

2015年07月10日

天然橡胶

研发中心

贾翼亮

研究员，期货执业证书编号F3007286

jiayiliang@dxqh.net

意料之外，情理之中

行情回顾：

- 橡胶自4月份以后走出了一波宽幅震荡的行情，4月中旬之后加速上涨，一度创出了年内的新高。很明显由于需求的持续萎靡，使得橡胶的上涨缺乏动力。在高位挣扎了一番之后，最终还是回到了原点。A股持续暴跌也传导到了整个商品市场，在整个商品市场一片狼藉的背景下，橡胶也创出了自09年初以来的新低。橡胶近3个月宽幅震荡行情真的是不可预料的吗？笔者认为：A股市场的暴跌传导至整个商品市场导致系统性风险的爆发是我们意料之外的，但是需求的持续低迷导致基本面不断恶化却是情理之中的。

行情解析：

- **A股暴跌，系统性风险爆发：**A股近期已经成为了全世界的焦点，从6月12日的高点算起，沪指截止目前跌幅已经达到31.5%，创业板跌幅将近40%，两市市值蒸发逾20万亿元。在短短的二十几天时间里，市场情绪转变之快令人瞠目结舌。管理层不断出台各种大规模杀伤性武器，先是央行同时降息降准，再是证监会出台各种护盘政策，另外传说中的国家队也开始进场，A股保卫战就此打响。但是这些举措在脆弱的市场信心面前变得不堪一击，周二整个市场满盘惨绿，创业板一字跌停，仅银行股上涨。随之而来的是A股历史上最大的停牌潮，截止到7月7日晚间22时10分，两市停牌股票占比超过40%。A股的暴跌究竟给金融市场带来多大的打击？首先来看期指，比现货更惨烈的就是期指。周三股指期货12个合约全部跌停，成为历史首次。再来看下国内商品市场，国内商品市场也掀起了跌停潮，截止到周三停盘前，沥青、铁矿石、橡胶、沪银、沪镍等商品的主力合约跌停。沪铜、螺纹钢主力触及5%跌停线。国债最后也无幸免，股市的低迷一度让债市成为了温暖的避风港，但是周三下午一点半以后，国债价格突然快速下跌，振幅达到1.7%。A股的动荡同时也给全球金融市场带来了恐慌的情绪，港股从周二开始，连续暴跌，周三一度暴跌超过2100点，创出历史最大跌幅。日经周三也大跌3.14%，很明显A股暴跌的恐慌情绪还在不断蔓延。股市的暴跌对于商品市场的打击都是可想而知的。股市是国家宏观经济发展很重要的指标，股市长期上涨，从宏观角度来看，实体经济趋向繁荣，商品特别是工业品需求旺盛导致价格上升。而从微观角度来看，农产品跟居民的消费息息相关，股市上涨带来的财富增长一定程度上导致商品消费需求扩大。反之，当股市进入中长期下跌，大宗商品往往也会下跌，尤其是工业品。另外暴跌给投资者造成的恐慌情绪是很难去估量的。所以近期橡胶的宽幅震荡很大一部分是因为A股的跌宕起伏所致，笔者建议未来投资者应该密切关注股市与期市的联动。
- **希腊危机，欧元区经济复苏可能蒙上阴影：**之前的希腊公投结果显示，希腊人民以61%的多数票否决了援助。唯一的希望寄托于上周二的紧急会议上能够提交新的改革方案，但是上周二的布鲁塞尔会议上，希腊并没有拿出任何新的提案。上周一欧洲央行拒绝为希腊提供ELA，这意味着希腊银行无法获得更多的现金流。但是上周四希腊政府还是向欧元区提交向债权人做出明显让步的经济改革方案，并且获得国内议会投票通过。上周日激战9小时的谈判未能令欧元区各国财长就新一轮援助计划达成协议，财长们指责希腊信誉已毁，芬兰明确表示

拒绝给予希腊任何新的援助，而且大约半数的欧元区成员国财长们在希腊问题上与芬兰看法一致，最后的谈判将在今天继续。若没有达成协议，德国政府已经准备协商让希腊暂时性退欧，并在过渡期给予希腊人道援助，希腊退欧的可能性已经在无限的扩大。此前希腊银行预计于上周三重新开业，但是现在看来银行开业已经遥遥无期。在遭受一些自己造成的严重经济创伤的同时，希腊也一直通过一些严厉的改革措施，以换取“三驾马车”的资金救助。希腊居民养老金高、工作时间短、退休时间早、以及规避税收，但是却要欧元区的其他国家买单。希腊一个国家的崩溃其实对于欧元区的影响是有限的。但是希腊危机可能导致一系列的连锁反应，才是最令人担忧的。欧元区的其他外围国家，如葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙等国经济也将疲软，未来可能影响整个欧元区经济的稳定。另外希腊一旦退出欧元区，欧洲前两轮约 3000 亿欧元提供给希腊的贷款可能将没有希望收回，再加上近期美元的走强，欧元短期可能会受到比较大的冲击。欧元区经济预期的走低同样影响着整个国际大宗商品的走势，原油近期也出现了大幅下跌。我们知道原油影响着天胶替代品合成橡胶的走势，之前我们也做过原油跟天胶的相关性测试，也说明了天胶跟原油的走势高度相关的。短期原油的暴跌一定程度上也给橡胶造成了一定的拖累。

