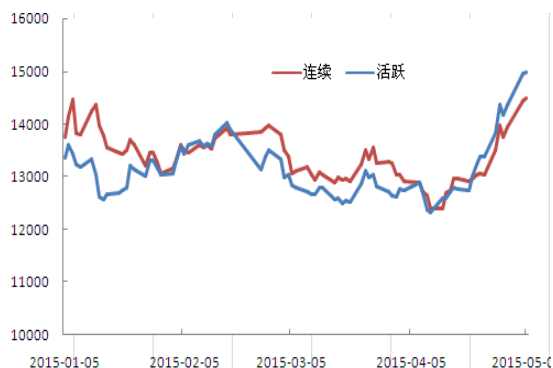


贾翼亮

研究员, 期货执业证书编号 F3007286

jiayiliang@dxqh.net

自 2015 年以来, 橡胶第一季度一直处于低位震荡的格局, 主力合约价格一直维持在 13500-12000 之间波动, 但是进入四月中旬之后期价出现了大幅攀升, 一度走出了近半年以来的新高。橡胶真的见底了么?



橡胶真的见底了么?

多空博弈:

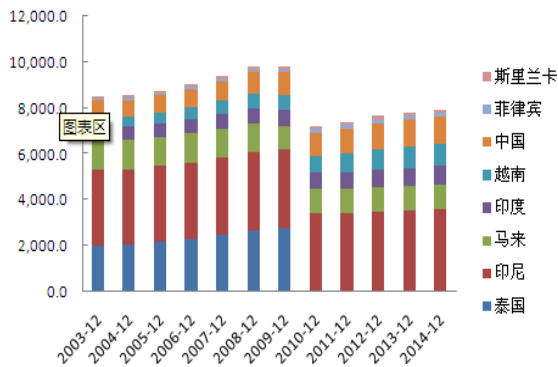
➤ 利空:

1. 2015 年仍处于增产周期, 从种植面积上来看, 橡胶总种植面积仍处于稳定增长, 虽然由于长年低胶价导致胶农割胶积极性受挫, 但是只要不出现大幅砍树现象, 产量随时可以释放。
2. 现货端交易不频繁, 期价的上涨并没有给现货价格带来太大的上涨动力, 期现价差不断扩大。
3. 需求仍旧疲软, 重卡产销严重下滑, 乘用车产量虽然依旧保持稳定增长, 但是库存不断攀升, 后市消化库存阶段可能对原材料造成冲击

➤ 利多:

1. 国内经济仍处于回落格局, 贸易商积极性不高, 一季度天胶进口量出现严重下滑, 供给压力有所回落。
2. 多家橡胶生产商决定下半年联合上调橡胶售价, 同时宣布不再向新加坡商品交易所交割橡胶。诗董橡胶还表示如果胶价不能得到提升, 将每年产出下调 10 万吨以此来支撑胶价。
3. 近期由于期指的走强或带动了市场做多商品的情绪, 大多商品都出现了大幅的反弹。再加上国内资金处于宽松阶段, 未来商品价格可能得到一定的支撑。
4. 原油价格上涨导致合成橡胶上涨, 合成橡胶上涨对于天然橡胶价格构成一定的支撑。

总种植面积（除泰国以外）：我们可以看到总种植面积一直保持稳定增长，所以从一定程度上说明产量随时可以释放。



供需结构分析

1. 供应增速有所回落

2015 年第一季度以来，成员国天胶产量同比下降 3.15%，但是同时也有几个产胶国出现大幅增长。其中越南涨幅最大，前三个月累计产量同比增长 37%，但是主要的几个产胶国，泰国、印尼都出现了回落，累计同比分别下降 6% 和 6.7%。由于长年的低胶价，使得胶农的割胶积极性受挫，导致产量有所下滑。但是，去年的年报中我们也曾提到过，橡胶的总种植面积仍旧保持稳定增长，所以未来供应压力随时可以得到释放。15 年仍处于增长周期的大环境下，ANRPC 预计 15 年将会恢复正增长。

