

## 海通期货天然橡胶第四季度展望

### 左灯右行

当全世界人民眼球都在注视经济复苏,都在向左转的时候;当沪胶胶价已经翻番,通胀预期、流动性已经体现在沪胶胶价里的时候,在操作层面,您是否应该向右行;如果亮左灯已成为一种常态,在没有新利多出现的时候,那么沪胶胶价是否应该回落、调整。这是海通期货对第四季度展望天然橡胶的一个基本判断。调整就是机会。下面我们来看看未来影响胶价的主要因素

#### 一, 全球经济走势 U、V、W、L 型

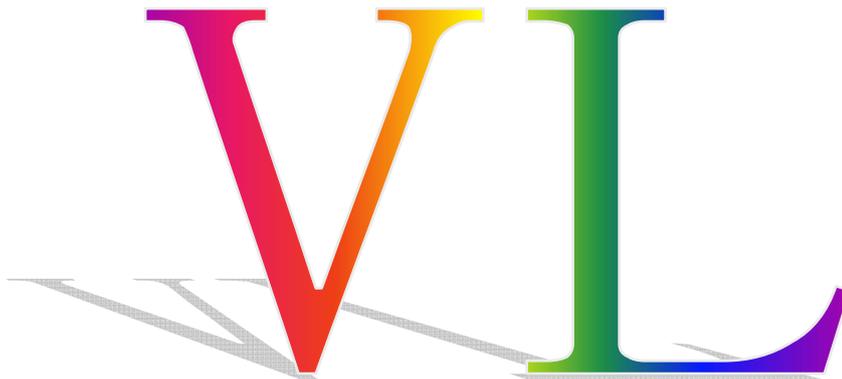
经济复苏会采取什么形状的路线,争论围绕四种情形展开:V型、L型、U型和W型。当压抑的需求被释放,V型复苏将会是强劲的。U型复苏则会比较微弱和无力。而在W型复苏中,增长会花上几个季度才能恢复,但最终又会消失。全球经济走势也可能只会呈L型,

我认为经济复苏是VL复合型,投资者要做足心理准备,适应资产价格波动。大家看图。

首先,沪胶胶价从8715元上升到19850元,V型右半部基本走完,接下来就是L型,特保案、关税等问题将形成L型的上半部,L型的下半部将是沪胶胶价重心下移的过程。

其次,经济要复苏反弹,需要一段比较长的时间,如果拿一个英文字来形容,可能会是一个“L”字。

很明显过去六个月金融市场有一个“V”形的反弹,所以经济复苏会是“VL”型。不过,大家不应太简化地去看待经济复苏这件事。



#### 二, 政府一直强调政策方向不能变

30年代全球经济之所以进入大萧条,就是在31年,31年曾经出现过一波经济政策刺激下,出现企稳。美国政府、全球主要政府又赶紧转变政策,结果经济出现二次探底,而且二次的底比第一次的底低很多。伯南克就是研究30年代大萧条出身的,他对这个非常熟悉,他绝对不想重复过去人犯的历史性错误。

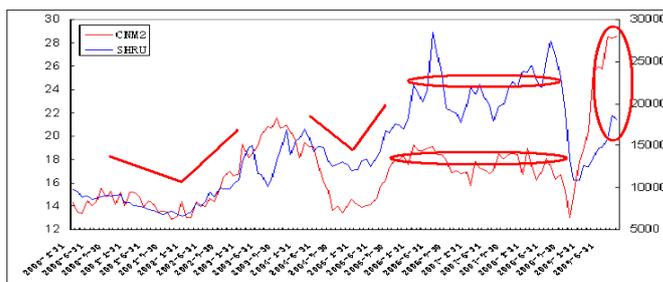
政府为什么老强调政策方向不能变? 政策转变直接影响资本市场乃至沪胶的价格, 我们再来看一下影响着政府政策的因素有哪些?

