

【华联观察】

橡胶：货币之水与供应压力

黎照锋，投资咨询从业证书号：Z0000088

一、货币之水

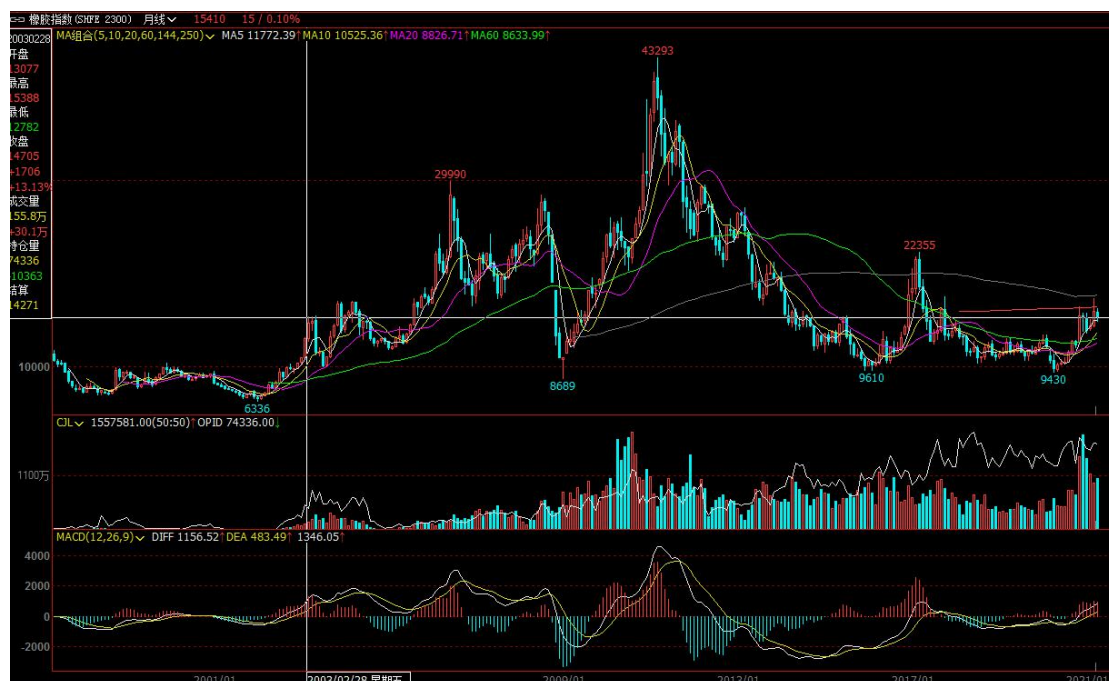
2000 年附近，是大宗商品价格的一个重要低点，此后，牛市开启。2006，2008，2011，高潮迭起。2016-2018，2020，再起波澜。

按现在的价格来看，现在的黄金价格 1752 美元是当年 2000 年附近低点 254 美元的 7 倍左右，现在的白银价格 26.63 美元也是当时价格低点 4 美元的 7 倍左右，现在的铜价格也是当年低点 1336 美元的 7 倍左右。布伦特原油现在 67 美元，也是当时低点 9.55 美元的 7 倍。金银铜原油都是 7 倍左右。

其他的，美豆 3.5 倍，美豆油 3.8 倍，美玉米 3 倍，美棉花 3.4 倍，美糖 4 倍。CRB 指数是当时的 1.06 倍。美元指数是当时的 76%。

橡胶呢？ $15410/6336=2.4$ 倍。偏低。若能去到 3.5 倍，将是 22000。在 2011 年最高点时是 6.8 倍。

图：天然橡胶期货指数日线图。数据来源：华联研究所 文华财经



金银铜原油，金融属性比较强一点。农产品的成本，原油是一部分，也有人工成本和土地成本，但技术进步降低了成本。

橡胶的成本，人工成本占比超过 50%。其余是农资、土地等。国内胶水的绝对底部在 8.5-9 块。生产成本加运输费大概 1200-1300。正常沪胶成本在 9500-10000。

