

目 录

天然橡胶：债务危机风险释放，沪胶面临重新定价	2
1. 2011 年三季度沪胶走势回顾	3
2. 2011 年四季度沪胶走势分析	4
3. 2011 年四季度沪胶走势研判	5

债务危机风险释放，沪胶面临重新定价

--2011 年四季度天然橡胶投资策略

一德研究院 郭铁铮

✉: guotz@ydqh.com.cn

☎: (8610) 88312828

文章摘要:

- 2011 年三季度沪胶走势回顾。
- 2011 年四季度沪胶走势分析--宏观经济层面及产业链解读。
- 2011 年四季度沪胶走势研判。

核心观点:

我们认为三季度末商品价格整体下跌已经证明了市场对于经济的恐慌情绪，单纯依靠市场自身力量恐难以平复这种忧虑，决定四季度沪胶价格走势的核心因素在宏观经济层面，特别是欧美债务危机的进展将左右价格整体的节奏变化，需密切关注是否有针对刺激经济的实质性政策出台。同时，基于对经济前景和货币政策取向的判断，我们预计四季度沪胶价格的运行区间是 22000-30000 点。特别提示贸易商利用期货套期保值功能做好库存/采购管理，规避市场的不确定性风险和系统性风险。

1. 2011 年三季度沪胶走势回顾

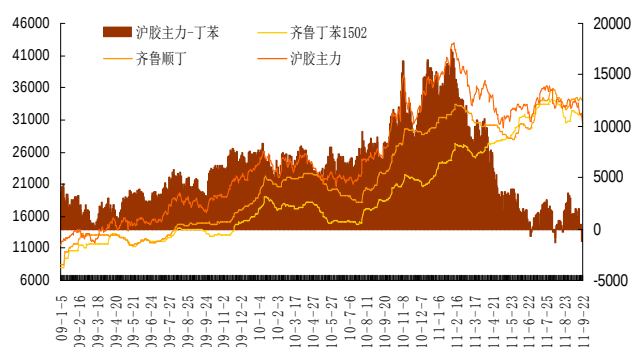
沪胶主力合约 2011 年三季度整体表现为 26740-36595 点区间宽幅震荡行情，与我们在半年报中“预计价格整体呈现宽幅震荡走势，运行区间 28500-37000 点”的区间较为接近，同时市场节奏也与我们强调的“三季度的前半段市场都将处于一个等待基本面明朗的过程之中，真正的趋势行情可能出现在三季度后半段”基本同步。

沪胶作为今年国内率先启动回落调整的商品之一，在二季度一举击穿 30000 点整数关口，完成阶段性探底过程。随后受天气异常现货阶段供给受限以及合成胶价格坚挺等因素提振，在三季度初期价格出现短暂的单边上涨行情，但受制于割胶期现货供给的整体压力以及宏观调控政策的持续趋紧，期价最终未能突破 37000 点关键技术压力，并退守 34000 点一线，出现了长达一个半月的窄幅横盘整理走势。三季度末期，宏观经济层面欧债危机似有加剧迹象，市场恐慌性蔓延，期价失手 30000 点关口，展开寻底之路。我们认为，三季度影响沪胶走势的决定性因素主要包括以下两个方面：

一、通胀压力“高烧不退”，拐点迟迟未到，政策紧缩延续。统计局数据显示，自 4 月份以来，CPI 一直呈上涨态势，7 月更是飙升到 6.5%，创 37 个月以来的新高，8 月 CPI 虽然小幅回落至上涨 6.2%，但粮食、肉禽、蛋、水产品、油脂的价格同比上涨幅度均超过 10%，市场依然无法确认通胀拐点已经到来。央行公布的 8 月份金融数据显示，8 月份新增贷款 5485 亿元，环比 7 月增加 11.3%。市场传言，央行对高通胀下信贷环比增长表示不满，已向工商银行、建设银行、农业银行等几家国有银行发行了超过 200 亿元的“超低利率”定向央票，具有一定的“惩罚”性质，持续向市场传递着紧缩信号。自二季度开始，投机资金即已经在某种程度上受到了政策抑制，在基本面并无实质性利好的背景下，期价自然难以有所突破。同时，关于欧债危机的消息可谓“阴晴不定”，无时无刻不在刺激着市场本已紧绷的神经，随着美国经济陷入泥潭无法自拔，美联储政策回旋余地逐渐丧失，恐慌情绪导致的系统性风险集中释放成为必然。

