)

第一部分、商品的金融属性在政策调控中褪去

继1月7日中国央行上调3月期央票利率后，主要国家收缩流动性的措施以及步伐明显超出市场预期。

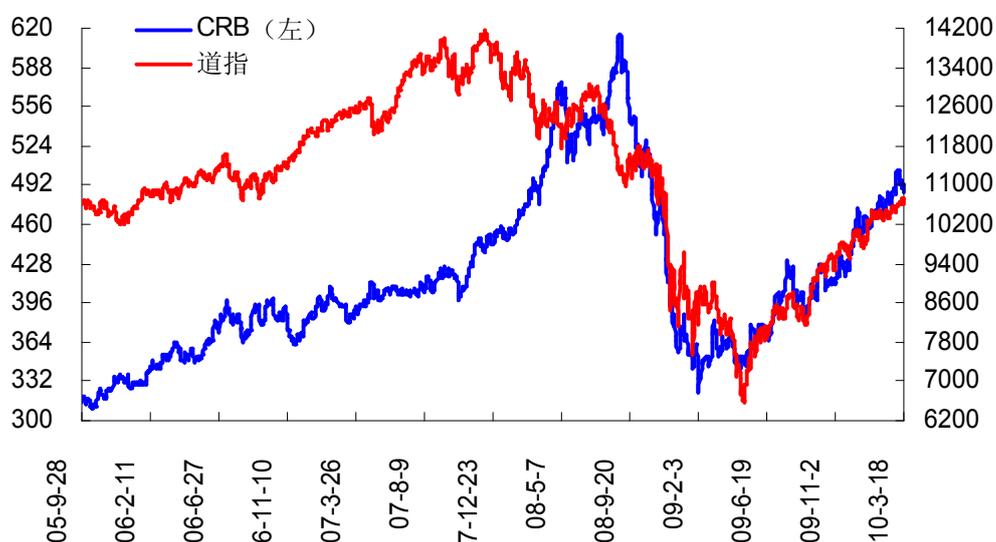
图1:主要国家政策调控一览

国家	货币政策内容
中国	1月7日，上调3月期央票利率
	1月18日，上调存款类金融机构人民币准备金率0.5%
美联储	2月18日，将贴现率从0.5%提高至0.75%
澳联储	3月2日，宣布升息25个基点至4.0%
印度	3月20日将回购利率与借款利率分别上调25个基点

资料来源：中期研究

对于流动性收缩，货币当局的考虑在于改变资金流入楼市、股市、商品等资产市场的取向。资金流向偏离实体经济过多会造成资产价格高企以及经济的虚假繁荣，随之而来的将是通货膨胀。目前世界主要国家已经对通胀感到担忧，甚至建议监管主要对冲基金的交易头寸。

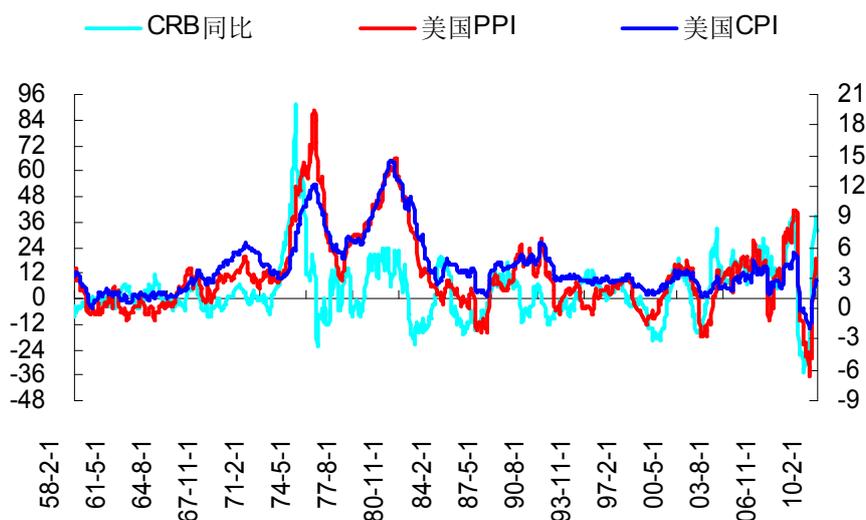
图2:股市商品价格高企



资料来源：中期研究

从大宗商品价格对通胀传导的过程来看，大宗商品价格的上涨首先传递到工业生产领域，然后传递到生活领域，并且在时间上存在滞后效应。3月和4月国内外CPI和PPI还是很有可能上涨，货币当局的第一道政策底线是将价格效应控制在工业生产领域，后续会有更多的政策来控制生产生活成本。

