

相关研究

《从中国消费看原油的上升空间》
2015.12.24

《从中国消费转变看天然橡胶上升空间》
2015.12.24

三国集团联合减产对胶价影响有限
2016-2-23

分析师:高上

Tel:(021)23154132

Email:gs10373@htsec.com

证书:S0850515090002

联系人:毛建平

Tel:(021)23154134

Email:mjp10376@htsec.com

天然橡胶二季度策略：“鲁宾花”式上涨 ----从故事到传奇

投资要点:

- **大宗商品从故事到传奇的上涨逻辑。**电影鲁宾花有个情节，讲述郭老师推荐学生阿明参加美术比赛，但阿明的画没有人看得懂……。目前大宗商品行情吸引众多资金、众人眼球，足够迷人，也足够危险和邪恶，行情如色彩斑斓绚丽的鲁宾花，没有人看得懂，背后隐藏着从故事到传奇的大宗商品传说。本文从大宗商品领先指标入手，描述领先指标影响下的大宗商品金融属性、商品属性，揭示大宗商品从故事到传奇的上涨逻辑。
- **支持大宗商品行情向纵深发展。**越来越多的投资者把目光瞄在了最近行情火爆的期货市场上，最关注的就是信贷。从历史经验看，中国 M1 增速领先 CPI 大约 6 个月，因而目前 M1 增速的反弹预示未来半年通胀或持续上升，支持大宗商品行情向纵深发展。
- **大宗商品行情只是处于开始、热身阶段。**目前沪胶继续大幅下跌空间已经不大，随着降准、中美通胀上升以及稳增长政策效应逐步释放，同时中国股市在时间周期上 2016 年下半年也将出现转机，两股合力让大宗商品行情走得更远；从当前的供需状况，结合市场价格结构来看，多头入场抄底时间点把握非常重要，每种盈利模式没人顶都不同，油价等大宗商品走势还将出现反复，目前大宗商品行情只是处于开始、热身阶段。
- **每次调整都是机会。**大宗商品短期受补库需求和中国经济稳增长预期反弹，但缺乏基本面支撑；此轮暴涨主要是货币现象，实际需求改善有限，因此这可能带来的是过度杠杆和过度泡沫下的市场新一轮资产价格失控风险。未来 1-2 个季度，如果基本面后续数据不能证伪，本轮暴涨行情有可能出现“倒春寒”，即暴涨过后面临调整，每次调整都是机会。
- **风险提示。**美元、人民币贬值等汇率风险。原油等大宗商品的的市场风险。市场系统性风险：发达国家极度宽松的货币政策创造了大量的廉价资金，金融泡沫越吹越大：澳大利亚房地产、南非整体经济、加拿大经济欠佳、巴西经济摇摇欲坠等等。四大经济体中，德国、法国、西班牙三个国家的 CPI 全部不及预期。

目 录

投资要点.....	5
1. 故事：金融属性能否持续推动大宗商品上涨吗？	6
1.1 原有金融机构存贷款余额、M2 与胶价	6
1.2 中国商品进出口金额与胶价	6
1.3 人民币贷款同比与胶价	7
1.4 CPI、PPI 同比与胶价	7
1.5 中国商品价格指数同比与胶价	8
1.6 中国进、出口价格指数同比与胶价	9
1.7 克强指数与胶价	9
2. 故事：商品属性支持大宗商品上涨吗？	10
2.1 中国汽车产销量与胶价	10
2.2 美国、德国、日报汽车销量与胶价	10
2.3 中国青岛库存与胶价	11
2.4 上海期货交易所库存与胶价	11
2.5 合成胶价格与胶价	12
2.6 ANRPC 期末库存与胶价	12
2.7 泰国、印尼、马来西亚产量与胶价	13
2.8 泰国、印尼、马来西亚出口与胶价	14
2.9 布伦特、WTI 与胶价	14
2.10 近 3 年布伦特、WTI、橡胶期货、海南橡胶股票、股指等套利组合	15
3. 传奇：沪胶第三次大牛还遥远吗？	15

图目录

图 1	金融机构存贷款余额、M2 与胶价	6
图 2	中国商品进出口金额与胶价	7
图 3	人民币贷款同比与胶价	7
图 4	CPI、PPI 同比与胶价	8
图 5	中国商品价格指数同比与胶价	8
图 6	中国进口、出口价格指数与胶价	9
图 7	克强指数与胶价	9
图 8	中国汽车产销量与胶价	10
图 9	美国、德国、日本汽车销量与胶价	10
图 10	中国青岛库存与胶价	11
图 11	上海期货交易所库存与胶价	11
图 12	合成胶价格与胶价	12
图 13	ANRPC 期末库存与胶价	12
图 14	泰国、印尼、马来西亚产量与胶价	13
图 15	泰国、印尼、马来西亚出口与胶价	14
图 16	布伦特、WTI 原油与胶价	14
图 17	胶价月线图	16

表目录

表 1 主要商品相关性分析.....	15
表 2 天然橡胶交易特点.....	16

投资要点

鲁宾花是动人歌谣，但它有另一个名字——水妖诱惑。鲁宾花可以做优质饲料，仍有一定毒性；可以是一道画，让世界变得更美；从温柔母亲花，到邪恶的入侵植物；鲁宾花的故事还在继续……，但大宗商品上涨的传奇不会遥远。鲁宾花拉丁文意思是狼，近期大宗商品波动巨大，充斥着冷血、致命的交易故事，当大宗商品行情要见底还没有见底的时候，建议右侧交易，无论从绝对收益，还是相对收益看，天然橡胶是2016年的标配品种。

沪胶第三次大牛时间是鲁宾花从故事到传奇的距离。

后市分析

今后一段时期的积极财政政策，CPI与M2都在起来，2001年到2011年底中国一共经历了两次积极的财政政策，也造就了胶价的二次大牛。1998-2003年，胶价从5000元涨到30000元，6倍相当于12%保证金50倍涨幅。中国经济碰上了97-98年的东南亚金融危机，1998-2003年积极的财政政策。始于2008年年末-2011年年底，胶价从8715元涨到43500元，5倍相当于12%保证金42倍涨幅。2008年发生美国金融危机，中央启动了四万亿投资，采取了积极的财政政策。现在，2016年，政府再一次采取了积极的财政政策，第三次胶价牛市还遥远吗？

支持我们对天胶未来价格上涨的几项关键性因素

- 2016年“通胀归来”仍将继续，中国商品进出口总额上升也是大概率事件：一方面是美元周期长周期见顶，大宗商品长周期反弹，PPI与CPI之差收敛，将推动CPI进一步上行；此外，中央在上半年稳增长的诉求明显，未来PPI将持续反弹，环比增速会在未来两个月由负转正，大宗商品上涨依旧可期。
- 虽然每一波大宗商品上涨理由都不同，比如2001年的重工业化、2008年的城市化，以及2016的供应侧改革，每一次上涨都跟人民币贷款上升有关；第一轮上涨基本不需要基本面理由，只要有宏观支持，有资金配合。
- 商品期货上涨主要来自于两个方面：一方面是市场预期的改变。年初推出大量信贷之后，市场参与者对未来经济形势、商品需求及供给产生预期。第二方面是资金问题。资金推动商品价格大涨。
- 即使考虑权重调整因素，2016年CPI中枢仍将高于2015年，未来PPI趋势性回升是大概率事件，工业企业通缩局面将得到改观，利好实体经济，今年政府工作报告提出全年CPI涨幅调控目标为3%左右，2015年全国CPI上涨1.4%，利好于大宗商品。

