



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-07-26

橡胶：艺术品市场百年经验的启示

张正华

橡胶研究员

从业资格号：F0270766

交易咨询号：Z0003000

☎ 0755-23982459

✉ zhangzh@wkqh.cn

报告要点：

对橡胶胶价的看法：

进入7月-9月，是橡胶产业链传统的逢低布局多单的时间点。

多方因素：市场预期因为天气等因素产量减产。收储轮储的预期利多。517地产政策需求偏多预期。RU对标胶的升水幅度基本压缩到比较低的阶段。

空方因素：国内需求的现实偏软。供应因为价高减产预期可能变成增产预期。

对胶价的影响：

主要关注地产政策的落实对橡胶需求的利多力度，以及天气和价格对产量影响的边际变化量。上半年橡胶价格上涨后，下半年做多的风险增大，收益预期降低，做多赔率降低。

总体看多比空好。需要等待向上驱动。需要产业链数据的逐步跟踪验证。

艺术品市场百年经验的启示：行业规律的相似性

History does not repeat itself, but it does often rhyme.

马克·吐温：历史不会重演，但总会惊人的相似。

这是我翻阅《名利场：1850 年以来的艺术品市场》的强烈感受。

他山之石，可以攻玉。

艺术品市场的价值规律，和股票投资，商品投资，核心思路有很多是相似的。

作者 Godfrey Barker 是一位艺术评论家，作家。他研究艺术品市场三十余年。1982-1997 年之间，担任英国保守党艺术部长的艺术市场顾问。他在苏富比和华莱士收藏馆讲学。我们可以推断，作者在艺术品市场经验丰富。

规律特征一：资产轮动

该书描述了自 1850 年至今的重大艺术品交易事件。并对艺术市场的交易规则、交易背后的复杂的社会状况等进行了深入分析。作者详尽考察从 1850 年至 2011 年高端艺术市场的画作交易，并进而得出结论：艺术品价格上涨最快的时期，不是世界经济普遍繁荣之时。就杰作而言，在股市及其他投资方式低迷之时，其价格上涨最为迅猛。

“过去三十年的经验已经表明，进入艺术市场的最佳时机是在华尔街崩盘之际；在这样的时候，资金都在寻找新的投资领域。1987 年和 2000 年的事实表明，艺术品市场更是一个逆循环的市场。在股市暴跌之后，资金会从华尔街转向房地产和艺术品、黄金以及珠宝。1975 年以来，艺术品和房产价格上涨的年份，大都是股市低迷之时。”

1987 年至 1990 年：这一时期被认为是自 20 世纪 20 年代以来最大的一次艺术品市场繁荣期。艺术品价格却急剧上升。主要的触发因素在于，1987 年美国股市黑色星期一，大幅的市场动荡导致部分资金撤离，配置在波动性更小收益率更加稳定的资产上。这导致了艺术品市场价格的显著上涨。

1987 年至 1990 年期间，印象派和现代艺术作品的价格显著上涨。例如，皮埃尔-奥古斯特·勒庞的《蒙娜丽莎的舞女》在 1990 年以 7800 万美元的价格创下纪录。战后和当代艺术风格在这一时期也表现出色。从 1985 年到 1989 年，这些风格的艺术品以实际年增长率 42% 的速度增长，达到 1989 年的水平 661。版画市场在这段时间内也表现强劲。从 1985 年到 1990 年，版画市场的年实际增长率达到了 18.0%，并在 1989 年末达到了 224 的指数。1990 年的时候，德加、莫迪里阿尼、梵高、雷诺阿等作品的价格上涨到前所未有的高价，比 1980 年上涨了五到十倍。

2005 年 1 月—2008 年 10 月，这是一个艺术品繁荣期：高端的当代艺术品价格飙升 426%，中等的现当代艺术品价格飙升 339%。而在同一时期，道琼斯指数由 2005 年的 10500 点上

升到2007年10月的14279点，最高上升了36%，随后又跌至2008年10月的8579点。2008年金融危机期间：在2008年全球金融危机期间，标准普尔500指数暴跌37.5%，而艺术指数仅下跌了4.5%。这表明，在股市低迷时，艺术品市场的波动性较低，相对稳定。

