



## 砥砺前行，反弹可期

走势评级：天然橡胶/20 号胶:看涨

报告日期：2020 年 12 月 31 日

曹璐 高级分析师（能源化工）

从业资格号：F3013434

投资咨询号：Z0013049

Tel: 8621-63325888-3521

Email: [lu.cao@orientfutures.com](mailto:lu.cao@orientfutures.com)

### ★疫情“波浪式潮退”下，需求复苏深化仍是大方向：

近期疫苗取得积极进展，虽然短期市场仍受到疫情的扰动，但疫苗上的突破决定了中期方向是积极的，市场对 2021 年全球需求复苏的预期也大幅升温。展望明年，内需仍具备较强韧性，景气有望延续；相较内需市场，海外尤其是欧美国家需求受疫情影响程度更大，从而疫情得到有效控制后，外需反弹空间也将明显大于内需。整体来看，由于疫苗上的积极进展，随着疫情“波浪式潮退”，2021 年需求端渐进修复、复苏深化仍是大方向。2021 年全球天胶需求预计较 2020 年增长 8% 左右。

### ★供给端将恢复常态化运行，全球天胶仍有增产潜力：

疫情期间因需求下滑导致主产国被动减产，随着需求复苏深化加上原料价格已经升至高位，明年供给端预计会恢复常态化运行。在没有极端天气出现的情况下，影响 2021 年全球天胶产量的主要是价格和主产国产量释放潜力。目前的原料价格足够调动胶农的割胶积极性，值得注意的是，虽然产能绝对水平尚不会出现拐点，但新增产能明显下滑将制约明年产量的增长空间。我们预估 2021 年全球天胶产量较 2020 年增长 5% 左右。分胶种结构看，多因素影响下，短期沪胶交割品供应偏紧的问题仍将存在。无论是从季节性还是从对沪胶盘面影响较大的细分胶种自身供应问题的角度，上半年都将呈明显“供减”格局。

### ★短期国内现货延续去库态势，全球历史高库存需要时间解决：

短期国内现货库存预计会继续去化。从全球来看，基于我们对供需两端的预测，2021 年全球天胶库存预计较 2020 年小幅下降 10 万吨左右，去库将主要集中在上半年，全年绝对库存量仍处于高位，全球天胶高库存问题需要时间解决。

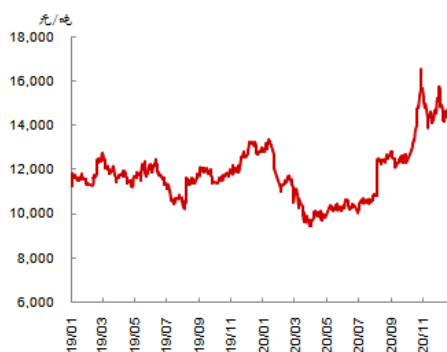
### ★投资建议：

从全年来看，2021 年将呈供需双增格局。在全球历史高库存问题没有得到有效解决的情况下，2021 年的橡胶市场仍不具备大牛市基础。年内节奏上，我们更看好明年上半年供减需增驱动下行情的确定性。05 合约推荐逢低布局多单，Ru2105 合约预计会反弹至 16500 元/吨附近，NR2105 合约预计会反弹至 11500 元/吨附近。分胶种来看，沪胶表现预计仍将强于 20 号胶，主要是短期沪胶交割品供应偏紧的问题更为突出。至于期价进一步向上突破则需要更明显的上游驱动，也就是异常天气出现导致供给端减产。

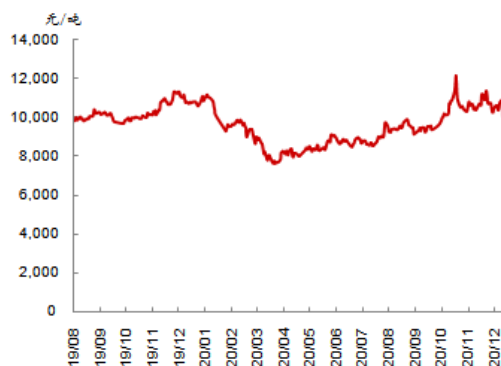
### ★风险提示：

疫苗落地应用后效果不及预期。

### 主力合约行情走势图（RU）



### 主力合约行情走势图（NR）



## 目录

1、2020 年橡胶价格走势回顾 .....	5
2、内需复苏具备韧性，明年将恢复正增长 .....	6
2.1、疫情过后重卡需求爆发式增长，政策驱动是主因 .....	6
2.2、2021 年重卡需求韧性犹存，景气度或有所回落 .....	9
2.3、2021 年国内卡客车胎需求将恢复正增长 .....	11
2.4、2021 年乘用车胎市场回暖可期 .....	12
2.4、疫情二次冲击影响有限，2021 年轮胎出口景气延续 .....	13
3、疫情“波浪式潮退”下，海外需求复苏深化仍是大方向 .....	16
3.1、欧美第二波疫情对本国需求端的冲击弱于第一波 .....	16
3.2、疫苗加速推进，疫情将迎“波浪式潮退” .....	18
4、供给端将恢复常态化运行，全球天胶仍有增产潜力 .....	21
4.1、疫情期间需求下滑导致主产国出现被动减产 .....	21
4.2、后疫情时代，供给端逐渐恢复常态化运行 .....	23
4.3、全球天胶新增产能将过加速释放期，但绝对水平的下降仍需等待 .....	23
5、短期国内现货或延续去库态势，全球历史高库存需要时间解决 .....	25
6、短期沪胶交割品偏紧问题仍将存在 .....	27
7、投资建议 .....	31
8、风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1: 沪胶期现货价格走势.....	5
图表 2: 20 号胶期现货价格走势.....	5
图表 3: 国内重卡销量及同比增速.....	6
图表 4: 重卡分车型销量同比增速.....	6
图表 5: 国内重卡出口占比.....	7
图表 6: 19 年国内重卡出口各区域占比.....	7
图表 7: 各地国三车淘汰目标.....	7
图表 8: 各地国三车淘汰补贴政策多在 2020 年内到期.....	8
图表 9: 支线治超政策不断加码.....	9
图表 10: 国六排放标准实施时间表.....	10
图表 11: 重卡全国范围排放升级时间表.....	10
图表 12: 排放升级通常提前半年左右拉动销量.....	10
图表 13: 国内重卡年销量预测.....	11
图表 14: 我国公路货物周转量.....	11
图表 15: 国内卡客车胎经销商价格指数.....	12
图表 16: 国内卡客车替换胎销量.....	12
图表 17: 国内乘用车销量及同比增速.....	13
图表 18: 国内汽车经销商库存指数.....	13
图表 19: 国内乘用车年度销量预测.....	13
图表 20: 国内乘用车胎年度销量预测.....	13
图表 21: 我国卡客车胎出口量.....	14
图表 22: 我国全钢胎开工率.....	14
图表 23: 我国乘用车胎出口量.....	14
图表 24: 我国半钢胎开工率.....	14
图表 25: 我国卡客车胎经销商库存指数.....	15
图表 26: 我国轮胎年度出口量.....	15
图表 27: 美国汽车销量.....	16
图表 28: 美国轮胎进口量.....	16
图表 29: 欧洲汽车销量.....	17
图表 30: 英国轮胎进口量.....	17
图表 31: 德国轮胎进口量.....	17

图表 32: 美国汽车制造业与贸易库存销售比.....	17
图表 33: IFO 德国汽车生产行业库存评估指数 .....	18
图表 34: 全球已有多款疫苗进入 III 期临床试验阶段.....	19
图表 35: 全球已订购疫苗情况 .....	20
图表 36: 除欧美外, 许多新兴经济体疫情依然严峻 .....	20
图表 37: 全球天胶需求预测 .....	20
图表 38: ANRPC 合计天胶产量 .....	21
图表 39: 泰国天胶产量 .....	21
图表 40: 越南天胶产量 .....	22
图表 41: 印尼天胶产量 .....	22
图表 42: 印尼对我国的天胶出口量 .....	22
图表 43: ANRPC 合计天胶出口量 .....	22
图表 44: 泰国中央市场原料胶水价格 .....	23
图表 45: 泰国中央市场原料杯胶价格 .....	23
图表 46: 主产国种植、翻新、砍伐情况 .....	24
图表 47: 传统产胶国 VS 新兴产胶国天胶产量增速 .....	24
图表 48: 近年新兴产胶地持续挤占传统产胶国产量份额 .....	24
图表 49: 科特迪瓦橡胶出口量 .....	24
图表 50: 全球天胶产量预测 .....	25
图表 51: 青岛地区样本仓库天然橡胶保税库存 .....	26
图表 52: 我国标准胶月度进口量 .....	26
图表 53: 青岛地区样本仓库天然橡胶一般贸易库存 .....	26
图表 54: 我国混合胶月度进口量 .....	26
图表 55: 沪胶 01-泰标混合胶 .....	27
图表 56: 图表 57: 全球天胶库存量 .....	27
图表 58: 上海期货交易所注册仓单量 .....	28
图表 59: 云南产区月度降水量 .....	28
图表 60: 云南产区胶水价格 .....	28
图表 61: 海南产区月度降水量 .....	28
图表 62: 海南产区新鲜胶乳价格 .....	29
图表 63: 国内全乳胶产量 .....	29
图表 64: 丁腈胶乳(一次性手套用) 价格 .....	30
图表 65: 我国丁腈胶乳年产能 .....	30

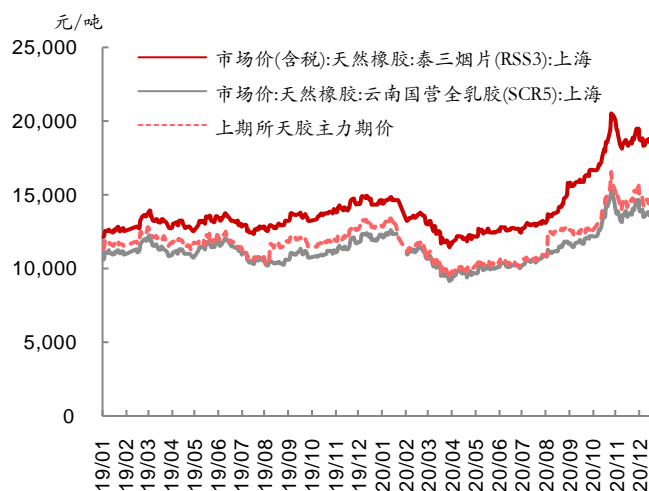
## 1、2020 年橡胶价格走势回顾

今年以来，受疫情扰动，橡胶价格呈现先抑后扬的走势：

上半年驱动橡胶价格的主要因素是国内外疫情的演变。走势可以划分为五个阶段：第一阶段是从春节前一周到2月初，国内疫情爆发，市场恐慌情绪蔓延，胶价大幅下挫；第二阶段从2月初至2月下旬，国内采取封城措施，疫情蔓延得到控制，市场情绪有所修复，胶价小幅反弹；第三阶段是从2月下旬至3月下旬，海外疫情爆发，市场恐慌情绪再度蔓延，加上原油价格断崖式下挫的联动作用，胶价再度大幅下探；第四阶段是从3月下旬至4月下旬，海外封锁措施下，疫情蔓延速度放缓，国内复工复产加速，市场情绪再度修复；第五阶段是从4月下旬至6月底，国内生产活动基本恢复正常，海外开始解封复工，疫情对价格的冲击基本消化完全，胶价走势也趋于平稳。

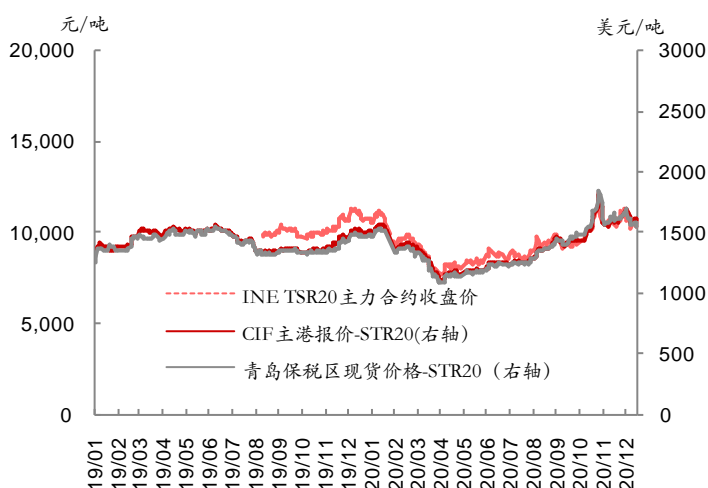
下半年以来，胶价底部开始明显抬升。随着海外需求复苏深化，国外轮胎补货订单流向中国市场，7月之后我国出口订单明显回暖，需求向好驱动现货库存自高点开始去化，也带动价格自底部明显抬升。10月之后，在前期利好支撑依然存在的情况下，又叠加了国内交割品供应偏紧的因素，胶价开启了一波强势拉涨行情。今年上半年海南和云南产区均延迟开割近两个月，旺产季前市场整体库存不高。进入旺产季后产区天气迟迟未能正常，10月份海南台风天气频繁发生，割胶天数有限，导致产区原料抢夺激烈，原料价格大幅上涨。此外，受疫情影响，今年乳胶（用于制作医用乳胶手套）的需求较好，原料胶水进浓乳厂报价高于全乳厂，从而对原料又造成了一部分分流，导致全乳产量进一步被削减，加重了交割品供应偏紧的格局。进入11月份，随着产区天气恢复正常，交割品供应偏紧问题开始逐渐有所缓解，无论是新胶产出还是仓单数均较前期明显放量。但从全年角度，今年交割品减产已成定局，原料价格维持较为坚挺的走势，也对胶价构成支撑。

图表 1：沪胶期现货价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：20 号胶期现货价格走势



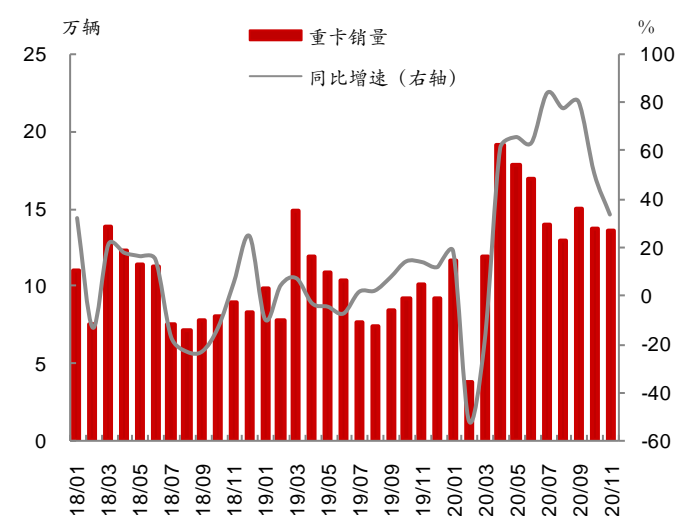
资料来源：Wind，中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

