

新常态下天胶产业格局演变探究

2015年5月

Build **WhiteRock**
into your **Fortune**



全球宏观生态分析



天然橡胶产业格局演变



天然橡胶价格趋势判断

1、全球宏观生态分析

1.1 全球宽松仍是主基调

1.2 美国经济复苏走弱，加息预期延缓

1.3 欧洲宽松加码 经济前景好转

1.4 日本经济失速与超级量化宽松

1.5 中国经济与央行的新常态

1.1全球宽松仍是主基调

➤ 2015年全球宽松仍是主基调

由于经济增长尚未获得持续动能，目前看来2015年美英央行在收紧货币政策方面都料将十分谨慎，以呵护经济增势。

英国央行之前一直被认为将是首个开始加息的主要发达国家。但是由于经济出现放缓趋势，房市开始降温，英国央行今年的货币政策会议基本均处于按兵不动的状态。

英国

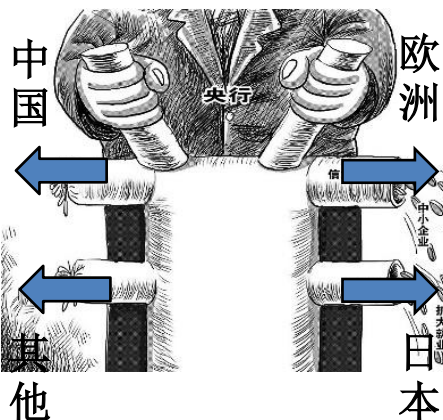


美国

美国一季度经济走弱，美联储关注的LMCI就业综合指标创下新低，且通胀数据仍处低迷，这使Fed在加息时点上可能会比原来预期的6月更加延迟，加息的力度也偏弱。目前市场预期Fed将于9月或晚于9月加息，同时2015年的加息的次数为1次，每次25个基点。

去年下半年以来，央行通过公开市场操作，SLO/SLF/MLF，降准降息，注资政策性银行等持续放水。

2014年新兴经济体增长下滑，不少央行的货币政策均呈宽松趋势。低油价低通胀为各国央行在保持宽松的货币政策方面提供了更多空间。



欧洲央行将利率调降至历史低位0.05%。2015年3月，欧洲央行正式启动总额1.1万亿欧元的资产购买计划，每月购买600亿欧元政府和私人债券，持续至2016年9月。

日本央行维持货币基础每年扩大80万亿日元的规模。日本三支箭失效，日本利率仍将较长时间接近零的水平，不排除加大量化宽松规模。

1.1全球宽松仍是主基调

➤ 2015年中国货币政策

- 从外汇占款角度看，二季度央行仍有降低存款准备金率25个基点的空间。
- 稳增长成为主旋律，低通胀也创造了宽松的条件，货币宽松远未结束，或降准降息交替进行。

时间	政策	释放流动性
2月5日	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。对达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率50个基点，对中国农业发展银行额外降低存款准备金率400个基点。	6000亿元
3月1日	融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%	/
4月20日	自4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点	1.3万亿
4月20日	经国务院批准，国开行和进出口银行将获得央行以外汇储备委托贷款债转股的曲线方式注资，金额分别为320亿美元和300亿美元。财政部则以“返税”方式注资农业发展银行，初步拟订的方案是以逐年返还农发行上缴税收，注资量和国开行及进出口银行相当，约为1500亿元。	4680亿元
截止2015年4月	中国人民银行通过中期借贷便利向大型商业银行、政策性银行、股份制商业银行、城市商业银行等净投放中期基础货币	4350亿元
截止2015年4月	央行公开市场操作（逆回购）	-1000亿元
5月11日	自2015年5月11日起金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。	/

1.1全球宽松仍是主基调

➤ 2015年以来多个国家加入货币宽松潮

地区	利率名称	当前值	前次值	变动基点	公布日期
瑞士	3M LIBOR目标利率	-1.25% - -0.25%	-0.75% - -0.25%	↓50	2015-01-15
加拿大	隔夜目标利率	0.75%	1.00%	↓25	2015-01-21
丹麦	定存利率	-0.75%	-0.50%	↓25	2015-02-05
瑞典	附买回利率	-0.10%	0.00%	↓10	2015-02-12
印度	回购利率	7.50%	7.75%	↓25	2015-03-04
印尼	政策利率	7.50%	7.75%	↓25	2015-02-17
泰国	政策利率	1.5%	1.75%	↓25	2015-04-29
俄罗斯	基准利率	12.5%	14.00%	↓150	2015-04-30
澳大利亚	隔夜拆款利率	2.00%	2.25%	↓25	2015-05-05

1.2 美国经济复苏走弱，加息预期延缓

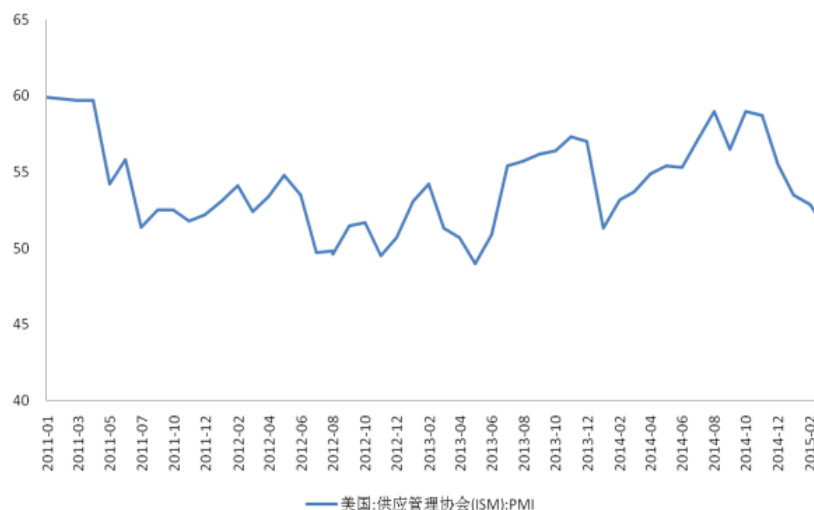
➤ 美国经济复苏走弱

- 统计数据超预期/不及预期的[Bloomberg经济意外指数](#)显示，美国经济不及预期达金融危机以来之最；除了非农之外，几乎所有的数据表现都令人失望。同时领先数据PMI也显示经济放缓仍未企稳。

美国经济意外指数



美国PMI指数

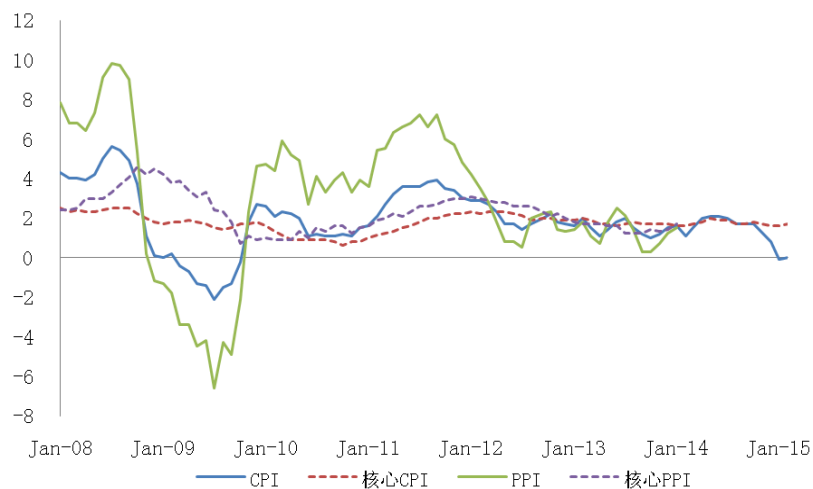


1.2 美国经济复苏走弱，加息预期延缓

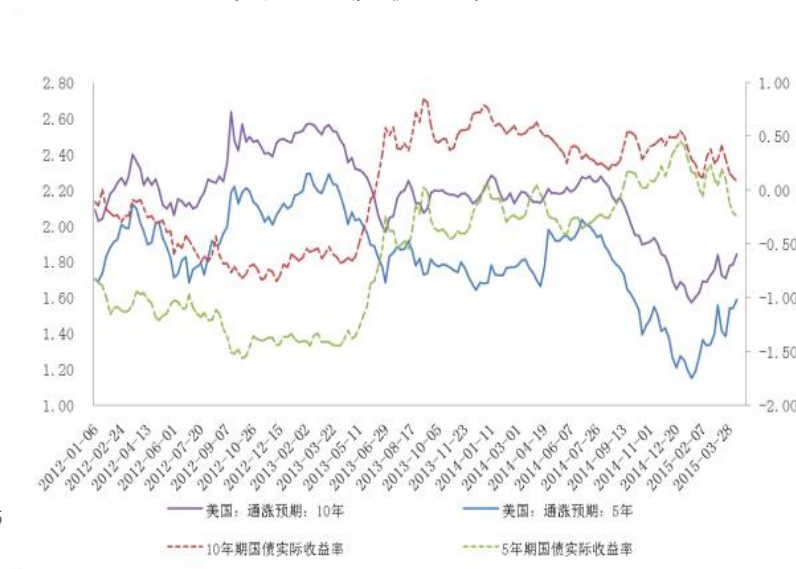
➤ 美国通胀仍疲弱

- 2014年年中以来，主要受原油下跌影响，CPI数据持续下降；同时TIPS显示的通胀预期也处历史低位；低迷的通胀数据令Fed加息动力变弱。

美国通胀数据



美国国债收益率

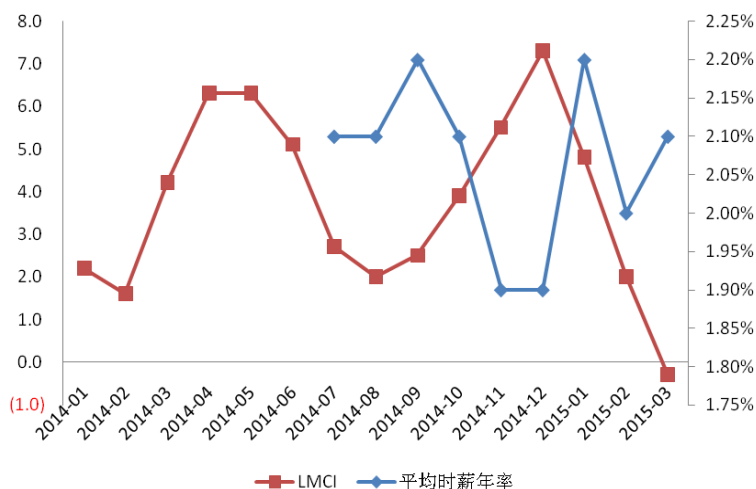


1.2 美国经济复苏走弱，加息预期延缓

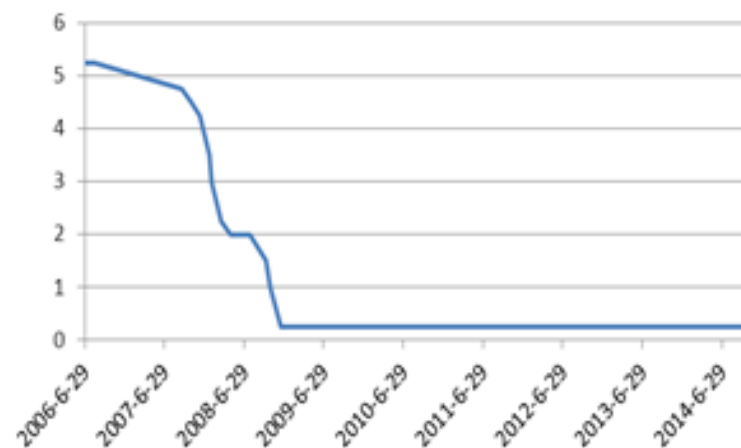
➤ Fed关注的就业指标创历史新低，加息预期延缓

- Fed密切关注的LMCI（长期就业指标）自2014年底以来持续走弱，3月更是首次出现负值，唯一的亮点是，劳工工资增长率较稳健，并且持续在2%上下，有助于通胀的回升。
- FOMC关注的LMCI就业综合指标创下新低，并且货币政策锚定的通胀数据仍处低迷，这也使Fed在加息时点上可能会比原来预期的6月更加延迟，同时加息的力度也偏弱。
- 目前市场预期Fed将于9月或晚于9月加息，同时2015年的加息的次数为1次，每次25个基点。

