

## 不确定波动初现 价值构筑为主轴

-----天胶期货 2011 年一季度简评

帅 阁

### 前言

回顾 2011 年一季度橡胶走势，可谓波动较为剧烈，而先扬后抑、市场逐步趋于理性则构成了此阶段的鲜明特点。一月份国内外胶市接棒 2010 年的 35850 节点涨势继续创造新高，沪胶 1109 合约价格则在 2 月上旬达到了 42895 元/吨，日胶站上 535 日元/公斤，两大胶市双双创造出历史新高。在 2 月份的上漲过程中，日胶涨势明显快于沪胶，导致二者价差触顶万元/吨的大关。2 月中下旬，随着北非中东危机的爆发以及中国紧缩政策的实施，日胶沪胶价格下滑，二者价差回归正常区域。3 月，日本发生地震海啸，引发日胶和沪胶从各自的短暂支撑位 400 日元/公斤和 35000 元/吨的支撑位大幅跳水，出现超跌走势，此波下跌过程中日胶跌幅远大于沪胶。随着日本地震的逐渐平息以及日本政府对市场的大量注资，日胶在 335 日元处出现超跌反弹走势，沪胶在日胶的带动下也自 32500 附近重回 3 月底的 35000 元/吨的价位附近。整体而言，2011 年一季度沪胶基本上完成了一个过山车行情，荡平涨幅的波动是资金操盘意图、政策力、天时、自然因素等多重力量综合作用的结果，尽管是一系列不确定的波动初现导致，但笔者认为，价值构筑则是内在要求，为内因。

## 第一章 心思变

### (一) 调控

2010 年下半年，突出的经济特点就是货币现象导致的通胀乱象丛生，在此情况下，2010 年 12 月召开的中央经济工作会议上，明确确定了 2011 年经济工作的“加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行”的基调。毫无疑问，有效控制通货膨胀已成为 2011 年宏观调控政策的首要目标。自此，货币政策已由适度宽松逐渐转向稳健，并在一季度加速了这种导向，从而对沪胶的金融属性的抑制产生了一定影响。

存款准备金率历次调整一览表

时间	调整前	调整后	调整幅度 (单位：百分点)
2011年3月25日	(大型金融机构)19.50%	20.00%	0.5
	(中小金融机构)16.00%	16.50%	0.5
2011年2月24日	(大型金融机构)19.00%	19.50%	0.5
	(中小金融机构)15.50%	16.00%	0.5
2011年1月20日	(大型金融机构)18.50%	19.00%	0.5
	(中小金融机构)15.00%	15.50%	0.5
2010年12月20日	(大型金融机构)18.00%	18.50%	0.5
	(中小金融机构)14.50%	15.00%	0.5
2010年11月29日	(大型金融机构)17.50%	18.00%	0.5
	(中小金融机构)14.00%	14.50%	0.5
2010年11月16日	(大型金融机构)17.00%	17.50%	0.5
	(中小金融机构)13.50%	14.00%	0.5

从第一季度上看，国内政府政策主要在货币政策上进行了深入的导向功能调控，主要体现在调整银行存款准备金和利率上。大部分银行的存款准备金率已经达到了 20% 以上，达到了

较高的水平，利率也出现了 3 次以上的上调。当然从出发点上看，应对通胀形势的“三率齐发”式严厉紧缩政策是否接近尾声成为了市场的担心，进入温和紧缩阶段及政策紧缩效果的观察期，紧缩的频率和节奏、力度较之一季度会有所减弱也成为了市场的潜在共识，这可能将促使市场心理发生微妙的背景变化，超跌反弹能否变成反转成为了考验所在。

## （二）循环

政府力图将通货膨胀控制在 4% 的果断和坚决仅仅是一个手段，包括笔者在内的众多人士一个共识就是，在新年度实施的持续紧缩政策，其根本目的在于抑制通胀，而抑制通胀的核心问题在于，价格上涨水平，特别是资产价格带动下的货币价格的贬值性上涨是否与经济内在的发展水平相互一致。包括加息在内的一系列经济、行政手段显然是为了配合稳健的经济发展需要，及考验经济的内在循环力健康问题。

