



# 后危机时代的胶市牛途

## ——天然橡胶市场2010回顾及2011年展望

孙圣钧（帅哥）

分析师

能源化工组

### 【简介】

〈孙圣钧〉 首创期货研发中心能源化工分析师，海南大学国际金融专业学士；擅长技术分析与基本面分析的时空窗口把握。自2002年以来主要从事对商品期现货市场的价格形成机制与影响因素的研究工作，对国内进出口天然橡胶等能源化工市场进行过深入研究，先后为数家企业提供保值交易方案的制定服务。同时对国内商品市场工、农产品种也有较为独到的见解。在主流媒体发表文章多篇，并在数家财经网站设有专栏。

### 【摘要】

● 经过2009年去库存化，同期国内部分商品生产端相对应并未从金融冲击中走出，由此背景，天胶期货价格也随之从恢复性上涨转为了疯狂的价格投机过程，短短的两年时间价格升幅超越了过去7年总和；这个过程是必然出现的结局，是供需断档的表现。

● 这个过程是同中国政府乃至新型经济推进的两年经济刺激计划同步出现的，扩张型的财政政策和史无前例的货币投放进程成为了货币现象深化的幕后推手，消费政策天气因素的炒作等等原因而寻找到了充分的演绎题材。

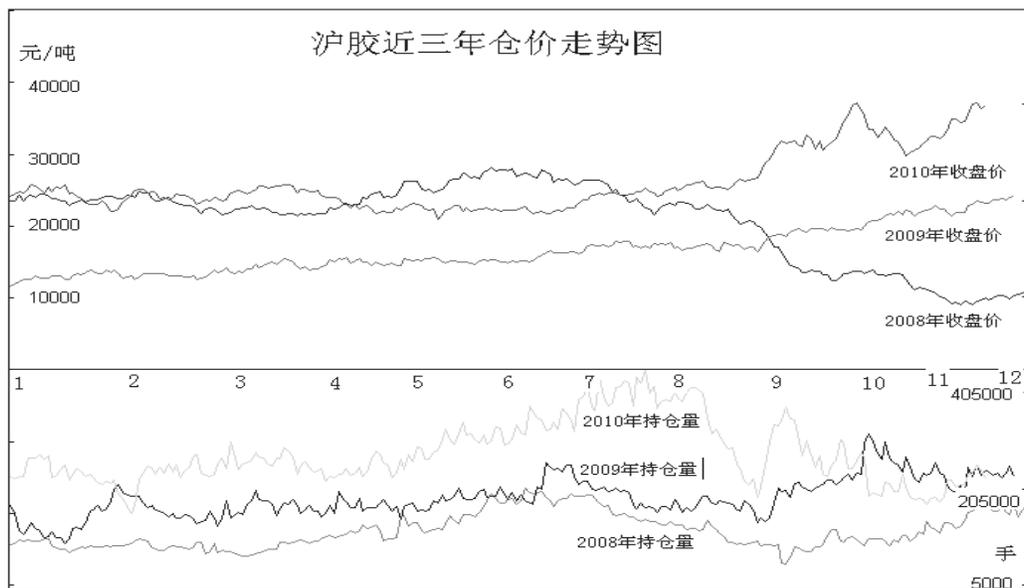
● 2010年以天胶期货价格为例演绎的国内资产价格走高，其实暗含的是在世界经济一体化进程下，尤其是WTO框架下发展经济升华过程中，中国承担与世界发达经济体一样的能源、原料和游戏成本趋势下，国内经济结构、资本市场投资及分配结构、经济发展方向等大命题。

● 2011年天胶价格何去何从也是考验经济是否良性循环的问题，货币资本与非货币资本（如机器、厂房、房产、人工）、政府政策、天气因素等等将继续综合作用，预计先扬后抑将是未来一年内的主要变动方向，牛市进程可能面临更多的不确定性。



## 第一章 天然橡胶期货市场

### 一 国内期胶市场运行情况



2010 年的国内天胶期货可以分为明显的四个阶段：

第一阶段，2010 年 1 月～4 月 15 日，主要运行区域为 21500~25500 元 / 吨。运行特点为宽幅度的区间震荡交易，市场持仓资金则表现为探底回升的特点。此时市场的价格水平已经达到了一个能够促进各方面生产较为顺畅的阶段，但由于国内对通货膨胀和控制固定资产投资的口号提出，促使市场的整体环境趋于不明朗性，并主要表现为春节前后的心理谨慎定位和开割前的价格定位交易，经过此时期的变动，基本上寻找到了本年度的价格支持区域。胶市参与资金水平为 20 万手左右，后期因为云南干旱问题而促使参与资金一度达到了 25 万手左右的水平。

第二阶段为 4 月 15 ~ 6 月 10 日，主要运行区域为 26000 ~ 20000 元 / 吨，单边走低。尽管在此期间市场由于云南的干旱问题而促使多头一再炒作，但 25 万手左右的市场持有资金显然并没有推动价格的进一步上涨，江浙游资在这个走低之中损失较重。主要是由于国内保税市场库存量较大且 4 月 14 日和 23 日国家物资储备局两次以公开竞价的方式各销售国家储备天然橡胶共计 6 万，全部成交。市场供求关系阶段性变化导致抵抗性下跌，市场的参与水平相对表现稳定，持仓水平仅仅表现为均衡宽幅震荡态势，短线操作手法突出。



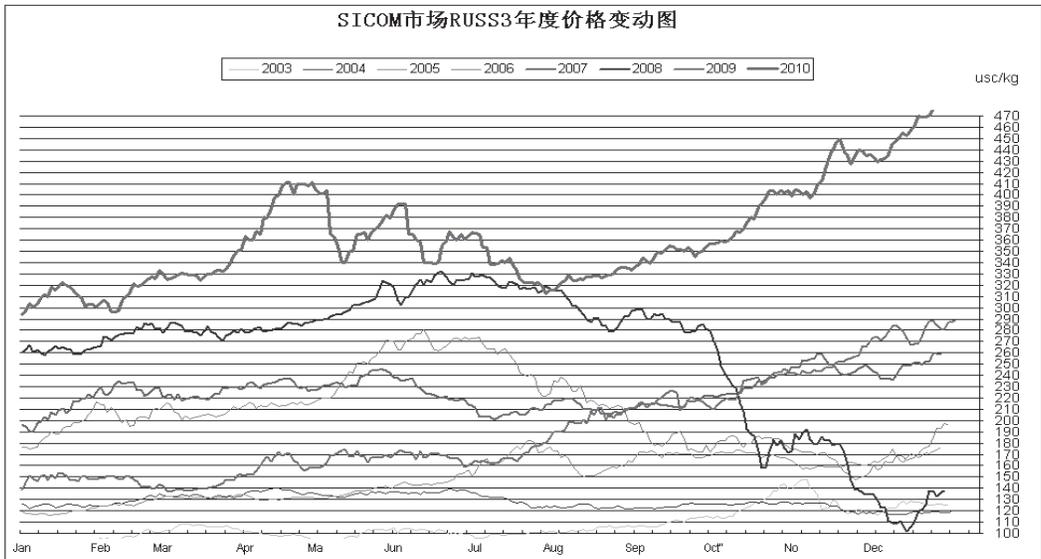
第三阶段为6月13日~11月11日，主要运行区域为20000~38000元/吨之间，单边走高。此阶段影响因素较为复杂，自必须“坚定不移实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但亦要根据形势变化，丰富和完善政策，及时发现和解决苗头性问题”态度表明之后，市场的风向陡然发生了变化，事实上，5月下旬央行货币政策已经悄然逆转，中央银行6月加快了货币投放速度，执行了更为宽松的货币政策，几周人民币的投放量剧增，同时央行大幅调低回笼力度，1年期央票发行此时为地量，在上半年向银行间市场回笼逾万亿资金后，短短5周，央行又连续回吐了近7成。并在8月份之后继续加大了市场的货币供应量，这一点反应在期胶市场上就是市场持仓水平的陡然增加，并创出了历史天量，最高沉淀规模达到了41万手。随着8月份中美货币战和贸易战的升级，国内货币投放成为了影响行情的决定力量；美元货币的贬值引发买盘保值动能，国内通货膨胀率超过了3%的限度而无干预政策的出台，市场商品炒作风气的陡起，房地产价格水平的率创新高，市场资金寻找价格洼地的功能直接促使了橡胶参与度大幅度的超过了过去两年的水平。而第三季度东南亚市场的洪水和火山爆发以及海南地区的强降雨更是起到了火上浇油的催化力。由于货币对内贬值以及商品面临高流动性下的重新价格标示且通胀危机之后实体经济活力降低带来的货币现象趋于恶化，促使沪胶创下了高点。值得注意的是，此时期后期，33000元以上是一个伴随价格加速上行与库存快速增加的共生过程。

第四阶段，11月11~12月30日，为宽幅度震荡期，运行区域为29500~37500元/吨之间。11月份之后，国内通胀水平已经达到了5%以上，此时期反应在资产市场上为两种矛盾，一种是外部商品价格的上行动能不减与国内市场调控政策的引导矛盾，另一个就是国内稳定物价需求与内生性资本及外围冲击内地的游资做多热情不减的矛盾。在此时