美国长期就业指标



FED基准利率近6年维持0-0.25%水平



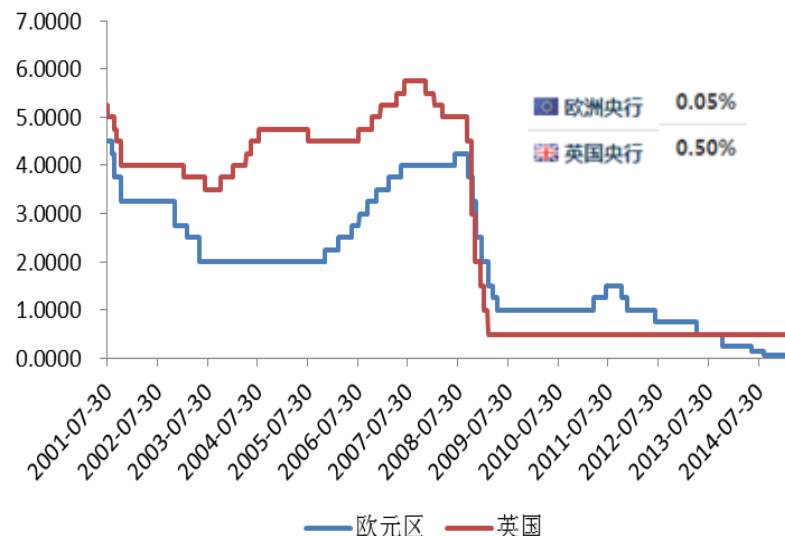
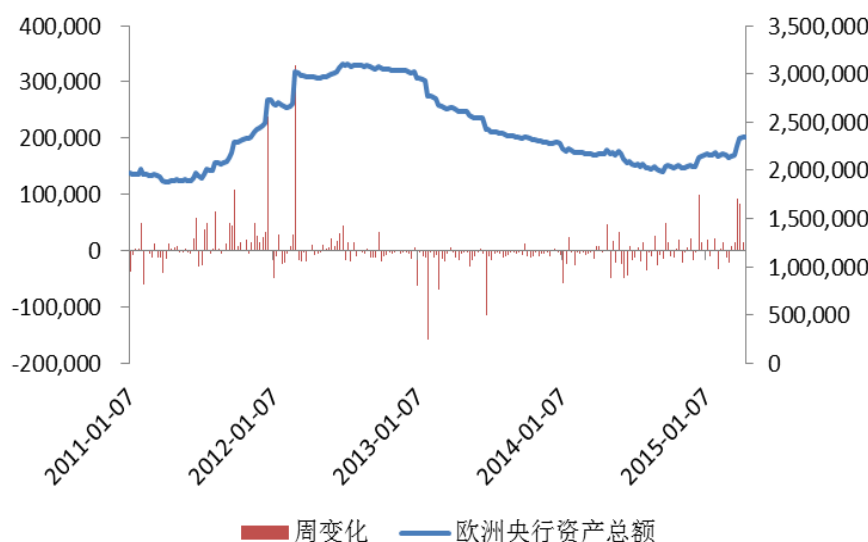
1.3 欧洲宽松加码 经济前景好转

➤ 欧洲宽松加码

- 2015年3月，欧洲央行正式启动总额1.1万亿欧元的资产购买计划，根据这一计划，欧洲央行将每月购买600亿欧元政府和私人债券，持续至2016年9月。自3月份以来，欧央行资产负债表已经扩表1882.26亿欧元。
- 为提升通胀，欧央行将主要再融资操作利率从0.15%降至0.05%，边际贷款/存款利率亦同步下调10基点，依次降至0.3%、-0.2%。相比来看，英国央行较长时间维持利率不变，并在往加息路径发展。

欧洲央行资产负债表（百万欧元）

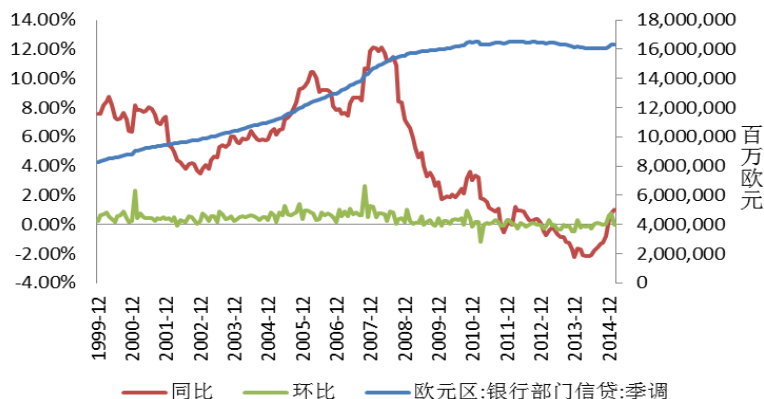
欧洲央行与英国央行利率



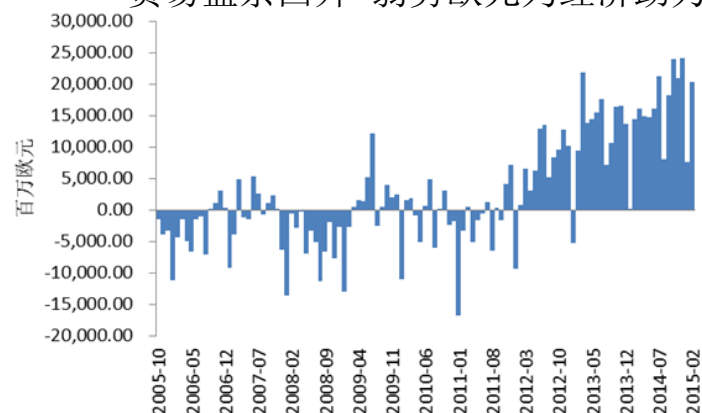
1.3 欧洲宽松加码 经济前景好转

➤ 欧洲经济前景好转

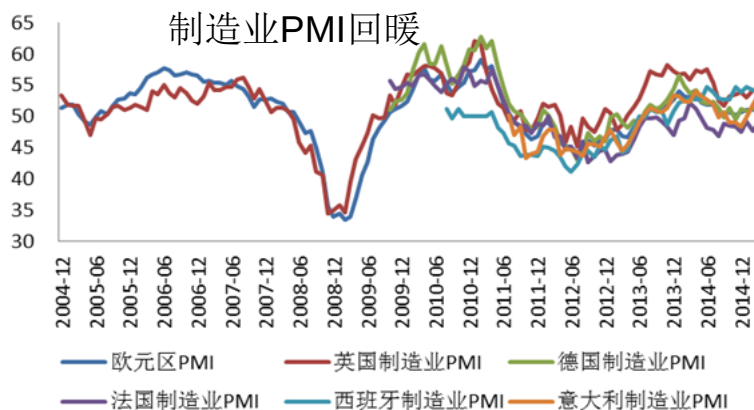
银行部门信贷回升 QE对实体经济的作用显现



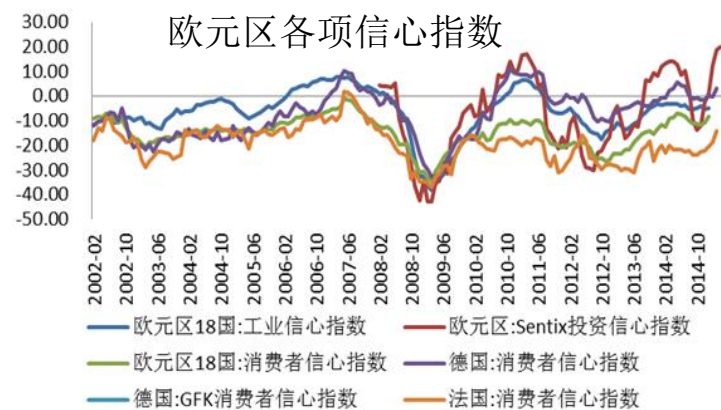
贸易盈余回升 弱势欧元为经济助力



制造业PMI回暖



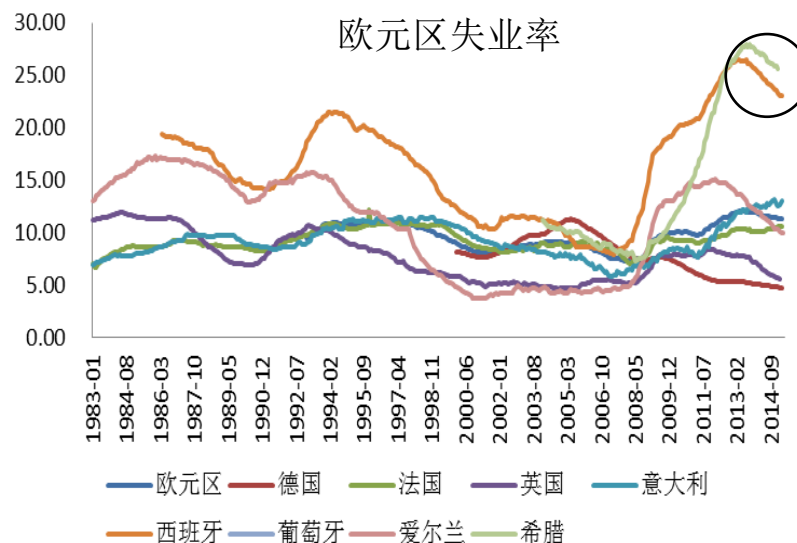
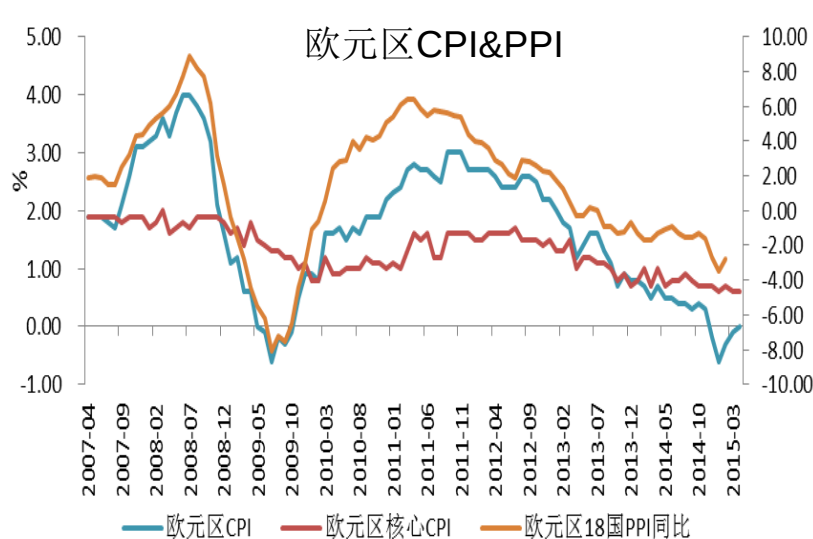
欧元区各项信心指数



1.3 欧洲宽松加码 经济前景好转

➤ 欧元区通缩之忧与失业之痛——但略见好转

- 欧元区CPI和核心CPI分别为0%和0.6%，尽管CPI扭转负值，但仍长期低于1%。未来欧洲经济若仍然一如继往地处在通缩环境中，并且通胀率长时间低于2%的目标，那么从长时间来看欧央行将有可能采用开放式QE，将加大资产购买规模或延长资产购买期限。
- 欧洲失业率依然保持在两位数，不过已经开始稳步下降，2月欧元区失业率为11.3%，前值为11.4%。从下图看，就业形势较为严峻的希腊和西班牙，其失业率也呈下降趋势。

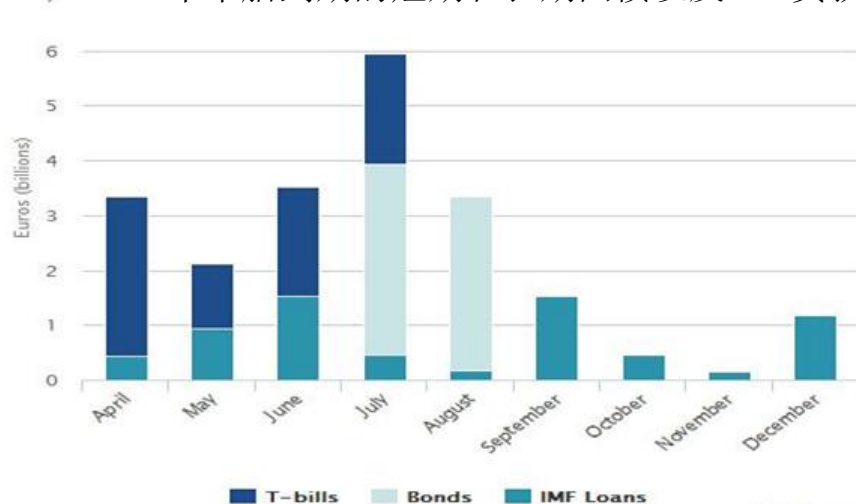


1.3 欧洲宽松加码 经济前景好转

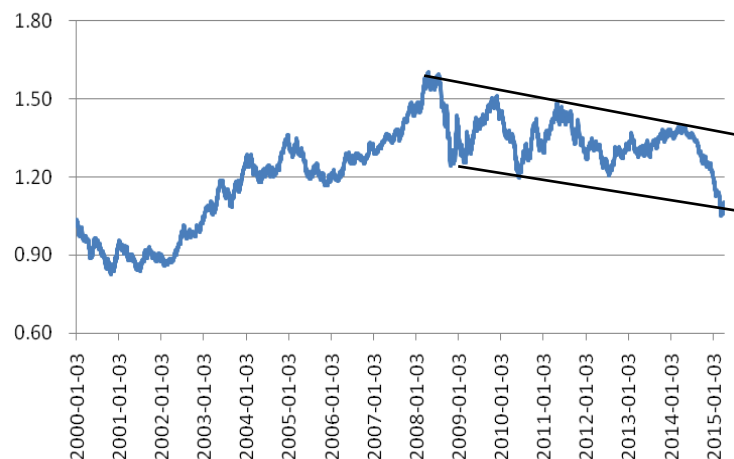
➤ 希腊的违约风险正在步步逼近

- 短期来看，欧元存在反弹需求。一方面一季度美国经济数据不佳，美元指数调整；另一方面也反应了市场对QE引导下欧洲经济复苏的预期。从技术上看，欧元美元月线级别目前在底部获得支撑。
- 长期来看，在欧美两国货币政策对比之下，资金依然在从欧元区流向美国。此外，希腊和西班牙现存和潜在的政治风险也对欧元构成压力。真正能够解决希腊问题的方案尚未找到，因此希腊退欧并非不可能。此外，西班牙选举也将增加不确定性。因此，对于欧元对美元的汇率前景，2015年继续贬值难以避免。