2015 年第一季度以来，国内天然橡胶进来量大幅下挫，累计同比下跌 23.57%，较去年同期减少约 20 万吨，占全年总进口量的 7% 左右。我们认为有几方面原因导致进口量出现严重下滑。首先由于国内目前处于去库存化周期，贸易商更多的选择是卖掉现货。其次，由于下游需求并不见起色，贸易商并不急于补库。另外去年 6 月发生的青岛保税区融资事件，导致贸易商融资困难，大量囤积现货会占用很大资金成本。所以贸易商目前应该是保持观望状态。

无论是产量还是进口量，我们可以看到第一季度的供应压力是有所放缓的，这对胶价构成了一定的支撑。但是我们还是需要注意，供应压力随时可能释放，尤其是进入割胶期，供应压力会进一步增加。

图 2：ANRPC 成员国天然橡胶总产量

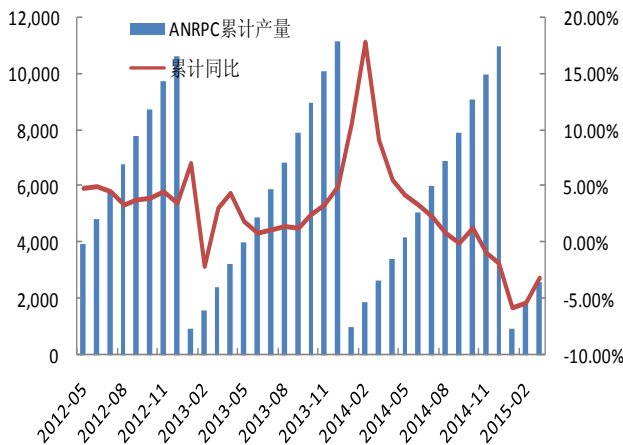
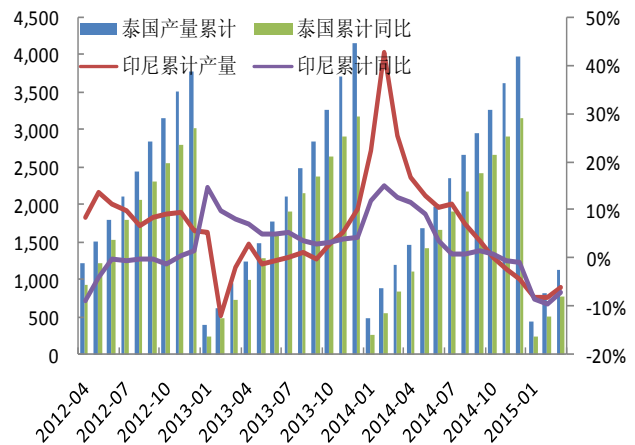


