

## 车市旺盛热钱汹涌 供给困局胶价飞涨

### 摘要



#### 陆士华

#### 金属分析师

从业资格证： F0230384

☎ 0516-83831180

✉ 506816831@qq.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

一九九一年毕业于中国矿业大学煤综合利用系，一九九三底涉足期货行业，一直致力于有色金属的研究和套期保值工作，具有很高的现货和期货操盘经验。

- ◆ 美国有可能实施第三轮量化宽松货币政策，欧债危机仍在继续，意味着欧盟也可能继续向市场注入流动性。人民币的不断升值将吸引更多热钱的流入。天胶投机的需求将会加强，这会极大促进橡胶价格上涨。
- ◆ 2011年全球天胶供应难以有效提升，预计全球天胶供应将持续不足，缺口达69000吨。由于全球天胶供需偏紧的形势在2011年2月至5月的天胶越冬季将加剧，预计天胶价格在2011年上半年继续保持2010年上涨态势，并可能冲向43000-45000元/吨的记录新高。
- ◆ 2011年我国汽车市场的需求将会从井喷增长向常速增长转变，增速较2010年将放缓，但基于汽车刚性需求达到15%的增速问题不大。预计我国2011年汽车销量可超过2000万辆，销量继续保持世界第一。美国汽车业继续复苏，预计2011年汽车销量可达到1300万辆左右。同时，印度汽车业也蓬勃发展。全球汽车业的迅猛发展将极大增加对天胶需求。
- ◆ 我国房地产投资势头不减，并向二、三线城市扩张，保险资金可介入房地产投资将使2011年房市调控难上加难，通货膨胀及人民币升值将吸引更多热钱流入房地产。房地产持续兴盛标志着物流业的活跃，机动车使用频率加快，从而有更多换胎需求。
- ◆ 面临原材料价格高企和国外对我国轮胎出口限制，我国轮胎业生存压力越来越大。为保护轮胎业，国家2011年有可能将天胶进口关税从20%下调到7%左右，这将有利于我国轮胎出口并构成对天胶需求的利好。

## 一、2010 年天胶行情回顾



图1：2010年橡胶1105合约周K线图

数据来源：文华财经

2010年沪胶总体上延续了2009年单边上涨的行情，上半年维持在高位震荡，下半年则一路冲高，于11月11日触及年中及历史高点36775元/吨，年底仍在历史高点附近高位震荡并不断刷新阶段新高。回顾全年沪胶的整体走势，可分为两个阶段：

从技术分析上来看，沪胶主力合约上半年走出了一个双重顶形态，期价始终无法有效突破26000的压力位。2010年初的期价之所以能维持09年底的高位，主要原因是全球经济缓慢复苏，中印经济仍快速增长促进了天胶的消费，即胶价在年初由基本面的强势来支撑。3月份中旬以来，天气因素对胶价的影响最大，干旱导致云南橡胶开割期推迟十余天，同时泰国、越南等世界主要产胶国均出现干旱，鉴于4月份左右是割胶高峰期，持续而普遍的旱情推动了胶价的不断上扬。但到了5月，随着国内外产区旱情逐渐缓解并逐步进入割胶期，沪胶又开始震荡下挫。同时，2010年上半年欧债危机不断蔓延，投资者对2010年经济复苏的预期下调，使得胶价受到宏观面利空因素的打压，导致上半年始终无法冲破26000的压力位。

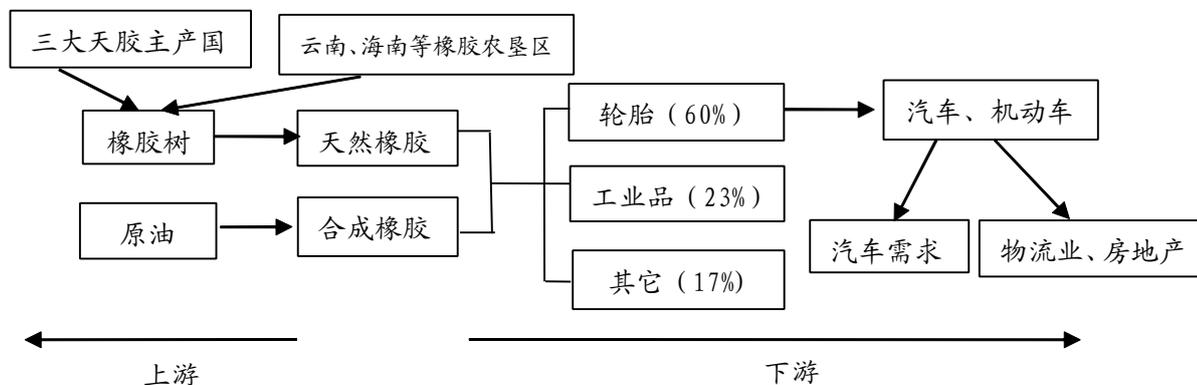
期价下半年走势为单边急速上涨行情。宏观面上，欧盟5月份批准7500亿欧元希腊援助计划宣告欧债危机阶段性结束，投资者对经济走好预期增强。进入7月后，沪胶震荡上扬。随后受国内外橡胶主产地因灾减产、国内外需求增加及国内库存较低、游资借机炒作等因素推动，9月中下旬以来沪胶快速大幅上涨并终于有效突破26000的压力位。10月份，市场就有美国将再次实行宽松货币政策的传闻。11月4日，美国宣布实行6000亿美元的量化宽松政策。通胀预期造成了胶价的快速拉升，并于11月11日触及36775元的年中及历史高点。随后国家意识到通胀的严重性，连续加息并出台行政措施干预国内大宗商品价格，期货交易所也加大了风控力度，沪胶由此从历史高位回落。进入12月，东南亚天胶主产国受到持续暴雨天气影响而供应不足又造成了胶价在年底的反弹。

## 二、天然橡胶生产链介绍

我国天然橡胶产业主要分为上中下游三个组成部分。上游包括天然橡胶生产企业，在我国主要包括海胶集团、云南农垦、广垦集团这三大国企，以及遍布海南、云南、广东等地大大小小的民营天然橡胶种植加工企业。我国天然橡胶产业中游主要是大大小小的橡胶贸易企业。天胶产业链的下游主要是涉及天然橡胶消费的橡胶制品业及以汽车行业为代表的终端消费企业，其中轮胎行业是其中最主要的天然橡胶消费行