1. 故事：金融属性能否持续推动大宗商品上涨吗？

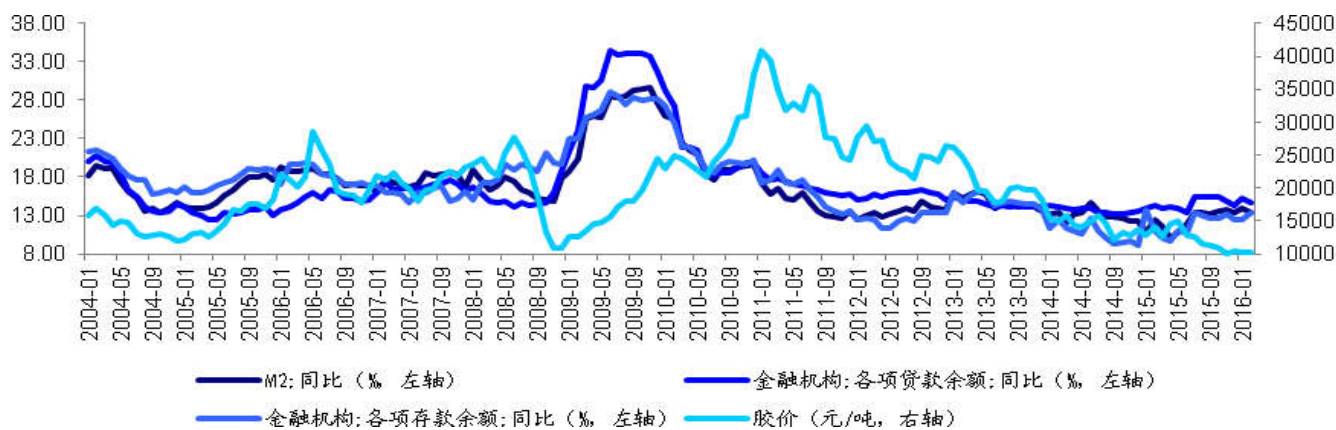
电影鲁宾花有个情节，讲述郭老师推荐学生阿明参加美术比赛，但阿明的画没有人看得懂……。目前大宗商品行情吸引众多资金、众人眼球，足够迷人，也足够危险和邪恶，行情如色彩斑斓绚丽的鲁宾花，没有人看得懂，背后隐藏着从故事到传奇的大宗商品传说。

由内而外是大宗商品自身属性，分为商品属性与金融属性。商品属性：大宗商品是很多产品生产的基本原材料，目前商品基本面都很恶劣；金融属性：钱比货多是一季度大宗商品反弹的根本；商品属性没有被激活，产业客户还没有大量买进动作，价格虽有反弹，还不稳定；金融属性被部分激活，当面对交割、换月时，投机客户被动平仓让金融属性难以持续，抄底资金买进卖出已经出现过几波。

本文从大宗商品领先指标入手，描述领先指标影响下的大宗商品金融属性、商品属性，揭示大宗商品从故事到传奇的上涨逻辑。

1.1 原有金融机构存贷款余额、M2 与胶价

图1 金融机构存贷款余额、M2 与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图 1 所示，M2 跟胶价相关性 86.09%。

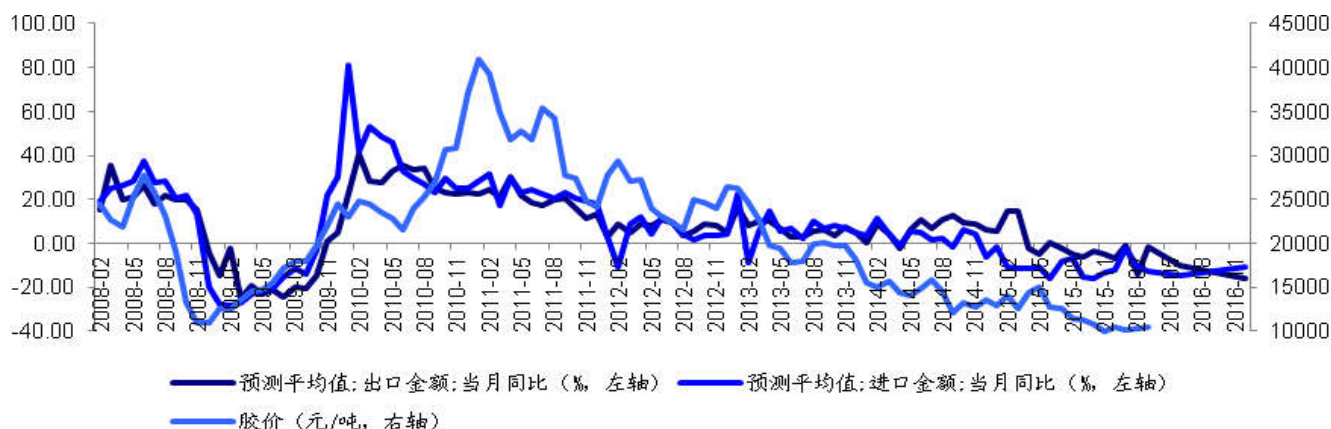
越来越多的投资者把目光瞄在了最近行情火爆的期货市场上，最关注的就是信贷。如图 1 所示，2016 年全年信贷并不会太超市场预期，1 季度仅是投放速度的加快，如果货币增速继续超增、物价继续上升，对沪胶而言，超发意味着雪中送炭；从历史经验看，中国 M1 增速领先 CPI 大约 6 个月，因而目前 M1 增速的反弹预示未来半年通胀或持续上升，支持大宗商品行情向纵深发展。

商品期货上涨主要来自于两个方面：一方面是市场预期的改变。年初推出大量信贷之后，市场参与者对未来经济形势、商品需求及供给产生预期。第二方面是资金问题。资金推动商品价格大涨。