金银铜原油，都不是按成本来卖的。资源和投资，要有回报。供需平衡决定了价格。

现在上海期货交易所天然橡胶期货价格指数，与 2003 年是一样的。2003 年，是牛市中

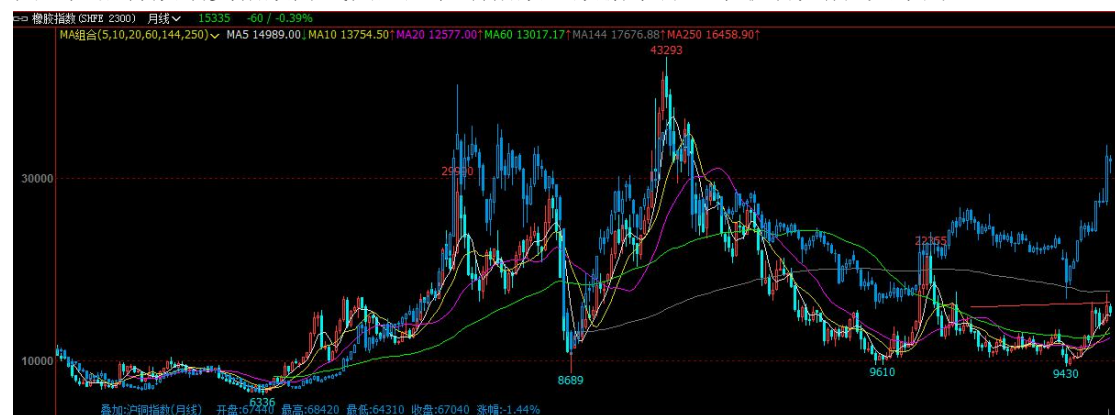
的第一个高点，此后的高点，在 2006，2008 和 2011。2008 年金融海啸，来得快，去得也快，把这个去掉，2001 到 2011，十年牛市。2011 到 2020，九年熊市。更早远的，1989 至 2001，是另一个大熊市周期。

2003 年以来，橡胶有约一半时间高于目前价格，另一半则低于目前价格。时间虽然一样，但沉下去的空间不大，去年新冠极限测试的低点是 9430。升上去的空间，想象力较大。大概跌幅最多是 30%，涨幅则是无限制的，可能会摸到 160%，以上。按理说，信用货币是不断贬值的，若没有重大发现或技术革新，大宗商品价格长期水涨船高是应有之义。而且，

虽然涨跌空间比很吸引，而且，橡胶跌了 10 年，俗话说，周期反转只会迟到，不会缺席。但走上去的路径是复杂的，时间是未知的。

目前的期货升水结构可能还会继续让长线多头展期损失亏到怀疑人生。

图：天然橡胶期货指数月线图叠加沪铜指数。数据来源：华联研究所 文华财经



橡胶走势的节奏，跟铜价走势的相关性非常高，这说明宏观需求和货币因素对两者的影响是一致的，起到重要的共同作用。但橡胶目前水位低于铜，主要受到自身基本面大周期供应过剩的压制。

