



政策与供需矛盾转化，天胶或许先扬后抑

产业服务中心

陈章柱

0755-23818395

chenzhangzhu@cifco.net.cn

内容提要:

1、负利率时代，商品先扬后抑。在经济增长与流动性推动下，部分经济主体进入负利率时代，改变负利率的过程中伴随商品强弱转化。

2、供应偏紧延续，价格强势难改。2010年全球涉胶企业消费增长明显超过天胶供应增长，2011年一二季度供应偏紧的格局或将延续，价格强势难改

3、供需与政策矛盾转化，2011年前高后低。商品告别低价时代，在供应偏紧延续、负利率扭转过程中国产胶可能冲击44140，而随着下游承受能力与负利率的改变、局部金融事件爆发等可能导致天胶跌至26480，进口胶的价格位于3000-5500美金运行。

相关报告:

1、成本传到与供应改善终将深化沪胶中级调整

(2010.03.25)

2、沪胶维持高位振荡

(2010.08.26)

第一部分 负利率的改变伴随商品强弱更替

一、美国负利率期间胶价先强后弱

市场上经常出现“负利率时代”，对于“负利率”的定义笔者认为固定收益类金融工具收益率低于整体物价的增长速度，从定量上看，就是债券收益率或存款利率低于居民消费指数CPI。

商品在负利率时代表现具有差异，比较美国历史上负利率时代胶价的表现对于即将到来的2011具有一定的参考意义。

以10年国债收益率与CPI的比较来看，负利率期间胶价的具体表现如下表：

图1-1:CPI—10年国债下的胶价表现

负利率期间	负利率	高点	低点	价格变化幅度	价格变化时间
195702-195704	-0.22	274.9	199.1	-27.57	11个月
195801-195805	-0.72	297.4	177.5	40.32	29个月
197309-197508	-0.31	227	189.6	-16.48	3个月
	-0.31	299.7	189.6	58.07	4个月
	-2.16	299.7	178	-40.61	17个月
197809-198010	-1.79	365.1	191.3	90.85	20个月
	-1.79	365.1	165.8	-54.59	22个月
200801-200806	-0.8	343.6	248.9	38.05	11个月
200806-200809	-1.79	343.6	136.1	-60.39	7个月

资料来源:wind、中期研究

负利率的进入过程实际上是资金回报率不及及时消费的效用，为了保值，资金会介入保值类的投资领域。在实际利率偏低的时候，市场预期政府会通过政策手段提高实际利率，正如2010年年初一样，主要经济体的政策基调以收紧为主，这是商品会以调整为主，幅度不会很大。一旦进入负利率，资金被迫进入商品等保值类领域，商品价格保持强势，而在负利率后期，政府扭转负利率的力度加大，商品的金融溢价褪去与产业资本利润的回归，胶价出现大幅回落。从负利率期间与胶价的关系来看，2011年胶价容易出现前高后低。美国负利率期间胶价的表现如下：

图1-2: 美国10年固定收益工具与CPI



图1-3: 美国5年固定收益工具与CPI



资料来源:wind、中期研究

二、2011 年中国扭转负利率压力加大

如果以两年期和三年期存款利率作为固定收益率参照物，中国已经进入负利率期间，从 90 年代已有数据来看，中国三次进入负利率，其中 1992 年 11 月至 1995 年 10 月期间的负利率不具代表性，而 2003 年 11 月至 2004 年 11 月、2007 年 6 月至 2008 年 8 月具有一定参考意义。下面以两年定存与 CPI 之间的关系具体论述：

2003 年 11 月至 2004 年 11 月，负利率持续 12 个月，CPI 在 2004 年 7 月达到最高值 5.3，在走向负利率的过程中，东京胶月度均价上涨 31 个月，在进入负利率的第 8 个月胶价见顶，从文华日胶指数上看，东京胶价在此负利率阶段的阶段性低点与高点分别在 2001 年 11 月与 2004 年 3 月，经历 28 个月，上涨幅度对应 175%，如果按照 175% 对应到这轮牛市高点在 30130，沪胶低点和高点分别出现在 2001 年 12 月和 2004 年 2 月，经历 26 个月，上涨幅度 169%，对应的市价 29526，而目前市价在 37645，一方面是橡胶下游消费增长速度远远超过供应增长速度，二是百年一遇的金融危机后的全球性的量化宽松所造成。

