

研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-89715220

邮箱：generalcd@163.com

报告日期2021年6月22日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

停杯投箸不能食 拔剑四顾心茫然

摘要

1、2021 上半年国内沪胶期货价格呈现冲高回落的走势。受益于全球流动性充裕，欧美实施多轮经济刺激计划，叠加新冠疫苗开始陆续接种，胶市供需结构偏好，乐观预期提振推动胶价在年初 1-2 月份处于上涨阶段。步入 3 月以后，在流动性边际效应递减以及收紧预期影响下，叠加胶市供需结构转弱，负面因素迫使胶价转入振荡下行的趋势。

2、受益于欧美国家经历几轮大规模经济刺激以及新冠疫苗接种率持续回升，经济活跃度稳步修复。而随着经济复苏，通胀上行的确定性进一步升温。在全民免疫、经济复苏、货币政策收紧的逻辑路径越来越清晰的背景下，未来美联储讨论并启动缩减 QE 将成为市场最为关心的事件，全球金融市场风险偏好也将随之降低。

3、从下半年情况看，当前宏观经济尚在恢复进程中，大宗商品价格快速上涨的负面影响在可控范围内。在这种情况下，下半年经济会更多依靠内生动力修复实现稳中加固。2021 年 GDP 增速将呈现“高开后一路下行”态势，二季度后经济增长会逐渐恢复正常。

4、预计 2021 年 6-8 月份，成员国产胶量合计料分别达到 87.87 万吨、102.52 万吨、103.92 万吨、105.53 万吨、107.19 万吨、111.77 万吨和 103.76 万吨，整体呈现供应压力逐渐回升的态势，并对胶价形成负面压力。预计 2021 年天胶生产国协会成员国天胶总产量有望达到 1127.91 万吨，较过去 5 年产量均值的 1154.46 万吨，略微下滑 2.3%。

5、展望 2021 年下半年来看，随着欧美国家疫苗接种率进一步提高以后，新冠疫情的负面影响将彻底消散，欧美国家车市有望恢复至 2019 年的销量程度。预计下半年海外车市料呈现欧美国家车市强于日本车市，而发达经济体的车市强于发展中国家的车市。

6、中国经济运行稳中加固、稳中向好，这对汽车消费的稳定起到良好支撑作用，但世界经济恢复很不平衡，这也给汽车产业发展带来一定困难，特别是芯片供应问题对企业生产的影响逐月加剧，原材料价格大幅上涨进一步加大企业成本压力，因此对于未来汽车行业发展继续保持审慎乐观。

7、2021 年我国重卡销量增速呈现“前高后低”的特征。一季度，国内重卡月度销量增速分别为 61.5%、200%和 83%，二季度开始，月度销量增速下滑至 4%和-12%。重卡市场已经到了由上涨向下降的拐点，后市情况“压力山大”。

8、近五年历史经验来看，后期轮胎行业开工率提升乏力，6 月中旬以后将阶段性回落，直到 9 月中旬以后才有阶段性回升可能，这意味着三季度国内轮胎采购橡胶原料的步伐会放缓，四季度开始原料采购才有所恢复。

9、预计 2021 年下半年国内胶市有望呈现先低后高的节奏。其中沪胶期货主力合约料维持维持在 12000-16000 元/吨区间，而标胶期货主力合约价格重心料维持在 10000-12000 元/吨区间内振荡整理。

一、2021 上半年天胶走势回顾

时光荏苒，天然橡胶期货在告别 2021 上半年走势后，开启了 2021 下半年新的征途。回顾 2021 上半年国内天胶期货走势特征，总体可以归纳为以下一句话：2021 上半年国内沪胶期货价格呈现冲高回落的走势。受益于全球流动性充裕，欧美实施多轮经济刺激计划，叠加新冠疫苗开始陆续接种，胶市供需结构偏好，乐观预期提振推动胶价在年初 1-2 月份处于上涨阶段。步入 3 月以后，在流动性边际效应递减以及收紧预期影响下，叠加胶市供需结构转弱，负面因素迫使胶价转入振荡下行的趋势。“胶价冲高回落”、“前高后低”和“重返弱势”成为 2020 年上半年沪胶期货运行的核心字眼。

可以看到，2021 上半年天然橡胶期货运行节奏大致分为两个阶段：第一阶段（2021 年初至 3 月初）：沪胶主力合约期价自 14000-15000 元/吨区间快速拉升至 17000 元/吨一线上方，最高涨至 17335 元/吨。背后驱动逻辑：欧美经济体经历了数轮经济刺激计划，政策效应开始凸显，同时新冠疫苗研制成功并陆续开始给民众接种，全民免疫预期增强，经济开始修复。同时宽松基调得到延续，胶市供需结构维持偏紧状态，多方面积极因素共振推动胶价快速走高。第二阶段（3 月初至 6 月中旬）：随着胶价快速上行以后，前期利多因素被市场消化。在新冠疫苗接种率上升以后，欧美经济得到稳步复苏，然通胀压力开始凸显，流动性宽松处于极值阶段，未来收紧货币预期逐渐增强，金融市场风险偏好预期加重，商品估值面临调整。与此同时，橡胶迎来季节性割胶旺季，潜在供应压力回升，叠加中国下游车市需求增速放缓，轮胎开工率见顶回落，胶市供需预期转弱导致胶价止涨转跌，步入单边振荡下行的趋势中。

与沪胶走势保持一致，我国标胶期货主力合约与日胶期货主力合约在上半年也基本呈现冲高回落的格局。天然橡胶期货供需结构及宏观面能否在 2021 年下半年迎来改善和转机，种种疑惑且待笔者通过以下几大方面向投资者阐述分析——2021 年下半年天然橡胶商品期货面临的机遇和风险。

图 1、2021 上半年沪胶期货主力合约价格呈现振荡回落，筑底企稳的态势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 2、2021 上半年国内标胶期货主力合约价格呈现振荡回落，筑底企稳的态势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 3、2021 上半年日胶期货连续合约价格呈现振荡回落，筑底企稳的态势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 4、2014-2021 年天然橡胶基差走势图



数据来源：博易大师、宝城期货

二、欧美经济修复良好 全球货币紧缩预期加重

步入 2021 年以来，在疫情得到较好控制的情况下，美国新总统拜登上任以后，先后通过 1.9 万亿美元财政纾困法案、高达 2 万亿美元（后来扩张为 3.25 万亿美元）的新基建计划以及 2022 年 6 万亿美元财政支出预算方案，无限量 QE 以及以上提振市场的消息的确促进了美国经济的快速增长。数据显示，美国一季度 GDP 环比折年率修正值为 6.40%，其中消费对 GDP 增长的拉动占据主导地位，而个人消费支出拉动贡献了 7.40 个百分点。在美国经济强劲复苏带动下，其他主要经济体也是不甘示弱，均交出亮丽的一季度增长答卷：欧元区一季度 GDP 季调同比增长 1.80%，较上季走高 3.10 个百分点；日本 GDP 同比增长 1.90%，较上季度上升 0.80 个百分点；而中国 GDP 因为去年同期低基数导致当季同比增长 18.30%。世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告。报告预计，2021 年全球经济增速为 5.6%。其中，新兴市场和发展中经济体的经济增速将温和反弹至 6%。预计中国 2021 年经济增速将反弹至 8.5%，较此前 7.9% 的预期上调了 0.6 个百分点。

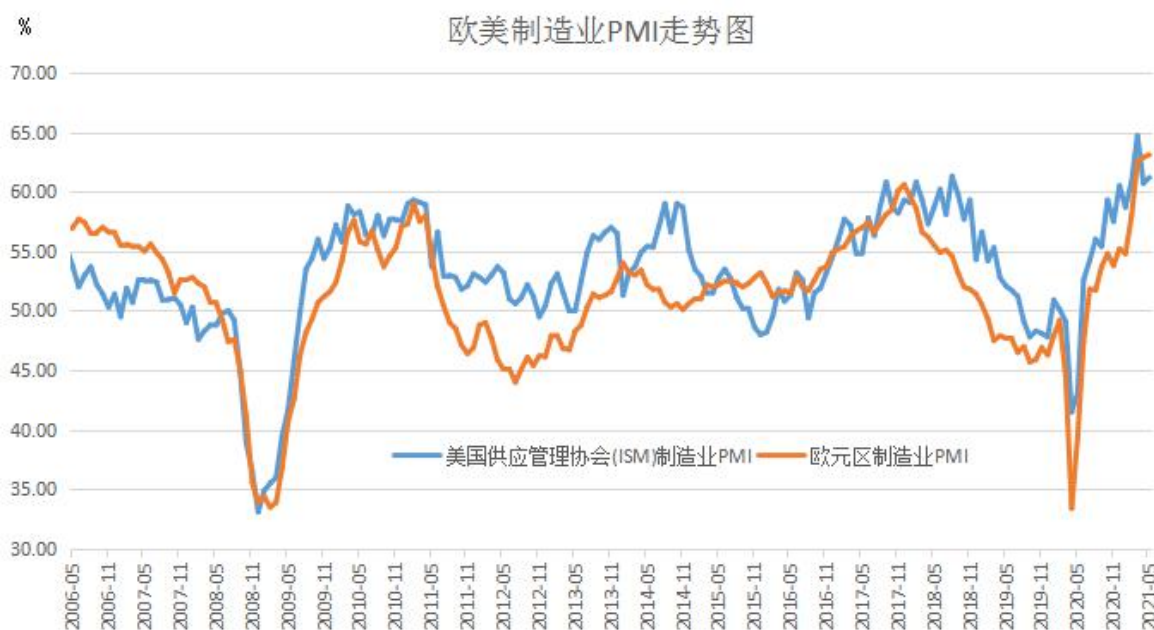
受益于欧美国家经历几轮大规模经济刺激以及新冠疫苗接种率持续回升，经济活跃度稳步修复。据统计，欧元区 5 月 IHS Markit 综合采购经理人指数 PMI 攀升至 56.9，创自 2018 年 2 月以来的最高水平。同时美国 5 月 ISM 制造业 PMI 录得 61.2，也显著高于市场预期。随着欧美发达经济体陆续发布强劲的宏观数据以后，经济向好的乐观预期得到进一步强化。而随着美国不断推出超预期的财政刺激政策以后，市场对于经济复苏和通胀上行的确定性进一步升温。据美国劳工部显示，4 月和 5 月 CPI 年率分别为 4.2% 和 5%，均创 2008 年夏季以来最大同比增幅，剔除食品和能源价格的 5 月核心 CPI 环比上升 0.7%，为 1992 年 6 月以来的最大同比增幅。与此同时，美国初请失业金人数也降至近 15 个月来最低，显示出疫情对美国的影响正在缓解。尽管年初至今，美联储主席鲍威尔和其他联储官员都在试图说服市场，目前物价上涨是由暂时性因素造成的，这些因素会随着时间的推移而减弱，不太可能意味着持续高通胀，承诺不会轻易收紧超常规宽松措施。但值得注意的是，6 月以来美联储隔夜逆回购工具使用量连续创历史新高，达到 5349 亿美元，也在凸显美联储接下来讨论并启动缩减 QE 仍是大概率事件。据显示，在为期两日（6 月 15-16 日）的货币政策会议之后，尽管美联储宣布维持利率不变，并在 2021 年继续维持每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。不过上调了对今明两年的通胀预期，并暗示 2023 年前将加息两次，预计第一次加息可能会比预期更早。据季度预测显示，18 位美联储官员中的 13 位预计 2023

年末前将至少加息一次，3月抱有同样预测的官员有7位。11位官员预计2023年末前将至少加息两次。此外，7位官员预测最早加息的时间可能在2022年，多于3月时的4位。而据美联储点阵图显示，到2023年底，美联储将加息两次。

与美联储货币政策基调稍有差异的是欧洲央行。据显示，欧洲央行公布6月利率决议，维持三大关键利率不变，并承诺将在6-9月显著加快紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买速度，重申PEPP将至少持续到2022年3月底，以及维持1.85万亿欧元总规模不变。对比来看，4月以来欧洲央行与美联储资产规模差距显著缩窄，未来PEPP购债速度继续加快，欧元兑美元可能出现一定贬值压力。同时，欧央行上调了2021-2022年欧元区GDP增速和CPI指数预测，预计2021年欧元区GDP增长4.6%，此前预计增长4%；预计2021年欧元区CPI为1.9%，此前预计为1.5%。欧洲央行行长拉加德整体发言偏鸽，强调了过早收紧货币和财政双重刺激将对经济增长和通胀构成风险，称2021年下半年通胀上行压力有限，但通胀背后的临时因素有所抬升。

在全民免疫、经济复苏、货币政策收紧的逻辑路径越来越清晰的背景下，未来美联储讨论并启动缩减QE将成为市场最为关心的事件，全球金融市场风险偏好也将随之降低。经济发展与合作组织预计，2021-2022年全球经济增速将分别达到5.8%和4.4%，比3月的预测值高出0.2和0.4个百分点。该组织表示，调高经济预测的原因是疫苗接种加快以及主要经济体实施大规模经济刺激政策。