首先是继续通缩的存在。第二, 出口成为双位数下降。第三, 高端就业仍然非常非常难解决。第四, 严重的产能过剩。

这四, 大家主要看两点, 一个是通缩何时变通胀。从负转正后, 政策就要开始准备, 方向性的改变。这一点还不够, 最重要的是后面的三点, 后面三点跟什么有关? 出口有关。出口, 我们国家仍然是 20% 以上的速度下跌。到明年即使恢复 10% 的出口上涨。产能过剩问题仍然解决不了。因为现在 20% 下降, 指数从 100% 下降到 70% 多, 明年即使上涨 10%, 仍然是 80% 左右, 仍然有 15% 产能过剩。

还有几点会影响政策方向。1, 2011、2012 年全球经济的不稳定; 2, 很多人关注 60 周年大庆, 要稳定市场、稳定信心。3, 我们国家在 2012 年政权要出现交替, 我们新一代领导人上位。

### 三, M2 增速



如图所示: 前两波走势两者雷同, 上下两个圈表示调整时间雷同, 最后一个圈表示 M2 几乎不可能再往上增了, 对应沪胶回调就显得很正常了。

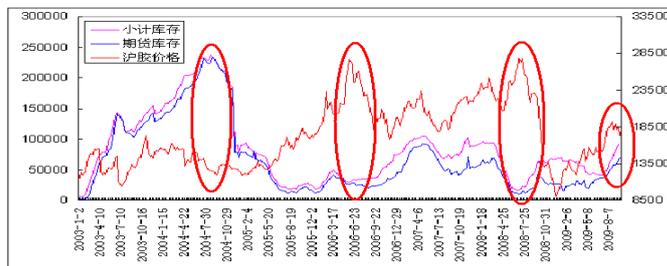
中国经济 17% 的货币增速目标无法实现, 8 月 25 日人民银行提出“促进货币信贷总量适度增长, 以 17% 左右作为今年全年 M2 增长目标”。央行对于 M2 的目标设定, 98 年以来基本都定在 14~17% 之间。这个 17% 的目标是去年底和今年初国家就定下的基调。

历史上来看, 我国货币政策中介变量的目标值和实际值之间在有些年份存在着较大的差距。比如在 94 年对应 24% 的目标, M2 实际增长 34.5%; 在 03 年对应 16% 的目标, M2 实际增长 19.6%。今年前 7 个月 M2 增长 28%, 想要年底达到 17% 的目标显然不可能实现。如果非要将 M2 增速从目前的 28-29% 降到年底 17%, 则意味着接下来货币供给量将减少 1.7 万亿元, 贷款需要大幅紧缩甚至负增长 2 万亿元以上, 银行坏账不可避免大幅上扬, 这是政府不愿意见到的。

我们预计 M2 今年增长 25%, 明年增长 20-22%。今年新增贷款将达到 10 万亿元, 即余下平均每月 4000-5000 亿元左右。由于下半年大量票据贴现到期可置换为中长期贷款, 实际支持经济的新增贷款情况好于预期; 且贷款的惯性较强, 流动性将依然保持宽松。

国家领导人在多个场合的表态再次显示近期政策层面的稳定性, 符合我们的一贯观点: 3 季度宽松政策不变, 实质性的调整可能要到 4 季度。那么沪胶的 L 型也再所难免。

## 四，库存



如图所示：第一个圈和第二、三个圈说明胶价和库存呈负相关性，第四个圈反映库存还在继续上扬，而胶价出现了回调。

### 沪胶库存增长将直接导致胶价第四季度走 L 型？

1，国内外天胶库存走势出现分化是导致外强内弱。根据日本公布的统计数据显示，日本天胶库存年内降幅 35% 左右；同期，上期所的天胶库存却扶摇直上，从年内最低点 41393 吨上涨到上周的 85796 吨，已经接近去年 4 月中旬的水平。此外，特保案也会造成外强内弱。

2，库存是反映市场供需状况最直接的指标，国产胶和进口胶价格严重倒挂。由于国际市场供应偏紧，东南亚天然橡胶现货价格一直保持坚挺，供需关系决定商品的最终价值，而价格总是围绕价值波动，背离只能是暂时的，从现阶段国内胶市基本面看，短期内并不支持胶价上涨，也是我们判断胶价第四季度走 L 型的原因之一。

3，天胶供应相对充裕，需求则进入年内相对较弱季节，这样的状况一般要持续到国内天然橡胶产区停割，即 11 月份左右。天胶库存继续增加的可能性很大，10 万吨左右的高库存状态或将重现。也就是说，国内胶价随后将面临高库存的巨大压力，季节性回调走势有望来临。

## 五，特保案

媒体上已经说了很多，大家来就是想听听媒体上没有的东西。特保案发生的根源是改革开放 30 年国力强了，但工资并没有同比例上升，工厂利用低价原料、低廉的工资，从而生产出低价的轮胎。而美国没有低廉工资，所以只能用特保案来回应中国轮胎。我想分四个部分来解读。

