

贾翼亮

研究员，期货执业证书编号F3007286

jiayiliang@dxqh.net

“原油杀跌才是橡胶的转折点”

事件背景：

自2011年以来，橡胶创出了高点以后便开始了漫漫下跌之路，截止到2014年年末，橡胶累计跌幅达到了75%。在这一波漫长的熊市当中，我们不难发现，橡胶产量的大幅增加是主导这一波熊市的主要原因。但是由于胶价的长期下跌，我们可以明显的看到，产量的释放在2014年得到了明显的抑制。从ANRPC的产量报告中，我们可以看到2014年的累计总产量下跌4%左右，这是近几年来产量同比首次出现负增长。但是2014年的胶价为什么还是会保持继续下跌，甚至创下来自09年以来的最低点，全年跌幅达到近50%。

一、需求端疲软？

有很多观点认为，是需求端疲弱，导致原料价格下跌。但是我们从数据上可以看到，橡胶的库存在不断被消化，而且消费量每年保持着稳定的增长。从汽车的产量上我们也不难发现，汽车产量仍旧保持稳定的增长（但是从细分市场我们可以看到，商用车的产量出现大幅下降）。轮胎虽然受到美国“双反”的影响，但是轮胎的产量仍旧保持着稳定的增长。

1. 首先我们来看一下橡胶的基本面情况，我们知道中国是一个需求大国，占到橡胶全球消费市场的40%左右。所以研究中国市场供需关系具有一定的代表性，或者说从一定程度上中国的供需平衡关系可以决定橡胶价格的变动。2014年中国橡胶消费量达到535.72万吨，较去年同期上涨11%。从下图供需平衡表中我们可以看到，中国的表观消费量是逐年递增的，其实从一定程度上反应出供需平衡关系并没有得到进一步的恶化，相反有好转的迹象。当然表观消费数据不能说明全部问题，例如数据的准确性，以及库存的变化只考虑保税区跟上期所的库存变化，另外一些隐性库存的变化，以及一些下游需求端库存的变化并没有做到全部的统计。但是还是能说明一定的问题，橡胶的走势似乎脱离了基本面。

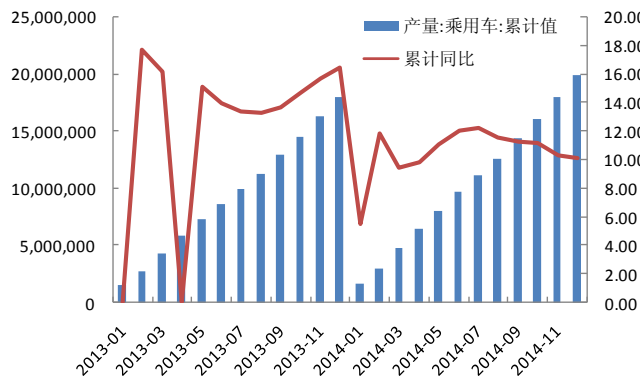
表 1:

天然橡胶	产量	进口量	进口复合胶	供应总量	库存变化		复合胶库存变化	表观消费量
					上期所	保税区		
12-2014	5.5	28.37	19.41	53.28	3.83	-0.45	0.54	50.44
11-2014	9.8	21.89	16.30	47.99	-4.6	-0.39	0.13	53.11
10-2014	12.2	17.86	14.48	44.54	0.59	-1.47	0.13	45.55
9-2014	11	19.08	15.62	45.70	-0.82	-6.33	0.20	53.05
8-2014	9.8	16.16	11.02	36.98	-0.26	-4.47	0.15	41.86

