



供应相对宽松 天胶难走出弱势格局

橡胶年报

——2012 年天胶市场展望

2011 年 12 月 28 日

华安期货
研发中心

能源化工研究小组

张 华 高级策略师

刘 飞 分析师

臧福江 分析师

刘子农 分析师

电话: 0551-2839085

Email: haqhyfzx@163.com

公司网址: www.haqh.com

要点提示:

1. “后危机时代”的国内外经济、金融都处在不稳定过程中，货币量化宽松政策、欧美的债务危机和贸易保护主义、通货膨胀和宏观调控、产量和需求等诸多矛盾相互纠结，使沪胶在创下 43293 元/吨的天价之后——市场从通胀预期转化为衰退预期。投机泡沫抹去后，过山车之旅终结，天胶硬着陆。
2. 全球央行采取的是折衷的“机会主义”政策，将利率保持在低位，同时根据市场的反映，市场衰退一步，就放松一次货币——没有明确的方针。欧债危机前景依旧堪忧，美国经济低速增长态势还将延续。国内“稳”字当头，刚性需求保证“软着陆”。
3. IRCO 的预测，2012 年天胶生产增加 7.8%，但是需求仅仅增加 5.51%，使得结转库存进一步加大；若政府有鼓励翻新的政策，产量增速将相应下降。整体看全球 2012 年供应趋势性增加，而同期需求量维持低迷，加之宏观面不确定性的不利因素叠加，2012 年或将出现供应阶段性相对过剩的局面。
4. 目前国内接近千人 100 辆车的水准，且随着扩大内需的开展，改善性刚性需求（尤其是农村）还是很大的。因此，低普及水平有助延缓增速回落。低速增长或成为未来中国汽车市场的一个基本状态，预计 2012 年整体增长率在 2—2.7% 附近（2010 年增长率为 32.4%，2011 年预期为 3% 左右）。
5. 后期随着新生代车主逐渐占主流，以及轮胎厂的推广，替换市场前景不可限量，2011 年上半年替换轮胎市场增速在 20—25%，且增速有进一步增大的趋势。在汽车消费增速放缓的背景下，后期或将成为天胶消费的中流砥柱。
6. 天胶社会库存高企，去库存难度较大，需要很长一段时间。从整个天胶产业链利益分配看，胶农的利润最高，中间贸易商时好时坏，最下游的轮胎生产商则是利润率很低，因此从产业链利润分配看要求天胶价值回归。

总结展望与投资策略:

展望 2012 年，外部环境的不确定性，为沪胶带来高度风险，商品价格难大幅反弹。从橡胶本身来看：供给略宽松平衡，沪胶上涨受到抑制；经过 2011 年的整理之后，行业投机泡沫受到大幅挤压，中间贸易商环节经历了一轮洗牌，未来可预见的下游轮胎厂洗牌也即将展开（中国轮胎过剩是不争事实）；同时胶农利润丰厚，产业链利益分配存在严重不均衡，客观上要求天胶价值回归。

大思路在 2 万附近可以逐步买入，32000 以上逐步沽空。震荡套利机会较多，跨月期现 800 点以上可以做回归套利。产胶企业在 32000 以上可以卖出套保，如此时基差 800 点以上更佳；用胶企业在 22000 以下可以买入套保，如此时基差 -800 以下更佳。

一 2011年天然橡胶市场行情回顾

2011年是非常复杂的一年，“后危机时代”的国内外经济、金融都处在不稳定过程中，货币量化宽松政策、欧美的债务危机和贸易保护主义、通货膨胀和宏观调控、产量和需求等诸多矛盾相互纠结，使沪胶在创下43293元/吨的天价之后——市场从通胀预期转化为衰退预期。投机泡沫抹去后，过山车之旅终结，天胶硬着陆。总体走势可分为4个阶段（如图1）：第一阶段（2010.10至2011.2）：金融属性主导天胶市场

沪胶在这一段时间内连续创造历史新高，一路狂飙至43293元/吨的天价。影响此段行情的因素主要有：美国的二次量化宽松政策为全球注入了大量的流动性，加剧了世界范围内的通货膨胀。国内虽然本阶段紧缩政策也在陆续出台，但是效用有限。在流动性泛滥，炒作通胀预期的背景下，沪胶的金融属性占据主导地位。

第二阶段（2011.2至2011.6）：紧缩措施显现成效，日本大地震使得利空加重

2月中旬以后，紧缩措施在前面一段时间积聚的能量终于爆发，天胶高价导致合成胶替代效应显著，沪胶如开闸洪水一路下滑。进入3月份，日本大地震使得汽车销量明显下滑，天胶的需求不断降低，青岛保税区库存也创新高达到18万吨。