## 2、内需复苏具备韧性，明年将恢复正增长

### 2.1、疫情过后重卡需求爆发式增长，政策驱动是主因

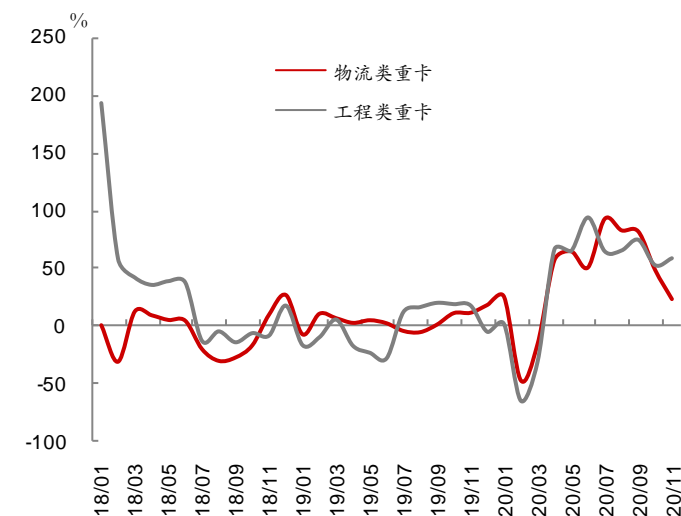
本轮疫情中，国内市场迅速恢复。与 SARS 时期类似，新冠疫情对国内重卡产销的影响也仅持续了两个月左右。在经历了 2、3 月份的大幅下挫后，随着 1 季度以后国内公路物流景气复苏以及车企生产恢复正常，重卡市场订单迅速回暖，产销出现爆发式增长。4 月以来重卡销量月度增幅基本都在 50% 以上，结构上看，无论是物流类重卡还是工程类重卡均表现亮眼。

图表 3：国内重卡销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

图表 4：重卡分车型销量同比增速

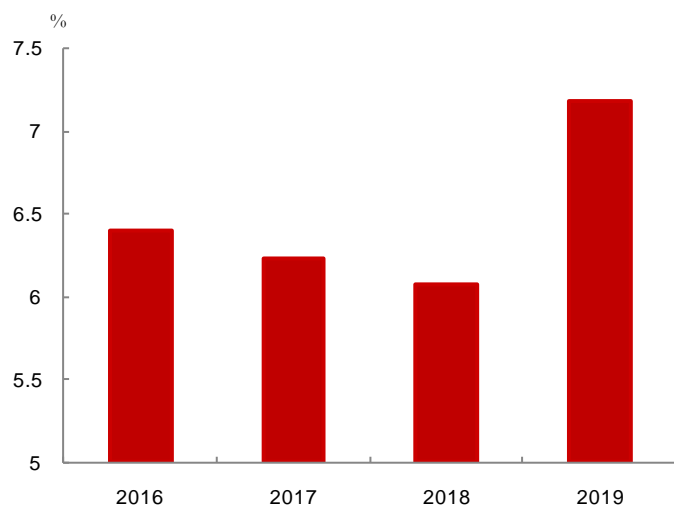


资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

我国重卡市场主要依靠内需驱动，近年来出口占比仅有 6-7%，且主要出口到亚太和非洲地区。本轮疫情中，国内重卡市场受海外疫情的影响程度有限。随着国内疫情得到明显控制，重卡市场的运行也很快回归到正常轨道，并由强劲的内需催生出高景气态势。2020 年重卡年销量预计在 155 万辆左右，较 19 年大幅增长约 32%，创历史新高。

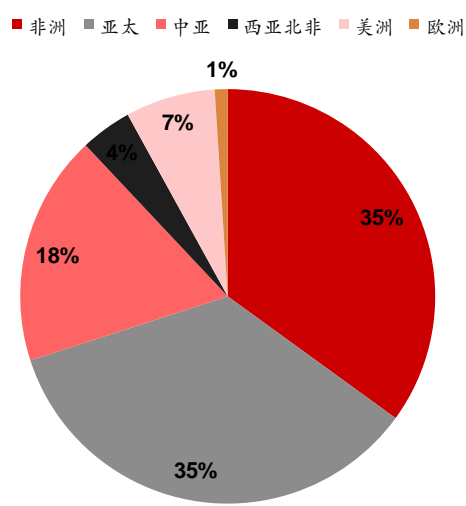


图表 5: 国内重卡出口占比



资料来源: 方得网, 东证衍生品研究院

图表 6: 19 年国内重卡出口各区域占比



资料来源: 方得网, 东证衍生品研究院

国内重卡市场是典型的“政策市”，受行业政策的影响比较大。我们认为疫情过后驱动车国内重卡产销爆发式增长的核心因素有两个，分别是国三柴油车淘汰和支线治超政策。

2020 年是国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，该计划要求“2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上”，各主要省份也制定了相应的国三车淘汰目标，也多在 2020 年收官。

图表 7: 各地国三车淘汰目标

省市	淘汰目标
京津冀等重要区域	2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上
深圳	力争在 2020 年基本淘汰国三柴油车
山东	2020 年底前淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车近 80 万辆
陕西	2020 年底前淘汰高排放国三及以下排放标准营运柴油货车 11 万辆、老旧燃气车 2 万辆
河南	淘汰国三及以下排放标准的中重型营运柴油货车 262179 辆，2020 年底计划完成淘汰任务的 70%，共计 145594 辆
云南	2020 年底前淘汰国三排放标准的老旧柴油货车 3 万辆以上
浙江	2020 年底淘汰国三及以下排放标准的营运柴油货车和老旧燃气车辆 3 万辆
南京	计划淘汰 21.4 万辆国三及以下排放标准柴油车，2020 年底前淘汰 6.7 万辆国三及以下排放标准柴油车
甘肃	2020 年前完成 17.9 万辆老旧柴油车治理任务
重庆	2020 年底前淘汰老旧柴油车 1 万辆以上

资料来源: 网络公开资料, 东证衍生品研究院

为了推进国三柴油车的淘汰置换，今年 3 月底国务院提出中央财政采取“以奖代补”的方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车，多省市也出台了相应

的淘汰补贴政策。从时间节点看，各地淘汰补贴政策多在 2020 年内到期，用户出于经济性考虑也多集中在最后一年将车辆淘汰。除补贴外，2020 年国三车辆的限行区域也进一步增加，国三车在货运市场的竞争力被继续弱化，也让车主保有国三车的意愿进一步降低。在补贴政策和路权限制的共同作用下，国三柴油车在 2020 年迎来了加速淘汰。

**图表 8：各地国三车淘汰补贴政策多在 2020 年内到期**

城市	截止时间	补贴标准
北京	2021 年 12 月 31 日	0.4-1.4 万元
上海	2021 年 12 月 31 日	最高 11.6 万元
南京	2020 年 12 月 31 日	0.4-4 万元
洛阳	2020 年 12 月 31 日	最高 4 万元
宁波	2020 年 12 月 31 日	0.6-5.7 万元
西安	2020 年 12 月 31 日	最高 3.3 万元
海南	2020 年 12 月 31 日	0.7-2.5 万元
金华	2020 年 12 月 31 日	0.8-3.8 万元
太原	2020 年 9 月 30 日	0.4-2.4 万元
武汉	2020 年 7 月 31 日	1.45-3.8 万元
深圳	2020 年 6 月 30 日	0.7-6.65 万元
青岛	2020 年 6 月 30 日	1-5 万元
长治	2020 年 3 月 31 日	0.33-1.98 万元
义乌	2020 年 1 月 16 日	0.7-4.5 万元

资料来源：网络公开资料，东证衍生品研究院

除国三车加速淘汰外，重卡销量爆发式增长的另一核心驱动在于支线治超政策的推行。自 16 年 921 治超新政实施以来，长途干线运输车辆(主要在高速公路行驶)的超载现象得到了有效控制，但短途支线重载车辆(主要在国道、省道等行驶)的超载问题依然存在。19 年 10 月无锡桥面坍塌事故中，交通部认定车辆严重超载是主要原因，从而促使地方政府层面的治超力度不断强化，尤其是对国道、乡村道路支线超载的治理趋于常态化，也催生了市场对于标载重卡和轻量化重卡的增量需求。



**图表 9：支线治超政策不断加码**

时间	部门	文件	内容
2020 年 7 月	工信部、公安部、交通运输部、国家市场监督管理总局	《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》	自 2020 年 7 月至 2021 年 5 月组织开展货车非法改装专项整治工作, 严厉打击货车“大吨小标”, 到 2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规问题。
2020 年 6 月	上海交通部	《超限超载车辆整治措施》	“零容忍、严打击”, 严厉查处“百吨王”超限运输车辆。
2020 年 1 月	福建省交通厅	《关于进一步加强车辆超限超载治理工作意见》	正式启动为期三年的全省货车违法超限超载治理专项行动。
2019 年 10 月	海南省治超办	《关于进一步加强治超工作的通知》	要求加强源头治理, 防止违法超限超载货车上路。
2019 年 10 月	苏州政府	《关于进一步加强超限超载查处工作的紧急通知》	进一步加强“百吨王”车辆查处力度、加大对普通公路收费站超限车辆查处工作。

资料来源：网络公开资料，东证衍生品研究院

## 2.2、2021 年重卡需求韧性犹存，景气度或有所回落

对于 2021 年的重卡市场，我们依然持比较乐观的态度：

首先是 2021 年国三车仍有继续淘汰的空间，我们估算到 2020 年底国三重卡的保有量仍在 100 万辆以上，这也意味着未来仍有百万辆的国三重卡置换需求有待释放。值得注意的是，2020 年作为国务院“蓝天保卫战三年行动计划”的收官之年，为了推进国三柴油车的淘汰置换，多地配合出台了相应的淘汰补贴政策，而这些补贴多在 2020 年内结束。目前 2020 年之后的国三车淘汰尚无指引性的政策文件，各地补贴政策也多告一段落，在缺乏引导淘汰手段的情况下，预计后续国三车的淘汰节奏会比较慢，淘汰力度难与 2020 年相比。

其次，我们认为支线治超政策对 2021 年重卡需求仍有提振。针对长途运输超限超载的治理相对来说比较容易执行，18 年国内长途物流车已经基本都是标载。而短途支线的超限超载现象始终没有得到有效控制，主要是治理难度比较大。19 年 10 月份无锡桥面坍塌事故后，多个省份超限超载治理力度明显加大。2020 年疫情过后，随着国内复工复产的推进，从中央到地方的支线治超政策也在不断加码，为重卡需求提供了有效支撑。相较 17 年对长途干线超限超载的治理，本轮支线治超的持续时间预计会比较长。随着后续执行较为严格的支线治超区域逐步增多，各地对于支线治超执行力度的逐渐加大，重卡行业需求也有望继续获得支撑。

除上述两个因素外，针对市场比较关心的国六排放升级政策，我们认为，2021 年由国六排放标准升级带来的重卡销量增长将不会很明显。国六排放有两个标准，一个是国六 A，另一个是国六 B。国六 A 相当于国五到国六之间的一个过渡期，国六 A 与国五排放标准的差别不大，大部分的国五车型只需要进行一些升级就能达到国六的排放标准。全国范围内针对所有重型车的国六 A 排放标准从 2021 年 7 月 1 日起开始执行。国六 B 是真正

意义上的国六排放标准，全国范围内从 2023 年 7 月 1 日起开始执行。

图表 10：国六排放标准实施时间表

开始实施时间	排放标准	实施对象
2019 年 7 月 1 日	国六 A	燃气重型车
2020 年 7 月 1 日	国六 A	城市重型车
2021 年 1 月 1 日	国六 B	燃气重型车
2021 年 7 月 1 日	国六 A	所有重型车
2023 年 7 月 1 日	国六 B	所有重型车

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

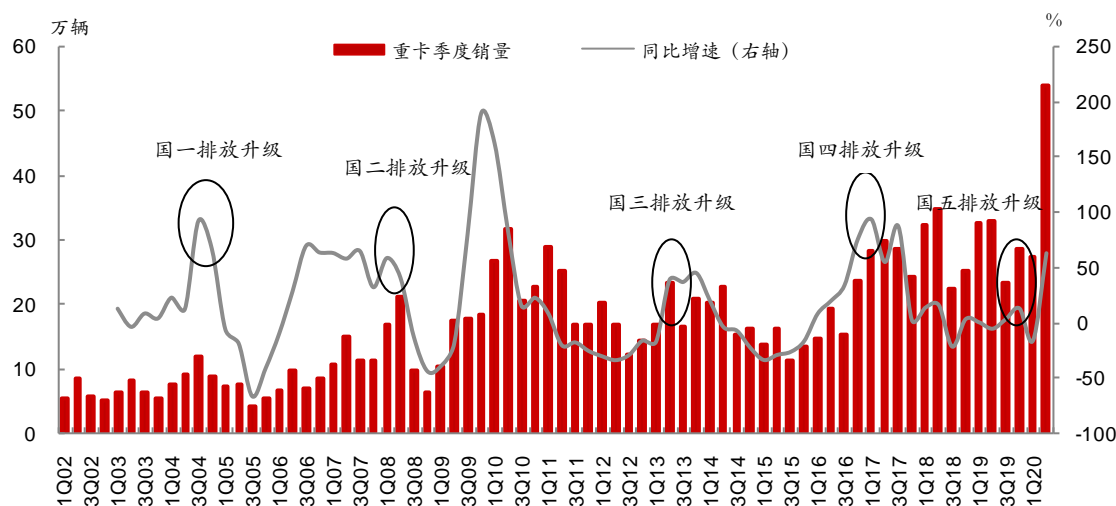
图表 11：重卡全国范围排放升级时间表

排放标准	实施时间
国一	2000.7.1-2004.8.31
国二	2004.9.1-2008.6.30
国三	2008.7.1-2013.6.30
国四	2013.7.1-2017.6.30
国五	2017.7.1-2019.12.31
国六 A	2021.7.1-2023.6.30
国六 B	2023.7.1-

