

## 国内仍将去库，上半年预计走强

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

全球层面橡胶处于供需双增的判定。供应端得益于绝对价格不低，且 2022 年无抑制供应的可见因素。因此在价格重心相对偏高的背景下供应大概率会呈现增长。而全球需求则依赖于全球 GDP 增速依旧相对较高的预期，需求端也是趋于增长。国内预估会呈现显性库存去库的情况，年度价格重心偏向于向上。



### 摘要：

国内天然橡胶供需结论看，只要 2022 年的需求不出现下滑，国内就会呈现显性库存去库的情况。年度价格重心偏向于向上。

供应端，中国自身的供应驱动与全球逻辑一致。相对偏高的价格以及可见的供应抑制因素缺乏，供应增长的确定性较高，预估 2020 年的国内产量增速在 2~6%。在海外其他地区需求复苏分流原料的背景下，能给予到中国市场进口的体量减少，预计国内进口最多恢复至 17、18 年水平。因此，2022 年的国内表现供应增速在 4~6%。

需求端，随着疫情得到管控，中国轮胎出口存在订单回流海外市场的担忧。在全球需求总量增加，但中国占比可能下降的对冲之下，出口的增加是不确定的。内需亮点在乘用车销售以及重卡替换胎需求的修复。新能源车政策以及芯片问题的缓解会拉动乘用车配套胎需求，考虑到基数问题，2022 年前 3 季度的表现或许都不会差。商用车端需求的只能寄希望于替换胎需求复苏。淘汰车辆旧轮胎的使用到达尾声以及物流的复苏或会成为其复苏的原因。

年内价格走势方面，天然橡胶波段的价格会受到轮胎产量同比边际变化的影响。根据此前对于需求的分析以及下游轮胎厂库存的分析来看，预计 2022 年上半年天然橡胶的价格会偏向于持续上涨，下半年的变数则会增多。全年国内天然橡胶价格走势判断上，预计 RU 主力的年度波动空间在 13000~18000。NR 主力波动空间 11000~14000。

**操作策略：**1、上半年偏多配置轮胎胶如混合胶、20 号胶。RU 则需考虑非标套利压力的累积和释放后再进行选择。2、全年波段关注非标与 RU 的正套。

**风险因素：**利多：需求复苏；天气异常。利空：进口大增；商品、原料大跌。

### 软商品及特殊品种 研究团队

研究员：  
李青  
021-80401708  
liqing@citicsf.com  
从业资格号：F3056728  
投资咨询号：Z0014122

吴静雯  
021-80401709  
wujingwen@citicsf.com  
从业资格号：F3083970  
投资咨询号：Z0016293

高旺  
010-58135947  
gaowang@citicsf.com  
从业资格号 F3004611  
投资咨询号 Z0013482

## 目录

摘要： .....	1
一、2021 年行情回顾 .....	4
二、未来需求： .....	5
1、2021 年需求情况概览 .....	5
2、2022 年全球经济增长预期对全球轮胎需求仍是正向拉动 .....	6
3、中国轮胎出口存在订单回流海外市场的担忧 .....	7
4、内需亮点在乘用车销售以及重卡替换胎需求的修复 .....	8
5、轮胎开工率的预估结果是先拉动价格 .....	10
三、未来供应： .....	12
1、2021 年供应情况 .....	12
2、2022 年全球供应能力增速不大 .....	12
3、全球产量预计增长，但估计增速不高 .....	13
4、国内供应预计自产与进口双增 .....	15
A、国内供应预估会小幅增加 .....	15
B、进口在套利需求较为确定的判断下，会有增涨 .....	16
C、国内供应预估增速为 4%~6% .....	17
四、国内显性库存偏向于下降 .....	17
五、2022 年走势及策略判断： .....	18
免责声明 .....	20

## 图表目录

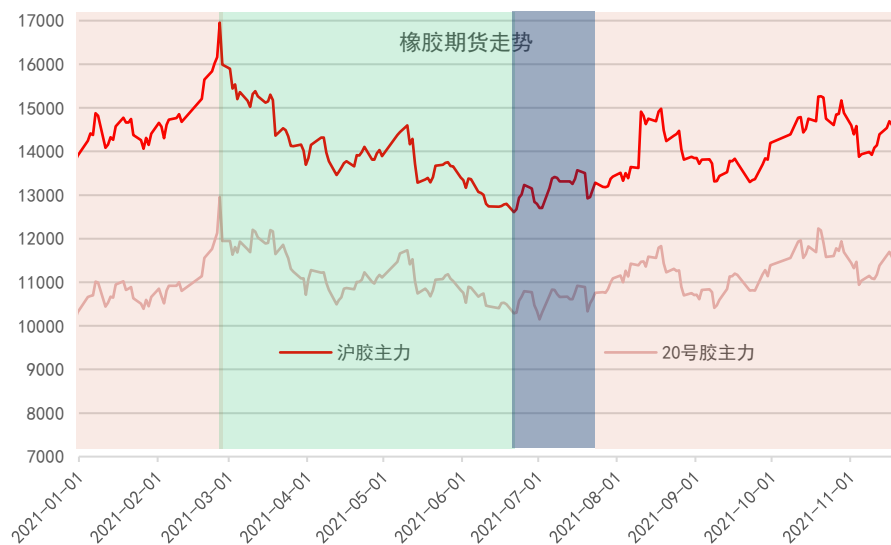
图 1：2021 年橡胶期货走势 .....	4
图 2：2021 年中国橡胶表观消费增速低速维持 .....	6
图 3：IMF 预计的全球 GDP 增速 .....	6
图 4：美国与中国的国内轮胎消费与 GDP 均有联动关系 .....	7
图 5：轮胎出口增速已下滑至 0 附近 .....	7
图 6：分地区轮胎出口量季度同比 .....	7
图 7：乘用车销量 2021 年大减 .....	8
图 8：乘用车销量同比 .....	8
图 9：2021 年货运量或恢复到 18 年水平 .....	9
图 10：下半年表现差于上半年 .....	9
图 11：重卡销量 .....	10
图 12：天胶价格走势与轮胎产量同比走势 .....	10
图 13：轮胎厂开工率与轮胎产量关系 .....	10
图 14：轮胎厂库存 .....	11
图 15：中国轮胎厂开工率边际变化预估表明上半年需求对价格会有向上拉动 .....	11
图 16：ANRPC 东南亚主产国产量 .....	12
图 17：全球产量年度增速 .....	12
图 18：开割率较高或开割意愿较低的地区 .....	13
图 19：nino3.4 指数 .....	14
图 20：CPC 对 nino3.4 的未来预测 .....	14
图 21：全球天然橡胶产量 .....	14
图 22：中国天然橡胶产量 .....	15
图 23：中国种植与割胶面积 .....	16
图 24：中国天然橡胶亩产 .....	16
图 25：历年 1~10 月月均进口量 .....	16
表 1：我国天然橡胶表观消费推算表 .....	5
表 2：表观供应估算表 .....	17
表 3：2022 年我国天然橡胶表观消费推算表 .....	18