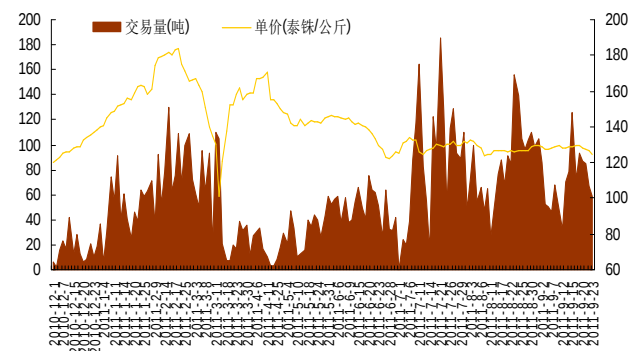
二、天然橡胶供给的“农产品”属性，难逃季节性压力。三季度是一年中天然橡胶产量最大的阶段，自 1997 年天然橡胶合约上市以来，以往的 13 个年份中，7 月和 8 月不但涨跌概率接近 50%的中枢，而且历史平均涨跌幅也与涨跌概率出现背离，行情往往处于震荡走势，今年的走势也没有例外。值得一提的是合成橡胶的表现，因原料价格持续走高，丁苯胶、顺丁胶等天然橡胶的替代品在二季度出现补涨行情，二者与沪胶价差出现罕见的收敛，严重脱离历史波动区间，进而推动三季度初期沪胶期价短暂攀升。但随着 8 月初美盘原油价格跌破 90 美元关口，失去成本支撑的合成胶价格由升转跌，其对沪胶的提振作用也在不断减弱。加之三季度泰国原料除少数时间外整体保持供给充裕状态，价格始终维持在 120-130 泰铢/公斤水平，对期货价格产生了极强的牵制作用。

图表 1：丁苯、顺丁与沪胶价格对比



资料来源：一德研究院数据中心

图表 2：泰国三大批发市场原料价格



资料来源：一德研究院数据中心

2. 2011 年四季度沪胶走势分析

9 月 22 日凌晨，美联储发布议息会议决议，宣布维持利率不变并采取扭曲操作（计划到 2012 年 6 月，出售剩余期限为 3 年及以下的 4000 亿美元中短期国债，同时购买相同数量的剩余期限为 6 年至 30 年的中长期国债）以压低长期利率刺激经济，并未带来市场所期待的 QE3，政策取向延续二季度相对保守的姿态。随后国际信用评级机构连续下调美国银行业及希腊长期国债信用评级，全球股市、商品市场遭受重挫，08 年金融危机式的阴云再次笼罩市场，投资者陷入恐慌之中。到底应该如何看待和评价目前的危机，未来价格将如何变化，笔者在此通过 08 年次债危机与目前的债务危机对比谈谈自己的一些看法。

