





吴宏仁

能源化工分析师

从业资格证： F0273475

 0516-83831180

 2210786183@qq.com

 www.neweraqh.com.cn

山东大学金融学硕士，浙江大学理学学士。新纪元期货研究所能源化工分析师，主攻天然橡胶期货和甲醇期货，兼顾程序化交易和期货理财产品开发。

## 2012 全球债务危机主导天胶走势

### 内容提要:

由于近年来全球特别是以金砖四国为代表的新兴国家汽车行业的高速发展，汽车保有量也急剧上升，于 2011 年中突破了 10 亿辆。汽车行业的快速发展带动了橡胶需求，从国际天然橡胶生产国协会的报告可以看出，天然橡胶的供需在未来相当长一段时间内都将保持偏紧的状态。

随着欧盟峰会提出更严格的财政纪律，欧盟有望朝着建立财政联盟的目标迈出坚实的一步。至于欧洲债务危机是步入尾声还是在酝酿新的争端，让我们拭目以待。同时，英国、日本和美国等发达国家，均有巨量的债务，全球各国主权债务已然成为一颗颗炸弹，随时可能引爆。

展望 2012 年天胶市场，我们需要关注以下几个因素：供需变化、全球债务危机的演化及美元指数进入上升周期。在综合考虑了各种因素的影响后，我们认为 2012 沪胶走势或将先扬后抑，也就是呈现冲高回落形态。同时我们预计 2012 年沪胶指数将在 20000-36500 区间运行。

**关键词：债务危机 冲高回落 偏紧**

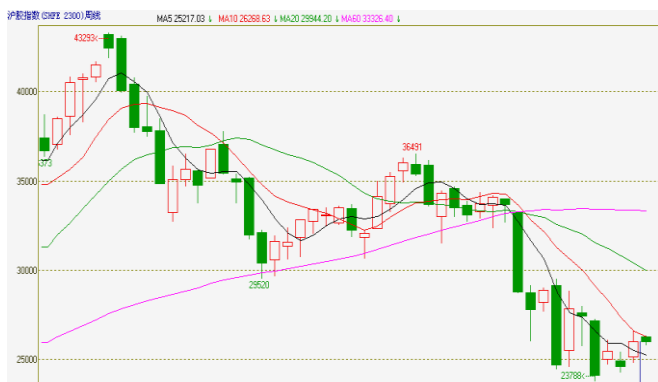
## 第一部分 2011 年天然橡胶市场回顾

### 沪胶与日胶走势：

2011 年上海期货交易所天然橡胶价格走势整体上呈冲高回落态势，从年初的 37000 一路冲高到 2 月上旬的 43000，然后掉头向下，经历了两次大幅度的下跌后，年底天然橡胶价格在 25000 附近震荡。今年对天胶价格影响的大事件主要有日本大地震、欧债危机和泰国洪涝。其中日本大地震重挫了日本汽车产业，导致全球汽车产业链的中断，使得日本汽车产量大幅下降，从而引发了天然橡胶价格上半年的一轮暴跌；之后下半年由希腊债务引发的欧债危机使得天然橡胶价格再次暴跌；雪上加霜的是，10 月泰国北部遭遇严重的洪涝灾害，淹没了泰国主要汽车厂，再次重挫了日本汽车厂商，同时也将天胶价格拉低至年内最低点，并引发了东南亚主要产胶国纷纷表态出台救市政策，包括减产、限价等措施。由此沪胶期价在年底陷入了宽幅震荡，有筑底之意。

日胶指数走势与沪胶指数走势基本一样，只不过日胶指数显得更弱一点，这可能与中日两国汽车行业现状有一定的关系，中国汽车产业正如日中天，正式登上全球第一大汽车产销大国，而备受打击的日本汽车行业虽然恢复超预期，但产销量大幅下降已是不争的事实。

2011 年沪胶指数（周线）



资料来源：新纪元期货 文华财经

2011 年日胶指数（周线）



资料来源：新纪元期货 文华财经

## 第二部分 宏观经济形势

### 一、国内宏观经济形势分析：

总体来看，我们判断 2012 年中国经济将处于一个新的经济周期的复苏阶段，但是在这个周期中，经济增长率将明显下降。外需疲软及国内房地产市场的降温将拖累 2012 经济发展，CPI 也将顺势回落，日前结束的中央经济工作会议为明年定调保增长，因此明年将扩大基础设施建设来推动经济增长，货币政策也将稳中有松，预计 2012 年将会多次下调存款准备金率。CPI 虽有回落，但预计也将保持在 3.5% 以上，与西方发达国家相比依然保持在高位。这些都将对明年大宗商品价格有一定的支撑。

### 二、国际宏观经济形势分析

国际方面，我们预计欧债危机将愈演愈烈，而这将使欧洲经济增长乏力，存在衰退的可能，这其中，明

年一季度末是欧洲各国还债高峰期，将是最可能引爆危机的重要时间点。美国经济形势则更乐观，目前作为美国经济核心部分的消费、房地产和就业中，消费是表现最好的，复苏前景好于预期，其他两部分均处于低位，预计明年也将获得微弱的复苏态势。2012 年美国经济的复苏或将好于预期。而美元指数将随美国经济复苏步入上升轨道，鉴于美国经济的复苏前景，我们预期 2012 美元指数将整体呈上升走势。

