



2020 年 12 月

供需双增，宽幅震荡下重心抬升

——2021 年天然橡胶行情展望及投资策略

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：2021 年宏观面上来看，中美的货币政策节奏有所错配。按照 PPI 基本领先货币政策半年左右时间来判断，如明年 PPI 二季度见顶回落，那么货币政策至少要 3 季度末或者 4 季度才有转松的可能。所以从全年节奏上来看，一季度持稳，市场可能延续疫苗落地和外围需求改善的逻辑，二季度回落，三四季度或企稳，逐步回升。从行业基本面来看，橡胶高库存压力仍存，叠加供给端短期难出现扭转，整体供应或略有剩余，随着需求的快速修复，全年或呈现紧平衡。但是细分市场的结构性矛盾日益突出，标品与非标品之间的基本面分化，使得盘面与现货市场的背离可能经常出现。盘面的阶段性走势或与资金情绪联动得更加密切，叠加宏观预期，预计盘面的低点出现在二季度，高点在四季度。全年重心上移，谨慎乐观。

我们的逻辑：在 2021 年天然橡胶价格逻辑的演变路径上，我们尝试从天然橡胶合集及盘面交易的全乳胶细分子集两个主体去看：**从天然橡胶总体来看：**橡胶的农产品属性和种植周期决定了它的行业投资呈现长周期的特点。新种及翻种的高峰在 2012 年，理论上 2020-2027 年仍处于产能释放期。近几年低价及劳动力流失抑制了新增种植的增长。短期供应拐点尚未出现，总量或小幅过剩，供应的边际收缩近两年已经开始体现。**从全乳胶来看：**由于疫情加大了市场对于浓缩乳胶的需求，海南区内胶水多用于生产利润更好的浓缩乳胶，分流了全乳的原料，国内新全乳的供应主要来自云南。而云南的原料产量同比减少 30% 左右，主要受制于疫情导致的开割推迟及开割初期的降雨偏多。

综上，我们判断，年前在炒作周期及疫苗落地和外围需求改善的逻辑下持稳，二季度是东南亚的产胶旺季叠加 PPI 见顶回落，或出现年内低点。三、四季度开始或重启震荡偏强走势。全年价格重心或稳步上移，资金和情绪对于盘面标品的炒作将间歇性发作。

投资建议：2021 年春节后我们看空波动率，方向上偏空。现货商可以考虑使用期权备兑策略（S-C），持有标的资产，卖出虚值看涨期权，构造一个收益增强性策略；在二季度可以逐步布局多单，逢低吸入筹码，等待中长线的价格企稳回弹。

关注的风险点：1、疫情反复，需求端再次受到冲击；2、极端天气，厄尔尼诺影响等。

作者简介：

高琳琳：国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士。2017、2018、2019 年“上期所”优秀分析师、2017、2019 年期货日报、证券时报优秀能化分析师、曾在第一财经、中国证券报、期货日报等主流媒体发文共计 50 余篇，接受财经媒体各类采访 20 余次，长期为产业机构客户服务，坚持客观、独立、实证的研究哲学，我们不仅是数据的加工处理器更是逻辑和研究方法的布道者。

目录

1. 2020 年天然橡胶期货走势回顾	3
1.1 2020 年 1 月至 3 月：国内外疫情相继爆发，橡胶价格重挫	3
1.2 2020 年 4 月至 6 月：盘面价格震荡上行，多空博弈争夺激烈	3
1.3 2020 年 7 月至 9 月：7 月上涨，8 月大幅拉升，9 月盘整	4
1.4 2020 年 10 月-至今：橡胶价格一骑绝尘，10 月末出现反转	4
2. 2021 年天然橡胶或现阻力性上涨叠加阶段性行情	4
2.1 全球天然橡胶产量展望：疫情冲击下单产下滑明显，基数偏低明年增产	5
2.2 全球天然橡胶需求展望：内外市场需求存改善预期，消费引擎仍在国内	9
2.3 全球天然橡胶供需平衡展望：供需双增维稳，全年紧平衡	16
2.4 中国天然橡胶供需平衡展望：总量稳定，细分市场差异加大	19
3. 替代品市场：丁二烯价格回升，合成胶价格重心或上移	21
4. 结论与投资建议	22

1. 2020 年天然橡胶期货走势回顾

图 1 2020 年天然橡胶指数走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

1.1 2020 年 1 月至 3 月：国内外疫情相继爆发，橡胶价格重挫

影响因素：新冠肺炎疫情全球蔓延，中国疫情得到控制，全球汽车工厂大幅停产。

春节前后新冠疫情在中国爆发，市场恐慌情绪对胶价形成打压，节后胶价大幅下跌。2月26日人民银行召开电视电话会议，部署金融支持中小微企业复工复产工作。会议指出，人民银行认真贯彻稳健的货币政策要更加注重灵活适度的要求，在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。随着国内疫情逐步得到控制，胶价走出反弹修复行情。3月国外疫情爆发，二次冲击下，海外多家汽车工厂宣布停产，包括欧、美、日、韩等整车制造业集中地合计超过100家汽车工厂处于停产状态。橡胶价格再度大幅下挫，一度创2015年来新低。

1.2 2020 年 4 月至 6 月：盘面价格震荡上行，多空博弈争夺激烈

影响因素：商用车销量超预期，云南干旱和白粉病情况较为严重，美国启动232调查，新冠疫情反复

中汽协发布我国汽车产销数据显示，4月我国汽车销量为207万辆，同比增长4.4%，其中商用车产销分别完成51.4万辆和53.4万辆，为历史最高水平，提振市场。云南方面，由于春防工作不到位，干旱和白粉病情况较为严重。5月，美国商务部对进口汽车、SUV、轻型卡车以及厢型车启动232调查，调查将确定进口是否对美国汽车行业造成损害、削弱国家安全。乘联会发布消息称，6月，地方政府促汽车政策效果将达到阶段性高峰，同时各地车展集中启动，电商活动等促销加码也将进一步推动购车需求，厂家完成半年目标的销售驱动力增加，预计6月国内乘用车市场将继续企稳。同时国内部分地区新冠疫情有反复趋势，空头顺势打压，期货价格持续震荡，月末期货价格小幅下跌。

1.3 2020 年 7 月至 9 月：7 月上涨，8 月大幅拉升，9 月盘整

影响因素：辛谷拉台风导致泰国产区强降雨，轮胎外销订单持续好转，20 号胶库存偏低，欧洲二次疫情

7 月，受市场气氛回暖带来的影响，盘面价格在月初月末大幅上扬。8 月，辛谷拉台风导致泰国产区强降雨，新胶提量受阻，市场炒作情绪带来新一轮拉涨，轮胎外销订单持续好转叠加轮胎成品价格上涨的消息在市场传开。印尼胶通关授权书存在一定阻力，20 号胶库存偏低等消息也与沪胶产生共振，橡胶价格大幅上行。9 月，美元强势，美股大跌，国际油价暴跌，欧洲二次疫情等诸多利空因素打压大宗商品价格，加之泰国原料价格止涨对胶价形成拖拽，橡胶价格横盘整理。

1.4 2020 年 10 月-至今：橡胶价格一骑绝尘，10 月末出现反转

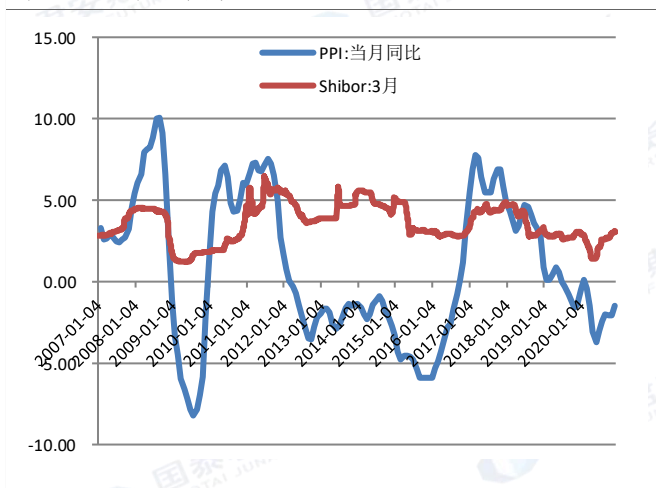
影响因素：全乳胶减产预期，东南亚主产区及海南产区割胶受阻，重卡销量创新高，美国总统大选前资金避险情绪升温

十一假期之后，市场对于新全乳减量有普遍预期，且老全乳胶去库较快，配合东南亚主产区及海南产区割胶受阻，新胶产量低位，全乳胶库存偏低。同时重卡销量连续创单月新高，市场的抄底情绪高涨，胶价一路上扬，不断突破新高。11 月后，受 10 月暴涨行情影响，市场出现技术性回调，主力多单离场，加之美国总统大选前资金避险情绪升温，市场看空氛围增强，期货价格大幅回调，后期进入震荡市。

2. 2021 年天然橡胶或现阻力性上涨叠加阶段性行情

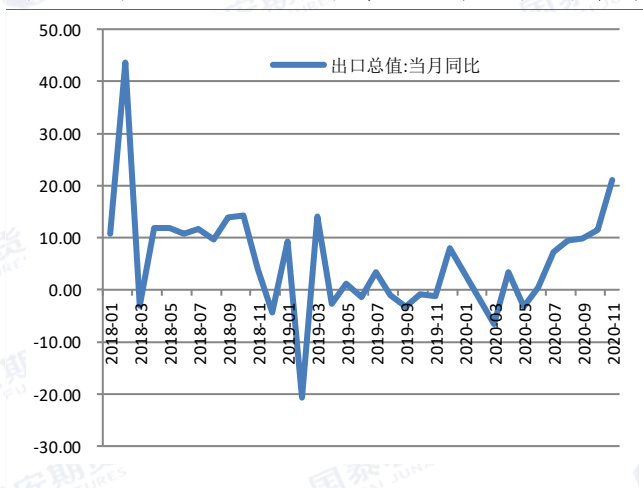
原油价格冲击导致 10 至 12 月 PPI 在 $-2.0\% \pm 0.2\%$ 窄幅波动。当前国际油价再次出现了上行动力，我们预期 PPI 将回归上行趋势，逐步收窄降幅。对于 2021 年，就国内货币政策的取向与供给冲击发生的可能性而言，通胀压力总体可控，峰值或在 2 季度，PPI 难以超过 2.0%。按照 PPI 基本领先货币政策半年左右时间来判断，如 2021 年 PPI 二季度见顶，那么货币政策至少要 3 季度末或者 4 季度才有转松的可能。所以从全年节奏上来看，一季度持稳，市场可能延续疫苗落地和外围需求改善的逻辑，炒作周期概念，二季度回落，三四季度或企稳，逐步回升。但需要注意海外流动性扩张对中国的溢出效应即输入型通胀，其传导渠道之一是导致国际油价等商品价格的上升；二是引发中国出口持续高速增长。叠加行业基本面情况和季节性走势，我们判断，年前在炒作周期及上游原料逻辑支撑下持稳，二季度是东南亚的产胶旺季叠加 PPI 见顶回落，或出现年内低点。三、四季度开始或重启震荡偏强走势。全年价格重心或稳步上移，资金和情绪对于盘面标品的炒作将间歇性发作。

图 2 PPI 与 3 个月 Shibor



资料来源：同花顺、国泰君安期货产业服务研究所

图 3 11 月出口增长 21.1% 录得 2018 年 2 月以来最高



资料来源：同花顺、国泰君安期货产业服务研究所

2.1 全球天然橡胶产量展望：疫情冲击下单产下滑明显，基数偏低明年增产

2020 年全球天然橡胶年供应量收窄，其中马来西亚、印尼和中国降幅比较明显，三国 2020 年产量降幅预计均达到两位数。ANRPC 成员国中只有柬埔寨实现了较快的正增长，与其胶龄结构年轻和关税调整有关。据 ANRPC 报告显示，2020 年天然橡胶产量约为 1290.1 万吨，同比回落 6.8%。我们测算在 1287.5 万吨，同比回落 6.74%，差距不大。其中泰国和印度尼西亚依然是前两大天然橡胶生产国，产量均出现不同程度回落，2020 年预计产量分别为 447.8 万吨和 288.5 万吨。越南 2020 年预计产量同比回落 4%，达到 113.8 万吨，排名第三。中国 2020 年预计产量跌破 80 万吨，全年产量 71.5 万吨，同比降幅 11.9%，延续两年出现下滑。2020 年印度产量排名第五，预计年产 66.8 万吨，同比降幅达到 4.8%。马来西亚位于第六，预计年产 55.1 万吨，同比降幅 13.8%。柬埔寨位于第七，预计年产 33.7 万吨，同比增幅 17%。缅甸位于第八，预计年产 24 万吨，同比降幅 7.6%。菲律宾位于第九，预计年产 10.5 万吨，同比降幅 2.8%；斯里兰卡位于第十，预计年产 7.4 万吨，同比降幅 1.3%。