图3：大宗商品价格先传递至工业生产领域再传至生活领域



资料来源：wind、中期研究

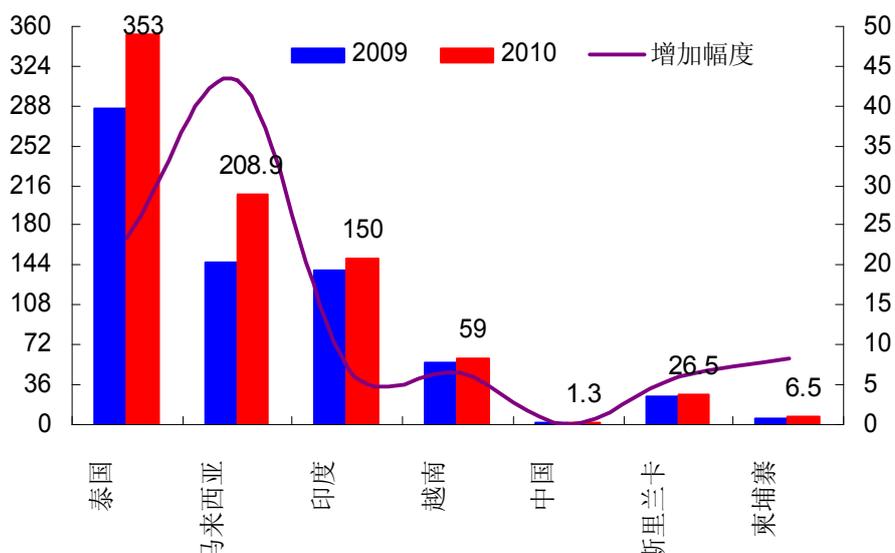
市场对政策收紧预期也愈加强烈，资产价格上涨受到限制。此外，随着“加息潮”的到来，资金成本也会增加，商品的金融属性以及投资性需求将继续减弱。

第二部分、橡胶主产国供应量仍处于预增之中

一、全球橡胶供应年度预增与 3 到 5 月改善。

截止到 2010 年 3 月份，主产国 1 到 2 月产量同比出现大幅增长。泰国 1 到 2 月同比增加 23.4%，马来西亚 1 到 2 月份同比增加 43.3%，印度 1 到 2 月同比增加 7.1%，越南 1 到 2 月同比增加 6.5%，斯里兰卡 1 到 2 月同比增加 6%，柬埔寨 1 到 2 月同比增加 8.3%。1 到 2 月份已有数据显示产量增加 14.57 万吨具体产量数据如下：