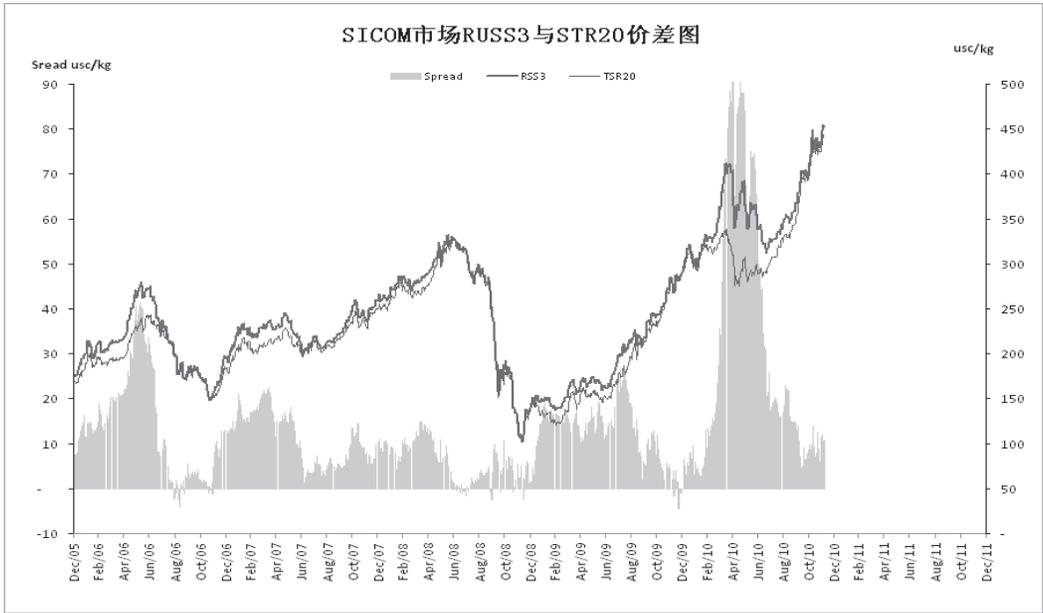
期调控措施一再出台，沪胶期货的参与资金也出现了明显的降低，但由于调控已经失去了时间优势，对价格的影响基本没有，并直接促使调控政策充当了价格回落洗盘和再度发挥动能的配合因素，在本质上没有改变市场的资金市性质，市场进入了宽幅的震荡期。

## 二 外盘期胶运行情况

### (一) SICOM市场



我们很难说国内外市场谁更具主导作用，除了2008年的金融危机之外，在整体的趋势上，国际期胶处于一种震荡上行的特点，价格重心逐年抬高。事实上，在长时间内，货币永远是贬值的，因而价格水平的逐年抬高具有合理性和正常性。一个不争的事实是2010年国际天然橡胶价格出现了高水平起点，高歌猛进的态势。本年度立足于2650美/吨，最高冲击至年尾的4780美元/吨。较金融危机创下的不到1000美元/吨的低点，两年内升幅可观。在2010年SICOM市场对国际胶价具有影响力，而两个事情促使了三四季度价格的上行，资金与人为干预可谓完美结合。其一，8月初，泰国计划10月实施橡胶出口新税收制度，即，如果橡胶价格在每公斤80-100泰铢，该国的橡胶出口关税为3泰铢/公斤，如果价格低于上述水平，则出口关税为每公斤2泰铢，但如果价格超过100泰铢，则出口关税为每公斤5泰铢，而此前该国的橡胶出口固定为每公斤1.4泰铢。来自相继出口税收的收入将用于组建一个基金，以便在橡胶价格大幅下滑的时候，干预市场并为农户提供支持措施。另外一个政策是二季度末国际橡胶联盟将橡胶干预价格从每公斤1.2美元提升至1.4美元。



根据历史经验，SICOM 市场所反映的 RSS3 及 TSR20 品种价差与走势具有负相关性。在本年度，8 月份前后，RSS3 大幅度高于 TSR20 价格，价差一度高达 900 美元 / 吨，此后市场的替代效应显现，标胶的需求上行，促使了市场价格的回落。但价差空间仍维持了较长时间，并伴随调整的出现。10 月份之后，由于市场的外围金融环境发生了另一种浅在质变，促使两者迅速弥补了价差，无差异上涨出现，同水平同幅度走高的特点可能暗示出后面心理因素将出现潜在性质变。

## (二) TOCOM 市场





从日胶与 SHEF 价格对比走势看，其一，在开年日胶表现为高开高走，内盘则为震荡找底，在今年上半年价差达到了最大化，并维持了半年余的时间，说明日胶的影响度正在对内盘下降，后半年的殊途同归则表明市场的影响因素趋于同步性，两者是相对独立的运行格局。其二，价差关系反映出的价格走向其实隐含的是影响因素的本质问题，今年上半年日胶的走高更多的是受日元指数大幅度走低影响导致，日元币值的降低产生的共振效应经历了 5 个月的蛰伏之后开始蔓延到国内，货币问题并自 7 月份开始主导国内期胶市场，11 月份两者的同价走势更多的是受 SICOM 市场的推动，炒作题材一致。其三，国内期胶的主动性调整回落和被动性走高也是国际资本转移促使人民币被迫增发，中国承受高资产价格生产的过程。

## 第二章 天然橡胶现货市场

### 一、概况

区域	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
泰国	2876.0	2984.3	2937.2	3137.0	3056.0	3089.8	3149.2	3129.2
印尼	1792.2	2066.2	2271.0	2637.0	2755.2	2751.0	2687.0	2787.0
马来西亚	985.6	1168.7	1126.0	1283.6	1199.6	1072.4	870.4	1008.4
中国	656.0	573.0	510.0	533.0	590.0	560.3	575.6	556.6
越南	363.5	419.0	481.6	555.4	601.7	662.9	691.9	751.9
印度	707.1	742.6	771.5	853.3	811.1	881.3	836.4	866.4
其它地区	639.6	792.2	806.7	791.7	782.4	1008.3	1002.5	922.5
<b>Total</b>	<b>8020</b>	<b>8746</b>	<b>8904</b>	<b>9791</b>	<b>9796</b>	<b>10026</b>	<b>9812</b>	<b>10022</b>

Source : IRSG, 2010 年数据为估测值

同很多商品一样，世界天然橡胶生产在 2008 年以前，由于价格的上涨表现为一个温和增加的过程，对于世界橡胶供给影响非常重要的一个事件就是金融危机导致的商品价格下跌，促使世界橡胶生产国 2009 年削减橡胶产量，单单的橡胶生产联盟国就达到了 915,000 吨。全球金融危机之后，中国和印度强劲的汽车销售带动全球橡胶需求反弹，价格震荡并一路演绎，后危机时代导致的货币危机也在本年度逐步加速集中释放，导致了价格波动剧烈。



2003~2010年主要国家天胶消费情况								
单位：千吨								
国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
美国	1078.5	1143.6	1159.2	1003.1	1018.4	1041.0	1001.6	1071.6
日本	784.2	814.8	857.4	873.7	887.4	877.9	800.0	813.0
中国	1525.0	2000.0	2150.0	2400.0	2550.0	2560.0	2537.0	2558.0
韩国	332.6	351.7	369.8	363.6	377.3	358.2	374.5	375.5
德国	260.3	242.3	263.0	269.2	283.3	213.8	217.4	215.0
马来西亚	420.8	402.8	386.5	383.3	446.3	469.0	420.0	410.0
泰国	298.7	318.6	334.6	320.8	373.7	397.6	369.0	388.0
土耳其	108.7	119.7	130.4	133.3	144.0	136.5	112.0	125.0
其它	3135.2	3307.5	3418.1	3582.0	3803.6	3672.0	3480.5	3958.5
<b>合计</b>	<b>7944</b>	<b>8701</b>	<b>9069</b>	<b>9329</b>	<b>9884</b>	<b>9726</b>	<b>9310</b>	<b>9913.1</b>

来源：IRSG, 2010 为估值

从数据看，2010年全球的橡胶产量增长5.3%至1002万吨，前两年全球天然橡胶人为产量增幅降低及金融危机压制的消费量的不确定释放促使价格的本年度上行，当然，第三季度主要出口国的货币兑美元升值以及上涨的原油价格支撑橡胶价格，第四季度价格不断创下高点是由于东南亚持续不利的天气条件推动。这似乎是本年度橡胶供需层面的变动特点。假设2011年天气条件改善，产量将增长至1030万吨，全球消费量将增长至1035万吨，预计2011年全球橡胶供应短缺65,000吨，略低于今年的短缺80,000吨。从跨年度看，2005-2008年期间主产区的密集种植计划预期到2012年后会提高产量。

2003~2010年主要国家天胶库存情况								
单位：千吨								
国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
泰国	204	234	206	252	230	230	222	120
马来西亚	163	195	164	188	153	156	143	123
中国	145	91	21	75	91	69	98	78
日本	73	58	49	60	20	16	20	15
印度	123	123	115	141	191	211	190	120

注：2010年为估测值



2010年世界橡胶供需中，库存因素因素的调节功能未有效发挥，实际上，近三年中，前两年是世界橡胶供给格局中的消化库存的进程。在2010年世界各国的橡胶库存相对有较大幅度降低，但后期将面临缓慢增长的压力。与此同时，橡胶的库存更多的在今年充当了资本保值的功能，惜售情绪的加重才引导了高位库存的缓慢减少。

## 二、主产区

### (一) 泰国

年份	产量	出口量	内销量	库存	进口量
2000	2,346,487	2,166,153	242,549	188,635	-
2001	2,319,549	2,042,079	253,105	213,000	-
2002	2,615,104	2,354,416	278,355	196,680	1,347
2003	2,876,005	2,573,450	298,699	202,240	1,704
2004	2,984,293	2,637,096	318,649	232,560	1,772
2005	2,937,158	2,632,398	334,649	204,256	1,585
2006	3,136,993	2,771,673	320,885	249,895	1,204
2007	3,056,005	2,703,762	373,659	230,390	1,911
2008	3,089,751	2,675,283	397,595	251,721	4,458
2009	3,164,379	2,726,193	399,415	293,659	3,167
2010*	3,121,261	2,816,237	387,890	291,715	4,560