表 1：ANRPC 成员国天然橡胶年产量及年增速

国家/ 地区	年产量（千吨）						年增速				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2016	2017	2018	2019	2020*
泰国	4473	4347	4429	4972	4852	4478	-2.80%	1.90%	12.30%	-2.40%	-7.70%
印尼	3145	3358	3629	3630	3301	2885	6.80%	8.10%	0.00%	-9.10%	-12.60%
越南	1013	1035	1095	1138	1185	1138	2.20%	5.70%	3.90%	4.10%	-4.00%
中国	794	774	798	818	812	715	-2.50%	3.10%	2.50%	-0.70%	-11.90%
印度	575	624	713	660	702	668	8.50%	14.30%	-7.40%	6.40%	-4.80%
马来西亚	722	674	740	603	639	551	-6.70%	9.90%	-18.50%	6.00%	-13.80%
斯里兰卡	89	79	83	83	75	74	-10.80%	5.20%	0.00%	-9.60%	-1.30%
菲律宾	100	91	102	106	108	105	-9.00%	12.40%	3.90%	1.90%	-2.80%
柬埔寨	127	145	193	220	288	337	14.40%	33.20%	14.00%	30.90%	17.00%
缅甸					260	240					-7.60%
其他					1584	1684					6.30%
合计	11038	11127	11782	12230	11962/ 13806	10951/ 12875	0.80%	5.90%	3.80%	-2.20%	- 8.45%/- 6.74%

注解：2020 的数据尚未完全统计出，2020*代表预测值。

资料来源：ANRPC, Qinrex, 国泰君安期货产业服务研究所

2020 年泰国月产量波动较大，其中 3 月、5 月、9 月同比出现两位数增幅，1、2 月份及 6、7 月份降幅较大。10 月后泰国橡胶产量基本与去年持平，变化不大；1、2 月份的产量回落或与 1 月份以来持续的降雨偏少，及胶价低迷影响胶农的割胶积极性，主产区开割时间推迟有关，而 6、7 月份的产量下滑可能与多地封城，人员流动性受限以及外劳流失影响较大。

在疫情影响下，2020 年印尼的天然橡胶产量受到了较大冲击。1 月持平，2 月略增，其他月份产量均呈现负增长，且降幅明显。一方面，印尼胶很大一部分是出口欧美的大型轮胎厂的，而欧美疫情的扩散导致众多轮胎厂及汽车制造厂关闭，印尼天然橡胶加工厂不得不面临推迟船期甚至毁约的压力；另一方面，不少贸易公司及橡胶加工厂不能正常上班，对原料的需求降低，叠加胶价低迷，胶农割胶积极性严重受挫。

马来西亚除 4、10、11 月份出现同比增长外，其余月份产量均呈现负增长；马来西亚 2020 年的疫情形势也不乐观。部分橡胶贸易公司实行在家办公或半天轮流到岗办公制，部分天然橡胶加工厂暂停开工，槟城港一度封港也导致物流运输效率变缓。

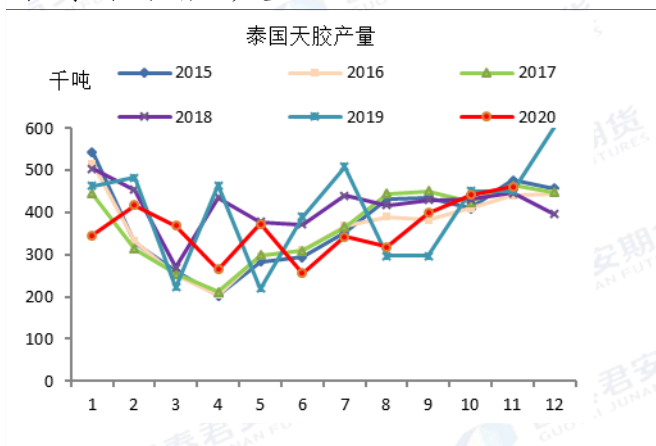
越南前 4 个月产量同比出现负增长，5 月开始转好，6 月份开始增长持续 4 个月，10 月产量又回落，月

请务必阅读正文之后的免责条款部分

间的产量波动较大；越南的天然橡胶产业受新冠肺炎疫情的冲击相对较小，货源运输及出口相对顺畅。但因全球需求不佳，越南橡胶出口量缩减。胶价低迷，也对当地割胶积极性造成一定影响。

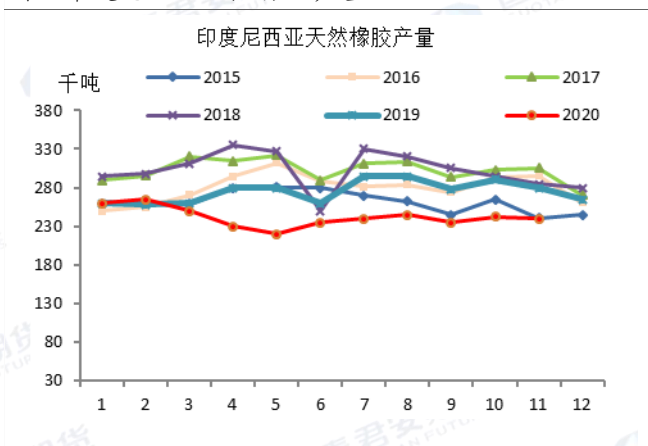
我国产量除2月受到春节假期影响外其余月份同比均出现回落。总体来说，主要产胶国2020年月度产量都受到了疫情不同程度的影响，表现在1-8月的产量降幅较大，9月后产量降幅收窄。2020年1-8月全球天胶产量777.8万吨，同比降幅8.7%；9-12月预计512.3万吨，同比降幅3.8%。

图4 泰国天然橡胶产量



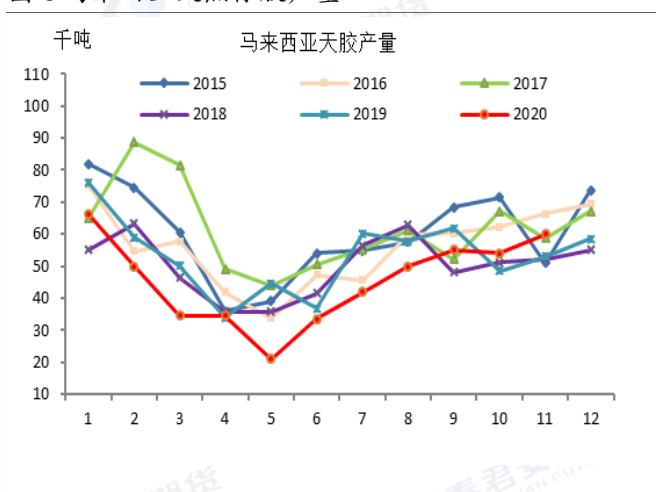
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图5 印度尼西亚天然橡胶产量



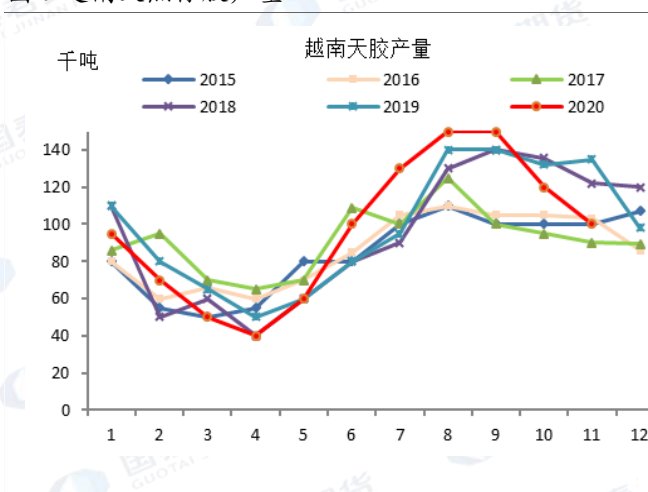
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图6 马来西亚天然橡胶产量



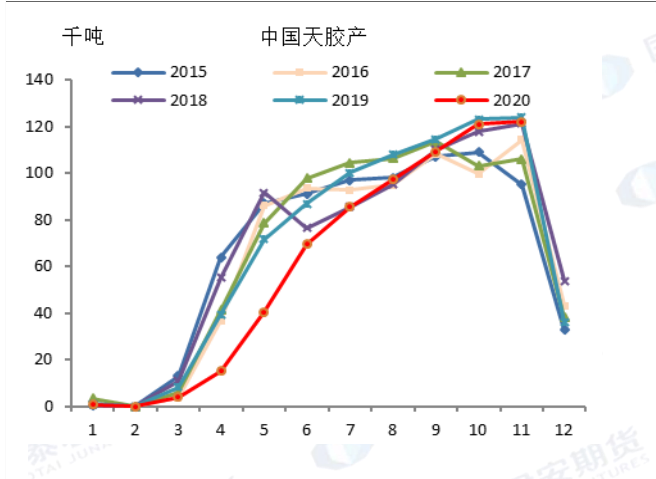
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图7 越南天然橡胶产量



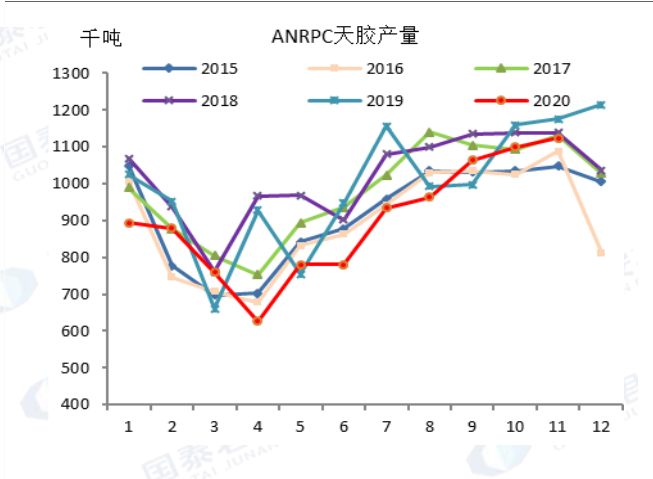
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 8 中国天然橡胶产量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

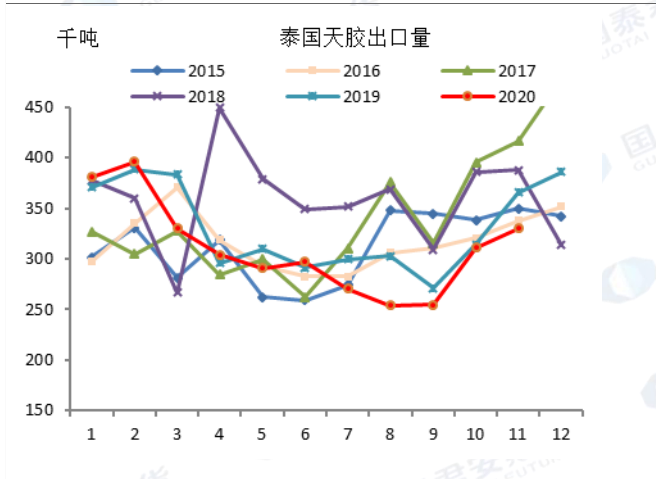
图 9 ANRPC 天然橡胶产量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