商品期货大幅波动有两方面原因：一方面体现了供给过剩和需求不振的基本面，市场本身出现了比较严重的博弈现象；另一方面，去过剩产能是一个长期过程，不会在短期兑现。

1.2 中国商品进出口金额与胶价

图2 中国商品进出口金额与胶价



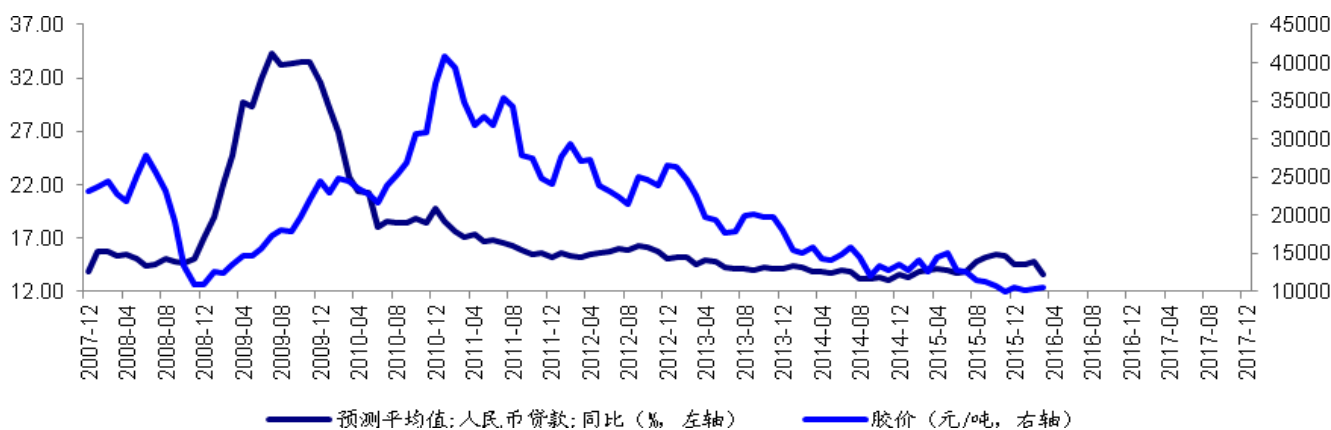
资料来源: WIND, 海通证券研究所

如图 2 所示, 中国商品进出口总额跟胶价相关性 62.02%。

2016 年“通胀归来”仍将继续, 中国商品进出口总额上升也是大概率事件: 一方面是美元周期长周期见顶, 大宗商品长周期反弹, PPI 与 CPI 之差收敛, 将推动 CPI 进一步上行; 此外, 中央在上半年稳增长诉求明显, 未来 PPI 将持续反弹, 环比增速会在未来两个月由负转正, 大宗商品上涨依旧可期。

1.3 人民币贷款同比与胶价

图3 人民币贷款同比与胶价



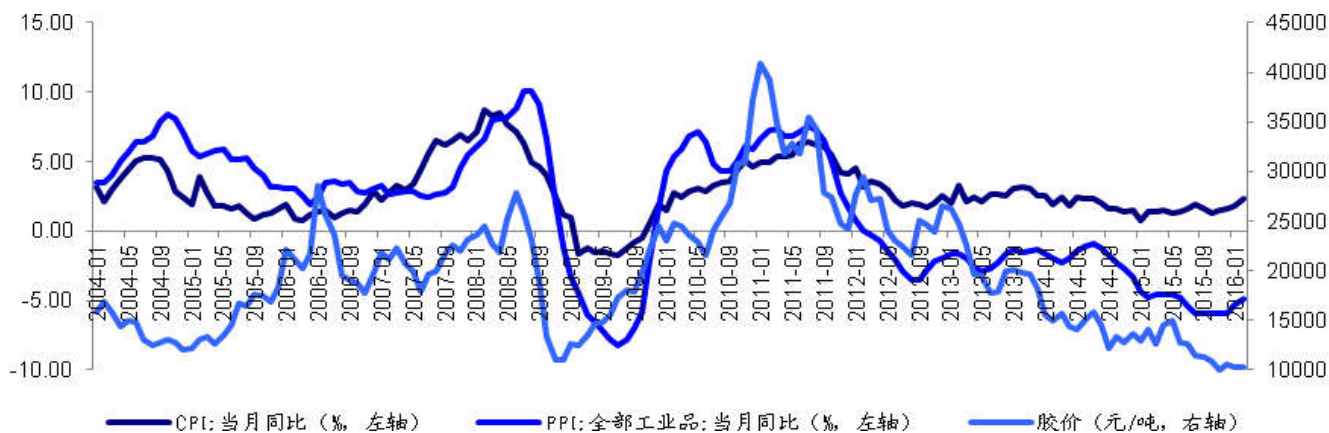
资料来源: WIND, 海通证券研究所

如图 3 所示, 人民币贷款跟胶价相关性 72.64%。

每一次上涨都跟人民币贷款上升有关。虽然每一波大宗商品上涨理由都不同, 比如 2001 年的重工业化、2008 年的城市化, 以及 2016 年的供给侧改革, 每一次上涨都跟人民币贷款上升有关; 第一轮上涨基本不需要基本面理由, 只要有宏观支持, 有资金配合。

1.4 CPI、PPI 同比与胶价

图4 CPI、PPI 同比与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

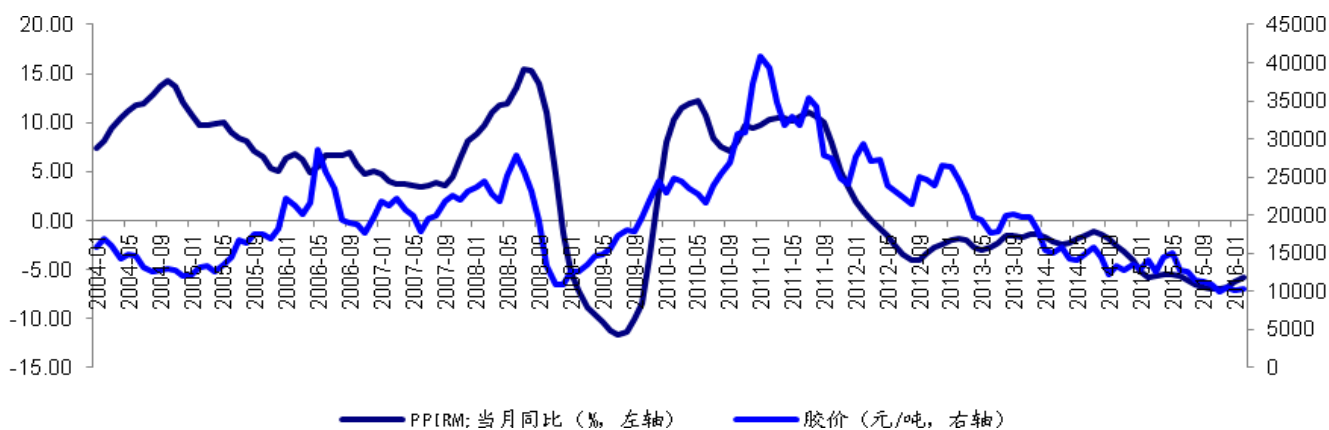
如图4所示，CPI、PPI跟沪胶价格呈现正相关性，CPI跟胶价相关性80.56%。

中国2月CPI加速回升至2.3%，创2014年7月以来新高；PPI连续48个月下滑但降幅收窄，通胀风险短期抬头。

即使考虑权重调整因素，2016年CPI中枢仍将高于2015年，未来PPI趋势性回升是大概率事件，工业企业通缩局面将得到改观，利好实体经济，今年政府工作报告提出全年CPI涨幅调控目标为3%左右，2015年全国CPI上涨1.4%，利好于大宗商品。