沪胶、日胶 1 季度主要交易数据 (2011.01.04-2011.03.31)						
名称	开盘	最高	最低	收盘	季度涨跌幅	成交量 (万手)
沪胶指数	37394	43293	32719	34990	-5.68%	4208.5
沪胶 1105	37470	43500	32750	36050	-3.07%	3081.5
沪胶 1109	37380	42895	32410	34895	-5.82%	1113.8
日胶指数	419.0	540.3	338.2	436.6	+5.89%	138.2

从今年的定调来看，中央政府 2011 年的国民经济和社会发展的主要预期目标主要有：保持物价总水平基本稳定；进一步扩大内需特别是居民消费需求；巩固和加强农业基础地位；加快推进经济结构战略性调整；加强社会建设和保障改善民生；深入推进重点领域改革；进一步提高对外开放水平等等。而剔除不合理的经济结构及资本不均衡下的货币现象，为一系列改革推进铺垫道路显然是政府政策的意图，其将直接为实体经济的健康发展创造良好条件，这也是一季度橡胶期货价格下行的宏观经济循环要求。

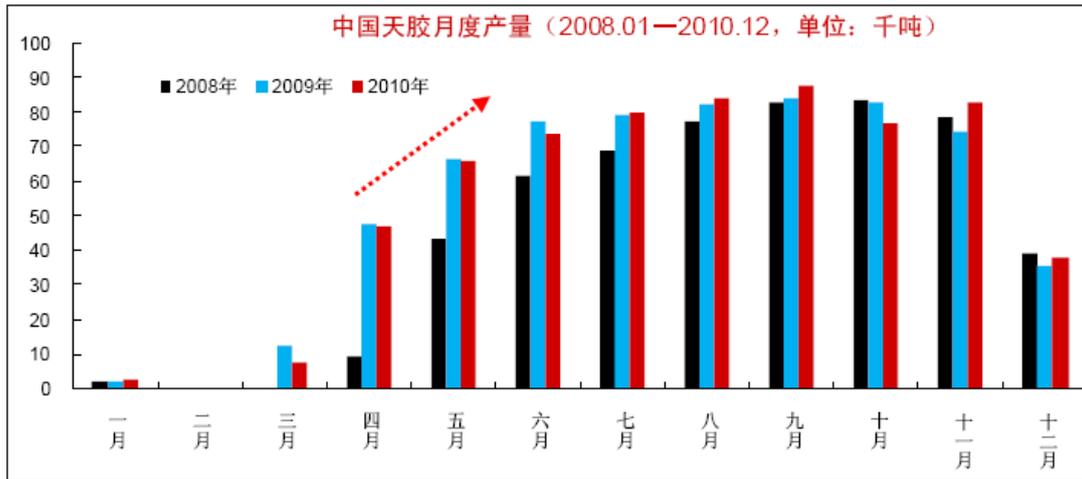
## （三）求生

由于生产轮胎的重要原料天然橡胶受制于人，从去年下半年开始，天胶价格疯狂上涨并达到历史高点，中国轮胎业利润降至历史低点，轮胎企业苦不堪言。在外国天然橡胶企业的强势挤压之下，中国轮胎业扮演着为国外胶企打工的角色，随着胶价的进一步上涨，生存空间受到更严重挑战，一场生死劫摆在中国轮胎业面前。

