

沪胶:

一、一季度期货行情回顾

图表 1: 自 2011 年 2 月 9 日 43500 元/吨以来沪胶走势



图表 2: 去年年底至今年沪胶行情



资料来源: 文华财经 光大期货研究所

2011 年 2 月 9 日当时的沪胶主力合约 RU1105 创下了历史高点 43500 元/吨后,步入熊市,至今已经过了 4 个春秋。有意思的是,同样是 5 月合约,2014 年 12 月 11 日, RU1505 创下低点 11580 元/吨。一高一低,同样是上海期货交易所天然橡胶,但每吨的价格已相去 3 万余元,缩水幅度达到 70%。

2015 年已过去三个月,这三个月的沪胶行情我们用两个词来进行概括:“收储”、“泰国”。

(一) “收储”

“收储”行情启动于去年 12 月 10 日。前一天晚上,2014 年度国储收储结果确定:第一批次以均价 12600 元/吨附近成交 6.85 万吨流拍 3.5 万吨;第二批次 4 万吨,流拍 4000 吨;第三批次 2 万吨,流拍 2000 吨,后两批均按照上期所 RU1501、RU1503 期货合约进入交割月后的加权平均价升水 1300 元/吨,含运费。其中,中化中标 3.95 万吨,海胶中标 3.4 万吨,云南 1.4 万吨,共流拍 4.1 万吨。由于成交的全乳胶收储价格不理想,且当时 RU1501 价格不到 12500 元/吨,收储利多猜想落地,12 月 10 日低开低走,主力合约 RU1505 跌至 11580 元/吨的四年新低;12 月 11 日, RU1501 创出历史新低 11480 元/吨。

但随着 RU1501 即将进入交割月,由交储带来的可交割品集中使得 RU1501 出现结构性强势, RU1505 合约受期限价差约束亦随之上涨,最高至 13770 元/吨。尽管如此, RU1501 较 RU1505

由收储时的贴水 270 元/吨（2014.12.11）最终转变为升水 1200 元/吨(2015.1.15)。随着 RU1501 到期交割, 由于另一份交储合约 RU1503 流动性不足, 对主力合约的支撑力度十分有限, 最终 RU1505 回落至 12450 元/吨一线。“收储”行情结束。

图表 3: 期限价差——RU1501-RU1505



图表 4: 期限价差——RU1505-RU1509



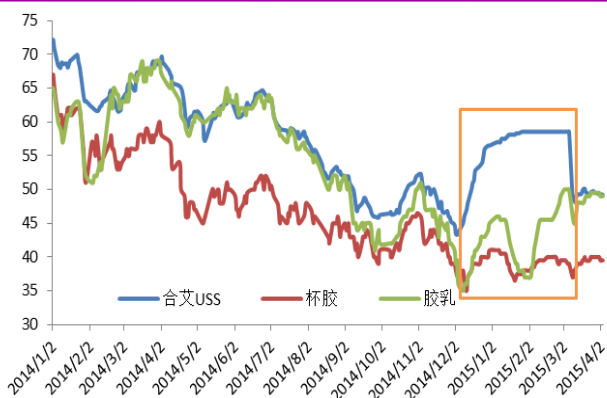
资料来源: 文华财经 光大期货研究所

（二）“泰国”

“你方唱罢我登场”。1 月 16 日, 泰国政府宣布将在两个月内将烟片价格从 60 泰铢/公斤推向 65 泰铢/公斤。往常, 泰国政府总会在割胶旺季胶水充足而胶价低廉的时候发表挺价讲话, 但通常都是“雷声大雨点小”。由于此次是军方政府, 此后泰国政府通过 REO (Rubber Estate Organization) 在中央市场持续不断采购白片、烟片; 3 月 18 日, 中国正处农历春节假期, 泰国内阁例会上再次通过了 60 亿泰铢预算: 预计约 40 亿泰铢用于购买 RSS3 等级橡胶, 另外 20 亿泰铢将用于支撑烟片的最初级原材料——胶乳。由于中国国内主产区正处于停割期, 全乳胶数量有限; 上期所另一交割品进口 RSS3 期现套利窗口关闭, 最终沪胶由 12450 元/吨一线再次上涨, 2 月 27 日更创出阶段性高点: 14300 元/吨。5-9 之间的价差由升水 270 元/吨扩大至 630 元/吨。