### 第三部分 市场供需及关键影响因素分析

#### 一、市场供需状况：

##### （一）国际供给：

据统计，目前全球胶园总面积约为 1.65 亿亩，2010 年天然橡胶产量为 996 万吨。其中年产量超过万吨的国家有 17 个，分别是：泰国、印尼、印度、马来西亚、中国、越南、科特迪瓦、利比里亚、斯里兰卡、巴西、菲律宾、喀麦隆、尼日利亚、柬埔寨、危地马拉、缅甸和加纳。2010 年全球天然橡胶产量同比增长 43 万吨，2011 年由于气候和产胶国卷入战乱等影响，产量增速有所减缓，但全球投产的橡胶园有所增加，产量仍然将增加 6.3 万吨至 1002.3 万吨。下表给出了过去 10 年及今明两年全球天然橡胶总产量（2011 与 2012 数值为预估值）。

历年全球天然橡胶产量

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
全球产量(万吨)	733.2	733.7	803.3	875.6	889.2	984.6	972.5	987.7	953	996	1002.3	1038.8
增长率(%)		0.07	9.49	9.00	1.55	10.73	-1.23	1.56	-3.51	4.51	6.3	3.64

资料来源：新纪元期货

##### （二）国际需求：

2010 年全球天然橡胶需求量为 1003.2 万吨，考虑全球汽车保有量和增长，对天然橡胶的需求预计每年将增长 3.5% 以上，过去十年及今明两年全球天然橡胶需求如下表（2011 与 2012 数值为预估值）。

历年全球天然橡胶需求量

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
天胶需求量(万吨)	733.3	762.8	803.3	871.5	908.2	921.6	973.5	1008.8	964.7	1003.2	1043	1080

资料来源：新纪元期货

### (三) 国内供给:

目前国内种植橡胶面积约为 1570 万亩, 占全球种植面积的 9.5%, 但其中未投产的橡胶园比重较大, 超过 40%。今年已投产橡胶种植面积约为 910 万亩, 产量约 70 万吨。今后每年新投产面积将在 120 万亩左右, 约增加橡胶产量 6-8 万吨。每年新增加的橡胶种植面积在 25-30 万亩之间, 到 2015 年, 全国橡胶种植面积将超过 1600 万亩, 天然橡胶产量将超过 80 万吨, 2020 年国内天然橡胶产量将至 120 万吨。下表列出了过去十年及今明两年中国的天然橡胶产量 (2011 与 2012 数值为预估值)。

历年中国天然橡胶产量

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国产量 (万吨)	50	53	56	57	52	53	59	54	64	66.5	70	77
增长率 (%)		6.00	5.66	1.79	-8.77	1.92	11.32	-8.47	18.52	3.91	5.26	10.00

资料来源: 新纪元期货

### (四) 国内需求:

2010 年中国天然橡胶的消费量为 329 万吨, 其中包括天然橡胶含量在 95% 以上的复合橡胶。同年国内天然橡胶产量只有 66.5 万吨, 自给率仅为 20.2%。2000 年, 中国天然橡胶年需求量首次超过 100 万吨, 入世后, 许多知名的橡胶产品生产商落户中国, 导致中国天然橡胶消费量持续大幅增长, 2006 年年消费量达到 256 万吨, 2010 年消费量达到 329 万吨, 这十年中年均复合增长率为 12%, 见下表 (绿色部分为预估值)。

历年中国天然橡胶消费量

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
消费量 (万吨)	70	110	140	153	200	215	240	255	269
增长率 (%)	0	2.80	27.27	9.29	30.72	7.50	11.63	6.25	5.49
年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
消费量 (万吨)	306	329	340	371	404	441	480		
增长率 (%)	13.75	7.52	3.34	9.00	9.00	9.00	9.00		

资料来源: 新纪元期货

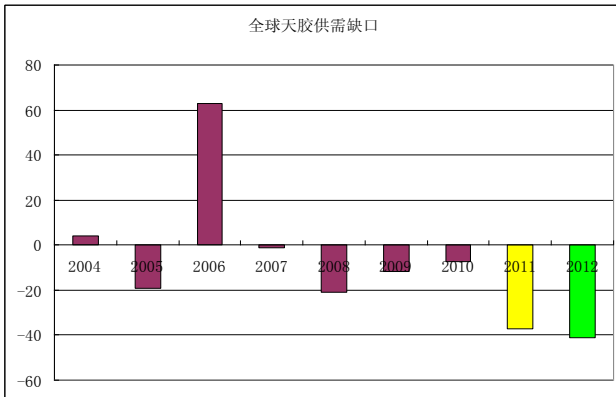
### (五) 供需缺口:

下图显示了 2004-2012 年间天然橡胶供应缺口, 正值表示供大于求, 负值表示供小于求, 黄色标识了 2011 年的预估值, 绿色部分标识了 2012 年度的预估值。从图中可以看出, 在这 9 年间, 天然橡胶供给整体偏紧。据天然橡胶生产国协会估计, 2011 年全球天然橡胶需求量为 1043 万吨, 但全球产量仅为 1002 万吨, 缺口高达 41 万吨, 2012 年全球天然橡胶需求量为 1080 万吨, 同期全球产量预估为 1038.8 万吨, 缺口高达 41.2 万吨。