## 一、2021 年行情回顾

橡胶行情基本呈现了一个较为标准的 N 字形。1~2 月上涨，随后从 3 月开始下跌至 6 月底随后逐步企稳，并在 9 月再呈现上涨态势。在这几个时段中交易的逻辑也呈现出较为明显的行情驱动变化。

图 1：2021 年橡胶期货走势

单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

第 1 段为 1 月至 2 月末。在这一时间点，橡胶出现了 2021 年度内最为凌厉的上涨。RU 主力合约价格从 13600 点左右上涨至最高 17335 点，波段涨幅 27%。NR 主力从 10044 点上涨至 13040 点，涨幅 29.8%。这一时间段促成价格上涨的原因有：1、国内进入停割期，海外市场也逐步进入停割，供应压力的预期较小。2、国内轮胎厂开工率较高，同时国内外都有疫情后的持续复苏预期，整个对于天然橡胶全年消费的预期较好。3、大宗商品整体均表现强势。

第 2 段行情是 2 月末至 6 月中旬。橡胶的走势主要呈现震荡下跌。与其他品种相比，这一时期的橡胶走势极为弱势，其他工业品均接连创出新高，但橡胶出现的是持续性的走低，甚至在主力合约上创出了年内新低。这一期间市场主要交易的逻辑有以下几个点：1、2021 年的年度橡胶供应相对来说风调雨顺，预计产量会大幅增长。2、与其历史的价格相比，这一时间段内的橡胶价格都属于偏高的价格水平，理论上产业会有较大的加工利润。3、需求表现弱势，上半年出现了旺季不旺，同时芯片问题在全球持续发酵，需求预期较为悲观。4、非标套利行为的回归。全乳胶要比 20 号胶跌幅更大。5、其他的工业品供需较为强势，橡胶被资金作为了空配品种，持续性的抛空。

第 3 段行情主要是 6 月中旬到 9 月的持续震荡行情。这一时间段内橡胶交易的逻辑有：1、国内港口持续去库存，混合胶价格表现较为强势，盘面的低点都基本到达了波段来说全乳胶与混合胶之间的价差较小的时间段。非标套利企业获利了结，盘面空头压力释放。2、其他工业品的单边上涨行情结束，橡胶的对冲配置意义消失。3、绝对价格不高。4、内需较差，但外需表现超出市场预期，并没有在下半年出现出口的回落。

第 4 段行情是 9 月中旬之后到 11 月的宽幅震荡上涨行情。这一时间段的主要交易因素有：1、随着国内 9 月限电时间影响的逐步消退，轮胎厂开工率触底后逐步走高。对于外需，表现出明显的韧性。2、拉尼娜预期再度抬升，并且出现了尼诺指数的恶化。产区后期降雨增多，原料价格偏强运行。

## 二、未来需求：

### 1、2021 年需求情况概览

2021 年以天然橡胶进口量以及港口库存变化测算出的表观需求相较于 2020 年增长 2.4%，这一增速并不算高。回顾 2021 年国内天然橡胶的需求亮点，主要出现在轮胎出口端。2021 年 1~10 月轮胎出口量累计为 48692 万条，累计同比增长 26.7%。这一数据超过了过去 10 年的同期数据，远远超过市场的预估。而促成这一现象的原因在于 delta 病毒带来的全球第 3 次疫情爆发。原先已经启动的欧美工厂部分又出现了停滞。同时，东南亚的疫情发展使得东南亚的供应也受到了影响。因此，部分原先已经回流至欧美的订单又再度回到中国市场，带来了我国轮胎出口的超预期的繁荣。

而除了轮胎出口之外，轮胎内需以及其他制品需求则表现平平。国内轮胎需求大幅下滑，无论是从乘用车与商用车的销量而产生的配套胎需求看，还是看跟随物流体量变化而变化的替换胎需求，2021 年都是相较于 2020 年有所走低的。

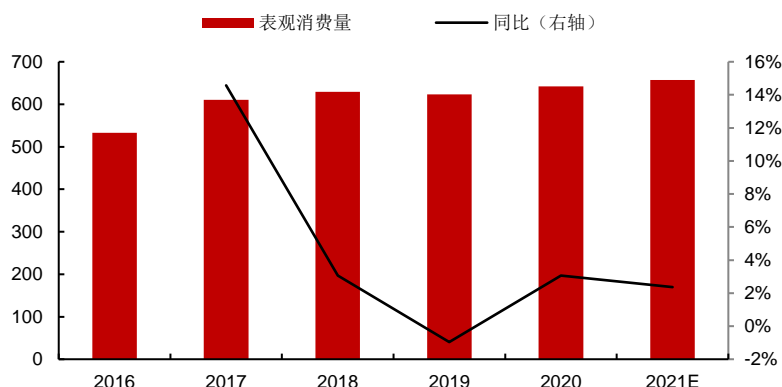
表 1：我国天然橡胶表观消费推算表

单位： 万吨	产量-ANRPC	进口量-海关	年初青岛+仓 单库存	年末青岛+仓 单库存	库存变动	表观消费量=产量+ 进口-库存变动	表观消费 同比
2016	77.4	446.74	54.4	45.7	-8.7	532.84	
2017	79.8	568.18	45.7	83.2	37.5	610.48	14.6%
2018	81.84	566.4	83.2	102.3	19.1	629.14	3.1%
2019	81.23	518.37	102.3	78.8	-23.5	623.1	-1.0%
2020	69.27	590.09	78.8	96	17.2	642.16	3.1%
2021E	83.3	537	96	59	-37	657.3	2.4%

数据来源：Wind，中信期货研究部

图 2：2021 年中国橡胶表观消费增速低速维持

单位：万吨，%



数据来源：Wind，中信期货研究部

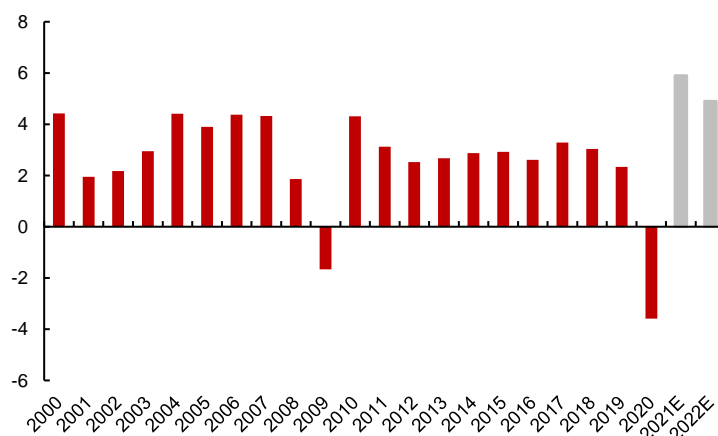
## 2、2022 年全球经济增长预期对全球轮胎需求仍是正向拉动

一般来说，一个国家内部的轮胎消费量与该国的 GDP 有着较为显著的联动关系。从全球角度来看，全球 GDP 的变化趋势就是全球轮胎消费变化方向的核心影响因素。

从市场对于全球主要经济体的 GDP 增长预期来看，2022 年全球经济将继续保持较快增长，但由于基数原因，增速较 2021 年明显放缓。IMF 在 2021 年 10 月发布的《世界经济展望》预测，全球经济 2021 和 2022 年分别增长 5.9% 和 4.9%。发达经济体 2021 和 2022 年分别增长 5.2% 和 4.5%，新兴市场和发展中经济体 2021 和 2022 年分别增长 6.4% 和 5.1%。相较于 2019 年之前的在全球经济增速主要处于 2%~3% 的增速相比，2022 年预期的 4.9% 的经济增长速度是相对可观的，那么自然对于全球的轮胎消费有着显著的正向指引。