2015年希腊到期的短期和长期国债以及IMF贷款



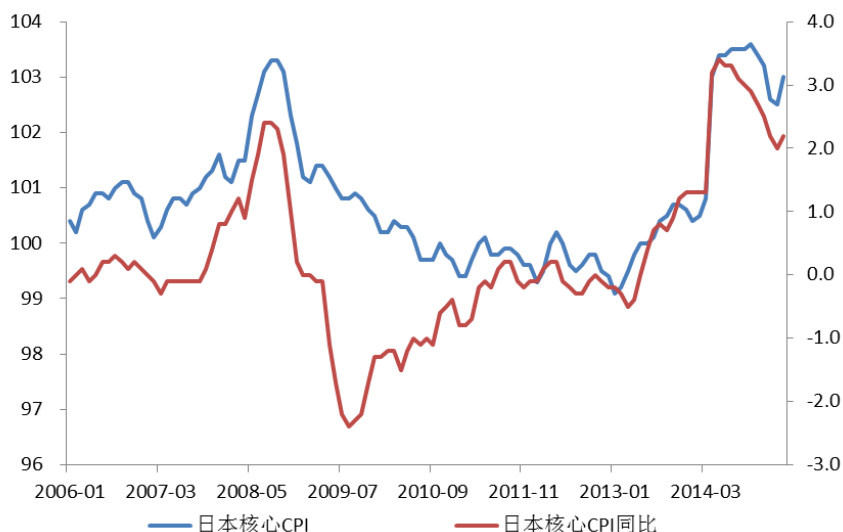
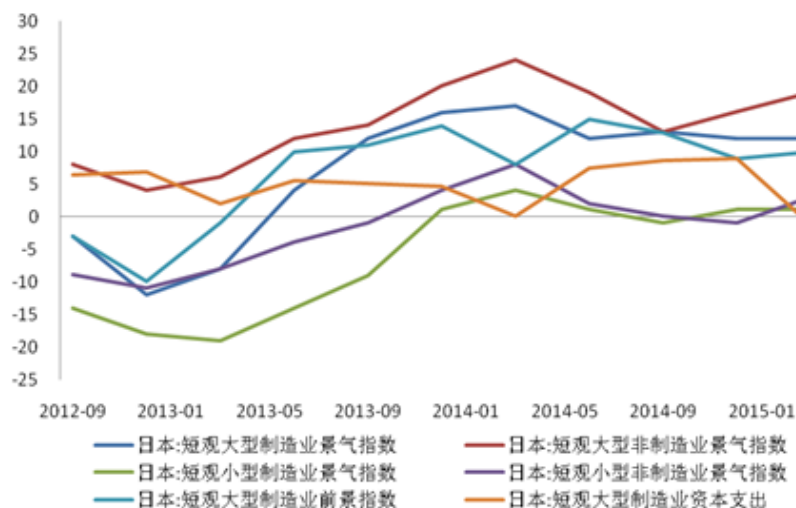
欧元美元月线走势图



1.4 日本维持超级量化宽松

➤ 经济增速转暖与通胀回落

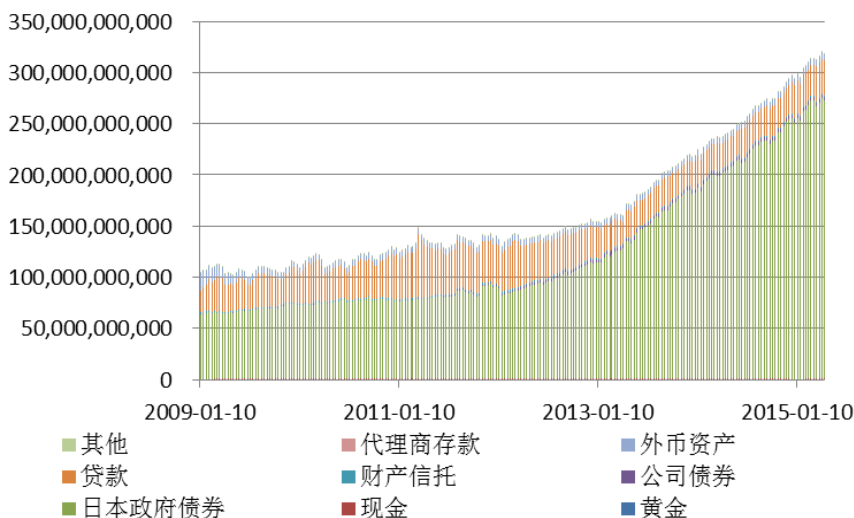
- 继连续两个季度负增长后，2014年第四季度日本GDP年化增长率为1.5%，消费增速有所回升，资本支出继续疲软。
- 2015年第一季度日本短观大型制造业资本支出下滑，企业信心不足。
- 伴随能源价格跌势企稳，日本3月核心CPI同比增速2.2%，前期跌势企稳。



1.4 日本维持超级量化宽松

➤ 维持量宽规模，贸易逆差收窄

- 自日本实施大规模货币宽松以来，日本央行持续购买政府债券，负债于2015年4月达到325万亿日元，政府债券占比84%。
- 超级量化宽松带动日元大幅贬值，从而利好出口。自2014年开始商品贸易逆差进一步缩窄，于2015年3月恢复顺差，达到33亿日元。预计在日本企业恢复信心、日本经济增速稳定前，日本将维持超级量化宽松的政策不变。

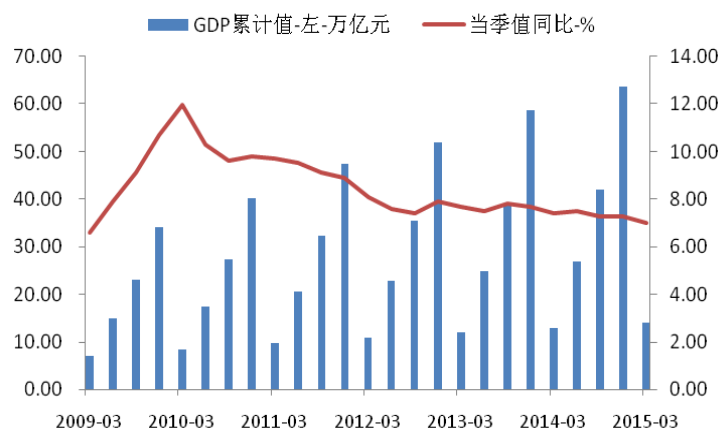


1.5中国经济与央行的新常态

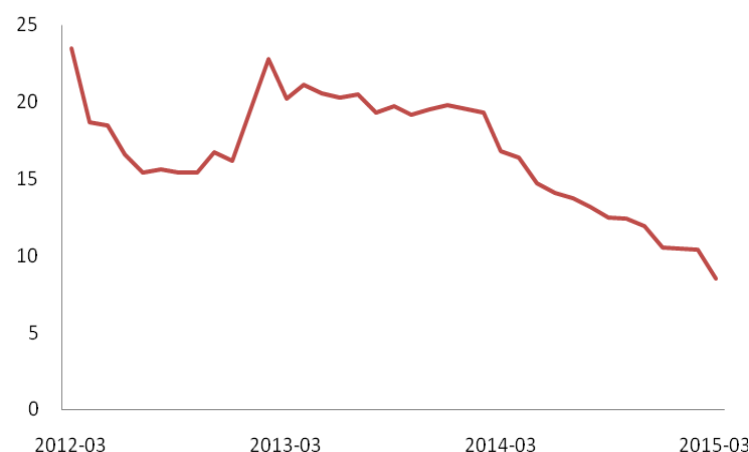
➤ 中国经济面临较大下行压力

- 1季度，GDP增速7%至14.07万亿元，增速较上季末降0.3个百分点。经济下行压力愈加增大，经济在调结构过程中尚未寻找到新的支撑点。
- 经济寒冬中，房地产投资持续下滑。1季度，房地产投资增速仅为8.5%，传统行业对经济拉动效应不断下滑。

1季度GDP增速放缓至7%



房地产投资增速持续下滑

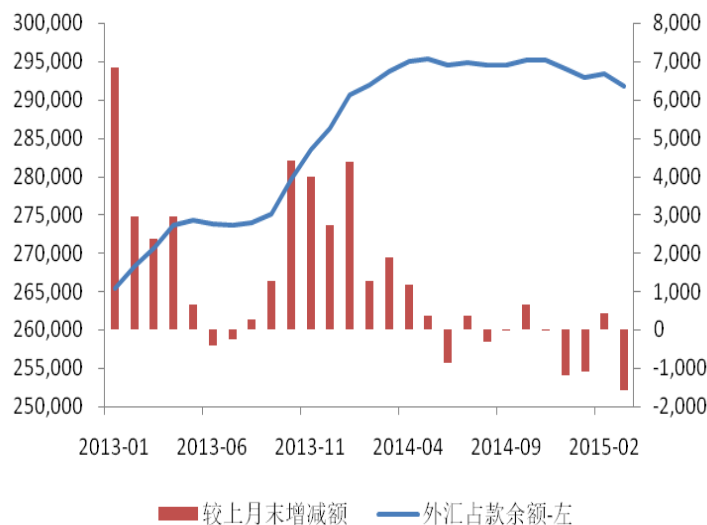


1.5中国经济与央行的新常态

➤ 央行的宽松之路

- 去年二季度我国外汇占款增加662亿元，如果今年2季度延续目前的下降势头，则流动性同比将减少近3000亿元，相当于降低存款准备金率25个基点。
- 如果此次降息降准效果仍不明显，央行或加大宽松力度，三季度不排除再次降息（对降低实体利率更为有效），降息降准交替进行。