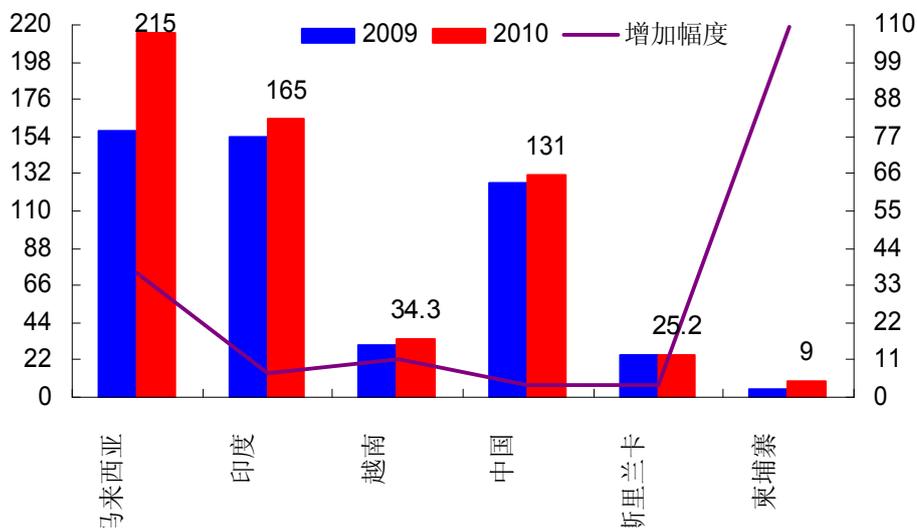
图4:1到2月主要产胶国产量数据（千吨）



资料来源：中期研究

对于3到5月的产量依然比较乐观，马来西亚产量预增5.78万吨。马来西亚、印度、越南、中国、斯里兰卡、柬埔寨产量总共预增8.25万吨。具体产量如下：

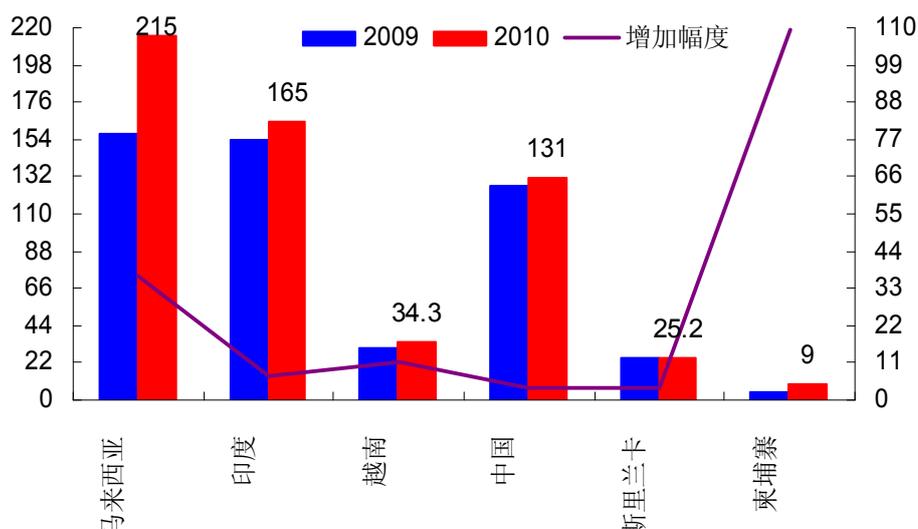
图5: 主产国3到5月预估产量（千吨）



资料来源：中期研究

对于2010年全年的产量，印尼、马来西亚、印度、越南、中国、斯里兰卡、柬埔寨7国产量预计增加48.68万吨。

图6: 2010年主要国家橡胶预估产量(千吨)



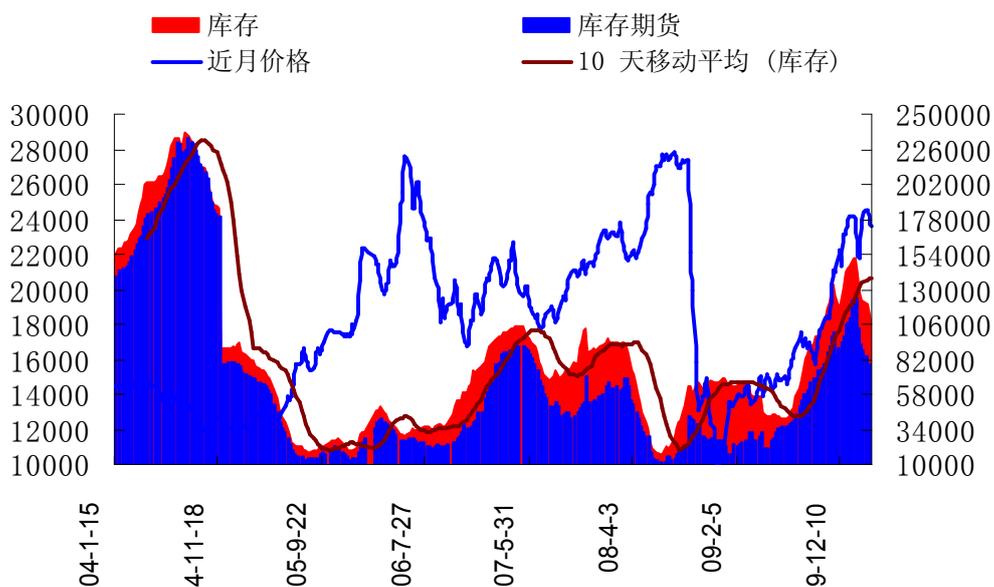
资料来源: 中期研究

泰国产量方面, 尽管橡胶生产国协会对主产国产量的预估建立在2010年天气适宜的条件之下, 而目前云南、泰国、印度正在遭遇干旱天气, 由于云南产量低于全球产量的3%, 泰国干旱主要集中在北部和东北部, 而其主产区在南部, 目前影响不会很大。泰国橡胶工业协会已经将泰国预估产量从315万吨调低到300万吨, 而通过对泰国1月份出口量的转化计算, 泰国产量保守计算应该在295万吨, 至此橡胶生产国协会成员国产量为913.6万吨, 增加27.2万吨, 同比增加3.1%。

