

# 橡胶基本面情况及热点分析

## 宏观风险释放下橡胶偏弱，关注需求验证

投资有风险，入市须谨慎

[www.hongyuanqh.com](http://www.hongyuanqh.com)

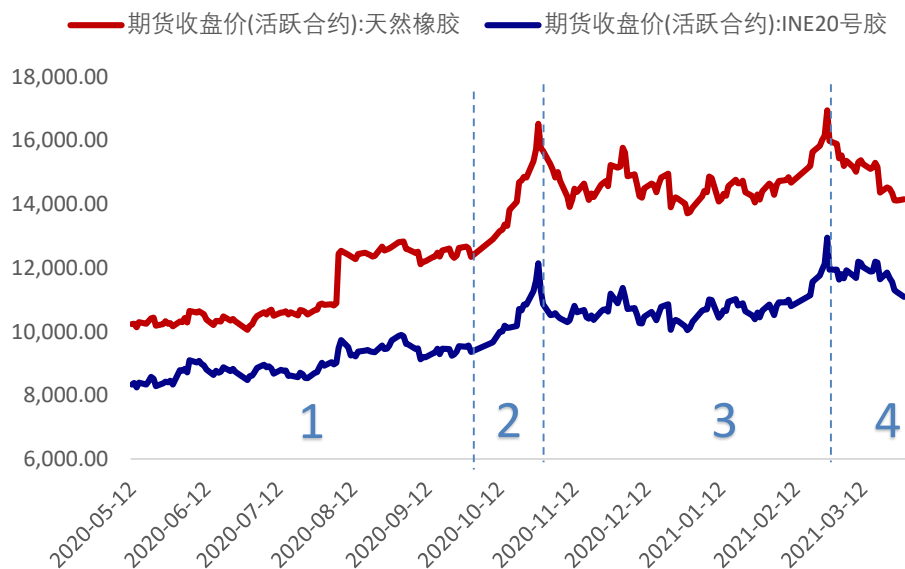
朱子悦 (F303770) (Z0014811)

Tel: (010-82292661)

Email: zhuziyue@swyhsc.com



# 疫情后橡胶三轮上涨行情回顾



## 四阶段

- 宏观：欧洲、印度、巴西疫情反弹，美债收益率上涨，市场风险偏好下降
- 供应：国内开割提前，高价刺激供应
- 需求：内需进一步放缓，外需复苏延续
- 库存：浅色胶仓单未增，深色胶库存去化



## 一阶段

- 宏观：全球央行集体QE
- 供应：天气+劳工短缺+乳胶分流，国内外产量缩减
- 需求：国内需求恢复，外需低迷
- 库存：浅色胶去库加快，社会库累库放缓

## 二阶段

- 供应：国内减产、替代指标胶进口受阻，海外供应尚未放量
- 需求：外需恢复
- 库存：浅色胶仓单低位，社会库缓慢去库

## 三阶段

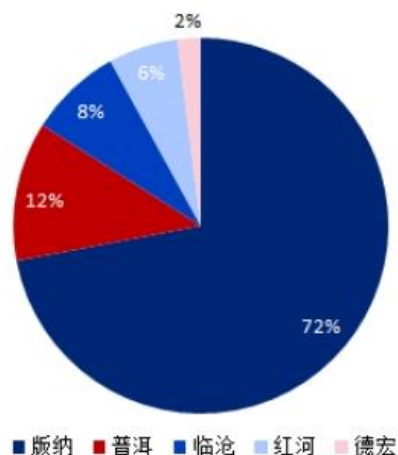
- 宏观：海外疫苗超预期，通胀预期显著升温
- 供应：国内停割有推迟预期，海外逐步停割
- 需求：内需放缓，外需复苏强劲
- 库存：浅色胶仓单未增，深色胶库存去化

# 对未来行情的判断，我们需要回答以下几个问题

- 开割季来临，供应压力有多大？
- 需求修复进行到哪一步了？
- 宏观情绪还将如何影响整体商品？
- 深浅色价差回归后续如何演绎？

## 4月初云南、海南陆续开割

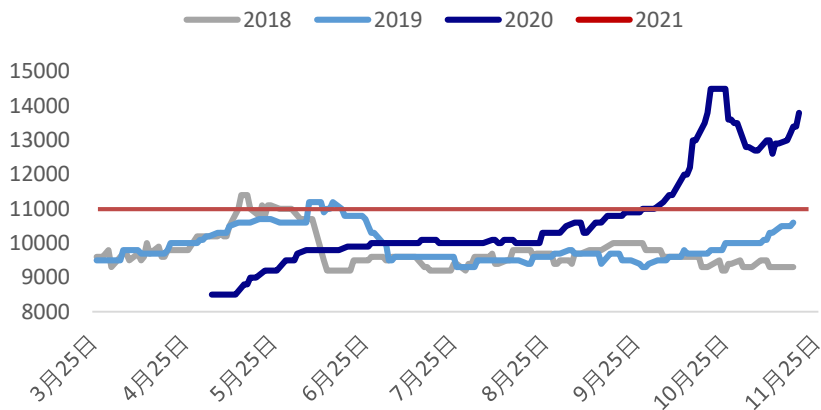
图：云南各主产区天然橡胶产量分布



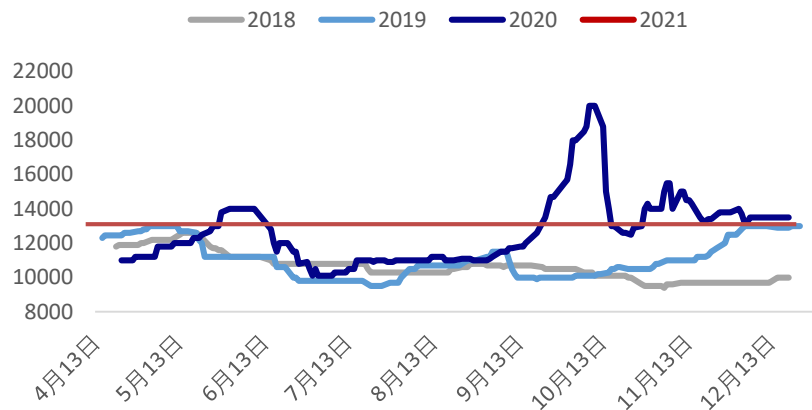
- 云南：勐腊和景洪橡胶产量占西双版纳80%以上，当前勐腊地区白粉病重度发生，发病比例约30%以上，景洪东风片区严重程度超过勐腊地区，部分未防治的胶园基本都已落叶，整体预计开割推迟至4月初。
- 海南：预计3月底4月初开割，树叶生长情况挺好，南部已经上胶杯了，预计主产区琼中4月5日开割，4月10日出胶乳报价。海南物候比版纳好很多，长势也比版纳好。

# 高价刺激供应，关注浓乳分流

云南胶水市场价格（元/吨）



海南胶水市场价格（元/吨）



- 盘面价格14000元/吨，基本对应的云南胶水价格为11000-12000元/吨，处于近3年来的历史新高，对产量有刺激作用。
- 关注开割后，浓乳对全乳胶的分流作用，一般在开割低产期的影响较大。
- 海南胶水制浓乳收购价15000元/吨，胶水制全乳胶收购价12500元/吨，预计浓乳利润1600元，全乳胶利润基本为0，预计浓乳对全乳分流影响加大。
- 云南今年预期新投产的浓乳产能约20万吨，已投产11万吨，预计年产量7万吨，预计对全乳的分流加大。

# 4-5月仍为海外低产期，但物候条件较好有利于割胶

主产区气候与季节性

		厄尔尼诺					过渡期		拉尼娜					
国家	产量	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
泰国	36%	开割期		低产期			开割期							
印尼	26%	开割期												
越南	8%	开割期		低产期			开割期							
马来西亚	6%	开割期		低产期			开割期							
中国	6%	停割期			低产		开割期							低产
印度	5%	开割期		低产		开割期								
世界产量	100%	低产期		中产期			高产期							

图例

干旱/干燥

湿润/多雨

低产期 月产量<本区全年均值70%

开割期：湿润凉爽利于割胶；阴雨连绵和高温干旱都不利

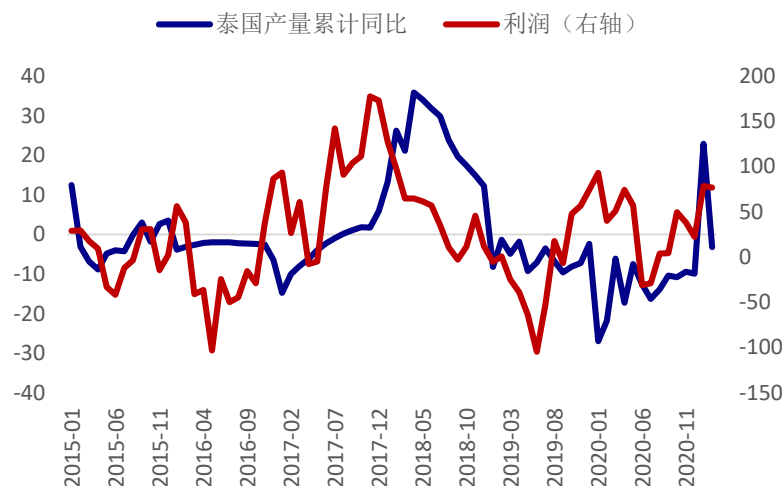


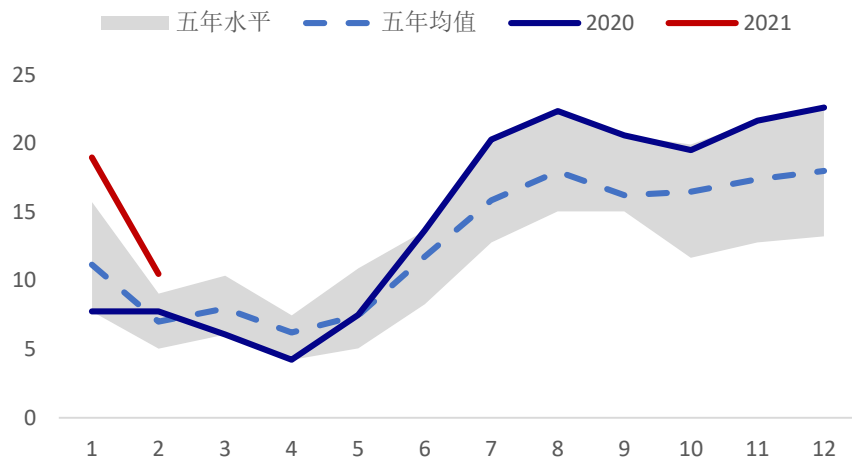
Table 1: Prediction of Rain (mm = millimeters), Rainy Days (days) and comparing with normal

Part	Prediction									Normal (Baseline period: 1981-2010)					
	March 2021			April 2021			May 2021			March		April		May	
	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal	Rain (mm)	Rainy Days	Rain (mm)	Rainy Days	Rain (mm)	Rainy Days
Northern	20-30	3-5	10 % Below normal	70-100	7-9	20% Above normal	190-230	16-18	20% Above normal	28.1	3.1	71.3	7.0	177.8	15.5
Northeastern	30-50	4-6	Near normal	90-120	8-10	20% Above normal	200-250	15-17	20% Above normal	44.7	4.8	86.3	8.0	187.1	15.3
Central	20-40	3-5	Near normal	70-100	7-9	20% Above normal	160-200	14-16	20% Above normal	36.0	3.4	79.5	6.4	172.1	14.3
Eastern	50-80	5-7	Near normal	100-140	8-10	20% Above normal	240-290	16-18	20% Above normal	62.1	5.4	98.9	8.3	223.9	15.8
Southern Thailand (East Coast)	50-80	5-7	10 % Below normal	70-100	7-9	20% Above normal	140-180	14-16	10% Above normal	68.4	5.4	75.4	7.3	143.7	14.3
Southern Thailand (West Coast)	80-100	7-9	Near normal	170-210	12-14	20% Above normal	300-370	20-22	10% Above normal	88.8	7.6	160.6	12.7	310.1	19.9
Bangkok Metropolis and Vicinity	30-50	4-6	Near normal	90-120	7-9	20% Above normal	240-290	16-18	20% Above normal	42.1	3.6	91.4	6.5	247.7	16.2

- 4-5月泰国、越南、马来西亚均处于低产期，供应压力尚可。
- 从利润与产量关系看，泰国当前利润有利于产量释放。
- 据泰国气象局预报，4-5月泰国降雨量略高于历史均值水平20%左右，相对湿润的环境或有利于橡胶产量释放。

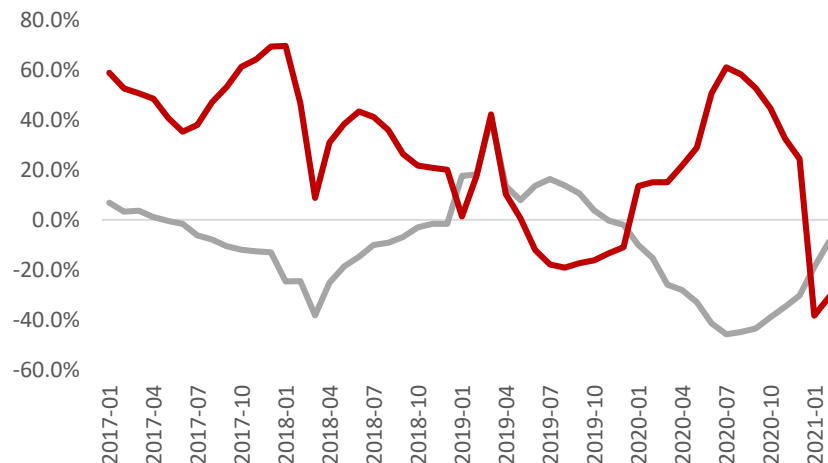
# 越南胶出口大幅增长，泰国标胶表现继续强于混合

越南出口总计



	2020年1-2月	2021年1-2月	同比
越南总量	18.33	27.48	49.9%
乳胶	0.71	2.083	193.4%
混合	16.54	24.21	46.4%
标胶	0.70	0.885	26.4%
其他	0.38	0.302	-20.5%

标胶累计同比 混合胶累计同比



- 2021年越南首次超越泰国成为我国橡胶最大进口国，其中越南混合胶进口量已经连续多月居首，主要因：1) 中策等轮胎厂对SV#10混合需求增加；2) 胶价上涨后正好迎来越南旺季，带动供应增长。
- 泰国标胶出口持续修复，混合胶出口走弱，显示海外需求强劲。
- 泰国同比下降，或与国内套利盘加仓减少有关。

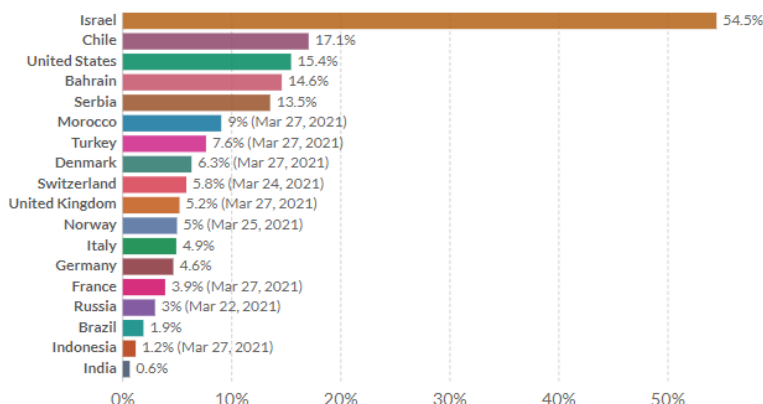
# 发达国家疫苗接种进度良好，海外新增病例增加

Share of the population fully vaccinated against COVID-19, Mar 28, 2021

Our World in Data

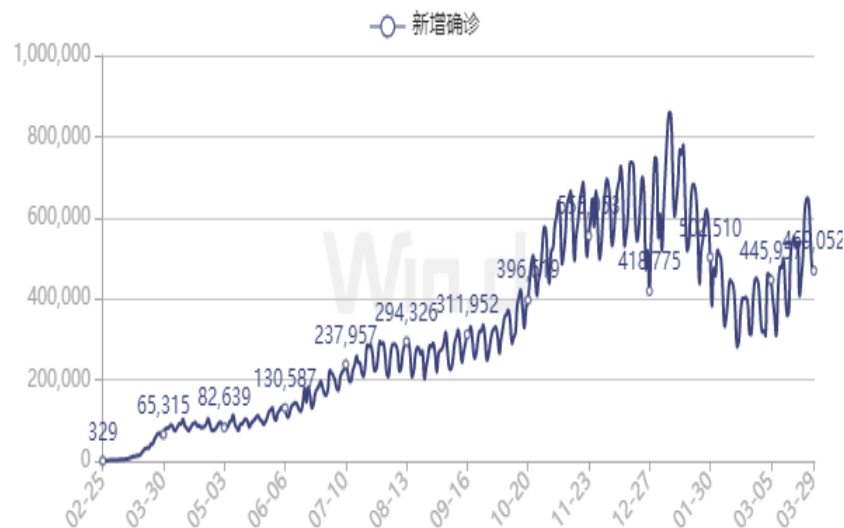
Share of the total population that have received all doses prescribed by the vaccination protocol. This data is only available for countries which report the breakdown of doses administered by first and second doses.

+ Add country



Source: Official data collated by Our World in Data - Last updated 29 March, 12:10 (London time)  
OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

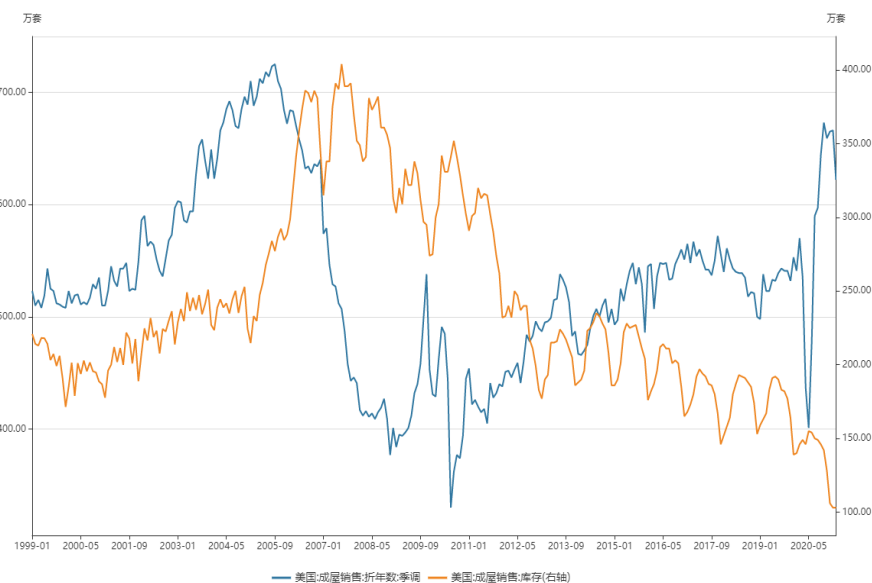
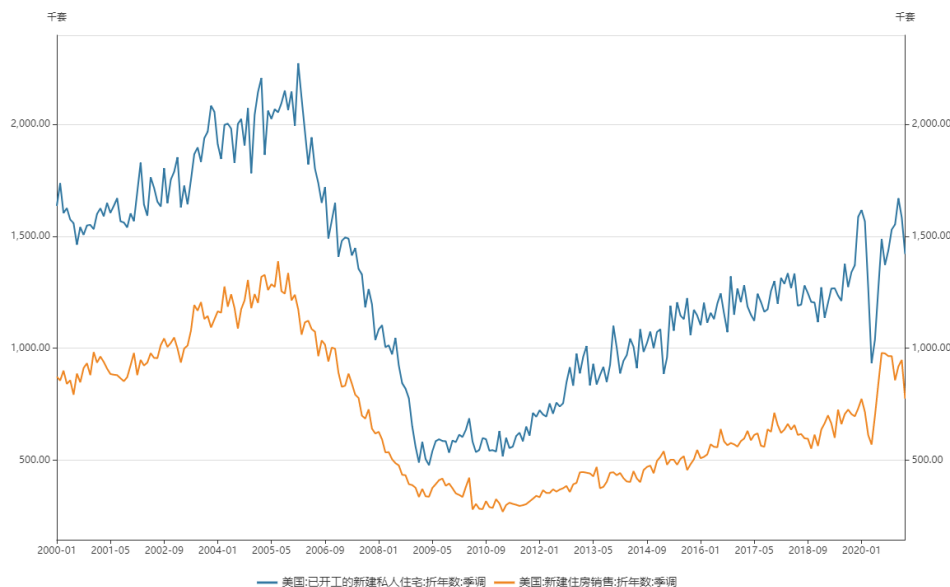
国外疫情新增趋势图



- 发达国家疫苗接种进度喜人，美国已有超过1.4亿人接种至少一剂疫苗，完全接种人口占比15.4%。
- 近期海外疫情再起风波，主要来自印度、巴西、欧洲等地的新增病例增长，需求复苏仍然存在不确定性，但影响在降低。

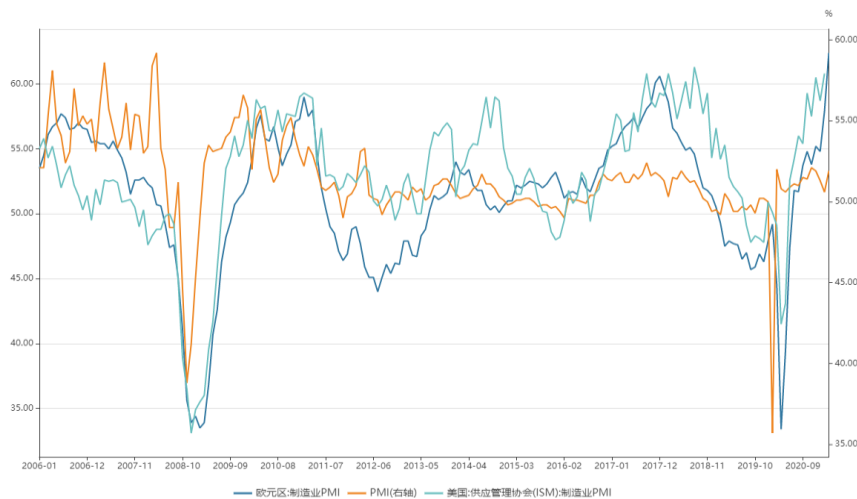
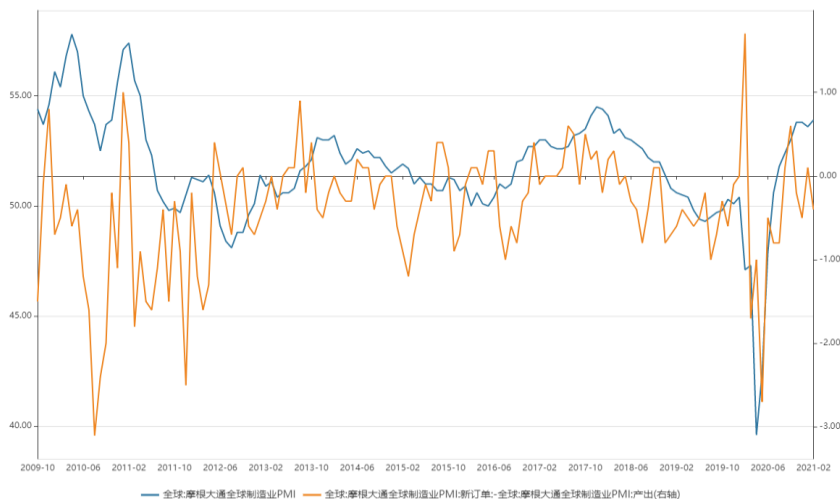
# 美国需求拉动全球大宗商品涨价

- 此轮全球商品上涨并非中国需求拉动，主要是由美国需求拉动。美国居民部门从去杠杆向加杠杆周期转变，带动商品牛市和房地产增长。
- 美国住房空置率从2008年以来持续下行，成屋销售库存持续下滑，反映美国住房市场库存下降，供给增加慢于需求。另外，从2008年起住房建造支出、获批开工和新建住宅套数逐年缓步提升，其叠加同期地产价格上行、居民可支配收入增加、房贷利息支出增加等情况，2010年以来美国房地产市场已从次贷危机低谷逐步进入供需两旺格局。



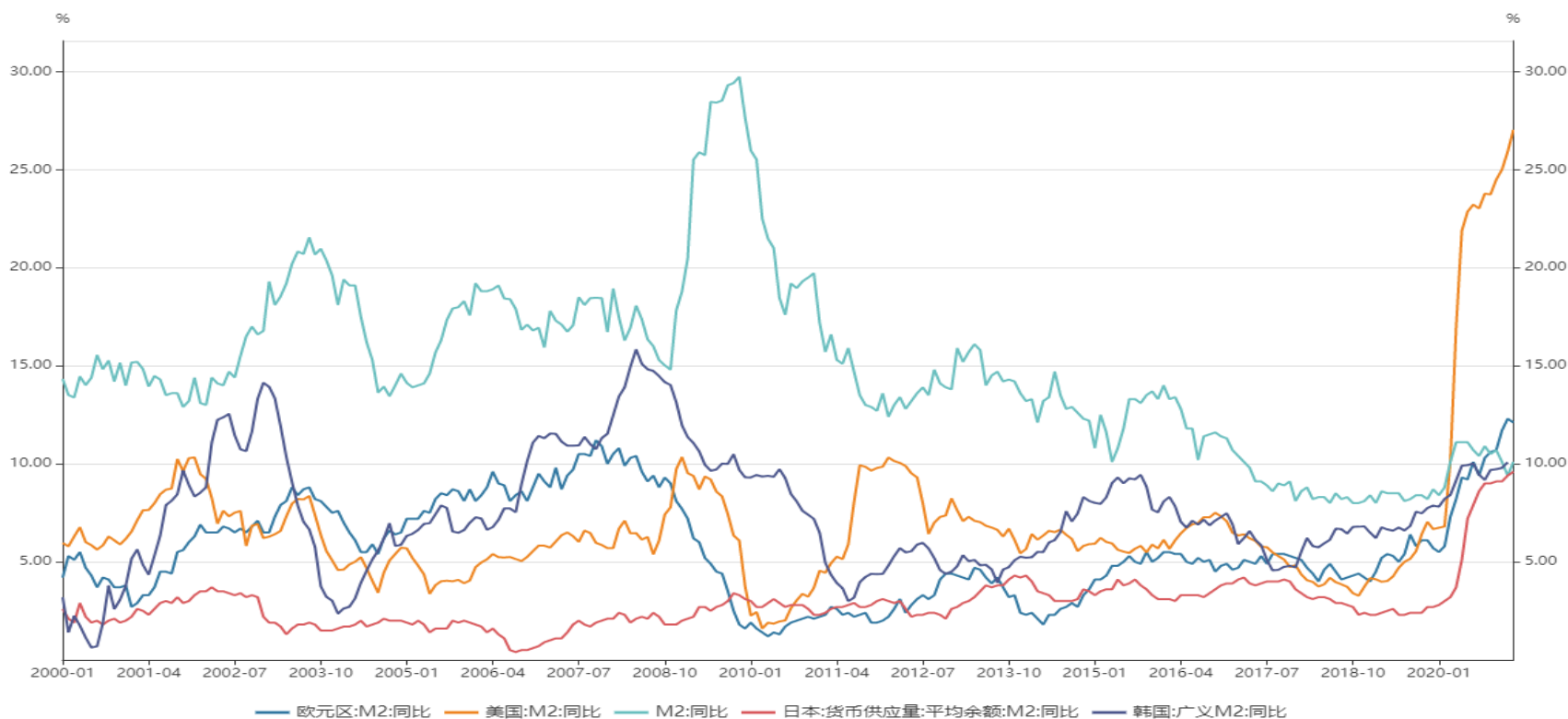
# 经济复苏进入后半程，难见超级周期

- 全球经济复苏进入后半程，全球PMI新订单-生产持续缩小，PMI上升放缓。
- 海外经济复苏加快，国内经济复苏放缓。
- 近期美国房贷利率大幅抬升，30年固定按揭利率为3.17%，较最低点上升51bp，预计美国地产销售可能在7-8月阶段性见顶、后续或回落。
- 利率回升、疫情反复，需求以修复为主，难见超级周期。



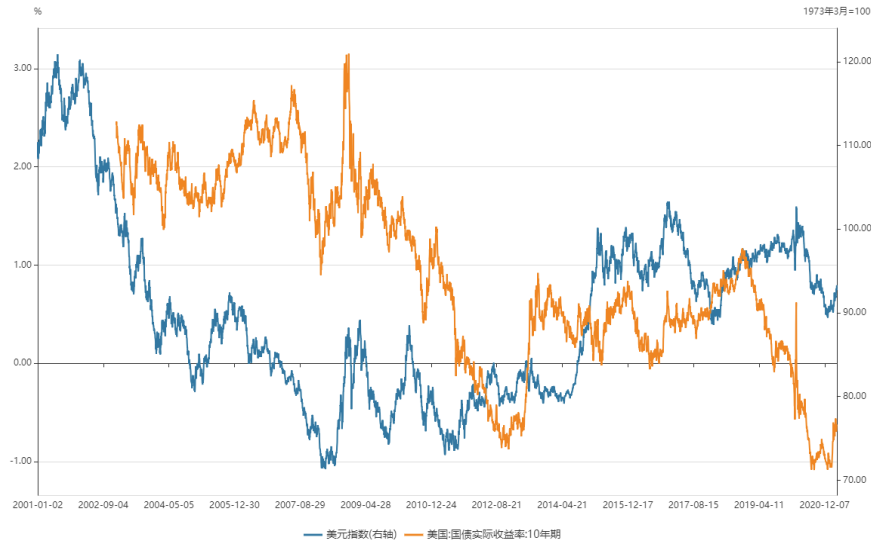
# 流动性边际收紧，压制大宗商品估值

- 除了供需因素，商品还受到货币超发带来的资产价格飙升。由于美联储大举推行QE，全球M2水平超过09年高点，而目前原油螺纹等商品2020年疫情低点以来的最大涨幅已经超过次贷危机后三年的总反弹幅度。
- 当前新兴市场已经率先开启加息，2020年7月、11月社融、M2增速见顶，全球流动性拐点或逐渐来临，商品维持创新高具有一定的难度。



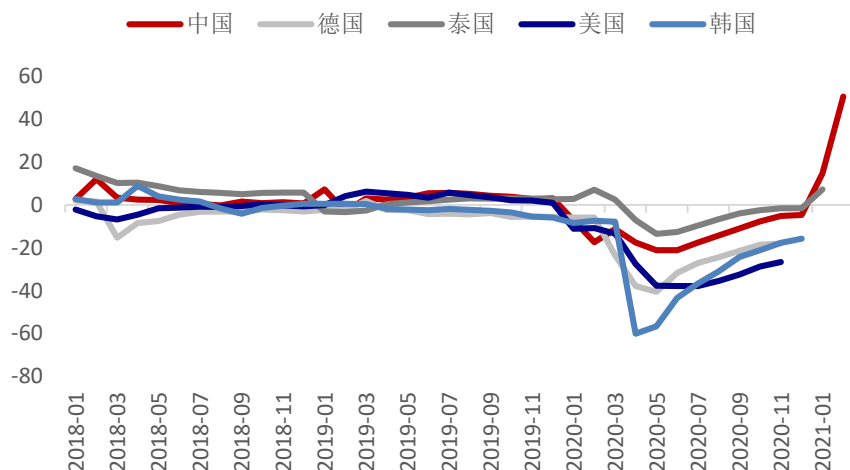
# 美元指数、美债收益率回升，压制市场风险偏好

- 美债收益率的上升主要来自：1) 美国经济复苏，推升通胀预期；2) 通胀预期抬升，市场担忧货币政策紧缩，带动实际利率回升。预计美债收益率上行趋势尚未结束，下半年核心CPI修复带动通胀预期回升后，10年期美债收益率或上行至2%。
- 美元指数持续反弹主要因：美国疫苗接种顺利和财政刺激加码，美国经济强于欧洲，导致市场预期美联储加息，带动美元反弹。未来，考虑欧洲防疫形式仍较为反复，以及美联储近期退出SLR减免等信号，预计美元反弹尚未结束。

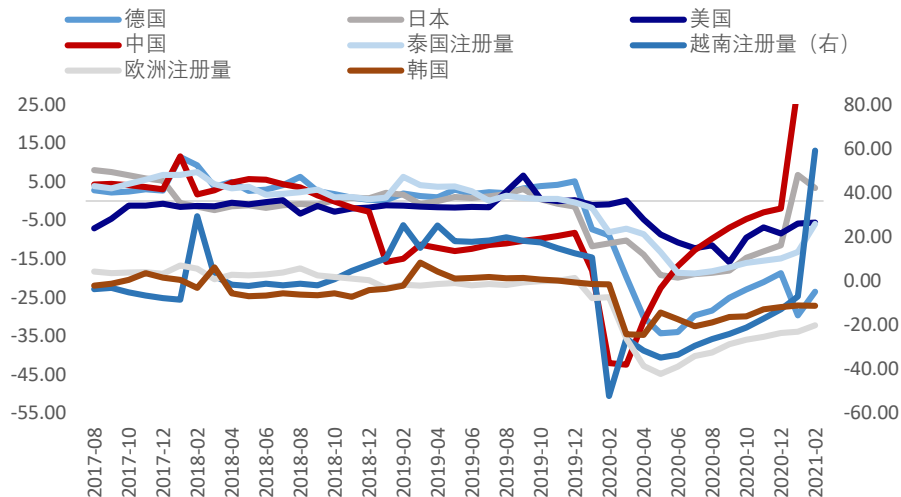


# 全球汽车需求修复明显，后续增速放缓

## 全球主要国家轮胎出口累计同比



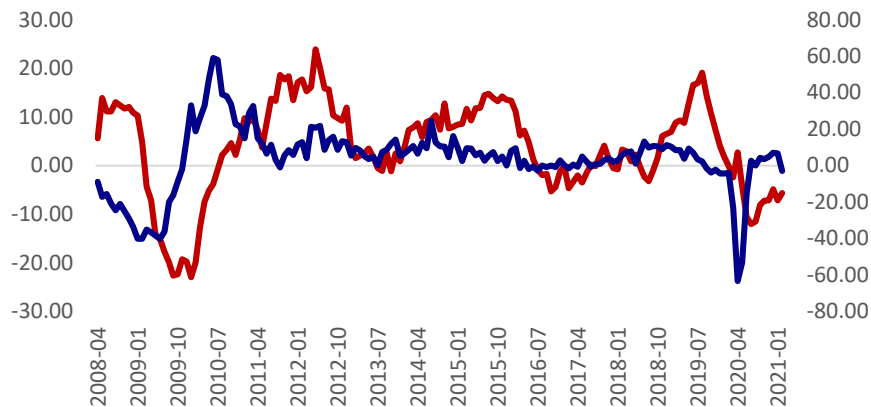
## 销售汽车累计同比



- 全球汽车销量，中国、日本、韩国、越南销量累计同比增速已转正，美国、欧洲、印度、泰国仍为负增长，但增速已大幅修复。
- 全球轮胎出口，中国、泰国、韩国出口累计同比增速已转正，美国、德国虽仍为负增长，但增速已大幅修复。
- 芯片短缺对汽车生产产生影响，2021年1~2月，因芯片短缺问题，造成国内整车生产企业减产5%~8%。

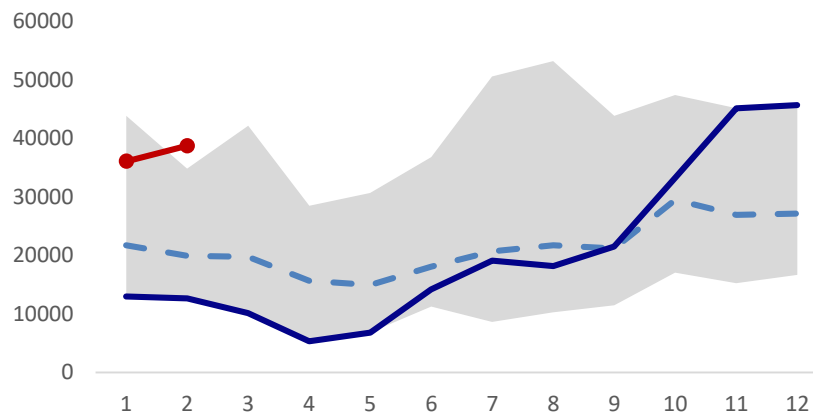
# 美国汽车新订单增幅放缓，然补库仍在延续

— 美国:批发商库存:耐用品:汽车及汽车零件和用品:季调:同比  
— 美国:制造业:新订单:汽车及零部件:季调:同比



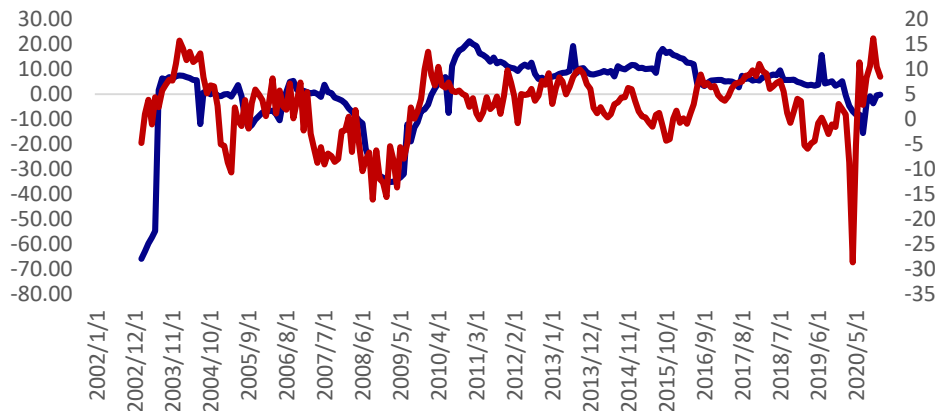
美国八级重卡订单

— 五年水平 — 五年均值 — 2020 — 2021



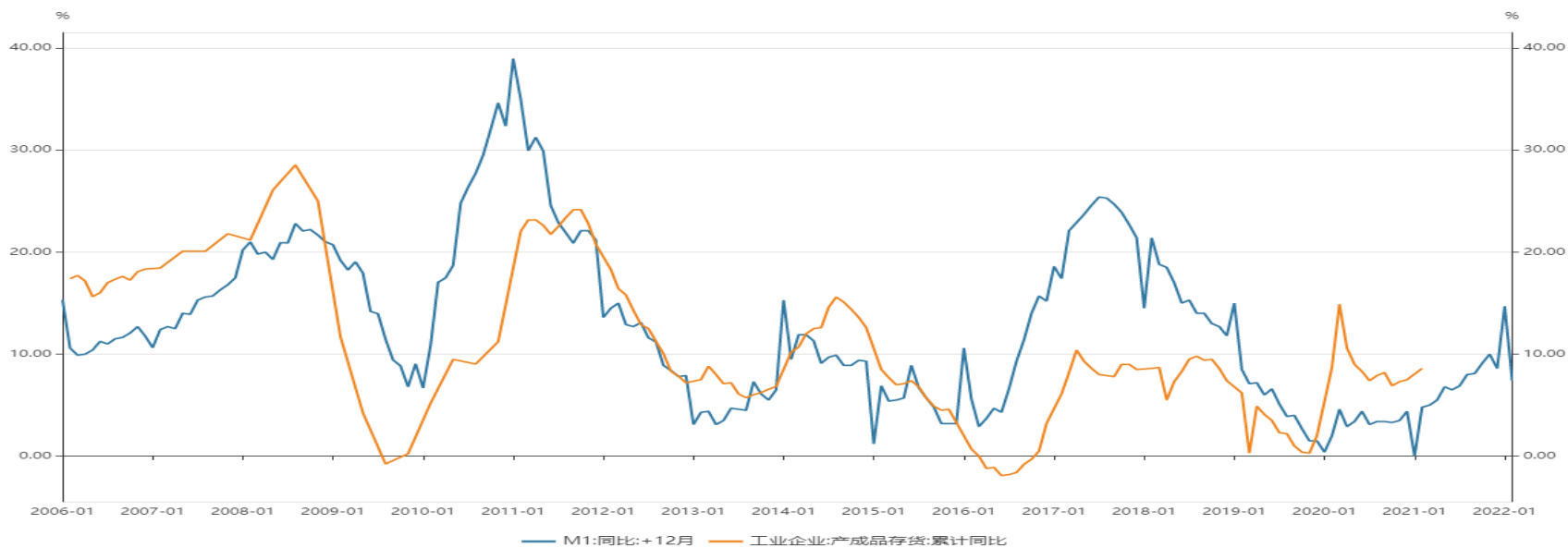
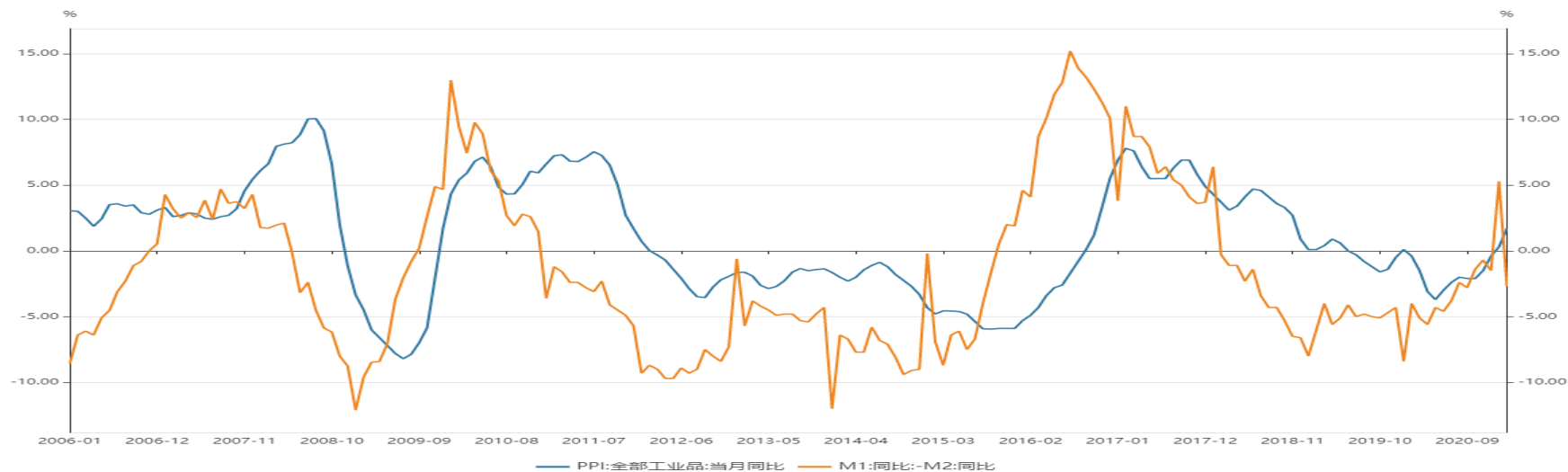
美国卡车指数与销售商用车累计同比

— 销售商用车累计同比 — 卡车指数 (右)

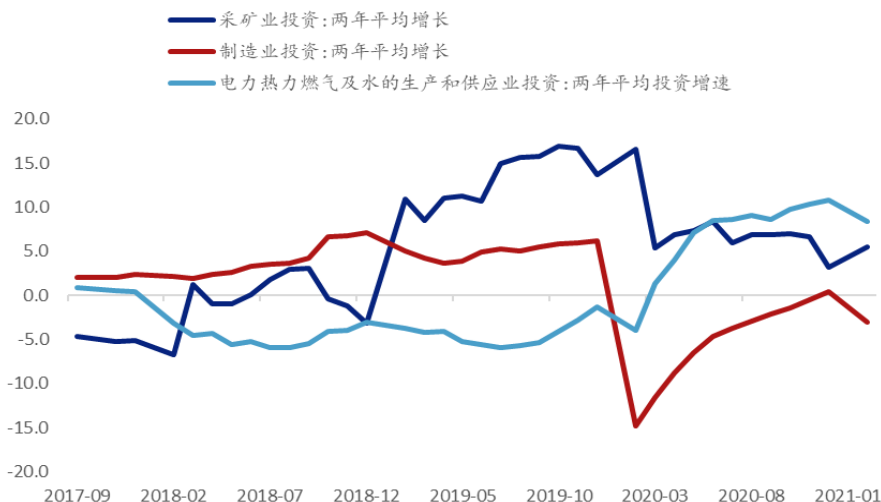
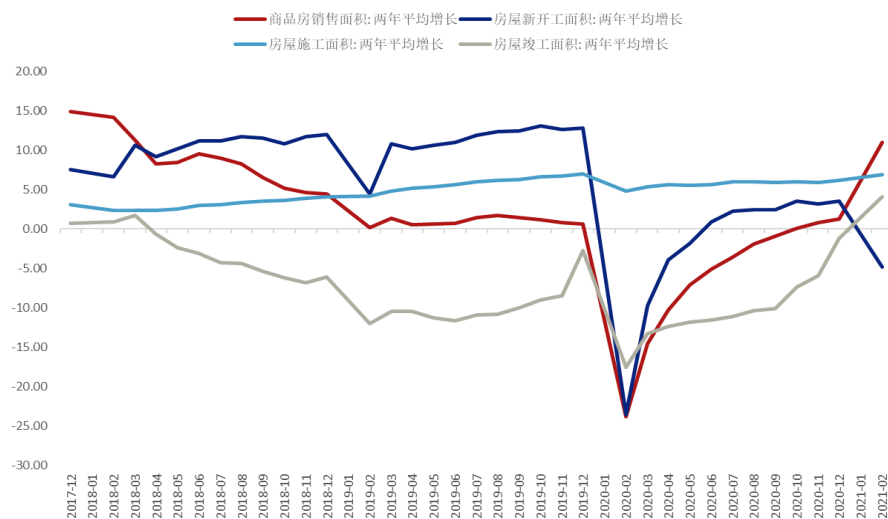


- 美国车企新订单增速放缓，批发商连续7个月补库，预计补库仍将持续。
- 受拜登基建计划刺激，预计美国轮胎需求仍将修复。2月美国八级重卡订单同比增长206.4%。

# 国内补库或将延续，但价格预期已透支



# 内需生产偏强而需求偏弱



- 房地产投资受到 2020 年二季度以来销售强劲的拉动整体稳健回升，但分项数据分化仍在加剧，施工稳健增长，新开工明显回落，竣工增长较快，土地购置放缓。后市在“类滞涨”压力下，政策仍有收紧预期，销售回款增速的逐步放缓，地产投资增速或于 2021 年上半年逐步见顶回落。
- 1-2 月基建投资继续放缓，两年平均增速下跌 2.42%。考虑中央经济工作会议及政府工作报告中，对财政政策的描述倾向于支持性政策逐步退出，基建投资在去年Q4见顶后果增速仍在走弱过程中。

# 轮胎厂远期订单减少，制品需求持稳

## 轮胎厂情况：

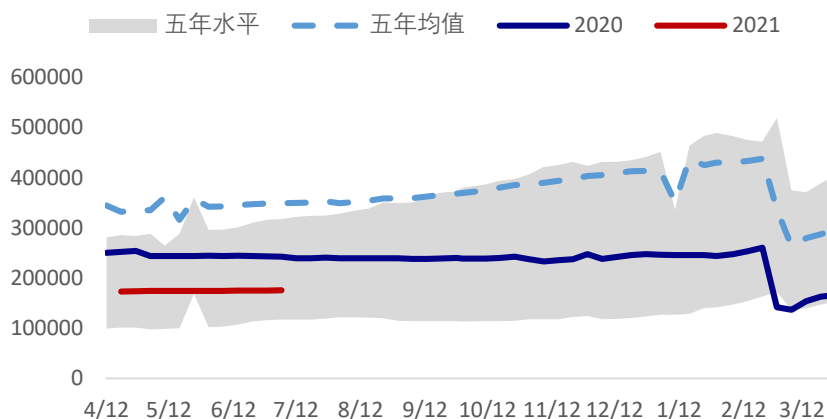
- 普通轮胎厂开工基本达到9成以上，大厂接近满产，主要因四季度和今年一季度需求集中爆发，大部分工厂订单都可接到4月，有的甚至到5月、6月，**远期订单减少**。
- 目前产业链整体较为缺货，海外库存极低，补库仍将持续，工厂现有开工水平仍难以满足订单需求。国内大部分轮胎厂原料和成品库存1个月左右，处于正常偏低水平。
- **代理商库存偏高**，由于原材料集中暴涨，经销商看涨预期较强烈，年前到3月份前一直在囤货，未来受资金周转压力，预计进货减少而以消化库存为主。

## 制品厂情况：

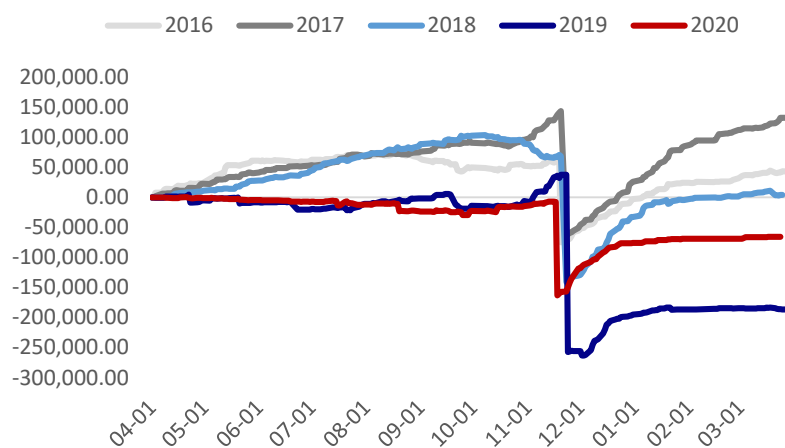
- 输送带和胶管属于薄利多销的产业，产能较为分散，且普遍财务状况不佳，多有账期；
- 目前仍有订单但由于前期原材料备货不足，**生产利润低，加工意愿不强**。
- 不管原材料涨跌，基本维持半个月原料库存。

# 开割后国内仓单迎来增长

交易所库存



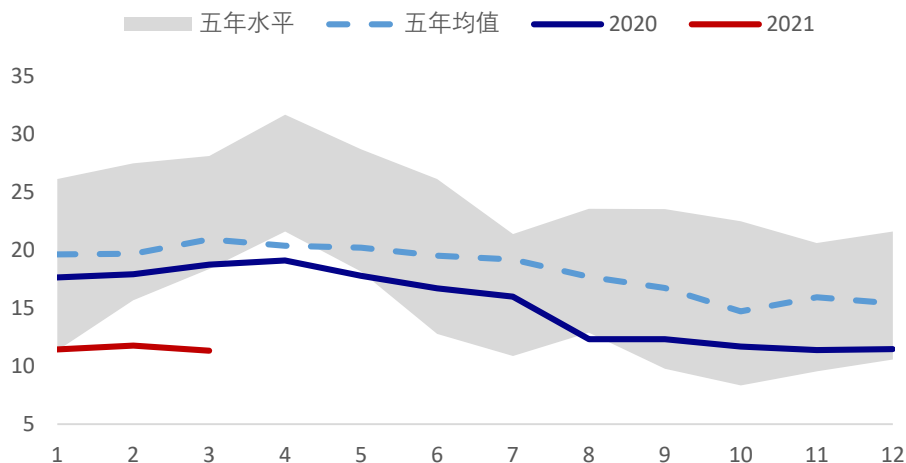
上期所新胶注册仓单当年累计增速



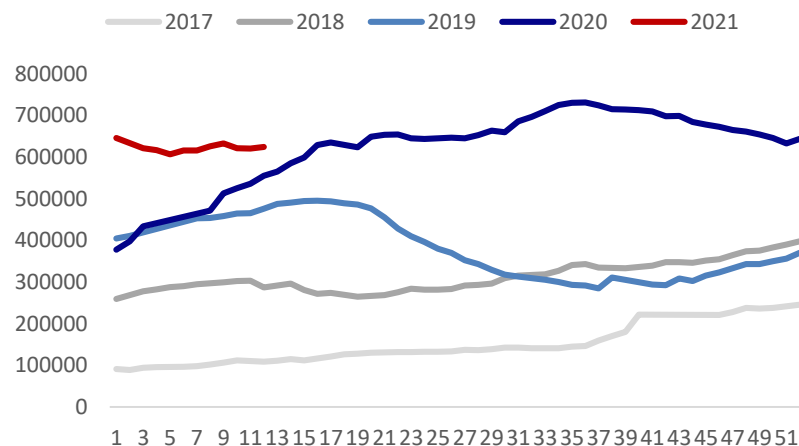
开割后，预计仓单增长，但考虑浓乳分流，预计累库幅度相对有限。

# 深色胶库存去化仍将延续

青岛保税区库存



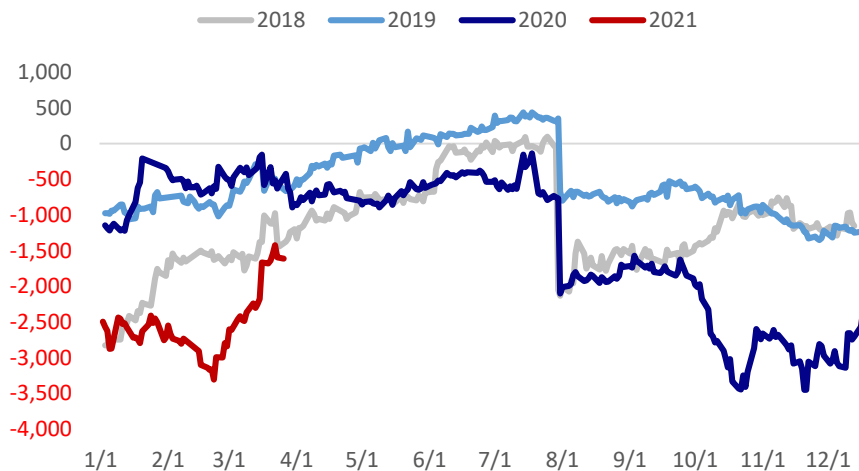
青岛保税区区外库存



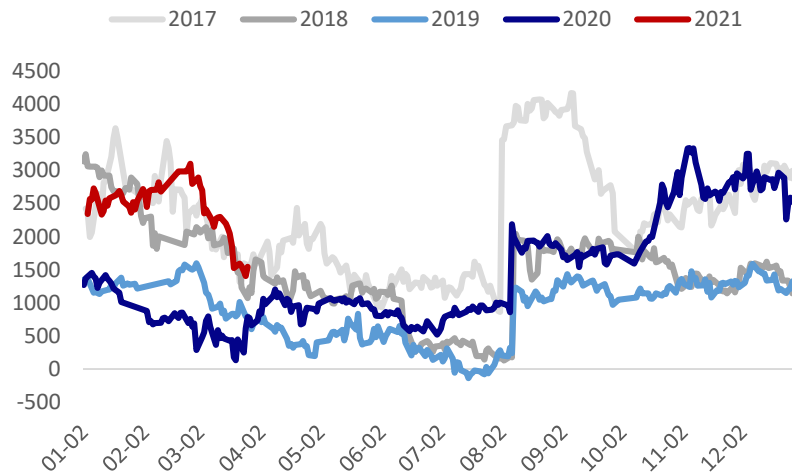
混合胶库存去化可期，主要因：1) 海外低产期，进口增长空间有限；2) 海外需求复苏，产能向标胶转移，有利于混合去库。

# 深浅色价差仍有收缩空间，但需关注浅色胶扰动

混合胶与主力合约价差



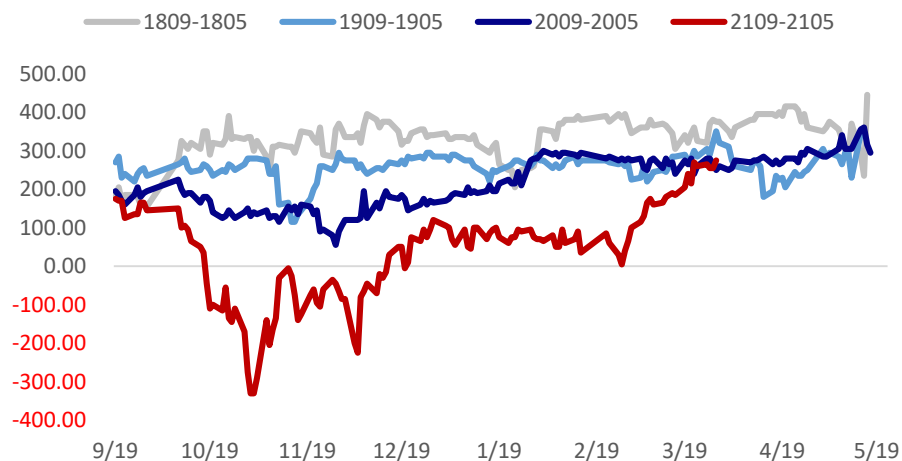
RU/1.09-STR20



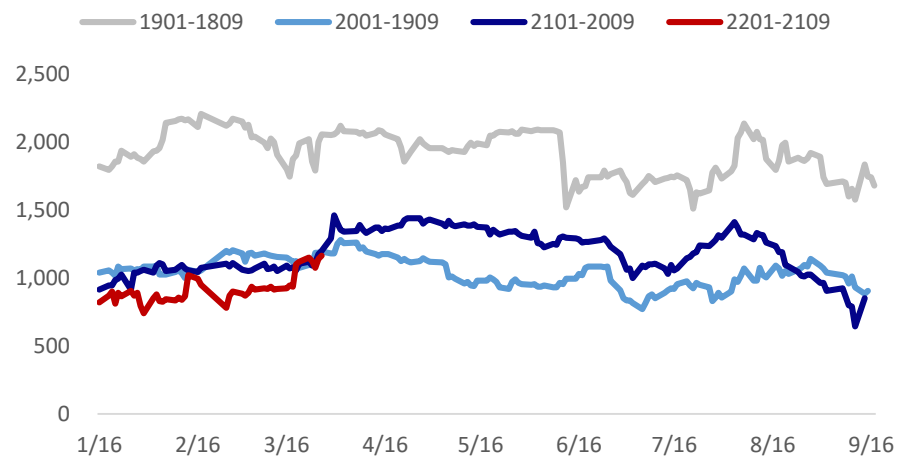
- 核心逻辑：海外持续复苏利好深色胶，国内供应来临，利空浅色胶，价差仍然有收缩空间。
- 扰动因素：浓乳对全乳胶的分流以及3L对全乳胶的替代。

# 关注仓单对近月的影响，1-9或先扩后缩

价差9-5



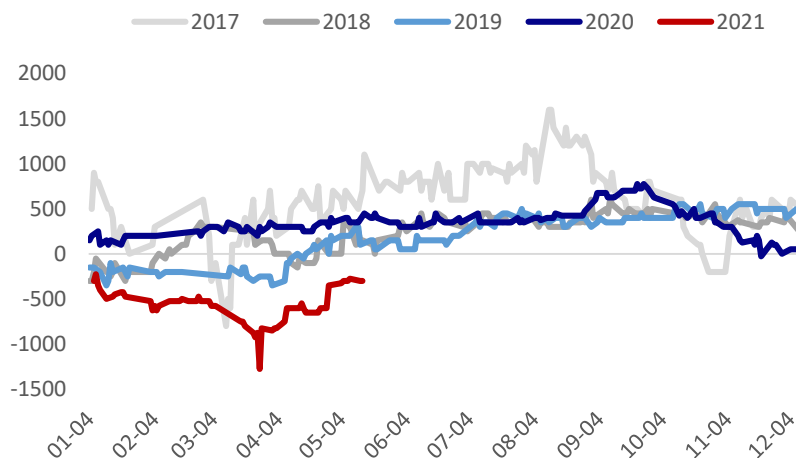
价差1-9



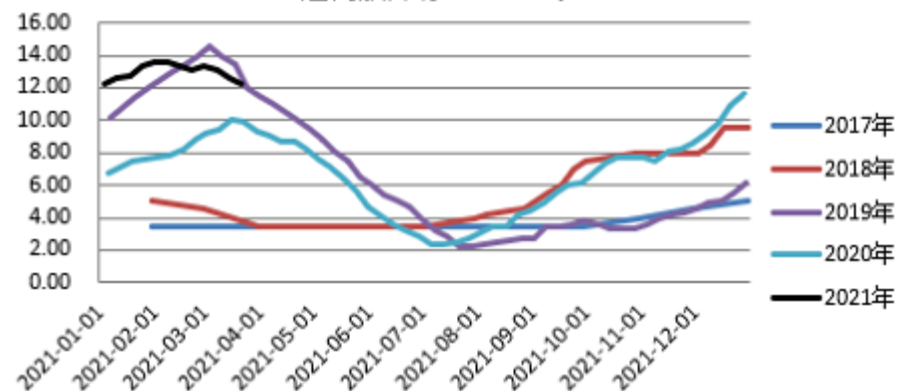
- 关注交割后的仓单注册速度，若交割正常，仓单增加，对近月压制逐步增加，1-9扩大后迎来回归。
- 1-5-9重回Contango增强套利盘对于09回归的信心，套利盘加仓也将强化Contango结构。

## 3L-全乳价差收缩仍有空间

3L与全乳胶价差（元/吨）



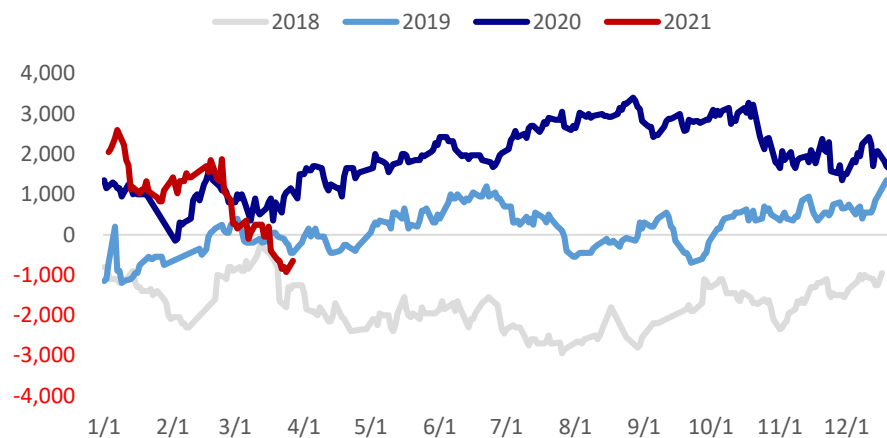
越南胶库存（3L+10号）



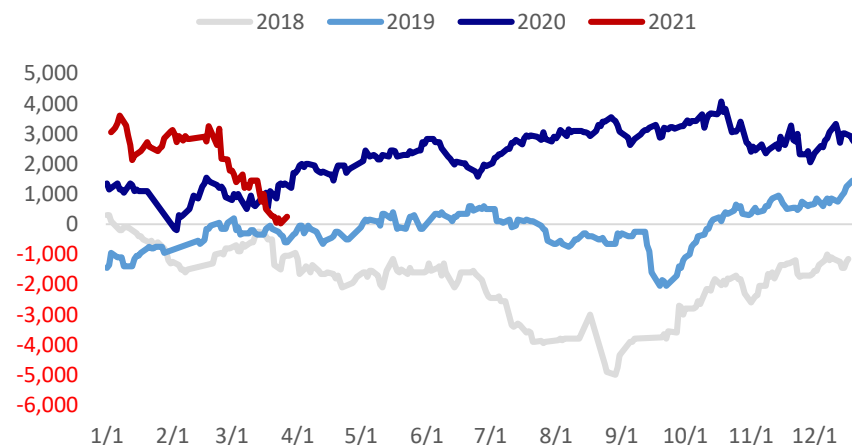
- 越南供应季节性下滑，预计去库仍将延续，3L持续走强，3L-全乳价差收缩仍有空间。

# 天胶-合成胶价差收缩

全乳胶与丁苯橡胶



全乳胶与顺丁橡胶



- 高油价和检修推升合成胶价格回升，天胶-合成胶价差收缩，对天胶的需求带来利好。

# 多头减仓而空头乘胜追击



会员：前二十名合计 品种：RU 天然橡胶

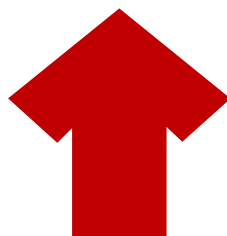


# 橡胶当前主要矛盾梳理及演变

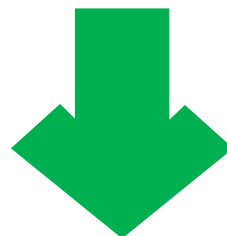
海外低产期，国内浓乳或分流全乳胶

美国汽车、房地产补库仍在延续，经济复苏进入后半程

天胶-合成胶价差收缩，或增加天胶需求



利多



利空

国内开割，高价刺激供应

内需走弱，基建、地产投资回落

全球需求增速修复放缓

3L-全乳价差缩小，3L替代或减弱

美元反弹、美国10债收益率持续上升，压制市场风险偏好

# 宏观风险释放下橡胶偏弱，关注需求验证

宏观偏空，供应逐步释放，关注浓乳分流；内需弱势延续，外需增速放缓；浅色库存短期难增长，深色库存去化可期；预计橡胶偏弱运行：

- 供应中性偏空：海外低产期，国内开割，高价刺激供应，但警惕浓乳分流；
- 需求中性偏多：内需弱势延续，外需复苏延续，但增速放缓；
- 库存偏多：浅色胶库存短期难增长，深色胶库存去化可期；
- 价差缩小：深浅色价差、3L-全乳价差、天胶-全乳价差缩小；
- 宏观偏空：欧洲为代表海外疫情再次反复，美债收益率抬升，美元指数反弹仍将持续，压制大宗商品市场风险偏好。

## 投资策略：

- 单边：暂时观望；
- 套利：RU-NR价差3300点附近可尝试反套；
- 期权：暂时观望。

## 风险提示：

上行风险：天气影响导致供应显著减少；

下行风险：疫苗进展不及预期；全球流动性收紧超预期。

## 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

朱子悦 (F303770) (Z0014811)

Tel: (010-82292661)

Email: zhuziyue@swyhsc.com



北京市 海淀区 西直门北大街甲43号金运大厦B座6层  
邮编: 100044  
网址: <http://www.hongyuanqh.com>