2007 年 6 月至 2008 年 8 月，负利率持续 15 个月，CPI 在 2008 年 2 月达到 8.7，在走向负利率的过程中，东京胶月度均价上涨 21 个月，在进入负利率的 14 个月胶价见顶，从文华指数来看，东京胶在此负利率阶段的低点和高点分别出现在 2006 年 11 月和 2008 年 7 月，上涨幅度 94.14%，沪胶低点和高点分别出现在 2006 年 11 月和 2008 年 6 月，上涨幅度 72.37%。

11 月 CPI 已经破 5，达到 5.1%，以 2 年期存款为准，负利率已经持续 8 个月，央行在 2010 年六次上调存款准备金率，大型金融机构准备金率达到 18.5%，再次创下历史新高，已经显示央行面临负利率的压力加大，并在扭转负利率的局面。

图1-4：中国CPI-两年定存与胶价

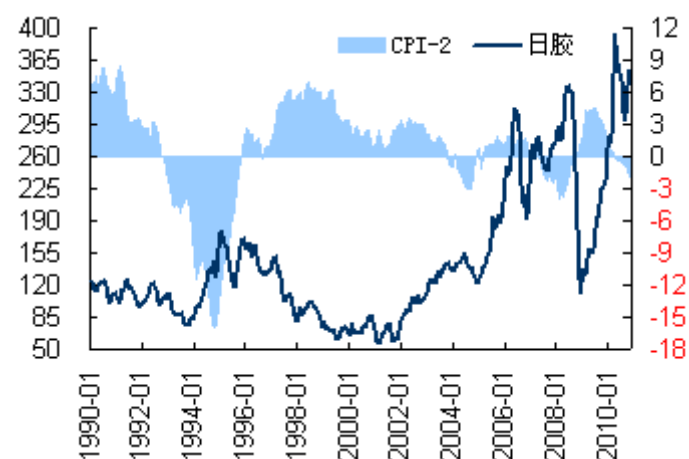
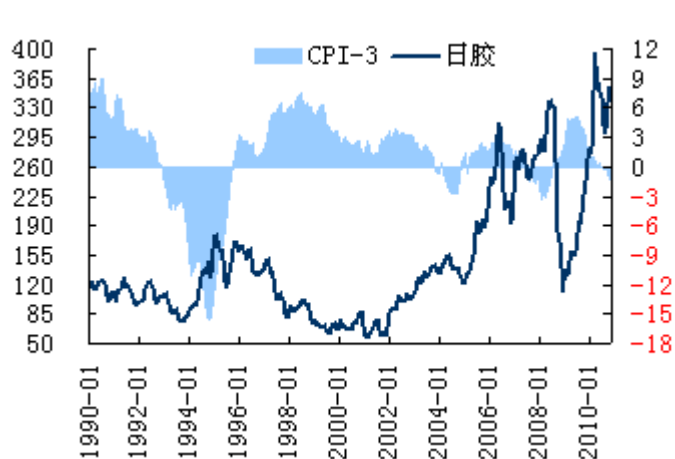