外汇占款下降



中国式QE路径

1

降准降息，释放银行低成本资金

2

注资政策性银行，引导资金流向实体经济

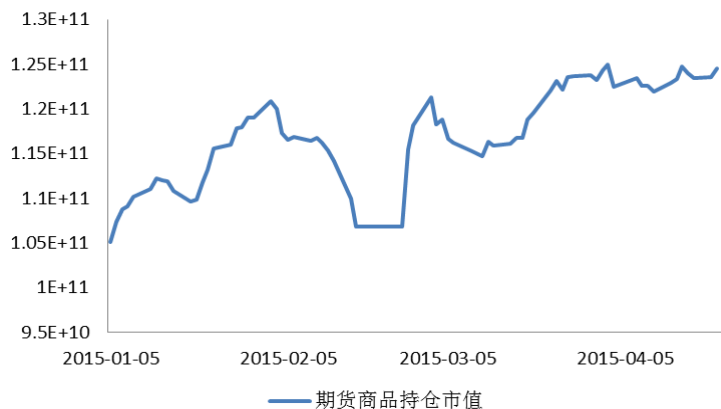
3

购买商业银行信贷资产，修复银行资产负债表，提升信贷投放能力

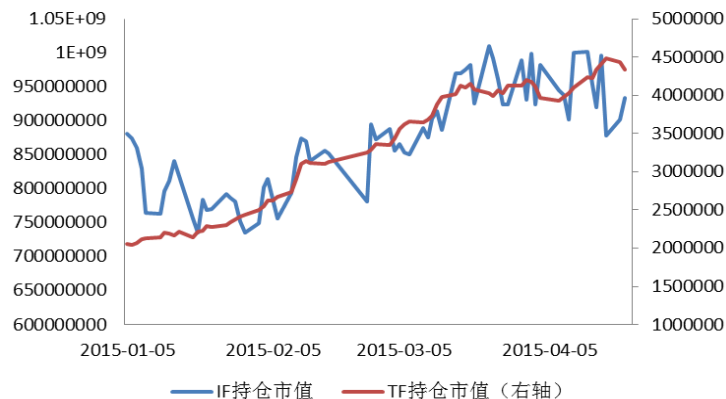
1.5中国经济与央行的新常态

➤ 央行的宽松之路-资金流向

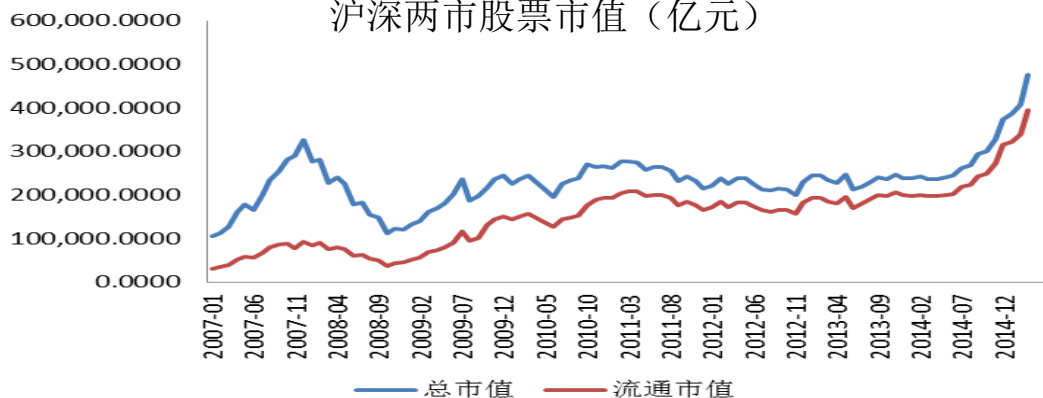
商品期货持仓市值



国债与股指期货持仓市值



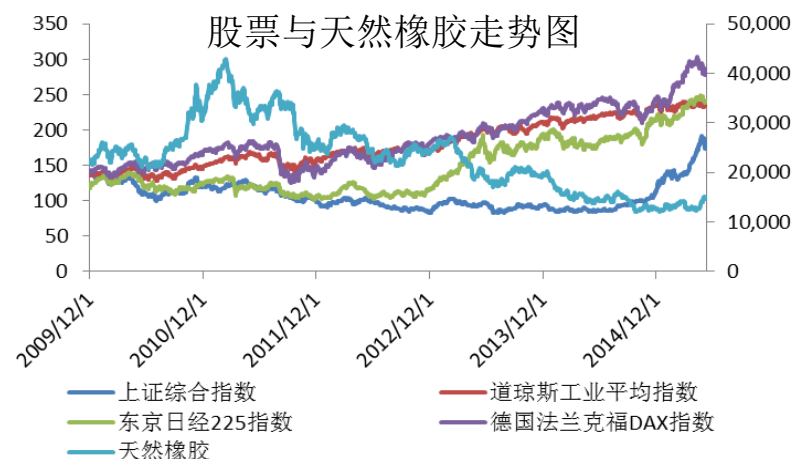
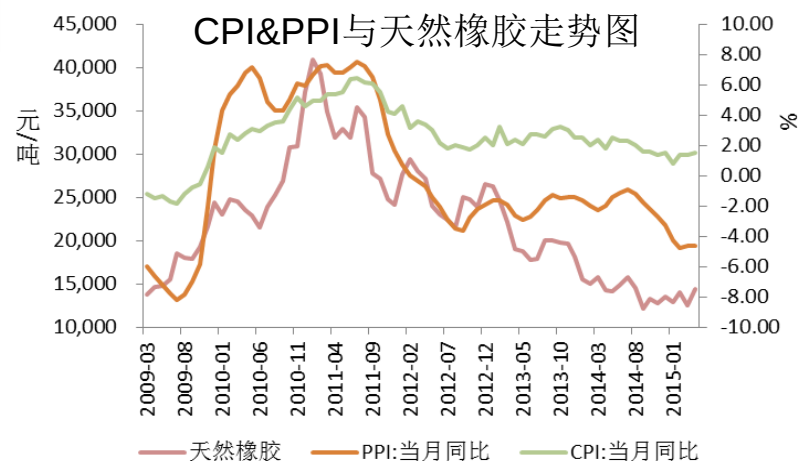
沪深两市股票市值（亿元）



1.5中国经济与央行的新常态

➤ 央行的宽松之路：货币-通胀-商品

- 货币超发高点之后的1—2年后，都出现了CPI高点，当前货币超发达到3.2%，流动性向好。
- 大宗商品走势与CPI同比变化基本保持一致方向。商品走势推动通胀变化，但反过来，通胀预期的变化也会引导商品价格的走势。随着全球以及中国货币宽松政策的实施，预期通胀将在未来1年有明显抬升。因此，在商品定价过程中，因考虑通胀溢价部分。



1.5中国经济与央行的新常态

➤中国版马歇尔计划：“一带一路”战略形成

2013年9月

习近平在出席APEC领导人非正式会议期间，在印尼国会发表演讲时提出中国愿同东盟国家加强海上合作，共同建设“21世纪海上丝绸之路”的倡议。

2013年10月

习近平在中央经济工作会议上提出，推进“丝绸之路经济带”建设，抓紧制定战略规划，加强基础设施互联互通建设。建设“21世纪海上丝绸之路”，加强海上通道互联互通建设，拉紧相互利益纽带。

2014年2月

习近平主席和普京总统就俄罗斯跨欧亚铁路与“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”的对接问题达成了共识。

2014年5月

作为“丝绸之路经济带”建设的首个实体平台，连云港中哈国际物流基地正式启用。

2014年11月

习近平在APEC峰会上宣布，中国将出资400亿美元成立丝路基金专门服务于“一带一路”的营运资金。

2014年12月

2014年中央经济工作会议提出“一带一路”是2015年区域发展的首要战略。

2015年2月

“一带一路”建设工作领导小组成员亮相。

2015年3月

3月28日，国家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。“一带一路”路线图正式发布。

1.5中国经济与央行的新常态

►中国版马歇尔计划：“一带一路”战略重点

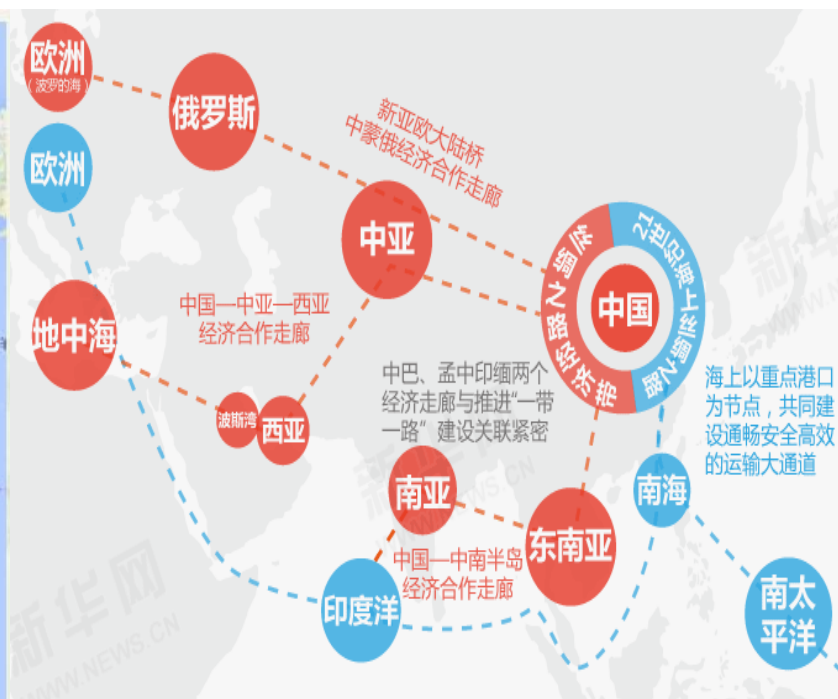
- 11月8日，习近平总书记主持APEC加强互联互通伙伴关系对话会，并发表题为《联通引领发展 伙伴聚焦合作》的重要讲话，并阐发五点加强互联互通、推进“一带一路”建议。

发展方向	以亚洲国家为重点方向，率先实现亚洲互联互通，中国愿通过互联互通为亚洲邻国提供更多公共产品
发展依托	以经济走廊为依托，建立亚洲互联互通的基本框架。
发展突破	以交通基础设施为突破，实现亚洲互联互通的早期收获，优先部署中国同邻国的铁路、公路项目。
发展抓手	以建设融资平台为抓手，中国将出资400亿美元成立丝路基金。
发展纽带	以人文交流为纽带，夯实亚洲互联互通的社会根基。

1.5 中国经济与央行的新常态

➤ 中国版马歇尔计划：“一带一路”战略布局

- “一带一路”战略计划体现了中国人谋求改变当前世界地缘格局的决心，整个欧亚大陆以及半个非洲都被覆盖在这个庞大的计划中。打通海上、陆上通道，使富有活力的中国经济真正全面融入全球经济版图，是亚非欧的能源矿产、金融等资源更经济有效的整合。
- 输出过剩产能、国内的雄厚资金以及人民币国际化是战略核心。中国更多得定位为一个成熟、开放且规模巨大的经济体系。把国内的资金、技术向周边落后的东南亚、南亚、中东、中亚、俄罗斯及身陷债务危机的欧洲投入，试图打造中国自己的全球经济格局。



1.5中国经济与央行的新常态

➤中国版马歇尔计划：“一带一路”战略机遇

- “一带一路”已经得到证券市场的积极响应，大宗商品市场受困于供需矛盾未根本性解决以及大宗商品市场仍处于“去泡沫化”阶段，虽未出现暴涨，但多数商品近期表现稳健，也与“一带一路”提振市场信心不无关系。
- 亚投行将至少为“一带一路”创造近万亿元的流动性，而“一带一路”能够盘活的国内大宗商品过剩产能，能够拉动的国内外消费需求则将是天文数字。无疑，大宗商品将成为“一带一路”最受益的领域之一。

黄金行业 重大机遇

沿线国家黄金资源丰富、需求旺盛，建立黄金合作发展机制，将给国内黄金市场带来重大机遇，有助于提升定价权。

建立能源 金融体系

关注“一带一路”能源金融衍生品的发展，包括油气现货、期货、金融产品合约、绿色金融等；形成管道、电网、枢纽等基建网络，建设能源交易枢纽，促进亚洲定价权

过剩产能 输出

“一带一路”基调是基建先行，能源、高铁、公路、核电等装备制造会带来大量钢铁矿产需求，沿线64个国家中，钢材净进口国占70%以上，“一带一路”战略势必带动基建产能的输出。

大宗商品 需求大增

作为输电线路主要耗材的铜、铝等有色金属需求将大量增加，煤炭、石油、天然橡胶等战略物资也将迎来新的机遇期

1.5 中国经济与央行的新常态

➤ 亚投行：成立意义与投资方向

意义



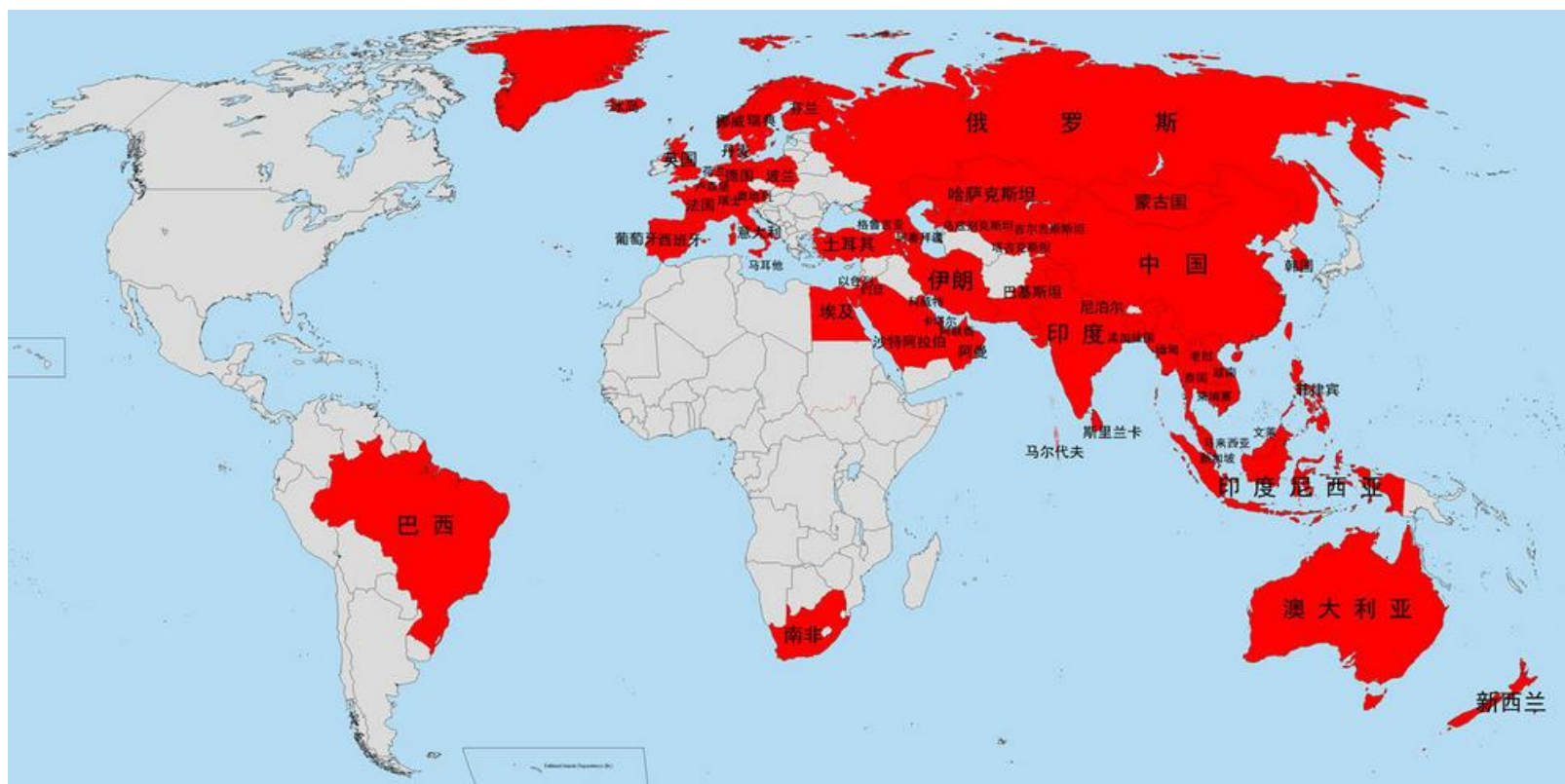
投资方向



1.5中国经济与央行的新常态

➤ 亚投行：初始成员国

- 截止4月15日，亚投行初始成员国57个，覆盖亚洲、大洋洲、欧洲、拉美、非洲等五大洲，囊括传统发达国家以及亚太地区新兴经济体的亚投行。从地域看，37个域内国家主要来自亚洲和大洋洲；20个域外国家来自欧洲、拉美和非洲。



