



携手杉立
共创宏图

杉立研发部

钱建强

0574-87860391



一、行情走势回顾.....	6
1、2014 年天胶延续弱势，反弹乏力.....	6
二、供给情况分析.....	6
1、上半年主产胶国天胶产量增速较低，但供应压力难言缓解.....	6
2、厄尔尼诺大概率发生，难对橡胶供需构成实质利多.....	8
3、前 5 月天胶进口增速未降，后期总量或再创新高.....	9
4、天胶去库存缓慢，下半年仍将压制期价.....	9
5、合成胶与天胶价差低位徘徊，替代性因素对天胶影响有限.....	10
三、需求情况分析.....	11
1、我国轮胎生产低开工率延续，产量增速难有较大提升.....	11
2、上半年轮胎出口平稳，后市或受美国“双反”影响.....	12
3、乘用车销售增速放缓，后期持稳为主.....	14
4、商用车整体销量下滑，高增速难以持续.....	16
4.1 基建投资增速将加快，但难以对冲房地产下滑影响.....	16
4.2 物流运输业预期尚难以乐观，对货运类商用车需求提振有限.....	18
4.3 黄标车淘汰政策及国 IV 标准对 2014 年商用车产销影响较小.....	18
5、我国天胶供需平衡情况.....	19
四、下半年行情展望及操作建议.....	20
1. 驱动因素描述.....	20
2. 操作策略.....	20



插图目录

图 1 沪胶指数日线图	6
图 2 全球天胶供需平衡情况(IRSG).....	7
图 3 我国天胶月度供需平衡情况	7
图 4 我国天胶各月产量情况	7
图 5 泰国、印尼、马来西亚及越南产胶总和.....	7
图 6 全球天然橡胶 2013 年产量分布情况.....	8
图 7 天然橡胶主产国年度产量情况	8
图 8 我国天胶进口情况	9
图 9 美元兑人民币汇率	9
图 10 美元兑泰铢汇率情况.....	9
图 11 美元兑林吉特汇率情况.....	9
图 12 标一胶与复合胶价差走势.....	10
图 13 交易所库存情况.....	10
图 14 青岛保税区橡胶库存情况.....	10
图 15 TOCOM 橡胶库存情况.....	10
图 16 沪胶与丁苯胶价差图.....	11
图 17 沪胶与顺丁胶价差图.....	11
图 18 合成胶产量情况.....	11
图 19 合成胶进口情况.....	11
图 20 我国橡胶轮胎产量情况.....	12
图 21 轮胎价格指数.....	12



图 22 轮胎经销商库存指数.....	12
图 23 轮胎生产企业开工率.....	12
图 24 我国轮胎出口情况.....	12
图 25 欧洲机动车注册情况.....	12
图 26 美国轻型车销售情况.....	13
图 27 欧美居民消费者信心指数.....	13
图 28 欧美 PMI.....	13
图 29 欧美 PPI.....	13
图 30 我国乘用车产量情况.....	14
图 31 我国乘用车销量情况.....	14
图 32 汽车经销商库存系数.....	14
图 33 GAIN 乘用车终端价格及优惠情况.....	14
图 34 我国 M2 与乘用车销售增速对比.....	14
图 35 社会融资总额与乘用车销售增速对比.....	14
图 36 城乡居民可支配收入增长情况.....	15
图 37 居民消费者信心指数与乘用车销量对比.....	15
图 38 乘用车更新周期.....	15
图 39 乘用车年销量情况（万辆）.....	15
图 40 重卡销量情况.....	16
图 41 中轻微型卡车销量情况.....	16
图 42 重卡销量与房地产新开工面积增速.....	16
图 43 重卡销量与基建投资增速.....	16



图 44 房产行业相关面积指标走势	17
图 45 房屋库存-销售比情况 (亿平方米)	17
图 46 全国百城住宅价格走势	17
图 47 基建行业固定资产投资情况	17
图 48 基建部分传统行业固定资产投资增速	17
图 49 基建部分新兴行业固定资产投资增速	17
图 50 重卡保有量	18
图 51 重卡更新需求	18
图 52 公路货运及港口吞吐量情况	18
图 53 我国 PMI 和 PPI 情况	18

表格目录

表 1 ANRPC 主要产胶国近年橡胶新种植面积情况	7
表 2 ANRPC 主要产胶国近年橡胶产量预测	8
表 3 全球天然橡胶供需平衡情况	8
表 4 可能出台汽车限购政策的城市	15
表 5 黄标车计划淘汰数量与自然更新数量	19
表 6 我国天然橡胶供需平衡情况 (万吨)	19



一、行情走势回顾

1、2014 年天胶延续弱势，反弹乏力

图 1 沪胶指数日线图



2014 年上半年天胶整体延续弱势，走势上大致可分为两个阶段：

(1) 1 月份至 3 月中旬，弱势下跌阶段(A 部分)。橡胶库存居高不下，而下游需求疲弱，供需矛盾压制期价不断走低。

(2) 三月中旬至今，震荡阶段(B 部分)。经过连续下跌后前期利空得到了较充分的消化，且积聚了反弹的动能，加上仓单交储等朦胧利好的推动，橡胶一度出现反弹，但由于缺乏实质性利多驱动，期价上行乏力，呈现弱势震荡格局。

二、供给情况分析

1、上半年主产胶国天胶产量增速较低，但供应压力难言缓解

上半年因天气及胶价过低主动减产等因素，主产国产量增速低于预期，部分机构亦调低了 2014 年预估产量，如 The Rubber Economist 将今年全球橡胶供应过剩数量从 3 月预估的 65.2 万吨下修至 51.4 万吨。

而据 IRSG (国际橡胶研究组织) 报告估计，2014 年全球橡胶供应量为 1245.3 万吨，较 2013 年增加 68.2 万吨，或 5.8%；需求量为 1230 万吨，较 2013 年增加 70.8 万吨，或 6.1%。供给较需求有约 15.3 万吨的过剩，累计过剩约 240 万吨(见图 2)，可见供给过剩严重，短期产量下降并不能减缓供应压力。

按 ANPRC 数据测算，截至 2014 年 6 月我国天胶累计供给过剩量为 116.8 万吨(自 2010 年起的动态累计值)，而去年同期供给过剩 49.2 万吨(见图 3)，此外，我国天胶产量仍处于增长阶段(见图 4)。由此可见，我国整体供给压力并无缓解迹象。



图 2 全球天胶供需平衡情况(IRS)

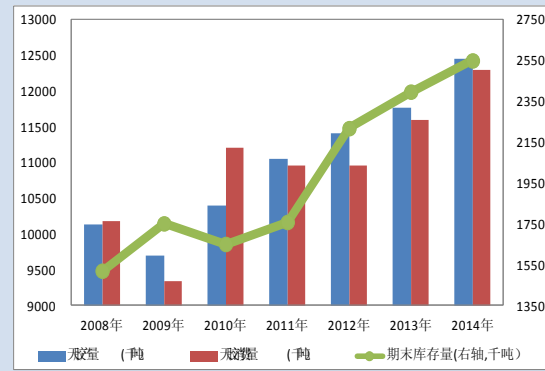
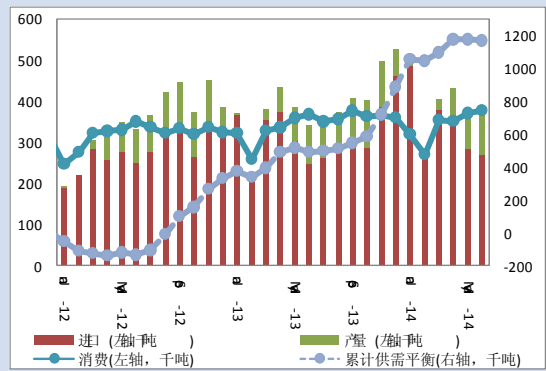


图 3 我国天胶月度供需平衡情况



(附注：图 3 中，累计供需缺口=上月供需缺口+当月国内产量+当月进口量-当月出口量-当月消费量。因数据不可得性，未考虑起始月库存，主要用于监测供需结构的动态变化)