图 5、2021 年美国 and 欧元区国家制造业 PMI 走势图



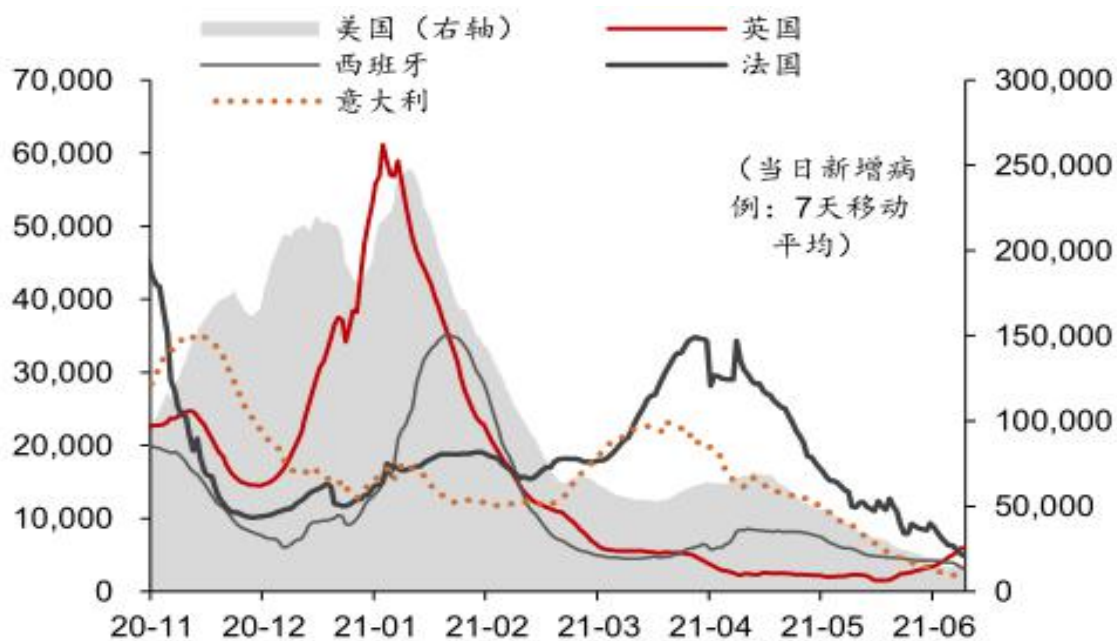
数据来源：宝城期货

图 6、2016-2021 年美国 10 年期国债收益率走势图



数据来源：宝城期货

图 7、欧美国家新增新冠病例数量继续回落走势图



数据来源：宝城期货

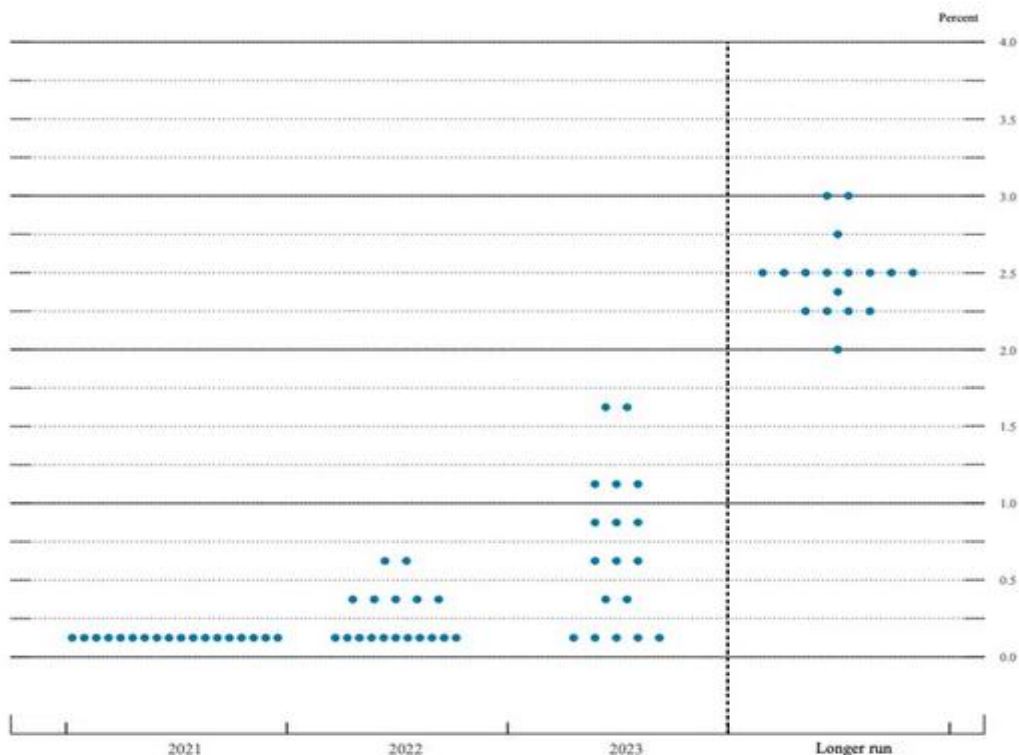
图 8、2021 年美联储扩表速度有所加快



数据来源：宝城期货

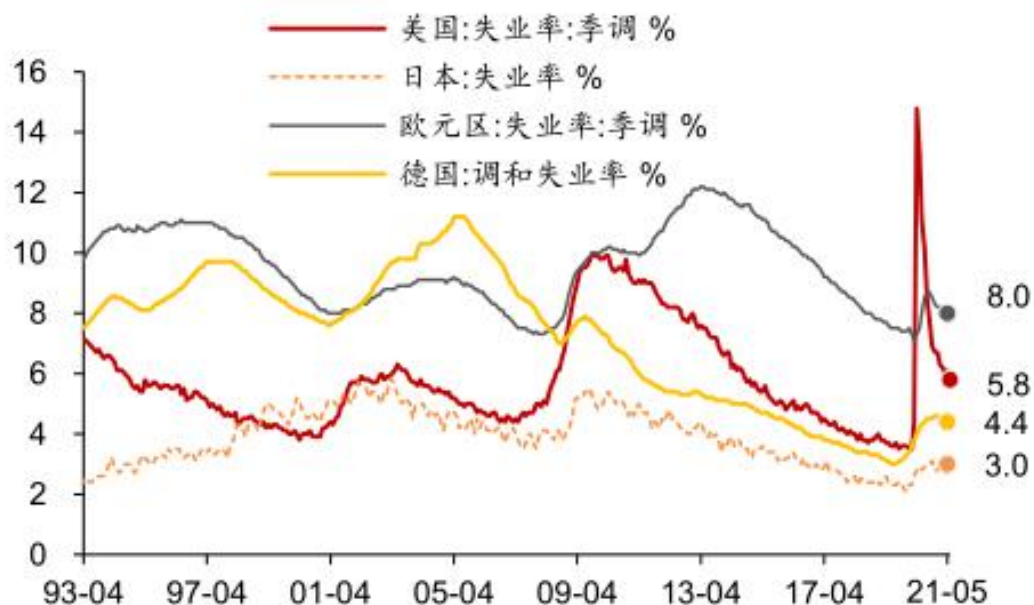
图 9、美联储大幅上调通胀率增长预期至 3.4%，并预期 2023 年或会加息两次性

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



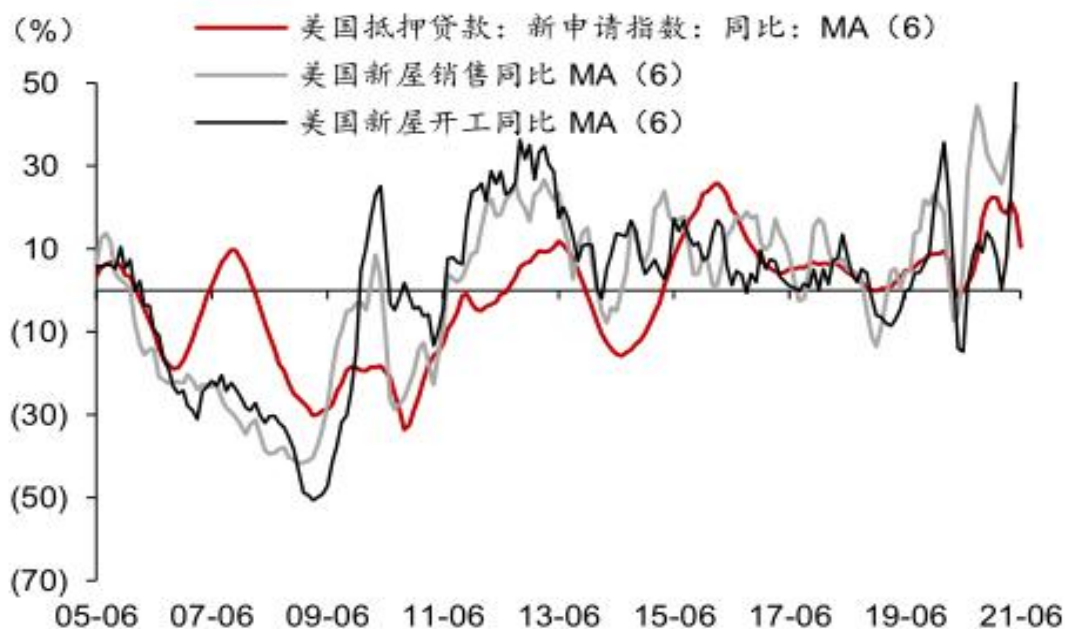
数据来源：宝城期货

图 10、2021 年 5 月全球主要经济体失业率继续下行



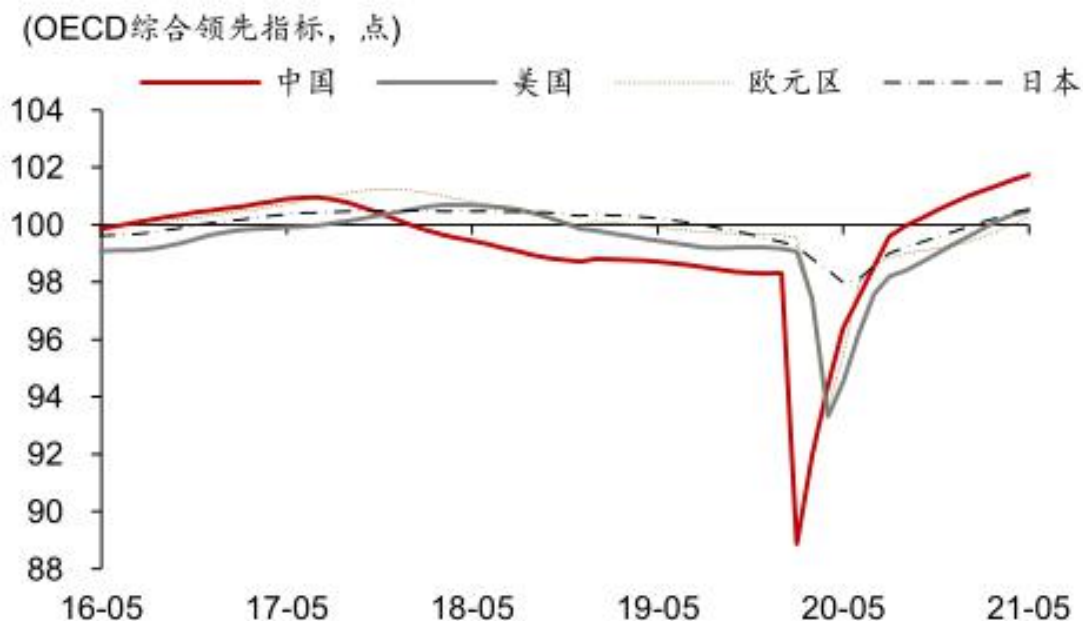
数据来源：宝城期货

图 11、2021 年 5 月美国新屋销售和开工同比回升



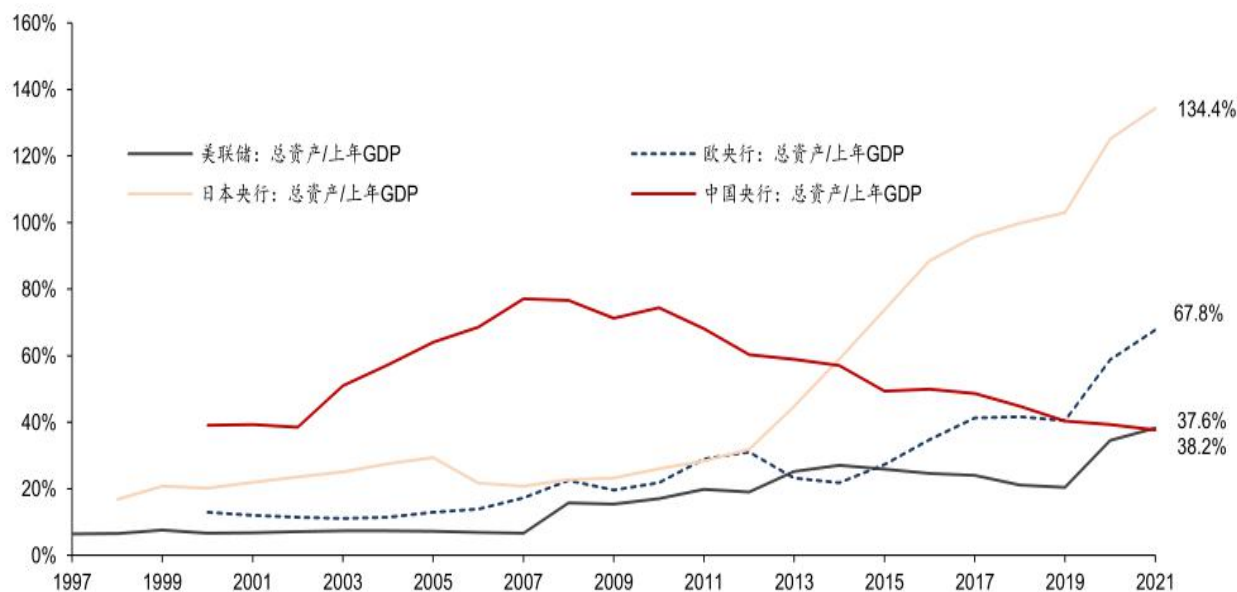
数据来源：宝城期货

图 12、今年以来中美日欧 OECD 综合领先指标已经回升至荣枯线上方



数据来源：宝城期货

图 13、主要央行年末资产负债表规模和本国/本地区上年 GDP 之比 (%)



数据来源：宝城期货

三、下半年我国经济增长有望继续平稳运行

步入 2021 年上半年以来，在国内新冠疫苗陆续接种以及严防控制下，国内经济受到疫情的影响逐渐消退。不仅如此，承接海外旺盛的需求，消费品出口维持在高位，我国出口进一步增长。作为“十四五”开局首季，我国经济延续复苏态势。在经历一季度国内经济高速增长以后，随着 2020 年同期基数逐步抬高，二季度开始主要宏观指标增速均有所回落，显示经济运行正逐渐回归常态。据统计，2021 年 4 月和 5 月，官方制造业采购