2、天然橡胶产业格局演变

2.1 供需过程背景下产业生态演变

2.1.1 产业链各环节挤出效应

2.1.2 产业链各环节利润演变

2.2 新格局、新常态

2.2.1 产业整合实践

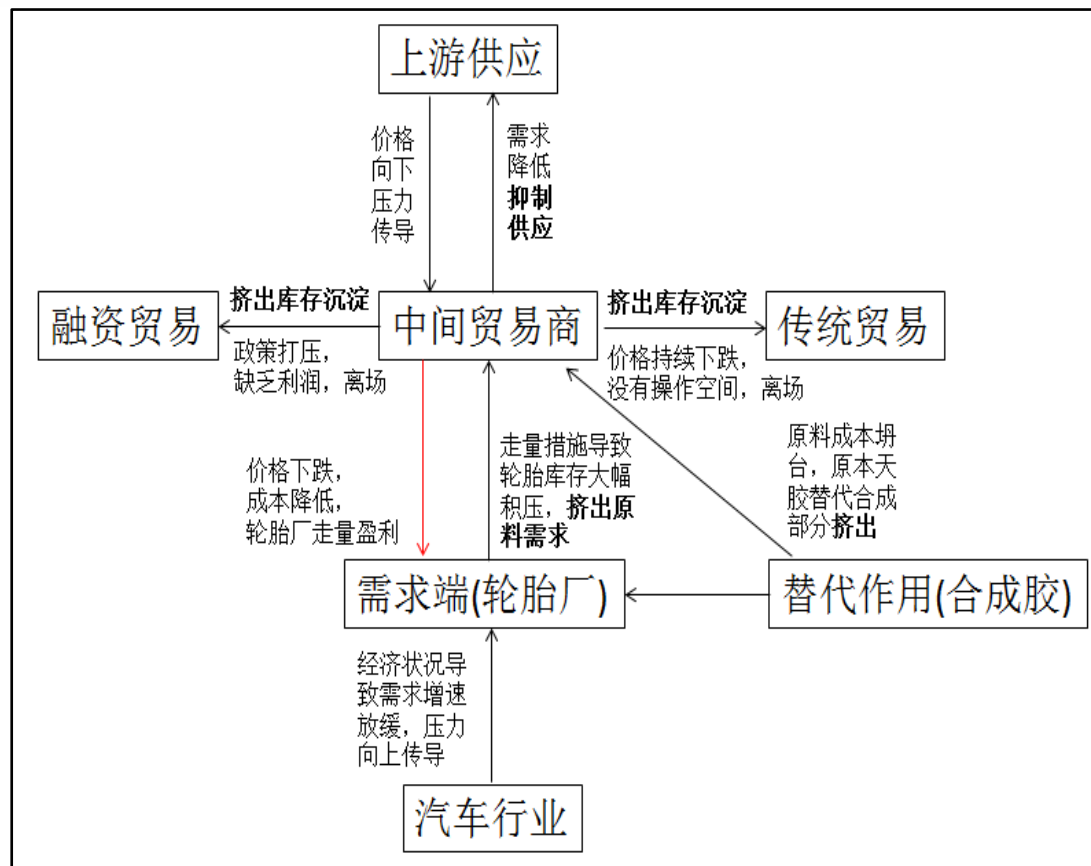
2.2.2 中国收储战略意义

2.2.3 一带一路大战略前景

2.2.4 能源价格熊市——运输成本回落

2.1 供需过剩背景下产业生态演变

➤ 产业链各环节间相互“挤出”——中间环节挤出最充分



1、上下游夹逼“挤出”传统贸易商。

2、政策及金融市场环境“挤出”贸易融资商。

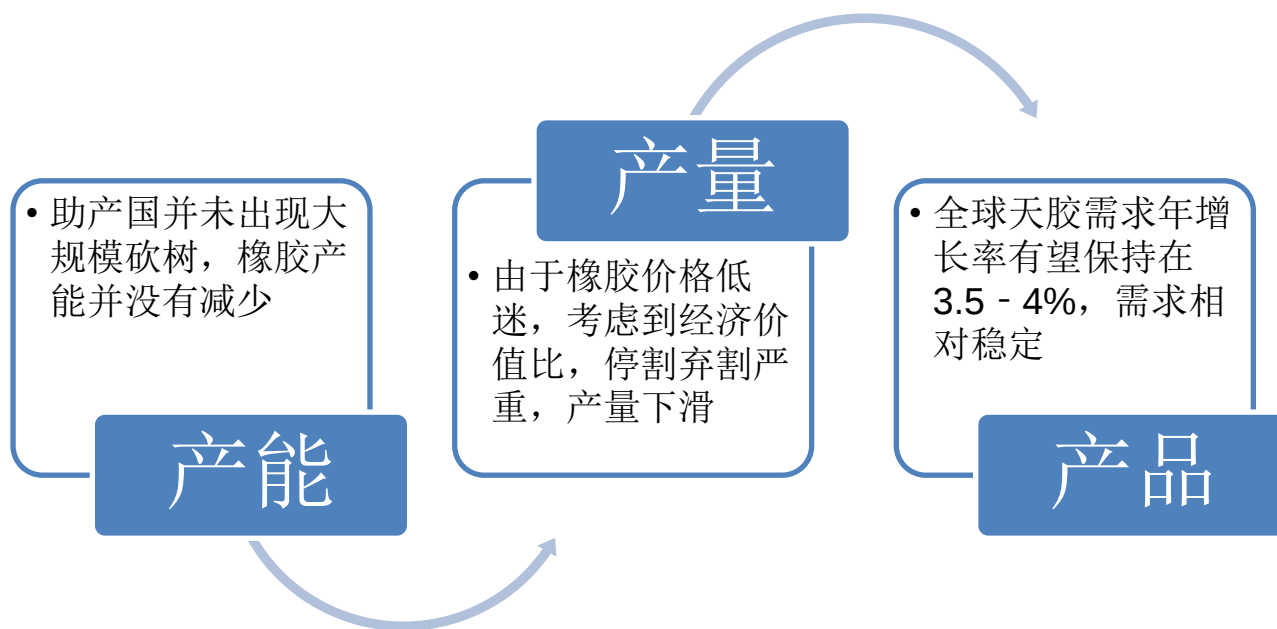
3、低胶价导致产能钝化，“挤出”供应增量。

4、商用车行业疲软，轮胎行业面临整合，“挤出”不良产能。

5、成本坍塌，合成胶的替代作用将“挤出”天胶需求。

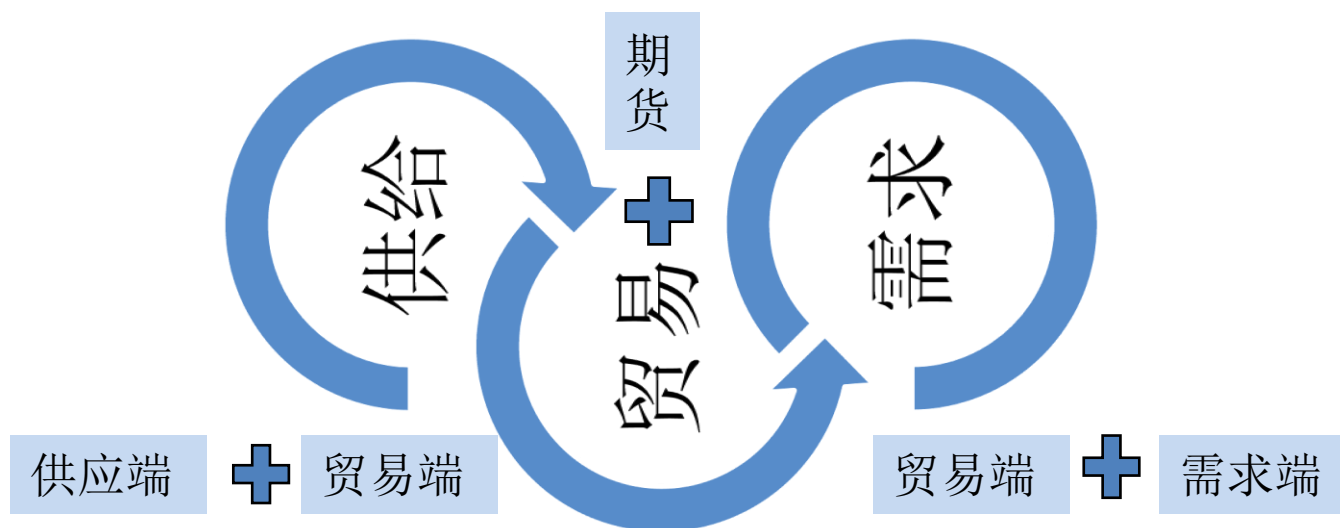
2.1 供需过剩背景下产业生态演变

➤ 天胶产能-产量-产品



2.1 供需过剩背景下产业生态演变

➤ “产业+” 引导重建产业新秩序



- 传统贸易商向新兴贸易商转型，橡胶贸易商景气度转暖，议价能力增加；橡胶实力型企业增多。
- 供需整体格局不变的情况下，中间环节结构的变化可能带来20万吨以上的橡胶需求，从而对价格产生溢出效应。
- 下游轮胎企业-中间贸易商-上游生产企业亏损的这一周期进入末端。

2.2新格局、新常态

➤产业整合实践——经验和教训

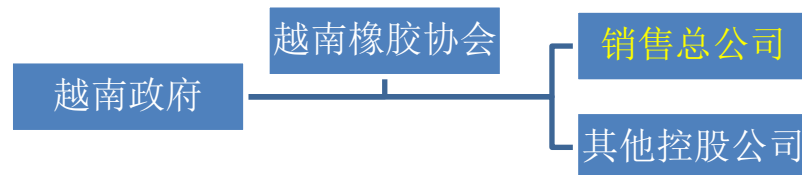
1、IRCo的实践——国际化



国际橡胶联盟IRCo，成员国泰国、印尼、马来西亚。2004年4月28日正式成立，旨在采取手段保护胶农利益。

但由于同是主产胶国，彼此间的实际竞争关系难以理顺。在价格持续下跌过程中，价格联盟的形式因难以做到彼此信任，采取的措施很难得到有效且坚决的执行。雷声大雨点小，或者不能持续是惯例的结果。

2、越南橡胶集团——机构化、国家化



越南橡胶集团是越南最大的橡胶经营公司。通过独资或合资参股40多家子公司，几十家农场和加工厂，产量一度占越南橡胶总产量的70%。集团整合优势资源，抵抗价格风险能力高。产品质量好，价格高，主要销往欧美市场，形成较好的经济和社会效益。

3、中国橡胶产业的探索

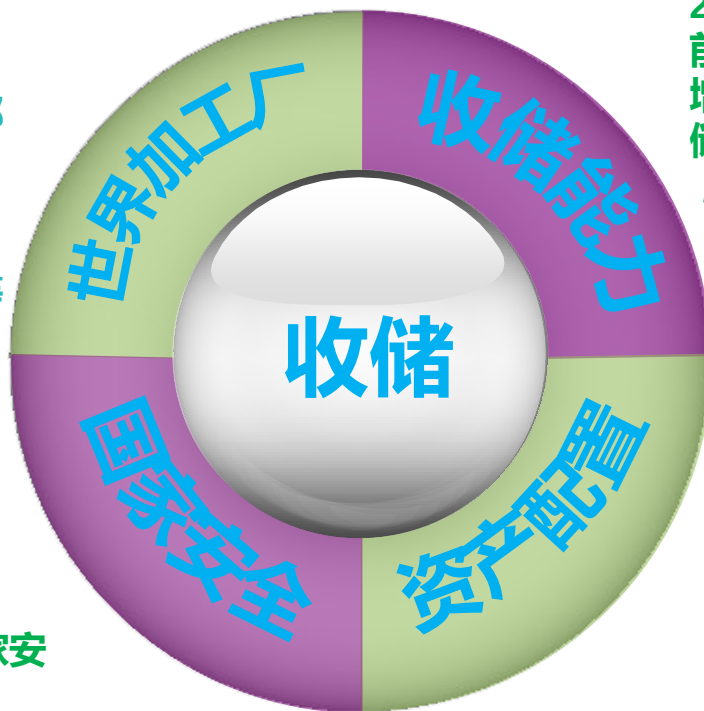
海南省农垦总局、云南省农垦总局、广东省农垦总局、中国热带农业科学院橡胶研究所共同发起成立中国农垦天然橡胶产业联盟，并进而推动成立中垦天然橡胶产业集团，培育具有市场竞争力、资源控制力和国际影响力的农垦国际大胶商。

2.2新格局、新常态

➤中国收储的战略意义

- 改革开放30年，中国成为了世界加工厂，巨大的中国制造需求促使能源及大宗原材料需求激增。
- 强劲的原材料需求已使得中国对部分大宗原材料由净出口国转为净进口国，如煤炭、石油、玉米、稻谷等。
- 中国制造收到来自东南亚、东欧等低端制造以及欧盟、美日等高端制造的双重挤压。