二、 现有库存以及贸易方面显示供应充足

库存方面, 截止3月24日中国显性库存98883吨, 已经制成期货仓单的库存为47390吨。青岛保税区天然橡胶库存数量大概在10万吨, 全国库存在198883吨。由于进入3月份以来, 期货价格经常低于现货价格吸引实体企业直接进去期货市场进行采购, 期货库存减少21089吨, 期货仓单减少36155吨。青岛保税区库存也在逐步消化。库存与价格呈现一定的负相关性, 库存的下降有利于后期价的上升, 但是具有一定的滞后效应, 往往是在库存下降的后期, 期价才会气温回升。进口方面, 中国1到2月份天然橡胶进口量2.67万吨, 同比增加62.8%, 国内橡胶供应相对充足。

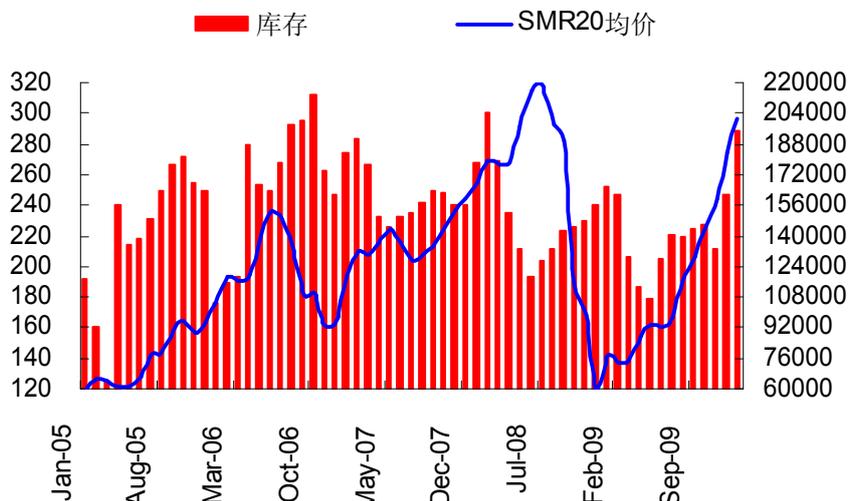
图7: 国内橡胶显性库存与期价走势图



资料来源：中期研究

出口方面，马来西亚1月份出口69549吨，泰国出口284291吨，越南出口48000万吨，分别增加20068吨、58878吨、9000吨，贸易流向表明出口增加。国外库存方面，马来西亚库存194821吨，环比增加20.8%，同比增加16.1%，日本橡胶贸易协会库存8222吨，较上月增加395吨。马来西亚库存压力比较大，也是压制马来西亚10号胶和20号胶价格的一个重要因素，整个3月份20号胶价格在310美金附近。