资料来源：网络公开资料，东证衍生品研究院

对比历次全国范围的重卡排放升级时间表和重卡销量情况，可以看出，排放升级通常是提前半年左右拉动重卡销量。因此，2021 年由国六排放标准升级带来的重卡销量增长预计不会很明显。

图表 12：排放升级通常提前半年左右拉动销量

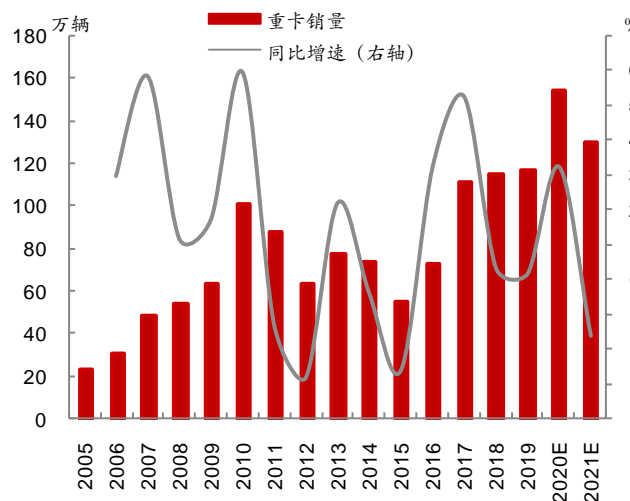


资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究

综合分析，在国三柴油车淘汰和支线治超政策的驱动下，2020 年重卡销量创下历史新高，年度销量预计在 155 万辆左右。2021 年的重卡需求仍有支撑，只是国三车加速淘汰这一催化因素在缺乏指引性政策文件和多数城市补贴到期的情况下预计会较 2020 年有所弱化，而支线治超政策对重卡产销的提振作用偏于长期，较为严格的支线治超在全国范围内全面推开需要比较久的时间，短期较难提供爆发式增长力，再加上国六排放标准升级带来的重卡销量增长在明年还不会很明显，综合各因素，我们认为 2021 年重卡销量在

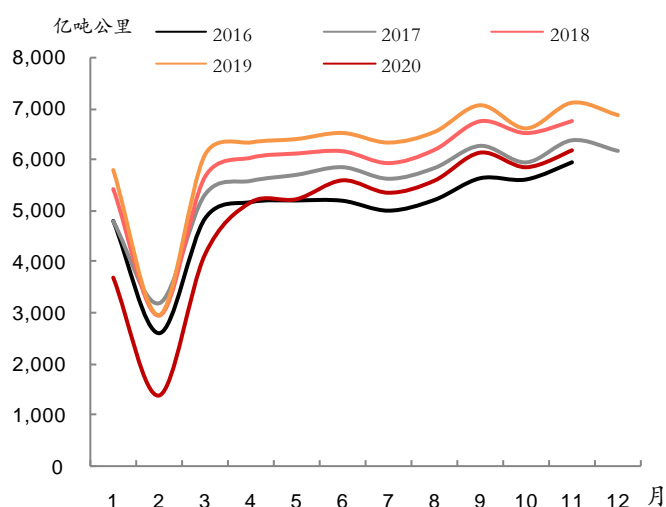
130 万辆左右，仍处于历史高位水平，但较 2020 年将有所回落。

图表 13：国内重卡年销量预测



资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

图表 14：我国公路货物周转量



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

### 2.3、2021 年国内卡客车胎需求将恢复正增长

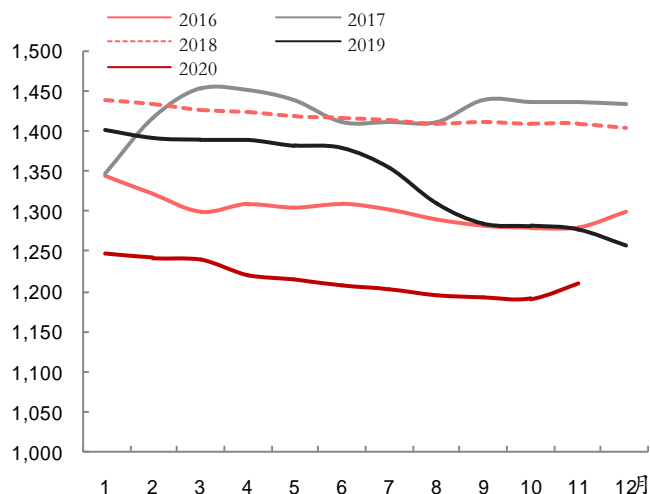
得益于重卡市场因政策因素驱动的高景气，疫情过后国内配套胎订单火爆，而替换胎市场则比较低迷。从公路货物周转量来看，16 年以来我国公路货物周转量是逐年增加的。而受疫情影响，今年公路货物周转量大幅下滑，虽然 1 季度后国内物流市场逐渐复苏，但公路货物周转量始终低于 17-19 年同期水平，1-11 月份的公路货物周转量较 19 年同期下滑约 20%。受此影响，国内替换胎市场表现不乐观，反映终端市场景气程度的国内卡客车胎经销商价格指数在今年明显走低。据我们了解到的信息估算，2020 年国内卡客车替换胎销量预计比 19 年下滑 15%。

对于明年的卡客车替换胎市场，我们主要考虑两方面的因素：一方面是随着疫情影响逐渐消退，内需推动下国内经济活动的复苏将进一步深化，物流市场景气度也将继续回升，利好卡客车替换胎需求增长；而另一方面，近年来针对长途干线和短途支线的治超政策不断强化，对替换胎需求的压制作用比较明显，尤其是 19 年国内公路货物周转量较 18 年仍在增加，但替换胎销量不升反降，主要是车辆普遍标载下，轮胎磨损率被大大降低，换胎周期从治超前的半年延长到一年至一年半甚至更长时间。此外，激烈的市场竞争环境下，轮胎企业也在不断对轮胎产品优化升级，轮胎的使用寿命被延长，也导致了替换胎的需求被减弱。综合两方面因素，我们认为明年的卡客车替换胎销量会在今年的低基数基础上增长 10% 左右。

综上分析，对于明年的配套胎市场我们依然比较看好，核心原因在于重卡市场的景气态势仍将延续，只是在缺乏今年这种政策驱动的爆发式增长力的情况下，需求预计会较今年有所下滑，但仍处于历史高位。而替换胎方面，随着明年国内经济复苏深化，替换胎

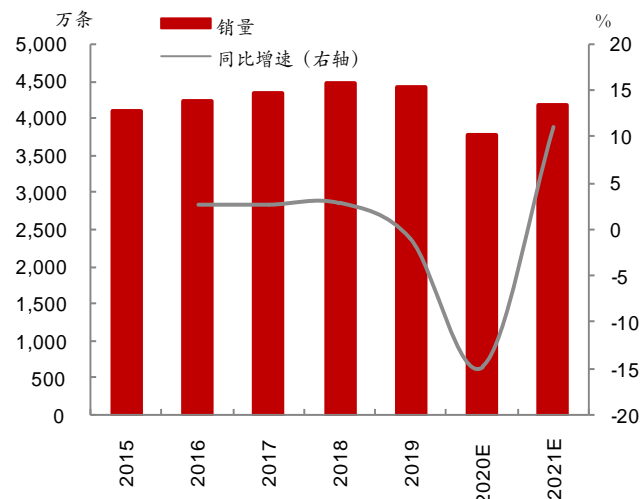
需求也将跟随物流市场景气度的回升获得提振。2021 年国内卡客车胎需求将恢复正增长，需求增速预计在 3% 左右。

图表 15：国内卡客车胎经销商价格指数



资料来源：我的轮胎网，东证衍生品研究院

图表 16：国内卡客车替换胎销量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

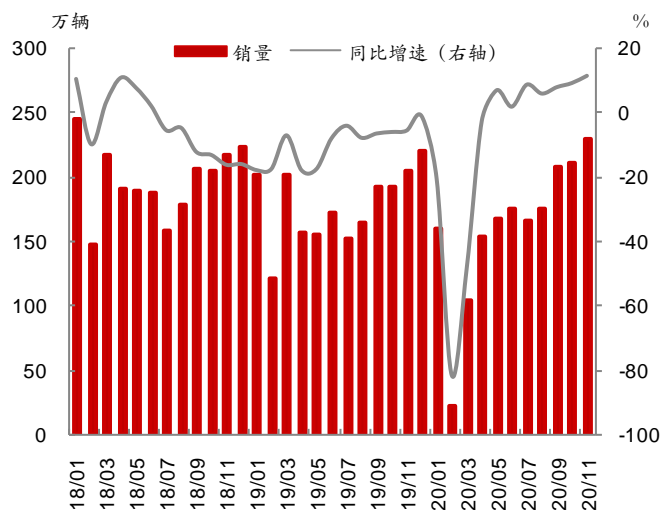
## 2.4、2021 年乘用车胎市场回暖可期

相较卡客车胎，乘用车胎配方中的天胶用量较少，因此虽然乘用车销量占汽车总销量的 80% 以上，但国内消费的乘用车配套和替换胎的用胶量仅占国内天胶消费量的 10% 左右，对天胶需求端的边际影响要明显弱于卡客车胎。

疫情导致一季度国内乘用车销量探底，随着国内疫情得到有效控制以及工业企业复工复产，叠加地方汽车消费政策的大力推行，4 月以来乘用车销量恢复正增长且增幅呈扩大趋势。由于疫情过后消费增加，汽车经销商库存也自高点明显回落，并且从 8 月开始出现渠道再库存情况，即在内需复苏的过程中，产业链各环节存在一定的补库需求。

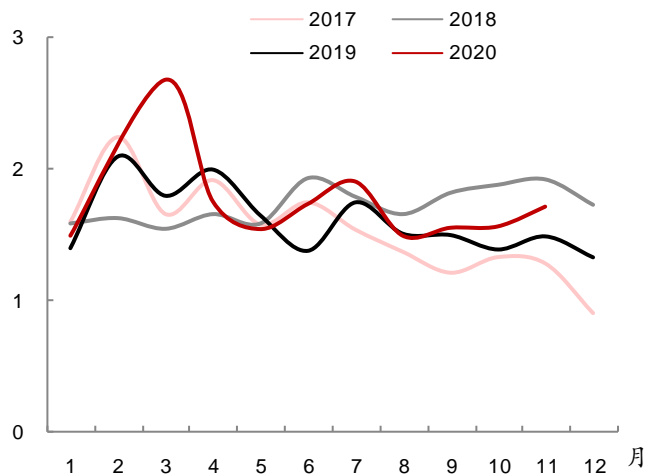
我们依然看好 2021 年乘用车市场的回暖趋势，自 2018 年以来，国内乘用车市场进入下行周期，今年的疫情加速了车市探底。由于疫苗上的积极进展，国内经济形势向好，在居民消费信心继续改善、内循环消费政策强力刺激以及产业链补库存需求等多重因素的共同作用下，2021 年乘用车市场有望延续复苏态势，销量或较 2020 年增长 4% 左右，从而对乘用车配套胎构成提振。而随着疫苗落地应用后，国内疫情防控措施将继续放松甚至彻底解除，也有利于居民出行频次增加，从而增加替换胎的耗用量。综合考虑下，2021 年乘用车胎销量或录得 6% 的增速。

图表 17: 国内乘用车销量及同比增速



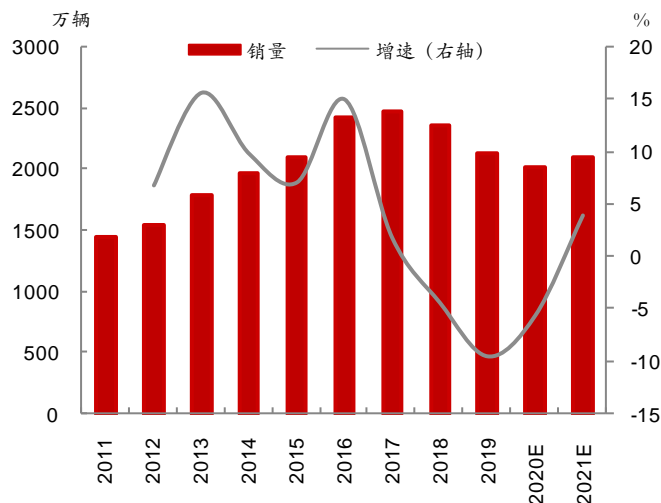
资料来源: 中国汽车工业协会, 东证衍生品研究院

图表 18: 国内汽车经销商库存指数



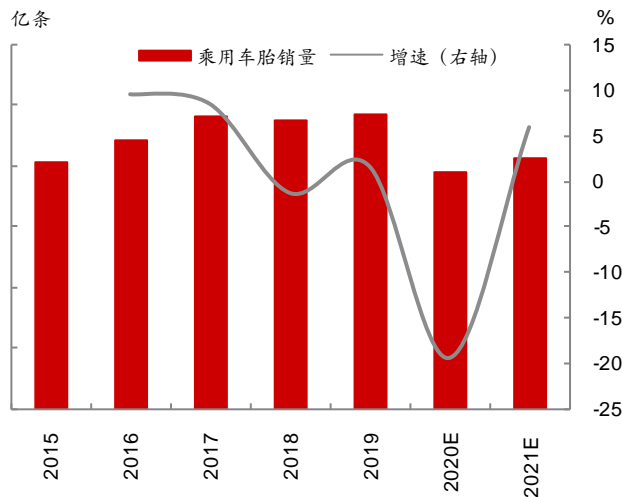
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 国内乘用车年度销量预测



