

■ 股期映射投资系列之三

## 胶价反弹近2000元 橡胶产业链“冷暖”需细辨

□本报实习记者 叶斯琦

昨日，沪胶主力合约1501大幅上涨2.35%，在各品种主力合约中涨幅排名第二，延续了9月25日以来的反弹态势。分析人士指出，天然橡胶价格上涨对上游产胶企业利润增长有一定贡献，A股市场上游概念股企稳反弹与此不无关联，但同时会相应增加下游轮胎等企业的原材料成本。不过，由于本轮橡胶价格变化主要由政策面因素主导，基本面并未出现根本性改变，因而这种股期映射可能只是短期现象。

### 胶价反弹近10%

近一个月，长期走弱的橡胶突然开启了一轮反弹行情。自9月25日创阶段低点11710元/吨以来，沪胶持续反弹。截至昨日收盘，沪胶主力合约1501报收13490元/吨，强势站上5日均线。据中国证券报记者统计，近20个交易日沪胶1501合约累计上涨约10%。

安信期货分析师胡华钎认为，沪胶此轮反弹的原因有四点。第一，以泰国为首的东南亚主产国抱团取暖，共同干预胶价。第二，中国对复合胶国家标准重新调整，复合胶生胶比例由此前的95%-99.5%下调至88%，利好天然橡胶市场。第三，中国和日本天然橡胶库存加速下滑，去库存较为迅速，支撑胶价。第四，外部经济环境总体稳定，中国经济形势并未进一步恶化。

“在持续下跌过程中，之前胶价扭曲的价差基本回归至合理范围，比如国内复合胶和全乳胶的价格已基本平水，市场继续做空的动能有所减弱。东南亚主产胶国陆续出台托市保价政策，尤其是泰国政府的补贴胶农措施以及重建橡胶库存的措施一旦实施，将利好橡胶市场。”招商期货分析师王艳慧表示。

据悉，自9月以来，东南亚植胶大国产保价动作频频。9月24日，泰国政府推迟出售剩余10万吨国储橡胶库存。10月以来，东南亚主产国的橡胶贸易协会同意采取支撑胶价的措施，并呼吁在低于1500美元/吨时停止售胶。随后，马来西亚



新华社图片

亚和泰国政府通过橡胶补贴援助计划。

市场人士还指出，消息面上，国内市场开始出现橡胶收储的传闻；同时，复合胶国家标准审查会规定复合胶中生橡胶不大于88%，在一定程度上抬升了复合胶的成本价，这对胶价形成较为明显的利好支撑。总体而言，供应端利好频繁释放是此轮胶价反弹的主要原因。

### 股期联动或为短期现象

“天然橡胶价格上涨，会增加下游轮胎和汽车企业的生产成本，而对天然橡胶生产企业则形成一定利好。”胡华钎说。

在A股市场，橡胶制品股近期表现强势。以我国最大的天然橡胶生产企业海南橡胶为例，最新数据显示，海南橡胶的主营构成中，橡胶产品占96.14%，橡胶木材占1.67%。截至昨日收盘，海南橡胶在5个交易日内连涨4天，累计涨幅

为7.41%。又比如，宏达新材是国内高温硅橡胶行业的领先企业，混炼胶占其主营构成的80.32%。截至昨日收盘，宏达新材已连续4个交易日上涨，累计涨幅高达9.91%。

市场人士普遍认为，胶价的上涨无疑对上游产胶企业的利润增长有一定贡献，而下游轮胎等企业则相应增加一定原材料成本。不过，由于价格变化由政策面所主导，而非基本面发生根本性改变，因而这种影响只能是短期现象。

展望后市，王艳慧表示，橡胶市场供过于求的基本面并没有出现实质性扭转。供给方面，国际橡胶研究组织预计2014年全球天胶供应过剩量仍在37.1万吨左右，而接下来的11月和12月是东南亚主产胶国的年内供应高峰期，供应压力会继续增加。需求方面，中国作为全球第一大消费国，整体车市、重卡及轮胎行