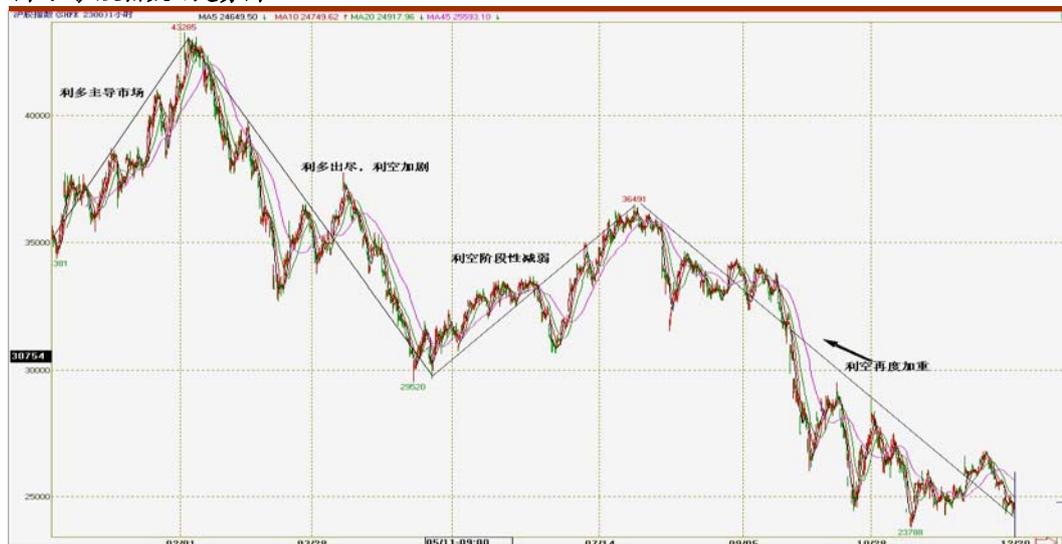
第三阶段（2011.7—9）：合成胶支撑、海南受台风侵袭 沪胶暴跌后趋于理性

经历了前期的暴涨暴跌后，沪胶终于趋于理性，在整个三季度以34000为中轴线往复振荡。对此段行情的影响因素有：流通库存消化至低位，合成胶在原料丁二烯带动下暴涨，对天胶的替代效应减小；下游轮胎销售阶段性好转，越南因胶树病害减产，3L供应量减少；海南接连遭受台风侵袭。

第四阶段（2011.9月至今）：欧债加剧、库存高企 沪胶下跌难寻底

随着沪胶的再次连续下跌，在买涨不买跌的思路下，下游需求进一步的萎靡。前面定的船期在国庆节前后集中到港，保税区库存再度升至高位，一度达到24万吨之巨。美国债务问题加重，欧债危机不断深化，引发评级不断下调，市场始终充满恐慌情绪。投资者一直期待的产胶国会议，并未对保价做出任何努力，沪胶继续下跌短期难见底。

图1: 沪胶指数日走势图



数据来源：文华财经

二 宏观环境及产业政策分析

2.1 宏观环境分析

全球央行在狭窄的政策空间内左顾右盼。如果继续紧缩货币与财政，实体经济下滑将带来更多的失业者，造成社会动荡；如果放松货币，很有可能陷入滞胀，延长经济疲软周期。全球央行采取的是折衷的“机会主义”政策，将利率保持在低位，同时根据市场的反映，市场衰退一步，就放松一次货币——没有明确的方针，没有统一的理念，谁也不愿意真正支付此前滥发货币的成本。

2.1.1 欧债危机前景依旧堪忧 美国经济低速增长态势还将延续

从2012年2月开始的之后的连续3个月，欧债到期总量为2360.3亿欧元；2012年5月开始的之后连续4个月，债务到期总量为2230.5亿欧元。2012年上半年欧美银行业有大规模的债务集中到期，均处于融资需求高峰期，这些时点不仅可能是欧债危机担忧加剧得时期，也可能成为全球金融市场急剧动荡的时期，全球金融体系将面临新一轮融资的考验。而放弃欧元的成本太过高昂使得欧元区解体的可能性很小。“欧猪五国”只会进一步压缩财政支出，减少社会福利，以换取贷款援助。在这样情况下，欧洲2012年经济形式令人堪忧，或将继续压制沪胶反弹。

图 2: 欧洲明年债务到期情况

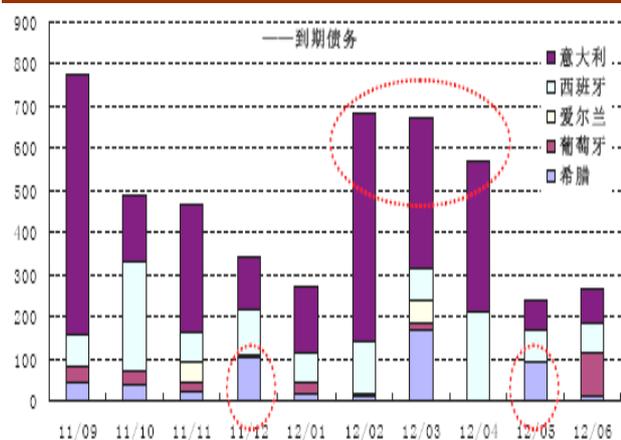


图 3: 欧元区消费者信心指数



数据来源: 华安期货研发中心; Wind

图 4: 美国个人消费支出仍处于相对高位

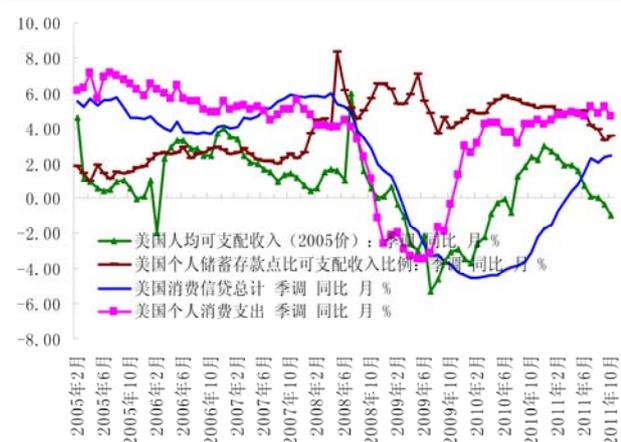


图 5: 美国失业率指数



数据来源：华安期货研发中心; Wind

根据历史拟合数据显示当美国当周失业金申请人数能维持在 40 万人以下时，美国失业率将有可能实现趋势性下降，目前这一数值基本能维持在 40 万人附近，根据统计规律，若全球债务危机大规模暴发吞噬经济复苏成果的前提下，乐观估计 2012 年度美国失业率有望告别持续时间最长的高失业率局面。但是欧洲债务危机通过贸易、金融和信贷渠道传导至美国，损害美国实体经济。因此整体看，在不爆发大规模经济衰退的前提下，美国经济继续保持低速增长态势。

由于 2012 年欧债集中到期的影响，欧元或将继续保持弱势，美元则相对保持强势，为美联储推出第三次量化宽松（QE3）做足了准备，作为连锁反应欧洲央行降息、中国央行降息，那么在极其短暂的欢愉之后，我们必须要做好经济长期滞胀的心理准备。