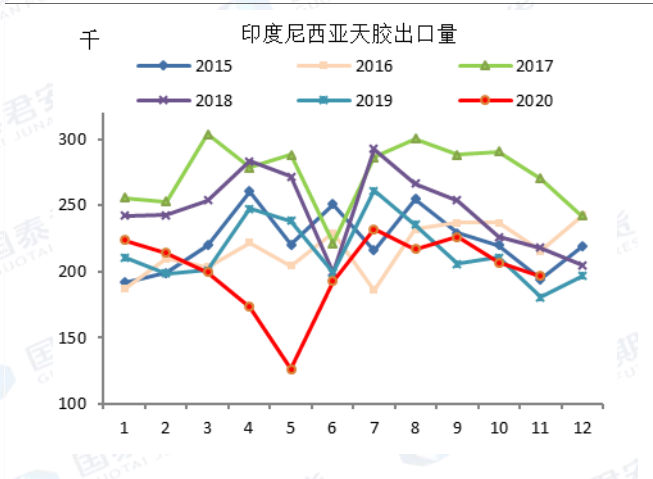
2020 年主要出口国的出口量均呈现下滑态势。泰国全年天然橡胶出口量与 19 年相比预计下降 5.6%，除 1、2、4、6 月份出口同比微增外，其余月份均呈现不同程度下滑，1-11 月泰国出口天然橡胶 341.85 万吨，同比降 4.86%，泰国占到 ANRPC 成员国出口总量的 40% 左右；截至 11 月，印度尼西亚出口 220.69 万吨，同比减少 7.51%；马来西亚出口同比减少 0.02%，为 96.21 万吨；越南出口量为 136.9 万吨，同比下滑 6.03%。

图 10 泰国天然橡胶出口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 11 印度尼西亚天然橡胶出口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 12 马来西亚天然橡胶出口量

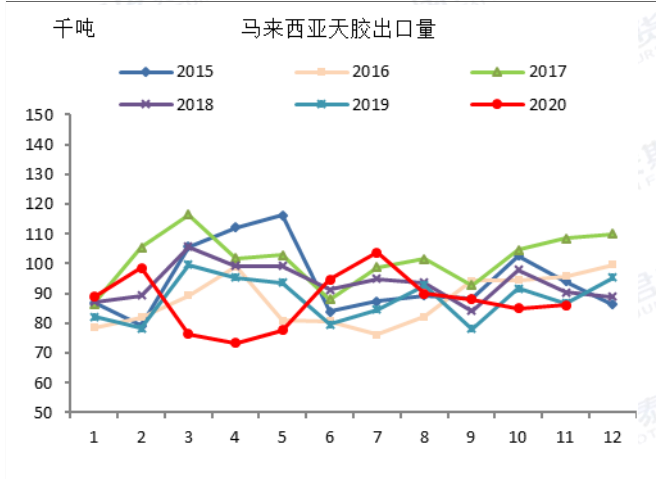
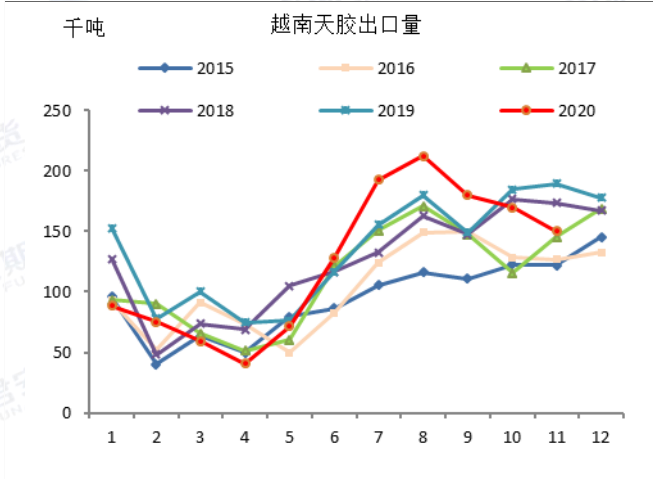


图 13 越南天然橡胶出口量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

从 ANRPC 成员国产胶区总面积和开割面积来看，传统产胶国（泰、印尼、马）中除了印尼，其他成员国的产胶区总面积和开割面积都出现了不同程度的下滑。中国 2020 年的总胶园面积与 2019 年基本持平。中国、印度、菲律宾、柬埔寨和斯里兰卡的开割面积变化不大。开割面积和单产是决定天胶产量的两个因素，其中单产主要与当地的橡胶种植自然环境、培植技术、割胶技术和管理经验等有关。从单产情况来看，除了柬埔寨和菲律宾，其他产胶国的单产量都出现了不同程度的下降，这也可以与 2020 年的预期产量互相佐证。单产量的下滑主要与 2020 年疫情导致的人流、物流运输效率下降、胶价的持续低迷、胶农割胶积极性不高以及外劳流失有关。

表 2：ANRPC 成员国产胶区总面积和开割面积

年份	泰国		印尼		马来		越南	
	开割面积	总面积	开割面积	总面积	开割面积	总面积	开割面积	总面积
2009	2055.0	2231.6	2709.0	3435.0	591.0	1028.2	418.9	677.7
2010	2176.0	2435.6	2773.0	3445.1	634.6	1020.4	439.1	748.7
2011	2334.0	3205.1	2792.0	3456.1	664.1	1027.0	460.0	801.6
2012	2673.6	3374	2806.0	3506.2	631.0	1041.2	510.0	917.9
2013	2781.7	3554.2	2990.0	3555.9	590.0	1058.8	548.1	958.8
2014	2905.4	3658.6	2995.0	3606.2	500.0	1068.8	570.0	978.9
2015	2948.0	3702.5	3036.0	3621.1	512.0	1074.4	604.3	985.6
2016	2955.0	3669.3	3042.0	3639.0	481.1	1078	621.4	973.5
2017	3079.0	3634.0	3054.0	3659.0	510.4	1081.7	653.2	969.7
2018	3227.0	3599.0	3127.4	3671.0	421.9	1084.9	686.4	965.4
2019	3277.0	3551.0	3221.4	3676.0	448.3	1113.1	710.7	941.3
2020*	3248.4	3520.0	3225.8	3681.0	445.8	1106.9	699.8	926.8

注解：2020 的数据尚未完全统计出，故 2020*代表估算值，单位为'000 公顷。

资料来源：ANRPC, Qinxex, 国泰君安期货产业服务研究所

表 3：ANRPC 成员国产胶区总面积和开割面积

年份	中国		印度		菲律宾		柬埔寨		斯里兰卡	
	开割面积	总面积	开割面积	总面积	开割面积	总面积	开割面积	总面积	开割面积	总面积
2009	542	971	468.5	686.5	62.1	128.3	34.1	129.9	85.7	124.3
2010	582	1020	477.2	711.6	69.6	138.7	38.4	181.4	79.1	125.7
2011	619	1070	491.0	734.8	82.9	161.6	45.1	213.1	78.1	128.1
2012	651	1130	504.0	757.5	83.6	176.2	55.3	280.3	79.3	131.3
2013	686	1143	475.2	778.4	99.2	185.5	78.5	328.7	79.3	134.4
2014	695	1161	446.9	795.1	120.2	217.7	90.5	357.8	83.4	135.7
2015	711	1160	391.0	810.8	116.9	222.6	111.2	388.9	90.6	136.4
2016	720	1177.8	445.0	818.0	142.7	223.3	127.0	432.7	96.8	136.1
2017	744	1176	475.9	820.9	153.0	226.3	170.2	436.3	103.9	136.6
2018	765	1155	448	822.0	162.0	228.9	201.9	436.7	108.6	137.1
2019	770	1157	488	822.3	171.8	229.4	250.5	405.6	113.6	137.6
2020*	770	1157	488.1	822.5	172.2	229.9	250.0	404.8	114.2	138.3

注解：2020 的数据尚未完全统计出，故 2020*代表估算值，单位为'000 公顷。

资料来源：ANRPC, Qinxex, 国泰君安期货产业服务研究所

表 4: ANRPC 成员国年平均单产量

年份	柬埔寨	中国	印度	印尼	马来西亚	菲律宾	斯里兰卡	泰国	越南
2009	1097	1186	1751	901	1450	1574	1597	1540	1698
2010	1099	1180	1783	986	1480	1420	1936	1495	1712
2011	1137	1174	1818	1095	1500	1284	2026	1529	1716
2012	1166	1232	1823	1073	1462	1324	1919	1413	1720
2013	1086	1261	1675	1082	1400	1121	1645	1499	1728
2014	1069	1208	1576	1052	1370	942	1182	1488	1696
2015	1140	1117	1471	1036	1410	851	978	1517	1676
2016	1143	1075	1402	1104	1400	694	817	1471	1666
2017	1136	1073	1498	1205	1450	700	800	1438	1676
2018	1090	1070	1473	1161	1430	710	761	1541	1664
2019	1148	1055	1439	1025	1460	710	658	1481	1668
2020*	1158	959	1366	1018	1220	710	642	1461	1580

注解：2020 的数据尚未完全统计出，故 2020*代表估算值，单位为公斤/公顷。

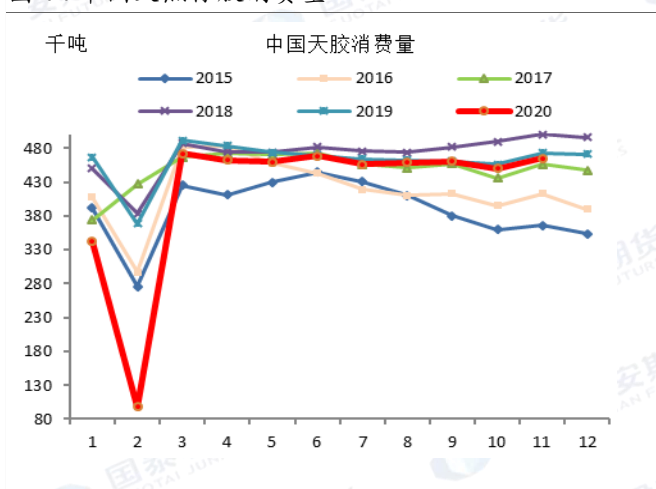
资料来源：ANRPC, Qinrex, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2 全球天然橡胶需求展望：内外市场需求存改善预期，消费引擎仍在国内

根据 ANRPC 的数据，预计中国 2020 年消费天然橡胶 505.5 万吨，同比下降 8.9%；全年进口量 513.7 万吨，同比小幅增加 1.6%。截至 11 月中国进口天然橡胶 461.89 万吨，同比增幅为 4.49%。从海关总署的数据来看，天然橡胶的细分类中，3-10 月混和胶进口 2,420,393.4 吨，同比增加 60.06%；3-10 月复合胶进口 44,427.5 吨，同比下降 19.15%；3-10 月烟片胶进口 10.69 万吨，同比增加 8.24%；3-10 月标胶进口 80.97 万吨，同比下降 27.65%。

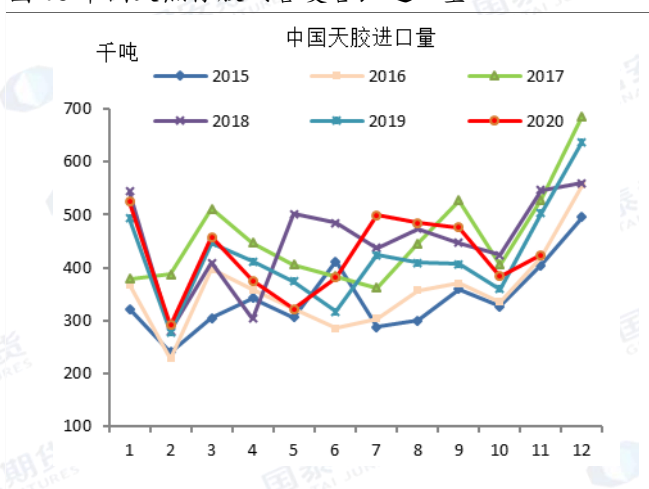
在 15 年以后混合胶的进口逐年增加，且替代了部分标胶进口，主要是 14 年底《复合橡胶通用技术规范》将复合橡胶定义为生胶含量不应大于 88%，并于 2015 年 7 月实施，导致通过复合项下进口的免税橡胶转移至 40028 项下。2020 年 4、5 月海外出口偏低，国内到港减少，6 月以后可以看到海外出口和国内进口的增加。

图 14 中国天然橡胶消费量



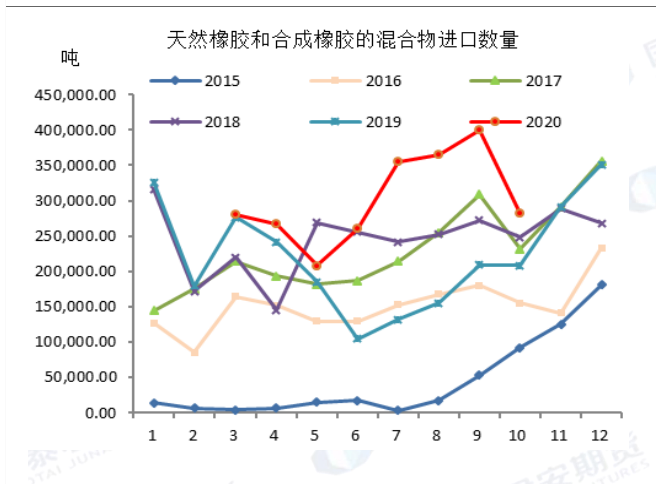
资料来源：wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 15 中国天然橡胶（含复合）进口量