7-2014	9.4	15.77	14.58	39.75	0.33	-4.34	0.46	44.22
6-2014	9.3	16.96	10.10	36.36	0.14	-3.83	2.04	42.09
5-2014	8.8	19.22	11.10	39.12	-0.08	-1.72	1.66	42.58
4-2014	6.9	25.36	11.95	44.21	-1.41	0.21	1.21	46.62
3-2014	2.8	27.06	12.21	42.07	-2.28	1.51	1.23	44.07
2-2014	0	19.12	7.90	27.02	0.14	0.39	0.44	26.93
1-2014	4	34.29	15.51	53.80	3.64	4.92	-0.04	45.20
12-2013	6.4	35	13.53	54.93	2.98	1.44	-0.21	50.30
11-2013	11	27	13.79	51.79	-0.82	2.25	-1.21	49.15
10-2013	11.8	19	10.82	41.62	0.16	-1.75	0.52	43.73
9-2013	11	18	13.50	42.50	0.93	-2.37	-0.46	43.48
8-2013	9.7	17	11.50	38.20	0.68	-1.81	0.50	39.83
7-2013	9.8	15	11.21	36.01	0.54	-2.88	0.80	39.15
6-2013	9.2	13	12.30	34.50	1.13	-1.81	0.24	35.42
5-2013	8.4	18	16.12	42.52	-0.86	-1.11	0.16	44.65
4-2013	6.3	23	15.81	45.11	0.87	1.25	-0.69	42.30
3-2013	2.6	23	13.86	39.46	1.23	0.37	0.01	37.87
2-2013	0	15	8.50	23.50	0.45	2.7	-1.14	19.21
1-2013	3	25	13.52	41.52	-1.63	3.15	-2.14	37.86
12-2012	6	21	14.33	41.33	1.6	-0.7	-1.799	38.63
11-2012	10.3	22	14.53	46.83	0	1.25	-1.04	44.54
10-2012	10.7	17	10.89	38.59	0.83	2.22	-1.72	33.82
9-2012	10.8	21	14.21	46.01	1.8	0.01	0	44.20
8-2012	9.6	21	12.62	43.22	0.39	2.5	-0.4	39.93
7-2012	8.9	17	10.93	36.83	-0.05	0.23	-0.75	35.90
6-2012	8.3	16	9.43	33.73	0	0.68	-0.42	32.63
5-2012	7.3	18	10.80	36.10	0.09	-0.32	-0.13	36.20
4-2012	5.4	17	9.96	32.36	0	-0.72	0.17	33.25
3-2012	1.9	19	10.88	31.78	0	-3.2	0.23	35.21
2-2012	0	15	8.44	23.44	-0.07	-1.46	-0.13	24.84
1-2012	0.3	14	6.28	20.58	0.4	0.58	-0.12	19.48

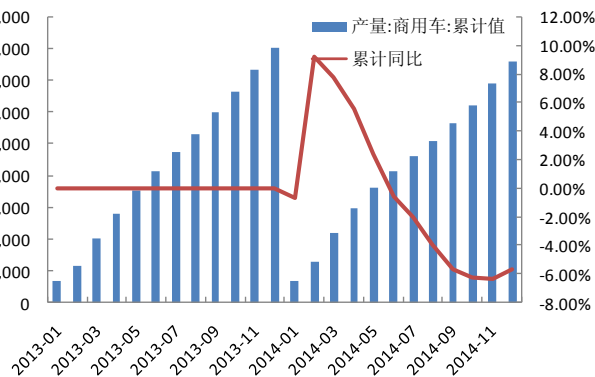
2. 从下游需求产业来看，下游需求产业主要集中在汽车产业。通常我们对汽车做数据统计的时候，把汽车分为乘用车跟商用车。2014年乘用车市场跟商用车出现了一点反差，14年中国乘用车累计达到1992万辆，较去年同比增加10.14%。而商用车却出现了严重的下滑，14年商用车累计产量达到380万辆，同比下跌5.67%。但是整体来说整个汽车行业还是保持稳定的增长，虽然说商用车产量下滑，但是商用车在整个汽车行业所占比重相对较小，对于整个汽车行业并不产生根本性的影响。从汽车的产量情况来看，也一定程度上支撑了表1数据的准确性，表观消费量的增加是因为需求保持着稳定的增长，同时也因为产量的减少。但是从2014年整个汽车行业来看，虽然产量保持着稳定的增长，但是汽车库存直线增加，汽车的销量出现了严重下滑。商用车的产量的下滑，以及汽车库存的直线增加，降低了对未来汽车行业的预期，从而减少了未来对原材料需求的预期。这可能也是导致原材料下跌一个原因，但是这一预期肯定不能作为支撑14年原材料下跌50%的理由。