注：2010年为估测值

泰国是全球最大的天然橡胶生产国和出口国，橡胶种植面积达1,700万莱，出口中国量占橡胶出口总额的50%；第2大出口市场是日本。2010年的橡胶产量预估为312万吨，较去年的316万吨下滑1.2%，预测出口量约280万吨，其中多达120万吨将输出到中国，且大部分为胶条，税率仅5%；可见，泰国橡胶对中国出口市场的依赖度高，且随着中国经济增长而出现继续增加趋势，假若中国发生经济问题、或减低人民币值，将对泰国橡胶出口造成严重影响。



泰国橡胶分类出口情况

单位：吨

年份	烟片	标胶	乳胶	复合	其它	合计
2000	1,006,144	808,475	284,671	9,626	57,237	2,166,153
2001	870,419	763,282	347,541	5,344	55,493	2,042,079
2002	1,049,995	828,561	382,457	6,886	86,517	2,354,416
2003	1,149,610	912,600	408,993	36,608	65,639	2,573,450
2004	1,003,309	993,504	488,559	82,443	60,236	2,627,442
2005	920,972	1,109,327	488,675	36,700	76,724	2,632,398
2006	938,984	1,069,345	555,905	129,564	77,875	2,771,673
2007	861,326	1,103,848	510,489	105,151	77,948	2,703,762
2008	796,549	1,132,135	509,375	165,164	72,060	2,675,283
2009	694,510	950,574	595,550	417,499	68,060	2,726,193
<b>2010</b>	<b>613,470</b>	<b>924,546</b>	<b>606,150</b>	<b>605,366</b>	<b>66,705</b>	<b>2,816,237</b>

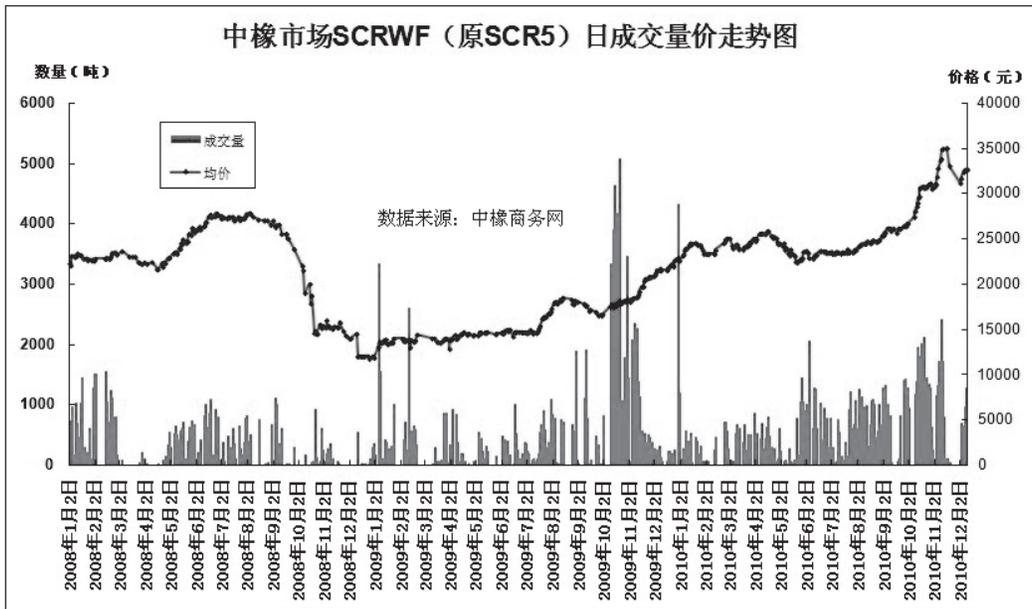
注：2010年为估测值

从泰国的橡胶出口情况看，今年标胶仍占据主要份额，这主要是由于其比价关系导致，烟片胶一直处于较高的价格水平，遏制了市场的出口。另外，今年乳胶今年有所扩大，复合胶激增；在高价的效应下，复合胶的低关税优势凸显。

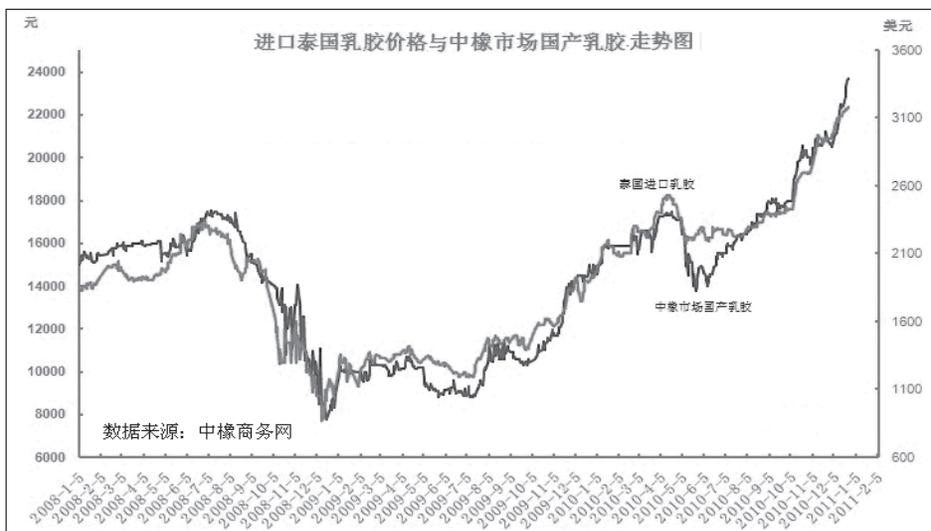
## （二）中国

目前国内橡胶产地主要在海南、广东、云南，总产量在60万吨左右，其中海南橡胶占60%左右。目前，国产橡胶产量满足国内市场需求不足25%，东南亚进口橡胶在国内市场份额较大；国内橡胶资源的价格主要受制于国外的波动，内盘现货市场基本上没有定价权。

本年度回头看，全年度的供应量并没有当初发生灾害性天气时预估的破坏性大。第三季度海南遭遇特大暴雨，橡胶减产，但强降雨和台风在海南气候中常见，相对较为正常。从产量上，预计2010年受灾害天气影响，海南和云南产量合计下降3万吨左右。



依国内主产区中橡市场为代表的产区成交情况看，国内天胶主产区同样经历了一个2009年下半年市场放大、2010年上半年市场逐渐活跃和下半年成交萎缩的过程。在今年上半年大部分时间内，国内消费终端市场主要进行的是原料库存的消耗，下半年轮胎终端市场则顺价采购，较少有企业进行库存囤积。价格超越30000元/吨以上则基本上没有了成交量，11月份经过观望后在33000元/吨以上成交量的出现主要进入了期货套保市场。



价格变动上，上半年国内现货市场价格在经济发展不明朗的前提下，更多的保持了主动性走低的态势，这主要源自于国内经济状况的不理想，当初已经有通胀的苗头抬头，市场担心通缩政策的降临而影响销售的扩大。7月份之后，国内产区市场价格的走高更多的是被动的追随了外盘变化，尤以泰国市场价格为风向标，年底国内现货价格的加速上行基本上是一个有价无市的交易，参考意义不大。

### (三) 越南

目前越南橡胶种植面积居世界第五，产量居世界第四，其中，对中国出口占出口总量的60%。今年早期的干旱及降雨也干扰产量，因此越南全年的橡胶产量料没有出现太大幅度的增加。1-11月期间，月南橡胶出口量预估为682,000吨，较去年同期增加6.4%；1-11月橡胶出口收入为19.85亿美元，较去年同期增加93%；预计今年越南橡胶出口额将达18-20亿美元。2011年该国橡胶产量可能将增加2.6%至79万吨；但出口料较今年下跌1.3%至77万吨，因其国内制造商对乳胶的需求量增大。为了提高橡胶产量和出口，从现在到2015年，越南计划扩大中部高地和林海省份的橡胶种植面积，总面积预计将增加17.8万公顷(44万英亩)。

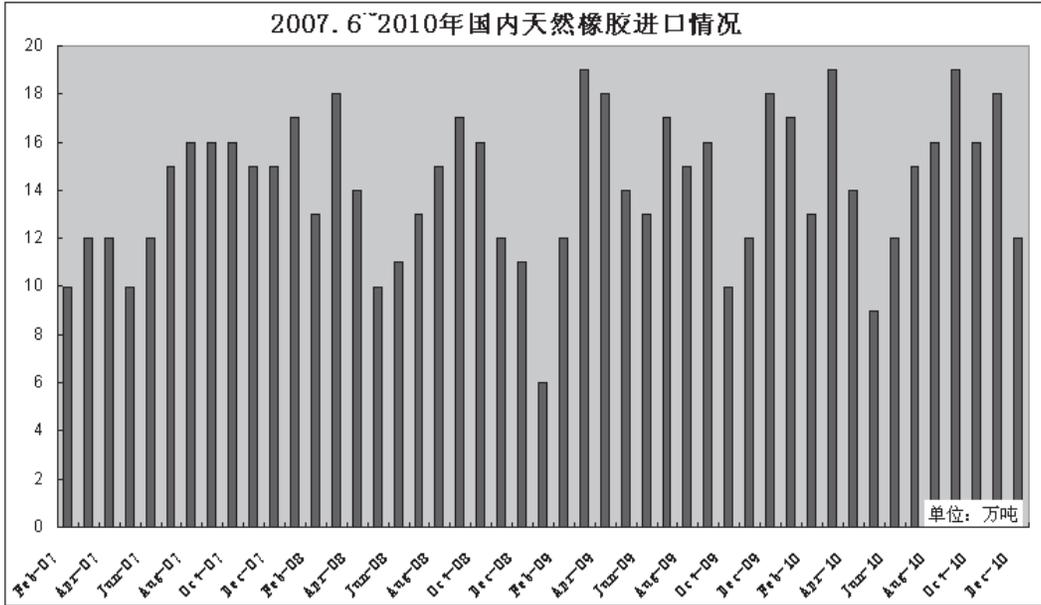


## 三、主消区

### (一) 中国

#### A 进出口情况

橡胶属于战略物资，尽管生产区有橡胶生产联盟组织，但在中国这一主消区目前国内尚无进口橡胶现货交易平台和协会组织。进口市场基本上处于较为零散的状态，以中贸易商为主，生产企业偶尔直接采购，国际炒家对天胶的炒作直接影响国内市场，话语权旁落。