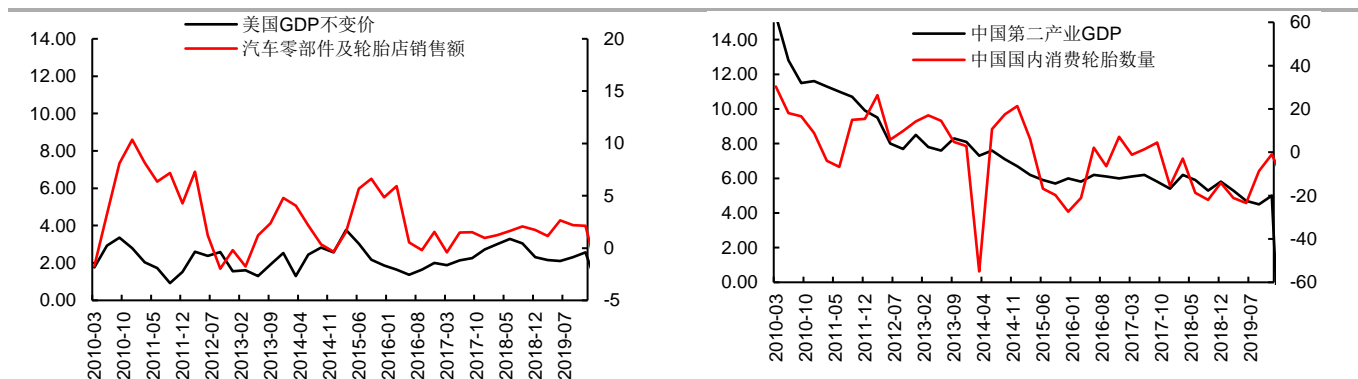
图 3：IMF 预计的全球 GDP 增速

单位：%



数据来源：IMF，Wind，中信期货研究部

图 4：美国与中国的国内轮胎消费与 GDP 均有联动关系（截至疫情前）

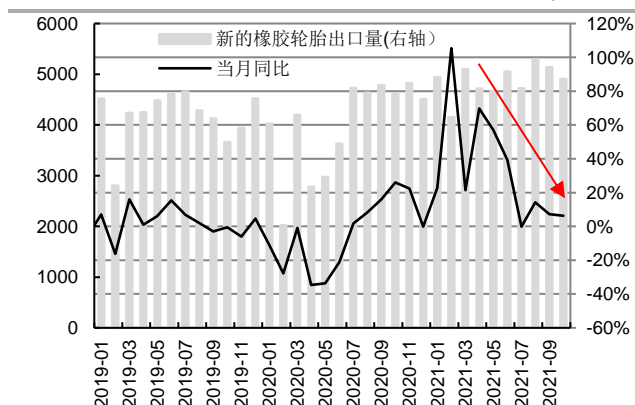


数据来源：Wind，中信期货研究部

### 3、中国轮胎出口存在订单回流海外市场的担忧

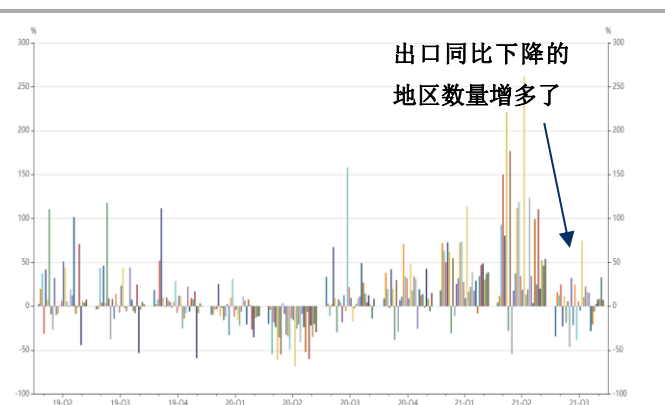
对于出口，就国内来说是一个相对不确定的点。在全球层面上，由于经济的继续修复，全球的汽车、轮胎用量大概率是会有所增长的。从总量角度考虑，如果中国维持供应比例，那么中国的轮胎出口是会增长的。但 2020 年以及 2021 年中国轮胎出口的高增更多的是享受了海外市场供应不正常带来的订单转移的福利，如果 2022 年需求增长的背景是疫情的消退，那么订单的回流早晚都是国内即将面对的问题。因此，在全球需求总量增加，但中国占比可能下降的对冲之下，出口的增加是不确定的。在 2021 年末的统计数据来看，就已经有了出口增速相对走低的状态，以出口地区的季度出口量来说，Q3 出口量同比下降的地区明显增多。这表明，与 Q2 相比，出口的韧性在消退。

图 5：轮胎出口增速已下滑至 0 附近 单位：万条，%



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 6：分地区轮胎出口量季度同比 单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部



#### 4、内需亮点在乘用车销售以及重卡替换胎需求的修复

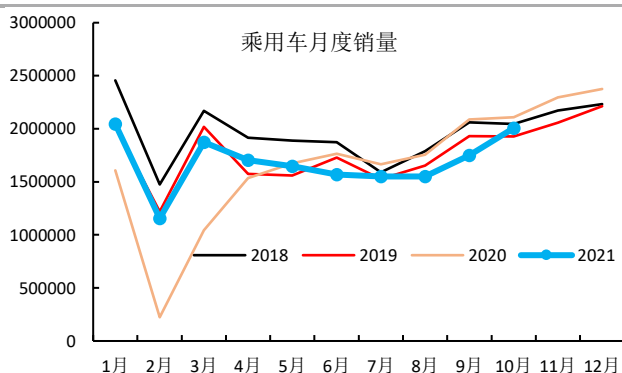
##### A、新能源车政策以及芯片问题的缓解会拉动乘用车配套胎需求

2020 年底，全球出现芯片短缺问题，国内的乘用车销售同样受到了影响。6 月开始国内受到的影响加大，乘用车月度销量低于近 4 年水平，一直到 10 月乘用车月度销量的下滑速度才出现好转。目前对于芯片问题，市场普遍的预期是在 2022 年会得以解决，同时在 2021 年 9 月的时候市场已经感受到了边际的缓解。因此，2022 年的乘用车销售大概率将不会受到芯片问题影响被过多地向下拖累。市场对于 2022 年的中国汽车市场刺激政策的期望主要集中在新能源车方面。新能源汽车的利好政策对于乘用车的拉动，从过去的经验来看，更为明显。如果新能源车的替换政策吸引了更多的汽车更换需求，无疑是对配套胎需求有所拉动的。

