

不走“熊涨”路 胶市季节性回调显现

16th Jun 2009

部门:石化事业部

分析师:张兵

Mob:13681600179

MSN:

bingozb@hotmail.com

E-Mail:

zhangbing@citicnewedge.com

CCTV-Blog:

<http://blog.cctvfinance.com/user0/14016/index.html>

全景网个人专栏:

<http://dzq.p5w.net/qtzqyj.asp?jbid=3603>



内容提要:

- 1、全球宏观经济走势依然滞缓 投机溢价不能充分发挥
- 2、国内外现货供应量逐步增加 新胶上市给予市场压力
- 3、三季度需求将进入消费淡季 无法支撑价格继续上涨
- 4、胶市内外盘比值已出现背离 价差结构验证出现修复
- 5、技术图形第一步反弹已到位 胶市将面临大B浪回调

目录

目录	1
前言	3
宏观经济篇	3
一、美国 CRB 指数与国债收益率同比增速仍在低位	3
二、美国 CPI 增长率大幅下滑	4
三、美国 GDP 同比增速大幅下滑	4
四、我国海关出口商品和消费品零售总额环比率下降	5
五、汇率走势也不利于橡胶进一步上涨	6
六、利率变化与橡胶走势呈现正相关性	7
供给和实体消费篇	7
一、全球产量增长率相对平稳,需求却在下降	7
二、整体市场进入到消化库存阶段	8
三、东南亚产胶国出口数据下降	9
四、我国天胶、合成胶进口数据环比下降	10

五、我国天胶产量环比同比增加-	11
六、我国轮胎产量环比下降且将受美国反倾销影响-	12
七、国内外汽车销量大幅下降-	13
八、工程机械消费进入淡季-	14
市场结构和胶种间比值价差篇-	15
一、沪胶期货升水现货使其套保空间凸显-	15
二、日胶市场低迷、库存稳增、交割量下降-	16
三、胶市内外盘比值背离，有待修复-	17
四、胶市价差结构将会回归理性-	18
五、日胶主力持仓以基金做空，贸易商做空为主-	19
技术分析篇-	20
一、天胶价格泡沫显现-	20
二、技术形态反弹到位面临回调-	21
三、程序化智能系统交易信号分析-	22
总结篇-	23

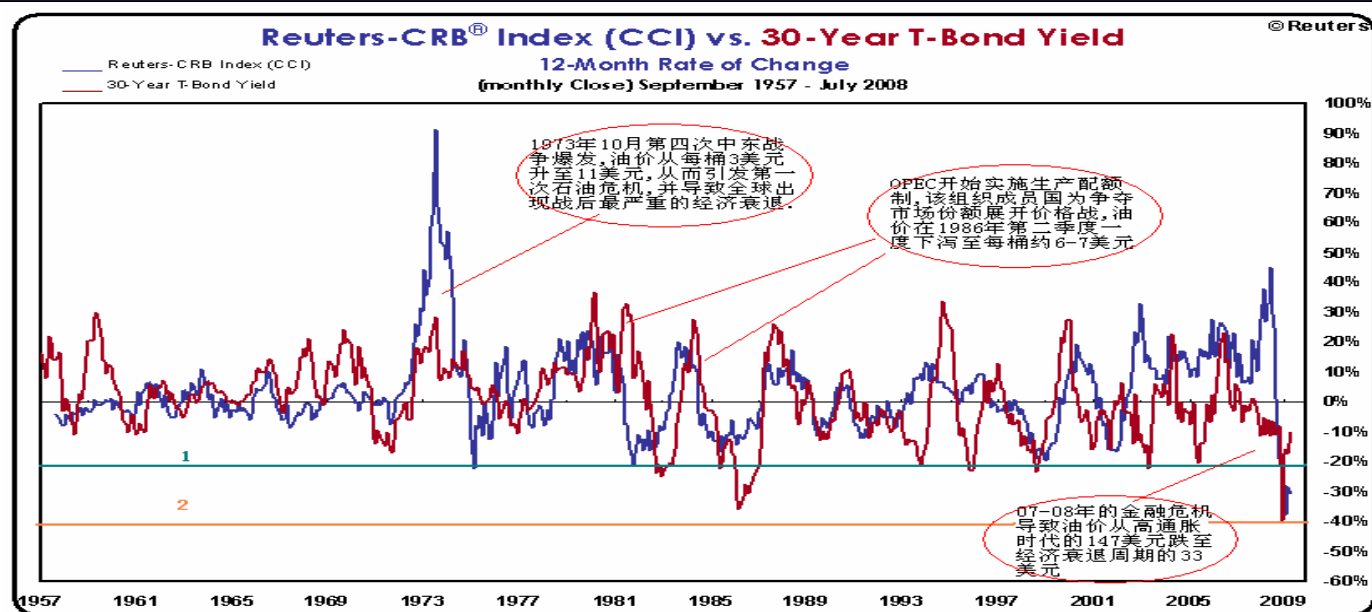
前言

从08年12月8日，沪胶指数创本轮新低以来，胶市展开了长达99天的反弹周期（以09年5月7日阶段性高点为止）。这其中胶价走势也在多空激烈博弈间逐步震荡上行。今年大宗商品的走势，多数受其金融属性影响，除了经济政策的有效刺激外，一季度的需求转暖也是间接导致了价格上涨。即便如此，但商品期货自然脱离不了其商品属性，在经过了一轮资金炒作后，其季节性因素的到来逐步显现，且市场整体毕竟仍处在熊市格局中，百年难遇的危机背后需要开始新的探索。鲁迅先生曾经说过：“世上本没有路，走的人多了也便成了路。”胶市自然也不会在熊市中一路上涨（简称“熊涨”），需要多空反复摸索。笔者认为，后市胶价将受季节性影响，转身向下行走。

宏观经济篇

一、美国CRB指数与国债收益率同比增速仍在低位

图1：美国CRB指数与30年国债收益率同比增速走势图



资料来源：CRB Indices/中信新际石化事业部

如图1所示：笔者发现美国CRB指数与30年的国债收益率同比增速从1957年开始便有自身的运行周期，往往30年国债收益率同比增速出现高点时，CRB指数同比增速便形成阶段性顶点（反之成立），且30年国债收益率通常在运行周期上都先于CRB指数完成顶部或者底部，两者相辅相成，即使在一些特殊的周期环境下出现过背离走势，也大多是受到战争或者经济危机影响（如海湾战争、此次金融海啸），且之后会从背离中修复，恢复其正相关性。我们知道带动CRB指数涨跌幅的带头大哥便是原油，此次金融危机，CRB指数开始从1978年经济大萧条后的牛市周期中形成的高点大幅回落，原油也从每桶近150美元的价格下挫至40美元以下，而30年国债收益率同比增速也伴随着萧条的市场，惨淡的人气下跌至1957年以来的最低点（-40%）左右，与1986年创

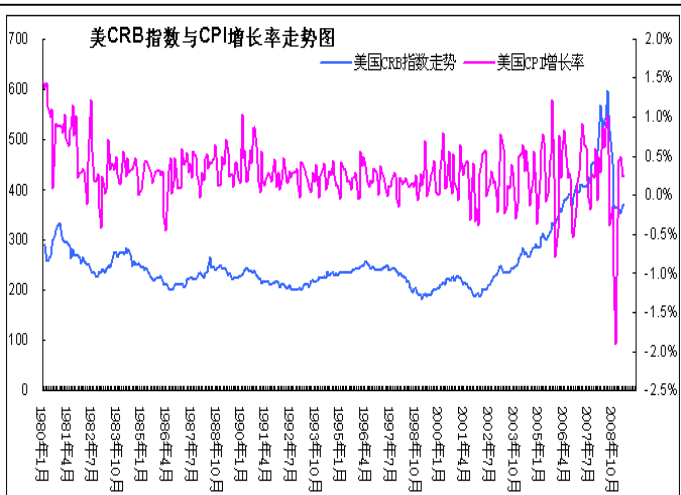
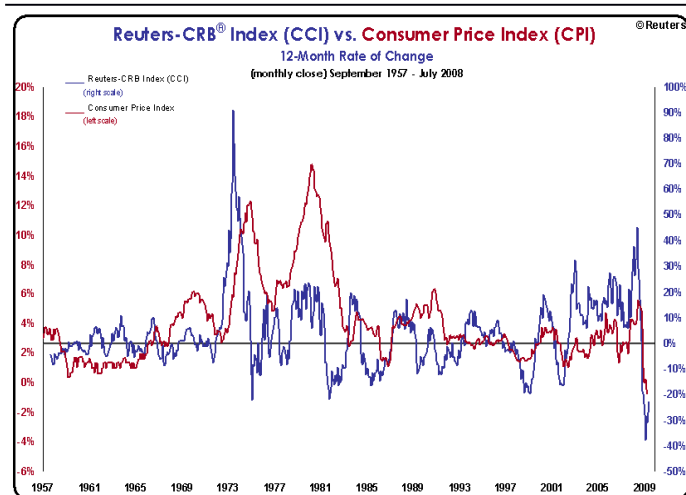
下的低点共同形成大双底的支撑位（如图一中的小2）；同时CRB指数同比增速也一同与1973年的石油危机、1986年的OPEC价格争夺战、1998年的亚洲经济危机、2001年的IT股泡沫破灭和9.11事件创下的低点（-20%附近）形成强力支撑（如图一中的小1）。

图1可以启示的便是本论危机后的大幅调整，底部已经酝酿而成，但两者的同比增速却依然在0%以下徘徊，说明全球经济并未完全好转，且走势滞缓；而CRB指数同比增速也在图中小1处遇到阻力，其继续上涨动能有待验证。回顾历史，每次大的回调出现，最少也会出现两年的震荡整理阶段，因此不可对目前我们所处的市场过分乐观。

二、美国CPI增长率大幅下滑

图2：美国CRB指数与CPI同比增速走势图

图3：美国CRB指数与CPI增长率走势图

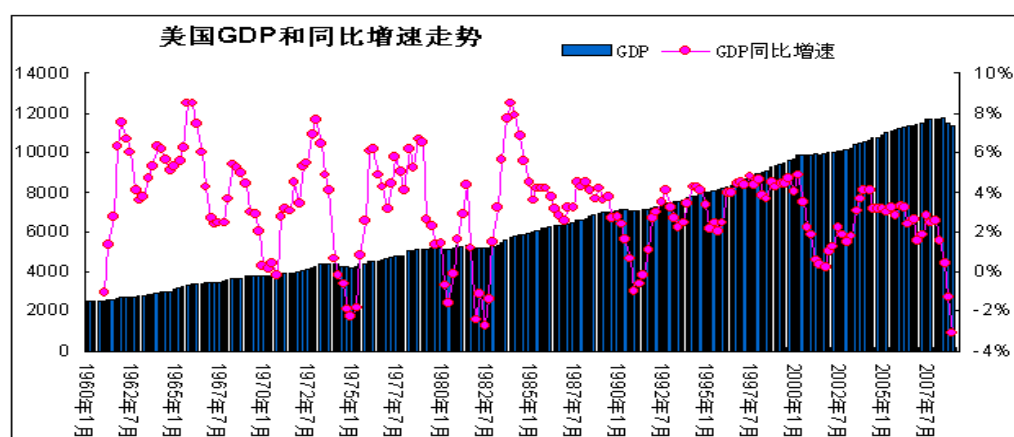


资料来源：CRB Indices/中信新际石化事业部

从图2、3可以看出，美国CPI增长率在金融危机后出现了大幅下滑，即便美国的救市政策陆续出炉，但依然没有使其走入良性循环。图2显示，CRB增速在回升，而CPI同比增速却在下降，两者出现了背离。其原因则是由于近期以原油为首的商品上涨迅速，多数受到投机基金炒作，而并非真正需求（这也是CPI出现下降的原因），所谓的买盘市场也仅仅是各国介于原油的低价格区域进行买入保值，以便巩固国家的能源战略储备，而并非流入到市场中进行消费转化，再加上基金的过份投机，使其出现短暂的价值泡沫。若想走出背离，要么经济好转，拉动需求；要么价格回调，回归基本面。以目前经济形势而言，笔者更倾向于前者，因此，在没有基本面的支持下（即CPI如果不出现好转的话），CRB指数想继续大幅上涨，难度较大。