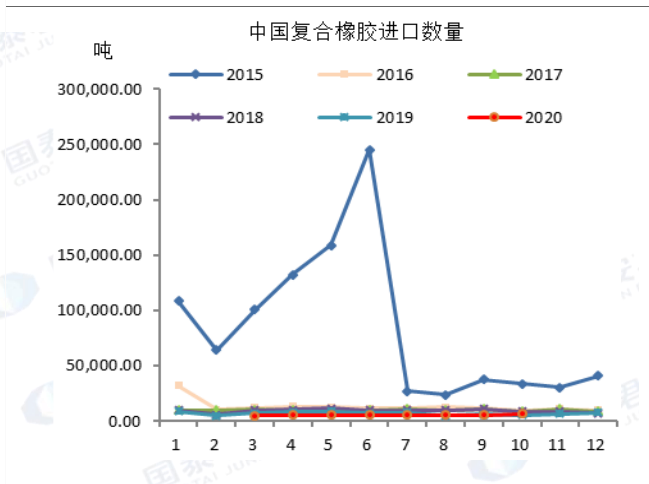
资料来源：wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 16 天然橡胶和合成橡胶的混合物（混合胶）进口量



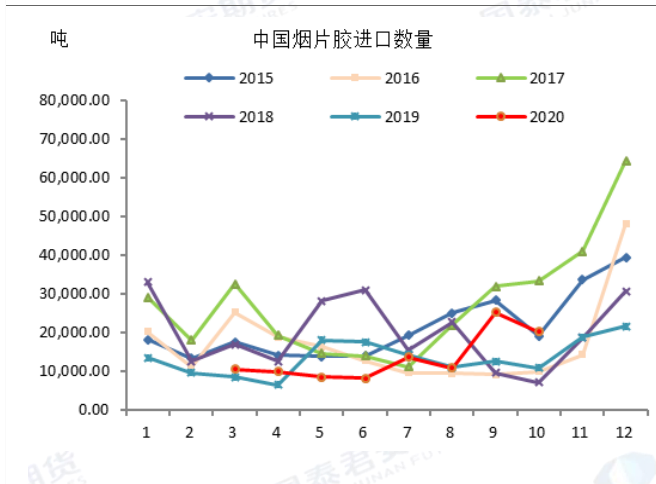
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 17 中国复合胶进口量



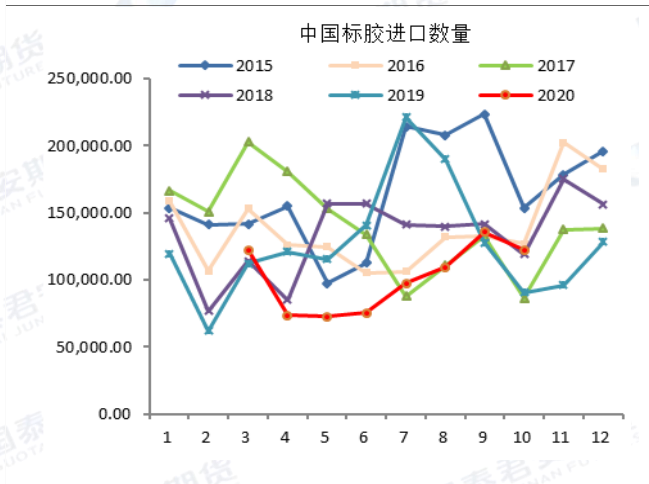
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 18 中国烟片胶进口量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 19 中国标胶进口量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

表 5：1-10 月产胶国天然橡胶消费量

国家	2016 年 1-10 月	2017 年 1-10 月	2018 年 1-10 月	2019 年 1-10 月	2020 年 1-10 月	同比 (%)
中国	4144	4483	4674	4599.4	4129	-10.23%
印度	860	886	1014.9	946.1	757.5	-19.93%
泰国	536	544	527.1	629.2	632	0.45%
印尼	501	529	532	536	494	-7.84%
马来	418	427	452.2	441.8	438	-0.86%
越南	160	178	193	193	196	1.55%
斯里兰卡	128	106	113.9	93.6	95.6	2.14%
菲律宾	27	28	31.5	28.7	30.4	5.92%
总计	6774	7181	7538.6	7467.8	6772.5	-9.31%

注解：单位为千吨。

资料来源：ANRPC，Qinrex，国泰君安期货产业服务研究所

从全球的天胶消费格局来看，近年来泰国和印度的提升较快，但是中国依旧占据主导，占到全球份额的 45% 左右，谈印度橡胶消费取代中国为时尚早。而东南亚的消费迅速提高如泰国、越南等，与国内头部轮胎

企业在东南亚当地建厂布局有很大关联。所以从终端的消费来看，消费引擎仍在国内。当然我们也要关注欧美等终端用胶需求的变化。

2020 年是我国汽车市场经历了“V”型反转，全年来看汽车产销降幅可能收窄到 2% 以内，实现 2500 万辆以上的销量，远远好于年初预期。其中，在乘用车方面，全年有望取得销售 2000 万辆的较好成绩；在商用车方面，得益于“新基建”和旧车淘汰政策所带来的需求红利，全年销量有望突破 500 万辆大关，创历史新高。

1、汽车产销同比降幅持续收窄，2021 年恢复正增长可预期

12 月 11 日，中国汽车工业协会（以下简称“中汽协”）发布 2020 年 11 月汽车行业产销情况。数据显示，今年 11 月，我国汽车产销量均创年内新高，分别达到 284.7 万辆和 277 万辆，环比增长 11.5% 和 7.6%，同比增长 9.6% 和 12.6%。截至 11 月，汽车产销已经连续 8 个月呈现增长，销量连续 7 个月增速在 10% 以上。1-11 月，汽车产销分别完成 2237.2 万辆和 2247 万辆，同比分别下降 3% 和 2.9%，降幅较 1-10 月继续收窄 1.6 和 1.8 个百分点。汽车消费与宏观经济紧密相关，发改委经济研究所预计，明年经济将延续修复的态势，加上疫苗上市以后，疫情防控将进一步好转，消费和服务业加速修复。考虑到今年增长低基数、政策滞后影响因素、国内外经济增长环境，明年 GDP 同比数据可能会出现“虚高”，预测达到 8% 左右的增速。在此态势下，2021 年车市恢复正增长是可以预期的。

2、商用车先行乘用车跟随，重卡 2021 年或维持高景气度

11 月，商用车产销分别完成 51.8 万辆和 47.2 万辆，继续刷新当月产销记录，其中产销环比分别增长 10.6% 和 1.9%；同比分别增长 20.3% 和 18.0%。其中，货车继续增长，并于 2020 年第 8 次刷新当月历史纪录。重型、轻型货车增长贡献明显，均刷新单月销量记录。1-11 月，商用车产销分别完成 472.1 万辆和 467.6 万辆，同比分别增长 22.2% 和 20.5%，增幅较 1-10 月回落 0.3 和 0.4 个百分点。

11 月，乘用车产销分别完成 232.9 万辆和 229.7 辆，产销环比分别增长 11.8% 和 8.9%；同比分别增长 7.5% 和 11.6%。1-11 月，乘用车产销分别完成 1765.1 万辆和 1779.3 万辆，同比分别下降 8.1% 和 7.6%，降幅较 1-10 月继续收窄 2 和 2.3 个百分点。

对比商用车产销及乘用车产销图可以观察到，在疫情对终端需求发生冲击后，商用车率先企稳，在 4 月就远超去年同期水平，而乘用车的修复改善明显要滞后于商用车。

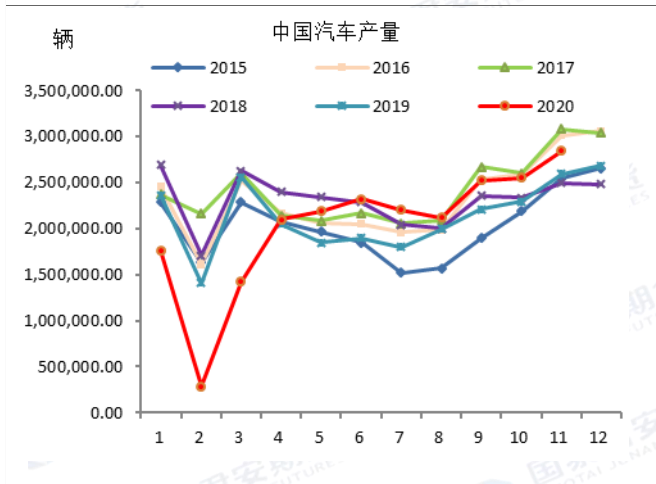
2020 年国内重卡市场呈现“前低后高”特征，重卡销量从 4 月开始走出疫情的阴霾。根据第一商用车网数据，11 月重卡行业预计销量 12.8 万辆，同比增加 26%，环比回落 7%，再创历史当月新高，1-11 月累计销量约为 150 万辆，同比增加 39%。净增长超过 42 万辆。预计 12 月重卡行业需求还将保持高景气度，尽管年末整车厂腾挪销量的力度或强于去年，但在这种情况下，我们预计 12 月行业销量同比仍将继续增长，全年重卡销量有望突破 160 万辆。2020 年重卡销量高增长主要来自于两方面原因：一、国内经济快速从疫情中走出，各地基建项目大量开工保证了工程重卡需求。电商物流化，全社会物流效率的提升也催生了大量的新增需求。二、环保政策趋严助推重卡销售超出往年水平。2020 年年实施的环保政策包括：国三柴油车辆淘汰的强制要求、交通运输管理部门对于中短途支线治理超载加严、高速公路实施按轴收费政策等。2021 年重卡市场将维持强势，Q1 由于今年疫情影响下带来的低基数，行业仍有望同比增长，同时由于明年 7 月重卡将全面切换国六，部分 Q3 的需求或提前在 Q2 释放。我国重卡需求并未在 2020 年大幅透支，国三淘汰多为寿命更新而非提前淘汰。在治超梯度推广范围扩大与力度增强、法规半挂车加速推广的共同作用下，2021 年行业需求或将继续维持 130-150 万辆水平。

3、库存预警指数位于荣枯线之上，年底冲销量后或回落

2020 年 11 月 30 日，中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数调查”VIA (Vehicle Inventory Alert Index) 显示，2020 年 11 月汽车经销商库存预警指数为 60.5%，较上月上升了 6.4 个百分点，较去年同期下降 2.0 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。天气转冷，部分地区疫情

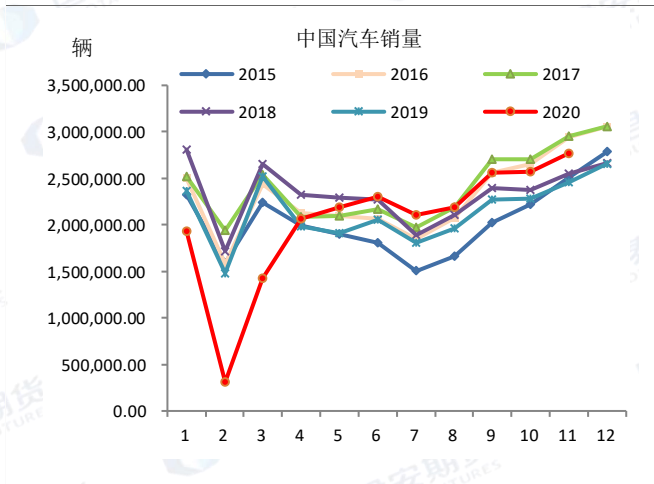
反复，消费者到店购车减少，部分地区市场短期承压。12月多数促汽车消费政策时效到期，会对12月车市起到一定推动。加上年底冲量及营销活动的展开，也将促进汽车销量，预计12月销量环比上升，库存预警指数或回落。国家及地方政府提出了要扩大汽车消费，鼓励汽车下乡报废更新等新一轮促消费政策，汽车市场未来或逐步提振。

