

需求不及预期，供应回升在即

报告摘要

进入到3月份，我们原本认为胶价有望在国内需求回升带动下，价格有所企稳。但实际因诸多因素的影响，我们发现需求不及预期，需求端的不及预期使得我们在2月底出具3月份月度报告时，与当下出现了一定的预期差，导致盘面价格并没有如期企稳，而是继续创新低。而随着时间的推移，国内云南主产区也将迎来新一季的开割，国内供应压力将如期而至。

RU所对应的国内供应即将回升，而NR所对应的全球产量进一步减少，叠加国内深色库存偏低，中线角度来看，5月全球开割之前，RU与NR价差有望进一步缩窄。但3月份因国内到港量仍在回升，而需求还未启动且受到国内疫情的影响，短期有继续示弱可能，RU与NR价差在3月份反而可能得到喘息。

目前了解的情况是，短期国内的到港量仍保持一定的增量，而下游轮胎需求启动推迟下，预计国内港口库存延续累库状态。直到看到下游需求出现明显好转才能迎来去库拐点。浅色胶库存则更多关注国内主产区开割情况，因国内云南主产区提前开割且开割大概率不受影响，供应的增加将带来国内浅色胶库存的持续回升。

短期国内需求受抑制，供应增加的矛盾或更为凸显。从RU的价差结构来看，目前无论是标品还是非标品均是期货升水格局，因此在供需偏宽松下，RU05合约后期仍将走交割逻辑，导致后期盘面价格仍有压力。而NR主要关注国内轮胎需求的启动，短期因库存继续小幅增加，价格同样表现偏弱。

策略：谨慎偏空

风险：库存大幅回升，产区供应量大增，需求继续示弱。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

投资咨询号：Z0015842

前期行情回顾及供需预期的变化

春节前后因需求淡季，胶价一般呈现季节性的偏弱走势，今年春节时间较早，年后回来在市场整体氛围偏暖带动下以及春节期间海外原料价格持续攀升下，橡胶价格小幅冲高。但因自身基本面差，一方面，随着港口船运的缓解，国内到港量开始逐步回升。另一方面，下游需求受国内冬奥会举办的影响而推迟开工，整个2月份，下游轮胎厂开工率都处于较低水平，且年前一波原料采购之后，下游原料采购意愿明显降温，导致2月份国内需求淡季相比往年更淡，国内港口库存迎来持续累库周期。盘面价格在供需利空下，承压回落。期间，轮胎厂因国内需求尚未启动，成品库存压力大幅回升。1、2月国内轮胎厂成品库存达到近五年来的高位。

进入到3月份，我们原本认为胶价有望在国内需求回升推动下，价格有所企稳。但实际因诸多因素影响，我们发现需求不及预期。首先是3月初发生的俄乌冲突事件对于橡胶价格弊大于利，主要是海外需求有转差的预期变化，而3月初因俄乌冲突大幅提升原油价格，并没有传导到合成橡胶上，导致混合胶生水丁苯的价格延续，3月中旬才有所缩窄，但仍然是天然橡胶价格高于合成橡胶的局面，近期随着俄乌局势的转势，原油价格开始大幅下挫，预计合成橡胶难有补涨机会，也意味着混合胶与丁苯橡胶的价差格局或难逆转，因此，俄乌冲突事件对于胶价的提升作用基本可以忽略，随着各国受到经济衰退的困扰该事件对于橡胶价格的不利更为突显。其次是近期国内散发的疫情，阶段性的交通停滞对于橡胶轮胎需求有一定的抑制，通过周边的工业品价格表现也能看出，国内需求的启动将会延后。2月份国内社融数据的不及预期，也给大宗商品蒙上了一层阴影。因此，需求端的不及预期使得我们在2月底出具3月份月度报告时，与当下出现了一定的预期差，导致盘面价格并没有如期企稳，而是继续创新低。而随着时间的推移，国内云南主产区也将迎来新一季的开割，国内供应压力将如期而至。

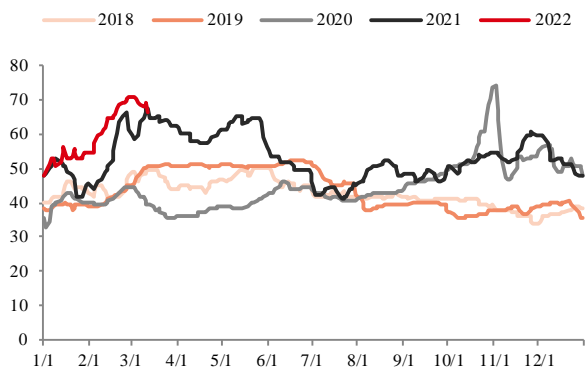
当下供需现状及后期展望

海外淡季，国内迎来开割

根据最新的信息，国内云南主产区将很快迎来开割，按照卓创资讯的预计，有望于3月20日开割，相比去年提前了10天左右，相比往年大部分时候也略有提前。海外尤其是泰国主产区步入低产期，新一季产量恢复将在5月初。因此，3月份全球供应将进一步下滑。无论从海外的原料价格还是国内的原料价格来看，均处于偏高水平，原料价格有利于产量的提升，因此，只要天气没有异常，国内开割量将稳步回升。RU所对应的供应将回升，而NR所对应的全球产量进一步减少，叠加国内深色库存偏低，中线角度来看，5月全球开割之前，RU

