

# 目 录

天然橡胶：多空因素交织，灵活操作等待趋势 .....	2
1.2011 年二季度沪胶走势回顾.....	3
2.2011 年三季度沪胶走势潜在多空因素分析.....	4
3.2011 年沪胶三季度走势研判.....	5

# 多空因素交织，灵活操作等待趋势

## --2011 年三季度天然橡胶投资策略

一德研究院 郭铁铮

✉ : guotz@ydqh.com.cn

☎ : (8622) 58298788

### 文章摘要：

- 2011 年二季度沪胶走势回顾。
- 2011 年三季度沪胶多空因素交织，季节性、宏观政策、产业政策成为关键因素。
- 2011 年三季度沪胶走势研判。

### 核心观点：

出于季节性、宏观政策等方面的不确定性，我们认为三季度的前半段市场都将处于一个等待基本面明朗的过程中，真正的趋势行情可能出现在三季度后半段。预计价格整体呈现宽幅震荡走势，运行区间 28500-37000 点。目前价格位于区间中轨，套保企业可根据实际需求确定保值价位的同时，适当等待买入、卖出时间。

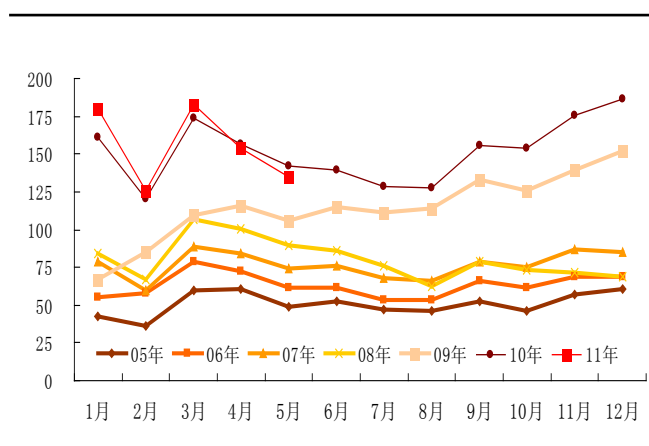
## 1.2011 年二季度沪胶走势回顾

沪胶 2011 年二季度整体表现为 29400-38000 点区间震荡行情，与我们在二季报中的判断基本一致。沪胶作为一季国内最先启动回落调整的品种之一，在二季度前半段延续前期探底过程，一举击穿 30000 点整数关口，技术上呈现了相对完整的五浪调整结构。随后，受天气异常影响，国内商品自五月下旬整体出现反弹，沪胶亦跟随市场节奏同步上扬，但受制于割胶期的供给压力，期价止步于 33500 点附近，多空陷入长达一个月的僵持态势。我们认为，二季度影响沪胶走势的决定性因素主要包括以下三个方面：

一、CPI 持续高企，政府严控通胀的政策基调延续，导致国内资金持续紧张。虽然统计局数据显示，四月份国内 CPI 同比上涨 5.3%，略低于 3 月份 5.4%，但突如其来的异常天气导致五月份国内 CPI 同比上涨 5.5%，创下自 2008 年 7 月以来的新高，令本已十分严峻的宏观调控形势变得更加雪上加霜。因此，央行在 5 月份宏观数据发布当天即宣布年内第六次上调存款准备金率 0.5%。央行调控的节奏是相对固定的，在频率上依然保持每月一次的周期，使市场能够对政策产生充分的预期，有利于在紧缩货币供给的同时有效杜绝“政策意外”对相关市场造成的非理性冲击。应当说这是一种有前瞻性的操作方式，但根据测算每上调存款准备金率 0.5%即意味着冻结资金 3700 亿元，政策对商品市场的整体影响仍不可忽略。目前，信贷紧张已经导致银行疯狂揽存，部分银行甚至给出了三个月期高于半年期利率的水平，在此背景下，投机资金受到某种程度的抑制是必然的结果。