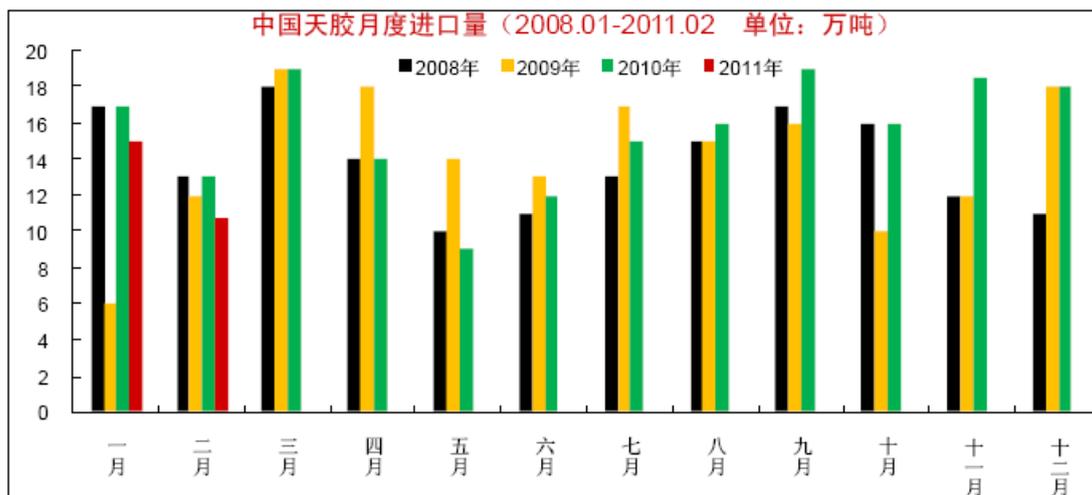
而这一点，在今年一季度有了加大的迹象，从国内轮胎企业的季度营业报告看，大部分企业的营业收入增加主要是公司产品销售量增加及销售价格上调所致。比如，风神股份公司 2010 年实现净利润 1.53 亿元，同比下降 50.77%，2010 年公司实现营业收入 81.22 亿元，同比增长 44.45%，每股收益 0.407 元，同比下降 50.79%。ST 黄海预计本季度可能亏损；青岛双星预计本季度净利润同比下降 50%-70%。

在此情况下，轮胎行业只有向下游转移成本，这意味高价天胶带来的苦果将由汽车企业来承受，今年能否成为连锁反应的开始，是否将加大社会的总体通胀背景值得注意。

## （四）惶惶终日



进口方面, 由于国际胶价一直处于较高的水平, 国内贸易商在春节前后进货态度比较谨慎, 但在市场惯性心理的引导下, 预期的存在导致出货较难, 囤货商更多的把手中货物当作了一种保值避险的资源, 这进一步导致了市场资源供应的紧张和价格的推波助澜。中国 2 月份的天然橡胶进口量较上年同期下降 14.4%, 至 10.72 万吨。2 月份的天然橡胶进口量较 1 月份的 14.73 万吨下降 27%。1 至 2 月份中国天然橡胶进口量为 25.46 万吨, 较上年同期下降 14.2%。



但日本地震直接促使了原形毕现, 以青岛市场为例, 截至到 1 一季度末, 区内库存达到了 15 万吨左右, 而贸易商的浮亏空间达到了 1400 美元/吨左右, 销售极为低迷, 彼时贸易商的资金极为沉重, 甚至一度出现大规模违约的迹象, 惶惶不可的心情成为共同。截至到目前, 市场仍不是很活络, 需求方以销定购为主。后市, 这方面如果能顺利过渡, 则价格仍将以二季度的上涨为主。