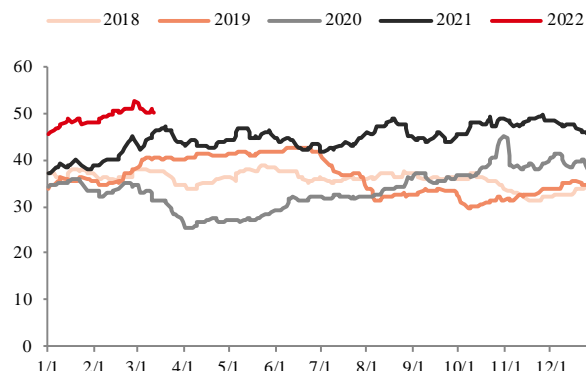
与 NR 价差有望进一步缩窄。但 3 月份因国内到港量仍在回升，而需求还未启动且受到国内疫情的影响，短期有继续示弱的可能，RU 与 NR 价差在 3 月份反而可能得到一定喘息。

图 1：泰国胶水价格 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

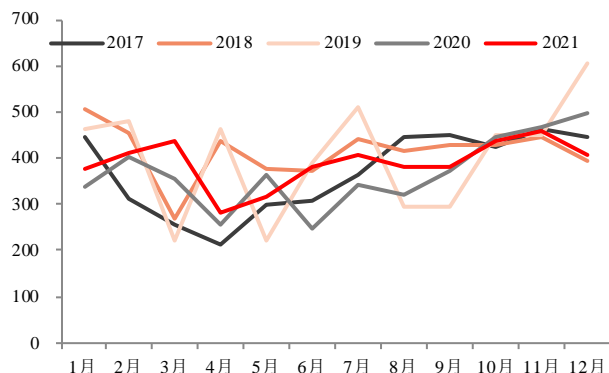
图 2：泰国杯胶价格 单位：泰铢/公斤



数据来源：Wind 华泰期货研究院

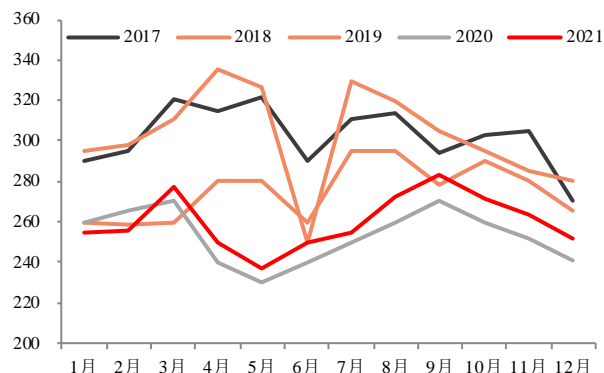
分国别的产量数据来看，传统主产国中除了印尼以外，泰国、越南等主产国产量处于年度偏低水平。从 2015 年以来的统计数据来看，3 月份产量环比下降的年份占比大幅回升。泰国除去年以外均是下降的，越南则全部下降。

图 3：泰国橡胶产量 单位：千吨



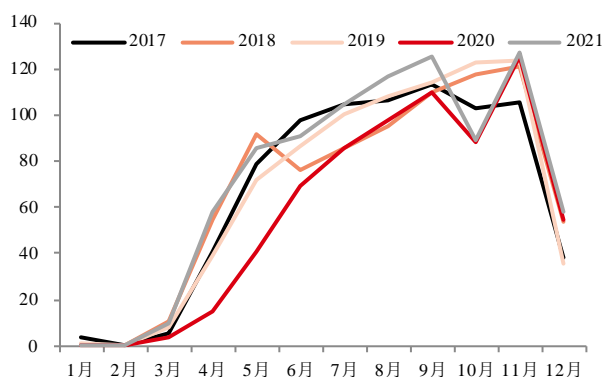
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：印尼橡胶产量 单位：千吨



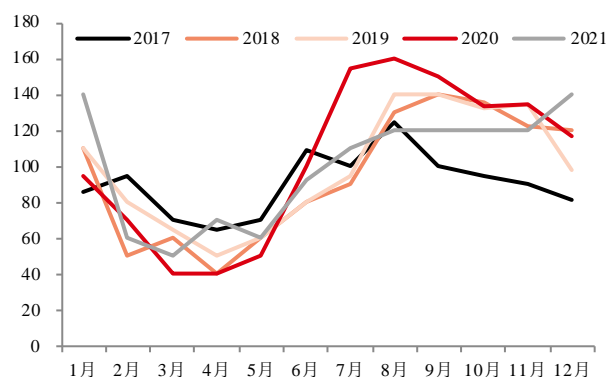
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：中国橡胶产量 单位：千吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

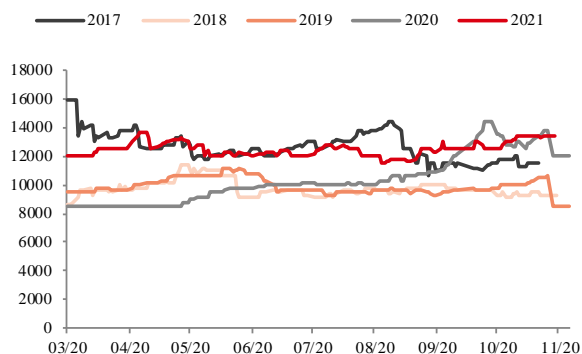
图 6：越南橡胶产量 单位：千吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