首先，债务危机在目前的时点爆发并非偶然，其本源在于经济增速放缓，与 08 年的危机成因截然不同。当我们借一笔钱给别人的时候，通常会考量什么？一般情况下，我们是按照债务人的资产水平和偿债能力来确定借款数量的。决定次债有无风险的是资产水平，决定政府债务有无风险的是偿债能力。08 年金融危机爆发，所有资产价格大幅回落，这时全球各国央行统一行动对金融市场注入流动性，表面上刺激提振股市、商品价格，实际上要达到的正是保存债务人资产水平的目的，这一过程通过宽松的货币政策得以完美实现，因此政策对于次贷危机的救助是有效的。然而，当金融危机向经济危机过度之后，资产价格攀升的副作用就慢慢体现出来——经济复苏的进程好比一个人背着沙袋从地上爬起来继续前进，缓慢而沉重。政府面临收入减少和开销增大的局面，手中能用于还债的“闲钱”越来越少，债权人自然会对其未来的偿债能力产生疑虑，于是债务危机就适时的出现了。试想，如果在 09 年、10 年宽松货币政策初始实施的阶段，以美国为首的经济体能够找到启动经济的增长点（类似网络革命）使得全球经济重归高速增长节奏，那么现在债务人的偿债能力就不会成为问题，债务危机也就无从谈起。遗憾的是，在过去的两年多时间里，各国政府始终没能抓住机会解决问题。长时间的宽松政策引发了包括通货膨胀等一系列的负面影响，美国 8 月末季调核心 CPI 年率上升 2.0%，创 33 个月（2008 年 11 月以来）的最大涨幅，继续扩张宽松政策已无回旋余地，美联储未能推出 QE3 计划也是一种无奈的选择。所以，笔者认为，债务危机的根本解决绝对不可能再依靠货币政策的简单重复，而是需要一些实实在在的政策或者行业或者产业利好出现，例如之前提到但始终没有定论的新能源行业发展问题。当然，这一过程会远比货币政策实施要来的漫长。

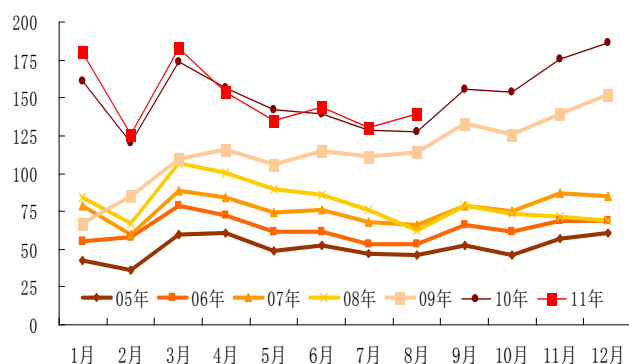
其次，历史总是通过“相似”不断进行复制。次债危机最早爆发于 2007 年 2 月 13 日，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司发出 2006 年第四季度盈利预警，面对来自华尔街 174 亿美元逼债，不得已在 2007 年 4 月 2 日宣布申请破产保护、裁减 54% 的员工。随后，美国第十大抵押贷款机构美国住房抵押贷款投资公司 2007 年 8 月 6 日正式向法院申请破产保护，两天之后的 8 月 8 日，美国第五大投行贝尔斯登宣布旗下两支基金倒闭，引发商品市场一轮下跌（回头看幅度并不大），次债危机才真正进入投资者的视线。之后的一年中，有关次债危机的消息“阴晴不定”，由于问题没有得到根本解决，最终导致了 08 年 10 月份全球金融系统的风暴！回顾整个欧债危机的历程，自 2009 年 12 月惠誉将希腊信贷评级由 A-下调至 BBB+，至今已有足足 10 个月的时间。在这漫长的 10 个月中，债务危机的阴影就如同悬在头顶的达摩克利斯之剑，挥之不去。期间虽然不时传来一些“振奋人心”的消息，但危机同样没有得到有效解决。时至今日，希腊依然没有兑现申请欧盟救助的承诺，笔者认为希腊政府并非不想兑现，而是实在没有能力。以史为镜，市场需要一次真正的宣泄来解决目前对债务危机的困惑。9 月末的下跌也许只是一个开始，何时结束取决于各国政府的政策选择，单纯依靠市场自身力量稳定价格难度极大。