三、美国GDP同比增速大幅下滑

图4: 美国GDP和同比增速走势



资料来源：中信新际石化事业部

如图4所示，07年的次贷危机，美国GDP增速曾出现小幅下滑，但由于美联储当时的降息和货币政策使得市场短期平息忧虑，并出现昙花一现的反弹，但中国有句俗话，所谓“纸包不住火”，当时经济已出现反转信号但并未被大多人所发现，市场处在一片欣欣向荣的假象中，随之而来的金融海啸把各方神圣打得无法招架，纷纷落荒而逃，其市场的各种指标也是一路下滑。从09年最新的数据显示，美国GDP同比增速走势仅为-3.08%，市场依然处在无底深渊当中，所谓的商品上涨也只能确认为反弹，是对前期大幅下跌的技术和市场周期修正。

四、我国海关出口商品和消费品零售总额环比率下降

图5: 我国海关出口商品总额

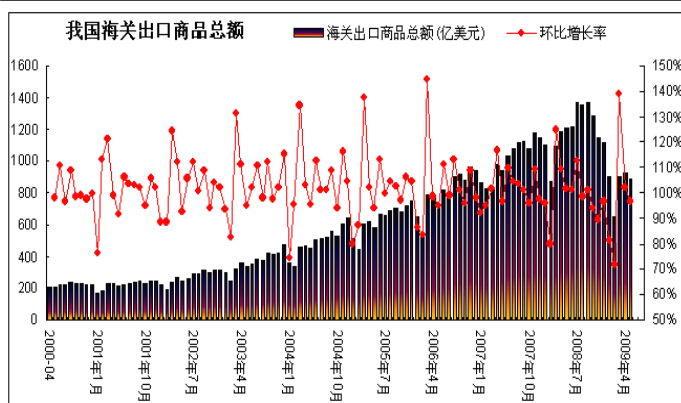
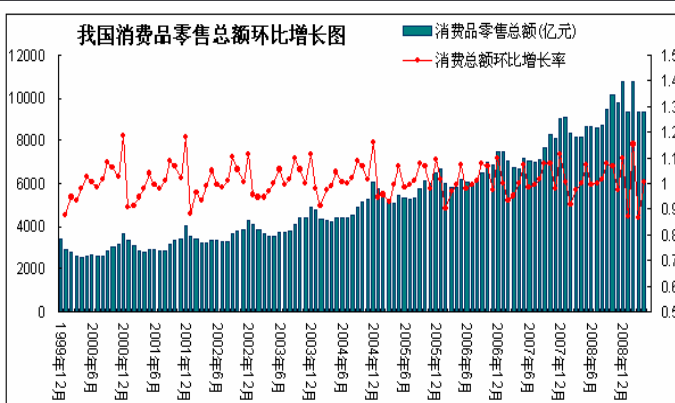


图6: 我国消费品零售总额与环比增长率



资料来源：中信新际石化事业部

从海关总署发布的前5个月我国外贸进出口情况来看，今年1至5月，我国对外贸易累计进出口总值7634.9亿美元，比去年同期下降24.7%。其中出口4261.4亿美元，同比下降21.8%；进口3373.5亿美元，同比下降28%。5月份当月，我国进出口总值1641.3亿美元，同比下降25.9%，环比下降3.9%；其中出口887.6亿美元，同比下降26.4%，环比下降3.4%；进口753.7亿美元，同比下降25.2%，环比下降4.4%。出口已连续7个月下滑，其中5月降幅加深。目前，全球需求疲软仍是主要原因，各国实行的低利率

和注入流动性等“救市”措施，对实体经济成效不明显，没有改变全球需求萎缩的局面，必须由需求拉动产业链，才能令实体板块一步一步复苏。

而从国内消费品零售总额来看，也有所下降，尽管国内4万亿的救市另我国经济并不像国外萎靡不振，但环比增长率仍低于历史同期水平，说明所谓的拉动内需，也仅仅是迈出了一小步，所谓的资金推动效应也仅仅反映在金融领域中，实体经济能否有效发展还需进一步验证。

五、汇率走势也不利于橡胶进一步上涨

图7：美元基金净持仓与美元指数走势

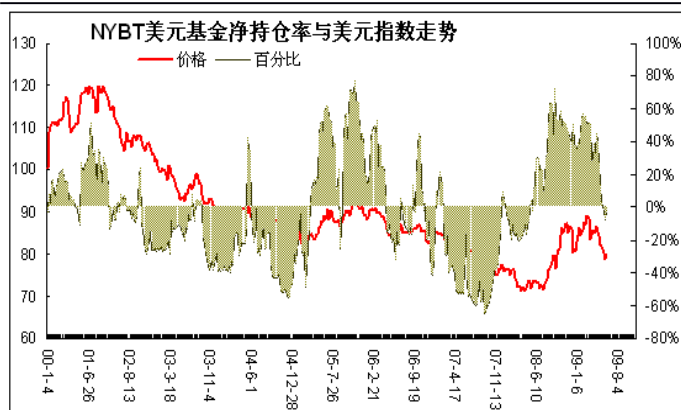
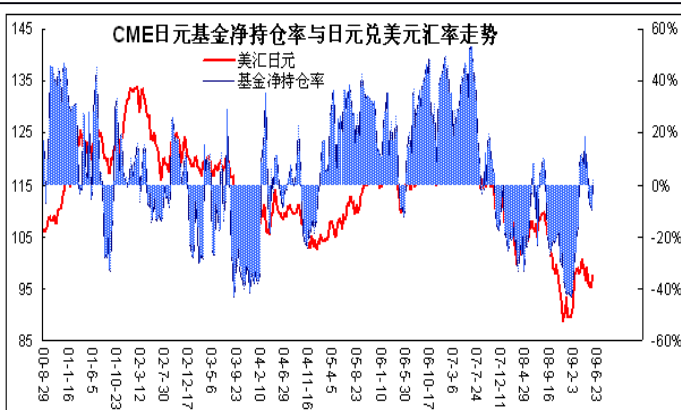


图8：日元基金净持仓与日元兑美元汇率走势



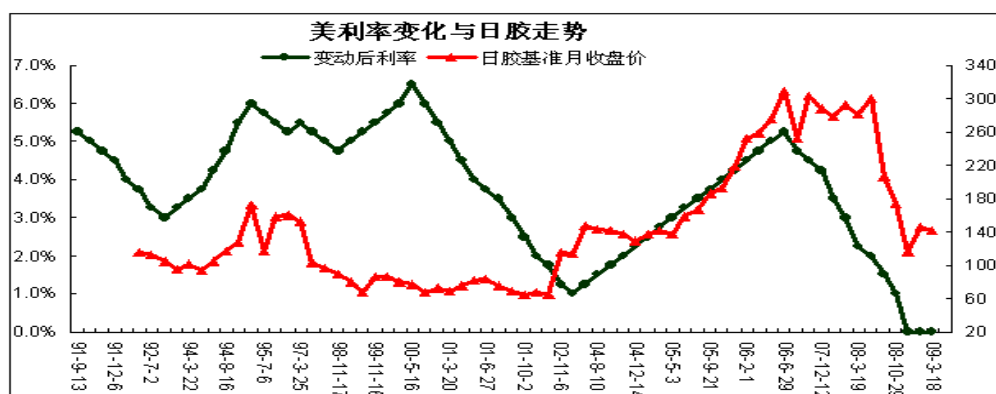
资料来源：中信新际石化事业部

如图7所示，NYBT美元基金净持仓整体仍未多头走势，美元指数在经过一轮回调后，即将站稳80这个整数关口，展开新的上涨。对比前低，美元强劲正令商品类货币受到牵制，但商品因素也对商品类货币构成打压，中国增加大宗商品库存的速度减慢，甚至有负增长的可能，部分商品出现囤积，拖累了商品价格和商品货币的总体上升趋势。由于10年期美债收益率相比德国同类债券具有优势，且息差扩大至2007年10月来的最高水平，令美元资产更具吸引力。同时，以伯南克为首的美联储也是推行强势美元政策，在于利用新的杠杆手段，利用美元升值的目的来减轻庞大的财政赤字，而不是学习前任格林斯潘的贬值政策，去疯狂的印制钞票来减轻财政压力，那样只会创造新一轮的通胀及其日后的崩盘式下跌，金融危机的前因后果便是好的举证。

同时，根据国际货币市场（IMM）的报告显示，截至6月9日当周的非商业性日元兑美元净空头合约约为2299份，此前一周为净多头9621份。该数据也是5周以来首次出现日元净空头头寸。由于市场预计美国经济复苏将优先于日本，而且美联储（FED）也可能将早于预期升息，因此投资者们纷纷调整头寸，造成美元/日元走势也是再次下跌，这也将不利于东京胶的上涨，使其再次承压。

六、利率变化与橡胶走势呈现正相关性

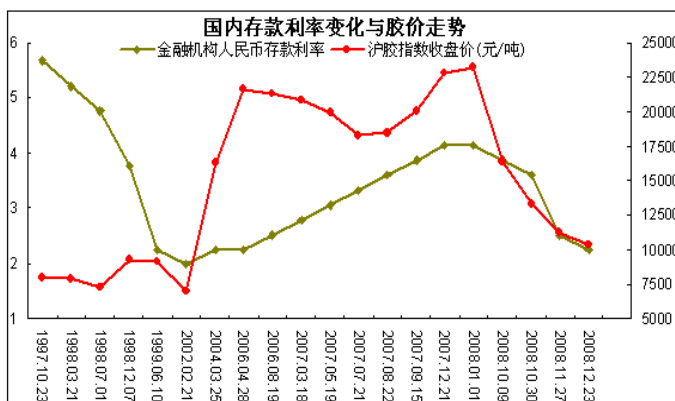
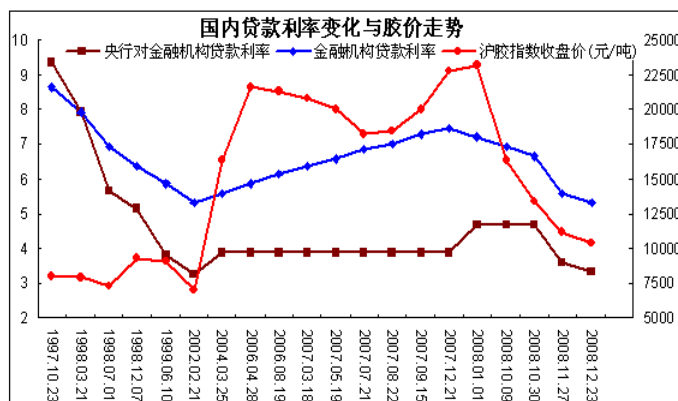
图9：美利率变化与日胶走势



资料来源：中信新际石化事业部

图10：国内贷款利率变化与胶价走势

图11：国内存款利率变化与胶价走势



资料来源：中信新际石化事业部

如图9-11所示，笔者发现利率变化与胶价呈现正相关性，且价格具有领先央行利率变化的先知先觉性。从广义上理解，利率下调，商品价格应该上涨，利率上调，则价格下跌；但从图中两者走势发现，却与书本上的严格定义偏离，归其原因表现在，投资者的心理预期往往不是政策面的刻意调控所能达到的，且各国央行利率的调控往往是个跟势指标，在通胀或者通缩发生后才会去实施，而作为价格领先指标的商品期货则早已从市场上表现出来，且在极度乐观的氛围下，投资者只会不断地追涨，同理于在危机下，投资者的恐慌情绪则被发挥的淋漓尽致。这也是笔者不认同仅靠各国的救市政策就能让商品短期重回牛市的原因之一，市场需要消化，需要去沉淀，分析师不能像我国初期“大跃进”那样，只会激进的喊口号，而不去认真贯彻，细化分析，毕竟真相只有一个。