图1-5：中国CPI-3年定存与胶价



资料来源:wind、中期研究

三、商品告别低价时代，胶价远离低位运行

从商品运行规律来看，商品会在一段时间内保持一个大区间运行，如在1953年至1973年2月（固定汇率下的商品价格）

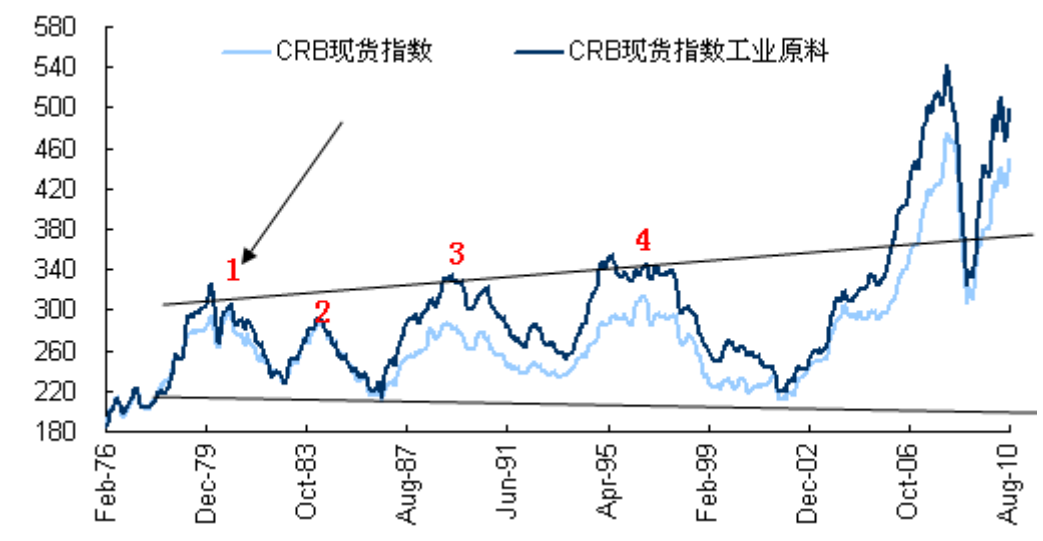
图1-6:固定汇率下的商品价格运行规律



资料来源:wind、中期研究

1973年3月至今，商品的价格运行如下图：

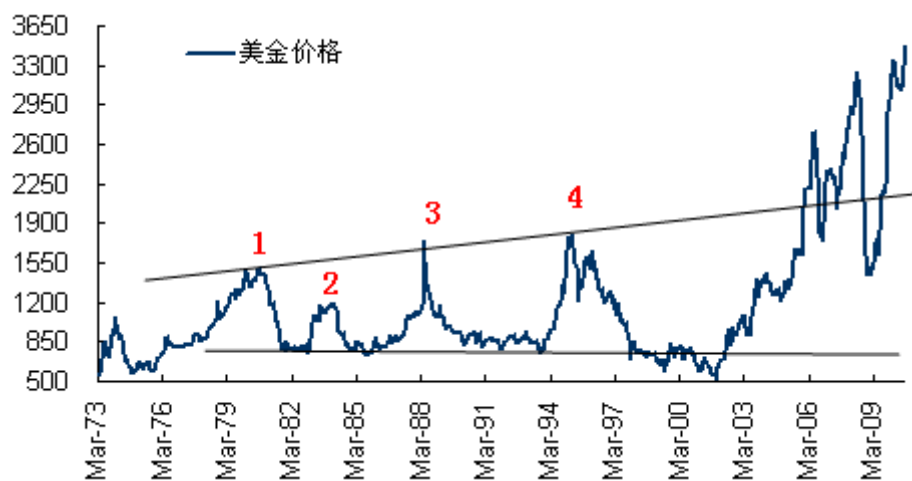
图1-7:浮动汇率下的商品价格运行规律



资料来源:wind、中期研究

从上述两个图表可以看出，商品价格每隔30年会在一个更高的价格区间运行，每上一个台阶后会进行四次大的区间振荡筑底。目前整个商品价格刚刚运行于一个新的价格区间，从运行特征上看整个商品价格已经告别低价时代，仍有可能创出新高，然后新的价格区间运行。胶价已经突破运行平台，后续国产胶长期在26480-44140，进口胶长期在3000-5500美金运行。

图1-8浮动汇率下的胶价已经在3000-5500美金区间运行



资料来源:wind、中期研究

第二部分 2011 年天胶供应前紧后松，供求矛盾缓解

一、2011 国内年初偏紧格局延续，后续缓解

从最新的供给数据来看，11月份生产国协会对2010年的产量增幅从先前的5.3%提高至6.6%。泰国由于10月份的洪水影响，产量从325.3万吨下调至312万吨，中