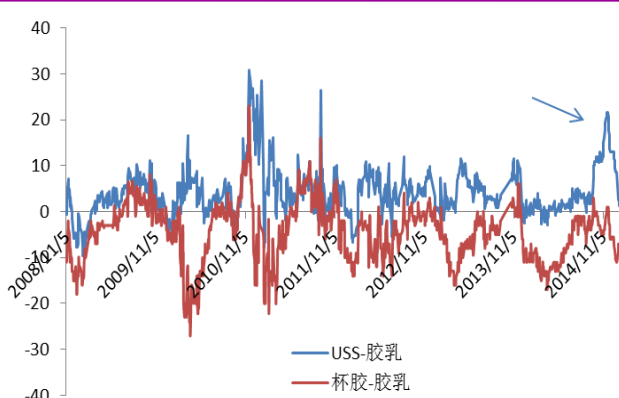
不过, 由于 REO 持续在原料市场采购, 累计采购量已突破 12 万吨。市场逐渐担忧其是否有足够的库容来存放原料; 同时, 国内年后下游轮胎厂并未出现大规模原料采购, 而云南、海南主产区天气状况良好, 即将开割。最终, 新空进场, 而多头也选择在 5-9 主力合约换月之际止盈, 沪胶自 2 月 27 日触顶后连续四个交易日下跌。3 月 9 日, 泰国政府表示将从即日起开始停止采购, 原料市场当天暴力回归周边市场: 白片跌 17%, 烟片跌 20%, 胶乳跌 8%, 杯胶跌 5%。RU1505 回落至 13200 元/吨一线, 新主力合约 RU1509 回落至 12500 元/吨一线。

图表 5: 原料价格走势 (单位: 泰铢/公斤)



资料来源: 光大期货研究所

图表 6: 白片与胶乳价差 (单位: 泰铢/公斤)



资料来源: 光大期货研究所

二、本月现货行情回顾

天然橡胶现货市场。3月, 现货市场, 不论外盘还是保税区报价, 整体基本上跟随原料市场以及期货市场下跌。不过, 保税区越南 3L 与其他品种不同, 3 月份上涨 25 元/吨, 涨幅为 2%; 与外盘相比, 也出现了内外盘正挂的现象, 表明近期国内对越南 3L 这一品种需求较大。

图表 7: 天然橡胶外盘报价 (单位: 美元/吨)

| (外盘) | 烟片 | 泰标 | 印尼标胶 | 越南 3L |
|-----------|------|------|------|-------|
| 2015/3/31 | 1790 | 1490 | 1470 | 1520 |
| 2015/2/27 | 1880 | 1510 | 1480 | 1570 |
| 价格变动 | -90 | -20 | -10 | -50 |
| 涨跌幅度 | -5% | -1% | -1% | -3% |

资料来源: 光大期货研究所

图表 8: 天然橡胶保税区报价 (单位: 美元/吨)

| (保税区) | 烟片 | 泰标 | 印尼标胶 | 越南 3L |
|-----------|------|------|------|-------|
| 2015/3/31 | 1655 | 1395 | 1380 | 1535 |
| 2015/2/27 | 1710 | 1445 | 1430 | 1510 |
| 价格变动 | -55 | -50 | -50 | +25 |
| 涨跌幅度 | -3% | -3% | -3% | +2% |

资料来源: 光大期货研究所

合成橡胶市场情况。3月, 国际原油继续下行, Brent 原油活跃合约下跌 12%, NYMEX 原油活跃合约下跌 4%。但丁二烯华东地区出厂价则持稳上涨, 涨幅达到 14%; 不过合成胶市场价格并未因丁二烯价格上涨而持稳, 月度下跌 5%, 跌破万元大关, 截止至 3 月 31 日, 市场价为 9950 元/吨。

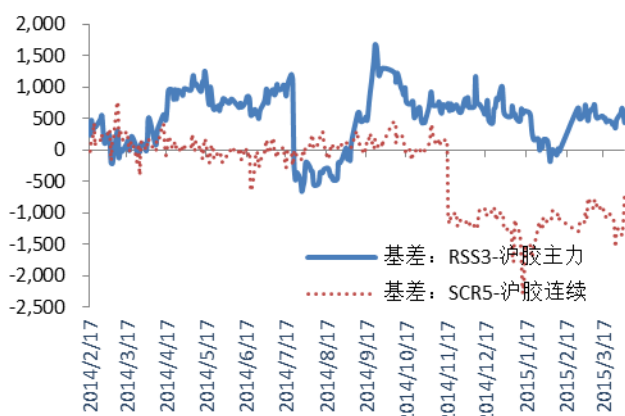
图表 9: 原油收盘价及相关产品价格 (单位: 美元/桶, 元/吨)

| | Brent 原油 | NYMEX 原油 | 丁二烯 (华东, 出厂价) | 丁苯 1502 (沪, 市场价) |
|-----------|----------|----------|---------------|------------------|
| 2015/3/31 | 55.1 | 47.49 | 6500 | 9950 |
| 2015/2/27 | 62.48 | 49.52 | 5700 | 10450 |
| 价格变动 | -7.38 | -2.03 | +800 | -500 |
| 涨跌幅度 | -12% | -4% | +14% | -5% |

资料来源: 光大期货研究所

与沪胶相比较, 本月中旬, 连续合约 RU1503 到期。截止至 4 月 3 日, 标胶现货与 RU1504 价差收窄至贴水 750 元/吨, 3 号烟胶片与 RU1509 的价差收窄至升水 435 元/吨。合成胶 1502 与沪胶主力 RU1509 合约的比价则略有上升, 由 0.78 上升至 0.79。

图表 10: 期现价差-天然橡胶与沪胶 (单位: 元/吨)