从近三年国内橡胶的进出口情况看，除了08年底09年初出现了进口量大幅度降低之外，大部分时间内保持了一个温和增长的态势，季节性消费需求多集中在4月和9月份前后，在今年则主要集中在秋季，主要是因为国内上半年进口市场积累了大量的库存——4月份前后单单青岛保税区市场现货累积量就达到了15万吨以上的水平，严重影响了贸易商的积极性；下半年进口量的放大，一方面有生产的需求，另一方面则有人民币汇率政策导致的汇率剪刀差原因，货币保值的心态构成重要影响因素。今年国内橡胶累积进口量接近180万吨，这可能将缓解2011年上半年的需求市场缺口。

2010年1-11月中国天然橡胶进口详细数据

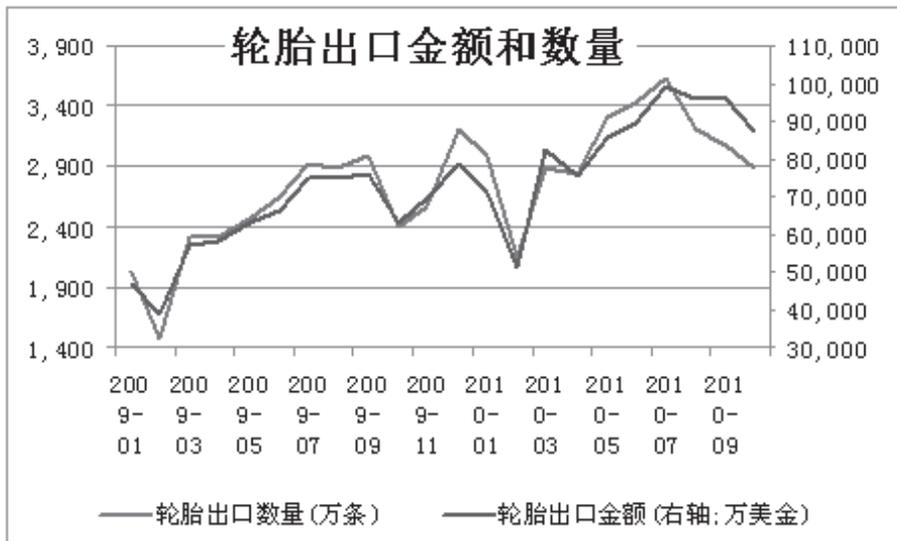
进口月份	当月		1至当月累计		2009年同期累计		累计比去年同期比±%	
	数量(万吨)	金额(美元)	数量(万吨)	金额(美元)	数量(万吨)	金额(美元)	数量(万吨)	金额(美元)
1月份	17	421,587	17	421,587.00	6	85,231	190.3	394.6
2月份	13	337,376	30	758,963.00	18	259,164	63	192.5
3月份	19	553,859	49	1,311,951.00	38	534,609	30.3	145.4
4月份	14	414,324	63	1,726,553.00	56	785,326	13.1	119.9
5月份	9	283,620	72	2,010,156	70	992,822	3.5	3.5
6月份	12	345,273	84	2,355,323	83	1,194,425	1	97.2
7月	15	435,252	98	2,790,575	99	1,452,747	-1	92.1
8月	16	460,709	114	3,251,314	115	1,690,175	-0.2	92.4
9月	19	580,383	134	3,831,698	131	1,968,051	2.4	94.7
10月	16	500,738	150	4,332,435	141	2,157,215	6.2	100.8
11月	18	642,750	168	4,974,811	153	2,403,912	9.9	106.9



尽管下半年进口市场的规模在数量上未出现大幅度的增加，但进口企业的资金成本则放大了70%以上，这可能对贸易商的资金构成压力，同时，如果这种高成本态势无法顺畅的向消费终端过渡可能构成较大的行业系统风险。

### B 轮胎生产情况

国内橡胶市场需求的70%来自轮胎生产企业，国际橡胶现货主要从山东进入中国市场，山东目前有50多家橡胶加工企业，占全国的三分之一。



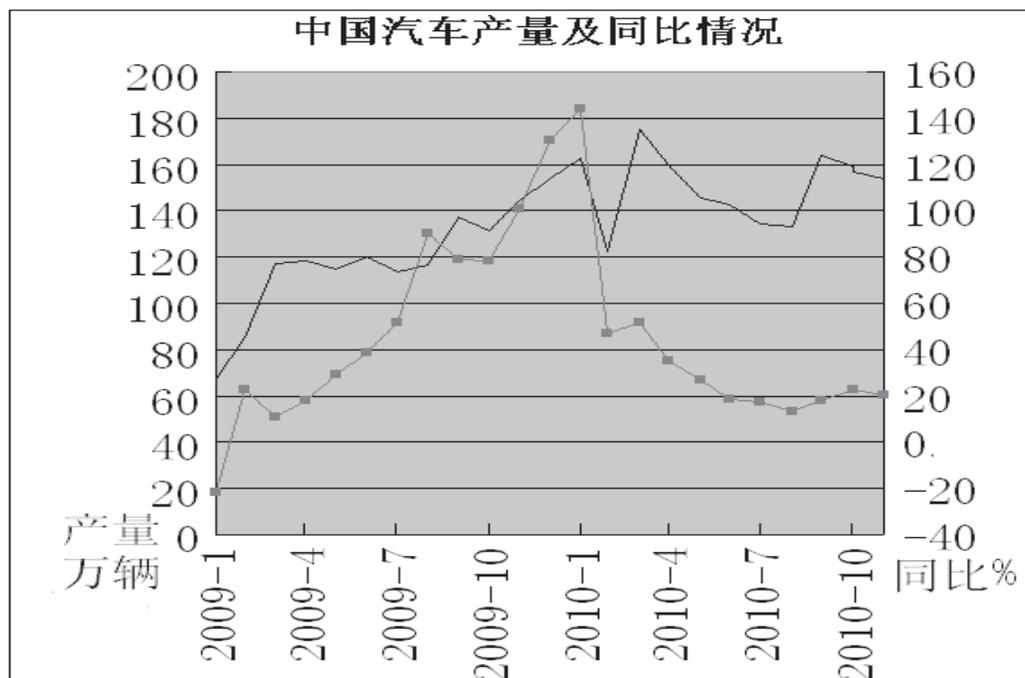
对于轮胎企业，今年的关注点在于胶价的变动，今年大部分轮胎企业相对盈利状况并没有随着经济数据的改善而日子好过。在今年前三季度，由于较长时间前积累了大量的廉价库存，轮胎生产企业基本上盈利状况较为理想，但从轮胎企业今年四个季度的利润看，一季度在100%至150%之间，二季度有80%，三季度有30%，四季度出现亏损，亏损在30%左右。轮胎企业已经数次上调轮胎出厂价，每次的幅度大概在5%—10%；成本的上升最终会转嫁到终端买者上。从年底的情况看，部分轮胎企业已经计划在2011年一月份进行检修，这在轮胎企业中并不多见，考虑到2月份的春节放假，新年度将至少有5万吨的需求后移。

### C 汽车工业

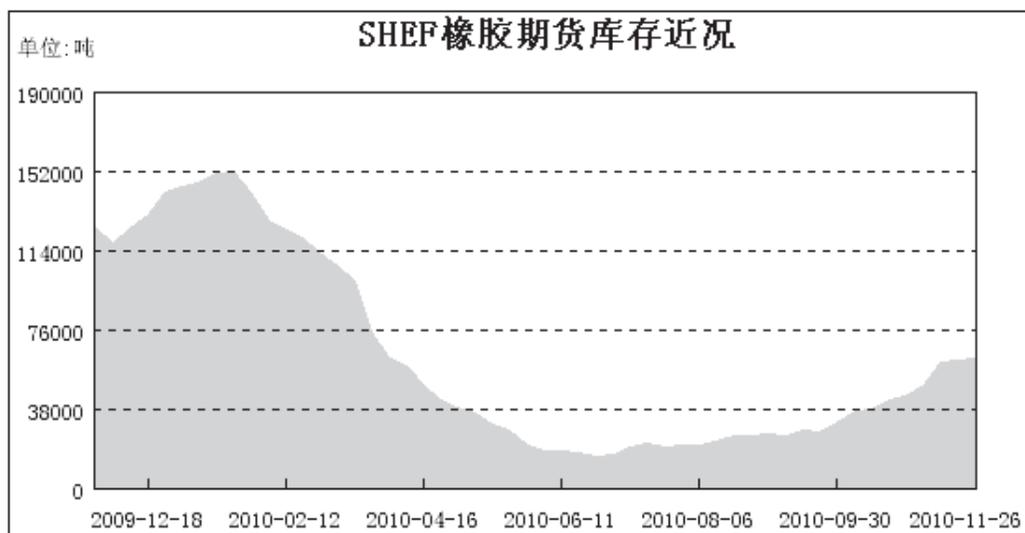
中国是世界第一人口大国和第二大经济体，人均GDP也正好指向汽车发展普及期，2009年中国首次超过美国和日本，成为全球第一大新车市场与第一大汽车生产国，中国国内汽车销售促使多头一再发力。本年度3月开始，拉动内需、新农村建设、汽车以旧换新补贴、鼓励节能汽车购置与新能源汽车补贴等政策效应，中国汽车产销突破1750万辆。