1.5 中国商品价格指数同比与胶价

图5 中国商品价格指数同比与胶价



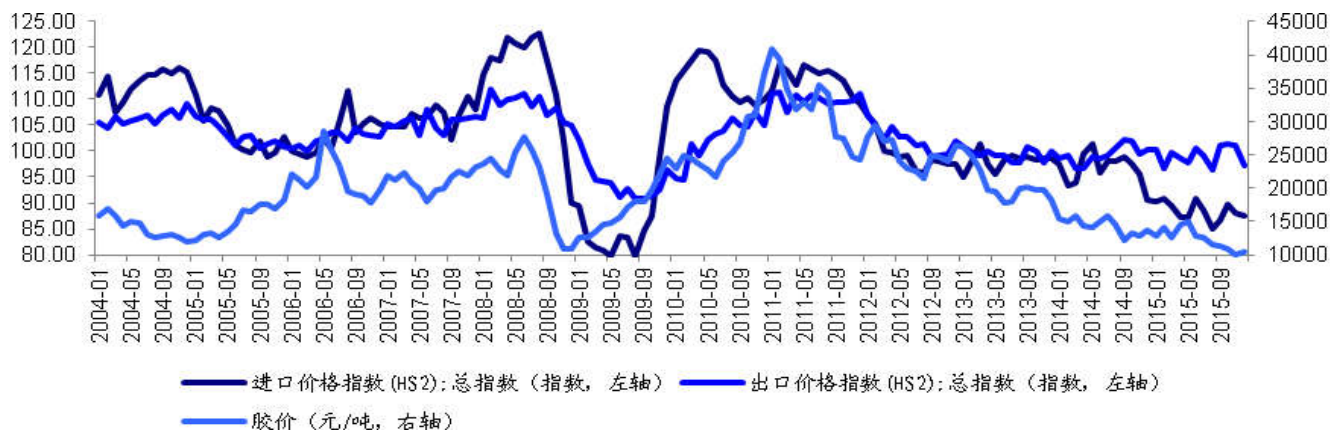
资料来源：WIND，海通证券研究所

如图5所示，中国商品价格指数与胶价相关性84.58%。

供应侧改革预期显现，中国商品价格指数是大宗商品上涨的领先指标，已往上翘头，说明工业领域通缩压力在下降，随着原油、铁矿石等大宗商品价格上涨，市场需求有所恢复。

1.6 中国进、出口价格指数同比与胶价

图6 中国进口、出口价格指数与胶价



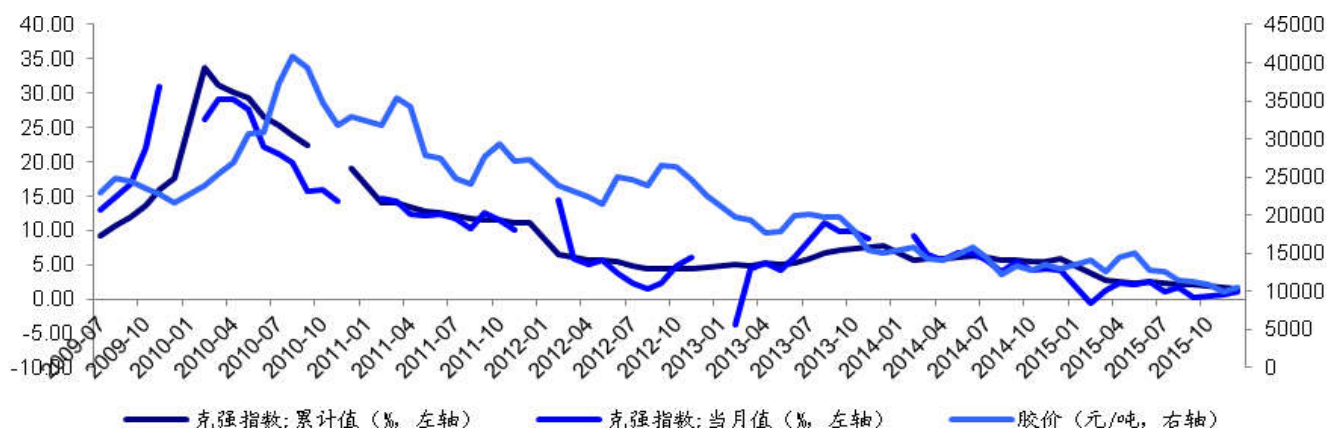
资料来源：WIND，海通证券研究所

如图 6 所示，中国进口价格指数与胶价相关性 69.64%。

中国进出口价格指数反映不同时期商品价格水平的变化方向、趋势和程度的经济指标，如图 6 所示，中国出口价格指数企稳，进口价格指数出现下跌，一国出口价格指数上升，表示该国经济通胀压力上升；2016 年的核心机会是商品反弹，商品反弹分别在第一季度，下半年和明年上半年，目前只是第一波。

1.7 克强指数与胶价

图7 克强指数与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图 7 所示，克强指数与胶价相关性 80.61%。

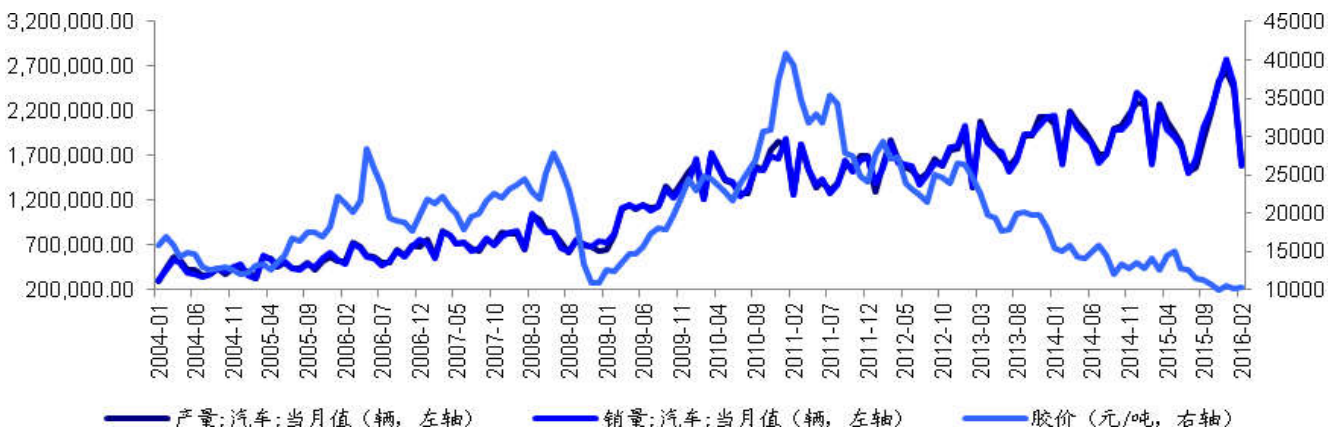
如图 7 所示，克强指数有见底迹象。大宗商品短期受补库需求和中国经济稳增长预期反弹，基本面好转证伪可能在 2 季度，超配橡胶；“滞胀期”债券市场和股票市场整体表现欠佳，当“滞胀”来临，沪胶是大宗商品标配的最优选择。

2. 故事：商品属性支持大宗商品上涨吗？

大宗商品面临二大难题：去杠杆、产能过剩，二大难题必须内外结合起来，去杠杆是大宗商品去金融化，让高高在上的价格回归正常，挤泡沫是未来商品上涨必经之路；产能过剩是让大宗商品价格回归基本面，下面看一下领先指标鼓动下的商品属性支持股价上涨吗？