在过去的十年间, 中国天然橡胶的产量增加了 30%, 但是同期, 随着中国汽车产销量的快速增长导致汽车保有量的快速上升和轮胎消费量的快速增长, 对天然橡胶的需求增长的更快, 十年增长了 200% 多, 增速远大于产量, 这导致了天然橡胶自给率逐年下降。未来几年, 随着大量的胶园投入生产, 中国天然橡胶的产量以较快的速度增长, 但同时需求量也将保持较快增长速度, 因此未来几年中国天然橡胶的自给率仍将保持在

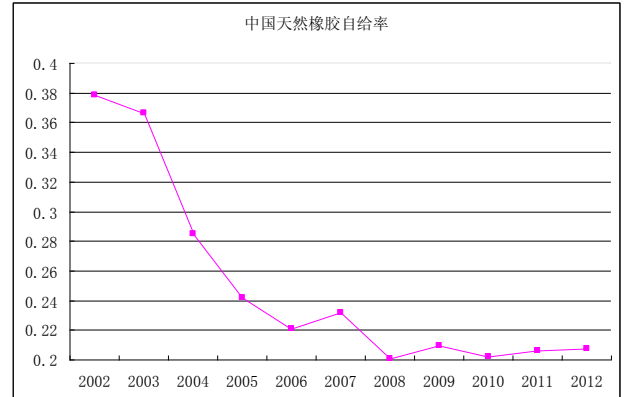
较低的水平上。

全球天然橡胶供需缺口



资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

中国天然橡胶自给率

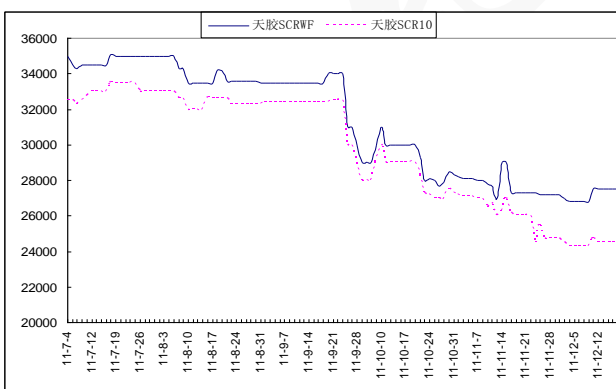


资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

## 二、现货价格走势:

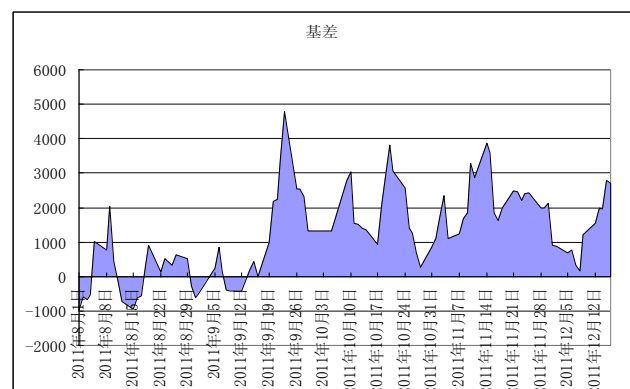
2011 年下半年以来,特别是 9 月下半月以来,天然橡胶期货价格出现了一波急跌,现货价格也跟着大跌。云垦天胶 SCRWF 价格从 34000 元/吨跌至 27000 元/吨,天胶 SCR10 价格从 33000 元/吨跌至 25000 元/吨,跌幅均超 7000 元/吨;泰胶 USS3 价格从 130 泰铢/公斤跌至 90 泰铢/公斤,跌幅达 30%;印度天然橡胶价格也出现了一波较大跌幅。相对于天然橡胶,合成橡胶价格比较稳定,波动小,但也出现了一波明显下跌。总的来说,现货价格跌幅要小于期货价格,在此期间,基差大幅波动且有明显扩大,这表明期货市场价格跌幅明显大于现货价格跌幅。近期基差较大,意味着现货价格对后市期货价格或将有较强支撑。

云垦天胶 SCRWF、SCR10 现货价格走势



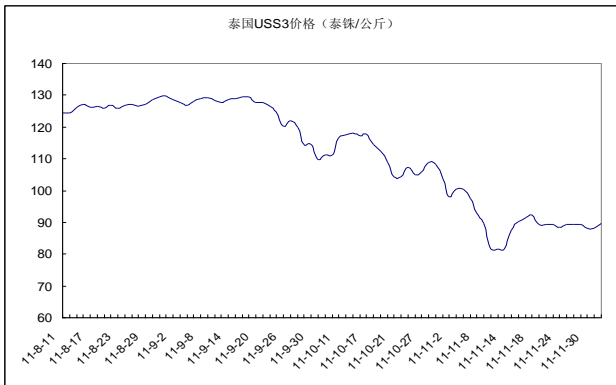
资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