资料来源: 光大期货研究所

图表 11: 期现比价-合成胶与沪胶



资料来源: 光大期货研究所

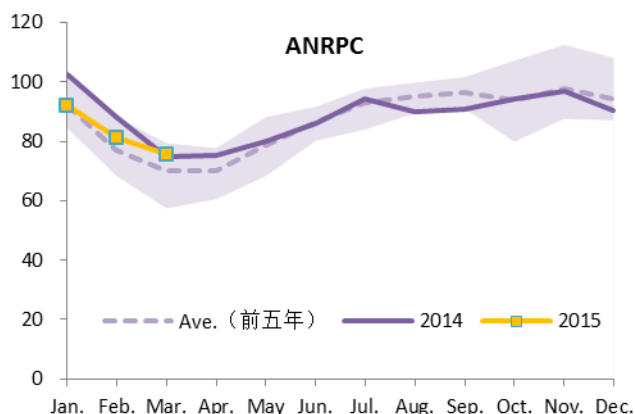
三、产业供需结构分析

(一) 产量

根据生产国协会 (ANRPC) 公布的数据, 2015 年一季度, 协会中十国的总产量仅为 248.8 万吨, 较去年同期下降 6.3%。其中, 泰国 113.5 万吨, 同比下降 6%; 印尼 78.1 万吨, 同比下降 6.8%; 马来西亚 18.4 万吨, 同比下降 11%; 越南 15 万吨, 同比增长 36.4%; 印度 14.3 万吨, 同比下降 26.5%; 中国 3.04 万吨, 同比下降 5%。

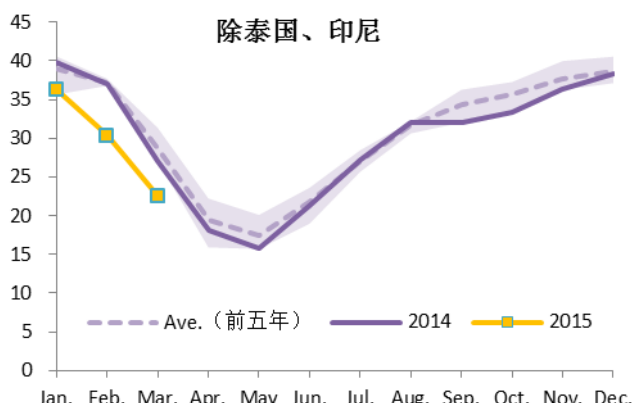
不过, 我们认为, 泰国向协会提交的产量数据较实际情况偏低, 其他一些国家亦存在类似情况。主要的证据在于, 2014 年 ANRPC 上关于泰国的年度产量不足 400 万吨, 但从其他途径得到的数据则与我们的估算更加接近; 且我们的估算模型与协会的数据在 2011 年以前有较好的拟合, 之后出现分歧。

图表 12: 主产国月度产量 (单位: 万吨)



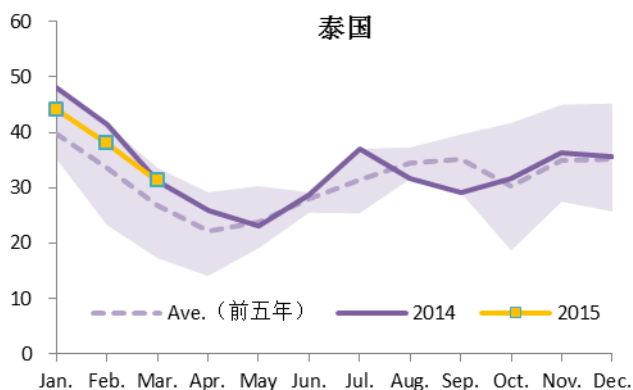
资料来源: ANRPC 光大期货研究所

图表 13: 两国以外的其他主产国月度产量 (单位: 万吨)



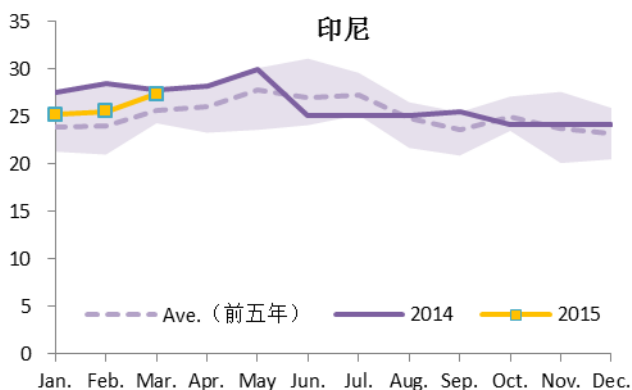
资料来源: ANRPC 光大期货研究所

图表 14: 泰国月度产量 (单位: 万吨)