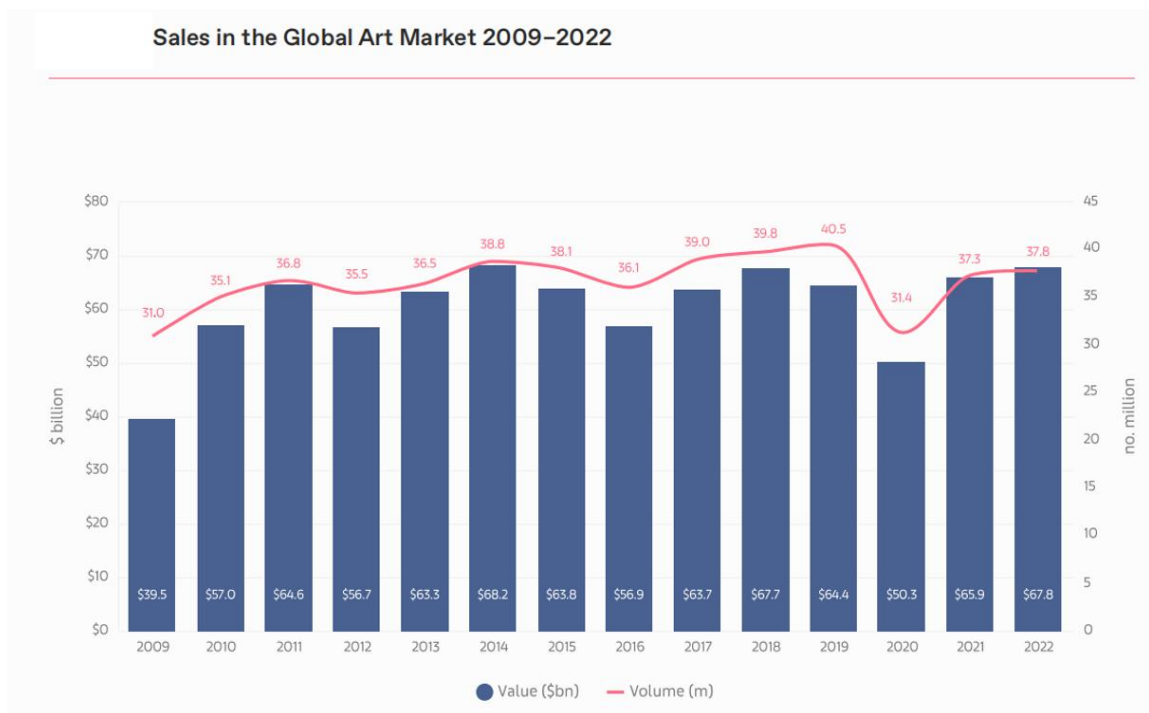
2015年6月之后，中国股市出现下跌。2016年-2017年多地房地产市场出现了上涨。正是资产配置在不同市场之间轮动的生动注解。

股票的行业轮动：
 2014年Q4金融股的上涨。2015年互联网金融板块的上涨。
 2019年-2020年新能源和光伏板块的大幅上涨。
 2021年-2023年医药消费板块的较长时间和较大幅度的下跌。煤炭等板块较大幅度上涨。
 2024年的红利资产的上涨，中证2000指数代表的小盘股板块的下跌。

商品的轮动：
 2015年Q4黑色系螺纹铁矿焦煤焦炭大幅上涨，2016年Q4橡胶的大幅上涨。
 2024年黄金白银铜的显著上涨，螺纹铁矿焦煤焦炭下跌。

我们认为，这可能是资金在资产保值，资产增值需求的自发演绎。

图 1：艺术品市场规模和增速



数据来源：Art Basel

图 2：艺术品市场收益率比较

标准普尔 500	+930%
黄金	+220%
房地产	+850%
艺术品，顶端 2% 的交易	+1560%
艺术品，顶端 10%的交易	+914%
艺术品，其余交易	+780%
商品和服务的零售价格增长	+749%

数据来源：纽约斯特恩商学院罗宾·达西

规律特征二：长期投资的价值

持有的时间长，持有艺术品的风险将会降低。收藏艺术品达二十至二十五年的买家赚到的钱最多。正如佳士得向客户们展示的格言：“五年收回成本，十年翻上一番，之后就会赚上好几倍。”