国4月份云南干旱与10月份海南雨水导致产量从年初的68万吨下调至64.7万吨,较10月份上调6000吨,印尼产量从10月份的259.2万吨上调至285.3万吨,增加26.2万吨。印度增加9000吨,总体产量较10月乐观。

图2-1:生产国协会各个月份对2010年全球产量的预估

橡胶生产国协会对2010年成员国产量预估数据										
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
泰国		3240	3240	3240	3164	3164	3300	3275	3253	3120
印尼	2770	2770	2592	2592	2592	2592	2592	2592	2592	2853
马来		1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	97
印度	913	891	893	893	885	885	883	879	844	853
越南	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770
中国		680	680	680	680	680	680	660	641	647
斯里	142	142	142	142	142	142	142	142	143	143
菲律					101	101	102	102	102	102
柬埔寨	50	50	50	50	50	50	50	50	44	44
合计		9543	9367	9367	9384	9384	9519	9470	9389	9502
增幅		6.3	6.2	6.2	5.2	5.4	6.9	6.3	5.3	6.6

资料来源:wind、中期研究

从新车产量来看,北美地区11月份汽车产量同比增加7.64%,1至11月份增加42.25%;德国10月份汽车同比增加0.42%,1至10月份增加13.46%;日本10月份同比减少8.44%,1至10月同比增加28.46%;中国11月份汽车同比增加27.36%,1至11月份同比增加33.12%。从新车注册数量来看,地区之间出现分化。欧盟27国11月份新车注册量同比减少6.5%,1至11月份减少5.1%;美国11月份新车注册量同比增加16.9%,1至11月份增加11.1%;日本11月份新车注册量减少29.8%,1至11月份增加10.3%;中国11月份新车注册量增加29.9%,1至11月份增加36.6%;俄罗斯11月份新车注册量增加80.3%,1至11月份增加27.6%;印度11月份增加21.7%,1至11月份增加31.5%。从新车产量和注册车量来看,中国继续保持高位增长,日本和欧洲产量和注册量开始下滑。由于2010年全球主要经济体美国、欧盟、日本、中国累计增长幅度都明显高于天胶产量的增长幅度,供应紧张的格局在2011年一季度还会延续,尤其是中国国内产区进入停割期。而部分地区汽车产量和注册量的下滑以及二季度产胶旺季的到来也会缓解供需矛盾。

图2-2：中国汽车产量回落保持高位增长

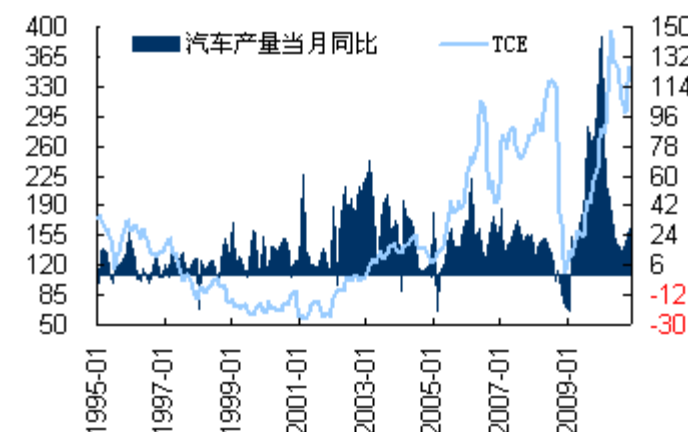
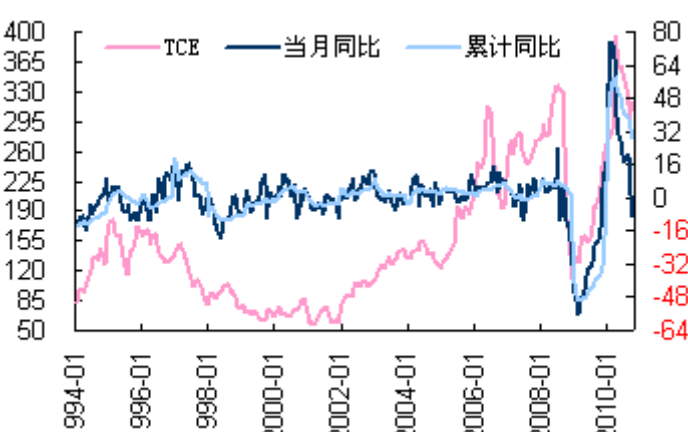