2.1 中国汽车产销量与胶价

图8 中国汽车产销量与胶价



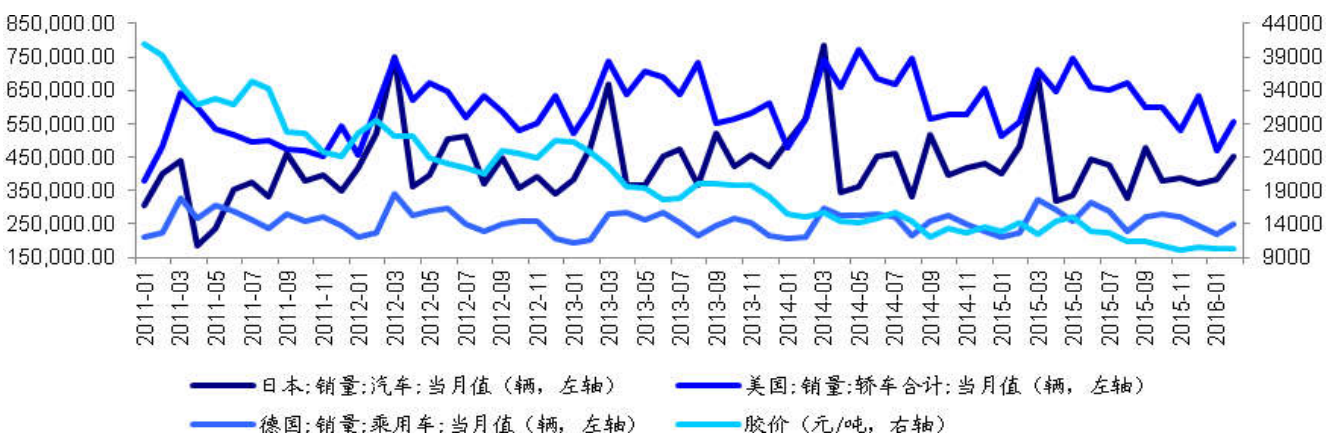
资料来源：WIND，海通证券研究所

由汽车销量上升带动的胶价上涨逻辑，是牛市的基础。

如图8所示，国内汽车产销量因为过年因素，出现大幅度下滑，汽车销量的崛起，就是沪胶价格的崛起，由汽车销量上升带动的胶价上涨逻辑，是牛市的基础，在此基础上，做好风控，成为赢家。

2.2 美国、德国、日本汽车销量与胶价

图9 美国、德国、日本汽车销量与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

大宗商品反弹行情不会在短期内结束。

如图 9 所示，美国、德国、日报汽车销量都开始上升，刺激全球橡胶需求，在货币太多的年代，货币涌动带来的价差收益确实也很可观，全球主要汽车生产国数据说明大宗商品反弹行情不会在短期内结束。

2.3 中国青岛库存与胶价

图10 中国青岛库存与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

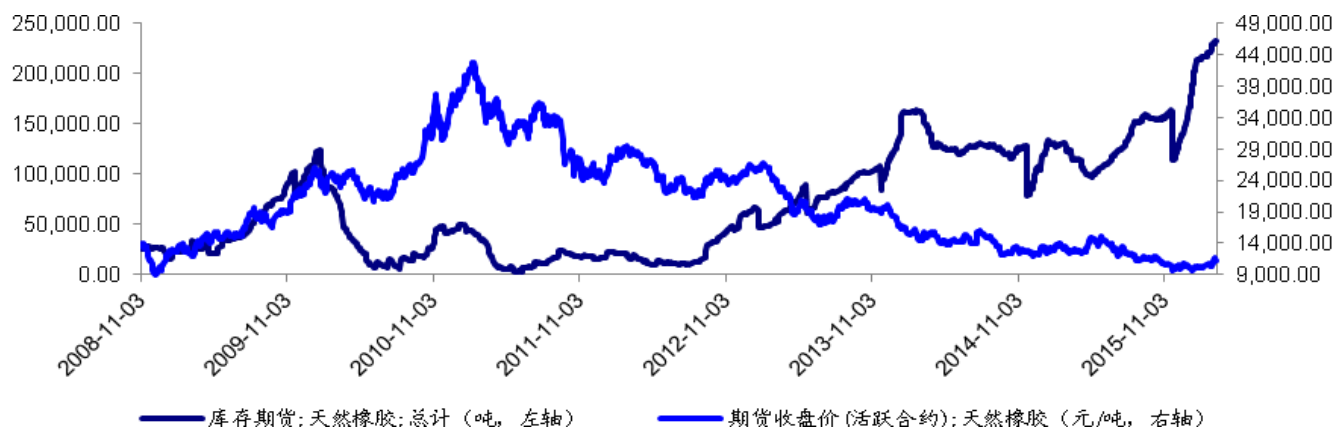
贸易商出现抢货现象，说明底部还任重道远。

一方面，中国经济整体的债务水平占GDP250%，跟美国基本一致。而日本高达400%以上，还有很多国家超过我们的水平。应该说在中国经济目前运营状况而言，250%占GDP的杠杆量并不高，因为中国国民储蓄率非常高，按官方统计，储蓄率是50%，我们自己测算是38%，即便按照38%国民储蓄率，也比美国国民储蓄率高出一倍以上。钱比货多是一季度大宗商品反弹的根本，中国去杠杆、产能过剩的条件非常好。

另一方面，如图10所示，青岛库存已经有小幅下滑，说明去产能等政策是一系列大动作的前奏，以及改革预期空间、时间都已深入人心；此外，当胶价价格出现反弹时，贸易商出现抢货现象，同样说明，底部还任重道远。

2.4 上海期货交易所库存与胶价

图11 上海期货交易所库存与胶价



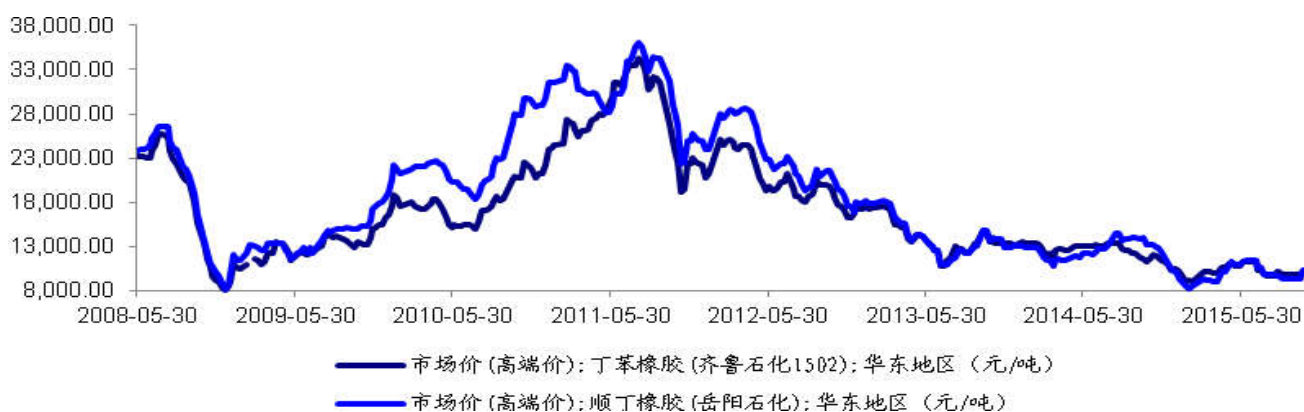
资料来源：WIND，海通证券研究所

对于沪胶的后期库存走势。

如图 11 所示，一方面，库存依旧在创出新高，短期之内看不到库存大幅下降的预期，但长期看来，库存拐点出现，是大宗商品价格见底的时候，市场将进入上涨周期；另一方面，库存只有大幅下降，才能支持大宗商品价格进一步走高的，中国是天然橡胶最大消费国，仍将继续推行更多措施来提振经济增长，这有利于下降的消费和库存下降。