供给和实体消费篇

一、全球产量增长率相对平稳 需求却在下降

图12：全球天胶产销与东京胶价格关系

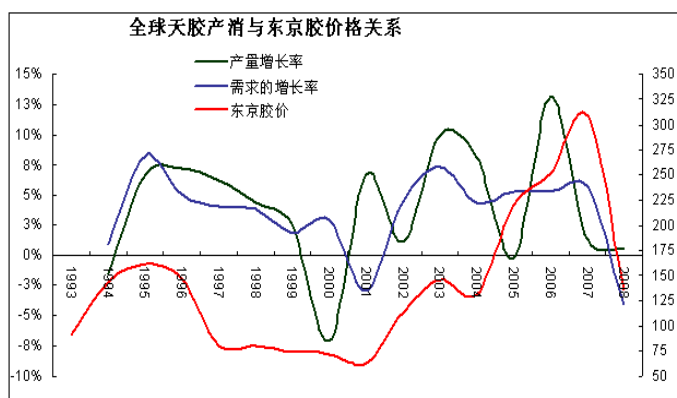
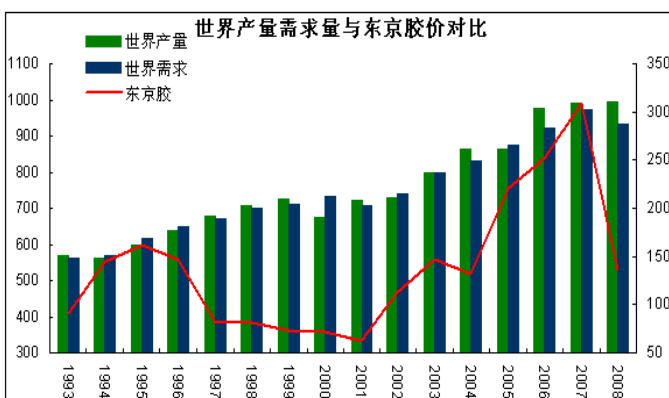


图13：世界产量需求量与东京胶价格对比



资料来源：中信新际石化事业部

国际橡胶研究组织前期表示，2009年全球天然橡胶需求预计将减少50万吨，去年需求预估为970万吨。IRSG表示，2009年全球合成橡胶需求料下降7.9%。由于市场需求减少，汽车厂商采取了减产、裁员及关闭工厂等措施，导致期胶价格跌至六年最低，并促使主要产胶国泰国、印尼与马来西亚削减出口。如图所示，产量增长率在经过06年的下滑后，处在一个相对平稳周期中，在0%的上方震荡；而需求增长率却一路滑至-5%，处在分水岭的下方。这也是胶价大幅下挫的原因，进入09年后的供过于求的局面仍将延续。

二、整体市场进入到消化库存阶段

图14：全球合成胶季度供需和库存变化

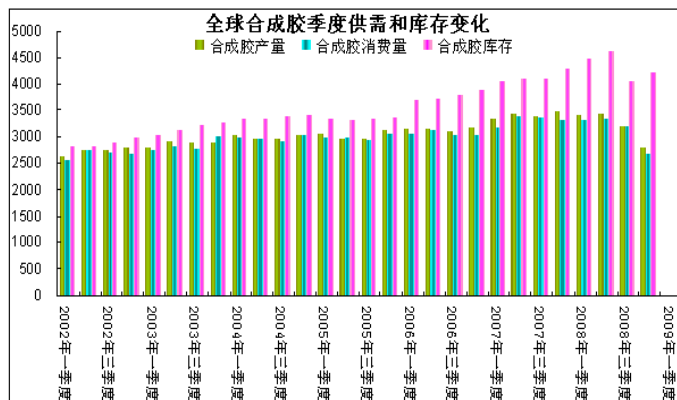


图15：全球天胶季度供需和库存变化

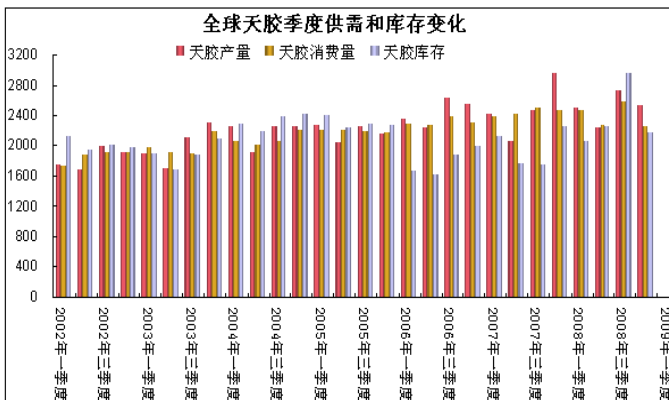


图16：全球合成胶库存消费比和价格走势

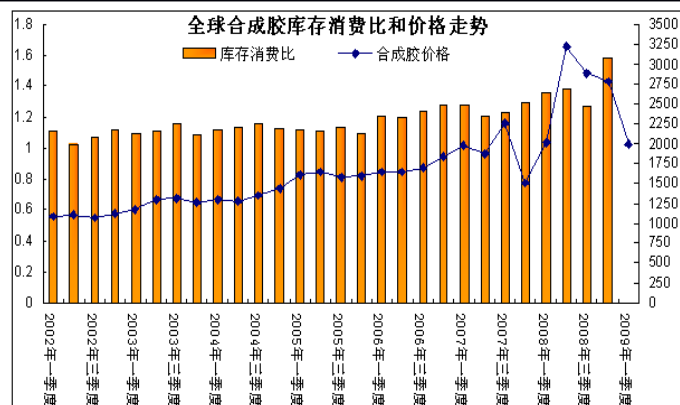
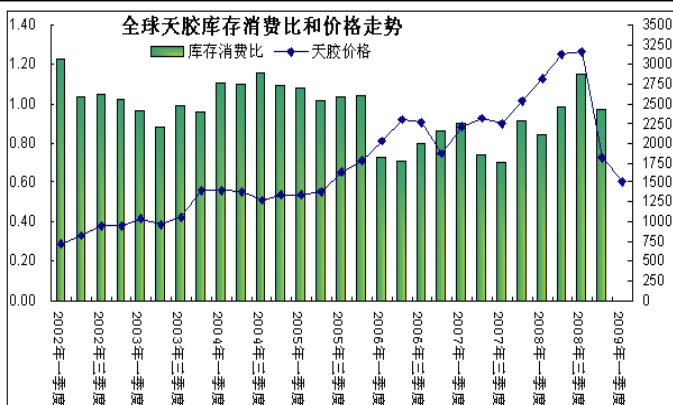


图17：全球天胶库存消费比和价格走势



资料来源：中信新际石化事业部

如图所示，笔者发现全球合成胶、天胶库存压力较为沉重，尤其以合成胶最为明显，这也是为什么原油反弹如此迅猛，合成胶价格不但不涨反而下跌的原因。对比于天胶，其上涨动力除了库存与消费比相对平衡外，最主要的就是其有期货合约，投机者可以借助外力大量炒作价格，而合成胶并无期货合约，所以其价格涨跌最原始的反馈在需求量上，供给增加，需求减少，库存压制，价格理应抬不起头。对比两胶种间的库存消费比，标胶处在0.97靠近均值1的临界点，而合成胶则高达1.58，使其对价格出现压制也在所难免。

三、东南亚产胶国出口数据下降

图18：泰国出口数据与环比率

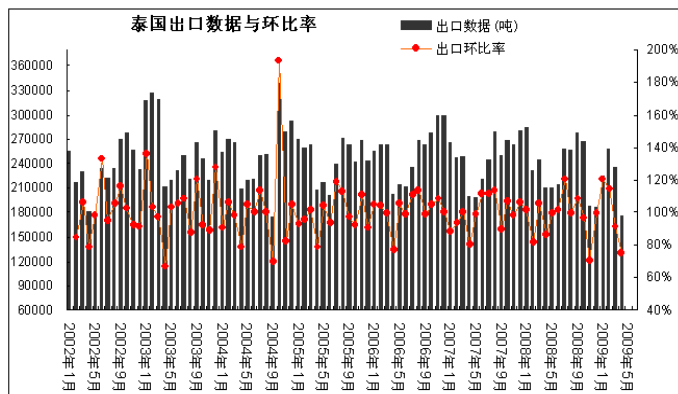


图19：泰国历年出口数据

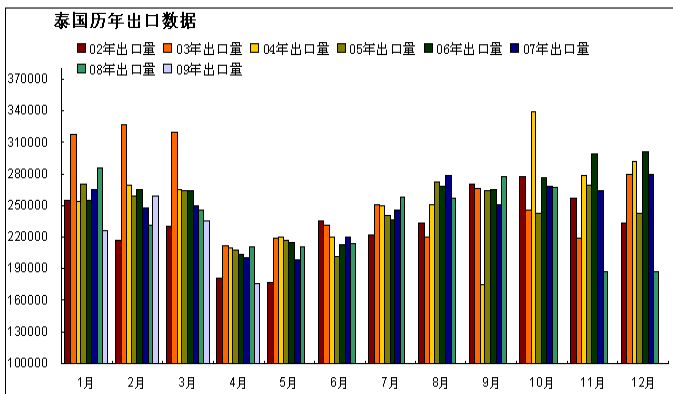


图20：马来西亚库存与环比率

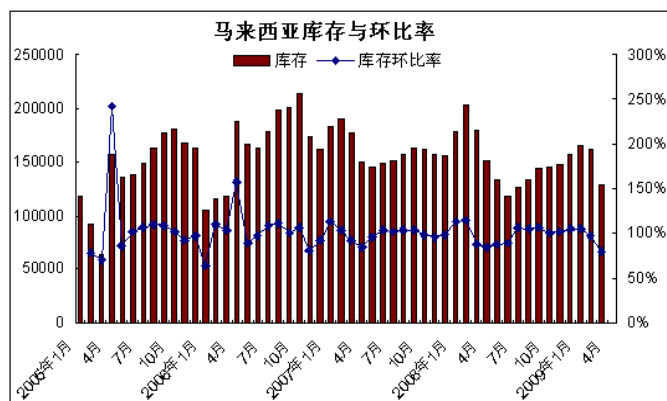
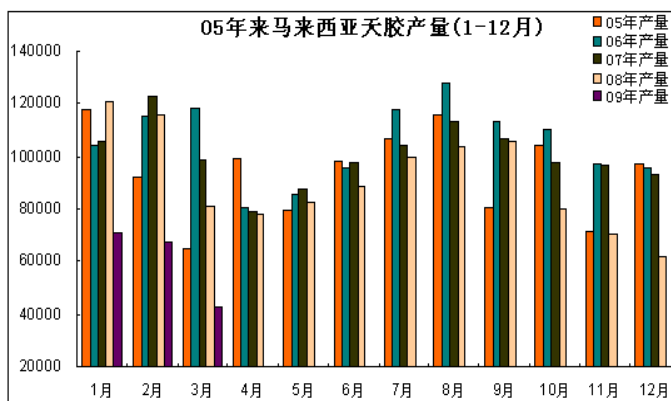


图21：05年来马来西亚天胶产量



资料来源：中信新际石化事业部

马来西亚统计局最新数据显示，该国截至4月底天然橡胶库存降至113,074吨，较去年同期减少22%。4月天然橡胶产量同比减少24%至55,692吨，但较上个月增长。马来西亚上修5月天然橡胶产量预估，从42,552吨修正至47,380吨。4月天然橡胶出口较去年同期减少48%，至45,671吨，而进口增加22%至51,377吨。该国4月天然橡胶消费量较去年同期减少7.5%，至37,166吨。种植户将产量和出口减少归因于降雨放缓割胶步伐，且在持续的再种植计划下旧的橡胶树被砍到导致供应减少，而全球经济衰退打压国际市场上的需求。进口增长主要是因为橡胶手套制造中乳胶需求增加。

泰国政府表示，今年4月泰国橡胶出口较去年同期下降16.5%，至176,168吨，根据农业部的数据，2008年该国累计销售283万吨橡胶，低于2007年的297万吨。