20014 年 1-6 月 ANRPC 国家天胶累计产量为 493.86 万吨，同比增长 0.37%，产量增速较低（见图 5）；此外，主产国累计出口减少 3.23%至 401.89 万吨，表明胶价过低一定程度上抑制了产地生产和出口的积极性，但产地经济对橡胶生产依赖性较大，在经济压力下，下半年产量及出口增长的可能性较大。

图 4 我国天胶各月产量情况

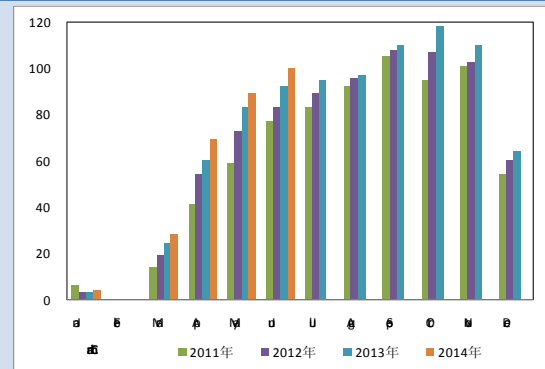
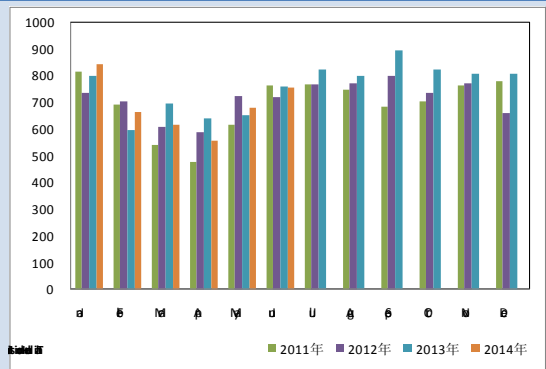


图 5 泰国、印尼、马来西亚及越南产胶总和



2011 年以来天胶价格见顶回落，主因之一为主要橡胶生产国大幅增加胶树种植量，使供给量大幅增加，导致天然橡胶供大于求。ANRPC 报告显示，2005-2008 年前后主要天胶生产国家大批量新种和更新胶树（见表 1）。

表 1 ANRPC 主要产胶国近年橡胶新种植面积情况

	柬埔寨	菲律宾	斯里兰卡	中国	越南	印度	马来西亚	印度尼西亚	泰国
2003		0.20	0.70	36.40	13.00	7.00	0.00	0.00	32.90
2004		1.20	0.70	40.40	13.60	12.80	0.00	14.00	58.10
2005		1.60	1.00	44.30	29.90	17.10	0.00	17.40	122.60
2006	9.20	16.30	1.90	58.20	40.50	21.50	0.00	67.00	109.60
2007	18.80	22.00	2.00	65.10	35.10	22.80	0.00	67.30	161.40
2008	24.80	15.70	2.60	49.10	77.20	30.20	6.00	10.50	221.20
2009	28.10	7.90	3.10	39.00	54.90	25.50	0.00	10.50	50.00
2010	37.20	13.00	1.40	49.00	74.50	25.00	3.00	10.50	25.00
2011	25.60	25.70	3.00	50.00	87.50	23.00	8.30	11.00	
2012	38.00	19.80	2.50	40.00	79.30	24.00	16.50	10.00	
2013	48.40	20.90	6.60	37.00	11.50	18.00	30.00	8.00	

根据各国天胶单产数据可以推算出产量（新胶树按平均 8 年树龄开始正常产胶计算）。



结果显示 2013-2018 年处于增产高峰期 (见表 2)。

表 2 ANRPC 主要产胶国近年橡胶产量预测

	柬埔寨	菲律宾	斯里兰卡	中国	越南	印度	马来西亚	印度尼西亚	泰国	合计增产	年产量预计	增幅%
2014	2.38	3.12	1.03	14.47	7.20	5.59	3.40	12.07	34.41	83.66	1199	7.50
2015	3.29	2.21	1.24	10.91	14.57	7.18	3.93	5.19	44.30	92.83	1291	7.74
2016	3.58	1.18	0.96	5.39	10.93	6.52	3.00	6.74	15.59	53.89	1345	4.17
2017	4.66	1.91	1.04	7.67	14.52	6.43	3.77	6.97	11.39	58.36	1404	4.34
2018	3.27	3.69	0.86	8.00	16.84	5.90	3.35	7.38	0.00	49.28	1453	3.51

2、厄尔尼诺大概率发生，难对橡胶供需构成实质利多

目前世界天然橡胶产地主要分布在东南亚国家 (见图 6)。据各国气象部门监测，今年发生厄尔尼诺现象的可能性超过 70%，东南亚地区将面临较严重的干旱。由于降水量对胶水产量影响较大，2009 年曾经发生的中等强度的厄尔尼诺现象带来的干旱天气使东南亚国家天然橡胶减产明显 (见图 7)。

图 6 全球天然橡胶 2013 年产量分布情况

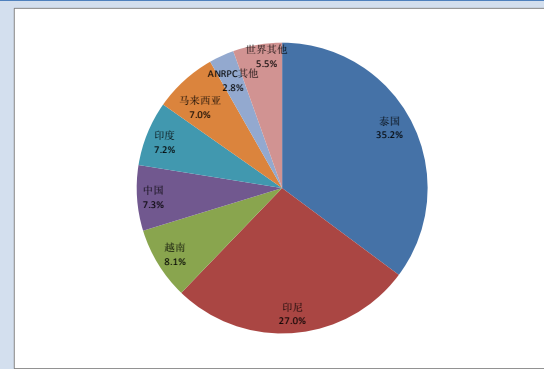
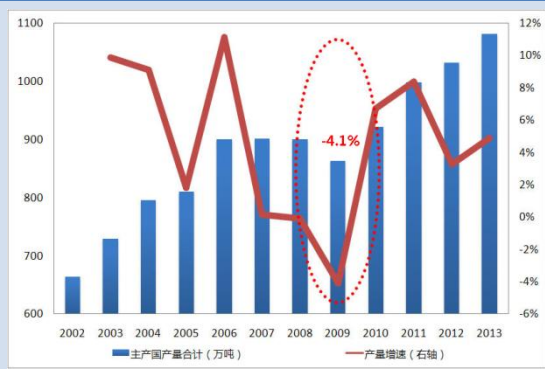


图 7 天然橡胶主产国年度产量情况



但目前天然橡胶整体供需格局相比 2009 年产生了很大的变化。如前文所述，一方面全球天胶连续 3 年供过于求，结转库存日益庞大；另一方面，2005 年以来大规模扩种胶树带来的增产压力逐步体现。对 2014 年和 2015 年厄尔尼诺带来的影响作出严重、一般和无三种假定，结合此前库存和产量等数据，推算出不同情况下天胶供需情况 (见表 3)。结合 2014 年上半年主产国天胶产销情况看，厄尔尼诺即使发生，其影响程度不足以导致供需格局产生根本性变化。

表 3 全球天然橡胶供需平衡情况

年度	2012	2013	2014E			2015E	
厄尔尼诺影响	-	-	严重	一般	无	严重	一般
供应量 (万吨)	1141.0	1177.1	1170.6	1207.9	1245.3	1210.3	1272.1
供应增长率	3.2%	3.2%	-0.6%	2.6%	5.8%	3.4%	5.3%
消费量 (万吨)	1095.0	1159.2	1230.0	1230.0	1230.0	1266.9	1266.9
消费增长率	-0.1%	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	3.0%	3.0%
供应余量 (万吨)	46.0	17.9	-59.4	-22.1	15.3	-56.6	5.2
结转库存 (万吨)	221.8	239.7	180.3	217.6	255.0	123.7	222.9
库存/消费比	20.3%	20.7%	14.7%	17.7%	20.7%	9.8%	17.6%



3、前 5 月天胶进口增速未降，后期总量或再创新高

截止 2014 年 5 月，我国天然橡胶累计进口量同比增加 21.04 万吨或 20.8%至 125.04 万吨(见图 8)，若余下的月份进口总量不低于上年同期的 85%，则全年进口总量将超过 2013 年的 247 万吨。