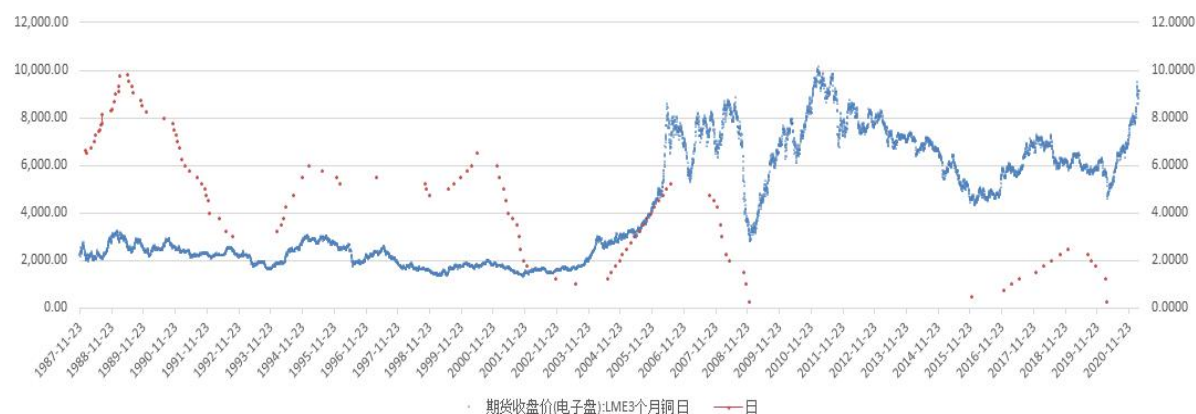
今年的宏观情况，复苏和疫情仍会反复。3 月 17 日巴西新增确诊创新高，法国发现了可规避核酸检测的变异病毒。

海外流动性拐点仍未到来。美联储在 3 月 17 日重申了宽松的态度。去年到现在，美国用了 5 万亿美元刺激经济，占 GDP 的比重高达 25%，力度史无前例，冠绝全球。拜登仍有刺激计划在路上。

中国方面比较克制，以防风险稳增长为主，虽然定调是不急转弯，但在 GDP 目标，赤字率，严查经营贷流向，杠杆率等方面有所收紧。“易紧难松”将是今年的基调。

尽管中国不跟随大水漫灌，但美元是全球货币，影响力更大，大宗商品整体通胀预期依然强烈，放水幅度或仍未充分反映在价格上。自上世纪 90 年代以来，美元利率从 10% 的高点震荡归零，但大宗商品价格仍未突破 2011 年的高点（仅有黄金价格在 2020 年 8 月份小幅突破了 2011 年的高点）。

图：伦铜叠加美国联邦基金利率。数据来源：华联研究所 wind



二、橡胶大周期供应过剩何时解决？

2.1 产能

我们模型预测潜在产量高峰在 2023 年。2020 年底，中国热带作物研究所和 IRSG 两个机构对全球天然橡胶供需预测的模型则显示，供需平衡要到 2025 年前后才会到来，此前，都将是产能供过于求的局面。

橡胶树经济周期在 40 年左右， $1/40=2.5\%$ ，因此要维持产量，橡胶林每年的更新率要在 2.5%。用种植面积增长率减自然更新率再加翻种率，可以得到修正后的种植面积增长率（紫色）

图：橡胶种植面积。数据来源：华联研究所 wind



观察紫色线的修正后的种植面积增长率，2015 年种植持平，2016 年负增长，对应七年后，是 2023 年产能将出现负增长。从开割面积来看，2020 年是开割面积增长的拐点。由于此前三年增幅过高，需要后续消化，而且新胶树在第七至十年期间产量增长至最高水平，因