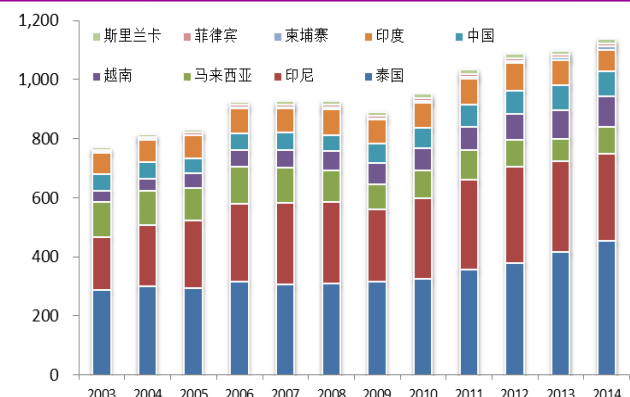
资料来源: ANRPC 光大期货研究所

图表 15: 印尼月度产量 (单位: 万吨)

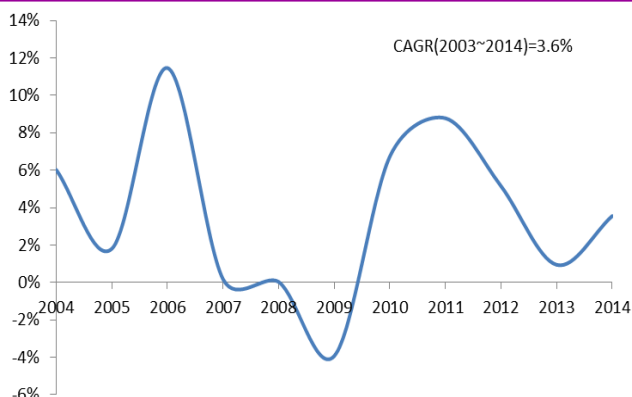


资料来源: ANRPC 光大期货研究所

图表 16: 主产国 2003 年至今产量数据 (单位: 万吨) 图表 17: 主产国总产量增速



资料来源: 光大期货研究所



资料来源: 光大期货研究所

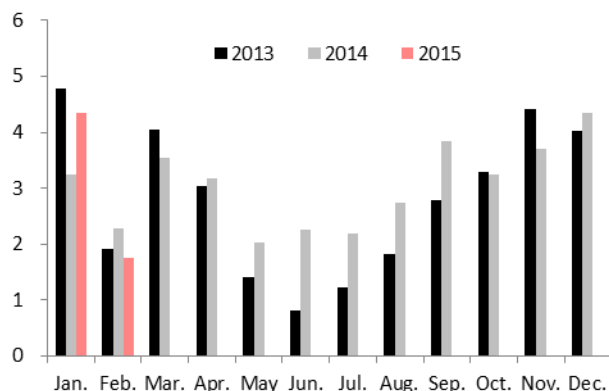
根据计算, 我们认为 2014 年主产国总产量为 1136.7 万吨 (ANRPC 数据为 1095 万吨), 较 2013 年增长达 3.6% (ANRPC 则是下降 1.84%); 从计算的分项数据来看, 只有印尼、印度、菲

律宾产量下滑，其他国家均保持增长。尤其是马来西亚，2014 年因基数效应同比增长了 20.9%（ANRPC 则是下降 20.7%）；越南近几年表现抢眼，自 2004 年有数据以来持续保持增长态势，同比增长了 9.73%（ANRPC 仅增长 0.5%）。因而对于 ANRPC 公布的今年各国的月度数据，我们表示谨慎态度。

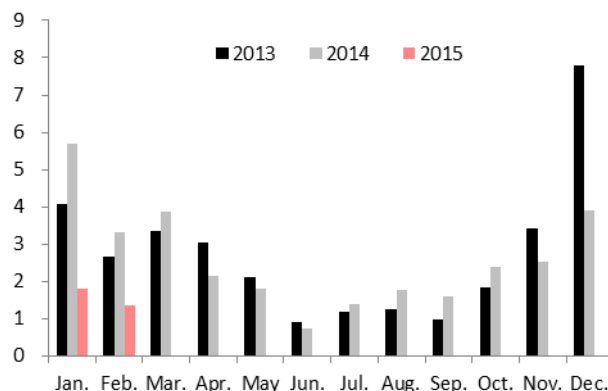
（二）进口

根据海关总署公布的数据显示，2015 年 1~2 月，我国累计进口天然橡胶 39.5 万吨，同比下降 26%；复合橡胶 17.2 万吨，同比下降 26.5%。从天然橡胶的分项数据来看，累计进口乳胶 6.1 万吨，同比增长 10.4%；烟胶片 3.2 万吨，同比下降 65.2%；标胶 23.6%，同比下降 23.6%。由此可见，除乳胶呈正增长外，其他胶种进口均呈较大幅度下降态势。