图 8 我国天胶进口情况

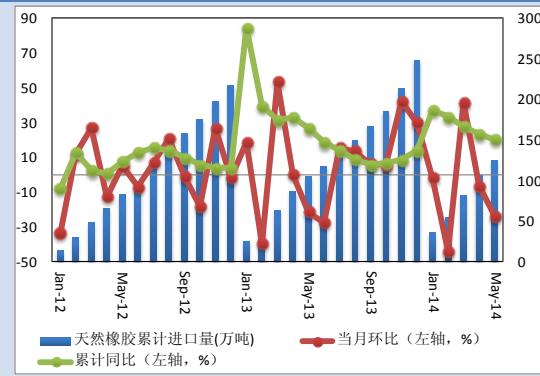
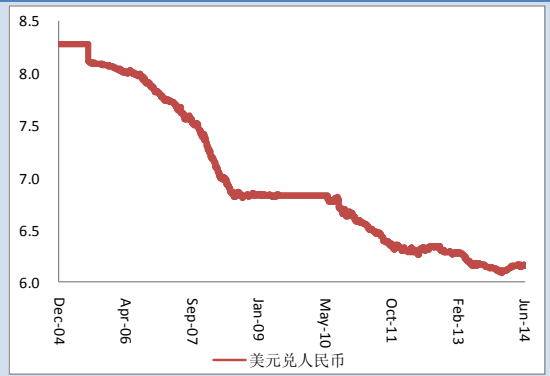


图 9 美元兑人民币汇率



汇率对进口胶价有较大影响，截止 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528，较年初上涨 0.69% 整体处于低位(见图 9)美元兑泰铢汇率为 32.6246 较年初下跌 1.68% (见图 10)；美元兑马来西亚林吉特汇率为 3.2105，较年初下跌 2.07% (见图 11)。根据我们的分析，后期人民币贬值趋势将有所放缓，而美元仍将走强，因而人民币相对主产国汇率延续强势，抑制以人民币计价的胶价。

图 10 美元兑泰铢汇率情况

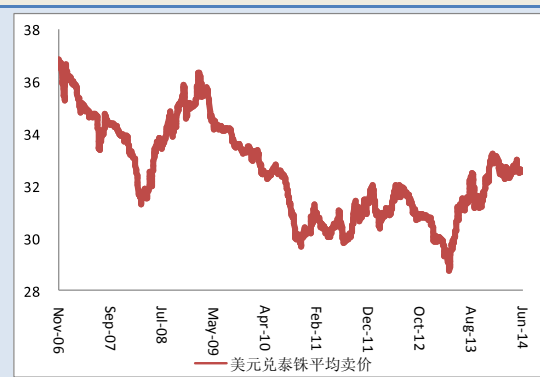
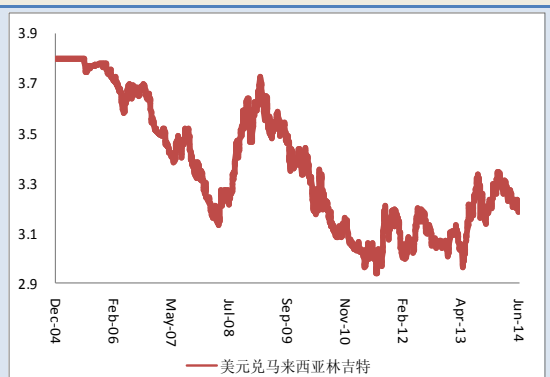


图 11 美元兑林吉特汇率情况



4、天胶去库存缓慢，下半年仍将压制期价

出于成本考虑，国内轮胎厂家使用量最多的是泰国等国生产的标胶，而由于复合胶进口零关税政策的存在，又使不少企业转用价格更低的复合胶。2012 年以来，国产标一胶与复合胶价差长期维持在较高水平(见图 12)，极大地压缩了国产胶的市场空间。受此影响，大量国产标胶转向期货市场抛售，导致交易所库存与仓单水平持续走高。截止 2014 年 6 月 30 日，上期所标准天胶仓单为 12.64 万吨，交易所库存 14.9 万吨，较年初有所下降，但总体仍处高位(见图 13)。若国产胶与复合胶价差继续存在，仍将迫使更多国产胶进入期货市场，从而压制期价。



图 12 标一胶与复合胶价差走势

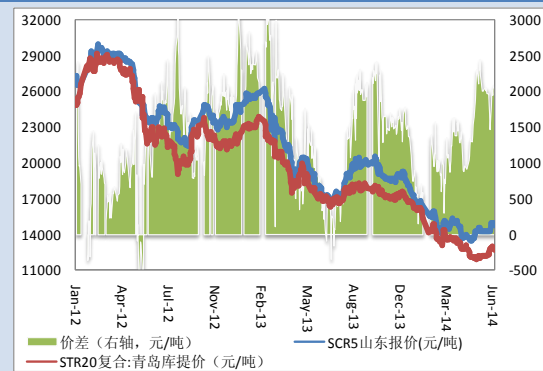
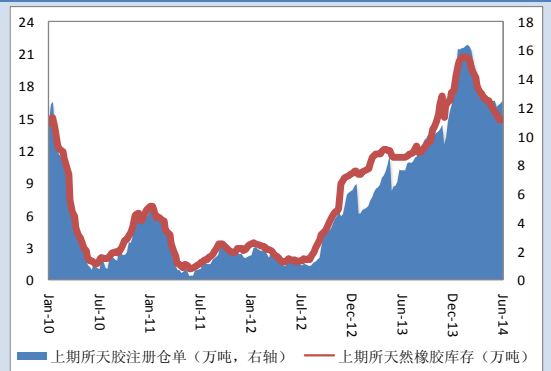


图 13 交易所库存情况



社会库存方面，截止 2014 年 6 月 30 日，青岛保税区总库存 30.55 万吨，同比减少 10.65%。其中天胶 25.03 万吨，较去年同期增加 35.66%；复合胶库存为 3.6 万吨，较去年同期减少 64.88%(见图 14)，天胶和复合胶总量与去年同期增基本持平，处于历史高位。

图 14 青岛保税区橡胶库存情况

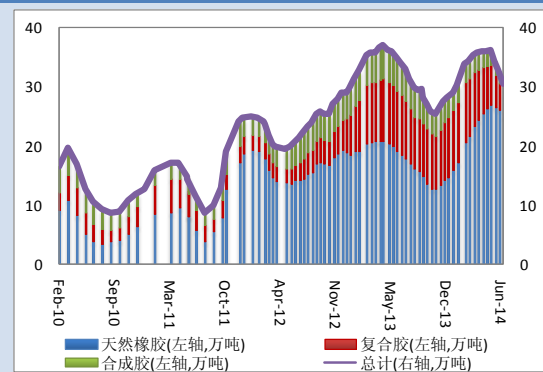
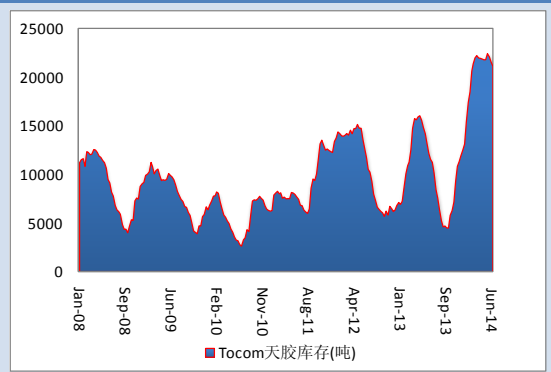