出口量的减少无外乎于需求的下降，虽然主产国大多由于天气、政治等因素使其产量同比下降，但环比大都增长，也预示着季节性因素的到来，使其在3季度产量逐步回升，进而给予价格压力。

四、我国天胶、合成胶进口数据环比下降

图22：我国合成胶进口量和环比增长率

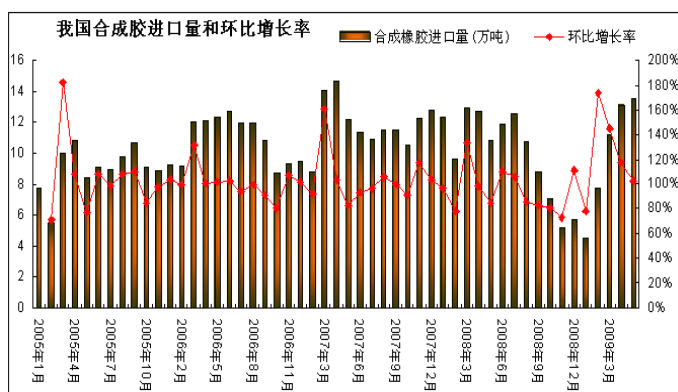


图23：我国天胶每月进口量和环比率

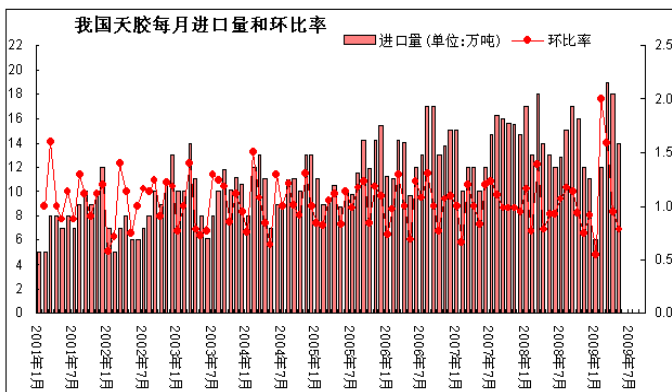


图24：我国合成胶产消和进口量

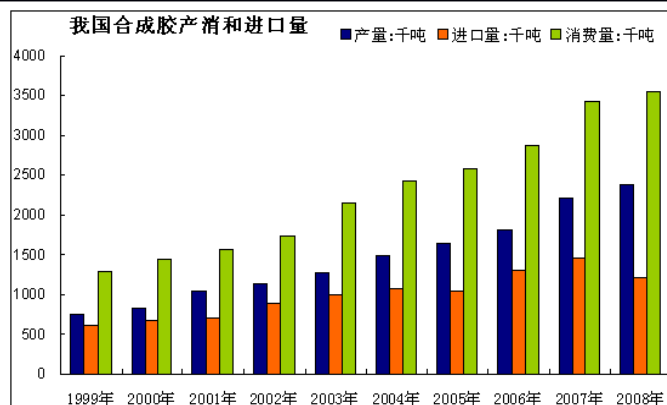
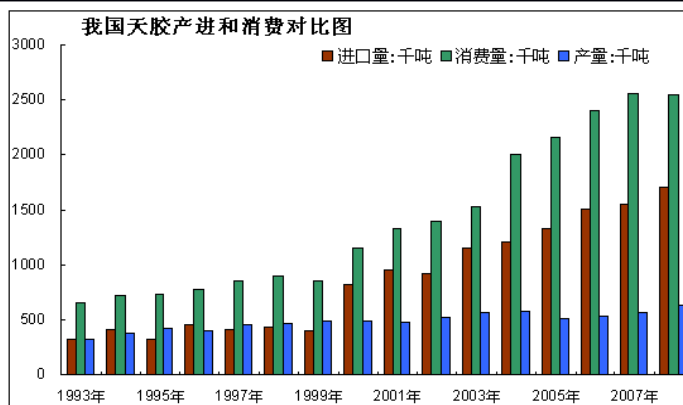


图25：我国天胶产进和消费对比图



资料来源：中信新际石化事业部

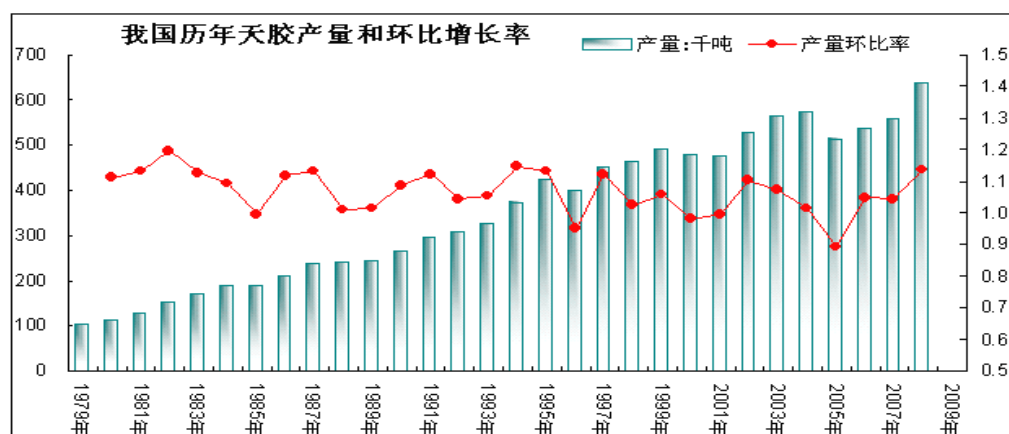
据中国石油和化学工业协会(CPCIA)最新公布数据显示,4月份中国合成橡胶产量同比增长28.9%,达到28.2万吨;今年前4个月合成橡胶产量同比大幅增长33.7%,达到106万吨。预计未来几个月中国合成橡胶产量仍将保持增长势头,因为更多的生产装置将陆续投产。CPCIA称,去年底到今年初,中国国内新增约35万吨合成橡胶产能。今后一段时间内的新增产能包括:齐鲁石化公司10万吨/年丁苯橡胶装置,预计6月初投产;巴陵石化正计划将丁苯乙烯丁烯橡胶(SEBS)装置产能倍增至20万吨/年;兰州石化旗下5万吨/年丁腈橡胶和独山子石化旗下18万吨/年的合成橡胶装置。然而市场人士表示,当前合成橡胶市场的疲软,已经逼迫多数生产商计划削减开工率。

同期,中国5月天然橡胶进口量为140,000吨,同比增加40%。5月进口量较4月的180,000减少22%。海关并称,中国2009年1-5月天然橡胶进口量总计700,000吨,同比下降4.5%。

进口量环比增长率的下滑一方面验证了需求的下降,也反映了自产数量的提高,同时给未来的预期埋下了伏笔,多数贸易商也不再追涨杀跌,而是等待季节性的回调再大手笔的买入备货。

五、我国天胶产量环比同比增加

图26：我国天胶历年产量和环比增长率



资料来源：中信新际石化事业部

步入09年，受前期天胶价格持续高位影响，我国胶农在几年前大举种植胶林，以获取高额利润，这也不约而同的造成两大农垦大幅增产。云南农垦产量5月份同比增加73%，预计全年生产天然橡胶21.5万吨，比上年增长了73.7%。而海南农垦拥有橡胶360万亩，橡胶总数为8500万颗，虽然近几年海南农垦连续遭受了台风，寒露虫害等自然灾害，导致产量大幅减产。到今年有望产量回升，并达到23万吨。

如数据显示，今年云南农垦产量增幅惊人，即便去年两大农垦受到天气等影响导致减产，但按正常产量来推算，今年产量环比增长率依然稳固上升。

六、我国轮胎产量环比下降且将受美国反倾销影响

图27：我国轮胎历年产量

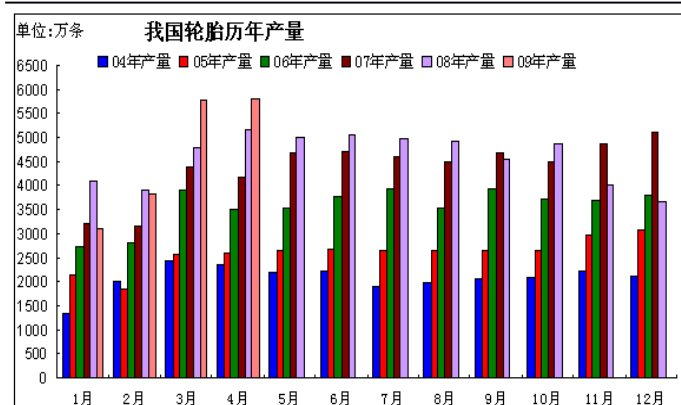
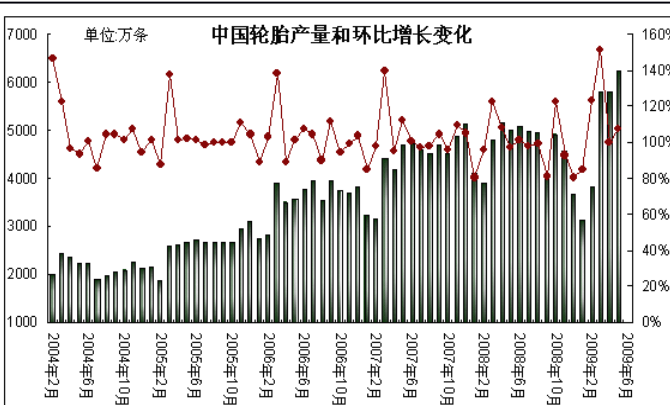


图28：世界产量需求与东京胶价格对比



资料来源：中信新际石化事业部

美国国际贸易委员会最新裁定，销往美国的部分中国产轮胎扰乱了美国市场。该委员会投票小组以4票赞成、2票反对的表决结果裁定提起申诉的美国联合钢铁工人工会胜诉，认为低成本中国产轮胎的进口价格对美国国内的轮胎生产企业构成威胁。这些轮胎主要用于轿车、轻型卡车和运动型多用途车。美国国际贸易委员会发言人表示，该委员会可能会在6月29日对建议惩罚措施进行表决，其中可能包括更加严格的配额限制或者对中国产轮胎征收更高关税。

同时，从图中可以看出，我国轮胎产量环比增长率出现下降，一方面是由于2季度我国内需稍比1季度出现下降，另一方面则是欧美的经济不景气以及相关政策的影响，导致轮胎厂隐性库存相对增加，同等于间接屯现货，对天胶价格也会形成一定压力。据世界橡胶峰会公布的消息称，09年全球轮胎市场将可能减少5%左右。

七、国内外汽车销量大幅下降

图29：美国销售汽车量和同比率

图30：美国销售汽车量

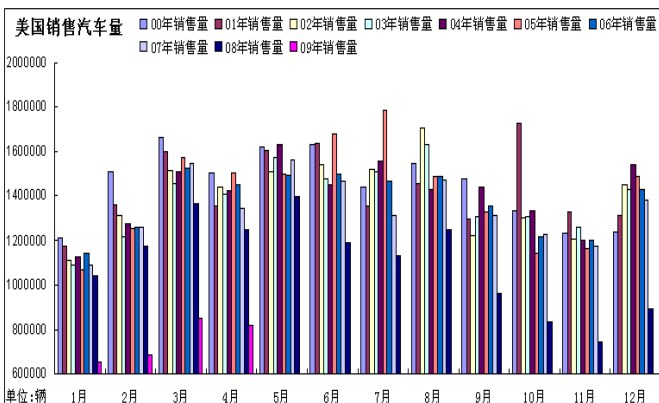
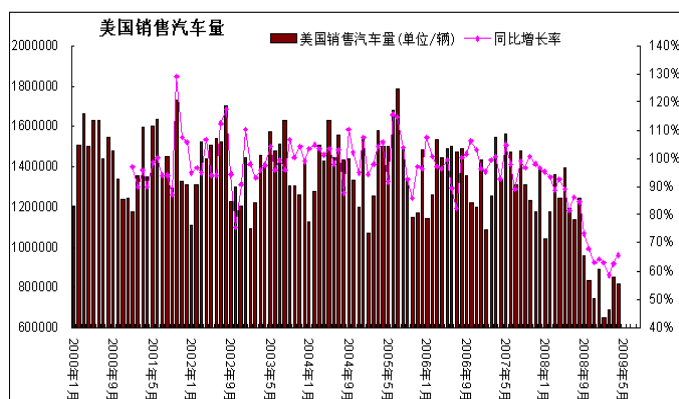