图 3：泰国印尼累计总产量



数据来源：WIND，东兴期货研发中心

图 2: 马来越南累计总产量

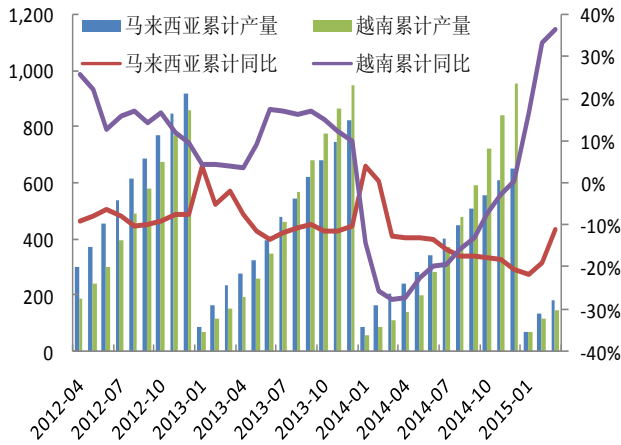
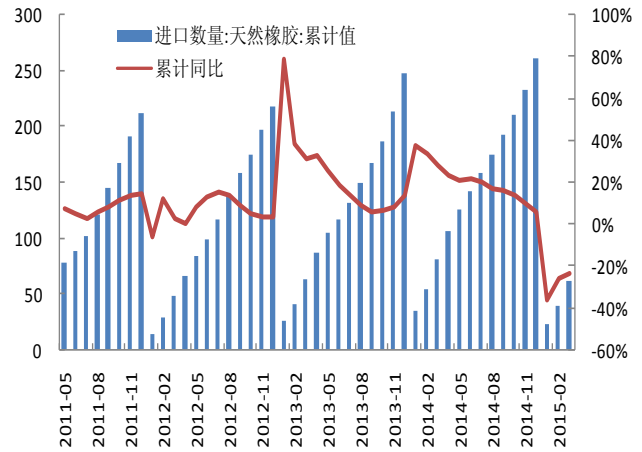
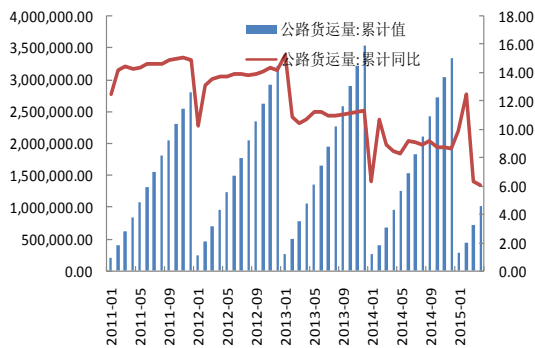
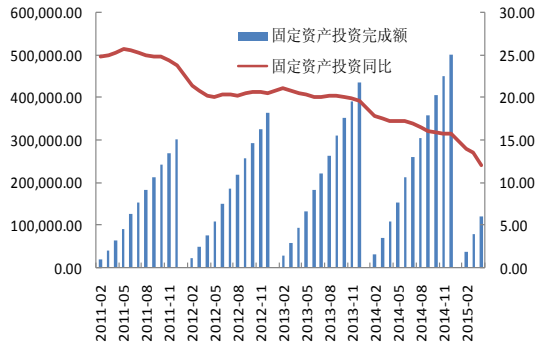


图 3: 天然橡胶累计进口量



数据来源: WIND, 东兴期货研发中心

一季度固定资产投资完成额同比增加 13.50%，增速低于预期。全国公路货运量为 72 亿吨，同比增长 6.4%。公路货运量绝对量跌回 5 年前的水平。经济真的见底了么？



2. 需求依旧疲弱或进一步恶化

2015 年汽车产量稳步下行，在经历了 2 年的高速发展之后，产能基本已经释放完毕，从数据上我们可以看到，汽车累计产量同比增长 5.26%。同比已经开始下滑，明显表现出上涨疲态。

从细分市场上看，乘用车依旧是最强势的，15 年销量正增长应该没有问题，但是增速或将明显收窄。具体表现为：除 SUV 保持高增长，轿车 1 季度负增长，交叉车型增速下滑已是大势所趋，MPV 虽然增速较快但是数量有限，对于行业的影响并不是很大。而且我们从汽车库存数据上可以明显看到，库存不断上升，经销商库存指数也已经处于预警线之上。未来乘用车消化库存阶段，可能对原材料构成较大的冲击。

同样再来看商用车领域，商用车 1 季度实现销售 84.8 万辆，同比减少 19.5%。其中重卡实现销售 13.4 万辆。同比减少 34%。从以上数据我们可以明显感到，商用车已经开始走向下坡路，尤其是重卡行业。由于受到固定资产投资增速的持续下行影响，重卡行业整个更新的运转速度也在减缓，使得增量车的数据也在雪上加霜，这种情况可能仍将持续很长一段时间。我们认为重卡行业新车销量要想触底回暖必须具备两个要素：（1）固定资产投资增速回暖，这就取决于“一带一路”，以及房地产投资的落实。

（2）存量车运转起来。另外中轻微卡的销量也出现了大幅度的下滑，证明了物流景气度依然较低，说明整个运输行业的景气度较低，尚需等待经济筑底回升。

今年以来轮胎产量一直维持负增长，轮胎开工率也维持在一个相对较低的位置。与去年年报中对轮胎的判断基本符合，轮胎整个行业仍处于过剩阶段，未来一段时间内，轮胎产量可能继续维持负增长。