图 15 TOCOM 橡胶库存情况



此外，日本 TOCOM 港口库存在 2013 年亦长期处于高位，10 月份降至最低点后开始回升，2014 年 6 月 20 日为 2.12 万吨（见图 15）。

随着下半年产胶高峰到来，进口总量料将继续增加，而需求未见好转的情况下，库存压力仍难以缓解。

5、合成胶与天胶价差低位徘徊，替代性因素对天胶影响有限

2013 年下半年以来，天胶与合成胶价差始终处于低位，截止到 2014 年 6 月 30 日，齐鲁石化顺丁橡胶(BR9000)出厂价为 12000 元/吨，与国产标一胶价差为 2700 元/吨，较年初下降 47%；齐鲁石化丁苯胶(1502)出厂价为 12700 元/吨，与国产标一胶价差为 1900 元/吨，较年初下降 61%（见图 16、图 17）。



图 16 沪胶与丁苯胶价差图

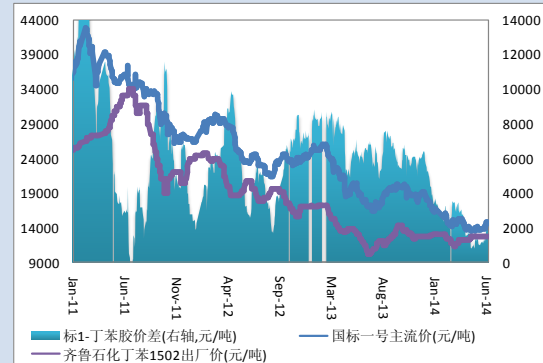
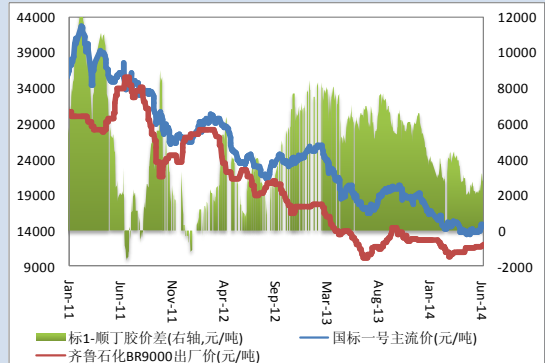


图 17 沪胶与顺丁胶价差图



2014 年 1-5 月，国内合成胶累计产量为 202.96 万吨，同比增加 9.89%；1-4 月累计进口合成橡胶 52.89 万吨，同比增加 0.34%（见图 18、图 19）。合成胶进口增速较去年同期有所减缓，但产量较去年增加，总供应量仍继续增加。

图 18 合成胶产量情况

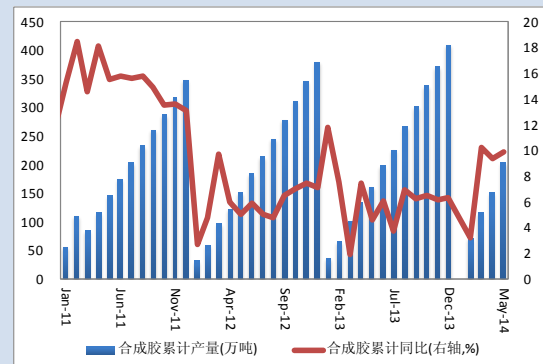
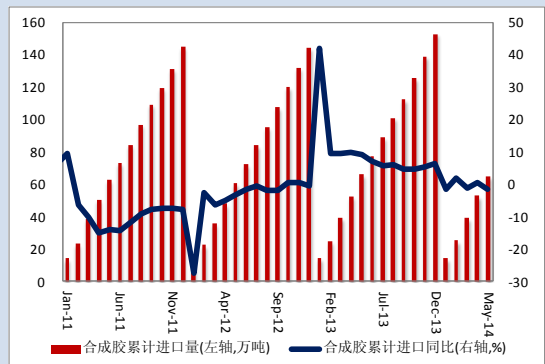


图 19 合成胶进口情况



目前我国合成橡胶产能过剩严重，生产厂家开工率普遍不足；此外，合成橡胶上游主要原料丁二烯和苯乙烯价格低位徘徊，产能压力加上原料价格不振，而下游需求一般，合成橡胶价格难以出现独立走强的可能，与天胶价格同涨同跌的格局料将延续，故预计合成胶替代性因素对天胶价格影响有限。

三、需求情况分析

1、我国轮胎生产低开工率延续，产量增速难有较大提升

截止到 2014 年 5 月，我国橡胶轮胎(外胎)累计产量为 4.51 亿条，同比增幅 9.63%；其中子午线类累计产量为 2.52 亿条，同比增幅为 15.4%，轮胎产量增速与去年同期基本持平(见图 20)。

从国内销售情况看，虽然上游主要原料之一的天然橡胶价格一路走低，但受制于需求和竞争压力，2012 年以来轮胎价格亦快速下滑（见图 21）。



图 20 我国橡胶轮胎产量情况

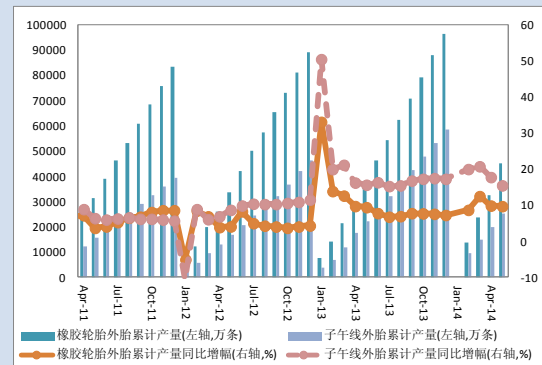
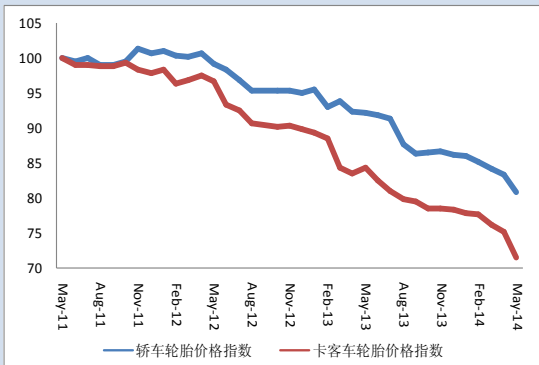


图 21 轮胎价格指数



而近几个月来,国内轮胎经销商库存稳定于较高水平(见图 22),在轮胎价格仍不断走低的情况下,经销商补库或备货意愿一般。销售压力不断上升加上轮胎价格下跌抵消了原料降价所带来的利润,抑制了企业生产积极性,轮胎企业的开工率持续偏低(见图 23)。

鉴于轮胎需求预期仍将走弱(详见下文分析),后期产量增速提升空间并不乐观。

图 22 轮胎经销商库存指数

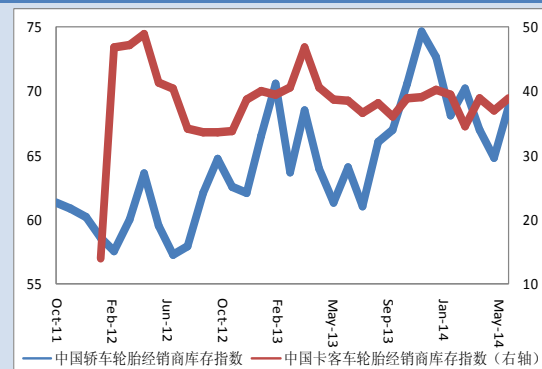
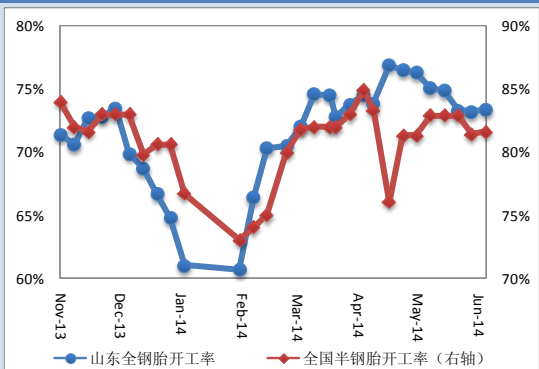


图 23 轮胎生产企业开工率



2、上半年轮胎出口平稳,后市或受美国“双反”影响

出口方面,2014年1-5月我国轮胎累计出口量为1.9亿条,同比增速为10.8%,增速仍处于较低水平,但整体上延续2013年以来的回升势头,出口较为平稳(见图 24)。