资料来源: 中国汽车工业协会, 东证衍生品研究院

图表 20: 国内乘用车胎年度销量预测



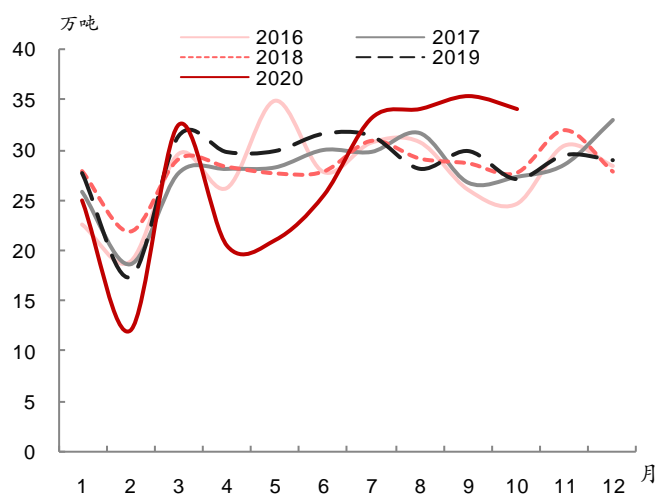
资料来源: 中国橡胶工业协会, 东证衍生品研究院

## 2.4、疫情二次冲击影响有限, 2021 年轮胎出口景气延续

我国轮胎需求结构中, 40%以上的轮胎用于出口, 明年我国轮胎出口业务主要取决于海外需求复苏情况。

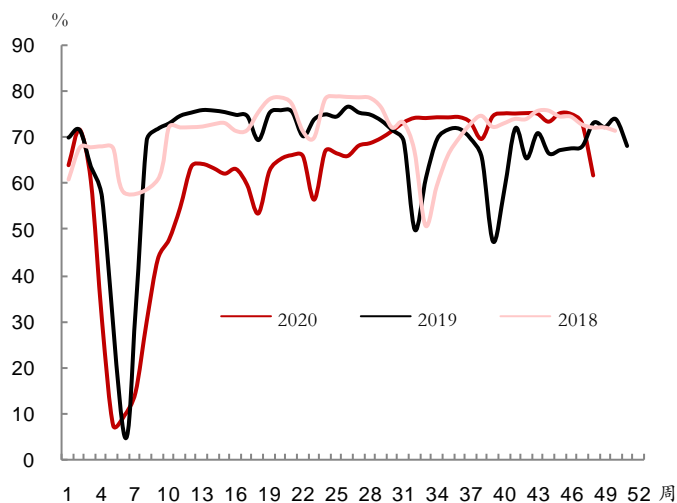
我国轮胎行业在二季度遭受了海外需求大幅下滑带来的冲击, 轮胎出口量较往年同期明显下降。5 月之后, 海外市场逐渐从“封锁”模式切换至“复工”模式。随着海外需求的复苏, 我国轮胎产业链全面复工复产叠加性价比高的优势开始凸显, 国外轮胎补货订单流向中国市场, 我国轮胎出口订单开始回暖, 7 月以来轮胎出口量甚至高于往年同期。

图表 21: 我国卡客车胎出口量



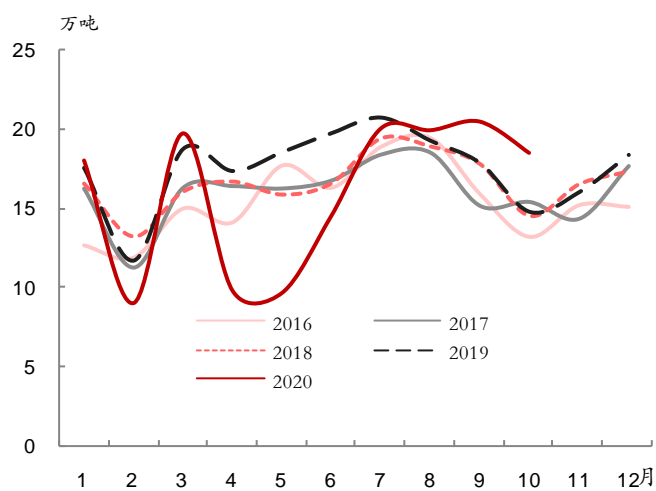
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: 我国全钢胎开工率



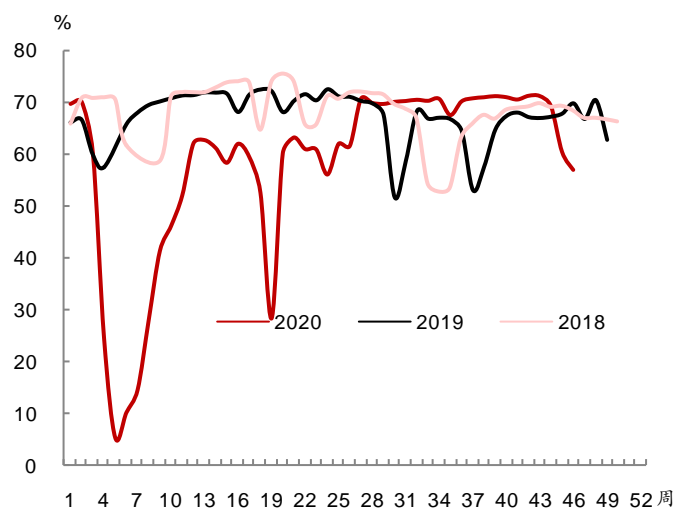
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 我国乘用车胎出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: 我国半钢胎开工率

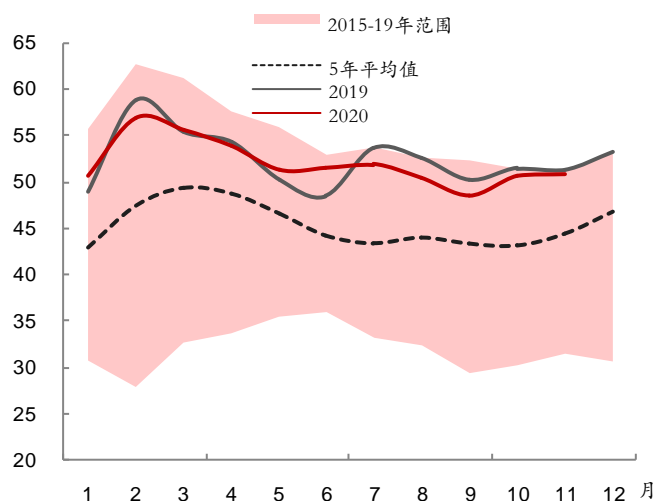


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

受外需回暖的支撑,下半年以来国内轮胎企业开工率表现坚挺,在12月下旬山东环保限产前,开工率持续维持在高位。国内成品胎库存也得到了明显消化,7月份以来卡客车胎经销商库存指数持续低于去年同期。

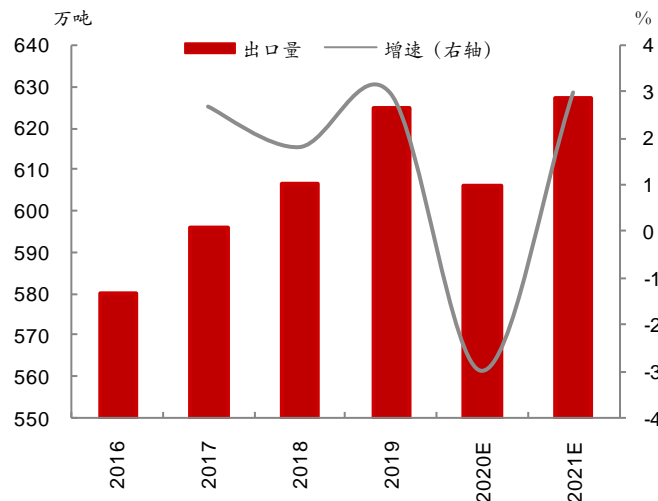


图表 25: 我国卡客车胎经销商库存指数



资料来源：我的轮胎网，东证衍生品研究院

图表 26: 我国轮胎年度出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

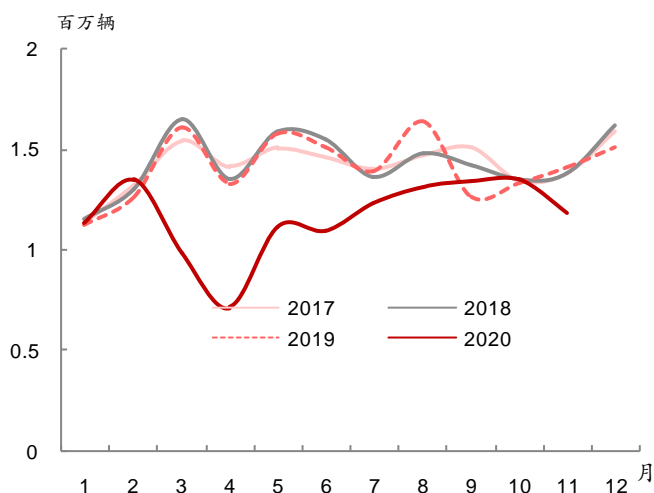
虽然9月之后欧美爆发了二次疫情，但对我国轮胎出口的影响并不明显，轮胎出口并未出现二季度那样大幅下滑的情形，主要有两方面原因：首先是欧美第二波疫情对其本国需求的冲击小于第一波，因此对我国轮胎出口的影响程度也要弱于第一波，疫情常态化下，各国重启经济为主，需求处于回暖阶段，对我国轮胎出口形成支撑；其次，相较其他国家，后疫情时代，我国轮胎产业链全面复工复产叠加性价比高的优势凸显，也承接了部分其他国家的出口转移订单。在二次疫情爆发后，我国轮胎出口依然表现出较强的韧性。若疫苗落地后，明年疫情可以得到有效控制，海外需求将加快恢复，届时经济和贸易共振复苏将进一步拉动我国轮胎的出口需求，综合分析，我们看好明年轮胎出口需求景气延续，在今天的低基数基础上，轮胎出口量或录得3%的增速水平。

### 3、疫情“波浪式潮退”下，海外需求复苏深化仍是大方向

#### 3.1、欧美第二波疫情对本国需求端的冲击弱于第一波

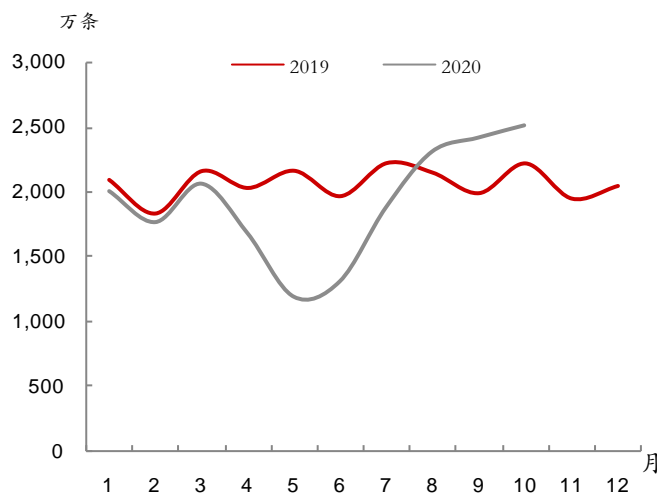
美国虽然爆发了二次疫情，但是并未再采取大规模封锁措施，而且继任总统拜登更倾向于推行全美强制口罩令而非封锁令，美国再度大范围封锁的可能性较低。美国需求自5月低点以来步入复苏阶段，汽车销量和轮胎进口量均环比明显回升。在美国政府没有再次采取大规模封锁措施的情况下，需求端也较难大幅下挫。

图表 27：美国汽车销量



资料来源：WardsAuto，东证衍生品研究院

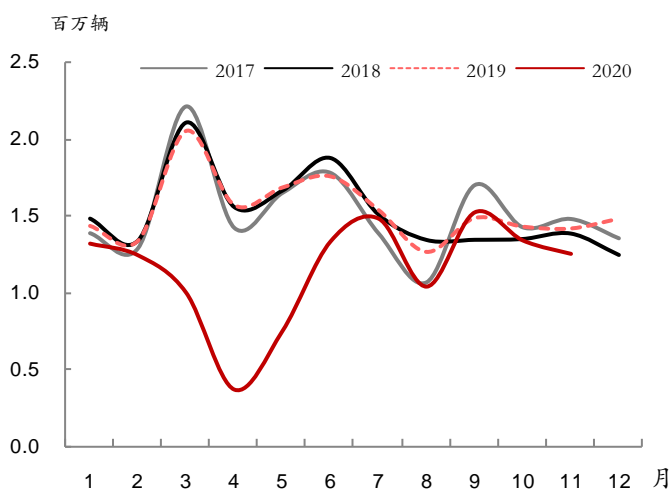
图表 28：美国轮胎进口量



资料来源：美国海关，东证衍生品研究院

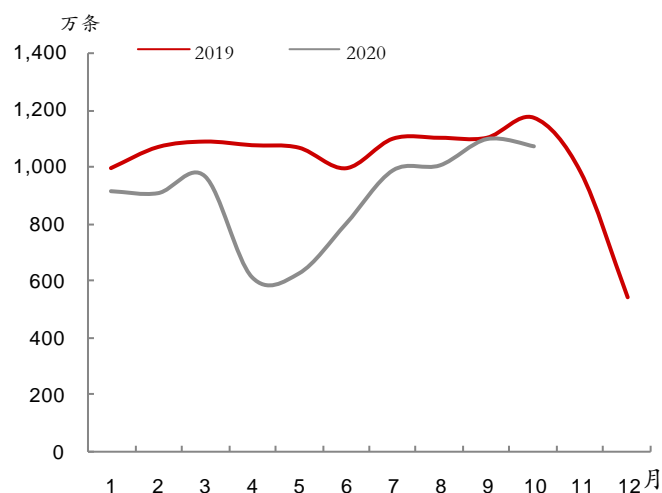
欧洲方面，疫情导致需求在二季度探底，随着疫情常态化、企业复工复产的推进，叠加各国加大汽车消费、减税降负的财政刺激政策，欧洲需求也开始复苏，汽车销量和轮胎进口量较底部明显回升。而在二次疫情爆发后，英法德等主要国家采取了较为严格的管控限制措施来控制疫情。相较上一轮封锁，本轮封锁中因为政府避免采取新一轮让工业企业停产停工的措施，因此轮胎需求所受的影响比二季度要小。