图 20 中国汽车产量



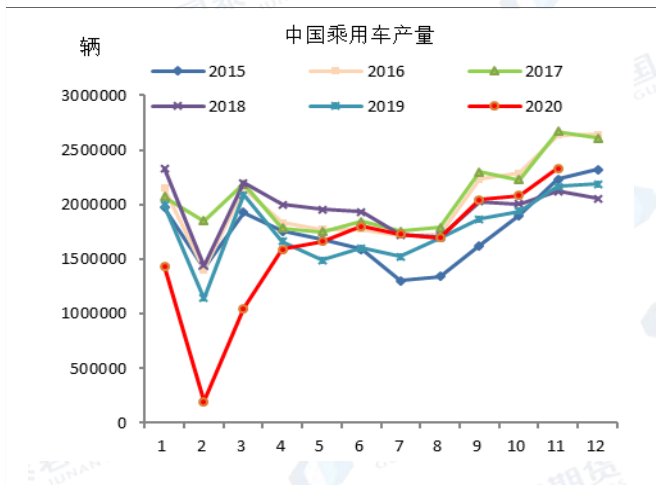
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 21 中国汽车销量



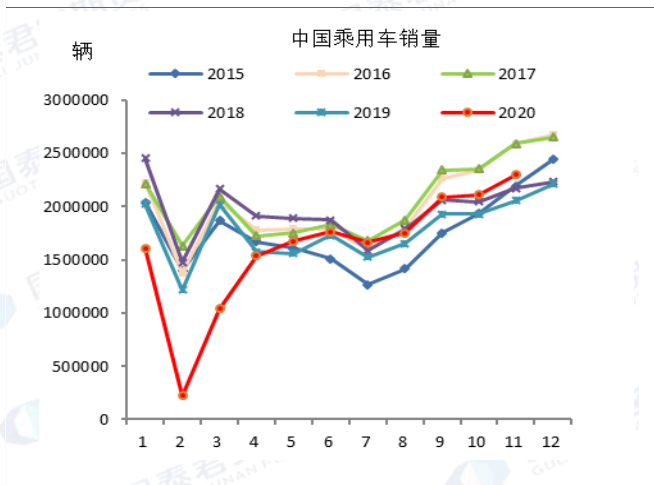
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 22 中国乘用车产量



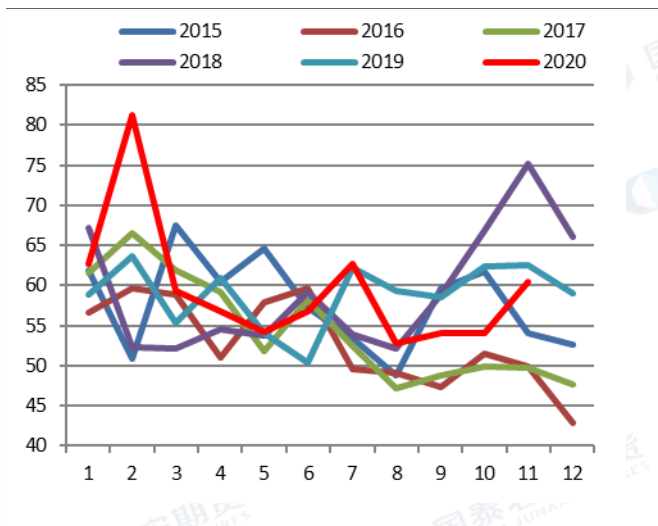
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 23 中国乘用车销量



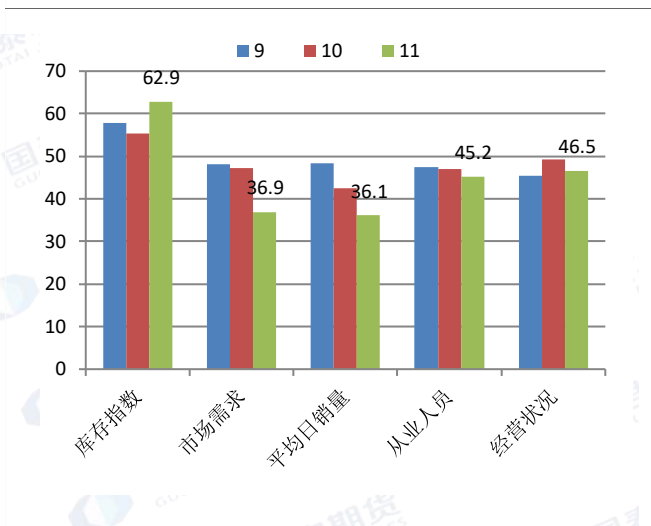
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 24 中国汽车经销商库存预警指数 (%)



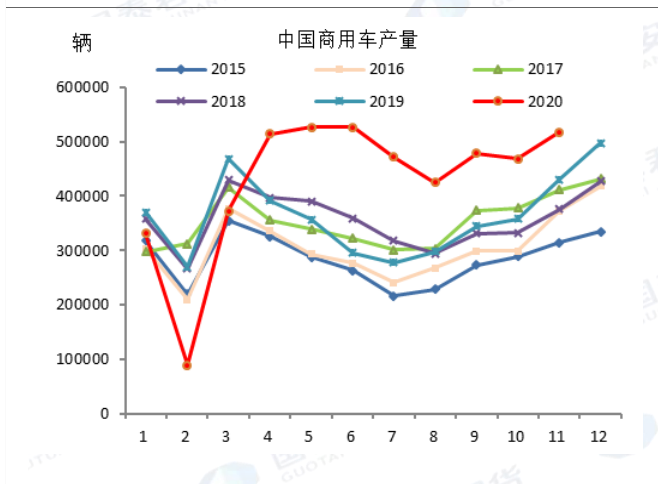
资料来源：中国汽车流通协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 25 库存预警分指数 (%)



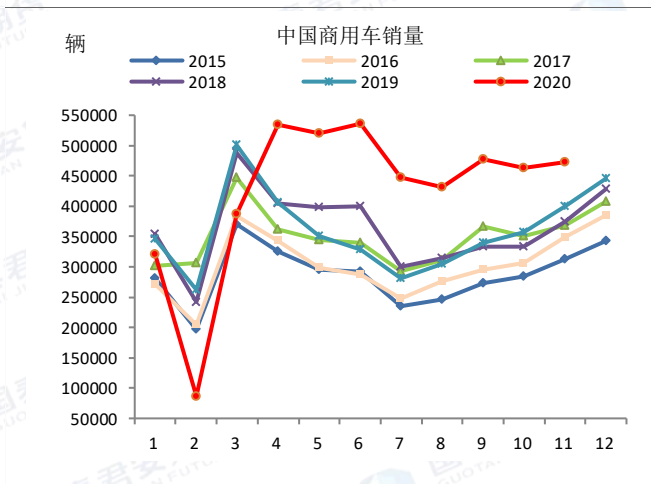
资料来源：中国汽车流通协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 26 中国商用车产量



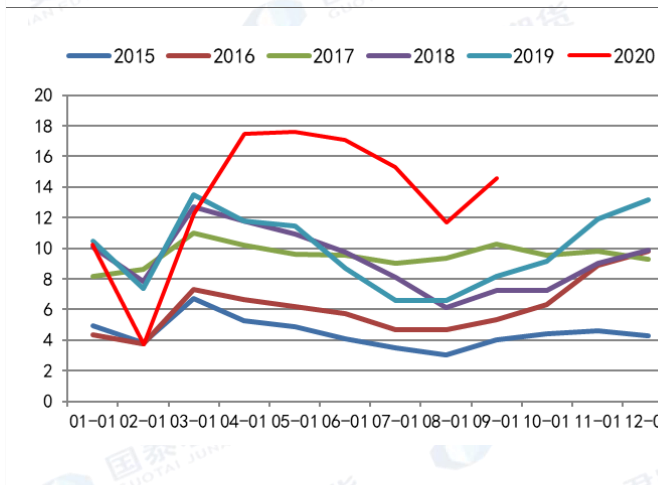
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 27 中国商用车销量



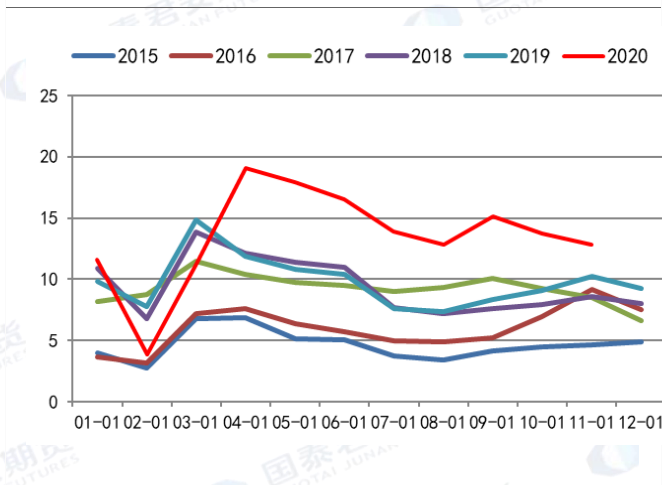
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 28 中国重型货车产量 (万辆)



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 29 中国重型货车销量 (万辆)

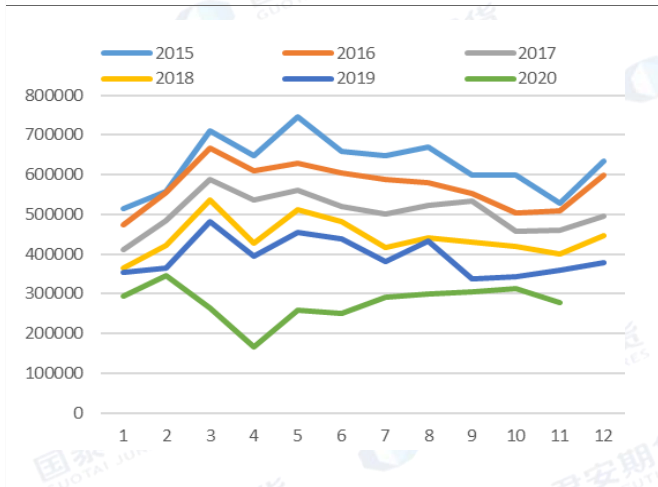


资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

IHS Markit 预测，2020 年美国汽车销量将为 1440 万辆，同比至少下降 15.3%。根据该机构的数据，全球汽车销量预计将较去年下降逾 12% 至 7,880 万辆，该降幅也将大于 10 年前大衰退期间的 8%。考克斯 (Cox Automotive) 对美国车市的全年预测仍然是 1430 万辆，比 2019 年下降 16%。而根据 TrueCar 和 ALG

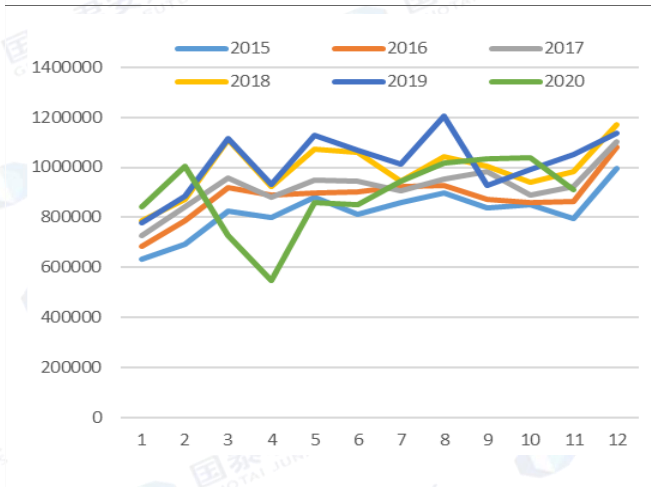
的数据, 11 月美国轻型车销量预计下滑 12%。在看似糟糕的销量之下, 汽车市场继续从春季停产的影响中复苏, 可以观察到轻卡销量已经开始走强。

图 30 美国:销量:轿车合计:当月值 (单位: 辆)



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

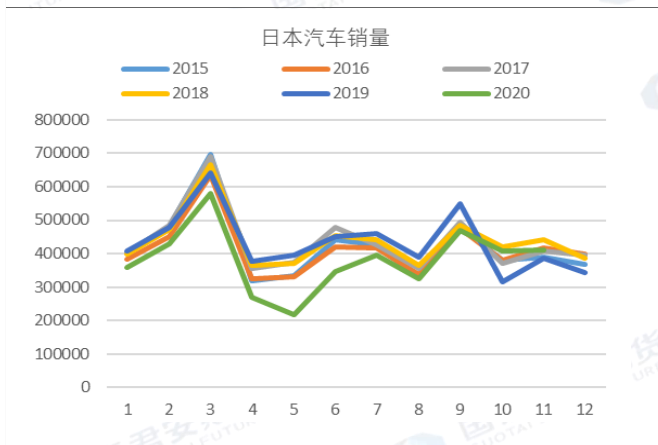
图 31 美国:销量:轻卡合计:当月值 (单位: 辆)