因此，站在需求正常修复角度，乘用车的销售数据的增长，在 2022 年，是大概率会出现的。同时考虑到基数问题，前 3 季度的表现或许都不会差。

图 7：乘用车销量 2021 年大减

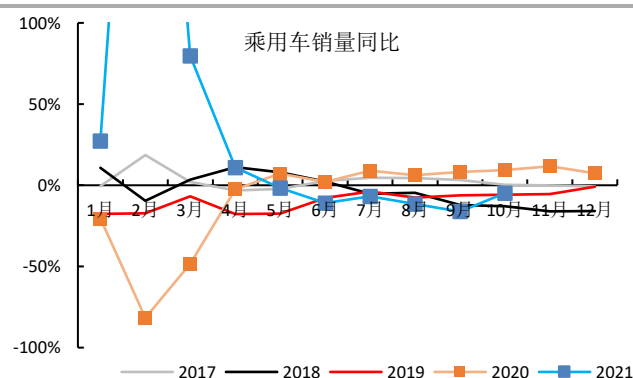
单位：辆



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 8：乘用车销量同比

单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部

##### b、商用车端需求的只能寄希望于替换胎需求复苏

2021 年卡客车对于橡胶需求的影响，属于开局不错，随后拉垮的状态。一季度重卡的新车销售数据创出了绝对值上的历史新高，同时公路货运量的数据在一季度也复苏到了疫情前的水平。市场对于全钢胎消费量未来的爆发存有希望。然而，二季度开始，重卡相关的各类数据开始了快速的恶化。首先是重卡的销量从原先的同比增长 50% 以上转变为同比下降。当中有一部分基数的原因，但是环比的数据快速降低也是因素之一。随后 7 月抢装国五的动作消失，重卡销售数据大幅下降至同比降低 50% 以上，并且绝对值低于疫情前两年的状态水平。

重卡国内替换胎市场，2021 年全年都表现不佳。其中有一部分原因就是，去年极大的重卡更新需求，导致部分旧卡车上的轮胎变成其他车辆的替换胎，冲击了一定替换胎市场需求。此外，公路货运数值也在一季度之后表现出极差的发展，再度显著差于疫情前水平。因此，总运输量在下降又有淘汰车辆的轮胎进行替补，



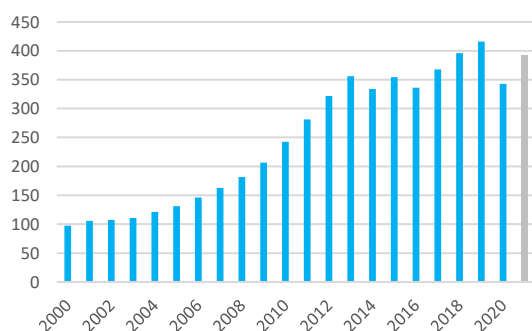
这就导致整个替换胎市场极其清冷。

然而 2022 年来看，我们认为当中有些因素是会由利空转变为利多的，但又有些因素会难以好转，依旧成为市场不定期的利空消息。

首先替换胎需求量可能会回补，形成利多。

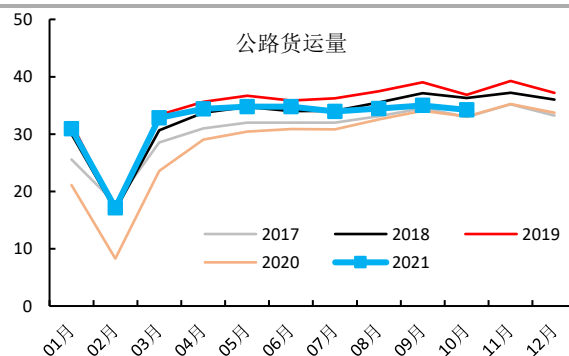
第一，2020 年淘汰的国三重卡上拆下来的旧轮胎，在一年的使用后，留存的数量会不断减少，2022 年对于正常替换需求向经销商释放形成影响的可能性降低。第二，物流运输前几年看一直维持着相对稳定的增长，疫情后显著的打断了这一增长趋势，但从长久的经济发展来看，国内的物流并不可能持续性的出现倒退，因此在连续两年的下行之后，明年物流运输行业出现复苏的概率是比较高的。随着国内第 3 针疫苗的逐步推广以及完成，疫情对于国内的影响或许会逐步淡化。这会使得国内的物流修复到正常经济发展水平。而利多释放的节奏，目前看，下半年的概率更高。

图 9：2021 年货运量或恢复到 18 年水平 单位：亿吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 10：下半年表现差于上半年 单位：亿吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

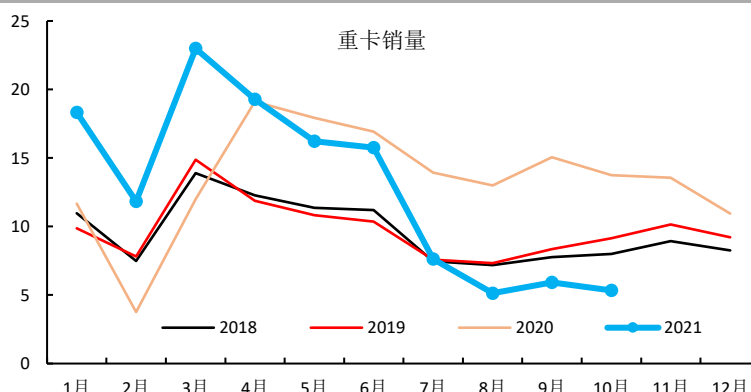
其次，卡客车销量会成为上半年的利空下半年的利多

2020 年以及 2021 年重卡销量的大增都有着政策因素的影响。2020 年是国三重卡的淘汰，此前市场预估国三的保有量在 40 万辆。2021 年上半年是国五重卡挂牌时间的限制，2021 年下半年将不再允许国四卡车上牌，因此，企业提前生产国四重卡并开票，形成销售量在上半年形成数据上的高企。而 2022 年，目前没有可预见的相关政策。

卡客车销量的同比数据会对市场产生一定心理上的多空影响。在于政策扰动下，预估 2022 年的重卡销量会恢复到历史常规水平，即 2019 年状态。由于 2021 年的基数变化非常显著，因此 2022 年大概率上上半年会出现的是同比减少，下半年出现的是同比增长。