图表 29: 欧洲汽车销量



资料来源: 中国汽车工业协会, 东证衍生品研究院

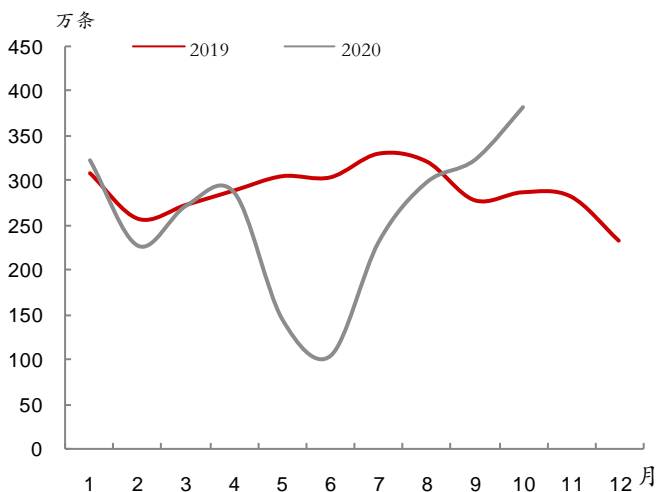
图表 30: 英国轮胎进口量



资料来源: 英国海关, 东证衍生品研究院

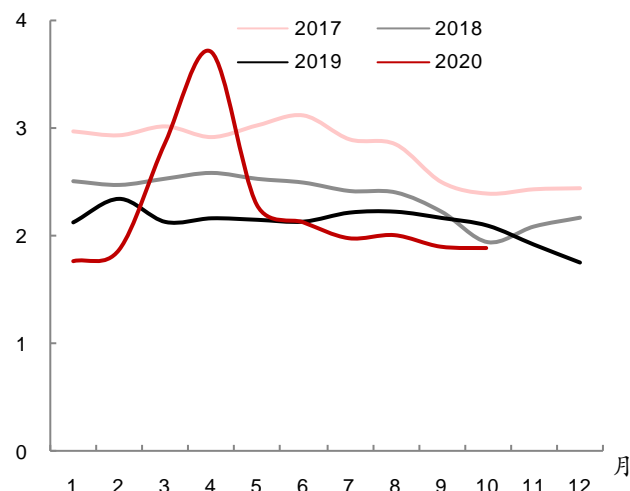
二季度, 受疫情影响, 欧美汽车制造业库存水平大幅提升, 创近几年的高位。此后, 由于汽车及零部件生产未能恢复常态以及终端消费增加, 库存开始快速回落, 目前无论是生产端还是渠道库存均处于低位。若疫情得到有效控制, 欧美需求复苏深化, 预计汽车产业链也将迎来加速补库存阶段, 此次补库周期将持续利好欧美本土汽车和轮胎产销。

图表 31: 德国轮胎进口量



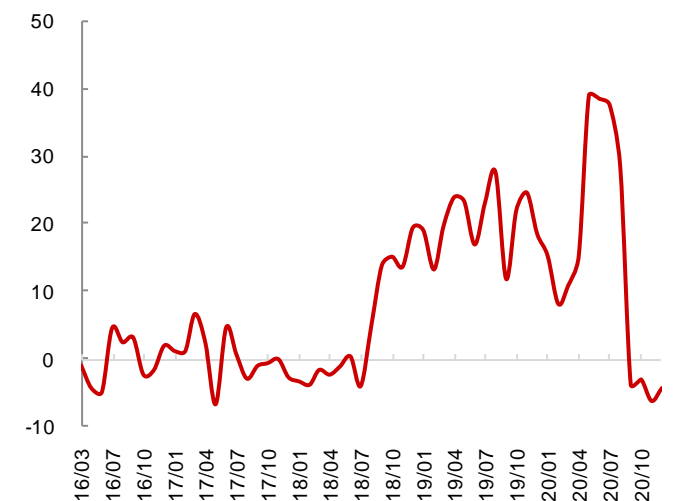
资料来源: 德国海关, 东证衍生品研究院

图表 32: 美国汽车制造业与贸易库存销售比



资料来源: BEA, 东证衍生品研究院

图表 33: IFO 德国汽车生产行业库存评估指数



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

注: 该评估指数是以 05 年库存均值为基数经标准化处理后的数据

### 3.2、疫苗加速推进，疫情将迎“波浪式潮退”

当前海外疫情仍没有得到有效控制，尤其是欧美国家二次疫情的严重程度明显甚于上一轮。值得注意的是，虽然欧美疫情持续升级，但是近期疫苗的积极进展大大抵消了市场对疫情的担忧情绪，目前的市场可以说是处于“疫情”和“疫苗”之间的拉锯中。

现阶段的需求复苏已经进入瓶颈期，在疫情没有得到有效控制前，瓶颈也很难被打破。这种情况下，疫苗就成为需求复苏深化的关键。11 月以来，多支疫苗取得积极进展。目前辉瑞/BioNtech 和 Moderna 的疫苗已经在美国获批，欧洲也已经批准了辉瑞疫苗的使用。此外，全球还有其他多款疫苗已经进入 III 期临床试验阶段。虽然短期市场仍受到疫情的扰动，但中期方向是积极的，近期疫苗的加速落地无疑使得市场对 2021 年全球需求复苏的预期大幅升温。

**图表 34：全球已有多款疫苗进入 III 期临床试验阶段**

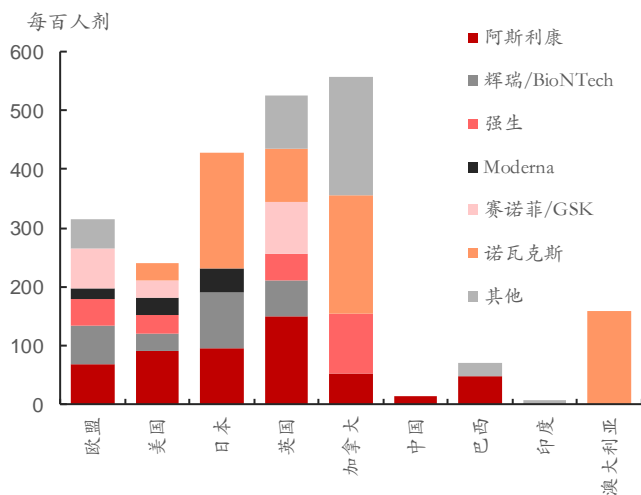
	国家	公司	临床进度	预计上市
1	美国&德国	美国辉瑞公司&德国 BioNTech	11 月 18 日公布最终保护率 95%	英、美、瑞士获批
2	美国	Moderna 公司	11 月 30 日公布最终保护率 94.1%	在美获批 EUA
3	美国	强生	9 月 23 日进入临床 III 期	预计 2021 年 1 季度 EUA
4	美国	诺瓦克斯	9 月 24 日进入临床 III 期	
5	英国	阿斯利康&牛津大学	11 月 23 日公布 III 期保护率 90% (1.5 针)、62% (2 针)	12 月在英大规模接种
6	中国	中生集团/武汉所	7 月 7 日进入临床 III 期	中国 NDA, 在阿联酋、巴林上市
7	中国	中生集团/北京所	6 月 28 日进入临床 III 期	
8	中国	科兴生物	7 月 7 日进入临床 III 期	已在巴西报产
9	中国	康希诺&中国军事医学科学院	9 月 2 日进入临床 III 期	
12	中国	智飞生物	11 月 15 日进入临床 III 期	
10	印度	Bharat Biotech	11 月 11 日进入临床 III 期	
11	加拿大	Medicago	11 月 19 日进入临床 III 期	
13	俄罗斯	Gamaleya 研究所	8 月 19 日进入临床 III 期	

资料来源：网络公开资料，东证衍生品研究院

从各国采购疫苗的情况看，当前备选疫苗中，订单最多的国家和地区主要分布在美国、英国、欧盟、加拿大和日本等少数几个发达经济体。而诸多新兴经济体因财力问题普遍没有订购或仅少量订购疫苗。大多数新兴经济体的疫情形势依然严峻但缺乏生产疫苗的能力，主要依赖外购。虽然 WHO 等尝试帮助新兴经济体获得便宜疫苗（如 COVAX 疫苗计划），但一直面临巨大的资金缺口。受制于资金问题以及疫苗运输、储存能力不足，新兴市场开启大范围疫苗接种的时间预计会比较晚。

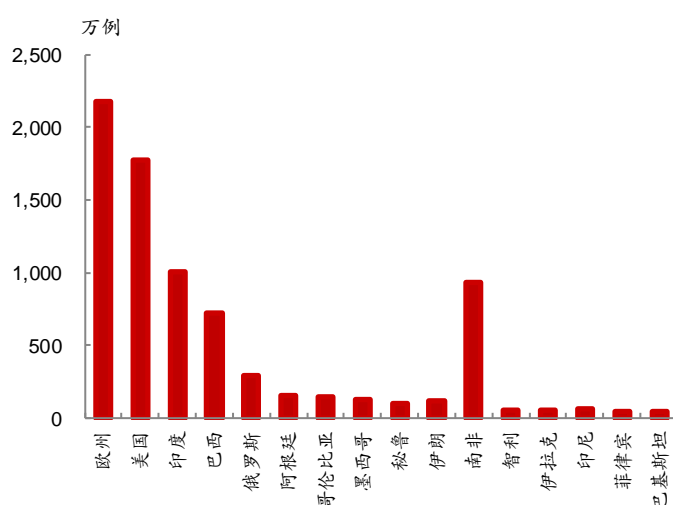
对于 2021 年的海外需求复苏，我们认为会是渐进式的。发达国家的需求预计会率先恢复常态，在较为充足的疫苗供应支持下，疫苗在发达国家关键人群的有效接种预计在 2021 年二季度，普通人群的大规模接种预计在 2021 年下半年。而新兴市场由于开启大范围疫苗接种的时间会比较晚，预计需求恢复常态的速度也将慢于美欧日等发达经济体，疫情对欠发达国家的影响或延续到 2022 年。

图表 35: 全球已订购疫苗情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

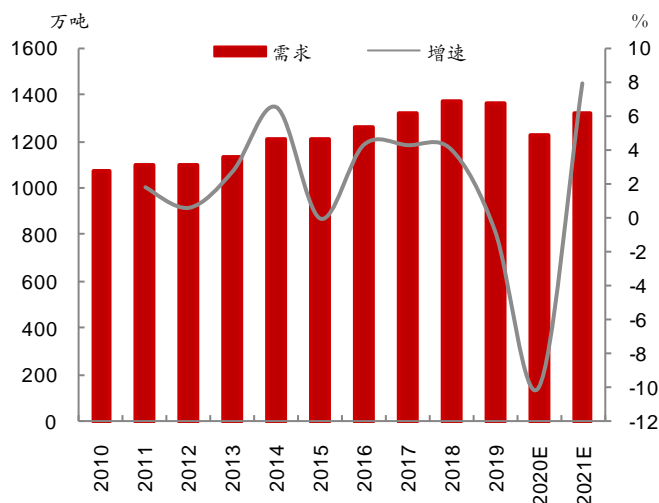
图表 36: 除欧美外, 许多新兴经济体疫情依然严峻



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合分析, 现阶段需求端的复苏已经进入瓶颈期, 疫苗成为打破瓶颈的关键。近期疫苗取得积极进展, 虽然短期市场仍受到疫情的扰动, 但疫苗上的突破决定了中期方向是积极的, 市场对明年全球需求复苏的预期也大幅升温。展望明年, 内需仍具备较强的韧性, 明年景气态势有望延续; 海外市场方面, 相较内需市场, 今年海外尤其是欧美国家需求受疫情影响程度更大, 2020 年海外需求预计下滑了 15%-20%, 从而疫情得到有效控制后, 外需反弹空间也将明显大于内需。整体来看, 由于疫苗上的积极进展, 随着疫情“波浪式潮退”。2021 年需求端渐进修复、复苏深化仍是大方向。综合内外需估算, 2021 年全球天胶需求预计较 2020 年增长 8% 左右。

图表 37: 全球天胶需求预测



资料来源: IRSG, 东证衍生品研究院



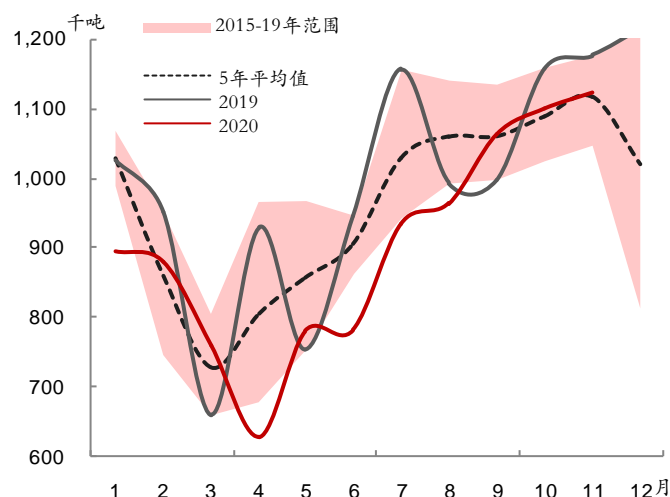
## 4、供给端将恢复常态化运行，全球天胶仍有增产潜力

### 4.1、疫情期间需求下滑导致主产国出现被动减产

对东南亚主产国来说，疫情期间面临的主要问题是需求下滑带来的被动减产。东南亚橡胶种植业以小农模式为主，橡胶种植具有分散性，胶树多集中在众多小胶农手中，较为单一的收入结构决定了当地胶农对割胶存在刚性需求。疫情期间，胶农自身的割胶活动并没有受到明显制约，主产国也基本没有出台过限制胶农户外割胶活动的政策。

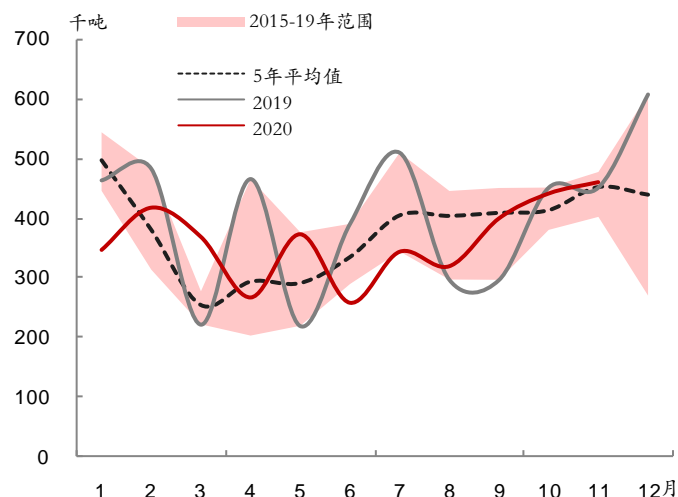
4-8月间，受需求下滑的影响，ANRPC 合计天胶产量持续低于五年同期均值水平，9月之后才随着海外需求复苏恢复至均值附近。