此潜在产量高峰预料在 2023 年。2016-2020 年缺少新增种植面积，而且翻种率较低，将影响到 2023-2026 年的产出。

图：全球天然橡胶生产消费预测。数据来源：中国热带作物研究所

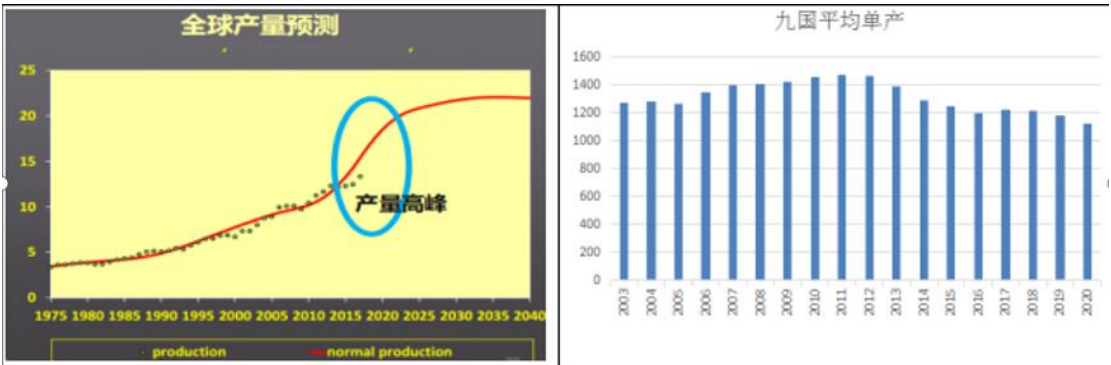


图：全球天然橡胶供需预测。数据来源：IRSG



从单产来看，九国单产均值 2013 年以来持续受低价的压制，2020 年受疫情和天气影响更是再创新低。后续若价格好天气好，单产提升的潜力较大！

图：橡胶产量与单产数据。数据来源：wind



2.2 产量

产能不等于产量。产量从长期来看，是由需求量来决定的。供应过剩会形成库存，而且影响价格，从而反过来影响产量，再达到供需平衡。供应不足时则反之。目前由于产能过剩，天气因素、价格因素和疫情因素是未来产量的最重要影响因素。

价格是除天气之外，影响产量的最关键因素。价格低割胶意愿就低，还会导致养护强度降低，从而病虫害等影响产量的情况增加。高价刺激供应和养护。

2012-2019 年，ANPPC 产量年均增长 1.9%，可以近似看做橡胶一般情况下的需求年均增长率。

2020 年 ANRPC 产量同比减少 8.21%,至 1098.1 万吨。2021 年产量预计增长 7%-8%左右。

天胶成本在一万左右，目前利润情况理想。天气方面暂无问题。若天气问题不大，主产国泰国外来劳工输入问题不大，则当前价格势必激励供应增加。

云南目前加工厂干线生产陆续开工，胶树方面，目前整体状况较为正常，农场对于白粉病的防治较为积极，3 月 20 日预计逐步开割，听闻部分低海拔地区已有零星开割。后期需关注白粉病状况，关注清明节前后雨水状况。

去年交割品全乳胶产量 17 万吨，今年预计最高可能到达 22 万吨，影响因素包括天气、病虫害等意外状况。

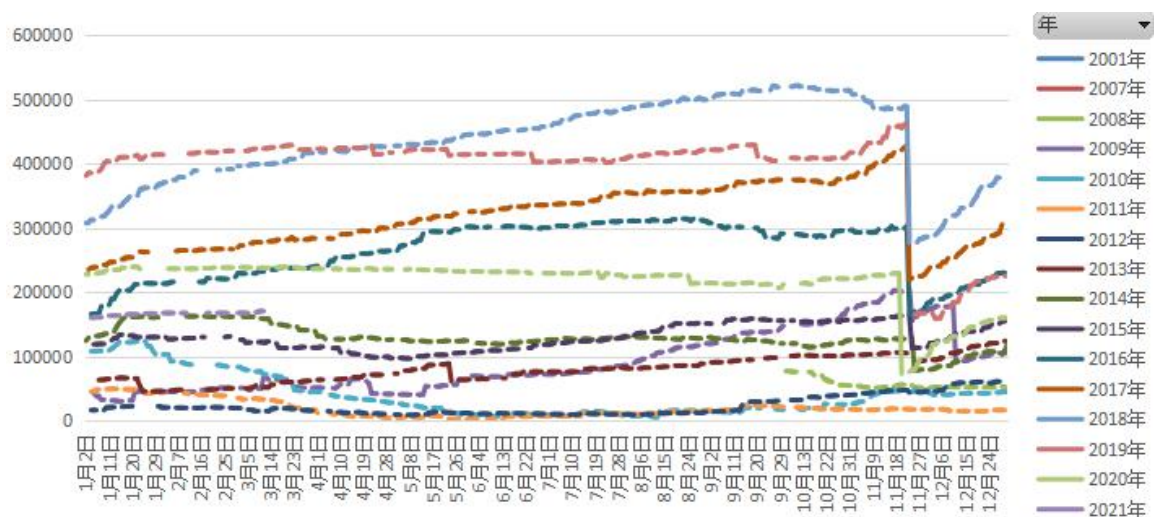
通常厄尔尼诺之后接着拉尼娜，会造成橡胶价格冲高后回落，存在较强的相关性。目前已经出现了拉尼娜现象，从这个角度，后面或有一轮跌势。下图为厄尔尼诺指数前移 13 个月与沪胶指数月线图叠加的图形，可见厄尔尼诺指数与沪胶指数高低点的重合度比较高，领先沪胶指数一年左右。