2.1.2 “稳”字当头 刚性需求保证“软着陆”

稳健的货币政策分析：从 2010 年以来持续紧缩货币政策的累积效应是目前通胀回落的内因因素，同时食品价格周期性涨价因素消退和输入型通胀压力缓解推动 CPI 下行。从 2011 年 12 月 5 日起，国内央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，或预示货币政策紧缩周期结束，正在逐步转向稳健偏宽松。2012 年人民币升值预期弱化，外汇占款负增长或延续，外部热钱仍有大幅流出风险，预计 2012 年通胀或呈现逐季下行态势，央行或继续采取下调存准等对冲措施。市场人士预计 2012 年央行或下调存款准备金率 3 次至 19%，经济和通胀双双回落的背景下不排除降息 1 次的可能性。

中国将经历一段总需求低温期，经济下行态势明显，但硬着陆概率不大。因为扩大内需将刺激消费加速增长，中低端消费成为内需主要推动力。投资增速将明显下降，房地产与制造业此消彼涨，基建恢复或抑制投资下行程度。整体看：在低端消费为代表的内需驱动下有望快速增长，投资在制造业和基建支撑下继续成为经济增长的动力，刚性需求保证了“软着陆”。

图6：货币增速回落助推CPI下行

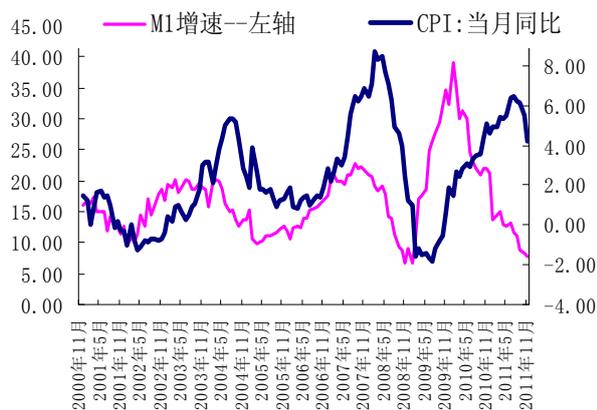
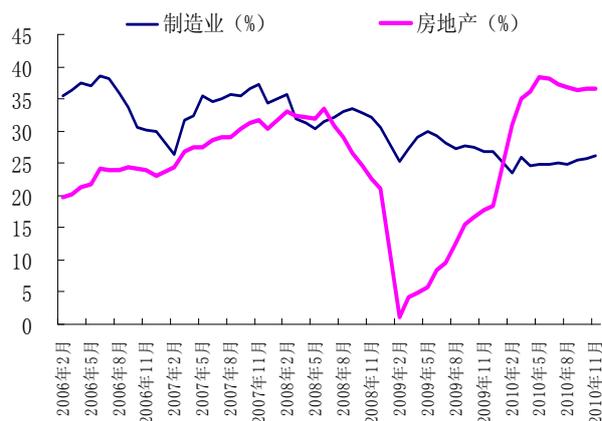


图7：房地产投资下滑，制造业稳定增长



数据来源：华安期货研发中心; Wind

2.2 天然橡胶产业政策分析

随着中国加入世贸融入世界经济一体化后，政策因素分析一向是分析商品市场走势的重要手段之一。尤其是目前国内在积极争夺天胶的定价权，沪胶期货合约也在一步步完善。

针对天胶价格的巨幅波动，产胶国政策也一直是投资者关注的焦点。因此，关注政策的制定和走向对掌握天然橡胶临时价格有很大的协助。

2.2.1 上期所天胶期货合约的微小变动影响

(1) 交易单位和限仓制度的修改

从1208合约开始，每手变为10吨，提高幅度其实小于一个大合约的标准，交易单位的修改对今后市场产生的冲击有限，反而缓和了价格的剧烈波动，有助于吸引现货企业融入其中，以突出期货市场为国民经济保驾护航的重要意义。限仓制度重在限制投机大户的持仓规模，打压期胶市场的投机泛滥。按照持仓量合约双边持仓20万手计算，此前耽搁自然人账户持仓可以最高达到10万手*5%=0.5万手即2.5万吨，按照新规则耽搁自然人账户持仓最高仅为5千吨，持仓规模大大消减，调控力度较为严厉。

(2) 交割标的和手续费的修改

按照此前规则，只有海南农垦和云南农垦生产的全乳胶以及东南亚生产的三号烟片胶可以用来交割。数据显示，2010年中国橡胶产量只有65万吨左右，两大农垦的产量占比不到一半，为31-32万吨左右，而在这个产量里面只有一半15-16万吨是可以用来交割的全乳胶。加之2011年云南农垦改制，造成大量的农垦胶水外流，可供交割的资源更加有限。而三号烟片胶因为进口关税的问题，基本上很少出现在交割层面。沪胶期货市场一直面临可供交割标的偏少的困境。实施品牌交割有助于改变这一局面，第一批公布品牌海南农垦和云南农垦各占三个，后续会有中化以及一些民营品牌。手续费的下调是出于对保持流动性的考虑。

从中长期来看，持仓限制将降低虚盘量，品牌交割将提高实盘量，虚实盘相对比例的下滑对于价格确实构成了一些利空影响。但影响胶价中长线走势的仍然是基本面，制度修改只是其中一个因素。

表1: 上期所沪胶合约修改前后对比

修改项目	修改前	修改后
交易单位	5 吨/手	10 吨/手
限仓制度	≥10 万手 限仓 5%	5000 吨
交割标的	农垦 SCRWF 和 RSS3	指定品牌的 SCRWF 和 RSS3
手续费	万分之 1.5	万分之 1

数据来源：上海期货交易所

2.2.2 国际橡胶联盟对天胶价格的影响力讨论

国际橡胶联盟具备一定的影响力，其言论会令胶农和出口商产生观望心理，一定程度改善现货市场的恐慌气氛，从而延缓现货价格的进一步下跌。2011年上半年价格暴跌时，产胶国就曾呼吁胶农停止低价抛售原料，橡胶因此在4000美元/吨附近获得支撑。之前08年胶价暴跌至1100美元附近时，三大产胶国也曾要求各成员国减少出口和产量，之后价格也的确大幅反弹。