## 第二章 地不利

### (一) 地震



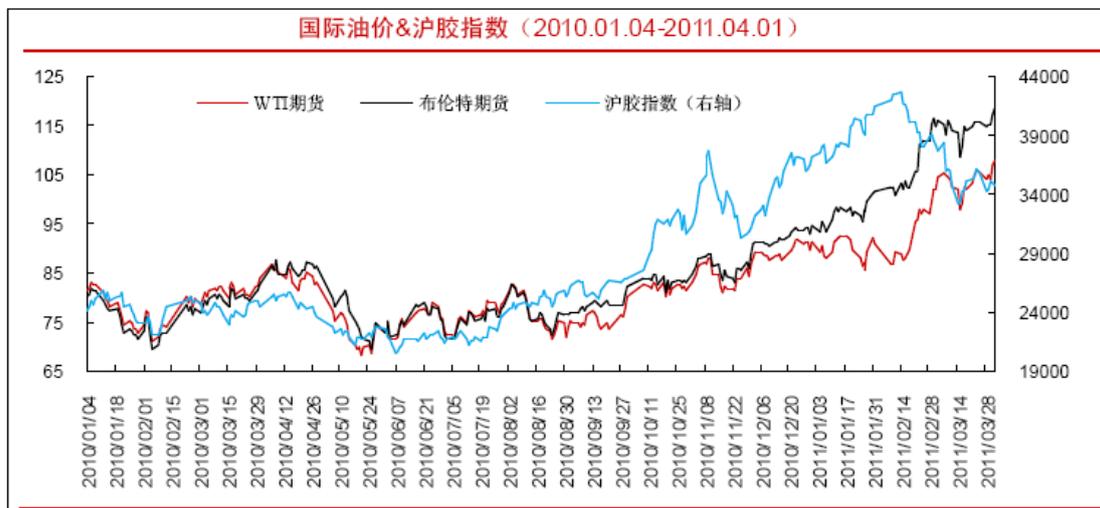
日本重建将需要大量资金投入扩大并加速通胀的恶性循环,这可能会引发一系列破坏性的间接后果。

## (二) 危机

2011年1月突尼斯一名小贩被警方打死,事件很快引发多座城市爆发示威游行,并逐步蔓延,终于在一季度出现了一个名词,这就是“中东政治危机”,突尼斯、埃及、也门、约旦、巴林、阿尔及利亚、利比亚、阿曼和伊朗等多个国家的社会政治运动大有漫卷整个中东地区、导致多个国家“批量改朝换代”之势。



从深刻的经济危机,到爆发的社会危机,再到酝酿之中的政治危机,离不开经济背景,在2010年第四季度大宗商品价格进一步上涨是间接引发中东和其他发展中国家更多的社会动荡重要原因。并在3月份蔓延到主要产油国,导致油价进一步走高,这是双刃剑,一方面,高能源价格下,发达国家将重回衰退状态,处于“双速”发展的全球经济将会被巨大贸易失衡和巨额债务所笼罩。但另一方面,高油价传导至国内刺激成品油价格的上涨,遏制汽车的消费,同时也提升了流通成本,带动了通胀水平的压力加大,目前看,前者尚未达到严重的程度,而后者在中国整逐步寻找平衡,但很难说临界点在何方。政府的上调油价行为大有“只许州官放火不许百姓点灯”之感,资金市或许不会善罢甘休。