毫无疑问的是，保有量的存在将为轮胎的消费扩大提供稳定的市场。值得注意的是在通胀的大背景下，这种货币政策的刺激需求是否有提前透支的风险是市场关注的问题，因而也是 2011 年的悬念。



D库存情况

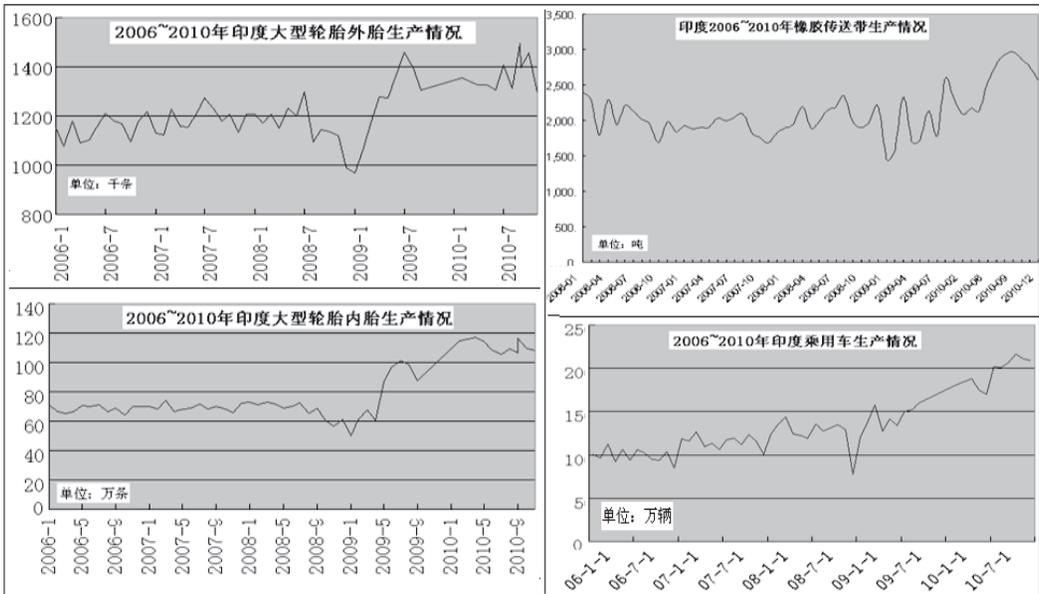




经过国家的收储和现货消费市场的分流之后，2010年上海期货交易所的库存与去年相比出现了较大的变化，大部分时间内维持了较低水平，在2.5万吨上下浮动。10月份之后则出现了剧烈变化，尤其是10月15日之后，短短三个星期内仓单库存暴增2万吨以上，凸显了价值取向的选择，目前维持在6.2吨左右，这可能将对市场构成心理压制。

## (二) 印度

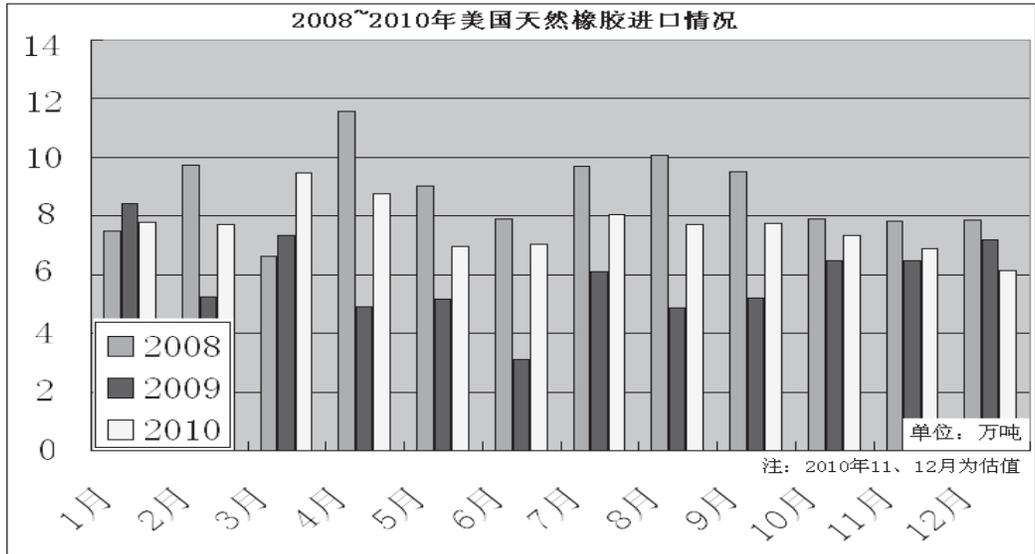
印度是全球第四大橡胶生产国，同时也是全球第二大橡胶消费国；本财年（到2011年3月止的2010/11年度）该国天然橡胶产量86万-87万吨，政府之前的产量预估为89.3万吨。数据显示，印度2010/11年度预计将消费105万吨左右橡胶；该国在2009/10年度的实际橡胶产量为83.14万吨。上一财政年度，印度进口了近18万吨天然橡胶，该国橡胶产量无法跟上需求大幅增长的步伐，预期明年将面临约17万吨的橡胶供应短缺；来自轮胎制造商的橡胶需求占印度总需求的60%左右。



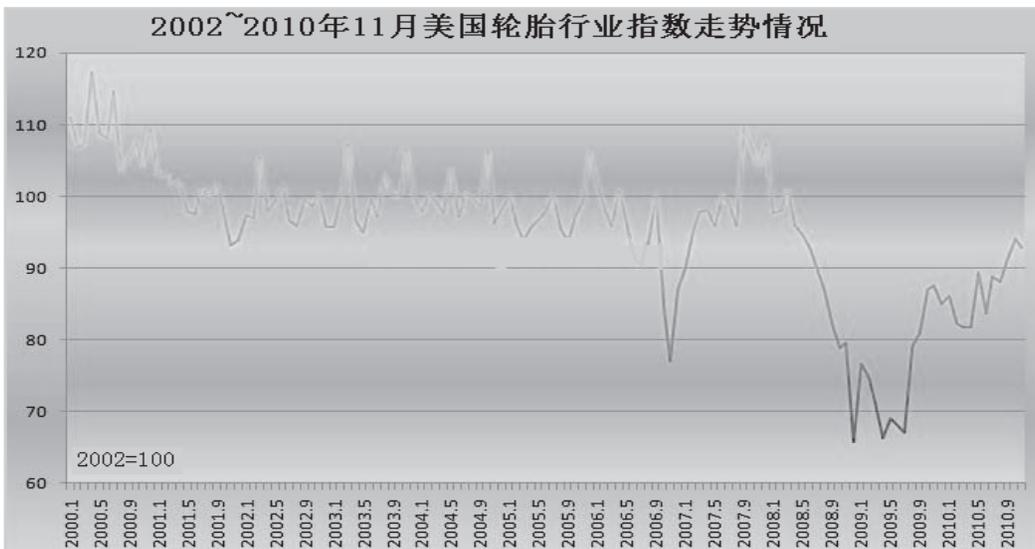
但印度将2011年3月31日以前的天然橡胶的进口关税削减至7.5%；在3月31日以后，所有天然橡胶进口关税均恢复至征收单一税每公斤20卢比（43美分）。



(三) 欧美市场 (以美国为例)

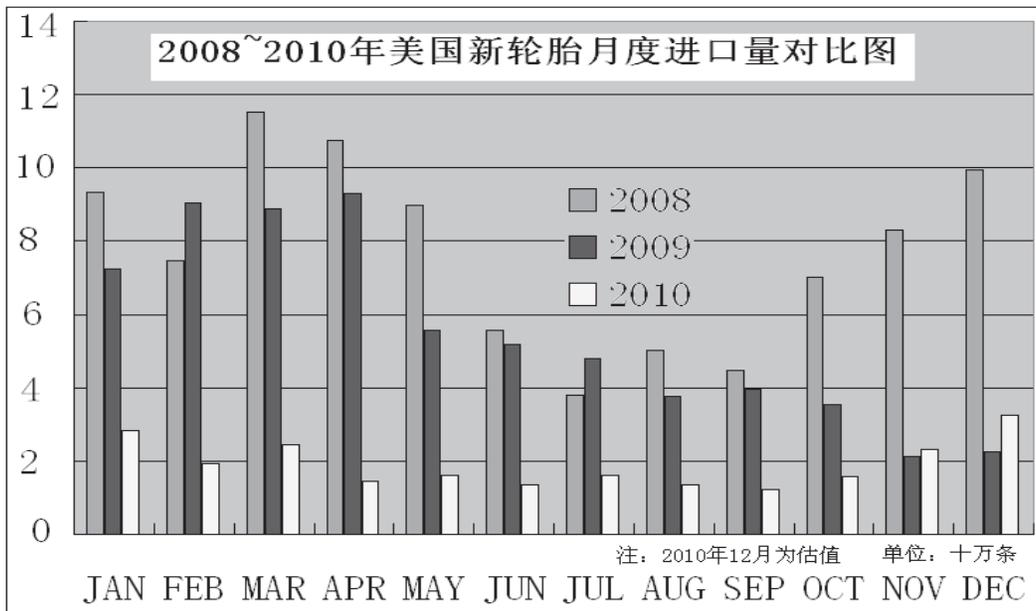


美国市场对于天然橡胶的进口需求在 2008 年是个分水岭；金融危机之前，由于美国市场消费的提振，对于天然橡胶的进口处于持续放大的态势，随着危机中部分汽车行业的破产重组以及内需的降低，在整个的 2009 年度天胶进口出现了大幅度的降低，并在 2009 年的二季度达到了地量水平，单月最低进口量不足 4 万吨。随着外围环境的改善和政府的救助，2010 年天胶进口市场出现活跃，恢复性增长在今年 4 月启动，并逐月放大，但仍没有达到 2008 年同期水平。