莫奈《墨尔斯》：在 2019 年 5 月纽约苏富比拍卖行的拍卖中，以 1.107 亿美元（约合 7.6 亿元人民币）的价格成交。这幅画的匿名卖家于 1986 年以 253 万美元购得此画，总回报率达 4300%。该画是莫奈著名的“草堆”系列画作之一，创作于 1890 年，最初由芝加哥一个富有的家庭直接从莫奈的经销商手中购得。

凯恩斯：著名宏观经济学家约翰凯恩斯（John Maynard Keynes）喜欢收藏名画和古籍。他一有机会就买入名家的绘画作品。他既有艺术的动机，也有投资考虑。凯恩斯更加擅长买古籍善本，因为他是学术圈的人，能判断典籍的重要性与版本的稀缺性（凯恩斯收藏了一千三百多本善本书和手稿，主要涉及十六至十七世纪著名文学家、哲学家和科学家，如休谟、牛顿、洛克、边沁和穆勒的著作）。对于美术作品，他自认为不够内行，所以只买名作（他购买了塞尚、马蒂斯、毕加索、雷诺阿的画作）。这个特点，恰好比较好地吻合了艺术品行业的规律（名作升值幅度更大）。1917-1946 年间，凯恩斯投入约 1.3 万镑，购买了 135 幅画。2013 年估算这批画作总值 7000 万镑。若以名义投资报酬率来看，每年平均约 9.8%。从凯恩斯的案例来看，长期持有名画，收益与长期持有股票相当。

英国铁路养老基金：在 1976 年的英国通胀率达到 26%后，英国铁路养老基金失去对货币和股票的信心，转而进入新市场——艺术品，它将 4%的基金配置在艺术品上，总值为 4000 万英镑。当时英国经济正处于石油危机之后的衰退低谷，该基金在艺术市场的二十五个领域方向上进行了配置。由于借助了外部专家顾问，因此这只基金买下的都是杰作。就艺术投资而言，其业绩非常突出。在 1974 年——1996 年间，年度实际回报率为 13.11%。许多艺术品创下了艺术家的个人记录，而有些非常出名的艺术品，其售出价格达到了预估价的 7 倍之多。

商品有什么比较突出的长期投资案例？

1986 年 12 月，李嘉诚通过当时的和记黄埔以 32 亿港元收购了加拿大老牌石油公司赫斯基能源（Husky Energy）52%的股权，当时国际油价只有每桶 11 美元左右。这笔交易被誉为“李嘉诚一生中最伟大的投资之一”。

经过多年发展，赫斯基能源成为加拿大最大的综合型能源公司、世界 500 强企业。自收购以来，长和系从赫斯基能源获得了 80 多亿美元分红。

2020 年 10 月 25 日，加拿大油砂生产商 Cenovus Energy 宣布，将以约 38 亿加元（约合人民币 193.28 亿元）的价格，通过一次全股票交易收购赫斯基能源。包含股票交易和公司债务在内，该交易总规模达 236 亿加元（约合人民币 1199 亿元）。

交易完成后，李嘉诚和他的长江和记将持有合并后公司约 27%的股份。合并后的公司将以 Cenovus Energy 的名义进行运营，总部仍位于加拿大阿尔伯塔省的卡尔加里，并成为加拿大第三大石油和天然气生产商，以及加拿大第二大炼油商。

紫金矿业已经成功收购并运营了多个海外矿山项目。

2014 年收购了科卢韦齐铜矿的 72%权益。

2015 年收购了卡莫阿铜矿的 45.1%权益以及波格拉金矿的 47.5%权益。

2019 年收购了 Timok 铜金矿的全部权益。

2020 年收购了武里蒂卡金矿的 100%权益和西藏巨龙铜矿的 50.1%权益等。

此外，2022 年，公司收购了阿根廷 3Q 锂盐湖 100%权益。这是紫金矿业在国际收购的第一处锂资源。

铜价从 2011 年 7.66 万高点，下跌到 2014 年年底 4.6 万元，2015 年年底的 3.65 万元。紫金矿业基本上都是在资源品价格较大幅度下跌过程中，进行逆周期布局的经典案例。

规律特征三：安全投资原则

有些研究者分析了日本人在艺术投资上所犯的错误，说他们几乎违反了所有的安全投资原则。这些原则是：只买出色的作品，不买三流作品。高价收购，但不要创造价格记录。不要太快转手。记得最少收藏十年的告诫。如果有交易商因为价格过热而退出市场，在这样的市场里面收购要小心。