图表 18: 乳胶月度进口量（单位：万吨）



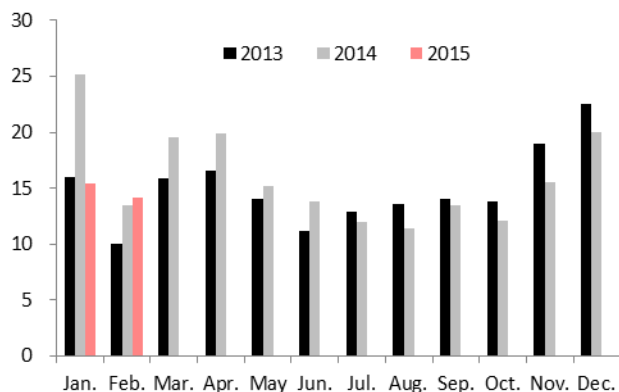
图表 19: 烟胶片月度进口量（单位：万吨）



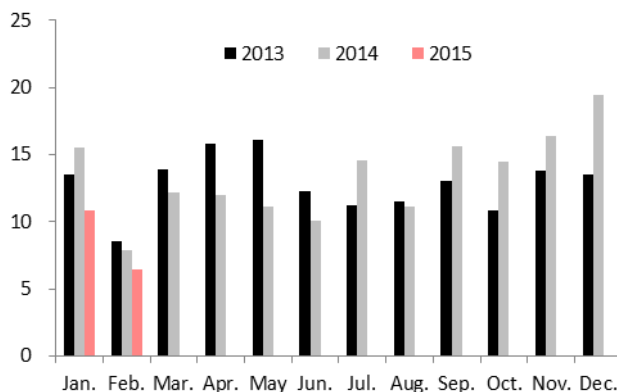
资料来源：海关总署 光大期货研究所

资料来源：海关总署 光大期货研究所

图表 20: 标胶月度进口量（单位：万吨）



图表 21: 复合胶月度进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署 光大期货研究所

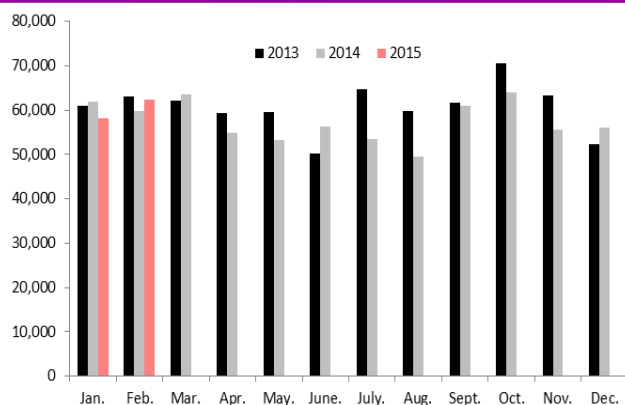
资料来源：海关总署 光大期货研究所

我们认为，在牛市中，市场供不应求，供给量约束进口量；而在熊市中，供大于求，需求影响进口。今年前两个月，尽管国内主产区正处于停割期，但天然橡胶累计进口量却出现较大幅度

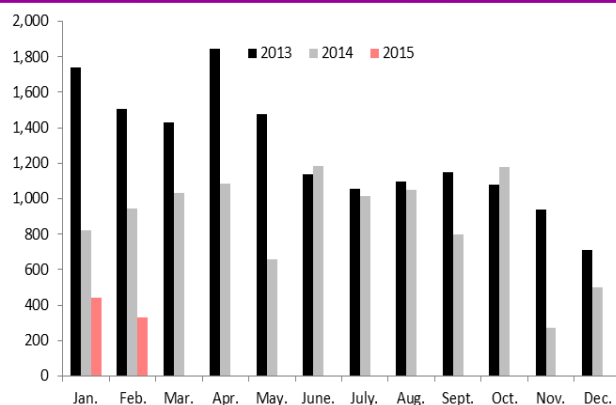
下降，或许从侧面印证了国内需求不足的状况。不过，除了整体受到需求的影响，烟胶片前两个月进口量大减或许与泰国政府在该国市场进行采购有关。此外，注意到去年下半年，复合胶国标宣布将于 2015 年 7 月 1 日开始执行后，复合胶进口量曾同比增长较快：2014 年下半年较 2013 年同期增长了 24%。但是，今年头两个月里这一态势没有持续。

日本方面，今年 1~2 月天然橡胶累计进口 12.03 万吨，累计同比下降 1.23%。其中，乳胶进口持续减少，仅有 772 吨，同比降幅达到 56%；烟胶片进口 2.6 万吨，同比下降 22.5%；只有标胶同比增长了 9.0%，为 9.1 万吨。总体而言，今年至今日本对天然橡胶的需求并无拉动作用。

图表 22: 日本天然橡胶月度进口量 (单位: 吨)



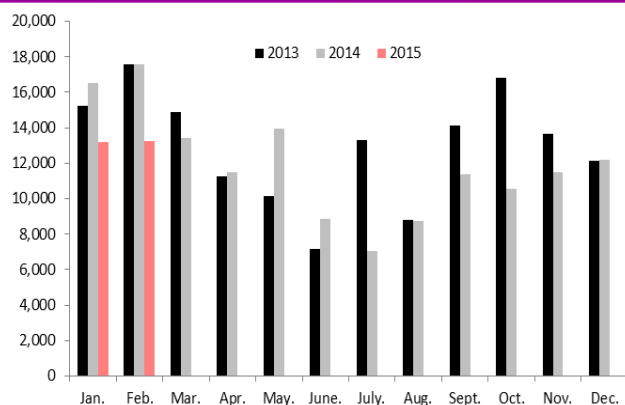
图表 23: 日本乳胶月度进口量 (单位: 吨)