第三，债务危机对金融市场的影响已经不可避免，需特别关注其向实体经济及产业链方面的传导。次债危机引发 08 年全球股票、商品价格在短时间内大幅回落，因恰逢国内十一长假，市场存在强烈的补跌需求，投资者止损交易以及交易所风控措施相叠加，导致连续跌停板的出现。同时，由于期货价格快速下挫，现货报价出现同比例跟跌，引发贸易层面违约的出现，现货滞销、抛售反过来加剧期货市场跌势，形成恶性循环。对比目前的市场环境，由于欧债问题已经充分暴露且未逢假期休市，虽然价格快速下挫，但并未导致“一”字跌停板的出现，市场风险尚属平稳释放阶段，恐慌程度较 08 年金融危机时低。不过，历年八、九月份都是国内天然橡胶现货采购的高峰期，数据显示，截至 9 月 2 日，青岛保税区天胶及复合胶库存共计 7.8117 万吨左右，较 8 月 8 日增加 1.1624 万吨左右。笔者实地考察发现，中秋假期前保税区橡胶到货量非常大，估算其进口成本应在 33000-34000 元/吨，无论是下游消费企业还是贸易商均已面临亏损，势必对后期的现货销售和定价产生不利影响。

最后，债务危机引发天然橡胶重新定价过程。10 年四季度初，沪胶突破 26800 元/吨年内关键技术压力位展开凌厉涨势，并创出历史新高。8 月份，美联储主席伯南克在杰克逊霍尔的联储官员聚会中打开了 QE2 的大门，美国联邦储备委员会公开市场委员会(FOMC)宣布，将再次实施 6000 亿美元的“量化宽松”计划，美联储发货币购买财政部发行的长期债券，每个月购买额为 750 亿，直到 2011 年第二季度。从时间点上分析，笔者认为，正是以 QE2 为代表的宽松货币政策推动沪胶刷新了历史高点（包括 2011 年第二季度的黄金价格）。但正如前文所述，2011 年三季度开始，全球货币政策取向正在趋于保守，这势必将会影响商品的整体定价；退一步讲，即使各国再次启动宽松政策，但目前全球的经济环境也足以对商品价格产生牵制。对于商品市场整体而言，都将面对价格重心下移的过程。

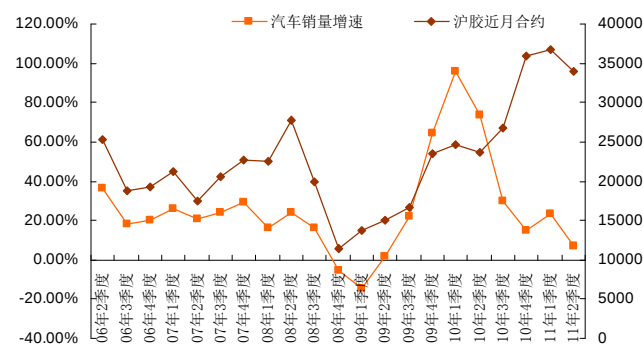
谈完宏观层面利空，笔者认为潜在的利多因素来源于需求层面。在三季度的报告中，我们曾经指出宏观层面的利多因素可能来源于汽车行业，目前这一因素正在不断发酵之中，有可能形成对沪胶期价的潜在利好。中汽协最新统计数据显示，8 月我国汽车产销量分别达到 139.3 万辆和 138.11 万辆，环比分别增长 6.66%和 8.29%，同比分别增长 8.72%和 4.15%，已经连续两个月同比正增长，一举扭转上半年增速回落的“颓势”。数据同时显示，今年 1-8 月国内汽车累计销量为 1198.36 万辆，同比增长 3.33%，虽然增速远不及去年的 30%，但综合考虑同比基数较大以及汽车保有量的绝对增长，这一数值依然是令人欣慰的。具体到轮胎市场，1-8 月轮胎产量为 5.325 亿条，同比增加 6.4%；1-7 月出口同比增加 5.7%至 2.24 亿条，特保案对轮胎企业的伤害尚处于可控范围内，出口前景趋好。我们在前期报告中已经数次提示过汽车销量增速与沪胶期价的正向联动关系，时间上前者往往领先后者一个季度周期。虽然 9 月份的汽车销售数据尚未公布，但从 7-8 月份的市场表现来看，三季度整体增速止跌回升将是大概率事件。同时，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。如前文所述，经济低迷引发的诸多问题已经成为全球共同面临的挑战，如何寻找新的经济增长点是各国政府的首要任务，作为与宏观经济紧密相连且贡献极大的行业，新一轮经济复苏从汽车行业启动也未尝不是可能。但特别强调，上述潜在利好发挥作用必然在宏观层面风险完全释放之后，切不可作为抄底做多的理由。