经理人指数为 51.1 和 51，其均值 51.05 较一季度的均值 51.27 小幅回落。与此同时，据我国海关署数据统计，今年前 5 个月，我国进出口总值 14.76 万亿元人民币，同比增长 28.2%，比 2019 年同期增长 21.6%。其中，出口 8.04 万亿元，同比增长 30.1%，比 2019 年同期增长 23.6%；进口 6.72 万亿元，同比增长 25.9%，比 2019 年同期增长 19.2%；贸易顺差 1.32 万亿元，同比增加 56.2%，整体延续进出口稳中向好态势。与此同时，生产端稳中加固趋势继续保持。据国家统计局公布数据显示，2021 年前 5 个月，全国规模以上工业增加值同比增长 17.8%，两年平均增长 7.0%，其中 5 月份环比增长 0.52%；全国固定资产投资（不含农户）同比增长 15.4%，两年平均增长 4.2%，其中 5 月份环比增长 0.17%。值得注意的是，前 5 个月，制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1 至 4 月份的下降转为增长 0.6%，表明市场主体投资信心增强。此外，消费保持较好恢复态势。5 月份，社会消费品零售总额 35945 亿元，同比增长 12.4%，两年平均增长 4.5%；环比增长 0.81%。虽然随着低基数效应减弱，5 月份主要宏观数据同比增速放缓，但从剔除基数影响的两年平均增速来看，消费、投资、服务业生产指数均有所加快，制造业投资两年平均增速年内首次转正，调查失业率降至两年多新低，这些都表明经济持续恢复，继续呈现稳中加固、稳中向好态势。

中国经济稳健复苏及对全球经济增长的贡献得到了世行的高度肯定。2021 年东亚和太平洋地区的复苏将最为强劲，这主要得益于中国的强劲增长。预计 2021 年中国对全球经济增长的贡献将超过 1/4。整体来看，我国投资恢复性增长的趋势不会改变，投资动能不断增强，但仍需注意输入性通胀风险。据显示，2021 年 5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.3%。1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 0.4%。2021 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 9.0%，环比上涨 1.6%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 4.4%。

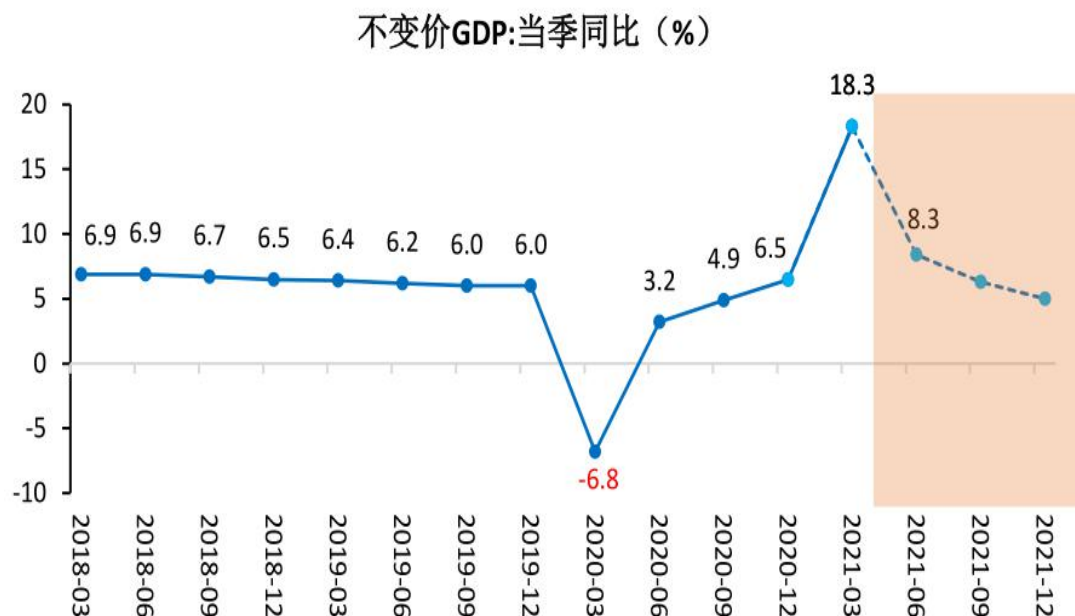
从下半年情况看，当前宏观经济尚在恢复进程中，大宗商品价格快速上涨的负面影响在可控范围内，预计二季度之后 PPI 上升压力将有所减轻，PPI 向 CPI 的全面传导较难发生。“三驾马车”方面，年内消费或难以恢复至疫情前水平，出口依然有较强支撑，基建类支出持续低迷局面有望缓和，但房地产投资上行空间有限。预计三季度 PPI 将维持相对高位，四季度回落幅度加快；CPI 延续温和回升，同比高点有望出现在四季度。在这种情况下，下半年经济会更多依靠内生动力修复实现稳中加固。制造业投资、服务性消费、商品出口可能会成为结构性亮点。2021 年 GDP 增速将呈现“高开后一路下行”态势，二季度后经济增长会逐渐恢复正常。目前对于 2021 年剩下三个季度的 GDP 增速预期分别为 8.2%、6.0% 和 5.3%。对于 2022 年四个季度 GDP 增速预期也全部低于 6%。总结而言，市场对下半年以及明年的经济强度预期并不高。

图 14、2021 年一季度我国 GDP 增速达到 18.3%



数据来源：宝城期货

图 15、预计 2021 年我国 GDP 增速料呈现前高后低的走势



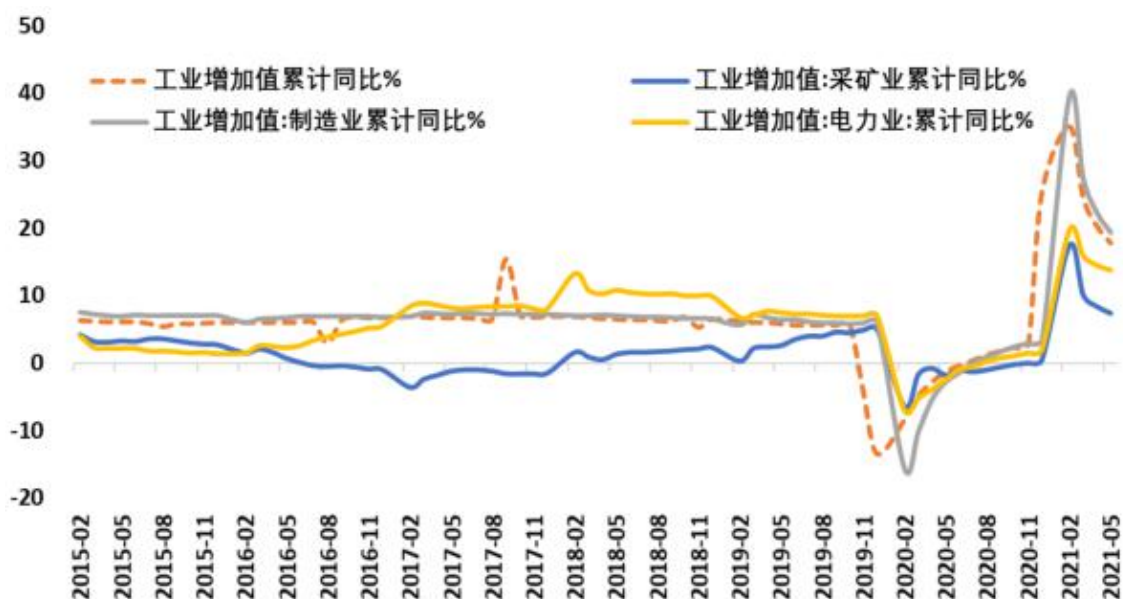
数据来源：宝城期货

图 16、2021 年 5 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图



数据来源：宝城期货

图 17、2021 年 4 月我国工业增加值稳步提高



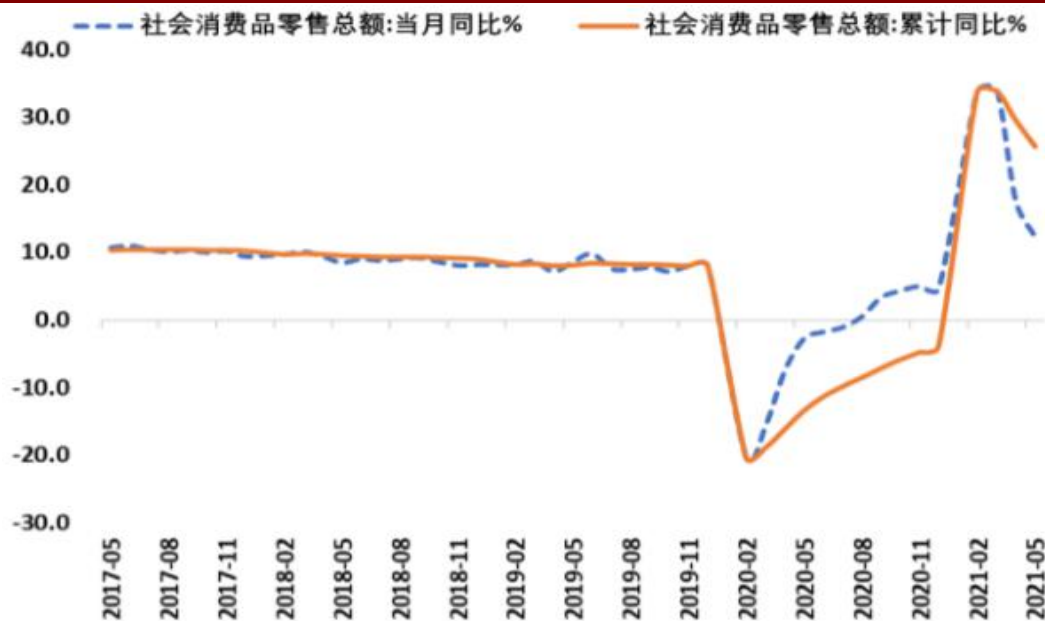
数据来源：宝城期货

图 18、2021 年 4 月我国固定资产投资及基建投资同比增速走势图



数据来源：宝城期货

图 19、2021 年 4 月我国社会消费品零售情况



数据来源：宝城期货

图 20、2021 年 1-5 月我国 CPI 和 PPI 增速走势图



数据来源：宝城期货

图 21、2021 年 1-5 月我国社会融资规模存量同比走势图



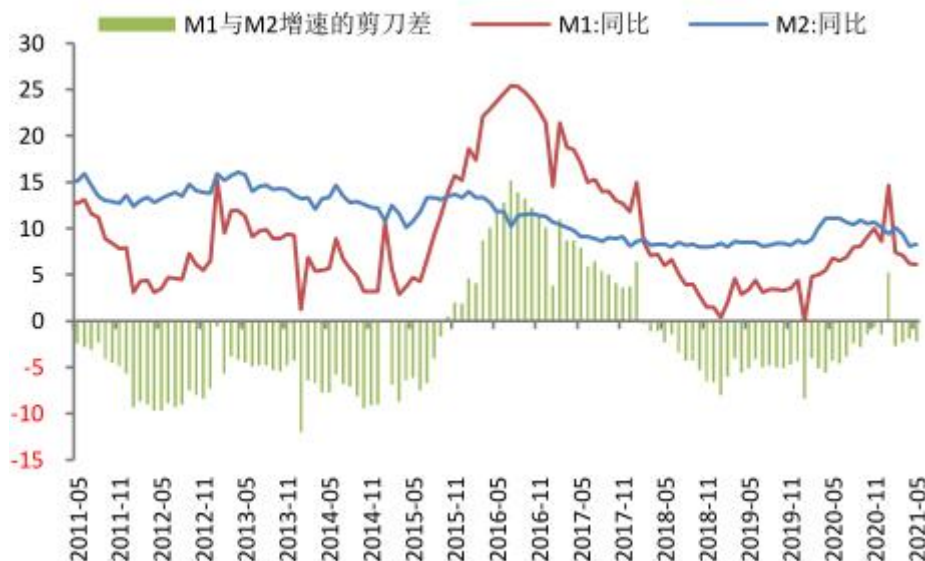
数据来源：宝城期货

图 22、2021 年 5 月我国新增社会融资规模结构



数据来源：宝城期货

图 23、2021 年 1-5 月我国 M1 和 M2 货币增速走势图



数据来源：宝城期货

四、国内外天胶产量环比逐渐增加 全年略微下滑

步入 2021 年 6 月以来，东南亚产胶国自北向南开启新一轮割胶旺季，如果物候条件正常，二季度天胶供应将维持高位。据显示，自 5 月中旬以来泰国产区逐渐开割，但是开割初期整体放量偏少，加之月初受降雨等因素影响，胶水-杯胶价差扩大至 18.5 泰铢/公斤。5 月中旬以来泰国国内疫情有所反复，全年来看劳工跨境或仍较为困难，预计胶工不足仍将一定程度上影响产出。自 5 月中旬起，受到自缅甸方面的西南风影响，将对泰国尤其是北部及东北部区域造成更多的雷暴与降雨，同时南部及东部地区降雨也将有所增加。整体对天胶生产将造成一定影响。国内方面，云南产区虽在今年年初遭遇白粉病，整体开割后延，但 6 月开始，开割率也恢复至往年的 8 成左右，预计在 6 月底有望恢复至同期水平。海南产区方面，5 月中旬左右就已经全面开割，新胶释放显著增多。