业景气度下滑较为明显。尤其是重卡行业今年以来产销增长率节节走低，金九银十旺季不旺。而下游半钢胎和全钢胎企业库存压力逐步攀升，开工率逐步走低，整体面临较大的降价压力。因此，短期来看，虽然市场对供应端利好消息的炒作仍未结束，胶价或延续反弹走势，但一旦利好消息落地，胶价可能继续中长期下跌走势。

“随着东南亚主产国干预胶价的政策效应逐渐趋弱，未来胶价将重回基本面和宏观面主导。”胡华钎指出。

值得注意的是，短期技术面上，有橡胶期货交易员指出，目前这波涨势类似2012年底至2013年初的行情。当时，橡胶价格反弹之后进一步大幅下挫。从持仓数据来看，昨日沪胶共增仓40620手。而2010年以来的数据显示，增仓4万手以上之后，大概率预示橡胶走势顶部的形成。

## 焦煤仍有下行空间

□中原期货 张水 尚金宇

年初以来，煤炭价格持续下行，行业亏损现象严重。8月份开始，国务院出台了一系列的调控政策，着力提高煤企盈利能力。为了解限产、资源税改与恢复进口关税税率对煤炭价格的影响，笔者近期走访了山西、内蒙古等多家煤炭焦化企业，进行实地调研。

高成本矿已处于半停产状态，贸易商业务规模普遍萎缩。宏观经济疲弱抑制煤炭消费需求，煤价持续徘徊低位，主产地部分民营煤矿已基本处于半停产状态。为了降低人工成本与维持正常运转，企业普遍采取阶段开工的生产办法，以维持供需平衡。7月底，发改委出台的限产政策，对神华、中煤、同煤等企业影响力较强，但对中小煤矿的影响极弱。即便是大型煤矿，其限产关停的也是部分规模较小、高

成本、已严重亏损的矿区。

在需求萎缩、内外煤价差倒挂严重的环境下，进口煤贸易商普遍出现亏损。由于部分沿海电厂与钢厂起初以进口煤的煤质设计锅炉，所以进口煤仍有市场份额。贸易商出于资金安全与市场环境的考虑，严控风险，贸易量普遍开始萎缩。山西省某物流公司预估今年全年煤炭贸易量在400万吨左右，较去年700万吨的贸易规模大幅缩减。

山西煤矿整合后遗症突出，蒙煤外运仍受铁路运能制约。前些年，山西省进行煤矿资源整合的市场环境，造成被整合矿的估价偏高。而资金主要来自于银行信贷，以及部分民间借款，融资利率普遍偏高。同时，整合矿区的实际开采条件、储量，与整合之前相差较大，变相推高被整合煤矿的综合成本。资金成本高居不下，在炼焦煤的价格构成中尤为突出。而迫于还贷压力，煤

进行掺配，以达到避税目的。

资源税改政策落地，煤炭成本下降已成定局。财政部、国家税务总局日前下发《关于实施煤炭资源税改革的通知》，明确今年12月1日起，在全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，同时清理相关收费基金。笔者通过实地调研了解到，山西省取消煤炭可持续发展基金后，吨煤税费成本下降约20元。且资源税从价计征后，2%-10%的税率与当下征收的税费相差不大，煤炭成本下降已成定局。

综合来看，进口煤关税税率的恢复，实际影响作用有限。贸易商能够通过印尼进行中转，达到避税目的。煤炭行业资源税改实施后，将切实降低煤企税负，削弱成本支撑。前期受限产政策影响较小、处于亏损边缘的煤矿有望实现微利，供给有望重新恢复。目前短暂的供需弱平衡格局或将被打破，煤价仍有下行空间。

## 豆粕反弹空间有限

预估。从上述数据分析来看，大豆供应量的大幅增长将令豆类价格承压。随着美国农业部10月报告的公布，市场下一步的焦点将转向需求以及南美天气的炒作，如美豆新作上市后的需求变化情况，南美大豆播种的天气状况以及中国进口大豆采购进度等。

其次，进口大豆价格走低，利空豆粕后市。从中长期大豆供应角度来看，今年美国大豆丰产几乎已经成为定局。同时，美国的装船运输有效供给市场将是大概率事件。另据统计数据显示，在随后的11月至12月，也就是在年内的两个月内或将有超过1200万吨的进口大豆集中到港，且大豆成本较前期低，这将有效缓解油厂的压榨利润压力，在一定程度上或将成为利空豆粕市场。

当前，油厂的压榨利润已得到极大地改善，以张家港进口大豆压榨利润为例，截至10月23日，油厂的压榨利润为-9.5元/吨，较9月中旬的-418.30元/吨已显著得到改善。而随后的11月至12月，进口大豆将集中到港，当油厂原料得到有效补充后，在压榨利润的驱动下，油厂的开机率将大幅提高，那么也就意味着豆粕市场

潜在流通量将放大，进而导致其后市价格或将震荡趋弱运行。从油厂的合同来看，已经预售了部分明年6-9月份基差合同，价格区间在2700-2800元/吨，这也意味着豆粕后市的价格或将在一个较低区域运行，这也在一定程度上佐证了豆粕反弹空间或有限。此外，我国进口大豆港口库存水平依然维持在较高水平运行，截至10月23日，其库存水平为6762100吨，港口进口大豆库存高企，在一定程度上也使得饲料厂以及经销商对豆粕后市持谨慎态度，从而不利于豆粕的大幅上扬。

第三，终端需求对豆粕行情的推动作用有限。养殖业改善总体较为缓慢，对豆粕行情的推动作用有限。近期，生猪养殖户虽对豆粕需求有所回暖，但同时值得我们注意的是，生猪存栏量及能繁母猪存栏量等养殖市场指标性数据不容乐观。统

计数据显示，截至2014年9月份，生猪存栏量为43628万头，较2013年9月份的46483万头大幅减少了2855万头。当前的猪粮比价为5.79，依然处于盈亏平衡点6之下，这在一定程度上也说明养殖户当前养殖利润并不乐观。此外，能繁母猪9月份的存栏量为4479万头，较2013年9月份的5008万头减少了529万头，同时也较上月的4502万头减少了23万头。与此同时，全国仔猪平均价格当前为23.26元/公斤，其价格走势处于阶段性的下行通道。我们知道，能繁母猪存栏量是反映供给市场的仔猪生产能力，而仔猪价格在一定程度上反映出养殖户的补栏意愿，生猪存栏量则反映出对饲料的刚性需求规模，进而影响对豆粕的需求。当上述指标性数据不容乐观的情况下，表明终端市场需求对豆粕行情的推动作用有限。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所) 2014年10月29日

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1013.67	1019.48	1009.09	1019.09	8.75	1014.00
易盛农基指数	1061.78	1066.69	1061.12	1066.69	3.55	1065.30

## 蛋鸡养殖户：用期货价格指导生产

□本报记者 王姣

栏情况和鸡蛋产量都比较清楚，今年他在期货交易上获利丰厚。“我走访过浠水所有的大型蛋鸡企业，对现货价格涨跌规律比较了解，期现结合之后，我做了1409和1501合约，利润率都在100%以上。”

如芝华数据CEO黄劲文所言，及时、准确的鸡蛋价格，能够增进现货价格的透明性，提升养殖户的议价能力，同时也为鸡蛋生产、现货贸易等提供行业指导。

### 场外创新服务实体经济

尽管一些养殖企业利用金融服务生产的意识越来越强，但不容忽视的是，由于一些蛋鸡养殖企业养殖规模小、可用资金少和对期货市场不熟悉等原因，对参与期货交易仍然有些顾虑。

针对这些现状，为更好服务实体经济，一些期货公司开始探索鸡蛋目标价格保险等期货场外创新。美尔雅期货副总经理孙晋就表示，目前他们公司正在推广两种鸡蛋目标价格保险方案。

