

牛熊转换初步显现，胶价重心继续上移

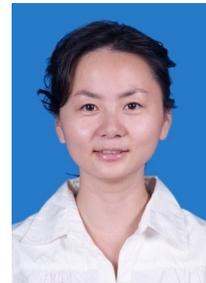
——天然橡胶 2021 年度投资策略报告

【报告要点】

- 2021 年橡胶潜在产能充裕，若无极端天气出现，全球天胶产量将恢复增长。世界银行最新报告显示，若 2021 年能大规模推广新冠肺炎病毒疫苗接种，预计 2021 年全球经济有望增长 4%。随着全球经济的持续复苏，疫情对于汽车市场的冲击将逐渐弱化，届时汽车需求也将增加，但要重回 2019 年的水平尚有难度还需要一段时间。
- 国内需求方面，内需具备韧性，外需继续向好。2021 年，汽车行业高景气度将延续，在政策加码持续推进以及终端需求继续修复的驱动下，乘用车销量有望迎来双位数的增长；而重卡总销量仍将处于高位，但考虑到 2020 年基数较高，同比或出现大幅回落。轮胎出口市场，21 年上半年仍将表现强劲；而下半年伴随疫苗被大范围推广普及，海外工厂恢复正常生产，订单有可能会重新回流至海外，或导致国内出口订单出现下滑。

【2021 年行情展望】

2021 年在供大于求格局延续的大环境下，天胶价格要走出趋势性牛市行情还为时尚早。但是天胶基本面较 2020 年好转，同时供需错配驱动下带来的阶段性行情依然可期。上半年，国内外整体供应处于淡季，尤其全乳胶交割品不足的问题将延续；另一方面，后疫情时代全球经济步入复苏通道是 2021 年的主基调，国内汽车行业景气回升明确，同时轮胎出口依然有韧性。在供弱需强格局下，有利于促进国内去库进程。因此，2021 上半年预计沪胶价格将维持震荡上行走势。下半年，随着国内外产区逐渐进入旺产季，整体供应预期环比增多，同时浓乳挤占全乳胶原料的问题或将得到改善，进而带动全乳胶仓单量明显回补。而需求端来看，需要关注疫苗落地以及广泛普及的时间点，一旦海外疫情好转，海外工厂充分复工，那么其他国家转移到我国的出口订单可能会出现回流现象，一定程度上抵消掉海外需求复苏带来的增量。因此，下半年预计沪胶或呈宽幅震荡走势。**全年来看，预计 2021 年胶价或宽幅震荡运行，价格重心将继续抬升。**预计 RU 主力合约运行区间或在 13000-18000 元/吨，NR 主力合约运行区间或在 9500-14000 元/吨。



赵文婷

能化研究员

从业证书：F0297875

电话：021-63123067

Email: zhaowt@dwqh88.com

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目录

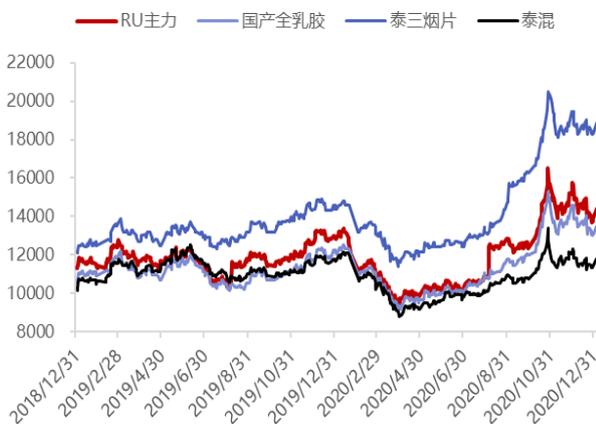
一、	2020 年天然橡胶期货行情回顾.....	1
二、	全球天然橡胶供需分析.....	2
(一)	供应端：供应弹性较大，2021 年供需拐点尚未到来.....	2
1.	外部因素干扰下，2020 年全球天胶供应被动缩减.....	2
2.	潜在产能依然充裕，21 年全球供应预期增长.....	5
3.	天气、疫情等多重因素扰动，仍将影响 21 年供应释放节奏.....	6
	1) 上半年拉尼娜现象将持续.....	7
	2) 原料价格的回升利于产量释放.....	7
	3) 疫情影响减弱，对天胶产量难以产生较大影响.....	8
(二)	需求端：后疫情时代全球需求步入复苏通道.....	8
(三)	全球天胶供需展望：2021 年供需预期双增，供过于求格局未变.....	10
三、	中国天然橡胶供需分析.....	10
1.	胶种结构有所改变，21 年交割品全乳胶产量有望回升.....	10
2.	国内进口驱动偏强.....	11
3.	深浅色胶库存存在结构性差异，21 年有望修复.....	12
4.	需求端：内需具备韧性，外需继续向好.....	13
	1) 出口订单支撑，2020 年轮胎开工维持高位.....	13
	2) 配套胎需求：乘用车销量可期，重卡高景气度延续.....	14
	3) 替换胎市场缺乏亮点.....	16
	4) 21 年轮胎出口增速或呈前高后低态势.....	17
四、	价差分析.....	18
五、	2021 年行情展望及风险点提示.....	19

一、 2020 年天然橡胶期货行情回顾

2020 年主导天然橡胶乃至整个大宗商品市场价格波动的主要因素来自于国内外新冠肺炎疫情的发展演变, 整体走势呈现先抑后扬的态势。

- **一季度跌至谷底:** 国内外疫情先后爆发, 引发市场恐慌情绪蔓延, 在各国相继启动封锁措施以及各地大规模停工停产的冲击下, 全球终端需求遭遇断崖式下降, 欧美股市以及大宗商品市场均出现历史性的暴跌景象, 国际油价更是一度跌至负数。天然橡胶亦难独善其身, 跟随大宗商品市场宽幅下挫进入历史底部区域, RU 主力合约最低触及 9000 元/吨, 直逼 08 年低位。
- **二季度底部缓慢抬升:** 在全球央行集体大放水的背景下, 随着国内生产活动基本恢复正常, 欧美各国也开始逐步解封复工复产, 国内外需求不断复苏, 大宗商品展开修复反弹行情, 胶价亦呈现探底回升态势。但由于轮胎厂整体出口订单尚未全面恢复, 开工水平相较往年同期仍有一定差距, 且国内天胶社会库存高企, 从而对胶价反弹空间形成压制。
- **三季度震荡上行:** 自 7 月以来我国轮胎出口表现向好, 需求边际大幅改善, 而供应端则因主产区多雨导致原料产出受限。在基本面边际好转以及宏观氛围偏暖的提振下, 橡胶期价突破此前震荡格局, 重心明显上移。
- **四季度“过山车”行情后陷入宽幅震荡:** 十一假期返市后, 多头资金积极入场强势增仓引爆橡胶行情, RU 主力合约最高冲至 16635 元/吨。此波行情的驱动因素主要来自于天气扰动以及疫情下国内外供应端预期减产, 全乳胶交割品低仓单逻辑持续发酵, 同时下游需求端继续向好。在基本面和资金情绪的共振下, 沪胶开启领涨模式, RU 近远月合约价格一度出现倒挂, 形成罕见的 back 结构。10 月底随着产区天气恢复正常, 原料产出以及全乳胶仓单量均明显提升, 同时欧洲二次疫情来势汹汹, 伴随多头资金的大幅撤离沪胶期价快速回调, 盘面也由此前的资金市向基本面回归, RU 主力合约重新回到 13570-15900 点区间宽幅震荡。

图 1: RU 期现货价格走势



数据来源: WIND, 卓创资讯, 东吴期货研究所

图 2: NR 期现货价格走势



数据来源: WIND, 卓创资讯, 东吴期货研究所

二、 全球天然橡胶供需分析

(一) 供应端：供应弹性较大，2021 年供需拐点尚未到来

1. 外部因素干扰下，2020 年全球天胶供应被动缩减

1.1.1 各国产量情况

ANRPC 最新报告显示，2020 年 1-10 月，全球天胶产量同比下降 8.5%至 1009.8 万吨；其中，泰国下降 10.8%，印尼下降 12.1%，中国下降 21.5%，马来西亚下降 16.6%，越南和柬埔寨则分别增加 1.4%和 17.7%。今年受厄尔尼诺和拉尼娜现象交替带来的天气扰动、疫情以及劳工紧缺等因素影响，我国以及东南亚传统主产区天胶产量均出现不同程度的萎缩。

分国家来看，20 年天气扰动下泰国产区原料供应阶段性偏紧的状况时有发生。泰国北部和东北部产区在 5-6 月份开割初期降雨频繁，8 月初又遭遇洪涝灾害；而南部主产区则因干旱导致开割时间略有推迟，进入雨季后又发生多轮强降雨致多地洪水泛滥，使得割胶进程受阻。另一方面，在疫情影响下边境管控趋严，人员流动受阻，境外胶工难以回归割胶，同样给割胶工作的展开造成了一定影响，使得橡胶产量难以快速提量。2020 年泰国天胶减产已无疑问，全年产量预估在 435 万吨左右，同比降幅约 10.4%。

印尼方面，疫情对其天胶产业造成的冲击较为明显。印尼胶主要面向欧美地区出口，由于欧美国家疫情形势严峻使得需求萎缩，叠加天气以及低价下割胶意愿不足等因素，导致印尼天胶被动减产。2020 年印尼天胶产量预计在 288 万吨，同比降幅或在 12.6%。