图表 38: ANRPC 合计天胶产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

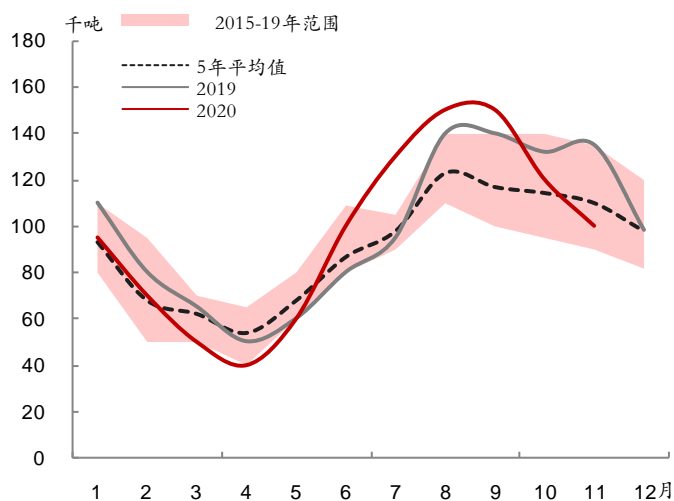
图表 39: 泰国天胶产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

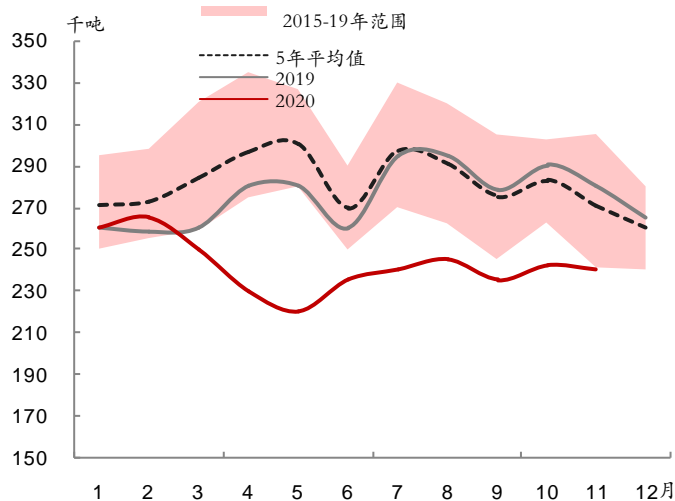
从产量占比接近 70% 的三大主产国来看，对我国出口比重较大的泰国和越南天胶产量受疫情的影响程度相对较小，主要是我国需求复苏进度较快，且疫情冲击最大时两国主产区正处于停割期或割胶淡季。而印尼胶主要出口至欧美市场，欧美需求恢复速度慢于中国，且疫情爆发时，印尼产区正处于高产季，因此印尼天胶产量受疫情的影响程度最大，减产较为明显。为了缓解国内库存压力，印尼将部分天胶出口转移至需求恢复较好的中国市场。可以看到，在海外疫情爆发后，印尼对我国的天胶出口量大幅增长，四季度过后这一出口转移现象才有所消退。

图表 40: 越南天胶产量



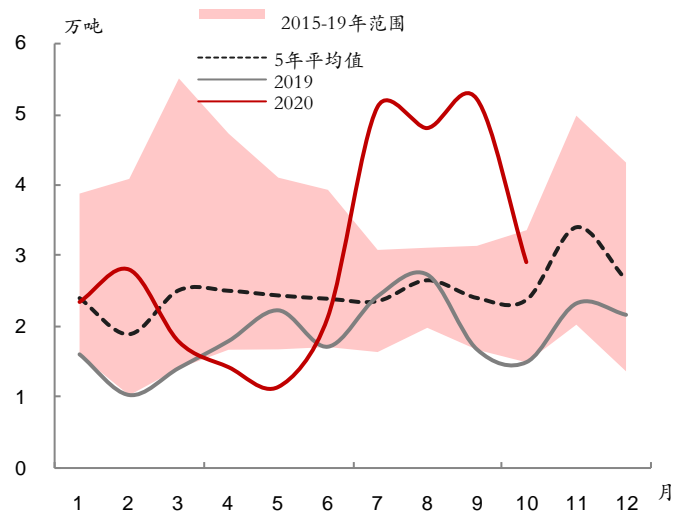
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 41: 印尼天胶产量



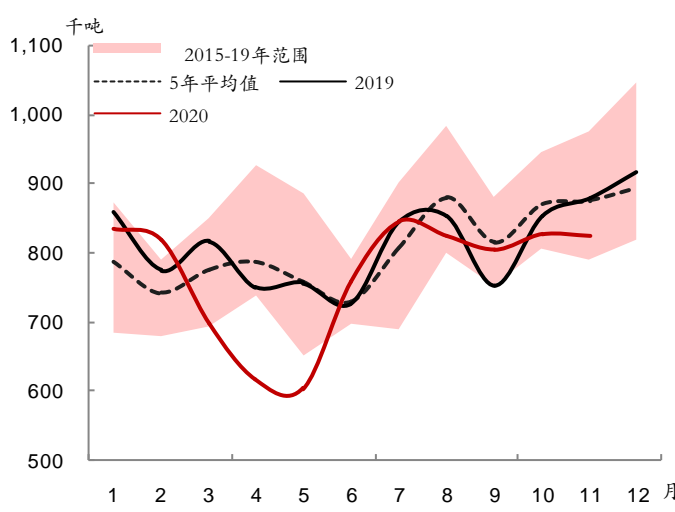
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 42: 印尼对我国的天然胶出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 43: ANRPC 合计天然胶出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

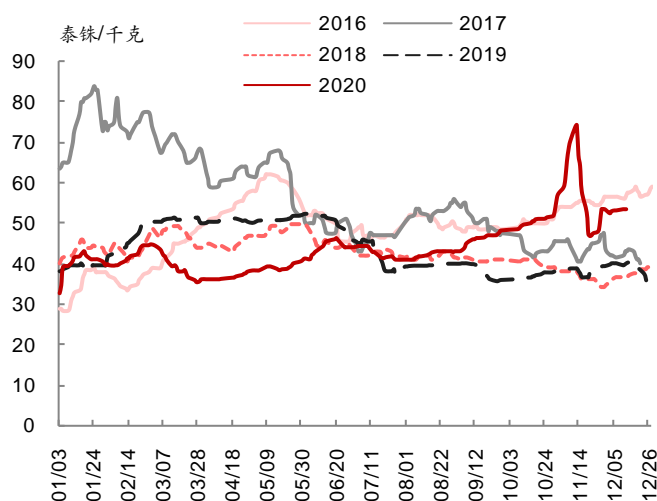
出口方面, 疫情期间, 除马来西亚槟城港短暂封闭过两周外, 主产国的橡胶外运基本未受到影响。虽然泰国、印尼、越南等国都曾宣布过进入紧急状态, 但均未对外运港口进行过封闭。3-5 月间主产国橡胶出口大幅下滑, 主要源于需求不足而非其他不可抗力。6 月之后, 随着需求复苏, 主产国出口也明显回升。

## 4.2、后疫情时代，供给端逐渐恢复常态化运行

5 月以来，主产国原料价格持续震荡上行。以泰国为例，目前泰国中央市场原料胶水和杯胶价格均高于 17-19 年同期水平，胶农割胶积极性不是问题。

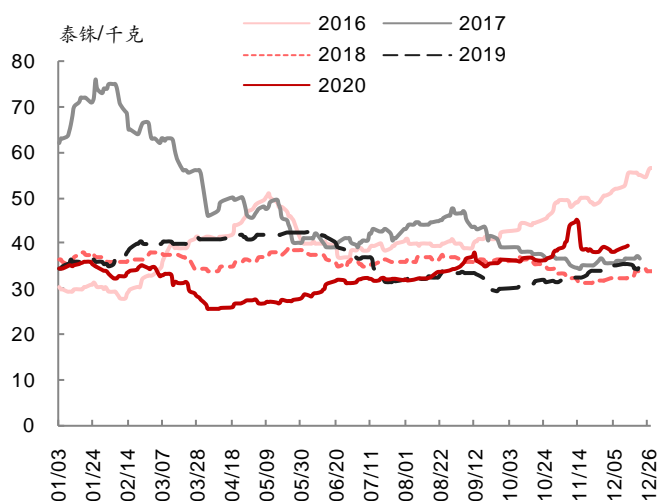
受益于疫苗的积极进展，需求端渐进式修复格局仍将延续，加上原料价格已经升至高位，胶农不缺乏割胶积极性，明年供给端预计会恢复常态化运行。在不出现极端天气状况的前提下，影响 2021 年全球产量的将主要是价格和主产国天胶释放潜力。

图表 44：泰国中央市场原料胶水价格



资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

图表 45：泰国中央市场原料杯胶价格

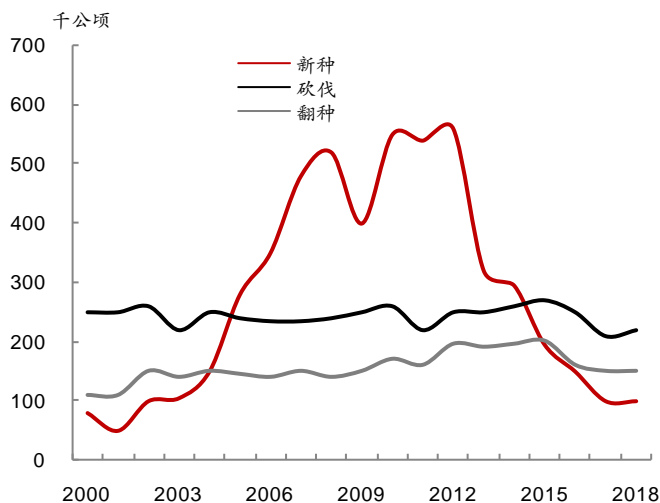


资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

## 4.3、全球天胶新增产能将过加速释放期，但绝对水平的下降仍需等待

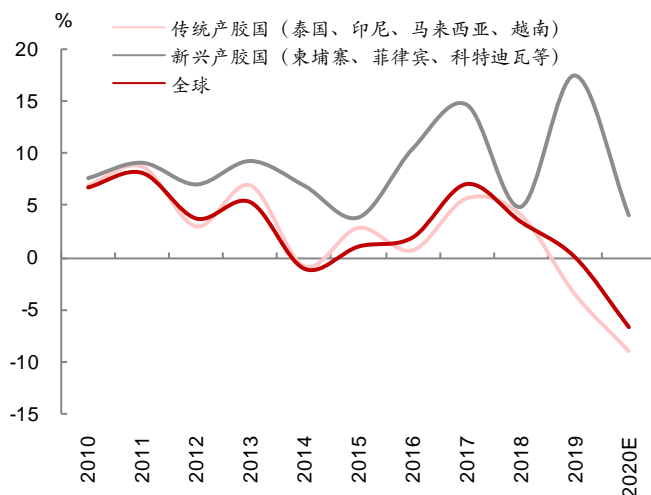
橡胶树作为经济周期特别长的作物，通常种植之后，7-8 年可以开始割胶。2005-2012 年间新增种植了大量橡胶树，从而造成 2012-2020 年间全球天胶新增产能处于加速释放期。2012 年之后，由于胶价开始步入熊市周期，价格跌势下，加上主产国开始对新种采取一定控制措施，橡胶新增种植面积开始大幅下降。从橡胶树生长周期的角度，2020 年之后，全球天胶新增产能将度过加速释放期，而根据模型预测，产能绝对水平的下降预计要到 2024-2027 年间。

图表 46: 主产国种植、翻新、砍伐情况



资料来源: 诗董橡胶, 东证衍生品研究院

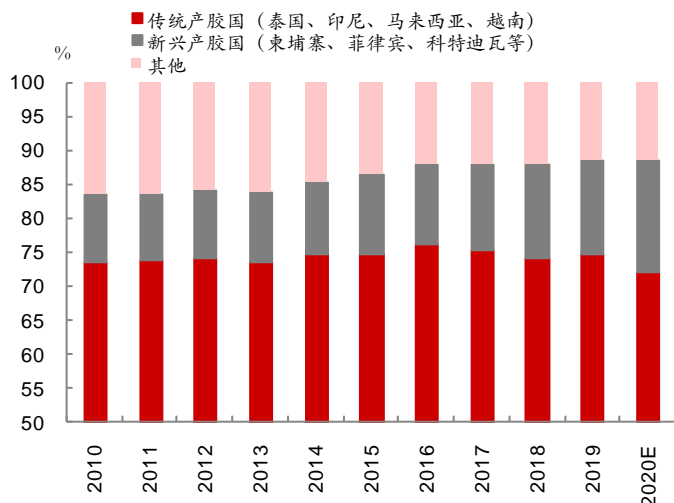
图表 47: 传统产胶国 VS 新兴产胶国天胶产量增速



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

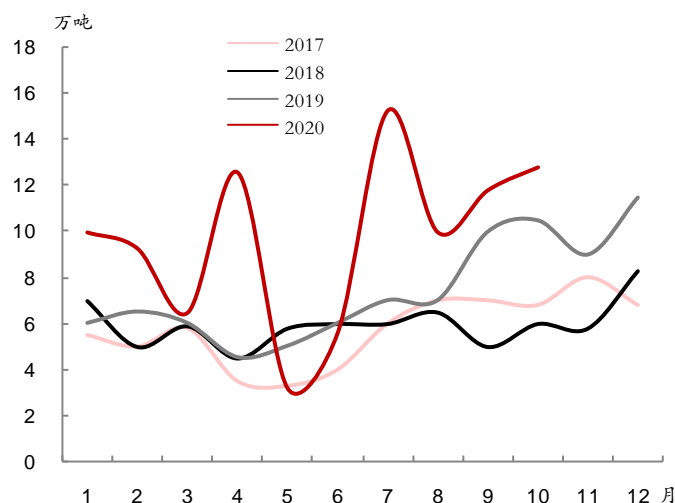
虽然近两年几大老牌产胶国（泰国、印尼、马来和越南）的产量增长已经出现偏慢或产量下降的情况，但新兴产胶地（柬埔寨、缅甸、老挝、科特迪瓦等）的产量在持续增长。新兴产胶地由于胶园较新，且多种植高产树种，割胶成本也低于几大老牌产胶国，产量维持在较高增速。尤其是非洲科特迪瓦的橡胶产量从 09 年的仅 20 万吨左右增长到 19 年约 110 万吨，增幅巨大。当地农民受到稳定的收益激励，从种植可可树转为种植橡胶树，近年当地橡胶树开始步入高产期，产量迅速增长，对外出口量也大幅提升。非洲胶的生产成本较低，依靠低价优势大量对外出口。疫情期间，在东南亚橡胶出口明显下降时，同期科特迪瓦的橡胶出口仍是增长的。未来新兴产胶地对传统产胶国产量份额的挤占仍将继续，新老产区供给节奏上的差异是未来几年全球天胶供给潜力仍将维持在高位的主要原因。根据推算，要到 2024-2027 年间，全球天胶产能才会出现绝对水平的下降。