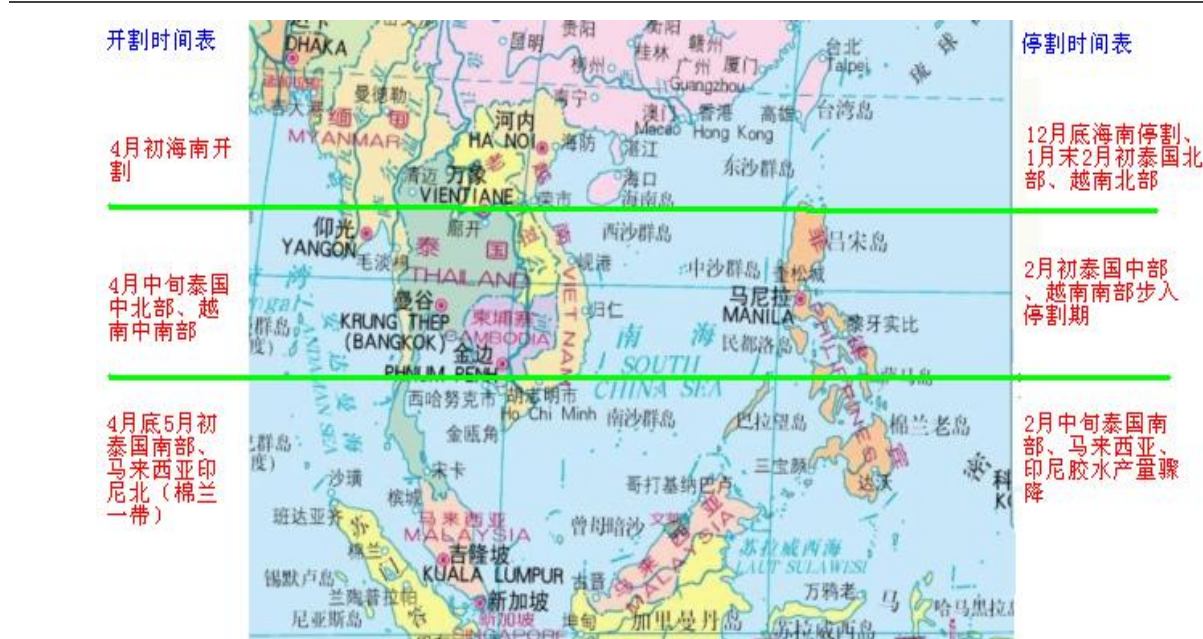
在具体产量方面，据天胶生产国协会（ANRPC）发布的数据显示，2021 年 5 月天胶生产国协会成员国合计产量达 83.42 万吨，较去年同期的 77.07 万吨，大幅增长 8.24%，较近 5 年均值下降 1.14%。1-5 月天胶生产国协会成员国合计产量达 405.35 万吨，较去年同期的 390.43 万吨，小幅增长 3.82%，较近 5 年均值的 423.58 万吨下降 4.30%。

根据过去 5 年天胶生产国协会（ANRPC）发布的数据显示，2016-2020 年该组织成员国 6 月产量均值达 88.88 万吨，7 月产量均值达 103.70 万吨，8 月产量均值达 105.12 万吨，9 月产量均值达 106.75 万吨，10 月产量均值达 108.43 万吨，11 月产量均值达 113.05 万吨，12 月产量均值达 104.95 万吨，分别较 5 月产量均值的 84.38 万吨，分别增长 5.33%、22.90%、24.58%、26.51%、28.50%、33.98%和 24.38%。如果在没有极端天气的以及疫情大规模在东南亚国家扩散的情况下，今年 6-12 月份，产胶国产胶量月度环比增长势头难以遏制。以过去五年产量增幅估算，预计 2021 年 6-8 月份，成员国产胶量合计料分别达到 87.87 万吨、102.52 万吨、103.92 万吨、105.53 万吨、107.19 万吨、111.77 万吨和 103.76 万吨，整体呈现供应压力逐渐回升的态势，并对胶价形成负面压力。预计 2021 年天胶生产国协会成员国天胶总产量有望达到 1127.91 万吨，较过去 5 年产量均值的 1154.46 万吨，略微下滑 2.3%。

笔者给出的产胶国产量预估模型也基本上符合近几十年东南亚产胶国的产量趋势。可以看到，由于在 2005-2012 年期间，产胶国新种植面积呈现井喷态势，这预示着新胶高增产周期会在 2013-2019 年凸显，从 2020 年开始，产量达到峰值，增速逐渐放缓（橡胶幼苗期 7 年左右）。步入 2021 年以后，产胶国产量虽然不会出

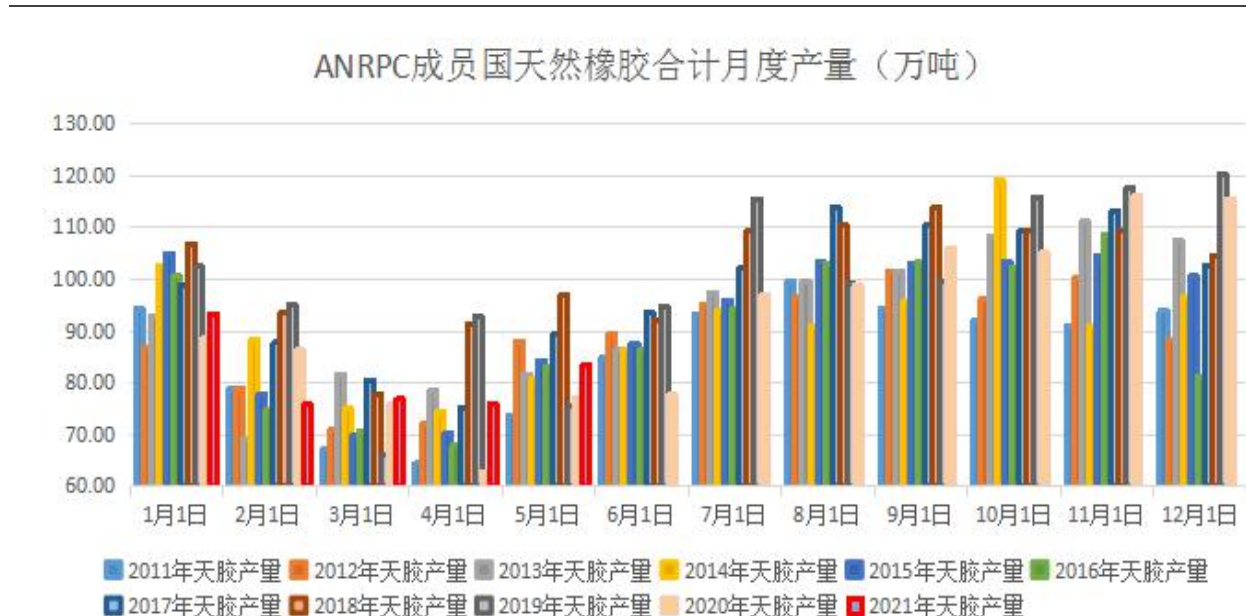
现峰值过后的快速滑坡，绝对量依然维持高位。叠加极端气候对产胶量的影响，以及印度变异病毒传播至东南亚，引发泰国、缅甸、老挝、越南和柬埔寨等产胶国感染变种新冠病毒的人数逐渐增加，对于天胶供应链和橡胶种植业大量依赖于外来劳工的产胶国而言，产量下滑风险正在逐渐增大，并可能对下半年产胶量形成实质性的影响，这值得引起投资者的密切关注。因此，鉴于极端气候和疫情影响，笔者预计 2021 年天胶生产国协会（ANRPC）成员国产量料维持在 1100-1120 万吨。

图 24、东南亚产胶国开割、停割时间分布图



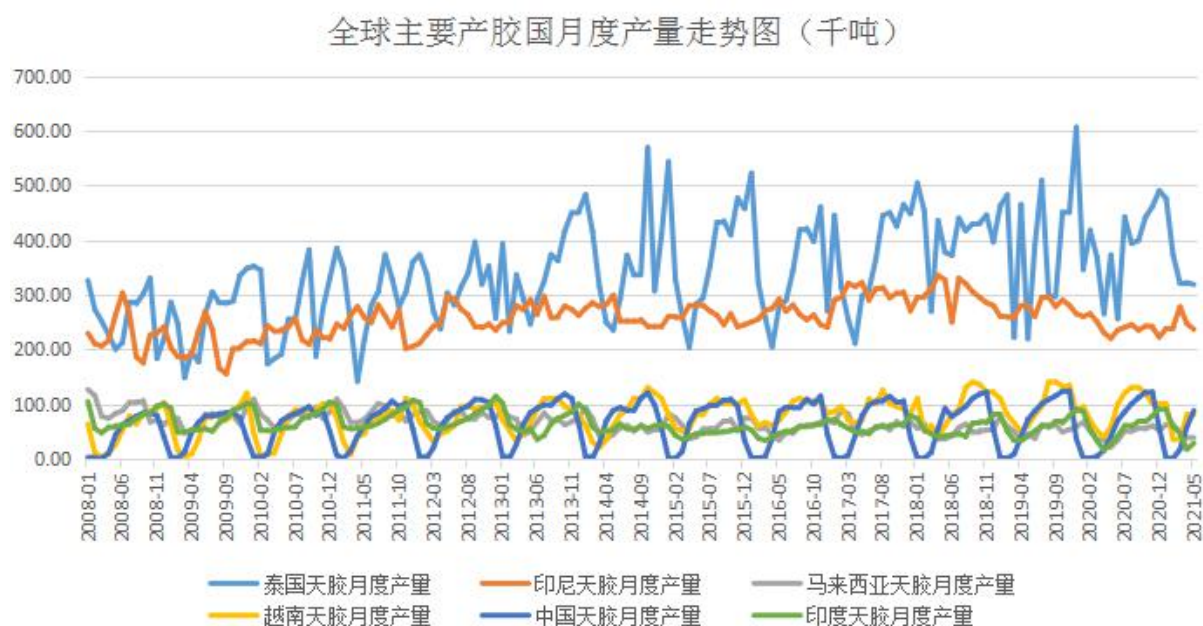
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 25、2011-2021 年 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量（万吨）



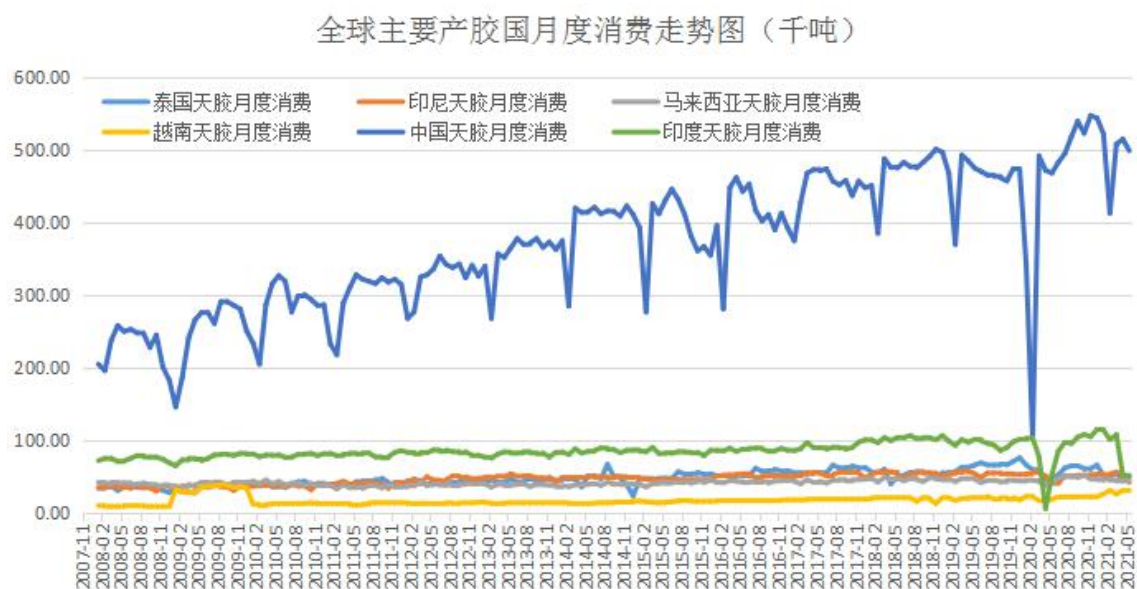
数据来源：WIND、宝城期货

图 26、2007-2021 年全球主要产胶国月度产量走势图（千吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

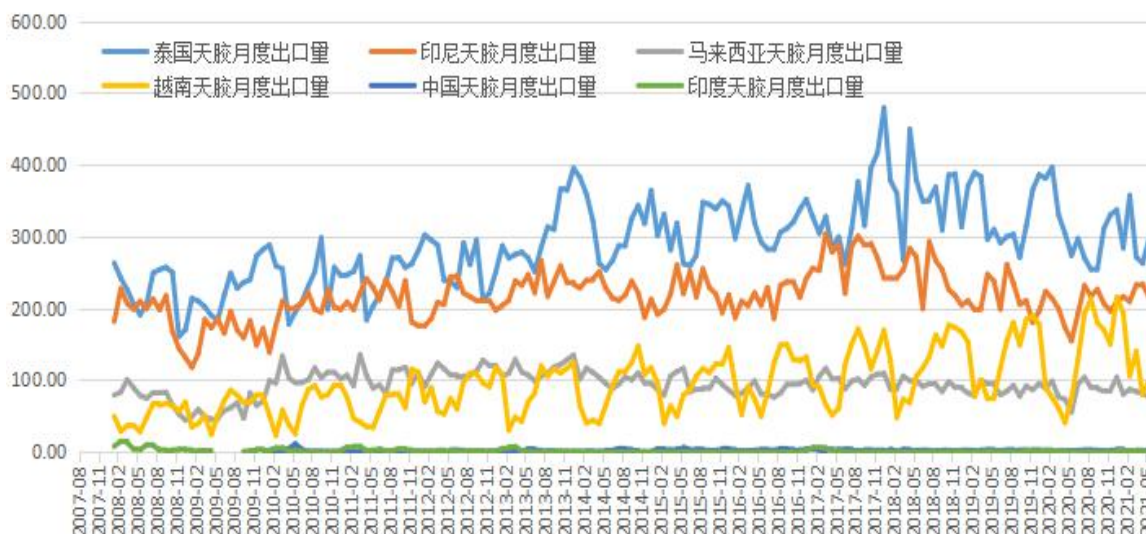
图 27、2008-2021 年全球主要产胶国月度消费量走势图（千吨）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

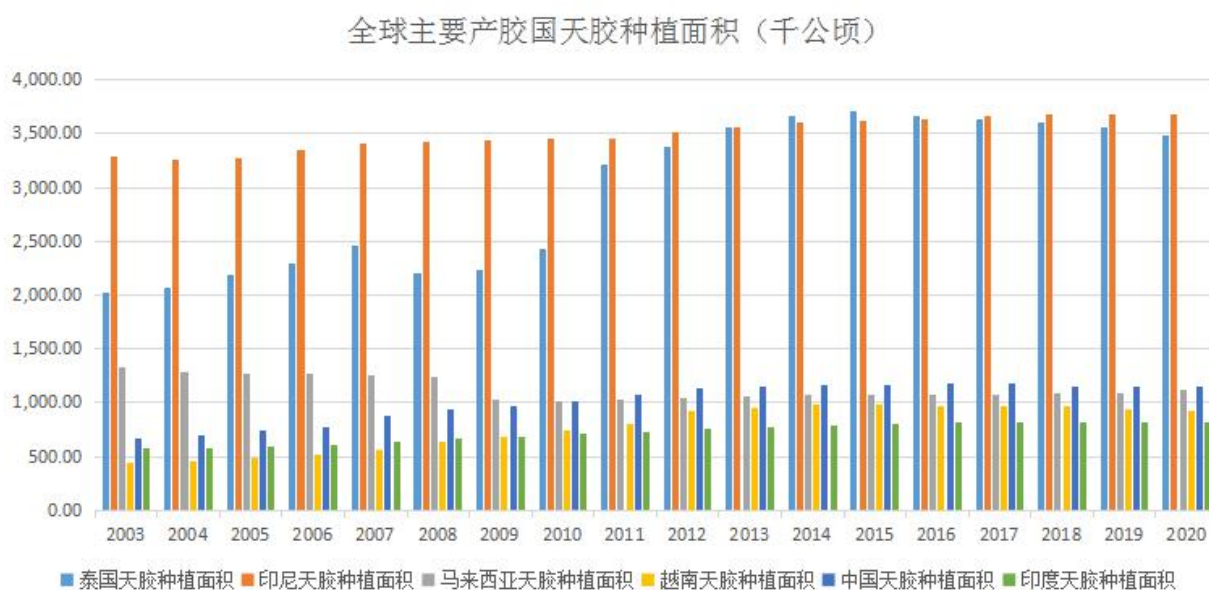
图 28、2007-2020 年全球主要产胶国月度出口量走势图（千吨）

全球主要产胶国月度出口量走势图（千吨）



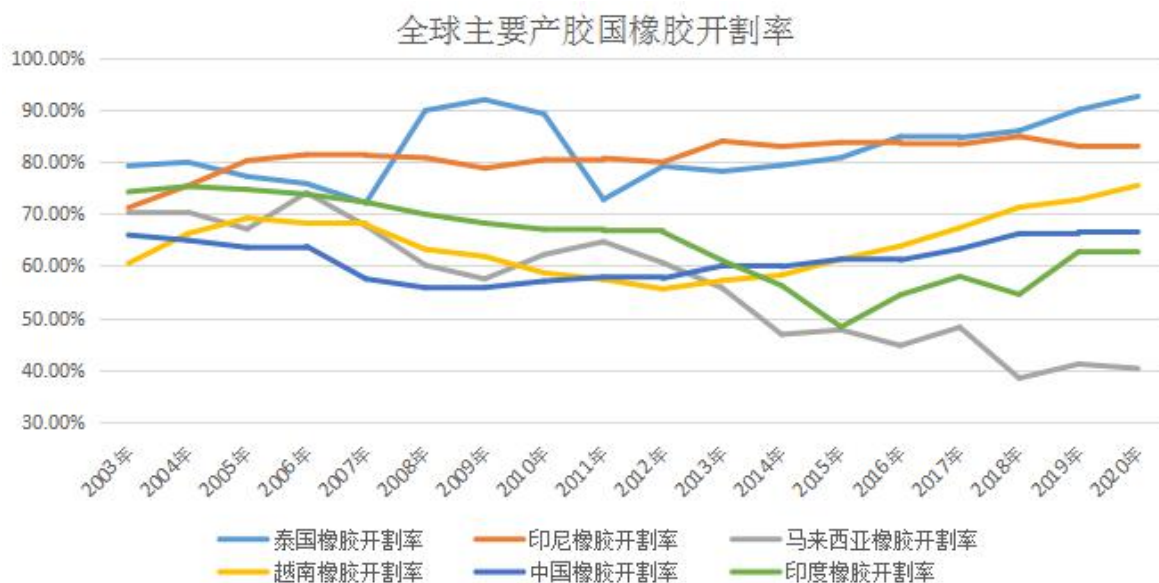
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 29、2007-2020 年全球主要产胶国天胶种植面积走势图（千公顷）



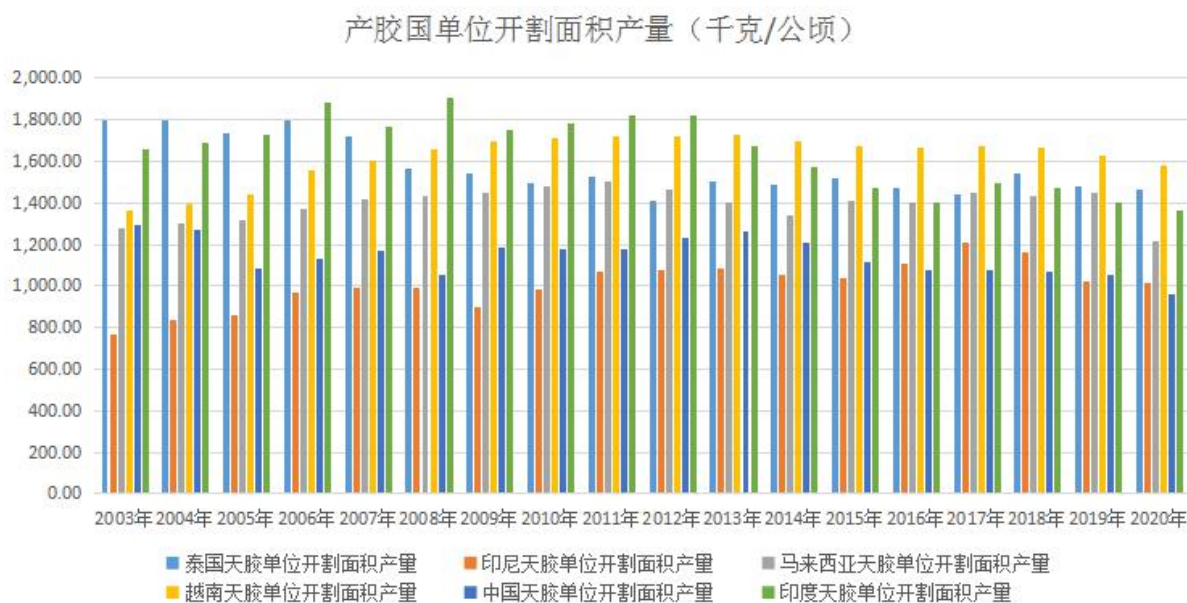
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 30、2007-2020 年全球主要产胶国橡胶开割率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 31、2007-2020 年全球主要产胶国单位开割面积产量走势图（千克/公顷）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

五、海外疫情逐渐消退 欧美日车市积极恢复

步入 2021 年以来，随着欧美等发达经济体加快接种新冠疫苗以后，接种率持续回升，群体免疫力增强，感染力下降，欧美经济稳步恢复，推动新车销量快速增加。据美国商务部经济分析局最新数据显示，2021 年 5 月，美国汽车销量继续实现恢复性爆发性增长，当月销量完成 162.16 万辆，同比增长 41.9%，两年平均下降 0.2%。1-5 月美国汽车销量累计达 701.34 万辆，较去年同期大幅增长 32.0%，两年平均增长 0.7%。经季节性

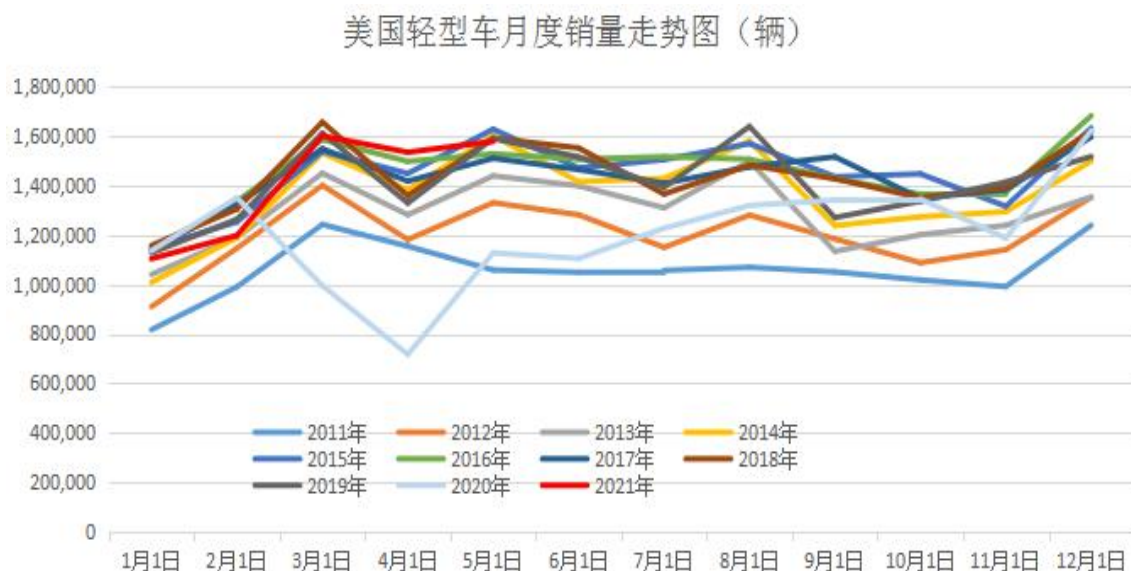
因素调整后的美国全年新车销量速率(SAAR)在 1710 万辆,高于 J.D Power/LMC、TrueCar 和 Cox Automotive 的 1620 万辆至 1670 万辆的预测。据显示,自 2020 年 9 月以来(除去年 11 月份外),美国 SAAR 每月都超过 1600 万辆,过去三个月里每月都在 1700 万左右徘徊。在美国新车需求强劲的背景下,由于微芯片短缺,许多汽车制造商被迫闲置装配厂,导致新车库存大幅减少。据了解,美国汽车行业在进入 6 月份时库存周转天数为 23 天,创历史新低,低于 5 月份开始时的 33 天以及 2020 年 6 月初的 61 天。

与美国车市一样,欧洲车市在 2021 年上半年也呈现偏强状态。据欧洲汽车制造商协会(ACEA)发布的数据,2021 年 4 月份,欧洲新车注册量达 103.35 万辆,同比大幅增长 211.20%。1-4 月份,欧洲新车注册量累计达到 409.59 万辆,同比大幅增长 26.95%。由于欧洲封城措施结束,居民出行人数增多,购买新车意愿显著回升,导致欧洲汽车市场快速回暖。预计在新冠疫情影响因素消退以后,下半年欧洲车市还将进一步复苏。

在日本车市方面,据日本汽车销售协会联合会与日本全国微型车协会联合会发布的数据显示,虽然去年 5 月开始,由于受日本首次发布实施紧急状态的影响,该国新车销量同比下降 44.9%,创下自 1968 年开始有统计以来的最大降幅。但随着疫苗接种普及,居民出行意愿回升,但受半导体零部件产量不足等因素影响,车企的产量仍难以提高,且消费者的购车意愿还没有恢复到新冠疫情爆发前的水平。据统计,2021 年 5 月,日本国内的新车销量为 31 万 9318 辆,同比增长 46.2%,但较 2019 年同期仍有 19.3%的下滑。1-5 月,日本新车销量达 209.90 万辆,较去年同期的 186.04 万辆,大幅增长了 12.83%。

展望 2021 年下半年来看,随着欧美国家疫苗接种率进一步提高以后,新冠疫情的负面影响将彻底消散,欧美国车市有望恢复至 2019 年的销量程度,预计下半年欧美新车销量仍将保持同比高速增长,两年年均增速维持略微正增长。不过需要关注日本方面,变异病毒叠加举办奥运会,或导致疫情再度加重,不排除下半年存在二次爆发的风险,对于车市冲击仍有潜在影响。预计下半年海外车市料呈现欧美国车市强于日本车市,而发达经济体的车市强于发展中国家的车市。

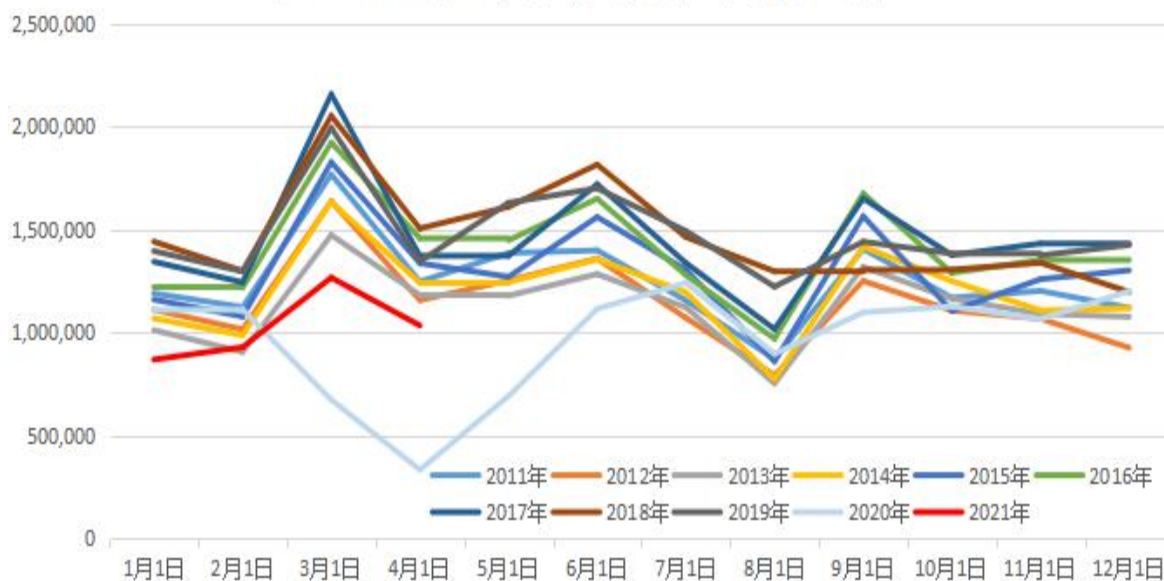
图 32、美国 2021 年 1-5 月份轻型车月度销量走势图



数据来源: WIND 资讯、宝城期货

图 33、欧盟 27 国 2021 年 1-5 月份机动车销量走势图

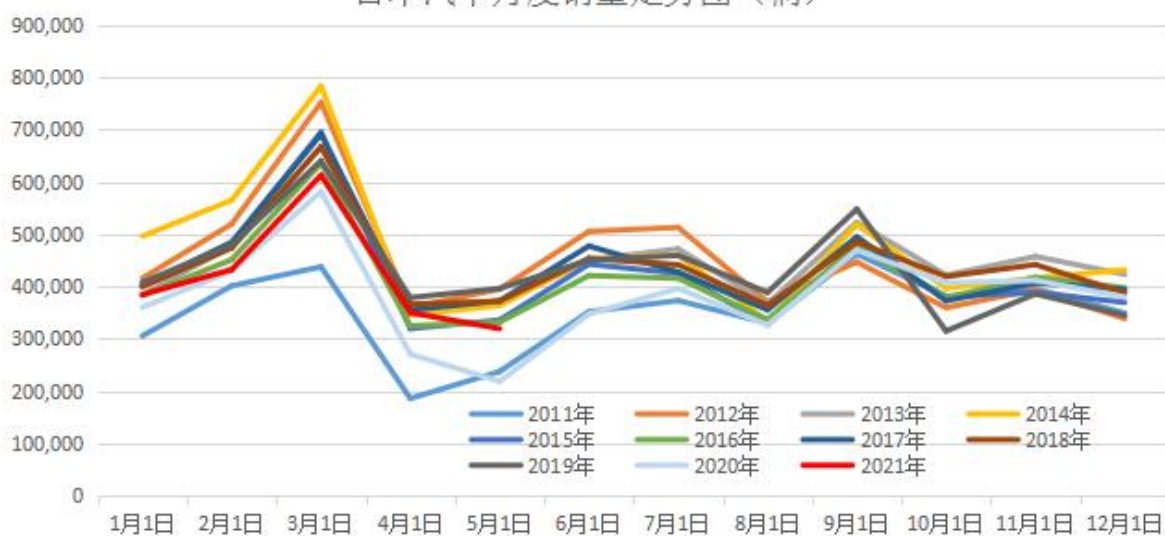
欧盟27国注册量机动车月度销量走势图（辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 34、2021 年 1-5 月份日本汽车月度销量走势图

日本汽车月度销量走势图（辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

六、高基数限制 二季度国内车市产销增速放缓

众所周知，国内天胶主要用于轮胎生产，而轮胎需求强弱又取决于终端车市景气度。经历 2020 年新冠肺炎疫情影响后，我国新车市场产销虽一度出现断崖式下跌，不过“凤凰涅槃，浴火重生”。自去年下半年以来，国内新车产销增速由负转正，步入乐观态势。据中国汽车工业协会发布的数据显示，2020 年全国汽车产销分别完成 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比分别下降 2%和 1.9%，降幅比上年分别收窄 5.5 和 6.3 个百分点。

进入 2021 年以后，虽然我国车市产销延续积极乐观的态势，不过在去年二季度高基数以及今年一季度高速增长以后，今年二季度国内新车产销量增速开始放缓，且环比增速出现回落。据中国汽车工业协会发布的数据显示，5 月我国汽车产销分别达到 204.0 万辆和 212.8 万辆，环比下降 8.7% 和 5.5%，同比下降 6.8% 和 3.1%。前 5 月汽车产销 1062.6 万辆和 1087.5 万辆，同比增长 36.4% 和 36.6%，增速比 1-4 月回落 17 个百分点和 15.2 个百分点。很明显，从市场情况来看，由于 2020 年二季度开始汽车产销逐步恢复，低基数带来的高增长影响明显减弱，因此当月产销同比增速均比上月明显回落。

分车型来看，在乘用车方面，在去年同期基数快速增加的背景下，乘用车增长压力明显增加，产销已呈现小幅下降，但豪车仍呈现增长。5 月乘用车产销 161.7 万辆和 164.6 万辆，环比下降 5.7% 和 3.4%，同比下降 2.7% 和 1.7%。1-5 月，乘用车产销 828.5 万辆和 843.7 万辆，同比增长 39.1% 和 38.1%。商用车方面，5 月商用车产销 42.4 万辆和 48.2 万辆，环比下降 18.6% 和 12.1%，同比下降 19.7% 和 7.4%。1-5 月商用车产销 234.1 万辆和 243.8 万辆，同比增长 27.8% 和 31.9%。新能源汽车产销表现好于整体车市，继续刷新当月历史记录。中汽协公布的数据显示，5 月，新能源汽车产销均完成 21.7 万辆，同比分别增长 1.5 倍和 1.6 倍。其中，纯电动汽车产销分别完成 18.1 万辆和 17.9 万辆，同比分别增长 1.8 倍和 1.7 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 3.6 万辆和 3.9 万辆，同比分别增长 67.8% 和 1.2 倍。

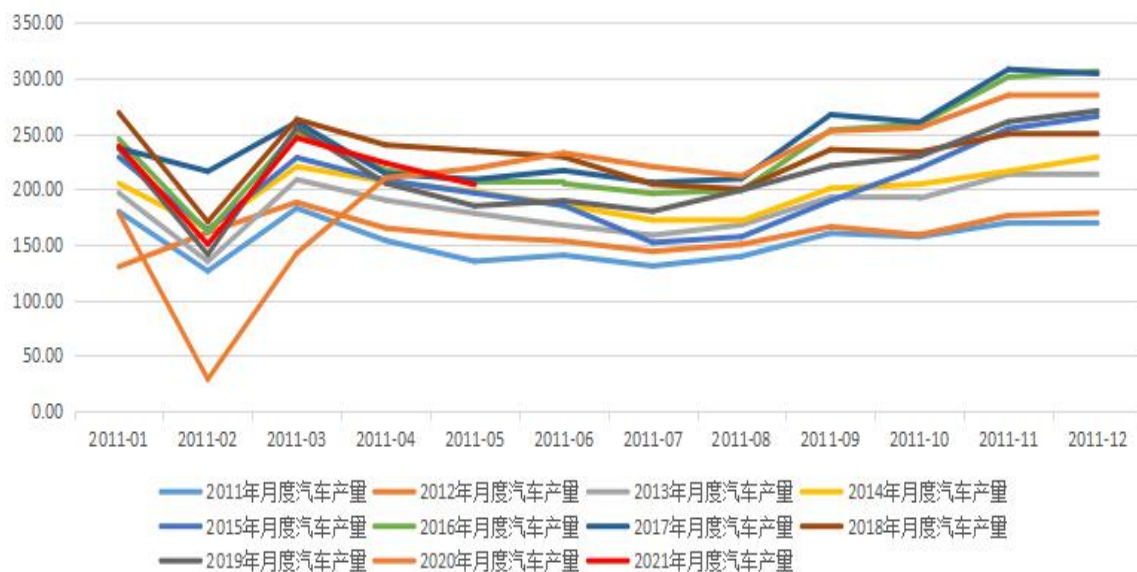
需要关注的是，全球疫情走势和国际环境还存在较大不确定性，国内各行业间恢复仍不均衡，芯片供应短缺问题对汽车生产的影响还在延续。二季度开始国内新车销量下滑最大的问题是芯片问题，估计 6 月份的数据也不会太乐观。芯片短缺问题对 2021 年二季度影响很大，三季度末将有一定缓解，四季度就会缓解。

在终端零售环节，受益于 2021 年国内新车销量继续稳步增长，而芯片短缺导致汽车厂家实施减产计划，经销商库存压力显著缓解。据中国汽车流通协会发布的数据显示，2021 年 1-5 月份，汽车经销商库存预警指数均值为 55.42%，较去年同期的 62.84%，大幅下滑了 7.42 个百分点。2021 年 5 月汽车经销商库存预警指数为 52.9%，同比、环比双降，分别下降 1.3 和 3.5 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。进入 6 月份，汽车市场的淡季效应也逐渐显现，同时麦收农忙时节，华南及东南部分地区持续降雨天气，消费者进店看车购车减少，市场需求有所回落，此外芯片短缺的影响波及到更多车型，厂家生产放缓，订单交付时间延长。预计 6、7 月国内车市将进入季节性调整阶段。以去年 6-12 月份汽车经销商库存预警指数均值为 57.37%，预计 2021 年 6-12 月份汽车经销商库存预警指数均值有望下滑至 50% 分水岭附近。

在后疫情时期，中国经济运行稳中加固、稳中向好，这对汽车消费的稳定起到良好支撑作用，但世界经济恢复很不平衡，这也给汽车产业发展带来一定困难，特别是芯片供应问题对企业生产的影响逐月加剧，原材料价格大幅上涨进一步加大企业成本压力，因此对于未来汽车行业发展继续保持审慎乐观。从 2021 全年的销量来看，可能会比之前 4% 增长的预测高一些。全年实现同比 6.5% 的增长、整体销量达到 2700 万辆是比较乐观的估计，新能源汽车从原来的 180 万辆调整到 200 万辆也是可以实现的。

图 35、2011-2021 年国内新车月度产量走势图（万辆）

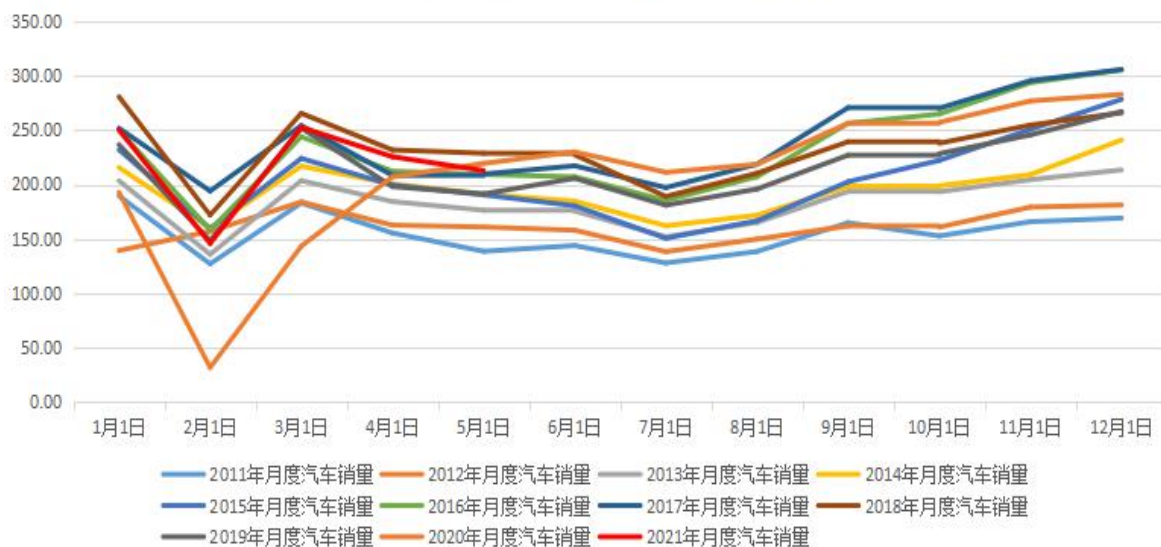
2011-2021年国内新车产量走势图（万辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 36、2011-2021 年国内新车月度销量走势图（万辆）

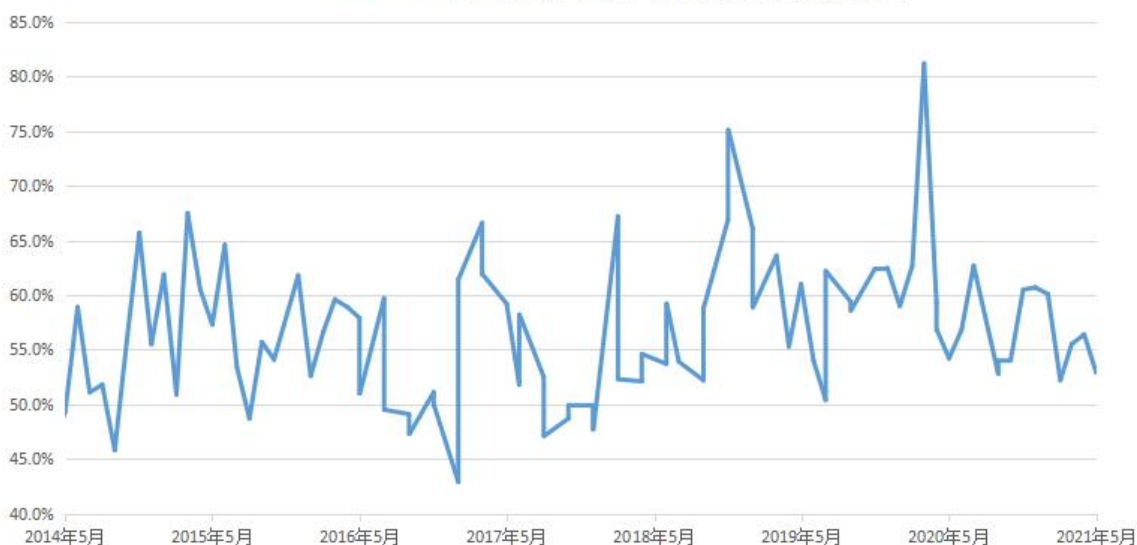
2011-2021年国内新车销量月度走势图（万辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 37、2021 年 5 月中国汽车经销商库存预警指数回落至 52.9%

2014-2021年中国汽车经销商库存预警指数走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

七、2021 年下半年国内重卡销量增速放缓

步入 2021 年以来，受益于去年一季度疫情因素影响，我国物流运输和生产纷纷处于偏低水平，同时重卡销量也较低，导致今年一季度重卡和物流业迎来高速增长态势，不过这种高速增长的模式在二季度发生降速。一方面，去年二季度经济快速回暖，高基数效应凸显，另一方面，经济恢复以后，宽松货币政策逐渐退出以及产业政策也消化殆尽，引发物流运输和重卡销量在二季度出现显著的环比下滑态势，前高后地的特征较为明显。

据中国物流与采购联合会发布的统计数据显示，2021 年 5 月份中国物流业景气指数为 55.8%，较上月回落 1.5 个百分点，较去年同期增长 1 个百分点。1-5 月份，中国物流业景气指数平均值达 54.44%，较去年同期的 47.2%，大幅增长 7.24 个百分点。从下半年来看，国内物流业需求市场稳定，物流运行将继续保持平稳运行的态势。

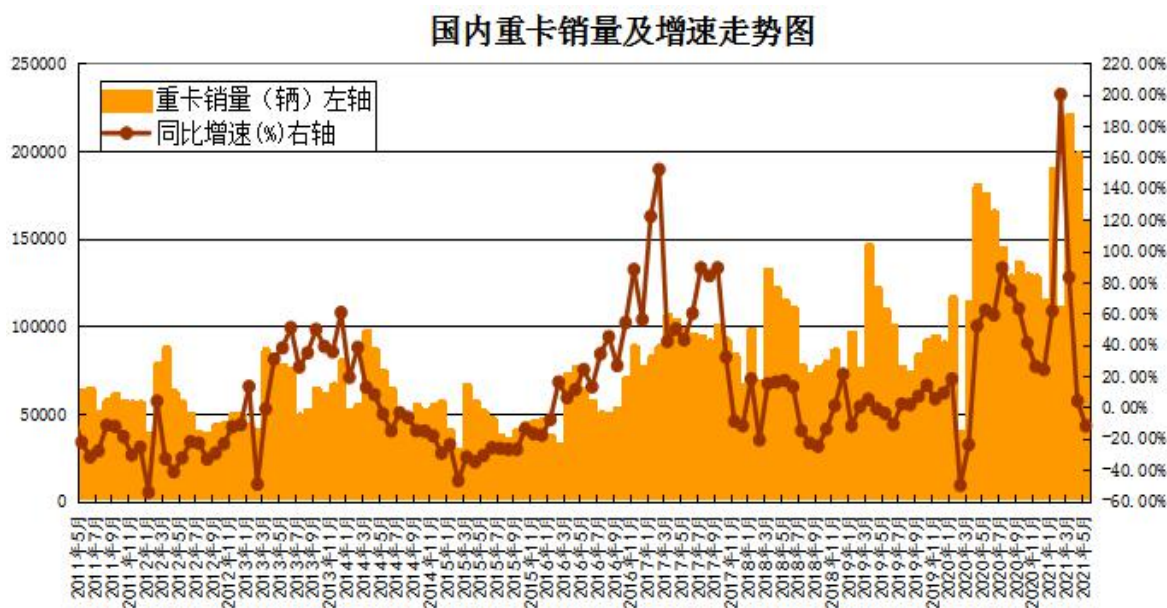
在国内物流运输市场购车需求快速下降以及去年高基数的背景下，步入 2021 年以后，我国重卡销量增速呈现“前高后低”的特征。可以看到，作为天胶需求晴雨表的我国重卡市场在经历今年 1 季度高速增长以后，二季度开始回归平稳增长。据第一商用车网发布的数据显示，一季度，国内重卡月度销量增速分别为 61.5%、200%和 83%，二季度开始，月度销量增速下滑至 4%和-12%。具体来看，今年 5 月份，我国重卡市场预计销售各类车型 15.8 万辆左右（开票数口径），环比下降 18%，同比下滑 12%，销量比去年同期减少了 2.1 万辆。今年 1-5 月，重卡行业累计销量达到 88.3 万辆，同比上涨 37%，累计增速进一步收窄。种种迹象表明，重卡市场已经走到了由上涨走向下降的拐点。5 月份，由于重卡库存高企、需求和订单持续下降等不利因素的影响，我国重卡市场销量出现了今年以来的首次下滑，后市情况“压力山大”。

笔者认为，导致 2021 年 5 月份国内重卡市场下滑的原因主要有三方面。首先，受全国范围内环保限产的影响，4-5 月份的物流行业景气度持续下降，很多地区公路货运量不足，运费不断下降，出现了明显的车多货少景象，基建工程新开工项目也不及预期。在这种情况下，重卡新车的购买需求也出现了同比快速下滑（物流车和工程车皆如此），进而导致各地经销商的客户订单持续下降。其次，重卡库存高企，全行业库存保守预计也要超过 30 万辆，甚至预测达到 35 万-40 万辆之多。重卡行业库存如此之高，一方面是因为国六政策法规的扰动；另一方面则是受到购车需求低迷的影响。第三，多个省份发布了国五新车延期上牌的政策（上海甚至延了 6 个月），这就为厂家和经销商预留了更多的产销缓冲期，也让 5 月份和 6 月份厂家冲刺国五、拼抢国五的意

愿不再那么强烈。

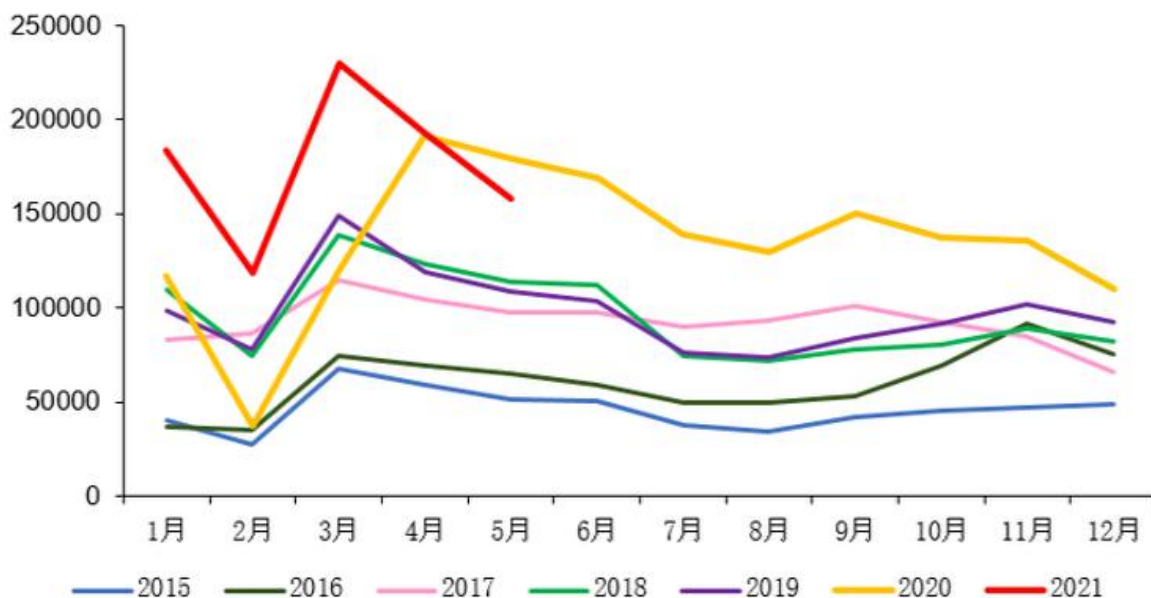
展望 2021 年，笔者预计 2021 年重卡销量有望达到 140 万辆，全年销量呈现前高后低的走势。分季度来看，2021 年一季度由于 2020 年疫情带来的低基数效应，预计将迎来同比增速显著提升。二季度受 7 月份排放标准全面切换的影响，预计将部分透支下半年的需求，重卡行业二季度仍将保持较高的景气度。长期来看，需求自然增长叠加更新周期、支线治超和出口增加将平抑重卡市场周期波动，推动重卡市场保有量中枢提升。

图 38、2021 年 5 月国内重卡销量同比下滑 12%



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 39、2015-2021 年我国重卡市场销量月度走势图（单位：辆）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 40、2014-2021 年中国物流业景气指数走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

八、下半年国内轮胎开工率先低后高 需求面临阶段性回落

因上游化工原材料涨价以及物流运输和劳动力成本的提高，自去年 8 月份开始，国内轮胎行业中部分企业便启动了轮胎成品的涨价行情。步入 2021 年以来，加入到涨价潮中的轮胎企业已经超过 30 家。在这些企业中，既有国内上市公司，有知名大型厂家，也有很多中小企业。随着一季度欧美国家新冠疫苗接种率逐渐提高，海外轮胎企业在需求恢复的背景下，迫于原材料涨价，也不得不加入到涨价的行列中。据显示，自二季度以来，米其林、倍耐力、普利司通、固特异、住友橡胶、韩泰、优科豪马等国际轮胎巨头均多轮宣布涨价政策，将乘用车和轻型卡车轮胎的价格上调 6%-20% 不等。与此同时，对于下半年轮胎市场，不仅国内企业继续调涨轮胎价格，国外轮胎企业也陆续公布了下半年轮胎产品价格涨价预告。

笔者认为，国内外轮胎行业集体涨价的背后原因一方面是上游化工原材料涨价以及物流运输和劳动力成本的提高，另一方面也在于终端市场需求的改善，作为宏观经济持续向好的中观投射，国内轮胎产量也积极回暖。据统计，步入 2021 年以来，受益于去年基数偏低影响，5 月份国内轮胎产量增速大幅增长。据国家统计局数据显示，2021 年 5 月国内橡胶轮胎外胎产量为 7787.5 万条，同比增长 16.1%；2021 年 1-5 月国内橡胶轮胎外胎产量为 37582.9 万条，同比增长 35.1%。基于 2021 年中国经济运行仍将保持在合理区间，轮胎行业会继续保持恢复增长，预计全年汽车轮胎外胎产量同比有望增长 3% 以上。

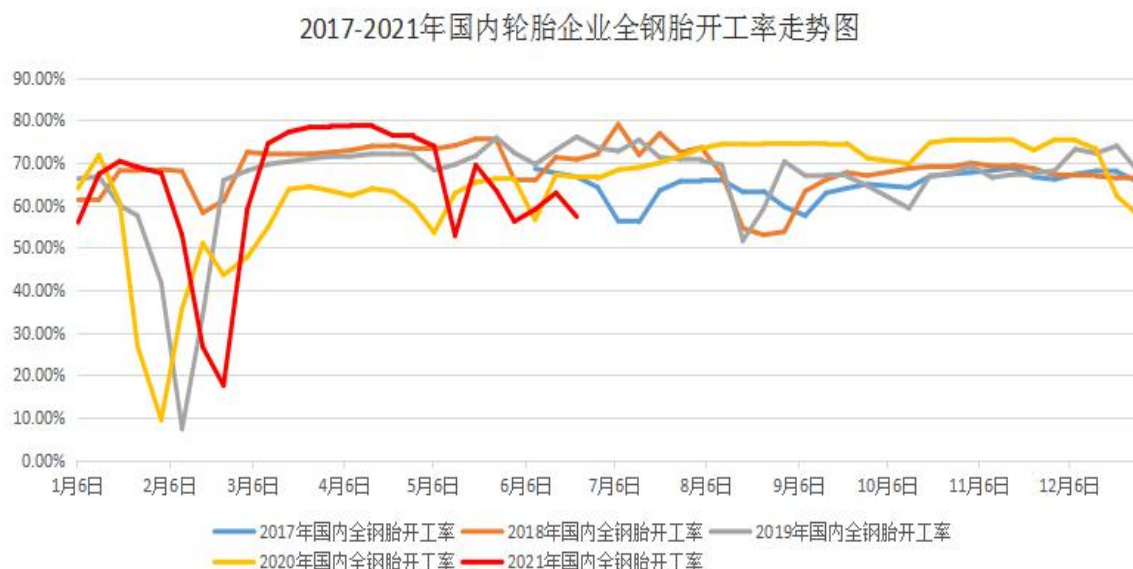
在轮胎行业开工率方面，步入 2021 年以来，国内轮胎行业开工负荷呈现“前高后低”的态势。尤其是步入二季度以后，我国轮胎行业开工率呈现见顶回落的景象。由于产销压力较大，多数厂家压产推进，成品库存稳中走高，厂家实际出货量不佳，倒逼企业开始降低负荷。据统计，截止 6 月 18 日当周，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 57.26%，较上周走低 5.59 个百分点，较去年同期走低 9.85 个百分点，较 2019 年同期下滑 18.80 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 53.14%，较上周走低 5.61 个百分点，较去年同期走低 8.89 个百分点，较 2019 年同期下滑 20.57 个百分点。依据近五年的历史经验来看，后期轮胎行业开工率提升乏力，6 月中旬以后将阶段性回落，直到 9 月中旬以后才有阶段性回升可能，这意味着三季度国内轮胎采购橡胶原料的步伐

会放缓，四季度开始原料采购才有所恢复。

从进口数据来看，据中国海关总署公布的数据显示，2021 年 5 月中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)合计 46.6 万吨，较 2020 年同期的 44.1 万吨增长 5.7%。2021 年 1-5 月中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)共计 283.3 万吨，较 2020 年同期的 259.8 万吨增长 9%。

在期货库存方面，截至 2021 年 6 月 18 日，上期所天然橡胶当周库存为 18.26 万吨，注册仓单 17.46 万吨，较去年同期分别减少 23.95%和 24.58%。主要国内云南和海南地区的加工愿意选择加工价格优势更好的浓缩乳胶，从而导致全乳产量偏少，入库交易所交割库也偏少，导致上期所交割库橡胶库存始终维持偏低水平。截至 6 月 15 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库 16 家样本库存为 46.84 万吨，较上期减少 1.86 万吨，跌幅 3.82%。本期 80%以上仓库仍以出库为主，因此短期降库继续。天然橡胶青岛保税区区内 17 家样本库存为 9.04 万吨，较上期走低 0.49 万吨，跌幅 5.10%。个别仓库入库增多，但多数仍以出库为主，库存继续下滑。