图31：我国汽车销售量和环比率

图32：我国汽车历年销售量

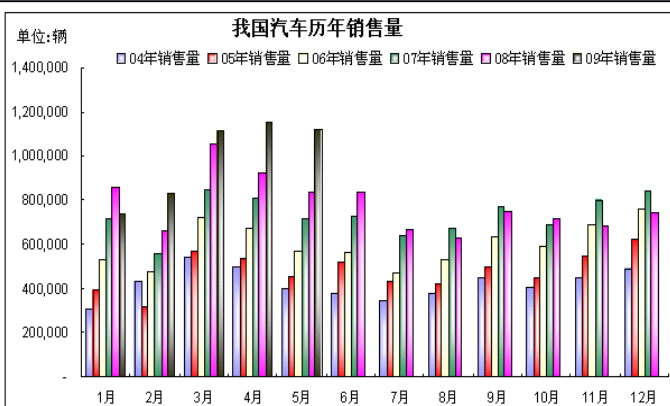
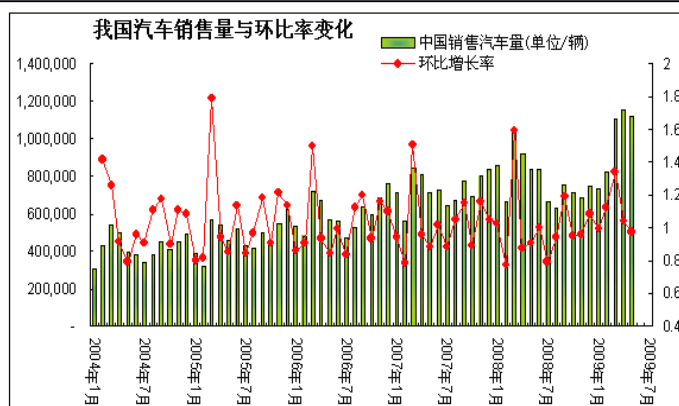


图33：日本销售汽车量和同比率

图34：日本销售汽车量

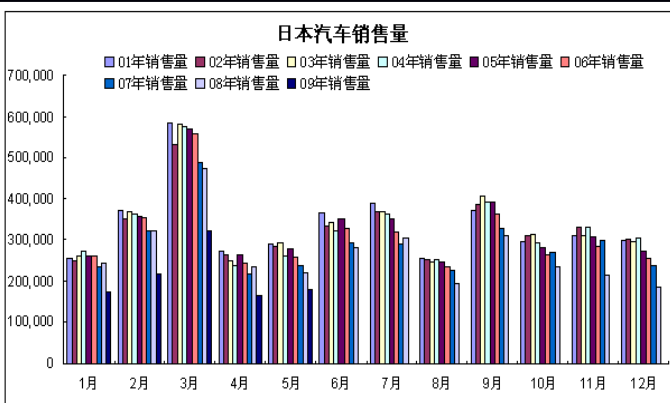
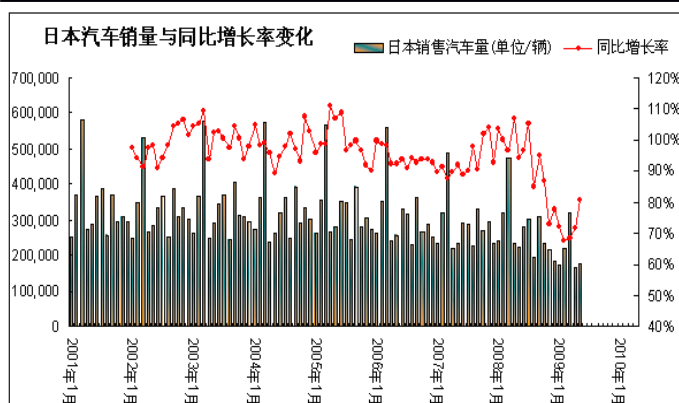


图35：欧洲销售汽车量和环比率

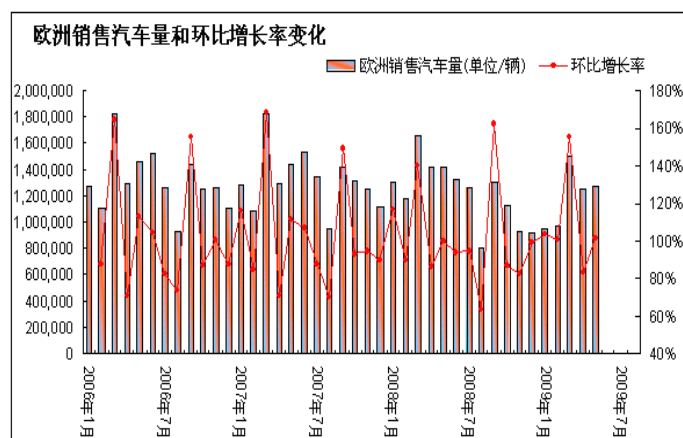
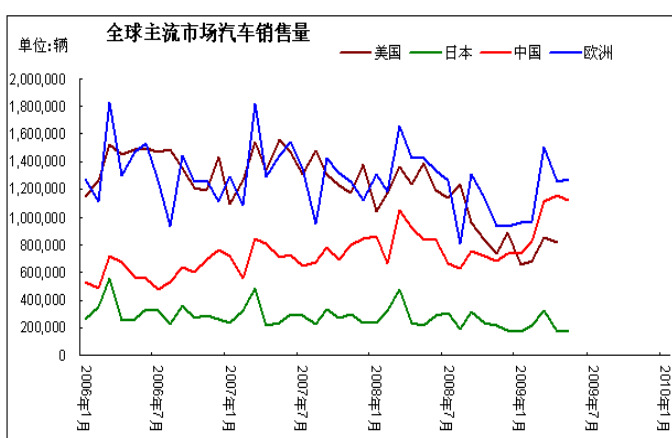


图36：全球主流市场汽车销售量



资料来源：中信新际石化事业部

受国际金融危机不断恶化影响，国际市场汽车消费需求明显减弱，销售量仍持续走低，下游需求陷入低迷导致当前国际汽车轮胎市场快速萎缩。以美国为例，据美国09年5月1日公布的统计数据显示，09年4月份美国汽车销量同比下降34.4%，创近30年最低水平，这是美国汽车销量连续第18个月下滑；同期，美国的克莱斯勒、通用和福特三大汽车制造商的销售额同比分别下降48%、34%和32%。

5月份日本国内的新车销量为178,503辆，而上年同期的这一数字为221,377辆。从车型来看，轿车的销量为15.96万辆，同比减少了16.3%；卡车销量不足1.9万辆，同比下滑了38%；大客车销量仅为523辆，同比减少了48.9%。日本单月汽车销量从2008年7月起就一直呈现下滑趋势，至此，日本新车销量已经连续10个月低于上年同期水平。

同样中国汽车出口大幅下降的状况也没有改变。中国汽车工业协会公布1至5月汽车出口数据，累计出口11.17万辆，比上年同期下降61.52%。5月当月出口汽车2.4万辆，环比4月份下降8.16%，同比则下降64.36%。出口市场的大幅下降也说明了和国内的乘用车市场相比，我国汽车出口市场仍非常脆弱。海关总署还公布进口汽车数据，与上年同期相比，汽车类商品的进口也仍未摆脱低迷走势。5月，中国进口汽车2.36万辆，今年前5月累计进口11.63万辆，与上年同期相比，下降31.9%；进口总额为43.77亿美元，同比下降30.3%。

八、工程机械消费进入淡季

图37：中型挖掘机销售量与环比走势

图38：小型挖掘机销售量与环比走势

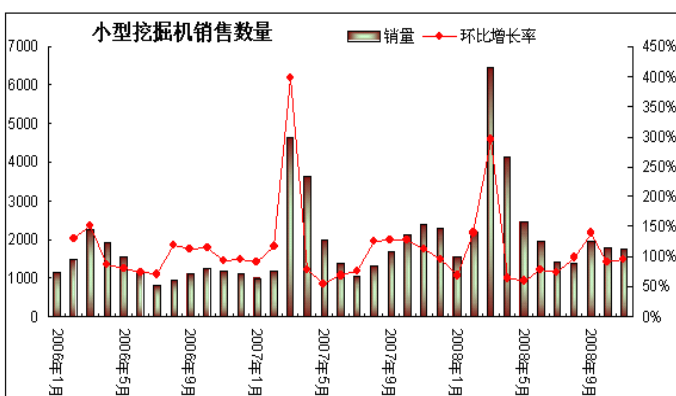
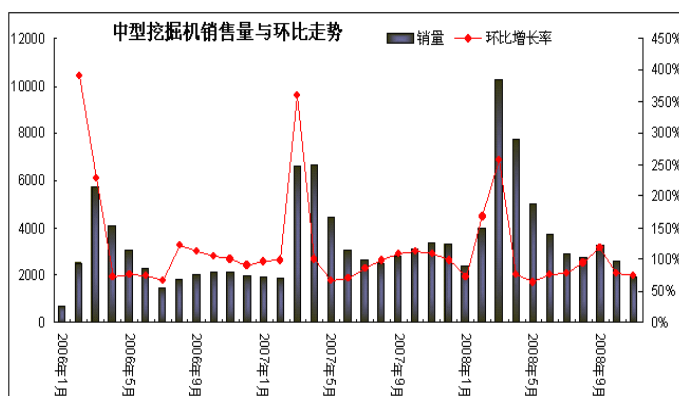
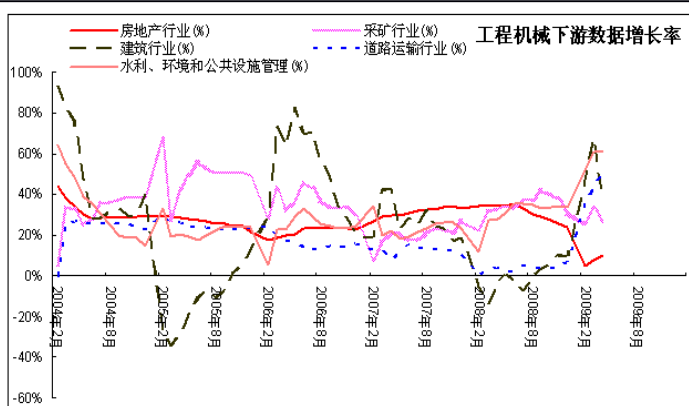
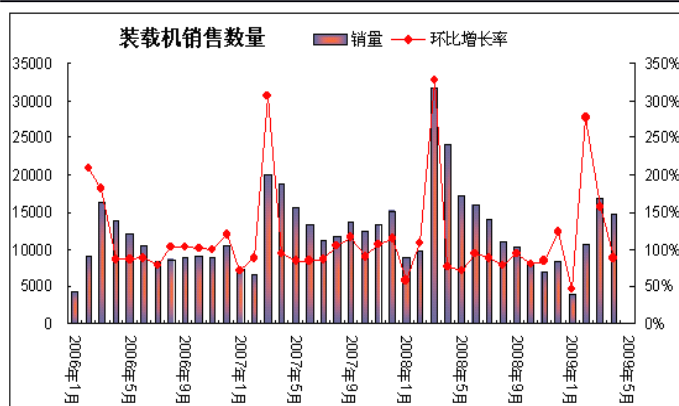


