



2021年7月15日

## 橡胶：坚冰之下，春水正生

✍ 高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

### 我们的观点：

橡胶在整个能化板块中属于偏弱的品种。这种弱势主要是因为供过于求的大周期尚未逆转，而国内疫情后的修复反弹又告一段落。所以橡胶的破冰之旅异常艰难。目前来看，09合约我们认为整体上处于区间震荡，反弹乏力。如果后期拉升，多头可能在01合约上发力。时间节奏上，01的拉升可能在09合约交割完成后，配合后市可能存在的潜在反弹驱动。总结来说，割季易跌难涨；交割后，反弹或可期。Q3盘面压力依旧，Q4反弹预期偏强。

### 我们的逻辑：

**橡胶本轮下跌驱动：**国内进入旺产期供应上量，下游需求环比回落，国内去库略不及预期。下游轮胎开工率走低。前期对盘面有强支撑的重卡销量出现拐点。

**估值：**橡胶历史上的两轮上涨行情：第一轮是从2009年1月至2011年2月，沪胶走出了趋势牛市行情，从8650点位涨至43500点位，上涨幅度402%。第二轮是从2016年下半年开始反弹，到2017年2月22310点，涨幅99%也是较为瞩目。两轮上涨的共性包括：下游汽车（特别是重卡）迎来政策红利，销量井喷。而第一轮上涨中还有产需出现缺口，供不应求以及三大主产国“限制出口”等政策加持，所以持续时间及涨幅较第二轮更甚。目前盘面估值水平确实处于历史偏低位置，相较于其他化工品，橡胶的走势一直不温不火。市场盼涨情绪比较高，产业内外资金对于橡胶的关注度也有所提升。

### 后市潜在反弹驱动：

- 1、利空出尽，绝对跌幅有限：橡胶从年内高点17335元/吨趋势性下跌近4个多月。从利空的角度来说，盘面已经基本反映了前期下跌的逻辑，从未来的绝对跌幅来看，空间有限。
- 2、东南亚疫情持续发酵中，引发市场对于新割季供应侧担忧：东南亚疫苗接种率偏低，疫情形势严峻。
- 3、下半年进口同比存下跌预期，全年进口量或不及去年：欧美疫情逐步受控，疫苗落地后，海外市场终端汽车、轮胎需求启动。欧美需求复苏分流了东南亚橡胶出口份额。另外青岛保税区内外库存也呈现持续去化态势，这将为远期的行情做准备。
- 4、今年注销仓单压力最小、套利盘提前兑现：今年09合约上需要注销的仓单压力是最小的。2020年全乳胶受多次落叶推迟开割、产区浓乳分流等影响，产量大幅减少。在2020年11月注销之后，剩余的仓单体量是近5年来最低的，今年09合约的交割压力并不大。另外盘面下跌，国内套利盘提前兑现，对进口混胶的需求下降。

**重点关注因素：**国内去库持续性，下游轮胎开工能否企稳转强，东南亚疫情发展情况等。

短期橡胶基本面颓势暂难缓解，我们不看好 Q3 行情，更多的希望和转折可能出现在 Q4。橡胶在整个能化板块中属于偏弱的品种。这种弱势主要是因为，供过于求的大周期尚未逆转，而国内疫情后的修复反弹又告一段落。所以橡胶的破冰之旅异常艰难。目前来看，09 合约整体上处于震荡市，反弹略显乏力。如果后期拉升，多头可能在 01 合约上发力。时间节奏上，01 的拉升可能在 09 合约交割完成后，配合后文中提到的潜在反弹驱动。总结来说，割季易跌难涨；交割后，反弹或可期。Q3 盘面压力依旧，Q4 反弹预期偏强。

## 1. 上半年行情回顾

### 1.1 2021 年一季度：冲高回落

**影响因素：**大宗商品普涨，国内出口，国内及东南亚停割，去库，RU 与 NR 价差

1、2 月，橡胶盘整冲高。全球宏观经济向好，流动性充裕，导致大宗商品整体走强。同时国内和泰国逐步进入停割期，供应端缩减。需求端，国内轮胎出口市场延续去年四季度的火爆行情，重卡及乘用车市场消费强劲。尤其春节后下游轮胎厂复工积极，需求预期向好，橡胶价格强势冲高，波动率大幅上升，橡胶期货价格最高达到 17335 元/吨。在此过程中，RU 与 NR 价差维持高位。沪胶走势强于 20 号胶。

3 月橡胶价格大幅回落。由于全球增产预期明显。同时原油连续暴跌，大宗商品恐慌性气氛浓厚，橡胶价格大幅走跌。另外国内外产区开割在即，一般贸易库去库不及预期，对胶价存在一定压制。在此过程中，20 号胶需求良好，保税库存连续去库，支撑 NR 相对强势，RU 与 NR 价差持续收敛。

### 1.2 2021 年二季度：震荡下行

**影响因素：**产区天气，轮胎开工，新割胶季开启，国常会喊话大宗商品调控，东南亚疫情

4 月，橡胶下跌后盘整。海外部分汽车厂因芯片短缺问题暂时停产，叠加国内云南和海南产区原料产出逐渐增多，青岛一般贸易库存去库不及预期，胶价连续走跌。4 月下旬随着全球新割胶季开启和下游需求疲软利空压制逐渐被市场消化，期货价格止跌盘整，但在终端需求疲软的背景下，仍缺乏上行动力。

5、6 月橡胶震荡下行，一方面，全球新割胶季开启，供应放量预期明显。另一方面，国内轮胎开工率下滑明显，叠加东南亚疫情影响，下游需求疲软，压制价格，橡胶价格持续走跌。在此过程中，RU 与 NR 价差小幅收敛，沪胶与混合胶的价差也在缩小，套利盘部分提前兑现。

图 1：RU 主力合约走势



资料来源：博易大师、国泰君安期货产业服务研究所

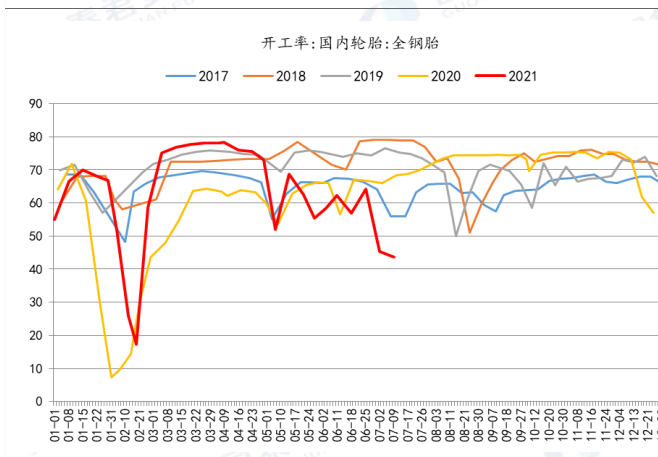


## 2. 下半年行情展望

目前国内橡胶处于跌价去库存的过程，而对于下半年的行情来说，变量出现在供应端的概率更大。国内目前的去库也是在为了更远期的行情做准备，当前的去库存和套利降杆意味着后期波动率的提升，而现在的空头很有可能也是后面的多头，但前提是需要看到有效的去库。作为一个周期性品种，橡胶的生长周期较长，破冰之旅异常艰难。而橡胶需要走出周期，才能走出“跌跌不休”的困局，而一旦走出周期，行情也会有一定的持续性。

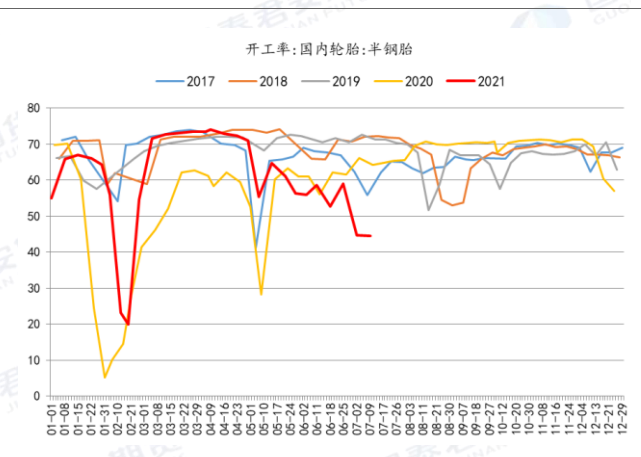
我们可以看到，目前的现实是国内需求端乏善可陈，盘面也反映了国内需求下滑的现实和对下半年悲观的预期。具体表现为国内下游轮胎开工率走低，前期对盘面有强支撑的重卡销量出现拐点。从中汽协的统计数据来看，上半年汽车产销增速大幅回落。我们认为如果下半年行情出现反弹更多的驱动将来自于供应端的扰动。下文会从东南亚新割季疫情扰动、海外需求反弹对国内进口量分流的扰动和今年09交割压力盘面扰动三个维度来具体分析和阐述。

图 2：全钢胎开工率走低



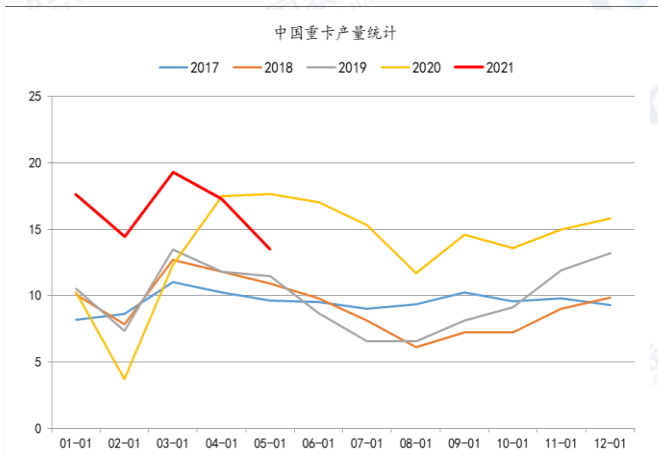
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 3：半钢胎开工率走低



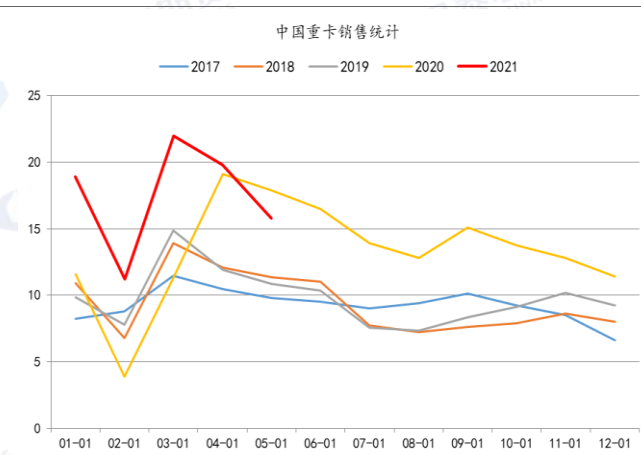
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 4：重卡产量连续两个月下滑



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 5：重卡销量连续两个月下滑



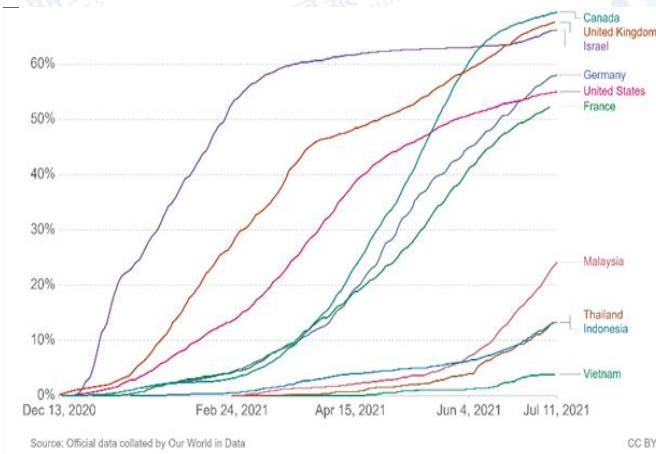
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1 东南亚疫情严峻，封锁限流政策升级，引发市场对于后期新割季供应量担忧

疫情方面，目前东南亚地区爆发了第三波疫情，主产区泰国、越南、印度尼西亚等国均受到影响。泰国近日将紧急状态延续到了9月，同时在首都曼谷实施宵禁，新增了147个检查站以控制人员流动与疫情扩散；越南、印度尼西亚、缅甸等国的每日新增案例均呈快速上升趋势。主产区国家的疫情恶化将影响它们的开割能力与出口能力。

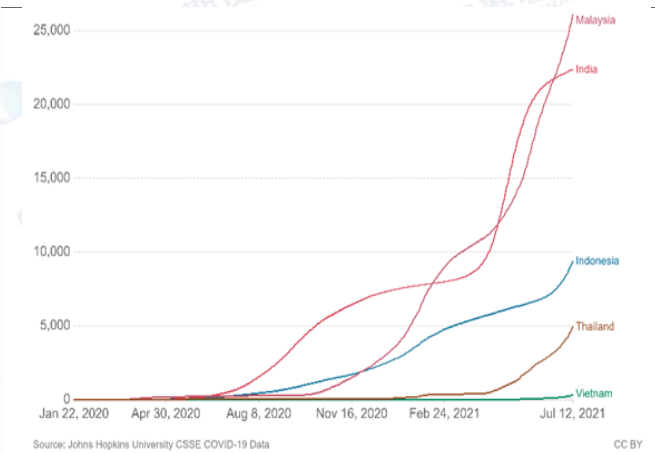
此外，云南地区的疫情仍未得到完全控制，在短期内也会对版纳地区的天然橡胶产能造成影响。东南亚地区多为发展中国家，疫苗接种进度较欧美及中国都慢，因此在完成大规模疫苗接种前，疫情都将对天然橡胶主产区国家的供应带来影响，也可能引发市场对于后期新割季橡胶供应量的担忧。今年市场对于全球橡胶增产有一定的共识，如果后期供应不及预期，盘面或修复预期差，对市场有所提振。

图 6：发达国家与东南亚国家疫苗接种率对比



资料来源：Official data collated by Our World in Data

图 7：东南亚国家累计确诊人数



资料来源：Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

## 2.2 欧美需求复苏分流东南亚向国内出口份额，国内持续去库中

在美国卡车领域中，包括皮卡在内的全部卡车按照车身整备重量被分为 8 类等级。该等级标准是由美国交通部与联邦公路管理局联合制定的，其中第 1-3 级属于轻型卡车，4-6 级属于中型卡车，而最高级别 7-8 级则为重型卡车。据 WardsAuto 报道，2021 年 6 月，美国 8 级重卡销售接近 2 万量，同比增长 49%，为今年销量第二高。销量最好的是 3 月份，超过 2 万多辆。除了今年 2 月以外，其他月份销量均超过 16000 辆的车辆替换普遍接受水平。今年上半年，美国 8 级重卡共销售 11.2 万辆，去年同期为 8.3 万量，同比增加 35%。

同样的，在欧洲市场，终端需求复苏也在进行。据外媒报道，英国汽车制造商和贸易商协会（SMMT）表示，该国 6 月新车销量增长了 28%，从去年同期的 145,377 辆提升到了 186,128 辆。德国汽车管理局 KBA 在 7 月 5 日公布的数据显示，由于纯电动汽车和插电式混合动力汽车的销量持续飙升，6 月德国新车注册量为 274,152 辆，同比提升了 25%。今年上半年，德国累计新车注册量同比提升 15% 至 139 万辆。

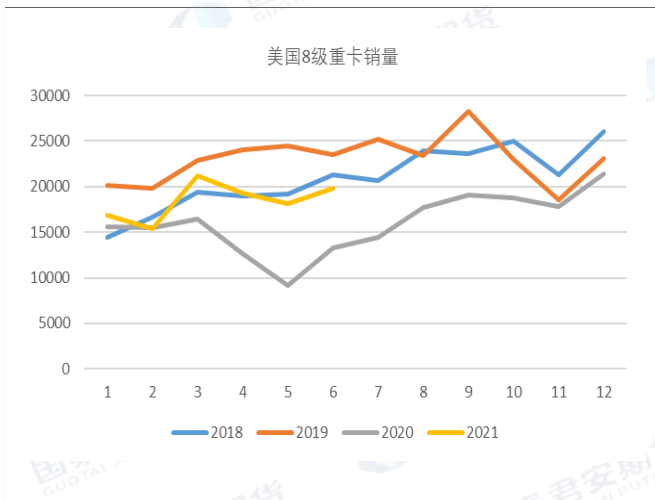
根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据显示，2021 年 5 月欧盟新车注册量同比增 53.4% 至 891,665 辆。尽管如此，5 月的销量还是远低于 2019 年同期的 120 万辆。在主要四大市场中，西班牙的增幅最大（+177.8%），其次是法国（+46.4%）、意大利（+43%）和德国（+37.2%）。1-5 月，欧盟新车注册总量增长了 29.5%，累计达到 431 万辆。2021 年前两个月的急剧下降被 3 月、4 月和 5 月的上涨所抵消。今年 1-5 月，四大市场均实现了两位数的百分比增长。分别为意大利（+62.8%）、法国（+50.1%）、西班牙（+40%）和德国（+12.8%）。

欧美需求复苏分流了东南亚向国内的橡胶出口份额，一定程度上缓解了国内的供应压力。随着欧美国家疫苗的铺开，大部分欧美国家的接种率已经超过 5 成。欧美汽车终端需求反弹，作为汽车配件生产商的国际轮胎巨头们的生产逐步恢复正常。在外需强、内需弱的背景下，我们可以观察到从泰国、印尼两大主产区发往中国的天然橡胶份额有所减少，阶段性角度来说可能会出现下半年国内占比持续偏低局面。

2021 年上半年中国天然橡胶社会库存持续去库。截止到 7 月 5 日青岛保税区内外库存合计 50.36 万吨附近，较年初 74.22 万吨减少 23.86 万吨，降幅达到 32%。上半年国内橡胶整体去库速度较快，一方面因为本身处于季节性低产期，另一方面也是因为海外需求恢复推动国际市场天然橡胶采购价格高升水中国

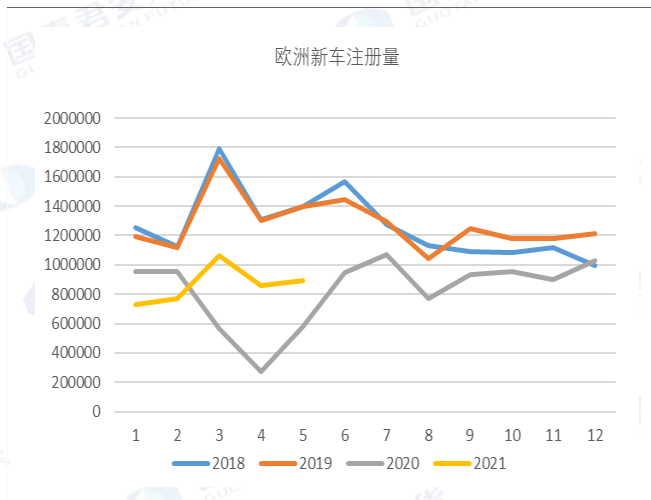
市场，中国下游终端工厂增加国内现货采买比例，缩减海外订单。我们预计下半年进口同比存在下跌预期，全年进口量或不及去年。

图 8：美国 8 级重卡销量



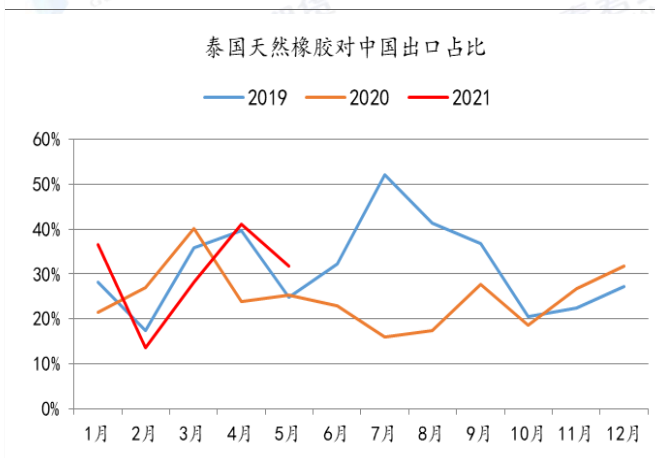
资料来源：DataIndex 数据库、国泰君安期货产业服务研究所

图 9：欧盟新车注册量



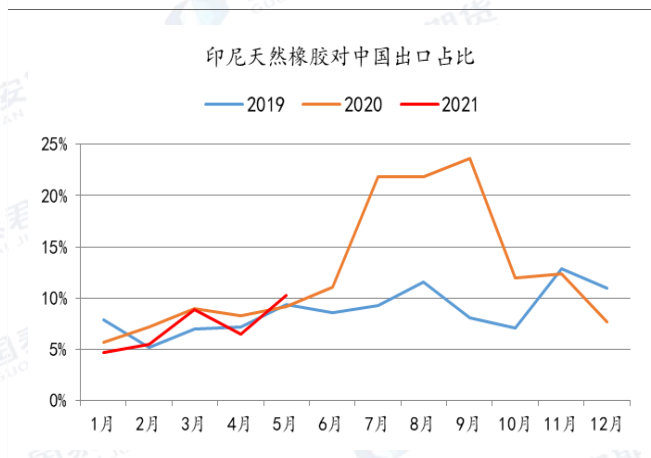
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 10：泰国天然橡胶对中国的出口占比



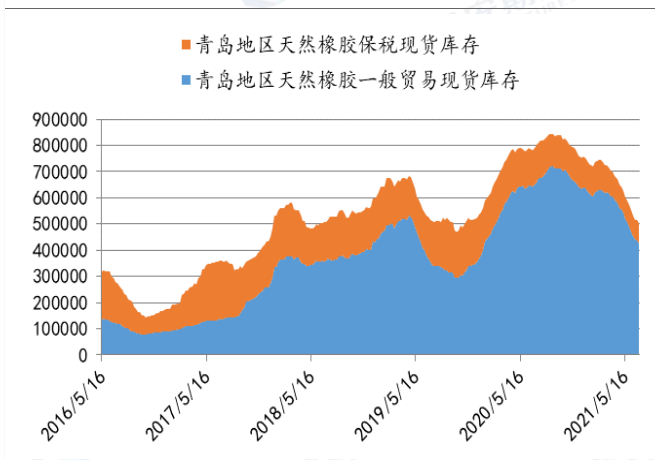
资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 11：印尼天然橡胶对中国的出口占比



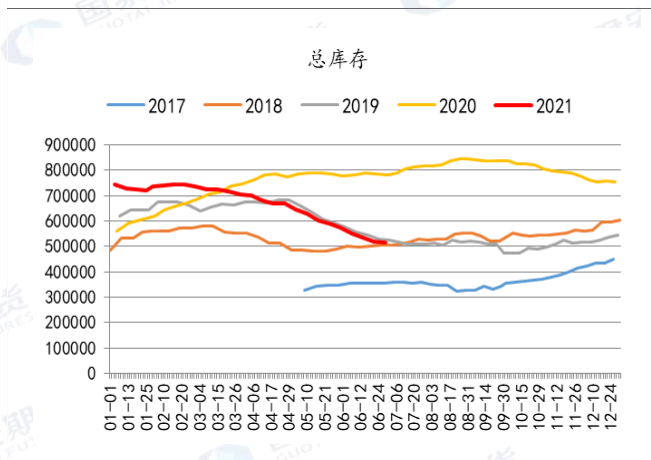
资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 12：青岛保税区内外库存



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 13：总库存



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

## 2.3 今年注销仓单压力最小、套利盘提前兑现

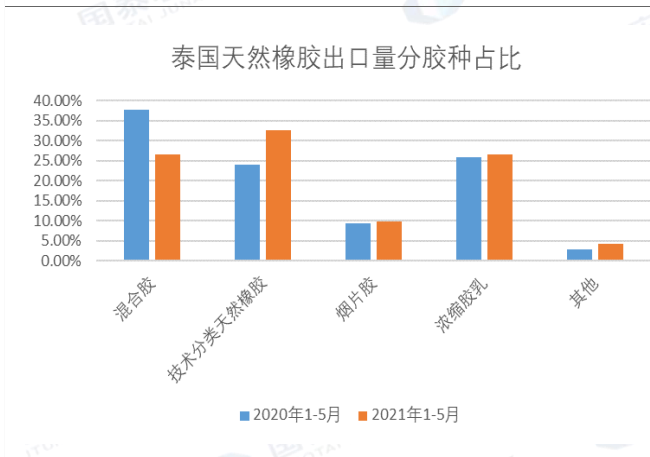


2021 年上半年，混合胶与沪胶的价差从 2 月末 3300 点回归到了 6 月中下旬 800 点附近。套利盘的提前回归，收益兑现，使得中国市场套利企业对混合胶需求降低，而海外市场终端需求的启动，带动了欧美市场对于标胶需求的增加。从泰国天然橡胶出口量分胶种占比情况来看，2021 年 1-5 月泰国天然橡胶出口胶种中，混合胶占比较去年同期大幅缩减，而技术分类天然胶（标胶）占比大幅增加。

往年全乳胶 09 合约能够顺利回归，主要是基于，仓单量大，而实际终端需求一般。高库销比导致最终全乳会贴水或平水混合胶价格。一般来说全乳胶每年的消费在 20 万吨左右，而我们可以看到 17-19 年的累计期货库存都高达 40 万吨以上。因此需要全乳价格贴水来消化老仓单到期的注销压力。然而 2021 年目前的沪胶仓单仅有 17 万吨，处于历史低位。这是由于 2020 年全乳胶受多次落叶推迟开割、产区浓乳分流等影响，产量大幅减少。在 2020 年 11 月注销之后，剩余的仓单体量是近 5 年来最低的，所以今年 09 合约的交割压力并不大。因此并不需要贴水混合来促成买方接盘，只要全乳胶的价格相对于越南 3L 胶有优势或许就能吸引下游企业进行接货。因此，我们预计 09 盘面与混合胶的价差最终会收在全乳胶升水混合 300-500 元/吨。

由于价差回归在上半年 6 月中下旬已经基本兑现，国内空头主力——套利盘对非标套利进口需求下降。这将在一定程度上抑制后期混合胶进口量，或能给远月盘面带来转机。

图 14：混合胶出口占比回落



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 15：套利盘提前回归



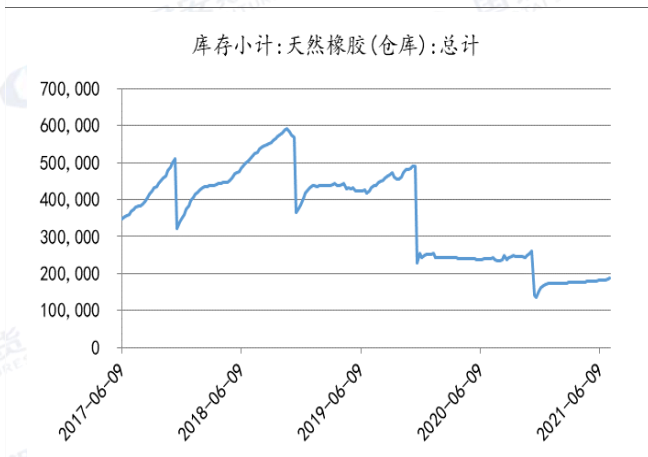
资料来源：Qinrex、国泰君安期货产业服务研究所

图 16：期货库存



资料来源：同花顺、国泰君安期货产业服务研究所

图 17：交易所库存总计



资料来源：同花顺、国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 小结及投资建议

橡胶在整个能化板块中属于偏弱的品种。这种弱势主要是因为，供过于求的大周期尚未逆转，而国内疫情后的修复反弹又告一段落。所以橡胶的破冰之旅异常艰难。目前来看，09 合约我们认为整体上处于区间震荡，反弹乏力。如果后期拉升，多头可能在 01 合约上发力。时间节奏上，01 的拉升可能在 09 合约交割完成后，配合前文中提及的潜在反弹驱动。总结来说，割季易跌难涨；交割后，反弹或可期。Q3 盘面压力依旧，Q4 反弹预期偏强。坚冰之下，春水正生，破冰之旅，道阻且长。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



## 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

## 机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803

## 上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

## 国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

## 上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

## 北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

## 辽宁分公司

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

## 河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

## 山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

## 厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

## 天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

## 杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

## 宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 &lt;6-1&gt;

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

## 长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

## 产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

## 上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

## 上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

## 上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

## 广东分公司

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

## 河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

## 陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

## 湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

## 深圳分公司

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、

1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

## 北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

## 青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼

501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

## 南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

## 长沙营业部

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521