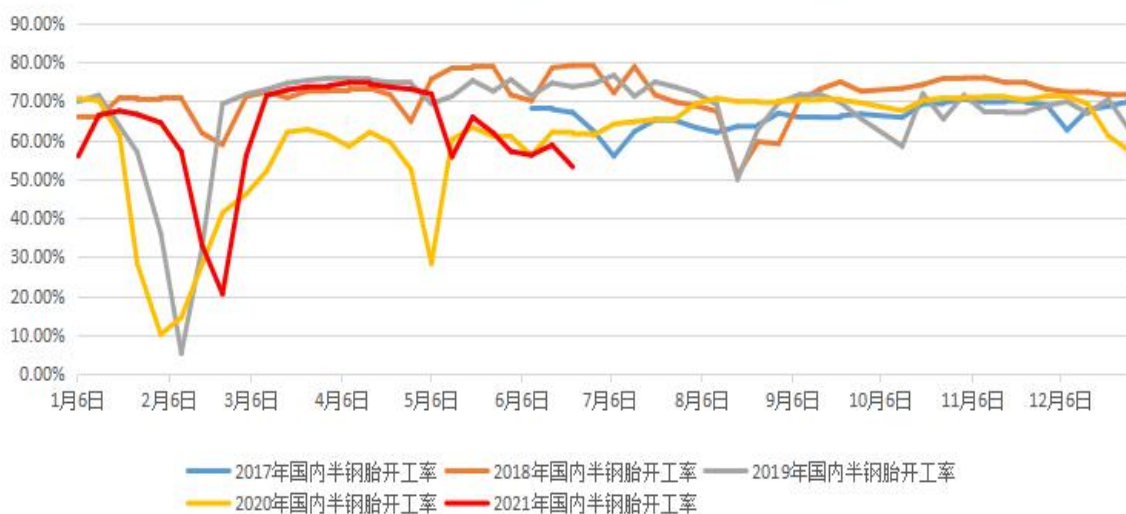
图 41、2017-2021 年国内全钢胎开工率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 42、2017-2021 年国内半钢胎开工率走势图

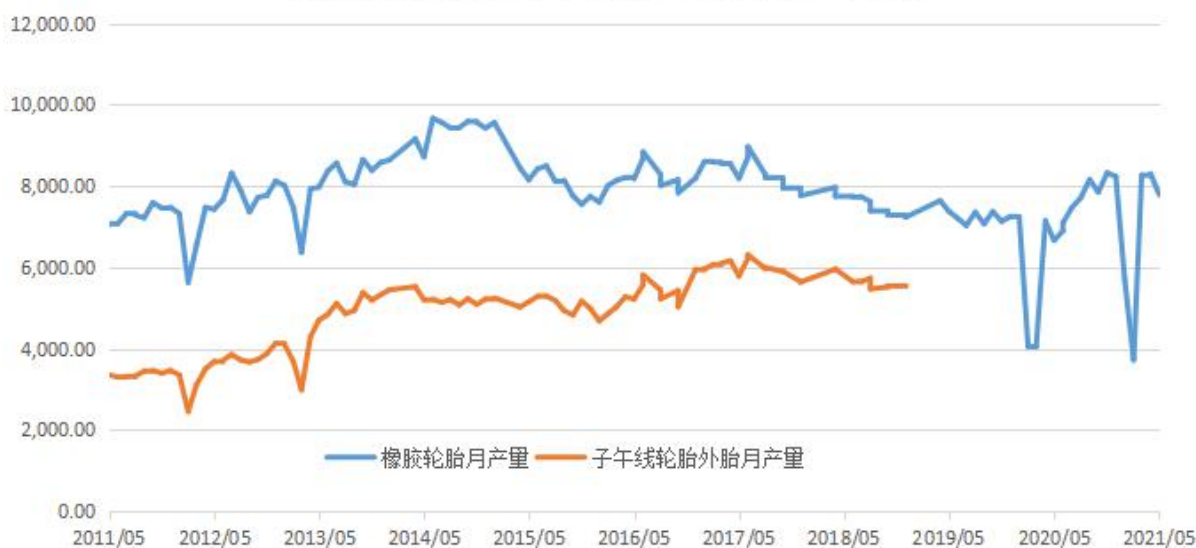
2017-2021年国内轮胎企业半钢胎开工率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 43、2007-2021 年国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图

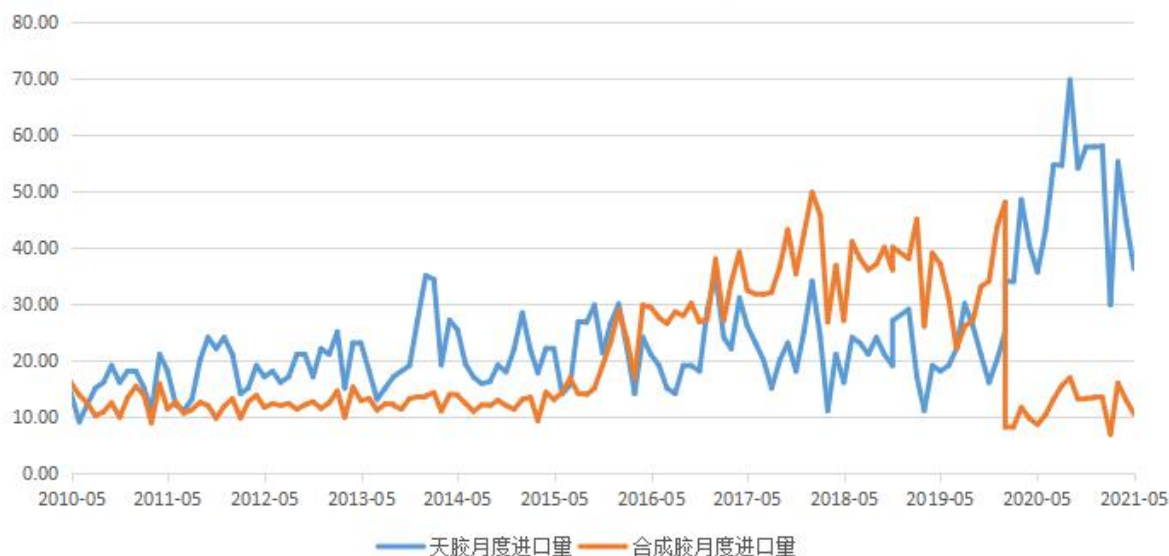
国内橡胶轮胎和子午轮胎产量走势图（万条）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

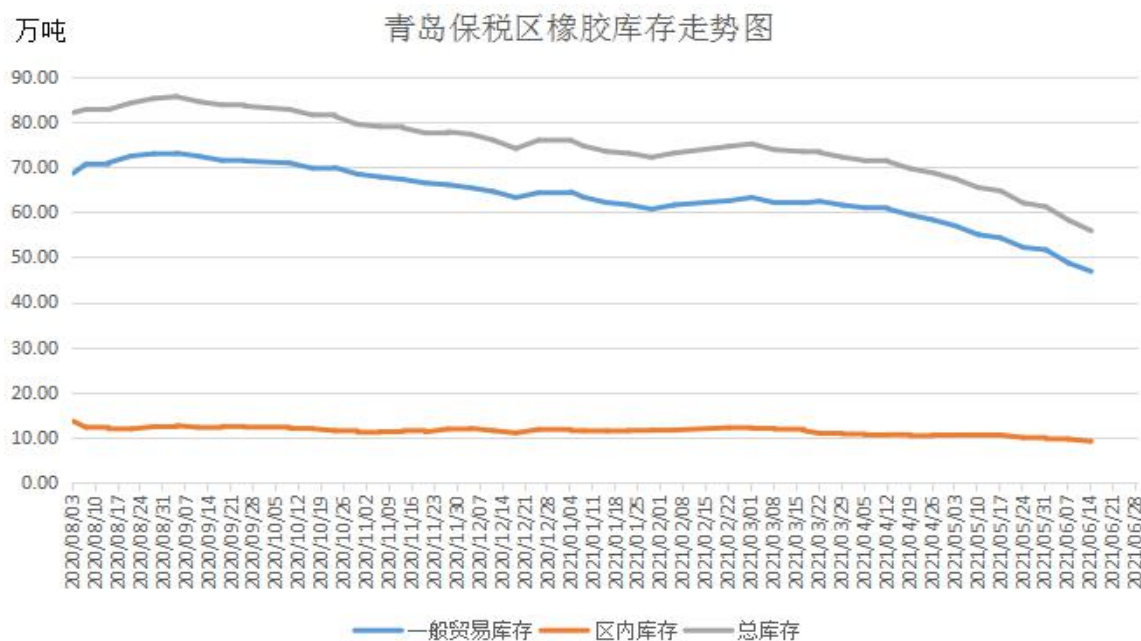
图 44、2021 年 4 月我国天胶及合成胶进口量走势图

中国月度天胶及合成胶进口量走势图（万吨）



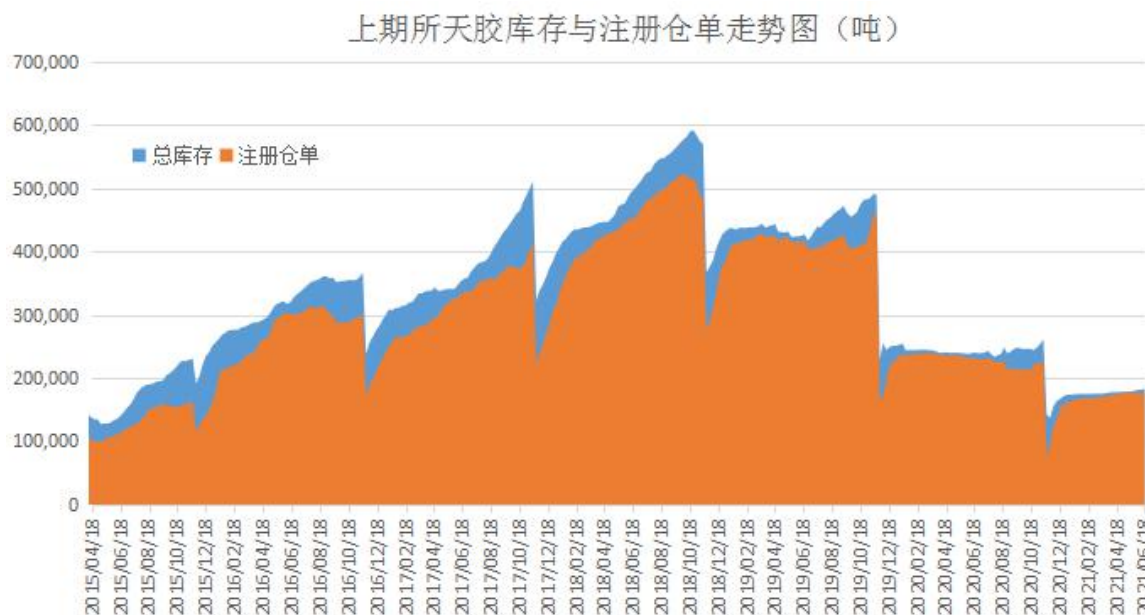
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 45、2020-2021 年国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图



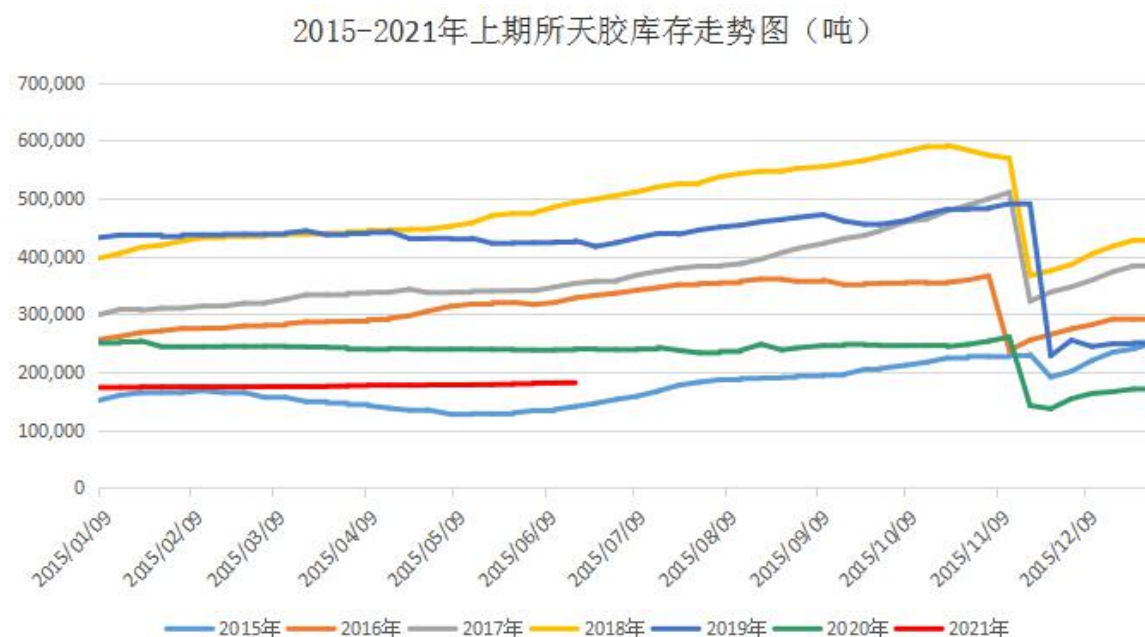
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 46、2014-2021 年上期所天胶库存与注册仓单走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 47、2015-2021 年上期所天胶库存走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

九、2021 下半年沪胶走势展望

综合来看，对于 2021 年下半年国内橡胶期货市场而言，笔者认为，全球通胀压力增加，货币宽松政策或提前结束，下半年流动性收紧拐点可能出现，同时我国经济增速放缓，经济回归平稳增长，高通胀输入风险加

大。在胶市基本面方面，三季度天胶市场供应压力依然较大，逐月环比增加导致供应增量有增无减。同时国内下游终端车市增速放缓，需求增量减弱导致胶市供需结构存在转弱预期。不过四季度以后，随着供需前景改善，供应压力缓解而需求季节性修复将有助于胶价重新走强。因此，笔者预计 2021 年下半年国内胶市有望呈现先低后高的节奏。其中沪胶期货主力合约料维持维持在 12000-16000 元/吨区间，而标胶期货主力合约价格重心料维持在 10000-12000 元/吨区间内振荡整理。

表 2、2017-2021 年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）

2017-2021年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）						
日期	国内产量	进口	出口	供应	需求	库存变化
2017年	79.8	566.5	1.65	644.65	611	33.65
2018年	83.7	566	1.35	648.35	617	31.35
2019年	81.2	519	1.5	598.7	590	8.7
2020年	70	580	1.5	648.5	650	-1.5
2021年E	75	560	1.5	633.5	600	33.5

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

宝城期货各地营业部

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路 100 号环球金融中心 1408 室

电话：0573-82689030

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路 157 号金石国际广场 A 座 1602 室

电话：0532-81111856

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612648

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