图表 3：国内汽车月度产量



资料来源：一德研究院数据中心

图表 4：国内汽车销量增速与沪胶近月合约价格对比（修正）



资料来源：一德研究院数据中心

3. 2011 年四季度沪胶走势研判

综上所述，我们认为三季度末商品价格整体下跌已经证明了市场对于经济的恐慌情绪，单纯依靠市场自身力量恐难以平复这种忧虑，决定四季度沪胶价格走势的核心因素在宏观经济层面，特别是欧美债务危机的进展将左右价格整体的节奏变化，需密切关注是否有针对刺激经济的实质性政策出台。同时，基于对经济前景和货币政策取向的判断，我们预计四季度沪胶价格的运行区间是 22000-30000 点。特别提示贸易商利用期货套期保值功能做好库存/采购管理，规避市场的不确定性风险和系统性风险。

附件：

2011 年 8 月西双版纳胶厂、胶林考察记录

一、西双版纳景洪第一制胶厂。

景洪第一制胶厂隶属于云南农垦，共有两组生产线，产能 3.5 万吨，往年实际产量约 2 万吨，规模位于国内三甲。工厂生产的云象牌全乳胶为交易所注册交割品牌，销售模式采取中橡网挂单及私下点胶结合的方式。

制胶厂在天然橡胶产业链中利润最低，全球范围内经营业绩最好的泰国诗董橡胶集团利润率仅为 6%（该企业为上游原料、中游加工、下游贸易的一体化集团）。制胶厂原料收购价格参考期货价格，每天挂牌变动。以 8 月 17 日为例，胶水收购价格 32000 元/吨，农垦胶厂加工成本为 1300 元/吨（民营胶厂环保处理不规范，成本约 600-700 元/吨），运输至青岛费用 600 元/吨，当日青岛地区现货销售价格 34200 元/吨，利润 300 元/吨，利润率约为 1%。

二、农垦改制对市场的潜在影响分析。

农垦，即开垦荒地，以便进行农业生产，是新中国成立初期的产物，在新中国的建设过程中有着不可磨灭的贡献。

新中国成立不久，朝鲜战争爆发，美国和西方国家切断了中国急需的橡胶等战略物资的运输，而当时全国橡胶种植面积不过 4.2 万亩，年产干胶仅 200 吨左右，远远不能满足需要。为了打破国际敌对势力的经济封锁，保证国防及工业建设的迫切需要，中央作出建立橡胶基地的战略决策，自力更生发展橡胶事业。转业官兵、科技人员、归侨侨眷、知识青年、支边农民，二十多个民族、数十万人参与了农垦的开创和建设。在海南建设我国第一个天然橡胶生产基地基础上，在云南边陲的苍莽荒原之地谱写了艰苦卓绝的屯垦戍边的创业史。云南垦区从无到有，从小到大，在滇南、滇西南边疆的 7 个地州，28 个县（市）内建立了 40 个国营农场，开垦面积 196 万亩，有 29 万人，经过几十年发展，形成了农林牧副渔全面发展，农工商运建综合经营，科研、生产、文教、卫生一体化，产供销一条龙的企业群体。