图：沪胶指数叠加 NINO3.4 指数。数据来源：华联研究所 中国气象局

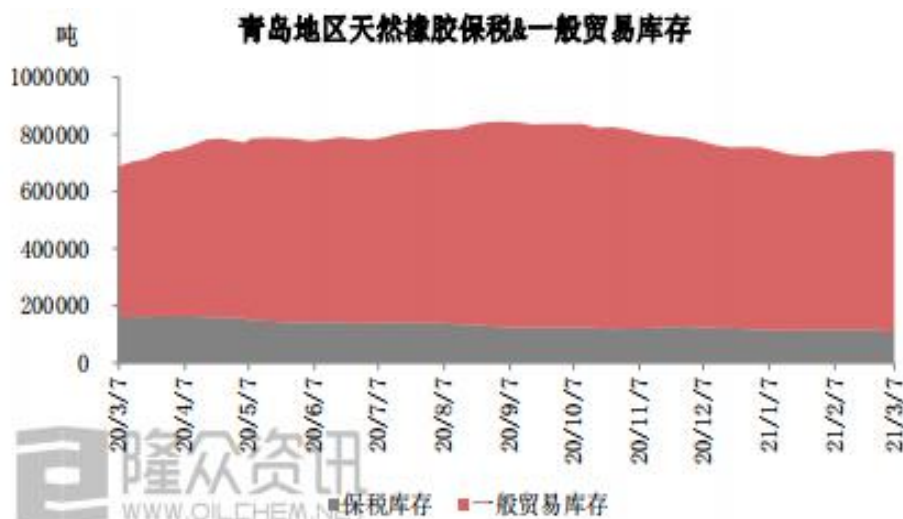


2.3 库存

图：上期所天胶仓单 数据来源：华联研究所 wind



图：青岛地区库存。数据来源：隆众资讯



停割期交易所仓单几无变动。目前交易所仓单量处于 2014 年以来的最低位附近，因 2020 年国内开割延迟，产地部分转产利润更高的浓乳，而且后期有遭遇天气多雨，令交割品减产。

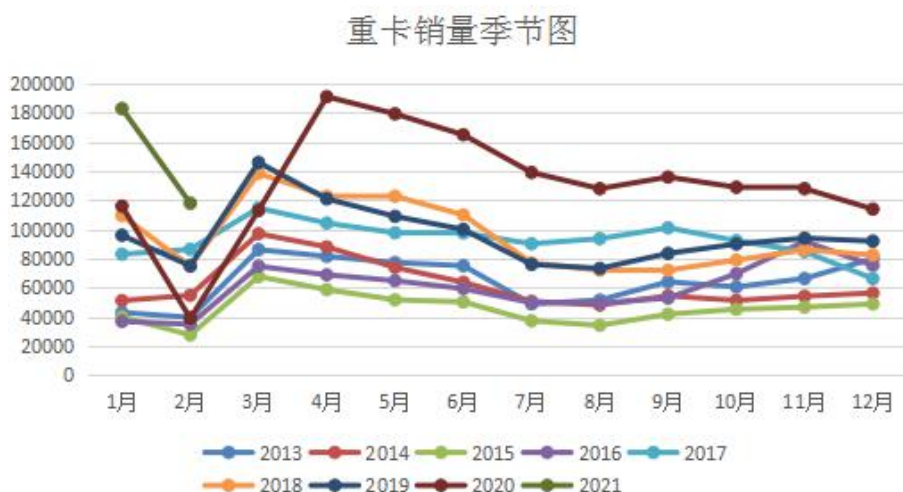
目前全球库存总量约 300 万吨，占年产量的约四分之一。总量较高，但目前多个地方库存存在去库预期。据报道，3 月中旬，国产 9710 橡胶首次出口，国内去库预期较强。