2.5 合成胶价格与胶价

图12 合成胶价格与胶价



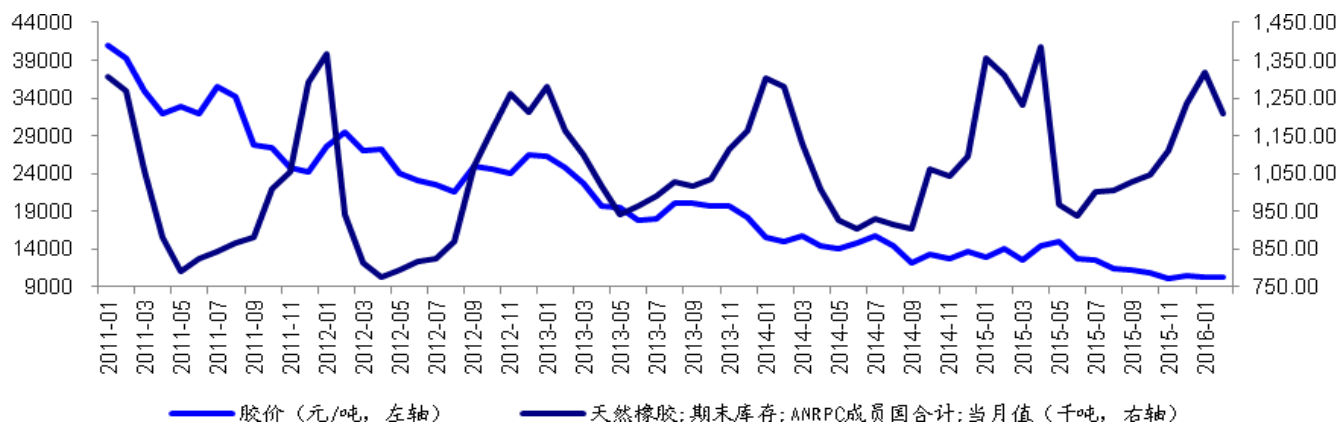
资料来源：WIND，海通证券研究所

对合成胶我们的观点。

一方面，各行各业供给侧改革力度、步伐都在加快，如图 12 所示，合成胶价格已经有所上涨，但上涨力度不够大；另一方面：现在去产能条件比 1999 年亚洲金融危机爆发相比，挑战要少，困难要小，因为现在就业形势非常好，银行财政运营状况比 99 年强得多，如果拿出当时的决心、信心，合成胶价格底部抬高支持天然橡胶胶价。

2.6 ANRPC 期末库存与胶价

图13 ANRPC 期末库存与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

全球库存下降是胶价上涨的主要问题。

如图 13 所示；由于沪胶价格下跌，2015 年全球产量 1088.87 万吨，连续 2 年下滑；中国 2015 年需求量达到 495.7 万吨，创出新高；其中进口 412.81 万吨，占中国需求的 83.28%，国内生产 82.89 万吨，占中国需求的 16.72%。

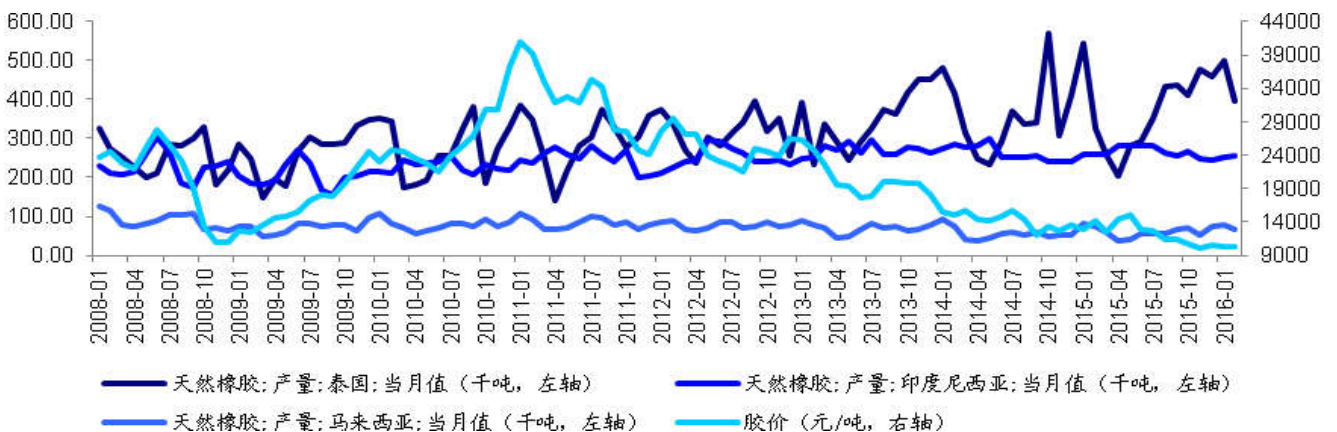
三国集团商讨后认为，希望以此减少全球橡胶市场上的供应量来达到保价的目的，逻辑看似对的，但是三国集团错误理解供给侧改革，以至于胶价并没有想象中暴涨。

橡胶市场可喜的是。中国天然橡胶需求并没有下滑，是未来胶价企稳上涨的主要力量；全球产量连续 2 年出现减产，2001、2008 年橡胶牛市，只出现过 1 年减产，后市行情可期。

经过大幅下跌的沪胶，离底部越来越近。跌透的价格就像在大锅的底部，不管往哪个方向都是向上的，2016 年对大宗商品市场来说，底部靠耐心、坚持才能熬出来，全球库存下降是胶价上涨的主要问题，三国集团政策起到辅助作用，对胶价影响有限，当“库存冬季”过去后，胶价未来胶价的机会极大。

2.7 泰国、印尼、马来西亚产量与胶价

图14 泰国、印尼、马来西亚产量与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

泰国、印尼、马来西亚等主要产胶国产量下降是反弹转向反转的主要矛盾。

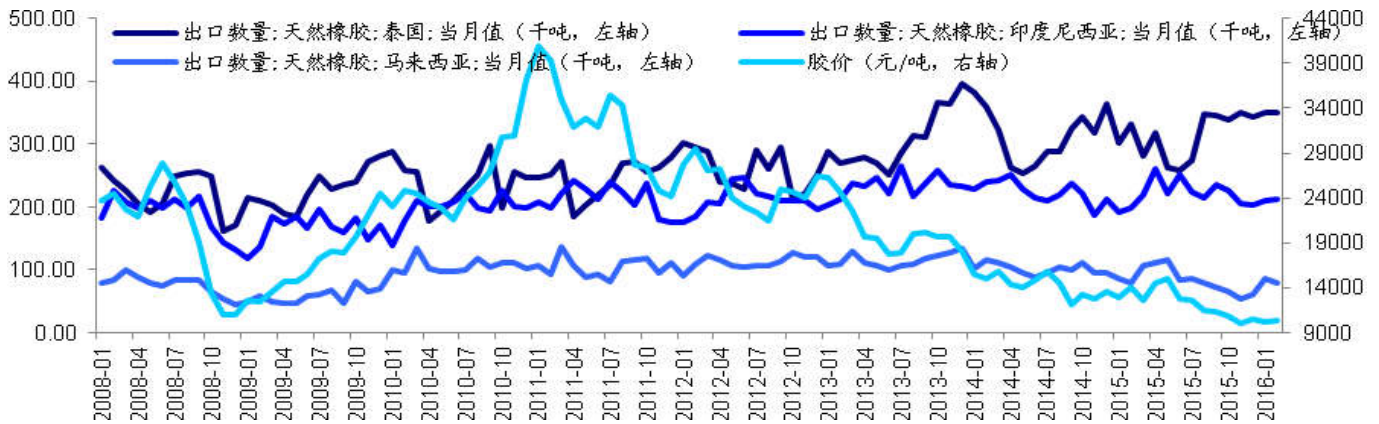
ANRPC 最新报告显示，2016 年前两个月，天胶产量同比微增 0.3%。其中，泰国产量增长 3%；此外，斯里兰卡、柬埔寨、菲律宾均有不同程度的增长。而印尼、越南、中国、印度、马来西亚同比均有下滑。预计 2016 年天胶总产量微增 1.2%。同时，天胶出口量连续两个月增长，同比增 7.2%。其中泰国增幅达到 10.7%。预计 2016 年天胶总出口量微增 0.6%。数据还显示，泰国、越南、印尼、印度、马来西亚的橡胶库存仍处相对高位，中国的产区库存下降较多。