图 24 我国轮胎出口情况

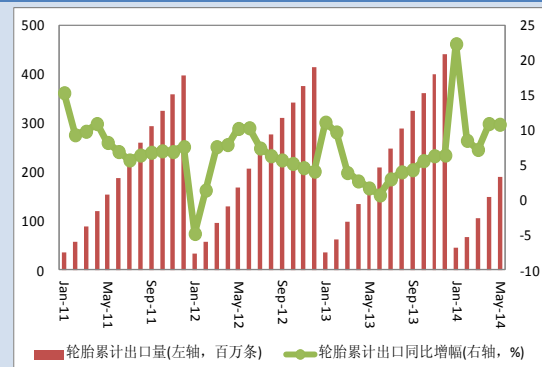
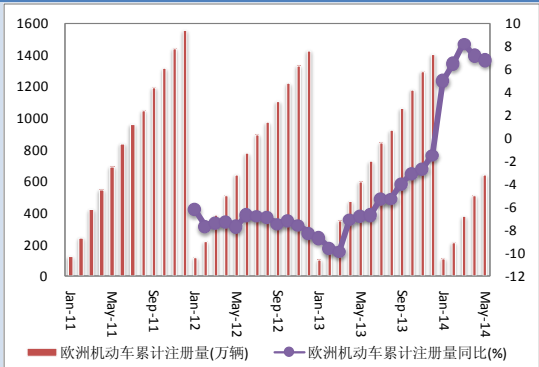


图 25 欧洲机动车注册情况



美国、欧洲作为我国橡胶轮胎主要出口目的国,上述国家汽车销售量对我国轮胎出口有决定性影响。截止2014年5月,欧洲机动车累计注册量为639.56万辆,同比增加6.81%,



汽车销售情况复苏明显(见图 25) 美国轻型车累计销量为 670.88 万辆, 同比增幅为 4.84%, 增速继续上升(见图 26); 上半年主要出口国汽车销售整体较好。

图 26 美国轻型车销售情况

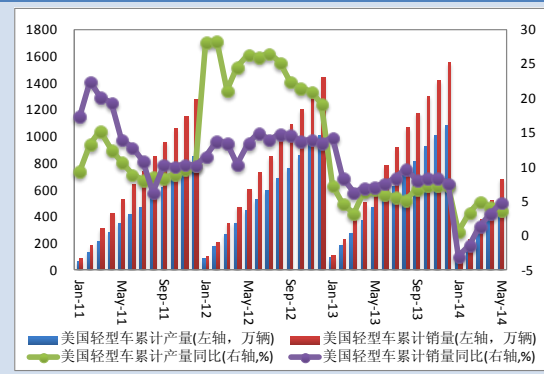
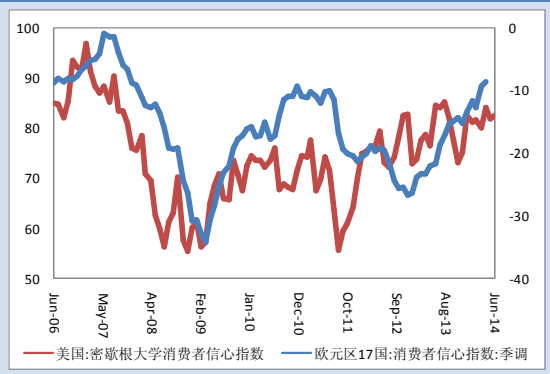


图 27 欧美居民消费者信心指数



作为耐用消费品, 汽车销售预期可从消费者信心中得到体现。截止 2014 年 4 月, 欧元区消费者信心指数为-8.7, 继续保持回升势头; 5 月美国密歇根大学消费者信心指数为 81.9, 处于高位区间(见图 27), 欧美国家未来消费情绪相对较为乐观。

图 28 欧美 PMI

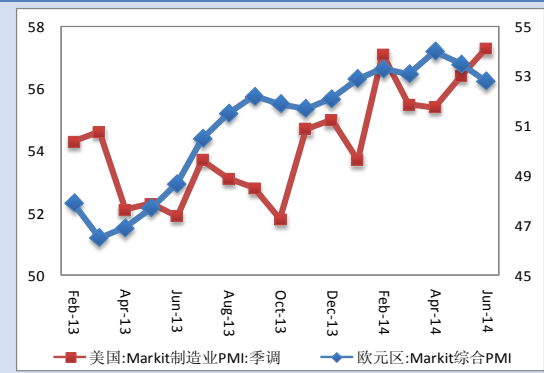
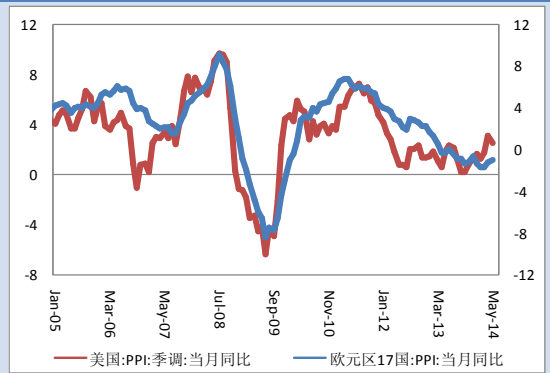


图 29 欧美 PPI



汽车销售与经济发展状况密切相关, 2014 年 6 月, 美国 Markit PMI 为 52.8, 处于相对高位, 欧元区 Markit PMI 值为 57.3; 5 月美国 PPI 同比增速 2.5%, 欧元区 PPI 同比增速-1.0%, 均有转好的迹象(见图 26、图 27)。

整体来看, 下半年美国经济重回增长通道, 欧元区经济虽仍疲弱但下滑态势开始扭转, 从而促进欧美汽车销售, 对我国轮胎出口形成利好。

但下半年轮胎出口尚存在潜在负面因素, 或拖累轮胎出口。2014 年 6 月 3 日, 美国钢铁工人联合会 (USW) 代表美国国内产业向美国国际贸易委员会 (USITC) 和美国商务部 (USDOC) 正式提交申请, 要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查, 并采取“双反”措施。若美国再度采取类似“轮胎特保案”的措施, 对我国轮胎出口影响较大。

不考虑突发因素, 结合前 5 个月的数据, 预计 2014 年轮胎出口增速为 9%。



3、乘用车销售增速放缓，后期持稳为主

2014年1-5月我国乘用车累计产量为811.47万辆，同比增加11.14%；累计销量为806.85万辆，同比增加11.12%，增速较去年同期均有所放缓(见图30和图31)。

图30 我国乘用车产量情况

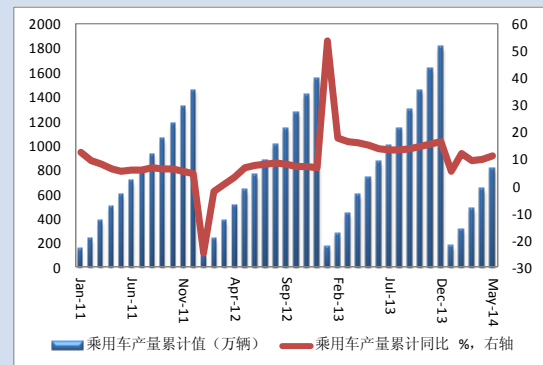
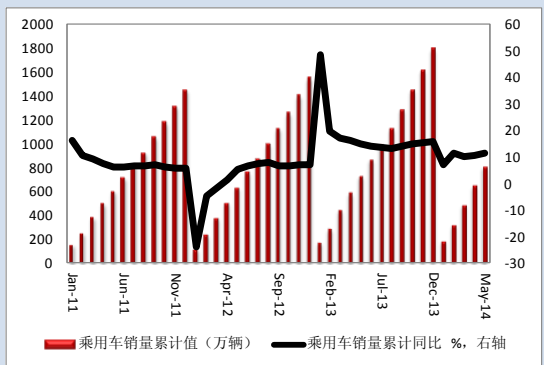