三、需求

需求方面，由于国内大循环为主体，注重需求侧管理，乘用车限购将放宽，预料继续向好。去年重卡销量大幅创新高，对需求有所透支。

地产由于“三道红线”、“贷款集中度”等政策调整，房地产企业将开启去杠杆周期，其中最重要的表现就是地产加快施工和竣工以确认收益、降低杠杆，因此竣工潮有望开启，地产施工将成为投资端的亮点。

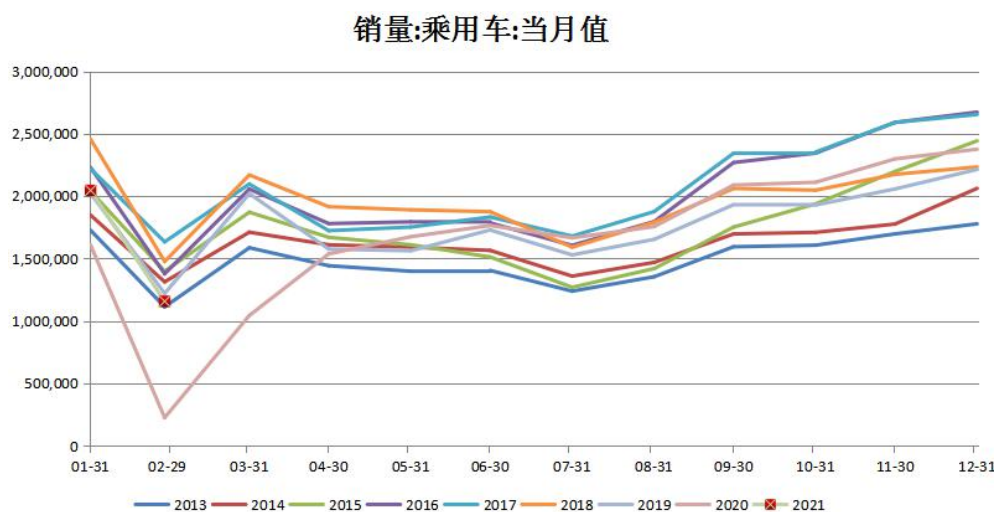
图：重卡销量季节图。数据来源：华联研究所



由于销量提前透支，业内人士预计 2021 年重卡的销量会在 110 万到 120 万辆左右，相比于 2020 年的 160 多万辆是会有一个明显的下降。

但重卡开局数据十分靓丽，预测不一定准确。后期需密切跟踪，超预期的可能性较大。

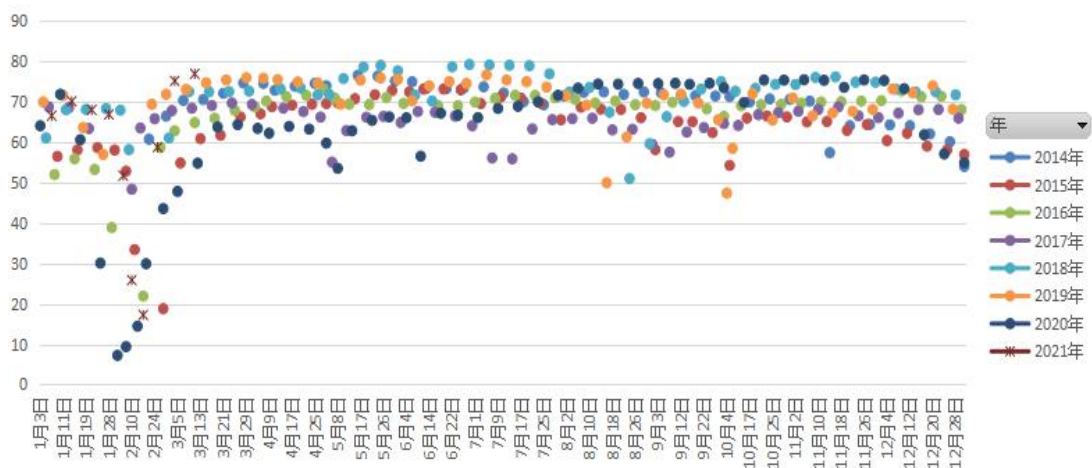
图：乘用车销量。数据来源：华联研究所 wind



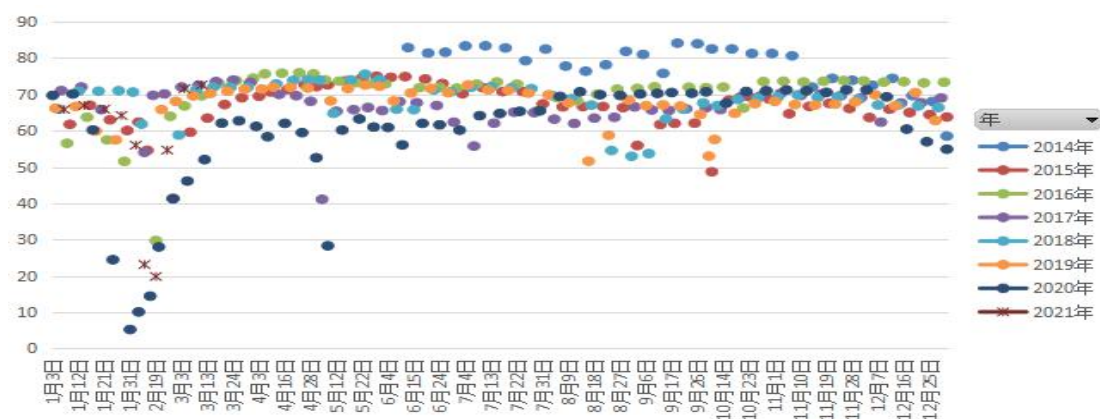
美国轮胎制造商协会发布 2021 年市场预测报告，报告称，2021 年，美国轮胎出货量预计可达 3.157 亿条，同比增长 4.1%。

ANRPC 预测，世界天然橡胶产量受橡胶价格下降，气候变化等因素影响在 2020 年下降 6.8%。预计世界天然橡胶消费量 2020 年下降 7.3%，2021 年增长 8-10%。

