

## 熊途漫漫，艰难筑底

在 2016 年上半年宏观经济面压力依旧偏大，下游需求增加不明显以及天然橡胶库存高企的情况下，沪胶期价短线大幅急跌、下破生产成本后出现短线强劲反弹的“大破大立”走势的可能性较大。

2015 年在世界经济总体偏弱，国内经济增速明显放缓以及大宗商品供应整体严重过剩的大背景下，天然橡胶期现价格呈现了单边下跌的走势。

总体而言，2015 年天然橡胶的供应处于历史高峰周期，供需格局呈现供大于求的宽松态势。同时虽然胶价连续下跌，但其仍未真正下跌至东南亚橡胶主产国的生产成本线以下-----这就导致由价格引导去产能进程尚未真正开启。在需求增加量远不能对冲供应高峰水平的情况下，国内天然橡胶的库存水平维持高位，并不断增加。

在 2016 年上半年宏观经济面压力依旧偏大，下游需求增加不明显以及天然橡胶库存高企的情况下，预计沪胶期价短线大幅急跌、下破生产成本后出现短线强劲反弹的“大破大立”走势的可能性较大。

但若沪胶期价后市始终在 10000 点附近维持震荡，则可采取高抛低平的短线交易策略，若明年上半年因收储等意外因素引发大的反弹，且持续时间过长，则明年下半年，供需平衡不会得到有效改善，9 月等远期合约还可能继续大幅度下挫。

马学哲 分析师

倍特期货有限公司

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

# 天然橡胶：熊途漫漫，艰难筑底

## 第一部分：2015 年行情回顾

2015 年在世界经济总体偏弱，国内经济增速明显放缓以及大宗商品供应整体严重过剩的大背景下，天然橡胶期现价格呈现了单边下跌的走势。全球经济整体仍处于复苏初始阶段、原料供应过剩及库存高企等内外因素是导致胶价震荡走弱的主要原因；同时相对于前几年而言，商品市场资金流动性明显降低也使得在 2015 年下半年内胶价的波动幅度有所收窄。

图一：沪胶指数日 K 线走势



资料来源：文华财经

## 第二部分：市场结构分析

### 1.宏观经济环境分析

2015 年全球经济整体复苏动能有所减弱。叙利亚乱局、难民涌问题、极端恐怖主义等等因素对全球经济特别是欧洲经济复苏带来纷扰。美国经济在前期强劲复苏基础上增长动能有所减缓；欧洲经济温和复苏，但基础仍不牢固并受到外部纷扰；日本经济面临下行风险，安倍推出的“新三支箭”能否奏效尚需观察。新兴市场在美国加息预期和中国需求下降两大因素影响下，面临经济减速、滞胀和资本流出压力。

2015 年是中国宏观经济步入加速探底和风险集中释放的低迷年。投资增速依然在下滑,基建投资未有改善,房地产投资依然低迷,库存高企房地产销售向投资传导不畅,工业面临较大下行压力, 外需持续疲软

以及政策刺激效应的弱化，经济趋稳的基础并不扎实。虽然国内经济消费需方面并未出现大的萎缩、并且持续增长，但前期形成的庞大过剩产能及库存对使得国内经济增长的面临特别大的压力。预计 2015 年全年 GDP 实际增速为 6.9%，较 2014 年下滑了 0.4 个百分点。

图二：中国 GDP 走势



资料来源：Wind 资讯

大宗商品市场从 2005 年开始经历了一轮近 10 年的“超级上涨周期”后，于 2014 年下半年开始步入下跌周期。2015 年全球经济和国家贸易增长放缓，全球投资活动低迷，商品市场需求疲软，但供应方面却因为前些年新增产量进入集中释放周期而出现持续增长的态势---这导致国际大宗商品市场维持弱势格局。从 2014 年下半年开始，大宗商品价格整体呈现单边趋势性下跌的走势；商品价格指数也在 2015 年第四季度下跌至 2008 年全球金融危机以来的最低水平。