图31 我国乘用车销量情况

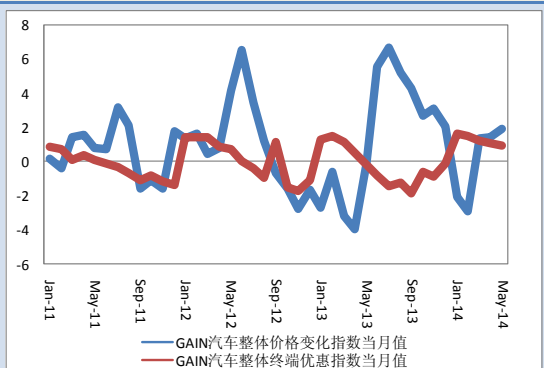


库存方面，截止到2014年5月，经销商库存系数为1.53，显示库存压力增加（见图32）。此外，GAIN乘用车整体价格变化指数为1.92，终端优惠指数为0.91，1-5月汽车销售均价总体处于相对低位，而优惠有所增加(见图33)，经销商销售压力有上升的迹象。

图32 汽车经销商库存系数



图33 GAIN乘用车终端价格及优惠情况

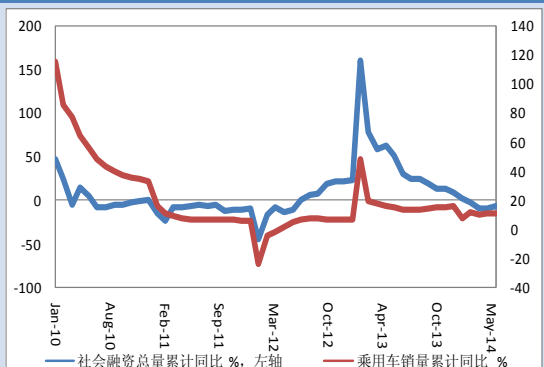


对照历史数据来看，汽车消费特别是乘用车消费与货币总量M2、社会融资总额存在较强正相关性（见图34、图35），2014年1-5月M2增速延续去年以来的低位，而社会融资总额仍未有增长的迹象，难以对乘用车销售产生提振。

图34 我国M2与乘用车销售增速对比



图35 社会融资总额与乘用车销售增速对比





从购买力角度，据国家统计局数据，2014年第1季度，我国城镇居民可支配收入为8155元，实际同比增速7.2%；农村居民现金收入为5094元，实际同比增速10.1%，增速较2013年回升但增长缓慢(见图36)。而5月居民消费者信心指数为104.8，仍无走强信号(见图37)。

图 36 城乡居民可支配收入增长情况

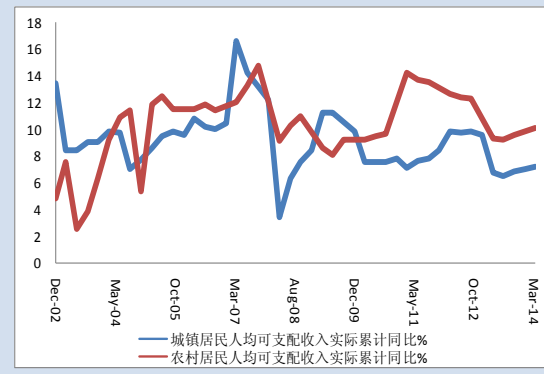
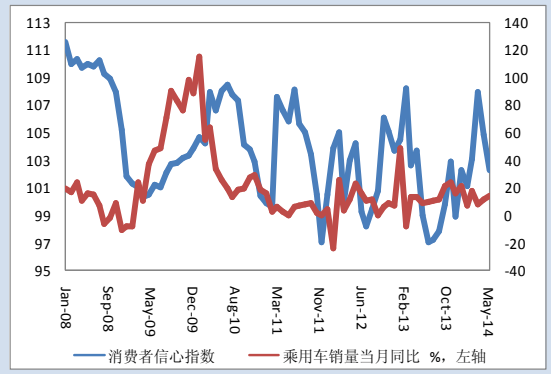


图 37 居民消费者信心指数与乘用车销量对比



下半年乘用车销售尚存在不确定因素，各地环保形势严峻，国家已对生态环境考核纳入政府政绩考核指标，加上各大城市拥堵的日益严重，汽车限购将更多地被提及。2014年3月26日，杭州宣布限购，加上之前已限购的上海、北京、广州、贵阳、天津，目前全国已有6个城市正式实施限购政策。由于乘用车销售集中在大中城市，限购对乘用车销售的影响不容小视，据测算，若上牌量前10位中尚未限购的6个城市加入限购行列，将拖累乘用车销售增速一个百分点(见表4)。

表 4 可能出台汽车限购政策的城市

可能限购的城市		占全国比重
上牌量前10位城市	北京、成都、天津、深圳、重庆、杭州、苏州、上海、郑州、西安	20.0%
前10位未限购城市	成都、深圳、重庆、苏州、郑州、西安	11.5%
上牌量前30位城市	上述十个城市及南京、武汉、青岛、长沙、石家庄、宁波、青岛等	40.0%
前30位未限购城市	成都、深圳、重庆、苏州、郑州、西安、南京、武汉、青岛、长沙等	31.0%

综上所述，2014年下半年乘用车需求缺乏更多提振，且存在限购等不确定因素影响，故乘用车销售整体难有更大突破，考虑到庞大保有量带来的更新需求(见图38、图39)，预计2014年全年乘用车销售增速为12%。

图 38 乘用车更新周期

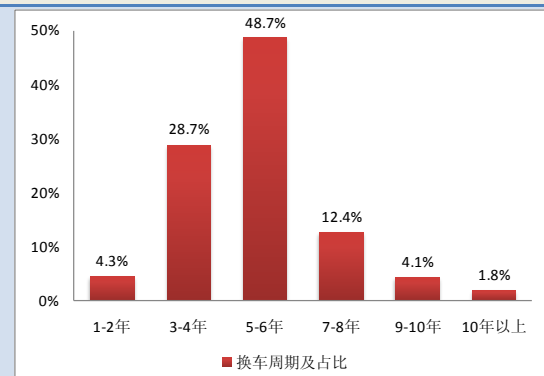
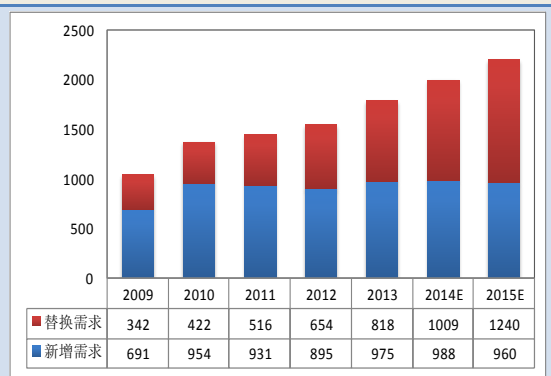


图 39 乘用车年销量情况 (万辆)





4、商用车整体销量下滑，高增速难以持续

2014年1-5月，我国重卡累计销量为36.5万辆，同比增幅为11.4%，增速下降趋势明显(见图40)。而物流类商用车(即中轻微型卡车)则受更新需求等影响，销售情况相对较好。其累计销量为152.68万辆，同比增幅为24.7%(见图41)，增速较高但逐月回落。

图40 重卡销量情况

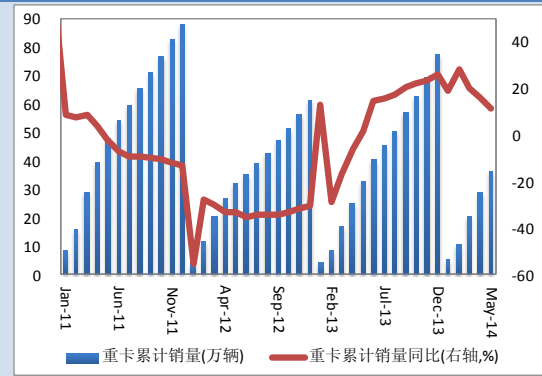
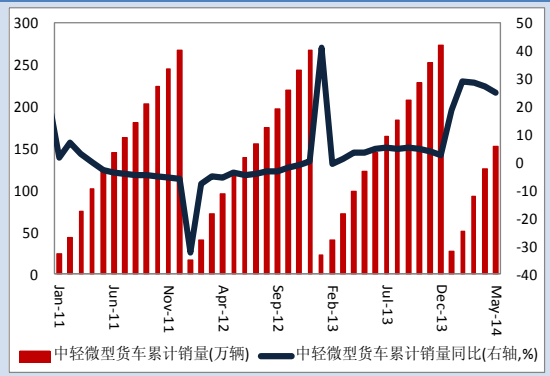


图41 中轻微型卡车销量情况



4.1 基建投资增速将加快，但难以对冲房地产下滑影响

重卡销量与房地产及基建投资密切相关(见图42、图43)。上半年房屋新开工面积负增长，而基建投资虽有所回升，整体上难以对重卡销售产生提振。

图42 重卡销量与房地产新开工面积增速

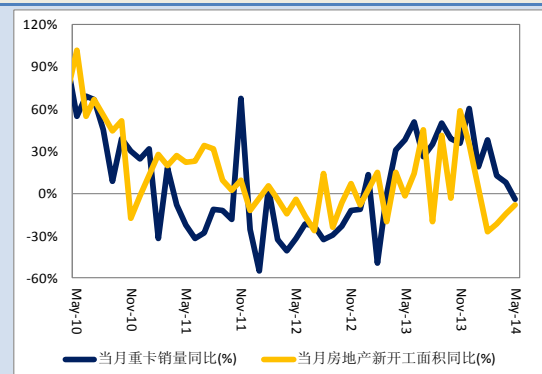
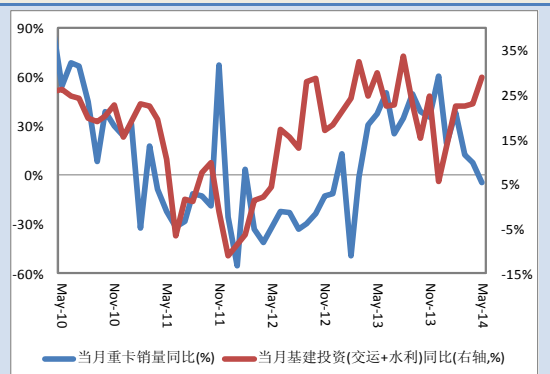


图43 重卡销量与基建投资增速



从房地产各指标走势来看，截至5月，房地产行业累计购置土地面积为1.11亿平方米，同比-5.7%；商品房累计新开工面积为5.99亿平方米，同比-18.6%；商品房累计销售面积为3.61亿平方米，同比-7.8%(见图44)。另从年度值看，预估2014年库存-销售比为1.66，亦属历史高位区间(见图45)。以此数据看，未来国内房地产市场面临较大库存去化压力。

可以看到，房地产相关指标均呈明显下降趋势，而由于销售面积变化一般领先新开工、土地购置面积约6个月，销售面积增速持续下滑将对下半年土地购置面积和房屋新开工面积进一步形成拖累。另外，库存处于高位区间，也将对商品房销量增速有一定抑制。

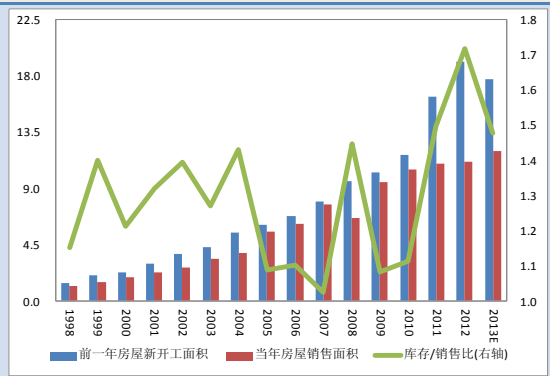
2014年房产销售滞缓，房价亦出现了冲高回落的迹象。截止2014年6月，全国百城住宅价格指数环比-0.5%，同比增幅为6.48%，均连续回落(见图46)。



图 44 房产行业相关面积指标走势



图 45 房屋库存-销售比情况 (亿平方米)



此外，按“十二五”期间各类保障房建设目标(含棚户区改造)，2014 年开工量为 700 万套，以 50 m²/套、投资强度为 2000 元/m²简单计算，则年均拉动投资额为 7000 亿，约占 2014 年预估固定资产投资总额的 1.5-2%左右。因此，棚改及保障房建设对投资贡献力度较为有限。

图 46 全国百城住宅价格走势

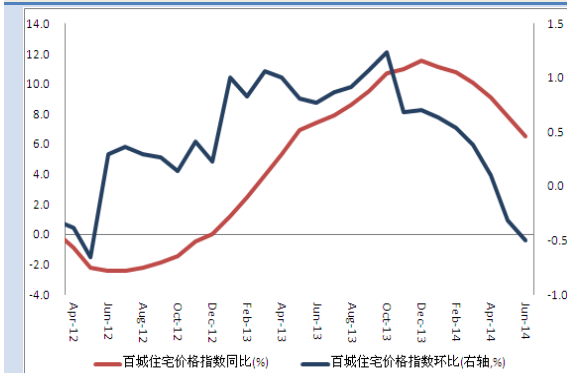
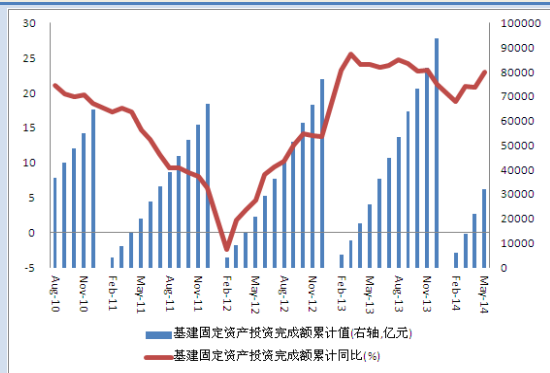


图 47 基建行业固定资产投资情况



综合未来政策走向、供需结构及保障房建设等因素看，预计下半年国内房市难有起色。另考虑上年度高基数，预估 2014 全年房地产业累计投资同比增速为 10%。

基建方面，因下半年房地产业、制造业固定资产投资情况预期悲观的情况下，若要实现“保下限”目标，再遵循“调结构”的基调、兼顾稳增长和促民生的基建及新兴产业投资应有刺激措施：如交通基础设施、水利工程、环保产业、新一代信息基础设施、清洁能源工程、现代煤化工和石化产业基地等（见图 47-49）。

图 48 基建部分传统行业固定资产投资增速

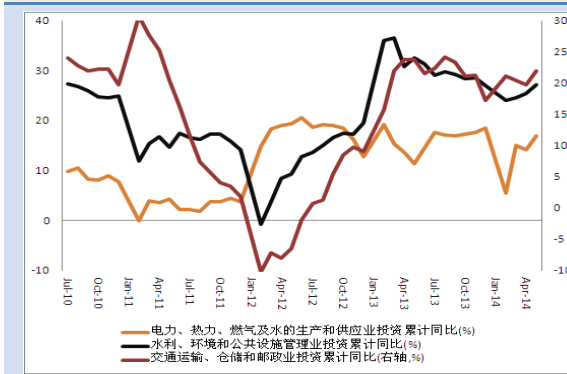
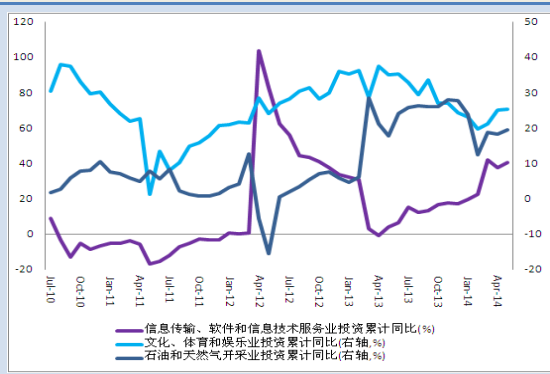