图 6: 乘用车累计产量及同比

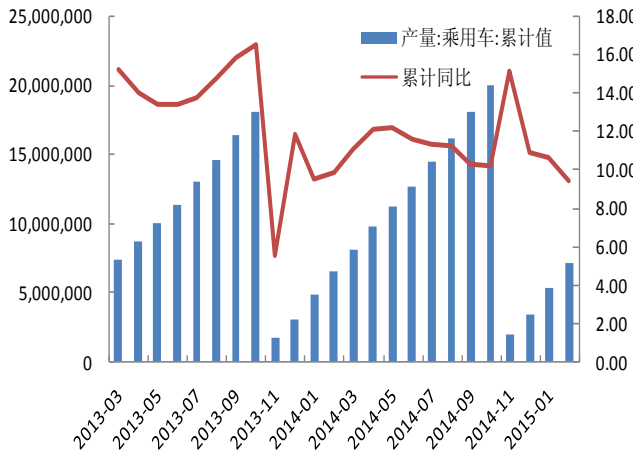
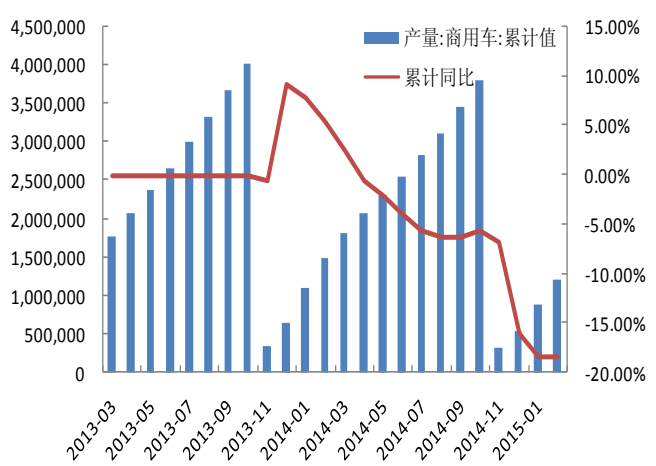


图 7: 商用车累计产量及同比



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 4: 汽车累计产量

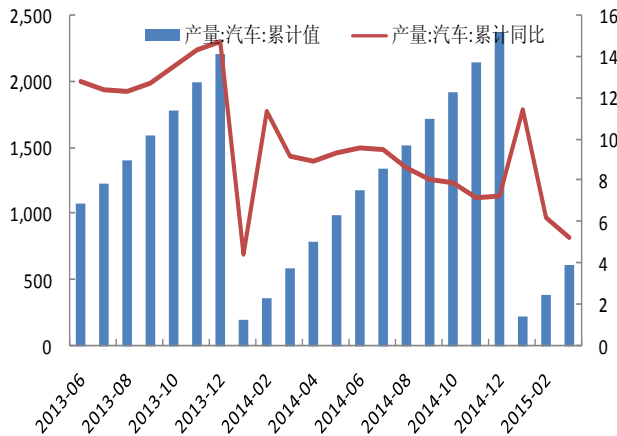
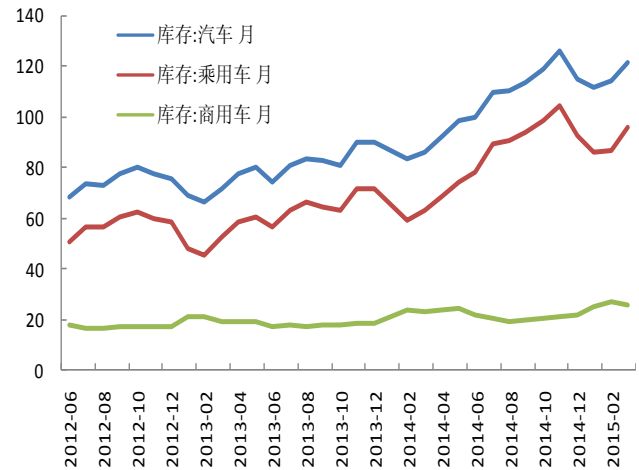