业。轮胎需求主要来自新车销售及物流业发展，因为新车直接需要轮胎而物流业发展则加快了轮胎使用频率而提出换胎需求。

图2：天然橡胶产业链



### 三、天胶供给：三大天胶主产国及我国的天胶产量

表 1：世界天然橡胶供应及需求/万吨

	2009 年	2010 年	增减
供应	963	990	27
需求	953	998	45
库存	105	97	-8

数据来源：国际橡胶研究组织

在分析天胶供给及需求之前，先了解一下 2009 及 2010 年世界天胶供需量。表 1 说明，2010 年的供应增加了 27 万吨，而需求则增加了 45 万吨。根据传统经济学价格由供给决定的理论，可以推测出 2010 年天胶价格将上涨。但事实是，天胶价格由 09 年底的 2.6 万元/吨上涨到 10 年底的 3.6 万元/吨，涨幅高至 38%。可见但从供需角度不能完全解释胶价的高涨。所以，本文将从供给需求及投机需求两方面来分析 2011 年的天胶价格走势。供给需求主要是分析三大天胶主产国及我国的天胶产量、我国轮胎出口、中美两国的汽车销量、我国房地产市场等；投机需求主要是分析美国是否会在 2011 年下半年继续扩大量化宽松政策、我国通胀及人民币升值、热钱流入情况等。

#### （一）三大天然橡胶主产国的天胶供应

天胶生产国组织最新月报显示，2010 年全球天胶供应增长约 5.3%。泰国、印度尼西亚和马来西亚的天胶产量占了世界总产量的 94%。其中，泰国是世界最大天胶生产国，其产量约占世界的三分之一，也是我国最大的天胶进口国。

表 2: 三大天胶生产国 09 及 10 年产量对比/万吨

主产国	产量		
	2009 年	2010 年	百分比增加
泰国	316.4	307.2	-2.9
印度尼西亚	244	284.3	16.5
马来西亚	85.7	97	13.2
总计	646.1	688.5	26.8

来源: 天然橡胶趋势与统计 2010 年第 12 期

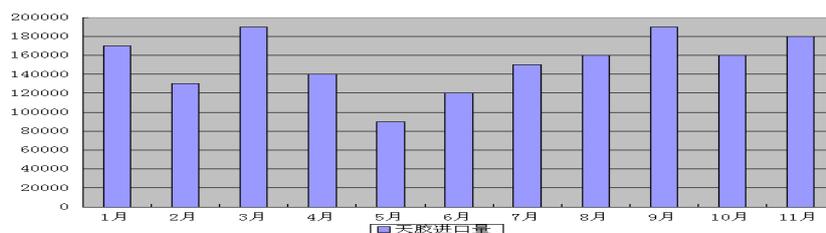
天胶最大主产国泰国在 2010 年由于天气影响, 其产量较上年减少了 2.9%。但泰国 2011 年的天胶产量却较为乐观。据天胶生产国组织预测, 即使泰国在 2011 年以与两年前相同的速度拔除老龄橡胶树, 其 2011 年天胶种植面积仍将扩大 75000 公顷, 因此其天胶产量在 2011 年将以 5.7% 的增速上升到 324.7 万吨。印度尼西亚虽然今年天胶产量增长迅速, 但由于明年其天胶收割区域将减少 50000 公顷, 因此即使印尼希望在 2011 年达到 3.3% 的天胶边际增长率 (目标产量 293.8 万吨) 都是很有难度的。马来西亚橡胶行业由于割胶工严重短缺及劳动力成本昂贵, 胶园主只是在天胶价格昂贵的时候愿意雇工割胶。如今年由于天胶价格达到历史性高位, 马来西亚胶园主乐意大规模雇工促进了天胶产量的大幅增加 (增速 13.2%)。鉴于 2011 年天胶价格继续高企的可能性仍然很大, 估计马来西亚 2011 年的天胶供应增速为 8.2%, 产量有望达到 105 万吨。另外, 由于树苗需要 7 年左右的生长期之后才能开始产胶, 2005-2008 年期间的密集种植计划预期在 2012 年以前不会提高产量。因此 2011 年全球天胶供应难以有效提升。据天胶生产国组织估计, 如果天气正常, 天胶供应在 2011 年将仍然保持此增长速度, 总产量将达到 991.8 万吨。

该组织强调, 使用天胶的下游产业通常赶在越冬季之前大量采购, 因此 2011 年 1 月的天胶供给紧张愈发突出; 目前全球天胶供需偏紧的形势在 2011 年 2 月至 5 月的天胶越冬季仍将加剧。同时, 麦格理研究也认为, 2011 年全球橡胶预计将持续供应不足, 缺口达 69000 吨, 略低于今年的短缺 80000 吨。据此, 单从供给方面来说, 天胶价格在 2011 年上半年可能继续上冲高位, 并可能达到 45000 元/吨的阶段新高, 而在下半年随着供应的逐渐充足价格将有所回调。

## (二) 我国的橡胶供应

图 2: 2010 年我国月度进口天胶量/万吨

数据来源: WIND 资讯



我国从 2003 年开始成为世界天然橡胶的最大消费国, 而 1998 年以来, 天胶的自给率却在逐年降低。我国天胶产量最近几年基本保持在 60 万吨左右, 天胶消费的 70% 依靠进口, 自给率不足 30%。而根据国际上公认的界限, 30% 的自给率是一个国家橡胶产业最基本的安全保障线。天然橡胶作为一种与煤炭、钢铁、

石油并称的基础工业原料，可以说，天胶供应自给的严重不足不仅使我国胶价完全受制于人，还严重威胁到了我国的战略安全。我国天然橡胶生产行业主要面临以下三个问题：

第一，我国天胶的产量首先受制于土地因素。全国可用于植胶的土地只有海南全省以及广东、云南和广西的少数地区，种植面积只有1000万亩左右。

第二，由于天然胶的产出周期要6~7年，因此很少有大企业集团愿意投资，只有大型国有农场和一部分散户农民从事种植与收割。国产天然橡胶不论是从生产规模和产品质量上都无法与进口胶一较高下，而且生产成本过高，在价格上也很难与同规格的进口胶相竞争。