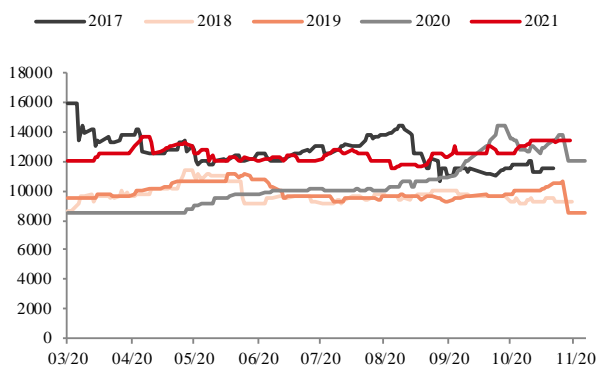
目前国内期货盘面价格处于持续下行中，按照当前盘面价格倒推国内开割期原料价格或在 12000 元/吨左右，基本处于近五年中间水平，在当下经济低迷以及疫情影响下，胶农或仍有割胶意愿。

图 7：云南胶水价格 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 8：云南主产区降雨量 单位：mm

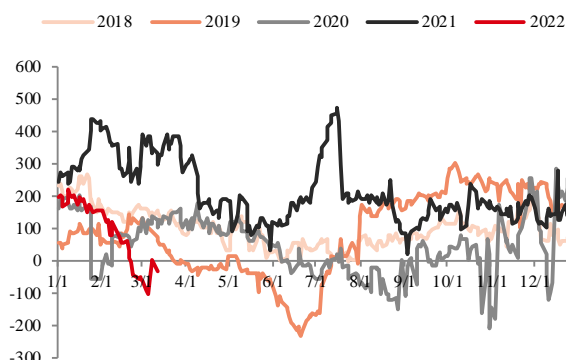


数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

杯胶与胶水价差仍有修复空间

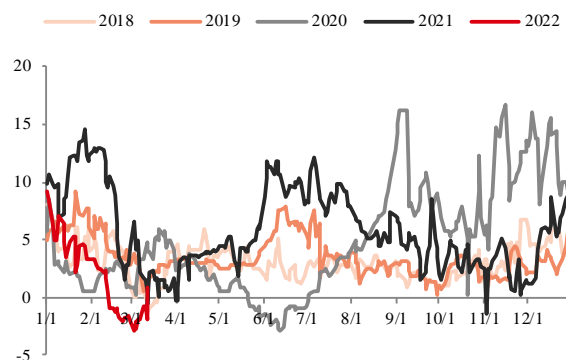
近期最大的变化是，泰国烟片加工利润持续下挫，而胶水价格则持续上涨。我们认为主要是前期烟片加工利润较为可观，带来部分原料分流造成的。而割胶淡季，本身原料产出有限，烟片与胶水的价差持续缩窄。目前无论是烟片与胶水的价差还是胶水与杯胶的价差来看，都跟去年同期相似。都是胶水价格偏高估的状态。但去年是在烟片加工利润高企的状态下，后期的价差回归方式或成为盘面价格的影响因素之一。去年同期是在盘面价格上涨背景下，后期通过盘面下跌带动胶水价格下跌的方式进行回归的。今年因烟片加工利润转差，后期将通过减少产量达到烟片与胶水价格的平衡，而杯胶因绝对价格处于高位，除非后期需求大幅回升，否则杯胶与胶水的价差回归大概率通过胶水价格下跌来进行回归。

图 9: 泰国烟片加工利润 单位: 美元/吨



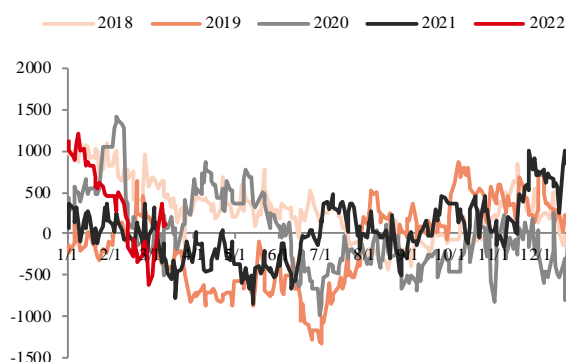
数据来源: 卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

图 10: 烟片-胶水 单位: 泰铢/公斤



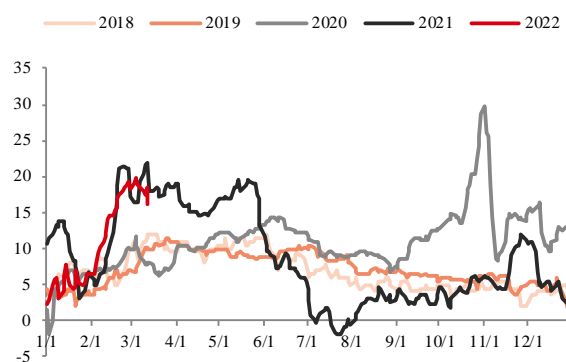
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 11: 泰国标胶加工利润 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

图 12: 胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

3 月进口或季节性回升

国内进口量的主要影响因素或分为两个部分, 一是下游需求, 二是贸易商的套利需求。国内轮胎实际需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。

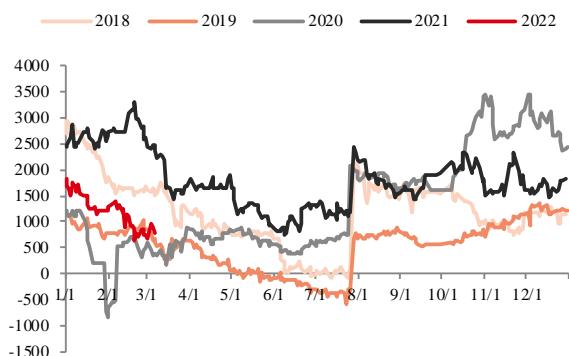
2021 年因海外疫情仍较为严峻, 且海外为了对冲疫情对于经济的影响, 推出大量刺激消费的政策, 导致国内轮胎出口维持旺盛的状态, 但国内橡胶进口量并没有出现 2019 年同期的大幅井喷的情况。主要因东南亚船期的影响以及欧美国家生产的恢复带来印尼胶的重新回流。因此国内更多消耗库存为主, 带来国内港口库存的持续下滑。