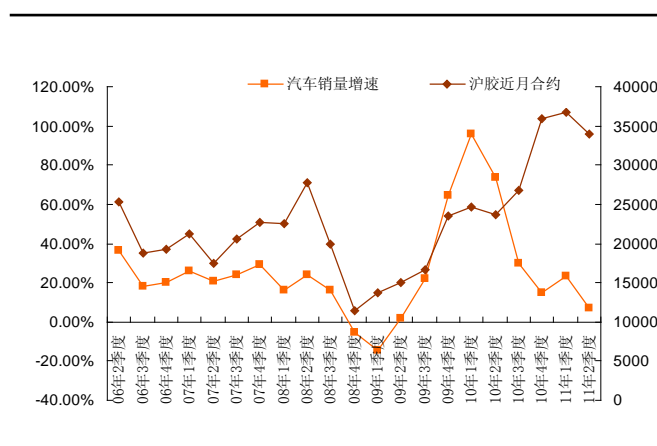
二、国内汽车产销脱离高速增长，行业进入平稳发展阶段。中国汽车工业协会数据显示，1-5 月我国汽车产销分别完成 777.97 万辆和 791.62 万辆，同比分别增长 3.19% 和 4.06%。但二季度的 4、5 两个月份，产销连续出现了同比下降，并且降幅有所扩大(分别为下降 1.85% 和 0.25%，下降 4.89% 和 3.98%)。在前两期季报中，笔者已经论证过汽车产销季度同比增速与沪胶价格在大周期走势上的正相关关系，并指出了去年下半年二者的背离现象。国内汽车行业经历了 09 年和 10 年的高速增长之后，回归平稳将成为一种必然选择。我们看到，伴随着该增速的持续下滑，二季度沪胶期价回落调整，过高的定价正在修正之中。

图表 1：05-11 年国内汽车月度产量



资料来源：一德研究院数据中心

图表 2：汽车产量季度增速与沪胶现货月价格对比



资料来源：一德研究院数据中心

三、“3-11 日本地震”对需求的冲击逐步显现。本田、丰田、日产、马自达、雷克萨斯、三菱这些为大众所熟知的品牌，无疑代表着全球汽车行业的领先水平，而日本的东北部正是这些企业在国内本土的生产核心区。自 3-11 地震发生以来，市场已经预见到日本汽车工业将遭受重创。日本汽车工业协会 5 月 31 日发表的统计数据表明，由于东日本大地震导致零件供应链中断，严重制约成品车生产，今年 4 月日本国内汽车产量同比下降 60.1% 至 29.2 万辆，自 1968 年 1 月(27.5141 万辆)以来，月产量首次跌破 30 万辆，并且已经连续 7 个月同比下降；5 月份日本汽车出口

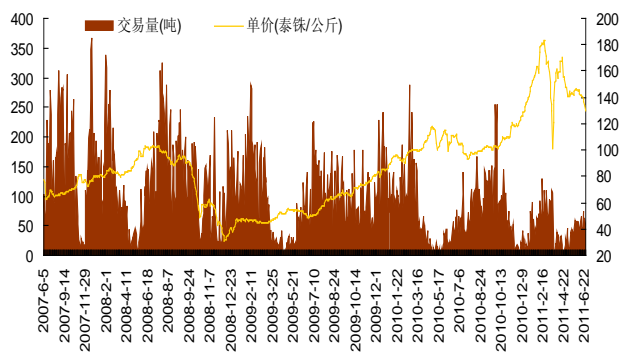
额同比下跌 38.9%，汽车配件出口额同比出现下跌了 18.5%，其中日本汽车在中国和美国市场的出口额分别下滑了 43.5%和 40.1%。日本财务省数据显示，截止 5 月份，丰田和本田在日本的汽车产能仅维持了 50%的水平，产能恢复仍需时间。预计在三季度，该因素仍将对需求层面产生持续影响。