图 11：重卡销量

单位：万辆

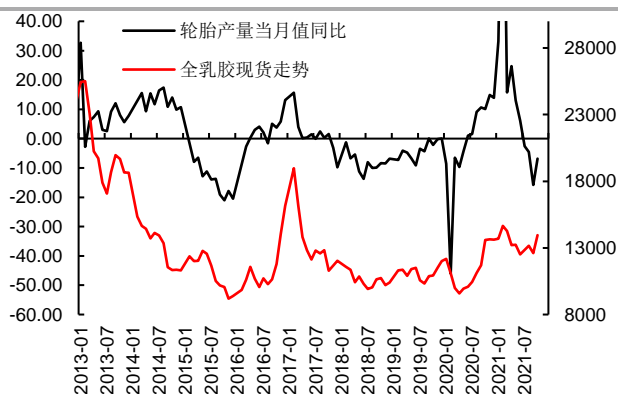


数据来源：Wind，中信期货研究部

## 5、轮胎开工率的预估结果是先拉动价格

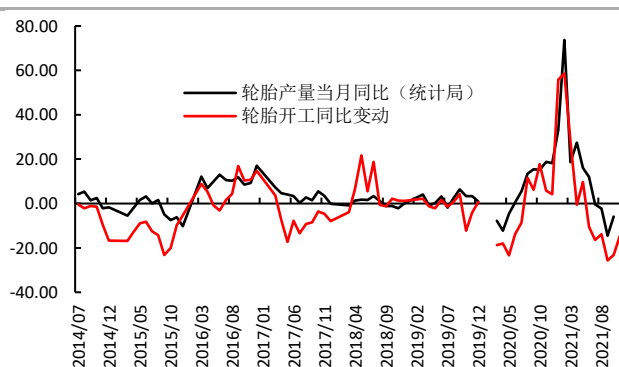
从下游需求变化对于天然橡胶价格的影响上，我们一直以来较为关注轮胎产量的变化。自 2015 年开始，轮胎产量的同比边际变化基本就对应了当期天然橡胶价格的走势，这一规律截止到 2021 年 10 月看并没有被打破。数据分析表明，轮胎厂的开工率同比变化与轮胎月度产量同比保持着一定程度的趋势相近。因此可以通过分析轮胎开工率的变化，进而得出未来的需求对于天然橡胶价格指引的变化方向以及节奏。

图 12：天胶价格走势与轮胎产量同比走势 单位：%、元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 13：轮胎厂开工率与轮胎产量关系 单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部

在之前分析完 2022 年的需求情况后，就可以对 2022 年的月度开工率做出一定的预判以及猜测。根据此前分析，预估数据使用以下假设：

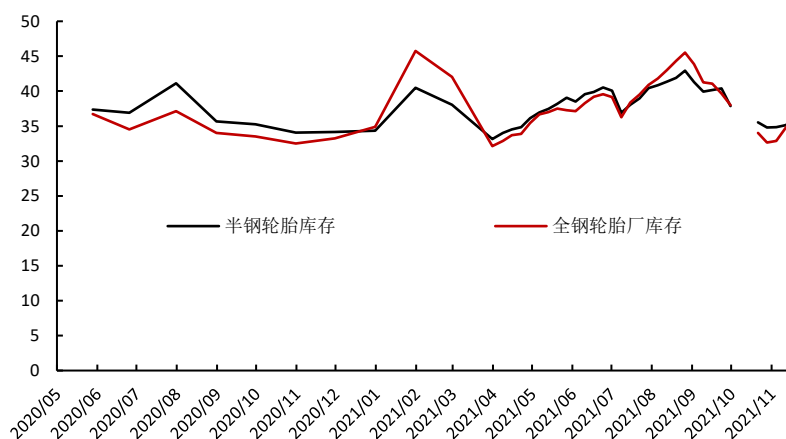
1) 2022 年上半年的需求会好于下半年，但由于 1 月末是当年春节假期，2 月 10 号又有冬奥会的举行，因此 1、2 月的开工率大概率会受到影响。

2) 从 2021 年末的轮胎厂库存看，2022 年初的轮胎厂库存压力或许并不高。

因此在 1 月、2 月的消化后，3 月的轮胎开工或许会快速的修复到高位，并在上半年获得保持。

图 14：轮胎厂库存

单位：天



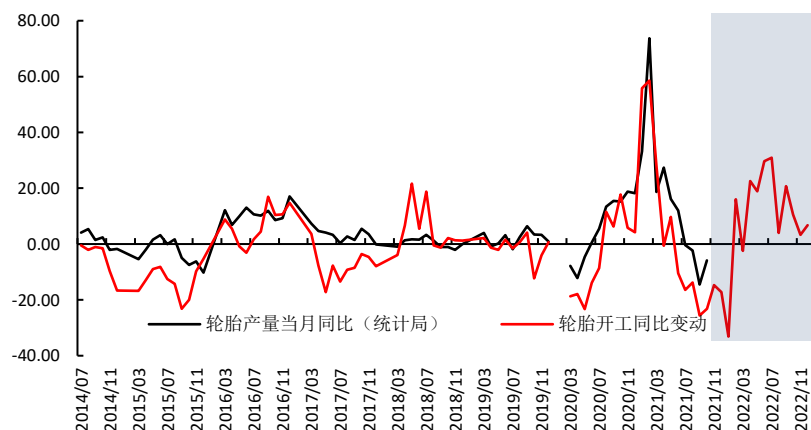
数据来源：隆众资讯，中信期货研究部

3) 下半年则会相比于上半年的开工率有所下降。

因此基于前述假设，我们就得出了 2022 年的轮胎开工率同比变化趋势。结论看，中国轮胎厂开工率边际变化预估表明上半年需求对价格会有向上拉动。

图 15：中国轮胎厂开工率边际变化预估表明上半年需求对价格会有向上拉动

单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部

### 三、未来供应：

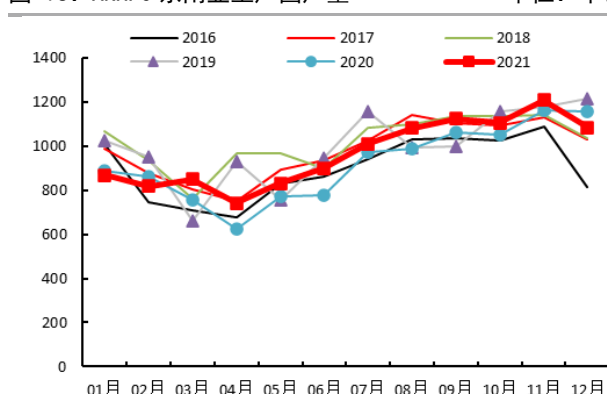
#### 1、2021 年供应情况

2021 年的全球供应，从数据端预估来看是增长的。根据 ANRPC 对于主产国的产量预估来看，2021 年主产国产量为 1162.2 万吨，较 2020 年增长 5%。从全年角度看，主产国的产量增速从年初到年末在不断地调低。年初，市场预估的主产国产量增速在 7.8% 左右，而到年末时全球的主产国产量预估已经下降至 5%~6% 左右。全年来看，在主产国产生影响的消息主要有以下几类，第一，9 月之后，主产国出现拉尼娜现象，降雨引起部分地区的割胶行为受限。第二，疫情带来部分主产国的外劳受限，例如越南。第三，海运问题使得主产国的运输出现影响，这一迹象主要出现在 2021 年末的泰国往亚洲其他国家以及欧洲市场。

非洲和其他非东南亚主产国的产量在 2021 年的增速给得较低，只有 1%~3% 之间。因此从全球角度来看，ANRPC 预估 2021 年的全球产量在 1383 万吨，较去年增加 1.7%。