第三，天然胶的生长受自然因素影响较大，台风及早灾都会带来沉重打击。2010年在国内两大产区，云南遭遇严重干旱，海南遭遇特大暴雨，橡胶因此减产了4万吨以上。所以，尽管我国2010年橡胶播种面积增加了24000公顷，然而天胶供给仅增加了0.6%至647000吨。

我国2011年橡胶播种面积在今年基础上将继续增加约19000公顷，据此估计2011年天胶供给约为690000吨，增幅为6.6%。

另外值得一提的是，从海南天然橡胶有限股份公司年底上市可窥见我国从2011年将对橡胶产业政策做出调整。海南天胶拥有胶林353万亩，是我国最大的天然橡胶生产基地之一。公司年产干胶能力达20余万吨，占国内天然橡胶产量的30%左右。以前为保护国内天胶种植业，我国对天胶设置了20%的进口关税。海南天胶的上市将改变以前我国天胶种植国企化或散户化的特征，将有效促进我国天胶业的国际竞争力。另外，海南天胶的上市暗示我国2011年有可能降低关税并以此促进国内天胶业的体制改革。

## 四、天胶需求：轮胎及汽车业

中国、印度、美国和日本是世界上最大的天胶消费国，四国天胶总消费量占世界总产量的一半以上。其中，中印两国对天胶的消费需求增速依旧强劲，而美日则稳中有降。究其原因有二：一是中印宏观经济发展迅速，崛起的中产阶级加强了其汽车市场旺盛的需求，这直接导致了轮胎及天胶的需求增长；二是美日经济增长缓慢，且汽车市场已接近饱和。为了规避天胶供给安全的风险和降低生产成本，美日逐步把天胶加工厂向传统天胶生产国转移。

我国天胶消费量从1998年的83.9万吨增长到2008年的256万吨，年均增长率为10.7%，并保持相当强劲的增长态势；占世界的份额也从1998年的13.83%猛增到2008年的26.57%，并于2002年起至今一直为世界天胶第一消费大国。美国天胶消费量从1998年的115.74万吨下降到2008年的104.1万吨，年均增长率为-0.96%。日本天胶消费量基本保持平稳的增长态势，2008年占世界的份额为9.1%。值得注意的是，此前的全球天胶第四大生产国印度当前已成为天胶净进口大国，消费量仅次于我国，排世界第二。麦格理研究预期2011年印度将面临175000吨的橡胶供应短缺，而这些需求需要通过进口来满足。

### （一）我国轮胎业

橡胶的下游工厂主要是轮胎和乳胶制品。在轮胎的生产中，橡胶成本大约在60%，其中天然橡胶的比例在40%左右。我国之所以是天胶第一消费大国的根本原因就是大量机动车和汽车需求促进了轮胎的消费。但需要指出的是，我国的轮胎消费并不完全是为了满足国内需求，其中很大部分由于轮胎出口贸易，特别是对欧美国家的出口。

目前我国有大小轮胎厂300多家，过多的轮胎厂使我国轮胎行业呈现完全竞争格局。本土轮胎行业利润低，品牌附加值低下。由于橡胶成本在轮胎生产里占到60%，近年来橡胶价格的高企造成了轮胎企业生产成本大幅上升，企业生产经营难以为继。虽然国内轮胎产品纷纷提价以应付胶价不断上窜历史高位的现实，但轮胎价格涨幅总体没有超过20%，故而轮胎行业未能摆脱原材料价格高企困境。根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计，我国主要的43家轮胎企业在今年的前9个月生产成本上升近30%，利润下降20.6%，效益明显下滑，亏损企业增加。业内人士估计，2010年第四季度很可能出现全行业亏损的局面。

我国已经成为世界第一大轮胎生产国，由于国内需求放缓，造成产能过剩，大量轮胎出口国外。数据显示，我国轮胎对外依存度达到三分之一左右。近年来我国轮胎行业在国外市场不断遭遇反倾销等不公平竞争，最典型也是影响最大的就是2009年的“轮胎特保案”，即美国奥巴马政府09年11月宣布对来自中国的所有小轿车和轻型卡车轮胎，在4%现有关税的基础上征收为期3年的惩罚性高额关税，其中税率第一年为35%，第二年为30%，第三年为25%。2010年12月，世界贸易组织宣布轮胎特保案中国败诉。天胶价格的高企和出口空间的不断压缩使得我国轮胎企业在2011年面临更为复杂的环境。

### 1、“轮胎特保案”败诉对我国轮胎业的影响

自09年奥巴马宣布对我国轮胎征收惩罚性高额关税后，2010年1至5月我国对美出口轮胎数量下降15%，出口金额下降27%。特保案的败诉则表明美国对我国轮胎出口高关税在2011年仍将继续。另外，2010年来巴西、印度等汽车消费大国对我国橡胶轮胎产品采取了反倾销政策，欧洲对轮胎进口也实行了噪声认证，这些都提高了我国橡胶轮胎产品出口门槛，严重压缩了我国轮胎出口空间。

### 2、2011年降低天胶进口关税的可能性大

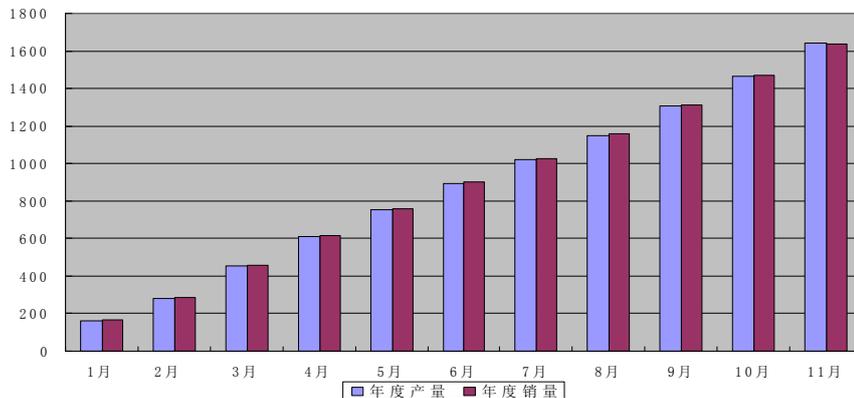
为解救轮胎业的困境，橡胶协会多次呼吁降低天胶进口关税。加入WTO之前，我国进口天然橡胶实行配额制，关税为12%，每年的配额量基本可以满足国内需要，加入WTO之后，取消配额制，关税增加为20%。从2007年1月1日起，国家对天然橡胶实行选择税，即在20%从价税和2600元/吨从量税两者中，从低计征关税。但从近一年半的实际情况看，由于天然橡胶价格不断暴涨，使20%的从价税形同虚设，而2600元/吨的从量税也明显偏高，使企业不堪重负，经济效益大幅度下降。如今，我国70%以上的天然橡胶需要进口，天然橡胶价格不断刷新新高，再用高关税保护我国的橡胶种植业意义已经不大。

印度与我国天然橡胶的消费及供求情形都很类似。面对胶价高企给轮胎业带来的压力，印度政府宣布从2010年底至2011年3月31日，天然胶进口关税从20%暂时降低至7.5%，以增加印度国内天然胶的供给量和平抑橡胶价格。鉴于我国轮胎行业日益增长的巨大压力，2011年我国降低天然橡胶进口关税的可能性相当大。具体幅度可能也是从20%降到7%左右。

## (二) 中国汽车市场

2010年我国汽车市场延续了09年的飞速发展趋势，年增长率达到30%。中国汽车工业协会统计显示，今年前11个月国产汽车产销双双超过1600万辆，预计全年汽车产销将超过1800万辆。这意味着，中国汽车市场不但将蝉联全球最大新车市场，还可能超过美国新车市场历史上最高的水平。进入2011年，随着汽车利好政策的结束和北京限车令，我国汽车销量还能否继续保持近两来的高速增长？

图3：2010年我国汽车产销量



数据来源：WIND 资讯

## 1、08及09年的汽车利好政策结束

汽车产业历来对政策极为敏感。2009年的“汽车下乡”与购置税补贴政策，直接解救了陷于困境中的中国汽车业，并助推中国汽车坐上全球第一的位置，显示了强大的政策威力。今年汽车市场依然有政策呵护。当4月份汽车销量出现大幅萎缩时，政府在6月份及时出台了节能车型的财政补贴政策，稳稳托住了下滑的车市。但国家发改委在本年末表示，2011年小排量乘用车购置税优惠政策将被取消，而过去一年多引起汽车销量急升的汽车下乡优惠、汽车以旧换新的补贴等政策，明年也可能会缩水或取消。另外，财政部于2010年12月28日发布消息，自2011年1月1日起，对1.6升及以下排量乘用车统一按10%的税率征收车辆购置税。同时，对1.6升及以下排量乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税的政策于2010年12月31日到期后停止执行。

## 2、北京治堵新政

2010年12月23日，北京市政府14个职能部门联合制定了《北京市小客车数量调控暂行规定实施细则》。该细则明确规定为治理北京市交通拥堵，从2011年1月1日起限量购买汽车，2011年北京市小客车上牌量指标为24万个（2010年接近80万辆）。并规定，将用摇号的方式获取车牌，每个月两万指标摇号产生，自2010年12月24日起新购车需参加摇号。

北京市出台治堵方案显示出对交通拥堵问题的重视，根据后续治理效果，治堵方案仍有细化和调整空间。如果效果不好，未来仍有可能出台更加严厉的方案。如果治理效果较好，不排除该模式在全国范围推广的可能，这将对我国汽车产业的发展产生全局性的负面影响。

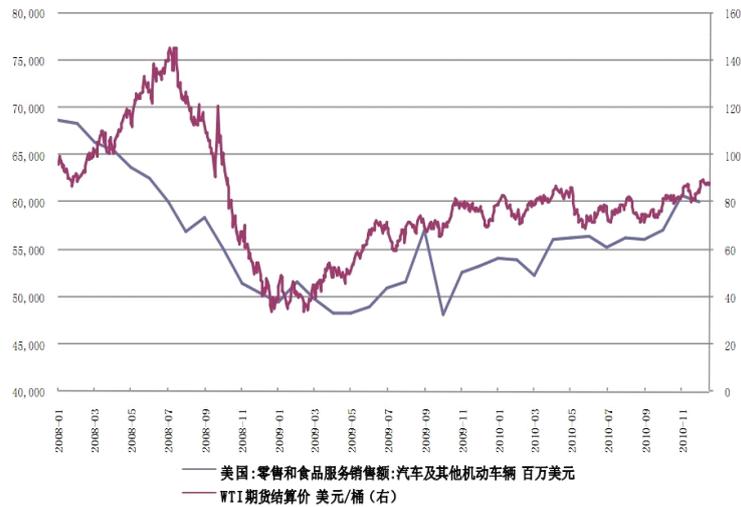
总而言之，由于利好政策的结束和北京治堵方案的出台，2011年我国汽车销售增长失速将不可避免。但基于刚性需求的雄厚，汽车市场的需求将会从井喷增长向常速增长转变。大多数资讯机构和汽车厂家认为2011年的汽车市场增长速度大概位于10%到15%。上海通用认为中国汽车市场在未来的5到10年仍将快速增长，2011年的增长速度虽不及2010年的30%，但达到20%还是很有可能的。另外，曾经两度精准预测2009、2010年中国汽车产销量的中国汽车市场指数研究所最新报告指出，2011年国内市场新车产销将达2100万辆，继续保持强劲增长。

## （三）美国汽车销量

卸下沉重包袱的美国汽车业如今缓慢走向复苏。2011年1月4日，美国各大汽车公司陆续公布销售数据，2010年全年美国共售出约1160万辆车，比上年增长一成，销量四年来首度止跌回升。总部位于底特律的美国三大汽车生产商通用、福特和克莱斯特在2010年较上一年的销售量增长率分别为21%，19.4%和17%，全部超出此前华尔街分析师的预期。回想起2009年不得不宣布破产保护的通用和克莱斯勒，美国汽车业2010年的复苏让人似乎看到了王者归来的趋势。图5显示2010年美国汽车销售金额不断攀升，第四季度每个月销售额都超过了600亿美元。

图4：2010年美国汽车销售额

数据来源：WIND 资讯



随着2011年美国转好，就业回升，作为美国经济支柱之一的汽车销售，有望再上层楼。福特汽车和通用汽车公司当天都预期，2011年美国汽车产业的销量可能达到1300万辆至1350万辆。IHS 分析师总监罗比内特预测，2011年美国汽车销量会达到1280万辆。此外，世界权威金融分析机构标准普尔公司预计，2011年美国汽车销量将继续回升12.9%至1300万辆。以上几家机构对美国2011年的汽车销量的预测都较为接近，都在1300万辆附近徘徊。

综上所述，中国汽车销售量在2011年将会从井喷增长向常速增长转变。即使按10%的增速计算，2011年汽车销量也能达到近2000万辆，我国蝉联世界汽车销售量第一的位置几乎没有疑问。如此庞大的汽车需求将给我国轮胎业带来广阔的市场，进而形成了对天然橡胶更多的消费需求。在美国连续的量化宽松货币政策之下，美国经济渐有起色，因此其汽车市场在2011年将继续复苏，预计美国2011年汽车销量为1300万辆。再加上新兴国家如印度、巴西，汽车市场亦发展迅速。2011年国际上对天胶的需求也将继续增长。因此，国内国际汽车市场的繁荣均需消费更多的天胶，这对天胶2011年价格继续高企形成强有力支撑。

## 五、替代品状况

合成橡胶作为天然橡胶的替代品，其价格对天然橡胶价格具有支撑和压制作用。短期来看，合成橡胶的价格上涨，用胶企业便考虑加大天然橡胶的使用比率，从而带动天然橡胶价格上升；反之，合成橡胶价格下降，用胶企业便转而增加合成橡胶的使用量，减少对天然橡胶的需求，从而对胶价形成打压。由于合成橡胶直接的上游原料为原油，原油价格的变化对天然橡胶有非常重要的影响。

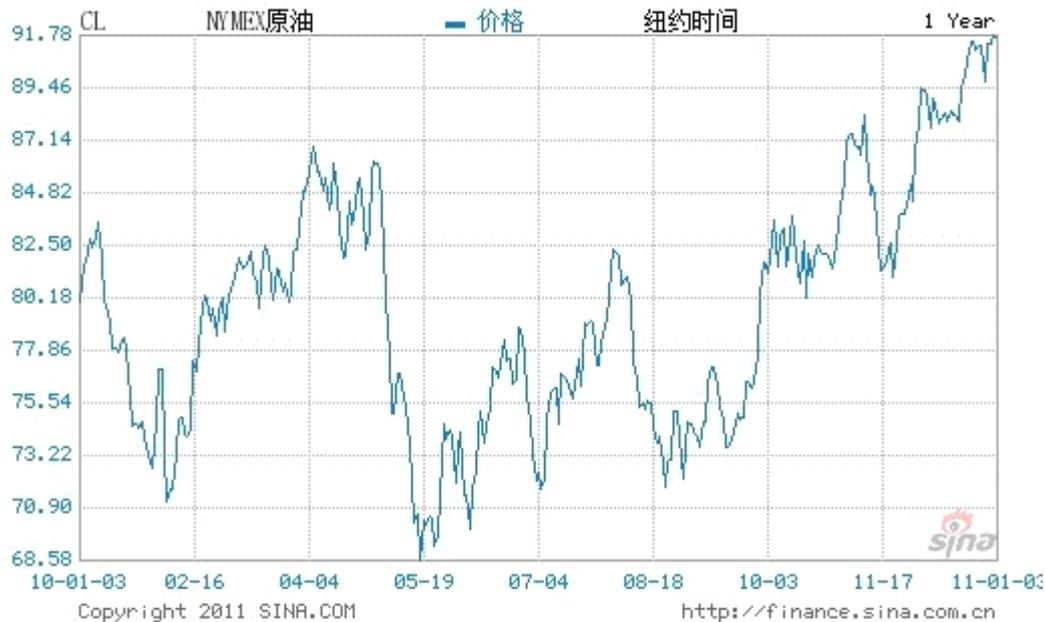
伴随着2010年世界经济复苏的曲折历程，国际原油价格在高位宽幅震荡。全年油价拐点出现在2010年11月4日。由于此日美国公布第二轮量化宽松政策，国际油价很快突破85美元/桶，并在经历了一番“挣扎”后，于12月中旬达到90美元上方，创下了26个月以来的新高。另外，年底全球各国好于预期的经济数据、美联储的经济刺激政策及美国需求的改善使原油期货上涨至两年高点。

2011年，从宏观面来看，国际经济复苏将带动油价上涨。美国近期的经济数据表明其消费能力开始有所恢复。美国2010年原油需求增长1.7%，而之前预测值为增长0.3%。发展中国家，特保是中国（原油对外依存度达55%），原油需求也在大幅增长。中国海关总署12月21日公布的数据显示，2010年11月，中国进口原油总量为2090.75万吨，环比增27.56%。再者，从基本面来看，国际原油供需缺口依旧存在。欧佩克国家决定2011年原油不增产，而据国际能源机构分析，2011年全球原油日需求有望增长119万桶。供需平衡的逐渐偏紧，也是支持原油价格上行一大动力。另外，由于美元与原油价格的负相关性，持续走低的美元汇率或推涨原油价格。2011年，美国宽松货币政策可能持续，意味着美元将继续贬值。摩根大通预计，国际油价在2011年年中即可突破100美元。总之，明年石油价格的上涨将导致合成橡胶价格的高企，这从反

面构成对天胶价格的支撑。

图5: NYMEX 原油价格走势

数据来源: 新浪财经



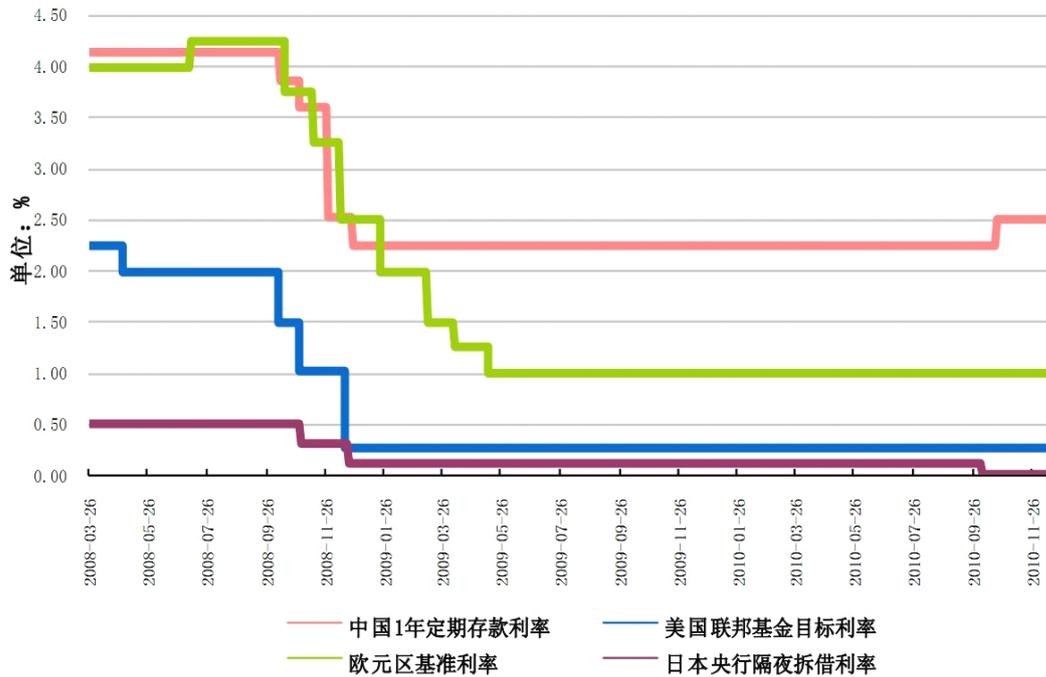
## 六、宏观经济形势

国际上, 2010年最大的经济特征就是主要经济体美欧实体经济增长乏力, 为刺激经济发展和增加就业率, 美欧日在今年继续实施过度宽松的货币政策。美国在2009年第一轮150000亿美元量化宽松货币政策后, 于今年11月启动了第二轮量化宽松货币政策, 美联储决定在2011年6月底以前再购买6000亿美元的美国长期国债; 欧元区在今年上半年动用1100亿欧元救助深陷债务危机的希腊之后, 又通过了向爱尔兰援助850亿欧元的计划。同时, 欧洲中央银行并在12月2日宣布, 继续将欧元区16国主导利率维持在1%, 这是欧洲央行连续第20个月将该利率维持在这一历史最低水平, 表示其将继续维持宽松的货币政策。日本亦不甘寂寞, 日本央行在今年10月份时隔四年多重启实际零利率政策, 并推出了总额为35万亿日元的“全面宽松计划”, 其中将动用5万亿日元购买各类金融资产。美元、欧元及日元作为三种主要的国际储蓄货币, 这三大国际货币发行过多导致的严重后果是全球资金流动性泛滥, 投机需求而非供给需求决定商品的价格。大宗商品由于过多投机需求使得价格不断刷新纪录新高, 企业利润空间严重收缩, 促使风险投资资金纷纷进入新兴市场追逐溢价, 热钱大规模流入中国及新兴发展中国家。但欧美的宽松货币政策不可能提升经济, 而只能促成全球资本与货币市场的局部泡沫。展望2011年, 流动性泛滥的趋势很可能加剧。美联储主席伯南克已表示, 必要时不排除推行第三轮定量宽松的货币政策, 进一步扩大购债规模。

国内方面, 09年为促进内需的“4万亿”已经给国内市场注入大量流动性。我国现在的广义货币供给M2是10万亿美元, 高于美国的8.6万亿美元, 但我国GDP只有美国的三分之一。人民币供给增长过快可见一斑。国内M2的过快增加和国外热钱的流入造成了我国2010年下半年较为严重的通货膨胀, 11月份CPI高达5.1。为抑制通货膨胀, 国家在2010年两次加息和六次提高存款准备金率。并在11月、12月数次出台行政政策以调控农产品、房地产等关系国计民生的大宗商品的价格。但我国2011年市场流动性的管理压力依然很大。因为美元是世界最主要的储存货币和流通货币, 如果世界最大经济体美国持续加大货币流量, 中国仅仅通过加息手段控制内部的通胀解决不了根本问题。换句话说, 只有促使美国采取紧缩的货币政策才能真正控制住世界性的通胀, 以中国一国之力对抗欧美日三大最发达经济体的流动性输入是徒劳的。从

2010年12月底农产品价格的大幅反弹已经看出央行的加息收效甚微。相反，连续的加息扩大了人民币与欧美日国家的货币利差，从而引发市场套利行为，刺激了热钱流入，这又进一步加重了本币升值的压力。

图6：中国与美欧日央行利率变动

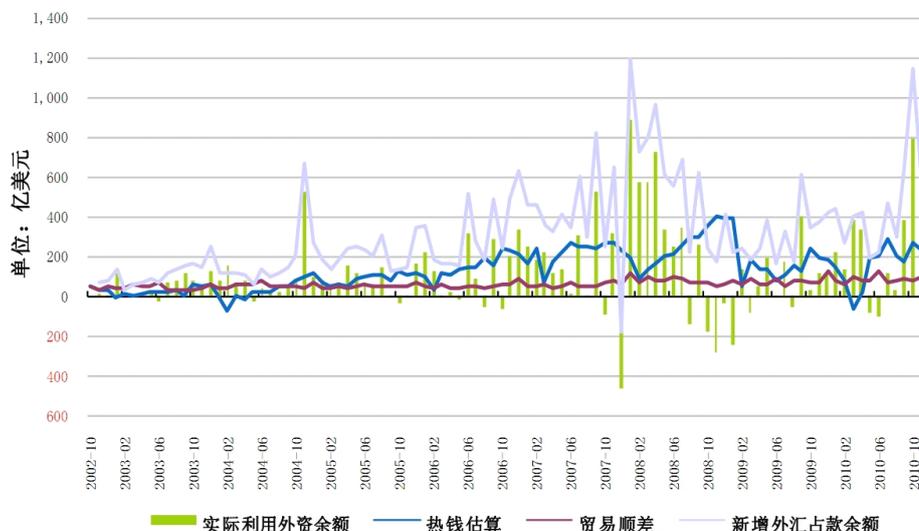


### (一) 国外热钱流入

单纯从天胶供应与需求角度很难解释近两年天胶价格的上涨。比如，2009年全球橡胶消费量较2008年减少了7.5%，供给充足，但天胶价格在2009年却呈现单边上涨的行情；2010年全球天胶供应增长约5.3%，天胶消费由于中印的汽车需求而增长迅速，但也不至于从09年低的1.6万元/吨上窜到10年底的3.6万元/吨。这说明，天胶价格很大程度上由投机需求而非供给需求决定，而流动性的泛滥造成了投机的极度旺盛。正如中国橡胶工业协会和国际橡胶研究组织的预测，天然橡胶的供需基本平衡。天然橡胶价格上涨主要是投机资金炒作。

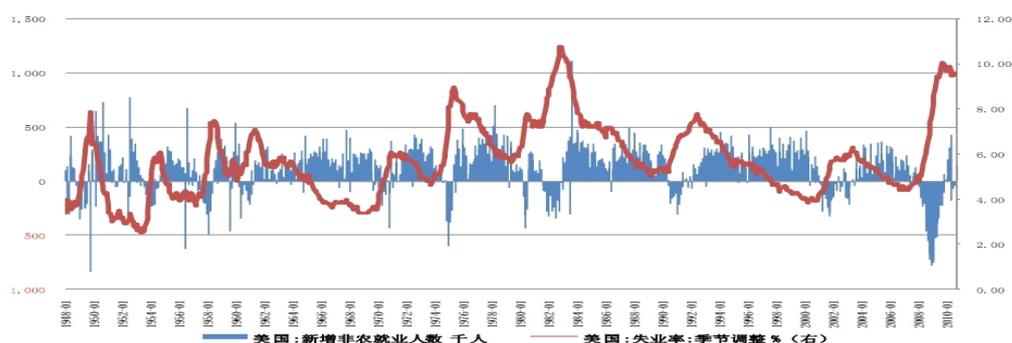
我国11月份外汇占款增加565.98亿美元，当月贸易顺差228.90亿美元，实际利用外资金额97.04亿美元，估计热钱净流入为240.04亿美元。可见，热钱流入已超过贸易顺差。另外，根据香港《文汇报》报道，目前有大约6500亿港元的热钱囤积香港伺机进入内地。我国政府意识到了热钱对中国经济的危害性，从2010年2月下旬开始，外汇局在部分外汇资金流入较为集中的省开展了应对和打击热钱等违规资金流入专项行动，但效果恐怕不尽人意。2010年10月以来，外汇局处罚的银行违规案件中就涉及中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中信银行、上海浦东发展银行、厦门国际银行、日本山口银行等16家法人银行的79家银行分支机构。其中，四大国有银行都涉及了热钱交易，可见在利益面前连国字号都不同程度违法管制，也从侧面说明了抑制热钱流入的难度很大。

图7：中国热钱流动估算（新增外汇占款法） 数据来源：WIND 资讯



2011年宏观面需要关注的一个重要动向就是美国是否会进行第三轮量化宽松的货币政策。我们的分析结论是美国在2011年下半年实施第三轮量化宽松政策的可能性很大，原因有三。其一，美国的外债仍然居高不下。截止2010年12月31日，美国公共债务总额为14万亿美元，占美国GDP的95.2%。同时，美国地方政府总负债高达2万亿美元。目前美国50个州普遍面临财政困难，已有一半州裁减政府雇员，至少28个州下令全面预算削减。其二，美国失业率仍然高居不下。美国劳工部公布，11月份失业率仍维持在9.8%，较10月份增加0.2个百分点。其三，婴儿潮一代即将退休，鉴于社会保障一直占美国财政支出的60%左右，美国政府财政开支在未来不得不大幅增加。从2011年元旦开始，美国每天将有至少1万名出生于“婴儿潮”时期的老人达到65岁的退休年龄，这种状况要一直持续到2030年。总之，美国联邦及州政府都债台高筑，却又不得不扩大政府支出，同时失业率居高不下说明经济增长乏力，所以美国只能在货币政策上下手，即继续实施量化宽松的货币政策。热钱由此更多的流入我国，全局性的通胀压力较之今年更大，这对胶价形成利好。

图8：美国新增非农就业与失业率 数据来源：WIND 资讯

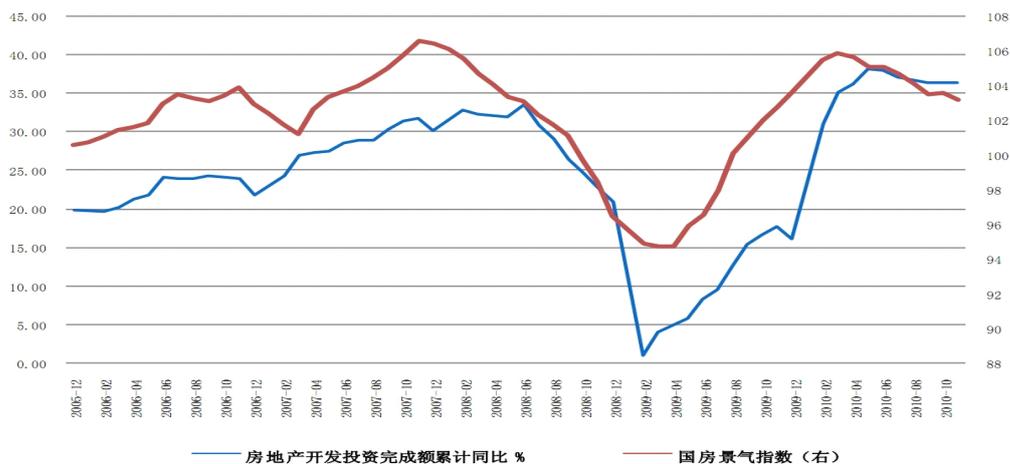


## （二）物流业及房地产

天胶需求除了跟新车的销售量有关外，与物流业的活跃度亦紧密相关，甚至后者起着决定性的作用。因为物流业越发达，车辆使用频率就越高，轮胎使用寿命就越短，更换周期也就越短，最终必将强力拉动对天胶的需求；反之，物流业不活跃，即使新车销售量增加，但车子使用频率低，轮胎更换周期必将增长，对橡胶的需求最终也必将起到强大的抑制作用。而房地产领域作为物流业的主力军，对橡胶需求有很大影响。如果房地产行业弱，对于整个运输影响很大，特别是对对载重轮胎、橡胶有很直接的影响。