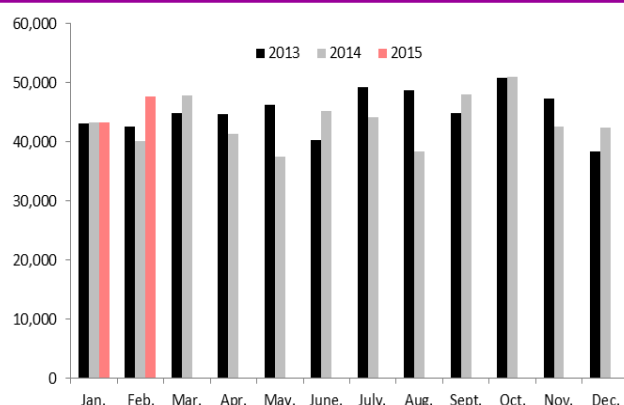
资料来源: 日本橡胶贸易协会 光大期货研究所

资料来源: 日本橡胶贸易协会 光大期货研究所

图表 24: 日本烟胶片月度进口量 (单位: 吨)



图表 25: 日本标胶月度进口量 (单位: 吨)



资料来源: 日本橡胶贸易协会 光大期货研究所

资料来源: 日本橡胶贸易协会 光大期货研究所

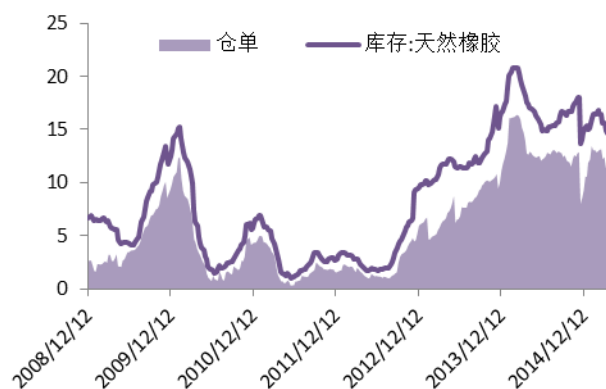
(三) 库存

期货库存。截止至 4 月 3 日当周，上期所天然橡胶库存周度减少 2660 吨至 14.41 万吨，其中上海减少 430 吨，山东减少 1830 吨，云南持平（库满），海南减少 1000 吨，天津增加 600 吨。注册仓单减少 1560 万吨至 11.34 万吨，其中上海较上周持平，山东增加 160 吨，云南持平，海南

减少 2000 吨，天津增加 280 吨。

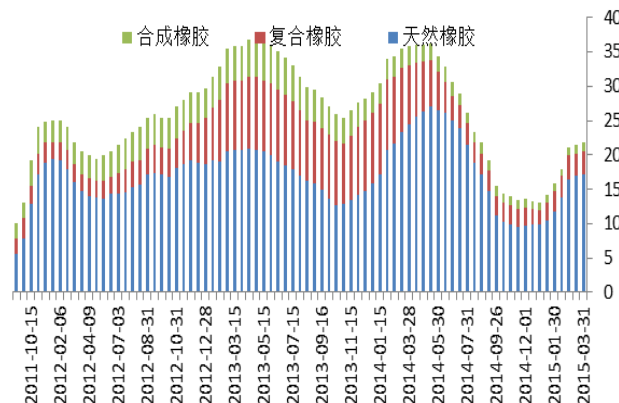
月度变化来看，2015 年 3 月，上期所库存较 2 月下降 1.82 万吨，仓单下降 1.65 万吨。下降的主要原因可能在于交储需要。自 2014 年 11 月，上期所对国产全乳胶老仓单进行强制期转现后，去年 12 月至今，库存累计增加 1.02 万吨，仓单累计增加 0.96 万吨。

图表 26: 上期所库存与仓单 (单位: 万吨)



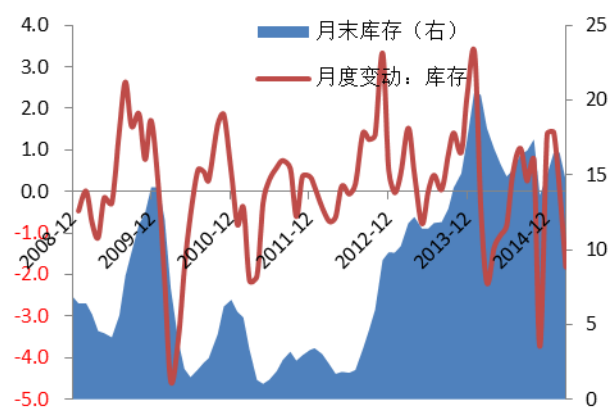
资料来源: SHFE 光大期货研究所

图表 27: 青岛保税区库存 (单位: 万吨)



