

## 2021-2022 年天然橡胶市场

2021 年 12 月 20 日

招金期货

高宁

岗位：研究员

从业资格证号：F3077702

投资咨询资格：Z0016621

电话：18053371039

## 天然橡胶：低价格+高持仓，橡胶等待驱动形成

齐盛期货 高宁

### 摘要：

经历了 2020 年的极端波动，2021 年橡胶期货行情走势整体进入到震荡反复的格局中，期间不乏意图上攻突破，但行情来的快，走的也快。不过在宽幅震荡的过程中，橡胶也明确了 13000 点一线的强劲底部支撑。2021 年对于商品整体来说，依然获得了超过 30% 的大波动，多个品种的价格都创出或达到历史极值。反观橡胶，虽然高低点有 36% 的幅度，但月线级别呈现横盘，并未出现历史极值。对于未来的天然橡胶行情，是回归风雨过后的平静，还是等待涅槃重生的时机？

从供需结构来看，2021 年在产量消费双恢复的大背景下，橡胶回归了供过于求，并且因为疫情的全球反复及变异，需求端的恢复并不平均。但是供应同样受此影响，劳工短缺、天气和海运拥堵等影响，也令国内的现货库存持续下滑。但是从供需周期来看，供应上主产国种植面积达到高位，新增种植面积较低，供应增速下降；需求上随着疫情的逐步控制和疫苗的分发，全球需求有望逐步恢复。但同时需要警惕，因为中国经济已经出现复苏乏力，因而 2022 年的需求增长边际可能延续 2021 年的收窄。不过需求下滑速度放缓，接下来要高度关注宏观政策的驱动。

预计 2022 年天然橡胶期货主力合约价格运行区间或在 13000-18000 元/吨，月均波动范围主流运行于 14000 元/吨上下 2000 元区间，与 2021 年的相差不大。整体价格运行仍然以平台构筑，震荡反复可能比较大，但价格底部的强韧性是做多的基础。策略上建议平台震荡对待，关注上下边际给出的操作机会。

## 目录

第一章 天然橡胶市场概述与展望.....	3
第二章 天然橡胶供需平衡表分析.....	5
2.1 供应状况分析 .....	5
2.1.1 供应结构性调整 .....	8
2.1.2 种植面积分析 .....	9
2.2 需求状况分析 .....	11
2.3 供需平衡分析 .....	14
第三章 基本面数据勾对分析 .....	15
3.1 宏观数据及展望 2022 年 .....	15
3.2 库存周期勾对分析 .....	18
3.3 下游轮胎产量与汽车产销数据勾对 .....	23
3.4 下游数据与橡胶价格波动分析 .....	28
3.5 重卡销量周期分析 .....	31
3.6 汽车库存周期分析 .....	33
第四章 天然橡胶 2022 年的主要逻辑策略.....	35
4.1 基差与价格勾对分析 .....	35
4.2 合成橡胶价格分析 .....	37
4.3 RU-NR 价差分析 .....	39
4.4 利润及价格上下边际 .....	40
4.5 逻辑策略展望 .....	42

## 第一章 天然橡胶市场概述与展望

经历了 2020 年的极端波动，2021 年橡胶期货行情走势整体进入到震荡反复的格局中，期间不乏意图上攻突破，但行情来的快，走的也快。不过在宽幅震荡的过程中，橡胶也明确了 13000 点一线的强劲底部支撑。2021 年对于商品整体来说，依然获得了超过 30% 的大波动，多个品种的价格都创出或达到历史极值。反观橡胶，虽然高低点有 36% 的幅度，但月线级别呈现横盘，并未出现历史极值。

日线看整体处于宽幅震荡整理的格局当中，目前橡胶的波动规律性还是比较明显，但是基本面的配合度不强，从而令这个品种在参与上，很难做到趋势性的长期持仓，而短线交易对于橡胶的波动来说，风险相应的放大。

图 1 沪胶指数期货日线走势图



数据来源：招金期货

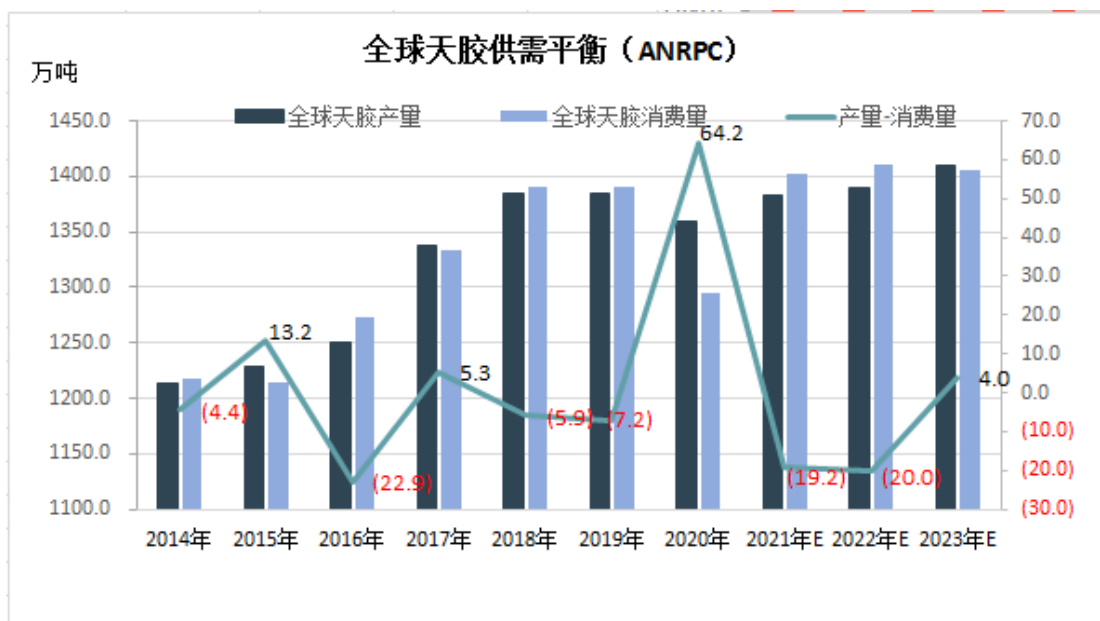
从年内沪胶整体走势来看，整体处于宽幅大震荡的走势当中，最高点位 17335 点，出现在 2 月份春节后。春节后下游需求明显好于 2020 年的疫情同期，并且价格处于相对均衡区域，连续两周大幅上涨，冲上 17000 点，但随之开启连续阴跌，至 6 月份触及年内低点 12910 点。此后开始震荡反弹，未能再形成上下的有效突破。

年内所形成的 13000-16000 点的震荡运行区间，表明了沪胶当前在资金选择上，并不是一个绝对多配的品种，从周期规律来看，沪胶的下方支撑位置相对更明确，因此在参与上选

择逢低去做多的胜算会更大一些，不过这也需要足够的耐心来等待。

图2 全球天然橡胶供需平衡图

单位：万吨



数据来源：ANRPC、招金期货

从全球天然橡胶供需平衡表可直观的看出，虽然2020年的供需结构是近5年来最差的，但随着疫苗的推开，以及天气等影响的弱化，消费已经快速赶上，但消费赶上后缺乏更高的增长预期，也就导致了21年橡胶的上涨力度并没有2020年强，接下来2022年或将延续2021年的震荡，重点关注需求端的增长。

图3 沪胶主连月度走势预测



对于 2022 年的橡胶价格预期，基本以震荡思路对待，但相比 2021 年，如果不出现超预期的事件发生，预计波动范围将缩小。预计 2021 年天然橡胶期货主力合约价格运行区间或在 12000-17000 元/吨，月均波动范围主流运行于 13000-15500 元/吨区间。供需两端的矛盾主要集中在供应和需求的增速差的问题上，也就是供应增长快于需求增长的矛盾，以及警惕自然灾害的风险。

## 第二章 天然橡胶供需平衡表分析

### 2.1 供应状况分析

从主产国的生产状况上来看，2021 年预期实现了总和产量上的增长。预计 2021 年，全球天然橡胶产量为 1383.6 万吨，同比增长 1.8%，与 2019 年基本持平，恢复到了疫情前的正常水平，这样也就预期 22 年的产量将可能继续增长，因为疫情的干扰继续消退。

表 1 主产国产量表

单位：万吨

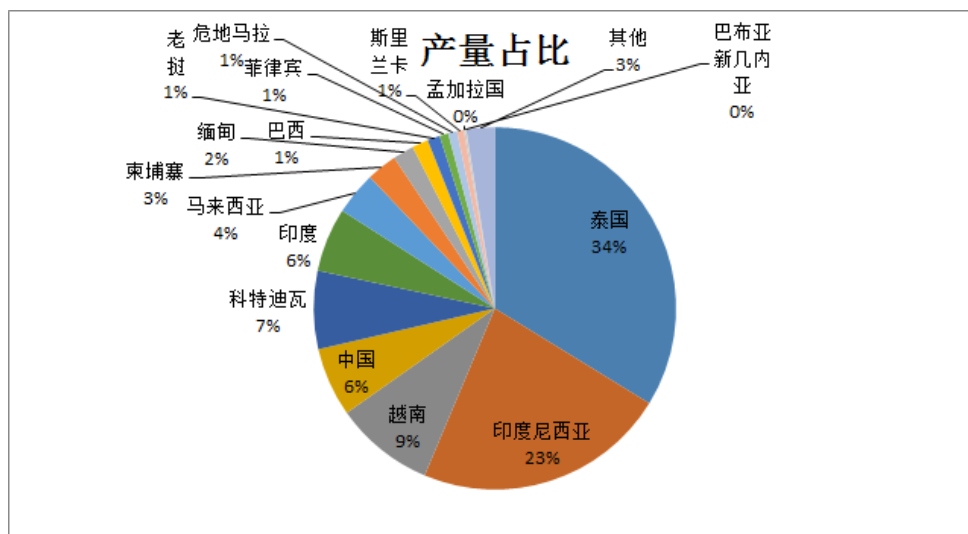
国家	产量（万吨）						同比增长（%）				
	2016 年实际	2017 年实际	2018 年实际	2019 年 实际	2020 年 未修正	2021 年预测	2017 年实际	2018 年实际	2019 年实际	2020 年 未修正	2021 年预测
泰国	434.7	442.9	497.4	485.14	486.25	467.3	1.9	12.3	-2.5	0.2	-3.9
印度尼西亚	335.8	368.04	363.03	330.14	303.73	312.15	9.6	-1.4	-9.1	-8	2.8

亚											
越南	103.53	109.45	113.77	118.25	122.61	123	5.7	3.9	3.9	3.7	0.3
中国	77.4	79.8	81.83	81.26	69.27	85.13	3.1	2.5	-0.7	-14.8	22.9
科特迪瓦	46.76	60.38	62.42	80.8	95	96.5	29.1	3.4	29.4	17.6	1.6
印度	62.4	71.3	66	70.2	68.5	79	14.3	-7.4	6.4	-2.4	15.3
马来西亚	67.3	74.01	60.31	63.98	51.47	53.02	9.9	-18.5	6.1	-19.6	3
柬埔寨	14.52	19.33	22.01	28.76	34.93	37.73	33.1	13.9	30.7	21.5	8
缅甸	22.52	24.18	22.65	25.97	26.73	26.02	7.4	-6.3	14.7	2.9	-2.7
巴西	18	17.8	18.6	18.9	19.2	20	-1.1	4.5	1.6	1.6	4.2
老挝	7.06	7.83	10.15	13	15.42	15.5	10.8	29.6	28.1	18.6	0.5
菲律宾	9.06	10.18	10.58	10.79	10.56	10.85	12.3	4	2	-2.1	2.7
危地马拉	9.85	9.98	10	10.2	10.48	10.87	1.3	0.2	2	2.7	3.7
斯里兰卡	7.91	8.31	8.26	7.48	7.82	8.5	5.1	-0.7	-9.5	4.6	8.7
孟加拉国	1.88	2.1	2.25	2.3	2.19	2.45	11.9	7.1	2.2	-4.8	11.9
巴布亚新几内亚	0.56	0.57	0.57	0.57	0.55	0.61	2	0	0.1	-3.2	10
其他	30.33	31.95	34.06	36.09	34.75	34.98	5.3	6.6	5.9	-3.7	0.7
全球合计	1249.6	1338.1	1383.9	1383.8	1359.5	1383.6	7.1	3.4	0	-1.8	1.8

数据来源：IANRPC、招金期货

从主产国的分布来看，东南亚依然是全球最重要的天然橡胶主产区，泰国是全球最大的天然橡胶主产国。而科特迪瓦成为今年年来增长最为迅速的国家，年产量已经接近 100 万吨，超过中国，直追越南。

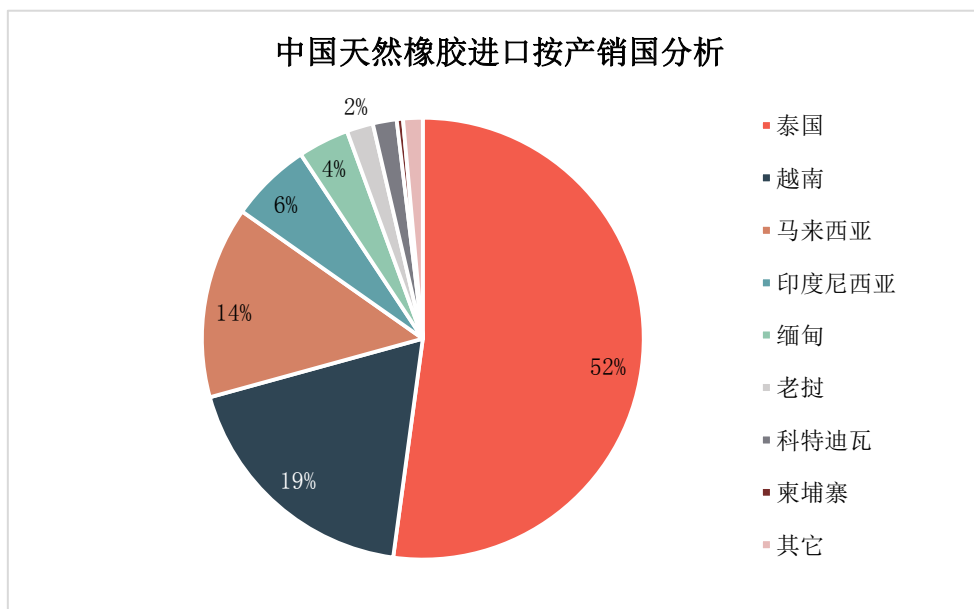
图 4 全球天然橡胶生产分布



数据来源：ANRPC、招金期货

中国的天然橡胶资源高度依赖进口，泰国、越南、印尼和马来西亚是中国天然橡胶最主要的来源地，其中泰国占到中国天然橡胶进口的一半以上。因此泰国等主产国的产量，对中国的影响更为显著。

图 5 中国天然橡胶进口产销国分析



数据来源：海关总署、招金期货

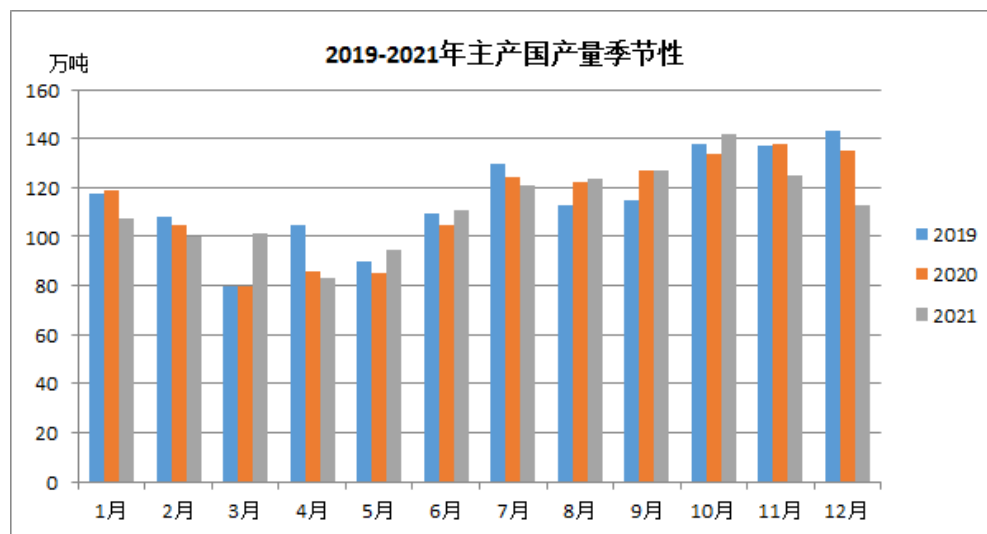
从天然橡胶进口来源国看，泰国、越南和马来西亚占比较大，三国合计占到 85%左右。