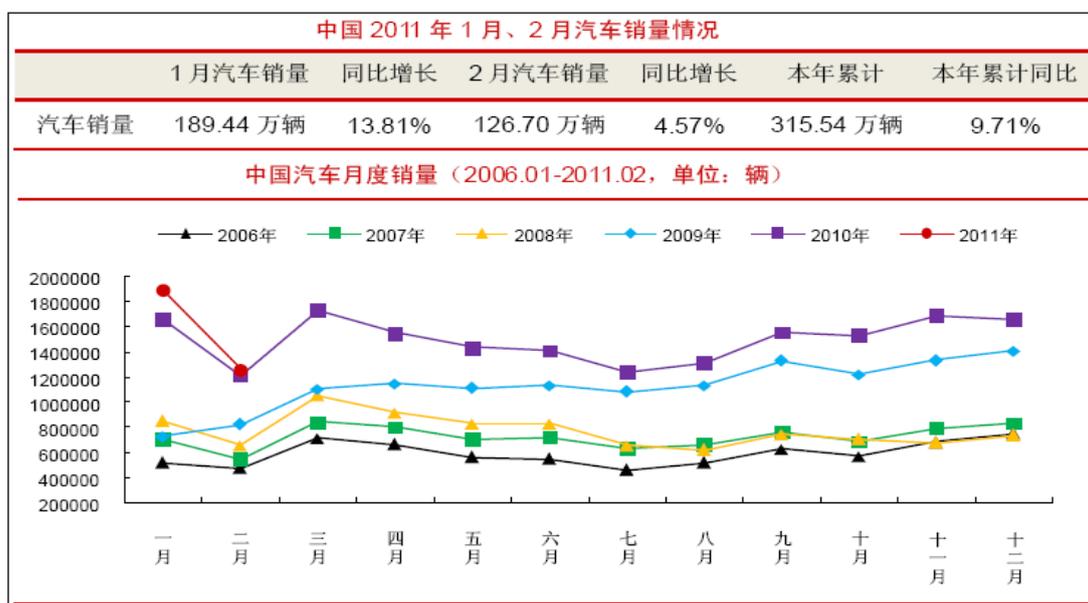
### (三) 野心

作为非人为控制的地震，日本发生的灾难对经济的影响不仅仅局限于日本，这是一不争的事实，如果说日本危机将使已经存在于全球经济的恶性循环加剧成为可能的话。那么，以美元为代表的美国货币及经济政策所给金融市场带来的冲击则是更大的担忧。未来几年全球货币基数的迅速增长、货币增加将导致公共债务与通胀压力增加，并产生金融泡沫，这将会对全球金融系统的完整性带来威胁。北美市场，美联储的定量宽松货币政策以及间接为持续高企的政府赤字融资；欧洲经济体中，欧洲央行从希腊、爱尔兰和葡萄牙购买政府债券等等都可能扩大世界范围内的资金泛滥，洪水之中中国能否独善其身值得关注。

在中国巨额贸易顺差导致的外汇储备存在的情况下，经济的稳定甚至比发展更重要，后期的政策博弈和输入性通胀的围攻将形成较力态势，市场将在二季度介入一个不明朗时期，西方国家的输出通胀的国家战略将直接左右中国的经济格局。

### (四) 突围

今年，不但北京作为“首堵”已经广为人知，而且瘫痪性的堵车已经出现在武汉、长沙等二线城市，经常性的堵车也开始在三线城市甚至县城、乡镇显现。



堵车的背景是，2010 年全国汽车产销 1826.47 万辆和 1806.19 万辆，同比分别增长 32.44% 和 32.37%，产销再创新高，刷新全球历史记录。一方面，这将为橡胶的消费提供稳定的潜在消费市场，保有量基础消费存在，这也是橡胶价格的最大支撑力量；但另一方面年，交通问题、能源问题等一系列问题可能促使政府政策和消费者趋于理性，而一季度北京的摇号、限行、提高停行车费用、购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策的退出、油耗准入政策的实施、发展公共交通以及大幅度提高成品油价格均显示了政策的压力，作为消费品，汽车行业面临不确定风险较大，新增消费增速可能将理性。从数据看，2011 年 3 月全国汽车产销 182.73 万辆和 182.85 万辆，同比增长 5.34% 和 5.36%，增速下滑，月度和季度同比增幅较大回落是主要特点。作为缩影，房地产和汽车近两年对宏观经济发展的推动力是否仍将持续，也是考验中国经济能否突围成功的标志之一。