- **复合胶新规的利好前期已被消化，基本面可能进一步恶化：**今年以来天然橡胶的进口量大幅下挫，截止到 5 月份，天然橡胶累计进口 97.35 万吨，同比下跌 22.15%（见下图 1）。但是复合胶前 5 月累计进口量大增，同比增加 42.99%（见下图 2）。很明显，由于复合胶由于 7 月 1 日要实施新规，导致贸易商大量进口复合胶囤货。从贸易商得知，由于国外一些工厂由于受制于复合胶标准的调整的限期，都在赶制复合胶。这也是为什么天胶跟复合胶进口量反差如此之大的主要原因。我们仔细观察 4-5 月的盘面，一方面是股市以及原油的带动。另外复合胶进口量的大幅上涨对复合胶价格构成了支撑，同时也对天然橡胶的价格构成支撑。但是回到基本面我们依然可以看到，需求依旧疲弱。1-5 月份轮胎累计产量同比下跌 5.50%，受“双反”的影响，轮胎 1-5 月轮胎累计出口量下跌 5.0%。而且从轮胎生产商得知目前轮胎出口订单只可以延续到 7 月底，开工率预计 7 月底之后将下降，从目前轮胎的开工率上我们也基本可以看出端倪，7 月以来轮胎开工率已经开始下降（见下图 3）。商用车 1-5 月累计下跌 20.22%（见下图 4），从公路货运量上我们也可以看出，短期对于商用车的需求也很难恢复。另外我们也观察到保税区库存的持续走低，很明显这次去库存是主动性的去库存。首先我们可以观察到需求并没有好转，并不是需求好转带来的被动性的去库存。另外我们可以看到贸易商入库并不积极，这些我们从天胶的进口数据我们也可以观察到。贸易商入库不积极一方面可能是资金出现了问题，主要还是因为贸易商并不看好天胶的后市。所以综合来看，橡胶的基本面并没有得到进一步的改善，反而有进一步恶化的趋势。6 月以来的下跌，从基本面上看也是支持的。

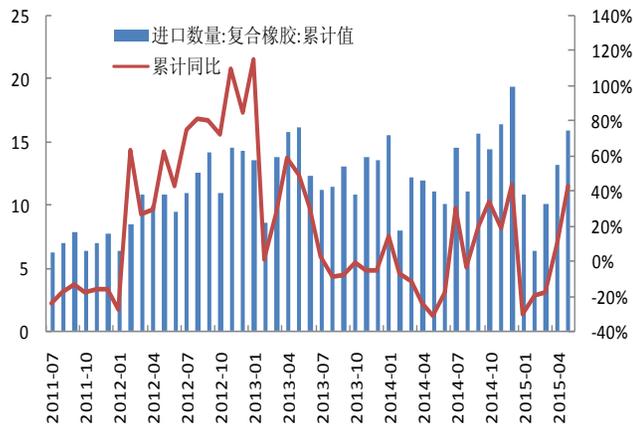
操作建议：从目前来看，橡胶整体的操作思路还是没有太多变化，笔者一直认为逢高抛空可以作为一个中长期的策略。依据有两点：1、从供给的角度来看，橡胶的供给弹性是很大的，由于橡胶的种植面积是很庞大的，橡胶只要不出现大面积的砍树现象，供给量是绝对可以保证的。供给量一定程度取决于价格，价格涨了，供给量就会增加从而压制价格。2、从需求的角度来看，短时间橡胶的下游需求很难有大的好转，轮胎行业面临整合，出口受限，库存积压。乘用车市场库存也保持在高位，商用车市场也出现了大幅回落。但是我们还是要关注其他因素可能给橡胶的价格造成的影响。

图 1：天胶进口量

图 2：复合胶进口量



来源：东兴期货研发中心



来源：东兴期货研发中心

图 3：轮胎开工率



来源：Wind, 东兴期货研发中心

图 4：商用车产量



来源：Wind, 东兴期货研发中心

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。