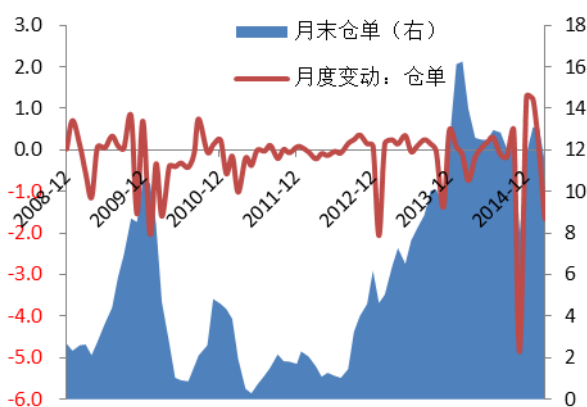
资料来源: Qinrex 光大期货研究所

图表 28: 上期所天然橡胶库存及变动 (单位: 万吨)



资料来源: 光大期货研究所

图表 29: 上期所天然橡胶仓单及变动 (单位: 万吨)



资料来源: 光大期货研究所

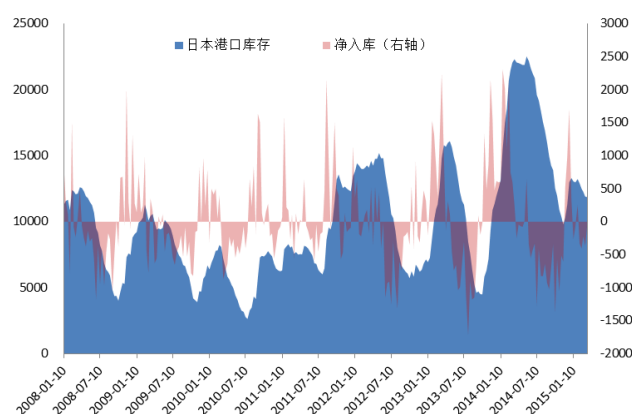
现货库存。截止至 4 月 3 日当周，青岛保税区橡胶延续缓慢净流入的态势。出库方面，多数仓库集中在 300 吨上下，个别大型仓库稍多；入库方面，个别大库达到 1000~2000 吨，其他仓库在 300~500 吨不等。据了解，短期保税区入库计划依然稀少，维持库存小幅增加预期。

根据截止至 3 月 31 日青岛保税区橡胶库存分项数据，总库存为 21.81 万吨，较中旬（下同）增加 0.39 万吨或 1.8%。其中，天然橡胶 17.08 万吨（+0.2 万吨或+1.2%），合成胶 1.2 万吨（-0.02

万吨或-1.6%)，复合胶 3.53 万吨 (+0.21 万吨或+6.3%)。

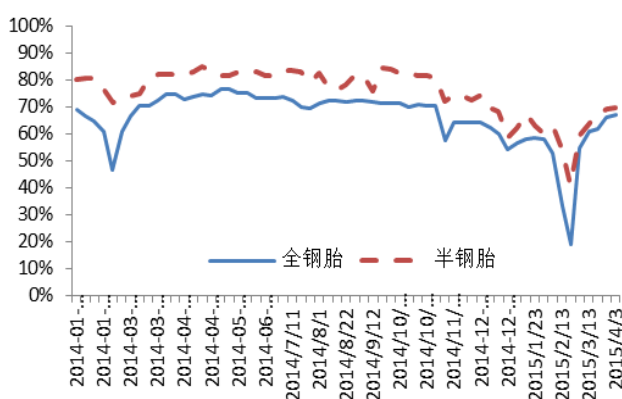
日本方面，根据日本橡胶贸易协会最新公布的数据显示：截至 3 月 20 日，日本港口橡胶库存微降 0.4%至 11,858 吨。数据显示，天然乳胶库存从 517 吨降至 503 吨，固体合成橡胶库存从 928 吨升至 955 吨，合成乳胶库存降至 23 吨。

图表 30: 日本港口天然橡胶库存 (单位: 吨)



资料来源: 日本橡胶贸易协会 光大期货研究所

图表 31: 轮胎厂开工率



资料来源: Qinrex 光大期货研究所

(四) 下游

本周轮胎企业开工继续小幅恢复，山东地区轮胎企业全钢胎开工率 66.98%，上周上涨 0.78 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工率为 69.52%，较上周微涨 0.43 个百分点。与去年同期相比，山东地区全钢胎开工率下降 7.5%，国内半钢胎开工率下降 12.5%。

在节后轮胎消费小旺季的带动下，近期下游销售平稳，出口保持稳定，厂家库存有所消化。虽然多数厂家降价促销，但经销商多观望并不买单，仅采购畅销货源，无大量备货意向。春节过后，天气渐暖，大型作业和长途运输业走上正轨，增加对全钢胎需求。但整体销售仍显平淡，国内新车消费增速放缓，多地限购限行，新车产销一定程度上受阻，轮胎配套需求受限。