目前泰国马来西亚印尼三国的胶树以80年代种植为主，树龄结构的确略显老化，但当前橡胶价格仍位于相对高位，较其成本利润空间较大，这决定了胶农缺乏主动性大量更新胶树。只有政府出资补贴胶农，来加速胶园的更新，才能实现供应的缩减。目前仅有泰国

有针对橡胶出口的 cess 关税，这部分资金会作为胶树更新的补贴，补贴标准随成本和人工的上涨去年也有一定提高。但泰国洪水对其经济造成一定破坏，泰国政府 2012 年能否拨出人力、物力、财力来对胶树翻新进行有效扶持令人生疑。印尼和马来西亚方面，都缺少类似的补贴。至于第三点“将产能堆进仓库”，只是一种停留于口头的呼吁，缺少实质的措施来约束。不过未来价格若有重大波动，仍需关注产胶国会否出台限产、限价、加速翻新、收储、减少出口等政策带来的短期效应。

天胶价格能否止跌企稳关键要看产胶国是否拿出真金白银决定供应能有效缩减，因为实际供需力量的对比才是反弹能否持续的关键。作为一个价格完全市场化、需求和供应高度分散化的农产品，橡胶的供需难以被人为大范围干预，实际的买卖力量对比决定了价格真正的走势。08 年末的反弹得以持续，本质原因是来自中国和其他新兴国家的需求大增。目前价格的演变则需服从需求整体疲弱和 05 年后大量种植的胶树目前开割导致供应增加的大背景。因此建议投资者将目光更多转回决定胶价走势的本质因素上来——即基本面供需和宏观大势的演变，去观察中间商库存的消化、汽车轮胎行业销售形势的变化、欧债危机的进展、国内政策面的波动。

三 供求关系分析

3.1 全球供应稳步增加 或引阶段性相对过剩

作为全球产胶最大的国家，泰国 2011 年两次洪水影响供应和本国需求。2011 年泰国开割率为 72%，单产 1686 公斤，较 2010 年的 1717 公斤略有下降。烟片生产比重持续下降，胶乳和标胶继续稳中有升。ANRPC 预计泰国四季度产量增幅 1.5%，2011 年全年增长 2.9%。中国年初海南、云南多数农场推迟 20 天割胶（低温、炭疽病）；越南 3、4 季度供应明显下滑，因该国地处高原和沿海地区的主产区遭受严重的白粉病，国内和越南供应 2011 年出现阶段性下滑，但总体供应和 2010 年持平或略有增加。

过去数年天胶种植的良好收益，推动各产区种植热，2005—2011 年期间有大量新胶种植。主要集中在泰国东北部和北部、中国、印尼、越南等地，到 2012 年大量新种植面积陆续进入开割期（实际开割面积还受到补种面积大小影响，预计未来补种率最低在 2%）。马来种植趋减，东南亚其他小国及非洲增长迅速。目前胶树大部分为 80 年代种植，树龄偏老化，由于过去数年胶价维持高位，胶树延迟翻新。橡胶树的经济价值大概在 35 年左右，因此，后期泰国极有可能加大橡胶树的翻新力度，争取在经济低迷时期完成胶树更新，此举将引起全球的天胶供应再次趋紧，需重点关注。



图8: 主要天然橡胶生产国种植指标 (千吨)

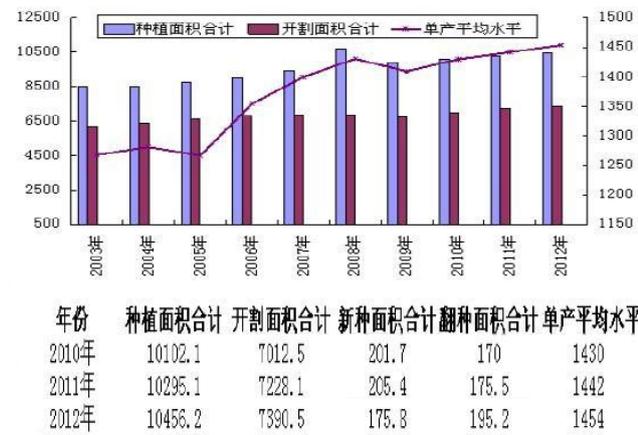
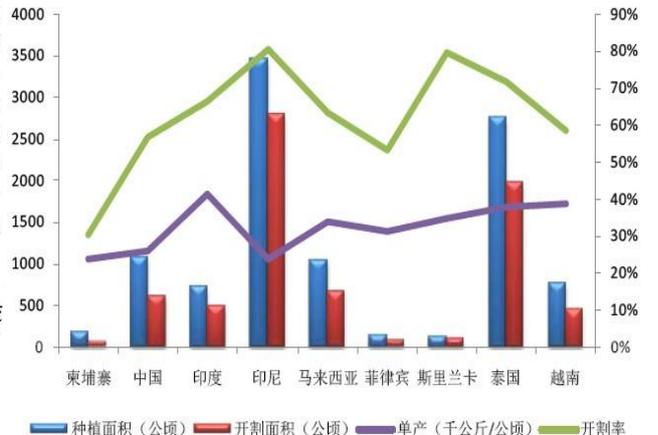


表9: 各主要产胶国2011年开割情况



数据来源: 华安期货研发中心; 天然橡胶生产国联合会 (ANRPC)

从图10中可以看到, 2011年消费增速落后于供应增速: IRSG预计2011年全年供应增5.4%至1096.3万吨 (2010年1040.1万吨); 需求增3.7%至1117.8万吨 (2010年1077.8万吨); 供应缺口缩减: 预计2011年供应缺口缩减至21.5万吨, 2010年为37.7万吨。