## 第三章 天时变幻

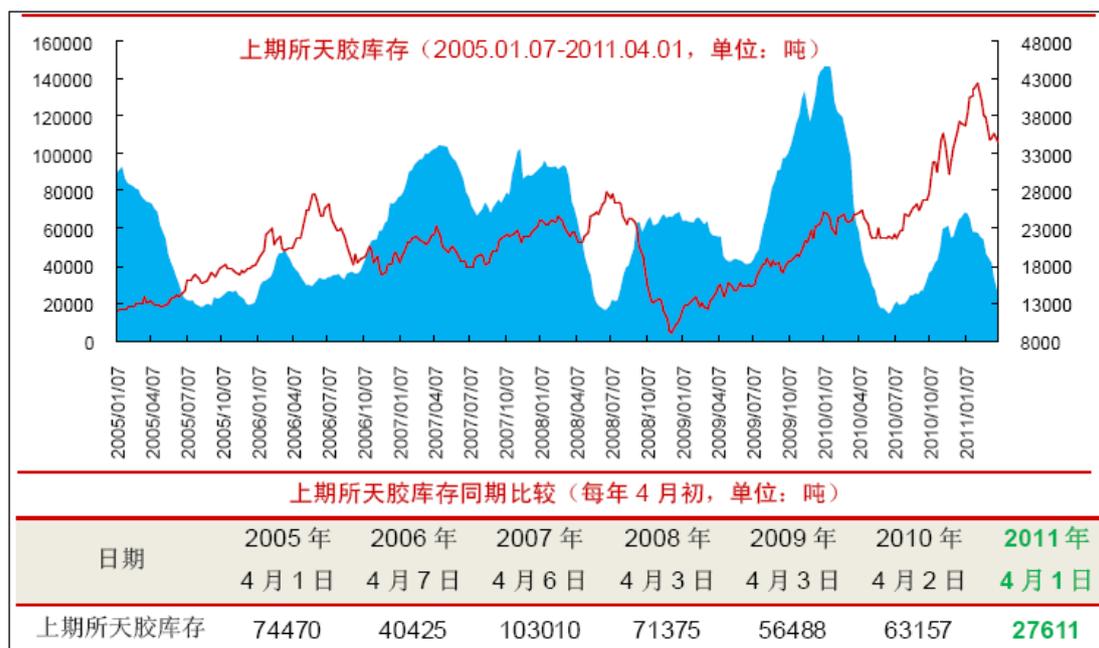
### (一) 停开割

主要产胶区的停割、开割时间		
产胶国	产胶地区	停割、开割时间
中国	云南	11月底停割，次年3月中下旬开割
	海南	12月中旬或月底停割，次年4月开割
越南		1月底2月初停割，4月中旬开割
泰国	泰国北部地区	1月底2月初停割，4月中旬开割
	泰国南部地区	2月中旬停割，4月底5月初开割
马来西亚		2月中旬停割，4月底5月初开割
印尼	印尼赤道以北地区	2月中旬停割，4月底5月初开割
	印尼赤道以南地区	9月底停割，12月中旬开割

沪胶影响因素分析。从天胶基本面看，天胶即将迎来新的割胶季节以及天胶价格泡沫过大给下游用胶企业带来的巨大压力是目前天胶企业面临的最主要的利空影响，而从2011年2月份开始的下跌已经消化了一部分橡胶上涨过程中累计的泡沫风险，因此天胶在后期的走势中面临的开割压力相对减轻一些。加之主要用胶企业库存的偏低和天胶主产国对橡胶价格支撑的态度，第二季度天胶价格走势更多的是市场寻找一个合理价位的多空双方的博弈过程，而这个合理价位在未来全球地缘政治风险，经济政策风险以及橡胶自身开割风险的影响下应当低于目前市场的价格。基于天胶第一大橡胶主产国泰国能接受的价格警戒线看，国内橡胶的下线支撑位在30000元/吨左右。

