

海通期货 2011 年天然橡胶展望

牛市的下半场

目录

新观点	3
一、宏观	3
1、M2	3
2、CPI	4
3、GDP	4
4、PMI	5
二、微观	6
1、对危机的在认识	6
2、A 股与胶价	6
3、汽车	6
4、轮胎	8
5、库存、进口	9
三、结论	10

牛市的下半场

新观点



我们先来看一下最新观点，有利于大家判断大势。

看图，这张是道琼斯近 40 年的走势图，图中 4 个圈一个比一个大，这四个圈分别是 1987 黑色星期五、1997 年亚洲金融危机、911 事件和发生在美国本土的金融危机；第一个圈最高 2736.61 点，最低 1616.21 点，大家听到 1600 点是否很熟悉，对它就是 2008 年我国 A 股的最低点，美国经济进入黄金 10 年，到 1996 年，道指翻了 7 倍左右，主要原因是网络的运用导致生产力的提高，大家在看看后面十年横盘走势，罗杰斯说美国将失去未来十年，事实上美国已经失去了十年；中国十二五规划主要亮点是消费、科技，目前我国的三网合一就领先于世界，用电视遥控器可以打电话等等，大家可以想一想你身边的科技，我跟老外解释他们根本没有听说过。所以中国未来将处于 10 年黄金发展期。

巴菲特也有类似观点，巴菲特说：中国有上世纪 80 年代以来类似美国大牛市的环境，高科技，新兴产业，他说如果他生在中国，也能取得同样成功。

中国未来将处于 10 年黄金发展期，年增 9% 以上。除了刚刚说过生产力提高以外，还有符合中国国情的四点理由：首先是城市化。我们正处于城市化加速阶段。目前官方公布的我国城市化率是 46.6%，这个数据远远低于相同经济发展阶段的其他国家，大致要低 11 个百分点，由此带来新一轮的消费和建设。第二个是内地在快速发展。中国有一大批的内地城市、一大批的落后城市，大规模的内地市场还有待开发。第三就是产能更新。如果我们五大耗能行业能把产能基本更新到国际上比较先进的水平，我们每年可以省下来 10% 的能源，二氧化碳减排至少在 10% 以上。这将刺激新一轮的投资，如果每年产能更新 5%，至少可以拉动国内生产总值增长 2.5%。第四是我国的公共财政健康，有非常巨大的空间来实施一些政府主导的转型政策。我国政府的资产大概相当于国内生产总值的 120%，政府的负债大概相当于国内生产总值的 80%，所以中国就像一家拥有完美资产结构的公司，资产负债表没有问题，现金流更没有问题，财政空间很大，对经济的推动就非常大。这四个因素告诉我们未来经济增长的潜力非常大，所以长期而言，我们看好沪胶未来消费、以及行情。

我们重点研究沪胶明年的行情研判。除了美联储之外，目前没有哪家央行能够消除通胀压力。因为全球商品价格上升就是美联储一手造成的，是美联储的发钞权。在全球货币泛滥的情况下，CPI 是输入性为主，美元贬值导致全球商品价格狂涨，这是通胀的主因，而内源性通胀为辅，是双重货币宽松的结果。我先来说一个结论：大幅下跌后经过平台震荡、调整之后，全球市场依旧会处于疯狂之中，震荡、调整是上升途中的歇力，未来市场大势不会变，将迎来牛市的下半场。