图 5: 汽车库存



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 8: 轮胎外胎累计产量及同比

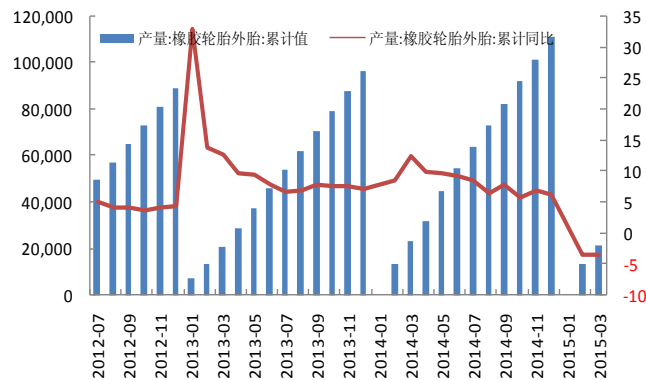
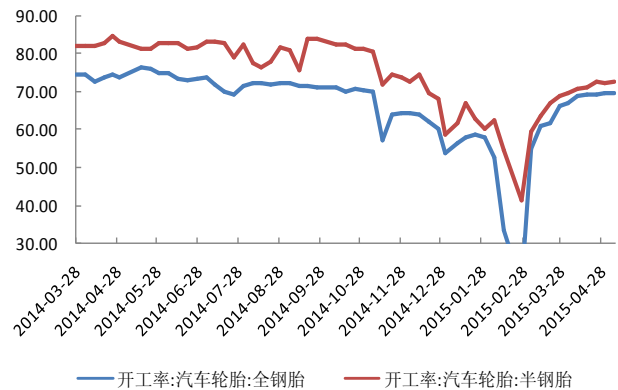


图 9: 轮胎开工率



来源: WIND, 东兴期货研发中心

据调研，海南南边跟东边，开割率只有 20% 左右，主产区儋州开割率不到 50%，如果胶农工资低于一定标准，胶农可以选择去工地打工或者其他工作。天胶价格过低会影响胶农割胶积极性，所以天然橡胶的刚性成本还是存在的。

成本分析

从目前盘面来看，橡胶在 12000 附近得到了很强的支撑，那么这样的支撑有没有可能是刚性成本的支撑呢？

由于上期所交割标的一般是以国产胶为主，所以我们粗略的统计了一下国内国产胶的生产成本。我们把所有的沉默成本统统不计，只计算人工成本以及一些运输加工成本。首先我们大概粗算了一下一个人大概一年能割多少胶，一般在 20 亩到 30 亩之间，每亩地的产出大概是 100 公斤左右，那么也就是说一个人一年能割胶 2 到 3 亩，去平均值就是 2.5 吨。一个人平均一天工资大概在 100 块左右，那么产出一吨胶的人工成本在 1.15 万左右，加工成本一吨在 1200 左右，运输费大概 300 左右。所以产出一吨的胶的成本大概在 13000 左右。（这只是粗略的估计，存在误差，只供参考）

那么橡胶有没有可能打破刚性成本呢？如果在高库存的情况下是很有可能，但是近期无论是国储收储，还是从胶农那里调研得出，库存基本不是很高。因为长期胶价处于低位，胶农积极性并不够，割胶囤货并不能给他们带来很高的经济收入。

风险点：
1. 政策因素，从 14 年下半年开始，产胶国以及近期的贸易商挺价，都导致橡胶在短期内上涨。
2. 环境因素，今年可能出现厄尔尼诺现象，这对橡胶的生长很不利，如果真的出现，可能短期会影响橡胶的供应。
3. 复合胶新标准的实施，如果下半年真的实施复合胶的新标准，对于天然橡胶的价格会构成一定的支撑。

投资建议

我们认为，2015 年接下来橡胶走势将继续维持低位震荡的格局，首先从供应端看，虽然供应在第一季度有所放缓，但是橡胶仍旧处于高产期，供应压力随时可以释放。尤其是进入下半年，橡胶进入割胶期，供应压力应该会维持持续上升的态势。需求端，短期内难有好转，无论是从汽车行业还是轮胎行业都很难看到好转的迹象。而且我们认为在熊市中，需求端的好转才能预示橡胶真正的见底。所以从供应需求的角度来看，橡胶仍将处于低位震荡的格局。

从投资的角度来看，我们认为橡胶目前并不适合做多。虽然从目前来看橡胶在 12000 附近有刚性成本的支撑，另外加上胶农割胶积极性的受挫，供应压力有所放缓。但是我们还是认为供应压力随时可能释放，另外需求端短期内很难有好转。所以我们更倾向于逢高抛空的策略，区间 16000-11500。

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。