尽管全球疫情仍较为严峻, 但随着时间的推移, 疫苗接种率增加以及感染率提升带来的群体天然免疫增强, 都将使得后期的疫情对于经济的影响会逐步减少, 因此, 预计 2022 年全球的天然橡胶的进出口格局将逐步回归正常。

非标价差来看, 目前价差持续缩窄, 但因疫情带来的船运影响或更大, 因此今年的价差逻辑会相对弱。后期的进口量更多关注的船运运行情况。随着东南亚

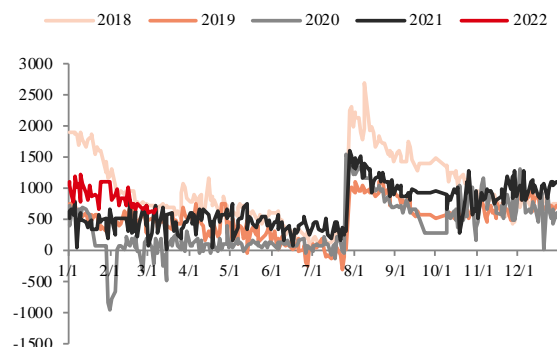
船期的缓解, 预计将有利于进口回升, 叠加季节性因素影响, 国内 3 月进口将继续回升。

图 13: RU 主力合约-混合胶 单位: 元/吨



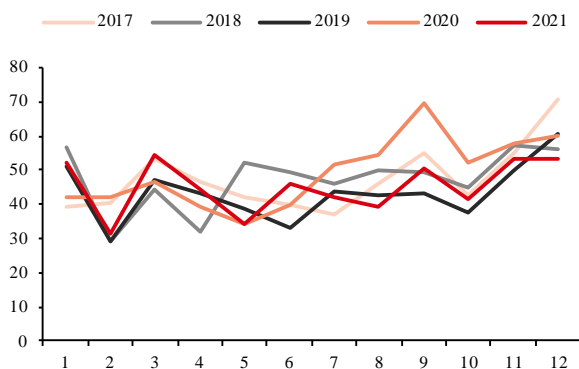
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: RU 主力合约-全乳胶 单位: 元/吨



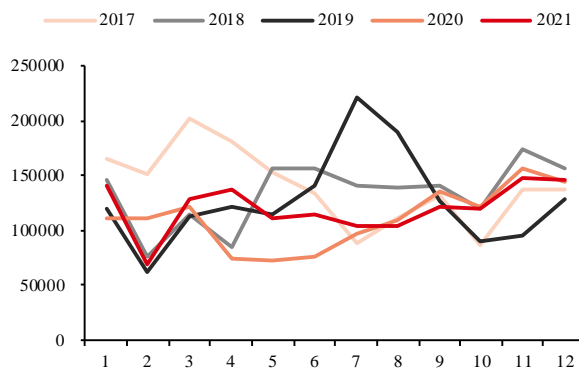
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 天胶进口量 单位: 吨



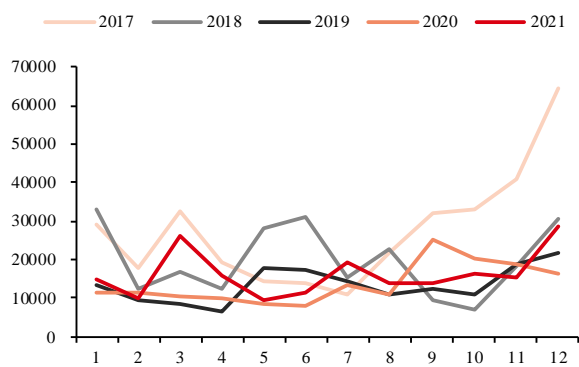
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 标胶进口量 单位: 吨



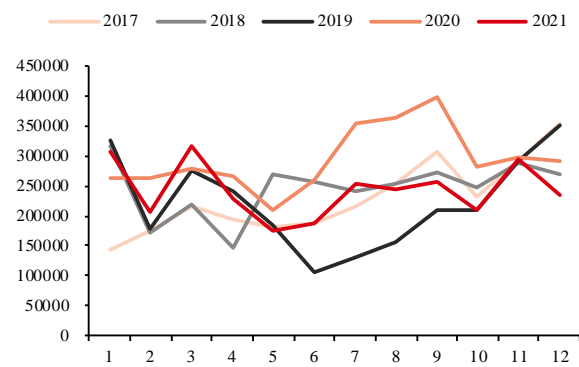
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 烟片进口量 单位: 吨



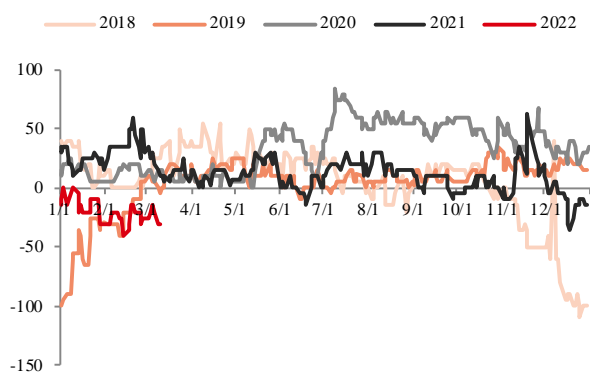
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 混合胶进口量 单位: 吨