ANRPC称, 2011年末全球天然橡胶库存预估为127万吨, 在第四季度内增加了20%, 自6月末以来增加50%, 到2012年1月末时库存可能高于140万吨。其中供应增速变化不大, 主要是受到宏观环境的影响天胶需求放缓所致。泰国在2011年9月份宣布消减天胶出口12万吨以支撑价格, 并激励农户砍伐和重新种植64,000公顷面积, 也显示了现货市场的疲软。IRCo的预测, 2012年天胶生产增加7.8%, 但是需求仅仅增加5.51%, 使得结转库存进一步加大; 若政府有鼓励翻新的政策, 产量增速将相应下降。

整体看全球2012年供应趋势性增加, 而同期需求量维持低迷, 加之宏观面不确定性的不利因素叠加, 2012年或将出现供应阶段性相对过剩的局面: 第一季度由于前期库存依旧维持高位消化需要时间, 且一月是泰国的生产高峰, 所以会出现相对过剩的局面; 后期是否会继续延续要看经济形势的演化, 不过由于中国的车市增长已经开始趋于理性, 下游消费不可能再次出现爆发性增加, 所以会维持相对宽松平衡的局面。

图10: 全球天胶生产消费结转库存 (千吨)



表11: 中国2011年天胶结转库存 (千吨)

中国	结转库存	进口量	生产	出口	消费	年末库存
1月	314.0	228.0	4.9	0.8	232.0	314.1
2月	314.1	153.0	0.0	0.4	217.0	249.7
3月	249.7	280.0	11.0	1.2	280.0	259.5
4月	259.5	244.0	39.0	1.5	288.0	253.0
5月	253.0	184.0	57.0	1.4	316.0	176.6
6月	176.6	170.0	74.0	0.9	325.0	94.7
7月	94.7	187.0	80.0	0.6	315.0	46.1
8月	46.1	260.0	89.0	0.2	310.0	84.9
9月	84.9	304.0	105.0	0.3	305.0	188.6
10月	188.6	282.0	95.0	0.4	295.0	270.2
11月	270.2	271.0	97.0	0.3	310.0	327.9
12月	327.9	262.0	55.0	0.3	310.0	334.6
2011年总体	314.0	2825.0	706.9	8.3	3503.0	334.6

年份	年初库存	进口量	生产量	总供应量	消费量	出口量	年末库存	总需求量	供需平衡
2009	250.0	1591.0	643.2	2484.0	3040.0	3.0	333.0	3233.0	749.0
2010	333.0	2763.0	665.0	3761.0	3420.0	25.0	314.0	3759.0	-2.0
2011	314.0	2825.0	706.9	3845.9	3503.0	8.3	334.6	3845.9	0.0

数据来源: 华安期货研发中心; 国际橡胶联盟 (IRCo)

3.2 合成胶消费占比或进一步提升 丁二烯走势主导合成胶价格

我国合成橡胶产业在继 2003 年消费量居世界第一、2009 年产量居世界第一之后，2011 年产能也将跃居世界第一位。到 2011 年年底，我国主要合成橡胶装置总能力预计达到 333 万吨，其中 2011 年新增产能 52 万吨，比 2010 年增长了 18.5%。预计全年合成橡胶总产量将超过 270 万吨，同比增长 12%。根据目前的发展态势，该中国合成胶工业协会预测，到“十二五”末，全国合成橡胶装置年产能将直逼 600 万吨。假设进口量不变，届时装置的总体利用率仅为 63%；假设 50% 的进口量被国内产品替代，届时装置的总体利用率也才 74%，呈现严重的产能过剩，未来合成橡胶企业面临残酷的市场竞争。从 2011 年合成胶价格走势不难看出，主要产品丁苯橡胶的反弹主要是由丁二烯的价格走势决定的，而不是需求，所以目前合成橡胶生产原料丁二烯等供应已经出现很大的缺口，未来应当十分关注丁二烯的价格波动情况。由于发达国家汽车市场稳步复苏，且其天胶需求增幅小于合成胶，再加上国内合成胶产能膨胀过快，使得丁二烯的需求不断增加；另外从产业链的角度考虑，原油裂解价差中石脑油利润偏低，石脑油裂解价差中乙烯裂解价差偏低，目前乙烯的生产持续处于亏损状态，推断丁二烯的利润率也是很低。在原油价格未来不会大跌的情况下，丁二烯的裂解利润要求回升，未来丁二烯价格会稳步反弹且维持在高位运行，从而支持合成胶价格。

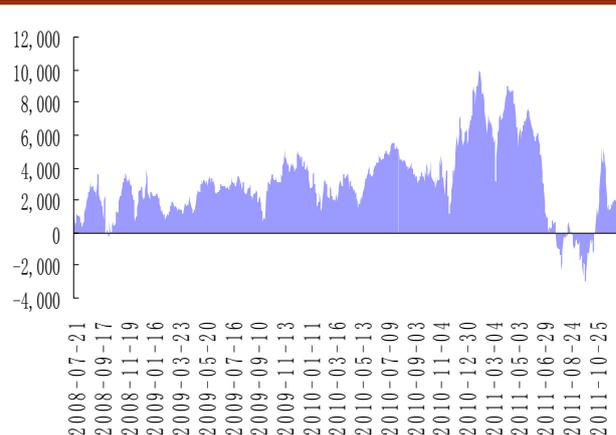
2011 年世界和中国天胶消费占比持续下降，2011 年 1-9 月合成胶占比提升至 0.58 左右。主要是新兴国家政策收缩、汽车市场降温、基建物流需求放缓；新增合成胶产能大量释放，对天胶形成替代。合成胶对天胶的替代作用减少了对天胶的需求，使得天胶减库存过程滞缓。随着 2011 年新增产能的不断上马，预计合成胶的产量会大幅增加，在一定程度上抑制天胶价格的反弹高度。

图12: 2004—2011世界天胶及合成胶消费统计(千吨)



数据来源: 华安期货研发中心; 胶情视界

表13: 上海天胶现货与上海顺丁胶价差(元)