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

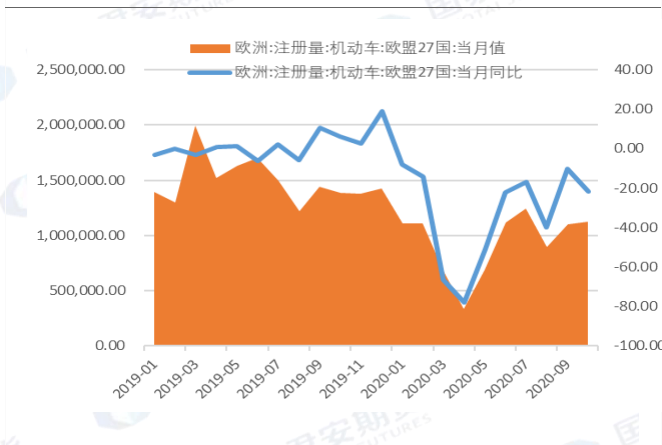
2020 年日本车市艰难修复, 欧洲车市疲软。受疫情导致的封锁影响, 2020 年 5 月日本大多数汽车制造商、经销商被迫关闭工厂、门店, 当月汽车销量 218285 辆, 同比下降 44.89%, 成为全年表现最差的月份。直到 2020 年 10 月, 日本汽车销售同比由负转正, 产业艰难修复中。2020 年 1-11 月, 日本汽车销量约为 421.87 万辆, 同比下滑 13.02%。欧洲机动车注册量自 2020 年 1 月开始, 月同比均呈现负增长, 3-5 月降幅超过腰斩, 10 月同比降幅仍在 20% 左右。欧盟 27 国 1-10 月注册量 939.3 万辆, 同比下滑 37.71%。在最新一期的《全球汽车展望》(Global Automotive Outlook) 报告中, AlixPartners 预测, 如果经济长期衰退, 欧洲汽车销量可能会下降 36%, 在主要市场中降幅最大。目前来看基本符合预期。

图 32 日本汽车销量 (辆)



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

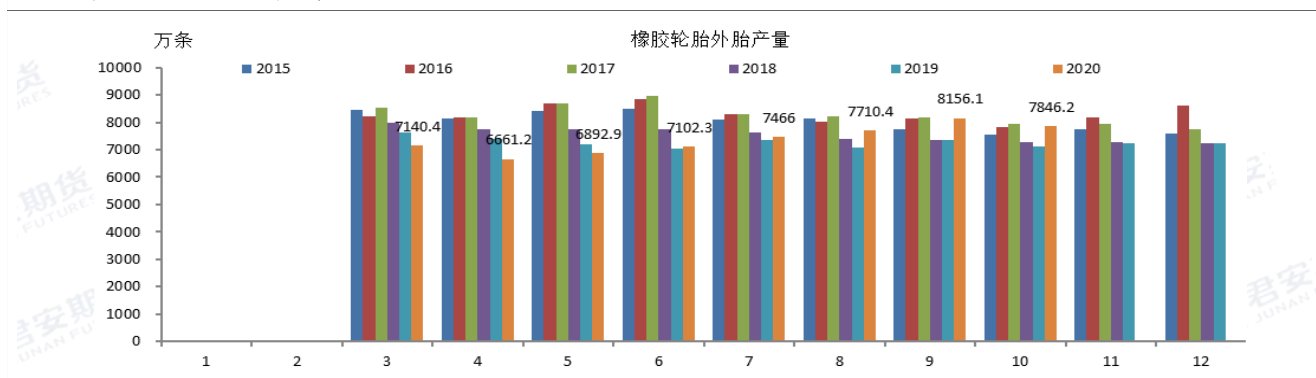
图 33 欧洲机动车注册量及同比 (辆)



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

按照国家统计局统计口径, 2020 年 6 月开始中国轮胎外胎产量走势呈回升态势, 累计同比降幅收窄, 全年有望追平。11 月 17 日公布的数据显示, 中国 10 月橡胶轮胎外胎产量为 7846.2 万条, 同比增 15.2%。1-10 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期减少 2.1%至 6.61143 亿条。

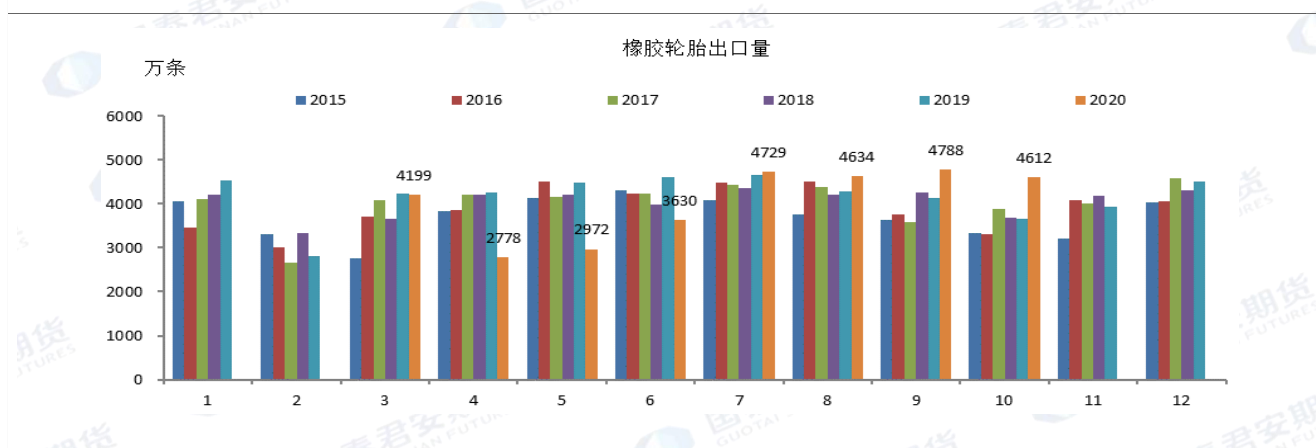
图 34 橡胶轮胎外胎产量



资料来源：Wind、国泰君安期货产业服务研究所

5月份开始国内轮胎出口逐步恢复，进入三季度出口量明显高于去年同期水平，累计出口跌幅不断收缩。其中10月中国出口轮胎4612万条，环比减少176万条，同比增长26.1%。2020年1-10月中国累计出口橡胶轮胎38388万条，同比降幅为7.7%。11月份以来，部分地区出口业务船期紧张，货运费用大幅增加，对轮胎出口有所影响。短期内物流环节是制约轮胎出口的重要因素。预计中长期将有所改善。

图 35 橡胶轮胎出口量



从全球轮胎行业来看，美国、欧洲、日本市场都在修复预期中。据美国12月1日消息，美国轮胎制造商协会（USTMA）对2020年美国轮胎出货量再次进行了上调，较7月预测销量有所改善。预计2020年美国轮胎出货量将从2019年的3.327亿条下降至2020年的2.983亿条。与USTMA在7月的预测调整的2.794亿条相比，该预测有近1,900万条的明显改善。

10月14日，欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据显示，今年三季度欧洲替换胎市场的销量较前两个季度出现好转，除农用车胎以外，所有类型轮胎的出货量，环比均止降回升。其中，乘用车胎销量环比增72.6%，同比降1.9%，为6041.3万条；卡车胎出货量环比增58.9%，同比增2.9%，为360.6万条；

农用车胎出货量环比降0.7%，同比增11.8%，为29.3万条；摩托车/踏板车胎出货量环比增18.6%，同比增26.7%，为236.1万条。

三家日本轮胎厂商也上调业绩预期。普利司通上调了7%销售额；横滨橡胶认为复苏强于此前预期；东洋轮胎认为目前轮胎市场复苏良好，比此前预期要好很多。

国内轮胎行业今年经历了疫情的考验，头部企业的优势逐步显露。可以从表中看到 2020 年玲珑、赛轮、三角、森麒麟、贵轮等国内企业净利润同比增长率超过两位数，逆势增长。玲珑、赛轮、森麒麟、江苏通用、贵轮都已在东南亚投建轮胎厂，全球布控能力和抗风险能力显著增强。

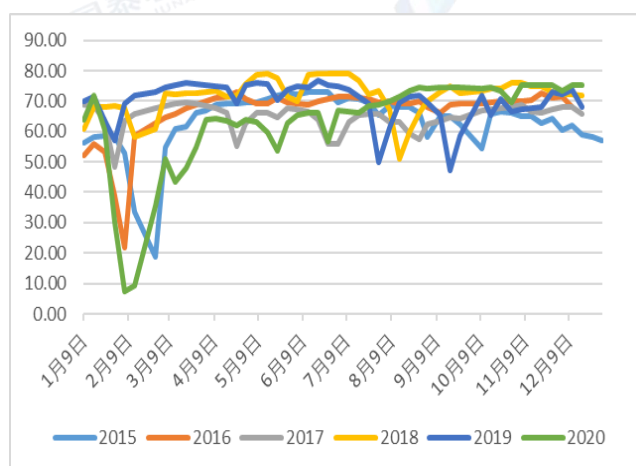
表 6：用胶企业净利润同比增长率(%)

	2020三季报	2019年报	2018年报	2017年报
玲珑轮胎	31.64	41.20	12.73	3.72
赛轮轮胎	23.40	78.88	102.54	-8.93
三角轮胎	32.27	75.38	-0.09	-41.40
森麒麟	35.63	51.63	28.98	28.59
贵州轮胎	214.53	53.61	139.77	-1,555.89
中鼎股份	-49.73	-45.82	-0.98	25.13
通用股份	-8.63	-29.72	0.46	-13.40
鹏翎股份	23.99	14.87	-0.71	-24.19
S佳通	-35.70	-2.23	45.39	-59.57
青岛双星	-75.62	-1,090.07	-74.83	14.62

资料来源：WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 36 全钢胎开工率

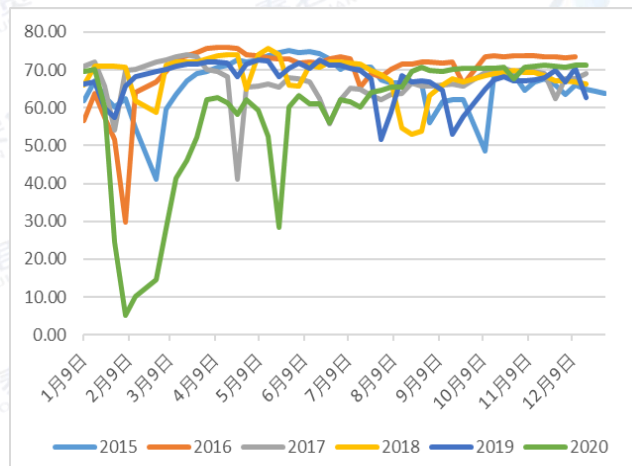
(单位：%)



资料来源：WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 37 半钢胎开工率

(单位：%)



资料来源：WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

2.3 全球天然橡胶供需平衡展望：供需双增维稳，全年紧平衡

本节对 2021 年天然橡胶的供需展望数据均根据我们的估算模型得出，模型中的原有参数已根据 2020 年的实际情况进行了修正。

我们预计，2021 年全球天然橡胶供应过剩格局将延续，2021 年的供需矛盾较 2020 年进一步缓解，全年维持供需紧平衡格局，个别时间段可能出现结构性、区域性的供应偏紧的情况。预计到 2021 年，全球产量将恢复增长，增幅 8.6%至 1367.8 万吨。即使以预期的 8.6%的速度增长，2021 年的产量仍将低于 2019 年（1384.2 万吨）或 2018 年（1383.9 万吨）的水平。预计到 2021 年，全球消费量将以 4.9%的速度增长，达到 1343.6 万吨，并将有所回升。尽管以预期的 4.9%的速度增长，但 2021 年的消费量将不会达到 2019 年（1376.8 万吨）或 2018 年（1389.8 万吨）的水平。全球供应量或仍略高于消费量。由于目前国内库存仍处于偏高水平，天胶正在走大的筑底行情，夯实底部后才能开始新的周期逻辑，我们预计明年一季度市场延续需求修复行情，但随着疫苗落地，利好出尽，外围市场逐步退出量宽，二季度或回落，三季度可以逢低布局多单，四季度或重启走强行情。