图2-3：日本汽车产量增速双下滑



资料来源:wind、中期研究

二、2010年下半年进口胶大幅增长缓解停割期供应

国内进口方面，1至11月份天然橡胶进口168万吨，较2009年1至11月份增长9.9%，由于对胶价预期上涨强烈，下半年进口量明显增加，7月至11月进口增幅比去年同期增长20%；根据笔者的了解，青岛保税区库存再次达到10余万吨，加上交易所61207万吨，合计16万余吨，可以保证国内停割期期内橡胶的供应；下游消费方面，橡胶轮胎外胎11月份增速10.4%，同比增速20.8%。

图2-4：天然橡胶进口量以及增幅

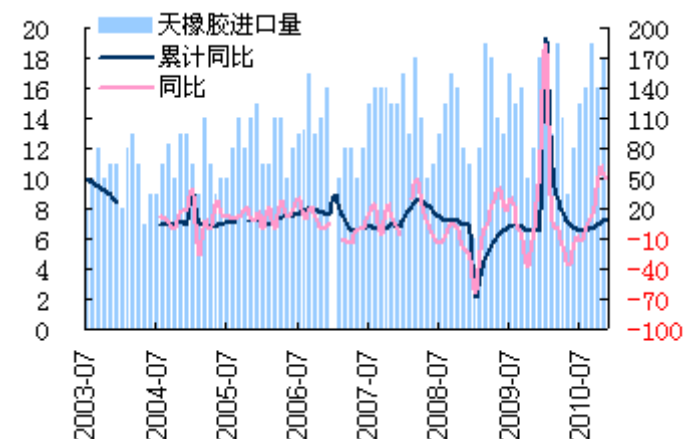
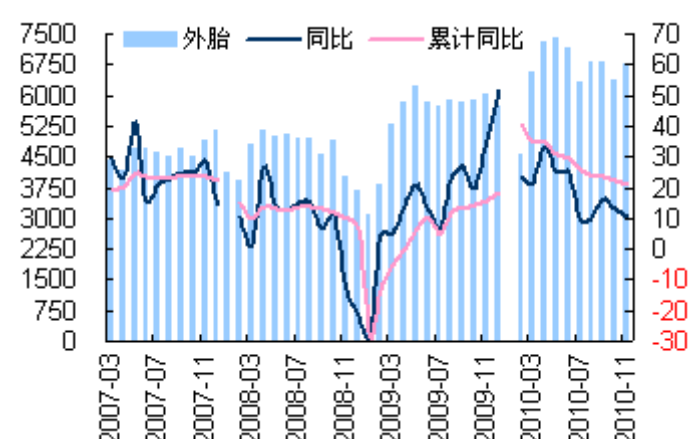