其中泰国占居半数以上份额，主要进口胶种为 20#标准胶、RSS3 烟片胶、20#混合胶、天然乳胶。泰国是全球天然橡胶产量最大的国家，且主要出口流向为中国；越南近年增量较快，占到近 20%份额，主要进口胶种为 3L 胶、10#胶和部分小烟片；马来西亚受棕榈油冲击占比在萎缩，主要胶种为 20#标准胶和 20#混合胶；近年来，科特迪瓦出口至中国的数据在快速增长，但因其主要出口至欧美，因此中国从非洲的进口占比仅 2%。

### 2.1.1 供应结构性调整

从主产国的产量季节性上来看，3 月份到 5 月份为季节性产量低谷，而年中到四季度为产量最高季节，因此年中的价格也往往是低位的时候，从交易节奏上也比较容易判断。四季度虽然是季节性产量高位，但是全年产量定调，并且次年进入停割期，往往价格会有触底反弹的机会，也就是确定的数据不再是利空。

图 6 2019-2021 年 ANRPC 主产国合计产量季节性图

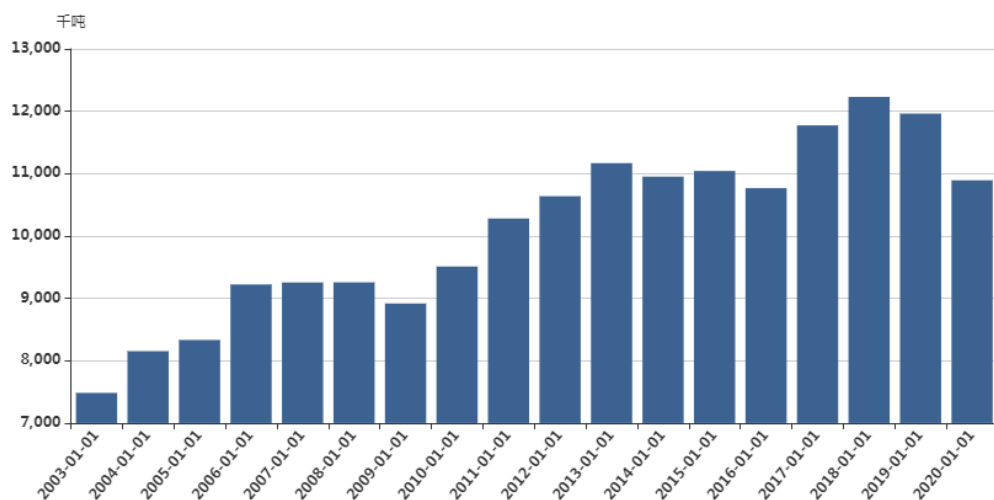


数据来源: wind、招金期货

图 7 ANRPC 主产国产量合计



■ 天然橡胶:产量:ANRPC成员国合计



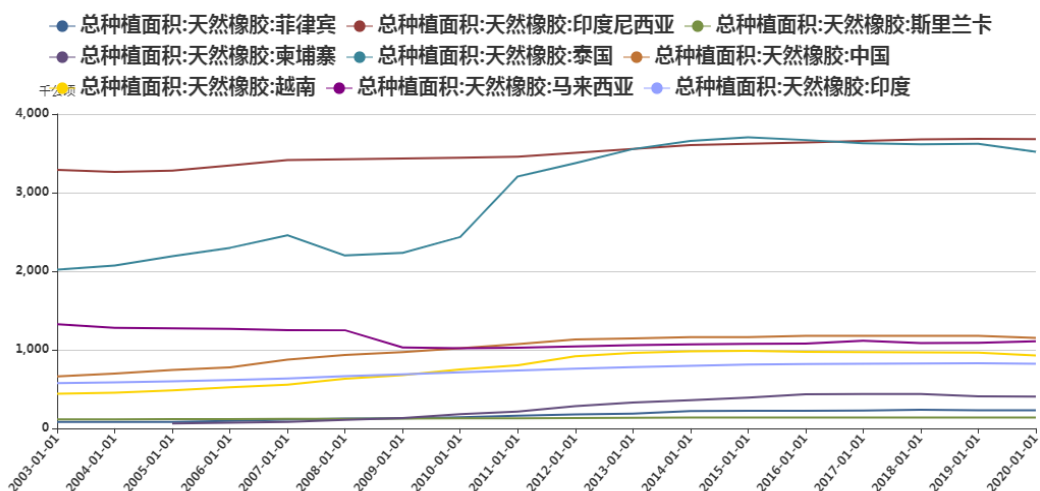
数据来源: wind、招金期货

从历史的主产国产量来看,17-19年九大主产国年产量达到了近1200万吨的历史高位,对比全球只有不到1300万吨的总需求量,因此天然橡胶的整体供应压力还是比较大。但是2020年由于疫情的影响,导致了割胶生产受到了疫情限制经济活动的极大影响。产量受到负面影响。

从生产的结构性周期来看,种植面积是主导产量的最关键因素,接下来重点分析。

### 2.1.2 种植面积分析

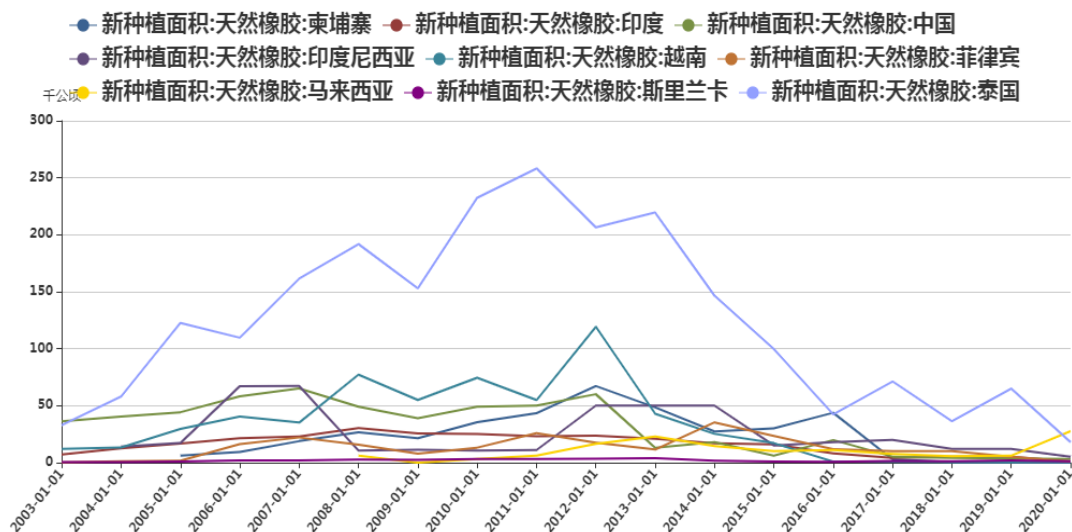
图8 主产国种植面积走势图



数据来源: wind、招金期货

主产国总种植面积已经达到历史高位。2020 年总种植面积为 1196.38 万公顷, 同比 2019 年的 1213.16 万公顷减少 16.78 万公顷, 按每公顷单产 1 吨干胶计算, 减产了 16-17 万吨, 这属于自然减产。

图 9 主产国新增种植面积



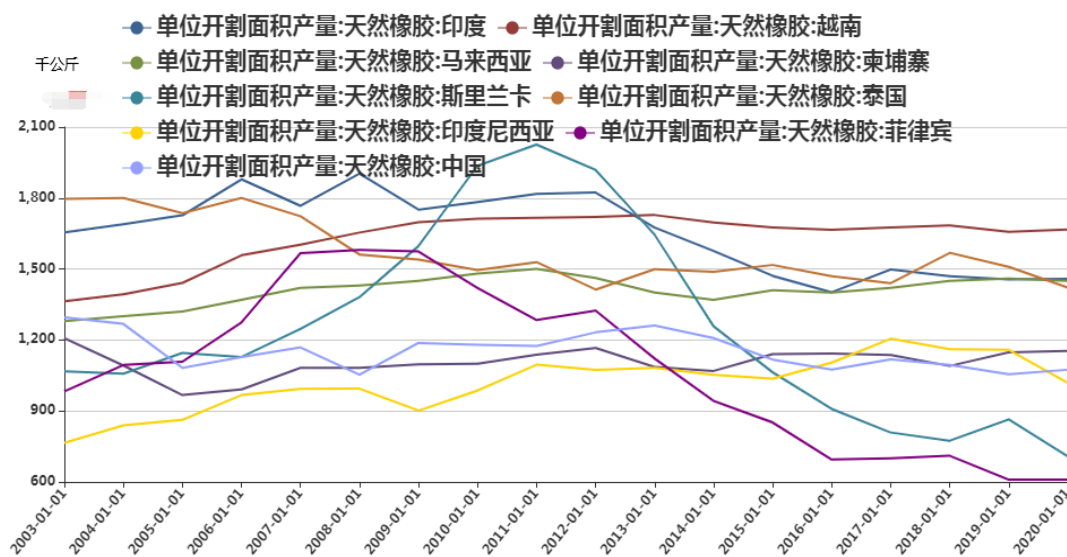
数据来源: WIND、招金期货

主产国新增种植面积在近年来已经处于低位, 除了柬埔寨和马来西亚有增长外, 其他主产国新增种植面积均有下降。2020 年新增种植面积为 61.8 千公顷, 同比 2019 年的 99 千

公顷减少 37.2 千公顷。新增种植面积负增长，按照 6-7 年的成树周期，表明橡胶未来 6 年左右，产量增长空间较小，产能进入存量自然淘汰阶段。

此外从单位面积的产量来看，主要国家的每公顷天然橡胶干胶产量在 1-1.8 吨。当前看单位面积产量并没有显著提高，维持正常水平。并且结合新增种植面积的推算，预计产量在未来 3-5 年增量有限。

图 10 主产国新增种植面积



数据来源：WIND、招金期货

## 2.2 需求状况分析

表 2 全球各国消费量表

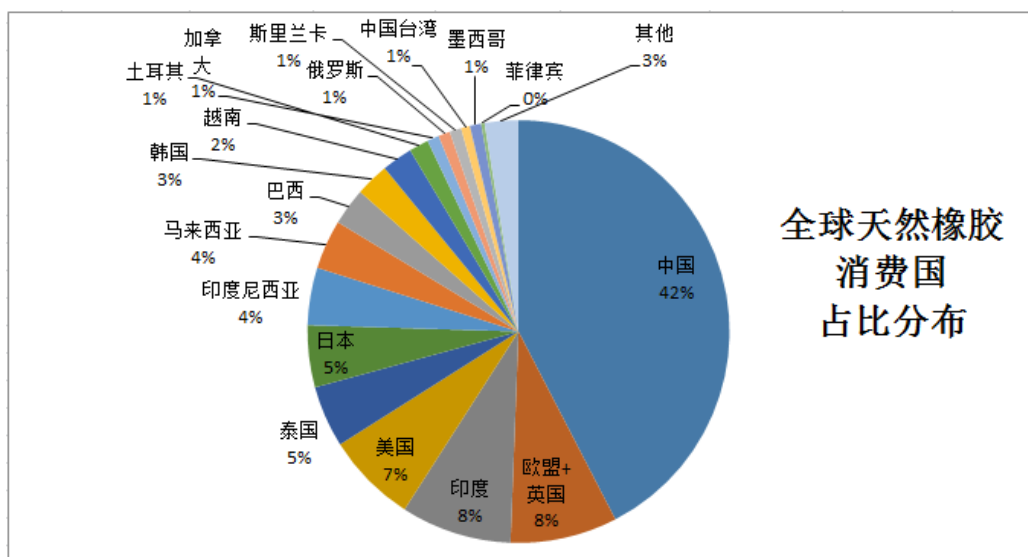
国家	消费量（万吨）						同比增长（%）				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	实际	实际	实际	实际	未修正	预测	实际	实际	实际	未修正	预测
中国	501.1	538.6	569.2	567.4	564.7	594.92	7.5	5.7	-0.3	-0.5	5.4
欧盟+英国	118.6	123.61	123.09	119.1	103.94	115	4.2	-0.4	-3.2	-12.7	10.6
印度	103.35	108.22	122.01	114.36	104.04	119	4.7	12.7	-6.3	-9	14.4
美国	93.18	95.77	98.68	100.34	80.56	97.5	2.8	3	1.7	-19.7	21
泰国	64.99	65.32	62.7	77.42	69.2	66	0.5	-4	23.5	-10.6	-4.6
日本	67.6	67.9	70.64	71.43	58.05	66.6	0.4	4	1.1	-18.7	14.7
印度尼	60.09	61.88	62.58	64	59.8	61.5	3	1.1	2.3	-6.6	2.8

西亚											
马来西亚	50.57	51.78	54.17	54.46	54.29	53	2.4	4.6	0.5	-0.3	-2.4
亚											
巴西	40.3	39.1	39.89	40.44	35.21	39.84	-3	2	1.4	-12.9	13.2
韩国	38.13	38.43	36.7	35.42	29.75	36	0.8	-4.5	-3.5	-16	21
越南	19.4	21.4	22.5	23	24.74	33	10.3	5.1	2.2	7.6	33.4
土耳其	15.69	17.6	20.03	19.85	20	21	12.2	13.8	-0.9	0.8	5
加拿大	11.87	12.55	13.94	14.02	10.14	12.8	5.7	11.1	0.6	-27.7	26.2
俄罗斯	10.56	11.75	12.5	12.65	11.22	12.5	11.3	6.4	1.2	-11.3	11.4
斯里兰卡	14.2	12.82	13.5	11.25	11.21	12.5	-9.7	5.3	-16.7	-0.4	11.5
卡											
中国台湾	10.14	10.96	9.68	9.85	9.31	9.7	8.1	-11.7	1.8	-5.4	4.2
湾											
墨西哥	12.1	13.1	14.37	14.53	11.6	12.1	8.2	9.7	1.1	-20.2	4.3
菲律宾	3.22	3.5	4	3.57	3.79	3.64	8.7	14.3	-10.7	6	-3.9
其他	37.52	38.55	39.57	37.92	33.77	36.24	2.7	2.6	-4.2	-10.9	7.3
全球合计	1272.6	1332.8	1389.8	1391	1295.3	1402.8	4.7	4.3	0.1	-6.9	8.3

数据来源: ANRPC、招金期货

2021 年天然橡胶消费量取得了明显的增长。后疫情时代, 各国经济快速恢复, 带动了天然橡胶消费量恢复并小幅超过疫情前的水平。2021 年预估全球天然橡胶消费量为 1402.8 万吨, 同比去年增长 7.3%; 同比 2019 年增长 0.85%。