图 16：ANRPC 东南亚主产国产量

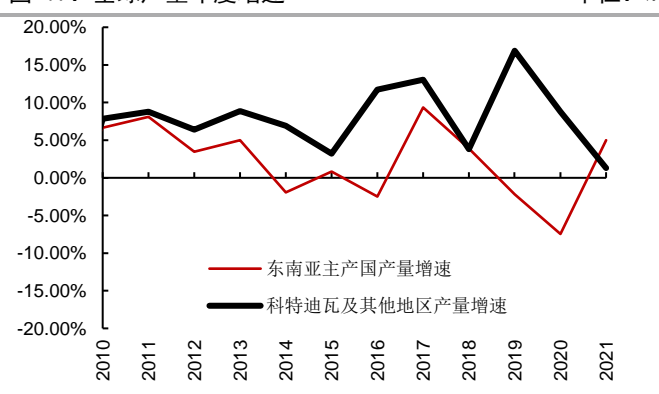
单位：千公顷



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

图 17：全球产量年度增速

单位：%



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

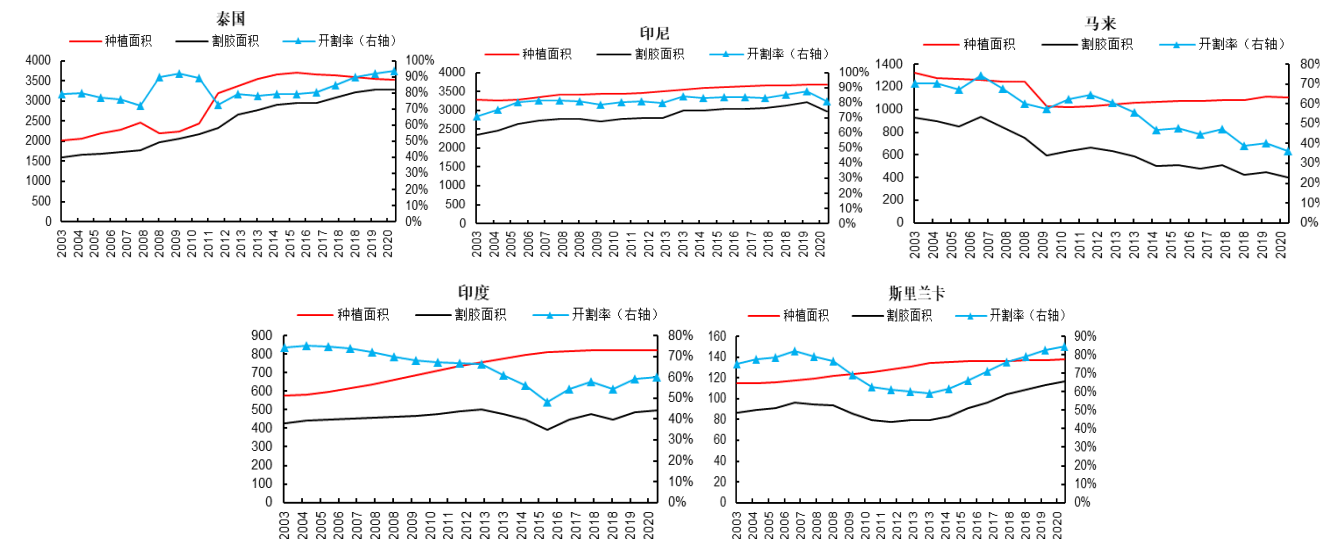
#### 2、2022 年全球供应能力增速不大

从全球角度来看，目前的天然橡胶供应国可分为 2 类。第 1 类为种植面积下滑，且现有开割数量已经到达顶峰的国家或较长一段时间保持稳定或下降的国家。这类国家的橡胶增产能力较低或意愿较低。例如，泰国、印尼、马来西亚、印度、斯里兰卡。另一类是最近几年来割胶面积持续增长，且还有增量空间的。这类国家的供应如无特殊事件，会持续增加。例如是柬埔寨、菲律宾、缅甸、危地马拉、墨西哥、越南。

从这几个国家的割胶面积来看，目前已经到达峰值或呈现消极态度的国家多数为老牌的天然橡胶主产国，这些国家的种植面积占了全球面积的 71%。而生产

意愿较大的产区只占了全球种植面积的 18%。因此，综合的结果是全球的割胶面积并不会出现非常快速的的增长。而 2022 年目前看不到趋势大幅改变的因素。那么这就决定了全球的总供应能力是没有大幅增长的，但也没见到下行拐点。预估割胶面积增速仍会维持在 2%~3%。

图 18：开割率较高或开割意愿较低的地区



数据来源：Wind，中信期货研究部

### 3、全球产量预计增长，但估计增速不高

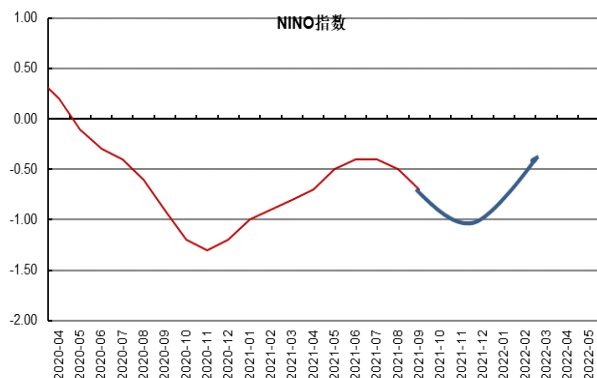
影响到年度总产量的最后来自于亩产。亩产从大多数时间来说取决于四个因素，利润、天气、病虫害、劳工。2021 年的利润一定不是限制全球供应释放的因素。对于病虫害的情况也相对较少，仅在 4 月初的时候，中国云南有听闻出现白粉病。天气端在 2021 年存在影响，主要发酵的时间点是四季度，拉尼娜对东南亚的主产国均有影响。另一个就是劳工，劳工从 2021 年来看受影响较大的主要是越南，而这个影响的背后核心的因素是疫情。

对于 2022 年，我们认为影响全球供应能力的因素可能依旧最主要的来自于天气以及劳工问题。结论上说，天气与劳工问题都是会缓解的因素。但从细分节奏看，站在全球层面，2022 年上半年供应受到外部因素影响的可能更高，但下半年的供应约束因素则会减少。

近两年天气端的异常较多。连续两年的拉尼娜已经是超出了市场预期。2021 年末，全球有着与 2020 年末相同的拉尼娜现象，最新 CPC 研究显示在 2021 年 11 月至 2022 年 1 月期间，尼诺-3.4 指数有 66% 的可能性达到低于  $-1.0^{\circ}\text{C}$  的值，但低于  $-1.5^{\circ}\text{C}$  的可能性只有 14%。因此，主流预期是会发生中等程度的拉尼娜。拉尼娜现象很可能会持续到 2021-22 年的北半球冬季（约 90% 的可能性），但延续到 2022 年的春季（3-5 月）的可能性只有 50%。因此，2022 年的初步的气候预判与