## 2.2011 年三季度沪胶走势潜在多空因素分析

按照交易所的划分方式，天然橡胶被列入能源化工品的范畴，主要是源于其工业用途以及与合成胶的部分替代关系。但我们认为，从品种特性角度分析，天然橡胶具有季节性供给、供给增长有限需求增长无限等特点，更偏向于农产品的属性。同时，由于天然橡胶产业链较长，价格波动剧烈，又是投机资金偏好的品种，使其具有较强的金融属性。因此，沪胶期货可以被界定为“农产品+金融”的双重属性，对于三季度行情的分析，我们主要从上述两个属性所引申出的季节性和宏观政策潜在变化作为分析的切入点。

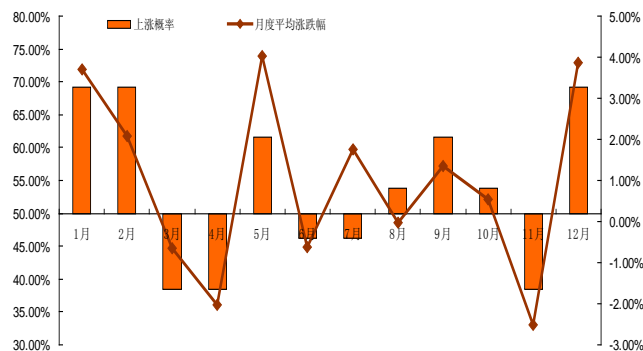
从季节性角度分析，三季度是一年中天然橡胶产量最大的阶段，但同时也是下游需求波动最剧烈、产区天气最为异常的时间点。自 1997 年天然橡胶合约上市以来，已经经历了 13 年的运行，我们对每个月的涨跌情况进行了统计汇总，如图 4 所示。图中柱状表示月度涨跌百分比，以 50%作为 0 轴，即 0 轴以上表示上涨概率大于下跌概率，0 轴以下表示下跌概率大于上涨概率，越接近 0 轴表示涨跌概率越相近。图中折线表示月度期价平均(主力合约)涨跌幅，0 轴以上表示当月期价上涨，0 轴以下表示当月期价下跌。从图中可以清晰的看出，每年的 12 月至次年 2 月期价最容易出现上涨，历史平均涨跌幅为正值，做多获利较易，这符合停割期现货供给紧张支撑价格的基本面特征；每年 3 月、4 月和 11 月期价最容易出现下跌，历史平均涨跌幅为负值，做空获利较易，这符合国内外产区开割供给逐步释放以及 11 月交易所仓单转换的基本面特征。而三季度的行情，特别是 7 月和 8 月两个月份，不但涨跌概率接近 50%的中枢，而且历史平均涨跌幅也与涨跌概率出现背离，显示出价格波动趋势性相对较差，操作难度较大。

图表 3：泰国原料产区成交量价对比



资料来源：一德研究院数据中心

图表 4：沪胶历史月度涨跌分析



资料来源：一德研究院数据中心

从宏观政策的角度分析，三季度有一个潜在的利空因素和一个潜在的利多因素。我们首先来分析利空因素，那就是美国货币政策的转变以及其对美元的影响。随着金融危机的淡去，“维稳后遗症”正在困扰各国政府，迫于通货膨胀的压力，各国央行纷纷出手，印度等国成为加息的“先行者”，国内货币政策转向可以追溯到去年 11 月份，欧盟虽然迫于债务危机的压力动手较晚，但已于今年 4 月份提高利率至 1.25%的水平。作为全球金融霸主的美国，出于自身经济复苏的需要，并未急于改变自身货币政策选择，随着近期公布的宏观经济指标延续疲弱，市场甚至预期美联储将推出进一步的宽松措施 QE3。然而就在此时，美联储却宣布维持基准利率在 0-0.25%不变，并维持贴现率在 0.75%不变，表示第二轮量化宽松政策的 6000 亿债券购买计划将在 6 月完成，对于 QE3 更是只字未提。我们认为，