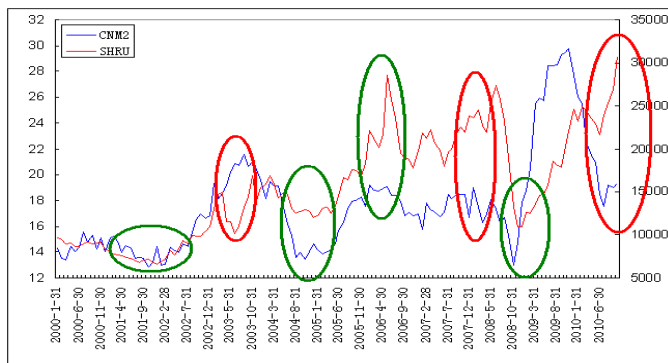
一、宏观

(一) M2

10 年前，中国 M2 数据是 12 万亿左右，过去十年，我国 M2 年均增长约 18%，货币成长可谓创全球纪录。未来十年，如果年均增长 12%，则 M2 将增加到 284 万亿元；如果年均增长 15%，M2 将增长到 340 万亿元。也就是说，货币发行量一直高于 GDP 的增长，更是超过了人均收入的增长。国内货币发放越来越多，国外输入的热钱越来越多，随着人民币升值预期上升、随着美元贬值，大宗商品价格屡创新高，在全球超量发行的货币无孔不入的时代，中国

政府想以一己之力维持资源价格稳定，必定独木难支。美国与欧元区目前还处于较为紧缩的状态，有充分的动力大印钞票。

中国政府可能采取以下措施：首先，加息；其次，上调存款准备金率；第三，2011 年人民币对美元小幅升值 3-5% 左右；第四，加强对信贷的窗口指导。



如图所示：前面三个圈 M2 和沪胶走势出现极端的情况，分别是 2003、2006、2008 年，都是由于资金的深度介入而导致胶价与 M2 出现背离，如图 2、4、5 所示；其他情况 M2 和沪胶走势都是雷同的，如图 1、3、6 所示；2011 年看第四个圈，当 M2 出现连续下滑的时候，沪胶胶价依旧坚挺，背离的原因是美国量宽政策导致美元下跌，流动性泛滥。

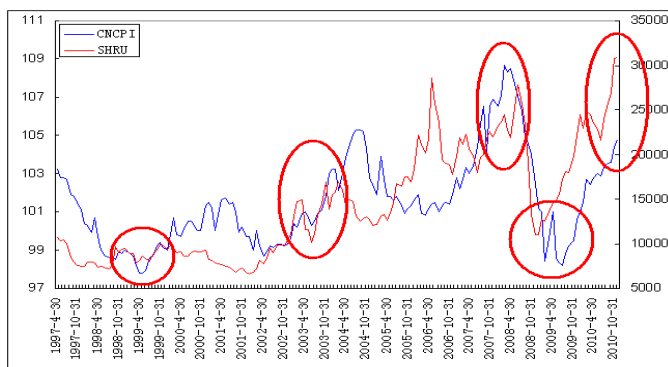
(二) CPI

CPI 进入第四季度，出现逐步回升势头，中金预计 2010 年 CPI 在百分之 2.9 左右，中金目前也改变了观点。现在 CPI 高低取决于政府的看法，政府认为 4%、5% 比较正常，决定未来商品价格。

未来若干年由于农产品生产成本会持续提高，劳动工资会持续提高，再加上原材料价格上涨，这种温和通胀的态势是常态，这也是沪胶上涨 23 个月，我们认为 4 季度出现拐点的理由，事实证明也对了。

现在有二件事情值得我们关注，第一，目前的商品价格水平较前期有大幅回落，相对于 4.4% 的通胀水平，胶价经过大幅调整又有时间调整到位，胶价后市有投资机会；第二，目前的经济的增长的态势还是不错的，回调是买进机会。

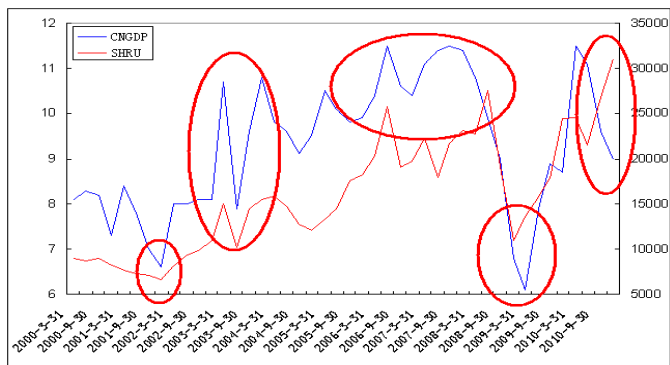
加息将导致商品或资产价格重新定位，众多投资者认为 11 月 11 日胶价大跌跟调控有关，我们认为，即使政府不调控，胶价也到了下跌的时候了。