### （一）奥巴马先出牌

中国轮胎特保案是美国奥巴马政府对中国发起的首例特保调查。根据中方统计，2008 年中国轮胎出口金额约 22 亿美元。我国轮胎年出口量占总产量的 40% 以上，如果削减输美轮胎半数产量，就意味我国会出现 12% 的剩余轮胎产能。根据 WTO 规则，如果奥巴马批准了对中国的特保制裁，相关国家可以直接援引美国的制裁方案。

奥巴马先出牌从二个方面来解读？

1，对沪胶胶价利空，但利多于日本等其他国家胶价，中国的市场份额将被国外占据。随着特保商品的扩大，其他期货品种价格将备受考验，期货价格中心将下移。直接导致 L 型走势的形成。

2，技术上，沪胶近期在 17000-19000 元盘整，将考验 17000 元区间震荡的下沿。

## （二）中国对策

商务部依照我国法律和世贸组织规则，对原产于美国的部分进口汽车产品和肉鸡产品启动反倾销和反补贴立案审查程序。

中国对策可以从四个方面来解读？

1，奥巴马通过的特保案惩罚性关税税率比原先的下降，说明已经是一个折衷方案。中国在极短时间内对美国轮胎特保案作出回应，只是常规的运用反倾销和反补贴政策。轮胎特保案比汽车和肉鸡产品影响力大的多，因为中国汽车大多在国产化，进口比重在变小；肉鸡对现在中国来说，可吃可不吃；而轮胎是每天都在消耗的产品。

2，各国国际贸易制裁将成为常态，投资者必须适应且防范可能的风险，中国对美汽车、肉鸡产品立案审查，对沪胶价格而言，远水解不了近渴。

3，对中国轮胎企业来说，产能逐步恢复到开足马力生产，轮胎股价已反映，但到年底前如何去库存会影响产能，从而间接影响天胶需求。黔轮胎A半年报可以看出，中国的轮胎市场规模约为80亿美元，占世界轮胎市场份额的9%。出口约22亿美元，占中国轮胎市场的27.5%，说明事态是很严重的；轮胎原材料包括天胶、合成橡胶、钢丝、炭黑和帘子布等原材料，其中，天胶和合成橡胶占总生产成本约达到50%左右。一个轮胎天胶大概占总生产成本的25%左右，也就是说，特保案受影响的22亿美元轮胎中，天胶的比例在5.5亿美元，按进口胶计算，中国需求将减少25万吨，占世界总产量的3%左右，问题在于那一个国家有能力来消化这3%？如果暂时没有，那么暂时供过于求25万吨，胶价后市又将以什么方式来演绎呢？L型走势是最理想方案。

4，对贸易商来说：近二个月价格几乎每天都在涨，意味着天天都在“过年”，都是获利盘在供求失衡的现在就是风险的代名词。

## （三）商务部三点建议

商务部可能会出台一些政策对轮胎企业进行扶持。第一，继续坚决交涉；第二，会同工业和信息化部、行业协会在内的有关部门，研究出台制订包括轮胎上下游产业支持的措施；第三，支持轮胎行业进一步完善产业结构，促进技术水平的提高，使我们的产品更有竞争力。

对商务部三条建议可以从四个方面来解读？

1，第一条，继续坚决交涉的做法没有错，交涉时间为二个月，但最终评判组专家都是美国人，中国靠交涉成功的概率极低；二个月后的时间是11月12日，那是沪胶关键时间节点。第二、三条，支持上下游、完善产业结构是我们一直说的，是远水不解近渴。

2，这三条利好被期货投资者利用，沪胶从16850反弹到17945的理由仅此；但这三条利好缺点在于太朦胧，关键看未来有无具体措施。

3，反映在沪胶胶价上，需求、库存的根本问题没有解决，A股也存在变数，仅靠这三点沪胶后市反弹缺乏后劲。

## （四）中橡协三点态度

中橡协在公开建议中指出，若美国将关税加征至35%，必然造成中国出口轮胎严重受阻，预计国内将有30家左右的轮胎企业减产或停产，近10万工人就业受到影响。中橡协提出了一系列建议和要求。

1，呼吁中国政府提高轮胎出口退税率，建议将退税率从现行的9%提高到15%。

2，呼吁切实提高国产轮胎对汽车整车的配套比例。

3, 呼吁政府将天然胶进口关税从 20%降低到 7%, 以改变目前轮胎企业大都是来料加工的出口模式。

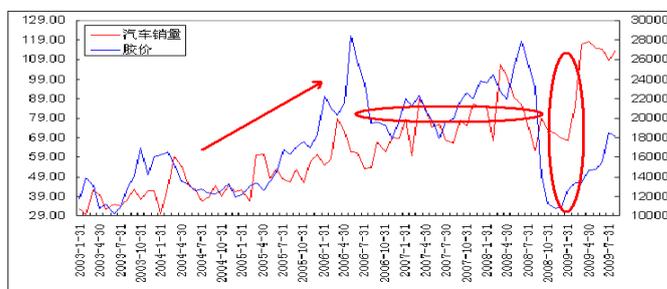
对中橡协三点态度可以从三个方面来解读?