四、下月操作策略呈现

从目前上期所天然橡胶各合约间价差来看，主力 RU1509 以及今年的最后一个合约——RU1511 可谓是“难兄难弟”。尽管今年仓单相对集中，但仍表明市场对下半年不乐观的预期。基本面未出现利好迹象，目前泰国处于停割期，对现货的压力较小，但年初采购的烟胶片如何处理，留给泰国政府解决的时日并不多；国内云南产区已进入全面开割期，海南产区预计也将于 4 月 10 日左右开割。中国、日本两大进口国前两个月的累计进口量及库存出现了下滑。下游需求方面，

国内全钢、半钢轮胎厂开工率低于去年同期，且未发生对原料的集中采购。从对沪胶季节性的统计上来看，自 2003 年至今，4 月出现上涨行情的只有 2006 年、2009 年，其余年份均为下跌，平均跌幅达到 6.5%；而 2011 年熊市以来，4 月下跌的概率为 100%，平均跌幅为 8.6%。鉴于目前的绝对价格水平，我们的操作建议是观望或短线逢高沽空。

分析师：彭程，华东政法大学金融学学士及经济学硕士，现任光大期货研究所能源分析师，主要负责天然橡胶期货研究，获上海期货交易所 2013 年度“优秀分析师新人奖”。

从业两年以来，在《证券时报》、《期货日报》及文华财经上发表文章三十余篇，并多次接受《中国证券报》、《证券时报》、《国际金融报》、《期货日报》、路透社等专业媒体的采访。

从业资格号：F0286172

投资咨询资格号：Z0010744

电话：021-22169060-237

E-mail: pengcheng1@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司总部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼

邮编：200040

电话：021-22169060

传真：021-22169061

机构渠道部

地址：上海市浦东新区福山路 458 号同盛大厦 3 楼

邮编：200122

电话：021-20231712

传真：021-20231732

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座大连期货大厦 2002、2003、2410 号房间

邮编：116023

电话：0411-84806837

传真：0411-84806843

福州营业部

地址：福州市鼓楼区东大路 92 号华源大厦 15 层 1503 室

邮编：350003

电话：0591-87875103

传真：0591-87875119

宁波营业部

地址：浙江省宁波市海曙区华楼巷 19 号 3-11 室

邮编：315010

电话：0574-87269819

传真：0574-87367237

北京营业部

地址：北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 5 层

邮编：100045

电话：010-68084002

传真：010-68084131

郑州营业部

地址：河南省郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 903、905 室

邮编：450018

电话：0371-65612257

传真：0371-65612515

上海肇嘉浜路营业部

地址：上海徐汇区肇嘉浜路 680 号金钟大厦 811 室

邮编：200031

电话：021-64155171、64155173

传真：021-64736784

青岛营业部

地址：山东省青岛市市南区香港西路 67 号 12 层 JKLM 室

邮编：266071

电话：0532-86129091

传真：0532-86129089

天津营业部

地址：天津市河西区解放南路 376 号富裕大厦 2 号楼 17 层 A 室

邮编：300202

电话：022-58780708

传真：022-58780708

长沙营业部

地址：长沙市开福区芙蓉中路三段 142 号光大大厦 1210、1211、1213

邮编：410011

电话：0731-82906096

传真：0731-82906097

长春营业部

地址：吉林省长春市解放大路 2677 号光大大厦 15 层

邮编：130061

电话：0431-88405567

传真：0431-88405587

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 689 号 1808、1809、1810、1411 房

邮编：510635

电话：020-38731485

传真：020-38731323

重庆营业部

地址：重庆市渝中区解放碑民族路 168 号光大银行大厦 3F

邮编：400010

电话：023-86618100

传真：023-86618133

南京营业部

地址：南京市玄武区中央路 288 号 5 楼 501 室

邮编：210008

电话：025-83122055

传真：025-83122059

深圳营业部

地址：深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 2701、2702

邮编：518026

电话：0755-82767979

传真：0755-82767970

上海新闻路营业部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼

邮编：200040

电话：021-22169060

传真：021-22169061

南宁营业部

地址：广西壮族自治区南宁市民生路 131 号绿都商厦 31 层

邮编：530012

电话：0771-2862803

传真：0771-2862803

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道北京大厦 20 层 G、H

邮编：570000

电话：0898-68538658

传真：0898-68507358

武汉营业部

地址：湖北省武汉市张之洞路 224 号紫阳大厦 10 层

邮编：430060

电话：027-88312095

传真：027-88312078

杭州营业部

地址：杭州市江干区富春路 308 号华成国际发展大厦 11 层

邮编：310020

电话：0571-89910707

传真：0571-89910722

世纪大道营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道 1501 号 1301、1309 室

邮编：200122

电话：021-50192126

传真：021-50192155

成都营业部

地址：成都市武侯区领事馆路 7 号保利中心南塔 905 室

邮编：610000

电话：028-86032288

传真：028-86032668

西安营业部

地址：西安市高新区唐延南路都市之门 C 座 1 单元 10 层

11010-11015 号

邮编：710065

电话：029-88606880

传真：029-88600929

济南营业部

地址：济南市历下区黑虎泉西路 183 号泉景商务大厦 5A 层

邮编：250011

电话：0531-55752678

传真：0531-55752660