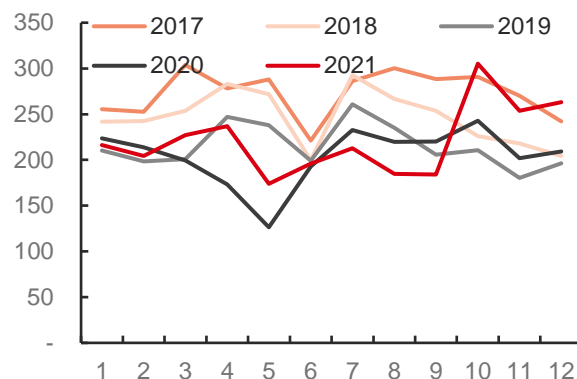
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 泰标-印标 (船货) 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 印尼胶出口量 单位: 千吨



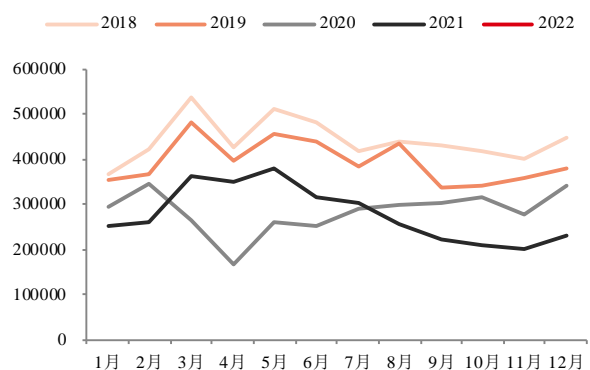
数据来源: Wind 华泰期货研究院

总结供应端, 全球步入季节性淡季, 3 月产量延续季节性下降。但国内因 3 月中下旬云南主产区迎来开割, 且船运将进一步改善下, 进口继续回升, 国内供应延续增加。

海外需求季节性回升, 但须关注美联储加息的影响

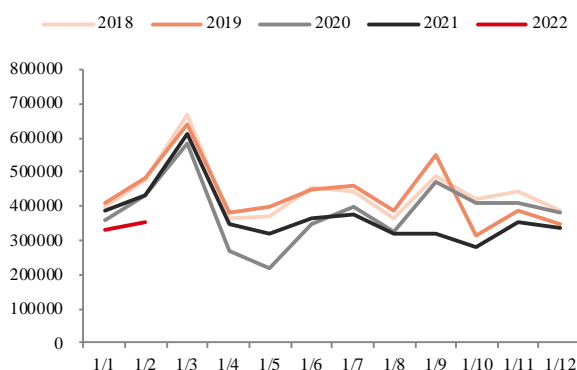
季节性来看, 美国以及日本的汽车销量除了 2020 年因新冠肺炎疫情的冲击外, 3 月份始均迎来季节性高点, 而 2021 年海外汽车销量同比相对低迷的影响之一是芯片的缺少, 2022 年预计将有所缓解, 进而推动全年汽车产量的增加。但后期要关注的影响依然是通胀高企下, 对于经济的影响以及美联储加息的影响。

图 21: 美国汽车销量 单位: 辆



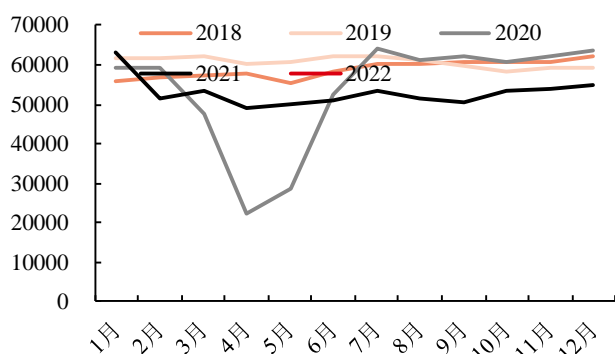
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 日本汽车销量 单位: 辆



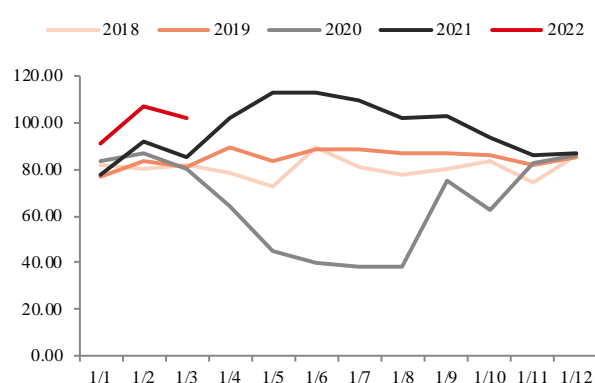
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 美国汽车零部件订单 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 韩国汽车零部件订单指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内需求低迷, 启动或延后

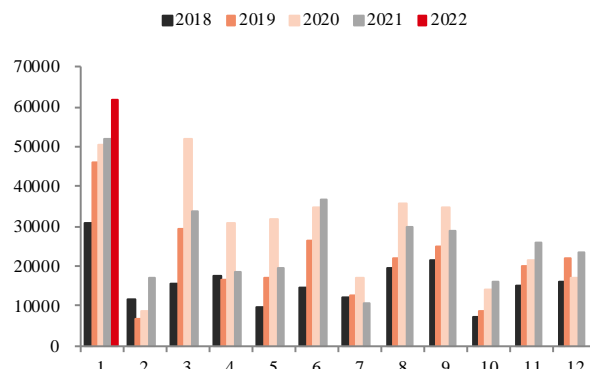
国内 2 月份社融数据不及预期, 也是大宗商品近期承压的因素之一。从 M1 与 M2 的价差来看处于扩大的状态, 或反应企业及居民现金流不足, 购买力有限或带来短期消费难以提升。同时 M1 与 M2 的价差也在扩大, 反映需求跟进不足。如果后续政府不再出台托底政策的话, 下游需求仍有隐忧。