1, 中橡协提出了 3 点要求, 前面都加了“呼吁”、“建议”等字样, 具体落实没有时间表。

2, 如果中国将退税率从现行的 9%提高到 15%, 就再次反过来证明美国轮胎特保案是正确的。

3, 将天然胶进口关税从 20%降低到 7%, 是病急乱投医, 本来中国轮胎产量就过剩, 关税下降导致进口猛增库存积压, 反而对国产胶进行了毁灭性打击, 对沪胶胶价直接重大、利空, 胶价重心将下移二千元左右。

## 六, 汽车



如图所示: 汽车销量和胶价走势趋同, 明年汽车供过于求将导致胶价调整。

正当各大车企在年中大规模提高产销目标、上马新项目以缓解车源紧张之时, 国家发展和改革委员会行业协调司指出, 今后几年我国汽车市场可能面临增长趋缓, 新增产能或将放空, 如不及时调控将出现产能过剩局面。

2009 年中国车市连续 7 个月超越美国, 成为全球第一大汽车市场, 中汽协将年初产销目标调至了 1100 万辆。2010 年, 14 家主流车企整体产能接近 1800 万辆, 按照 10%的增长率计算, 2010 年将出现 600 万辆左右的巨大产能闲置, 闲置率超过 30%。

反对声音认为: 以汽车保有量为例, 世界平均千人保有量是 120 辆, 欧美等发达国家是千人 500 辆, 中国每千人只有 38 辆汽车。

产能过剩更多是从宏观角度看, 2010 年整体产能接近 1800 万辆, 与预期产销比将有 600 万辆的产能闲置, 政府肯定要从准入上有所限制。从市场经济的角度看, 产能过剩才能形成充分竞争。车企“产能过剩论”老调重弹, 对车企并不是个好信号。所以, 中国汽车产能过剩、欧美恢复相对较慢等对明年轮胎需要考验才刚刚开始。

长期来看, 中国汽车市场是一个不断扩大、高速增长的市场, 一时间过剩的产能, 总能为后来的发展所消化。

## 七, 其他因素

泰南的暴力事件、缅甸局势、印尼的天气、中印关系紧张局势、朝鲜第 3 次核爆、甲型 H1N1 流感病毒传播速度、A 股等都回给沪胶胶价带来直接、间接的变化。

## 结论

经过以上分析,大宗商品价格走势走过“货币推动”V型的右半段,短期内这样的好日子也许一去不复返了,经过L型的调整以后,**调整就是机会,有三点理由?**

1,商人们拿着新得政府信贷的资金,促使投资由低级(消费品)的生产领域向“高级”(离消费者最远)的生产领域转移——从消费品行业向资本商品行业转移。而在中国,发生的事实则是,政府投资直接进入铁、公和基等领域,导致与这些领域相关的工业生产资料价格上涨。此外,国内真实橡胶需求量实际上没有那么大,背后的原因是贸易商对橡胶大量囤货所致。无论是印度、巴西还是美国,这种事实造成的后果,导致大宗商品价格的进一步上涨。

2,美国与新兴经济体货币政策调整的时间差,会导致新兴市场的资产价格泡沫被吹得更大,从长远看,中国资产价格的上涨远未到终点。新兴市场资产价格的上涨现在才刚刚开始,何时见顶最终还是要看美国何时调整货币政策,美国是个大水龙头,那边不拧上,新兴市场自己小水龙头调整的作用不大。

3,预计明年中国经济将实现9.8%的增长。随着政府消费的增加,总体消费也将增长13%左右。但从明年下半年起,政府的各项经济刺激项目将陆续结束,增长趋势将略有放缓,并且担心通货膨胀,货币政策也将逐步转向紧缩。

作者:毛建平

海通期货研究所能源化工期货高级分析师,证券时报全国天然橡胶分析师评选第一名,主要负责天然橡胶研究,创建“阿毛评胶”品牌,在各类媒体发表多篇评论文章,出版专著《期货之路》。

电话: 021-61649667

阿毛评胶博客: <http://ampj888.blog.sohu.com/>