➤ 地缘政治冲突不断，从国家安全角度进行的战略储备



- 中国央行口径外汇占款从2002年的近2万亿元增长至目前的27.2万亿元左右，10年间增幅近13倍；同时，国家外汇储备在这10年间也增长了12倍，达到3.89万亿美元。

- 中国在对外投资证券化资产及具有产业背景的项目时，效果并不显著，也暴露了国内海外投资渠道不顺畅、不成熟的问题。
- 增加实物性资产配置以实现配置资产种类差异化的优势。

2.2新格局、新常态

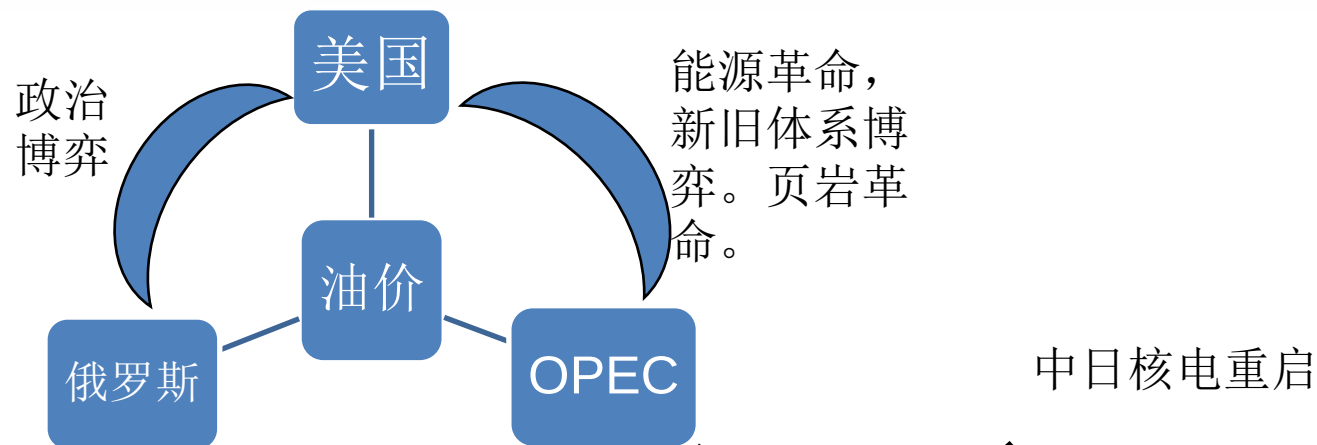
➤ “一带一路” 战略影响

- “一带一路”战略以基础设施建设为突破口，将会深远影响能化、钢铁等行业。据相关机构测算，未来该区域铁路线路规划总长已在1万公里左右，按目前每公里建设3000万-5000万的投资额来看，预计涉及总投资在3000-5000亿元人民币左右；亚太区域未来10年间的基础设施投资需求，将达8万亿美元。
- 根据亚洲开发银行测算，2020年以前亚洲地区每年基础设施投资需求将高达7300亿美元，预计整个基建投资超过8万亿美金。以8万亿美元测算，未来将带来78.6万辆重卡需求，折合70.74万吨天然橡胶的需求。（每个重卡12个轮胎，每年需换1.5个轮胎，每个轮胎消耗30kg天然橡胶）



2.2新格局、新常态

➤原油熊市背景——关注运输成本降低



油价的下跌使得终端用户用油成本明显减少。

对国内的影响：
1、物流成本下降明显。
2、中国原油战略储备积累。

中石油发布的报告显示，截至2013年底，中国战略原油储备能力为1.4亿桶。而根据此前发改委公布的规划，在2020年前，我国三期石油战略储备基地的硬件设施将全部完成，累计储备能力需提升至8500万吨，即约6亿桶。

据伦敦咨询公司Energy Aspects估计，中国2014年为战略石油储备购买了8700万桶原油，如果要注满当前所有储备设施，中国可能还会再购买2000万桶原油。

3、天然橡胶价格趋势判断

3.1 整体供需格局

3.2 成本判断

3.3 事件影响——政策冲击、气候因素

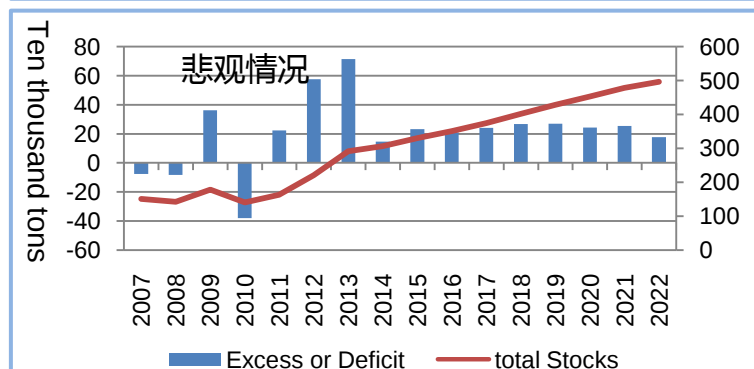
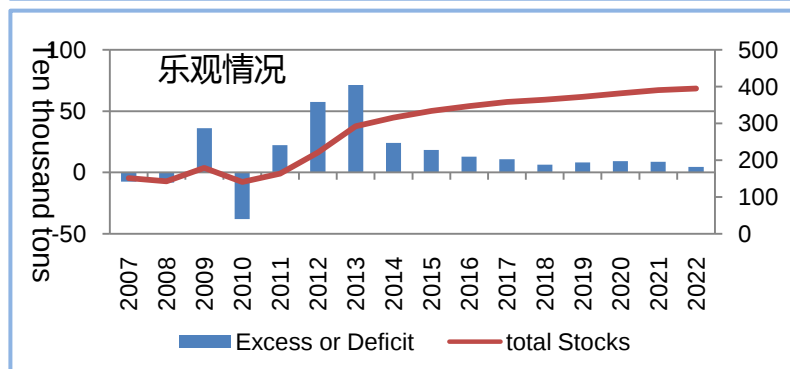
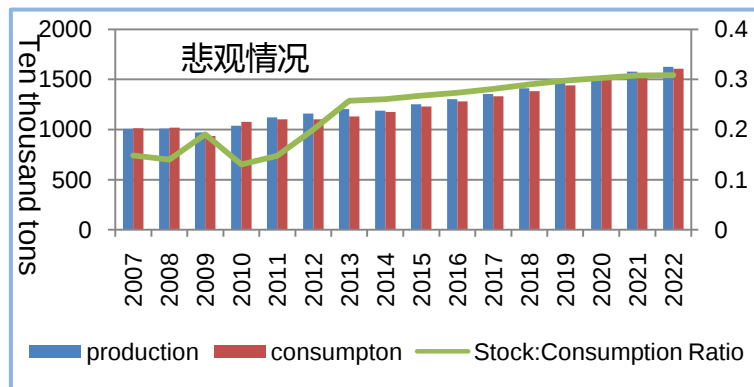
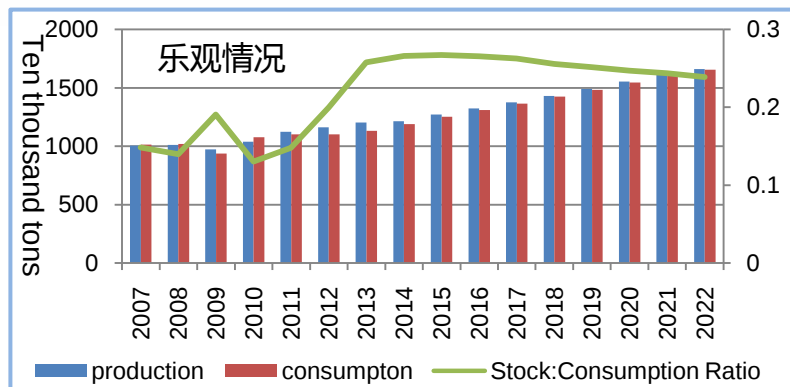
3.4 长期价格周期

3.5 短期基本面扰动因素

3.6 价格趋势判断与交易策略

3.1整体供需格局

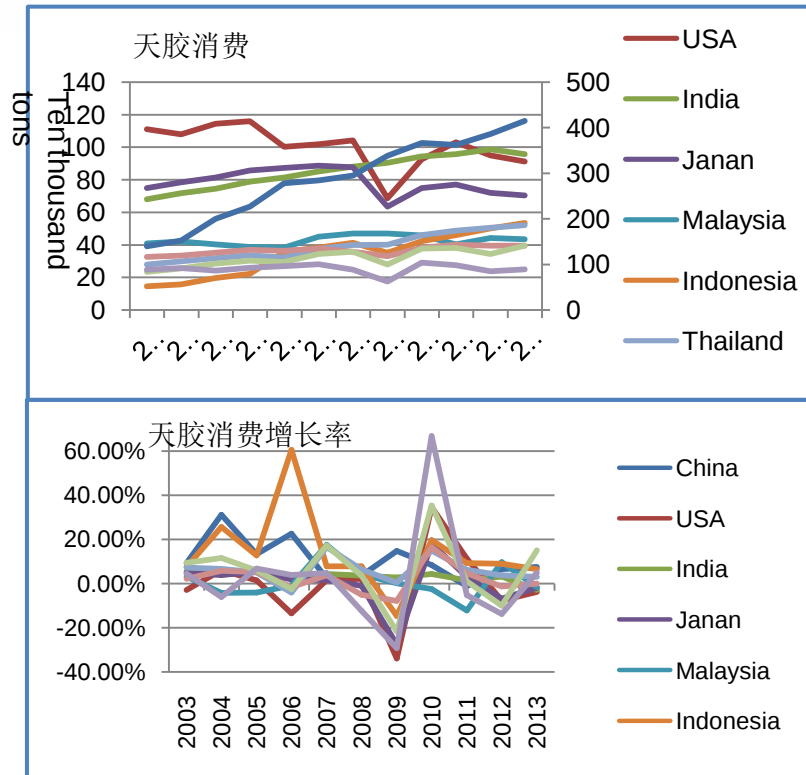
➤过剩压力不断减小



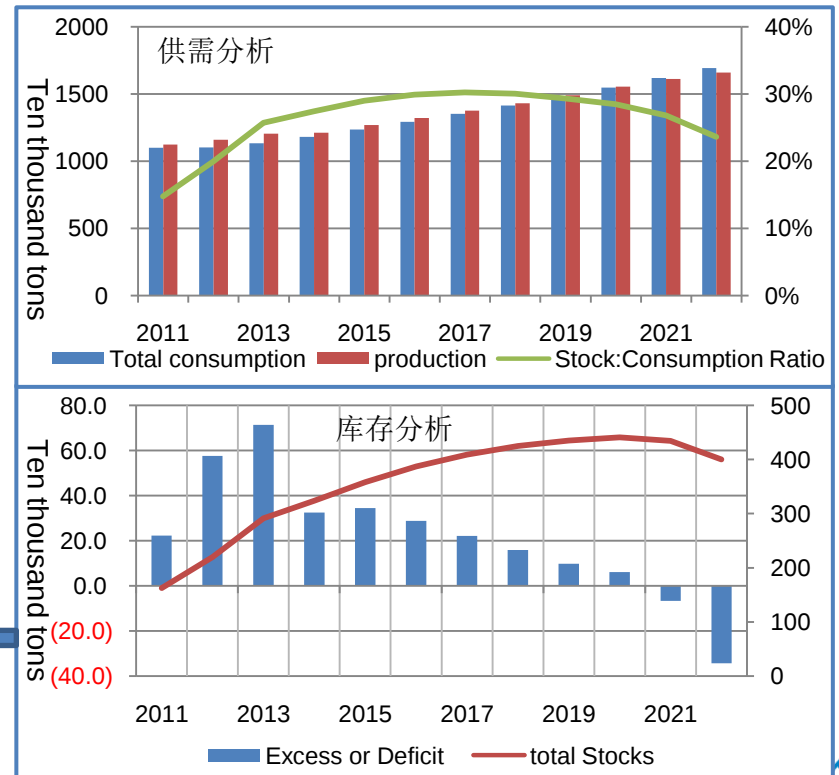
- IRSG数据显示，一直到2022年，全球天然橡胶供需仍处于宽松格局。
- 在IMF预测情景下，2015-2016年天然橡胶库存消费比达到峰值，随后逐渐回落。

3.1整体供需格局

未来较长一段时间里，发达国家与新兴经济体将交替驱动全球经济增长。而发达国家对天然橡胶的需求具有刚性特征，需求量相对稳定，未来橡胶需求能否出现中国式爆发性增长主要取决于印度、巴西等金砖国家和其他新兴市场国家的经济发展。



- 尽管东南亚是橡胶主产区，但各国基本处于产业链低端；近年来，东南亚国家大力发展橡胶加工业，加上轮胎产能大量转移至这些国家，导致橡胶需求明显提升，印度、印尼、泰国橡胶需求增速明显。
- 中国依然是全球最大消费国，橡胶需求连续两年保持6%以上增幅。然而，随着国内经济结构调整，GDP增速下滑，地产拐点的出现以及世界工厂地位逐渐被取代，预计中国橡胶消费增速将放缓。



- 根据我们的预测模型，到2020年全球天然橡胶仍处于过剩格局，2021年出现供需拐点。
- 2015年后过剩量逐渐减少，2017年全球库存消费比达到顶点，随后逐渐回落。