图：全钢胎开工率。数据来源：华联研究所 wind



图：半钢胎开工率。数据来源：华联研究所 wind



轮胎开工率升至多年同期高点附近：截至 3 月 11 日，全钢胎开工率 76.85%；半钢胎开工率 72.6%。

四、后市展望

综合研判，虽然流动性利好，有助橡胶水涨船高，但大周期过剩的背景下，橡胶价格重心抬高依然困难重重，只能依靠天气、灾害、政策突变等因素带来的阶段性的供需错配脉冲行情。国内需求同比增长可期，海外复苏预期。供应方面库存高，产量增长预期较好。供需双增，总库存高位。气候模型指向今年底明年初会有一个低点，季节性方面 2-6 月走弱可能性大。预料 RU09 核心区间 13000 至 18000，向上空间大于向下空间。但 RU 期货高升水，对长线多头操作十分不利，多头要注意介入时机，不宜追涨。策略上可卖空虚值看跌期权，或者叠加卖出虚值看涨期权，做卖出宽跨，赚取权利金，风险相对较小。若价格跌至深虚值看跌期权行权价下方，则考虑多头介入时机。

本报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本报告中的资料及其来源是可靠的，但并不保证所载信息的完整性和真实性。本报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据，投资者须独立承担投资风险。本报告版权归华联期货所有。