图 1: 乘用车累计产量及同比



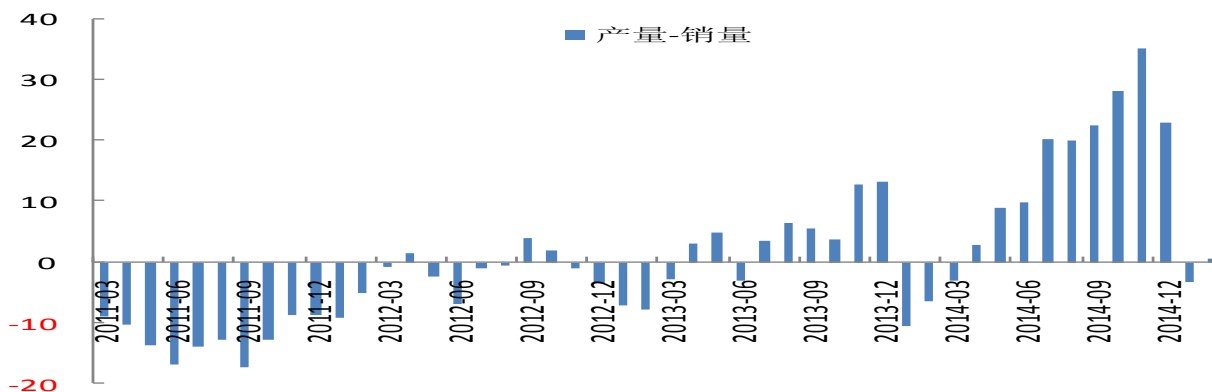
来源: 东兴期货研发中心

图 2: 商用车累计产量及同比



来源: 东兴期货研发中心

图 3: 汽车产量-销量



来源: 东兴期货研发中心

来源: 东兴期货研发中心

二、合成价格下跌?

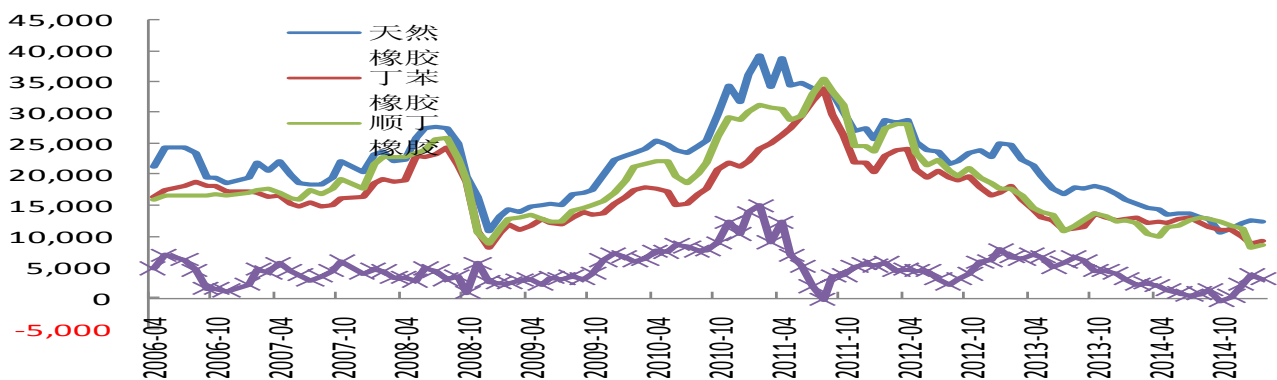
我们知道,天然橡胶跟合成橡胶是轮胎主要的原材料。由于乘用车跟商用车对于轮胎的要求不一样,所以使得不同型号的轮胎对于天然橡胶跟合成橡胶需求的比列成分也不一样。一般情况下用于乘用车的轮胎,使用天然橡胶跟合成橡胶的比例在 1: 1 的比例左右,这个根据轮胎厂调试的配方有一定程度的改变,天然橡胶跟合成橡胶有一定的替代性。但是对于商用车而言,天然橡胶的比例就相对比较高,比例一般在 7: 3 左右。2014 年合成橡胶的消费量达到了 598.96 万吨,同比增加 7.17%。这一消费量已经超过了天然橡胶去年的消费量,从表 2 中我们也可以看合成橡胶每月的消费量都是保持稳定增长。首先这也再一次证明下游需求并没有想象中那么疲软,同时还证明了合成橡胶对于天然橡胶的替代性也在进一步的增强。我们也通过测试相关性发现,合成橡胶跟天然橡胶价格变化的相关性达到了 0.9,可以说是高度相关的。所以合成橡胶价格的走势很有可能主导天然橡胶的价格走势。由于天然橡胶跟合成橡胶的属性不同,合成橡胶是工业品,价格的下跌不仅仅受到供需关系的影响,更多可能是受到上游原料价格的影响。也就是原油的下跌直接影响了合成橡胶的价格,2014 年全年原油价格下跌近 50%左右,这一下跌幅度几乎跟橡胶差不多。所以我们完全可以理解虽然合成橡胶的需求增加,但是原材料的下跌主导了合成橡胶价格的走势。