中国 CPI 和胶价图

如图所示，CPI 四季度还在上升。如图显示，CPI 和胶价呈正相关性，第 2、第 4 个圈高点出现，第 1、第 3 个圈低点同时出现，由于 CPI 还未出现高位拐点，那么，政策对 CPI 的容忍程度将取决于政府对商品价格的容忍度，胶价经过充分调整明年还将出现新的高点。

(三) GDP

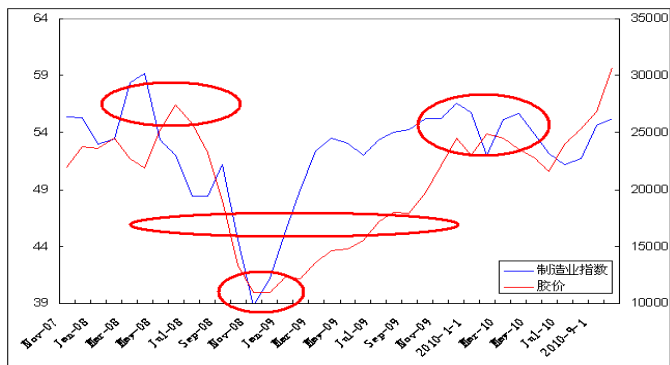


三季度以来国内 GDP 同比增速放缓的走势，在预期之中。如果没有新的经济刺激政策出台，四季度可能是 9% 左右的水平，明年一季度和二季度可能还会出现 8% 左右的增长水平。

如图所示：GDP 与胶价呈现高度的相关性，如图圈 1、2、3、4 所示，第 5 个圈说明当 GDP 出现下跌时，胶价却没有同步下跌，这是已往走势中很少见，沪胶的上涨跟国内经济关系已经出现背离，美元流动性泛滥才是上涨的主因。这是第 2 次提到美元了。

(四) PMI

10 月中国制造业采购经理指数为 54.7%，比上月上升 2.1%；预示经济增长高位回调过程已基本趋稳。

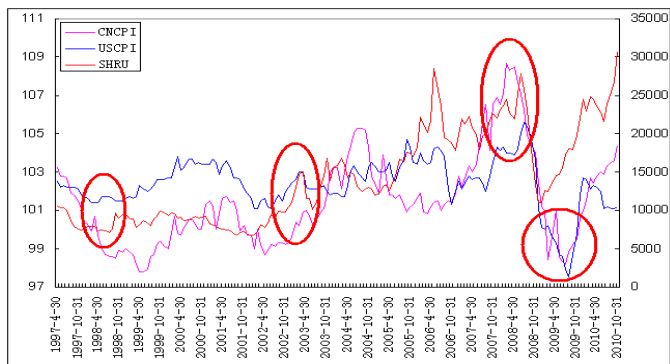


如图所示：PMI 与胶价相关性达到 90%；PMI 出现企稳，但胶价已经调整后，胶价逐渐具有吸引力，机会显现。

经过对宏观经济的分析，可以得出 2 点结论：

1、这张是美国、中国 CPI 与胶价图，具有高度正相关性，如图所示；第一、四个圈低点同时出现，第二、三个圈高点同时出现，看图，美国的 CPI 近期出现下滑，蓝线所示；美联储要把 CPI 从 1.1% 上升到 1.5%，以刺激经济，这是量化宽松政策实施的主因；如果美国经济走好一点，CPI 又走强了，美国对商品也会毫不留情的打压。

2、虽然经济指标还不够理想，但中国经济逐步企稳，在此过程中国要控制通胀，所以采取了提高存款准备金率、加息等一系列组合拳。但由于以美国 9 月份 CPI 环比上涨 0.1%，同比仅增长 1.1%；核心 CPI 同比增长 0.8%，有实行量化宽松政策的充足空间。美国经济还未企稳，迫切需要增加流动性以刺激居民消费，从而把风险转嫁给发展中国家，但过头的通胀对任何经济体都是有害的，以一种风险代替另一种风险，但风险始终存在。