云垦 1#天胶价格与沪胶指数基差走势



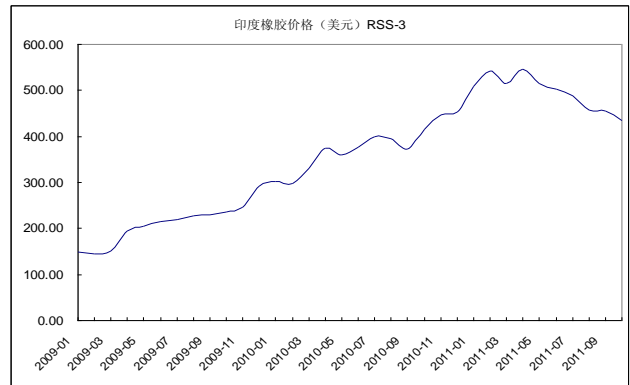
资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

泰国 USS 价格 (泰铢/公斤)



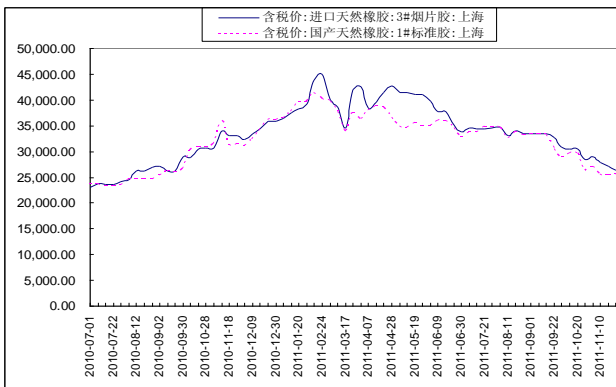
资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

印度 RSS3 橡胶价格 (美元/百公斤)



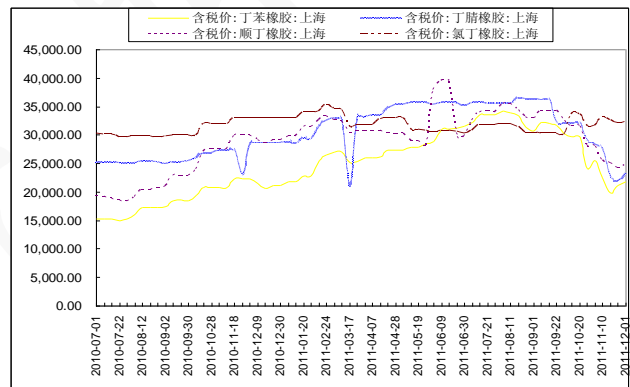
资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

上海进口、国产天然橡胶含税价



资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

上海合成橡胶含税价



资料来源: 新纪元期货 wind 资讯

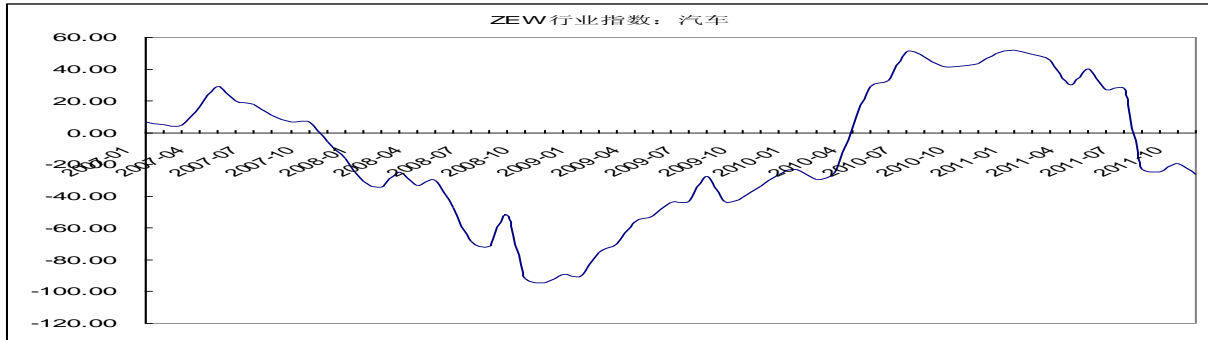
### 三、汽车产销状况:

#### (一) 全球汽车产销量:

下图显示了欧洲经济研究中心统计的 ZEW 汽车行业指数, 指数的走势说明在经历了 2010-2011 年短暂的复苏之后, 又陷入了衰退。目前多家机构对 2012 全球汽车产销预期悲观: 瑞银发布研究报告预计, 2011 年中国汽车行业总销量将达到 1878 万辆, 同比微增 4.3%, 创下 10 年来新低。瑞银分析师牟其峥预计, 2011 年狭义乘用车预计销量为 1214 万辆, 同比增长 8.3%, 成为过去十年来仅次于 2008 年的新低。据美国的一家汽车研究中心 CAR (CenterforAutomotiveResearch) 预测, 明年西欧的新车销量将同比下跌 5.3%。该汽车研究中心的负责人 Ferdinand Dudenhoffer 称, 欧洲债务危机造成经济疲软, 明年西欧新车销量将下降 67.1 万辆 (同比下降 5.3%)。明年将成为西欧车市 18 年来最糟糕的一年。CAR 还预测明年全球车市的销量增长停滞, 因为亚洲、南美、美国以及俄罗斯市场销量的增长将同欧洲市场的下降相抵消, 另外, 各车企为提高在发展中国家的产能而进行的投资将使其自身的营业利润面临巨大压力。全球最大的汽车市场中国市场的销量增长也正在放缓, 中国市场 2009 年汽车销量同比增长 48%, 2010 年同比增长 32%, CAR 预测, 今年中国车市将同比增长 4%。