越南方面，其胶龄结构与单产方面优势较为明显，天胶产能仍然处于增长周期。二季度因天气、疫情以及低价等因素导致新胶产出受限；进入 7 月份后随着天气转好，天胶供应逐步上量；10 月、11 月却又连续遭遇几轮台风侵袭，持续的强降雨天气使得割胶不畅，原料产出减少。2020 年预计越南天胶产量在 116.5 万吨，同比或小幅下滑 1.7%左右。

马来西亚方面，主要受疫情影响导致供应表现偏紧。另外品种间分化显著，作为全球最大的乳胶手套生产国，马来西亚乳胶手套出口量占全球总出口量的 65%左右，今年疫情导致医疗手套需求骤增，对天然乳胶需求旺盛，从而分流了部分原料，导致杯胶原料少。预计 2020 年马来西亚天胶产量约为 53 万吨，同比降幅或在 17%左右。

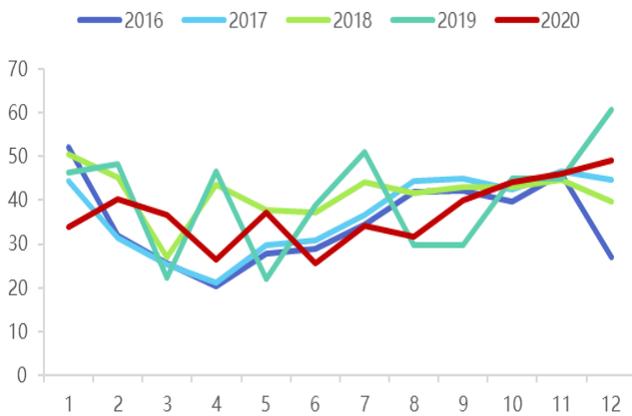
中国产区今年物候情况不佳导致割胶条件不畅。4-5 月份由于高温干旱叠加病虫害影响，云南和海南产区开割时间延后了大约 1.5-2 个月；至 7-9 月份产区雨水偏多，割胶天数受限，胶水释放缓慢。进入 10 月份，海南地区台风登陆带来强降雨天气，抑制胶水产出。且受疫情影响边贸管理严格，替代指标直到 8 月底才正式下达，实际流入在 9 月后。2020 年国内天胶产量缩减已成定局，预计总量在 70 万吨附近，同比降幅在 14%左右；而交割品全乳胶的减产幅度会更大，预计同比降幅在 30%左右。

其他东南亚国家如柬埔寨、老挝和缅甸作为新兴产胶国，由于劳动力成本低、国家扶持力度大，加之胶树树龄偏小，近年来总供应量呈现逐年增长的趋势，并且未来继续上升的空间还很大，产量增加的潜力十分明显。2020 年柬埔寨天胶产量有望达到 33.7 万吨，增速或在 17%左右。

另外，值得关注的是近年来悄然崛起的新兴产胶国——科特迪瓦，自 14 年以来其天胶产量呈井喷式增长，至 2019 年天胶产量已达到 79 万吨，与中国年产量水平相当。预计 2020 年科特迪瓦产量约为 87 万吨，同比增幅或在 11%左右，未来几年其橡胶产量有望突破百万吨。

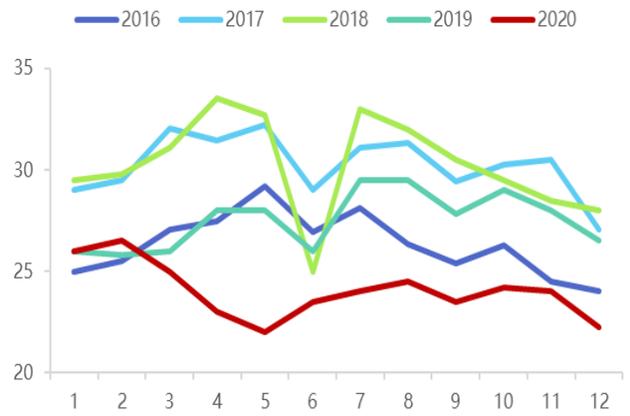
总体而言，2020 年除了柬埔寨、科特迪瓦等新兴产胶国产量依然保持增长势头之外，传统产胶国产量均呈缩减的态势，全年来看，全球天胶减产已是确定事件。根据 ANRPC 的最新预测，2020 年全球天胶总产量料下降 9% 至 1259.7 万吨。

图 3：泰国天胶产量（万吨）



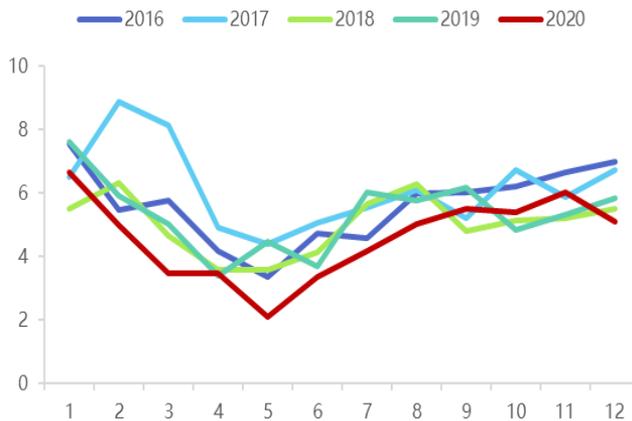
数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 4：印尼天胶产量



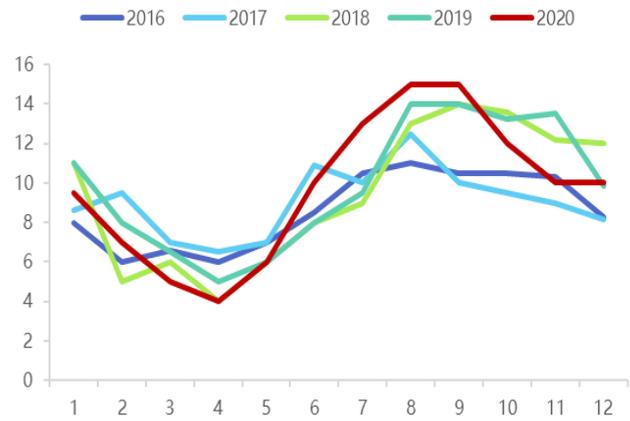
数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 5：马来西亚天胶产量（万吨）



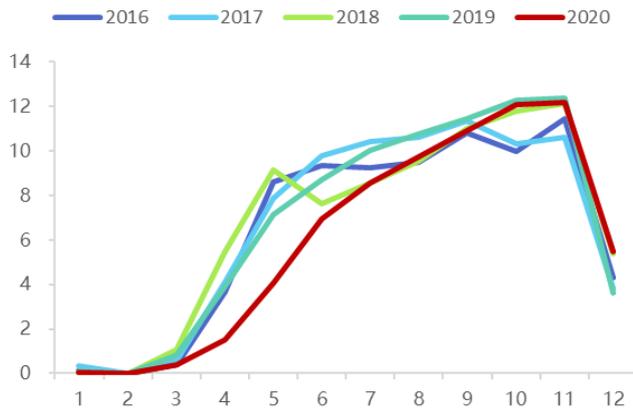
数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 6：越南天胶产量（万吨）



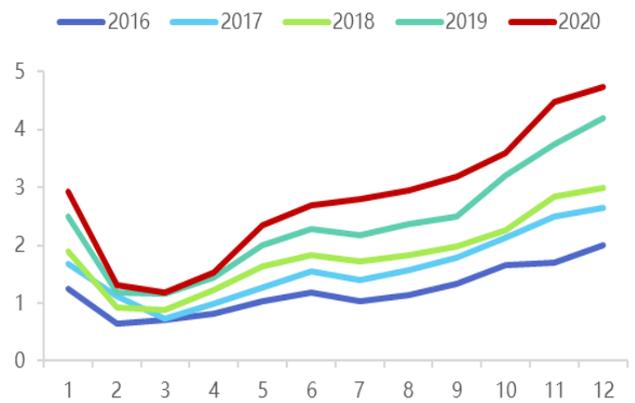
数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 8: 中国天胶产量 (万吨)



数据来源: WIND, 东吴期货研究所

图 7: 柬埔寨天胶产量 (万吨)