二、微观

（一）对危机的再认识

金融危机爆发了两年以后，如何看待这场危机的性质，非常有必要高度概括，把这场金融危机的性质以及过去两年的演变做一个总结。这场金融危机和 13 年前爆发在亚洲金融危机本质完全不同。

这场危机起源是私人部门的危机，私人企业的危机。雷曼兄弟私人部门的危机，美国、英国、欧洲、日本的国家信用并没有受到损伤，至少是金融危机爆发之始国家危机没有受到损伤。亚洲金融危机，在亚洲金融危机爆发过程中，本质上是国家的危机，在那种情况下，俄罗斯国债卖不出去，泰国无法在国际社会融资，韩国外汇储备不够用，当时危机是国家的危机，这场危机起源是私人部门的危机。

看到了这危机之后，发达国家过去两年之内，就忙活一件事情，不仅国家没有破产，反而是在金融危机爆发的过程中，用如日中天的国家信用做担保和后盾，发行美元、欧元、日元、英镑，发行国际上仍然认可主权债务，通过增发国债和钞票弥补和修补私人部门的资产负债表。商品价格也在短时间内得到大涨。但西方国家在这场金融危机爆发之后，经济受到伤害，伤了元气，尽管这场金融危机狭义金融风暴经过英国、美国等政府印钞票式营救得到比较快的遏制，这场危机的影响还在不断地蔓延。

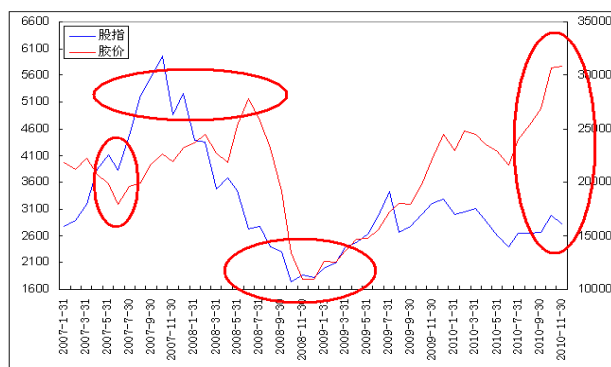
亚洲金融危机，1997 到 2001 年，经过 4 年后见底，60 个月以后，即到 2006 年沪胶涨了 5.09 倍；本轮危机，08 年 7 月发生（以雷曼倒闭为标志），12 月见底，5 个月就见底，经过 23 个月的上漲翻了 3.79 倍，从时间上看，这波行情还没有走完，大 N 性走势从 2008 年 12 月到 2010 年第四季度将已经完成上涨第一浪，紧接着就是 N 型中间的下跌浪。23 个月涨了近 4 倍，接近 60 个月的 5 倍涨幅，从价格上看，回调概率在增加，但回调有益于下次的上涨。

（二）股市与胶价图

从美元的购买力、储蓄率以及负债等方面都可以看到，美国经济已经在面临危机。很主要原因是美国负债太多，除了 13 万亿美元的账面负债以外，还有 106 万亿未拨备的美元负债。（罗杰斯认为美国未来 10 年将是失去的 10 年）。中国经济本身没有太大问题，但是未来 3-5 年内会受美国经济的影响。（中国商品受美元影响大涨，同样未来也会受美国影响大跌）

根据 60 年一次的长波浪周期理论，世界经济未来领袖将是中国。1810 年是法国，1870 年是英国，1929 年是美国，1989 年是日本，现在将要轮到中国。在此之前中国经济都是处于打基础的阶段。

从大的周期来看，沪胶最晚明年第二季度有低点；目前上涨空间不大。2012 和 2014 年美国将面临庞大的债务高墙，美国外汇储备只有 7 万亿美元的规模，2012 年到 2014 年美元可能会出现一个严重贬值的周期，这将给大家提供第二次战略性的投资机会。