图 11 全球天然橡胶消费国分布占比



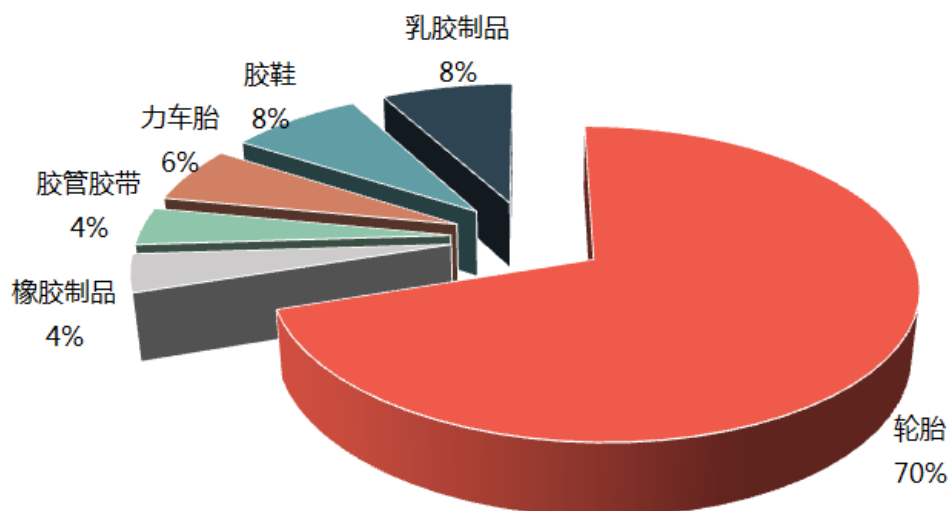
数据来源：ANRPC、招金期货

中国依然是全球最大的天然橡胶消费国，占比达到 42%。因此中国的消费状况改善，将直接带动全球天然橡胶的价格上涨。2021 年预估中国天然橡胶消费将达到 594.92 万吨，同比增长 5.4%，同比 2019 年增长 5%。21 年天然橡胶消费量增长，主要原因是以下两点：

第一点是中国经济是全球从疫情当中恢复最快的；经济恢复加上被压制的需求，带来了年初一波需求的爆发，直接支撑了全年消费量的增长。

第二点，全球制造业受疫情和海运费的影响，成本大幅增长，对中国轮胎等橡胶制品的依赖性提高，轮胎出口的增长驱动了中国对天然橡胶的消费增长。

图 12 天然橡胶下游消费分布图

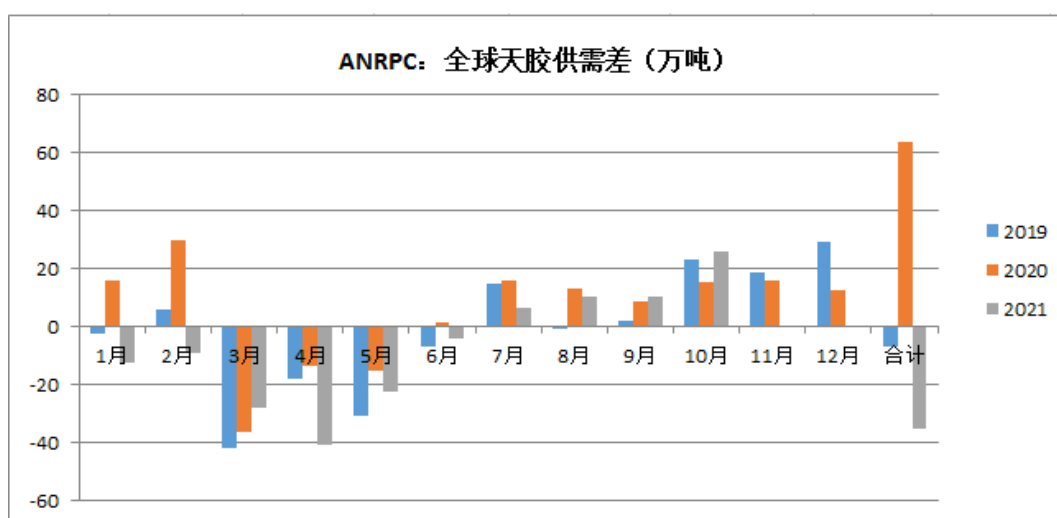


数据来源: wind、招金期货

天然橡胶的主要消费集中在轮胎,而轮胎主要依赖汽车行业的发展,因此研究橡胶的需求端,必须高度关注汽车产业链,尤其是汽车消费的市场状况,接下来在下游数据勾对分析中会有重点分析。

## 2.3 供需平衡分析

图 13 天然橡胶供需平衡分析

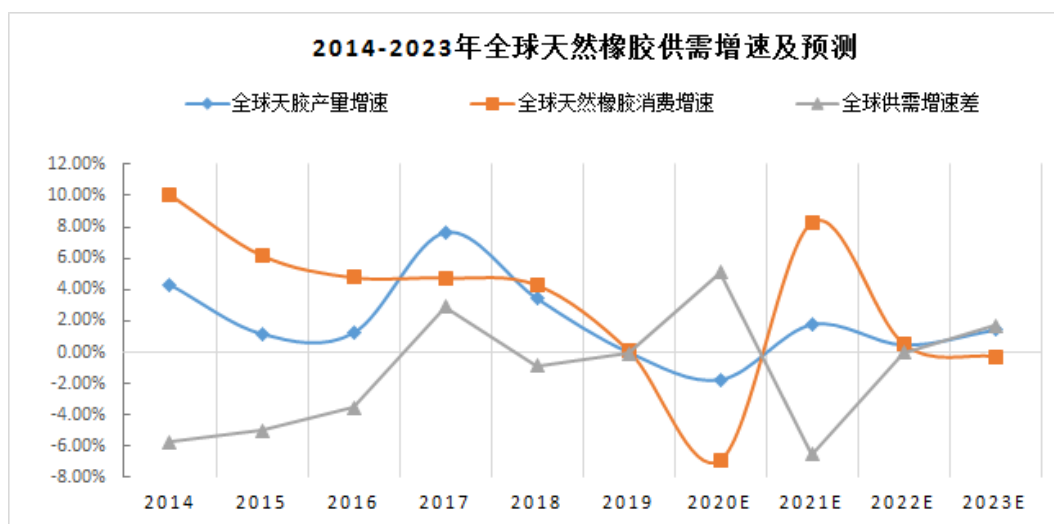


数据来源: ANRPC、招金期货

供需平衡表来看预判，今年的供需均呈现增长，从季节性上分化来看，今年 1-2 月需求反弹最大，确实带了了较好的行情，但进入到二季度，需求增速开始下滑，而供应增速开始增长，供需错配现象缓解。接下来还需要关注下半年的需求增长，从全年看，今年在全球需求恢复的背景下，供需或出现一定缺口。

季节性上，三四季度已经在呈现供过于求。期货盘面价格的下跌也在兑现供应过于需求的状况，但全年的供需错配也导致了今年的整体库存水平偏低，呈现年度供需紧平衡。从季节性的供需结构上来看，一般春节后的呈现为短缺结构，因此对于 05 合约有一定的上涨期待。

图 14 全球天然橡胶供需增速差



数据来源：中汽协、招金期货

从供需增速差来分析，显然 2021 年的消费增速恢复非常快，但明年的消费增速却不十分乐观，主要还是由于全球经济增长不乐观导致的。但是我们也能看到，产量增速也处于一个低增速的阶段，也就是说，未来能够形成行情驱动的核心逻辑，将更重点的偏向需求端，而供应端将成为价格支撑，需求端将决定趋势性行情的发展。

## 第三章 基本面数据勾对分析

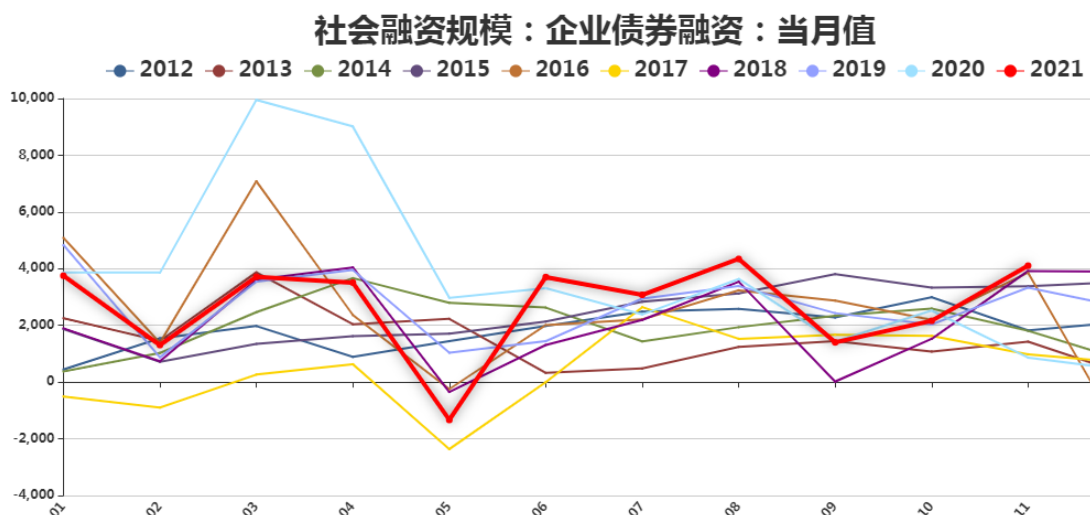
### 3.1 宏观数据及展望 2022 年

2022 年我国投资和消费改善是贯穿全年的主要逻辑，但 21 年支撑经济增长的出口数据，

可能将有所回落。从我国宏观经济政策上来看，宽松货币来刺激经济，但稳住中长期利率来抑制房价，是我国力求从衰退走向复苏的关键决策，这点与欧美处于衰退周期并意图加息来抑制通胀，有根本上发展周期的不同。

在专项债和新基建的驱动下，预计 2022 年固定资产投资同比增长 4.3%，略好于 2021 年。其中，房地产、基建、制造业投资分别同比增长 2.0%、4.0%、5.5%，房地产明显回落，基建和制造业投资有所改善。随着国内疫情的进一步缓解，预计 2022 年消费转好，但仍低于疫情前水平，同比增长 5.5%左右。海外疫情仍对海外供应有所抑制，我国出口好于长期趋势水平，预计 2022 年出口金额同比增长 9.0%。2022 年我国 GDP 同比增长预期范围在 5%-5.5%，整体增速变化不大。

图 15 社会融资规模：企业债券融资

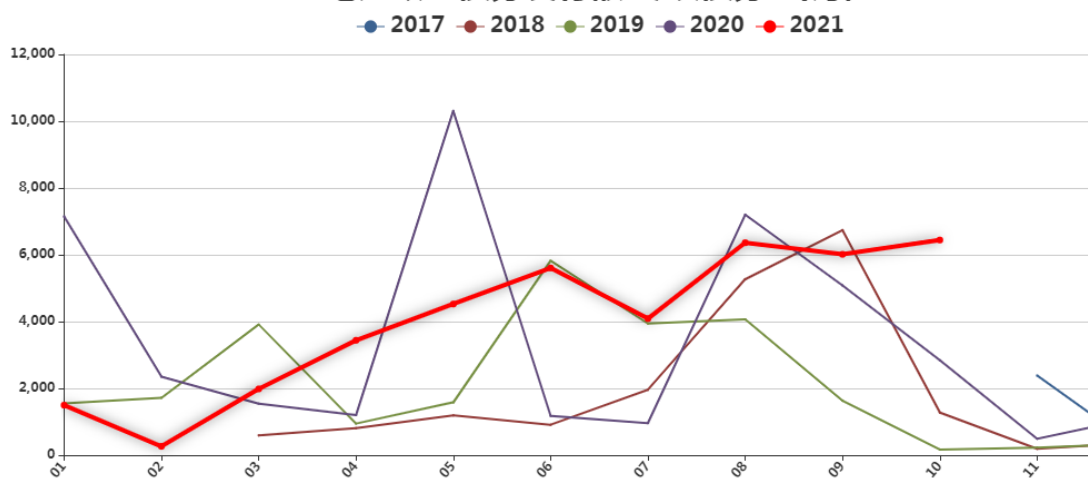


数据来源：wind、招金期货

图 16 地方政府债券发行额：专项债券



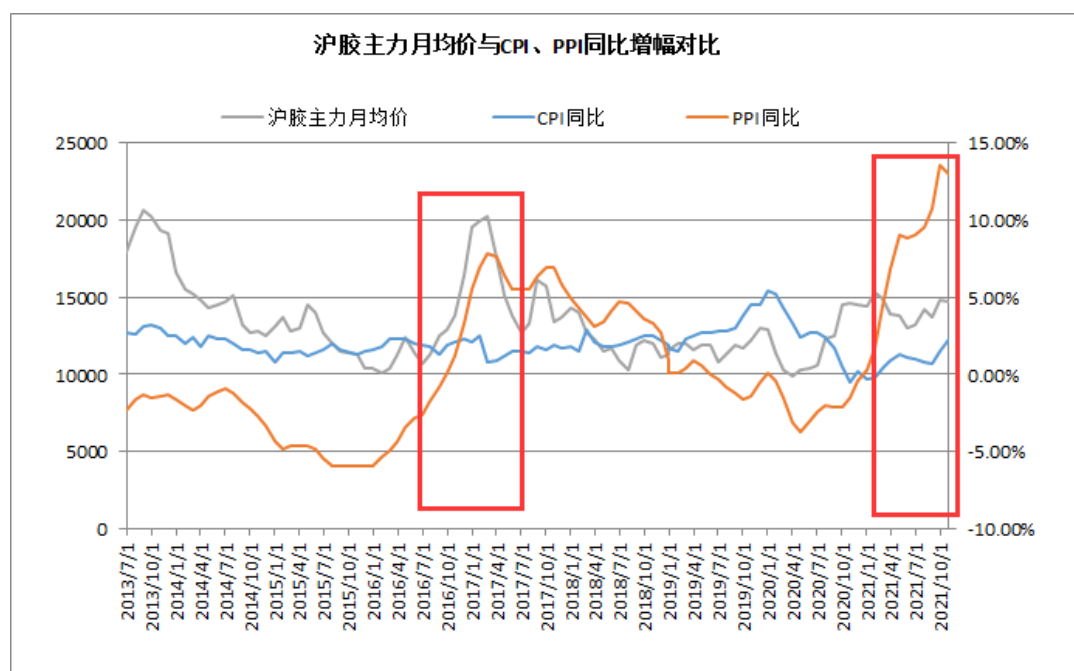
地方政府债券发行额:专项债券:当月值



数据来源: wind、招金期货

2022 年我国 PPI 同比逐步回落, 下半年转负, CPI 同比 2.3%。煤炭价格已经大幅回落, 生产资料 PPI 向生活资料 PPI 的传导效应很小, 预计 2022 年我国 PPI 同比逐步回落, 下半年转为负增长, 全年同比 0.3%。2022 年我国 CPI 不存在通胀压力, 基数效应会导致上半年 CPI 同比回升至 2.5%左右, 全年 CPI 同比在 2.3%左右。

图 17 CPI 与 PPI 与沪胶价格对比



数据来源: wind、招金期货

年内橡胶并没有跟随 ppi 上涨, 一个原因是, 这次 ppi 上涨是原料成本端, 橡胶不受影响, 其次是橡胶是偏消费端的, 所以是受成本上涨带来的需求压制的。

我们当前经历的通胀环境, 属于成本驱动性通胀, 不是简单的货币超发性通胀。

国家解决成本驱动性通胀, 一方面是放开原材料供应, 政策打压原料价格; 另一方面就是降低社会融资利率, 年底财政和货币宽松的概率非常高, 进而促进制造业的恢复。

所以橡胶的核心驱动, 是在需求端; 供应端是炒作点, 现在没有出现炒作就不能作为利多驱动。

图 18 官方制造业 PMI 与沪胶价格对比



数据来源: wind、招金期货

橡胶其实与 PMI 的关联性更密切, 尤其是当前 PMI 已经连续下降, 反映出当前制造业景气度仍然低迷, 未来还需要通过政策刺激等手段来提振, 因此接下来也需要关注 PMI 的反弹驱动。

### 3.2 库存周期勾对分析

从青岛地区保税区内和区外一般贸易库存来看, 2021 年库存去化比较明显, 并且保税区内库存降低至 7 万吨左右。但相比而言, 进口量的高企并没有导致保税区的库存走高, 侧

面验证今年需求状况好于预期。区外的混合胶库存也在下降，主要是因为期现基差扁平化，建立库存的意愿降低。不过现在基差拉大后，也需注意贸易商补库存周期，补库存买货将继续推动价格的走强，因此补库存开始或是价格启动走高的信号，此后库存建立到高位尾声阶段，将是价格回归下行的拐点信号。因此在当下去库的情况下，要警惕 22 年的补库存周期。