图表 48: 近年新兴产胶地持续挤占传统产胶国产量份额



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

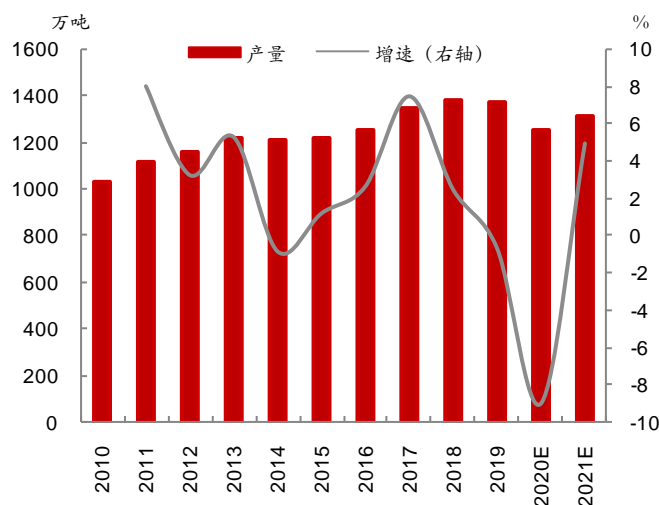
图表 49: 科特迪瓦橡胶出口量



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

综上分析，疫情期间因需求下滑导致主产国出现被动减产，随着后续需求端的复苏深化加上原料价格已经升至高位，明年供给端预计会恢复常态化运行。在没有极端天气出现的情况下，影响 2021 年全球天胶产量的主要是价格和主产国产量释放潜力。目前的原料价格足够调动胶农的割胶积极性，值得注意的是，虽然产能绝对水平尚不会出现拐点，但新增产能明显下滑将制约明年产量的增长空间。综合各因素，我们预估 2021 年全球天胶产量会较 2020 年增长 5% 左右。从季节性角度，由于全球主产区在 2-4 月间基本处于停割期或割胶淡季，上半年的产量比下半年要少 20% 左右。

图表 50： 全球天胶产量预测



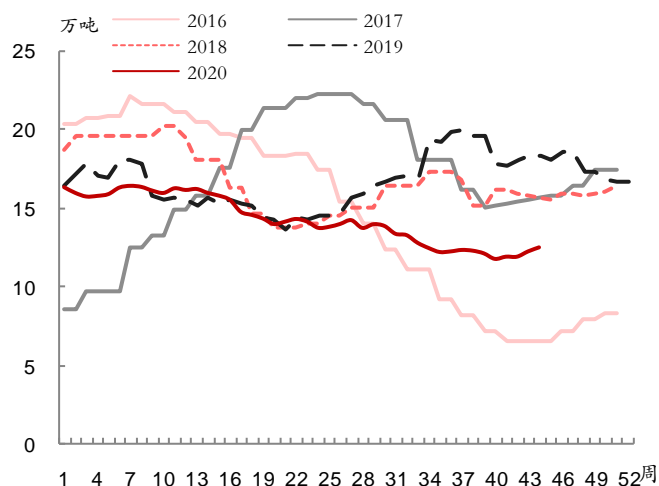
资料来源：IRSG，东证衍生品研究院

## 5、短期国内现货或延续去库态势，全球历史高库存需要时间解决

现货库存方面，我国保税库存主要是进口美金标胶，用于生产出口用轮胎产品。受海外疫情影响，我国轮胎外需一度被明显削减，轮胎出口手册减少，需求下降反作用进口，二季度我国标胶进口量明显下降。

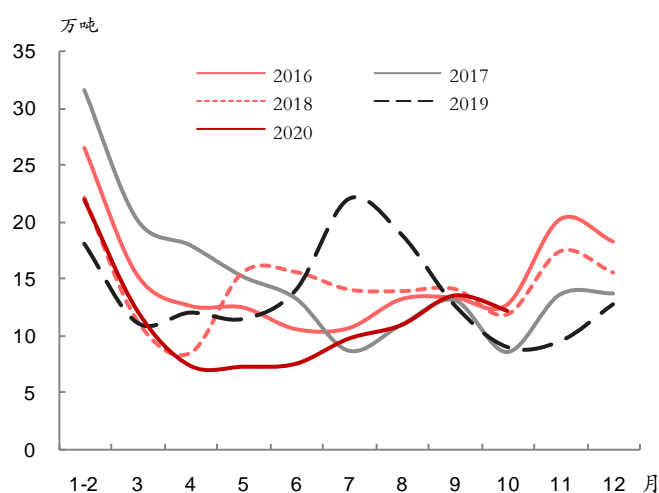
随着海外需求复苏，国外轮胎补货订单流向中国市场，7 月以来我国轮胎出口订单开始回暖，轮胎企业标胶采购积极性和采购量提升，保税库存被明显消耗，下半年以来持续低于 17-19 年同期，同时轮胎出口需求增加也带动我国标胶进口量自 7 月以来环比提升明显。值得注意的是，虽然目前我国标准胶进口量已经提升到正常水平，但是由于外需表现依然强劲，因此国内保税库存依然维持去库态势，目前库存水平和往年同期相比也比较低。在疫情积极进展下，海外需求渐进修复、复苏深化是大方向，对保税美金标胶的需求环比预计会继续走强，加上主产国上半年大部分时候处于停割期，进口会季节性走低，2021 年上半年保税区美金标胶预计会延续库存去化态势。

图表 51: 青岛地区样本仓库天然橡胶保税库存



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 52: 我国标准胶月度进口量

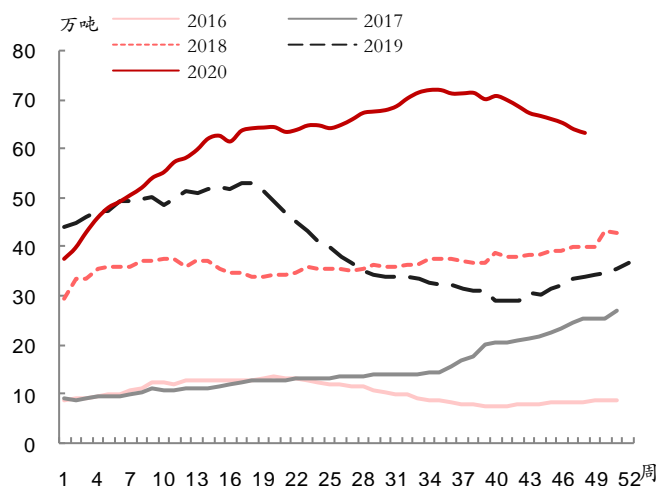


资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

我国一般贸易库存以人民币混合胶为主, 近几年的进口驱动主要来自期现套利盘, 用于生产内销用轮胎。今年船货到港没有因为疫情受到过明显阻碍, 进口套利需求持续存在, 并且因为海外疫情还导致了部分低价船货转移至中国市场。随着船货陆续到港, 7 月以来我国混合胶进口量持续高于往年同期。

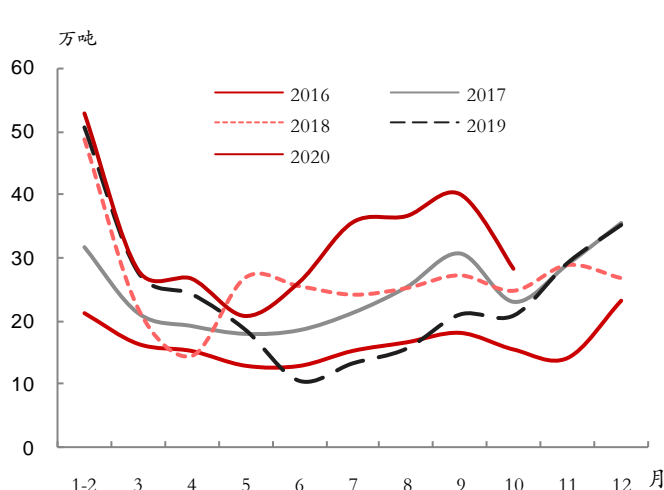
年后国内下游需求和物流运输因疫情一度陷入停滞状态, 导致一般贸易库存在年后大幅累积。随着疫情得到控制, 1 季度以来国内需求开始逐渐复苏, 但由于同期的混合胶进口量也在明显增加, 内需在循序渐进的复苏过程中无法有效消化该部分进口, 从而导致 10 月之前国内天然橡胶一般贸易库存量持续累积, 并创下历史高点。

图表 53: 青岛地区样本仓库天然橡胶一般贸易库存



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 54: 我国混合胶月度进口量

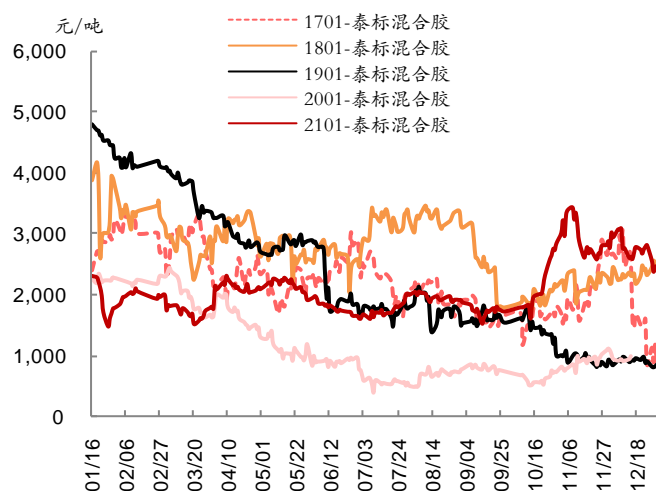


资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

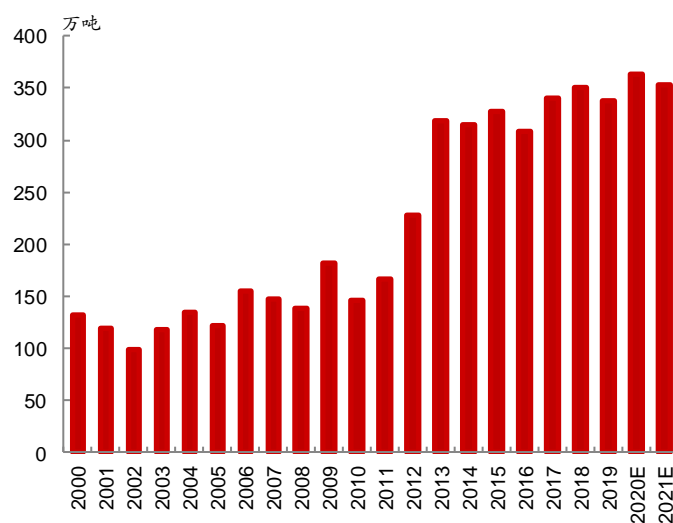


值得注意的是，10 月以来国内一般贸易库存自高点开始去化，主要源于 10 月之后混合胶进口量较前期明显减少。四季度沪胶盘面大幅走强，与混合胶价差明显拉开，大量非标期现套利盘亏损较大。而出于对沪胶交割品偏紧的预期，市场对后续非标套利价差的回归开始变得谨慎，从而导致混合胶进口背后的驱动减弱，进口量明显下降。短期来看，基于我们之前的分析，05 合约上沪胶交割品偏紧的局面预计会延续，而混合胶较高的国内库存需要时间去化，短期胶种间基本面强弱分化格局仍将延续，两者价差收缩的确定性下降，从而将导致短期混合胶进口量很难再因进口套利需求出现大幅增长。整体来看，在国内非标套利需求被明显削弱的前提下，后期混合胶进口继续缩减是大概率事件，加上国内市场需求端的复苏深化，短期国内混合胶预计也将延续去库态势。

从全球来看，基于我们对供需两端的预测，2021 年全球天胶库存将有所去化，库存量预计较 2020 年小幅下降 10 万吨左右，仍处于高位，全球历史高库存问题需要时间解决。

**图表 55：沪胶 01-泰标混合胶**


资料来源：Wind，中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

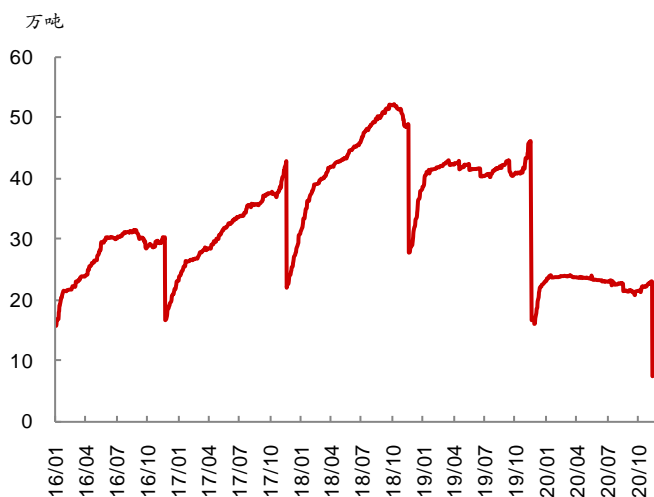
**图表 56：图表 57：全球天胶库存量**


资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

## 6、短期沪胶交割品偏紧问题仍将存在

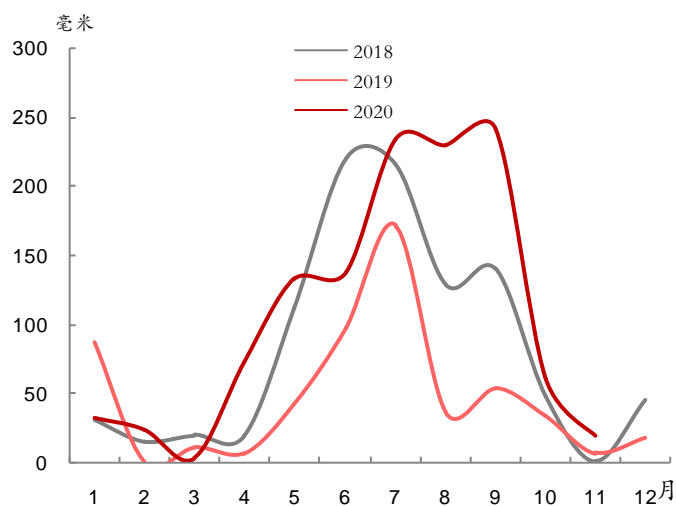
分胶种来看，短期沪胶表现预计将强于 20 号胶，主要是沪胶交割品供应偏紧的问题更为突出。今年上期所注册仓单量明显偏低，交割品不足的问题比较突出。随着今年 11 月合约交割结束，上期所期货库存也迎来了老仓单的集中注销，注销之后 2101 合约上的新仓单只有 7.4 万吨，去年同期这一数字是 16.7 万吨。