3.2成本分析

静态来看，目前东南亚老橡胶树成本400-500美元，新树成本1200美元，非洲成本1500美元，中国民营成本16000元/吨，农垦成本20000元/吨左右，而近年来，人工成本、生产资料成本快速上升，占整个生产成本的60%左右

东南亚橡胶生产成本（以泰国为样本）

	最低日薪 (泰铢)	月割胶量 (吨)	胶农理论成本 (美元/吨)	工厂理论成本 (美元/吨)
2014	300	0.1	1875	2204
2015	322	0.1	2013	2346
2016	346	0.1	2161	2497
2017	371	0.1	2320	2660
2018	398	0.1	2490	2835
2019	428	0.1	2673	3023
2020	459	0.1	2870	3224
2021	493	0.1	3080	3441
2022	529	0.1	3307	3673
2023	568	0.1	3550	3922
2024	610	0.1	3811	4190
2025	655	0.1	4091	4477

- 目前东南亚胶园主与胶农采用分成方式，泰国等国四六分成（马来西亚五五左右），每个割胶工年均产量3吨，即胶农获得1.2吨/年，0.1吨/月，每月按20个工作日计算。
- 自2013年1月1日起，泰国最低日工资标准统一调升为300泰铢，新的全国最低日工资标准将维持两年不变，2015-2025年日薪按泰国农业平均工资增长率7.35%（2011-2013年均值）递增计算。
- 工厂理论成本按如下公式计算： $(\text{杯胶价格}/0.975+7+2)/\text{汇率} \times 1000$ ，7泰铢/公斤为加工成本，2泰铢/公斤为Cess税，0.975为折干含。目前来看，由于原料价格已经跌破满足胶农日薪要求的价格，工厂实际加工成本要低于理论成本。
- 成本测算过程中未考虑汇率波动、cess税、割胶工年均产量的变化

中国橡胶生产成本

	民营成本 (元/吨)	农垦成本 (元/吨)	平均成本 (元/吨)	折美元成本 (美元/吨)
2014	16000	20000	18000	2306
2015	16857	21072	18964	2440
2016	17791	22239	20015	2586
2017	18808	23510	21159	2746
2018	19916	24896	22406	2919
2019	21123	26404	23764	3107
2020	22438	28048	25243	3313
2021	23870	29838	26854	3537
2022	25431	31788	28609	3781
2023	27130	33912	30521	4047
2024	28981	36226	32604	4336
2025	30998	38747	34872	4651

- 根据调研，目前中国农垦橡胶生产成本20000元/吨左右，民营橡胶生产成本在16000元/吨，其中人工成本占60%。按中国年均工资增长率8.93%（2011-2013年均值）测算人工成本增幅。
- 人民币折美元按1200元/吨关税，17%增值税计算，不包含其他费用，未考虑汇率波动或税率调整。
- 目前天然橡胶价格已经低于成本运行，但是一方面由于胶农缺少其他收入来源，对低价存在一定容忍度，另一反面由于橡胶在未来3-5年仍处于过剩格局，在一定时期内天然橡胶生产成本也成为了价格上涨的压力位（一旦存在利润就会增加供应，再次打压价格）。
- 但从较长周期来看，在市场经济条件下，商品价格不可能长期低于成本运行，亏损在一定程度后将得到成本的强力支撑，但这一过程往往会伴随着部分企业的淘汰以及行业整合。

3.3事件影响——政策冲击

储备政策

- 2012年以来，泰国政府和中国政府分别收储20万吨和35.5万吨左右的橡胶，尽管带来价格的短期上涨，但在庞大库存压力下，收储并不能改变橡胶价格趋势，反而因担忧政府抛储，成为价格上涨的阻力。
- 2014年，中央1号文件取消了大豆临时收储政策，而是采取价格补贴政策，这或预示农业政策调整方向。目前国家还在研究白糖和棉花的直补政策，这些品种传统都是以收储政策为主。
- 一旦橡胶收储政策也改为直补农户，将进一步打压胶价。

关税政策

- 中国与东盟自由贸易区签署的《货物贸易协定》的减税政策规定中，天然橡胶属于敏感产品，在2012年将关税削减至20%下，在2018年进一步削减至0-5%。在我国与东盟国家建立自由贸易区，以及继续履行加入世界贸易组织关税减让承诺的大环境下，未来中国天然橡胶进口成本将进一步下降，这也必然在一定程度上带动橡胶价格走低。

产业联盟政策

- 尽管国际橡胶联盟(IRCo)试图通过限制出口，设定最低出口价格、减产等措施保护胶价，但由于缺乏资金、各国间博弈以及政治因素等，其措施效果甚微，难以有效保护和支撑胶价。
- 国内方面，海南橡胶、广东农垦、云南农垦计划实施大胶商计划，建立销售联盟、做大中橡电子交易平台、加大技术研发合作等。但基于各个企业的体制特征不同以及相互竞争性，预计难以落实。

监管政策

- 2013年以来，中国银监会、外管局、海关等对商品贸易融资监管政策频频升级，令传统贸易融资受阻，部分小贸易商面临资金链断裂风险。
- 监管政策从严短期可能导致橡胶低价抛售，但从长期来看，有利于减少因融资进口带来的库存压力，改变目前国内进口倒挂格局。

汽车限购政策

- 环境污染日趋严重、城市道路交通堵塞，上海、北京、贵阳、广州、天津、杭州等纷纷推出汽车限购政策。
- 随着国内人均收入水平的提高以及对生活质量的追求，汽车需求仍将保持强劲增速，相比于庞大的汽车消费总量，部分城市的限购影响有限。

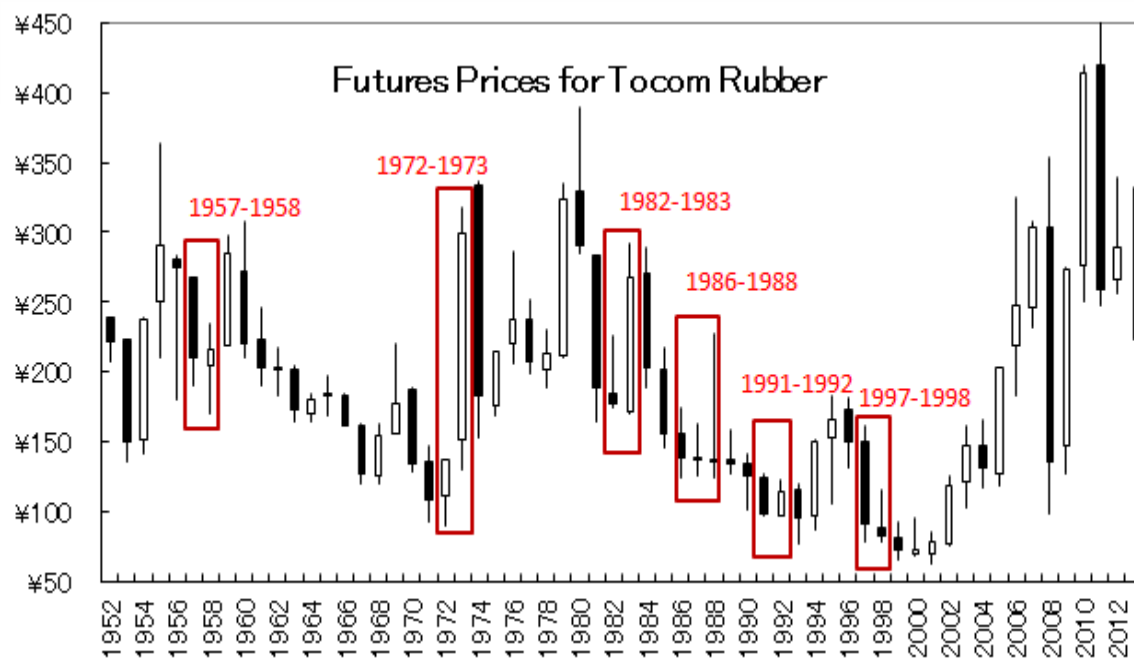
贸易壁垒

- 继2009年美国对华实施轮胎特保案后，美国再次提出对华轮胎双反，一旦通过，将极大冲击国内轮胎出口量。
- 国内轮胎企业纷纷向海外转移产能，山东近3年向国外转移产能4000万套，以应对贸易壁垒。
- 全球范围来看，轮胎双反并不影响全球需求总量。

20号标胶上市

- 目前上海期货交易所(SHFE)与东京工业品交易所(TOCOM)都在研究20号标胶期货的上市。
- 20号标胶的上市必然会对现有国产全乳胶产生较大冲击效应。

3.3事件影响——气候因素

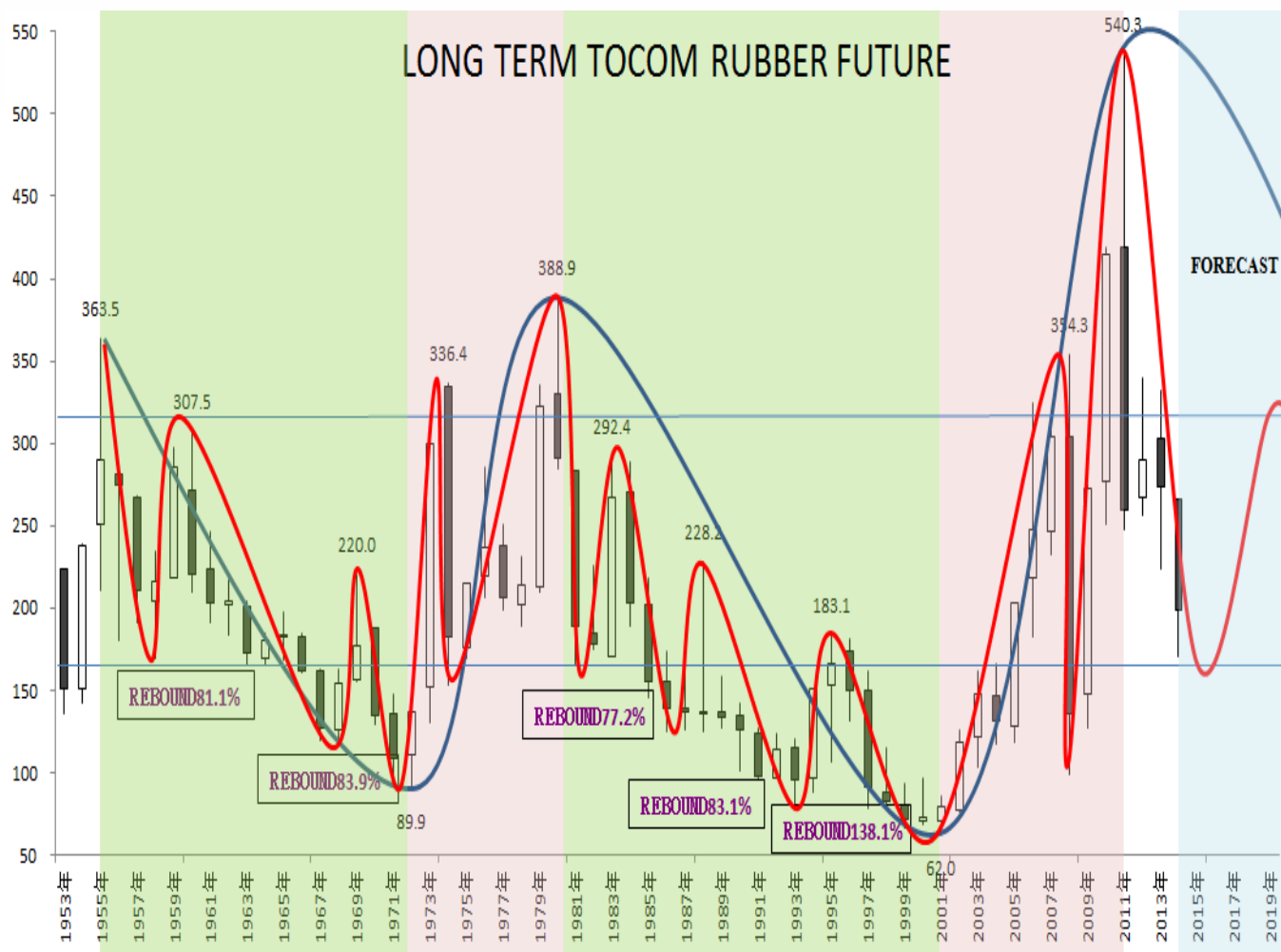


- 全球环境日益恶化，极端天气与自然灾害发生的频率也在增加。根据对厄尔尼诺的历史统计发现，厄尔尼诺每四年左右发生一次，2014年发生后，预计下一次时间在2017-2018年左右。
- 尽管极端天气的发生对具有农产品属性的天然橡胶价格走势存在一定影响，但我们认为其更多表现出助力的作用，天然橡胶价格走势仍然由其自身产业格局与金融属性主导。

以厄尔尼诺现象为例

Start and end	Duration (Mth)	Strength
1951年08月~1952年04月	9	弱
1953年04月~1953年10月	7	最弱
1957年04月~1958年08月	17	强
1963年07月~1964年01月	7	最弱
1965年05月~1966年03月	11	中等
1968年10月~1970年01月	16	中等
1972年06月~1973年03月	10	强
1976年06月~1977年03月	10	弱
1982年09月~1983年03月	7	强
1986年10月~1988年03月	18	强
1991年05月~1992年06月	14	强
1993年04月~1993年11月	8	弱
1994年05月~1995年02月	10	中等
1997年05月~1998年07月	15	最强
2002年05月~2003年03月	11	中等
2004年07月~2005年02月	8	弱
2006年09月~2007年01月	5	弱
2009年06月~2010年05月	12	中等

