



磨底之路延续，震荡调整等风来

走势评级：天然橡胶/20 号胶:震荡

报告日期：2021 年 12 月 29 日

曹璐 高级分析师（能源化工）

从业资格号：F3013434

投资咨询号：Z0013049

Tel: 8621-63325888-3521

Email: lu.cao@orientfutures.com

★2022 年全球天胶消费量预计增长 2%左右：

国内卡客车胎需求或继续回落，乘用车胎市场存在一定支撑，然而由于乘用车胎对天胶需求端的边际影响要明显弱于卡客车胎，因此明年内需整体缺乏韧性，预计增量有限；出口端和海外市场表现均取决于外需复苏进度，相较内需，我们继续看好外需市场的反弹修复空间。虽然当前市场仍受到疫情的阶段性扰动，但疫苗接种的积极进展决定了大方向依然是乐观的。在后续疫情不出现超预期发展的情况下，随着疫情“波浪式潮退”，加上全球缺芯影响逐渐消退，明年海外汽车和轮胎行业或将迎来恢复性增长。2022 年全球天胶消费量预计增长 2%左右。

★2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平：

2022 年全球天胶供给端将继续常态化运行，影响明年全球天胶产量的将主要是天气和主产国天胶释放潜力。拉尼娜现象已经出现，本次拉尼娜对东南亚主产国天胶单产的影响程度预计会比较有限。目前主产国原料价格维持在高位，足够调动胶农的割胶积极性。然而值得注意的是，虽然全球天胶产能拐点还没有出现，但近几年新增产能的下滑已经对产量增长空间构成了制约。即便今年主产国原料价格持续高企且天气状况较为正常，产量也没有明显向上突破。我们认为现阶段产量水平受产能增长潜力的制约，可能已经出现了上行瓶颈。后续若没有极端天气的扰动，预估 2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平。

★国内现货较难明显累库，全球库存或继续小幅去化：

2022 年国内天胶保税库存全年低位运行或为常态，而一般贸易库存也较难出现明显累积。从全球角度，基于我们对供需两端的估算，2022 年全球天胶库存或继续有所去化，预计降至 2019 年左右的库存水平，基本抹去 2020 年疫情带来的累库影响。

★投资建议：

下半年以来，胶价陷入了较长时间的震荡行情中。当前胶价仍处于验证周期行情底部的过程中，还不具备趋势反转动能。从长周期来看，推动行情反转的关键因素仍在供给端，即产能周期拐点何时到来，目前还处于验证阶段。在确认趋势反转之前，行情预计仍以多空博弈下的波段走势为主。展望明年，虽然绝对库存偏高问题仍不会得到根本解决，但库存有所去化或将驱动胶价底部区间震荡抬升。预计沪胶主力合约或在【13500,16000】元/吨区间震荡，20 号胶主力合约或在【10500, 13000】元/吨区间震荡。胶种强弱关系方面，20 号胶预计强于沪胶。

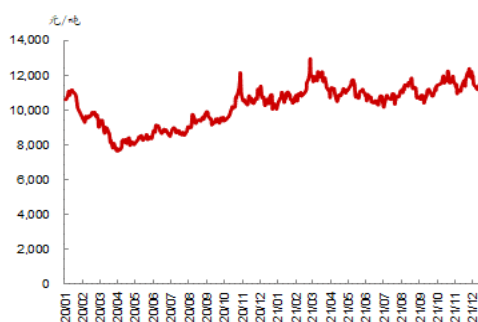
★风险提示：

疫情出现超预期发展。

主力合约行情走势图（RU）



主力合约行情走势图（NR）



目录

1、2021 年橡胶价格走势回顾	5
2、2022 年全球天胶消费量预计增长 2%左右	6
2.1、2022 年国内重卡销量或较 2021 年继续回落	6
2.2、2022 年国内卡客车胎市场将承压运行	8
2.3、2022 年国内乘用车市场有望回暖，乘用车胎需求存在支撑	10
2.4、2022 年我国轮胎出口需求有望景气延续	11
2.5、疫情阶段性扰动，海外需求复苏深化仍是大方向	11
3、2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平	16
3.1、后疫情时代，供给端已恢复常态	16
3.2、拉尼娜已定，后期关注天气端扰动	18
3.3、全球天胶新增产能已过加速释放期，但绝对水平拐点仍需等待	18
4、国内现货较难明显累库，全球库存或继续小幅去化	19
5、投资建议	22
6、风险提示	23