北美市场进口的放大同轮胎行业的景气程度是同步的，在汽车行业经历复苏之后 2010 年加快上行，导致 2009 年的原料进口降低带来的库存不足劣势放大，这个周期目前看是在 10 个月左右，进而推动了货源的紧张。可见，2010 年以美国消费终端为代表的天然橡胶价格的上涨并非为本年度的减产导致，而是去年的经济发展不明朗带来的原料减少、今年的恢复性消费放大的库存不足导致。



从本年度美国轮胎的进口上看，美国新轮胎月度进口的持续低位维持可能暗示出目前的宏观经济和终端消费尚未根本性转好。欧美市场等固有的消费拉动区域出现了停滞迹象，与前述相比，世界消费的领域转向了中国和印度等新兴市场，这是本年度的突出特点。在未来一个年度内，欧美市场汽车消费保有量的稳定仍是重要因素，并可能呈现温和增加的态势，不会剧烈的增长。



#### 四、替代品市场

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
中国 <sup>②</sup>	1272.2 <sup>③</sup>	1477.6 <sup>④</sup>	1632.1 <sup>⑤</sup>	1845.2 <sup>⑥</sup>	2215.0 <sup>⑦</sup>	2325.0 <sup>⑧</sup>	2271.2 <sup>⑨</sup>	2291.2 <sup>⑩</sup>
美国 <sup>②</sup>	2270.1 <sup>③</sup>	2325.1 <sup>④</sup>	2365.8 <sup>⑤</sup>	2606.3 <sup>⑥</sup>	2696.9 <sup>⑦</sup>	2314.4 <sup>⑧</sup>	2208.0 <sup>⑨</sup>	2280.0 <sup>⑩</sup>
日本 <sup>②</sup>	1577.4 <sup>③</sup>	1616.1 <sup>④</sup>	1626.9 <sup>⑤</sup>	1607.0 <sup>⑥</sup>	1654.6 <sup>⑦</sup>	1651.0 <sup>⑧</sup>	1570.3 <sup>⑨</sup>	1630.3 <sup>⑩</sup>
俄罗斯 <sup>②</sup>	1070.0 <sup>③</sup>	1116.1 <sup>④</sup>	1146.0 <sup>⑤</sup>	1219.0 <sup>⑥</sup>	1209.9 <sup>⑦</sup>	1139.3 <sup>⑧</sup>	1124.0 <sup>⑨</sup>	1130.0 <sup>⑩</sup>
韩国 <sup>②</sup>	710.0 <sup>③</sup>	720.0 <sup>④</sup>	770.0 <sup>⑤</sup>	848.0 <sup>⑥</sup>	1010.0 <sup>⑦</sup>	970.0 <sup>⑧</sup>	941.0 <sup>⑨</sup>	925.0 <sup>⑩</sup>
德国 <sup>②</sup>	888.0 <sup>③</sup>	905.0 <sup>④</sup>	855.0 <sup>⑤</sup>	865.0 <sup>⑥</sup>	803.0 <sup>⑦</sup>	742.0 <sup>⑧</sup>	735.5 <sup>⑨</sup>	738.5 <sup>⑩</sup>
巴西 <sup>②</sup>	406.5 <sup>③</sup>	429.1 <sup>④</sup>	416.0 <sup>⑤</sup>	417.5 <sup>⑥</sup>	425.0 <sup>⑦</sup>	444.0 <sup>⑧</sup>	460.0 <sup>⑨</sup>	451.0 <sup>⑩</sup>
台湾 <sup>②</sup>	528.8 <sup>③</sup>	545.0 <sup>④</sup>	575.0 <sup>⑤</sup>	600.0 <sup>⑥</sup>	600.0 <sup>⑦</sup>	552.0 <sup>⑧</sup>	545.0 <sup>⑨</sup>	542.0 <sup>⑩</sup>
泰国 <sup>②</sup>	125.0 <sup>③</sup>	130.0 <sup>④</sup>	140.0 <sup>⑤</sup>	186.0 <sup>⑥</sup>	194.0 <sup>⑦</sup>	185.0 <sup>⑧</sup>	187.3 <sup>⑨</sup>	186.3 <sup>⑩</sup>
其它 <sup>②</sup>	2531.0 <sup>③</sup>	2735.0 <sup>④</sup>	2609.2 <sup>⑤</sup>	2496.0 <sup>⑥</sup>	2621.6 <sup>⑦</sup>	2466.3 <sup>⑧</sup>	2420.7 <sup>⑨</sup>	2435.7 <sup>⑩</sup>
<b>Total<sup>②</sup></b>	<b>11379<sup>③</sup></b>	<b>11999<sup>④</sup></b>	<b>12136<sup>⑤</sup></b>	<b>12690<sup>⑥</sup></b>	<b>13430<sup>⑦</sup></b>	<b>12789<sup>⑧</sup></b>	<b>12460<sup>⑨</sup></b>	<b>12608<sup>⑩</sup></b>

Source : IRSG, 2010年为估测值<sup>①</sup>

从世界合成橡胶的供需演变格局看，2010年上半年，合成橡胶市场开始复苏，从生产层面看，世界合成橡胶的供给同天然橡胶一样，在2010年二季度以前出现了较大幅度的下滑，而需求量的启动导致全年消费量同比有望增加20%，需求快速增加的部分原因是年初轮胎行业库存偏低和合成胶的低价替代效应。

国别	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
美国 <sup>②</sup>	1926.4 <sup>③</sup>	1906.8 <sup>④</sup>	2002.1 <sup>⑤</sup>	2000.8 <sup>⑥</sup>	1929.3 <sup>⑦</sup>	1734.0 <sup>⑧</sup>	1625.8 <sup>⑨</sup>	1615.8 <sup>⑩</sup>
中国 <sup>②</sup>	2193.3 <sup>③</sup>	2466.6 <sup>④</sup>	2597.0 <sup>⑤</sup>	3064.4 <sup>⑥</sup>	3586.9 <sup>⑦</sup>	3479.3 <sup>⑧</sup>	3219.4 <sup>⑨</sup>	3209.4 <sup>⑩</sup>
日本 <sup>②</sup>	1110.7 <sup>③</sup>	1146.3 <sup>④</sup>	1156.0 <sup>⑤</sup>	1170.8 <sup>⑥</sup>	1162.2 <sup>⑦</sup>	1137.6 <sup>⑧</sup>	1062.3 <sup>⑨</sup>	1052.3 <sup>⑩</sup>
德国 <sup>②</sup>	615.0 <sup>③</sup>	624.5 <sup>④</sup>	635.0 <sup>⑤</sup>	635.0 <sup>⑥</sup>	599.0 <sup>⑦</sup>	530.0 <sup>⑧</sup>	520.1 <sup>⑨</sup>	517.1 <sup>⑩</sup>
巴西 <sup>②</sup>	352.4 <sup>③</sup>	430.7 <sup>④</sup>	404.8 <sup>⑤</sup>	425.1 <sup>⑥</sup>	477.3 <sup>⑦</sup>	533.4 <sup>⑧</sup>	528.2 <sup>⑨</sup>	523.2 <sup>⑩</sup>
韩国 <sup>②</sup>	352.2 <sup>③</sup>	349.1 <sup>④</sup>	343.7 <sup>⑤</sup>	363.8 <sup>⑥</sup>	347.0 <sup>⑦</sup>	329.0 <sup>⑧</sup>	324.7 <sup>⑨</sup>	322.7 <sup>⑩</sup>
印度 <sup>②</sup>	203.1 <sup>③</sup>	222.7 <sup>④</sup>	233.4 <sup>⑤</sup>	264.3 <sup>⑥</sup>	290.1 <sup>⑦</sup>	290.7 <sup>⑧</sup>	285.1 <sup>⑨</sup>	298.1 <sup>⑩</sup>
泰国 <sup>②</sup>	163.0 <sup>③</sup>	166.0 <sup>④</sup>	170.0 <sup>⑤</sup>	219.0 <sup>⑥</sup>	223.9 <sup>⑦</sup>	195.0 <sup>⑧</sup>	180.6 <sup>⑨</sup>	265.6 <sup>⑩</sup>
马来西亚 <sup>②</sup>	90.0 <sup>③</sup>	86.5 <sup>④</sup>	96.4 <sup>⑤</sup>	112.4 <sup>⑥</sup>	122.8 <sup>⑦</sup>	124.5 <sup>⑧</sup>	122.0 <sup>⑨</sup>	112.0 <sup>⑩</sup>
其它 <sup>②</sup>	4400.9 <sup>③</sup>	4480.8 <sup>④</sup>	4282.6 <sup>⑤</sup>	4436.4 <sup>⑥</sup>	4544.5 <sup>⑦</sup>	4232.5 <sup>⑧</sup>	4102.8 <sup>⑨</sup>	4397.8 <sup>⑩</sup>
<b>Total<sup>②</sup></b>	<b>11407<sup>③</sup></b>	<b>11880<sup>④</sup></b>	<b>11921<sup>⑤</sup></b>	<b>12692<sup>⑥</sup></b>	<b>13283<sup>⑦</sup></b>	<b>12586<sup>⑧</sup></b>	<b>11976<sup>⑨</sup></b>	<b>12314<sup>⑩</sup></b>