图2-5：轮胎外胎产量以及增速



资料来源:wind、中期研究

第三部分 市场格局可能在1季度形成全年高点

一、胶价月度运行规律显示1季度仍然偏强

通过上述分析，对于2011年供应可能呈现1季度紧张，后续三个季度缓解，而1季度又是季节性上涨的强势季度，尤其是1月和2月，3月和4月偏弱，5月对3月和

4月的下跌进行修正，随着供应旺季的到来，6月、7月、8月的走势多数不是很理想，而10月以后价格再次走强，总体呈现两边高，中间低的特征。

图3-1：沪胶指数月度上涨概率

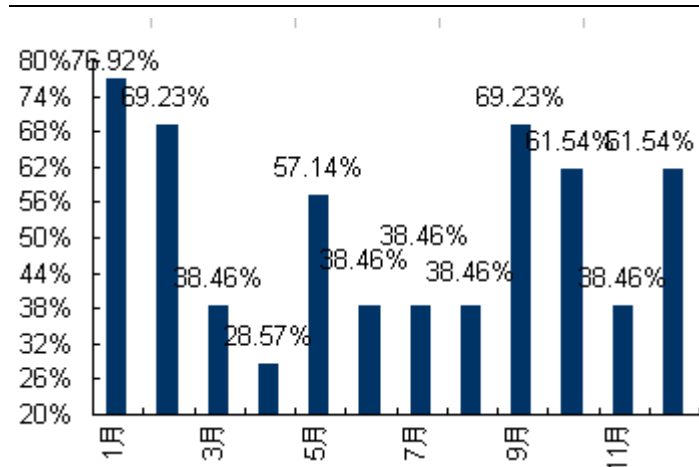
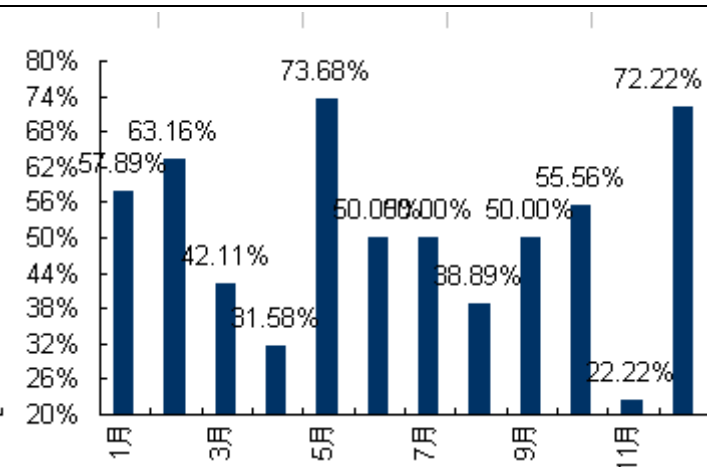


图3-2：日胶指数月度上涨概率



资料来源:wind、中期研究

二、 资金做多沪胶热情偏高，多头获利率面临历史高点

从资金运作方式来看，沪胶指数面临2000年以来，多头获利率的极限值，与此对应的价格是40389，1105面临2010年11月10日的高点，与此对应的价格是38875。

图3-3：沪胶指数资金运作图

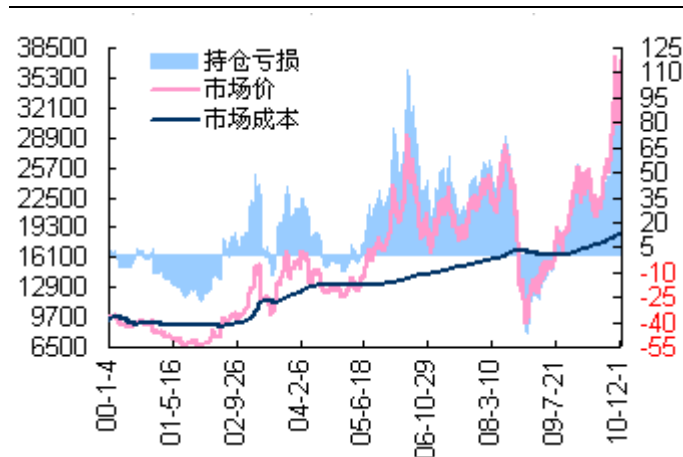
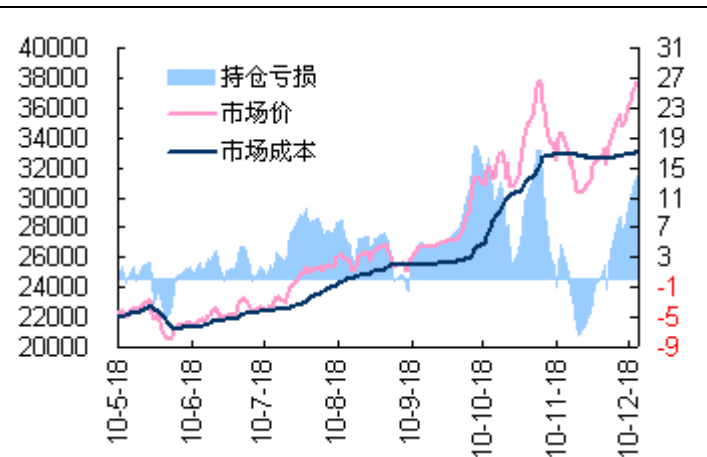