图 49 基建部分新兴行业固定资产投资增速





另自年初来，我国铁路固定资产投资已连续 2 次上调，由 6300 亿提至 8000 亿，同比增幅为 20.2%，为近年来新高。作为稳增长的重要手段，预计年内铁路投资额度仍有上调空间。根据细分项占比，预计 2014 年基建固定资产投资总额同比增速为 24% 左右。

综上所述，2014 年下半年房地产难有起色，而基建类投资增速有望提高，但整体来说难以对冲房地产下滑对重卡需求的拖累，预计其销售增长减缓，主要受更新需求支撑（见图 50，图 51）。

图 50 重卡保有量

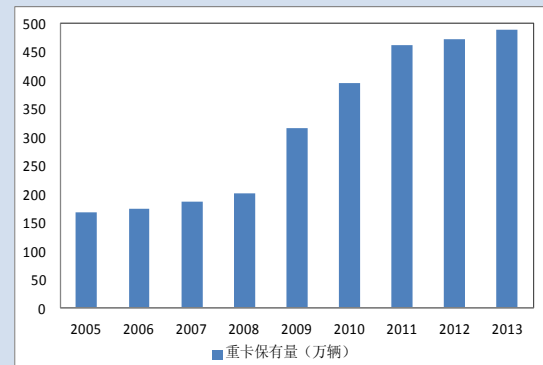


图 51 重卡更新需求



4.2 物流运输业预期尚难以乐观，对货运类商用车需求提振有限

截止 2014 年 5 月，我国公路货物累计周转量为 2.26 万亿吨公里，同比增速为 9.1%；沿海主要港口货物累计吞吐量为 31.86 亿吨，同比增长 6.6%，均低于去年同期（见图 52）。而从我国 PMI 和 PPI 数据看，宏观经济有企稳迹象，但尚处复苏阶段（见图 53）。由于物流行业与宏观经济走势高度相关，未来物流行业或有增长但仍难言乐观，对货运类商用车提振有限。

图 52 公路货运及港口吞吐量情况

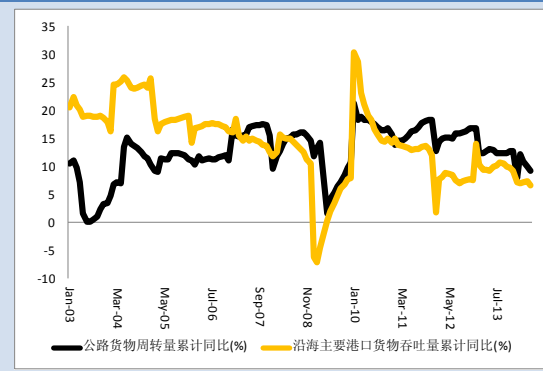
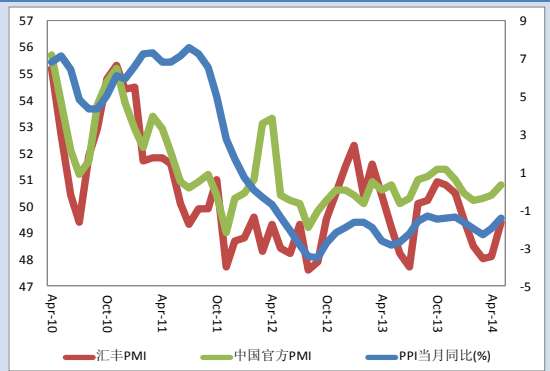


图 53 我国 PMI 和 PPI 情况



4.3 黄标车淘汰政策及国 IV 标准对 2014 年商用车产销影响较小

按环保部要求，2013-2015 年重点区域将淘汰中重卡类黄标车 139 万辆（指未达到国 I 排放标准的汽油车和未达到国 III 排放标准的柴油车）。按我国中重卡平均 5-6 年更新速度，2013-2015 年潜在更新（购于 07、08 年）数量达 147 万辆，超过计划淘汰黄标车数量，其他车型情况类似，由此可见，黄标车淘汰对 2014 年商用车销售影响并不突出（见表 5）。



表 5 黄标车计划淘汰数量与自然更新数量

类别		13-15年计划淘汰数量 (万辆)	13-15年自然更新数量 (万辆)
货车	重型货车	61	103
	中型货车	78	44
	轻型货车	105	225
	微型货车	6	68
客车	大中型客车	24	24
	轻型客车	50	45
	微型客车	41	205

综合上述分析，2014 年商用车整体难有突出表现，维持较低增速的可能性较大。预计 2014 年商用车销量同比增速为 7%。

5、我国天胶供需平衡情况

通过对供给和需求端各相关数据汇总测算得到的天胶供需平衡情况看，供过于求的格局较为突出，胶价仍将受到压制（见表 6）。

表 6 我国天然橡胶供需平衡情况 (万吨)

年度	2012	2013	2013增速	2014E悲观	增速	2014E乐观	增速	2014E中性	增速	2014.1-6	2014.1-6增速
我国天胶产量	79.5	85.6	7.7%	92.4	8.0%	96.7	13.0%	94.2	10.0%	29.0	10.7%
我国天胶进口量	336.8	384.9	14.3%	415.7	8.0%	442.6	15.0%	427.2	11.0%	203.8	8.8%
天胶供给量	416.3	470.5	13.0%	508.1	8.0%	539.4	14.6%	521.4	10.8%	232.8	9.0%
配套轮胎需求	33.6	38.1	13.6%	37.0	-3.0%	40.8	7.0%	37.8	-1.0%		
替换轮胎需求	135.7	143.4	5.7%	150.6	5.0%	162.1	13.0%	153.5	7.0%		
出口轮胎需求	91.5	103.7	13.3%	110.9	7.0%	117.2	13.0%	114.0	10.0%		
其他用胶需求	121.3	128.5	6.0%	128.5	0.0%	141.3	10.0%	134.9	5.0%		
天胶出口量	1.4	1.3	-7.9%	1.3	0.0%	1.3	0.0%	1.3	0.0%	0.7	-9.9%
天胶消费量	383.4	415.0	8.2%	428.3	3.2%	462.6	11.5%	441.5	6.4%	204.7	3.6%
供给余量	32.9	55.5	68.6%	79.9	43.9%	76.7	38.2%	79.9	44.1%	28.1	75.6%



四、下半年行情展望及操作建议

1. 驱动因素描述

相关变量影响综述				
驱动因素	一级指标	二级指标	状态描述	多空影响
宏观面	/	/	房地产投资快速下滑，基建投资增速上升	中性偏空
中观层	供给	产量	主产国处于增产高峰期	偏空
		替代品	合成胶天胶价差处于低位，替代性减弱	中性
		库存	库存持续处于高位	偏空
		进口	进口量仍有望增加	偏空
	需求	乘用车	增速预期放缓	偏空
		商用车	增速预期依旧悲观	偏空
		轮胎生产	产量增速平稳	中性
		轮胎出口	增速表现一般	中性
微观层	价差	/	期现价差较小，对期价影响有限	中性

2. 操作策略

(1) 单边做空：ru1501、ru1505

核心理由：

- 产胶高峰年份，供给压力较大，期价上涨空间受限；
- 需求弱增长，对期价支撑力度不足。

潜在风险点：

- 政策因素：中国橡胶收储；主产国干预手段。
- 天气因素：厄尔尼诺强度远超预期，超强台风影响等。
- 其他因素：胶价持续偏低导致产地胶农大面积砍树转种其他作物。

具体操作：

ru1501 在空单 16500 上方介入，以 200 为加仓间距，参考阻力位 17500；

ru1505 空单在 17000 附近介入，以 200 为加仓间距，参考阻力位 18000。



杉立期货

Shanli Futures

携手杉立

共创宏图

客服电话：0574-87716270

传 真：0574-87717386

分析师简介

钱建强：品种分析师，负责天然橡胶、玻璃相关品种研究。

联系电话：0574-87860391

邮 箱：917834140@qq.com

分析师承诺

负责本研究报告内容的期货分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

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做任何保证,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证券或期货的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有,未经书面授权,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发,须注明出处为杉立期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。