根据 ANRPC 2020 年 9 月报告显示，由于部分国家修订数值，预计各成员国 2020 年天然橡胶产量同比

下滑 8.45%至 1095.1 万吨, 遵从审慎性原则, 我们根据 2004-2020 年 ANRPC 各成员国新增橡胶树种植面积、重新种植面积、胶林单位面积产量对 2021 年天胶产量进行了估算: 预计 2021 年 ANRPC 天胶产量约为 1195.2 万吨, 全球产量约为 1367.8 万吨。橡胶的农产品属性和种植周期决定了它的行业投资呈现长周期的特点, 种植面积难以快速退出, 尤其是胶农群体, 人数众多但力量分散。2020 年由于受到 COVID-19 大流行爆发的影响, 供需两端的数据都有统计学上的离群值(outlier)的可能性。我们在做预判时仍将以正常态作为主要参考指标。

从各个产胶国个体来看: 我们可以把产胶国分为三个梯队。成本的抑制作用主要体现在马来、中国、印度等成本较高区域; 泰国、越南、印尼也存在一定的弃割行为, 因其他就业机会的增加对劳动力产生一定分流, 但柬埔寨、缅甸、老挝等低成本和劳动力充足区域即便在低价情况下割胶密度仍较高。我们预计泰国 2021 年生产天然橡胶 475.2 万吨, 同比增加 6.12%; 印尼生产 3035 万吨, 同比增加 5.2%; 越南产量为 120 万吨, 同比增长 5.45%。成员国中柬埔寨的产量增幅可能较高, 预计 2021 年产量可以达到 37.8 万吨, 同比增幅在 12%以上。传统产胶国中马来西亚、印度和斯里兰卡的产量可能小幅增加。中国的产量可能恢复至 80 万吨上方, 同比增长超 10%。ANRPC 成员国总计产量约为 1195.2 万吨, 同比增长 9.14%, 全球天然橡胶产量约计在 1367.8 万吨, 同比增长约 6.24%。

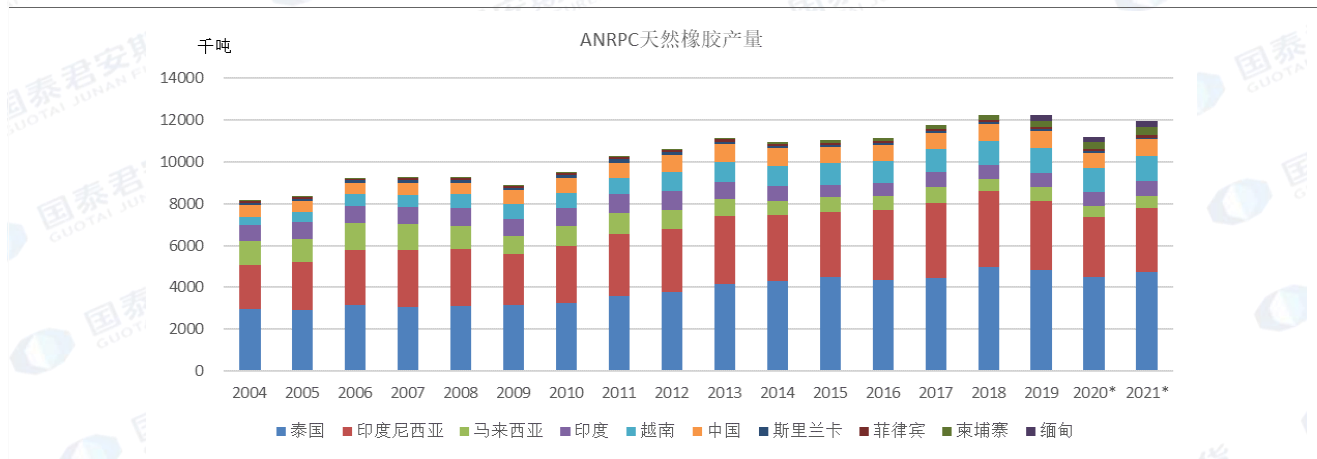
表 7: 全球天然橡胶产量历史数据与预测值

千吨	泰国	印度尼西亚	马来西亚	印度	越南	中国	斯里兰卡	菲律宾	柬埔寨	缅甸	ANRPC成员国合计	全球合计
2004	2984	2066	1169	743	419	573	95	78	26		8152	8766.7
2005	2937	2271	1126	772	482	541	104	79	20		8332	8959.1
2006	3137	2637	1284	853	555	538	109	88	21		9222	9916.1
2007	3056	2755	1200	811	606	588	118	101	19		9254	9949.9
2008	3090	2751	1072	881	660	548	129	103	19		9253	9949.2
2009	3164	2440	857	820	711	643	137	98	35		8905	9575.1
2010	3252	2735	939	851	752	687	153	99	42		9510	10225.4
2011	3569	2990	996	893	789	727	158	106	51		10280	11053.9
2012	3778	3012	923	919	877	802	152	111	65		10666	11446.9
2013	4170	3237	826	796	947	865	130	111	85		11165	11834
2014	4324	3153	669	705	967	840	99	113	97		10966	12149
2015	4473	3145	722	575	1013	794	89	100	127		11038	12271
2016	4347	3358	674	624	1035	774	79	91	145		11127	12492
2017	4429	3629	740	713	1095	798	83	102	193		11782	13350
2018	4972	3630	603	660	1138	818	83	106	220		12230	13858
2019	4852	3301	639	702	1185	812	75	108	288	260	11962	13806
2020*	4478	2885	551	668	1138	715	74	105	337	240	10951	12875
2021*	4752	3035	560	720	1200	806	83	123	378	295	11952	13678

注解: 单位为千吨。

资料来源: ANRPC, 国泰君安期货产业服务研究所

图 38 ANRPC 天然橡胶年产量预期增长, 但仍低于 18、19 年水平



资料来源: ANRPC, 国泰君安期货产业服务研究所

据中汽协预测,2021 年我国汽车总销量预计达 2630 万辆,同比增长 4%左右。其中,乘用车销量 2170 万辆,同比增长 7.5%左右;商用车销量 460 万辆,同比降幅 10%左右;新能源汽车销量 180 万辆,同比增长 40%左右。未来五年汽车市场也将会稳定增长,2025 年我国汽车销量有望达到 3000 万辆。对于中国汽车产业未来形势的乐观预判,是基于多方面因素的综合考量。整体经济环境方面,预计明年经济增速有望达到 8%左右。同时,加码新能源、二手车,开展新一轮汽车下乡等政策,也将继续助推汽车产业发展。中国汽车市场总体潜力依然巨大。一方面,一二三线城市由于人口的净增长,汽车刚性需求仍然很大;另一方面,在二三线城市及农村地区的消费潜力还没有充分释放,这方面的消费需求还有待挖掘。

一方面国内已经初步消化了疫情对车市的影响。中国车市开始进入新一轮上升周期,周期或达三至五年。另外一方面欧美市场的车市复苏正在进行时。欧美、日本等发达国家,由于市场已部分饱和,因此,不会很快出现消费者大规模购新车的情况。但由于新冠带来的冲击造成了 2020 年的超低基数,2021 年的数据或仍相对亮眼。放眼欧洲市场,英国脱欧、德国经济增长放缓都影响了欧洲新车销量。相比之下,意大利、西班牙和俄罗斯市场修复较快。我们预计 2021 年全球汽车产量大约为 8111.03 万辆,较 2020 年增长 5.2%。2020 年的全球汽车产量大约为 7710.11 万辆,较 2019 年下滑 16%,全球汽车市场 2021 年或进入共振修复期。

表 8: 世界汽车产量

	全球汽车产量 (辆)	全球汽车产量增速
2002	58,994,318	
2003	60,663,225	2.83%
2004	64,496,220	6.32%
2005	66,482,439	3.08%
2006	69,222,975	4.12%
2007	73,266,061	5.84%
2008	70,520,493	-3.75%
2009	61,791,868	-12.38%
2010	77,703,987	25.75%
2011	80,045,075	3.01%
2012	84,221,672	5.22%
2013	87,249,845	3.60%
2014	89,750,000	2.87%
2015	90,780,000	1.15%
2016	94,976,569	4.62%
2017	96,590,000	1.70%
2018	96,821,730	0.24%
2019	91,787,000	-5.20%
2020*	77,101,080	-16%
2021*	81,110,336	5.2%

注解: 2020 年的数据并未完全统计出,故 2020 年也是估算数据。

资料来源: OICA, 国泰君安期货产业服务研究所

我们预计 2021 年世界汽车产量增速维持在 5%-10%之间,对天然橡胶消费量进行估算,结果如表 9:

表 9：2021 世界天然橡胶消费量推算值

预计 2018 年全球汽车产量增速	全球汽车产量（万辆）	天然橡胶消费量（万吨）
5%	8100	1097.98
6%	8173	1107.87
7%	8250	1118.32
8%	8327	1128.75
9%	8400	1138.64
10%	8500	1152.20

资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

除汽车用胶外，橡胶管带和其他制品也是天然橡胶主要下游之一，占天然橡胶消费量的 10%-15% 左右，2021 年约计耗胶 150-200 万吨，综合衡量上述全球天然橡胶供应和需求，考虑到年末全球库存和全球车市修复，我们预计 2021 年全球天然橡胶总量过剩或持续，但供需矛盾已经大幅缓解。我们预计 2021 年全球汽车产量大概率会处于 8100-8200 万辆的水平，即汽车产量增速大约在 5-6%，这种情况下天然橡胶消费量将达到 1100 万吨附近，叠加胶管胶带合计 1250-1300 万吨，消费量略低于全年产量，2021 年总体供需平稳。

2.4 中国天然橡胶供需平衡展望：总量稳定，细分市场差异加大

（1）中国天然橡胶供应展望：2021 年总量持稳，较 2020 年大幅修复，但浓乳分流难逆转

ANRPC 的数据显示 2020 年中国割胶面积为 770000 公顷，环比增长 0.65%，我们预计 2021 年中国的割胶面积与 2020 年基本持平；对于单产量的估计我们略偏谨慎，认为 2021 年中国的单产量可能在 1050 千克/公顷左右。海南产区理想价格是在 15000 以上，民营开割大量恢复生产；12000-14000，影响割胶意愿的区间；11000 以下，开割率低；云南产区理想价格 12000 以上，雇工胶园大量恢复生产；7000-9000，影响割胶意愿的区间；6000 以下，为雇主停割养树的区间。我们预计 2021 年中国的天然橡胶产量可能增至 80.6 万吨，较 2020 年增产 12.73%，总量持稳。

全球公共卫生事件蔓延背景下，乳胶手套需求量大幅增加，浓乳需求持续高位，生产利润又长期高于全乳情况下，叠加原料产出本身偏少，造成浓乳在原料端对原料形成争夺。海南产区胶水价格较高，浓乳利润远好于全乳，工厂主要生产浓乳，导致全乳减产，2020 年开割顺利，产区主要排产以浓乳为主。云南产区割季初干旱叠加白粉病（长叶期潮湿低温），产区开割推迟近一个半月，产区也有浓乳分流但实际产量不多，工厂设计产能 10 万吨浓乳胶，折干胶 6 万吨。2020 年云南的浓乳产线对于胶水的争夺不会扩大，并且不会与海南同样完全争夺全乳胶的胶水，但是如果防疫成为常态化，高利润下预计分流依然是趋势。

（2）中国天然橡胶需求展望：外胎产量直追，全年降幅收窄，2021 年或实现较快增长

中国轮胎制造业在近几年实现快速增长，现今已经成为世界上轮胎产量最大的国家。行业 14 年开始出现拐点，变化趋势亦呈现倒“V”型走势，2014 年形成近 10 年变化的至高点，前期阶梯增长表现明显，后期阶梯下行。2015-2020 年，我国汽车产量逐步下降，导致我国轮胎行业的需求量持续下滑。2019 年轮胎出口占比 41%，替换占比 37%，汽车原配胎占比 22%，可见我国轮胎行业发展对外贸依赖度较高。国内外疫情对我国轮胎生产产生较大影响，截止至 2020 年 1-9 月中国轮胎外胎累计产量达到 5.83 亿条，较去年同期产量下滑 5.5%。1-10 月中国橡胶轮胎外胎累计产量为 6.61 亿条，累计下降 2.1%，外胎产量直追降幅不断收窄。基于此，我们推算 2021 年中国天然橡胶的消费量如表 10、11 所示：2021 年中国的天然橡胶轮胎消耗量大概率是在 370-390 万吨之间。