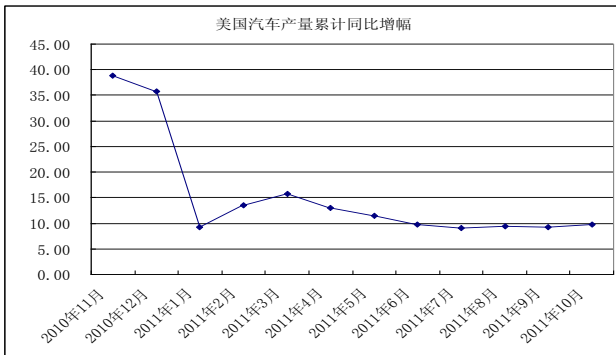
美国、德国、日本和韩国的 2011 汽车累计同比增幅数据也显示了目前全球汽车生产活动正处于一个新的衰退期，随着欧美各国债务危机的演进，汽车生产活动可能受到更多影响。

ZEW 行业指数:汽车



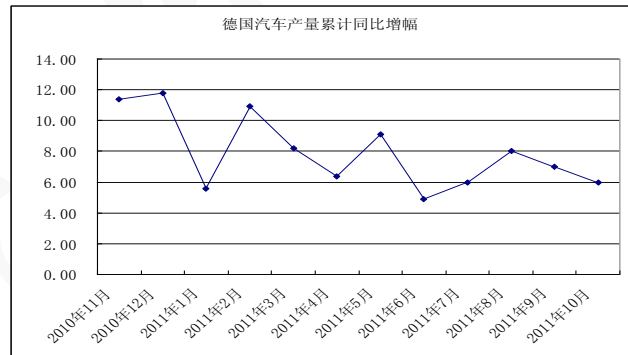
资料来源：新纪元期货 wind 资讯

美国汽车产量累计同比增幅



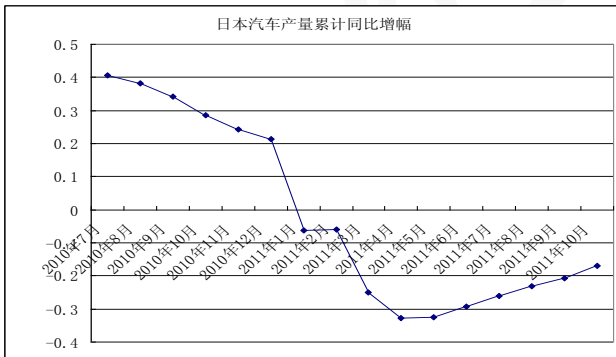
资料来源：新纪元期货 wind 资讯

德国汽车产量累计同比增幅



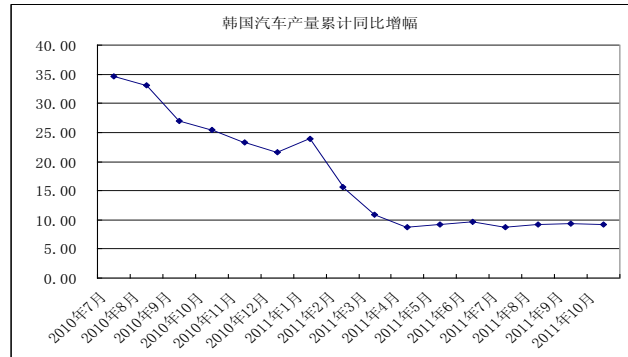
资料来源：新纪元期货 wind 资讯

日本汽车产量累计同比增幅



资料来源：新纪元期货 wind 资讯

韩国汽车产量累计同比增幅



资料来源：新纪元期货 wind 资讯

世界著名的汽车行业杂志 Wardsauto 公布的数据显示目前全球处于使用状态的汽车存量已突破 10 亿辆。特别是新兴市场国家的保有量增长强劲。汽车保有量的大幅增长可能在未来几年带动轮胎消费的大幅增长，从而拉动全球天然橡胶消费。

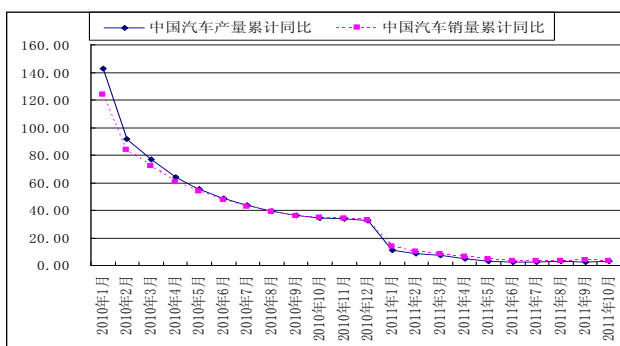
## (二) 中国汽车产销量:

1-10 月汽车累计产销量分别为 1503 万和 1515 万辆，同比增幅仅分别为 2.79%和 3.28%。汽车市场难再

现之前的快速增长，中国汽车工业协会称，预计今年中国汽车总销量增幅最多不超过 3%，较此前预测的约 5% 有所下降，这已是中国汽车工业协会今年第二次下调了年度销售增长预期，与该组织最初预测的 10% 至 15% 的增幅更是相形见绌。中国汽车工业协会副秘书长熊传林说，今年剩余时间中，如果汽车销量能够赶上去年的水平，就算好的了。尽管预期下调，3% 的增幅仍意味着约 1,860 万辆的销量，仍能使中国确保世界第一大汽车市场的地位。去年美国的新车总销量约为 1,160 万辆。汽车产销不旺可能拖累天然橡胶价格。

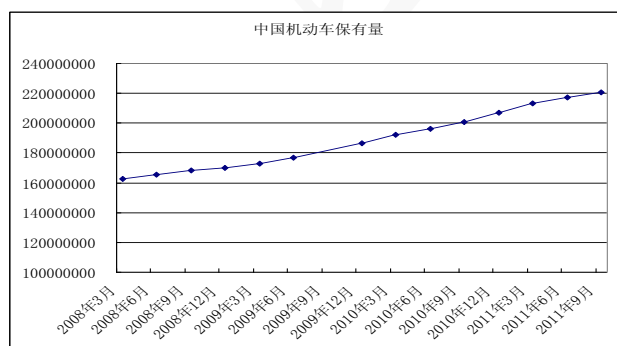
同时，经过几年的飞速发展，中国机动车销量基数已经非常大，因此虽然增速萎缩，但中国机动车保有量绝对值呈现快速增长。截止 2011 年 9 月，中国机动车保有量已经突破了 2 亿 2 千万量。巨大的机动车保有量将产生巨大的橡胶消费需求。

中国汽车产销量累计同比增幅



资料来源：新纪元期货 wind 资讯

中国机动车保有量



资料来源：新纪元期货 wind 资讯

## 四、天然橡胶库存变化：

### (一) 全球天胶库存：

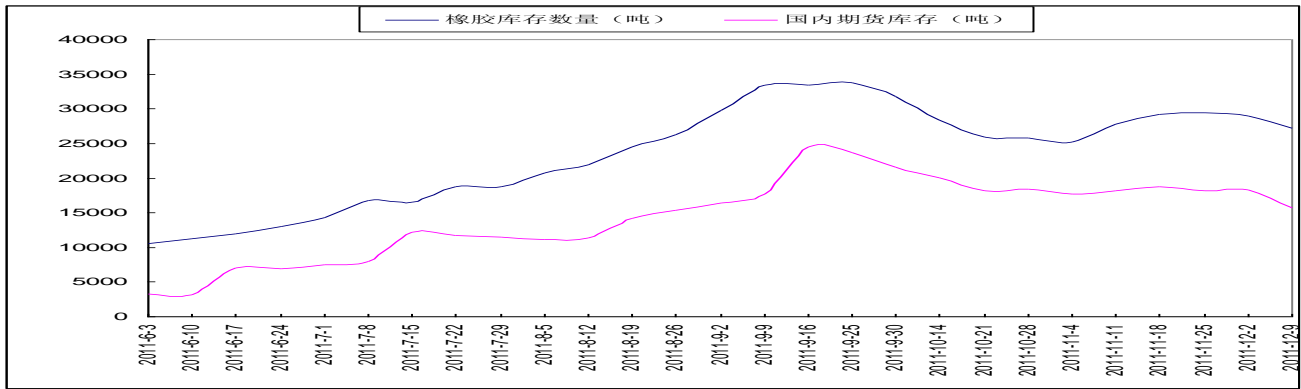
ANRPC 称，一些农户可能选择连根拔除老橡胶树重新种植并闲置低产的橡胶树。不过，因为之前播种的橡胶树开始投产，今年投产橡胶园面积已经扩大了约 216,000 公顷，在 2012 年还将再扩大 162,000 公顷。除了马来西亚和泰国外，ANRPC 其它所有成员国的产胶面积都将会扩大。越南天然橡胶产量继续增长，今年产量则是 780,000 吨左右，2012 年将增加至 800,000 吨以上。因大量新胶园的投产，中国产量也将大幅增加，2012 年天然橡胶产量增长幅度可能超 6%。ANRPC 称成员国第四季度天然橡胶橡胶出口量可能较去年同期减少 3.0%，这其中包括了天然橡胶含量多于 95% 的复合橡胶出口。同时部分需求转向合成橡胶，在过去两年时间里，天然橡胶需求量占橡胶总需求量的比例已经下滑了 2.1%，也就是相当于减少 545,000 吨天然橡胶需求。日前天然橡胶生产国协会报告称，截至 2011 年末全球天然橡胶库存将升至 127 万吨，在过去三个月内增加了 20%，比 6 月末的库存增加了 50%。到 2012 年 1 月末时库存可能超过 140 万吨。ANRPC 数据显示尽管天然橡胶产量增长速度已经放缓，但供应仍在增加，而需求疲软。

### (二) 中国天胶库存：

从下图可以看出，上半年的低库存在下半年逐步得到了缓解，也在国庆节前达到高峰，而节后天然橡胶库存略有减少。据统计，截至 12 月初，上海期货交易所天然橡胶库存虽较前期有所下滑，但依然处于较高的位置。中国海关数据显示，中国前 11 个月天然橡胶（包括乳胶）进口量同比增 13%，至 190 万吨，其中 11 月进口量为 24 万吨。同期，中国进口合成橡胶（包括胶乳）131 万吨，同比降 7.4%。其中 11 月进口量为 11.8 万吨。随着进口数量的增长，国内天然橡胶库存将会在较长时间内维持在高位上。