数据来源: 华安期货研发中心; 金银岛

3.3 汽车增长趋于理性 关注汽车消费结构性变化

3.3.1 海外车市稳定回升概率较大

2011 年海外车市整体呈现复苏态势，总体来看，公司经营相对稳定，高成本、高附加值；且有抢夺中国本土企业份额的征兆。但海外车企分化亦十分严重，美国和德国增长突出，日本逐步从地震影响中走出，但欧洲车市整体下滑，表现相对低迷。

目前看受美国经济复苏速度放缓、欧债危机恶化、日本大地震、泰国洪水等因素的冲击，恢复步伐仍显不稳。在外围形势不稳定的背景下，海外车企增长能否持续，需要后期密切关注。就目前的形势判断，美国个人消费信心指数呈现回稳上行的态势，且美国本身的经济状况本身就问题不大，可能会继续延续稳定增长态势。日本大地震和泰国洪水对海外车企造成一定的影响，这部分需求也许会在2012年得到补偿，进而推动汽车产销的增加。对于欧洲整体来看，随着欧猪五国大量债务的到期，可能会继续减少民众福利，获取贷款，这样会在一定程度上抑制汽车的需求，2012年预计仍呈现低迷的态势；所以整体看海外车市仍有可能继续稳定回升。

图14: 汽车月产销量

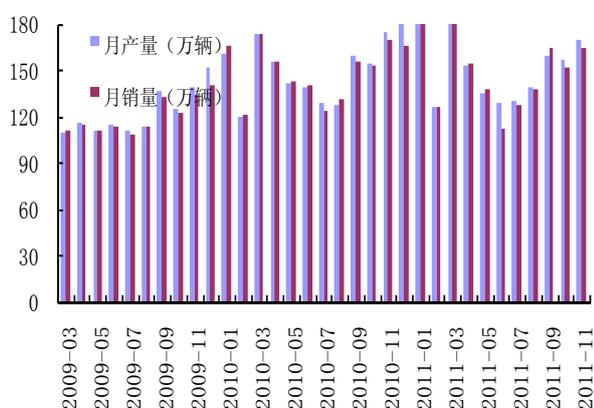
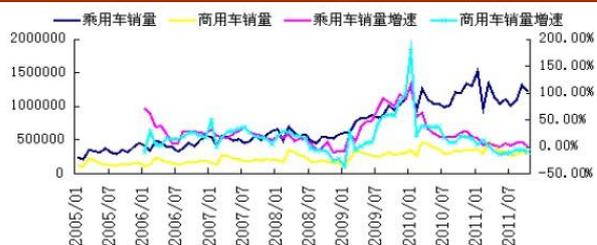


图15: 乘用车和商用车月产销量



月份	乘用车销量	同比增长率	商用车销量	同比增长率
2011/01	1528965	16.18%	365371	4.93%
2011/02	967242	2.56%	239755	11.61%
2011/03	1347569	5.54%	480910	2.28%
2011/04	1142320	2.83%	409696	-7.79%
2011/05	1042862	-0.03%	339917	-13.97%
2011/06	1109210	6.37%	326725	-11.53%
2011/07	1011842	2.12%	263460	-10.66%
2011/08	1095170	7.48%	285911	-5.73%
2011/09	1319502	8.92%	326584	-5.42%
2011/10	1220779	1.46%	304043	-9.36%

数据来源: 华安期货研发中心; 胶情视界

3.3.2 国内车市或稳健增长 结构性转变降低天胶需求

过去10年中，中国汽车市场启动并且呈现出三轮周期的特点，每轮汽车市场周期的长度在3-4年：第一轮周期是2002-2005年；第二轮是2006-2008年，第三轮是2009-2011年。因国内宏观紧缩政策的出台、汽车消费刺激措施的退出，汽车市场大幅降温，预计2011年全年消费增幅在3%以内。目前中国汽车经过井喷式增长后，高基数下未能继续保持大幅增长。从增速走势来看，本轮周期的回落从时间长度和增速低点都基本上达到前两轮周期的低点。第四轮汽车市场周期能否到来？外围环境成为重要的不确定因素。如果如预测所料，宏观经济或将在2012年的2季度末转暖，则随着治堵、治理停车位、治理超载、限制政府用车、对新能源汽车的补贴、农业机械化发展、增加校车等民生用车工作的开展带来的积极影响，汽车市场也会再次迎来一个发展契机。但是国内汽车市场基数已经很大，增速基本趋于理性，再向之前一样出现爆发式增长的概率较小，低速增长或成为未来中国汽车市场的一个基本状态，预计2012年整体增长率在2-2.7%附近。

中国汽车市场增长空间几何，从汽车保有量与汽车销量增速关系来看，中国在重复日韩早期的路径。日韩经验显示：在普及水平达到千人200辆之前，销量增速大多在10%以上。而在普及水平达到千人200辆之后增速回落到低水平上下波动状态。目前国内接近千人100辆的水准，且随着扩大内需的开展，改善性刚性需求（尤其是农村）还是很大的。因此，低普及水平有助延缓增速回落。

另一个问题就是国内汽车市场消费结构的问题的。因为不同的汽车所需用的天胶差别还是蛮大的，如小轿车和工程车对天胶的需求量差别就很大。从图 15 中可以看到，因严查超载、货运需求下降、运费提涨困难等原因，商用车下滑幅度尤为明显。2011 年重卡销量可能难以达到 90 万辆，负增长 12% 左右，重卡在 2011 年表现可以总结为在高基数下需求不旺导致的同比负增长。2012 年固定资产投资增速及房地产新开工增速都有放缓趋势，商用车市场或将继续萎靡；而扩大内需则使得乘用车市场发展稳健，这种情况下，单纯的比较汽车销售量对天胶的需求会有很大偏颇。如果 2012 年汽车销售增速在 2—2.7% 附近的话，实质上对天胶的需求已经大大降低了。

