



2021 年 12 月

# 不具备暴涨基础，关注波段机会

## ——2022 年天然橡胶期货行情及投资展望

✍高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

### 报告导读：

**我们的观点：**2022 年全球天然橡胶或呈现供需两升的格局，但因供应增速处于下行阶段，而需求端因海外宽松退出政策进程偏缓、国内宏观政策有加码托底经济的可能，预计全球供应增速略低于需求增速使得 2022 年全球橡胶供需格局进一步改善，支撑橡胶价格重心小幅继续上移。但就目前整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础，关注波段机会。

**我们的逻辑：**就整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础。第一、虽然受益于后疫情修复逻辑，但需求增速会边际回落；第二、全球天胶产量总体仍维持在高位；第三、套利盘对绝对价格的敏感度下降，主要看价差，一旦价差合适，会增加国内进口套利需求，盘面压力加大。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会，疫情的影响短期难以消散，海运费偏高，东南亚船期推迟的情况在 2021 年末难以得到明显改善。因此，2022 年初国内的流通盘供应或延续偏紧格局，叠加春节前后的下游传统补库需求或成为第一个波段机会；第二个波段性机会可能出现在 Q4，今年重卡销售在 5 月后连续七连降，11 月更创下今年以来月销量的最低水平，2022 年在今年的低基数下半年数据可能同比有一定修复，叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮机会。

重点关注宏观风险事件及疫情冲击，随着东南亚船期问题缓解之后，需要关注的是国内供应端可能面临的集中到港的冲击。2022 年总体维持底部重心小幅抬升的观点，全年或呈 V 型走势，目前看不到大涨基础。

**投资展望：**2022 年的高点或出现在 Q1 和 Q4，逢低做多为主。Q1 仍将受益于船期推迟和青岛地区暂无大幅累库预期，叠加春季前的传统补库需求。Q4 受益于 2021 年下半年需求终端数据低基数和季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观面背景下，2022 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2022 年全年价格波动区间会在 13000-17000 元/吨，中枢区间 14300-15000 元/吨附近。2022 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的价差缩窄以及 RU 非标套利均有较好的机会。

### 作者简介：

**高琳琳 CFA：** 国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶、纸浆研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士。2017、2018、2019、2020 年“上期所”优秀分析师、2017、2019、2020 年期货日报、证券时报优秀量化分析师、曾在第一财经、中国证券报、期货日报等主流媒体发文共计 50 余篇，接受财经媒体各类采访 30 余次，长期为产业机构客户服务，坚持客观、独立、实证的研究哲学，我们不仅是数据的加工处理器更是逻辑和研究方法的布道者。

## 目录

1. 2021 年天胶走势回顾 .....	3
2. 2022 年运行逻辑：沪胶全年或呈 V 型走势，阶段性结构性矛盾突出 .....	4
2.1 需求端：受益于“后疫情”修复，但增速可能较 2021 年放缓 .....	5
2.1.1 海外需求修复明显，分流东南亚产区橡胶出口 .....	5
2.1.2 国内重卡政策红利告一段落，外胎产量稳中有升 .....	10
2.1.3 国内持续去库支撑盘面，下游原料补库或推升 Q1 行情 .....	12
2.2 供应端：长周期拐点或现，但全球产量总体稳定仍在高峰 .....	13
2.2.1 高价格并未催生高产，传统产胶国释放量有限 .....	13
2.2.2 明年国内供应或小幅增加，进口回升叠加产量小增 .....	17
2.2.3 替代品合成橡胶价格走高，关注反向替代可能性 .....	19
3. 结论与投资展望 .....	21
3.1 2022 年胶价判断 .....	21
3.2 投资展望 .....	21

(正文)

## 1. 2021 年天胶走势回顾

图 1：2021 年天胶冲高回落，年内高点 17335，次高点在 10 月中下旬 15985



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

### 2021 年一季度——冲高回落

沪胶开盘价 14045 元/吨，胶价受全球宏观经济向好，大宗商品普涨的影响下在 1、2 月份持续冲高至全年高点 17335 元/吨。此时产胶区进入停割期，供应减缓，伴随着国内用车以及轮胎市场的火爆和对春节复工的预期向好，胶价走势强劲。

3 月受海外疫情由降转升，海运费持续上涨，以及中美外交关系紧张等因素导致节前的备货生产出口订单落空，节后订单更不及预期。同时原油市场连续暴跌，各利空因素共振导致胶价大幅下挫，由最高点回落报收至 13695 元/吨，大宗商品市场恐慌性气氛弥漫。

### 2021 年二季度——阶梯下跌

2021 年二季度盘面期货价格呈阶梯式下跌，最低跌至 12515 元/吨。4 月开月，全球“缺芯”问题导致部分汽车厂停产，叠加国内产区产量逐步释放，去库不及预期，胶价连续下跌之后开始盘整，但是仍然缺乏向上驱动。5、6 月伴随着全球产区的新割胶季来临，未来产量增加预期显著提升，需求疲软，国内轮胎开工率下滑，叠加东南亚疫情影响，价格压制重重，胶价持续震荡下行。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。

### 2021 年三季度——宽幅震荡

2021 年三季度橡胶开盘价 12795 元/吨，最高价为 15020 元/吨，最低价为 12650 元/吨，收盘价 14190 元/吨，整个 Q3 季度涨幅 10.90%，振幅 18.73%。在整个三季度内，橡胶价格首先在 7 月份筑底，随后 8 月份脉冲后急速回落，9 月份继续盘整。7 月行情涨跌互现盘面表现为区间内震荡，主要原因是橡胶



期货跟随着国际原油市场和大宗商品共振，呈现先涨后跌再修复的一个过程，叠加橡胶基本面不强和市场对产区疫情的不确定性，整个7月多空博弈激烈。

进入8、9月，东南亚产区疫情持续爆发，受雨量增多，台风登陆频繁影响带来短期供需失衡的预期，橡胶期货价格脉冲至短期高点。之后受美联储加息余温影响叠加国际上因“缺芯”汽车减产逐步成定局，国内市场重卡销量持续下滑，09合约多头趁机减仓等各种因素影响，胶价迅速下滑至9月盘整未有大表现，总体处于下跌空间有限，上涨又乏力的状态。

### 2021年四季度——震荡上行

进入10月份至今，胶价呈震荡走势，重心逐步抬升，最高达到15985元/吨，为年内次高点，国庆后上涨主要受东南亚强降雨影响导致割胶延迟，下游轮胎厂开工率回升带来的补库需求增加，使得原料价格维持高位。另外，泰国至中国运费持续走高，缺船等问题也导致供应链受阻。国内青岛地区长时间维持去库态势，累库拐点迟迟未现。之后受到降雨减少，国内外商品市场受到新病毒冲击回落，技术上看，仍呈现旗形上升三角形形态。

## 2. 2022年运行逻辑：沪胶全年或呈V型走势，阶段性结构性矛盾突出

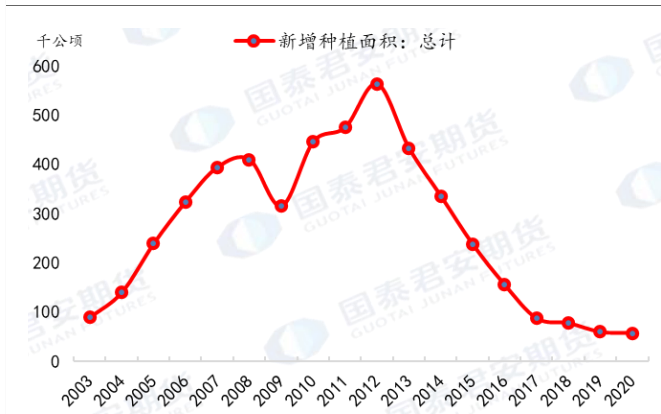
我们预计2022年全球天胶供需紧平衡，全年供给端增速在2%左右，全球消费增速可能小幅下滑至5-6%左右，产量增速大概率继续弱于消费增速，但供需增速缺口或收窄。全年价格重心或小幅上移，但在这种局面下难以产生巨大且稳定的供求缺口，趋势性行情难现。从全年的节奏上来说，叠加季节性和历史统计数据，我们预计Q1、Q4市场可能会有一波阶段性上扬行情，全年或呈V型走势。

天然橡胶是多年生农作物。2010-2012年对应的是新增种植面积最大的年份，对应开割期为2017-2019年，旺产年份则会相应延续3-5年，则意味着供应高峰将延续到2022-2025年。橡胶长期供应整体稳定，供应潜力不小。虽然也可能到了长期拐点，但中期依然在产量高峰。

根据ANRPC预测，2021年全球供应增速1.8%，全球天然橡胶产量达到1383.6万吨；需求方面，2021年全球需求增速8.3%，全球天然橡胶消费量达到1402.8万吨。虽然供需增速缺口较前两年扩大，但盘面价格没有明显改观。10月，IMF预计今年全球经济增速为5.9%，较7月预测值下调0.1个百分点；明年为4.9%。OECD 12月发布的《经济展望》预计，今年全球经济增速为5.6%，在2022年和2023年将放缓至4.5%和3.2%。该组织9月时预计，今明两年的全球经济增速分别为5.7%和4.5%。考虑到偏悲观的经济大环境和不断下调的明年经济增速预期，我们也适当调整了对明年需求端的预测。

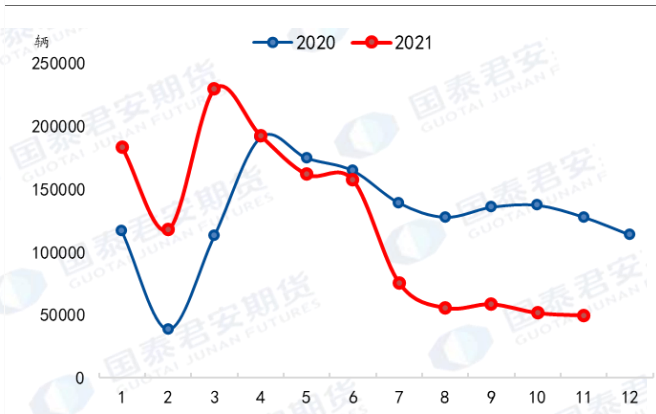
需求端来看，我们预计整个工业品的需求在2022年还是会受益于“后疫情”的修复，但整个增速可能较2021年放缓，因此对于明年沪胶不悲观也不乐观。2021年11月，重卡市场在5月后连续七连降，共计销售各类车型5万辆，环比下降6.5%，同比下滑63%，创下今年以来月销量的最低水平，比今年8月份的“谷底”销量（5.13万辆）还要略低，比去年同期则减少了约8.56万辆。1-11月，我国重卡市场累计销售133.75万辆，同比回落8.95%。若12月延续11月的整体发展态势，2021年全年预计销量为138万辆左右，同比回落12.8%。我们预计2022年重卡销量在100万辆左右，目前，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企业口头通知的形式，传达了2021-2022年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。冬季开展的停工停产令，对重卡市场雪上加霜，进一步降低了新车购买需求。相对来说，2022年下半年在2021年低销售基数上或有改善表现。综合考量行业的季节性特点、供应链、去库速度和需求面，我们判断Q1、Q4或是沪胶利多叠加最多的时期，或向上突破16000元/吨整数关口，中枢区间或在14300-15000元/吨。

图 2：新增种植面积



资料来源：ANRPC，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：重卡销售



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.1 需求端：受益于“后疫情”修复，但增速可能较 2021 年放缓

我们预计整个工业品的需求在 2022 年还是会受益于“后疫情”的修复，但整个增速可能较 2021 年放缓。相对来说，2022 年下半年在 2021 年低销售基数上或有改善表现。2021 年 11 月，重卡市场在 5 月后连续七连降，共计销售各类车型 5 万辆，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。1-11 月，我国重卡市场累计销售 133.75 万辆，同比回落 8.95%。若 12 月延续 11 月的整体发展态势，2021 年全年预计销量为 138 万辆左右，同比回落 12.8%。我们预计 2022 年重卡销量在 100 万辆左右，目前，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企口头通知的形式，传达了 2021-2022 年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。冬季开展的停工停产令，对重卡市场雪上加霜，进一步降低了新车购买需求。

### 2.1.1 海外需求修复明显，分流东南亚产区橡胶出口

**美国轮胎市场将继续反弹。**美国轮胎制造商协会（USTMA）对 2021 年美国轮胎出货量进行了修正，预计 2021 年总出货量为 3.36 亿条，而 2020 年为 3.032 亿条，2019 年为 3.327 亿条。

与 2020 年相比，乘用车、轻型卡车和卡车轮胎的原始设备（OE）出货量预计将分别增长 1%、4.6% 和 23.3%，总计增加 170 万条；替换市场乘用车、轻型卡车和卡车轮胎的更换出货量预计也将分别增长 10.9%、16.8% 和 18.1%，总计增加 3110 万条。

从美国的细分汽车销量情况来看，商用车销售表现明显优于乘用车，其中中卡、重卡数据表现优异，与轮胎出货量形成互相佐证。2021 年 1-10 月美国中卡累计销售量 198686 辆，同比增加 11.33%；2021 年 1-10 月美国重卡累计销售量 180819 辆，同比增加 18.41%。

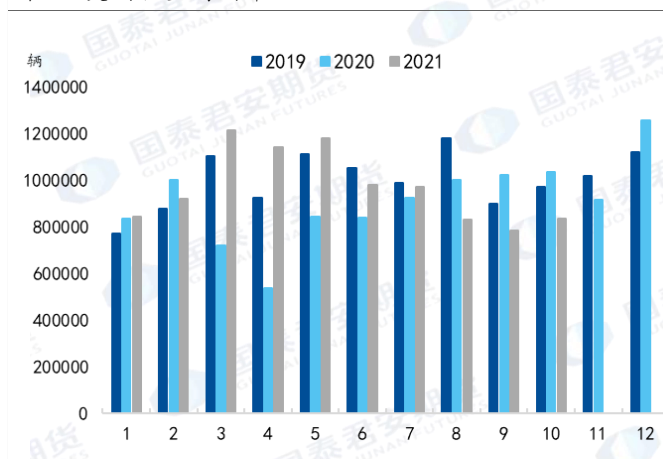


图 4：美国轮胎制造商协会（USTMA）对 2021 年美国轮胎出货量预估表明美国轮胎市场持续反弹

USTMA 2021 Projected Tire Shipments (November Forecast)							
			%	Units		%	Units
	2021 Forecast	2020	Vs 2020	Vs 2020	2019	Vs 2019	Vs 2019
<b>Original Equipment</b>							
Passenger	37.6	37.2	1.0%	0.4	46.3	-18.80%	-8.9
Light Truck	5.6	5.4	4.6%	0.2	5.9	-4.3%	-0.3
Truck	5.8	4.7	23.3%	1.1	6.5	-10.60%	-0.7
<b>Replacement</b>							
Passenger	226.0	203.8	10.9%	22.1	222.6	1.5%	3.4
Light Truck	38.4	32.9	16.8%	5.5	32.5	18.2%	5.9
Truck	22.6	19.2	18.1%	3.5	18.9	19.4%	3.7
<b>Total Shipments</b>	<b>336.0</b>	<b>303.2</b>	<b>10.8%</b>	<b>32.8</b>	<b>332.7</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.3</b>

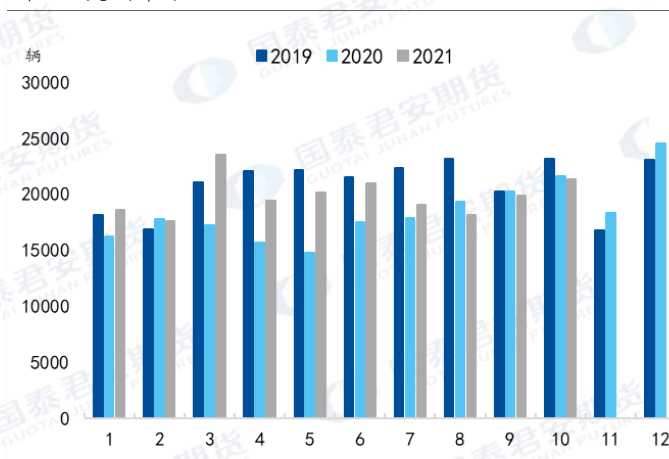
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 5：美国轻型商用车



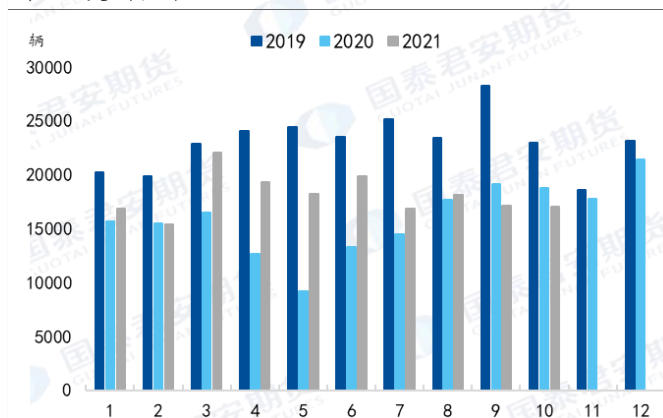
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：美国中卡



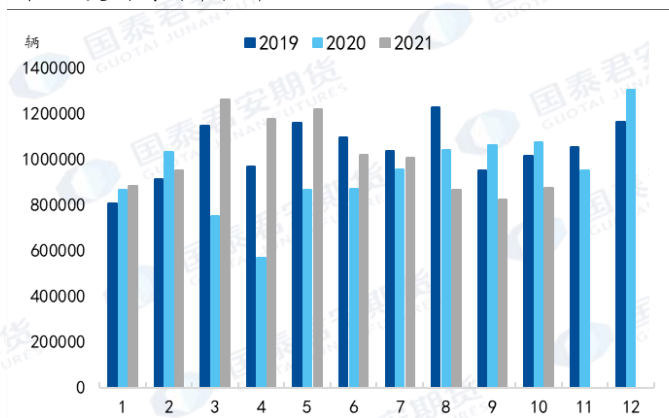
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：美国重卡



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：美国商用车合计



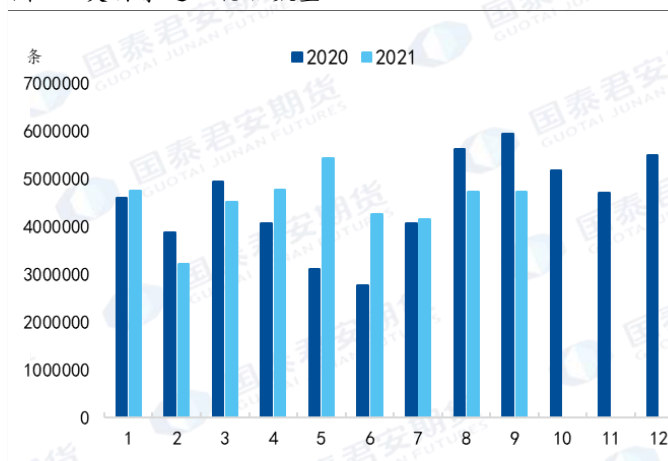
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

不仅是本土市场，美国轮胎进口也呈现显著增长。最新数据显示，2021 年前三季度美国进口轮胎共计 20446 万条，同比增 23%。其中，乘用车胎进口同比增 18%至 11573 万条；卡客车胎进口同比增 36%至 3857 万条；航空器用胎同比增 23%至 19 万条；摩托车用胎同比增 24%至 287 万条；自行车用胎同比增 33%至 1008 万条。

泰国、中国为美国轮胎主要进口国。1-9 月，美国自中国进口轮胎数量共计 3499 万条，同比增 25%。其中，乘用车胎同比增 55%至 241 万条；卡客车胎同比增 28%至 172 万条。1-9 月，美国自泰国进口轮胎数量共计 4061 万条，同比增 4%。其中，乘用车胎为 2461 万条，同比降 6%；卡客车胎为 1086 万条，同比增 18%。

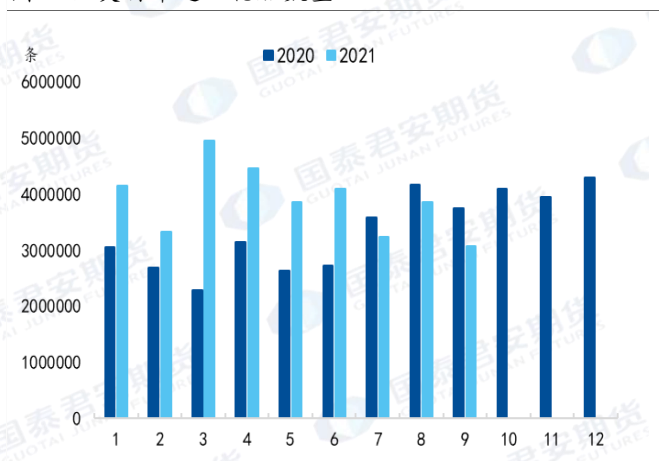
美国当地时间 8 月 1 日，美国国会参议院两党议员就总额 1 万亿美元约合 6.5 万亿元人民币的基础设施建设法案细节达成一致，其中涉及对道路、港口以及其他基础设施的投资。据了解，这份名为《基础设施投资和就业法案》的基建一揽子计划包含的文本超过 2700 页。根据这一法案，要求美国对基础设施建设增加大量投资，其中明确指出 1100 亿美元用于道路和桥梁、390 亿美元用于公共交通、660 亿美元用于铁路、550 亿美元用于污水处理设施，以及数十亿美元用于机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设。如果基建项目启动，在未来五年，美国对于物流、工程重卡的需求将有所保证。

图 9：美自泰进口轮胎数量



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：美自中进口轮胎数量



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

欧洲轮胎市场表现与 2020 年 Q3 持平，商用车市场表现不俗，销量同比 2020 年显著回升，但与 2019 年相比仍有差距，2022 年向上修复仍有空间。10 月 14 日，欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据显示，2021 年三季度欧洲替换胎市场合计销量同比微降 0.3%至 6654 万条。与 2020 年三季度 6674 万条相比，基本持平。其中，乘用车胎销量同比微增 0.1%至 6055.5 万条；卡车胎出货量同比降 1.3%至 356.4 万条；农用胎出货量同比降 16.4%至 24.5 万条；摩托车/踏板车胎出货量同比降 8%至 217.9 万条。

图 11：欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据

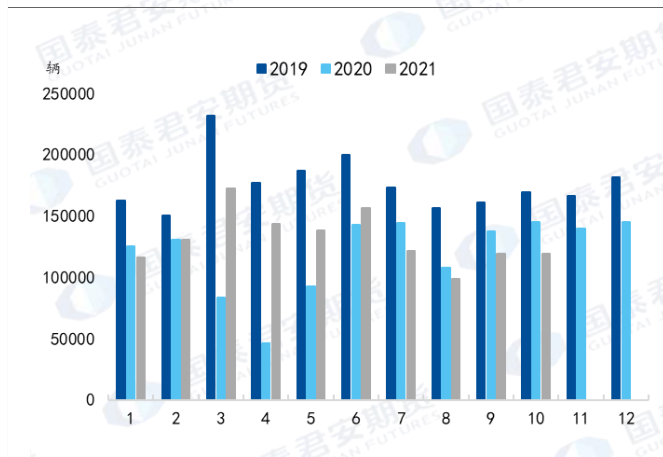
In '000 units*	3 <sup>rd</sup> Q 2019 YTD	3 <sup>rd</sup> Q 2020 YTD	3 <sup>rd</sup> Q 2021 YTD	Variation Q3 2021/Q3 2020	Variation Q3 2021/Q3 2019
Replacement Consumer Tyres	61.580	60.467	60.555	0%	-2%
Of which Car Summer Tyres	16.575	18.702	16.628	-11%	0%
Of which Car all seasons Tyres	4.848	5.843	6.993	20%	44%
Of which Car Winter Tyres	27.869	23.414	23.462	0%	-16%

Replacement Truck Tyres	3.506	3.610	3.564	-1%	2%
Replacement Agricultural Tyres	262	293	245	-16%	-7%
Replacement Moto & scooter Tyres	1.868	2.368	2.179	-8%	17%

资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

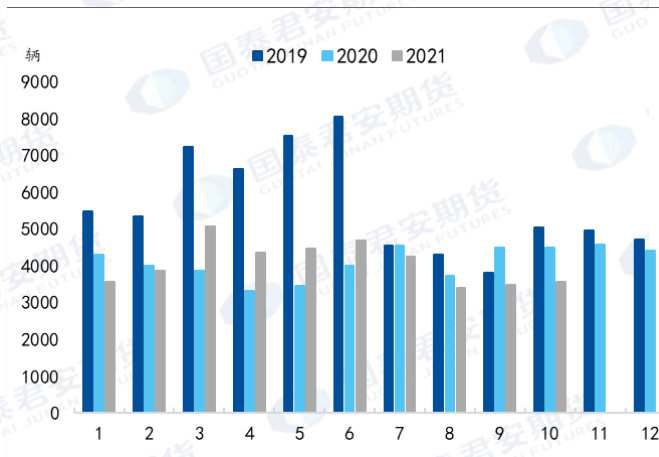
从欧盟的细分汽车销量情况来看,商用车销售表现同样明显优于乘用车。2021年1-10月轻型商用车销量1315419辆,同比增加14%。2021年1-10月欧盟中卡累计销售量40749辆,同比增加1.2%;2021年1-10月欧盟重卡累计销售量199733辆,同比增加24.11%。商用车总计1-10月累计销售1579414辆,同比增加14.62%,虽然与2019年2113399辆仍有较大差距,但恢复势头良好。

图 12: 欧盟轻型商用车销量



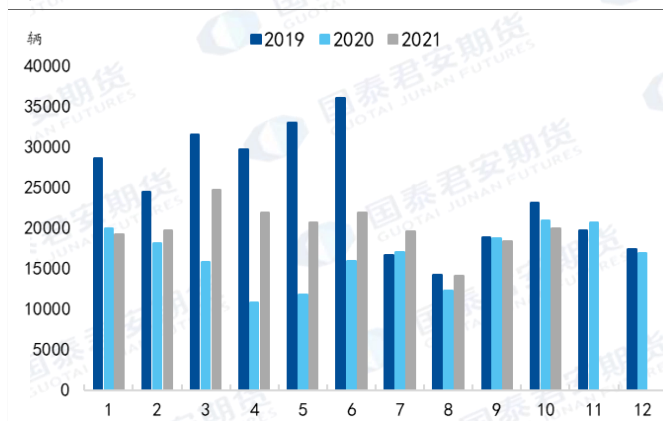
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 13: 欧盟中卡销量



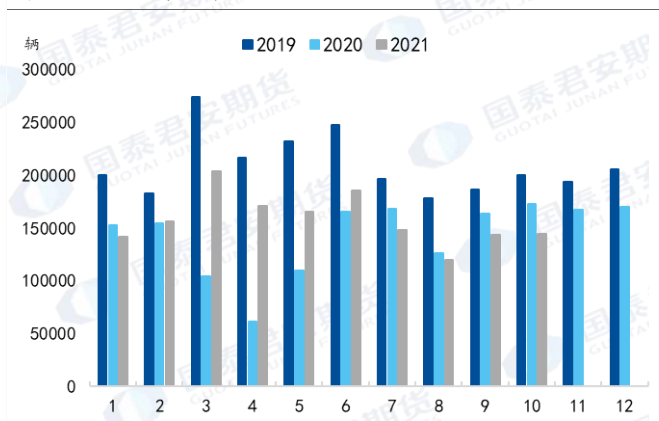
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 14: 欧盟重卡销量



资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 15: 欧盟商用车销量



资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

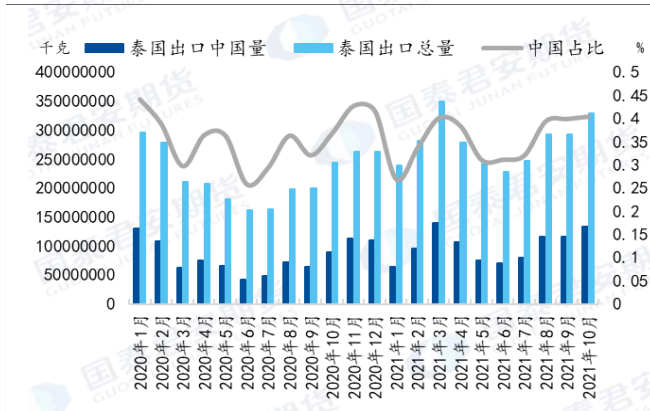
2021年伴随欧美市场需求复苏,加之出口海外价格利润更高,导致东南亚主产国天然橡胶出口分流至欧美日韩等国家和地区,出口至中国的比重下滑。2020年全球公共卫生事件爆发,欧美市场需求下滑,叠加中国市场需求快速恢复,更多的橡胶多流向国内。2020年印尼出口中国天胶占总出口比例月度均值在14.8%,2021年1-9月这一数字降至7.16%;反观印尼出口美国天胶占总出口比例,2020年全年月度均值在19.5%,2021年1-9月升至23.23%。印尼出口日本天胶占总出口比例,2020年全年月度均值在17.16%,2021年1-9月升至20.63%。印尼出口韩国天胶占总出口比例,2020年全年月度均值在6.71%,2021年1-9月小幅微降至6.61%。2020年泰国出口中国天胶占总出口比例月度均值在35.82%,2021年1-9月这一数字降至



35.28%；泰国出口美国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 6.32%，2021 年 1-9 月升至 7.41%。泰国出口日本天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 5.7%，2021 年 1-9 月升至 6.27%。泰国出口韩国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 3.65%，2021 年 1-9 月升至 3.76%。

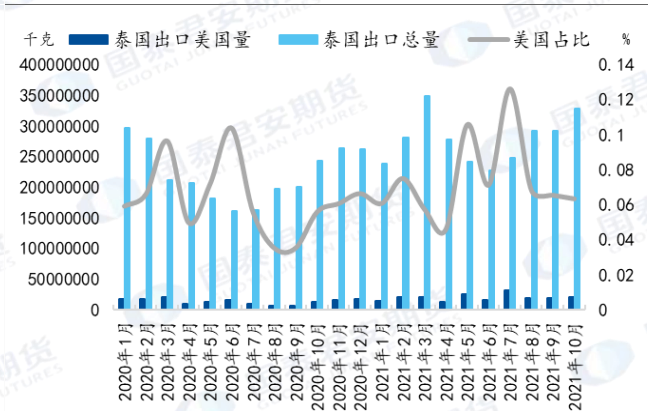
中国天胶进口下滑，除了海外需求分流以外，也受到海运费高企以及货柜资源紧张影响，6-7 月份中国轮胎出口订单不佳从而影响到美金胶的采购，青岛地区区内库存延续去化趋势，为 2018 年 9 月以来的新低。具体去库情况会在 2.1.3 中详细阐述。我们预计 2022 年海外分流情况仍会持续，国内进口压力不大。

图 16：泰国出口中国天胶



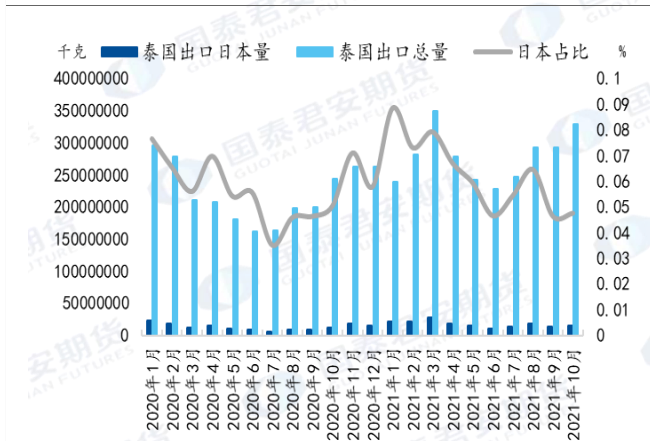
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：泰国出口美国天胶



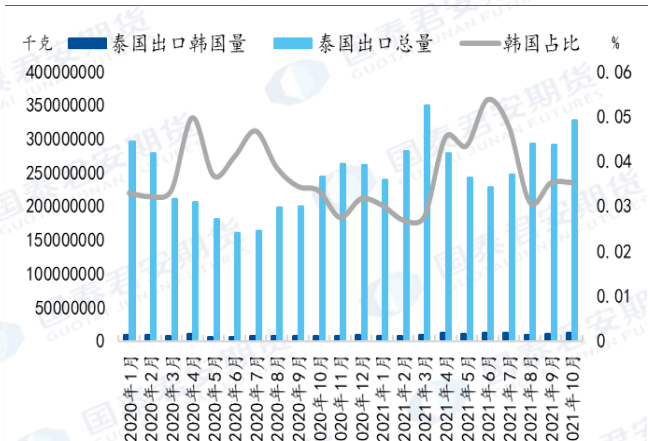
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：泰国出口日本天胶



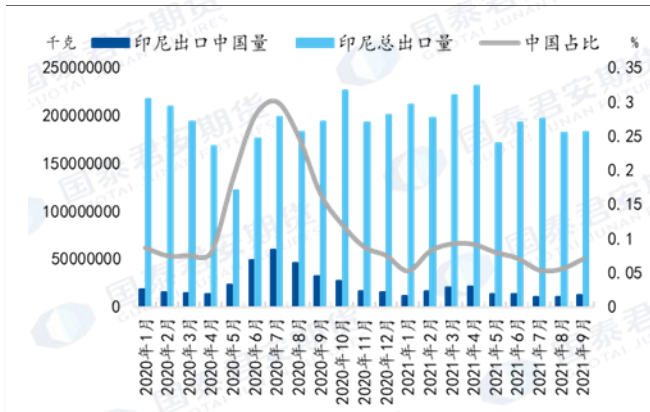
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：泰国出口韩国天胶



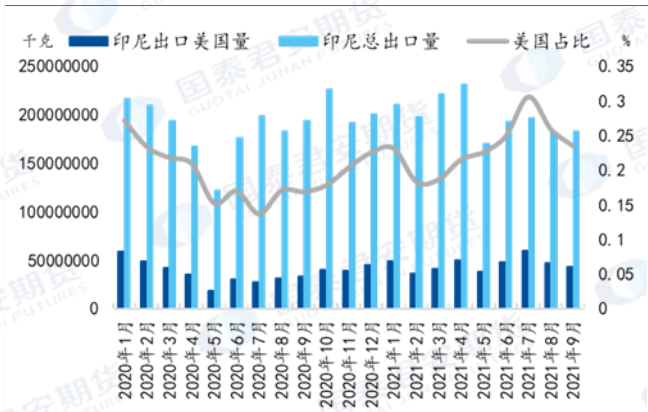
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 20：印尼出口中国天胶



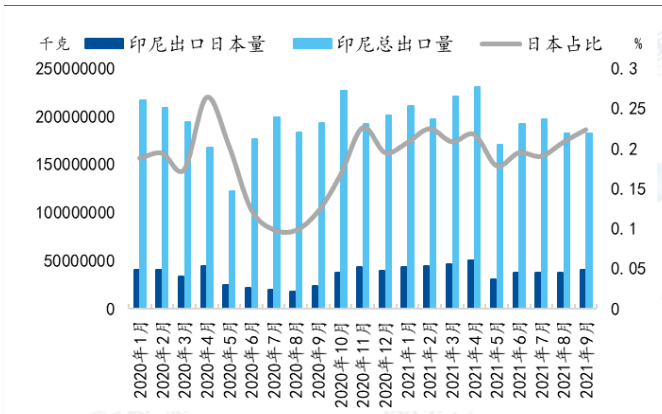
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 21：印尼出口美国天胶



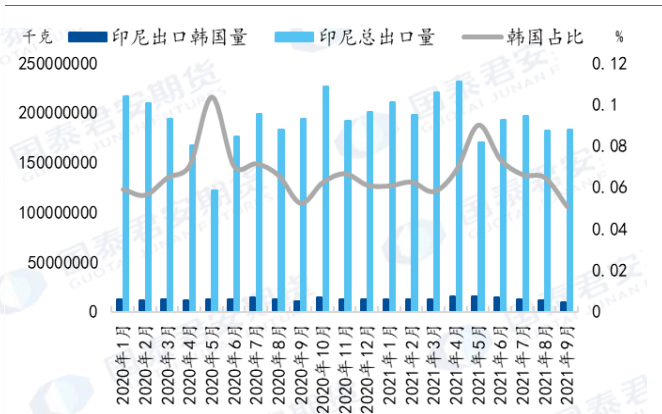
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：印尼出口日本天胶



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 23：印尼出口韩国天胶



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.2 国内重卡政策红利告一段落，外胎产量稳中有升

国内重卡市场是典型的政策市，受行业政策影响比较大。我们对于 2022 年重卡销售不乐观。前期的淘汰置换补贴政策告一段落，后续暂未看到新的激励政策，销量难以维持持续高增长，重卡行业进入“调整期”。具体来看，目前，山东、河北、河南等地都还存在不少的国五库存车，到明年一季度都不一定能全部消化完，而国五车基本已完成上牌，不会再体现在新销量数据内。另外，国内部分地区冬季开展的停工停产令，进一步降低了新车购买需求。随着国五车逐步消化，明年下半年重卡市场需求有望回升，全年预计销量在 100 万辆左右。

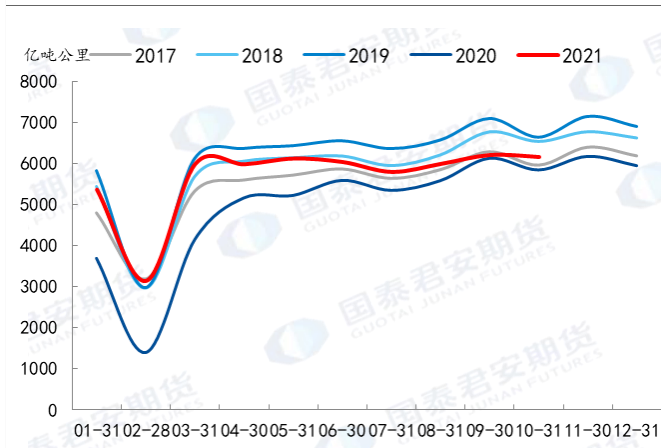
根据国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，交通运输部将加快推进车辆结构升级，到 2020 年底，京津冀及周边地区淘汰国三及以下营运中重型柴油货车 100 万辆以上。各省份也制定了相应的国三淘汰目标，多在 2020 年收官。为了推进国三柴油车的淘汰置换，多地配合出台了相应的补贴政策，而这些政策多在 2020 年年内结束。2020 年之后，各地补贴政策告一段落，缺乏引导淘汰的政策性文件和手段，整个淘汰过程开始放缓。

而市场关心的国六排放升级政策，根据国务院官网 5 月 18 日消息，生态环境部、工信部、海关总署联合发布《关于实施重型柴油车国六排放标准有关事宜的公告》，自 2021 年 7 月 1 日起，全国范围全面实施重型柴油车国六排放标准，禁止生产、销售不符合国六排放标准的重型柴油车，进口重型柴油车应符合国六排放标准。新政策的实施，要求 7 月 1 日之后国五排放重卡停止上牌，取而代之的是“全民国六”，一刀切是不现实的，所以国家给出了相应的政策：延迟上牌，以此来解决突如其来的国六时代，给国五库存卡车一个喘气的机会。2021 年 5 月开始，重卡销量连续七个月同比下降，我们认为主要原因是：一是受上年同期基数较高的影响。2020 年年初至 4 月，新冠疫情对经济活动和生产秩序产生了一定影响，从 2020 年 5 月开始，各项生产生活秩序迅速恢复，重卡销量实现大幅同比、环比增长；二是从 2017 年开始，重卡销量一直处于高位运行阶段，运输市场在高速发展的同时，也进入运力饱和的区间，对运力增长需求逐步降低，进而影响了重卡销量。另外在 2021 年 7 月 1 日重卡国六标准实施前，各厂家抓紧促销，在一定程度上也“透支”了市场需求；三是国六实施成为了重卡市场四年高位运行的“转折契机”。

近日，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企业口头通知的形式，传达了 2021-2022 年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。比如，唐山市大气污染防治工作领导小组办公室发布关于征求《唐山市 2022 年北京冬奥会和冬残奥会空气质量保障实施方案》意见的通知，内容主要是对水泥、钢铁等企业进行不同比例的停限产，并禁止国五及以下重卡的运输，时间自方案发布之日起至 2022 年 3 月 13 日。

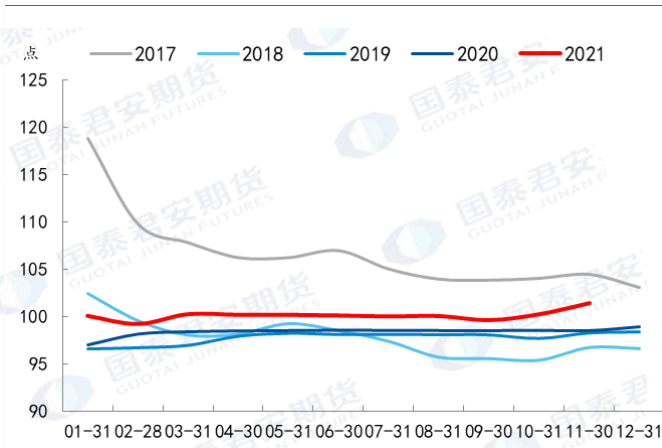


图 24: 我国公路货物周转量



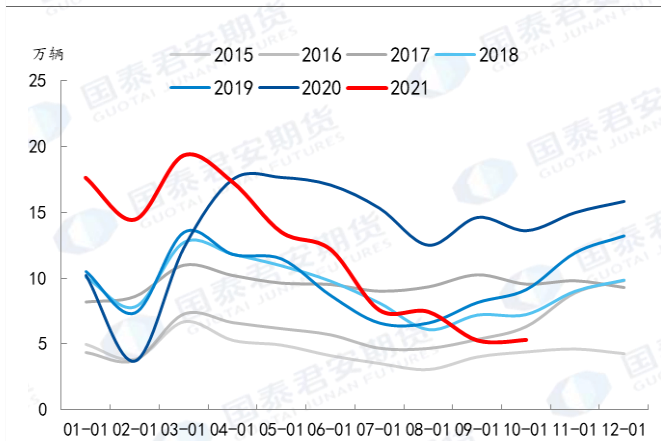
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 25: 我国公路物流运价指数



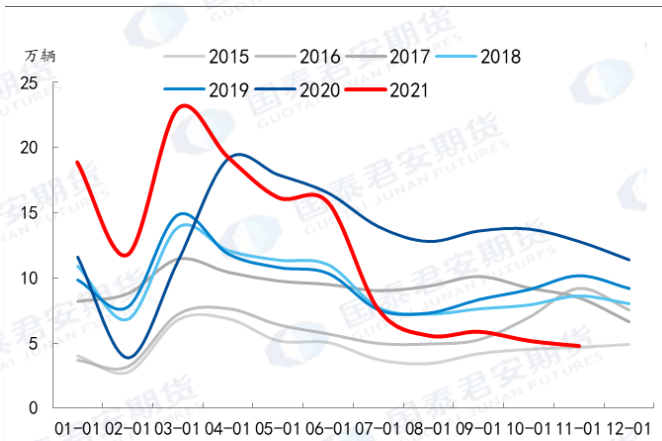
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 26: 重卡产量



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

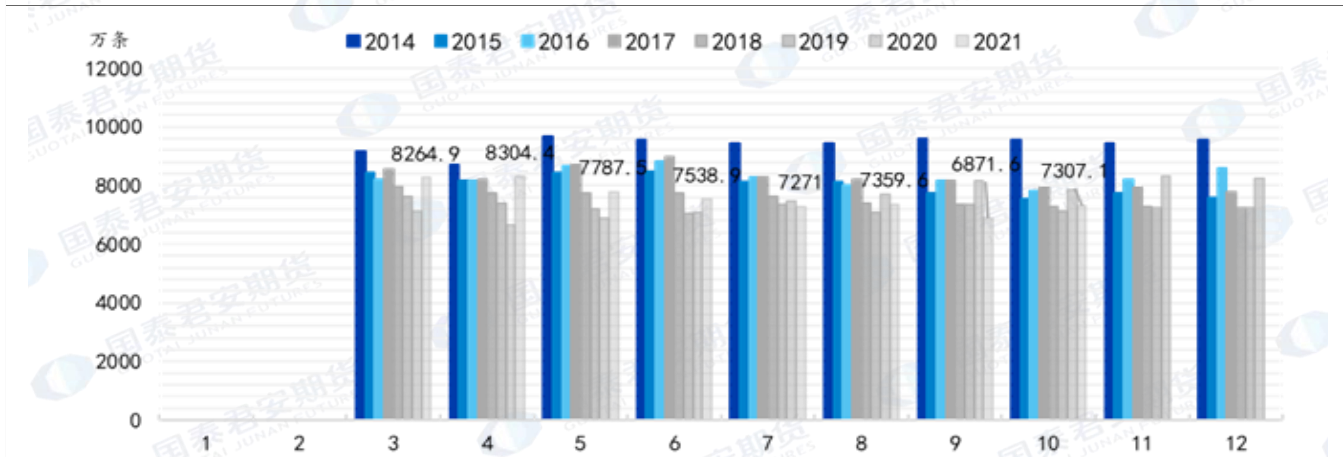
图 27: 重卡销量



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

虽然国内车市并没有明显扩大, 但轮胎确在不断增产, 主要原因是国内轮胎企业“扎堆扩产”。按照国家统计局统计口径, 2021 年 3 月以来中国轮胎外胎产量整体走势呈下滑趋势, 但 2021 年中国轮胎累计产量较 19、20 年都有明显增长。今年 3-10 月, 全国轮胎外胎产量同比增加 2.93% 至 60705 万条。在玲珑轮胎发布的《中长期发展战略规划(2020-2030 年)纲要》中, 计划实施“7+5”战略, 即中国 7 个生产基地, 国外 5 个生产基地。

图 28: 橡胶轮胎外胎产量



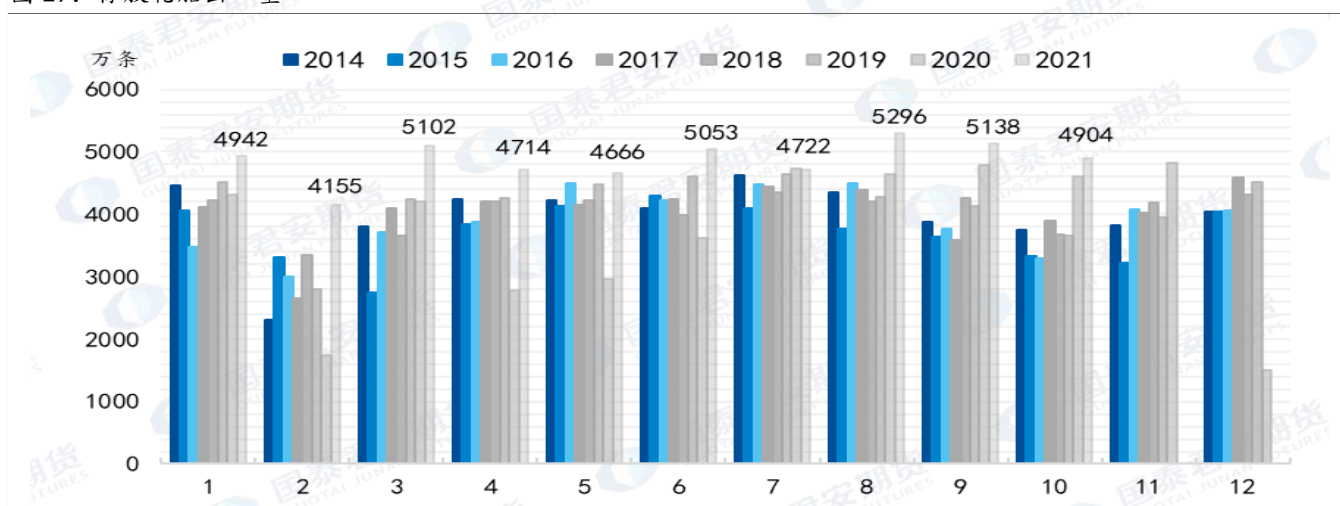
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所



轮胎企业之所以会扩产，主要是因为：一、低端产能退出，给市场腾挪出一定空间。近两年尤其是从去年开始，山东政府清退低端产能的力度越来越大。比如，4月底，山东省发布《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》的通知，提到将有18家轮胎企业的产能将被淘汰。6月9日，东营市政府又发布淘汰落后产能企业名单，要求远新轮胎的300万条半钢胎产能限期于2022年退出。1月25日，山东省工业和信息化厅网站公示了“2020年山东省合成氨和斜交胎产能退出情况”。其中，65家企业退出斜交胎产能1732万条。二、轮胎产业属于制造业，扩产是企业壮大自身的必经之路。轮胎产业只有产量提高了，才有获得更高市场份额的机会。去年疫情肆虐，全球市场轮胎销量为15.77亿条，同比下滑11.7%。但国内由于率先控制疫情和“新基建、内循环”政策，国产轮胎企业的业绩都大幅上升，这使中国轮胎企业走出国门的信心大增。三、消费者对国产轮胎认可度越来越高。中国轮胎行业飞速发展，众多轮胎品牌开始树立品牌、加大研发、深耕渠道，国产轮胎质量越来越高，认可度也越来越高。

2021年中国轮胎出口数据整体向好，国内橡胶轮胎出口出现大幅回升，多月出现同比回升，主要还是受益于海外市场的需求恢复。其中10月中国出口轮胎4094万条，同比增长6.33%，环比回落4.55%。2021年1-10月中国累计出口橡胶轮胎48692万条，同比增长26.85%，这一数字也超过了疫情前2019年1-10月41629万条的数量。

图 29：橡胶轮胎出口量



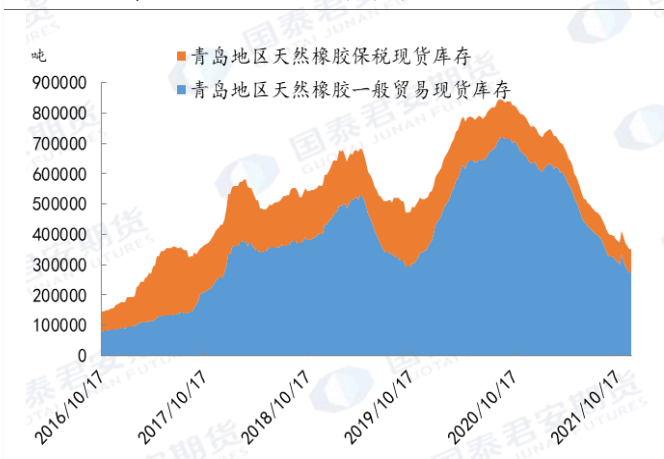
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.3 国内持续去库支撑盘面，下游原料补库或推升 Q1 行情

由于海外市场需求修复分流及国内轮胎市场需求平稳，国内青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存持续去化，累库拐点较往年不断向后推迟。截至2021年12月5日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量35.18万吨，环比缩减2.33%，跌幅小幅收窄。11月29日-12月5日期间，青岛保税和一般贸易仓库合计入库率5.92%，环比缩减0.12个百分点，入库量依旧处于低位，船期延迟持续影响，出库率8.19%，环比缩减0.43个百分点。

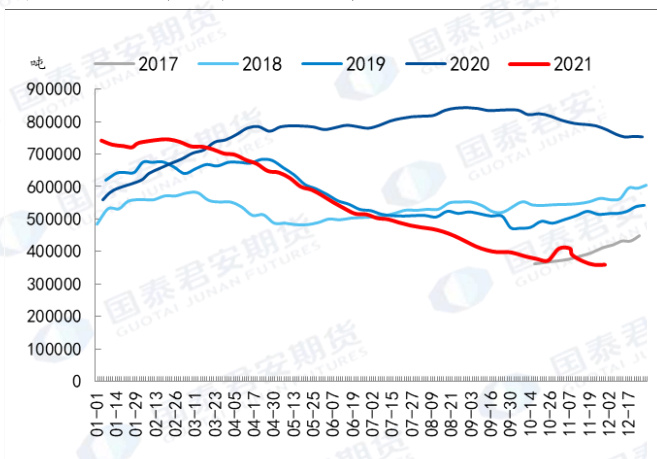
近期船期延迟情况依旧严重，青岛仓库入库量短期小幅增加为主，大幅增加难度较大，下游轮胎厂成品库存压力增大。截止到12月3日，全钢胎成品库存天数37.81天，半钢胎38.09天，从10月末开始有比较明显的累库。短期存在小幅压制开工可能，叠加前期工厂原料天胶库存累积，短期继续大幅采购阻力增大，刚需采购为主，出库量连续下跌后基本处于轮胎厂刚需出库水平，继续明显下跌空间较小，最多小幅缩减为主，预计12月青岛地区天胶库存维持去库。一般来说下游轮胎厂普遍从12月中旬至1月中旬期间集中备货，如国内持续去库，流通盘不多，下游的春节前补库需求或推升Q1行情。

图 30：青岛保税区及一般贸易库存



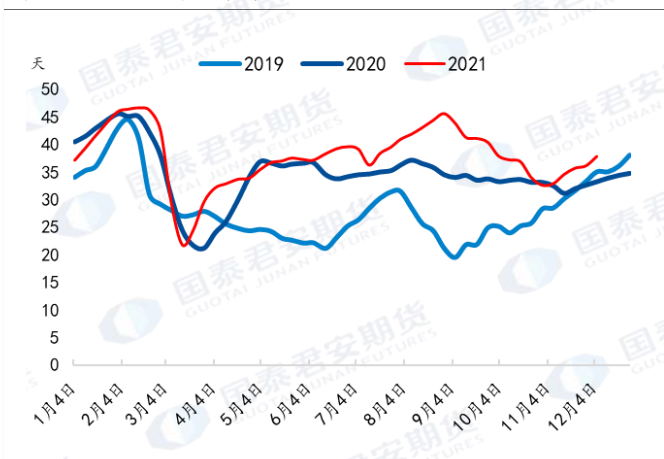
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 31：2021 年累库拐点迟迟未现



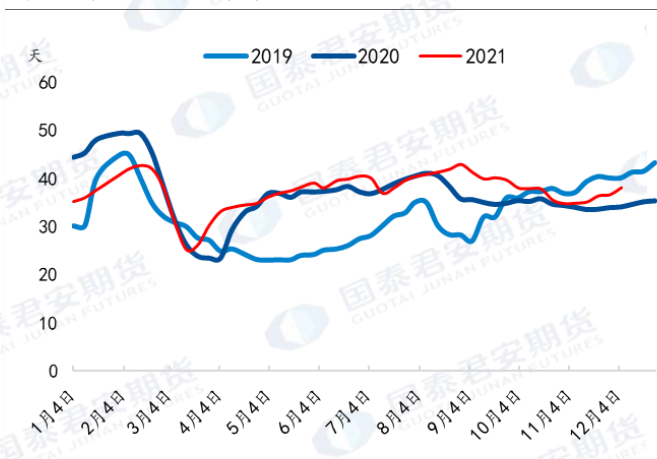
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：全钢胎成品库存天数



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：半钢胎成品库存天数



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 供应端：长周期拐点或现，但全球产量总体稳定仍在高峰

我们预计 2022 年全球天胶供需紧平衡，全年供给端增速在 2% 左右。天然橡胶是多年生农作物。2010-2012 年对应的是新增种植面积最大的年份，对应开割期为 2017-2019 年，旺产年份则会相应延续 3-5 年，则意味着供应高峰将延续到 2022-2025 年。橡胶长期供应整体稳定，供应潜力不小。虽然也可能到了长期拐点，但中期依然在产量高峰。根据 ANRPC 预测，2021 年全球供应增速 1.8%，全球天然橡胶产量达到 1383.6 万吨。

### 2.2.1 高价格并未催生高产，传统产胶国释放量有限

2021 年全球天然橡胶年供应量继续小幅攀升，其中中国、印度、斯里兰卡和柬埔寨增幅比较明显，中国和印度的 2021 年产量增速可达到两位数。ANRPC 成员国中泰国出现负增长，印尼和马来西亚增幅在 3% 以内。据 ANRPC 报告显示，2021 年 ANRPC 所有成员国的天然橡胶生产量约为 1176.7 万吨，同比增长 1.94%。其中泰国和印度尼西亚依然是前两大天然橡胶生产国，产量保持稳定，2021 年预计产量分别为 467.3 万吨和 312.2 万吨，越南 2021 年预计产量同比增加 0.3%，达到 123 万吨，排名第三。中国 2021 年预计产量增加明显，全年产量 85.1 万吨，在去年疫情的低基数下同比增幅 22.9%。2021 年印度产量排名第五，预计年产 79 万吨，同比增幅达到 15.3%；马来西亚位于第六，预计年产 51.4 万吨，同比增幅 3%；柬埔寨位于第七，预计年产 37.7 万吨，同比增幅 8%；菲律宾位于第八，预计年产 10.9 万吨，同比增幅 2.7%；斯里兰卡位于第九，预计年产 8.5 万吨，同比增幅 8.7%。



图 34：ANRPC 成员国天然橡胶年产量

国家/ 地区	年产量 (千吨)						年增速				
	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2017	2018	2019	2020*	2021*
泰国	4184	4429	4972	4852	4855	4673	5.86%	12.26%	-2.41%	-9.21%	-3.9%
印尼	3157	3629	3630	3301	3037	3122	14.95%	0.03%	-9.06%	-8.00%	2.80%
越南	1032	1087	1138	1185	1226	1230	5.33%	4.69%	4.13%	4.98%	0.3%
中国	774	798	818	812	693	851	3.10%	2.51%	-0.73%	-14.66%	22.90%
印度	622	713	660	702	685	790	14.63%	-7.43%	6.36%	-2.42%	15.30%
马来西亚	674	740	603	640	514	530	9.79%	-18.51%	6.14%	-19.53%	3.0%
斯里兰卡	79	83	83	75	78	85	5.06%	0.00%	-9.64%	4.00%	8.7%
菲律宾	99	102	106	108	106	109	3.03%	3.92%	1.89%	-1.85%	2.7%
柬埔寨	145	193	220	288	349	377	33.10%	13.99%	30.91%	21.18%	8.00%
合计	10766	11774	12230	11963	11543	11767	9.36%	3.87%	-2.18%	-7.11%	1.94%

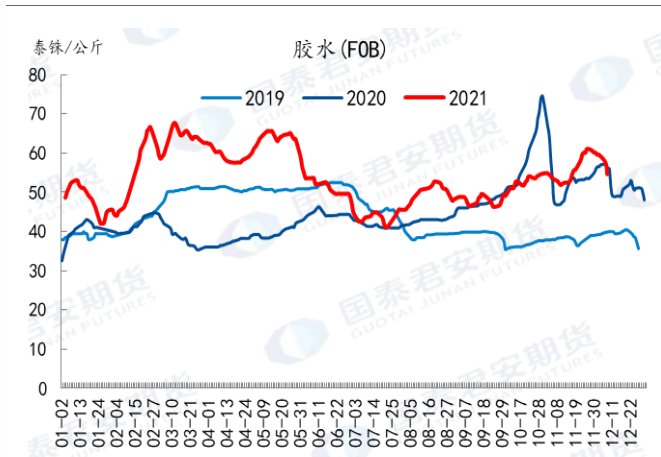
资料来源：ANRPC，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年泰国月产量波动较大，其中有 1、3、4、6-8 月同比出现两位数增加。5 月泰国产量同比出现 12.67% 负值，主要是由于产区受新一波疫情冲击，当地政府采取更严格管控措施，对割胶生产工人流动、原料与产品运输等造成负面影响。6 月开始出现显著回升；印尼产量相对平稳，1、2 月同比出现小幅降幅，其他月份都实现同比增长；马来西亚除 1、4 月份出现同比两位数降幅外，其余月份产量呈现平稳或同比回升，疫情发生后，作为橡胶下游制品的一次性医用手套需求暴增，马来西亚是乳胶类一次性手套最大的生产基地，产能占比超过 60%，一定程度上支撑了其橡胶生产；越南 Q1 和 6-8 月产量同比出现两位数负增长，Q1 主要还是因为季节性因素影响，而 6 月以后，疫情影响加剧。7 月 25 日，越南首都河内开始实施为期 15 天的“封城令”，以遏制持续蔓延的疫情，8 月 15 日越南单日新增病例接近 2 万人。疫情对其天胶的生产、出口都造成了负面影响；2020 年国内生产受到疫情影响，基数较低，今年我国产量除 1-2 月停割，其余月份同比都出现增长、基本符合市场预期。总体来说，主要产胶国月度产量波动受到疫情管控及供应的季节性影响明显，2021 年 ANRPC 成员国天然橡胶生产量呈现小幅增加态势，截至 10 月，成员国共计生产天然橡胶 822.65 万吨，同比增加 7.08%。

泰国原料胶水价格从 5 月下旬开始进入持续下跌通道，从今年 65 泰铢/公斤的高点跌至 7 月中旬低点 41 泰铢，12 月 8 日回升至 54.5 泰铢/公斤。泰国原料杯胶价格今年持续维持在高位，除了年初在 37 泰铢左右，后期长时间维持在 40 泰铢上方，12 月 8 日回升至 47.7 泰铢/公斤。2021 年泰国胶水均价 53.57 泰铢/公斤，比去年高出 4.57 泰铢/公斤；杯胶的均价在 44.66 泰铢/公斤，比去年高出 10.87 泰铢/公斤。虽然原料价格在高位，但是今年的高价格并没有刺激量产，传统产胶国的释放量有限。我们认为主要是因为：一、胶林树龄结构问题；二、胶工流失，外劳短缺；三、天气异常，疫情管控等。2022 年这三点会继续对供应端产生干扰。

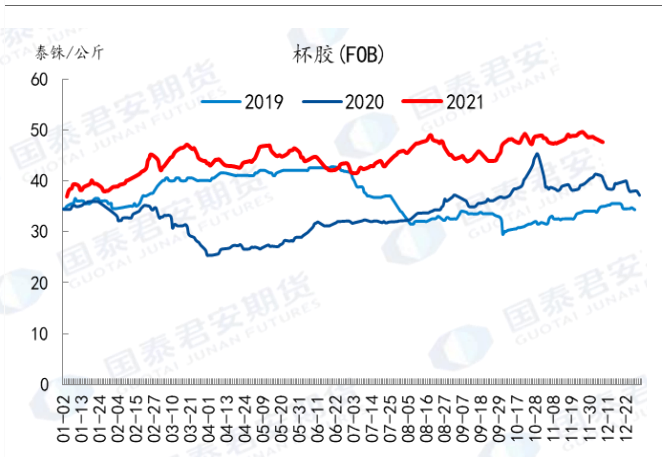


图 35: 泰国原料胶水价格



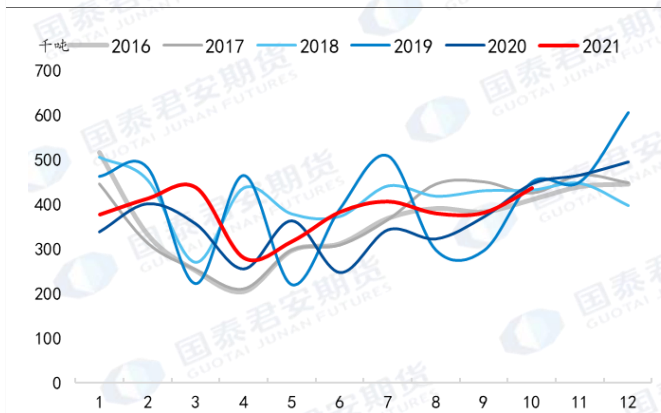
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 36: 泰国原料杯胶价格



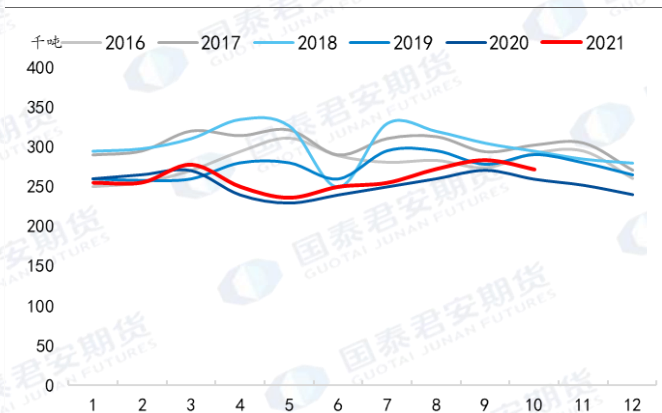
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 37: 泰国天然橡胶产量



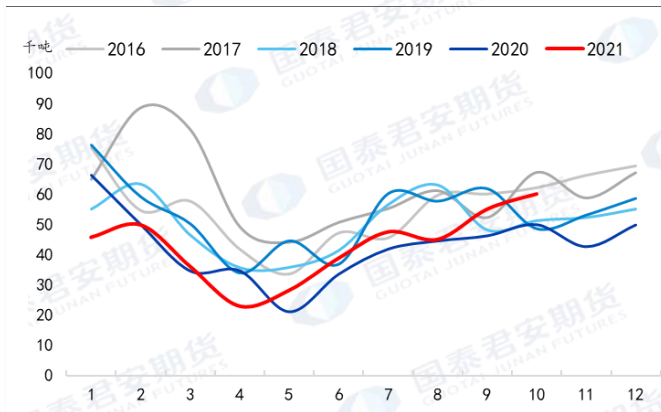
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 38: 印尼天然橡胶产量



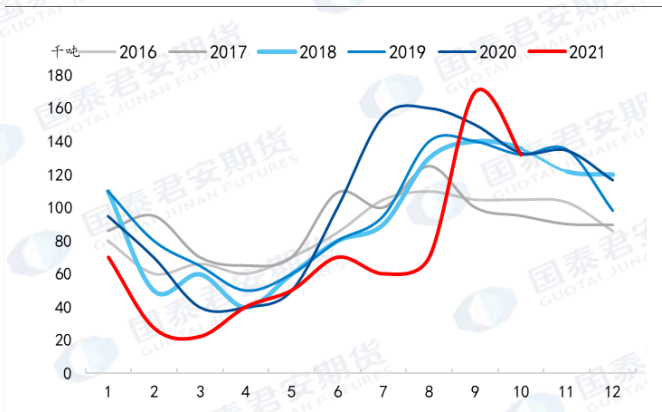
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 39: 马来西亚天然橡胶产量



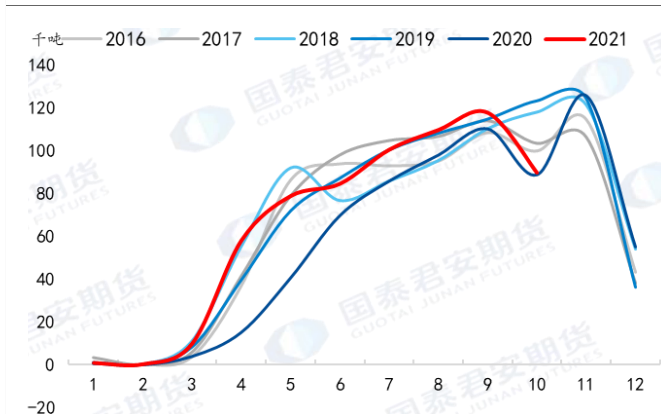
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 40: 越南天然橡胶产量



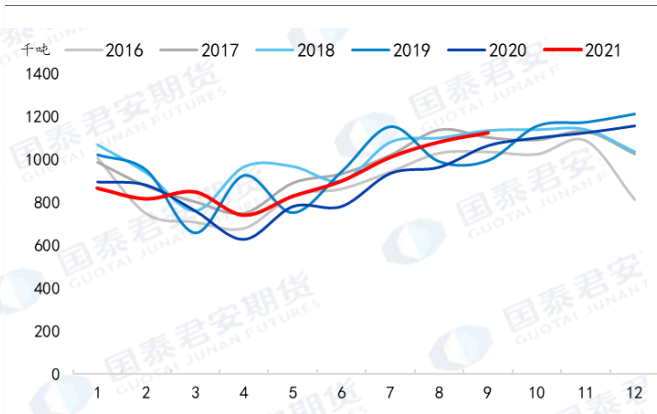
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 41：中国天然橡胶产量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

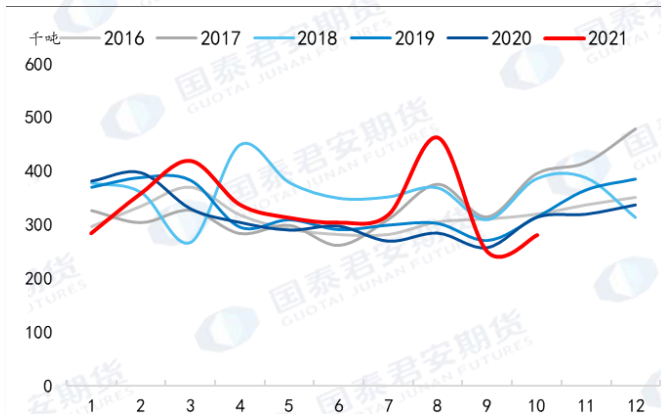
图 42：ANRPC 天然橡胶产量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

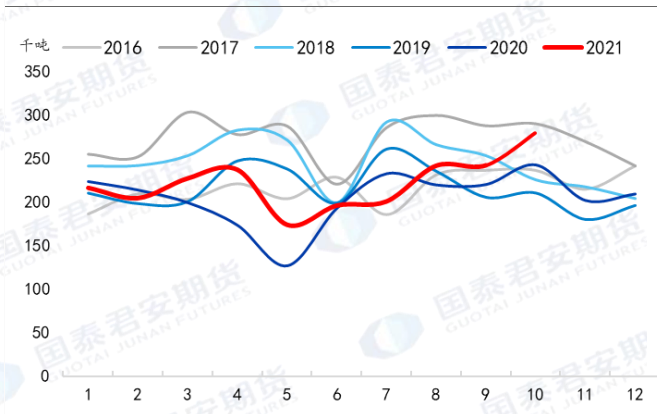
2021 年泰国天然橡胶出口量与 2020 年相比出现增长，除 1、2、9 月份出口同比下降外，其余月份稳中有升，1-10 月泰国出口天然橡胶 332.72 万吨，同比升 6.38%；截至 10 月，印度尼西亚出口 221.84 万吨，同比增加 8.51%；马来西亚出口同比减少 2.11%，为 88.6 万吨；越南出口量为 146.47 万吨，同比增长 17.25%。除马来外，其他三个主要产胶国出口增幅明显，然而国内却迟迟未出现累库，一、说明海外需求确有分流；二、国内需求也并非如预期般疲软。

图 43：泰国天然橡胶出口量



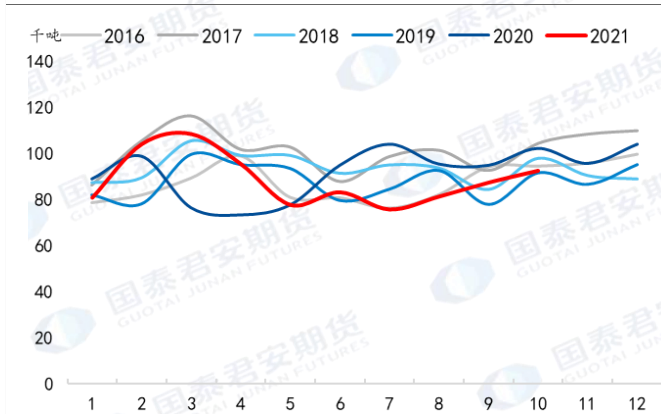
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 44：印尼天然橡胶出口量



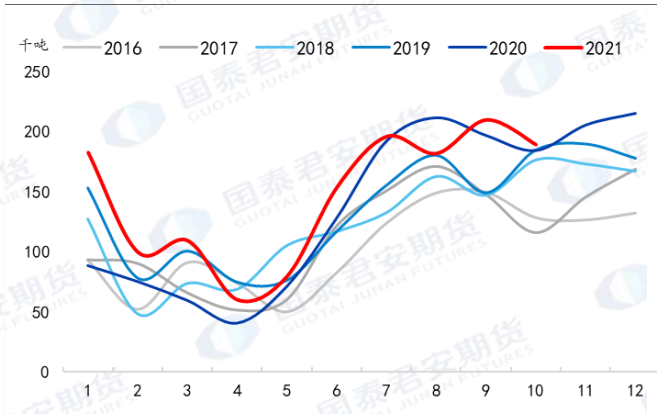
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 45：马来西亚天然橡胶出口量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 46：越南天然橡胶出口量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所



## 2.2.2 明年国内供应或小幅增加，进口回升叠加产量小增

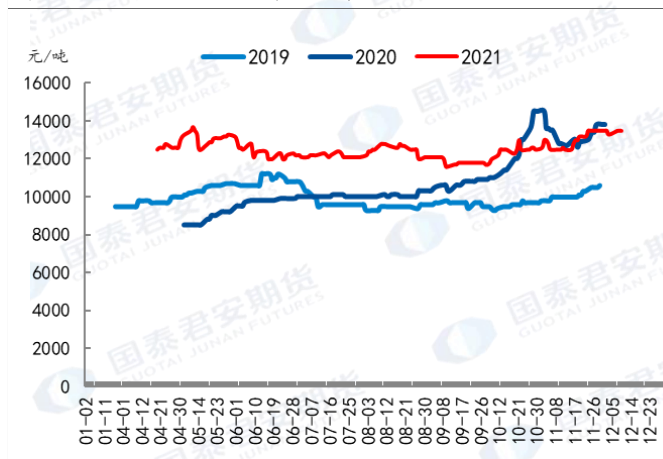
2022 年亩产、割胶面积预计持平或略好于 2021 年水平。预估 2022 年国内产量的增速在 1%-5%，产量值达到 86-89 万吨。2021 年国内进口量明显回落，2022 年进口预计回升。

根据 ANRPC 的预估，中国 2021 年的全年产量在 85.1 万吨相较 2020 年增长 22.9%。考虑到 2020 年受到疫情影响，产量属于逸出值，参考意义下降。与 2019 年相比，2021 年国内产量增长为 4.8%。2021 年国内的橡胶生产受到的减量扰动不多，云南地区 4 月初试割，但因为白粉病真正开割在 5 月底 6 月初。海南地区今年物候良好，4 月下旬开割，比往年早一个月，产出整体增加。10 月以后产区降雨略有影响。2021 年国内产区原材料收购价格处于偏高水平，截止到 12 月 9 日，云南胶水收购价 13500 元/吨，海南新鲜胶乳收购价 12000 元/吨。全年均价来看，云南产区原料收购均价 12533.65 元/吨，比去年高出 1817.47 元/吨；海南产区原料收购均价 12844.05 元/吨，比去年高出 166.94 元/吨。理论上胶农割胶意愿应该比较强，从全年产量预估 85.1 万吨与割胶面积 75 万公顷测算，2021 年的亩产恢复到 1134.7 公斤/公顷，是 2015 年以来的最高水平。2015 年之后，中国的亩产水平持续下行，剔除 2020 年的异常值，基本在 1050-1150 公斤/公顷，这与国内成熟胶工流失、树龄结构有一定关系。

根据 ANRPC 的数据，全年进口量预计 519.7 万吨，同比小幅回落 8.8%。截至 10 月中国进口天然橡胶 408.09 万吨，同比降幅为 10.38%。从海关总署的数据来看，天然橡胶的细分类中，1-10 月复合橡胶进口 6.6 万吨，同比回升 23.5%；1-10 月烟片胶进口 15.06 万吨，同比回升 15.62%；1-10 月标胶进口 115.46 万吨，同比回升 12.09%；1-10 月混合胶进口 238.43 万吨，同比下降 19.09%。

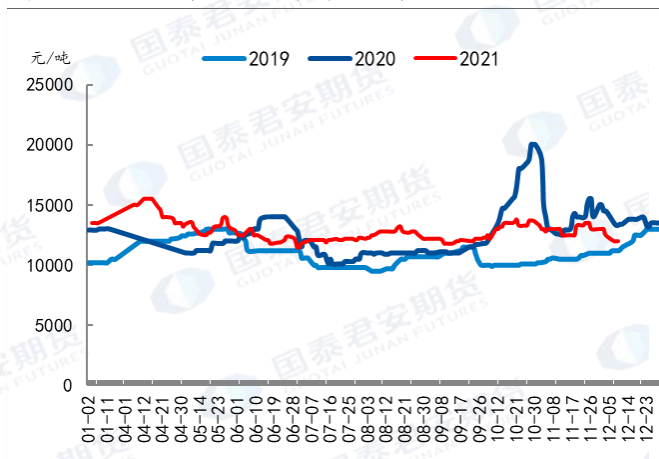
我们认为 2021 年中国进口量回落主要是因为：一、海外分流；二、集装箱紧张，海运费上涨，部分航线海运费最高时翻了近十倍。天然橡胶又是一个进口依存度高达 85%-90%的商品，主要从东南亚的泰国、越南、马来西亚、印度尼西亚等国进口，海运是其主要运输方式。天然橡胶进口量 45%左右来自于泰国，又约 70%左右抵达青岛港，因此了解东南亚至中国海运费变动情况，可以以泰国至青岛港为参考基准。泰国至青岛集装箱运价（20 英尺），2019 年到 2020 年 11 月长期维持在 300 美元/柜；去年 11 月中以来，人工短缺、集装箱紧张、燃油涨价等因素致使海运费不断上涨，泰国至青岛集装箱运价最高时上涨逼近 1000 美元/柜，翻了 3 倍之多；今年以来，从国外到中国的舱位仍然紧张，对进口商来讲，海运费的上涨转嫁到进口成本上会导致贸易商的持货成本增加。假如下游需求良好，能够接受涨价后的价格，这部分成本可向下游转嫁；但下游需求不佳，难以接受此高价，那么贸易企业也会相应压缩进口意愿，导致今年国内进口回落。三、2021 年非标套利盘的机会主要在上半年。价差绝对值从 2 月末的 3200 元/吨开始逐步回归到 6 月末的 800 元/吨，下半年虽然也有 1000 点价差的机会，但是年化收益明显不如上半年，可能也是导致今年混合胶进口在下半年明显走弱的原因之一。

图 4：生胶(胶水):云南当地市场价



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

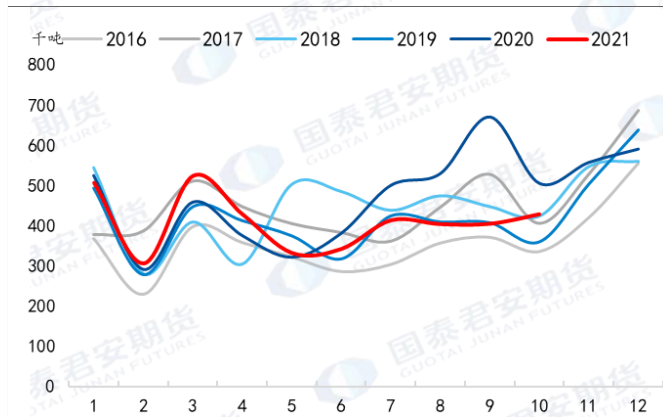
图 5：生胶(新鲜胶乳):海南当地市场价



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

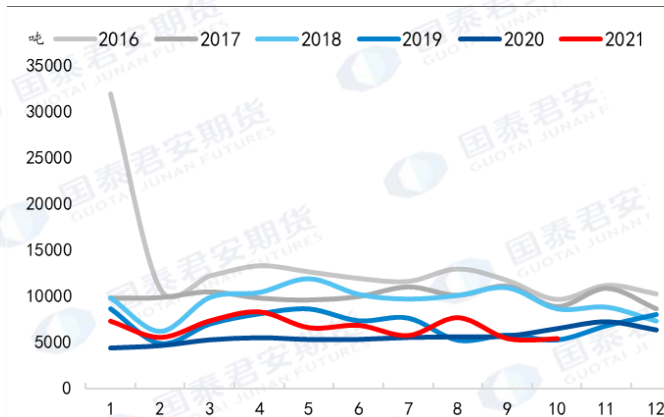


图 47: 中国天然橡胶进口量



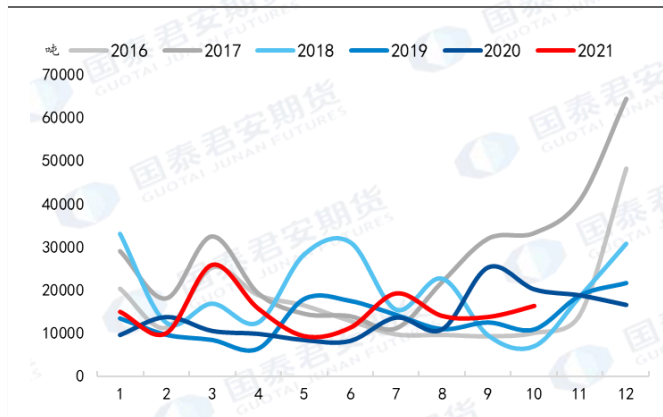
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 48: 中国复合胶进口量



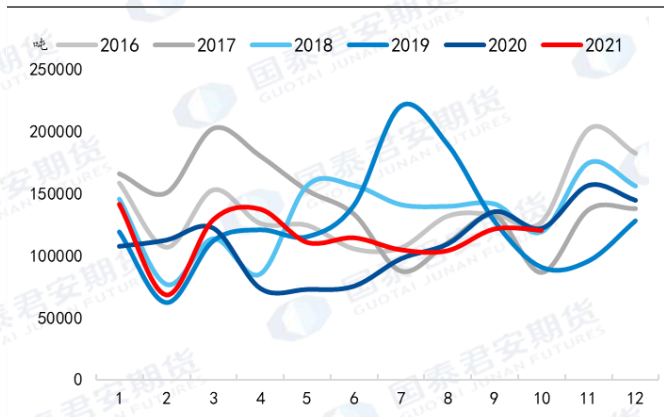
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 49: 中国烟片胶进口量



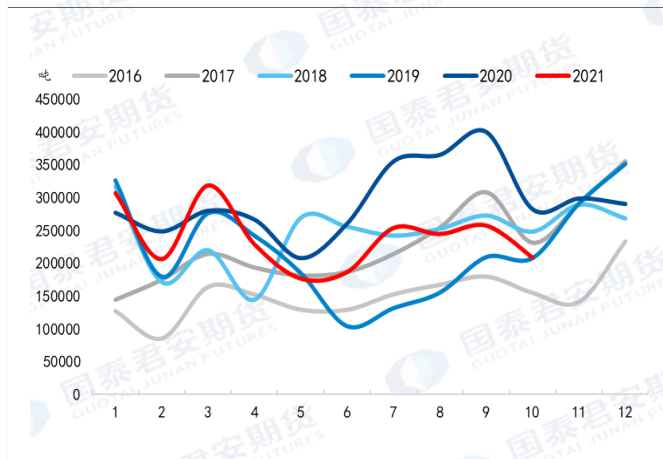
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 50: 中国标胶进口量



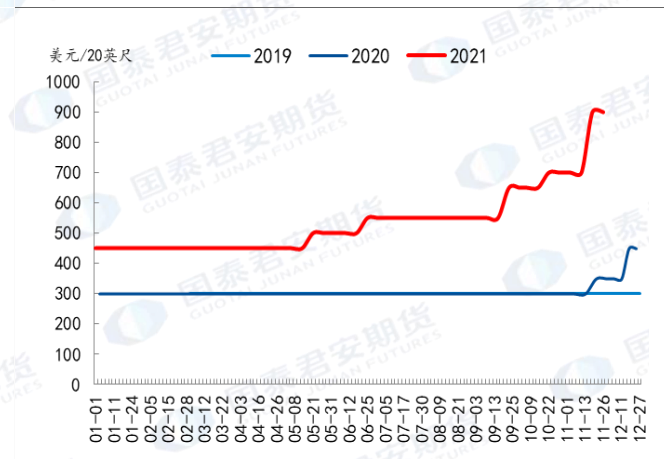
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 51: 天然橡胶与合成橡胶的混合物进口量



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 52: 泰国至青岛集装箱运价 (20 英尺)

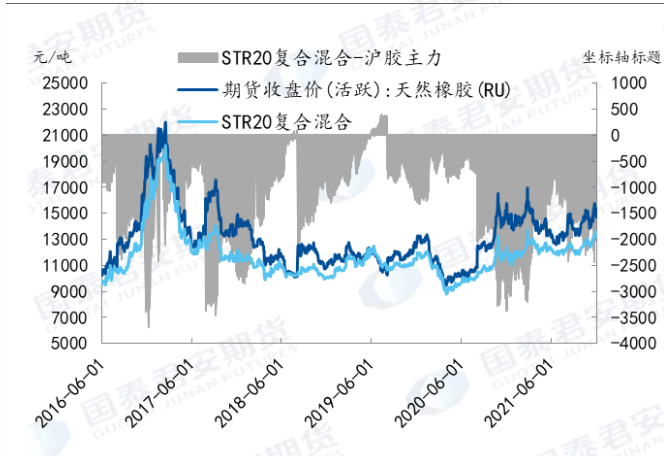


资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

我们认为 2022 年进口量可能小幅回升。第一、海外需求对东南亚出口的分流将持续存在, 但分流影响可能回落。第二、随着缺箱少柜问题逐步得到缓解, 海运费回落, 东南亚流往中国的天然橡胶数量可能回弹。第三、2021 年套利盘基本收官, 但 2022 年, 非标正套, 回归的逻辑仍是目前市场主流的预期。从产业角度来讲, 橡胶的标品在行业内的定位和需求很弱, 所以它的价格不跌到和非标混合胶差不多的时候, 盘面上没有多头愿意来接货的, 所以它的非标基差最终是要回归的; 橡胶里面没有一个强大的产业多头做多, 请务必阅读正文之后的免责条款部分

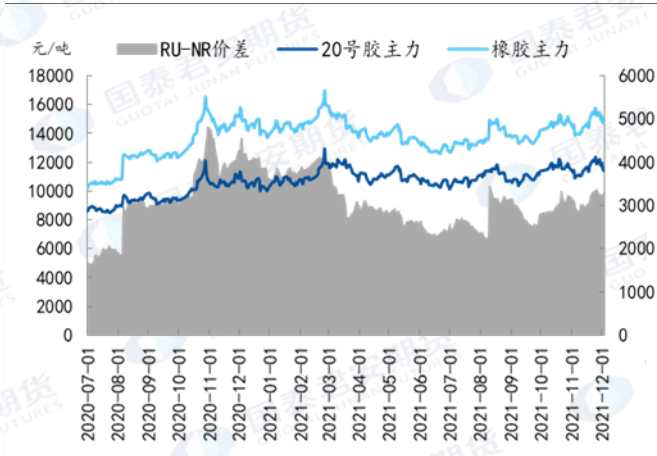
散户和贸易商为主，干不过那些非标套利的正规军，在沪胶 contango 结构下，做非标套利的空头是可以进行移仓进行展期续做的，所以在价格不断上涨的情况下，依然保持 contango 结构的情况下，空头可以继续移仓继续拿，等待非标基差的回归，与此同时，还可以加大持仓规模，争取把之前亏损的一次性给赚回来。contango 结构下空头进行移仓展期，用结构换时间，用时间换空间，这种套利预期还是会增加 2022 年我国套利的进口需求量。

图 53：非标套利，混合与盘面基差



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 54：RU-NR 价差主要跟随 RU 走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.3 替代品合成橡胶价格走高，关注反向替代可能性

2021 年顺丁橡胶反弹明显，截至 12 月 8 日全年均价 13213.30 元/吨，比去年 9211.85 元/吨涨超 43%。我们这里谈的替代性，后期关注的主要是顺丁。一般来说，天胶对合成溢价是常态，从 12 月 6 日顺丁工厂及贸易商库存情况来看，国内顺丁整体库存仍呈下滑趋势，如果这种情况无明显改善，天然橡胶持续逆势大幅贴水于合成橡胶，下游终端工厂会将天然胶替代合成胶比率提升至最高，两者价格的高低会刺激消费结构的变化，市场也会在 2022 年继续关注这种反向替代的可能性。

合成橡胶是由人工合成的高弹性聚合物。也称合成弹性体，是三大合成材料之一，其产量仅低于合成树脂（或塑料）、合成纤维。合成橡胶，性能虽略次于天然橡胶，但是它还是具备了高弹性、绝缘性、耐油、耐高温等性能，使用广泛。其中，丁苯橡胶和顺丁橡胶是中国最主要的两种合成橡胶品种，其产能分别占中国合成橡胶产能的 32% 和 26%。另外合成橡胶与天然橡胶在下游轮胎制造中还存在着替代效应，相关性可以达到 0.85 以上。

2021 年 Q1，1 月和 3 月扬子和茂名装置事故，加中石化系统大检修，整体开工下滑顺丁橡胶产量及开工率下滑至近五年低位，5 月顺丁开工率不足 50%，供应面收紧。Q3 叠加原料价格大幅走高，顺丁价格拉涨至年内高位，但需求走弱，海运费高企，货柜紧张等问题，也对顺丁价格的连续走高有一定拖拽。截止到 12 月 8 日顺丁橡胶（BR9000，齐鲁石化）报价是 14850 元/吨，与全乳胶（SCRWF）上海主流价价差 1425 元/吨。今年天胶与合成的价差 3 月开始有一些起伏，从 7 月开始明显反转，最高顺丁升水全乳 2250 元/吨。顺丁现有装置整合至平衡状态，在十四五期间未有大面积新产能投产；另外顺丁需求保持稳中提升都支撑着顺丁的价格。



图 55: 合成橡胶价格走高



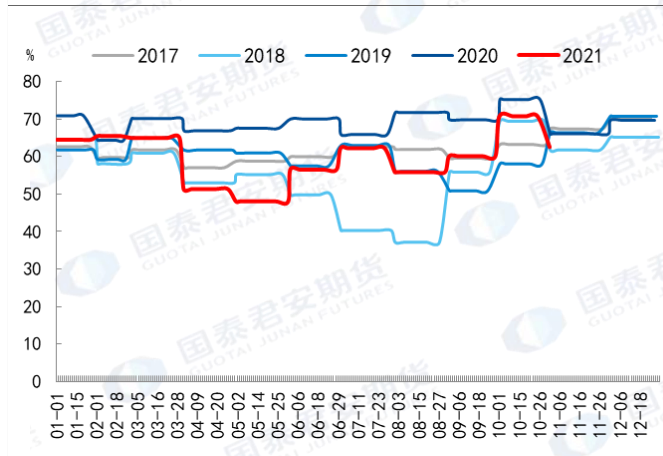
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 56: 顺丁与全乳价差走扩



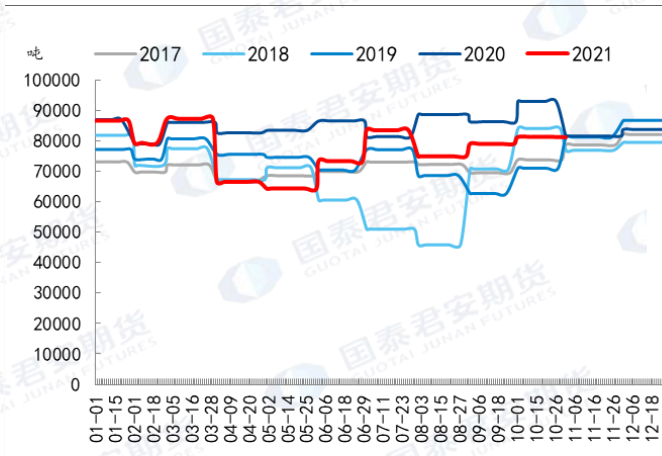
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 57: 顺丁企业开工率



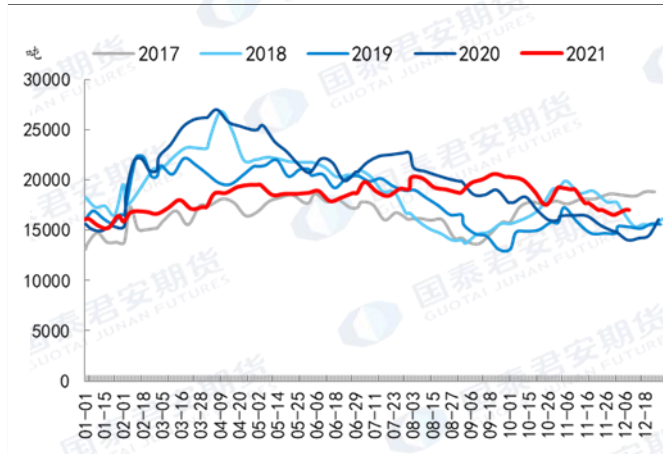
资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 58: 顺丁橡胶产量



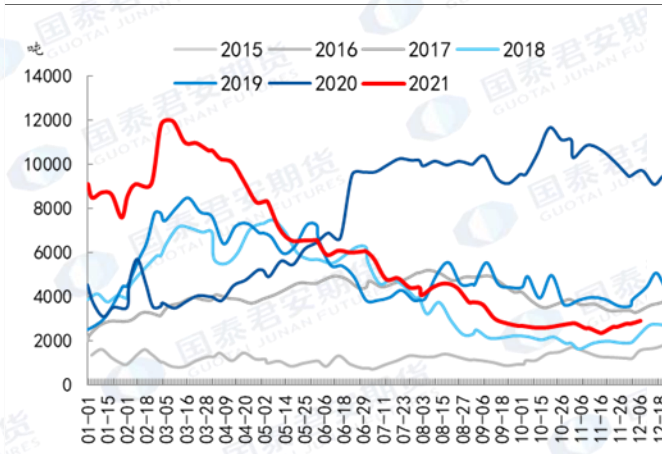
资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 59: 顺丁工厂库存统计



资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 60: 顺丁贸易商库存统计



资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所



### 3. 结论与投资展望

#### 3.1 2022 年胶价判断

2022 年全球天然橡胶或呈现供需两升的格局，但因供应增速处于下行阶段，而需求端因海外宽松退出政策进程偏缓、国内宏观政策有加码托底经济的可能，预计全球供应增速略低于需求增速使得 2022 年全球橡胶供需格局进一步改善，支撑橡胶价格重心小幅继续上移。但就目前整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础。第一、虽然受益于后疫情修复逻辑，但需求增速会边际回落；第二、全球天胶产量总体仍维持在高位；第三、套利盘对绝对价格的敏感度下降，主要看价差，一旦价差合适，会增加国内进口套利需求，盘面压力加大。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会，疫情的影响短期难以消散，海运费偏高，东南亚船期推迟的情况在 2021 尾端难以得到明显改善。因此，2022 年初国内的流动盘供应或延续偏紧格局，叠加春节前后的下游传统补库需求或成为第一个波段机会；第二个波段性机会可能出现在 Q4，今年重卡销售在 5 月后连续七连降，11 月更创下今年以来月销量的最低水平，2022 年在今年的低基数下，下半年数据可能同比有一定修复叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮机会。

重点关注宏观风险事件及疫情的冲击，随着东南亚船期问题缓解之后，需要关注的是国内供应端可能面临的集中到港的冲击。2022 年总体维持底部重心小幅抬升的观点，全年或呈 V 型走势，目前看不到大涨基础。

#### 3.2 投资展望

2022 年的高点或出现在 Q1 和 Q4，逢低做多为主。Q1 仍将受益于船期推迟和青岛地区暂无大幅累库预期，叠加春季前的传统补库需求。Q4 受益于 2021 年下半年需求终端数据低基数和季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观面背景下，2022 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2022 年全年价格波动区间会在 13000-17000 元/吨，中枢区间 14300-15000 元/吨附近。2022 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的价差缩窄以及 RU 非标套利均有较好的机会。