如图所示：第一、三个圈 A 股和胶价底部相同，第二个圈由于资金的原因，胶价的高点比 A 股推迟了 12 个月，但最终殊途同归；第四个圈 A 股 2010 年 1 月见顶，按理推算，目前沪胶高点已经推迟到了 11 个月，从理论上讲，还有 1 个月左右上涨时间，这是我们认为第四季度拐点原因之一；当时我们的观点属于少数派，事实再次证明我们的观点又一次对了，从波段角度看，经过调整的胶价很有吸引力。

（三）汽车

1、成绩

在经历 7 月销售谷底之后 8 月汽车销售强劲反弹，提前进入销售旺季。从 9 个月国内汽车产销情况看，全年中

国汽车产销达到 1700 万辆已无悬念，自今年 4 月起中国汽车产销增速出现一定程度的回落，8 月份汽车销量首度出现环比增长。从 6 月份的汽车出口情况看，今年中国汽车出口额将达到或超过 2008 年金融危机前的水平。

今年前 10 个月，我国的国内汽车销售近 1600 万辆，今年中国汽车销售将达到 1800 万辆。这意味着中国新车销量将达到美国历史上的最高水平。

上汽、一汽、东风等十二家汽车集团在“十二五”规划最后一年的 2015 年初步规划产能达 3250 万辆左右。2020 年中国汽车产销将超过 4000 万辆，到 2030 年将达到 7500 万辆，一直到 2040 年，中国还将继续增加汽车保有量。

2、不足

(1) 产能过剩

我国汽车企业的快速扩张加剧了产能过剩的风险，因此必须采取措施坚决抑制。去年中国实现了 1364 万辆的新车销售，许多企业纷纷制定规模庞大的产能扩充计划，新一轮扩产潮已经开始。中国主要 30 家汽车企业去年年底形成整车产能 1359 万辆，根据地方政府

规划情况来看，至 2015 年产能已经远远大于市场需求。美国从 1500 万辆到 1700 万辆已经延续十多年，中国也会有这一天，量的扩张如何消化。预计 2015 年，汽车整车出口量将达到 400 万辆——500 万辆，世界汽车产量预计达到 8300 多万辆，(39%)。

(2) 交通拥堵

京藏高速绵延百公里、长达 11 天的交通拥堵，大堵车是否有可能成为一个临界点或象征性事件，京藏高速大堵车被部分归咎于货运流量大幅攀升、中国汽车流量的增加。

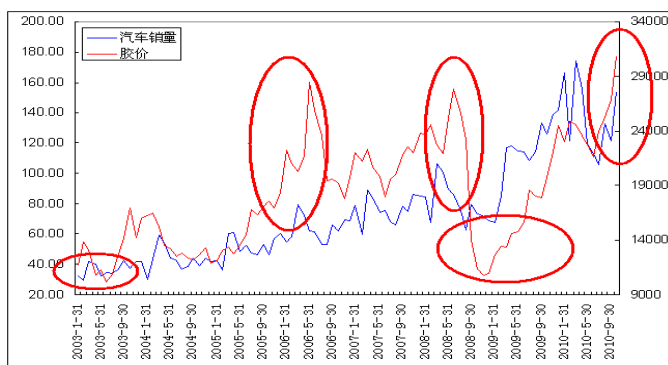
(3) 库存周期

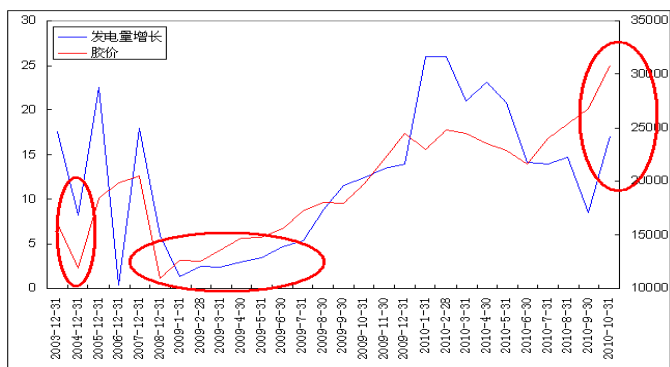
7 月份汽车库存周期逐月延长的势头仍然持续，由 6 月份的 55 天延长到 58 天，已经接近合理库存期的上限；8 月份汽车库存周期为 57 天，较 7 月份减少了 1 天。其中乘用车库存周期由 60 天减少到 58 天，商用车库存周期由 50 天增加到 51 天。随着经销商的库存压力不断增大，类似的让利促销将越刮越大。价格战可能会愈演愈烈。60 天库存周期是国际库存水平的警戒线。去年初，金融危机最严重的时候，库存周期最多为 79 天。9 月份全国汽车库存依然比月初增长 3.51 万辆。