3.4 轮胎出口形势会恶化，但仍将小幅增长 替换市场增长迅速或成中坚力量

受经济危机的影响，目前的国内轮胎企业举步维艰，产销出口大幅下滑：资金紧张，销售下滑，产能过剩，降价压力凸显，低附加值，利润缩水，同业恶性竞争，面临整合重组。据轮胎协会统计，1-10月会员单位平均利润率不足3%，亏损面达到23%。整体看，由于需求不足，配套汽车厂生产轮胎OE市场会萎缩；替换市场随子午化率提高，还会继续增长；出口形势会恶化，但总体仍将增长。

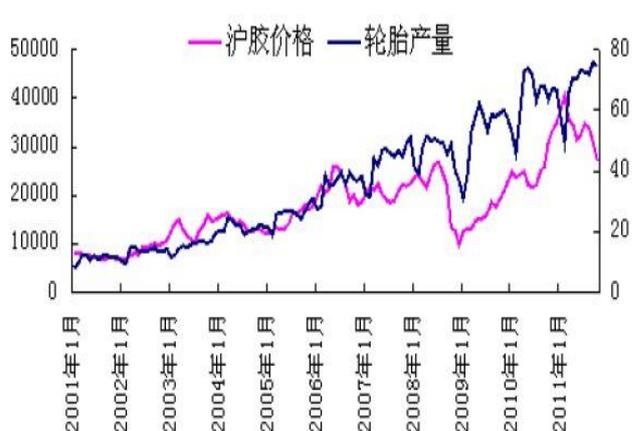
替换轮胎RE市场前景诱人：轮胎市场中OE的份额仅仅占到25%左右，75%的份额用到了替换市场。截至2011年11月底，全国机动车保有量达到2.23亿辆，其中汽车保有量达到1.04亿辆。一般轿车在普通情况下用胎，可驾驶3—4年的时间；而商用车的轮胎使用寿命更短。目前中国的消费者对轮胎认知观念不够成熟，后期随着新生代车主逐渐占主流，以及轮胎厂的推广，替换市场前景不可限量，2011年上半年替换轮胎市场增速在20—25%，且增速有进一步增大的趋势。在汽车消费增速放缓的背景下，后期或将成为天胶消费的中流砥柱。

轮胎出口市场喜忧参半：2011年圣诞前夕，美国联邦巡回上诉法院(CAFC)的判决，从根本上确认了美国商务部(DOC)对中国轮胎出口企业进行反倾销和反补贴调查“不合法”，或将抵消一部分经济环境恶化对轮胎出口市场带来的不利影响。但我们要看到，出口美国的市场因反补贴已经关闭数年了，即使最后能打开口子，美国国内产业也已经得到了想要的保护，出口难度依旧存在。近两年，我国轮胎出口已经打开俄罗斯市场，2012年随着俄入世后将降低轮胎进口关税的利好，轮胎出口增速将得到保持。

图16: 轮胎月产销量



图17: 沪胶价格与轮胎产量对比



数据来源：华安期货研发中心; Wind

3.5 总结

整体看全球2012年供应趋势性增加，而同期需求量维持低迷，加之宏观面不确定性的不利因素叠加，2012年或将出现供应阶段性相对过剩的局面：第一季度由于前期库存依旧维持高位消化需要时间，且一月是泰国的生产高峰，所以会出现相对过剩的局面；后期是否会继续延续要看经济形势的演化，不过由于中国的车市增长已经开始趋于理性，下游消费不可能再次出现爆发性增加，所以会维持相对宽松平衡的局面。

极端天气频发会影响全球经济和社会的正常运转，橡胶的生产、流通、消费概莫能外。

合成胶的消费占比不断得到提升，对天胶的替代作用加强。且随着产能迅速扩张，后期供应也会逐步加大，由于原料丁二烯的价格或将在高位运行，后期合成胶的价格或将受到支撑。

海外车市稳定回升概率较大，国内车市或稳健增长，结构性转变降低天胶需求。轮胎市场：由于需求不足，配套汽车厂生产轮胎OE市场会萎缩；替换市场随子午化率提高，还会继续增长；出口形势会恶化，但总体仍将增长。

四 相关性分析

4.1 天胶社会库存高企，去库存难度较大 产业链利益分配要求天胶价值回归

2011年，青岛保税区库存在2季度和4季度两度攀升至20万吨左右的历史高点（天胶+复合+合成），天胶社会库存大幅增加，充分反映了现货投机的旺盛。ANRPC称，2011年末全球天然橡胶库存预估为127万吨，在三个月内增加了20%，自6月末以来增加50%。到2012年1月末时库存可能高于140万吨。

图18：轮胎月产销

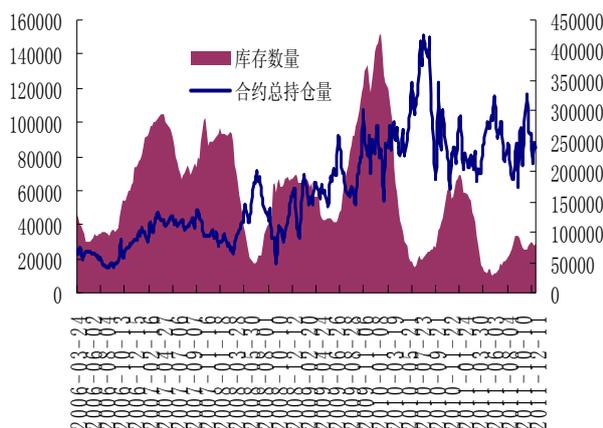
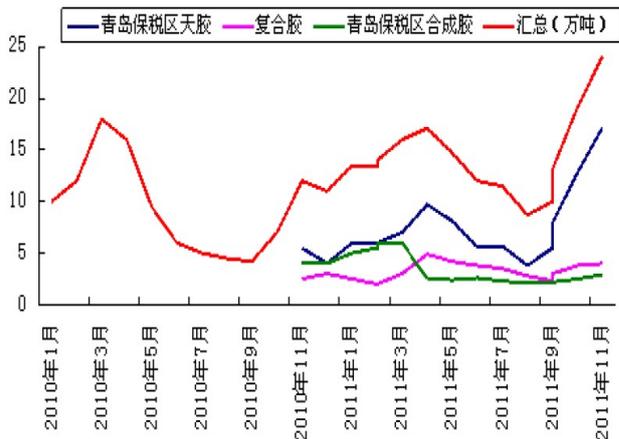