这是由于美国所面临的经济复苏的不同阶段所决定的。众所周知，美国是一个高负债的国家，主流观点认为美国人靠借债消费，所借的债务甚至超出收入水平，所以随着金融危机到来，无法再支撑这种模式继续运行，美国经济因此一蹶不振。但这种观点有一定的片面性，试想当我们借一笔钱给债务人的时候，考量的是什么呢？通常，我们是按照债务人的资产水平来评估其还贷能力。因此，美国人借债并非过着“入不敷出”的生活，而是由他们个人或者家庭所掌握的资产作为支撑的。这些资产包括房产、基金、股票、债券等，突如其来的金融危机，使美国个人和家庭的资产大幅贬值，进而导致债务无以为继，消费大幅萎缩。所以，美联储应对危机大幅缩减利率、采取 QE1、QE2，目的在于推升资产价格，直接的影响是美元贬值、大宗商品价格上涨和美股上涨。但随着经济指标的好转以及通缩风险的解除（事实上直到一季度美联储仍在讨论通缩风险），如同其他国家一样，美国也同样需要解决通胀对经济复苏的负面影响。数据显示，5 月份美国 CPI 同比已高达 3.6%，核心 CPI 继续走高至 1.5%，因此美联储的货币政策由继续释放宽松到保持平稳不失为一种明智的选择，这将在一定程度上推进美元指数的反弹，进而利空商品价格。三季度关注的重点是美联储货币政策是否会出现由平稳向偏紧的转变，欧盟有望 7 月加息，理论上利多欧元利空美元，但如果考虑到加息必将提升解决欧债危机的成本，使问题进一步复杂化，反过来刺激美元走强也同样存在可能。

宏观层面的利多因素，在于汽车产业政策调整的可能性。09 年、10 年国内汽车产业的高速发展，一方面源于 08 年金融危机需求过度扭曲之后的集中爆发，另一方面则与小排量汽车购置税减免等一系列政策优惠是分不开的。但随着经济整体的好转，以及城市化进程中拥堵等负面效应逐渐显现，10 年末期国家对于汽车行业的政策导向出现了调整，除取消购置税减免外，北京政府更是颁布了有史以来最严厉的汽车限购令。北京北辰亚运村汽车交易市场统计数据显示，今年前 5 月北京新车累计交易 12.28 万辆，同比减少近 20 万辆，同比销量累计下滑 61%。在 2010 年橡胶年报中，我们曾经指出，北京作为首都颁布政策的示范效应不容小视。半年过去首都“首堵”的状况已经有所好转，果真在深圳、广州等地相继出现限购传闻。如前文所述，国内汽车产销在经历了高速增长之后，从行业自身发展角度，已经表现出回归平稳增长的特征，如果限购政策继续出台，必将导致消费的进一步下滑。宏观数据统计显示，我国汽车及相关行业提供了 12% 的就业机会，贡献了 13% 的财政税收，在 GDP 中占比也超过了 10%，其重要性不言而喻。有消息称，发改委等部门近期已将目前汽车消费市场的低迷状况上报给国务院，申请调整或取消各地限制汽车消费的政策，国务院对此报告的批复正在进行中。三季度如果有相关利好政策出台，将对沪胶期价形成潜在支撑。

### 3.2011 年沪胶三季度走势研判

二季度末，沪胶出现了为期一个月的横盘整理，使得三季度行情变得扑朔迷离。综上所述，出于季节性、宏观政策等方面的不确定性，我们认为三季度的前半段市场都将处于一个等待基本面明朗的过程之中，真正的趋势行情可能出现在三季度后半段。预计价格整体呈现宽幅震荡走势，运行区间 28500-37000 点。目前价格位于区间中轨，套保企业可根据实际需求确定保值价位的同时，适当等待买入、卖出时间。