图8: 马来西亚库存压力显现，20号胶止步不前



资料来源：中期研究

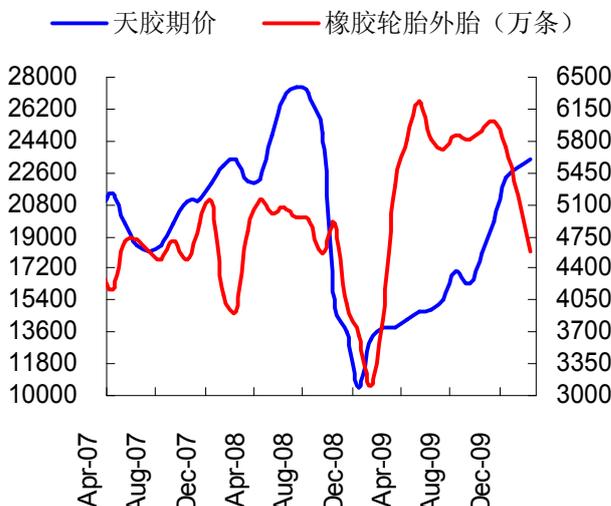
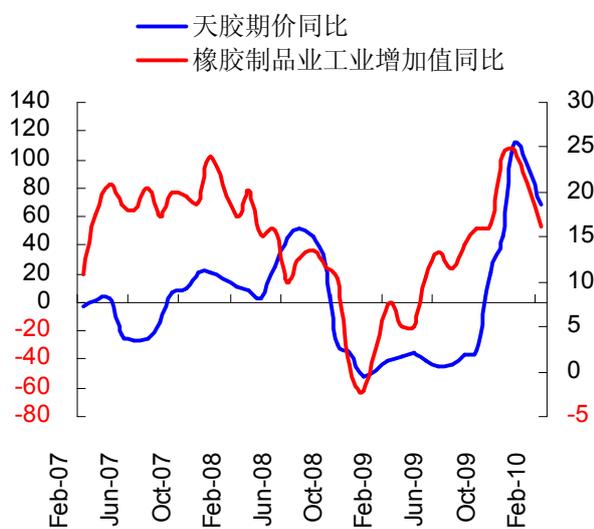
第三部分、成本传递效应正在逐步释放

尽管橡胶制品业2月份PPI同比上涨0.55%，但是天胶期价对橡胶制品业PPI存在10个月左右的影响，随着PPI的上升，橡胶下游生产成本的提高与利润的萎缩，整个橡胶行业的需求格局或许发生改变。橡胶制品业工业增加

值、橡胶轮胎外胎、充气轮胎、橡胶制品业出口交货值等环比出现大幅下滑。其中工业增加值与出口交货值已经低于 2008 年同期的水平。

图11:橡胶工业增加值已经下滑

图12:橡胶轮胎产量大幅下降

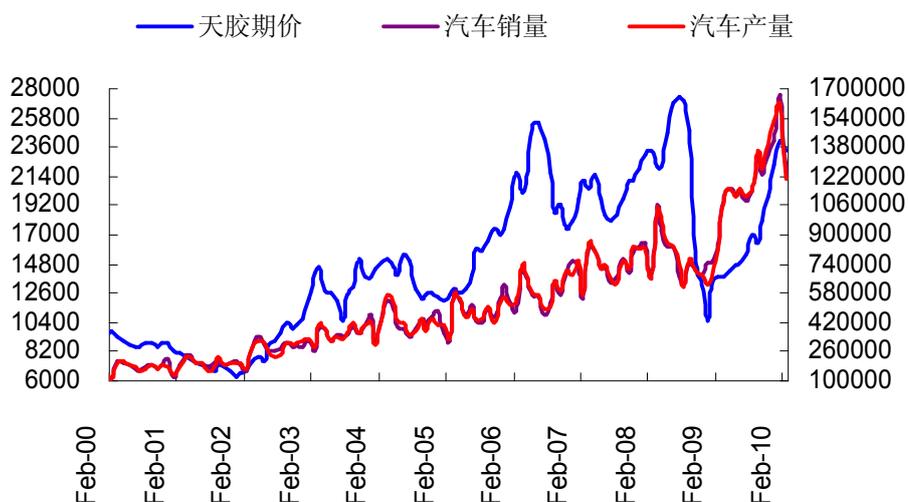


资料来源:中期研究

虽然目前，部分轮胎企业将售价提高 5%左右，但是相对天胶的涨幅显得杯水车薪，由于轮胎行业处于自由竞争的状态，并且产能过剩，转移成本能否被下游接受存在很大疑问，加上 2010 年贸易壁垒问题加重，轮胎行业陷入低利率与经营愈加艰难的境地。轮胎行业类上市公司业绩下滑，股价正在反映轮胎行业的经营状况。

汽车方面，汽车产销量在 2 月份环比出现大幅下滑，加上部分轮胎厂提高售价，汽车生产商最终会将生产成本传递至消费者，而消费者随着支出成本的提高，消费意愿也会逐步减弱，由于天胶价格对汽车销量的影响一般滞后 3 个月，4 月份汽车的销量对整个橡胶行业的消费前景比较重要。