图39：装载机销售数量与环比走势

图40：工程机械下游数据增长率



资料来源：中信新际石化事业部

如图37-39所示，我国的工程机械销售量除了在1季度受国家救市和相关政策影响，曾经出现过昙花一现的局面，但步入2季度后，整体销量下降，环比增长率也是大幅锐减。同时从图中不难发现，每年的3季度都是工程机械的消费淡季，主要是由于天气的影响，一般工程机械都是大范围露天作业，进入夏季后，不管是房地产还是其它行业，在烈日炎炎下都不易进行加工生产，因此会对此季的工程机械消费大打折扣。

如图40所示，众所周知，与工程机械相关的基建项目主要是道路、铁路、城市公交、水利、水运、航空等6方面的投资。其中，直接带动工程机械采购的是房地产、采矿业、基建三项投资；而与工程机械相关的基建项目主要是道路、铁路、城市公交、水利、水运、航空。专家预测，国内每年的总投资额大约为1.3万亿，08年增量大约为1600亿，而09年房地产、基建、采矿3大类投资贡献增量占比分别为53%、35%、13%，从而带动的工程机械国内总需求(含进口)约为1119亿，增速为-9.9%。因此09年的相对需求同比08年也会出现下降，而相关产业在往年的3季度同样会出现增速下滑。

市场结构和胶种间比值价差篇

一、沪胶期货升水现货使其套保空间凸显

图41: SHFE库存与SCR5价格走势

图42: 标一胶价格和成交量

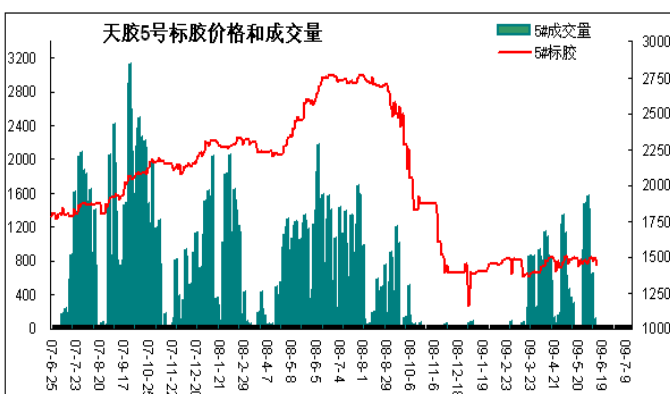
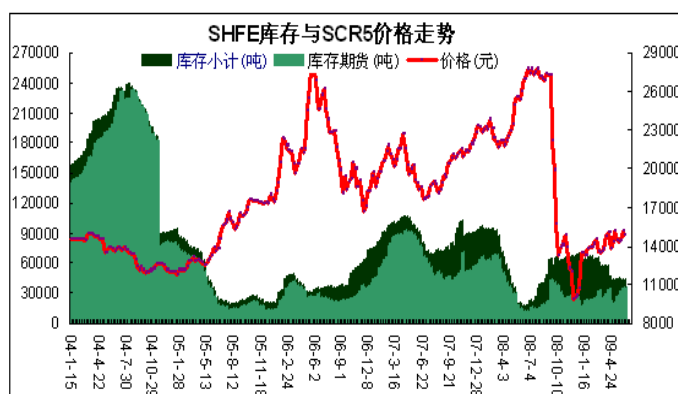
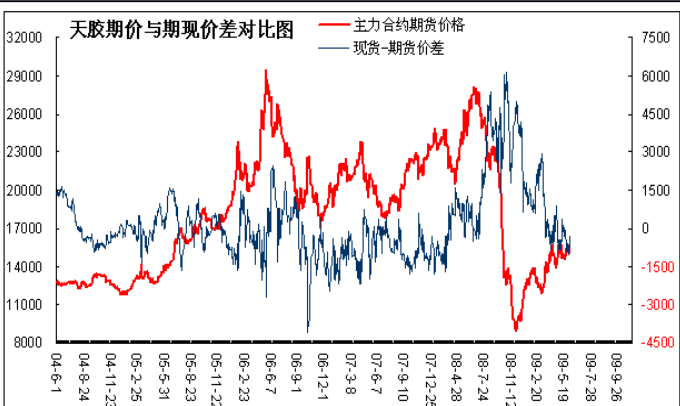


图43: 国内天胶期现价格对比图

图44: 天胶期价与期现价差对比图



资料来源: 中信新际石化事业部

从交易所库存来看, 整体库存处在一个相对平衡的格局中, 且注册仓单逐步增加, 主要是由于前期货价格一直持续在15500元/吨以上, 而对应当时的现货价格只有14500-14900之间振荡波动, 使其高位无风险套利和套保机会显现, 这也是为什么近期中橡网现货成交市场上标一胶成交量如此活跃, 多数货源一方面做为工厂的正常生产, 而多数则被注册成仓单流入到交易所的库存当中, 使其期货价格在相对高位屡受压, 出现价格回调。

从两大农垦的套保盘面来看, 由于处在季节性供应旺季, 在3季度需求转弱的同时, 为了对冲风险, 锁住利润, 也是纷纷设立保值盘投入到市场当中。从海南农垦来看, 2009年在期货市场加大了套期保值的力度, 截至5月在上交所以套期交割15700吨, 增加了41%。2008年海胶集团交割量为1.85万吨, 而在2009年6月前其已经进入交割达到1万吨, 那么到年底则有望突破2万吨。云南农垦同样毫不示弱, 在现货合约, 909乃至911合约上, 都看了其席位身影; 再加上多数贸易商从海外抑或国内庄园采货, 其价格优势更为明显, 同样有着虚拟套保的需要, 价格高位承压也就不言而喻。

二、日胶市场低迷 库存稳增 交割量下降

图45：03年来东京胶收盘价与成交持仓变化

图46：02年来东京胶交割价走势图

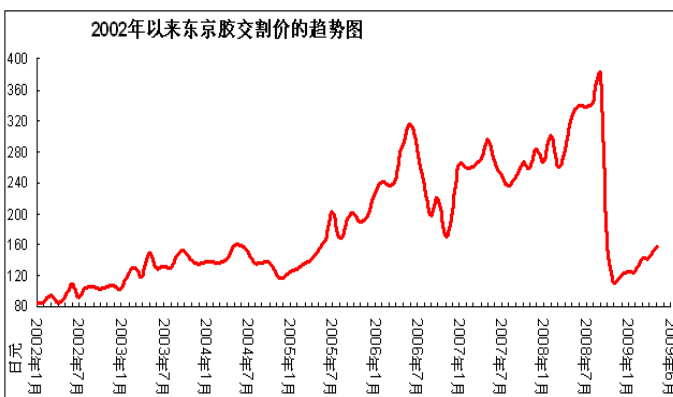
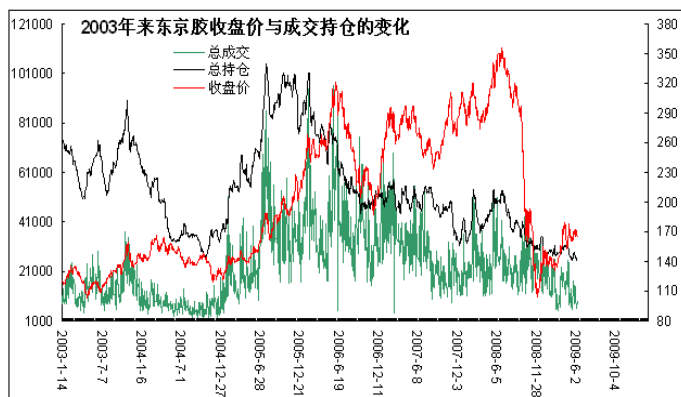
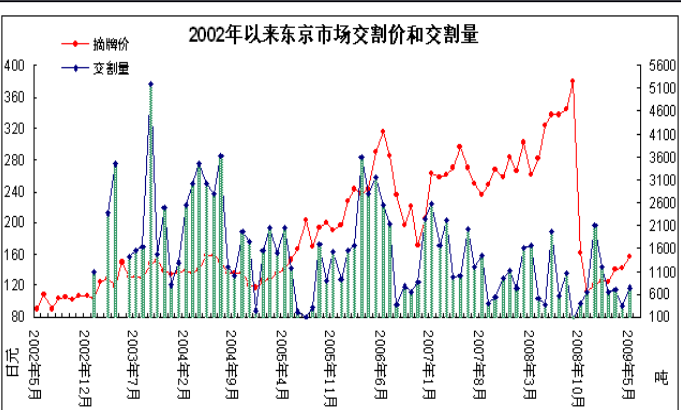
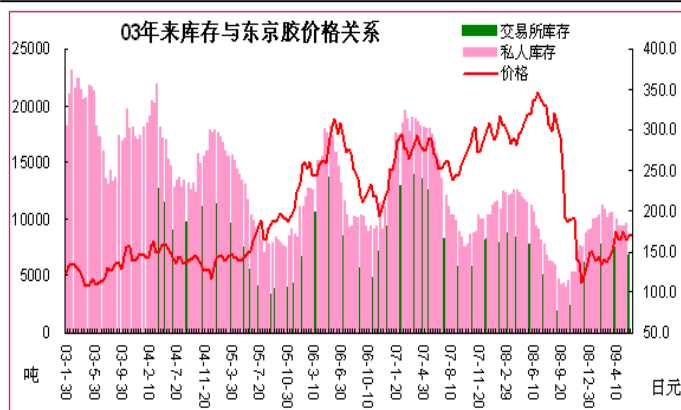


图47：03年来东京胶库存与价格走势

图48：02年来东京市场交割价和交割量



资料来源：中信新际石化事业部

日本橡胶贸易协会最新公布的数据显示，截至6月10日，日本天然橡胶库存为9,933吨，低于截至5月31日的10,127吨。其中天然乳胶库存从5月31日的407吨略降至400吨，合成橡胶库存从1,300吨降至1,163吨。从图47中不难看出，东京胶库存同样相对稳定，与历史同期相比，交易所库存处在一个水平线上，而私人库存略有下降，也是由于日本市场惨淡的需求所导致，贸易商不愿意大量进口成品货。同样，东京市场的交割量也是每况愈下，即便东京盘的价格大幅低于海外现货，其性价比是三个市场中最有优势的，受经济危机困扰，依然毫无起色。

再看目前东京市场的期货成交和持仓量也是大幅萎缩（如图45所示），市场人气严重不足，还需要时间去逐渐恢复，6月份以来（截至笔者发稿日止），东京市场成交量仅为126909手，而06年、07年、08年同期分别为688680手、373506手和381859手。这也使得日胶价格每况愈下，抛压沉重。