表 2:

合成橡胶	产量	进口量	供应总量	库存变化	表观消费量
				保税区	
12-2014	47.37	12.97	60.35	-0.05	60.40

11-2014	49.68	11.24	60.92	-0.08	61.00
10-2014	46.05	11.88	57.94	-0.11	58.05
9-2014	46.65	12.83	59.48	-0.08	59.56
8-2014	44.44	11.84	56.28	-0.13	56.41
7-2014	48.81	12.02	60.83	-0.28	61.11
6-2014	44.55	10.85	55.40	-0.31	55.71
5-2014	41.68	12.26	53.93	-0.27	54.20
4-2014	36.84	13.65	50.49	-0.35	50.84
3-2014	42.56	13.85	56.41	-0.13	56.54
2-2014	0.00	10.93	10.93	-0.03	10.96
1-2014	0.00	14.16	14.16	0.02	14.14
12-2013	36.10	14.04	50.14	-0.51	50.65
11-2013	34.43	13.54	47.97	-0.20	48.17
10-2013	38.65	13.09	51.74	-0.43	52.17
9-2013	33.87	11.25	45.12	-0.62	45.74
8-2013	33.88	12.08	45.96	-0.07	46.03
7-2013	34.13	11.75	45.87	0.67	45.20
6-2013	35.12	11.14	46.26	-0.07	46.33
5-2013	31.67	13.59	45.26	-0.11	45.37
4-2013	31.83	13.02	44.85	0.57	44.28
3-2013	34.57	14.77	49.34	0.01	49.33
2-2013	29.40	10.24	39.64	0.22	39.42
1-2013	35.30	14.32	49.62	0.51	49.11

图 4: 天胶跟合成价格的走势以及价差关系



来源: 东兴期货研发中心

来源: 东兴期货研发中心

三、美元的走强?

我们知道国际大宗商品都是以美元结算,橡胶也不例外。但是只能说美元的走强能够决定一部分橡胶价格的走势,有一定的关联性,但是关联性不是很强。所以对于美国的加息预期并不能主导整个胶价的走势。美元的走强只能作为参考因素,但不能作为决定性因素。从目前来看,美元在年中加息的可能性并不是很大,虽然说美国经济的复苏要好于其他一些欧洲国家,但是从近期公布的美国数据来看,并不是很理想,除了就业数据

良好，其他经济数据并不是很理想。这给美元在年中加息带来了许多不确定性。另外美元走强是反映美国经济的复苏，这一定程度上说明了需求有所回暖。所以我们认为美元的走强是具有双面性，很难去判断对大宗商品有利空利多的影响。

- **总结：**橡胶去年产量首次出现负增长，并且需求端仍旧保持稳定。如果价格由供需决定的话，橡胶的价格同样应该是上涨的。我们可以通过橡胶的供需平衡表，以及汽车的产量，我们不难发现，橡胶的消费量跟汽车的产量的增速还是保持着高度一致。所以我们觉得我们统计的数据应该不存在太大的问题，可能会有一些误差，但是大趋势应该是正确的。所以我们不难看出 2014 年的基本面并没有进一步恶化，并且处在一个去库存的阶段。所以一定程度上胶价的走势是脱离基本面的，那么什么才是胶价重挫的推手呢？
1. 首先我们认为可能是因为对于需求疲软的预期，因为我们从图 3 中可以看到虽然汽车保持着稳定的增长，但是同时汽车的库存也在不断的增加，未来汽车可能会经历一个消化库存的周期，这对于原材料的需求会减弱。同时汽车库存增加，汽车厂商会对库存进行降价处理，这在一定程度上也会压榨原材料的价格。
 2. 但是预期并不会导致胶价受到重挫，我们认为合成橡胶价格的下跌才是导致胶价下跌的主要原因。原油价格的下跌，导致丁二烯的市场价不断的下调，从而导致合成橡胶价格不断下跌。上文中我们也提到合成橡胶对于天然橡胶的替代性也在一定程度上增强了，并且他们本身价格的相关性就很高。所以合成橡胶的不断走低带动了天胶的下行。所以我们认为橡胶仍处于熊市的底部，原油杀跌的结束才是橡胶下跌趋势的转折点。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如

引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。