上海交易所天然橡胶库存走势



资料来源：新纪元期货 wind 资讯

## 五、美元指数及原油走势：

下图显示从长期上看美元指数在底部徘徊，但同时有上攻意愿。从技术手段上看，美元指数处于震荡筑底的阶段，同时，在未来较长时间内，美元指数将迎来一轮上涨走势，也就是说美元正处于一个长期牛市中，中长线看多。

美原油指数走势则与美元正好相反，其目前正处于一个顶部的高位震荡中。从长期来看，随着美元指数的走强，原油指数有望高位回落。但这并不意味着短期内原油就不会涨，由于原油主要产地的中东和北非正处于动荡不安的局势中，随时都有可能爆发新的战争。毫无疑问的是，一场战争将大幅推高国际原油价格。日前高盛预计 2013 年布兰特原油将达每桶 130 美元，并称即使是在相对疲弱的经济成长环境下，原油价格料仍将持续上涨，而这将令需求增速放缓。同时高盛预计 2013 年美国原油价格为每桶 126 美元，其与布兰特原油价格之差或将进一步收缩，因海上输油管建成令产能提高至每日 40 万桶。高盛同时维持 2012 年布兰特原油价格为每桶 120 美元、美国原油价格为 112.5 美元的预估不变。

美元指数走势



资料来源：新纪元期货 文华财经

美国原油指数走势

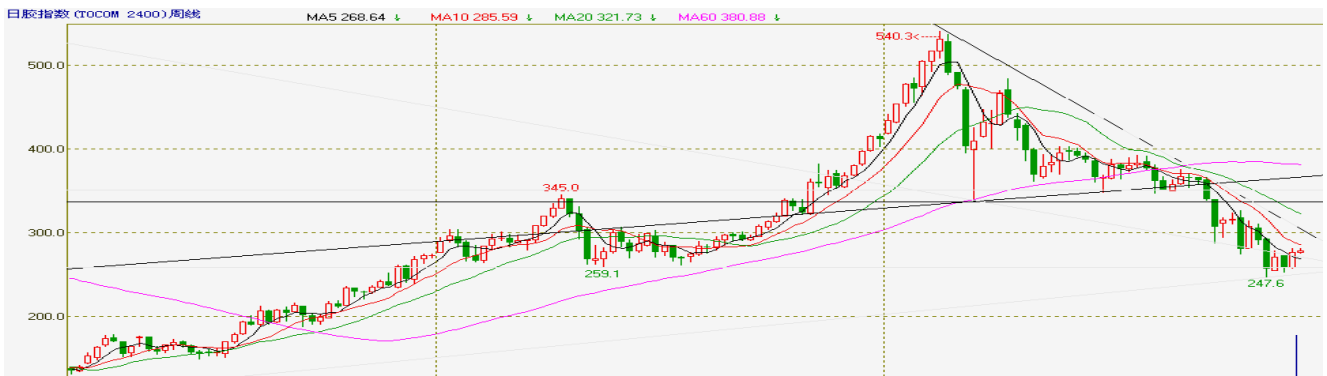


资料来源：新纪元期货 文华财经

## 六、日胶指数分析：

从日胶周线图上看，日胶指数从今年 2 月的高点 540.3 下跌以来，跌幅已经过半，价格与 2010 年 5 月的低点相当。持续大幅下跌或使得日胶指数已达阶段底部区域，若后市日胶能在震荡走稳的前提下，向上有效突破下行趋势线，则中线上看，日胶或将有一轮反弹行情。但受国际宏观经济疲弱影响，反弹高度恐有限。

日胶指数走势图



资料来源：新纪元期货 文华财经

## 第四部分 沪胶走势历史规律分析

### 一、沪胶指数走势长周期分析：

通过对 1997 年 4 月以来的沪胶指数的月度 k 线进行分析，采用的是波谷之间的距离，结果见下图，沪胶上市以来的价格波动周期统计如下图。从图中可以看出，沪胶指数的周期长度在 16-19 个月之间，平均长度为 18 个月，而 18 正是卢卡斯数列中的数字，但出现频率最高的是 16 个月和 19 个月。在每一轮周期中，总是先涨后跌。最近的一个周期为从 2010 年 6 月至 11 月的周期，为期 18 个月，据此我们可以判断目前沪胶或已进入筑底阶段，将在本月或上月见到局部低点，然后将启动新一轮周期，也就是说沪胶后市将有一个上涨期。