来源：IRSG, 2010年为估测值<sup>①</sup>



2011年，世界合成橡胶产能预计仍将维持放大的态势，后期影响因素主要来自于原油价格水平的变化和企业生产成本的不确定性，这也是明年的决定性因素。

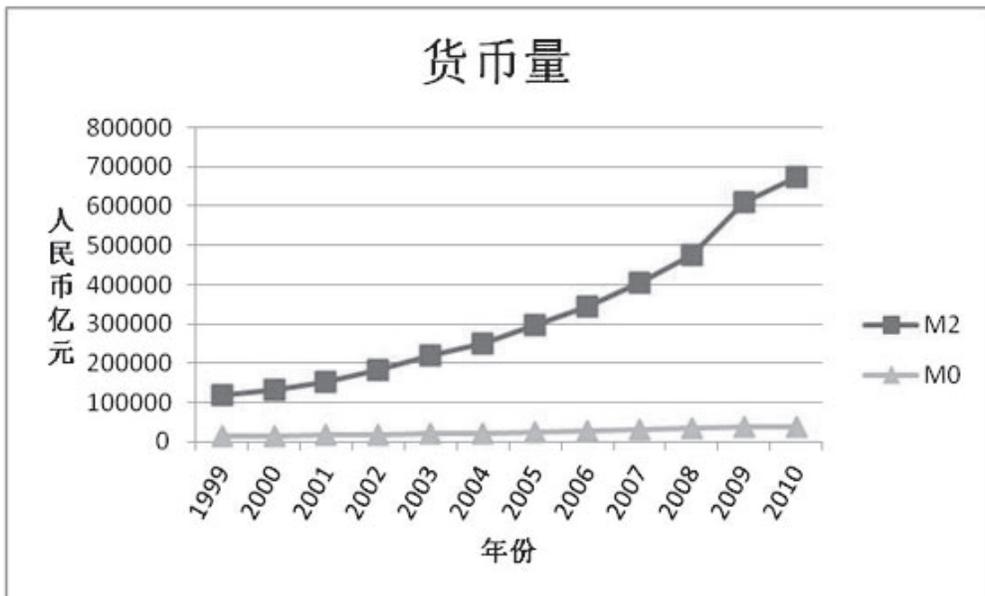
2007年，我国丁苯橡胶的生产厂家有8家，总生产能力为75.5万吨/年；2008年，我国丁苯橡胶的产能接近90万吨/年；2009年，我国丁苯橡胶的产能达到104万吨/年；2010年底，我国丁苯橡胶的总生产能力接近120万吨。受下游汽车行业的拉动，我国丁苯橡胶的需求量在不断增加，产能也在不断扩增，但是国产丁苯橡胶在国内占有的市场份额相对较小。

### 第三章 宏观经济

#### (一) 人民币

2010年中国宏观经济的耀眼之处在于市场的货币供应量的增加以及币值“外升内贬”拉动经济之策。必须承认的是，其对经济的发展发挥了一定的促进作用，但长期效果仍有待观察，这也为未来橡胶需求的宏观背景埋下了隐患。

从数据上看，10多年来中国的货币量和实体经济规模间的距离在拉大，过去十年M2已增450%。据悉，目前我国的M2是GDP的1.8倍，而美国只有0.6倍，日本、韩国不过是1倍左右。不可否认的是，央行发行了过多的钞票是导致近年来中国物价不断上涨的重要推手，期货市场期胶参与资金的膨胀与其是同步的。



从制导因素上看，一方面金融危机之后的两年内政府的土地经济和固定资产投资扩大迫使增发。另一方面，“联系汇率”的货币发行制度，导致的外汇占款美元热钱大量涌入中国促使更多的人民币也就被源源不断的印刷出来了。归结核心是中国的产业结构和以外汇储备为代表的两个支柱问题，如果继续延续前两年经济单边增长刺激政策的话可能引发通货膨胀恶化、人民币大幅贬值、泡沫升腾，甚至严重的金融危机。当然，目前的各种宏观经济政策，大都保持着弹性和余地，另外十二五计划中的经济发展大方向可能对此也有调节作用。2011年中国实施稳健的货币政策、公共财政政策的倾斜等可能会与今年的货币背景有所不同。

## 二、美元



现行国际货币制度存在着一个以美元为主导的国际货币体系的传递渠道，金融危机之后的一系列发展态势表明，后危机时代在2010年演绎的核心就是发展中国家及发达国家的货币战争，表现形式为汇率问题，美国经济战略表现为利用货币工具来进行经济问题的转移；表现为借助通胀来稀释债务。量化宽松政策中释放出来的大量货币基本上在国际金融市场里循环，相当一部分跑到发展中国家，跑到大宗商品市场、资源市场、能源市场，此为期胶演绎面临的结算背景。而8月份以来国内期胶市场性质走向出现了微妙的变化，也显示确实有一股外在货币力量使国际市场的价格传导，影响市场预期；笔者认为，这是决定性因素。

后危机时代美元危机表现的汇率问题只是“后危机时代”的表象，根源还是国际竞争。其实就是一次在WTO游戏框架下美元进一步揉合和世界经济一体化的进程以及人民币的



定价权抗争过程；中国经济环境的共振性提高是直接过程。资本市场中，美元货币进入资本市场、资产市场推高人民币升值压力；推高能源的价格、资源的价格之后，不确定性反向变动的降临需要防范。笔者认为，美元货币指数在未来较长近两年的时间内将保持抗跌性走势，不排除强势走势，对期胶的影响不容置疑。

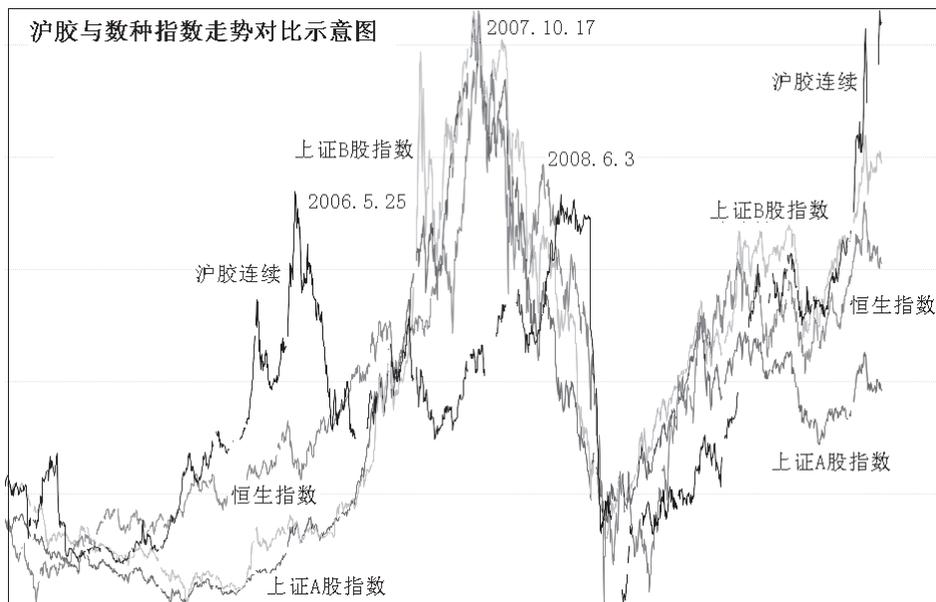
### 三、欧元

事实上，尽管以中美为代表货币刺激下经济数据表现良好，但全球时常并非没有反面声音出现，这就是欧元区经济问题，核心为主权债务问题；只不过是繁荣的货币洪流下，市场对此不敏感或仅仅反映微弱罢了。希腊主权债务危机演变过程经历了2009年12月的开端，2010年1月至2月初的发展和2010年2月初至4月中旬的蔓延升级。2010年下半年以期胶为代表的资产市场由于更为严重积极的因素掩盖了此问题，但此问题并未消失，比如欧元区消费者信心指数在经过6个月的连续上升后，12月出现大幅下降，不断升温的市场避险情绪引发欧元持续走跌。报道称，欧盟国家需要在2011年举债2万亿美元，这加重了市场对明年欧元区金融动荡的担忧。这可能影响资本市场资金投机领域及期胶等价格可持续性，不排除是2011年期胶等金融属性演绎的决定开端。



### 四、简单周期

在宏观经济运行的过程中，胶市同整体的资本市场运行具有内在的规律，但时间有差异，在2010年更具有新的特点。其一，国内橡胶期货的上次牛市高点出现于2006年的5月底，当时市场的炒作题材同样是需求和天气灾害因素，这个过程同当时全球大宗商品价格的五年连续上涨的基础是分不开的。其二，价格的上行带来了种植面积的扩大，2005~2008年世界橡胶种植面积同步扩大，其余资产领域的供给也处于过剩态势，但2006~2008年初拖累并未显现，期胶价格却表现了提前撤离态势，资产多头的获利出