目前大宗商品的价格反弹，与房价上涨的逻辑其实是一样的，甚至与去年股价上涨的逻辑也是一样的：均是货币现象。

大宗商品价格从反弹转向反转，必须要得到产量下降的支持，如图 14 所示，印尼产量略有增长，泰国、马来西亚 1 月、2 月的产量已经开始下降，支持胶价反弹；未来胶价牛市，除了货币供给量过大了，需要寻找出路外；泰国、印尼、马来西亚等主要产胶国产量下降是反弹转向反转的主要矛盾。

2.8 泰国、印尼、马来西亚出口与胶价

图15 泰国、印尼、马来西亚出口与胶价



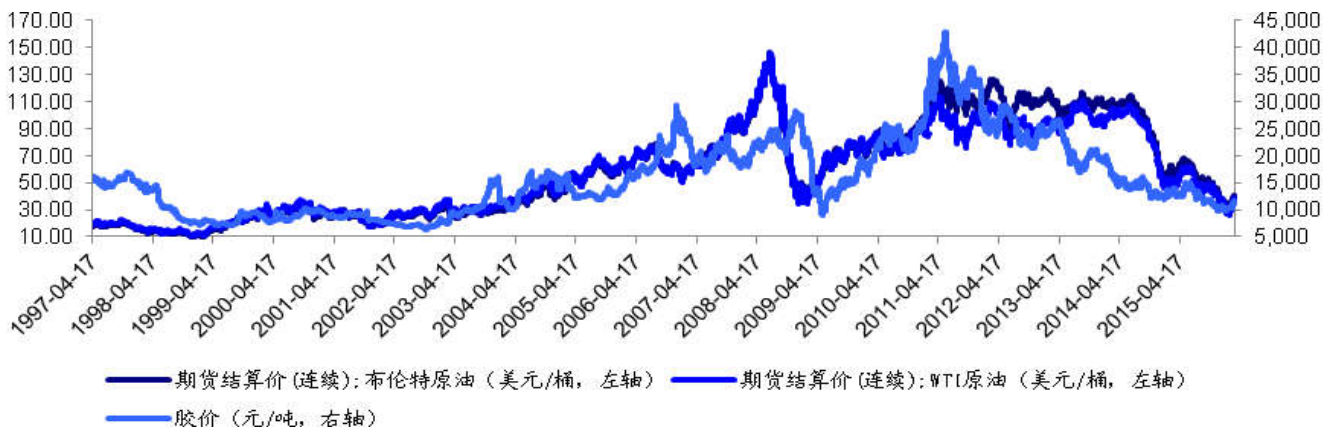
资料来源：WIND，海通证券研究所

泰国、印尼出口没有明显下滑迹象。

虽然泰国、印尼、马来西亚三国限制出口，如图 15 所示，除了马来西亚出口有小幅下滑之外，泰国、印尼出口没有明显下滑迹象，一旦出口指标下降、明朗，逢低买入还是可以考虑的。

2.9 布伦特、WTI 与胶价

图16 布伦特、WTI 原油与胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

偏执看空大宗商品会犯大错。

如图 16 所示，1 月 6 日，我们在《第一财经期市观察》提出《对大宗商品明天从未这么有信心》，然后又提出油价反弹高度 39.08 美元，是油价反弹 50% 位置，最高到 39.08 美元，油价反弹近 50%，我们 2016 年 1 月—2 月为大家推荐的左侧原油买进看涨期权收入颇丰。油价企稳对大宗商品价格有指导作用，对油价后市有以下三点看法：

政策：中国经济从工业化转向消费，PPI 改善、CPI 上升、美元上行周期结束等支撑原油价格，此外朝鲜先发制人核武战略让地缘政治发酵支撑油价；国内方面，降准、CPI 回升、供应侧改革如火如荼；国外方面，美欧俄等在中东地区博弈，不管结果如何，海湾产油国必须产业转型、结构优化乃至国家体制转型本身就是最大利多，超跌也支持

油价筑底回升；交易商依旧对冻结产量的商谈抱有期待，本身就是最大利多。国内方面，降准、CPI回升、供应侧改革如火如荼；国外方面，美欧俄等在中东地区博弈，不管结果如何，海湾产油国必须产业转型、结构优化乃至国家体制转型本身就是最大利多，超跌也支持油价筑底回升；交易商依旧对冻结产量的商谈抱有期待，本身就是最大利多。

基本面：伊拉克原油产量减少、美国石油钻井数量下滑、俄罗斯输油管道事故等等支撑油价；美国页岩行业盈亏平衡点为油价 65 美元，当 WTI 原油价格在 50 美元，美国页岩油行业会逐步重启，WTI 美油近期交投于 38 美元左右，油价未来有近 30% 涨幅，同时避免页岩油产量风险，油价反弹让市场信心逐步恢复。

技术面：目前阶段，产油国都有主观意向来维持油价；中国在 40 美元以下，国内汽油不降价支撑油价。39.08 美元、47 美元分别是油价反弹 50%、历史均价位置；面前油价反弹超过 40%，短线还能继续博取价差，中长线投资者建议右侧交易。

2.10 近 3 年布伦特、WTI、橡胶期货、海南橡胶股票、股指等套利组合

表 1 主要商品相关性分析

+ 添加	南华商品指	布油1605E	轻质原油160	橡胶1605	海南橡胶	IF1604
IF1604	0.633	0.401	0.410	0.716	0.895	1.000
海南橡胶	-0.343	0.796	0.451	0.819	1.000	0.895
橡胶1605	0.930	0.861	0.880	1.000	0.819	0.716
南华商品指数	1.000	0.762	0.862	0.930	-0.343	0.633
轻质原油1604E	0.862	0.995	1.000	0.880	0.451	0.410
布油1605E	0.762	1.000	0.995	0.861	0.796	0.401

资料来源：WIND，海通证券研究所

【现货、期货套利组合】：①卖出 WTI，买入布伦特。布伦特、WTI 相关性到达 99.5%，平均价差在 6.8 美元，目前只有 2.5 美元左右；②买入橡胶期货，买入海南橡胶股票，橡胶期货和海南橡胶股票相关性达到 81.9%，周期品上涨，海南橡胶股票跟橡胶期货都会涨。

1 手股指保证金 37.5 万人民币：1 手布伦特、1 手 WTI 保证金分别是 4400 美元、3850 美元；1 手橡胶期货保证金 13500 元，1 手海南橡胶股票 600 元左右。