图 25: M1-M2 与橡胶指数 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 社会融资规模 单位: 亿元

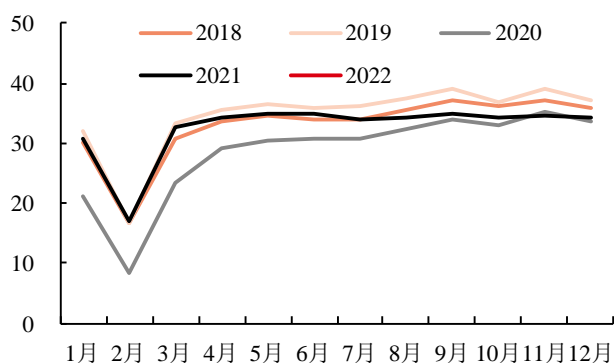


数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内疫情散发, 配套市场需求回升将延后

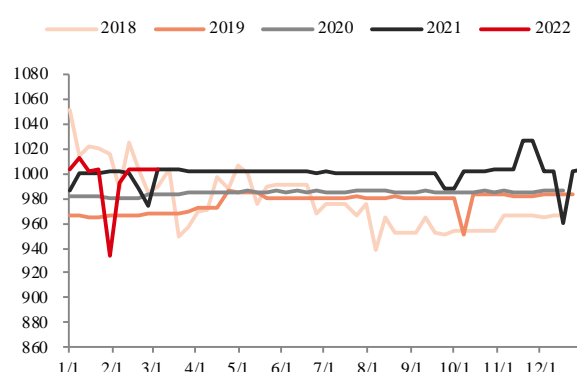
国内汽车固定资产投资仍处于低迷状态, 但基本从去年四季度开始, 处于稳定状态。从近端的汽车销量数据来看, 去年 7 月已经开始触底回升了, 但受制于汽车芯片短缺影响, 绝对量仍处于偏低水平。3 月汽车销量有望迎来季节性回升。但因近期国内疫情散发, 将影响国内需求回升的时间, 尤其是替换市场需求的影响较为直接。

图 27: 公路货运量季节性 单位: 亿吨



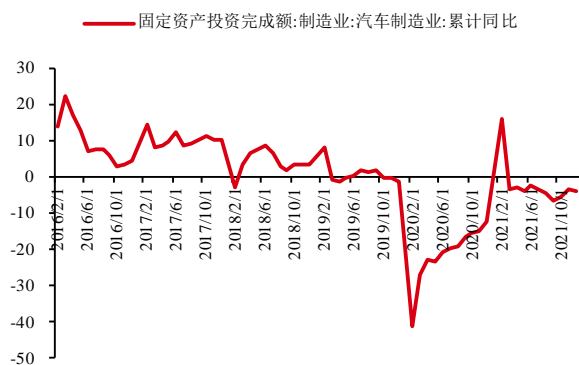
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 中国公路物流运价指数 单位: 点



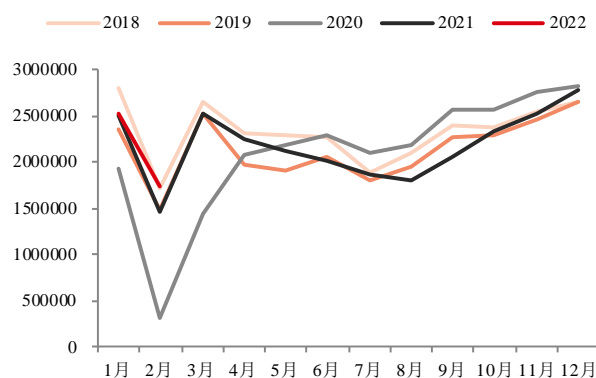
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 固定资产投资完成额累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 汽车销量 单位: 辆



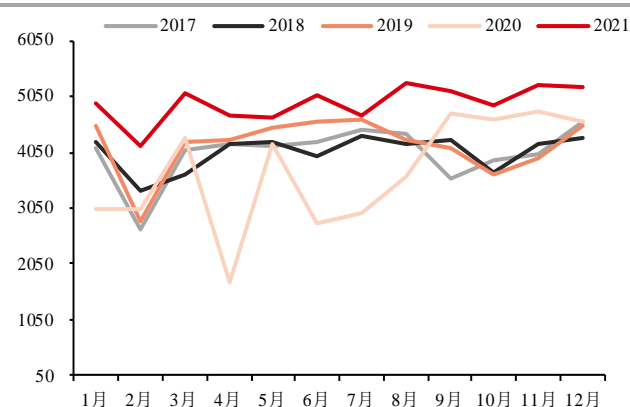
数据来源: Wind 华泰期货研究院

重卡销售及轮胎出口短期或存在不确定性

2022 年在国内加大基建投入下，预计重卡销量将环比改善，3 月份国内重卡销售原本应该迎来季节性改善，但因疫情的影响，重卡销售同样会跟进国内经济恢复的节奏，相比往年或有所延迟。

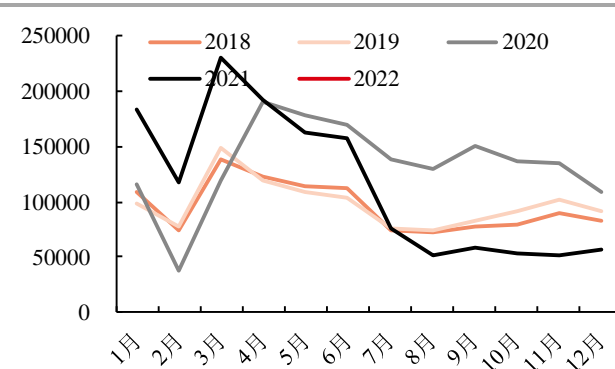
2021 年国内轮胎出口需求维持高景气度，主要跟海外的宽松政策有关，为冲抵疫情带来的对经济的负面影响，欧美国家实施的刺激消费政策使得海外替换市场需求大幅回升，同时，因疫苗的大量使用，海外汽车工厂的复工也增加了轮胎需求。因此，2022 年需要关注的是海外宽松政策的退出时间，将使得当地的消费需求环比回落。但随着汽车芯片的逐步回升，预计将带动生产端的继续回暖，因此，我们预计海外轮胎需求的回落是个缓慢的过程。短期来看，3 月份国内出口有望维持较高出口水平。但仍需关注宏观的不确定性，以及通胀导致的美联储加息节奏对于大宗商品价格的影响。

图 31: 轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

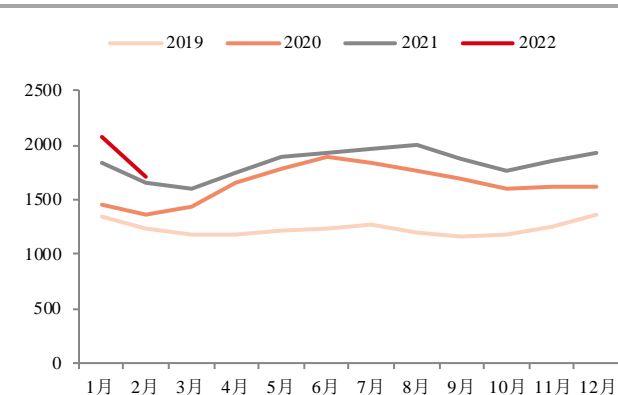
图 32: 国内重卡销售 单位: 万辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

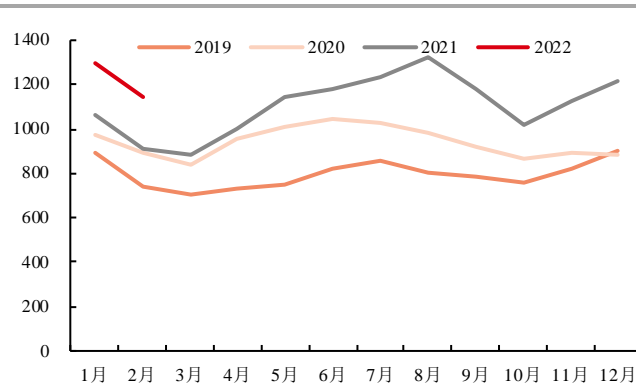
进入到 3 月份,我们原本认为胶价有望在国内需求回升推动下,价格有所企稳。但实际因诸多因素的影响,我们发现需求不及预期,首先是 3 月初发生的俄乌冲突事件对于橡胶价格弊大于利,主要是海外需求预期有转差的变化,而 3 月初因俄乌冲突大幅提升原油价格,并没有传导到合成橡胶上,导致混合胶生水丁苯的价格延续,3 月中旬才有所缩窄,但仍然是天然橡胶价格高于合成橡胶的局面,近期随着俄乌局势的转势,原油价格开始大幅下挫,预计合成橡胶难有补涨的机会,也意味着混合胶与丁苯橡胶的价差格局或难逆转,因此,俄乌冲突事件对于胶价的提升作用基本可以忽略,随着各国受到经济衰退的困扰该事件对于橡胶价格的不利更为突显。其次是近期国内散发的疫情,阶段性的交通停滞对于橡胶轮胎需求有一定的影响,通过周边的工业品价格表现也能看出,国内需求的启动将会延后。2 月份国内社融数据的不及预期,也给大宗商品蒙上了一层阴影。因此,需求端的不及预期让我们看到国内轮胎厂成品库存的压力大幅回升,因此,可能对于未来较长时间内的国内原料采购都有影响,直到轮胎厂成品库存出现较好的消化之后,才能重新提升原料采购意愿。

图 33: 半钢胎成品库存 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 全钢胎成品库存 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

国内累库还将持续

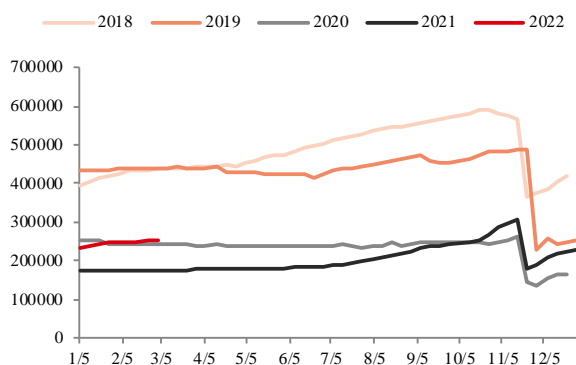
当下国内深色胶的低库存主要是延续 2021 年大幅去库导致的。2021 年国内港口库存持续去化且去库幅度较大的主要影响因素有两方面，一是，海外需求持续恢复带来印尼胶的重新回落以及国内轮胎厂出口增速旺盛，共同带来国内橡胶原料消耗加大。另一方面则是因东亚南船运紧张带来的国内到港量持续低迷。随着船运的小幅缓和，国内港口库存终于在今年 1 月中下旬迎来了累库拐点。2 月份因国内下游需求淡季，且受冬奥会的影响，开工相比往年偏晚，因此，港口库存处于持续累库中。

目前了解的情况是，短期国内的到港量仍保持一定的增量，而下游轮胎需求启动推迟下，预计国内港口库存延续累库状态。直到看到下游需求出现明显好转才能迎来去库拐点。

浅色胶库存则更多关注国内主产区开割情况，因国内云南主产区提前开割且开割大概率不受影响，供应的增加将带来国内浅色胶库存的持续回升。

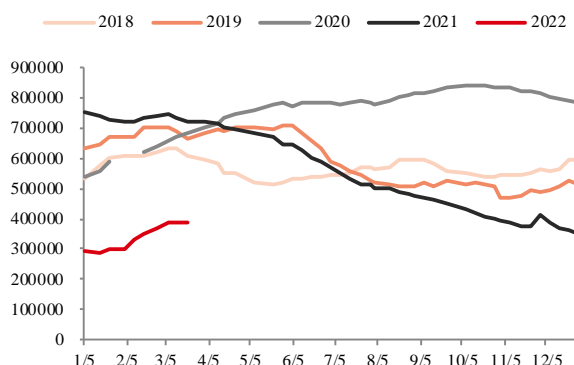
总体国内库存小幅增加的趋势将继续延续，直到看到下游需求出现大幅改善。

图 35： 上海期货交易所总库存 单位：吨



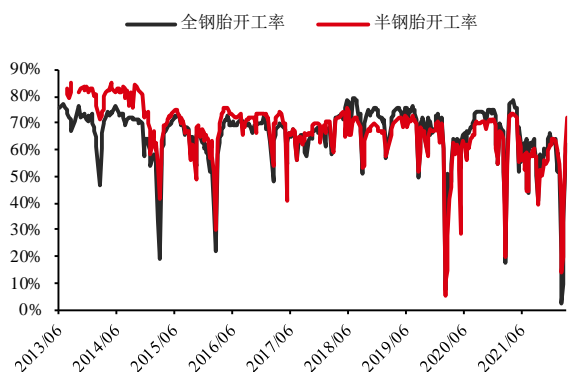
数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

图 36： 青岛保税区库存 单位：吨



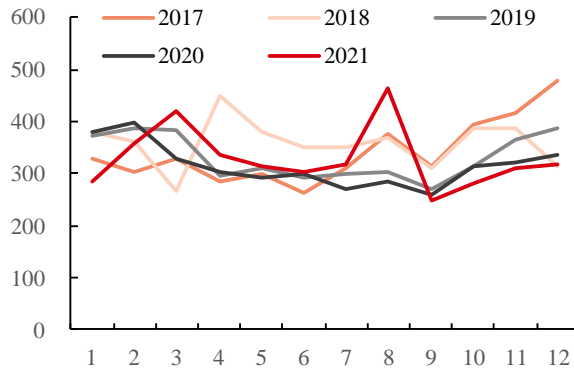
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 37： 国内轮胎开工率 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38： 泰国橡胶出口量 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

交割逻辑主导下，RU 价格仍有压力

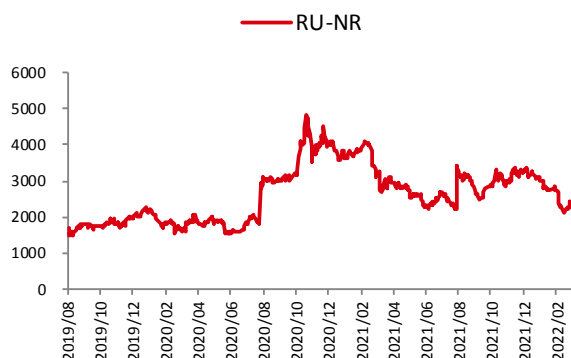
3 月全球天然橡胶因供应增加有限，需求小幅回升，总体处于紧平衡状态；而国内因进口量有望继续回升，呈现出供需双升局面。但因短期国内需求受抑制，供应增加的矛盾或更为凸显。从 RU 的价差结构来看，目前无论是标品还是非标品均是期货升水现货的格局，因此在供需偏宽松格局下，RU05 合约后期仍将走交割逻辑，期货盘面价格将向现货价格靠拢下，盘面价格仍有压力。

从标品和非标品价差来看，目前已经处于偏低水平，但因轮胎需求短期偏差，混合胶价格大概率不能保持坚挺下，临近交割之际，全乳胶价格还将继续向混合胶价格靠拢。行情或可能复制 2019 年同期，全乳胶与混合胶价差持续缩窄直到全乳胶贴水混合胶价格近 500 元/吨，引发下游接货需求出现之后，盘面价格才基本见底。

因此橡胶价格或呈现内弱外强的局面。在国内需求不及预期下，我们认为，RU 后期在交割逻辑主导下，价格偏弱为主，而 NR 主要关注国内轮胎需求的启动，短期因库存继续小幅增加，价格同样表现偏弱。

图 39: RU-NR

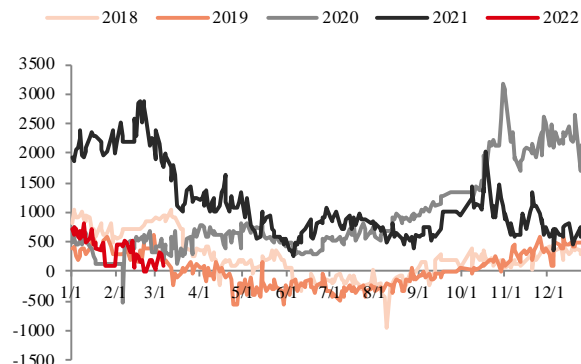
单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 40: 全乳-混合胶

单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com