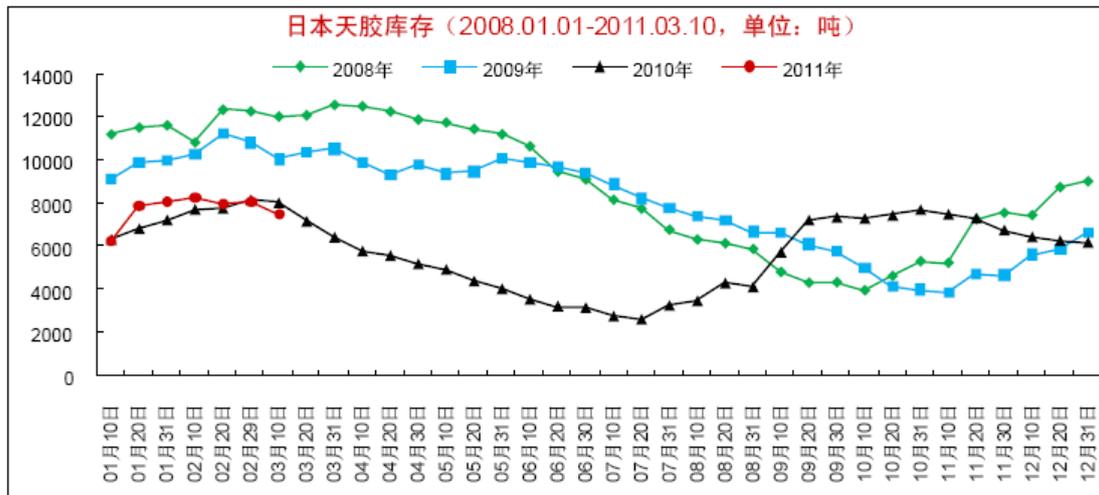
但从时间因素看，4月中旬前后将面临一个重要的时间窗口，是国际主产区的青黄衔接口，因而不排除二季度橡胶价格进行此因素的炒作，但在此之后将表现为产业之外的金融因素和需求力的衔接，具有不确定性。