期望收益：6 个月赚 10%。

风险提示：市场风险。汇率风险。

3. 传奇：沪胶第三次大牛还遥远吗？

天然橡胶交易特点:
表 2 天然橡胶交易特点

天胶		最新值	周度涨跌	周内最高	周内最低	5 年最高	5 年最低
期货	活跃合约 (元)	11,270.00	-3.72%	11,705.00	11,185.00	42,860.00	9,640.00
	连续合约 (元)	11,200.00	-3.16%	11,565.00	10,770.00	42,630.00	9,300.00
	SHFE 交易量 (手)	925,500.00	-44.22%	1,659,188.00	913,034.00	2,632,664.00	27,850.00
	SHFE 持仓量 (手)	406,044.00	-2.94%	418,336.00	389,796.00	525,572.00	100,528.00
现货	国产胶价格 (元)	12,181.00	6.44%	12,181.00	11,444.00	42,167.00	11,096.00
	进口胶价格 (美元)	1,220.00	-8.27%	1,330.00	1,220.00	5,730.00	1,030.00
库存	青岛天胶库存 (万吨)	22.9700	3.84%	23.4200	21.1500	388,500.0000	3.3900
	青岛复合库存 (万吨)	0.8000	9.59%	0.9300	0.7300	382,675.0000	0.7000
	青岛合成库存 (万吨)	3.3700	1.20%	3.6200	2.4100	181,800.0000	1.1000
	上期所库存 (吨)	235,620.00	1.46%	-	-	235,620.00	80,090.00

资料来源: WIND, 海通证券研究所

交易保证金: 做一手大概在 13500 元。

成交量: 135 亿/天。

持仓量: 54 亿/天。

行情特点: 2001 年至 2011 年底中国一共经历了两次积极的财政政策, 也造就了胶价的二次大牛。1998-2003 年, 胶价从 5000 元涨到 30000 元, 6 倍相当于 12% 保证金 50 倍涨幅。中国经济碰上了 97-98 年的东南亚金融危机, 1998-2003 年积极的财政政策。始于 2008 年年末-2011 年年底, 胶价从 8715 元涨到 43500 元, 5 倍相当于 12% 保证金 42 倍涨幅。2008 年发生美国金融危机, 中央启动了四万亿投资, 采取了积极的财政政策。现在, 2016 年, 政府再一次采取了积极的财政政策, 第三次胶价牛市还遥远吗?

天然橡胶后市展望:
图 17 胶价月线图


资料来源: 博弈大师, 海通证券研究所

【每次调整都是机会】逻辑: ①目前沪胶继续大幅下跌空间已经不大。随着降准、中美通胀上升以及稳增长政策效应逐步释放, 同时中国股市在时间周期上 2016 年下半年

年也将出现转机，两股合力让大宗商品行情走得更远；从当前的供需状况，结合市场价格结构来看，多头入场抄底时间点把握非常重要，每种盈利模式没人顶都不同，油价等大宗商品走势还将出现反复，目前只是处于开始、热身阶段。

②大宗商品将出现年度级别反弹。中国经济有底气，有办法，有亮点，如果今年一系列的改革能够到位，如果今年国家提出的各种各样的重大措施，包括去库存和产能能够到位，如果新型城镇化各种措施能够到位，国有企业改革能够出现落地政策，我们认为 2016 年下半年，最晚 2017 年上半年，这一轮中国经济增长速度下滑的周期应该有可能筑底，这个底部就到达了。大宗商品 2016 年一季度触底，大宗商品将出现年度级别反弹，目前来看，全球资产价格正在朝着这个方向运行。

③每次调整都是机会。大宗商品短期受补库需求和中国经济稳增长预期反弹，但缺乏基本面支撑；此轮暴涨主要是货币现象，实际需求改善有限，因此这可能带来的是过度杠杆和过度泡沫下的市场新一轮资产价格失控风险。未来 1-2 个季度，如果基本面后续数据不能证伪，本轮暴涨行情有可能出现“倒春寒”，即暴涨过后面临调整，每次调整都是机会。

鲁宾花是动人歌谣，但它有另一个名字—水妖诱惑。鲁宾花可以做优质饲料、仍有一定毒性；可以是一道画，让世界变得更美；从温柔母亲花，到邪恶的入侵植物；鲁宾花的故事还在继续……，但大宗商品上涨的传奇不会遥远。鲁宾花拉丁文意思是狼，近期大宗商品波动巨大，充斥着冷血、致命的交易故事，当大宗商品行情要见底还没有见底的时候，建议右侧交易，无论从绝对收益，还是相对收益看，天然橡胶是 2016 年的标配品种。

沪胶第三次大牛的时间周期是鲁宾花从故事到传奇的距离。

风险提示。美元、人民币贬值等汇率风险。原油等大宗商品的的市场风险。市场系统性风险：发达国家极度宽松的货币政策创造了大量的廉价资金，金融泡沫越吹越大：澳大利亚房地产、南非整体经济、加拿大经济欠佳、巴西经济摇摇欲坠等等。四大经济体中，德国、法国、西班牙三个国家的 CPI 全部不及预期。

信息披露

分析师声明

高上 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

 邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 联系人
 王丹(021)23219885 wd9624@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 秦泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
 张凤逸

金融工程研究团队

 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 张欣慰(021)23219370 zxw6607@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com
 联系人
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 姚石 021-23219443 ys10481@htsec.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com
 联系人
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 徐燕红
 谈鑫

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 联系人
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青 23219635
 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
 郑英亮 021-23154147 zyl10427@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 联系人
 潘莹练(8621)23154122 py110297@htsec.com
 王鸣阳

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 王晴 021-23154116 wq10458@htsec.com
 王汉超 021-23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com
 联系人
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com

非银行金融行业

 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 联系人
 夏昌盛

电力设备及新能源行业

 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 xqb6583@htsec.com
 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
 田源 23214119 ty10235@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业

 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
 联系人
 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
 赵晨 zc9848@htsec.com
 张恒晖 zhx10170@htsec.com

医药行业

 余文心 0755-82780398 ywx9461@htsec.com
 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 联系人
 高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
 师成平 010-50949927 scp10207@htsec.com
 廖庆阳 01068067998 lqy10100@htsec.com
 贺文斌 010-68067998

建筑工程行业

 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
 联系人
 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

计算机行业

 魏鑫(021)23212041 wx10618@htsec.com
 联系人
 谢春生 021-23154123 xcs10317@htsec.com
 黄竞晶 021-23154131 hjj10361@htsec.com
 郑宏达

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
 联系人
 金晶

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
联系人
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
联系人
陈雪丽(021)23219164 cx19730@htsec.com

社会服务行业

林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

银行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
联系人
张杨 zy9937@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚 18610049678 lmg10352@htsec.com
刘强 021-23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com

纺织服装行业

唐琴(021)23212208 tt9709@htsec.com
联系人
于旭辉

通信行业

朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com

互联网及传媒

联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

公用事业

联系人
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
戴元灿 23154146 dyc10422@htsec.com
李淼 010-58067998

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理

(021)23212267
songlm@htsec.com

金芸 副总经理

(021)23219278
jinyun@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
饶伟 0755-82775282
王雅清 075583254133

上海地区销售团队

黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
毛文英 02123219373 mwy10474@htsec.com
黄诚 hc10482@htsec.com
胡宇欣 021-23154192 hyx10493@htsec.com
漆冠男 23219281

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@htsec.com
张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com
张景财 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
杨博 (010)58067996 Yb9906@htsec.com
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
陈琳 (010)58067929 cl10250@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
李靛一 (010)58067894 lji10426@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com