只买出色的作品：购买艺术品时，应该选择那些艺术价值高、历史意义深远或具有独特风格的作品。这些作品更有可能随着时间的推移而增值。

统计学家罗宾·达西对从 1975 年来的 10 万次艺术品拍卖记录作了分析，发现艺术品年化收益率只有 5.8%。艺术品投资收益率不如股票与房地产。全球顶端 2%的艺术品市场，三十年内的静态投资回报率是 1560%。通常的中低端艺术品三十年投资回报率是 780%。

中国藏家们的主要兴趣集中在中国的经典艺术品。2017 年，北京保利秋季拍卖齐白石《山水十二条屏》，拍出 9.315 亿元人民币的纪录；2019 年香港佳士得秋拍常玉作品，拍出 3.04 亿港元。经典作品的涨幅，大于边缘类作品。

房地产：

一线城市涨幅大于二三线涨幅，大于四线涨幅。

市区核心区域房价涨幅大于边缘区域。
房价下跌时，远郊跌幅远大于市区核心区域。

股票：

买茅台，格力电器，美的集团，恒瑞医药等高 ROE 公司，长期持有的收益，比持有垃圾股的长期收益均值要高。波动回撤也相对小。

股票指数增强：

提高基本面改善的行业板块的配置比例，收益要比指数要高。
按此构思，可以做类似的沪深 300，中证 500，中证 1000 指数增强策略。

艺术品市场规律对商品的启示

艺术品市场规律对商品的启示：

买供应格局好垄断度高的，卖供应格局差的。
买库存低的，卖库存高的。
买期货比现货低的，卖期货比现货高的。
诸如此类的各种策略，有利于提高策略的胜率和赔率，有利于取得稳健的正向收益。

艺术品市场规律对橡胶的启示：

买铜抛橡胶，买铁矿抛橡胶，长期收益为正。

买铜抛橡胶背后的核心逻辑在于，近 10 年来，铜的供应格局是偏紧的。橡胶的供应格局是宽松的，结构性过剩的。铜和橡胶对于中国的需求，虽然下游有较大差异，整体节奏是类似的，高相关的。

（未来铜的供应局面仍然偏紧。而橡胶的供应预期边际持平或者减少。因此这一策略可能需要动态调整。）

买铁矿抛橡胶背后的核心逻辑在于，铁矿的供应格局虽然是储量极大，但产量是几大矿山集中供应的。橡胶的供应格局是几百万胶农各自自主决策的，难以统一供应节奏。需求方面，橡胶的下游主要来自于房地产行业相关的重卡运输市场，需求波动的节奏是高度相关的。另外考虑到此头寸巨大的升贴水展期收益，造成了做这一策略的群体长期波段收益比较好。

（未来铁矿石供应局面边际变差。而橡胶的供应预期边际持平或者减少。因此这一策略需要调整。比如考虑动态调整，波段操作。）

买 20 号标胶现货抛 RU，核心的逻辑在于橡胶的供应的结构性过剩。另外考虑到此头寸比较好的升贴水展期收益，造成了这一策略长期波段收益比较好，也比较稳定。即便该策略 2016 年年底的出现了近 10 年比较大的浮动回撤，最终也是盈利了了了头寸。只有部分现货商因为期货端保证金不足而中途离场。

图 3：RU 对 20 号胶升水



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

对橡胶胶价的看法

进入 7 月-9 月，是橡胶产业链传统的逢低布局多单的时间点。

多方因素：市场预期因为天气等因素产量减产。收储轮储的预期利多。因为 517 地产政策需求偏多预期。RU 对标胶的升水幅度基本压缩到比较低的阶段。

空方因素：国内需求的现实偏软。供应因为价高减产预期可能变成增产预期。

对胶价的影响：

主要关注地产政策的落实对橡胶需求的利多力度，以及天气和价格对产量影响的边际变化量。

上半年橡胶价格上涨后，下半年做多的风险增大。收益预期降低，做多赔率降低。

总体看，多比空好。需要等待向上驱动。需要产业链数据的逐步跟踪验证。

参考文献：

THE ART MARKET 2023 report by Art Basel & UBS

《名利场—1850 年以来的艺术品市场》by Godfrey Barker

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn