



2021 年 12 月 17 日

橡胶

若无闲事挂心头，便是人间好时节

—2022 年度橡胶期货投资策略报告

摘要

一、2021 年国内沪胶期货主力合约及标胶期货主力合约价格呈现“N 型”走势，整个胶价重心维持在 12500-17350 元/吨大箱体区间内运行。可以说“胶价 N 型走势”和“宽幅振荡整理”成为 2021 年沪胶期货与标胶期货运行的核心字眼。

二、目前全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。

三、2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。

四、预计 2021 年天胶生产国协会（ANRPC）成员国合计产量维持在 1160.37 万吨，较去年同期的 1107.06 万吨，增加 53.31 万吨，增幅达 4.82%；较近 5 年均值的 1154.46 万吨小幅增加 5.91 万吨，增幅达 0.51%。

五、随着《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）逐步推进落实，有望实现“取消天然橡胶进口关税”，届时混合胶与复合胶或将失去进口价值。

六、由于新冠变异病毒存在叠加疫情导致全球汽车“缺芯”供应不确定性依然发生，海外汽车产业减产危机并未有效消除，因此欧美日车市出现销量下滑的风险仍在。预计 2022 年海外车市销量维持偏负面展望预期。

七、2022 年随着稳定市场价格等政策措施成效不断显现，原材料价格有所回落，我国汽车行业克服芯片供应紧张、疫情等影响，产销形势总体略好于预期。在新能源汽车发力的带动下，整体车市有望维持平稳运行的态势，对于沪胶期货价格形成中性影响。

八、由于 2021 年底国家中央经济工作会议明确提出加快支出进度，明确“适度超前”基建。而重卡销量又与基建呈现高度相关性，明年地方债发行使用的节奏或加速，适度超前基建也明确了基建托底仍是主要的发力方向。在“稳增长”政策发力靠前的指导下，2022 年国内重卡销量有望改善，维持中性偏乐观预期。

橡胶-RU

宝城期货研究所

陈栋

0571-87006873

期货从业资格证号：

F0251793

投资咨询资格证号：

Z0001617

目录

第 1 章 2021 年天胶走势回顾.....	4
第 2 章 2022 年全球经济仍受波折 流动性由“奢”入“俭”	7
第 3 章 2022 年我国经济下行压力增大.....	13
第 4 章 2022 年产胶国胶水产量料维持平稳.....	18
第 5 章 我国料逐年调降天胶进口关税.....	23
第 6 章 海外疫情不断 欧美日车市仍存考验.....	26
第 7 章 2022 年国内车市产销存在小幅下滑风险.....	29
第 8 章 2022 年国内重卡景气度有望迎来转机.....	32
第 9 章 2022 年国内轮胎开工率维持平稳态势.....	36
第 10 章 2022 年国内轮胎开工率维持平稳态势.....	40
分析师简介及免责声明：	42

图表目录

图 1 2021 年沪胶期货主力合约价格呈现“N 型”走势，维持在大箱体区间内运行.....	4
图 2 2021 年国内标胶期货主力合约价格呈现大箱体区间内运行，宽幅整理.....	5
图 3 2021 年日胶期货连续合约价格呈现先抑后扬，重心略微下移.....	6
图 4 2014-2021 年天然橡胶基差走势图.....	6
图 5 2021 年全球主要经济体疫苗接种情况走势图.....	8
图 6 2022 年全球经济增长前瞻走势图.....	9
图 7 2021 年欧美制造业 PMI 走势图.....	9
图 8 全球利率水平开始上升，2022 年各国央行将开启加息进程.....	10
图 9 2021 年 12 月美联储发布的点阵图显示，2022 年将加息三次.....	10
图 10 主要央行年末资产负债表规模和本国/本地区上年 GDP 之比 (%)	11
图 11 本轮美联储 Taper 的斜率更陡，且加息或来得更早.....	11
图 12 2021 年 10 月美国失业率继续下行.....	12
图 13 2021 年 11 月美国 CPI 同比再创新高.....	12
图 14 2021 年三季度我国 GDP 增速达到 4.9%.....	15
图 15 2021 年 11 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图.....	15
图 16 2019-2021 年我国中央经济工作会议内容对比.....	15
图 17 2021 年 11 月我国工业增加值月度同比走势图 (%)	16
图 18 2021 年 11 月我国固定资产投资增速走势图 (%)	17
图 19 2021 年 11 月我国房地产开发投资增速走势图 (%)	17
图 20 2021 年 11 月社会零售额增速走势图 (%)	17
图 21 2021 年 11 月国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图.....	18
图 22 东南亚产胶国开割、停割时间分布图.....	19
表 1、2014-2021 年国内开割时间和影响因素分析表.....	20
图 23 2011-2021 年 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量 (万吨)	21
图 24 2007-2021 年全球主要产胶国月度产量走势图 (千吨)	21
图 25 2008-2021 年全球主要产胶国月度消费量走势图 (千吨)	21
图 26 2007-2020 年全球主要产胶国月度出口量走势图 (千吨)	22
图 27 全球主要产胶地域分布图.....	25
表 2、中国天然橡胶进口关税变迁.....	25
表 3、混合胶与复合胶关税.....	26
图 28、美国 2011-2021 年轻型车月度销量走势图.....	26
图 29、欧盟 27 国 2011-2021 年机动车月度销量走势图.....	27

图 30、日本 2011-2021 年汽车月度销量走势图.....	28
图 31、2011-2021 年国内新车月度产量走势图（万辆）	30
图 32、2011-2021 年国内新车月度销量走势图（万辆）	30
图 33、2021 年 11 月中国汽车经销商库存预警指数回升至 55.4%.....	31
图 34、2021 年 11 月国内重卡销量同比下滑 63%.....	33
图 35、2015-2021 年我国重卡市场销量月度走势图（单位：辆）	33
图 36、2014-2021 年中国物流业景气指数走势图.....	34
图 37、2017-2021 年国内全钢胎开工率走势图.....	36
图 38、2017-2021 年国内半钢胎开工率走势图.....	37
图 39、2007-2021 年国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图.....	37
图 40、2021 年 11 月我国天胶及合成胶进口量走势图.....	37
图 41、2020-2021 年国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图.....	38
图 42、2014-2021 年上期所天胶库存与注册仓单走势图.....	38
图 43、2015-2021 年上期所天胶库存走势图.....	39
图 44、2021 年 11 月底国内天胶库存结构对比图.....	39
表 4、2016-2022 年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）	41
图 44、2016-2022 年国内橡胶年度供需平衡图（万吨）	41

一、2021 年天胶走势回顾

时光荏苒，天然橡胶期货在告别 2021 年的走势后，即将开启 2022 年新的征途。回顾 2021 年国内天胶期货走势特征，总体可以归纳为以下一句话：2021 年国内沪胶期货主力合约及标胶期货主力合约价格呈现“N 型”走势，整个胶价重心维持在 12500-17350 元/吨大箱体区间内运行。胶市在春节以后随着全球疫苗接种率提升，宏观面负面情绪消退，同时国内产区处于停割，下游需求预期向好，胶价出现回升。随着割胶季临近，胶价步入长达 4 个多月的下跌回调。不过下半年胶价开始止跌回升，重新步入振荡上移的趋势中。可以说“胶价 N 型走势”和“宽幅振荡整理”成为 2021 年沪胶期货与标胶期货运行的核心字眼。

可以看到，2021 年天然橡胶期货运行节奏大致分为三个阶段：第一阶段（2021 年初至 2 月下旬）：沪胶主力合约期价自 13500-14000 元/吨区间快速回升至 17000-17350 元/吨区间。标胶主力合约期价自 10000-10500 元/吨区间快速回升至 13000 元/吨一线上方运行。主要因为随着全球疫苗接种率提升，宏观面负面情绪消退，同时国内产区处于停割期，全乳胶供应稀少，而海外也临近低产期，外部标胶供应压力显著下滑，叠加下游需求预期向好，胶价出现回升。

第二阶段（2 月底至 6 月中旬）：随着供需基本面缺乏进一步改善的预期，同时国内经济增速见顶回落，下行压力增大，叠加国内外天胶产区迎来季节性开割季，供应压力增大，下游车市产销受“芯片”短缺影响，环比持续走弱，从而导致胶价重心稳步下移。沪胶主力合约自 17000-17350 元/吨区间振荡下探至 12500-13000 元/吨区间内运行，标胶主力合约自 13000 元/吨一线稳步下移至 10200-10500 元/吨区间内运行。

第三阶段（6 月下旬至 12 月中旬）：随着车市“芯片”紧缺态势逐渐缓解，同时宏观面跨周期干预政策不断出台和发力，在消化掉供应压力以后，胶市做多信心逐渐恢复并推动胶价稳步上行。沪胶主力合约自 12500-13000 元/吨区间振荡攀升至 14500-16000 元/吨区间内。标胶主力合约自 10200-10500 元/吨区间振荡收高至 12000-12500 元/吨区间。天然橡胶期货供需结构及宏观面能否在 2022 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——2022 年天然橡胶商品期货面临的机遇和风险。

图 1、2021 年沪胶期货主力合约价格呈现“N 型”走势，维持在大箱体区间内运行



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 2、2021 年国内标胶期货主力合约价格呈现大箱体区间内运行，宽幅整理



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 3、2021 年日胶期货连续合约价格呈现先抑后扬，重心略微下移



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 4、2014-2021 年天然橡胶基差走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

二、2022 年全球经济仍受波折 流动性由“奢”入“俭”

近两年以来，疫情的全球性扩散是宏观层面最大的黑天鹅，各国不同策略的抗疫应对和不同财政货币政策的选择导致其从疫情中恢复的效率和节奏各异，全球主要经济体的经济结构也在逐渐形成新的平衡关系：从全球贸易扩张的全面合作到贸易与核心竞争领域的割裂再到合作与对抗的微妙共存。

回顾 2021 年，一再反复的疫情令海外供给恢复缓慢，而美国大力度的财政刺激不仅令需求快速膨胀，而且也对其国内劳动力供给形成持续抑制，疫情及政策影响下闭合缓慢的供需缺口令全球通胀压力逐月抬升，并先后迫使欧美央行开启货币正常化。今年以来，经济数据向好以及疫苗接种加快使得多国逐步放开经济活动，全球主要经济体经济纷纷强劲反弹。据 IMF 发布的《世界经济前瞻》显示，随着刺激政策边际趋缓以及供需恢复进入后程，经济扩张动能逐步弱化，2022 年全球 GDP 同比增速将从 2021 年的 5.9% 下行至 4.9%，其中发达经济体和新兴经济体分别由 2021 年的 5.2% 和 6.4% 下行至 2022 年的 4.5% 和 5.1%；发达经济体中的德国、日本和西班牙，以及新兴经济体中的东盟和沙特的 GDP 增速则有望在 2022 年有所抬升。

在经济增速面临下行压力的同时，市场对 2022 年的通胀担忧则有增无减。当前海外主要央行渐次开启宽松政策退坡进程，全球流动性拐点渐行渐近。资本回流发达经济体的可能性在上升，新兴经济体可能面临不同程度的资本外流冲击。从多个新兴经济体“抢先”加息，到欧英央行相继放“鹰”，再到美联储宣布 Taper（缩减购债）落地，今年以来，海外极度宽松货币政策转向的信号渐次出现，为这一轮全球流动性盛宴奏响退潮序曲。若以美、日、欧、英四大主要央行扩表速度来观察全球流动性变化，增速的拐点可能在今年底或明年初出现。主要发达经济体央行 M2 增速已有所放缓，而明年可能进一步下行至平均水平之下。随着通胀旋风刮向更多发达经济体，市场预期主要央行或加快货币政策正常化脚步。数据显示，美国、英国、加拿大等国 10-11 月 CPI 同比涨幅加快上行。海外强劲的通胀数据与广泛的涨价势头，既助长通胀预期，也考验“通胀暂时论”，促使货币当局在“不退”与“退”或“慢退”与“快退”之间作出选择。加拿大央行、英国央行近期相继释放“鹰派”信号，后者更有可能成为疫情常态化后首个加息的主要经济体央行。此外，市场对美联储政策加快转向的预期不断增强。花旗、摩根士丹利等越来越多的国际大行押注美联储将更早加息。全球性加息浪潮可能到来，由此将对全球流动性造成深刻影响。美元作为全球流动性和风险偏好的指标，已进入回升通道。

对于新兴经济体而言，全球流动性由“奢”入“俭”具有特殊含义。历史上，全球流动性收缩特别是美元流动性收缩多次对新兴经济体造成冲击。全球流动性收缩将推升无风险利率，引发资产价格调整和重新定价风险。对新兴经济体而言，美元流动性收缩、利率上行还将促使资本回流美国，增大资本流出

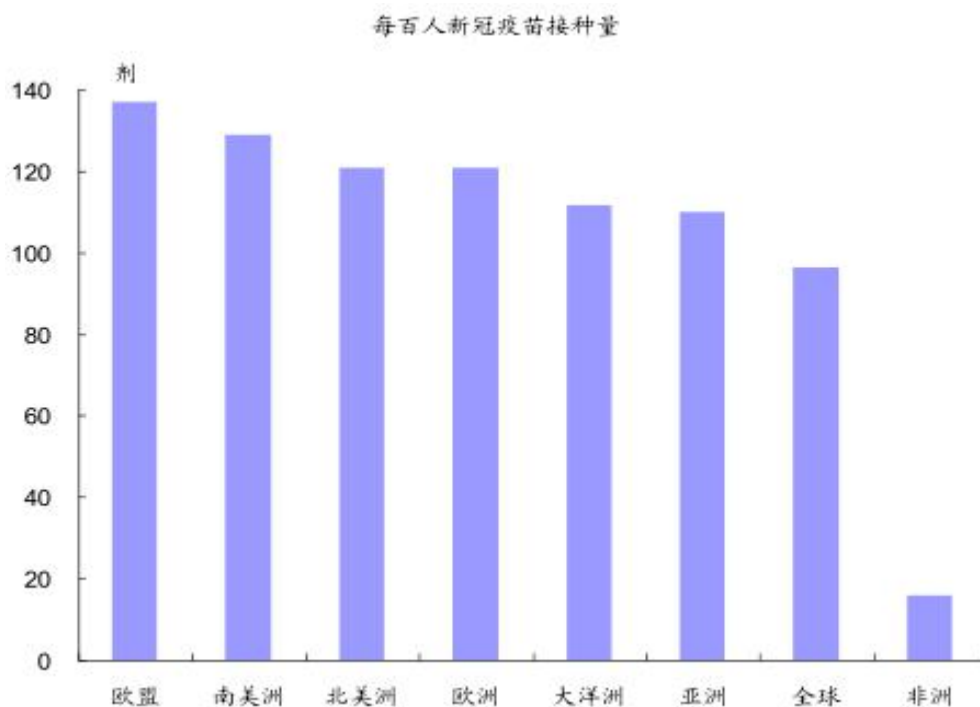
风险。此外，美元流动性收缩往往助推美元走强，部分新兴经济体将面临货币贬值压力，进一步加剧债务风险。

与历史相比，本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。目前来看，美联储“转弯”的后半程将面临新的挑战。由于美国经济类滞胀形势仍未明显缓解，而美联储对于加息预期的引导明显不足，市场负面情绪正在上升。具体来看，市场或存三大“恐慌”，且这些情绪可能会持续数月。本次美联储“吃一堑长一智”，进行了非常充分的预期引导。具体可将迈向 Taper 的过程分为几个阶段：不提 Taper（2021 年 4 月及以前）、商议何时开始讨论 Taper（6 月）、开始讨论 Taper（7 月）、预告 Taper（9 月）、正式宣布 Taper（11 月）以及加快实施 Taper（12 月）。从提到 Taper 到正式实施，也历经了近半年的时间，美国金融市场在此过程中整体表现平稳。

往后看，本轮美联储政策正常化路线图逐渐清晰，本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。据显示，美国当地时间 12 月 15 日周三，美联储宣布维持利率不变，加速缩减购债规模——从明年 1 月起，美联储将每月资产购买规模由减少 150 亿美元增加到减少 300 亿美元，即每月减少购买 200 亿美元的美国国债和 100 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS）。如果美联储在 1 月份的货币政策会议上保持这一速度，那么缩债计划将提前至 3 月结束，而不是 6 月。促使美联储做出加速购债行动的前提与美联储此前设置的加息条件较为接近。通胀已经高于 2% 并在未来一段时间内持续超出 2%。相较之前，美联储在利率政策声明中删除了“通胀持续低于美联储的长期目标”。在经济预测数据中，美联储预期明年美国核心通胀将达到 2.7%，较 9 月份预期的 2.3% 上升了 0.4 个百分点。从经济政策预期看，美联储官员对明年的加息次数较为鹰派。点阵图显示，18 名美联储官员中，12 名官员预计 2022 年将加息三次，11 名官员预计 2023 年还将再加息三次。点阵图预期较 9 月份更加鹰派。9 月份的点阵图显示，18 名官员中有 9 名预计将在 2022 年底前至少加息一次，13 名官员预计 2023 年将至少加息两次。预计美联储第一次加息时间推迟到明年 5 月，下一次加息时间将在明年 9 月和 12 月。与历史相比，美 2019~2010 年和 2014 年美联储削减资产购买分别花费约 10 个月和 12 个月，而本次削减资产购买预计在 7 个月之内完成。2011 年虽然购债计划很快暂停，但美联储配合实施了近一年的扭曲操作（OT），以压低长端国债利率。本轮削减资产购买结束后，若美联储于 2022 年内开始加息，则本次加息步调也快于历史（2014 年底美联储结束资产购买，时隔约 1 年，才于 2015 年 12 月首次加息）。

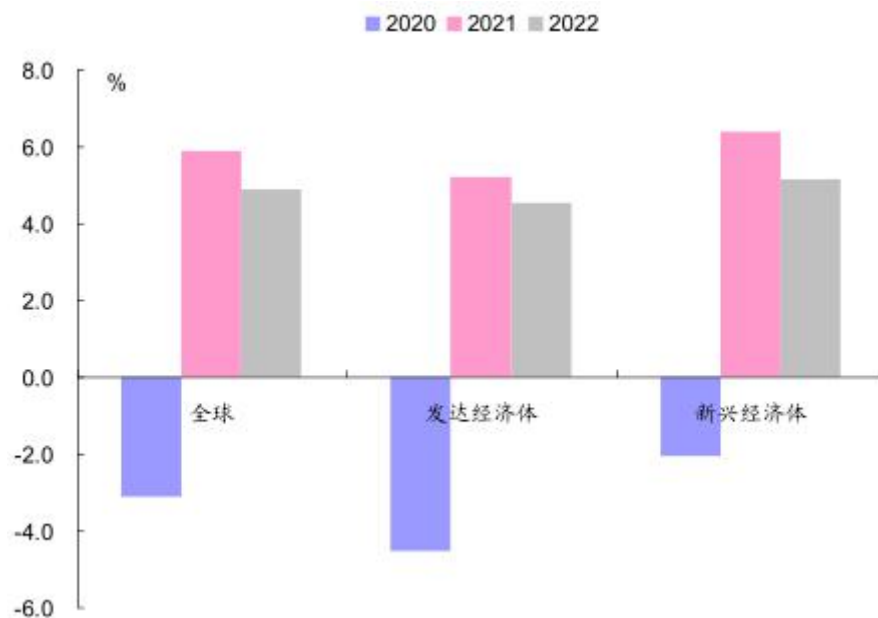
总体而言，目前全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。

图 5、2021 年全球主要经济体疫苗接种情况走势图



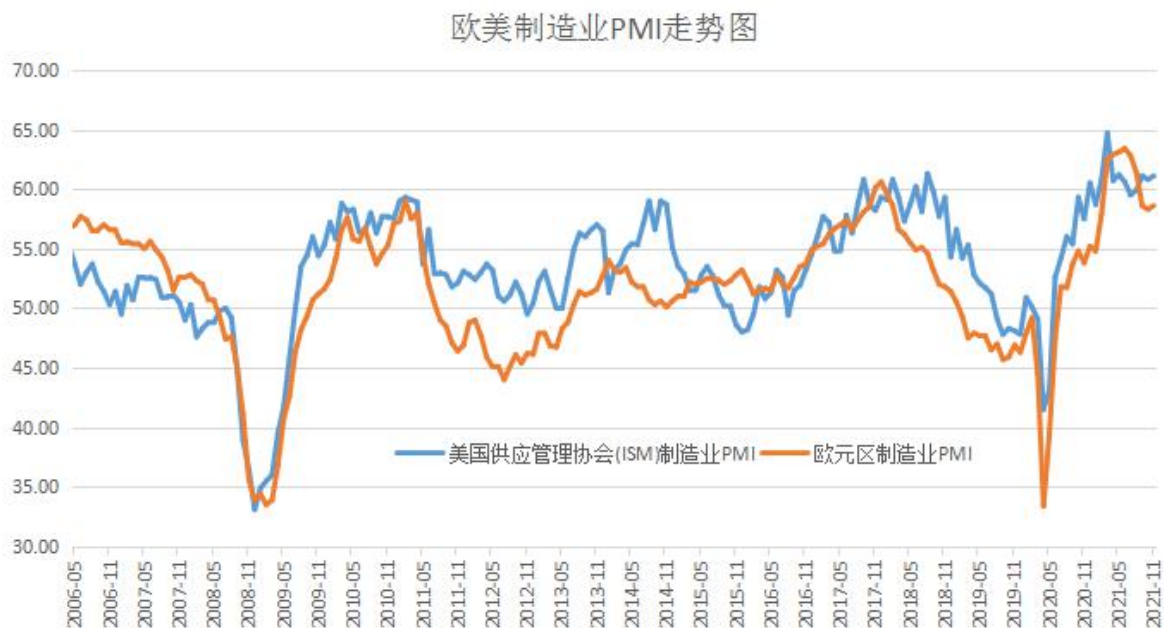
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 6、2022 年全球经济增长前瞻走势图



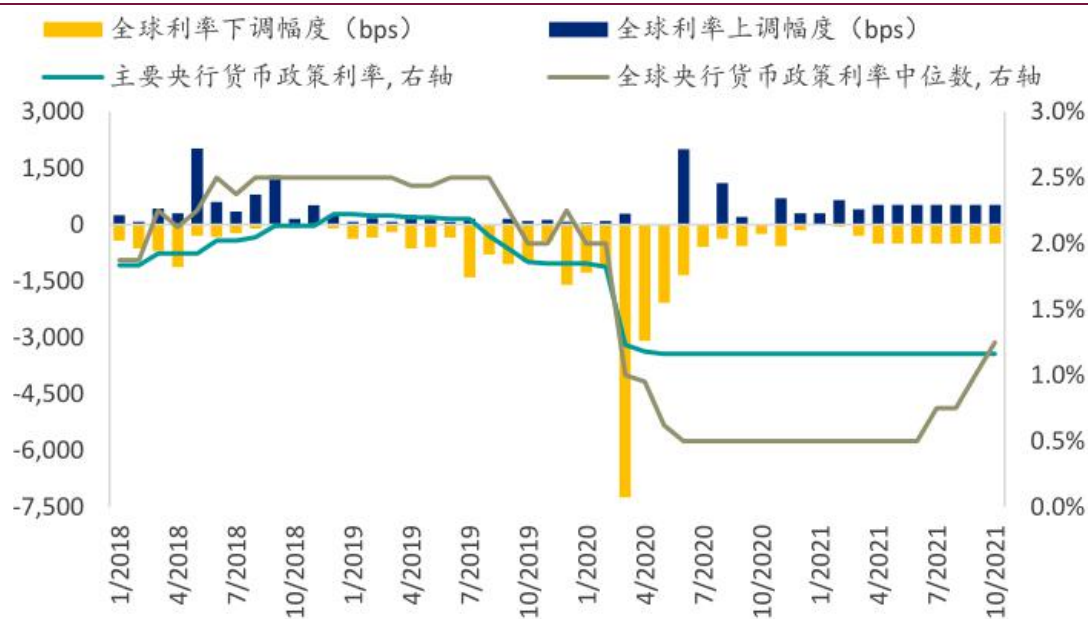
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 7、2021 年欧美制造业 PMI 走势图



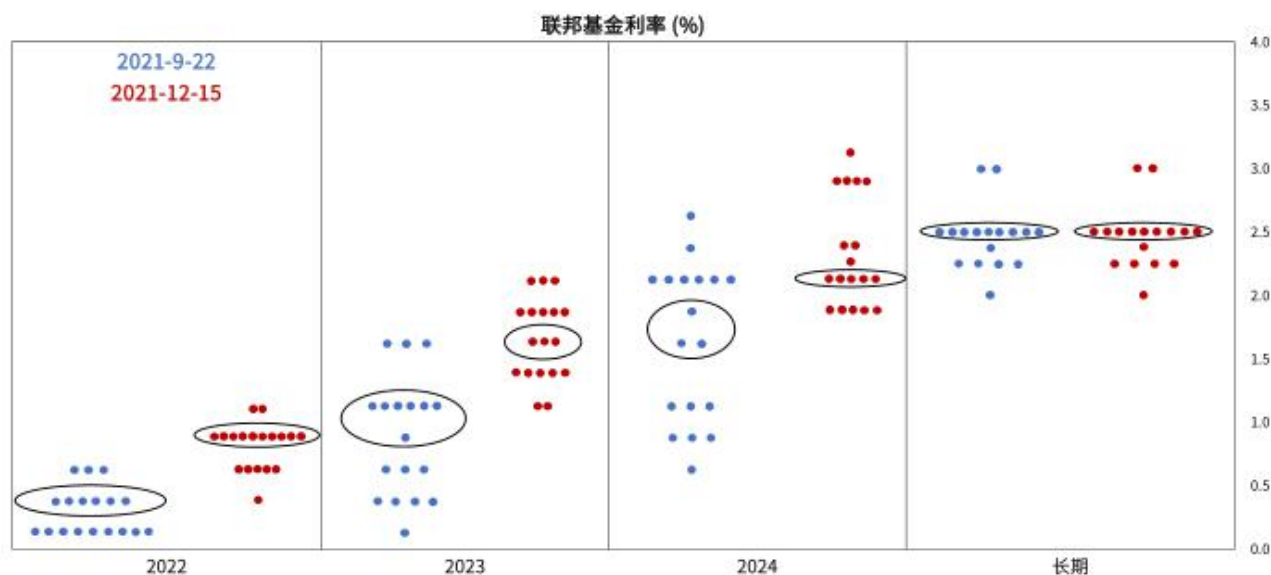
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 8、全球利率水平开始上升，2022 年各国央行将开启加息进程



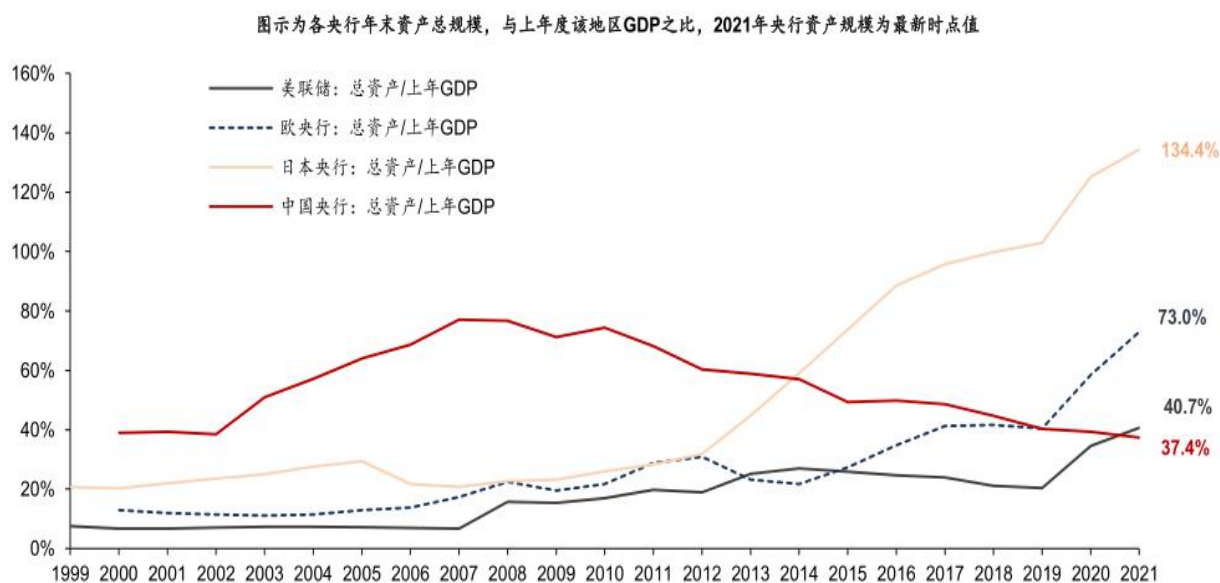
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 9、2021 年 12 月美联储发布的点阵图显示，2022 年将加息三次



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 10、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：WIND、宝城金融研究所

图 11、本轮美联储 Taper 的斜率更陡，且加息或来得更早



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 12、2021 年 10 月美国失业率继续下行



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 13、2021 年 11 月美国 CPI 同比再创新高

美国CPI及核心CPI同比增速走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

三、2022 年我国经济下行压力增大

随着新冠疫情影响逐渐消退，作为“十四五”开局首季，我国经济延续复苏态势。2021 年以来，我国经济复苏保持稳中向好势头，不过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。步入三季度以后，虽然面对持续高企的大宗商品原材料以及国内多地出现的输入型疫情扩散，国内经济增速放缓压力进一步增加，针对年内大宗商品的价格大幅波动，相关部门已连续出台一系列政策。在国家强力政策干预下，煤炭等原材料价格显著回落，PPI 进一步上行空间受限。

2022 年我国整体经济下行的压力较大，经济目标增速可能会以潜在产出为锚，疫情的单次冲击对经济增长的波动将逐渐被熨平，但外需逐渐退坡、内需持续不足的情况下，经济增长的驱动力来源存在争议是市场方向不明的主要原因。预计 2022 年跨周期调节的力度将会增强，“稳增长”将会再次成为重点，宽信用的预期进一步增强。随着外需逐渐放缓，内需拉动有限，明年经济下行压力增大，因此我国政府对于明年经济工作重心会向“稳增长”倾斜。可以看到，与 2019 年和 2020 年 12 月召开的政治局会议相比，2021 年 12 月上旬召开的中共中央政治局会议用更大篇幅来强调如何实施宏观政策，不再强调逆周期调节，而多次提到“稳”、“稳健”，保持流动性合理充裕。可以看到，会议中强调 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。在会议

结束的同时，时隔近半年，央行年内第二次降准落地。央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。

与此同时，展望 2022 年，通胀不会成为引发货币政策收紧的重要因素。尽管油价在今年末明年初仍然能维持高位，但其他上游价格开始下行，油价在二季度后或将因为供需缺口逐渐缩小而面临下行风险，带动 PPI 在年末开始进入下行通道。在上游价格的高基数效应下，明年四季度 PPI 同比增长或将转负；猪肉价格的拐点大概率出现在明年二季度，与油价高峰错位，因此“猪油共振”出现的可能性较低，猪肉价格在二季度后的上行会较大幅度的影响 CPI 整体趋势。

作为货币政策重点关注的核心 CPI 方面，需求端来看，拿地不足、销售回款下滑、地产销售走弱与新开工量不足叠加地产行业严监管，基建投资隐性债务监管仍严厉、土地财政收入不佳，叠加优质项目储备不足，后续地产和基建需求均偏弱，制造业受制于上游原材料价格与运价高位，价格问题的边际改善对需求拉动的传导需求较长时间恢复；消费方面，防控政策严格、收入水平未见提升成为需求被抑制的重要原因，内需短期仍然受制于价格，叠加可能存在的疫情扰动和海外需求向疫情好转的区域转移，总需求不足的情况下，核心 CPI 上行的可能性较低，货币政策大概率不会因为短期的、结构性的物价变化而开始收紧。

2022 年，尽管经济的外生冲击已经逐渐被淡化，但经济增长的节奏和政策应对仍然是市场目前关心的焦点，经济增长的驱动力、货币政策和财政政策的发力节奏、美国的加息时点都将成为影响市场波动的因素。一季度来看，由于高基数的影响，经济增长的目标或被淡化，一季度对于宽松的强预期可能会形成较高的预期差，而在业绩真空期里，经济需求的驱动力从投资、消费、出口面都无法看到明显的改善，市场可能将持续震荡。国内货币政策的安全垫变薄，经济下行的压力加剧可能会对市场情绪产生相应影响，市场在下半年的博弈点可能在于政策周期的不一致下我国货币政策的核心锚和政策定力。

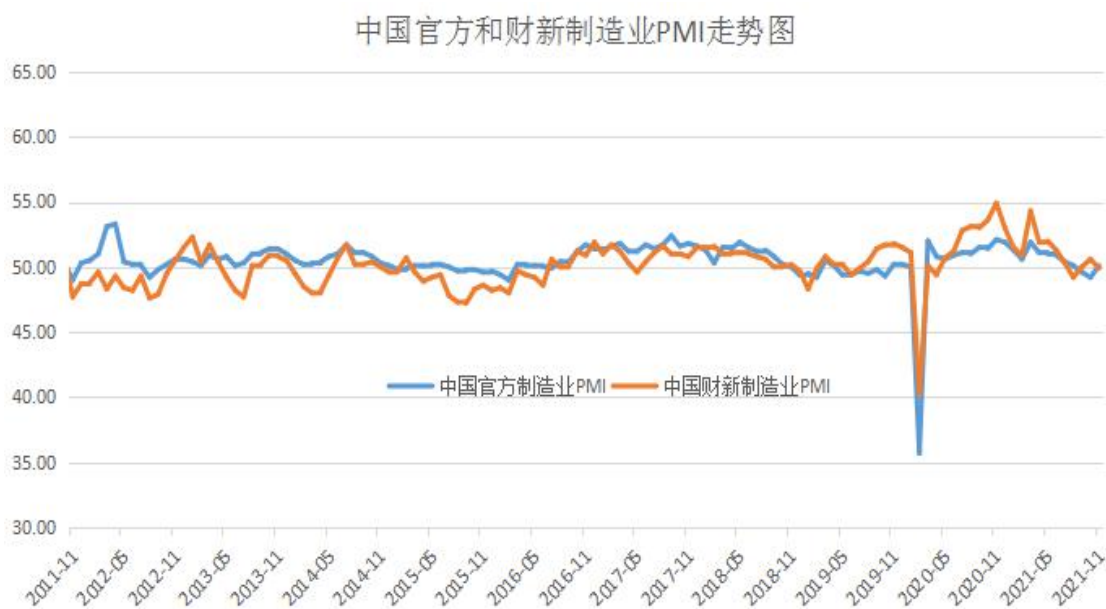
随着下半年经济增速的下行压力不断增大，市场上对于明年经济的担忧声也逐渐增多。笔者认为，2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。由于基数过高，GDP 同比增速将大概率在 2022 年一季度见底。因为货币政策边际宽松和内需改善的原因，GDP 环比增速也将在一季度后回升并实现持续性的增长。在“逆周期”政策的托底下，对于 2022 年的经济预期不能太“顺周期”，三驾马车中，预计投资将成为明年宽信用、稳杠杆、稳增长的主要抓手。2022 年，我国经济预期下行，海外流动性边际收紧，但国内货币政策“以我为主”，流动性整体无虞，在经济走势和流动性的共同影响下仍可能呈现震荡格局。

图 14、2021 年三季度我国 GDP 增速达到 4.9%



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 15、2021 年 11 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图



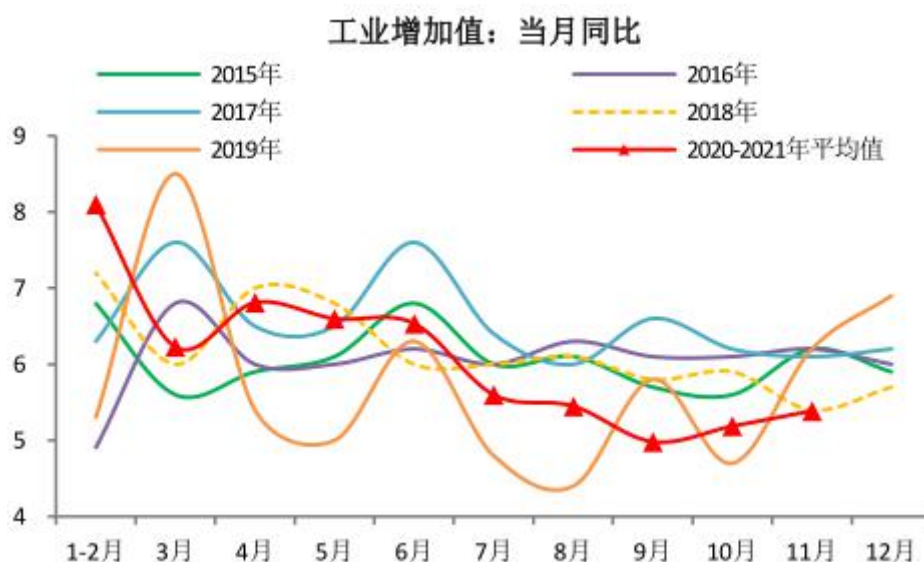
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 16、2019-2021 年我国中央经济工作会议内容对比

近三年我国中央经济工作会议对比			
	2019年	2020年	2021年
经济目标	保持经济运行在合理区间	努力保持经济运行在合理区间	保持经济运行在合理区间
经济形势	当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变	我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性	
宏观政策	要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具	科学精准实施宏观政策	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
六稳六保	全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定	更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务	继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘
疫情防控		要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”各项工作，确保疫情不出现规模性输入和反弹	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准扎实做好疫情防控工作
精准脱贫	确保实现脱贫攻坚目标任务	要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接	
污染防治	确保实现污染防治攻坚战阶段性目标	持续改善生态环境质量	
防风险	确保不发生系统性金融风险	要抓好各种存量风险化解和增量风险防范	
房地产		促进房地产市场平稳健康发展	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环
反垄断		强化反垄断和防止资本无序扩张	
科技自立自强	提升科技实力和创新能力	强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力	科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关、强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环

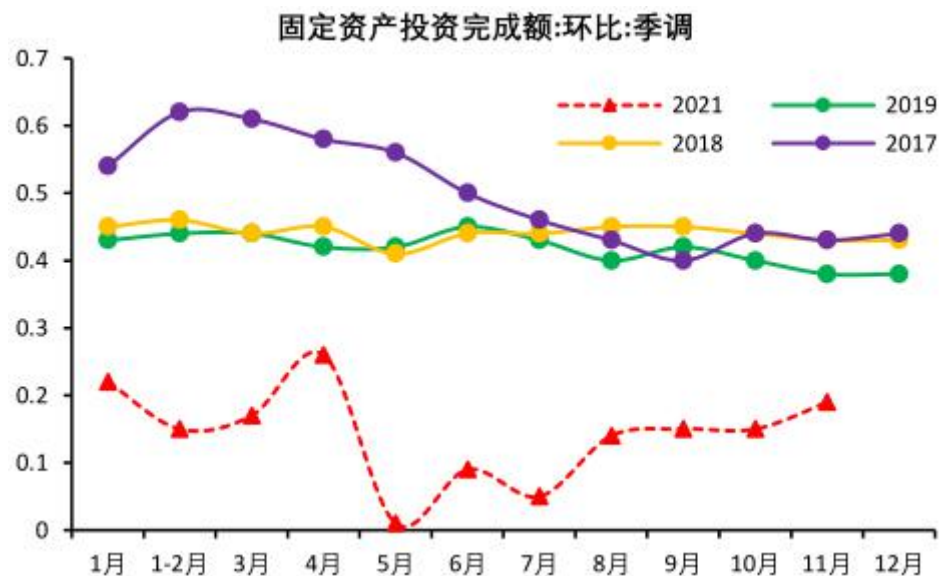
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 17、2021 年 11 月我国工业增加值月度同比走势图 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 18、2021 年 11 月我国固定资产投资完成额增速走势图 (%)



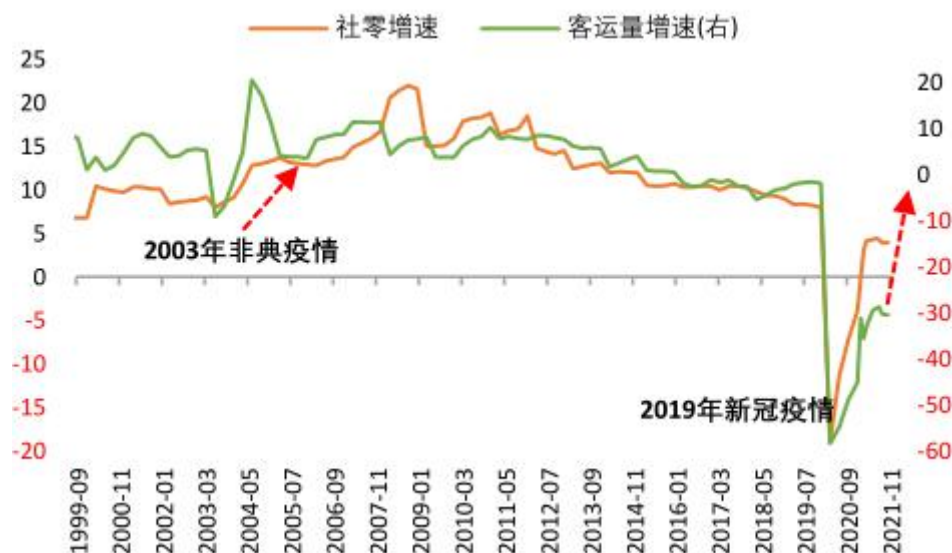
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 19、2021 年 11 月我国房地产开发投资增速走势图 (%)



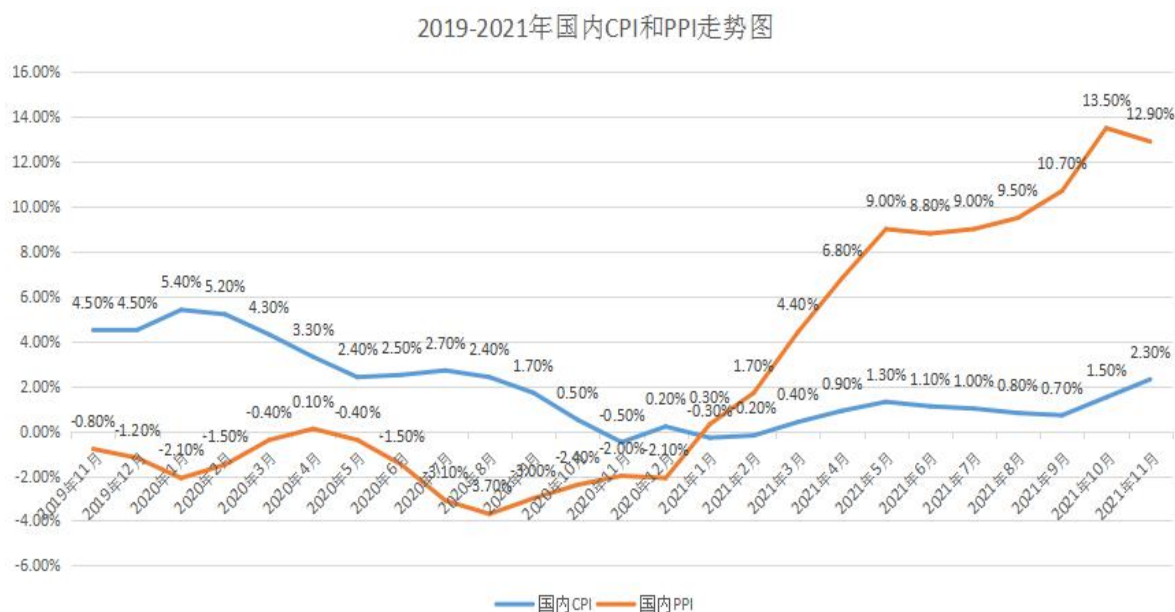
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 20、2021 年 11 月社会零售额增速走势图 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 21、2021 年 11 月国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

四、2022 年产胶国胶水产料维持平稳

步入 2021 年以来，全球拉尼娜气候转入高发期，东南亚产胶国虽几度遭遇极端气候的袭扰，但整体产量未受明显损失，整体割胶和运输保持正常态势。据了解，拉尼娜是一种极端的气象灾害，和厄尔尼诺相反，它会导致太平洋中部和东部海水异常变冷，引发东南亚地区往往发生大面积干旱。而橡胶树属多

年生热带高大乔木，生长需要温度较高、降雨充沛，且多生长在东南亚地区。拉尼娜会造成马来西亚主产区和印度总体高温少雨，致使天然橡胶减产。据统计，东南亚地区占全球天然橡胶种植的 90%，主要生产国是泰国、印尼、马来西亚，三者总计占 60% 的产量，割胶期一般在 4 月到次年 2 月。我国天然橡胶进口占总消费的 6/7，国内主要产区是云南和海南，主要割胶期在 4 月到年底。今年产胶国极端天气经常出现，尤其是近几个月西南季风盛行于安达曼海和泰国湾地区，对旺季割胶产生阻碍。

在具体产量方面，据天胶生产国协会（ANRPC）最新发布的数据，2021 年 11 月天胶生产国协会成员国合计产量达 120.77 万吨，较去年同期的 116.21 万吨，小幅增长 3.92%，较近 5 年均值 113.05 万吨小幅增长 6.83%。1-11 月天胶生产国协会成员国合计产量达 1048.25 万吨，较去年同期的 991.46 万吨，小幅增长 5.73%，较近 5 年均值的 1049.51 万吨小幅下降 1.26 万吨。

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 12 月产量均值达 104.95 万吨，较 11 月产量均值的 113.05 万吨，下滑 7.16%。以过去五年产量增幅估算，预计 2021 年 12 月份，成员国产胶量合计料达到 112.12 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。在排除极端天气和变异毒株等因素干扰外，预计 2021 年天胶生产国协会（ANRPC）成员国合计产量维持在 1160.37 万吨，较去年同期的 1107.06 万吨，增加 53.31 万吨，增幅达 4.82%；较近 5 年均值的 1154.46 万吨小幅增加 5.91 万吨，增幅达 0.51%。

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，产胶国产量虽不会出现峰值过后的快速滑坡，但绝对产量依然维持高位水平。从阶段性来讲，临近 2021 年底，国内云南和海南天胶产区陆续迎来季节性停割期，而明年一季度，自北向南来看，越南、柬埔寨、缅甸、泰国、马来西亚和印度也都会陆续进入低产期，产胶量逐月环比下降，直至旱季结束。步入明年二季度，新一轮雨季到来后，产胶国才会陆续重新开割，胶水产量恢复。换言之，未来 3-4 个月，全球产胶量会出现积极性下降趋势，有利于胶价走强。展望 2022 年来看，极端气候以及变异病毒传播依然是影响产胶量的潜在利空因素，对天胶供应链和橡胶种植业而言会形成负面冲击，产量不确定性依然较大。这值得引起投资者的密切关注。笔者认为，2022 年天胶生产国协会（ANRPC）成员国合计产量料维持在 1120-1180 万吨左右，较 2021 年产量会有 -3.5%-1.5% 的波动。

图 22、东南亚产胶国开割、停割时间分布图

开割时间表

4月初海南开割

4月中旬泰国中北部、越南中南部

4月底5月初泰国南部、马来西亚印尼北（棉兰一带）



停割时间表

12月底海南停割、1月末2月初泰国北部、越南北部

2月初泰国中部、越南南部步入停割期

2月中旬泰国南部、马来西亚、印尼胶水产量骤降

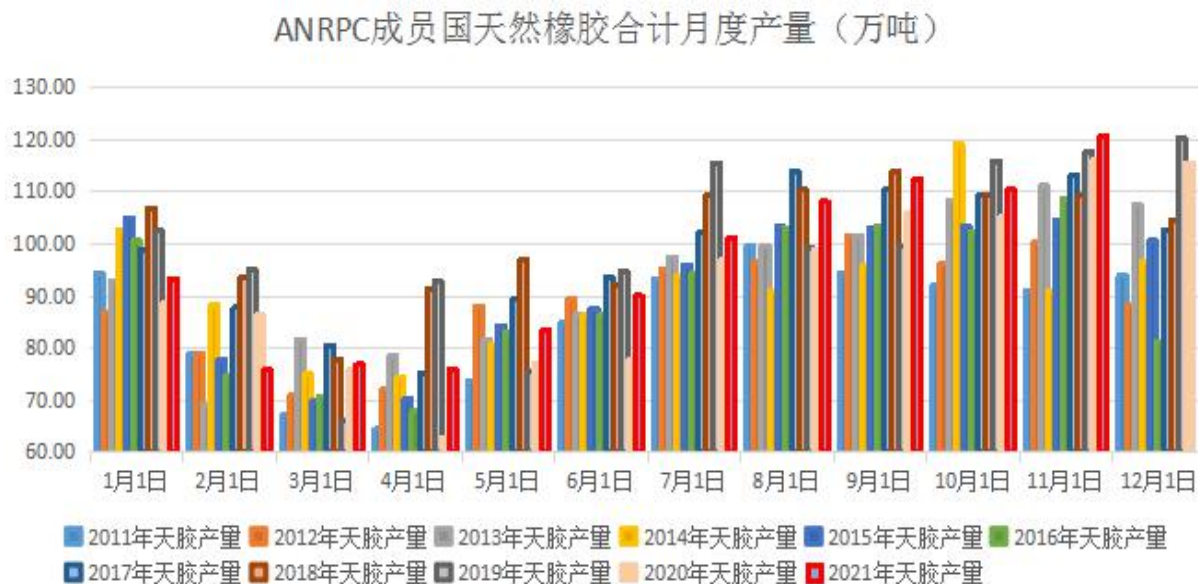
数据来源：WIND、宝城金融研究所

表 1、2014-2021 年国内开割时间和影响因素分析表

年份	开割时间	影响因素	停割时间	最大割胶天数
2014 年	3月20日零星开割，3月底全面开割，开割正常	干旱，胶价低，割胶意愿不高，胶工紧缺	11月底	254
2015 年	3月20日准备开割，4月初胶水供应依然较少，开割正常	干旱胶水上量慢，胶价偏低	11月底	254
2016 年	4月初陆续开割，较正常后延10-15天	降雨早、多、持续时间长，胶价低，防雨措施不到位，原料紧胶厂开工推迟	11月底	244
2017 年	3月底试割，4月10日前后开割，4月底全面开割，较正常后延1个月	白粉病严重影响割胶，胶厂原料缺	11月底	234
2018 年	3月20日陆续开割，开割正常	物候正常，但胶价低，胶工缺	11月底	254
2019 年	3月15日前后零星试割，3月底大面积开割	干旱少雨，虽开割提前，但放量延后	11月底	259
2020 年	5月中旬后试割，6月中旬步入正轨，较正常后延2个月左右	干旱+白粉病+劳工短缺	12月初	215
2021 年	3月底试割，白粉病严重地区开割延至4月底5月初	干旱、白粉病	11月底	250

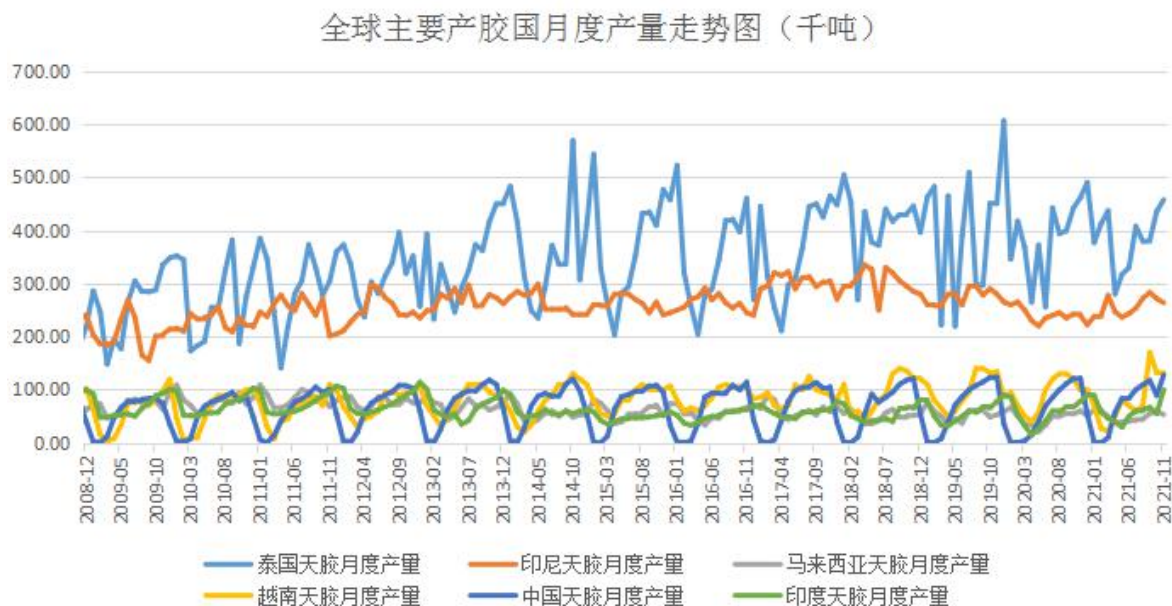
数据来源：卓创资讯、宝城金融研究所

图 23、2011-2021 年 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量（万吨）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

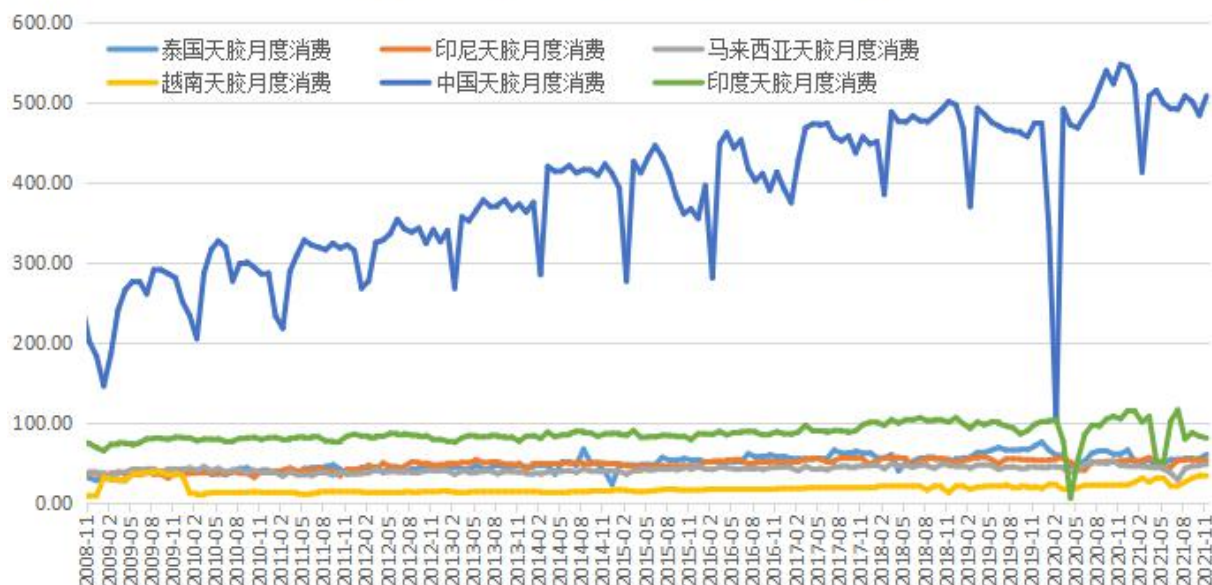
图 24、2007-2021 年全球主要产胶国月度产量走势图（千吨）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 25、2008-2021 年全球主要产胶国月度消费量走势图（千吨）

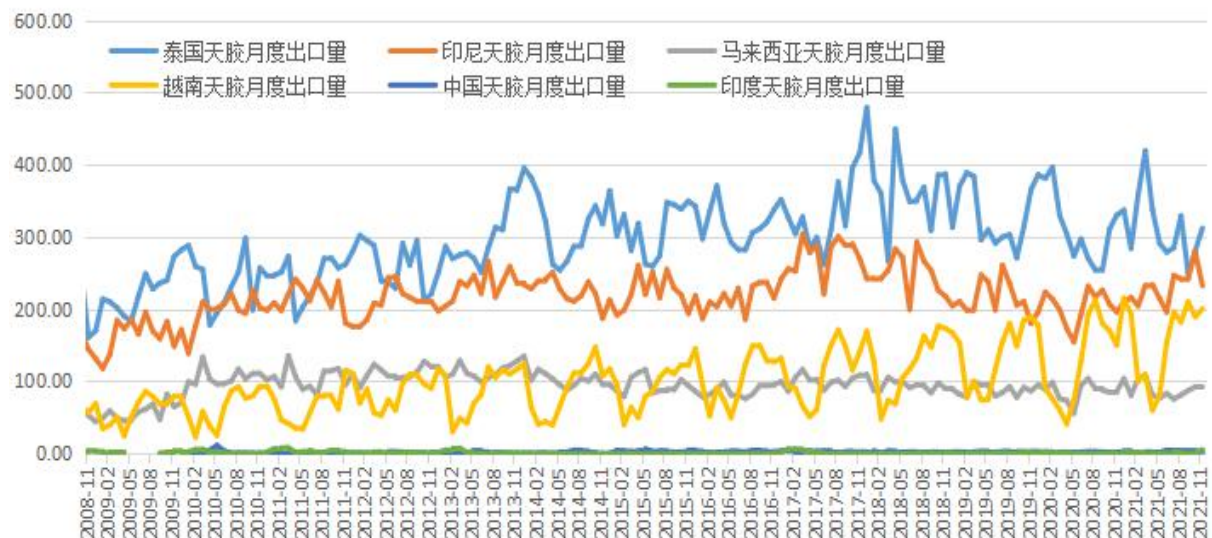
全球主要产胶国月度消费走势图（千吨）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 26、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、宝城金融研究所

五、我国料逐年调降天胶进口关税

2021 年 11 月 2 日,《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 保管机构东盟秘书处发布通知,宣布文莱、柬埔寨、老挝、新加坡、泰国、越南等 6 个东盟成员国和中国、日本、新西兰、澳大利亚等 4 个非东盟成员国已向东盟秘书长正式提交核准书,达到协定生效门槛。根据协定规定,RCEP 将于 2022 年 1 月 1 日对上述十国开始生效。据了解,RCEP 谈判于 2012 年由东盟 10 国发起,邀请澳大利亚、中国、印度、日本、韩国、新西兰 6 个对话伙伴国参加。第三次 RCEP 领导人会议 2019 年 11 月在泰国曼谷举行并发表联合声明,宣布除印度外的 15 国结束全部文本谈判及实质上所有市场准入谈判。2020 年 11 月 15 个 RCEP 成员国正式签署该协定。

据统计,亚太地区天然橡胶产量占全球产量的 91%左右,主要产胶国分别为泰国、印度尼西亚、越南、中国、马来西亚和印度等;非洲地区天然橡胶产量占比大约为 7%,主要产胶国分别为科特迪瓦、利比里亚、尼日利亚和喀麦隆等;美洲地区天然橡胶产量占比大约为 2%,主要产胶国为巴西和危地马拉。泰国 50%以上的贸易和投资都在 RCEP 成员国市场中。一旦协定生效,泰国出口到其他成员国的近 3 万种商品的关税即刻降为零,部分商品的关税将在 10 至 20 年内逐步降为零。

根据天然橡胶生产国协会 (ANRPC) 提供的数据,泰国、印度尼西亚、越南分别为全球天然橡胶前三大出口国;中国、印度为天然橡胶主要进口国。中国是全球天然橡胶最大进口国,进口依赖度高达 85%左右,进口来源国分别为泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南、缅甸、老挝和柬埔寨等 RCEP 成员国。2010 年以来,泰国是中国最大天然橡胶进口来源国,进口量占比超过一半;来源于马来西亚和印度尼西亚的天然橡胶进口量占比由 20%左右逐渐下降至 10%左右;来源于越南、缅甸和老挝的天然橡胶进口量占比逐渐上升,但是占比均未超过 8%。因此,RCEP 协定正式签署有利于天然橡胶行业健康快速发展,尤其是关税下降或减免进一步促进天然橡胶贸易往来,加快产业协作促进中国海外天然橡胶产业的发展。

2004 年以前,中国天然橡胶进口是有配额的,配额内的优惠关税是 2%。2004 年中国取消了天然橡胶关税配额制度,烟片胶和标准胶的进口税率由原先的 12%提高到 20%。2007 年初两者的关税调整为 20%或 2600 元/吨从低的选择税制。2018 年 12 月 25 日,中国发布了《2019 年进出口暂定关税等调整方案》,将从 2019 年 1 月 1 日起对部分商品的进出口关税进行调整,天然橡胶及合成橡胶等原材料对部分国家的进口关税继续降低,部分大尺寸轮胎的进口关税大幅降低。根据《国务院关税税则委员会关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》,2020 年中国天然橡胶进口关税继续延续 2019 年税率。税率如下:40011000 天然乳胶 2020 年暂定税率为 10%或 900 元/吨,两者从低。40012100 天然橡胶烟胶片暂定税率为 20%或 1500 元/吨,两者从低。40012200 技术分类

天然橡胶（TSNR）2020 年暂定税率 20%或 1500 元/吨，两者从低。2020 年最惠国税率全部为 20%。

当前天然橡胶进口遵从 20%从价税、1500 元/吨从量税的征税标准。近年来，“取消天然橡胶进口关税，并给予国内胶农适当补贴”的呼声越来越高，业内人士认为天然橡胶关税在一定程度上制约了我国橡胶轮胎产业的发展。数据显示，我国天然橡胶对外依存度高达 87%左右，其中主要进口国为泰国、印度、越南等东盟国家和地区，随着中国加入 RCEP，未来从东南亚地区进口天然橡胶或将真正实现零关税。在轮胎生产中，原材料成本大约占 80%，其中天然橡胶成本占比最大，占比为 41.6%，如果真正能实现零关税，对我国橡胶轮胎行业而言可谓重大利好。预计 2021 年中国天然橡胶进口关税是延续 2020 年的税率，还是顺势下调进口税率，预计后者概率较大。

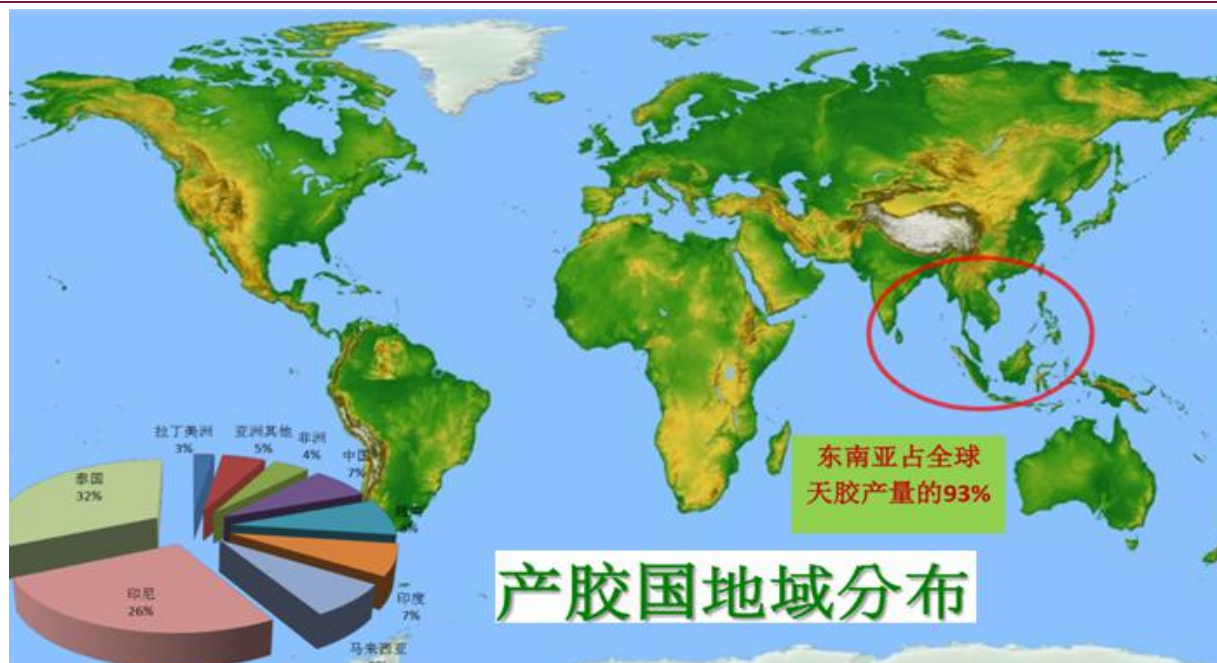
一直以来，“复合胶”和“混合胶”是具有中国特色的品种，主要是为了规避天然橡胶居高不下的进口关税，毕竟混合胶和复合胶在东盟协定关税（带产地证）项目下税率均为零。从“复合胶”和“混合胶”的成分来看，两者均是天然橡胶极好的替代品，并且由于国内贸易政策的调整，导致两者呈现出此消彼长的发展态势。过去，中国从东盟国家进口复合胶的关税是 5%，从非东盟国家进口复合胶的关税是 8%。2009 年中国对各个东盟国家进行不同幅度的降税，除了越南维持 5%之外，泰国、印尼、马来西亚等其他东盟国家协定税率由 5%降至 0%。零关税实施之后，中国复合胶进口量明显攀升。

不过进入 2015 年下半年开始，风云突变。2015 年 7 月 1 日正式实施《复合橡胶通用技术规范》，最主要的规定是复合橡胶中生胶含量不应大于 88%（质量分数）。中国复合胶进口量大幅萎缩，而中国混合胶取而代之。据中国海关总署统计，2015-2018 年中国混合胶进口量分别为 53.58 万吨、181.98 万吨、275.19 万吨和 295.01 万吨，同比增长分别为 729.66%、239.63%、51.22%和 7.20%，而 2009 年前年进口量远低于 1 万吨，2009 至 2014 年年进口不足 8 万吨。

当然，针对 2015 年 8 月以来中国混合胶进口量激增问题，2016 年 8 月 4 日，中国天然橡胶协会与中国合成橡胶工业协会联合发布了《混合橡胶通用技术自律规范》，当然该标准只是行业自律标准，并无实质性约束力。2019 年 4 月 28 日，中国海关总署关税征管司发布关于明确税则号列 40028000 项下“混合胶”归类认定的通知。中国海关调整混合胶进口认定标准导致混合胶进口明显萎缩。中国海关总署统计数据显示，2019 年中国混合胶进口量 266.04 万吨，同比下滑了 9.82%。不过，2020 年前三季度，中国混合胶进口再度崛起，累计进口量约为 266.49 万吨，已经超过了去年全年的进口量，累计同比增长高达 47.23%。

随着《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）逐步推进落实，是否有可能实现中国轮胎行业和中国橡胶工业协会多年的愿望“取消天然橡胶进口关税”，届时混合胶与复合胶或将失去进口价值。毕竟，在零关税的同等环境下，与标准胶相比，混合胶复合胶的质量完全没有竞争力。

图 27、全球主要产胶地域分布图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

表 2、中国天然橡胶进口关税变迁

年份	品种（税则号）	关税
2007-2009	烟片胶（40012100）	20% 从价税或2600元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	技术分类天然橡胶（40012200）	
	天然胶乳（40011000）	
2010-2012	烟片胶（40012100）	20% 从价税或1600元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	技术分类天然橡胶（40012200）	20% 从价税或2000元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	天然胶乳（40011000）	10% 从价税或720元/吨；从量税两者中，从低计征关税
2013-2014	烟片胶（40012100）	20% 从价税或1200元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	技术分类天然橡胶（40012200）	
2015-2018	天然胶乳（40011000）	10% 从价税或720元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	烟片胶（40012100）	20% 从价税或1500元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	技术分类天然橡胶（40012200）	
2019-2020	天然胶乳（40011000）	10% 从价税或900元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	烟片胶（40012100）	20% 从价税或1500元/吨；从量税两者中，从低计征关税
	技术分类天然橡胶（40012200）	
	其他初级形状的天然橡胶（40012900）	亚太协定税率17%，最惠国税率20%

数据来源：WIND、宝城金融研究所

表 3、混合胶与复合胶关税

税则号	商品名称	成分	关税		
			东盟协定关税 (带产地证)	最惠国	普通
40028000	天然橡胶与合成橡胶的混合物	天然橡胶97.5%、 丁苯胶2.5% (混合胶)	0%	7.50%	35%
40051000	与炭黑等混合的未硫化复合橡胶	天然橡胶95%-97%，丁 苯胶2.5%，硬脂酸0.5% (2015年以前的复合 胶)	0%	8%	35%
40052000	未硫化的复合橡胶溶液及分散体				
40059100	其他未硫化的复合橡胶板、片、带				
40059900	其他未硫化的形状复合橡胶				

数据来源：WIND、宝城金融研究所

六、海外疫情不断 欧美日车市仍存考验

步入 2021 年下半年以来，由于新冠变种病毒快速传播，导致“缺芯潮”愈演愈烈，全球汽车产业正在掀起一轮减产潮。据 Auto Forecast Solutions (AFS) 的最新数据显示，因全球汽车“缺芯”加剧，截至 10 月 10 日，全球汽车市场因“缺芯”累计减产量已达 934.5 万辆。其中，中国汽车市场累计减产 182.7 万辆，汽车芯片的订单满足率甚至不到 20%。

据美国商务部经济分析局最新数据显示，因芯片等汽车零部件供应不足，10 月，美国不少汽车工厂继续减产甚至停产，导致经销商库存依旧处于低位，美国轻型车市场再次出现下跌。据 Cox Automotive、J.D. Power、LMC Automotive 和 TrueCar 等机构预计，10 月美国汽车销量同比下跌 20%至 30%。据统计，2021 年 10 月，美国汽车销量达 104.63 万辆，同比大幅下跌 22.56%，环比略微回升。预计 2021 年美国汽车销量将达到 1481.21 万辆（同比增长 2.36%），这一销量预测下调是因为国内生产受限影响了汽车销量的反弹，主要体现在当前的供应链问题上，尤其是芯片和工人短缺。

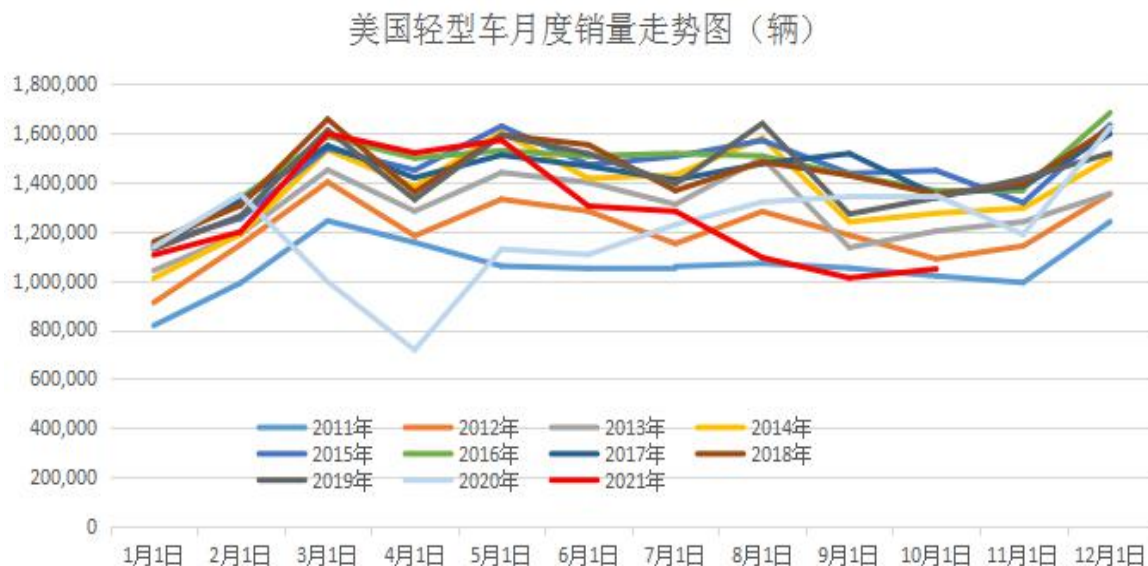
从欧洲各大机构公布的收据来看，欧洲市场仍然受到疫情的冲击和半导体零部件短缺的影响。据欧洲汽车制造商协会 (ACEA) 最新发布的数据，2021 年 10 月欧盟新车销量进一步收缩 30.3%至 665,001 辆，这是今年连续第四个月下降，也是自有记录以来 10 月份的销量最差记录。大多数欧盟国家遭受两位数的下降，其中包括四个最大的市场：意大利 (-35.7%)、德国 (-34.9%)、法国 (-30.7%) 和西班牙 (-20.5%)。在 2021 年前 10 个月，欧盟的新车销量与去年相比增长了 2.2%，总计约 820 万辆。尽管最近由于芯片供应危机的持续影响导致销售量下降，但今年早些时候的大幅增长有助于使累计销量保持在正值。同样，

欧盟四个主要市场中的三个市场需求保持积极：意大利(+12.7%)、西班牙(+5.6%)和法国(+3.1%)。相比之下，德国年初至今的表现与一年前相比有所回落(-5.2%)。基于芯片危机将持续到明年，汽车市场仍将面临新车供不应求的局面。预计2021年的销量将不会超过疲软的2020年。

在日本车市方面，因芯片短缺和供应链中断对日本汽车行业造成了沉重的打击，经济也由于疫情遭受了巨大的损失，因此10月该国汽车市场销量继续大幅下滑。日本汽车销售协会联合会和日本全国轻型汽车协会联合会最新发布的数据显示，今年10月日本国内新车销量降至约27.93万辆，同比下降约31%，不仅连续4个月同比下降，而且降至历史同期最低。这是近年来日本车市第三低的单月成绩，仅高于去年4月的270,398辆和5月的218,285辆，同时也是近年来同期销量首次跌破30万辆，甚至低于2010年10月因政府补贴到期导致的304,328辆。考虑去年全年共计售出459.9万辆，今年最后两个月要售出84.0万辆才能与之持平，按照目前的走势这基本不可能达成，因此今年日本车市大概率会再次出现负增长，而这将成为该国车市连续走跌的第三年。

展望2022年来看，由于新冠变异病毒存在叠加疫情导致全球汽车“缺芯”供应不确定性依然发生，海外汽车产业减产危机并未有效消除，因此欧美日车市出现销量下滑的风险仍在。预计2022年海外车市销量仍维持偏负面的展望预期。

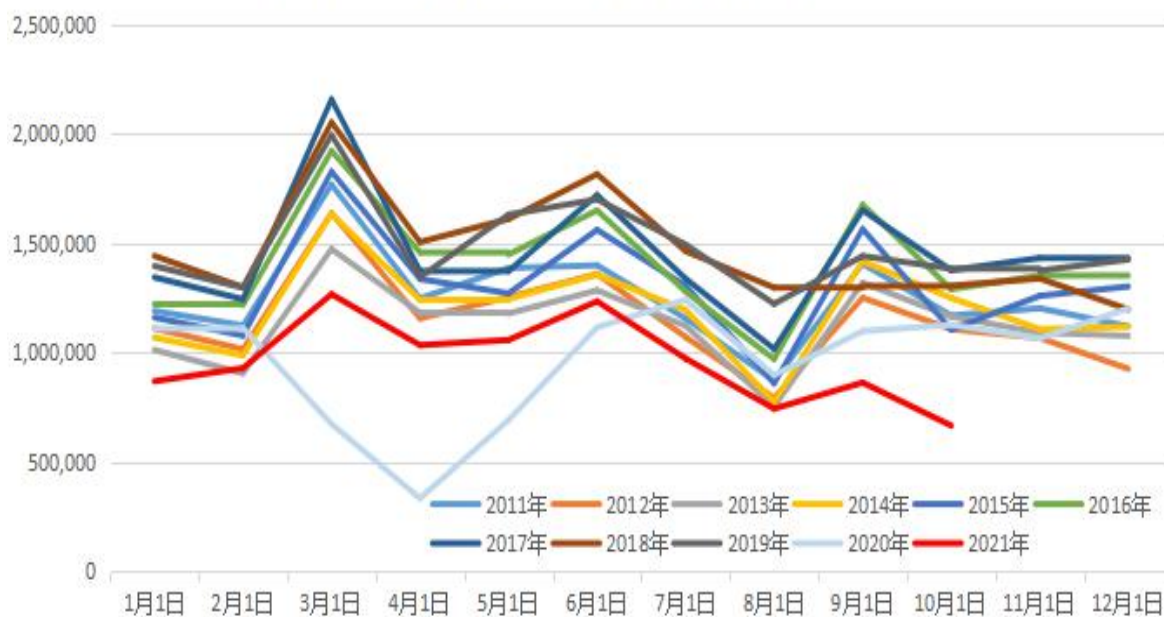
图 28、美国 2011-2021 年轻型车月度销量走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 29、欧盟 27 国 2011-2021 年机动车月度销量走势图

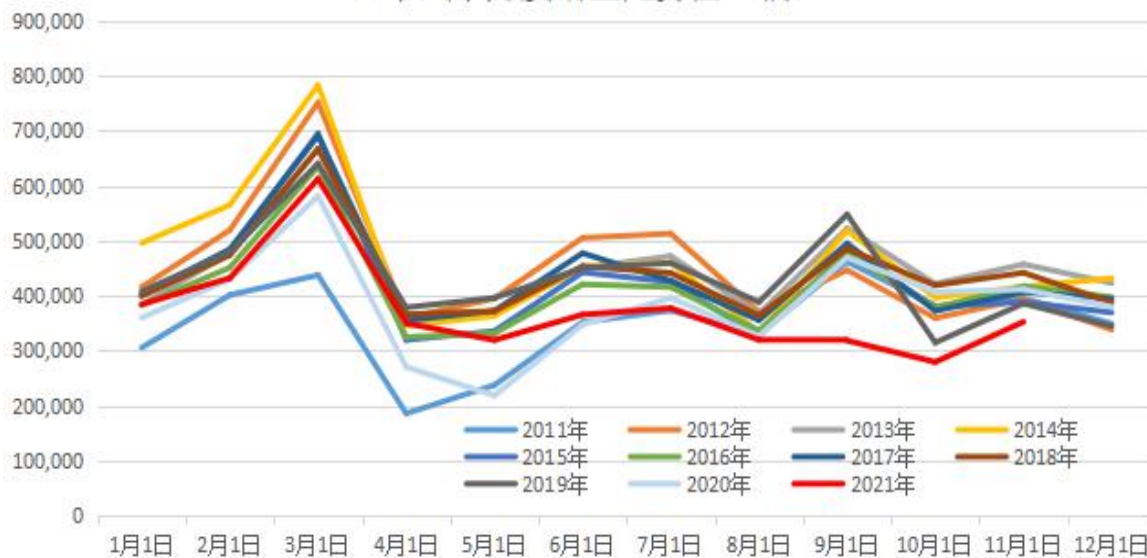
欧盟27国注册量机动车月度销量走势图（辆）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 30、日本 2011-2021 年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、宝城金融研究所

七、2022 年国内车市产销存在小幅下滑风险

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，今年三季度国内新车产销量增速进一步放缓，且环比增速出现回落。随着汽车芯片供应紧张局势得到显著缓解以后，四季度国内新车产销量环比明显回升。据中国汽车工业协会发布的数据显示，由于我国宏观经济运行总体稳定，党中央和国务院出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效不断显现，电力供应紧张情况有所缓解，原材料价格有所回落，制造业景气面有所扩大，非制造业总体保持稳定恢复。汽车行业努力克服芯片供应紧张、散点疫情爆发、政策法规调整等影响，产销形势总体略好于月初预期。

11 月我国汽车产销分别完成 258.5 万辆和 252.2 万辆，环比分别增长 10.9% 和 8.1%，同比分别下降 9.3% 和 9.1%，降幅比 10 月分别扩大 0.5 个百分点和收窄 0.3 个百分点。1-11 月我国汽车产销分别完成 2317.2 万辆和 2348.9 万辆，同比分别增长 3.5% 和 4.5%，增幅比 1-10 月均回落 1.9 个百分点。在乘用车方面，11 月我国乘用车产销分别完成 223.1 万辆和 219.2 万辆，同比分别下降 4.3% 和 4.7%。1-11 月我国乘用车产销分别完成 1887.9 万辆和 1906.0 万辆，同比分别增长 6.9% 和 7.1%。在商用车方面，11 月我国商用车产销分别完成 35.3 万辆和 33.0 万辆，同比分别下降 31.9% 和 30.3%。1-11 月我国商用车产销分别完成 429.3 万辆和 442.9 万辆，同比分别下降 9.1% 和 5.3%。在新能源汽车方面，11 月我国新能源汽车产销分别完成 45.7 万辆和 45.0 万辆，同比增长 1.3 倍和 1.2 倍，市场渗透率为 17.8%。1-11 月我国新能源汽车产销分别完成 302.3 万辆和 299.0 万辆，同比均增长 1.7 倍，市场渗透率为 12.7%。

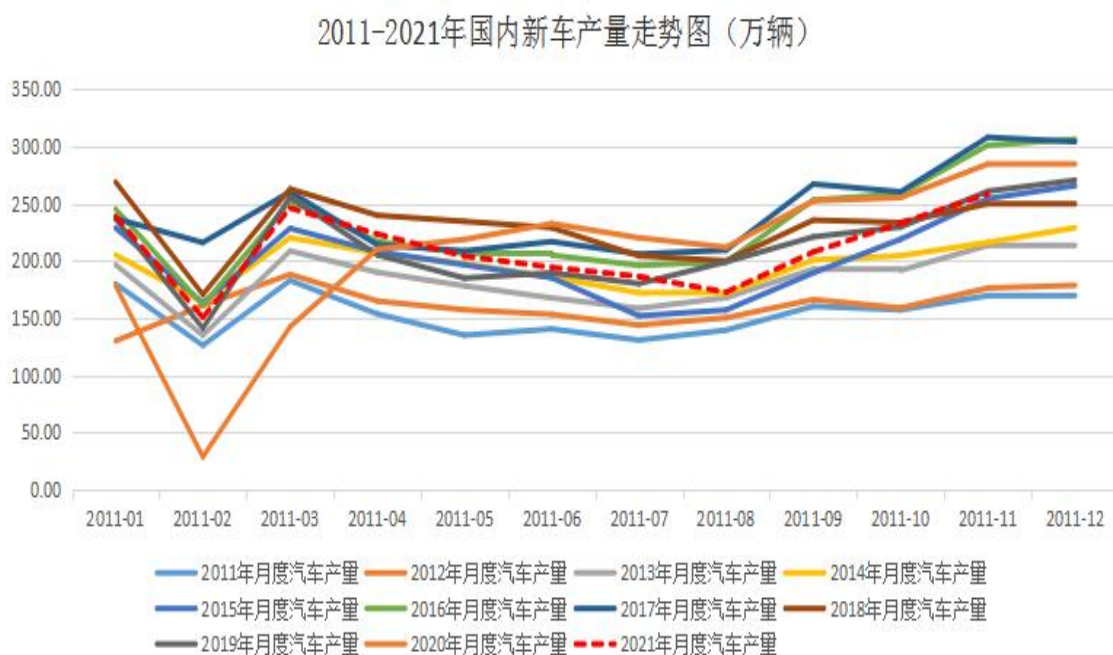
随着宏观经济稳中向好发展，汽车消费需求仍然稳定。但是供给端仍存在不确定性，芯片供应紧张的问题依然存在，年底各地有序用电、国内散点疫情增加了汽车产业潜在的产业链断供风险。叠加去年同期高基数因素影响，汽车产销保稳压力依然较大。综合判断，全年汽车产销量将略高于去年同期水平。

在终端零售环节，由于芯片问题持续缓解，汽车供应紧张状态有明显改善。不过各地的疫情防控升级，抑制了市场需求释放。“双 11”购车活动、广州车展、新车上市等因素均带动车市热度，加上年底冲量有一定商务政策，销量预计略高于 10 月，但同比下滑严重。据中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数调查”VIA 显示，2021 年 11 月汽车经销商库存预

警指数为 55.4%，同比下降 5.1 个百分点，环比上升 2.9 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。目前，汽车供应回暖，经销商库存进入补库阶段，现车可售车型增多，热销车型仍需等待 1-2 个月。眼下正值年底冲量，经销商终端优惠幅度加深，但疫情打乱了正常的销售节奏，多数经销商认为完成任务目标无望，多以保利为主，同时厂家也针对任务指标进行调整或取消。临近年底，芯片供应逐步缓解，但全年销量缺口难以弥补。春节提前、年末促消费政策到期等因素有利于年终消费需求释放，但经销商年底冲量仍显乏力，多数经销商无法完成任务目标，将部分需求转移到 2022 年。

展望 2022 年，随着宏观经济政策提前干预，力保稳中向好发展，中国汽车消费需求仍然稳定。虽然 2022 年全年中国汽车供给端仍存在不确定性，芯片供应紧张的问题依然存在，汽车产业存在潜在的产业链断供风险。不过随着稳定市场价格等政策措施成效不断显现，原材料价格有所回落，我国汽车行业克服芯片供应紧张、疫情等影响，产销形势总体略好于预期。在新能源汽车发力的带动下，整体车市有望维持平稳运行的态势，对于沪胶期货价格形成中性影响。

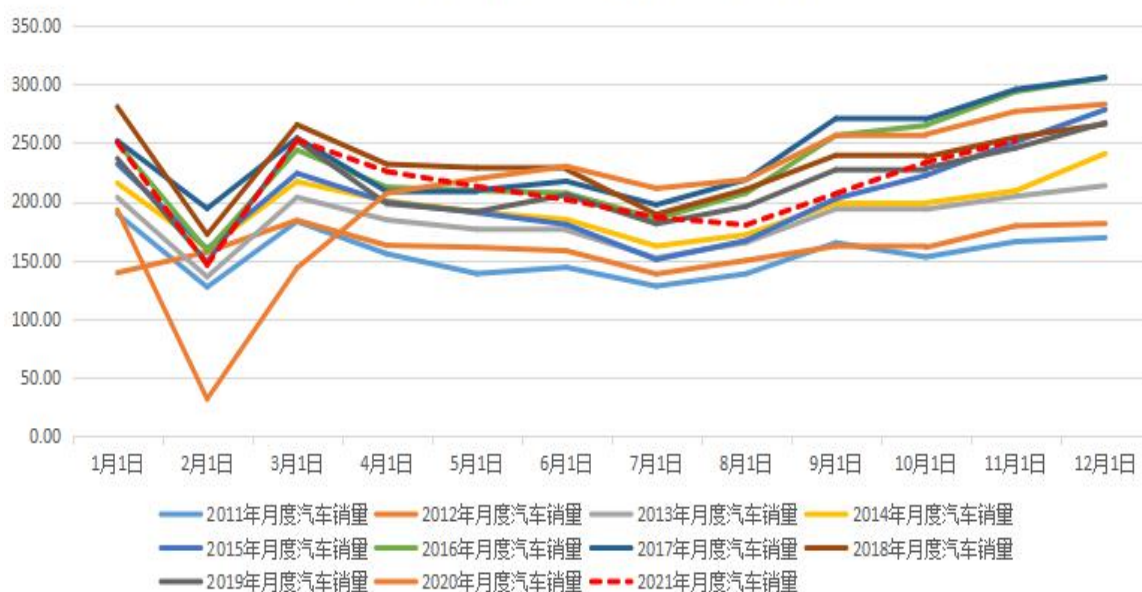
图 31、2011-2021 年国内新车月度产量走势图（万辆）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 32、2011-2021 年国内新车月度销量走势图（万辆）

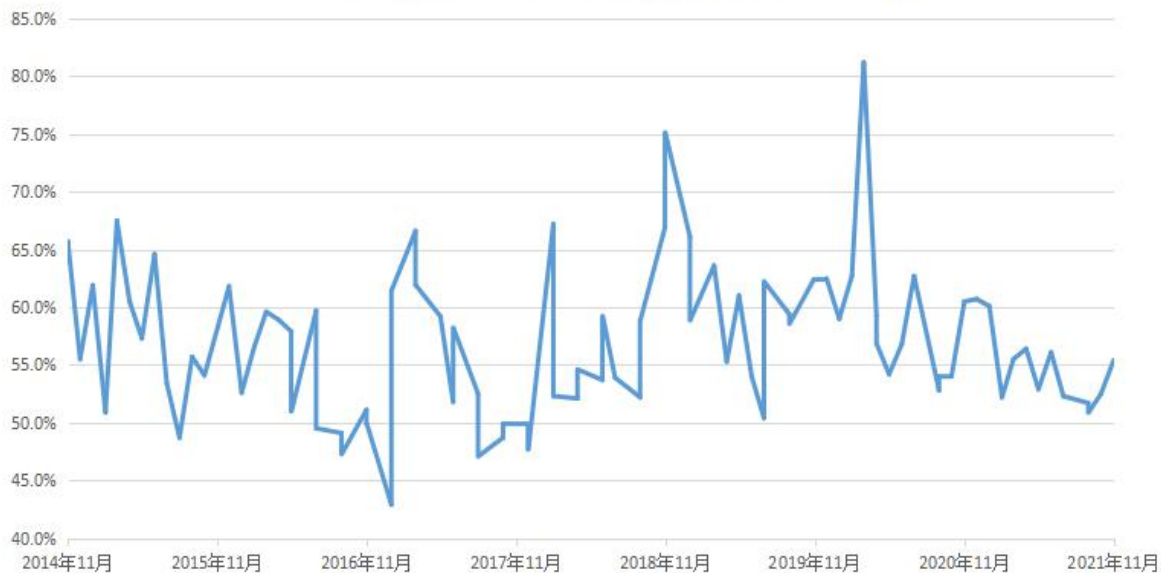
2011-2021年国内新车销量月度走势图（万辆）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 33、2021 年 11 月中国汽车经销商库存预警指数回升至 55.4%

2014-2021年中国汽车经销商库存预警指数走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

八、2022 年国内重卡景气度有望迎来转机

作为天胶需求晴雨表的我国重卡销量在 2021 年整体呈现前高后低的景象。受国内限电因素影响，工业企业开工率不足，叠加原料成本居高不下，导致物流需求趋弱，业务活跃度略有下降，物流业景气指数呈现再度回落的走势。据中国物流与采购联合会发布数据显示，2021 年 11 月份中国物流业景气指数为 53.6%，较上月回升 0.1 个百分点；中国仓储指数为 54.1%，较上月回落 0.1 个百分点。

由于上游的物流运输市场一片低迷，上半年国内重卡市场销量对下半年市场造成了“提前透支”的影响，重卡市场的“金九银十”变成了“铜九铁十”，情况不容乐观。这种持续大幅下降的市场景象，一直延续到了 11 月。据第一商用车网发布的数据显示，今年 11 月份，我国重卡市场预计销售各类车型 5 万辆左右，环比下降 6.5%，同比下滑 63%，创下今年以来月销量的最低水平，比今年 8 月份的“谷底”销量（5.13 万辆）还要略低，比去年同期则减少了约 8.56 万辆。11 月份也是重卡行业今年以来的第七次下降，而且是从 5 月份以来的连续七个月下滑。11 月过后，重卡市场的累计销量同比降幅再度扩大，达到 11.4%。今年 1-11 月，我国重卡市场累计销量约为 133.7 万辆，同比下降 11.4%，相比 1-10 月的 6.34% 降幅扩大了 5 个百分点。

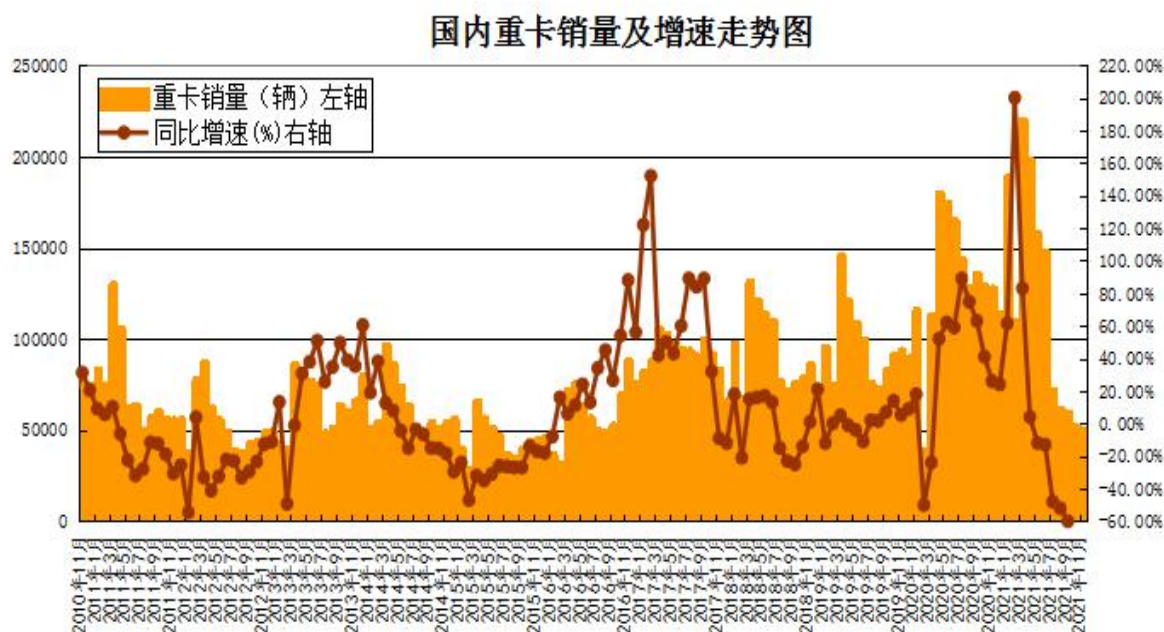
可以看到，下半年来，我国重卡市场已经连续四个月（8-11 月）呈现出同比降幅超过 60%，连续五个月降幅超过 45%。如“2015-2021 年我国重卡市场销量月度走势图”所示，代表 2021 年的红色曲线，1 月份直至 4 月都居于最上端；从 5 月份开始，销量出现首次下滑，代表 2021 年的红色曲线掉到了代表 2020 年的黄色曲线下方，市场连续两个月呈现出温和下滑；三季度和四季度，重卡行业需求及订单情况快速“恶化”，市场月度走势呈现出陡峭的下降曲线：7 月份销量同比大幅下滑 45.2%；8 月份销量同比下降 60.5%；9 月份，“金九”变成了“铜九”，月销量不到 6 万辆，同比下滑 60.7%；10 月份，重卡市场销量同比下降 61.1%；11 月份，重卡市场销量环比下滑 6.5%，比去年同期的 13.56 万辆下降了 63.1%，月销量创下年内最低，也是最近六年来 11 月销量的最低水平。

究其国内重卡销量从下半年以来连续的断崖式下滑的背后原因，是需求低迷、提前透支和库存高企等多重不利因素叠加“挤压”的结果。首先是物流运输市场车多货少，购车需求不振。终端购车需求不旺，这是重卡行业连续多月大幅下滑的最主要原因。由于重卡上游的物流运输业和基建工程建设行业持续低迷，再加上最近几年重卡车辆保有量快速增长，出现了货源不足、车多货少、运力过剩、运价低迷等一系列问题，严重影响了重卡市场下半年至今的购车需求。其次，市场需求被提前透支。由于今年 7 月 1 日起全国范围内全面实行柴油车国六排放标准，很多重卡用户也提前购买国五新车，推高了上半年的重卡市场销量，也对下半年市场造成了“提前透支”。第三，库存高企。由于重卡

行业终端订单和需求远未达到预期，重卡厂家上半年生产的国五重卡有大量新车都囤积在经销商那里，造成了行业库存高企。

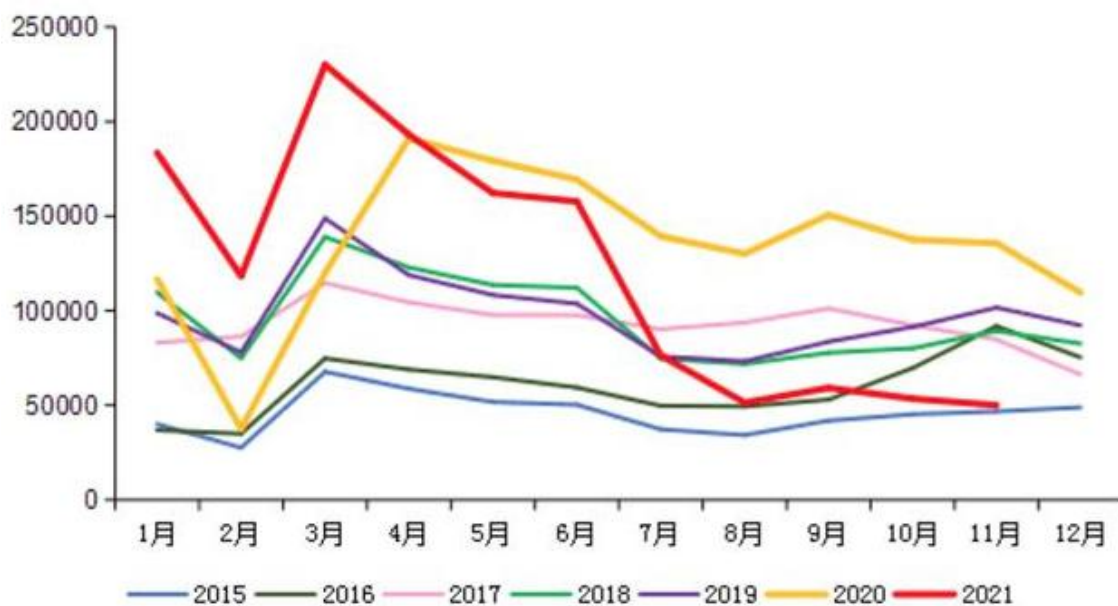
预计 2021 年 12 月重卡市场销量会环比略有回升，2021 年全年重卡市场总销量预计收官约 139 万辆，比 2020 年的 162 万辆下滑 14% 左右。销售量虽然是历史第二高点，但下半年形势急转直下，全年销量主要靠上半年“贡献”。对于 2022 年国内重卡销量的展望，笔者认为，由于 2021 年底国家中央经济工作会议明确提出加快支出进度，明确“适度超前”基建。而重卡销量又与基建呈现高度相关性，明年地方债发行使用的节奏或加速，适度超前基建也明确了基建托底仍是主要的发力方向。同时，在“因城施策”之下，房地产调控面临边际变化。显然，在“稳增长”政策发力靠前的指导下，2022 年国内重卡销量有望改善，维持中性偏乐观预期。

图 34、2021 年 11 月国内重卡销量同比下滑 63%



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 35、2015-2021 年我国重卡市场销量月度走势图（单位：辆）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 36、2014-2021 年中国物流业景气指数走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

九、2022 年国内轮胎开工率维持平稳态势

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，国内外轮胎价格频繁波动，价格多次上涨。临近年底，轮胎行业再次迎来一轮涨价潮，多家轮胎企业频发涨价函，而涨价的趋势已经延续到了明年一月份。当前国内轮胎行业原材料价格呈回落趋势，海运供需矛盾有望在未来半年得到缓解，下游汽车消费需求或随旺季到来得到释放，判断随着原材料、海运、汽车供需等压制因素趋于缓解。

笔者认为，国内外轮胎行业集体涨价的背后原因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。据国家统计局数据显示，2021年10月份中国橡胶轮胎外胎产量为7307.1万条，环比增加6.34%，同比下降5.90%。1-10月份中国橡胶轮胎外胎产量约为7.3845亿条，同比增加13.80%。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有望维持正增长。

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。尤其是步入三季度以后，我国轮胎行业开工率呈现持续回落的景象。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，叠加企业相关联设备检修导致轮胎设备暂停生产，从而带动整体开工走低。据统计，截止12月17日当周，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为63.33%，较上周走低0.96个百分点，较去年同期走高1.24个百分点，较2019年同期下滑10.59个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为64.08%，较上周增长0.31个百分点，较去年同期走高2.97个百分点，较2019年同期下滑6.45个百分点。

从进口数据来看，据中国海关总署公布的数据显示，2021年11月中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)合计66.1万吨，较2020年同期的71.1万吨下降7%。2021年1-11月中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)共计613.5万吨，较2020年同期的675.5万吨下降9.2%。

库存指标是反映天然橡胶供需关系的重要指标之一，尤其是天然橡胶其种植及割胶特性下，中长期来看新胶供应释放相对稳定，而库存的变化则体现着市场供需的变化情况。中国天然橡胶社会库存体系当中主要包含期货库存和现货库存(产区库存、中间流通库存以及下游原料库存)两方面，而现货库存占据主要为主。而从现货库存结构来看，中间流通环节库存占比最大，且主要为浅色胶(老全乳、越南胶)和深色胶(混合胶)。据卓创资讯统计数据，截止11月底，现货库存整体占比达83%，环比上月有所提升；其中中间流通库存占比约48%。

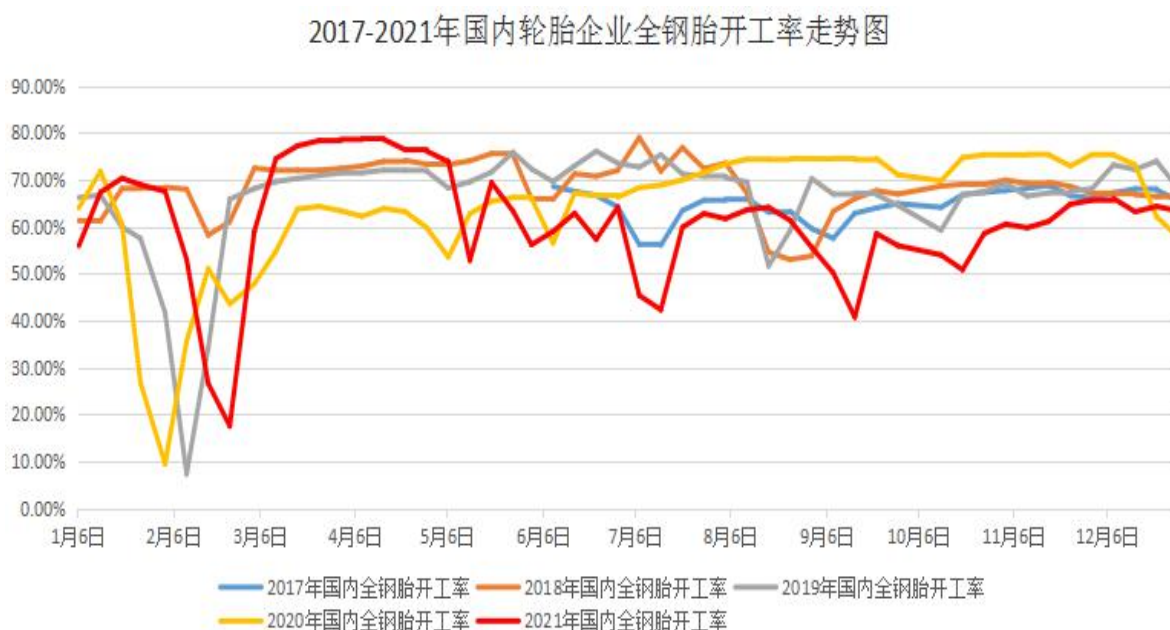
从2021年上期所天然橡胶仓单库存来看，1-8月份基本处于16万-17万吨水平，而去年交割品产量下滑明显，从而导致2021年11月份仓单集中注销14万吨，期货仓单下滑至10万吨左右，创近几年来老全乳交割出库量新低水平。自2021年11月下旬开始，国内上期所天胶仓单库存呈现快速增长形态。截至12月17日，上期所仓单库存达22.13万吨，同比增长33.10%。国内产区库存呈现出明显的季节性供应特点，年初产区停割期，原料库存持续下滑，直至6

月下旬达到年内最低 5 万吨水平，随后随着国内产区新胶的不断释放，库存逐渐积累，尤其是 9 月份以后产区库存呈现快速增长，然今年替代指标文件下单时间依旧较晚，整体流入受疫情防控影响而整体表现不畅，鉴于目前流入情况来看，全年替代指标完成压力较大，这在一定程度上影响产区整体库存累计增速，截止 11 月底云南产区非标库存 13.5 万吨。

2021 年青岛地区保税库和一般贸易库库存基本处于持续去库形态。2020 年期现价差扩大吸引了大量套利盘进口，一般贸易库呈现持续增长现象，同时以逾 80 万吨的总库存量创下有数据统计以来最高。然 2021 年套利机会减弱、集装箱紧张、船期不稳等因素，致使进口量出现下滑且下游更倾向采买现货，仓库出库量长期好于入库量，导致库存持续下降。截至 12 月 13 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库 16 家样本库存为 24.65 万吨，较上期减少 0.63 万吨，跌幅 2.49%，延续去库状态。天然橡胶青岛保税区区内 17 家样本库存为 6.70 万吨，较上期涨 0.18 万吨，涨幅 2.76%。虽然部分船期推迟，但有船期正常到港，保税库存微增。

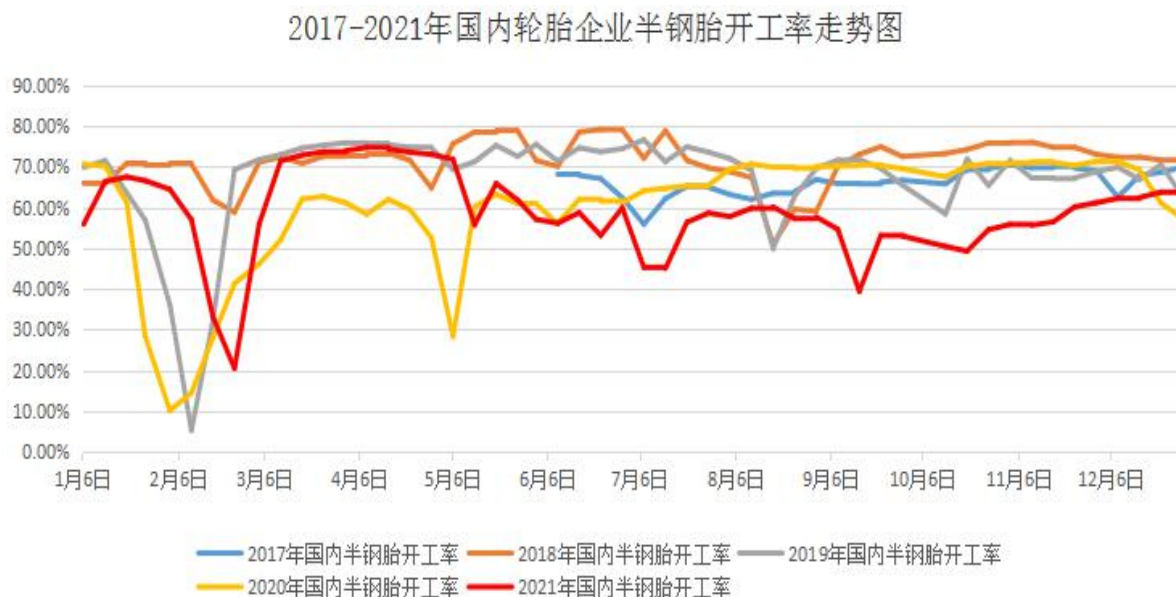
在下游轮胎企业原材料库存方面，2021 年原料库存整体呈现去库形态。其原因主要是在 2020 年四季度季节性备货以及对 2021 年行情预期乐观的双重支撑下，下游轮胎企业备货积极性较高，使得 2021 年年初轮胎原料库存整体维持高位，最高接近 50 万吨水平；但随后年内利好逐渐消退、海运费高昂冲击出口订单、内销市场持续低迷等因素导致企业生产不畅，原料采购积极性较差，企业原料库存持续去化，直至 6 月份部分轮胎企业原料库存低至警戒线。下半年轮胎厂原料持续维持偏低水平，总备货量基本处于 30-32 万吨左右。

图 37、2017-2021 年国内全钢胎开工率走势图



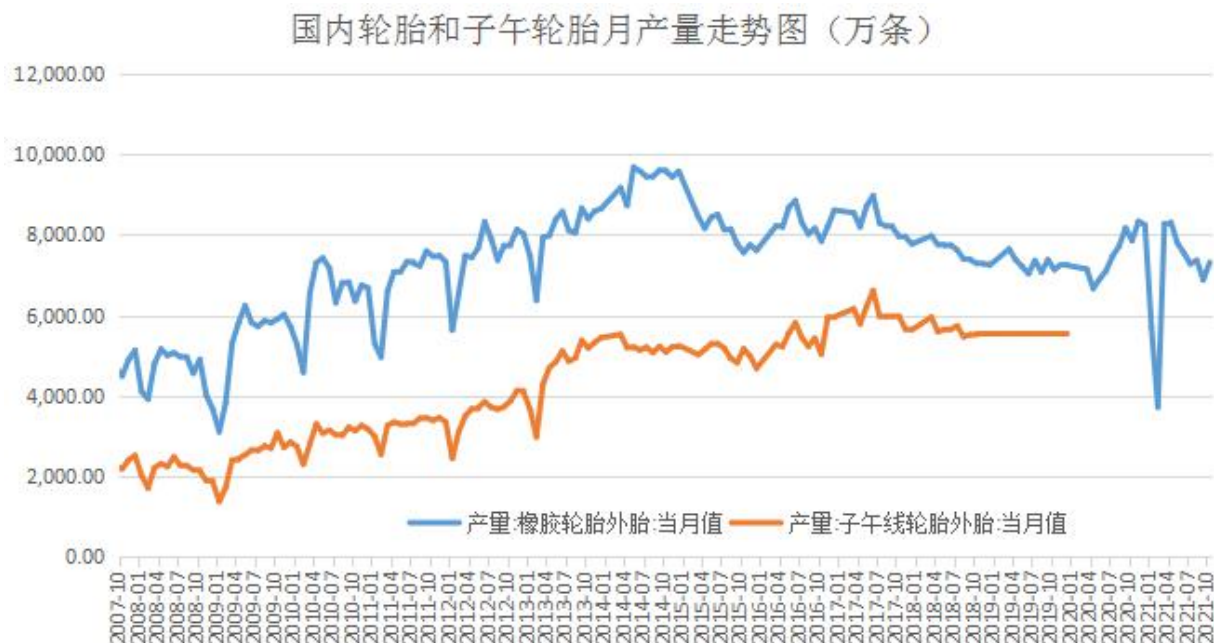
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 38、2017-2021 年国内半钢胎开工率走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

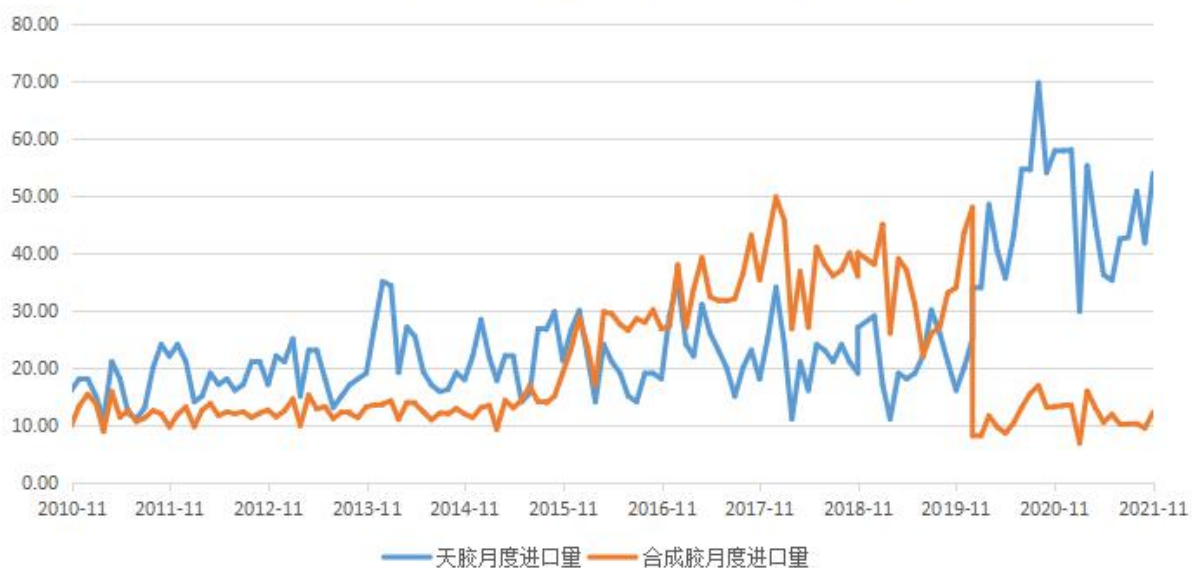
图 39、2007-2021 年国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

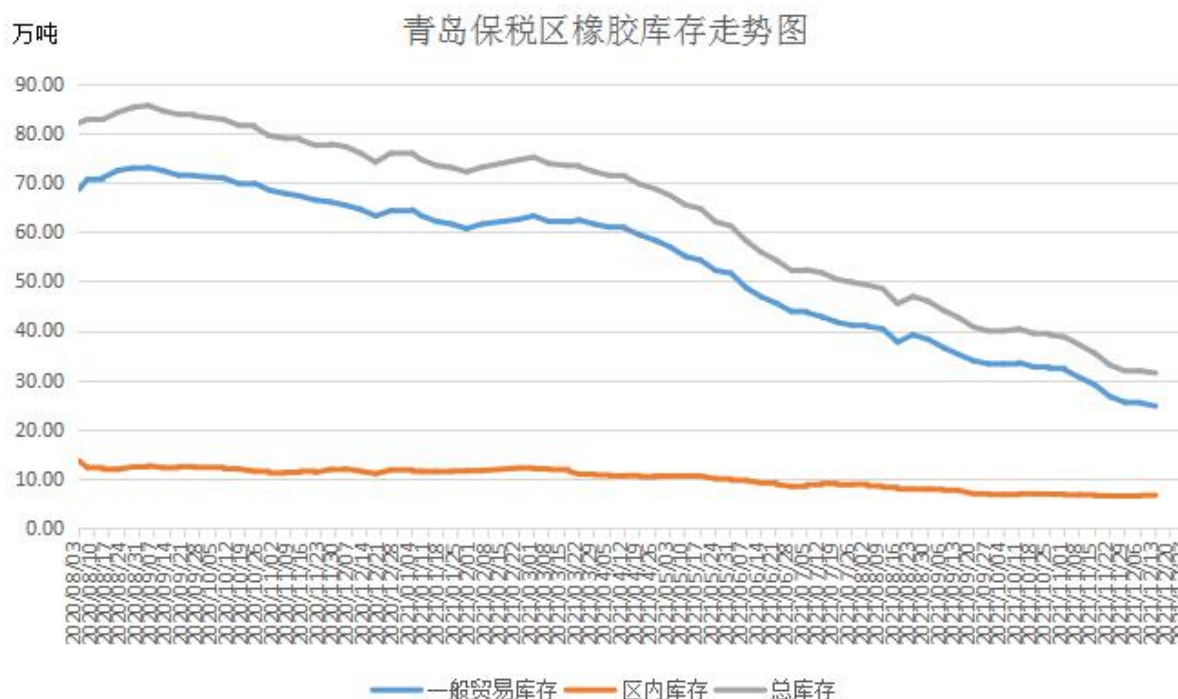
图 40、2021 年 11 月我国天胶及合成胶进口量走势图

中国月度天胶及合成胶进口量走势图（万吨）



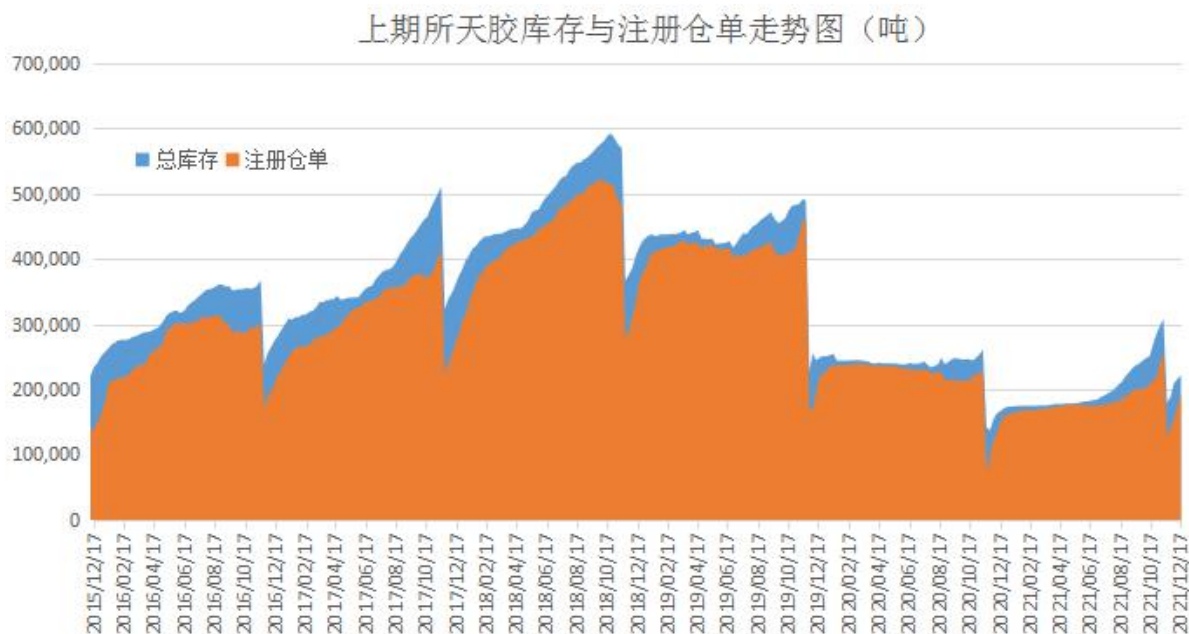
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 41、2020-2021 年国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图



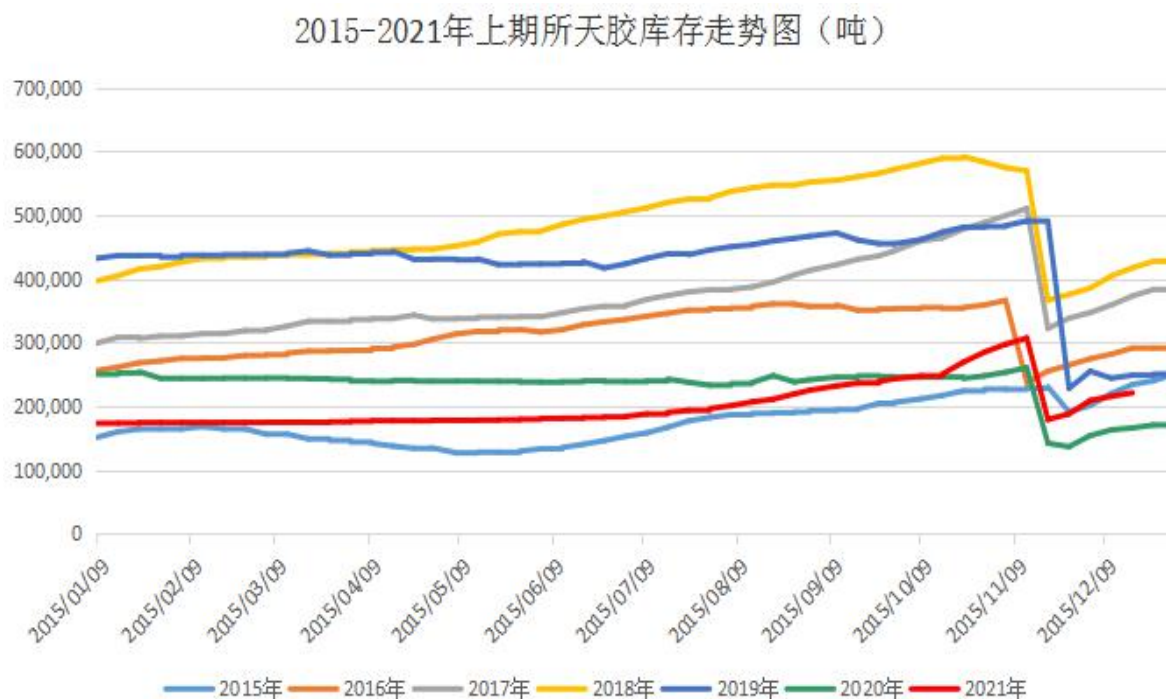
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 42、2014-2021 年上期所天胶库存与注册仓单走势图



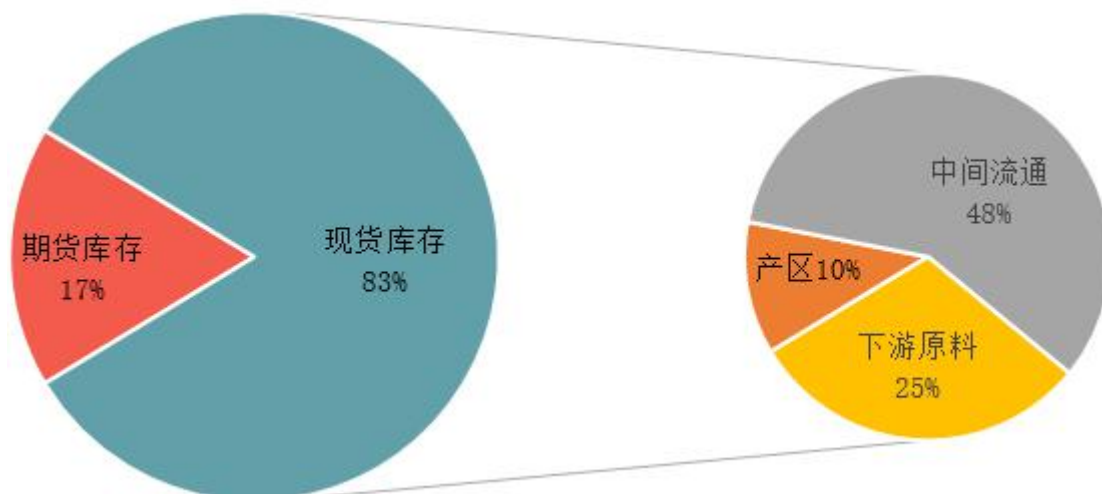
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 43、2015-2021 年上期所天胶库存走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 44、2021 年 11 月底国内天胶库存结构对比图



数据来源：卓创资讯、宝城金融研究所

十、2022 年沪胶走势展望

综合来看，对于 2022 年国内橡胶期货市场而言，笔者认为，从宏观面的角度来讲，2022 年全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。转向国内市场，2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。

转向胶市供需结构来看，在供应端方面，预计 2021 年天胶生产国协会（ANRPC）成员国合计产量维持在 1160.37 万吨，较去年同期的 1107.06 万吨，增加 53.31 万吨，增幅达 4.82%；较近 5 年均值的 1154.46 万吨小幅增加 5.91 万吨，增幅达 0.51%。而随着《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）逐步推进落实，有望实现“取消天然橡胶进口关税”，届时混合胶与复合胶或将失去进口价值。在需求端方面，由于于新冠变异病毒存在叠加疫情导致全球汽车“缺芯”供应不确定性依然发生，海外汽车产业减产危机并未有效消除，因此欧美日车市出现销量下滑的风险仍在。而明年国内汽车市场产销量也存在下滑风险，但整体下行空间有限。在新能源汽车发力的带动下，整体车市有望维持平稳运行的态势，对于沪胶期货价格形成中性影响。作为天胶需求晴雨表的重卡市场，预计 2021 年全年重卡市场总销量约 139 万辆，比 2020 年的 162 万辆下滑 14% 左右。不过由于 2021 年底国家中央经济工作会议明确提出加快支出进度，明确“适度超前”基建。而重卡销量又与基建呈现高度相关性，明年地方债发行使用的节奏或加速，适度超前基建也明确了基建托底仍是主要的发力方向。在

“稳增长”政策发力靠前的指导下，2022 年国内重卡销量有望改善，维持中性偏乐观预期。库存方面，受益于轮胎行业开工率保持平稳，现货库存以及上期所库存料维持低位水平。

综上所述，预计 2022 年国内橡胶期货将维持宽幅振荡整理的走势。其中沪胶期货主力合约料维持在 12500-17500 元/吨区间内运行，而标胶期货主力合约料维持在 10000-13000 元/吨区间内运行。

表 4、2016-2022 年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）

2016-2021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
2016年	77	448	3	522	558	-36
2017年	80	567	3	644	575	68
2018年	82	566	3	645	591	54
2019年	81	520	3	598	634	-36
2020年	69	590	3	656	616	40
2021年E	84	536	3	617	682	-65
2022年E	85	561	3	643	679	-36

数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 44、2016-2022 年国内橡胶年度供需平衡图（万吨）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

■ 分析师简介:



BAOCHENG FUTURES <<<

能源化工团队·能化资深分析师

现任宝城期货研究所能化资深分析师。曾担任 CCTV 证券资讯频道特约期货评论员，期货日报特约记者，期货日报商学院特约讲师。曾荣获 2019-2021 年郑商所甲醇高级分析师称号，2021 年郑商所甲醇资深分析师称号。2019-2021 年最佳工业品分析师称号，2015 年大商所木材优秀研究员，2012 年最佳焦炭分析师，2010-2011 年大商所十大化工研发团队之一。在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》和《期货日报》等报刊发表文章千余篇。

获取每日期货策略推

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责条款

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。