图3-4：1105资金运作图

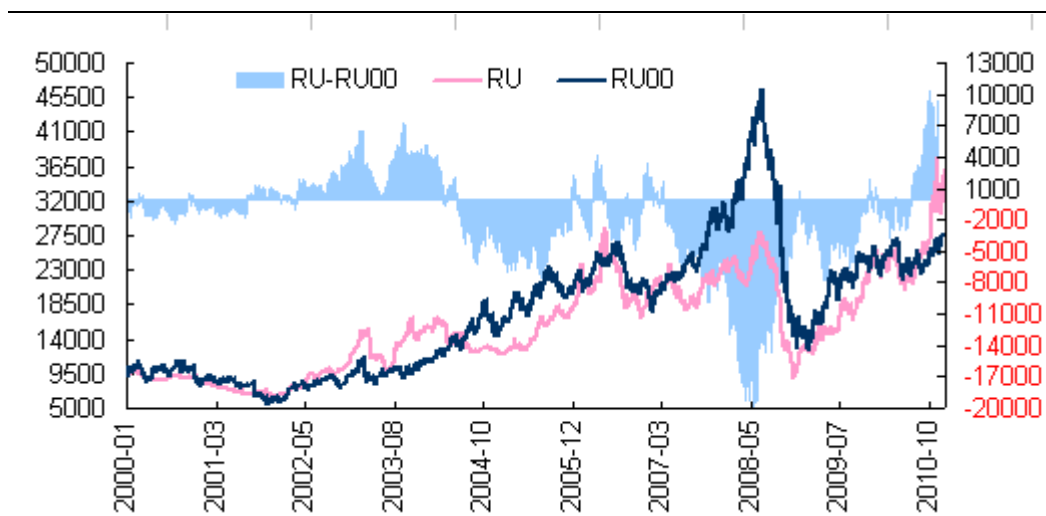


资料来源:wind、中期研究

三、 原油作为定价物下的胶价高点在44140

对于2011年，笔者认为原油的高点在105-125，通过比价关系测算，对应的胶价在44140附近，原油下的胶价定价图如下表

图3-5:原油定价物下的胶价



资料来源:wind、中期研究

第四部分 总结与操作

从政策面来看，2010年的以发展中国家面临物价压力与美欧日发达国家面临就业停滞与物价通缩的差异化矛盾会趋缓，美欧日的量化宽松政策会在就业改善的情况下有所收缩；中国面临的物价压力加大，央行在2010年6次上调存款准备金显示央行扭转负利率的决心，对于加息政策的实施笔者认为会在欧美经济，尤其是就业改善的背景下进行可能性更大，某种程度上讲，美国也需要处理负利率的问题，而负利率的转变伴随胶价强弱更替，以往负利率与胶价的关系显示胶价在3月和6月附近见顶的可能性偏大。

从橡胶供需来看，2010年全球消费增长的速度超过供给的速度会导致供应偏紧的格局在2011年一季度延续，而二、三季度供给旺季的到来，欧洲、日本车市新车产量和注册量的下滑可能会缓解1季度的紧张格局，由于1季度价格上的强势与全球扭转负利率政策的真空期增加一季形成年内高点的可能性。

结合政策面和橡胶行业面来看，胶市在2011年可能形成前高后低的格局，对于高点笔者倾向认为全乳胶的高点在44140，低点在26480，进口烟片胶高点在5500美金/吨，低点在3000美金/吨；对于2011年涉胶企业主要是防范价格高位回落的风险。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。



	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 9 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65081080	0755-23818333	00852-25739399
传真:	010-65081080	0755-23818318	00852-25739123
客服:		400-8888-160	
网址:		http://www.cifco.net	



	北京
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 10 层
电话:	010-65927113
传真:	010-65927113
网址:	www.cifco.com.cn