图9：2010年国房景气指数

数据来源：WIND 资讯



2010年，尽管政府出台了一系列的房地产调控政策，使得2009年房价的快速飙升在一定程度上得到控制，但总体而言，国内房地产市场仍然在2009年的历史高点上更上一层楼。图9表明，2009年房地产销售繁荣，其开发投资增长只有16%左右，但是2010年的房地产开发投资增长则基本上保持在36%以上的水平。更为严重的是，2010年住宅价格快速上涨已经由2009年的一线城市蔓延到全国二三线城市。另外，国房景气指数在2010年有所回落，但仍处在阶段性高位。房地产开发投资的迅速增长及国房景气指数的居高不下都说明虽然政府试图调控房地产业，短期内房产销售可能放缓，但仍然保持增速。

其次，2010年通胀压力紧逼我国。我国2010年11月份消费者价格指数同比上升5.1%，创下两年多来的最大升幅，加剧了通货膨胀忧虑。中国央行在2010年两次上调了基准存贷款利率，但负利率情况依然严重。在通胀压力下，房地产成为资金保值升值的主要途径。另外，保监会2010年9月5日发布了《保险资金投资不动产暂行办法》，说明保险资金投资不动产开闸。截至12月初，各大保险公司到中国保监会报批的重大不动产投资项目已经超过110单，而在这110单项目的背后是近5000亿元的可投资资。保险资金介入房市将使房市降温难上加难。

最后，人民币升值也利好房地产市场。由于美国连续的量化宽松政策及中国GDP的高速增长，美元对人民币不断贬值。同时美债收益率的不断下降使美元再度受到拖累。在这一背景下，人民币对美元汇率中间价在2011年的首个交易日延续上年末的走高势头。1月4日人民币对美元汇率中间价报6.6215，连续第十个交易日延续上行走势，并再度改写汇改以来新高纪录。人民币的升值将吸引热钱的流入，并投资于房地产以求获得增值。

总之，房地产市场在2011年仍然将保持旺盛发展势头，一线城市的房市发展可能放缓，但二、三线可能增速较快。房市的繁荣暗示物流业的兴旺，这必将带动机动车等的销售和使用频率。这也对轮胎及天胶需求构成强力支撑。

## 七、结论

美国有可能实施第三轮量化宽松货币政策，欧债危机仍在继续，意味着欧盟也可能继续向市场注入流动性。而人民币的不断升值将吸引更多热钱的流入。持续的热钱流入将推动我国整体经济的通货膨胀，并构成对天胶价格的利好。我国明年的信贷规模较今年变化很小，毕竟政府仍然将保增长放在第一位，且橡胶不像农产品，政府打压橡胶价格高企的动力要弱。可以预计到明年国内的资金供给仍然相当充足，橡胶投机的需求将会加强，这会极大促进橡胶价格上涨。

2011年全球天胶供应难以有效提升，预计全球天胶供应将持续不足，缺口达69000吨，略低于今年的短缺80000吨。我国2011年天胶供应约为69000吨，增幅不大。由于全球天胶供需偏紧的形势在2011年2月至5月的天胶越冬季将加剧，预计天胶价格在2011年上半年继续保持2010年上涨态势，并可能冲向

43000-45000元/吨的阶段新高。国际油价在2011年年中即可突破100美元，石油价格的上涨将导致合成橡胶价格的高企，这从反面构成对天胶价格的支撑。

面临原材料价格高企和国外多个国家对我国轮胎出口的反倾销或其他限制政策，我国轮胎业生存压力越来越大。为保护轮胎业，国家2011年有可能将天胶进口关税从20%下调到7%左右，这将有利于我国轮胎出口并促进天胶消费。

2011年我国汽车市场的需求将会从井喷增长向常速增长转变，增速较2010年将放缓，但基于汽车刚性需求达到15%的增速问题不大。预计我国2011年汽车销量可超过2000万辆，销量继续保持世界第一。美国汽车业继续复苏，预计2011年汽车销量可达到1300万辆左右。同时，印度汽车业也蓬勃发展。全球汽车业的迅猛发展将极大增加对天胶需求。

我国房地产投资势头不减，并向二、三线城市扩张。保险资金可介入房地产投资将使2011年房市调控难上加难，通货膨胀及人民币升值将吸引更多热钱投资房地产。房地产的继续兴盛标志着物流业的活跃，机动车使用频率加快，从而有更多换胎需求。

操作建议：2011年上半年天胶将继续保持上涨态势，并于4、5月份可能冲到43000-45000元/吨的历史高位。到第三季度，随着新胶的上市和国家宏观调控的深入，价格可能震荡下行。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 联系我们

### 总 部

地址：江苏省徐州市淮海东路 153 号新纪元期货大厦  
电话：0516 - 83831105 83831109

### 北京东四十条营业部

地址：北京市东城区东四十条 68 号平安发展大厦 403、407 室  
电话：010 - 84263809 84263892

### 南京营业部

地址：南京市北门桥路 10 号 3 楼  
电话：025-84787996 84787997 84787998

### 广州营业部

地址：广州市越秀区东风东路 703 号粤剧院文化大楼 11 层  
电话：020 - 87750882 87750827 87750826

### 苏州营业部

地址：苏州工业园区苏华路 2 号国际大厦六层  
电话：0512 - 69560998 69560988 69560990

### 常州营业部

地址：常州市武进区延政中路 2 号世贸中心 B 座 2008-2009  
电话：0519 - 88059972 88059971 88059978

### 杭州营业部（筹）

地址：杭州市上城区江城路 889 号香榭商务大厦 7-E

**全国客服电话：0516-83831105 83831109**