(4) 汽车厂商销量目标下调

比亚迪已将 2010 年汽车销量目标下调了 25%，原因是国内需求走软，加上国家宏观调控措施相继出台，影响消费者对非必需品的购买意欲，令汽车市场首当其冲。比亚迪将今年全年的汽车销量目标从 80 万辆下调至 60 万辆。奇瑞则把目标由“力争 90 万辆”调整为“确保 70 万辆”。

今年在车市前高后低曲线前行的过程中，进口豪华车市场却出现力度空前“井喷”。而半年多来，自主品牌汽车的市场份额已结束增长的趋势，跌幅近 25%，出现与汽车业振兴规划背道而驰的情况。





如图所示

这二张图，说明同一个问题，即沪胶胶价和汽车销量、发电量成正相关性，看汽车，第一、四个圈汽车销量在低位，胶价也在低位；第二、三个圈汽车销量在高位，胶价也在高位；第五个圈是我们研究的。

看发电量，第一个圈发电量、胶价都出现在底部、第二个圈说明一起上涨；重点看第三个圈。

我们要研究的是不同之处，不同之处在于 2009 年 11 月以前沪胶胶价涨幅远远好于中国汽车销量、发电量走势。全社会发电量止跌企稳就意味着整个社会企业盈利在企稳，轮胎企业、汽车企业的盈利在下滑，比亚迪 3 季度季报利润下降 99%，虽然有许多正面解读，但期货市场大跌已经提前反映这一情况，经过调整的胶价走势跟经济面相吻合。

再看胶价已经到这个位置了，汽车销量增长，说明沪胶调整与汽车销量配合完好；

再看发电量图，发电量也止跌回升，说明国内支持胶价因素依然存在。

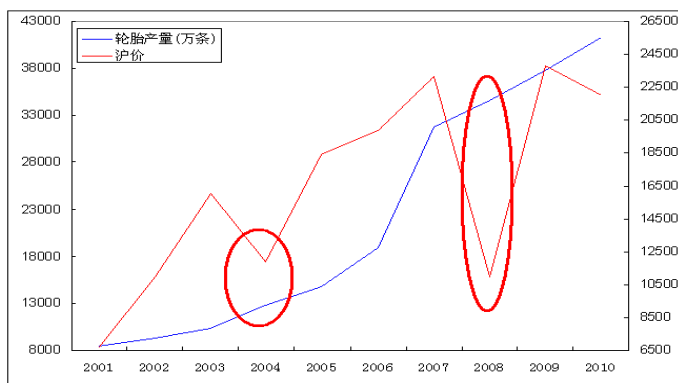
(四) 轮胎

最近世界轮胎巨头报表显示世界轮胎工业在经历了去年严重的金融危机之后，已摆脱低迷，销售收入和利润普遍同步增长。世界十大轮胎巨头除固特异小量亏损外，全部盈利并较上年有较大幅度增长。中国 2009 年进入世界 75 强的轮胎企业也全部盈利。

各轮胎公司普遍看好未来趋势。米其林对前景乐观，表示即使原材料上涨也不担心，可通过价格提高得到补偿，轮胎公司业绩向好及对后市的乐观预测，使新一轮世界性轮胎扩张正在兴起。普利司通、米其林等相继启动多个新建和扩产项目，如米其林沈阳项目、东洋张家港项目、住友长沙项目、韩泰武汉项目、普利司通惠州项目、德国大陆合肥项目等。

各轮胎公司财务的好转主要来自产能扩张和价格上调。全球汽车业在政府刺激及经济向好大背景下正走出谷底，导致轮胎需求大幅度增长。上半年轮胎公司销售收入增幅最大的是北美地区，各大轮胎公司在年初对轮胎普遍提价 5%~10%，5 月大部分公司又提价 5%，说起美国提价，我们再回头看看特保案。