图13:汽车产销量大幅下降，4月或许是橡胶行业消费前景的重要窗口



资料来源:中期研究

随着成本效应的释放，橡胶制品业、轮胎与汽车产业对橡胶需求的格局或许发生改变。

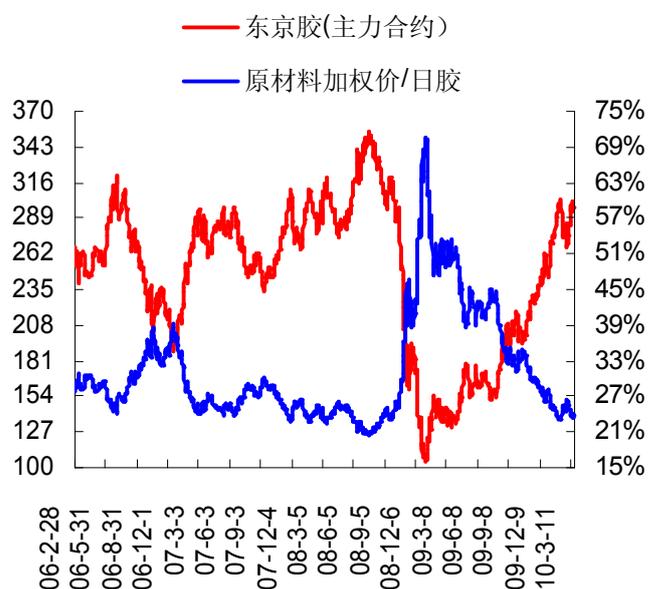
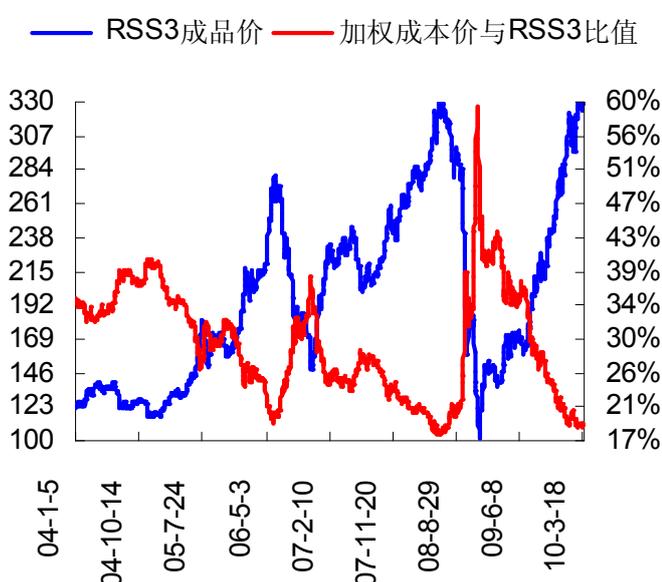
第四部分、沪胶上行将是中线建空良机

一、橡胶过度反应成本的风险依旧存在

由于供给端通过多种手段提振价格，而天胶期价已经过度反应。由于成本的粘性以及滞后性，美金胶与生胶片价格一直高位运行，泰国生胶片价格一直很坚挺，但是目前的价格处于 2003 年以来的高点，7 年间两次达到目前的高点，而且每次下跌 50%，天胶期价对这种成本过度反应的风险依然存在。

图14:新加坡胶价过度反应成本因素

图9:日胶期价过度反应成本因素



资料来源：中期研究

二、天胶期价已经透支商品价格

从天胶与整个大宗商品的比值来看，天胶相对整个商品市场的价格处于高估，由于治理通胀的源头在与通过多种手段打压商品价格。随着大宗商品价格的回落，高价商品的下跌也是必然，天胶与整个大宗商品的比值回归不可避免。

图8：整个商品价格与天胶期价比值处于低位



资料来源：中期研究

第五部分、总结

尽管供给端对价格的影响以及目前的干旱题材等导致现货价格平稳运行，但是随着“加息潮”的逼近，商品金融属性与投资需求逐步减弱，供应改善与成本效应以及比价风险终将深化沪胶中级调整。最近主产区的干旱难以造成大幅减产。盘面上看多头在现货价格维稳以及干旱题材下急速拉升将是中线建空的良机。对于企业来讲，应规避沪胶期价快速上涨后的大幅下跌，沪胶1009在25000以上逐步建立空单，目标22000。对于投机来讲，由于沪胶波动比较大，结合每日天胶视点进行操作。

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。

 **中国国际期货有限公司**
CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

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：0755-23818319

传真：0755-23818381

客服：400-8888-160

网址：www.cifco.net