图三：CRB 指数月线走势



资料来源：文华财经

## 2.天然橡胶基本面分析

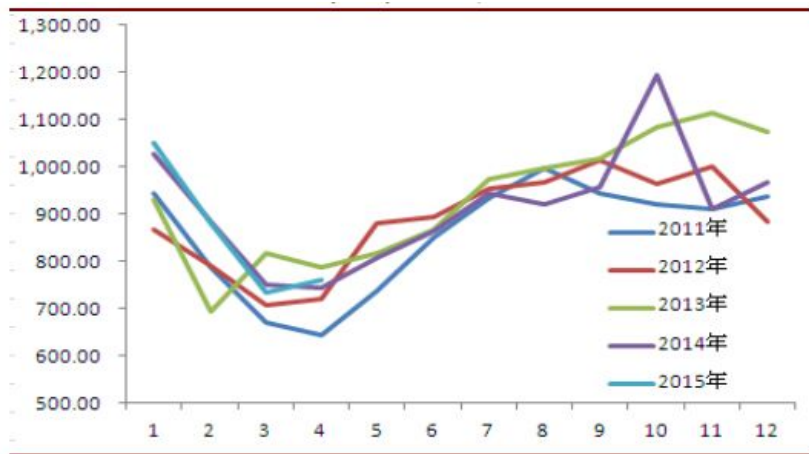
### 2.1 天然橡胶供应分析

2014-2015 之间，天然橡胶供应方面始终处于高峰周期。

在 2005--2008 年之间，东南亚各产胶国纷纷对橡胶林进行了大量的扩种；在经过 7 年左右的生长周期之后，从 2013 年开始全球天然橡胶的供应就开始处于增产周期。就天然橡胶开割面积来看，印尼、泰国、马来西亚等主要天然橡胶生产国 2003 年天胶开割面积为 619 万公顷，2012 年则达到 744 万公顷，过去几年合计开割面积复合增速为 2.07%，而 2013-2015 年全球天然橡胶开割面积增速有望达到 4-5%。

但另一方面，在价格大幅连续走低的背景下，2015 年许多橡胶种植者因价格较低而导致持续割胶将导致收益下降，使其开始有所减产。据 ANRPC 公布的数据，2015 年 1-10 个月其成员国总产量同比下滑 0.9%。因此，就供应量而言，2014 年-2015 年为天然橡胶上游原料供应压力最大的时间段。

图四：全球天然橡胶生产情况（千吨）



资料来源：Wind 资讯

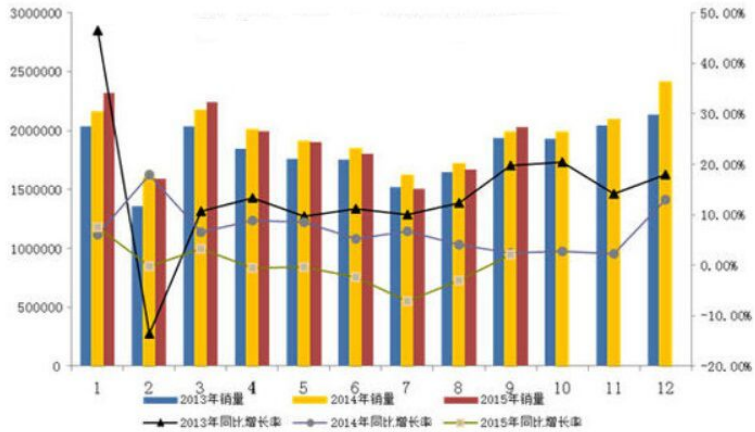
### 2.2 天然橡胶需求分析

2015 年 3 月以来，在宏观经济下行压力、汽车消费逐步饱和以及资本市场巨幅震荡等多方因素作用下，国内汽车行业同比增速持续下滑，在 6 月产销增速出现近七年来首次双降，7 月产销增速初现最低点。但 8

月以来,资本市场逐步恢复稳定,汽车产销情况有所好转。9月销售增速则重返正数,乘用车增速反超商用车。

据中国汽车协会公布的数据:2015年1-9月国内汽车产销1709.16万辆和1705.65万辆,产量同比下降0.82%,销量增长0.31%。

图五:中国国内汽车销量月度走势



资料来源:中国汽车协会

而对轮胎消费量最大的国内重卡市场在2015年则成为车市中的“重灾区”。据统计,今年1-9月重卡市场共约销售各类车辆40.69万辆,同比下降30%。

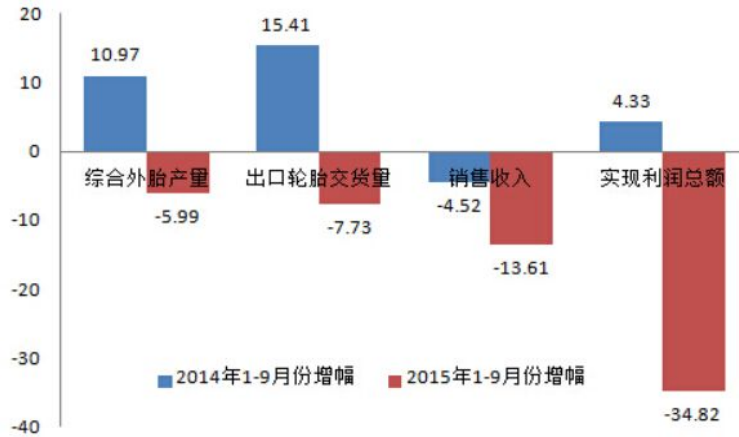
图六:中国重卡月度销量



资料来源:中国汽车协会

同时,2015年国内轮胎行业整体非常疲软:产量下降,库存增长;出口量(值)持续下降;价格下滑,利润下降,投资回落。据统计2015年1--8月,全国轮胎计划投资项目同比下降15.3%,实际完成项目下降8.3%,新开工项目下降1.1%,竣工项目下降13%;行业平均开工率为60%左右,比去年同期降低10多个百分点,出现了“量价齐跌”的局面。