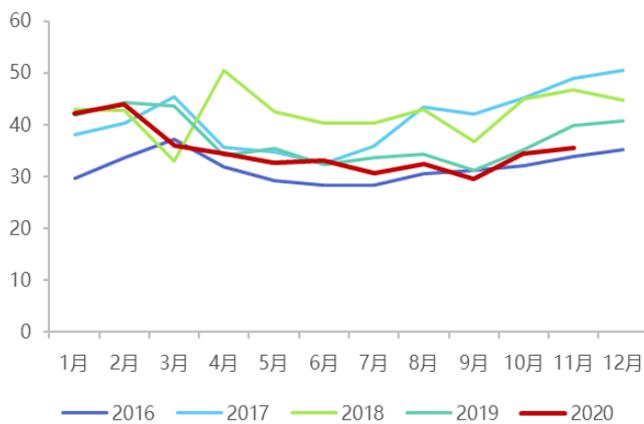


数据来源: WIND, 东吴期货研究所

1.1.2 主产国出口情况

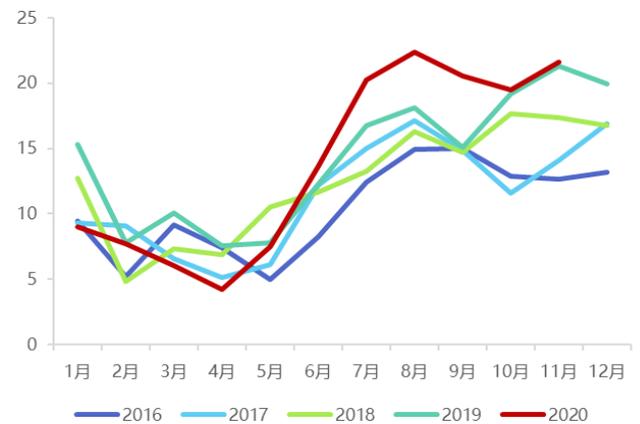
主产国的最新出口数据显示: 2020 年前 11 个月, 泰国天胶出口总量为 384.74 万吨, 同比下滑 5.18%; 越南天胶出口总量为 152.51 万吨, 同比增加 1.56%; 印尼天胶出口总量为 224.63 万吨, 同比减少 5.89%。马来西亚前 10 个月天胶出口总量为 44.71 万吨, 同比减少 16.16%。从上述数据中可以看到, 四大产胶国除了越南出口量同比去年增多以外, 泰国、印尼和马来西亚作为三大出口主力同比去年出现不同程度的下降。

图 9: 泰国天胶出口量 (万吨)



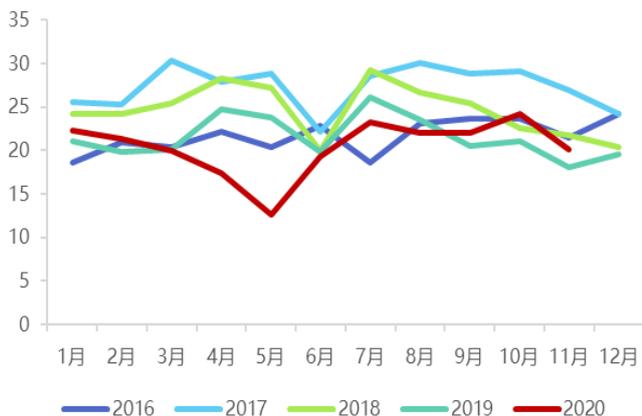
数据来源: 卓创资讯, WIND, 东吴期货研究所

图 10: 越南天胶出口量 (万吨)



数据来源: 卓创资讯, WIND, 东吴期货研究所

图 11: 印尼天胶出口量 (万吨)



数据来源: 卓创资讯, WIND, 东吴期货研究所

图 12: 马来西亚天胶出口量 (万吨)



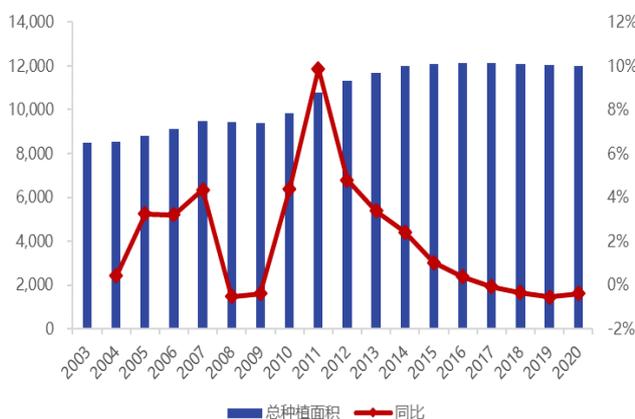
数据来源: 卓创资讯, 东吴期货研究所

2. 潜在产能依然充裕, 21 年全球供应预期增长

上轮牛市引发了一轮橡胶种植热潮, 尤其在 2010-2012 年产胶国新增种植面积更是达到历史峰值。随后天胶价格进入熊市周期, 低价对橡胶种植热情的打击十分显著, 全球橡胶新增种植面积自此急速下滑。根据橡胶树的生长周期计算, 从种植到开割需要 6-8 年, 从开始产胶到进入高产期还需要 3-5 年时间。以此推算, 新增开割面积在 2019 年见顶, 但产能高峰期尚未远去, 预计将延续至 2024-2025 年。因此, 2021 年全球天胶供应总量仍将继续上升。

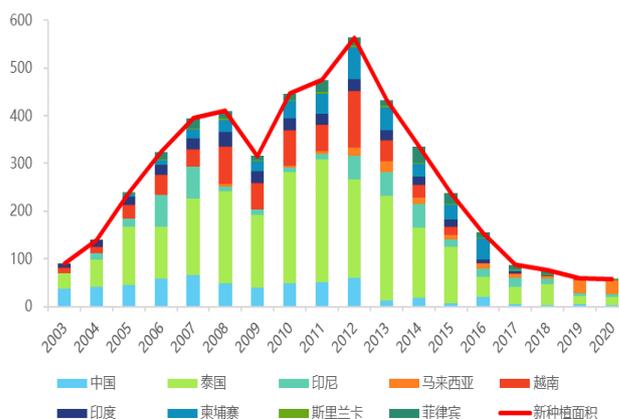
近年来, 传统产胶国如泰国、印尼和马来西亚因橡胶树树龄偏高, 割胶成本逐渐提升至高位, 新增种植面积明显放缓等原因, 产量增长已显乏力。而越南、柬埔寨、老挝、缅甸、以及科特迪瓦等新兴产胶国则因胶树普遍年轻, 割胶成本尚处于洼地, 同时新增种植面积快速增加, 产量持续维持高速增长。因此未来新兴产胶国的供应释放潜力将成为全球供给的主要增长点。

图 13: ANRPC 天胶总种植面积及增速 (千公顷)



数据来源: WIND, 东吴期货研究所

图 14: ANRPC 天胶新种面积 (千公顷)



数据来源: WIND, 东吴期货研究所

图 15: ANRPC 天胶种植情况 (千公顷)

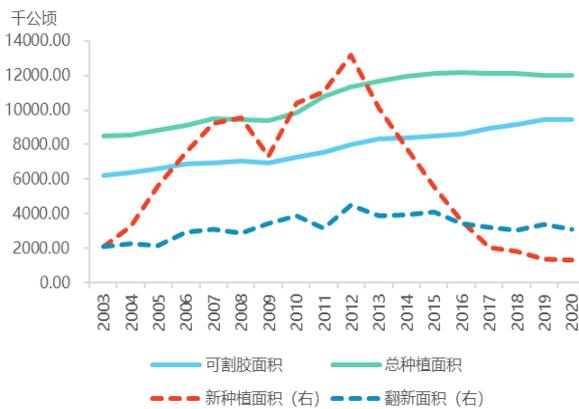
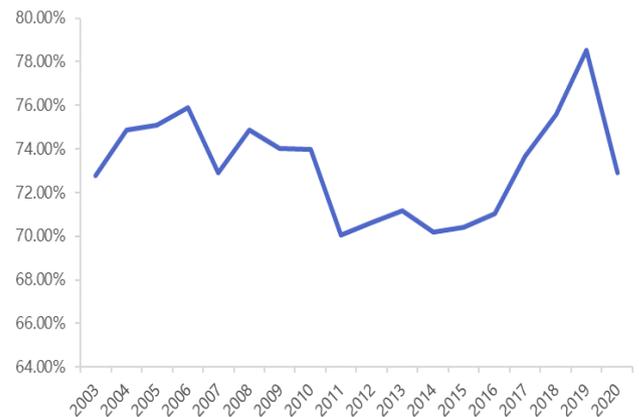


图 16: ANRPC 成员国开割率



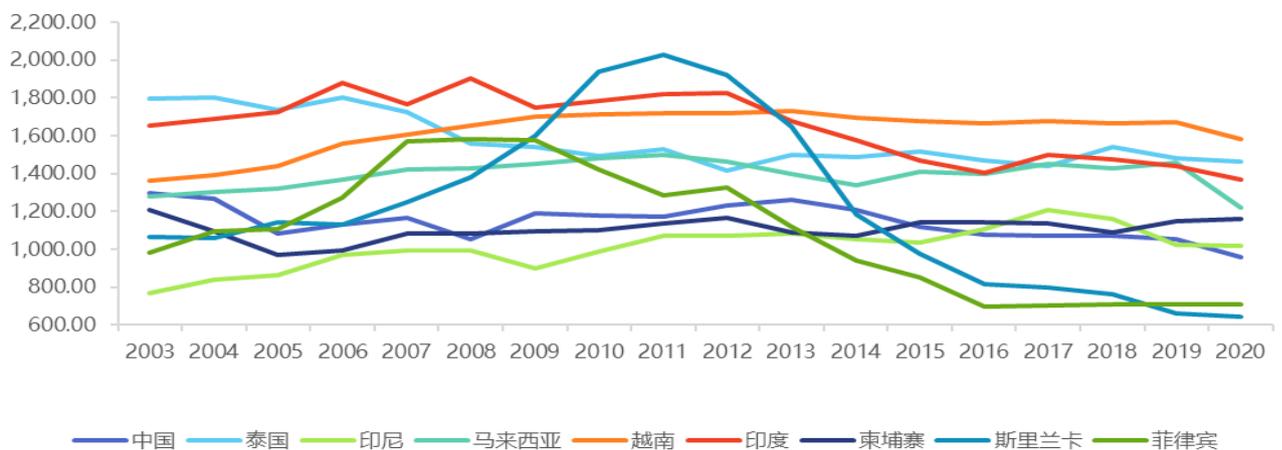
数据来源: WIND, 东吴期货研究所

数据来源: WIND, 东吴期货研究所

3. 天气、疫情等多重因素扰动, 仍将影响 21 年供应释放节奏

从单产上看, 2017 年以来 ANRPC 多数成员国单产均呈逐年下滑趋势, 这主要与胶价持续低迷导致胶农割胶积极性下降以及天气、病虫害等因素有关。而 2020 年在疫情造成的需求下滑以及胶工不足影响下, 进一步推动了单产的下降, 由图 17 可观察到, 除了柬埔寨以外, 其余 ANRPC 成员国单产均有不同程度的下滑。其中, 马来西亚单产降幅最大, 较 2019 年下降 16.44%至 1.22 吨/公顷; 泰国单产下降至 1.46 吨/公顷; 中国下降至 0.96 吨/公顷; 越南下降至 1.58 吨/公顷, 但其依然是 ANRPC 成员国中单产最高的国家。2021 年, 在多重外部因素干扰下, 依然对整体供应产生一定的影响。