自 09 年 9 月美国政府宣布对从中国进口的轮胎征收 35% 的惩罚性关税以来，美国企业界对该项措施影响的最新评估。美中贸易全国委员会由超过 220 个在华经营的美国企业组成，它在一份评估报告中指出：2010 年上半年美国进口的低端轮胎出现大幅增长，在数量上和价值上分别同比增长 21% 和 30%，供应商从中国转移到了其他国家；美国消费者显然花了更多的钱，轮胎价格上涨了 10% 至 20%；对于仍然从中国进口的轮胎而言，大部分的关税被转嫁到消费者身上。该报告还引用美国劳工统计局数据称，今年头五个月的美国轮胎制造业就业率比去年同期下降 10%。事实证明，美国对华轮胎特保案是典型的损人不利己行为。



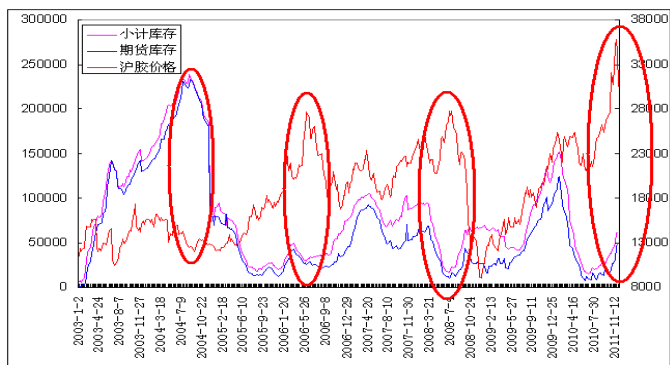
如图所示，中国轮胎一直处于上升通道，每一波沪胶胶价的下跌都会带来机会，而目前胶价在相对高位。

(五) 库存、进口

库存

在通胀预期抬头的背景下，大宗商品市场的投资价值开始凸显。而另一方面，由于目前全球实体经济复苏步伐缓慢，投机资本就需要寻找新的热点，沪胶市场就是一个不错的选择。橡胶的价格除了商品自身属性外，还带有强烈的金融属性。近期胶价强势的主要原因除了自身供应紧张之外，金融环境造好也为胶价提供了上涨的动力。

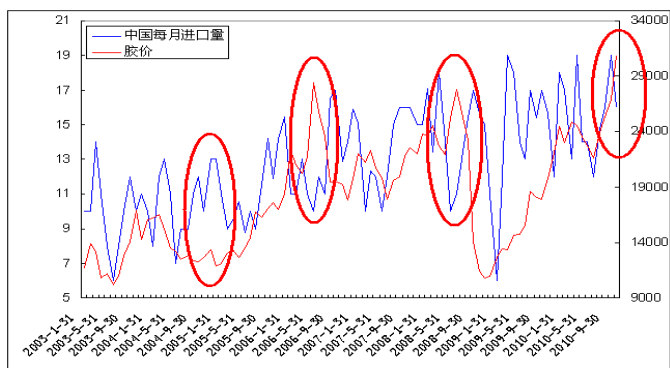
自割胶期以来，东南亚产胶国在供应上总是断断续续，显得偏紧。雨季的来临会影响割胶进度，但至今还没有关于产量受到严重影响的报道。



如图所示：前三个圈说明沪胶与库存呈现负相关关系，看第四个圈，每次胶价在高位时，库存都在低位，如果库存从底部上升，胶价有调整需求。

进口

中国进口增长的反弹力度明显大于预期，这或反映了更强劲的内需增长及进口价格走高。很多重工业产能的关停措施已持续数月，可能会对实体经济数据带来更多下行压力。



如图所示：前三个圈，沪胶胶价和进口量呈现负相关性，看第四个圈，中国的进口已创下今年新高，进口一旦萎缩注意短期调整的到来，随着汽车工业的发展，对轮胎总量的刚性需求，天胶进口总量会出现逐年增长，对胶价长期产生利多。