图19：青岛保税区橡胶社会库存



数据来源：华安期货研发中心; 胶情视界

从产业链生产角度来看：原料二盘商可能会变得比较谨慎，上半年囤货认亏；贸易商处境比较尴尬，因库存呈现两头高中间低态势，在加上外部环境上半年难言向好，去库存需要较长时间，经历2011年末惨痛的去库存后，中国贸易商大伤元气，2012年投机能量及意愿或有所减退；下游轮胎厂目前的现货原料库存偏低，但是轮胎销售一般，库存积压较多。

从产业链利润分配的角度看：持续10年的橡胶牛市，导致橡胶林在经济全球化的浪潮中可种植面积呈燎原之势。如今橡胶已经改变着中国及东南亚产区普通老百姓的日常生活，胶农坐收土地租金，或者请人割胶，不再种菜养猪，因种植橡胶高于其他农民数十倍。胶农、园主及农垦收益过高，必将传导压低下游需求方制造业的利润空间。据中国橡胶工业协会统计国内40家大型轮胎厂数据，因为橡胶价格的高企，2011年上半年整体亏损率在17.7%，实际情况可能会更高。产业链利益分配存在严重不均衡，客观上要求天胶价值回归。

4.2 从历史对比角度看：沪胶上半年振荡寻底，下半年反弹到相对高位后区间振荡

1997年亚洲金融风暴引发全球性的经济衰退，和2011年由欧美债务引起的全球危机相似。从图20可以看到，沪胶在1997年4月到12月整整9个月的时间连续暴跌，中间出现过短暂的企稳，但是力度不大，均被击破。在1998年1月份出现了小幅反弹，但是受到前期阻力位的压制，反弹高度受到限制，之后振荡回落；直到1998年下半年再次突破反弹，但在前期高位的0.62处受到抑制，高位振荡。因此单纯的从历史对比上推断2012年，沪胶在第一季度或将继续振荡寻底，第二季度主要是在低位积蓄能量，下半年或出现一定幅度的反弹后，在一个相对高位区间内振荡。

图20：97年沪胶日走势图

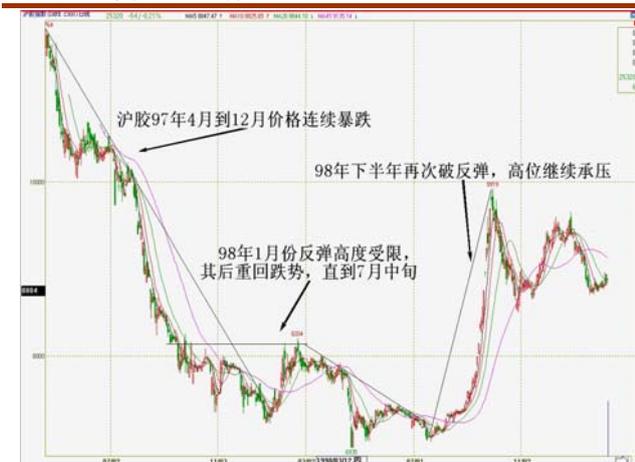


图21：07年沪胶日走势统计

起涨点	高点	反弹高点	低点	下跌周期	下跌幅度
96年10月22日	97年2月12日	97年5月14日	97年12月16日	32周零2天	47.79%
震荡低点	震荡高点	震荡区间	震荡区间2月高点	震荡高点2月高点	震荡低点2月高点
79.6	110.9	31.3	32.23%	114.21%	81.93%

数据来源：华安期货研发中心;Wind

五 2012年市场展望与投资策略

展望2012年，从外部环境看：全球市场危机四伏，政治、经济、军事、气候等不确定因素为沪胶带来高度风险，商品价格难大幅反弹。从橡胶本身来看：2011年供需偏紧平衡，2012年汽车产销趋于理性，供需略宽松平衡，沪胶上涨受到抑制；经过2011年的整理之后，行业投机泡沫受到大幅挤压，中间贸易商环节经历了一轮洗牌，未来可预见的下游轮胎厂洗盘也即将展开（中国轮胎过剩是不争事实）；同时胶农利润丰厚，产业链利益分配存在严重不均衡，客观上要求天胶价值回归。

细分2012年沪胶走势，我们认为关键看几个点。一是年初到4月即开割期前，尽管天胶的供应量减少，但是前期社会库存高企，对其反弹力度支撑不大；另外欧债集中到期，国内政策的连贯性，经济形势难言乐观，也压制沪胶反弹，这段时间沪胶主要是以振荡寻底



为主。二是进入开割期后只要东南亚主产区不出现极端天气状况和大规模的自然灾害，供需应该是略显宽松平衡的，若美国适时推出QE3，沪胶或将有一个反弹过程；三是年底随着国内的天胶进入停割期供应减少，同时随着国际经济环境的企稳，沪胶或会在一个相对高位区间振荡。

大思路在2万附近可以逐步买入，32000以上逐步沽空。震荡套利机会较多，跨月期现800点以上可以做回归套利。产胶企业在32000以上可以卖出套保，如此时基差800点以上更佳；用胶企业在22000以下可以买入套保，如此时基差-800以下更佳。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研发中心力求准确可靠，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。

联系我们

华安期货有限责任公司总部

合肥市长江中路419号华安期货大厦

电话：0551-2839073，2839083

上海营业部

上海市浦东南路1036号隆宇大厦4层C座

电话：021-58773052

芜湖营业部

芜湖市新芜路100号华安证券3楼

电话：0553-3873499，3873937

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B-2804

电话：0532-80982681 80972680

阜阳营业部

安徽省阜阳市颍州中路58号绿洲大厦二楼

电话：0558-2758999

网址：www.haqh.com