图 17: ANRPC 各成员国单产 (kg/公顷)

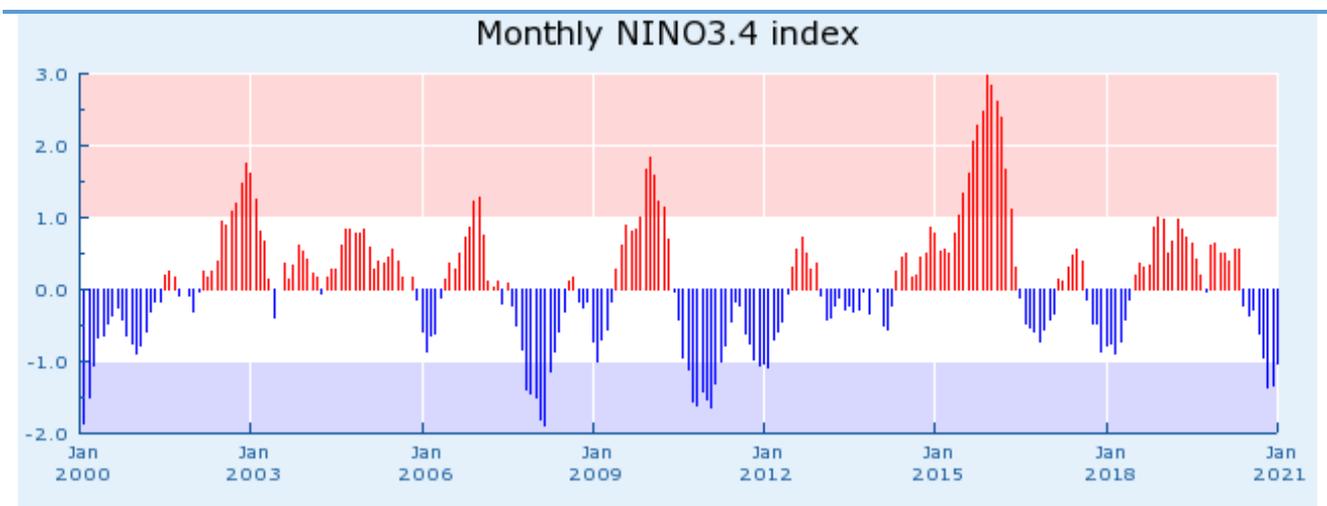


数据来源: WIND, 东吴期货研究所

1) 上半年拉尼娜现象将持续

2020 年厄尔尼诺和拉尼娜现象交替登场,年初的弱厄尔尼诺现象致使国内云南以及东南亚部分产区遭遇干旱天气,从而造成新一季开割时间延后。下半年拉尼娜形成,给东南亚以及海南产区带来频繁的强降雨天气,尤其是 10 月份台风扎堆来袭,造成产区原料供应阶段性偏紧局面。根据美国 NOAA 最新预测:拉尼娜现象可能会持续到 2021 年北半球冬季(1-3 月)的概率约为 95%,而在春季(3-5 月)发展的概率达到了 65%。所以拉尼娜短时间还不会消失,其后期演变趋势和气候影响依然存在一定不确定性。历史上看,一方面,受拉尼娜影响,东南亚主产区将会出现多雨现象,更甚或发生洪涝灾害等极端天气,阻碍割胶作业,从而对 1-2 月份产区供应产生不利影响,同时气温降低也会带来提前停割的可能。另一方面,降水偏多反而有利于橡胶林蓄水保墒,使得新一轮开割季开割后橡胶原料释放更为顺畅。因此,持续跟踪天气情况的演变尤为关键,特别在 2021 年新一季国内外产区开割阶段,不合时宜的降雨、高温、干旱等异常天气均会对割胶时点产生影响,从而对盘面价格构成扰动。

图 18: 月度 NINO 3.4 指数



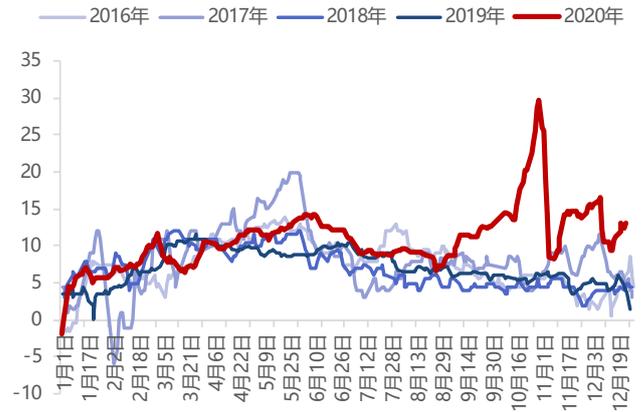
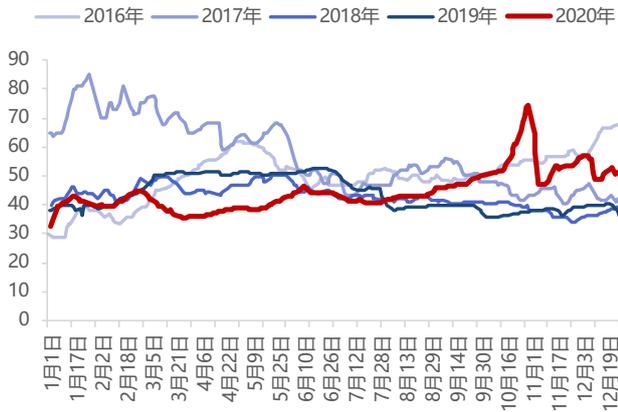
数据来源: weatherzone, 东吴期货研究所

2) 原料价格的回升利于产量释放

2020 年上半年受疫情影响,需求大幅受挫,原料价格跌至历史低位,极大地抑制了胶农的割胶积极性。下半年随着国内外需求逐渐复苏,原料价格亦连续走高。受产区天气以及疫情下原料抢占激烈影响,10 月份原料价格一度暴涨,泰国胶水价格最高触及 74.5 泰铢/kg,之后随着产区天气恢复正常,原料价格基本回归理性区间。目前泰国胶水收购价在 50 泰铢/kg,杯胶收购价在 37.75 泰铢/kg,胶水-杯胶价差为 12.25 泰铢/kg,依然处于近五年来同期高位,也反映出当前胶水供应相对偏紧的局面。对胶农而言,目前国内外原料价格处于 17 年以来的偏高水平,有利于促进胶农割胶意愿的提升,进而利于后期产量的释放。

图 19: 泰国胶水收购价 (泰铢/kg)

图 20: 泰国胶水-杯胶价差 (泰铢/kg)



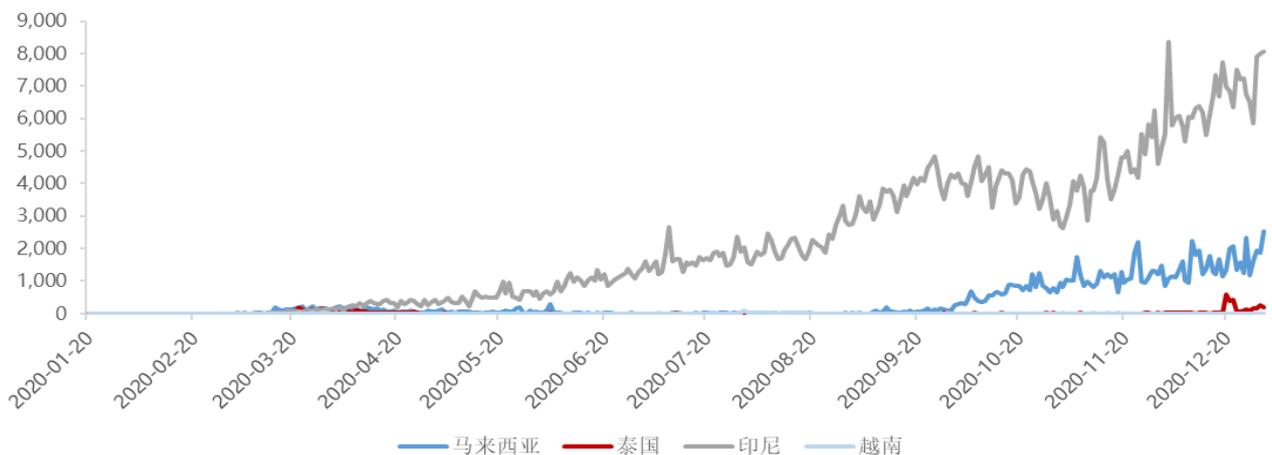
数据来源：卓创资讯，东吴期货研究所

数据来源：卓创资讯，东吴期货研究所

3) 疫情影响减弱，对天胶产量难以产生较大影响

2020 年新冠疫情对于天胶供应端的影响主要体现在各国采取严格的边境管控举措导致人员流动受阻，进而使得如泰国南部等地外劳占比较高的地区出现胶工紧缺的情况，进一步加剧供应释放缓慢。由于冬季来临，气温降低，各国疫情再次抬头，泰国、印尼和马来西亚因新增确诊病例明显增加、疫情蔓延速度较快，导致管控措施升级，部分地区重启封锁措施。受此影响，短期东南亚天胶产出以及出口收紧预期。但是 2021 年随着疫苗落地，疫情影响将逐渐弱化，外劳短缺的问题也将得到缓解，长期来看，对天胶供应难以产生较大影响。

图 21：东南亚主产国确诊病例



数据来源：WIND，东吴期货研究所

(二) 需求端：后疫情时代全球需求步入复苏通道

受全球经济增速放缓以及全球范围内的贸易摩擦持续上演的的影响，自 2018 年以来全球汽车销量出现下滑。然而 2020 年形势更为糟糕，在疫情席卷全球的背景下，各国车市均承受了严峻考验。由表 1 可以看到，2020 年前 11 个月，全球主要汽车市场均出现了不同程度的销量下滑。其中，亚洲市场整体情况相对平稳，由于我国防

疫措施得当，疫情在 3 月已基本得到控制，国内工厂率先复工复产，再加上一些列刺激消费政策出台，需求逐渐企稳回暖，车市亦呈持续复苏趋势，汽车销量累计同比降幅大幅收窄。与此同时，受疫情在欧美国家全面爆发的影响，4 月份欧美国家汽车销量跌至冰点，至 5 月份伴随各国相继重启经济，全球车市进入缓慢复苏阶段，全年同比降幅逐渐收窄，但是目前欧美国家依然受到疫情的困扰，尤其欧洲形势不甚乐观。而美国作为全球第二大汽车市场，2020 年汽车销量也创下近 10 年来新低。据 IHS Markit 预计，2020 年全球轻型车销量将同比下降 15% 至 7650 万辆，而 2021 年将在此基础上同比增长 9% 至 8340 万辆。该机构表示，尽管当前不少汽车市场仍需面对疫情带来的冲击，但得益于在线销售和非接触式交付方式的推出，可以抵消部分前者造成的损失。2021 年全球汽车需求将继续恢复，增速取决于疫苗大规模上市以及得到广泛普及的时间点。

图 22：全球汽车销量（万辆）



数据来源：WIND，东吴期货研究所

表 1：2020 年 1-11 月全球主要汽车市场销量

	国家	2020 年 1-11 月累计销量 (万辆)	累计同比
北美洲	美国	1320.1	-17.1%
	中国	2247.0	-2.9%
亚洲	日本	421.9	-13.0%
	印度	227.1	-34.5%
	韩国	152.9	-6.5%
	德国	260.0	-22.0%
欧洲	俄罗斯	134.6	-10.3%
	意大利	126.2	-29.0%
	法国	124.6	-30.6%

英国	149.8	-30.7%
西班牙	74.5	--35.0%

数据来源：汽车纵横，各国汽车协会，东吴期货研究所

(三) 全球天胶供需展望：2021 年供需预期双增，供过于求格局未变

2020 年全球天然橡胶供需双弱，新冠疫情对橡胶下游汽车轮胎需求的打击是毫无疑问的，与此同时，极端天气、劳工不足等因素使得天胶供应缩减。ANRPC 预估全年全球天然橡胶总产量料下降 9%至 1259.7 万吨，全球天胶总消费量料下降 6.9%至 1281.1 万吨。2021 年橡胶潜在产能充裕，若无极端天气出现，全球天胶产量将恢复增长。世界银行最新报告显示，若 2021 年能大规模推广新冠肺炎病毒疫苗接种，预计 2021 年全球经济有望增长 4%。随着全球经济的持续复苏，疫情对于汽车市场的冲击将逐渐弱化，届时汽车需求也将增加，但要重回 2019 年的水平尚有难度还需要一段时间。根据 ANRPC 预测，2021 年全球天然橡胶产量将增长 8.6%至 1367.8 万吨，全球天然橡胶消费量将增长 4.9%至 1343.6 万吨，仍然处于供过于求的格局当中。

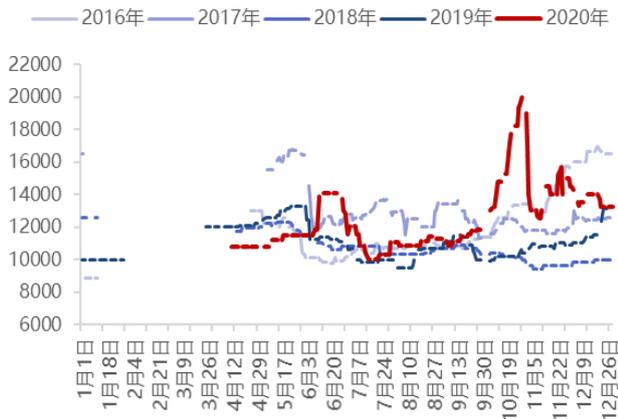
三、 中国天然橡胶供需分析

1. 胶种结构有所改变，21 年交割品全乳胶产量有望回升

2020 年在气候、病虫害叠加疫情等因素影响下，国内产区开割时间较正常情况大幅后延，导致年内有效割胶时间缩减，原料产出受到抑制。同时，在全球疫情大爆发的背景下，医疗手套需求激增带动天然乳胶的需求量也呈扩张趋势，浓乳厂家整体订单良好且加工利润明显优于生产全乳胶，因此浓乳厂积极抢购原料，使得制浓乳胶水收购价格持续大幅升水制全乳胶水收购价，10 月份时海南地区进浓乳厂和进全乳厂的胶水价差甚至一度达到了 5000 元/吨上方。今年海南产区的胶水大多都用于浓乳的加工生产，从而导致交割品全乳胶的原料和产量均受到挤占，预计今年海南地区全乳胶减产幅度超过 70%。另外，云南产区新建的云勐乳胶厂也分流了一部分全乳胶原料。因此，2020 年国内天胶产量浓乳增、全乳减乃大势所趋。这样的情况在 2021 年有可能延续，不过随着疫苗的上市及推广，浓缩乳胶的高利润或将出现回落，从而减少对全乳胶的原料分流，后期需持续关注原料进浓乳厂与全乳厂的收购价格变化。

图 23：海南胶水收购价（元/吨）

图 24：云南胶水收购价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴期货研究所

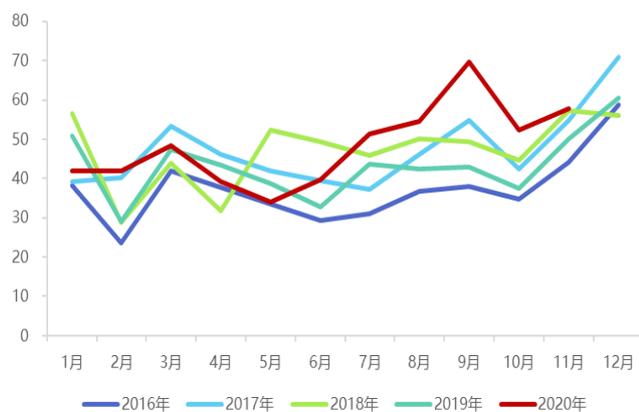


数据来源：卓创资讯，东吴期货研究所

2. 国内进口驱动偏强

2020年1-11月中国累计进口天然橡胶（含胶乳和混合胶）共计531.38万吨，较2019年同期上涨15.94%。分品种来看，各胶种间进口情况出现分化，前11个月，混合胶进口量达到324.58万吨，同比大幅增长40.47%；标准胶进口量为118.7万吨，同比下滑14.97%；天然乳胶进口量49.06万吨，基本持平去年同期。造成混合胶进口大涨的主要驱动依然来自于非标套利需求的增加。伴随沪胶价格年内自低点向上反弹，沪胶主力合约与混合胶价差不断扩大，而混合胶作为一个流通好且下游需求量大的品种，近年来一直受到贸易商的青睐，因此市场选择建立混合胶现货库存做非标套利的意愿比较高。而标准胶进口下滑的主要原因则在于上半年海外疫情肆虐导致国内轮胎出口受阻，手册胶需求减少所致，下半年随着轮胎出口市场的恢复，推升标胶进口量快速回升，累计降幅不断收窄。2021年鉴于国内橡胶下游需求继续向好，对天胶的进口驱动或依然强劲，但是非标套利方面深色胶的回归逻辑存在一定不确定性，预计进口总量相较2020年增幅或有限。

图 25：中国天然橡胶进口量（万吨）



数据来源：WIND，卓创资讯，东吴期货研究所

图 26：各胶种进口情况（万吨）



数据来源：WIND，卓创资讯，东吴期货研究所

3. 深浅色胶库存存在结构性差异，21 年有望修复

2020 年国内天然橡胶库存呈现结构性分化：浅色胶库存同比处在低位，而深色胶库存高企，造成这一明显差异的主要原因在于深浅色胶各自供需情况的变化。上半年深色胶受国内外疫情拖累采购放缓，下半年在海外出口大量转移至国内，叠加非标期现价差不断走高，混合胶出现明显累库现象，至 9 月份时青岛地区一般贸易库存最高达 73 万吨。自此之后，青岛地区库存进入缓慢去库阶段。四季度受沪胶交割品次仓单逻辑支撑，盘面大涨，与混合胶价差明显拉大，导致非标期现套利盘亏损较大，考虑到后期非标期现价差走势的不确定性，混合胶进口驱动明显减弱。截至 12 月 26 日，青岛地区天胶库存总量达到 76.01 万吨。其中，一般贸易库存 64.32 万吨，较 19 年同期大幅增长 80%；区内库存 11.41 万吨，同比下降 33%。区内库存今年持续保持低迷走势，上半年因疫情下手册胶减少致标胶进口大降，下半年海外需求复苏带动标胶进口增加的同时也提振了其需求，使得区内库存依然维持去库趋势。

而国内浅色胶库存偏低，一是今年国内产区物候不佳全乳胶产量大幅缩减，二是乳胶手套需求大增导致浓乳大幅抢占了全乳胶的原料；三是同时今年全乳胶需求明显提升，19 年全乳胶月均消耗约 1.9 万吨，而 20 年则增至 2.5 万吨/月左右。从交易所库存上看，今年 RU 期货库存和注册仓单持续保持低位。11 月底老胶仓单集中注销出库后，RU2101 合约上对应的新仓单仅 7.4 万吨。虽然之后 RU 累库增速略超市场预期，但是截至 12 月 31 日，上期所库存为 17.3 万吨，注册仓单为 16.1 万吨，较 19 年同期降幅均在 30% 上下。21 年一季度我国产区正处于停割期，交割品增量预计有限，因此 RU2105 合约上交割品偏紧的逻辑依然成立，对于盘面仍然存在较强支撑。

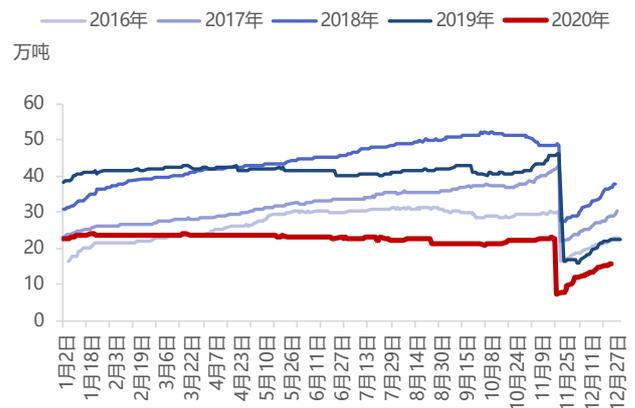
2021 年全年来看，国内库存分化的格局有望得到修复，随着海外需求继续复苏，同时东南亚产区陆续进入停割期，深色胶库存去化将成为上半年持续任务。而浅色胶则将处于一个累库的过程，上半年库存预计仍处于偏低水平，下半年伴随供应上量，叠加疫苗落地后疫情形势转好，且丁腈胶乳产能大量投放，浓乳对全乳的挤占情况将会明显改善，届时国内全乳胶仓单不足的矛盾将逐步得到解决。

图 27：青岛港口库存



数据来源：卓创资讯，东吴期货研究所

图 28：上期所注册仓单量



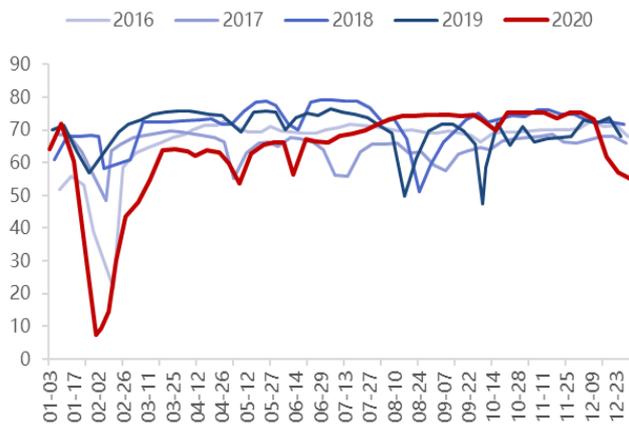
数据来源：WIND，上期所，东吴期货研究所

4. 需求端：内需具备韧性，外需继续向好

1) 出口订单支撑，2020 年轮胎开工维持高位

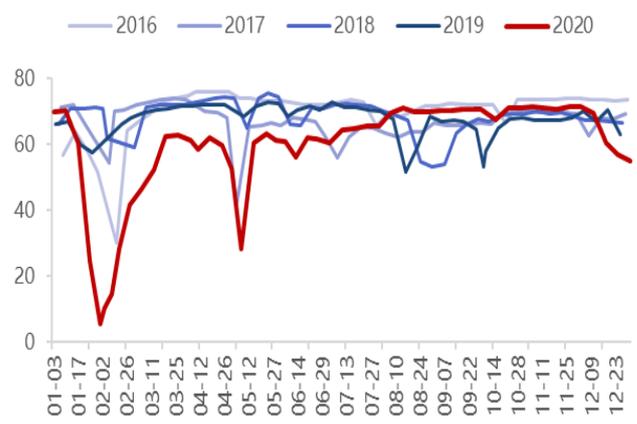
从轮胎开工率来看，1、2 月份受春节假期以及疫情因素影响，轮胎开工率降至冰点，随后在国内复工复产带动下，轮胎开工率有所提高，但距离往年同期水平仍有一定差距。三季度随着海外市场逐步复苏，国内轮胎出口市场表现强劲，叠加配套胎需求持续向好，轮胎厂家开工亦明显提升，且超过去年同期水平。12 月下旬因山东多地相继启动重污染天气一级预警应急响应，轮胎厂家出现减停产行为，拖累整体开工大幅回落。不过随着环保限产结束，目前厂家生产陆续恢复，开工率也随之再次走高，不过短期受制于物流环节对轮胎出口的限制，开工率提升空间有限，尚不及前期最高水平。2021 年在国内需求依然保持韧性的背景下，海外需求将成为支撑开工率是否能够继续维持高位的关键。

图 29：全钢胎开工率



数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 30：半钢胎开工率



数据来源：WIND，东吴期货研究所

从轮胎产销数据来看，2020 年 1-11 月中国轮胎外胎累计产量 7.44 亿条，较 2019 年同期微增 0.20%。与轮胎开工率相对应，今年轮胎产量也呈现前低后高的态势，上半年国内外疫情导致需求受到重挫，国内轮胎行业也难以独善其身。下半年在下游需求旺盛、开工高位共振下，国内轮胎产量持续回升，累计同比增幅不断收窄且由负转正。2021 年预计国内轮胎产量有进一步增长空间。

图 31：中国轮胎累计产量（万条）



数据来源: WIND, 东吴期货研究所

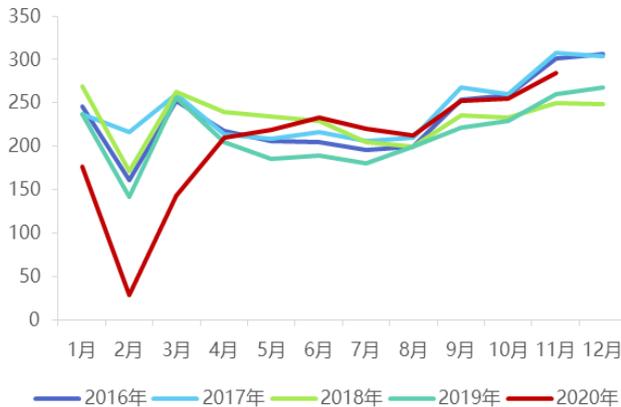
2) 配套胎需求: 乘用车销量可期, 重卡高景气度延续

中汽协数据显示, 2020 年 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 3.0% 和 2.9%, 降幅较 1-10 月分别继续收窄 1.6 和 1.8 个百分点。其中, 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%; 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 20.6%。年初受疫情影响汽车销量衰退迹象显著, 伴随疫情影响减弱后大规模复工复产、中央及地方政府一系列利好政策推出、叠加一季度积累需求逐步释放, 4 月份以来国内汽车行业销量出现持续反弹, 4-11 月连续 8 个月实现同比正增长, 国内车市表现出全面回暖的态势, 12 月份预计汽车销量持续向好。全年来看, 2020 年汽车销量降幅有望缩减至 2% 以内。

从细分领域来看, 2020 年下半年乘用车市场 2020 年加速回升, 主要驱动因素在于: 一是上半年受疫情影响部分需求后移; 二是购车需求的真实复苏。其中新能源汽车表现相当亮眼, 其销量超预期主要得益于政府对新能源汽车消费的扶持, 包括新能源汽车下乡、北京增发 2 万新能源牌照以及 10 月底上海交通管理政策变化带来的抢购等政策因素; 以及龙头车企新车型的推出等。展望 2021 年, 我们认为汽车行业高景气度将延续, 在政策加码持续推进以及终端需求继续修复的驱动下, 新能源汽车市场有望保持高增长, 乘用车销量有望迎来双位数的增长。