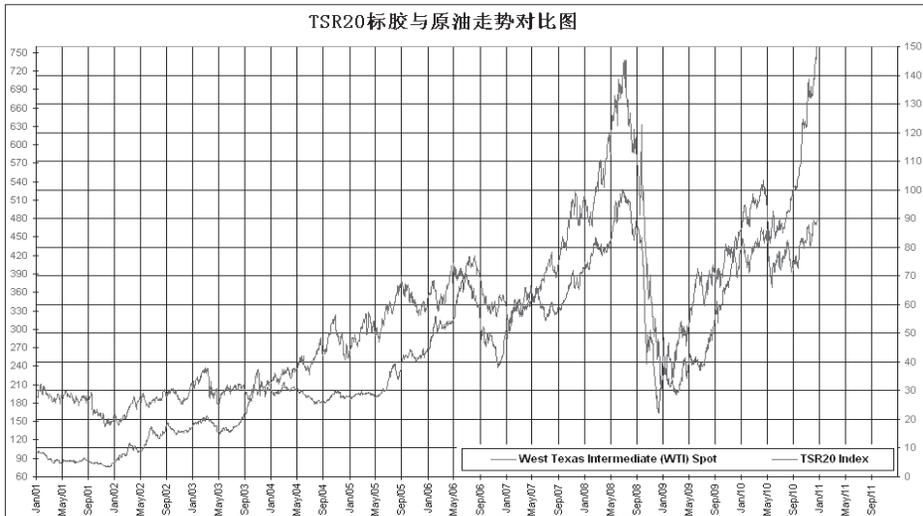


局和操作题材的缺失促使资金转向了证券股票市场，这一点可以从期胶参与资金在 2008 年大幅度降低上看出。其三，金融危机中，期胶价格的下行具有被动性，相对演变时间具有后退性，但在 2010 年 7 月份之后，则具有上行的先行性，说明货币现象更多的作用在了资产市场之中。在周期上，今年为 4 年的价格高点整周期，为橡胶种植周期的一半，市场消化了供给过剩高库存状态，后期可能介入供需不确定阶段。其四，从联动性上看，今年初期胶价格的起步阶段与国内 A 股市场联动性最高，与外其他指数联动性反而较弱，2010 年尤其是下半年，期胶与国内 A 股市场联动性最低，与上证 B 股指数联动性最高，恒生指数次之。一定程度上反映出期胶价格演绎经历了一个由外向内的延展过程，美元资本影响度增高，人民币影响力相对降低，保值和炒作色彩突出，游资介入是重要推力，市场价格介入了金融属性的高风险阶段。国内市场企业盈利度的降低和资产价格内外博弈的上行暗示出国内经济经历滞涨的时期，是货币现象的初露。2011 年的国内货币政策和资本环境是否会推动良性循环以及商品市场与证券市场能否完成新一轮的转换需要关注。



## 第四章 相关市场

### 一、原油市场



金融危机前国际 20 号标胶价格运行基本上滞后或低于原油走势，2009 年经历了一个同步恢复的过程，2010 年 8 月份之后则大幅度突破原油演变步调，目前超越幅度达到了 30% 以上。暗示出原油价格不再是橡胶价格走势的主导因素，但差异化的扩大可能带来另两种效应，一就是合成胶产量的快速提高，这可能将对天胶供需产生一定的影响；二就是后期原油价格面临补涨，进而对天然橡胶价格产生托盘功能，但笔者认为，原油价格水平的上行可能对期胶产生打压功能，其将抑制消费。

### 二、CRB 指数





国际标胶价格大幅度超越 CRB 指数暗示出两种风险，一，后期前者的主动回调，回归到价值区域之内，以适应供需；其二相关资产价格补涨，进而支持标胶价格的抗跌性，甚至不排除鼓舞市场热情；可见，后期大宗商品的整体演变背景将引市场心理资金倾向。

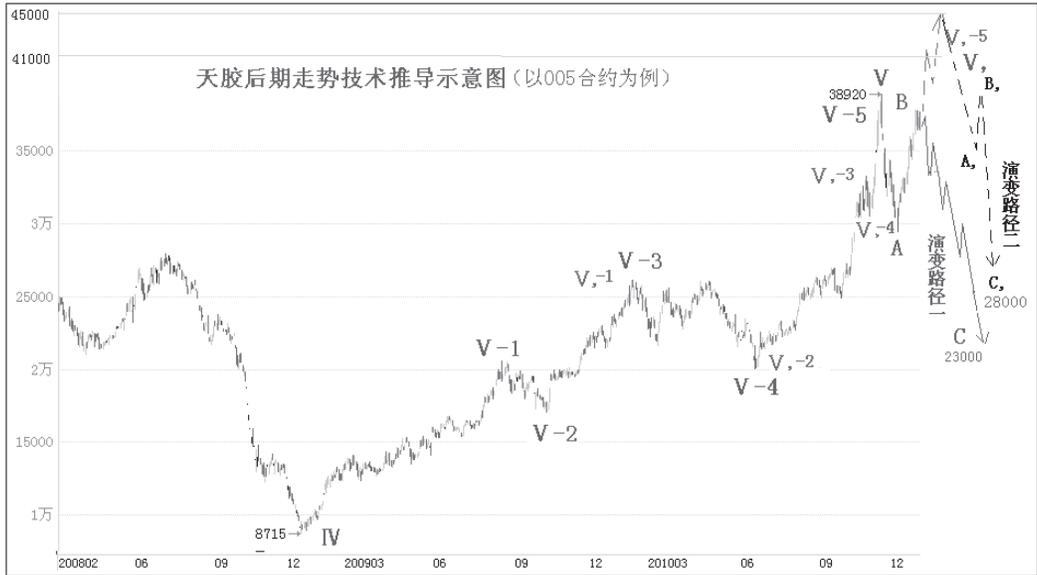
### 三、波罗的海干散货指数



从广义上来说，BDI 波罗的海指数能够反映世界经济的活跃度；从此经济领先指标看，2010 年世界贸易经济基本上维持了一个震荡的格局，尽管有新增运力的影响，但这至少反映出了两个基本事实：一方面，高油价相对影响了贸易的成本，贸易活动出现了不同程度的降低，尤其是中国市场内在的经济增长过热的促使市场预期出现微妙变化，另者，世界各国的物资价格的上涨呈现出热点不一的现象，物资的区域性不均衡紧张导致了价格的上行，实体经济低迷下的资本效应是 2010 期胶等价格上行的更主要力量。



## 第五章 结论



从技术走势看，后期国内期胶市场将可能面临两种演变格局的分化，演变的路径之一一是今年11月11日创下的38920高点为年度甚至为未来两年的高点，随后将呈现出一个震荡调整的走势，货币现象逐步消除，2011年整年度将处于高点之下运行，不排除支撑点在23000元/吨左右。演变路径之二为国内政策性调控失效，国外高资产价格继续冲击国内通胀压力，包括期胶在内的资产商品价格上涨至明年一季度，高点将大幅度抬高，则2011年呈现出先扬后抑的态势，支撑点不排除在28000左右。但两者的统一性在于，目前价格的走高都处于金融危机导致的宏观走势第五浪上涨的加速阶段，是一个孕育风险的新一轮过程，后期的供需关系和宏观经济的回归将为主要引导力量。两种演变路径的不同点在于2011年一季度价格如何变化：是关系到市场是否继续炒作通胀这一题材。

由此可见：

1，应对金融危机的2009年去库存化进一步加大导致了供给短缺在本年度下半年集中显现促使了短板效应的产生；而金融危机压制的需求，特别是新兴经济体中国、印度为代表的奢侈品消费快速归位拉动需求的短时间放大，供需矛盾出现了阶段性加剧。今年不稳定的突发性自然灾害因素在一定程度上干扰了天然橡胶的生产，但未能造成实质性的冲击和大规模的绝产，更多的是充当了市场炒作的题材和借口。主产国产业逐利和农户惜售是根本原因，劳动力成本的上涨和流通环节的成本压力发挥了推动功能。

2，政府货币投放刺激经济的出台在本年度达到了顶峰构成了商品资产价格演绎的背



景，高流动性下货币贬值及货币信任风险促使流动资金不断寻找价格洼地，货币的低成本和储蓄的负效益导致了高流动性下商品价格的再定位。折射的则是后金融危机时代资本货币较力下资产定价及世界经济竞争格局的竞争核心。2011年世界主要经济体的发展走向将决定未来天胶期货金融属性的演绎方向，以期胶为例的资产价格服务于阶段性经济生产是本质的要求，关系到后期经济循环的健康。

3, 2011年外围环境的不确定性及假设的气候因素正常导致的天胶新产能释放可能将促使短时间内期胶牛市再度冲高动能尽管不减，但不具有可持续性。市场的需求是否已经被阶段性提前释放，价格是否被提前透支成为了考验新年度价格走向的风向标。



## 【大事记】

● 4月,为贯彻落实2010年中央1号文件精神,农业部办公厅财政部办公厅印发《2010年中央财政天然橡胶良种补贴项目实施指导意见》,以进一步加强天然橡胶良种补贴项目管理,充分发挥政策效应,确保天然橡胶良种补贴政策落到实处,加快良种推广速度。

● 商务部公布氯丁橡胶反倾销期终复审立案公告。中华人民共和国商务部于2005年5月10日发布2005年第23号公告,决定对原产于日本、美国和欧盟地区的进口氯丁橡胶征收反倾销税,实施期限为自2005年5月10日起5年。

● 合成橡胶完成产业化攻坚。12月初,国内第一套自主研发的异戊橡胶工业化装置1.5万吨/年异戊橡胶项目在茂名鲁华化工有限公司顺利投产,填补了国内异戊橡胶的空白,至此我国合成橡胶七大基本胶种全部实现工业化。

● 普利司通未来十年橡胶消耗量将降低50%。普利司通表示,未来十年内计划将橡胶消耗量降低50%,大幅降低天然橡胶和合成橡胶的消耗量。

● 为防范市场风险,促进天然橡胶期货市场平稳运行,10月底,中国上期所临时调高天然橡胶期货合约交易保证金标准,并规定自2010年11月1日起至2010年12月31日止,天然橡胶期货6个月后合约手续费减半收取规定暂停执行。

● 云南天然橡胶气象信息服务系统投入运行。10月,“基于GIS的云南天然橡胶气象信息服务系统”研究完成,并正式投入业务运行。该系统利应用到橡胶树割胶生产的监督与管理,建立了一套适用的橡胶树开割、停割预报模式。

● 世界贸易组织12月13日宣布,美国对从中国进口的轮胎采取的过渡性特保措施并未违反该组织规则。对于美国国际贸易委员会(ITC)提出在2004至2008年间中国进口轮胎数量“迅速增加”导致轮胎行业受到冲击,WTO仲裁委员会认为这一说法成立。(全文)