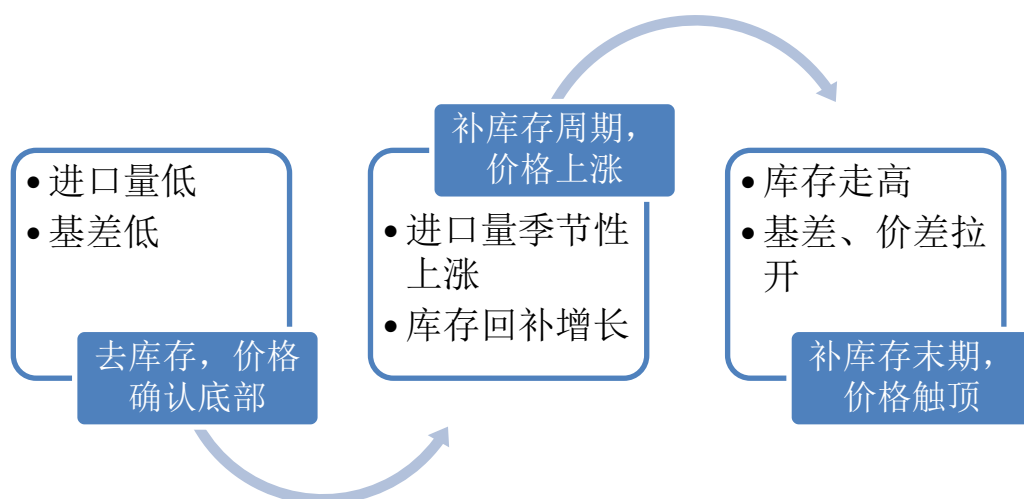
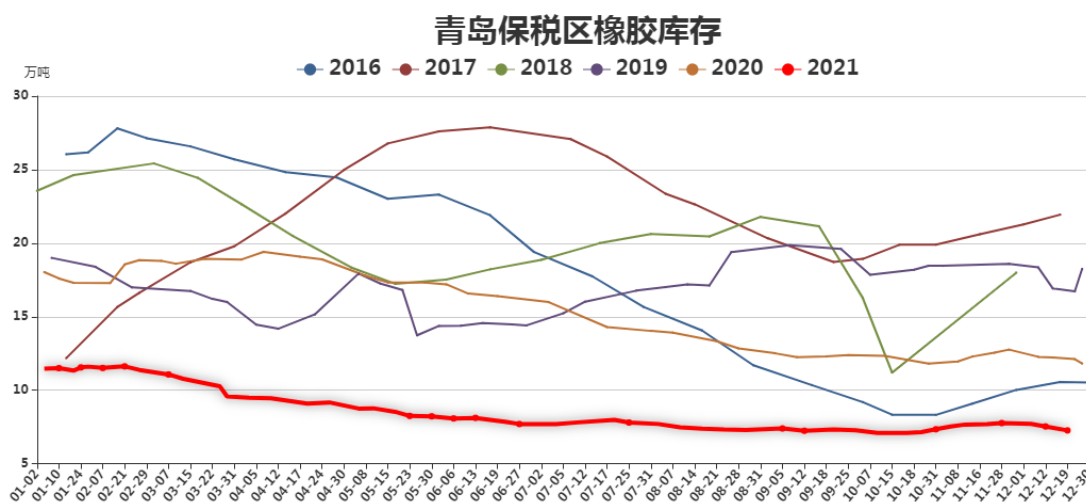
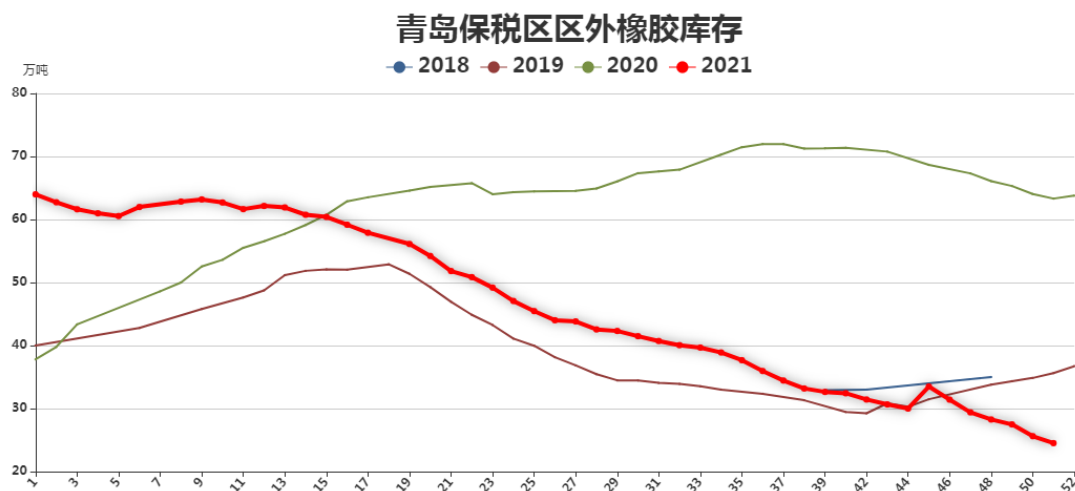


图 19 青岛保税区标胶库存



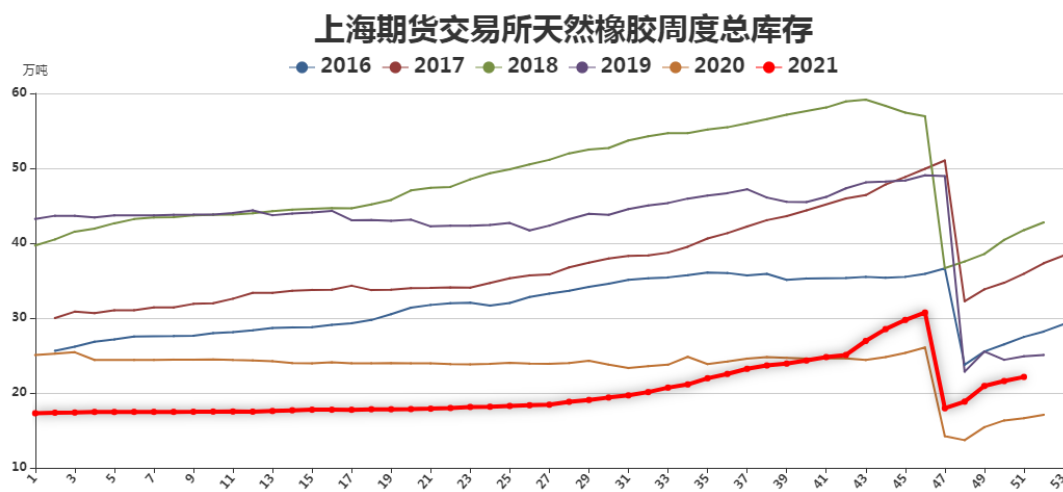
数据来源：隆众资讯、招金期货

图 20 青岛区外一般贸易库存

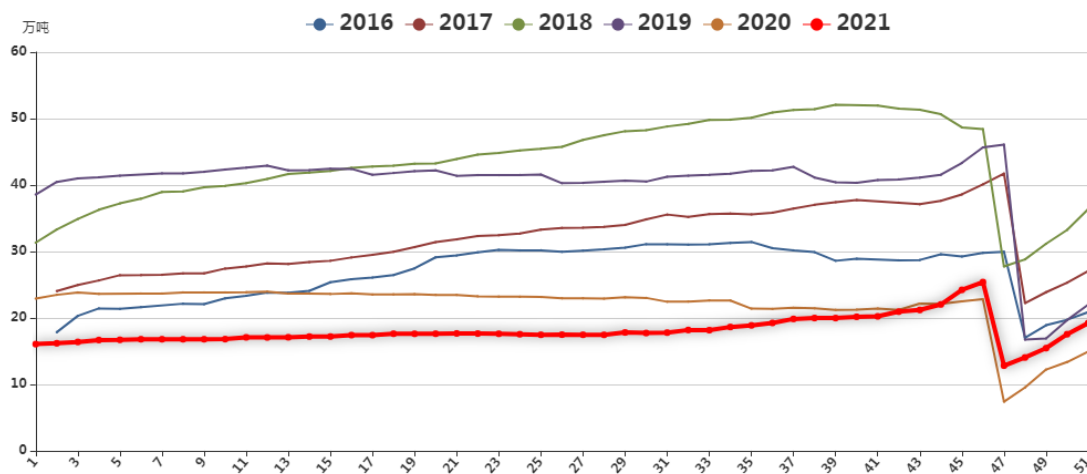


仓单库存来看，21 年的交割品产量明显提升，并且乳胶抢原料的情况已经出现缓和，因此标准交割品全乳胶的产量增长，仓单库存进而开始累积，并且仓单库存累积的趋势将持续到 22 年，因此 20 年低仓单结构的行情，已经很难再出现。

图 21 上期所天然橡胶仓单库存与总库存



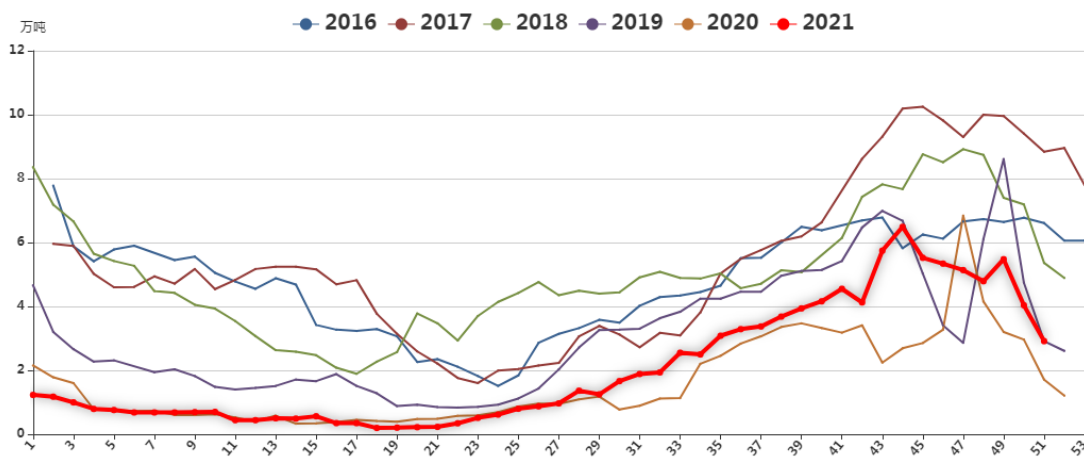
上海期货交易所天然橡胶周度仓单库存



数据来源：上期所、招金期货

图 22 上期所周度库存预报

周度上期所总库存与仓单库存差



数据来源：上期所、招金期货

表 3 国内主要品种产量（万吨）

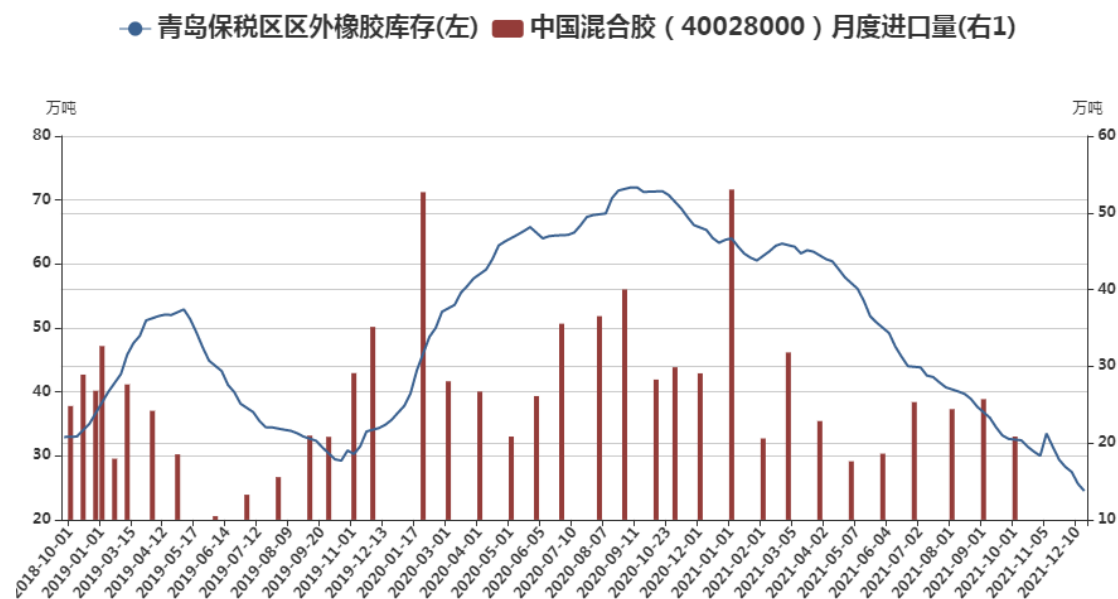
年份	海南浓乳	海南全乳	海南轮胎胶	云南浓乳	云南全乳	云南轮胎胶	全乳合计	国内轮胎胶合计	国内总产量	替代种植指标
----	------	------	-------	------	------	-------	------	---------	-------	--------

2017	20	11	4	0	25.6	18.9	36.6	22.9	79.5	21
2018	18	11.5	5	0	26.3	21.04	37.8	26.04	81.84	23
2019	22	6.8	4.6	0	18.5	27.83	25.3	32.43	79.73	30
2020	22.5	3	3.5	2	14.5	26.5	17.5	30	72	34
2021E	20	6	4.5	2	17	28	23	32.5	77.5	28

据对产区的了解，以及市场的监测，由于今年乳胶需求急转直下，类同去年乳胶分流全乳原料的情况已经大大减轻，并且因为盘面有升水，进而生产全乳的积极性比较高。

今年年初，云南产区一度因为白粉病影响延迟开割，5月中下旬已经恢复，今年的天气也无异常，雨水充足，对于旺季的产量有帮助。除了阶段性的限电影响外，当地加工厂的开工都很高，进而21年的新仓单的产量增长将是确定性的。进而对于盘面上涨高度是明显阻力，这也是橡胶很难形成back结构的主要原因。

图 23 进口混合胶与区外库存关系勾对



数据来源: wind、招金期货

混合胶仍是天然橡胶最大进口胶种，但2021年1-10月混合胶同比下滑19%，较2019年同期增长18.06%。而标准胶进口量同比增长10.74%，较2019年同期减少10.85%。混合胶及标准胶的进口减少，是导致现货库存下降的主要驱动，同时库存下滑，与基差套利空间

收窄、轮胎厂备货意愿降低也有关。

图 24 卓创资讯：2021 年轮胎企业原料库存变化



数据来源: wind、招金期货

天然橡胶下游库存以轮胎企业库存为主，卓创资讯监测轮胎样本企业（样本企业天然橡胶总消耗覆盖率 60%左右）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。原料储备库存的降低，也反映出年内轮胎企业生产订单的前高后低的特征。

### 3.3 下游轮胎产量与汽车产销数据勾对

2021 年中国轮胎产量呈现出先扬后抑的运行态势。前 4 个月基本维持 7 成左右开工；1-4 月全钢产量 4646.97 万条，同比增长 48.58%；半钢产量 16677.8 万条，同比增长 43.9%。自 5 月份以后企业开工基本维持在 5-6 成；5-10 月全钢产量 6289.18 万条，同比下滑 11.2%；半钢产量 23667.7 万条，同比下滑 1.87%。

图 25 中国轮胎外胎产量当月值

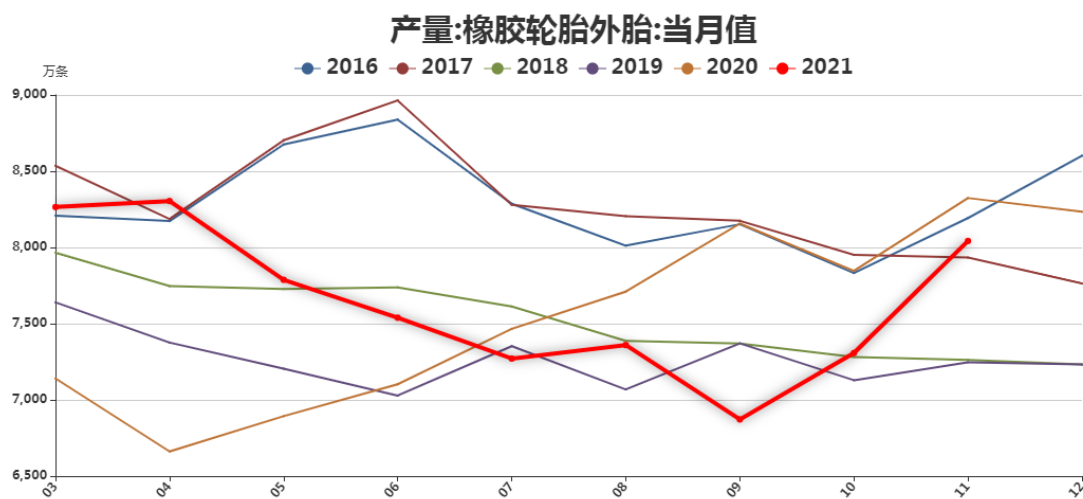
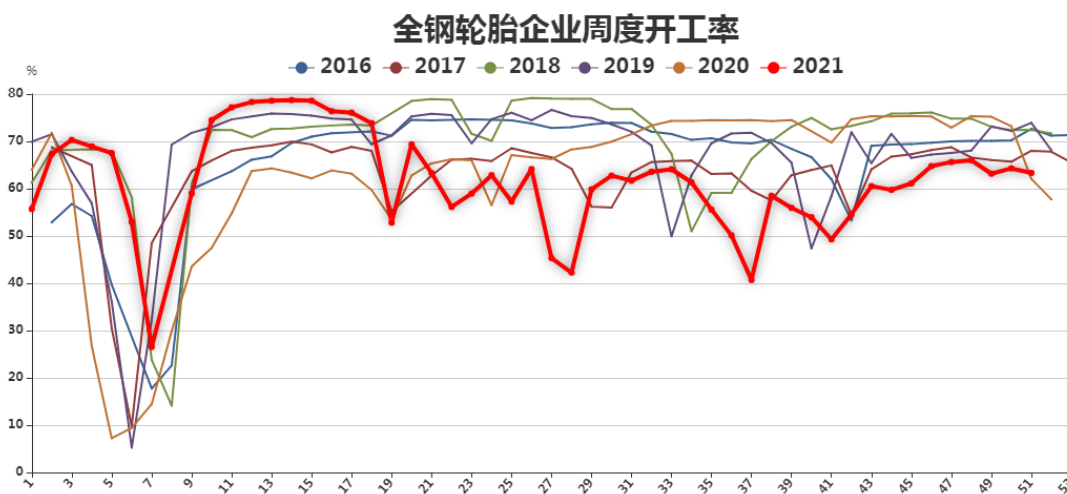


图 26 国内轮胎开工率

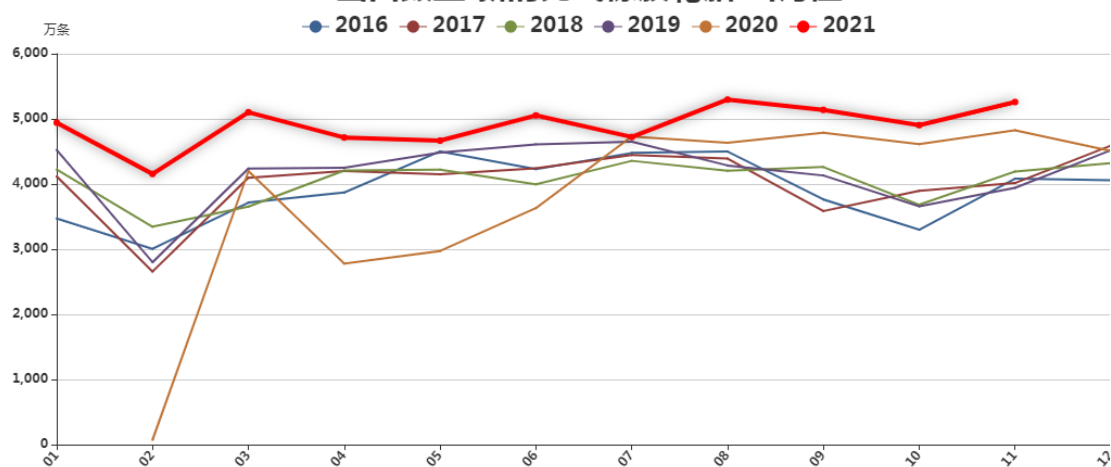


11 月份轮胎外胎产量又开始快速恢复，与汽车产量恢复和轮胎企业开工的增长是相互印证的。根据国家统计局的数据，2021 年 1-11 月轮胎外胎累计生产 81904.2 万条，同比增长 12%。但单月来看，受去年高基数的原因，自 7 月份以来，轮胎外胎产量已经连续 5 个月单月同比下滑。这也是今年需求的一个核心特征：去年高基数导致今年整体需求增长不佳。

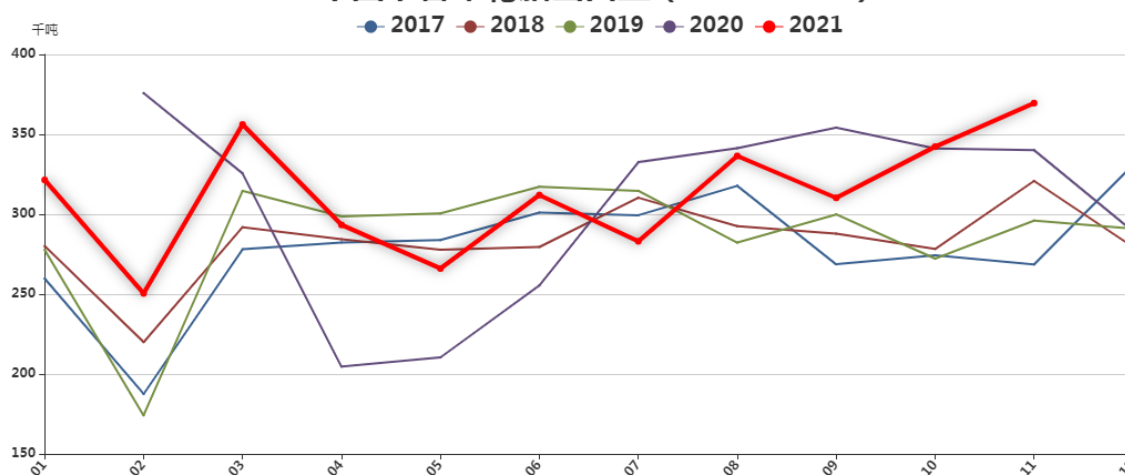
图 27 国内轮胎出口



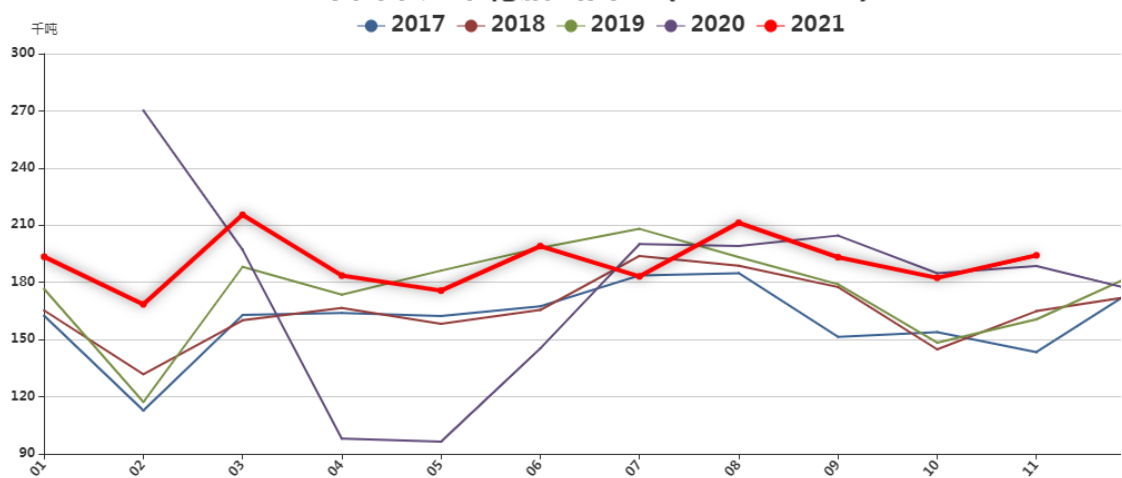
出口数量:新的充气橡胶轮胎:当月值



中国卡客车轮胎出口量 ( 40112000 )



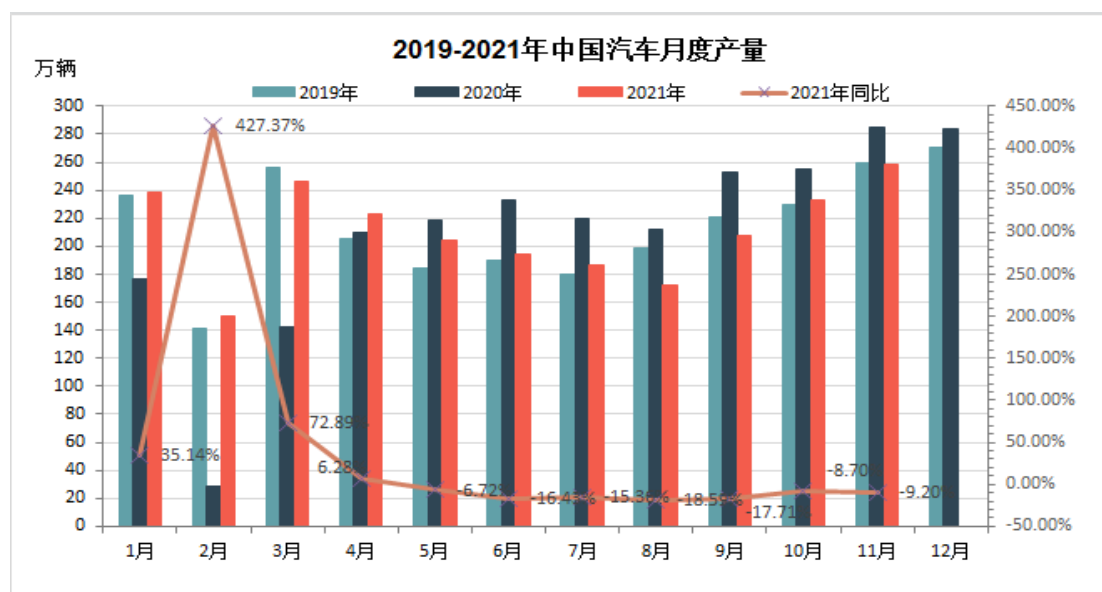
中国乘用车轮胎出口量 ( 40111000 )

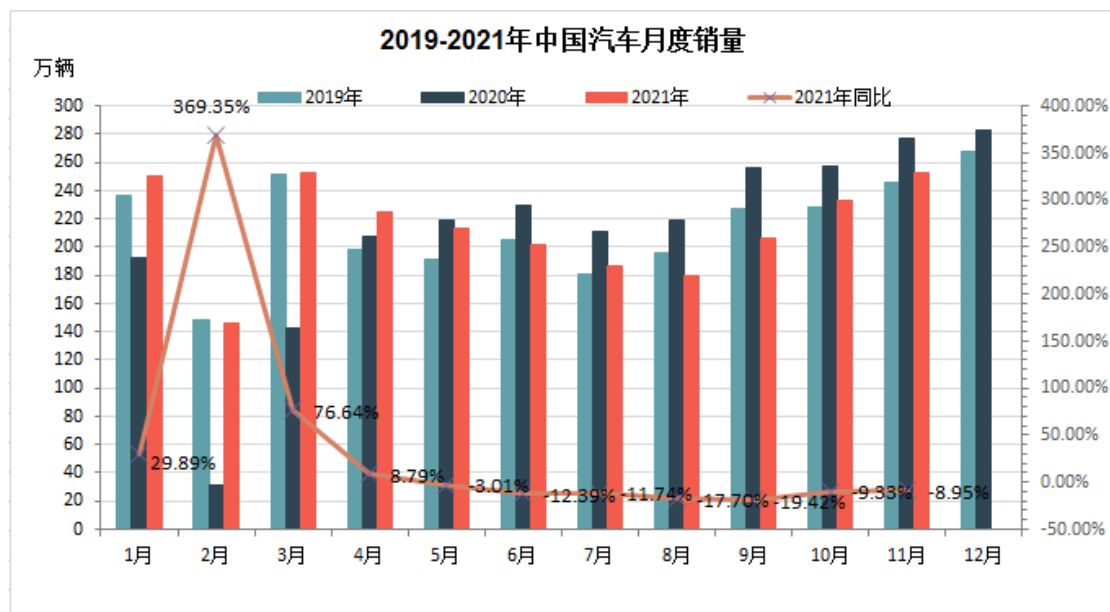


数据来源: wind、卓创资讯、招金期货

2021 年东南亚地区轮胎生产企业普遍受变异病毒的冲击, 造成国际轮胎供给的紧张, 从而导致对中国轮胎需求升温, 轮胎出口订单充足, 但全球物流问题又导致订舱、集装箱难, 出口需求放缓, 发货存在阻碍的现状。加之随着欧美市场的部分恢复, 均导致了整体增速收敛。1-10 月卡客车轮胎累计出口量 3071.36 千吨, 同比增长 12.05%; 乘用车胎累计出口量 1905.45 千吨, 同比增长 19.45%。

图 28 中国汽车总产销





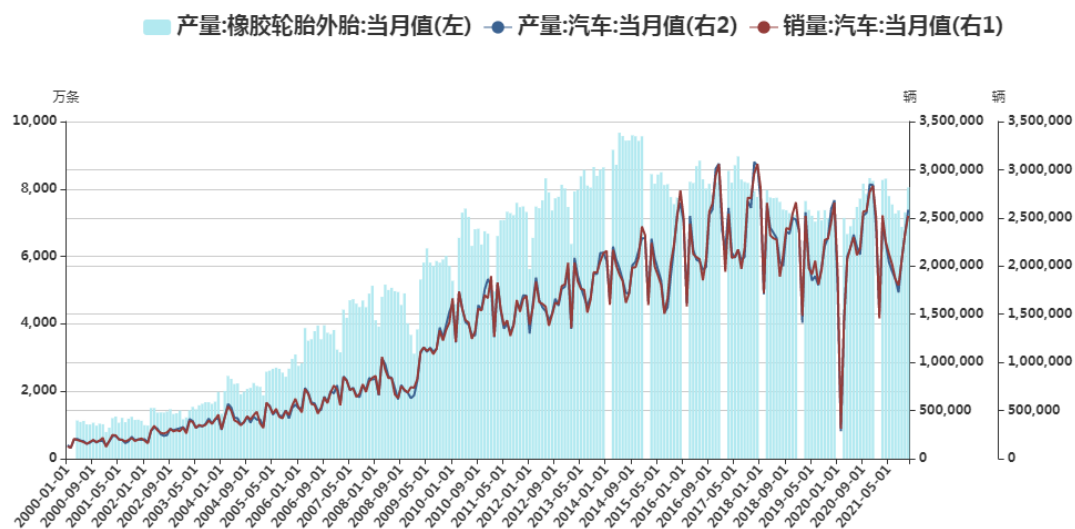
数据来源：中汽协、招金期货

年内汽车产销自二季度开始持续下滑。分车型看，乘用车虽受到芯片供应依然不足、散点疫情爆发的影响；商用车受国六排放法规切换、“蓝牌轻卡”政策调整预期带来的消费观望以及行业红利不断减小等因素，产销同比依然呈现大幅下降。

2021年1-11月，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月均继续回落1.9个百分点。与2019年同期相比，产销同比分别增长0.5%和1.5%。

可见年内汽车产销也不及去年，缺乏增长的亮点，接下来我们通过汽车产销与轮胎产量的比对，可以清晰看出橡胶需求的整体变化。

图 29 汽车产量与轮胎产量趋势勾对

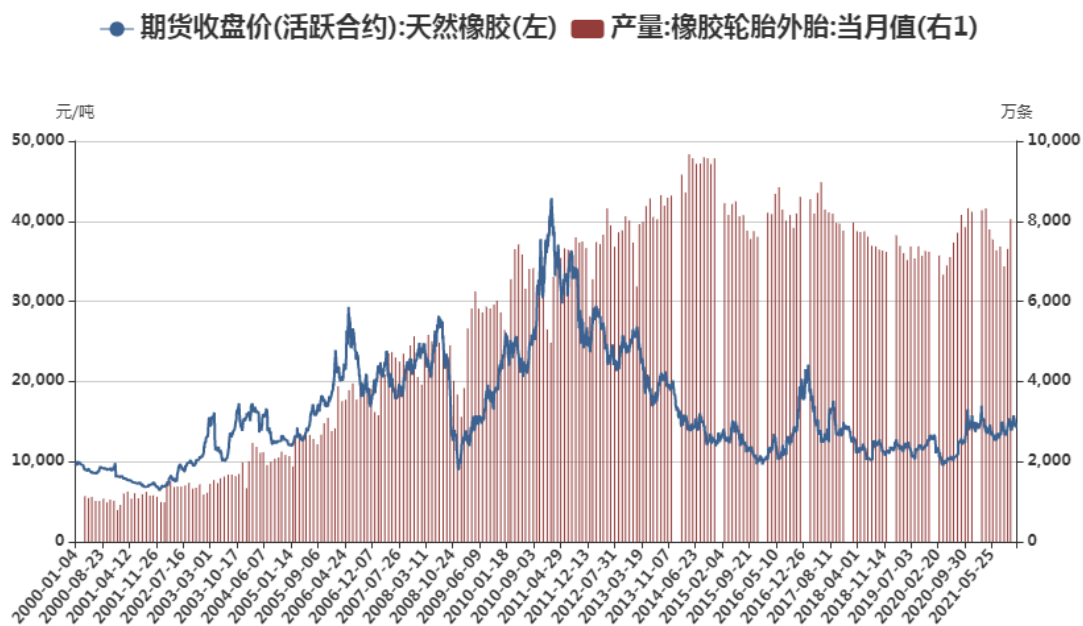


数据来源: 招金期货

从未来发展趋势来看,随着芯片紧张的问题将逐步缓解,并且国内重卡消费触底,未来消费将更多的想新能源车等结构性方向转移,也就是不会产生较大的增量,但是会形成一定的稳定,在突出不了较大的增量下,对于橡胶价格形成持续向上突破也是有难度。

### 3.4 下游数据与橡胶价格波动分析

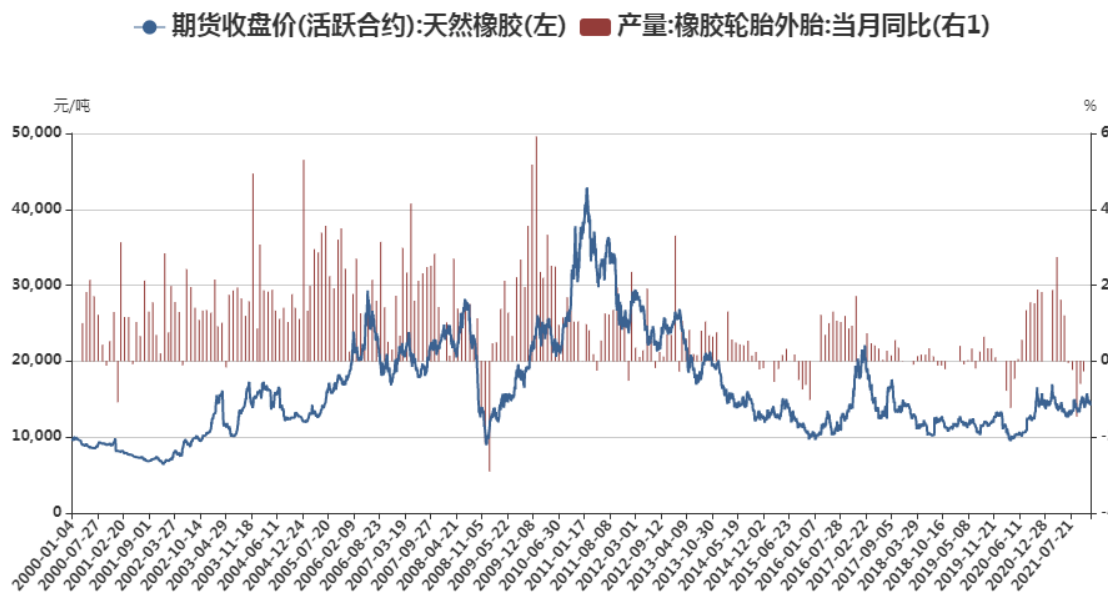
图 30 轮胎产量趋势与沪胶主力价格走势



数据来源: 招金期货

轮胎是天然橡胶最大的下游,从轮胎产量的趋势中可以看出,橡胶价格的运行是随着轮胎产量的不断增长而抬高的。2002 年开始,我国的汽车消费开始启动高速增长,我国轮胎制造业也随之快速爆发,并且一跃成为全球最大的轮胎生产国。橡胶的价格在 2002-2007 年是持续上涨的 5 年,08 年金融危机导致了一次价格探底,但随即开始的经济刺激计划,直接导致了轮胎产量的快速增长。

图 31 轮胎产量当月同比与沪胶主力价格走势



数据来源: 招金期货

通过产量的月同比走势可以看出, 2010 年可以说是轮胎产量增速的分水岭。从 2011 年开始, 轮胎月度产量同比就出现负增长, 尤其在 2014-2015 年更是连续出现负增长, 相应的橡胶价格也出现持续下跌触底。

由此我们得出结论, 接下来从需求端, 不仅仅是关注轮胎产量的数字, 更应当关注同比的变化, 如果未来能再度出现轮胎产量的月同比大幅增长, 那么将有望形成橡胶价格上涨的核心驱动。

同样的, 汽车行业增长周期变化, 也是对橡胶行情形成明显需求拉动的核心驱动。

图 32 汽车产量当月同比与沪胶主力价格走势



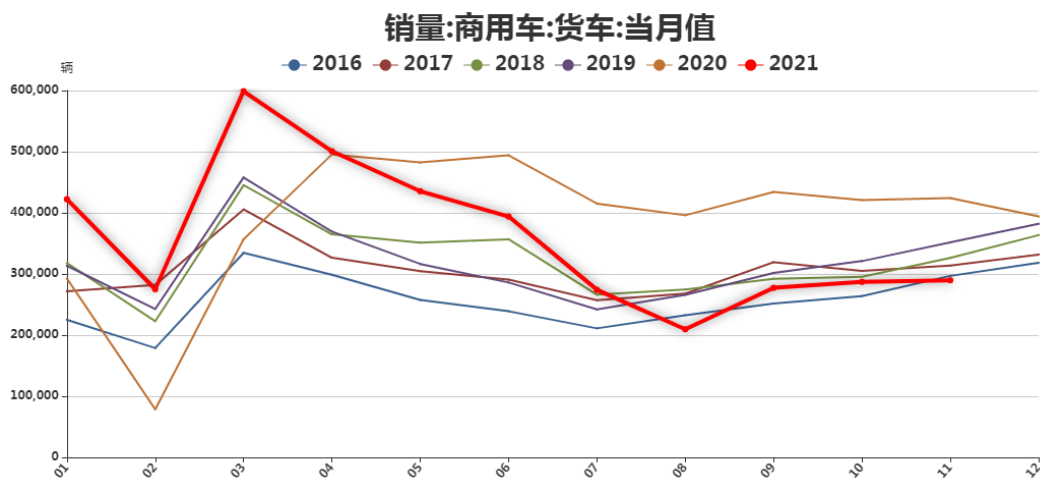
数据来源: 招金期货

中国汽车的产量同比与价格的相关性表现的更为密切。尤其是 2008 年金融危机后, 在大量货币政策刺激下, 经济快速恢复并爆发增长, 汽车产量月同比一度超过 100%, 随即橡胶自 08 年探底后, 直接奔向了肆万元的历史高位。此后中国汽车产量在 2014-2015 年、2019 年再度出现负增长, 橡胶价格也呈现底部震荡运行。

综上所述, 在未来决定橡胶能否启动行情的标准, 就是下游轮胎和汽车的数据能否实现持续的且大幅度的同比增长。有了增速的保证, 橡胶的行情才能有持续性。这也对 2022 年的行情, 抱有了更多的期待, 但是目前看, 还是很难再现此前的高增速, 也就表明了从需求端上, 难以形成橡胶的快速上涨驱动。

### 3.5 重卡销量周期分析

图 33 国内货车销量季节性图



数据来源: wind、招金期货

2021 年无疑是重卡市场从高坛坠落的一年。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%。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。

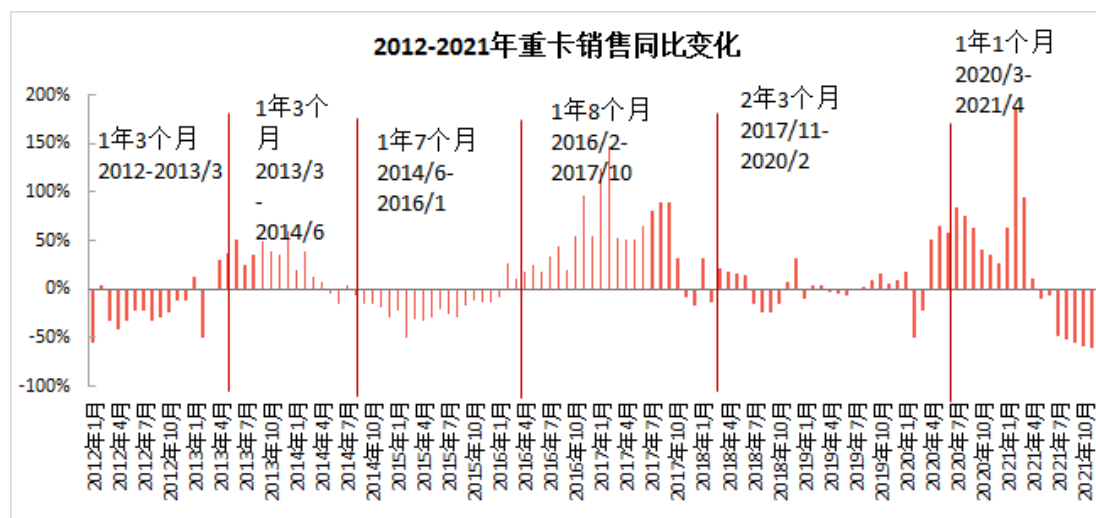
首先是物流运输市场车多货少，购车需求不振。终端购车需求不旺，这是重卡行业连续多月大幅下滑的最主要原因。由于重卡上游的物流运输业和基建工程建设行业持续低迷，再加上最近几年重卡车辆保有量快速增长，出现了货源不足、车多货少、运力过剩、运价低迷等一系列问题，严重影响了重卡市场下半年至今的购车需求。

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，重卡新车价格比国五车上涨了 2 万-3 万元不等，并且后处理系统相比国五车复杂了许多；因此，为了“抢装国五”，大多数重卡厂家与零部件企业以及经销商一起全力拼抢上半年市场，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（包括提前上牌的、提前开销售发票的等等），造成了行业库存高企；再加上不断增长的国六重卡库存，截止到目前重卡行业整体库存仍然高企，这对于新车销售显然十分不利。此外，很多重卡用户对于国六车辆可靠性和油品适应性的担忧、疑虑和观望，也加剧了目前新车市场的低迷状态。



图 34 重卡销量增速周期性图



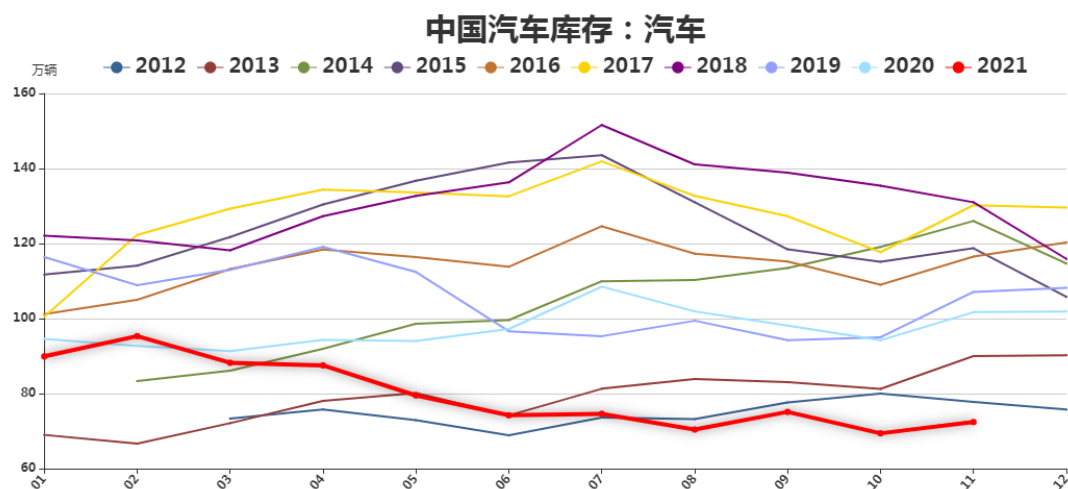
数据来源: wind、招金期货

从重卡的销量周期来看，每一轮的销量增长周期和销量下滑周期均维持在 1-2 年的周期。自去年 3 月份开始的至今年 4 月份的高增长周期快速转折后下滑周期，也就是说，自今年 5 月份开始的下滑周期，从规律上来看尚未结束，尤其 2022 年一季度势必会受到今年高基数的影响，下滑幅度可能更大。2022 年，下滑幅度可能减少，重卡销量有望筑底，进入到下滑周期的尾声阶段。

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“扛起”。而明年市场，比今年更不乐观。

### 3.6 汽车库存周期分析

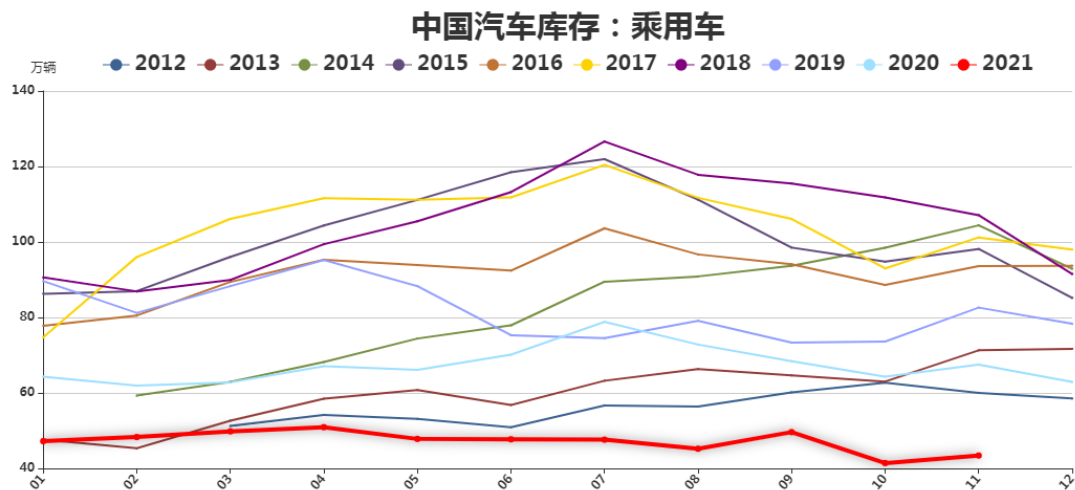
图 35 中国汽车库存季节性图



数据来源：wind、招金期货

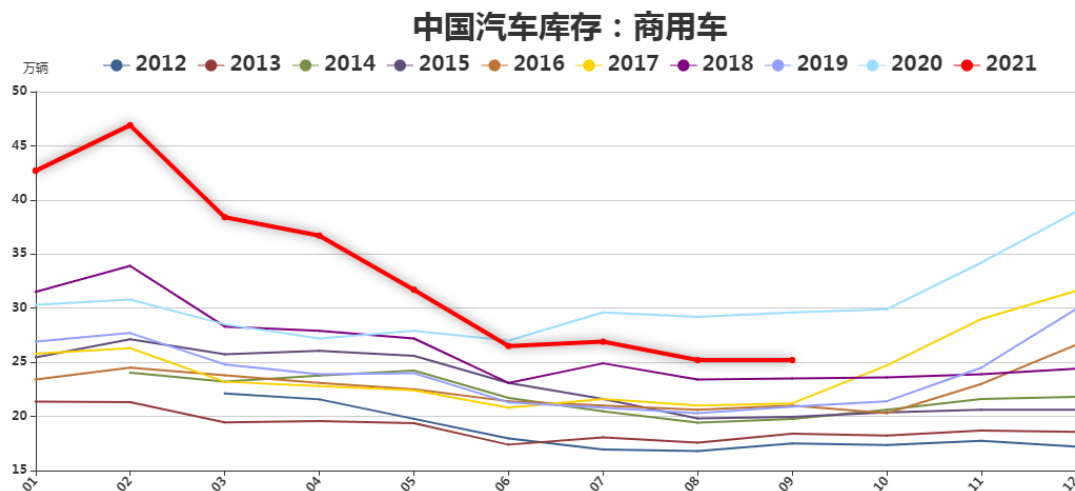
2021 年全年的汽车库存处于去库存的阶段，汽车库存处于 10 年来的库存低位。就当前汽车库存偏低的状态，也表现出当前汽车经销商对于需求预期偏悲观，并且汽车厂家也不愿储备库存，该库存数据其实放在当下的情况，是反映的汽车缺芯的产能受限，以及汽车销售预期的悲观，而不是由于产能过剩导致的车辆压库。