三、结论

2009 年金融海啸期间，美联储全年投入 3000 亿购买美国国债；

2010 年将新增 6000 亿购买美国国债；

2010 年第二季度前，美国将新增 8000 亿购买美国国债；

美联储用一个天量货币化国债计划来显示自己的决心。

美国量化宽松政策 QE2 出台，市场充斥了对美元的不信任感；此外，如果美联储国债发行量下降至 1.6 万亿，美联储一家就足以维持美国国家财政正常运行；维持实际低利率政策；

看见泡沫，享受泡沫的同时，从时间周期上推算，短期来说，第四季度是非常重要的时间窗口，四季度将迎来拐点。中长期来看，牛市没有结束，因为 1997 年金融危机，牛市将近 60 个月，而本轮金融危机，牛市才 23 个月，所以，中长期来看，牛市没有结束，但随之而来的调整是痛苦的。2011 年我们给出的区间是 28000—48000 元。

43000-48000 元将是 2011 年高位区域。

但只要美国就业率没有攀升，只要美国房地产坏帐没有彻底消来，QE3、QE4 就会源源不断，美元下跌将常态化，大宗商品远未见顶，必将创历史新高，最疯狂的表现还在后面，国际汇率纷争的高潮也还在后面，在美联储流动性冲击政策面前，我们将迎来牛市的下半场，必将迎来一个更加混乱的、前高后低 2011 年。

作者 毛建平 15301600123

免责条款

本报告仅向特定客户传送，未经海通期货研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经海通期货研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

业务机构

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区浦电路500号期货大厦2201B室

邮编：200122，电话：021-68400498，传真：021-68400489

郑州营业部

河南省郑州市未来大道69号未来大厦1810B室

邮编：450008，电话：0371-65612711，传真：0371-65612769

杭州营业部

浙江省杭州市凤起路334号同方财富大厦610室

邮编：310003，电话：0571-85860900，传真：0571-85860905

海口营业部

海南省海口市国贸大道港澳（中亚）大厦21层

邮编：570000，电话：0898-68567033，传真：0898-68567030

北京南礼士路营业部

北京市西城区南礼士路66号建威大厦812—815室

邮编：100045，电话：010-68086819，传真：010-68086539

泉州营业部

福建省泉州市丰泽区田安中路丰盛大厦3F-2室

邮编：362000，电话：0595-24677800，传真：0595-24677810

南宁营业部

广西南宁市民族大道131号航洋国际城恒富中心2号楼2016-2019室

邮编：530022，电话：0771-5591951，传真：0771-5590832

武汉营业部

湖北省武汉市建设大道933号汉口银行大楼16楼

邮编：430015，电话：027-82635916，传真：027-82635816

重庆营业部（筹）

重庆市渝中区中华路178号国际商务中心23楼

邮编：400010，电话：023-86596998，传真：023-86596528

上海建国西路营业部

上海市徐汇区建国西路285号3楼

邮编：200031，电话：021-64676255，传真：021-64670133

兰州营业部

甘肃省兰州市东方红广场南路107号远达文化大厦11楼

邮编：730000，电话：0931-2176918，传真：0931-2176900

青岛营业部

山东省青岛市南京路2号绮丽大厦1301室

邮编：266071，电话：0532-66773188，传真：0532-66773155

大连营业部

辽宁省大连市中山区人民路23号 虹源大厦3608

邮编：116001，电话：0411-82507236，传真：0411-82507226

太原营业部

山西省太原市小店区长治路111号山西世贸中心A座25层08室

邮编：030006，电话：0351-7219185，传真：0351-3377235

沈阳营业部

辽宁省沈阳市沈河区北京街7号辽宁有色大厦4层

邮编：110013，电话：024-31977567，传真：024-31977567

广州营业部

广东省广州市天河区林和西路9号耀中广场B座1716室

邮编：510610，电话：020-22028136，传真：020-22028140

常州营业部

江苏省常州市关河东路66号九州环宇1709室

邮编：213000，电话：0519-85220908，传真：0519-85220902

海通期货客服热线 400 820 9133

www.htfutures.com