“方案只有1个结算日期和1个起始赔付价格的一定数量的单份保险方案。例如：鸡蛋现货价格为5元/斤，某保单约定以4周后第一个工作日为结算日，起始赔付价格为4.9元/斤，保险数量为10000斤，现货价值5万元。另约定以浠水蛋鸡协会的结算日4点的鸡蛋价格为结算价格。保单价格850元。”孙晋表示。

这也就意味着，假如鸡蛋价格上涨至5.5元/斤，现货每斤收益增加0.5元，收益共增加5000元；而如果鸡蛋价格下跌至4.5元/斤，保单每斤赔付0.4元，保单共赔付4000元。

“鸡蛋现货价格相关性很大，我们一看明年的远期价格在4.8元/斤左右，有利润就可以补栏，如果远期价格在4.2元/斤左右，没什么利润明年不补栏了。”一位蛋鸡养殖户在接受记者采访时表示。

记者还从一位鸡蛋贸易商处获悉，正由于对现货价格、存处获悉，正由于对现货价格、存

## 钢厂库存下降

## 后期需求堪忧

□国泰君安期货

刘秋平 付阳 金韬

对于冬季订单接不满会不会减产，钢厂表示会综合核算减产成本和降价出货成本，选择对自己最优的策略。

从出口状况来看，由于8.9月钢价大幅下跌，钢厂为了维持产销平衡大量降价接出口订单，导致9.10月的钢材出口较为集中。但值得注意的是，首先，出口繁荣的背后，是以降价接单为代价，10.11月国内的热卷出口价格逐渐下降。同时，最近俄罗斯、巴西等国低价资源开始跟中国资源在国际市场展开竞争，国内出口价格压力将进一步加大；其次，由于前期国内钢材大量低价出口，东南亚部分国家电炉厂减产倒闭，对当地政府施压，所以后期的倾销力度会加大。

钢厂短期订单尚好，但出口有下滑趋势。从订单状况来看，很多钢厂10月订单都没问题，少数钢厂11月上旬的订单也都已经接满，但是11月中下旬的订单尚不确定，尤其是12月和明年1月的订单，钢厂普遍有较大压力，所以目前钢厂都倾向于能让客户直接订12月和明年1月的订单，但下游客户接受度很低。

从产量状况来看，由于前期利润较为丰厚，多数企业都满负荷生产，随着9月钢价大幅回落，10月份钢厂检修增多，同时，受北京APEC会议影响，部分钢厂10月检修计划会上报到11月，所以近期检修计划较为集中。但值得注意的是，由于会议期间要求停产限产的多是烧结机，并未涉及钢铁企业高炉和生产线，而烧结可以提前多备库存或者适当提高入炉块矿比例来减少对产量的影响。

未来需求堪忧。多地工地配送商反映，今年下半年新开工工地明显少于往年，一方面基建资金到位比较困难，一方面房地产回款情况也非常差。对于明年上半年而言，其需求总量本来应该是今年未完工项目和明年新开工项目的累加，但由于今年新开工工地比较少，会对明年上半年的需求产生影响。

中国期货保证金监控中心商品指数 2014年10月29日

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		74.79			74.47	0.32	0.43
农产品期货指数	878.95	890.77	890.86	878.74	878.46	12.31	1.40
油脂指数	578.87	591.18	591.57	578.44	577.87	13.31	2.30
粮食指数	1384.12	1395.26	1395.92	1382.97	1382.49	12.78	0.92
软商品指数	774.42	775.83	776.78	768.05	767.62	8.21	1.07
工业品期货指数	761.27	765.30	765.45	759.46	759.67	5.63	0.74
能化指数	670.18	676.62	676.97	668.30	667.73	8.88	1.33
钢铁指数	533.88	539.79	539.86	532.68	533.50	6.29	1.18
建材指数	626.50	632.59	632.78	625.66	626.19	6.39	1.02