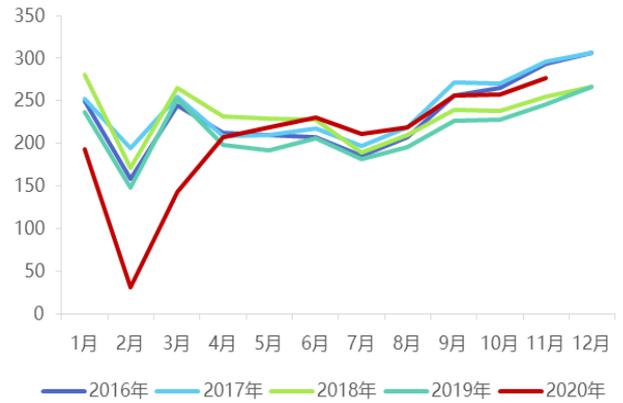
图 32: 中国汽车月度产量 (万辆)

图 33: 中国汽车月度销量 (万辆)



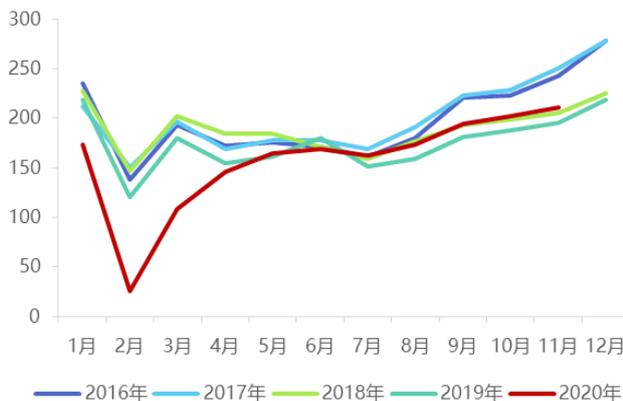
数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 34：中国乘用车月度销量（万辆）



数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 35：汽车库存和经销商库存指数



数据来源：WIND，东吴期货研究所



数据来源：WIND，东吴期货研究所

2020 年商用车表现明显好于乘用车，全年销量保持高速增长，主要受益于重卡市场的持续火爆。2020 年重卡总销量达到了 162.3 万辆，相较 2019 年（117.4 万辆）大幅上涨了 38%，净增长近 45 万辆，刷新了全球重卡年销量纪录，其中 4-12 月份连续九个月创下历史单月销量新高。20 年重卡市场延续强势表现的主要驱动在于：1) 国三柴油货车淘汰力度空前，各地方政府置换补贴促进国三车型加速淘汰。2) 国道、各地支线治超政策继续推进，单车运力下降带来保有量边际提升。3) 逆周期调节增加基建投入。

从结构上划分，通常重卡可以分为物流重卡和工程重卡，两者在重卡中的占比分别为 70%和 30%。物流重卡依然是重卡行业核心增量来源，而工程重卡需求同样改善明显。从快递行业来看，今年以来快递业务量逐月快速增长，2020 年前 11 个月规模以上快递业务量累计同比增速达到 30.5%。同时随着国内外经济活动的恢复，对物流车的需求进一步增强，2020 年半挂牵引车销量达到 83.18 万辆，同比大幅增长 47.2%。而工程类重卡与基建相关性非常大。2020 年地方专项债投入力度加大，直接带动基建投资加速，有利于促进工程重卡需求的增长。据工程机械协会统计，2020 年国内挖掘机总销量为 32.76 万台，同比增长 39%。

对于 2021 年，考虑到货币政策较为宽松，基建投资将会因此受益。并且国三重卡仍有存量，到 2021 年国三重卡置换还有一定的空间。另外，重型柴油车将从 2021 年 7 月 1 日起实施国六排放标准，部分需求可能会因此

提前释放。再加上各地支线治超政策趋严，综合来看，预计 2021 年重卡总销量仍将处于高位，但考虑到 2020 年基数较高，同比或出现大幅回落。

图 36：中国重卡销量（万辆）

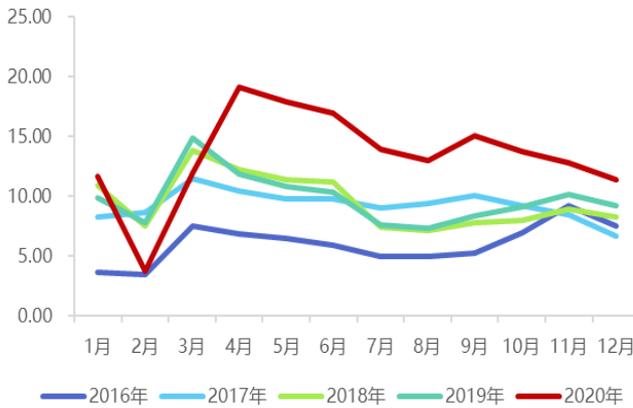
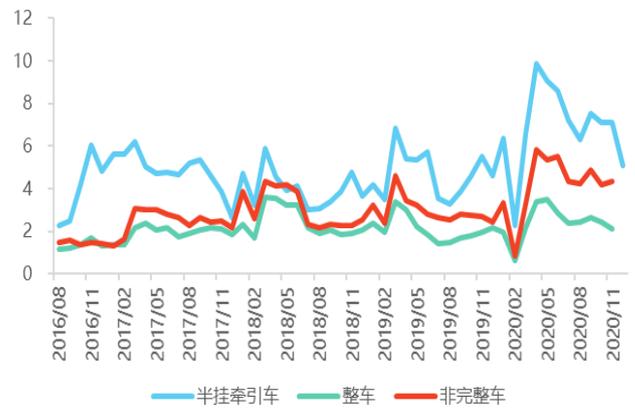


图 37：分类型重卡销量（万辆）



数据来源：WIND，第一商用车网，东吴期货研究所

数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 38：挖掘机销量（万辆）

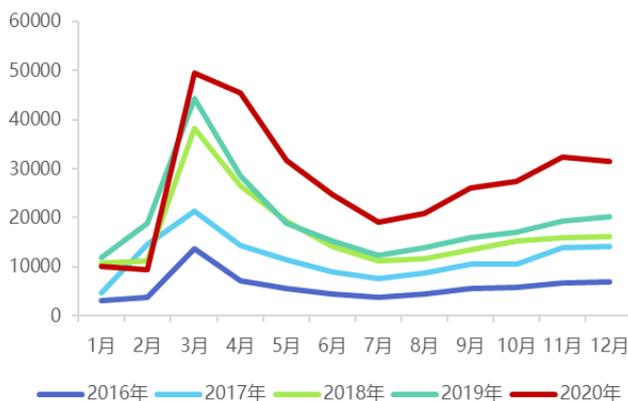
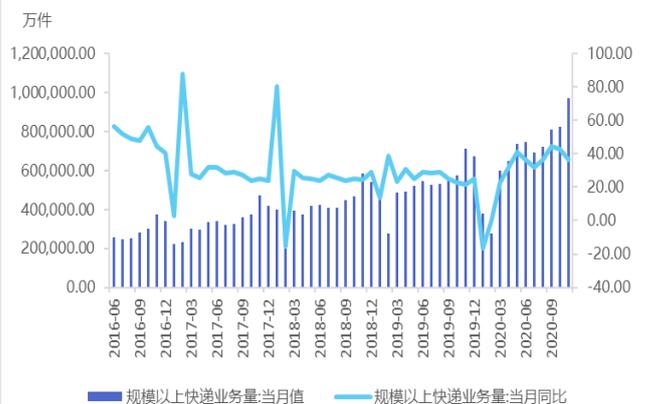


图 39：快递业务量及当月同比



数据来源：WIND，东吴期货研究所

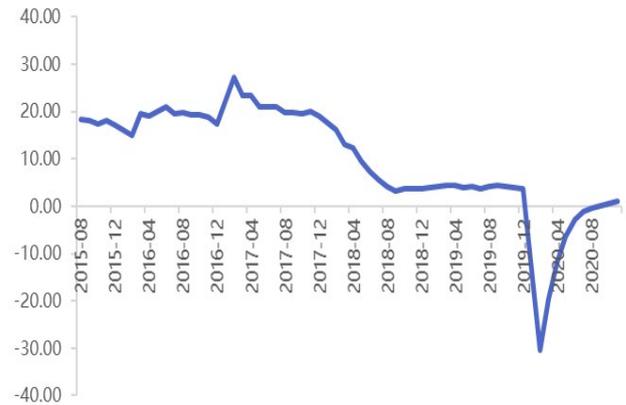
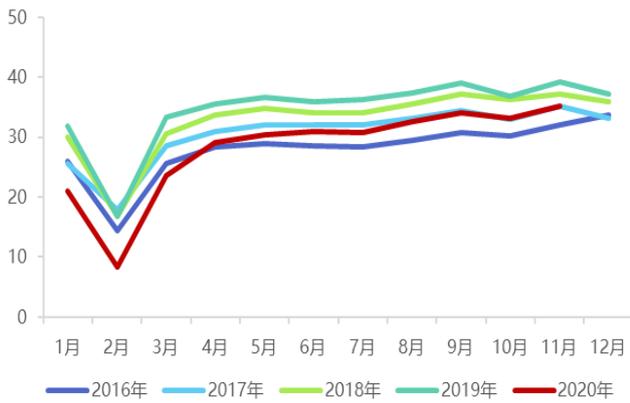
数据来源：WIND，东吴期货研究所