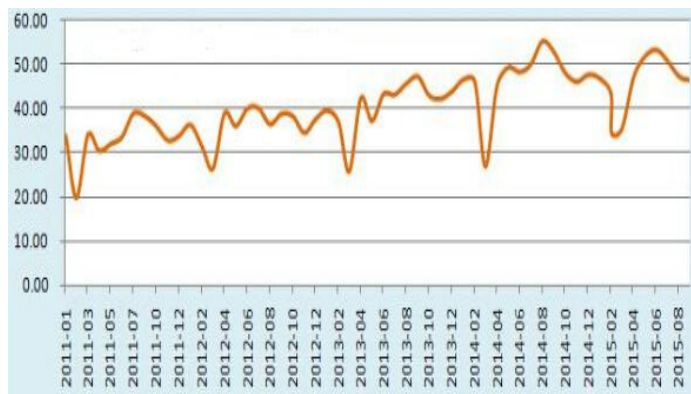
图七：2015 年和 2014 年 1-9 月轮胎行业主要指标对比



资料来源：中国橡胶工业协会

据中国橡胶工业协会轮胎分会对 44 家主要轮胎企业的统计,2015 年 1-9 月, 轮胎产量 2.65 亿条, 下降 6.01%。其中全钢胎产量同比环比持续下降, 为近 30 年来首次。受美国“双反”等影响, 轮胎出口交货值 425.13 亿元, 下降 15.75%; 出口交货量 1.19 亿条, 下降 7.73%。

图八：国内轮胎出口量（万吨）



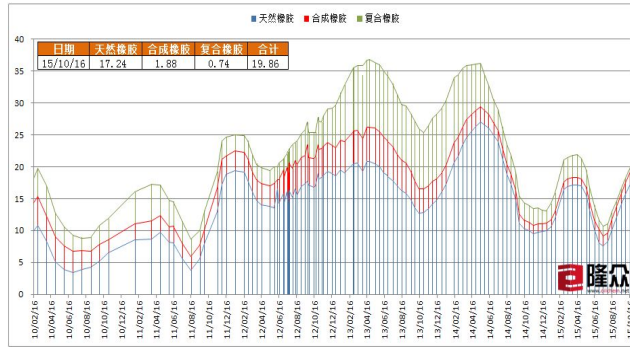
资料来源：Wind 资讯

偏弱的宏观环境令轮胎行业生存压力与日俱增, 进而导致天然橡胶需求面在 2015 年始终处于增长乏力的态势。

### 2.3 天然橡胶供需格局分析

总体而言, 2015 年天然橡胶的供应处于历史高峰周期, 供需格局呈现供大于求的宽松态势。同时虽然胶价连续下跌, 但其仍未真正下跌至东南亚橡胶主产国的生产成本线以下-----这就导致由价格引导去产能进程尚未真正开启。在需求增加量远不能对冲供应高峰水平的情况下, 国内天然橡胶的库存水平维持高位, 并不断增加。

图九：青岛保税区橡胶库存变化



资料来源：隆众石化网

### 第三部分 2016 年行情展望及操作建议

#### 1.行情展望

宏观方面，我们预计 2016 年或将是中国经济触底反弹的一年。在世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期、政治经济周期以及经济政策再定位等因素的作用下，中国宏观经济增速在 2015 下半年至 2016 年上半年内或将加速下滑，之后本轮经济周期的第二个底部或将在 2016 年--2017 年内出现。由于中国宏观经济出现了大量的新产业、新业态和新动力，同时国内城镇化进程尚未完成，房地产和基础设施建设投资还有增长潜力。因此，在经过 2014-2016 年完成去过剩产能及培育新的增长源和新的动力机制的基础上，叠加从 2014 年开始的宽松货币政策的作用，在 2016-2017 年内中国经济增速或出现企稳反弹。

在 2016 年内，全球需求的低迷、超级大宗商品周期的持续以及各种地缘政治的影响对整个商品市场的压力依然存在；而随着去过剩产能、去库存进程的加速，在 2016 年包括沪胶在内的工业品价格水平或将保持低位震荡筑底态势。但另一方面，有别于 2015 年价格单边下跌的走势，2016 年商品价格或出现此起彼伏的底部阶段性反弹的局面。