三、胶市内外盘比值背离 有待修复

图49：沪胶与东京胶比值走势图

图50：泰国原料和新加坡价格的比值走势

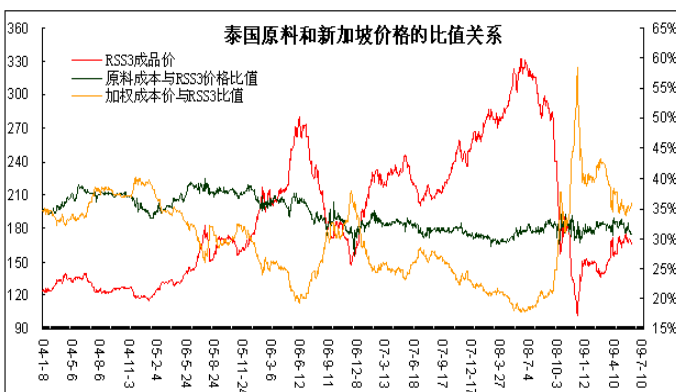
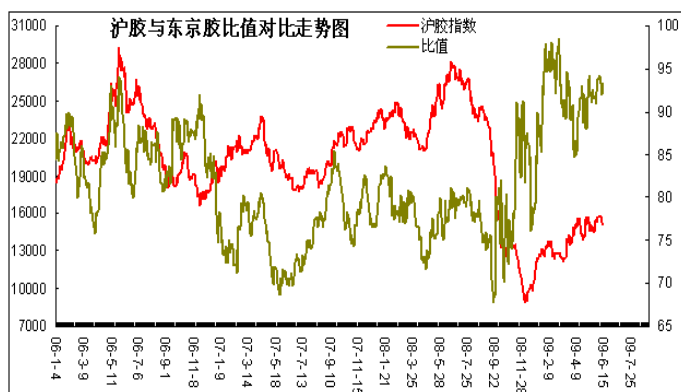
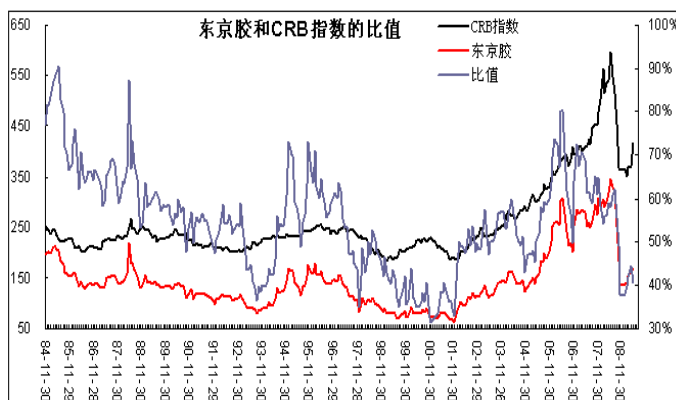
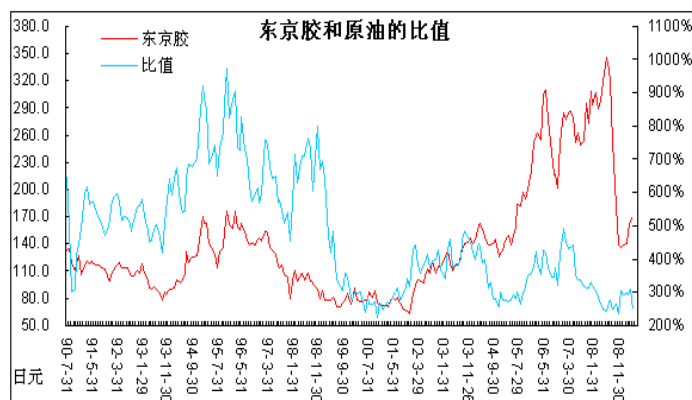


图51：东京胶和原油的比值走势

图52：东京胶和CRB指数的比值



资料来源：中信新际石化事业部

目前，胶市与全球其它商品出现比较严重的背离，表现在价格的弱势走势，具体来讲便是，外盘强势，天胶不强反弱，这一原因主要还是受到胶市的季节性因素所影响，众所周知，天胶除了有工业品属性，自身还有严重的农产品属性，受到季节性压力影响的天胶在外盘一直向上的情况下依然打不起精神来，若外部条件的泡沫现象一旦被挤压出尽，那么胶市自身除了受到自身基本面属性的影响外还将受到投机基金的抛压，届时价格向下趋势会更加明显，仅仅需要一个过程的调至。

除了与外部商品走势背离，胶种间的背离现象也较为明显，表现在日胶与沪胶之间，原料与成品货之间。如图49-50所示，沪胶与东京胶比值往往在90以上时，市场都会出现回调整理，06年那次大幅回调尤为明显，即便是在金融危机后的今年，在09年初，2月中旬-3月中旬那次回调整理，也是因为比值高至98附近，而此时两者比值又一次走到96的上方，市场自律性的下跌修复也就不言而喻。同理于泰国原料与成品货之间的关系，近期原料成交活跃，一方面是由于价格的下跌，另一方面则是供应逐步提高，那么这部分原料在加工至成品货时，无疑也会给库存一压力，而从比值图中可以看出，目前原料加权成本价与RSS3的比值在35%处也是受到支撑，图形走势有望反抽，而两者比值与成品货的关系则是，比值越高，价格越低。

四、胶市价差结构将会回归理性

图53：沪胶近远月价格和价差走势图

图54：国产标一胶价格与合成胶价差走势

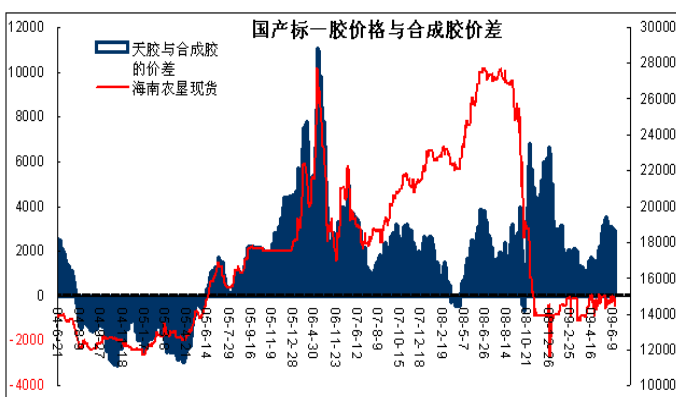
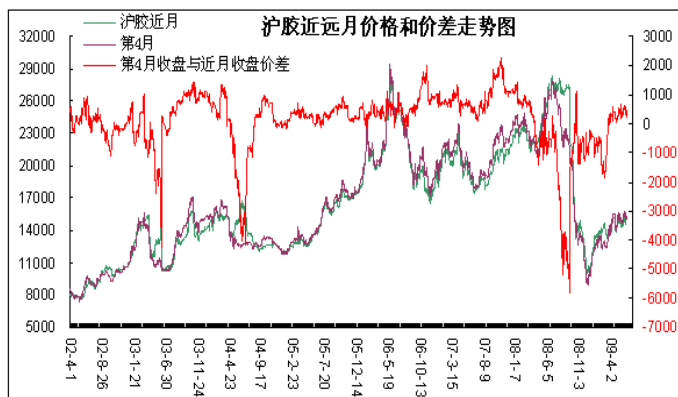
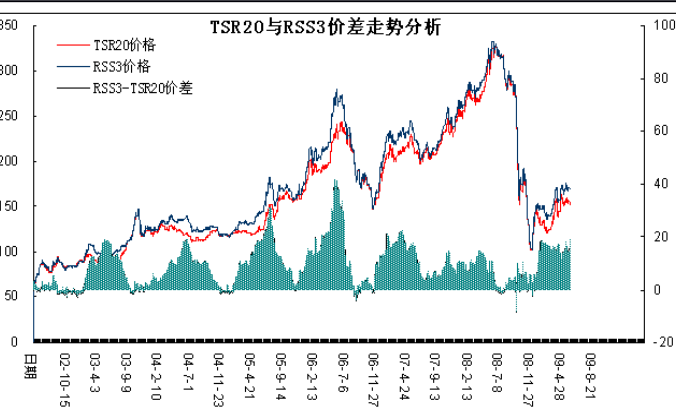
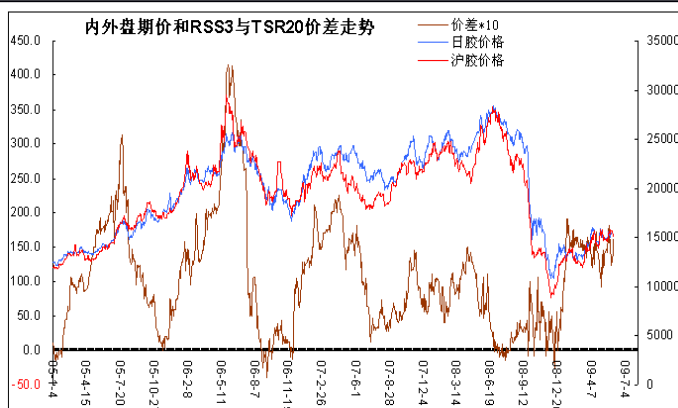


图55：内外盘期价和RSS3与TSR20价差走势

图56：TSR20与RSS3价差走势分析



资料来源：中信新际石化事业部

如图53-56，从沪胶近远月价差走势来看，每年的三季度，近远月价差都会出现负值，也就是广义上的理解，每年的11月合约都是最弱的合约，这也是深受其季节性影响。但是今年沪胶主力合约移仓换月速率比以往要快，这也是因为今年市场的参与主体与以往大不相同，由于股票的持续低迷，大量券商背景的基金流入到商品市场中，熟悉股票操作的他们在商品市场也是只做多不做空，为了避免陷入交割风险，也是不断的打提前量，把主力资金不断的换月，前期911大幅升水909也是主多刻意拉911的价格在909出货，即便目前沪胶投机氛围越来越重，但钱再多还是改变不了其季节性走势，这也是为什么近期两合约间价差从最大400多价差，回归至平水附近。

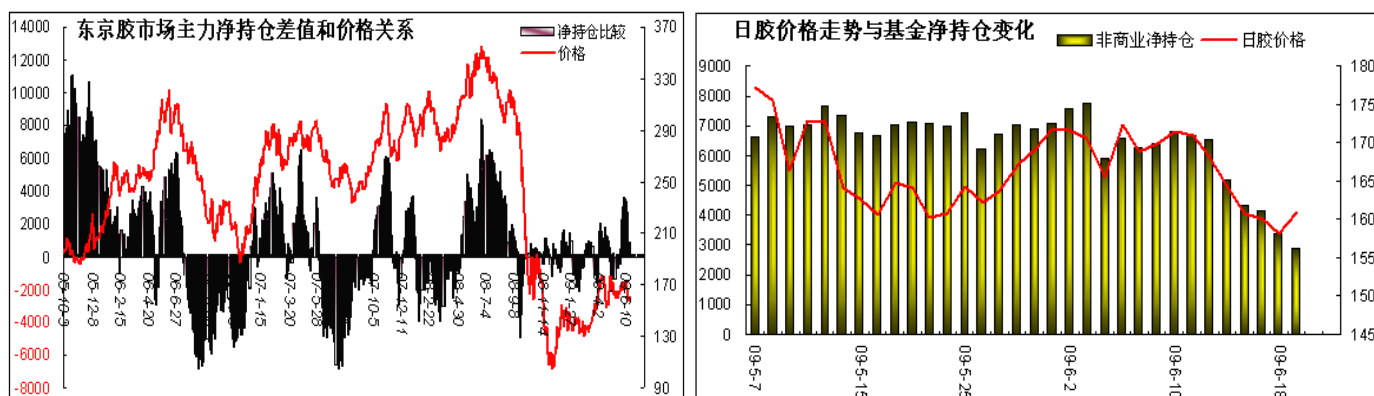
同样，从与合成胶的价差走势不难发现，近期合成胶价格持续低位震荡，而标胶受期货价格的影响一路上涨，也是拉开了两者之间的价差，由于合成胶的下游需求实在难有起色，那么要想压缩价差，只能指望标胶补跌，而近期的期现价格出现回调也验证了这一点，后市仍会继续修复。

而RSS3与TSR20的价差与价格走势也有着正相关性，那就是两者价差往往拉高至15以上时，对应现货和期货价格就会出现回调，且从历史走势中，每轮回调都会验证其准确性，此时两者价差已扩大至16-20附近，时间周期上有望出现31天的回调短周期。

五、日胶主力持仓以基金做空 贸易商做空为主

图57：东京胶市场主力净持仓与价格走势

图58：日胶价格走势与基金净持仓变化



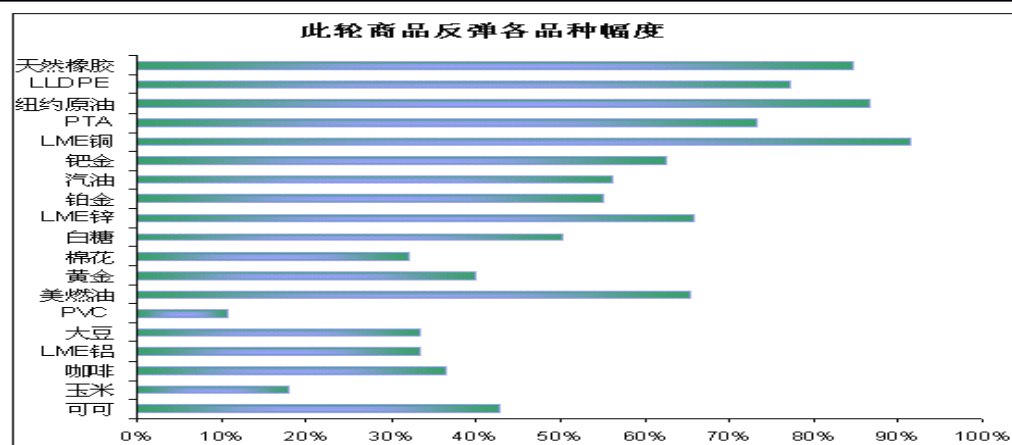
资料来源：中信新际石化事业部

东京胶市场尽管持续萎靡，但基金和贸易商之间的争夺一直在持续，目前两者之间的净持仓维持在正负500附近，不相上下，继而价格也是维持弱势窄幅震荡。但从最近持仓走势来看，非商业净持仓（即基金持仓）呈现下降趋势，也就是说多头基金在逐步减仓，也是价格下滑的原因之一。笔者截稿日止，多头非商业持仓约占总持仓的59.3%，而空头商业持仓则占57.7%。两者处在权重之间。