3) 替换胎市场缺乏亮点

从货运量来看，2020 年 1-11 月全国公路货运量累计为 308.92 亿吨，同比下降 18.47%。公路货运量自 4 月起明显回升，但是在疫情的冲击下整体还是表现不及去年。对于 2021 年，替换市场表现或以稳为主，边际或有所改善。国内电商行业的蓬勃发展对物流行业依然存在较强支撑，有利于刺激替换需求的增加，但基建投资同比增速略显乏力，加之轮胎质量的提升以及严格的治超政策带来轮胎替换频率的下降，或将对轮胎替换需求产生拖累。

图 40：公路货运量

图 41：固定资产投资完成额累计同比(不含电力)



数据来源：WIND，东吴期货研究所

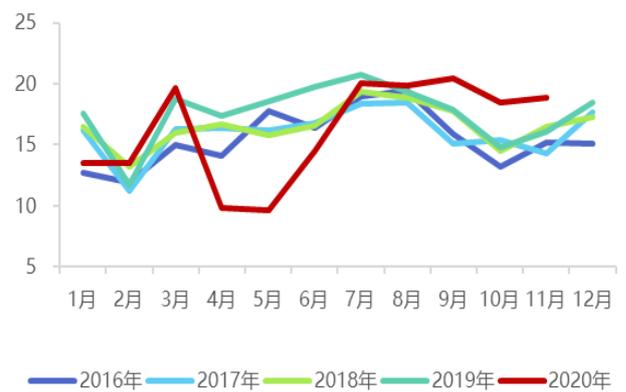
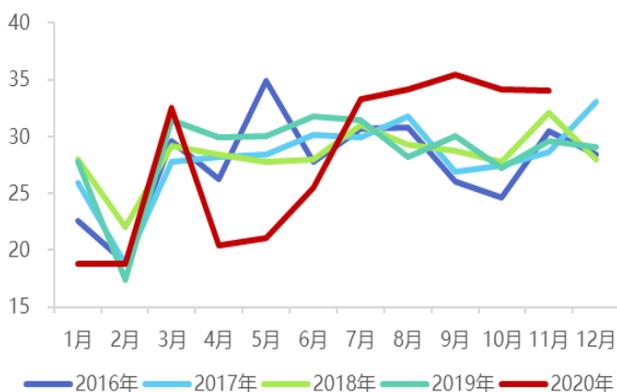
数据来源：WIND，东吴期货研究所

4) 21 年轮胎出口增速或呈前高后低态势

2020 年上半年受国内外疫情的影响，中国轮胎出口市场遭受严重冲击，尤其 4-5 月份国内轮胎出口量一度跌至谷底。但是 5 月份以来，随着海外部分地区经济逐步恢复，欧美、中东等市场轮胎补货和备货需求明显回升，从而带动国内轮胎出口市场自 6 月份以来呈现出强劲反弹的态势，7 月全钢胎出口量已超过去年同期。海关数据显示，2020 年 1-11 月中国新的充气橡胶轮胎累计出口 551 万吨，同比降幅进一步收窄至 3.6%。其中，全钢胎累计出口 308.13 万吨，同比下降 2.14%；半钢胎累计出口 178.39 万吨，同比下降 7.47%。虽然进入 11 月份，由于集装箱紧张以及运费大幅飙涨，使得轮胎厂家出口订单受到影响。预计此局面在 21 年一季度仍将持续，短期轮胎出口节奏将受到物流环节制约。2021 年全年来看，上半年由于海外疫情反复、海外产能尚未完全恢复，在补库需求拉动下，叠加 20 年上半年基数较低，预计国内轮胎出口仍将表现强劲。而下半年伴随疫苗被大范围推广普及，海外工厂恢复正常生产，订单有可能会重新回流至海外，或导致国内出口订单出现下滑。

图 42：全钢胎出口量（万吨）

图 43：半钢胎出口量（万吨）



数据来源：WIND，东吴期货研究所

数据来源：WIND，东吴期货研究所

四、 价差分析

在前文分析库存时，我们提到 2020 年深、浅色胶各自供需的变化带来其库存结构性分化加剧，从而导致深、浅色胶价差不断拉大。以全乳胶作为交割品的沪胶期价受低仓单逻辑的支撑四季度强势拉涨，而混合胶因其库存高企，价格走势相对弱势，导致了二者基差在合约临近到期时不仅未能如期回归，反而继续走扩。而作为矛盾更为突出的 RU2101 合约，10 月份在基本面以及资金面的共振下出现类似逼仓行情，价格拉涨幅度更大，导致 RU 近远月合约价格出现倒挂，形成罕见的 back 结构。至 11 月随着沪胶价格大幅回落回归理性，RU1-5 价差才再次回到 contango 结构。

一季度国内产区正处完全停割阶段，全乳胶提量预计要到二、三季度，交割品全乳胶偏紧的问题将会延续到 RU2105 合约上。而混合胶方面，随着国内外需求的持续复苏同时上半年东南亚产区处于割胶淡季，2021 年上半年混合胶库存将维持去库趋势。因此，2021 年深浅色胶价差有望修复，时点可能发生在二季度以后。月间价差方面，RU 远月合约升水结构则仍将是常态。

图 44：沪胶主力-混合胶价差



数据来源：WIND，卓创资讯，东吴期货研究所

图 45：RU-NR 主力合约价差



数据来源：WIND，东吴期货研究所

图 46：RU1-5 合约价差

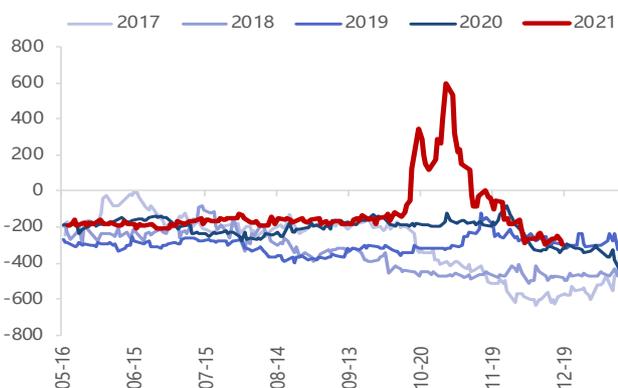
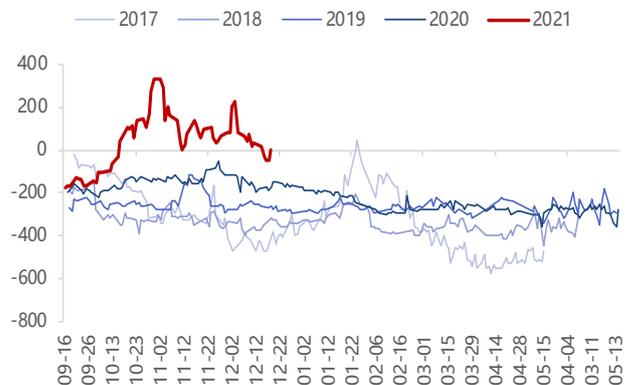


图 47：RU5-9 合约价差



数据来源：WIND，东吴期货研究所

数据来源：WIND，东吴期货研究所

五、 2021 年行情展望及风险点提示

从供需格局来看，2021 年全球天胶供需两端均预期增长，但 2021 年天胶供应仍处于产能高峰期，在供大于求格局延续的大环境下，天胶价格要走出趋势性牛市行情还为时尚早。但是天胶基本面较 2020 年好转，同时供需错配驱动下带来的阶段性行情依然可期。

展望 2021 年度，分阶段来看：上半年，国内外整体供应处于淡季，尤其全乳胶交割品不足的问题将延续；另一方面，后疫情时代全球经济步入复苏通道是 2021 年的主基调，国内汽车行业景气回升明确，同时轮胎出口依然有韧性。在供弱需强格局下，有利于促进国内去库进程。因此，2021 上半年预计沪胶价格将维持震荡上行走势。下半年，随着国内外产区逐渐进入旺产季，整体供应预期环比增多，同时浓乳挤占全乳胶原料的问题或将得到改善，进而带动全乳胶仓单量明显回补。而需求端来看，需要关注疫苗落地以及广泛普及的时间点，一旦海外疫情好转，海外工厂充分复工，那么其他国家转移到我国的出口订单可能会出现回流现象，一定程度上抵消掉海外需求复苏带来的增量。因此，下半年预计沪胶或呈宽幅震荡走势。全年来看，预计 2021 年胶价或宽幅震荡运行，价格重心将继续抬升。预计 RU 主力合约运行区间或在 13000-18000 元/吨，NR 主力合约运行区间或在 9500-14000 元/吨，上半年价格表现或强于下半年。

操作方面：

单边：中长线投资者把握上半年逢低做多 RU 主力合约机会。

套利：二三季度深浅色胶价差有望回归，可关注 RU-NR 反套机会。

风险点提示：

- 1) 关注国内外产区天气演变，若天气正常，天胶提量过快或导致胶价承压；若极端天气出现，新胶产出不顺，利于行情上涨。
- 2) 跟踪疫苗情况及效果，若疫情形势继续恶化，或带动全球商品普跌。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！