图 36 中国汽车库存：乘用车



数据来源：wind、招金期货

图 37 中国汽车库存：商用车



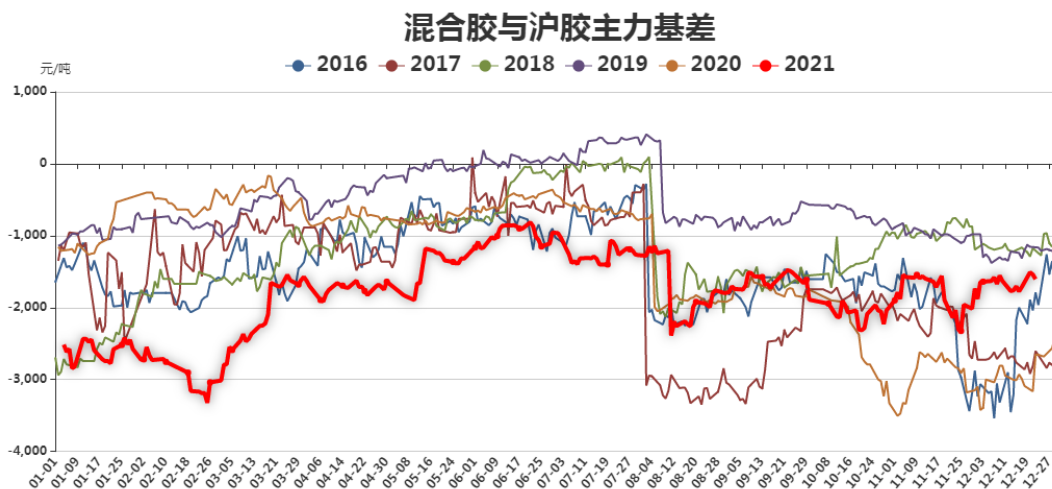
数据来源：wind、招金期货

接下来，乘用车的库存和商用车的库存将可能出现分化。首先是芯片产能的恢复，以及新车的投放，乘用车的库存有望提升，支撑汽车消费预期的缓慢改善；其次是新能源汽车销量的增长，成为支撑汽车销量的一大支柱。最后是商用车短期内很难产生较大的改善，因此库存可能将继续下滑。

## 第四章 天然橡胶 2022 年的主要逻辑策略

### 4.1 基差与价格勾对分析

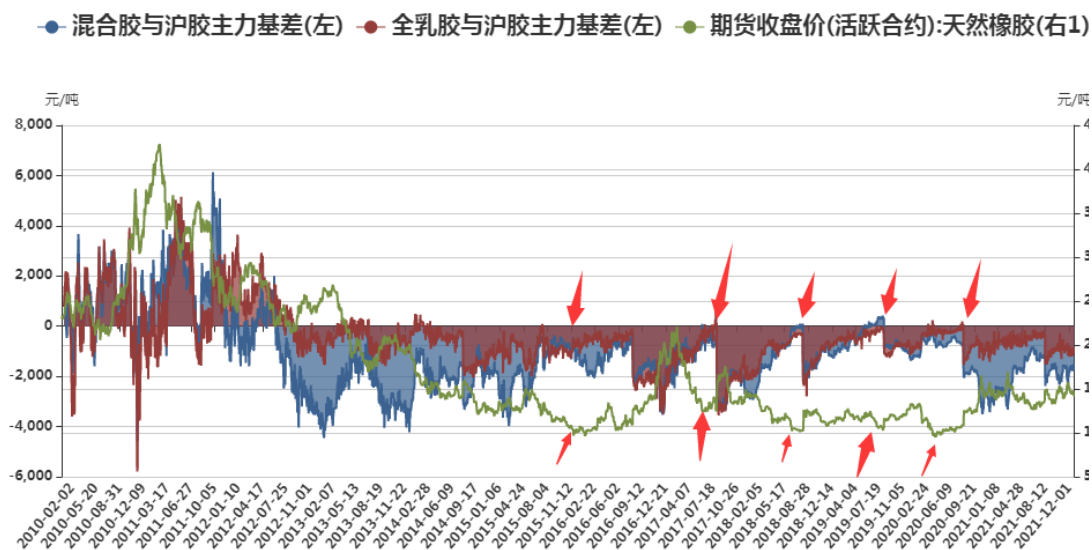
图 38 沪胶主力与混合胶基差图



数据来源：卓创资讯、招金期货

可以根据基差来判断盘面的下跌空间。因为橡胶期现货是正向市场结构，也就是期货长期升水现货，如果基差趋近 0 轴，也就是期现货平水，一般给出的是期货底部信号，年内基差先大幅扩大，盘面高位回落，此后下半年基差处于扁平化，期货价格形成震荡整理。接下来以基差极值来判断沪胶价格的相对位置，相应的如果再收窄，沪胶底部做多的安全边际会越高。

图 39 基差与沪胶价格的相对关系

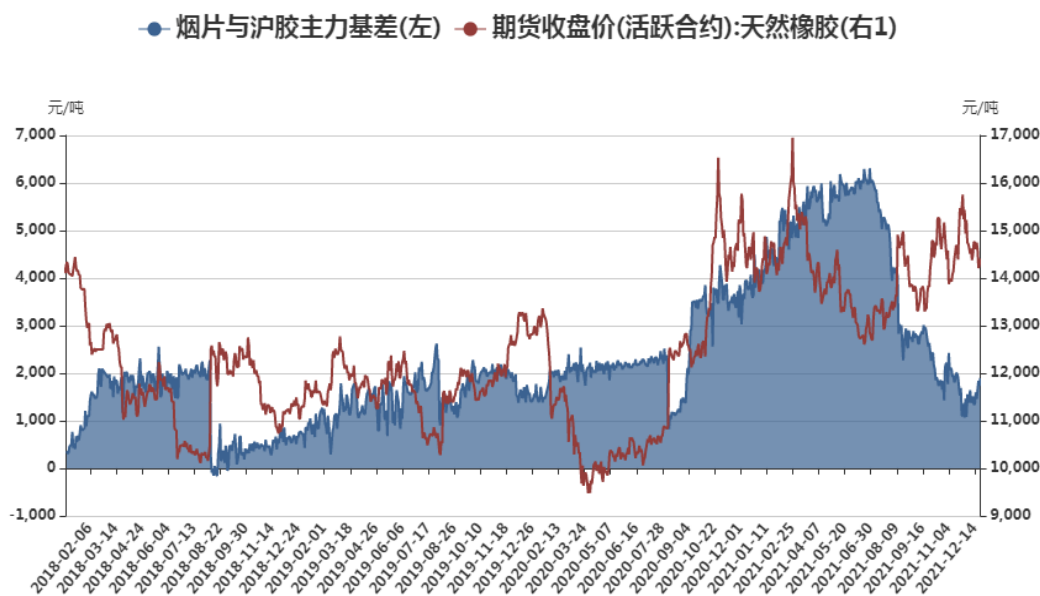


数据来源：招金期货

基差空间其实代表的就是套利利润，与盘面价格形成明显的相对关系，勾兑起来，我们能够通过基差绝对值来判断盘面价格是处于高低价格区域，并且可以分析套利成本和博弈利润的空间。

基差扩大也预示套利盘加仓进场，买现卖期锁定现货利润，从而对于期货市场来说是较大的抛压。而基差收窄后，有利于价格触底反弹。但是价格上涨后，必然会刺激明年的增仓，这对明年的价格高点形成较大压力，由此判断高点在中短期很难突破 17000 元/吨，加上对与烟片胶价差的判断，沪胶如果收窄与烟片胶价差，则带来的顶部压力会更大，将给出顶部反转的信号。

图 40 沪胶主力与烟片胶基差图



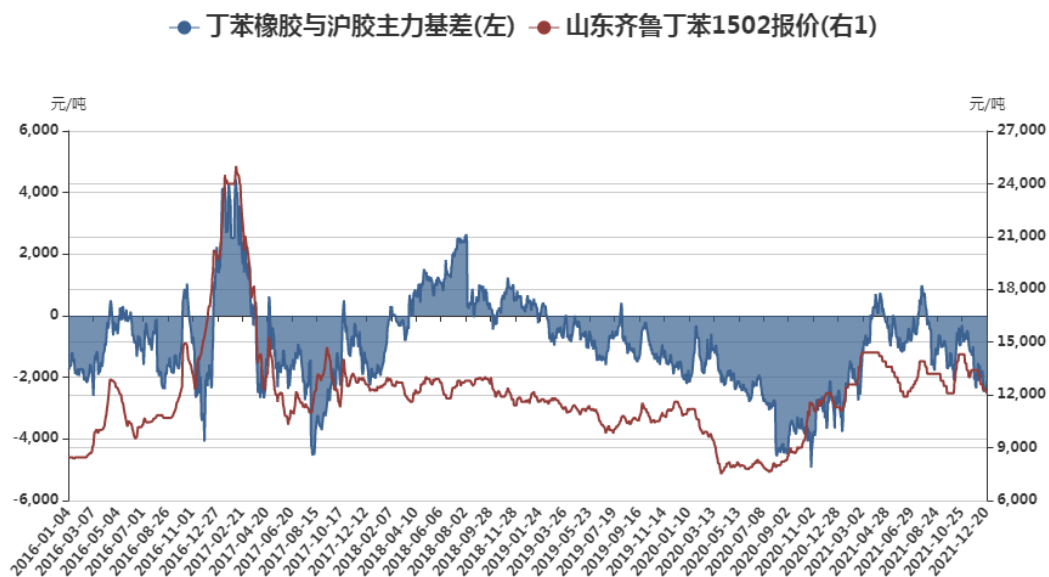
数据来源：卓创资讯、招金期货

烟片胶的价格往往代表着沪胶价格上边际。但是近年来的烟片基差的指标作用却在降低。因此接下来该指标的指导性主要以参考绝对价值为主。实际应用中，依然以混合胶基差的应用更为准确。

## 4.2 合成橡胶价格分析

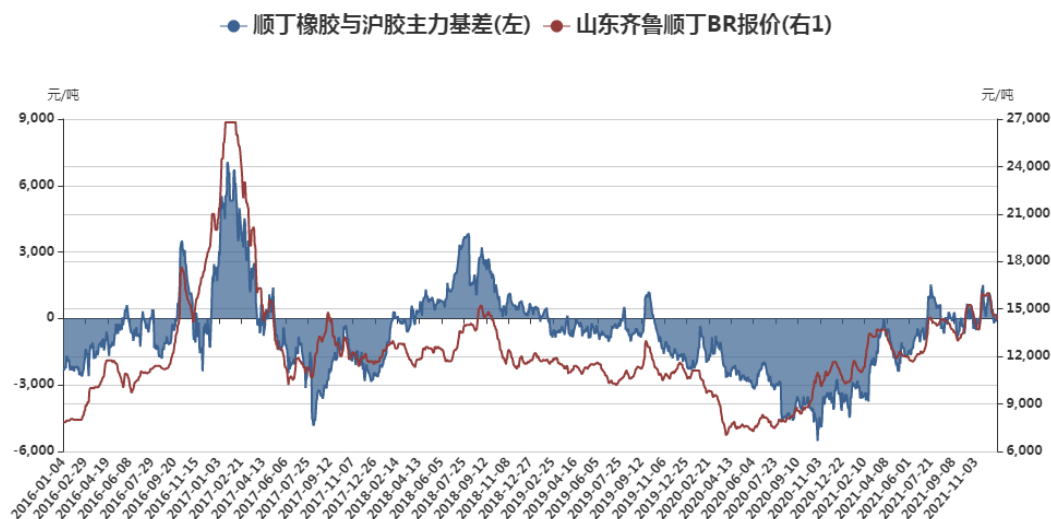
合成胶以丁苯、顺丁为例，合成胶对天然橡胶价格有跟随性，与天胶价格的比价也有判断天胶价格顶部很底部的意义。

图 41 丁苯橡胶与沪胶基差图



数据来源：卓创资讯、招金期货

图 42 顺丁橡胶与沪胶基差图



数据来源：卓创资讯、招金期货

年内表现最为亮眼的是顺丁橡胶的价格，持续的上涨。2021 年顺丁橡胶每个周期的上涨与下跌中，下跌的低点位置均高于前一周。1 月上旬经历了扬子的突发停车，2 月初则是对检修预期的炒作，4-6 月底穿插着茂名、燕山的检修，齐鲁的检修则是影响了 8-9 月的行情。10 月至今，外部因素影响装置停车、销售渠道转变、产线切换、突发的物流运输问

题等，均影响顺丁橡胶供应量减少，从而使得其价格底部持续夯实。

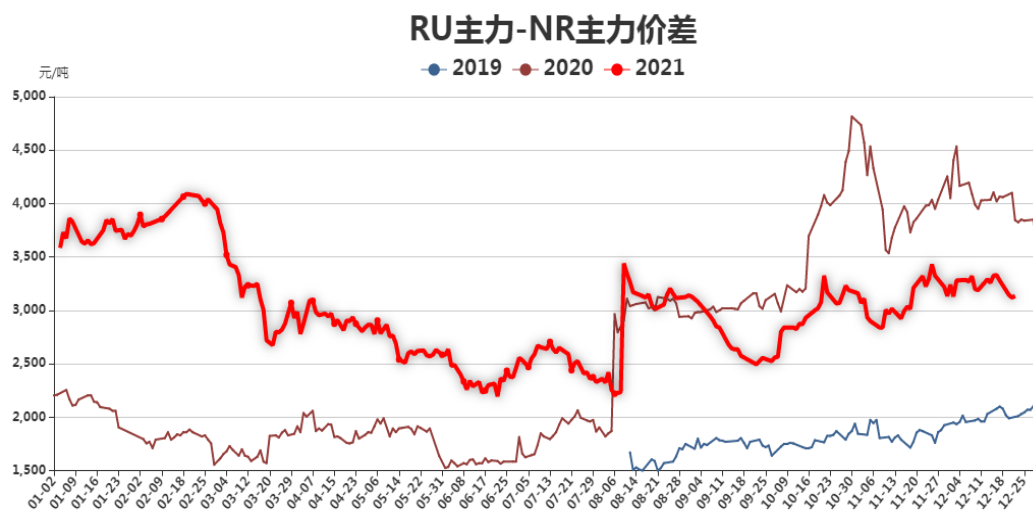
不过未来顺丁装置重启或新产能投产也面临着一定的风险。首先根据卓创资讯的调研情况，虽 2022 年丁二烯仍有 70 万吨新产能将投放市场，但丁二烯主要下游来看，除顺丁橡胶外，2022 年 ABS 300 余万吨、己二腈 40 万吨、丁苯橡胶 12 万吨、SBS 12 万吨新产能亦计划投放，产量集中释放或自 2022 年下半年开始。同时，对于目前顺丁橡胶的价格而言，高估值的顺丁橡胶伴随供应量的增加，2022 年下行的概率也将逐步增大。