技术分析篇

一、天胶价格泡沫显现

图59：此轮商品反弹各品种幅度



资料来源：中信新际石化事业部

如图所示，受金融危机影响，在去年底大宗商品都形成了本轮深幅调整的底部，之后受到全球各国政府“救市”扶助，商品迎来了一轮大级别反弹。从图表中不难发现，本轮反弹幅度最高的三个品种分别是LME的铜，NYMEX的原油和SHFE的天然橡胶。反弹的高度大小除了受自身供求因素影响外，投机基金的大量参与是最重要的一个原因，也就是说，在经济未曾好转的今天，幅度越高的品种，其隐性泡沫也就越大，调整的预期也就越强烈。

二、技术形态反弹到位面临回调

图60：沪胶指数日线图走势

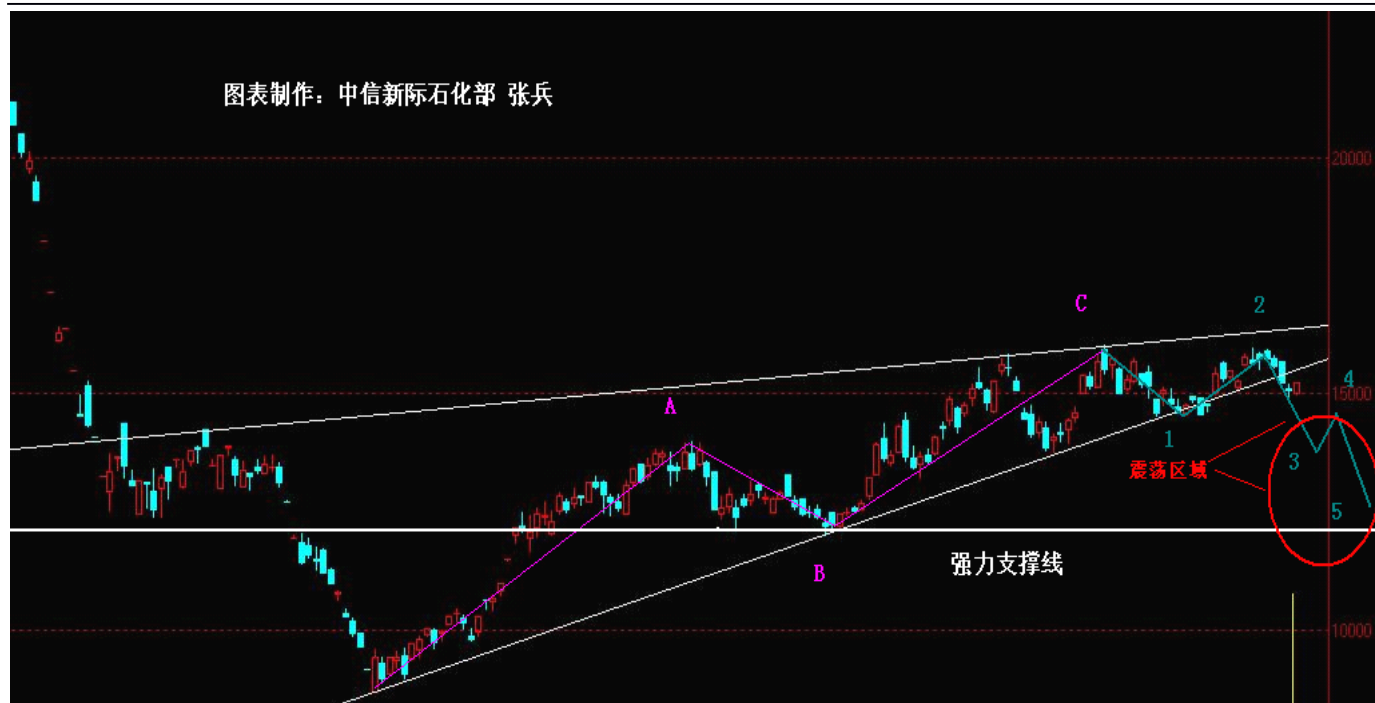
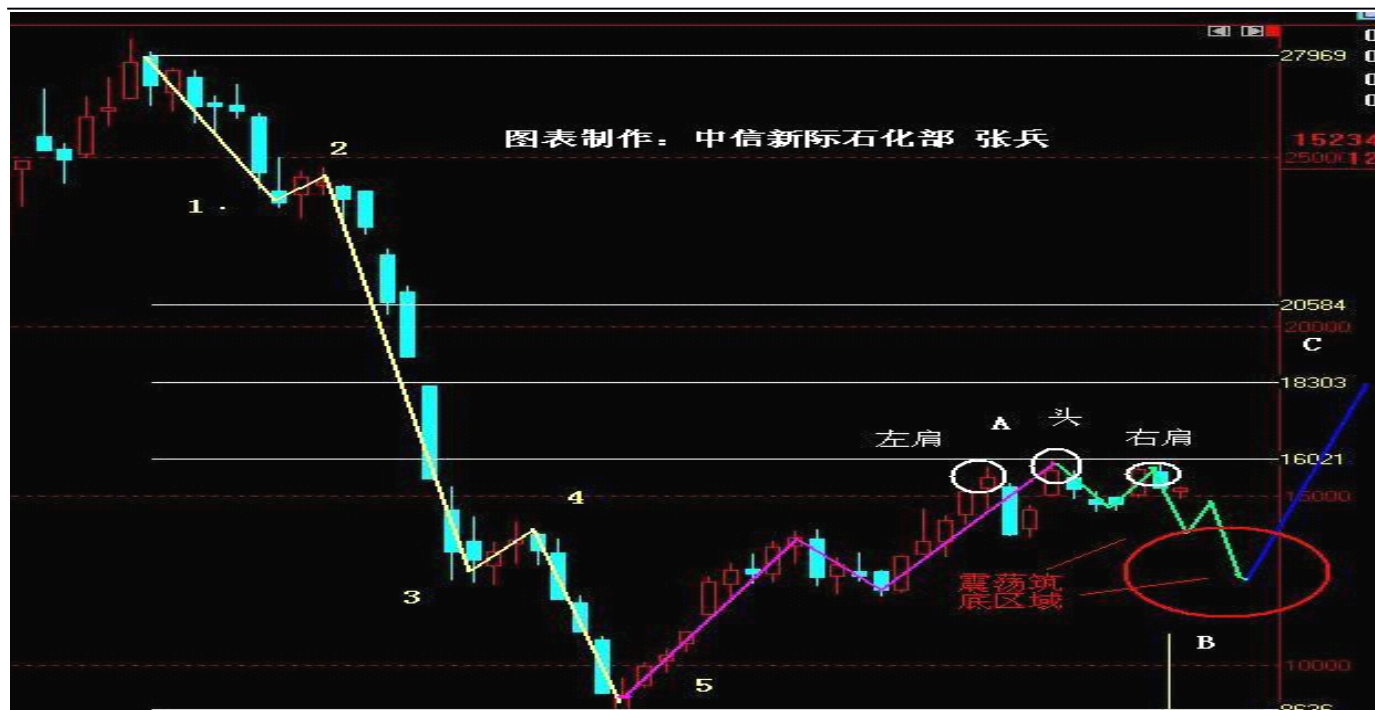


图61：沪胶指数周线图走势



资料来源：中信新际石化事业部

如图60-61所示，日线图，沪胶指数已处在5浪下跌的周期中，且近期走势已确认跌破上升通道；而周线图则是大B浪的回调，且形成了比较明显的头肩顶形态，头部、左肩、右肩都在黄金分割的第一阻力位处受压回调，以周线图为例，前期下跌共用时

21周，而触底反弹形成09年新高同样用时21周，因此此时价格区域需要一次对比前低的回调做为修正，日后新一轮的上涨才能更加理性。而回调周期理应符合笔者前文所述的现货31天的短周期，也就是说本论底部很有可能在7月底见到，理性的价格区域应该在13200，13600，14200之间，且行情走势理应为多空激烈争夺的震荡反复下行走势，届时B浪回调结束，将会逐步酝酿大C浪的上涨。

三、程序化智能系统交易信号分析

图62：沪胶指数智能交易模型



资料来源：中信新际石化事业部

注：以上交易模型红色代表买入信号，绿色代表卖出信号；

布林通道适合短线波段交易；趋势为王适合周期中线交易；火车轨道适合套期保值长线交易；

其中，布林通道变色可轻仓开设头寸，移动均线变色可加仓头寸，若三个交易模型变为同一颜色，则开设相应头寸胜算最大。

总结篇

综上所述，笔者认为胶市季节性回调已逐步酝酿形成，6月12号之后的任何一次大幅反弹都应当视为做空的机会要把握，如同笔者5月21在Blog中所述的头部区域（详情请回顾<http://blog.cctvfinance.com/user0/14016/archives/2009/10091.html>）

现已经有效验证，而在这之间按笔者报告和观点操作的投资者所持有的高位空头（909合约15800以上套保盘，911合约16000附近投机盘）可继续持有并等待加仓机会。笔者并不看好胶市7-8月的价格持续向上走势，结合笔者前文所述观点，理应走出震荡下行的调整浪，操作上建议投资者切勿追涨杀跌，在合理的抓住回调趋势的同时，随着日内的波段震荡，短线投资者也可按回调走势理性介入反复操作，但风险控制仍为第一要素。

中信新际石化事业部将提供以下服务：

个人客户：可以享用到石化（天胶、PTA、塑料、燃料油）信息以及相关日周月报服务和QQ商品投资群盘中指导。

企业客户：

1、套期保值

我们的专业小组根据生产企业或消费企业的规模，定期制定详尽的套期保值方案，充分利用期货市场的避险功能，规避石化商品价格变化给企业生产和经营带来的风险。为石化商品生产或消费企业进行套期保值或期货交割的专业培训，用专业化的研究服务企业。

2、套利交易

我们与相关机构和贸易商合作，在期现套利、跨期套利方面具有相当丰富的实战经验，并已经建立了一套系统的套利交易的操作流程。

开户或咨询，中信新际石化事业部愿竭诚为您服务，有意者请与我们联系：

地址：

中信新际期货经纪有限公司

上海市浦东大道1085号中信五牛城401（200135）

张兵 许浩凡

电话：021-61051137；021-61051150

敬请阁下认真阅读以下内容：

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信新际期货经纪有限公司及其附属及联营公司（合称“中信新际期货”）违反当地的法律或法规或可致使中信新际期货受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信新际期货。未经中信新际期货事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信新际期货的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购衍生产品或证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信新际期货未有采取行动以确保于此报告中所指的投资品种适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信新际期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信新际期货认为可靠，但中信新际期货不能担保其准确性或完整性，而中信新际期货不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法规或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信新际期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信新际期货经纪有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信新际期货在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的金融交易，向该等金融交易的提供商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其金融产品或进行金融交易。中信新际期货于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信新际期货于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的期货、证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信新际期货的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信新际期货的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信新际期货经纪有限公司及其附属及联营公司 2005 版权所有。保留一切权利。