可以预见，在 2016 年上半年内，大宗商品整体产能过剩的局面仍将从外部对天然橡胶价格继续形成压力；同时，由于国内外经济增长在 2016 年上半年内或难迅速转强，天然橡胶下游需要乏力的状态或也暂难得到大幅改观。因此，在供求关系仍然偏松、外部环境总体偏空的大背景下，我们预计在 2016 年上半年内天然橡胶或仍将处于震荡筑底的弱势局当中，并或还将出现大幅急跌的走势。

然而，随着价格的持续下跌，胶价开始逐步下探至生产成本的支撑区间。由于人工成本具有刚性特征，而橡胶的生产又十分严重地依赖人工割胶，因此人工成本将对橡胶价格构成刚性支撑。天然橡胶生产的成本区大约在 10000-12000 元/吨之间，若胶价长时间低于人工成本，将导致胶农将弃割，国外(如泰国)更会引发严重的社会问题。据报道，由于胶价持续低迷目前中国有 10-15%的胶农已离开胶园，寻找更好的机会；中国的一些私人橡胶加工厂，由于价格波动的风险，或者缺少原料，也不得不停止生产。因此，如果在 2016 年内天然橡胶的价格继续大幅下跌至生产成本线以下，则其将直接导致供应减少，降低天然橡胶原料的供给量,进而提振胶价反弹。

但另一方面，如若明年天然橡胶价格因诸如国储收储橡胶、多头资金逼空等小概率因素的支撑而不能展开加速下跌、快速下探至生产成本线以下，则上游减产意愿就不会强烈，使得目前这种宽松偏空的供求关系就仍将延续，那么沪胶期价就缺乏反弹的动力，导致胶价或在 2016 年内较长时间维持低位横盘震荡的筑底模式。

## 2.技术分析

技术上看，目前沪胶指数已经下破 2008 年 12 月低点（8689）至 2011 年 2 月高点（43293）之间涨幅所有的黄金分割位的支撑，期价运行在本轮行情的起涨点至 0.191 黄金分割位之间的区域并下探接近上轮行情起涨点。这一区间为筑底区间，并且上轮行情起涨点附近或将对期价形成较强的技术性支撑作用-----若期价急速下探到这一点位，则或将受其支撑形成短线较强劲的反弹行情。

图十：沪胶指数月 K 线走势



资料来源：文华财经



我们预计，从 2016 年沪胶期价走势虽难完全结束熊市格局，但其或将结束单边下跌态势而逐步进入震荡筑底的阶段。在这个阶段之中，期价在底部区域大致可能出现两种不同的走势：

1.在 2016 年上半年大幅急跌后的沪胶期价出现短线“V”型强劲反弹。出现这种走势的原因在于胶价大幅下跌、尤其是上半年就下探至 9000 整数关口以下的区域后，显著低于生产成本、导致上游供给出现集中减产，从而在短期内改变天然橡胶的供需格局----这就从内部供需面为沪胶提供强劲的反弹能量。

2.在 2016 年内天然橡胶的价格长时间徘徊在 10000 点附近波动而形成涨跌皆难的底部“横盘”走势。由于天然橡胶价格仍维持在生产成本附近，导致胶农缺乏减产的动力，从而使得供需宽松的格局短时间内无法从改变。因此，在无外部重大系统性利多的情况下，沪胶或因缺乏内部反弹能量而维持“以时间换空间”的低位长时间横盘筑底走势。

我们认为：在 2016 年上半年宏观经济面压力依旧偏大，下游需求增加不明显以及天然橡胶库存高企的情况下，沪胶期价短线大幅急跌、下破生产成本后出现短线强劲反弹的“大破大立”走势的可能性较大。若出现这种走势，则沪胶 1605 合约这一承受库存压力最大的合约的反弹力度或将相对偏弱，而 1609 合约这一对 2016 年全年供需再平衡状况定价的合约或将对 1605 合约呈现一定升水，并成为反弹的主力先锋----其反弹的第一目标位或将介于 12000-13000 之间，但时间上基本确定在明年下半年。

当然，如果明年出现国储收储天然橡胶或者 1601 合约中的多头资金继续逼空 1605 合约等可能性较小的事件，则沪胶 1609 合约则难以大幅反弹、反而将成为空头“重灾区”。

### 3.操作建议

2016 年若沪胶 1609 合约期价大幅下跌至 9000 点之下，则可能出现明显的反弹机会，操作上可重点关注顺势短多的机会，多单可持有至 12000 以上的区域。

但若期价后市始终在 10000 点附近维持震荡，则可采取高抛低平的短线交易策略，若明年上半年因收储等意外因素引发大的反弹，且持续时间过长，则明年下半年，供需平衡不会得到有效改善，9 月等远期合约还可能继续大幅度下挫。