沪胶指数长周期示意图



资料来源：新纪元期货 文华财经

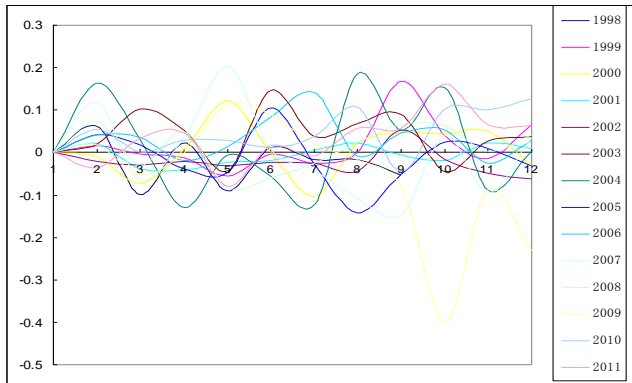
### 二、沪胶指数季节性分析：

为了获得天然橡胶期货价格的季节性走势，我们研究了从 1998 年至今一共 14 年度期货价格序列。下图显示了着 14 年中不同月份沪胶价格的涨跌变化趋势。

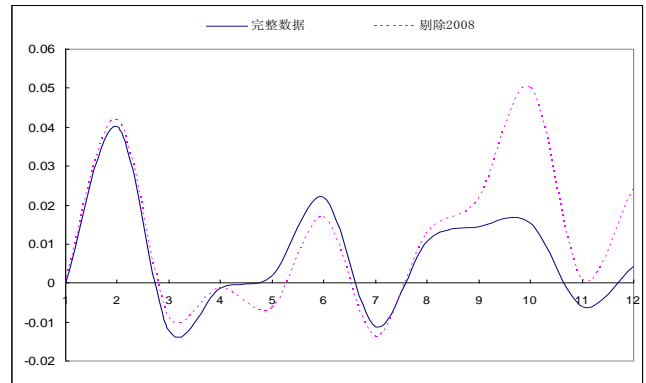
从图中可以看出，受金融危机影响，2008 年下半年的走势明显出现异常，因此我们在研究时，对比了剔除 2008 年数据前后的情况。从下图可以看出，2008 年下半年的数据的影响非常大，剔除 2008 年数据是合理的。从剔除 2008 数据的季节性指数走势图可以看出，通常情况下，8、9 月份沪胶价格处于相对低位，而 2、

3 月份沪胶的价格处于相对高位。而 10 月沪胶往往处于多头市场。

历年沪胶指数年内走势图

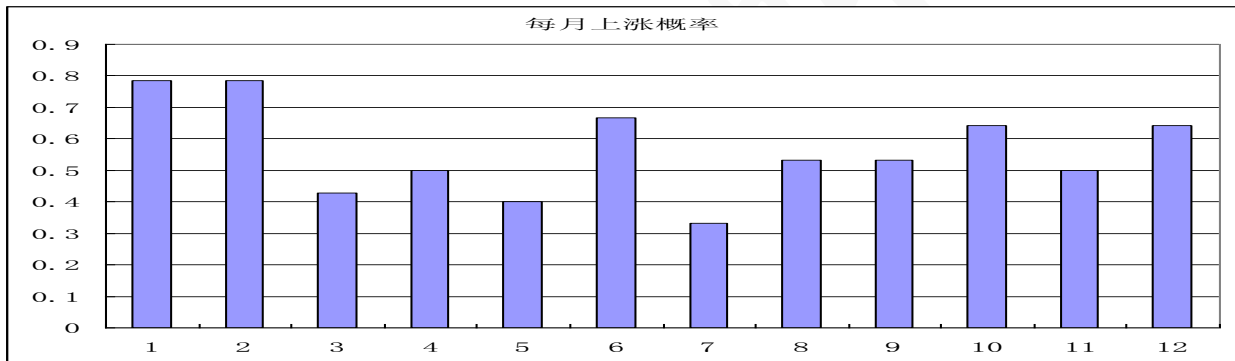


沪胶结算价季节指数



资料来源：新纪元期货 WIND 资讯

另外，我们统计了每个月上涨的概率，结果见下图，可以看出，1 月、2 月沪胶上涨的概率最大，而 6 月、10 月和 12 月上涨的概率也较大，4 月、8 月、9 月和 11 月则涨跌相当，而 3 月、5 月和 7 月下跌的概率更大。



资料来源：新纪元期货 WIND 资讯

## 第五部分 2012 沪胶走势展望及操作建议

综合以上各因素来看，由于需求较旺，天然橡胶的供应将在相当长一段时间内都是偏紧的，再加上主要产胶国泰国等的托市政策，使得在短期内国内天然橡胶价格跌破 24000 是很难的。而一旦全球宏观经济企稳，那么天然橡胶偏紧的基本面将起主导作用，可能带动橡胶上涨。但鉴于欧债危机目前还没有得到有效的处理，利空期价的隐患依然存在，沪胶指数年内的次高点 36500 或将是未来相当长时间内沪胶难以逾越的一道屏障。基于谨慎的原则，我们认为沪胶指数 2012 的运行区间或在 20000-36500 之间。综合考虑橡胶的生产季节性特征和价格波动的季节性分析结果，我们认为沪胶后市走势大体与 2011 年相似，将呈现先扬后抑的冲高回落态势。

基于以上的判断，操作上我们建议在年初时可以尝试建立多单，待期价冲高后止盈并同时建立中长线的空单。对于下游的天胶用户来说，可在年前趁低价采购橡胶，提高库存，备好明年至少一个季度的用胶量，或者是建立沪胶多单进行买入套保。而对于上游的产胶企业来说，则可等到胶价上涨到高位时对之后的产量进行卖空套保。

新纪元期货