图表 58: 上海期货交易所注册仓单量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

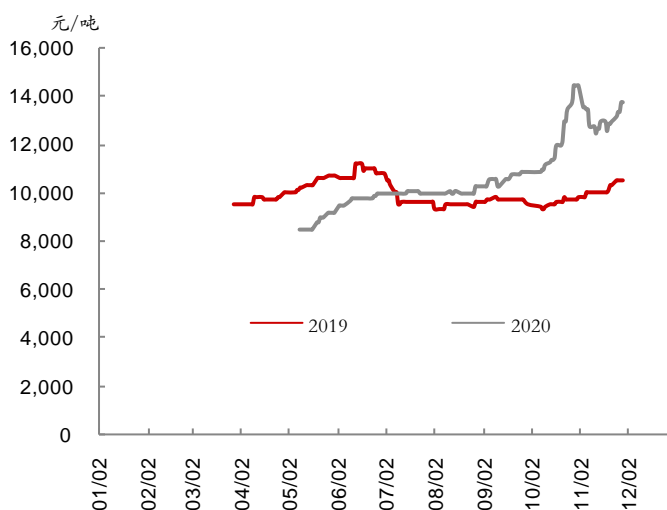
图表 59: 云南产区月度降水量



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

交割品不足主要源于国内全乳胶的供应不足, 今年国产全乳胶的减产节奏是贯彻全年的。云南产区自 19 年 8 月份到今年四月份, 整体降水偏少, 割胶前期持续干旱导致今年的开割时间较往年正常时点延迟了近两个月。开割初期树木长势不好、出胶率低, 加上工人因为疫情原因没有及时到位, 导致 7 月份前产区减产幅度明显, 加上替代种植指标迟迟没有进入, 流入全乳厂的原料很少, 工厂开工不足。7、8 月进入雨季后, 雨水充足, 树木长势恢复正常, 但 8、9 月因降雨天数偏多, 继续影响产出。10 月之后, 云南产区降水恢复正常, 加上替代种植指标下发后, 原料供应放量, 加工厂也抓紧收购原料, 开工率处于高位。11 月底云南产区基本停割, 今年的停割时间正常。

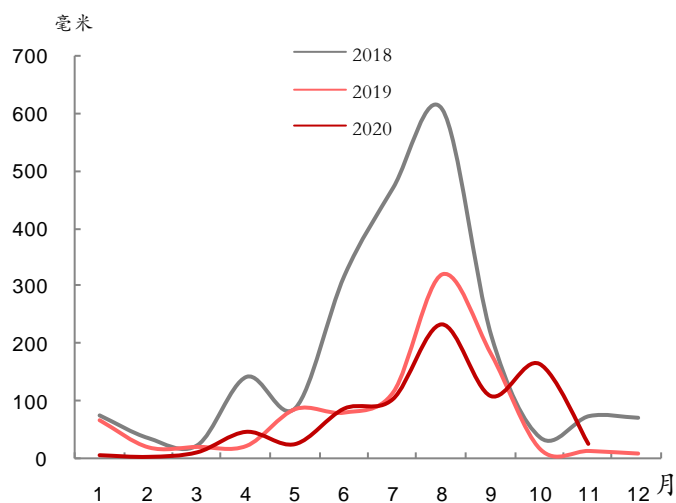
图表 60: 云南产区胶水价格



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

注: 产区停割期间没有现货报价

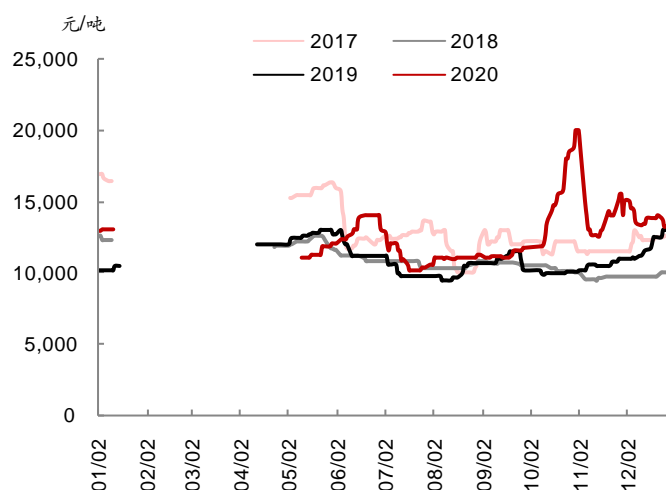
图表 61: 海南产区月度降水量



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

今年上半年海南产区因为干旱问题同样开割延迟了近两个月，产出减少，旺产季前市场整体库存不高。进入10月旺产季后产区天气迟迟未能正常，10月份海南台风天气频繁发生，割胶天数有限，导致产区原料争夺比较激烈，原料价格大幅上涨。另外海南除了生产全乳胶外，还生产浓缩乳胶。今年乳胶（用于制作医用乳胶手套）的需求好，浓乳折干后价格高于全乳胶1000-2000元/吨。由于加工利润高，当地加工厂普遍以生产浓乳为主，对原料造成了明显分流，导致全乳产量进一步被削减。11月以来，随着产区天气回归正常，海南胶水释放趋于正常。海南产区从12月下旬开始停割，停割时间也和往年差不多。整体来看，在多方面因素影响下，今年国内全乳胶产量较19年减产约30%。

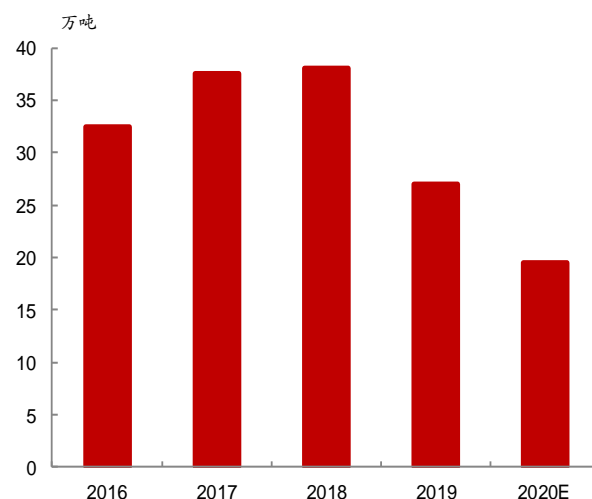
图表 62：海南产区新鲜胶乳价格



资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

注：产区停割期间没有现货报价

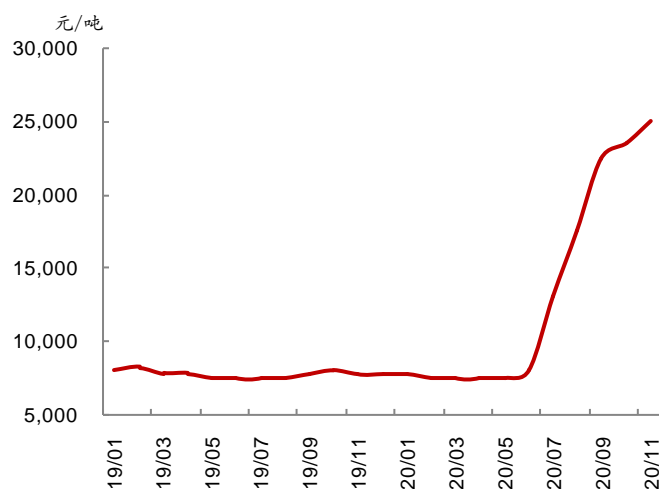
图表 63：国内全乳胶产量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

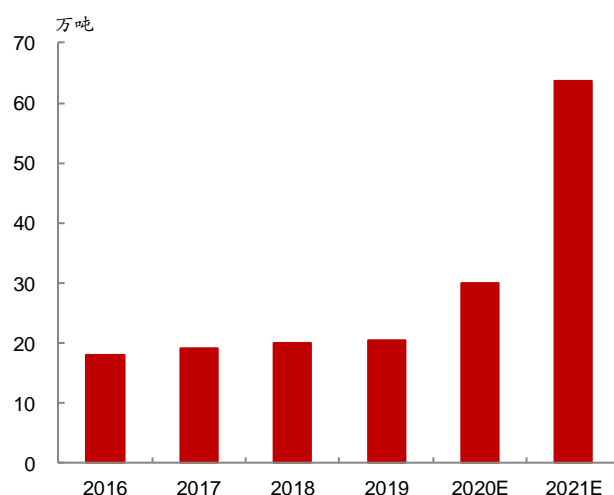
我们认为交割品短缺问题需要时间化解。疫情导致全球对医用手套的需求飙升，制作丁腈手套的丁腈胶乳价格在2020年下半年大幅上涨，在全球手套供应依然短缺的情况下，短期浓乳仍将保持较好的需求。而出于对浓乳后市的乐观预期，海南产区2021年的产能拓展计划也主要在浓乳生产线上，整个产业链朝着增加浓乳产能的方向深化，短期浓乳挤压全乳产出的局面将延续，从而继续对交割品产出构成压制作用。

图表 64: 丁腈胶乳（一次性手套用）价格



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 65: 我国丁腈胶乳年产能



资料来源: IHS Markit, 卓创资讯, 东证衍生品研究

要解决浓乳对原料胶水的分流问题,需要丁腈胶乳产能的大量释放。2020 年下半年以来,由于价格大幅拉涨,丁腈胶乳市场扩能消息不断。值得注意的是,丁腈手套产线的建设周期较长,一个项目从规划选址到实现投产需要 14-18 个月,事先布局的企业才能具备比较大的先发优势。今年 3 月以来,虽然医用手套需求激增,但 2020 年国内仅有齐翔腾达布局多年的一期 10 万吨/年丁腈胶乳生产线在 11 月份投料试车。从扩能周期来看,预计要到 2021 年下半年国内新增丁腈胶乳产能才能真正实现大量投放。

此外,受疫情影响,今年云南进出口货物管控非常严格。云南向国内市场供应的天胶中,通过自产原料生产的量仅占一半左右,其余的无论是所用原料或者成品胶均需要从周边国家缅甸、老挝等进口。今年云南边境由于疫情防控压力较大,原定 4、5 月份下发的替代种植指标一直延迟到 8 月份才正式下发。此外,中方司机需要出境接货,返回后还需要隔离十四天,导致运输效率较低,运进来的原料量也较往年同期正常水平明显减少,以上均是导致国内交割品压力迟迟未能缓解的重要原因。目前云南地区仍时有境外输入病例,周边主要进口国缅甸、老挝疫情尚未得到有效控制,且欠发达国家疫苗大规模接种时间也会比较晚。整体来看,短期云南边境的疫情防控措施很难放松,边贸胶进口也将继续受到影响。

综合分析,沪胶 05 合约上交割品偏紧的局面预计会延续,一方面是接下来国内产区将处于停割期,天气正常的情况下,最早也要到 3、4 月份才能开始割胶;另一方面,国内丁腈胶乳产能投放需要时间,对浓乳挤压全乳局面的改善作用预计要到 2021 年下半年才会明显体现。除此之外,短期云南边境疫情防控依然严格,边贸胶进口收紧问题需要时间解决。

## 7、投资建议

现阶段需求端的复苏已经进入瓶颈期，疫苗成为打破瓶颈的关键。近期疫苗取得积极进展，虽然短期市场仍受到疫情的扰动，但疫苗上的突破决定了中期方向是积极的，市场对明年全球需求复苏的预期也大幅升温。展望明年，内需仍具备较强的韧性，明年景气有望延续；海外市场方面，相较内需市场，今年海外尤其是欧美国家需求受疫情的影响程度更大，从而疫情得到有效控制后，外需反弹空间也将明显大于内需。整体来看，由于疫苗上的积极进展，随着疫情“波浪式潮退”。2021 年需求端渐进修复、复苏深化仍是大方向。综合内外需估算，2021 年全球天胶需求预计较 2020 年增长 8% 左右。

供给方面，疫情期间因需求下滑导致主产国出现被动减产，随着后续需求端的复苏深化加上原料价格已经升至高位，明年供给端预计会恢复常态化运行。在没有极端天气出现的情况下，影响 2021 年全球天胶产量的主要是价格和主产国产量释放潜力。目前的原料价格足够调动胶农的割胶积极性，值得注意的是，虽然产能绝对水平尚不会出现拐点，但新增产能明显下滑将制约明年产量的增长空间。综合各因素，我们预估 2021 年全球天胶产量会较 2020 年增长 5% 左右。

从全年来看，2021 年将呈供需双增格局，我们更看好上半年供需双增驱动下行情的确定性。从季节性角度，国内外主产区 2-4 月份普遍处于停割期或割胶淡季，全球天胶上半年的产量比下半年要少 20% 左右。分胶种结构看，国内交割品胶种供应偏紧的问题短期仍将存在，一方面是国内产区从 12 月底开始进入停割期，天气正常的情况下，最早也要到 3、4 月份才能开始割胶；另一方面，国内丁腈胶乳的产能投放需要时间，对浓乳挤压全乳局面的改善作用预计要到 2021 年下半年才会明显体现，短期原料分流问题仍将存在，从而继续压制全乳产量。除此之外，云南边境疫情防控依然严格，边贸胶进口收紧将继续。整体来看，无论是从季节性还是从对沪胶盘面影响较大的细分胶种自身供应问题的角度，上半年都将呈明显“供减”格局。

库存方面，短期国内现货库存将延续去库态势。供需双增格局下，2021 年全球天胶库存量预计较 2020 年小幅下降 10 万吨左右，去库将主要集中在上半年，全年绝对库存量仍处于高位。在全球历史高库存问题没有得到有效解决的情况下，2021 年的橡胶市场仍不具备大牛市基础。年内节奏上，我们更看好明年上半年供需双增驱动下行情的确定性。05 合约推荐逢低布局多单，Ru2105 合约预计会反弹至 16500 元/吨附近，NR2105 合约预计会反弹至 11500 元/吨附近。分胶种来看，沪胶表现预计仍将强于 20 号胶，主要是短期沪胶交割品供应偏紧的问题更为突出。至于期价进一步向上突破则需要更明显的上游驱动，也就是异常天气出现导致供给端减产。

## 8、风险提示

疫苗落地应用后效果不及预期。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。



## 分析师承诺

曹璐

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)