3.4长期价格周期性运行



日胶长期走势周期来看：

I、下跌过程中数次外力推动修复。题材包括战争、政策推动、地区经济加速发展等，反弹幅度80%左右。

II、周期中颓势的扭转需由供需与经济的共振。

III、上涨过程中出现过度乐观-泡沫破灭过程，并在快速修复之后冲击新高，并结束完整周期。

判断：

统计处理并综合判断后，倾向认为当前胶价大幅下跌近4年后有望进行一次修复，幅度若按惯例80%计，则日胶主要运行区间预计在170~310日元/千克之间。对应美元价格在1700~3000美元/吨。

3.5短期基本面扰动因素

1

- 预期与价格作用于供需平衡表，将影响过剩周期的结束时间
- 随着胶价持续走低，供应增速较事前预期明显下降，2014年全球天胶产销过剩大幅萎缩，基本平衡。

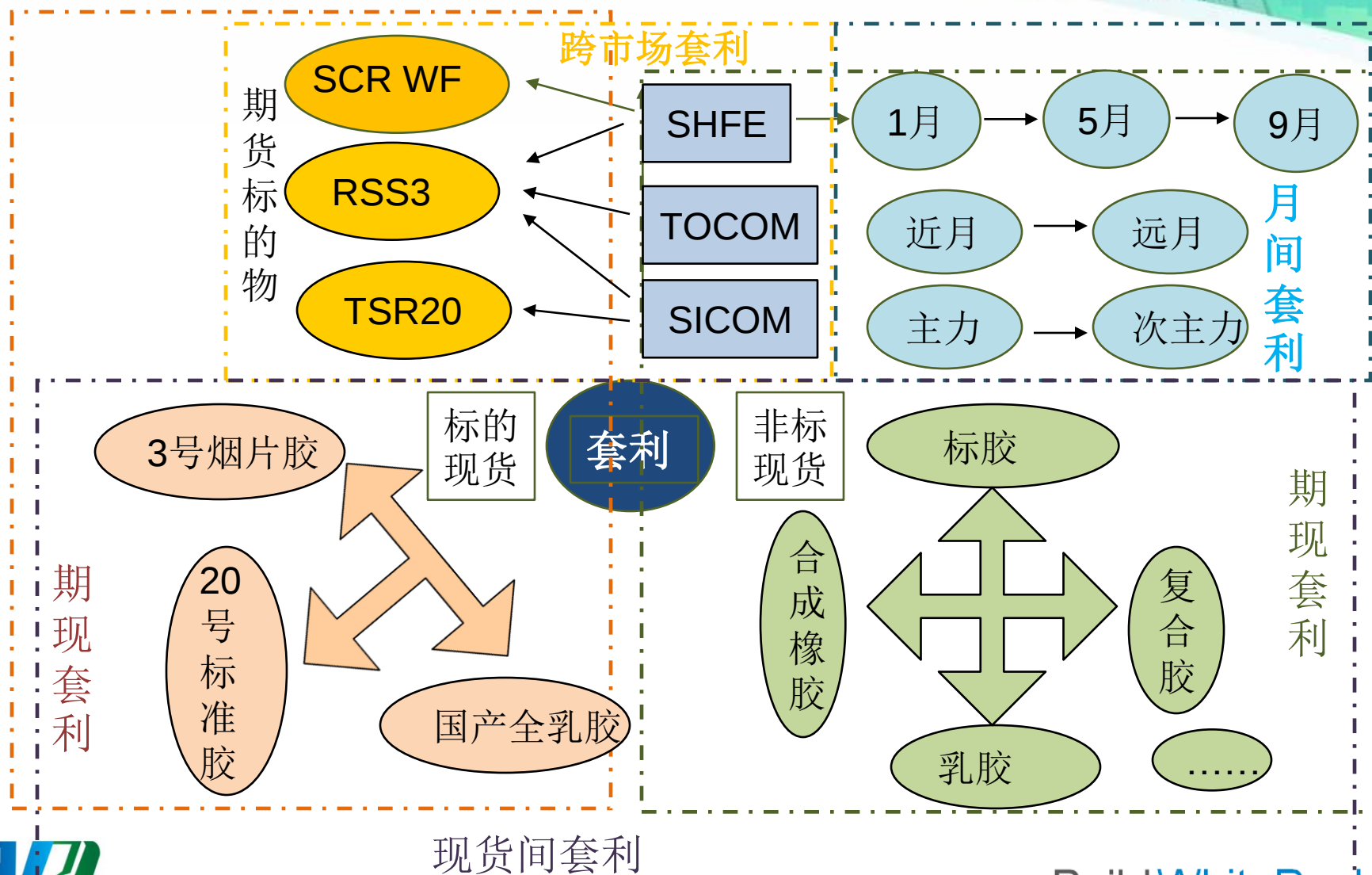
2

- 汽车行业在新常态背景下，高速增长阶段结束，进入平稳发展阶段。具体到对橡胶原料需求影响更为明显的中重卡领域，则明显表现为负增长周期。
- 在中国“一带一路”战略下，尽管短期对橡胶实际需求并不会马上体现，但价格对预期仍会有反应。

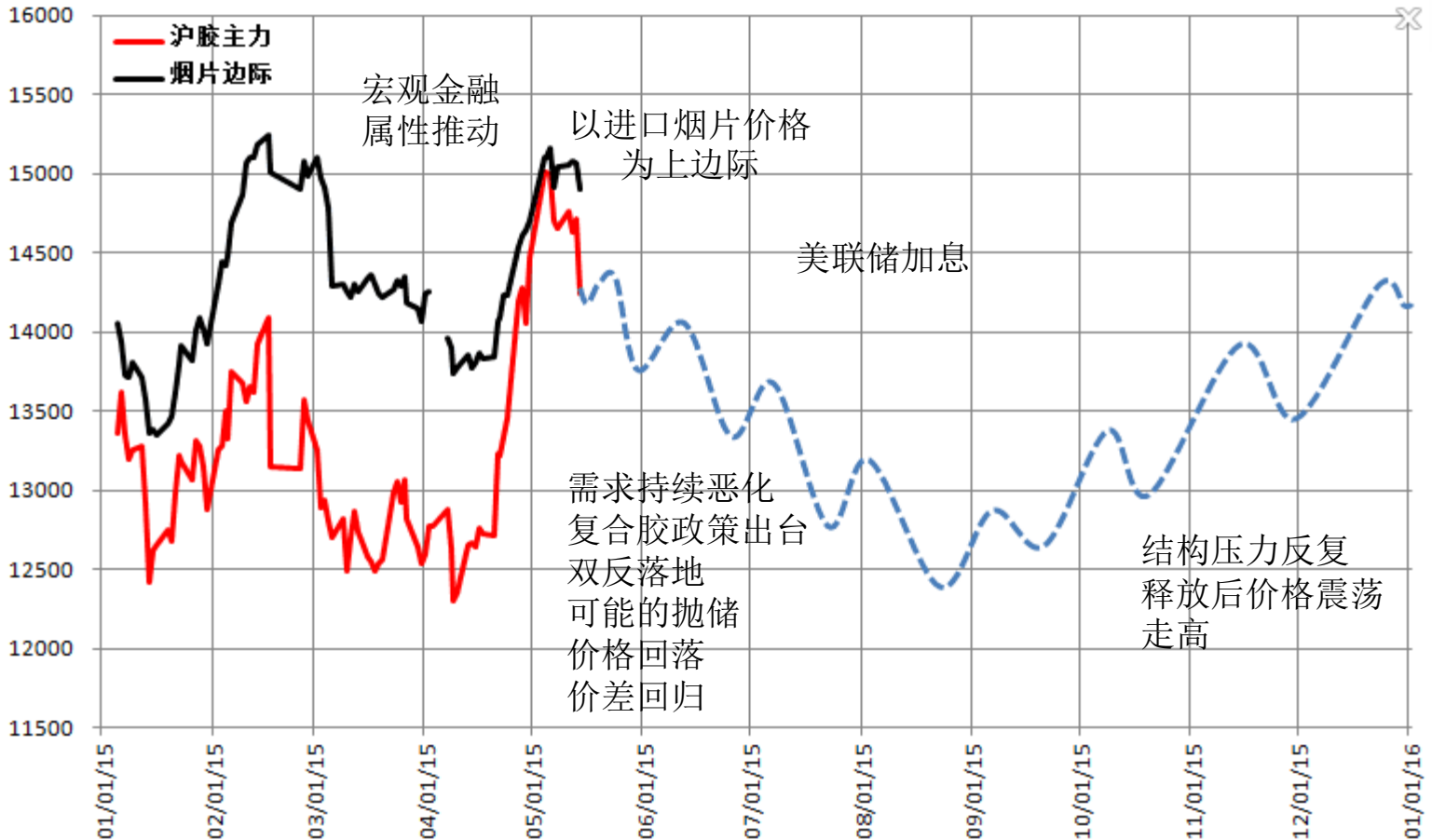
3

- 上游联合挺价，拟减产、弃用SICOM定价系统等，原料紧张，现货惜售
- 一旦贸易商违约，前期卖出保值的投资者以及轮胎厂面临期货斩仓或加大补库力度的需求，或将带动橡胶价格进一步脉冲

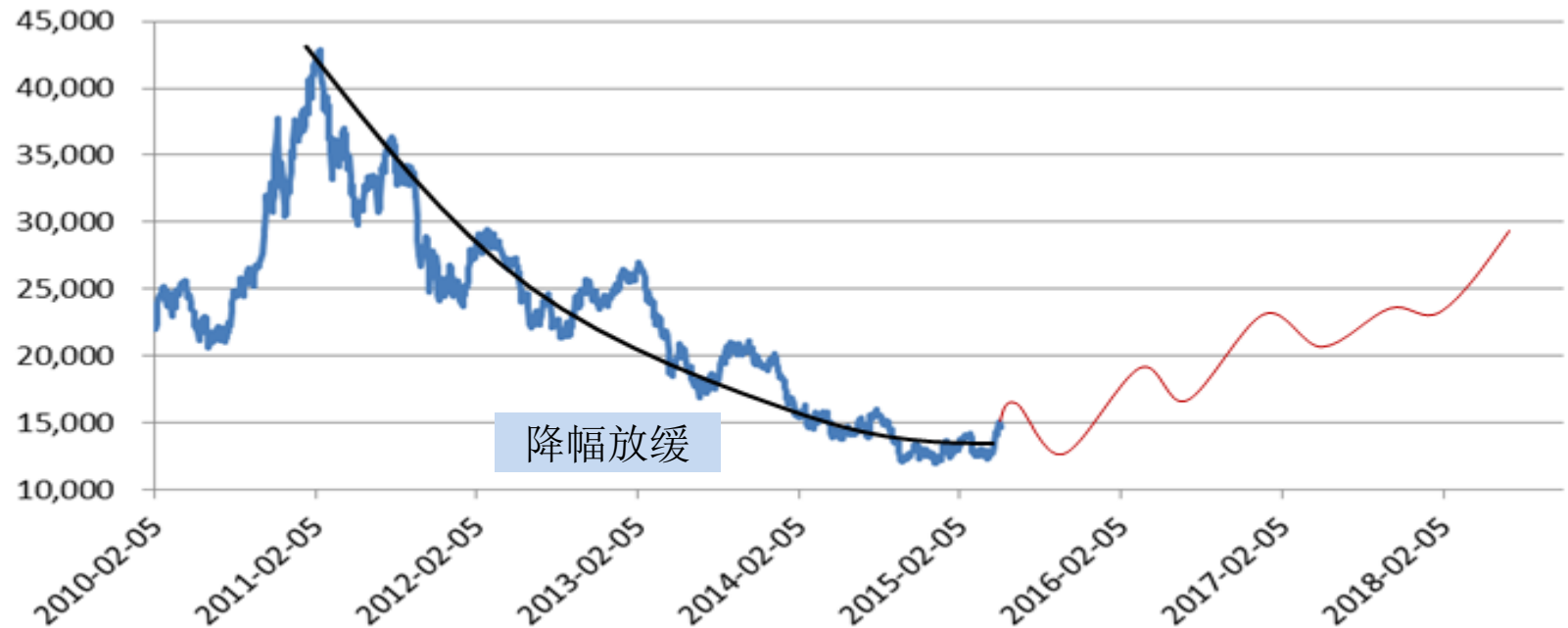
3.6 价格趋势判断与交易策略



3.6 价格趋势判断与交易策略



3.6 价格趋势判断与交易策略



- 随着人口增长以及收入结构的改善，人们对生活质量要求提高，对汽车以及橡胶制品的需求也将增加；土地稀缺，橡胶种植土地供应有限。
- 在高利润的刺激下，全球轮胎产能快速扩张，产能向产胶国转移成为主流，高产能格局下对天然橡胶需求仍将保持强劲态势；
- 我们看好未来10年以印度为代表的金砖和新兴市场国家橡胶需求，或出现中国式井喷需求，动力或主要来自一带一路大格局、产业整合。

Thank You !

王智宏

白石资产管理（上海）有限公司

wangzh@whiterock.cn