### (三)库存



一季度，国内天胶主要以消耗库存为主，中国和日本市场在3月底基本上处于同比的低水平状态，这暗示出，一，市场仍未从抗风险的惯性中走出，即，利用实物或贵重资产应对

金融危机的操作中走出，而这则加大了本就去库存化之后的短板效应。其二，这在一定程度上反映出了供求关系的矛盾，流入市场的可调节资源大幅度减少。



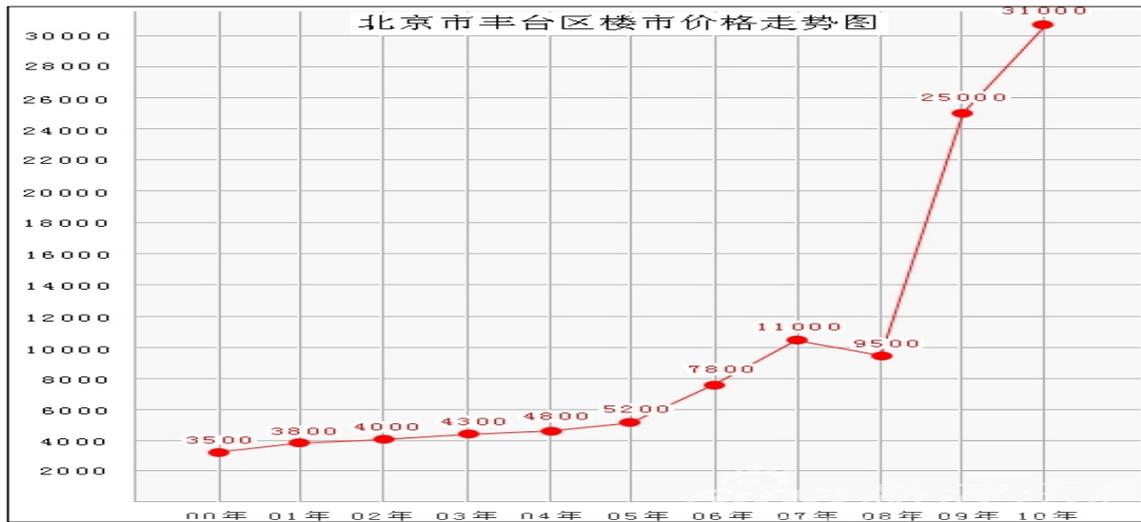
#### (四) 托盘

在日本发生地震之后不到一周的时间内，随着国际胶价的大跌，泰国政府就随即表示，暂时停止出口橡胶，并要求供应商控制橡胶价格在 120 泰铢以上。受此提振，国际市场橡胶价格纷纷止跌反弹，而泰国指标 RSS3 橡胶则上涨至 100 泰铢附近。泰国政府的措辞为，橡胶价格下跌情况异常，因为存在中国与日本投资者炒作问题，并且该国财政部也与商业银行协商，为橡胶商增加放款及提供信贷担保。更由于小型橡胶业者及各农业机构，高价购买胶汁生产橡胶片，但由于目前售价太低，亏本过大，为逃避债务问题寻短见。3 月 21 日召开泰国橡胶政策委员会，解决因此受到影响的问题。而对于 2010 年底，泰国政府表示胶价超过 120 泰铢将实施压制价格的调控措施则再无下文，从资源策略的角度看，国家战略的支撑作用也是构成价格变化的重要原因，这与需求国的进口政策缺位形成了鲜明的对比，定价权仍被生产国所掌控。

### 第四章 主旋律

发展为主旋律，纵观过去数十间中国经济的特征，货币贬值也为商品标价的主旋律，（下图仅做举例，网络数据）笔者认为，影响橡胶价格金融属性的后期主要因素仍非产业本身。可能房地产主导下的经济结构的波动并由此产生的或好或坏的系统性推力是更为主要的左右价格的外在力量。也就是说，房地产价格的上涨所带来的对于商品价格的金融投资的意识及通胀的放大效应等等都非常重要，一定程度上，商品市场价格的走高仅仅是该资产价格的心理翻版而已。

从现有政策看，“中央“十二五”规划看，城乡居民收入年均增速目标大幅度增加将是政府主导的重点，考虑到地方确定的增速目标往往会更高，这也将导致价格的总水平呈现稳重增加的态势。



不过，3月29日，中国银监会发布《中国银行业监督管理委员会2010年年报》，报告指出，国家对房地产市场的平稳健康发展高度重视，已对房地产市场进行有效调控，但由于深层次原因，推动房地产市场泡沫积聚的因素还在增加。可见，后市对于深层次原因能否形成有效的变化将是关注的焦点，其对期胶的金融属性能否产生影响或者说产生多大的影响值得关注。那么，经济结构导致的货币性不均衡通胀将在今年以何种方式演变也将是影响橡胶期货价格的重要心理因素，截止到目前看，政府似乎并没有也不愿意进行房价的调控，这也对我们有一定的启示意义。

### 第五章 节奏



从上图的价格后期预期变化看，期交交易节奏上需要把握两个分歧。其一，路径一，构成主导性下跌的2（或B）反弹，则短期空间可拓展至39500附近，高点不确定，甚至后期的变化波动将剧烈放大，时间上，2季度将在此点之下运行。其二，则价格走势将走出一个4浪中的C反弹，则空间在36500~38000之下，即价格反弹的有效空间不超过图中绿1的区

域，后期将在新增加资源压力、宏观经济的周期性不确定、供需的断档等等压力下继续进行调整，调整幅度则将跌破 3 月中旬的低点，是宏观经济调控的延续。两者的共同点在于，36500~39500 之间构成企业的套保空间，特别是目前的现货市场要求此波段的出现，操作上均可获利。不同点在于，一个是主导的未来较长时间内的价格走低，一个是仅仅是调整而已，甚至不排除新高行情的出现。36500~39500 为分歧区域，在此区域的上下部分可采取不同的操作策略，原则上以中短线为主，上下空间均具备的情况下不具备投资者趋势单边操作。原则上，笔者较为倾向于第二种演变，届时将是趋势做多的良机。

综合看今年一季度的行情，一个地震就促使橡胶价格出现大幅度波动，那么，尽管前述要求我们做多为主旋律，但节奏和节点的推断更重要，可见在 2 季度，是前有需求的刚性需求拉动，和新增资源及经济不确定性的供给较量的作用期，交易节奏和介入的时间空间点将变的至关重要，不排除未来的 4 月 15 日、5 月 10 日及 6 月 7 日前后都将是行业本身的重要的变盘时间节点，而行业外的系统力量如何突变是我们操作方向考虑的大背景，交易者需要多加注意。（全文）