另外关于天胶合成的替代方面，据了解，合资、外资及中大型工厂为了确保产品质量稳定性，一般不会轻易调整配方，而小企业相对比较灵活。即使价格差距较大，合成胶与天然胶的替代比例也不会超过 8%。

### 4.3 RU-NR 价差分析

作为另一个上市品种 NR 合约来说，RU 与 NR 具有高联动性，不过两者的价差本质上就是期现基差，因此通过对于 RU-NR 价差的判断，可以得出比较好的套利机会。

图 43 RU-NR 价差季节性图



数据来源: wind、招金期货

从 RU-NR 价差来看，当前仍维持震荡走势，但是接下来要关注到 NR 的低位支撑，目前现货价格相对强，NR 对标的标胶现货和混合胶现货的基差都呈现收窄，也就是说，如果接下来两者价差收窄，适当可以关注 RU 的超跌机会，此外当前价差还没有趋向性，确定性上，如果短线抄底，可以关注 NR 的低位机会。

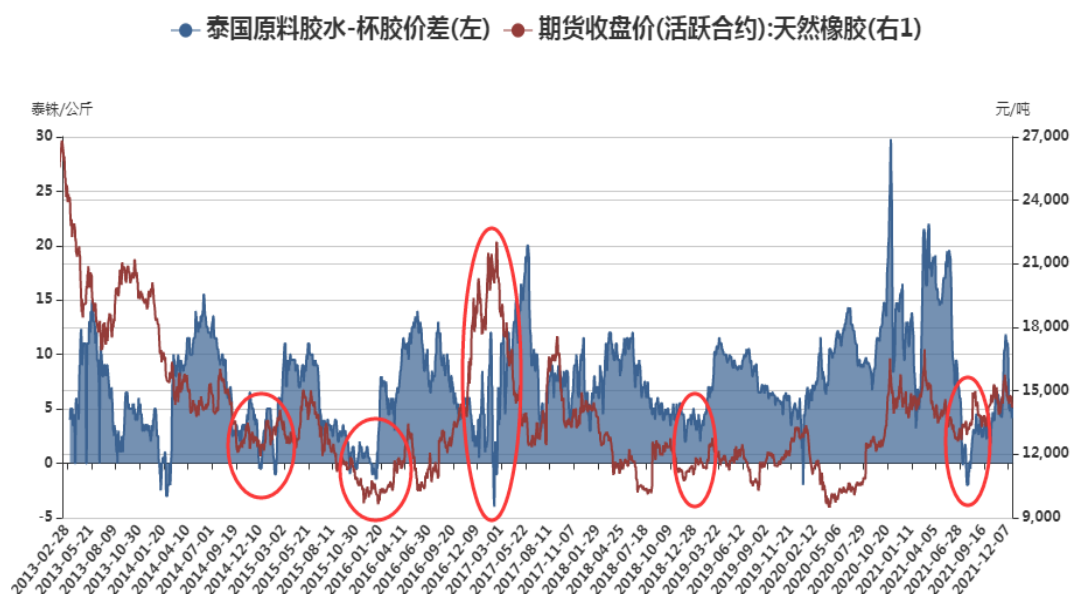


#### 4.4 利润及价格上下边际

橡胶的极值主要通过三个指标去判断，原料胶水和杯胶价差，基差，沪胶和乳胶价差。

原料胶水和杯胶价差给出的成本支撑较强，因为胶水在品质上就是高于杯胶的，胶水价格升水杯胶是比较正常的，但两者价差也有边际。

图 44 原料胶水-杯胶价差图

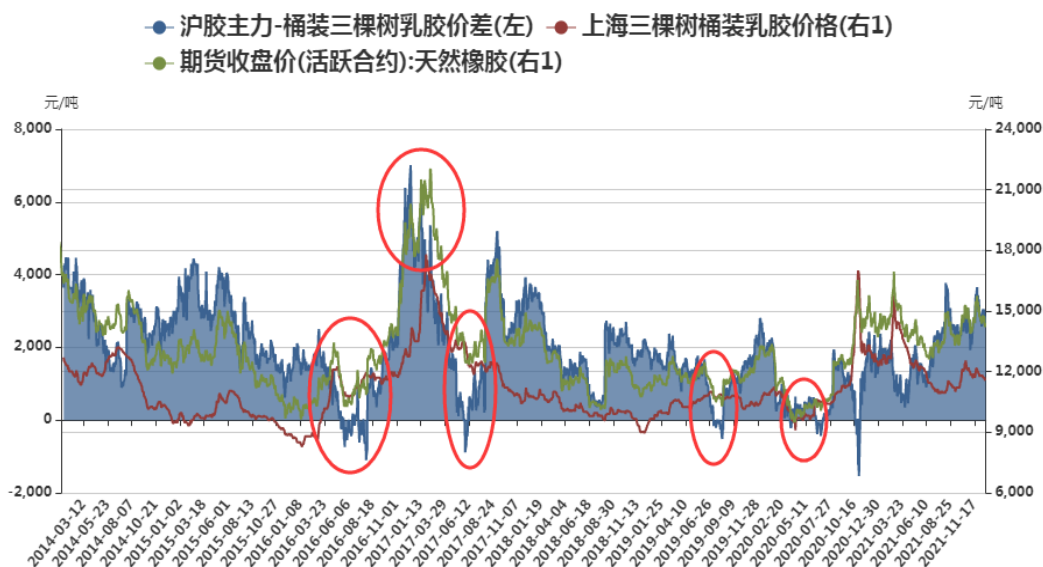


数据来源：卓创资讯、招金期货

胶水和杯胶是同时生产出来的，橡胶树在割胶收集胶水的同时，收胶杯中也会自然凝固一部分胶水，形成杯胶。杯胶杂质含量多，因此是最便宜的原料。当胶水价格和杯胶价格接近平水时，根据价格位置判断，一种情况是胶水价格过低，这一般表明价格处于阶段低位位置，给出底部做多信号；另一种情况是杯胶价格过高，表明价格处于阶段高位位置，给出高位止盈或者做空信号。此外如果胶水升水杯胶过高，也是一个价格顶部的信号。

图 45 沪胶主力与三棵树桶装乳胶价差图



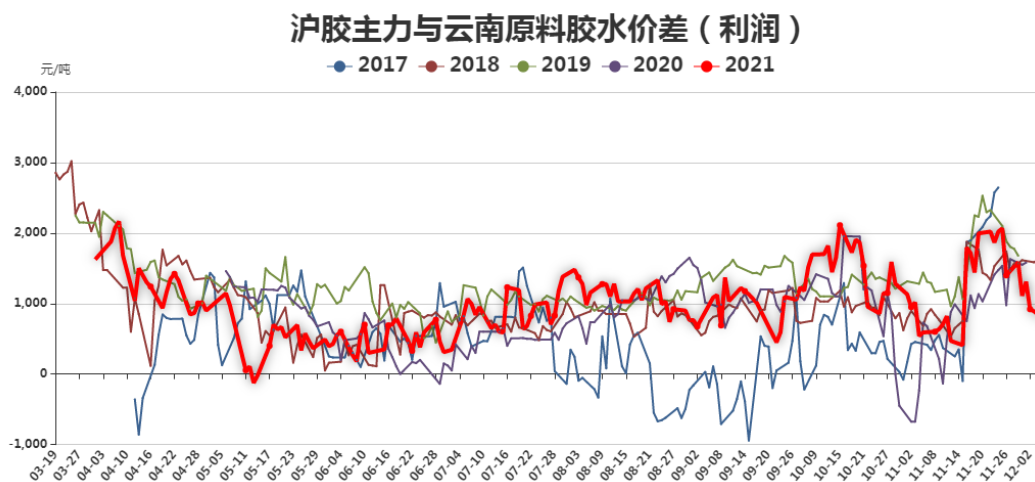


数据来源：卓创资讯、招金期货

沪胶和乳胶价差，沪胶和烟片胶的价差关系与胶水杯胶的价差关系一致，都是表现的高低品种间的升贴水关系。乳胶是价格最低的橡胶品种，沪胶交割品天然升水乳胶，当沪胶和乳胶价差基本平水时，当价格处于低位，则表明沪胶价格过低，可以底部做多。而价格高位并且升水拉开到历史新高，则沪胶有高位风险，需要回调。

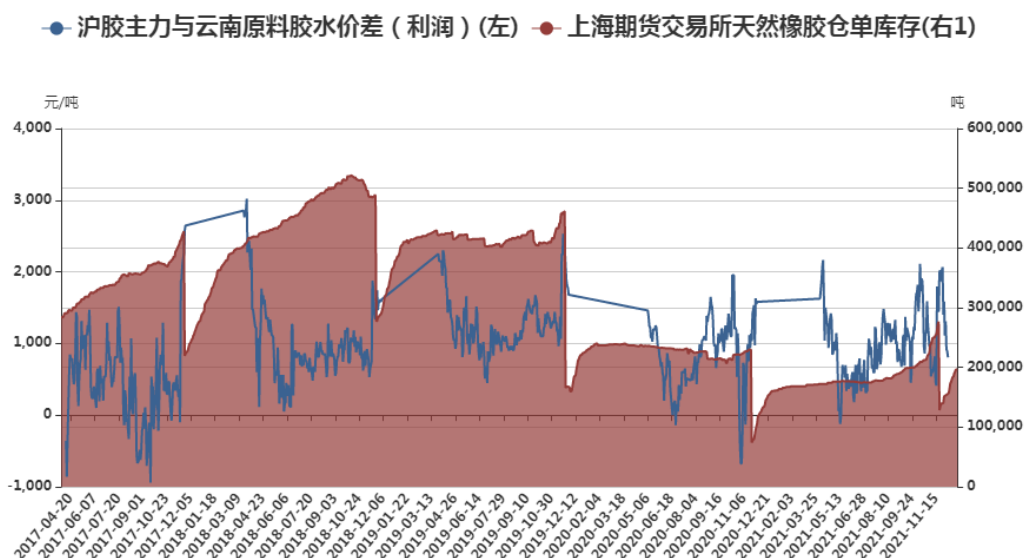
同时，通过对于交割利润的分析，可以大概对应上仓单库存的增长，进而对于沪胶的交割压力有所判断，对于沪胶上行阻力有量化上的确定性。

图 46 沪胶主力与云南胶水价差



数据来源：卓创资讯、招金期货

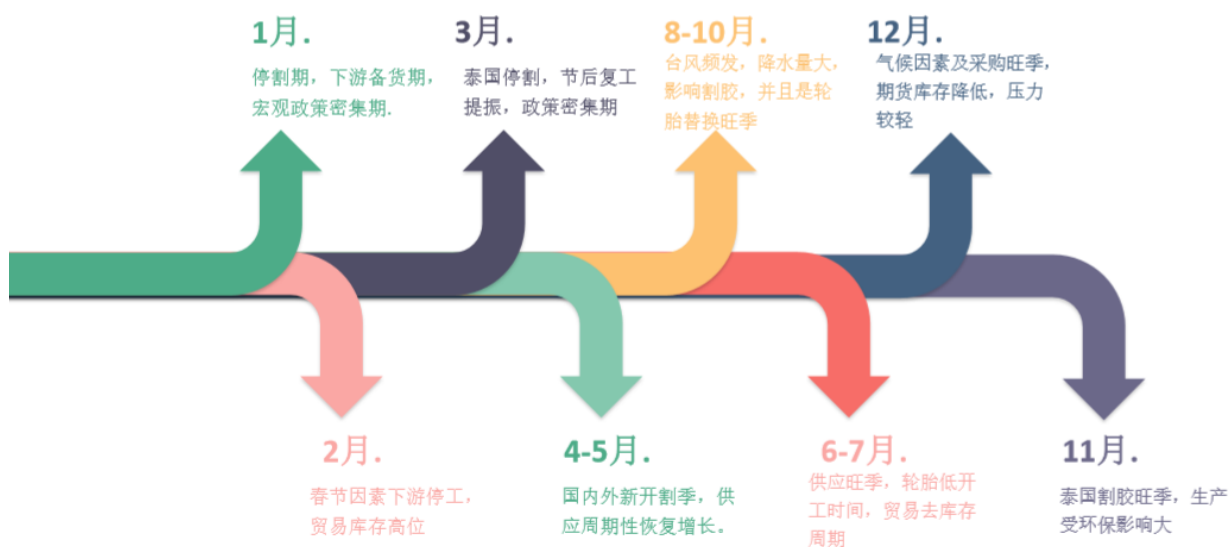
图 46 利润与仓单库存的关系图



数据来源：卓创资讯、招金期货

从图中可以看出，云南原料胶水对盘面的利润，对仓单库存的量有相对的指导意义，并且有一定的领先性。利润高企时刻，仓单库存均处于增长前期。如果现在利润降至低位甚至为负，那么仓单库存增长就会受限。因此在当前利润相对尚可的情况下，仓单库存仍有增量可能，将对价格产生显著压力。

#### 4.5 逻辑策略展望



从供需时间轴上来看，橡胶价格也有其明显的周期性，一般来说影响价格的最主要矛盾会在供应上体现，因此在供应增长季节中，价格下跌的可能性最大，而在容易发生自然灾害的月份，如春节干旱和雨季，对产量会产生较大影响，因此供应问题会决定价格的底部，供应出现问题将影响供需结构，带来结构性上涨行情。

需求对价格的季节性影响并不十分明显，但春节前和年末的需求旺季，对于天胶行情有较大的支撑作用。但需求如果增长有限，则对价格有压制作用，因此需求问题会决定价格的顶部。

从供需增速差来分析，显然 2021 年的消费增速恢复非常快，但明年的消费增速却不十分乐观，主要还是由于全球经济增长不乐观导致的。但是我们也能看到，产量增速也处于一个低增速的阶段，也就是说，未来能够形成行情驱动的核心逻辑，将更重点的偏向需求端，而供应端将成为价格支撑，需求端将决定趋势性行情的发展。

对于 2022 年的橡胶价格预期，基本以震荡思路对待，但相比 2021 年，如果不出现超预期的事件发生，预计波动范围将缩小。预计 2021 年天然橡胶期货主力合约价格运行区间或在 12000-17000 元/吨，月均波动范围主流运行于 13000-15500 元/吨区间。供需两端的矛盾主要集中在供应和需求的增速差的问题上，也就是供应增长快于需求增长的矛盾，以及警惕自然灾害的风险。

从持仓量上来看，沪胶当前活跃合约的持仓量已经是近 10 年的新高，可见市场对于沪胶的关注度十分高，有较高的持仓量，是催生行情的基础条件。同时沪胶价格从月线上来看也处于周期性底部，虽然近期有抬升，但价格水平依然处于 10 年低位，并且合约间的价差已经较低。接下来还需要基本面“故事”上的配合，这样才会趋势性的上涨行情。

因此基于本篇年报的结论和需要关注的未来时间节点和供需、价差、库存的监控指标，我们认为天然橡胶价格现在处于底部巩固抬升，蓄势向上的时间段，未来 2022 年整体操作思路基本不变，维持逢低、回调中买入。行情启动的三个条件：高持仓+低价格+有故事，现在已经具备高持仓和低价格的条件，基本还需要故事的催化，当前看基本面供需结构依然偏弱，但需要主要短期政策刺激和突发气候灾害带来的结构性行情。在没有“好故事”的情况下，高持仓+低价格中以震荡操作为主。

## ➤ 风险提示：

利空：中美贸易关系紧张，宏观经济恶化风险；

利多：国内宏观刺激、汽车消费政策，泰国保价政策，产区气候灾害。

## 免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为招金期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。