2021 年相同，即初期有拉尼娜但往后来看，整体偏向于风调雨顺。因此，天气端对产量是个增量因素。

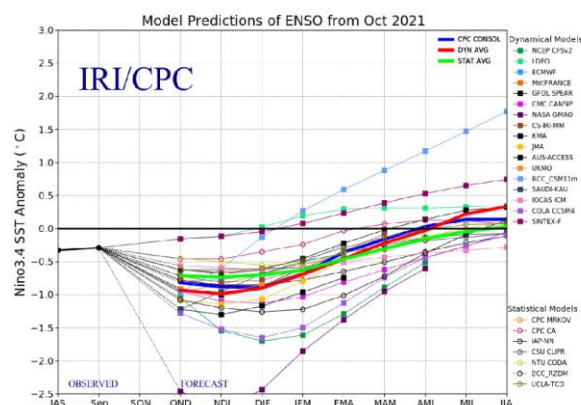
图 19: nino3.4 指数



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 20: CPC 对 nino3.4 的未来预测

单位: %



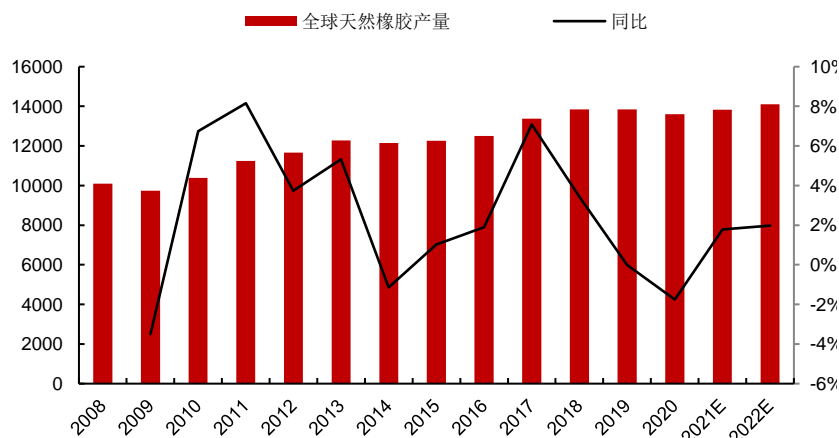
数据来源: CPC, 中信期货研究部

劳工问题的解决取决于疫情控制的速度，从全年角度上来说。目前较为合理的预期是下半年出现劳工问题的可能性低于上半年。这一假设是基于疫情问题会逐步好转。

因此总体来看，2021 年供应受到额外因素而削减的程度实际并不太高。2022 年从目前来看，确定的会影响到供应量释放的因素会更少。从供应弹性上来说，会偏向于在现在同一技术水平下，供应会有增加，但是由于今年原本受到的扰动就并不是非常巨大，因此即使扰动因素消退，能够看到的供应弹性也是有限的。目前预估在全球层面上的产量增速在 2% 左右。

图 21: 全球天然橡胶产量

单位: 千吨



数据来源: ANRPC, Wind, 中信期货研究部



#### 4、国内供应预计自产与进口双增

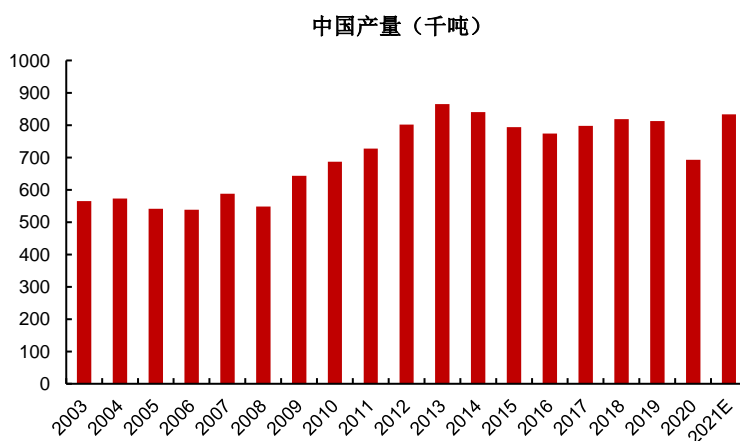
中国的供应取决于自身产量以及进口量。2021 年 1~10 月，国内产量预估为 64.7 万吨，同比+26.3%。中国天然橡胶类进口数量累计 432.68 万吨，累计同比-8.6%。最终，表观供应为-5.2%。

##### A、国内供应预估会小幅增加

根据 ANRPC 的预估，中国 2021 年的全年产量在 83.3 万吨相较 2020 年增长 20%。这一巨大的增速有很大的原因是去年产量较低的基数效应带来的。如果与 2019 年相比，则中国 2021 年的产量增长为 2.58%。2021 年国内的橡胶生产受到的减量扰动不多，只有割胶初期的云南病虫害以及 10 月以后的产区降雨。但 2021 年整体的原材料收购价格一直都处于偏高水平，因此理论上国内的胶农割胶意愿都是较为强烈的，这是产量的拉动因素。因此，综合看，2021 年的产出情况已经是国内生产能力的最大使用结果。从全年产量预估与割胶面积测算，2021 年的亩产恢复到近 5 年以来的最高水平。2015 年之后，中国的亩产水平就进入到了一个新的平台，这或许是与国内的劳工状态以及树龄有关系的，2022 年暂时没有亩产再度大幅提高的预期。割胶面积也是同样，长期维持稳定，没有看到状态改变的因素。因此，2022 年产量想要在当前环境中再度大幅增产是困难的，预估 2022 年国内产量的增速在 2%~5%。

图 22：中国天然橡胶产量

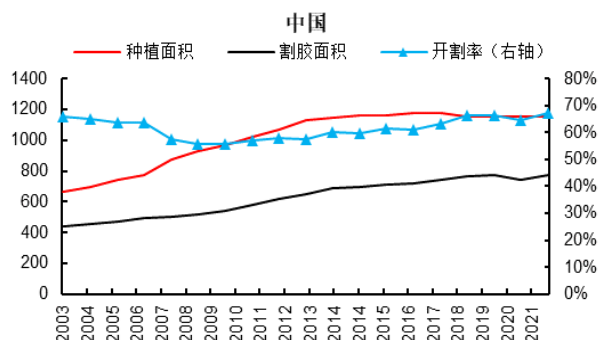
单位：千吨



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

图 23：中国种植与割胶面积

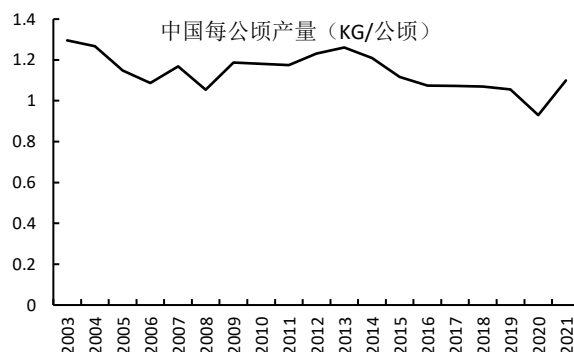
单位：千吨，%



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

图 24：中国天然橡胶亩产

单位：KG/公顷



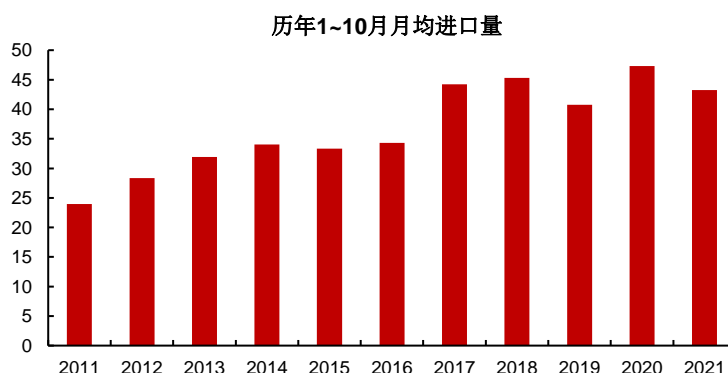
数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

## B、进口在套利需求较为确定的判断下，会有增涨

2021 年 1~10 月，中国天然橡胶类进口数量累计 432.68 万吨，累积同比-8.6%，这一数值同样受到去年基数的影响。与历史数据相比，2021 年 1~10 月的进口数量，也是处于历史数据中的高位水平。

图 25：历年 1~10 月月均进口量

单位：万吨



数据来源：Wind, 中信期货研究部

我们认为 2022 年影响进口量增减的因素主要有两个。第一、海外实际需求对于中国传统进口国的橡胶分流情况。第二、套利预期的一致性。

针对于海外需求对原材料的分流，我们认为在 2022 年产生的概率比较高。原因是在需求的判定中，我们已经分析到，随着全球供应链的修复，海运费的降低，欧美市场的经济将会继续复苏，当地的轮胎产量也会增高。更高的海外产量，必将减少可供流往中国的天然橡胶数量。

2022 年，非标正套价差的收缩仍是目前市场主流的预期。这个预期基于几个大的背景，而目前来看，这些背景仍然是 2022 年天然橡胶产业变动的主要方向。

首先，全球供应趋于正常，这意味着全乳胶的产出有所保证。而相对来说偏高的天然橡胶价格会激发交割品的产出积极性，而这种积极性的背后，都会使得全乳胶的年度产出会大于年度需求，导致全乳胶库存的不断累积。其次，国内浅色胶库存运行到了低位水平，库存在持续去化，随着海外消费的回暖，往中国的货物压力会减少，因此中国的进口压力不大，加之国内外的轮胎需求复苏预期。因此深色胶的供需会强于全乳胶。这种套利预期相对一致的情况下还是会增加 2022 年我国套利的进口需求量。但由于受限于其他地区的橡胶用量也在增加，因此预估国内进口量或许会回到 17、18 年的水平，即国内进口量或许在 560 万吨~570 万吨。

### C、国内供应预估增速为 4%~6%

表 2：表观供应估算表

单位：万吨	产量-ANRPC	进口量-海关	表观供应量	增速
2016	77.4	446.74	524.14	
2017	79.8	568.18	647.98	24%
2018	81.84	566.4	648.24	0%
2019	81.23	518.37	599.6	-8%
2020	69.27	590.09	659.36	10%
2021e	83.3	537	620.3	-6%
2022e	85~87.5	560~570	645~657	4%~6%

数据来源：Wind，中信期货研究部

## 四、国内显性库存偏向于下降

按照供应预估，2022 年的国内供应量在 645 万吨~657 万吨。而 2021 年的需求就在 657 万吨，只要 2022 年的国内橡胶需求有所增长，那就会带来国内显性库存的继续下降。

表 3：2022 年我国天然橡胶表观消费推算表

单位：万吨	产量- ANRPC	进口量- 海关	年初青岛+仓 单库存	年末青岛+仓 单库存	库存变 动	表观消费量=产量+进口 -库存变动	同 比
2022e -供需增速双低	85	560	59	40.43	-18.57	663.57	1.0%
2022e-供应增速高需 求增速低	87.5	570	59	52.93	-6.07	663.57	1.0%
2022e-供应增速低需 求增速高	85	560	60	34.86	-25.14	670.14	2.0%
2022e -供需增速双高	87.5	570	59	46.36	-12.64	670.14	2.0%

数据来源：Wind，中信期货研究部

## 五、2022 年走势及策略判断：

全球层面橡胶处于供需双增的判定。供应端得益于绝对价格不低，且 2022 年无抑制供应的可见因素。因此在价格重心相对偏高的背景下供应大概率会呈现增长。而全球需求则依赖于全球 GDP 增速依旧相对较高的预期，需求端也是趋于增长。

国内层面，从结论上看，只要 2022 年的需求不出现下滑，国内就会呈现显性库存去库的情况。年度价格重心偏向于向上。

国内供应方面，中国自身的供应驱动与全球逻辑一致。相对偏高的价格以及可见的供应抑制因素缺乏。2021 年中国受到的额外的气候以及病虫害因素并不严重。国内的胶水价格同样处于偏高水平，因此 2021 年的产量已经在当前环境下尽可能地得以利用。2022 年在相近的开割面积情况下，要出现更高速的增量是不现实的。因此预估 2020 年的国内产量增速在 2~6%。在海外其他地区需求复苏分流原料的背景下，能给予到中国市场进口的体量减少，预计国内进口最多恢复至 17、18 年水平。因此，2022 年的国内表观供应增速在 4%~6%。

需求端方面，2020 年以及 2021 年中国轮胎出口的高增更多的是享受了海外市场供应不正常带来的订单转移的福利。但随着疫情得到管控，中国轮胎出口存在订单回流海外市场的担忧。在全球需求总量增加，但中国占比可能下降的对冲之下，出口的增加是不确定的。内需亮点在乘用车销售以及重卡替换胎需求的修复。新能源车政策以及芯片问题的缓解会拉动乘用车配套胎需求，考虑到基数问题，2022 年前 3 季度的表现或许都不会差。商用车端需求的只能寄希望于替换胎

需求复苏。淘汰车辆旧轮胎的使用到达尾声以及物流的复苏或会成为其复苏的原因。

因此，根据供应以及需求的分析去推算 2022 年的国内显性库存变动的时候可以发觉，只要 2022 年国内表观消费是增长的，那么国内显性库存就会呈现下降态势。这意味着从年度价格重心来看，价格是偏向于向上的。

而细分年内价格走势来说。我们认为波段的价格会受到轮胎产量同比边际变化的影响。根据此前对于需求的分析以及下游轮胎厂库存的分析来看，预计 2022 年上半年天然橡胶的价格会偏向于持续上涨，下半年的变数则会增多。全年国内天然橡胶价格走势判断上，预计 RU 主力的年度波动空间在 13000~18000。NR 主力波动空间 11000~14000。

#### 操作策略：

1、上半年偏多配置轮胎胶如混合胶、20 号胶。RU 则需考虑非标套压力的累积和释放后再进行选择。

2、全年波段关注非标与 RU 的正套。

**风险因素：**利多因素：中国内需加速复苏，天气异常。利空因素：进口大量到港、商品普跌、原料价格大跌。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>