表 10：中国轮胎产量与中国天然橡胶消费量情况

	中国轮胎产量 (亿条)	中国轮胎产 量增长率	中国天胶消费量 (万吨)	单位轮胎天胶消费 量 (千克/条)
2005	3.09		154	4.98
2006	4.29	38.97%	223	5.19
2007	5.27	22.71%	275	5.22
2008	5.51	4.56%	274	4.97
2009	6.51	18.24%	304	4.67
2010	7.76	19.12%	341	4.39
2011	8.32	7.22%	363	4.36
2012	8.92	7.21%	380	4.26
2013	9.65	8.19%	413	4.28
2014	11.14	15.44%	476	4.27
2015	9.25	-16.95%	396	4.28
2016	9.47	2.36%	407	4.3
2017	9.26	-2.20%	396	4.28
2018	8.14	-12.11%	348	4.28
2019	8.42	3.44%	362.06	4.3
2020	8.25	-2.02%	354.75	4.3
近二年平均值				4.3
2021*	预计 2021 年中国轮胎产量增长率在 5~10%			

资料来源：Wind, ANRPC, 国泰君安期货产业服务研究所

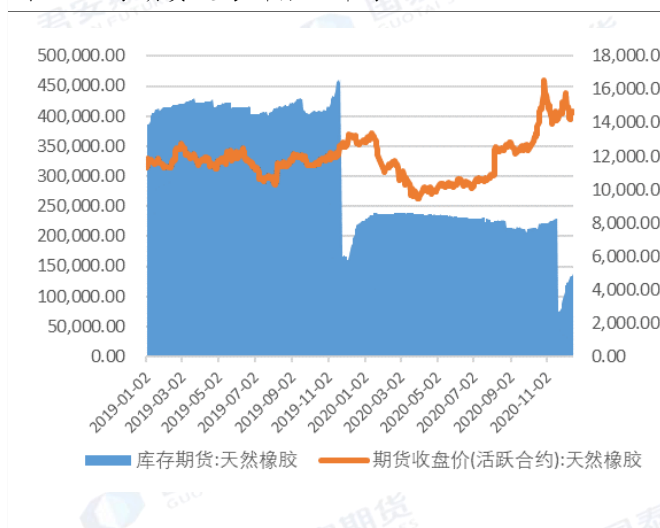
表 11：2021 年中国天然橡胶消费量推算值

预计 2021 年中国轮胎产量增长率	5%	6%	7%	8%	9%	10%
预计 2021 年轮胎产量 (亿条)	8.66	8.75	8.83	8.91	8.99	9.08
预计 2021 天胶消费量 (万吨)	372.49	376.04	379.58	383.13	386.68	390.23

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

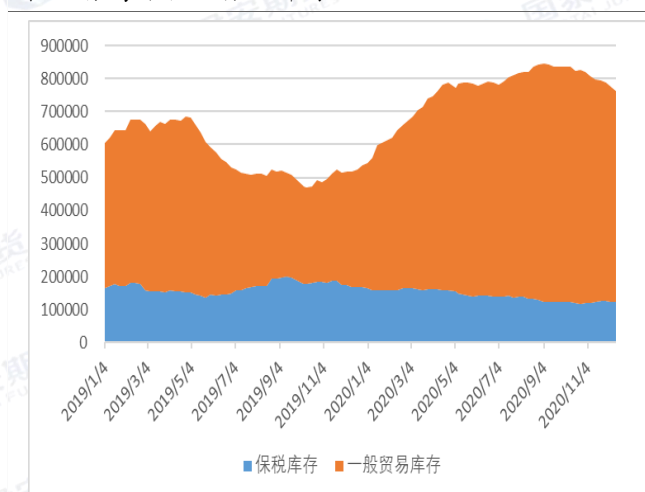
(3) 中国天然橡胶库存展望：仓单问题将贯穿 2021 年整年，社库去化仍需时间

图 39 上海期货交易所橡胶库存



资料来源：wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 40 青岛保税区橡胶库存



资料来源：wind, 国泰君安期货产业服务研究所

沪胶期货库存从去年 11 月末开始持续处于一条直线状态，同比跌幅维持 44% 左右，仓单稀少给后期浅色胶特别是全乳胶相对坚挺预期提供支撑。2020 年上期所仓单一直在 20-25 万吨的水平。11 月中旬到期，老仓单期转现后，仓单量骤降，加上今年新仓单如前文所述无法量产，导致市场多头借此炒作，资金推波助澜。这一逻辑没有改变，后期仓单上量情况值得持续跟踪。我们预计仓单问题将贯穿 2021 年整年，资金配合下的逼仓上行可能在 2021 年也会阶段性出现。

社会库存来看，青岛地区保税仓库胶种中，以前是以标胶为主，现在混合胶所占比例较高。一般贸易库存虽然维持高位，但进入 9 月后，出现缓增，四季度出现小幅回落。近期套利盘换月为主，没有大量加仓造成入库偏少，从 10 月末价格回落后，下游采购量尚可，出库偏高，国内去库仍在缓慢进程中。

3. 替代品市场：丁二烯价格回升，合成胶价格重心或上移

目前全世界大约 90% 的丁二烯来自于石脑油，理论上丁二烯的市场价格应该与原油价格保持一致，我们可以看到丁二烯市场价格波动的幅度远大于原油。2019 年以来走势趋同，相关性较高。大约 80% 丁二烯被用于生产三大合成橡胶（丁苯橡胶，顺丁橡胶和 SBS），而这三大合成橡胶的市场价格又与天然橡胶互相影响。2019 年国内丁二烯总产能在 405.9 万吨，较 2018 年增加 17 万吨，主要是内蒙古久泰能源 7 万吨、南京诚志 10 万吨投产。近年来，国内丁二烯表观消费量维持增加趋势，市场需求相对乐观。2019 年丁二烯需求量约为 327.5 万吨，同比增加 8.0%。

2020 年是丁二烯新装置投产最为集中的一年，年内预计有浙江石化、恒力炼化、盘锦宝来、烟台万华、中化泉州、中科炼化和中韩乙烯扩建等累计 78 万吨/年丁二烯装置投产，对国内市场货源形成明显补充。2021 年，将有古雷石化、盛虹石化、海南乙烯及鲁清石化累计 60 万吨/年装置投产。但随着下游轮胎和汽车产量的增加，丁二烯市场在 2020 年第四季度开始反弹，预计 2021 年全球丁二烯需求将继续回升。丁二烯需求还包括 ABS 和丁腈橡胶（NB 乳胶），尽管 2020 年第四季度丁二烯价格上涨，但这两类产品利润率仍维持正增长。NB 乳胶在医用手套中的应用增长迅猛，ABS 在医疗方面应用不断增长。

2020 年第四季度合成橡胶价格上涨，与丁二烯原料价格逐步走强不无联系。以丁苯橡胶、顺丁橡胶为例，截至 2020 年 12 月 16 日丁苯橡胶报价 11750 元/吨，比去年同期走强 1.29%，较年内低点 7700 元/吨上涨 4050 元/吨；顺丁橡胶 BR9000 年均价 11000 元/吨，同比去年同期走弱 4.35%，较年内低点 7300 元/吨上涨 3700 元/吨。鉴于我们认为一、明年油价的重心将温和上移，二、合成与天胶的替换边际产量已基本饱和，短期价格差异不大，我们推测 2021 年合成胶和天然橡胶或共振温和上行，合成胶的价格波动更多可能表现在短期装置停车、检修所引发的行情上。

图 41 国际原油期货价格



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 42 国内丁二烯出厂价



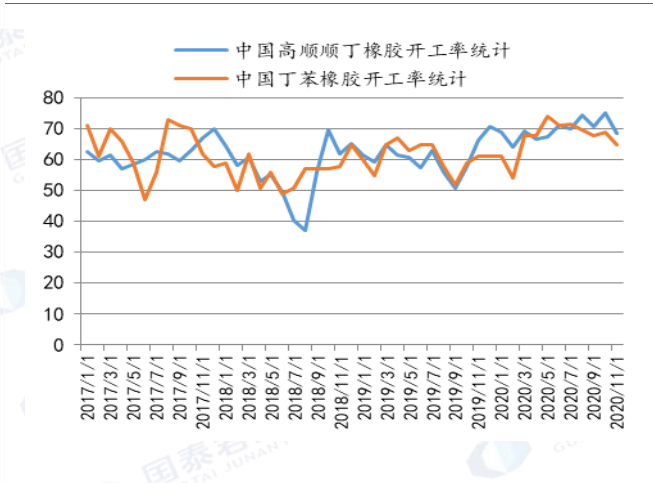
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 43 合成橡胶（丁苯、顺丁）主流报价



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 44 合成橡胶开工率



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

4. 结论与投资建议

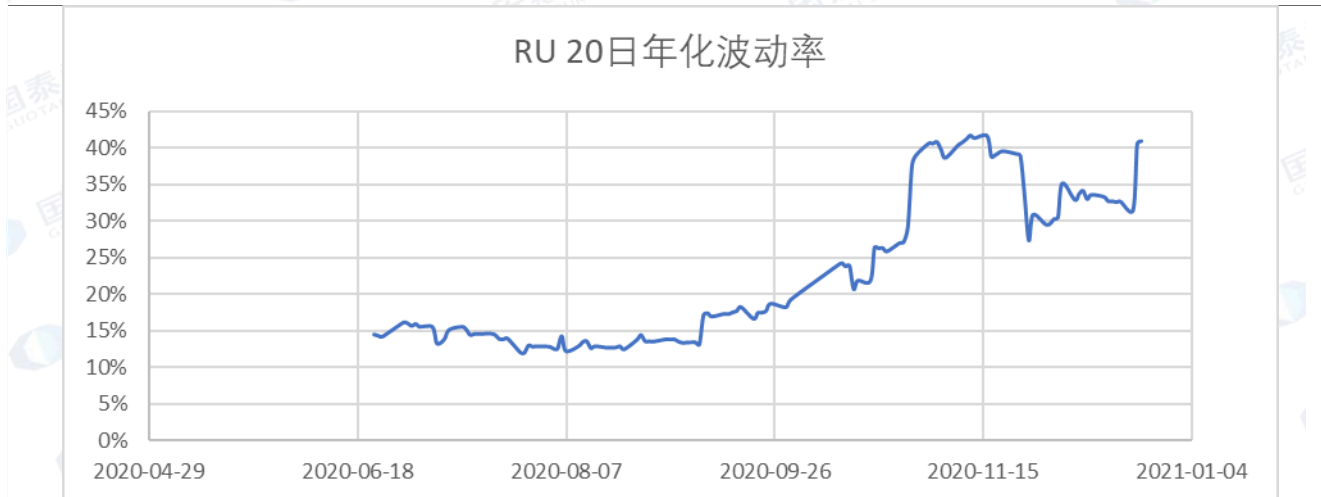
从宏观面来看，中美的货币政策节奏有所错配。中国或先于欧美国家收紧“钱袋子”。按照 PPI 基本领先货币政策半年左右时间来判断，如明年 PPI 二季度见顶，那么货币政策至少要 3 季度末或者 4 季度才有转松的可能。所以从全年节奏上来看，资本市场一季度持稳，市场可能延续疫苗落地和外围需求改善的逻辑，二季度回落，三四季度或企稳，逐步回升。

从行业基本面来看，橡胶高库存压力仍存叠加供给端短期难出现扭转，整体供应或略有剩余，随着需求的快速修复，全年或呈现紧平衡。但是细分市场的结构性矛盾日益突出，标品与非标品之间的基本面分化，使得盘面与现货市场的背离可能经常出现。盘面的阶段性走势或与资金情绪联动得更加密切，叠加宏观预期，预计盘面的低点出现在二季度，高点在四季度。2021 年供需双增下，全年重心或稳步上移，谨慎乐观。

预计年前在炒作周期及疫苗落地和外围需求改善的逻辑下持稳，二季度是东南亚的产胶旺季叠加 PPI 见顶货币政策收紧，或出现年内低点。三、四季度开始或重启震荡偏强走势。全年价格重心或稳步上移，资金和情绪对于盘面标品的炒作将间歇性发作。

操作上，2021 年春节后我们看空波动率，方向上偏空。现货商可以考虑使用期权备兑策略（S-C），持有标的资产，卖出虚值看涨期权，构造一个收益增强性策略；在二季度可以逐步布局多单，逢低吸入筹码，等待中长线的价格企稳回弹。

图 45 RU 波动率上升到偏高水平



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

辽宁分公司

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

广东分公司

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳分公司

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、

1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼

501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

长沙营业部

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

 国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>
国泰君安期货客户服务电话 95521