然而，随着市场经济的不断发展，依然保留着计划经济特色的农垦，在经营方面越来越不符合时代发展的节奏。有人评价农垦是一个“四不像”--是农民，要入工会；是企业，要办社会；是政府，要交税；是部队，没有军费。农垦企业承担了许多本应由政府承担的社会性、行政性职能，使企业形成了难以承受的“双重负担”，根据数据推算每年农垦全系统社会负担达 60 多亿元，严重影响了企业自我积累、自我发展的能力，造成垦区长期亏损。因此关于农垦如何改制的问题成为近年来的热点话题。

目前云南农垦改制选择的路径是“分散式”处理。云南农垦的人员结构为“职工+家属”，前者占比 10%，后者占比 90%，改制的核心是通过“无偿划拨”胶林作为补偿，剥离农垦对家属人员的责任（包括工资、医疗等），实现精简机构、优化企业盈利能力的目的。根据胶林树龄、地域等因素，划分不同区域，抓阄确定归属。如果分得树龄合理、地域便利的区域，补偿标准大约为 400-500 棵/人；条件相对不好的区域，补偿标准大约为 600-700 棵/人。分得胶林的个人，与农垦签订协议，约定该区域所产干胶原料必须直供农垦下属胶厂，胶厂按照正常收购价格的 40% 支付款项作为个人收益回报，类似于土地承包制。然而，这种看似完美的改制方式，却隐含着先天的弊端。由于没有约定个人必须向农垦提供干胶原料的数量，在实际运作过程中出现了个人将干胶原料偷卖给民营胶厂的情况。胶林全部划归个人管理，农垦根本无力监督每一寸土地的实际产胶数量；加之干胶原料的产出受天气影响极为显著，云南恰恰又是一个天气极其多变的地区，这无疑为个人“无原料可售”提供了天然合理的借口。改制后的一段时期，农垦胶厂饱受原料困扰，被迫修改协议，将报价提高至正常对外收购价格的 60%，但所得原料依然稀少。在卖给农垦获得 60% 收益和卖给民营获得 100% 收益之间，相信小学生也会选择后者。以景洪第一制胶厂为例，截止 8 月中旬，实际收到胶水量减少 50%，实际产量仅为 5 千吨左右，开工率维持在 20%-30% 水平。

从本次实地考察和与当地胶农了解到的情况分析，我们认为农垦改制将从以下更多的方面对未来天然橡胶定价产生影响：

1、为配合农垦改制，上海期货交易所将沪胶期货交割由产地制改为品牌制（2011年7月23日起施行），目前只有云南、海南农垦胶厂出品的全乳胶才符合仓单注册标准。同时，根据交易所交割品牌注册规则，受生产规模所限，目前掌握原料采集和生产优势的民营胶厂成品胶很难进入期货市场。换言之，如果上文以景洪第一制胶厂为例描述的状况不能得到有效改变的话，上海期货交易所沪胶交割库存必将长期维持在较低水平。

2、云南农垦胶林拥有目前世界最高的单产水平，这主要得益于严谨的种植管理和规范的割胶程序。但改制后的胶林划归个人所有，经过实地考察发现，受天然橡胶价格高企驱动，新种植的胶树行间距散乱、每亩密度明显增加、幼苗未到标准开割年限提前生产等现象普遍存在，部分胶林甚至出现“一天割两刀”的情况（标准为“三天割一刀”）。上述种种违规操作，无异于杀鸡取卵，如果不能得到有效控制，必将导致未来2-3年云南产区亩产水平的大幅下滑。

综上所述，我们认为云南农垦的改制虽然已经迈出了实践的步伐，但农垦与胶农如何实现双赢共存的协调发展仍需各方不断探索，可谓任重道远。然而，目前这种状况的存在，无疑已经为沪胶市场提供了新的定价因素，值得后期进一步持续的跟踪和关注。