图表目录

图表 1: 沪胶期现货价格走势.....	6
图表 2: 20 号胶期现货价格走势.....	6
图表 3: 中国重卡销量及同比增速.....	7
图表 4: 中国重卡分车型销量同比增速.....	7
图表 5: 中国公路货物周转量.....	8
图表 6: 中国重卡年销量预测.....	8
图表 7: 中国全钢胎开工率.....	9
图表 8: 中国卡客车胎经销商价格指数.....	9
图表 9: 中国乘用车销量及同比增速.....	10
图表 10: 中国汽车经销商库存指数.....	10
图表 11: 中国卡客车胎出口量.....	11
图表 12: 中国乘用车胎出口量.....	11
图表 13: 主要天胶消费国/地区疫苗接种人口占比.....	12
图表 14: 主要天胶消费国/地区每百人疫苗接种剂数.....	12
图表 15: 主要天胶消费国/地区每百人加强针接种剂数.....	13
图表 16: 全球已接种疫苗中加强针占比加速提升.....	13
图表 17: 以色列加强针接种对疫情控制起到了较好效果.....	13
图表 18: 南非新增确诊病例 VS 新增死亡病例.....	13
图表 19: 美国汽车销量.....	14
图表 20: 欧洲汽车销量.....	14
图表 21: 美国汽车制造业与贸易库存销售比.....	15
图表 22: IFO 德国汽车生产行业库存评估指数.....	15
图表 23: 全球天胶消费量预测.....	16
图表 24: ANRPC 合计天胶产量.....	17
图表 25: ANRPC 合计天胶出口量.....	17
图表 26: 泰国中央市场原料胶水价格.....	17
图表 27: 泰国中央市场原料杯胶价格.....	17
图表 28: 常用的厄尔尼诺/拉尼娜监测指标.....	18
图表 29: 厄尔尼诺与拉尼娜的强度分类.....	18
图表 30: 传统产胶国 VS 新兴产胶国天胶产量增速.....	19
图表 31: 全球天胶产量预测.....	19

图表 32: 青岛地区样本仓库天然橡胶保税库存	20
图表 33: 中国标准胶月度进口量	20
图表 34: 青岛地区样本仓库天然橡胶一般贸易库存	20
图表 35: 中国混合胶月度进口量	20
图表 36: 云南产区胶水价格	21
图表 37: 海南产区原料价格	21
图表 38: 沪胶注册仓单量	22
图表 39: 2022 年全球天胶库存或继续小幅去化	22

1、2021 年橡胶价格走势回顾

2021 年橡胶价格走势大体可以分为三段：

年初至 2 月下旬，橡胶期现货价格大幅走强，核心驱动在于对需求复苏的乐观预期，产业链各环节大量补库，带动原料价格上涨。

2 月下旬过后，橡胶期价开始大幅下挫，本轮下跌主要有几方面原因：首先，今年国内产区在开割前天气状况较好，加上现货价格处于高位，2 月底开始市场即存在对今年国内产区提前开割的预期，国产胶供应提前放量的预期对胶价构成了一定打压；其次，3 月中旬欧洲地区疫情出现反弹，部分国家封锁措施再度收紧，市场此前对外需复苏的乐观预期受到打压。此外，3 月以来轮胎厂家内销订单也有所转弱，主要是节后在轮胎厂家连续发布涨价函的刺激下，2 月中下旬轮胎代理商和终端零售大量囤货，3 月开始进入库存消耗阶段，加上终端需求表现不佳，继续进货意愿不强。3 月中旬开始轮胎厂家出货较前期放缓，需求边际转弱是胶价走弱的重要原因；再次，3 月以来随着市场风险偏好回落，橡胶期价跌幅超出现货，沪胶非标套利价差的快速收窄使得大量去年上半年入场的非标套利盘得以解套，套利盘大量平仓导致现货市场出现踩踏式集中卖出现象。此外，4 月中旬泰国橡胶局抛储和金融委会议首次提到关注大宗商品价格走势均对多头心态造成了比较大的冲击。

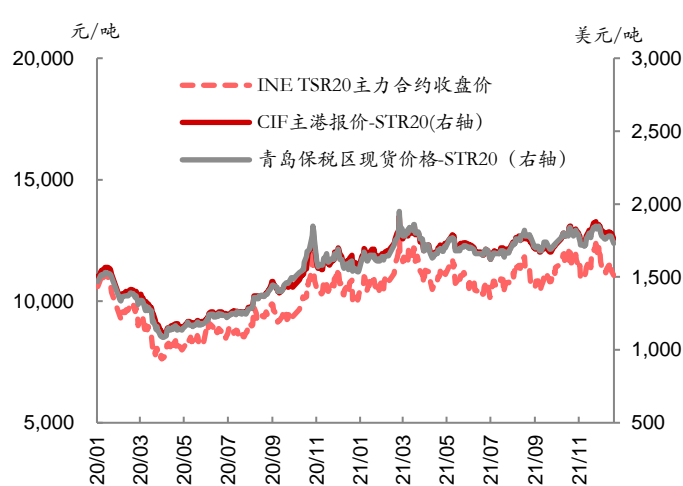
下半年以来，在经历前期大幅下挫后，相较前期，橡胶基本面缺乏明显驱动力，行情偏向于多空博弈。空头主要基于供需逻辑空配或做基差收敛行情，多头主要基于商品通胀环境不断测试做多安全边际或按低估值寻找买点搏反弹行情。值得注意的是，虽然没有出现趋势性行情，但相较 6 月底的价格低点，下半年以来胶价重心整体呈震荡抬升态势。主要有以下几点原因：首先，下半年随着其他诸多商品陆续退潮，价格表现比较理性同时经过多轮挤水分估值处于低位的橡胶成为资金青睐的对象，空方进一步打压动能不足；其次，海外产区进入旺产季后原料价格始终处于高位，橡胶成本端支撑较强，而且今年由于天气因素，高峰期原料产出存在一定不确定性；再次，疫情导致部分海外船货延期到港，入库量不及预期，下半年以来市场预期的国内现货累库时间节点不断后移，也从供给端给到国内现货和期货盘面支撑。

图表 1：沪胶期现货价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：20 号胶期现货价格走势



资料来源：Wind，中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

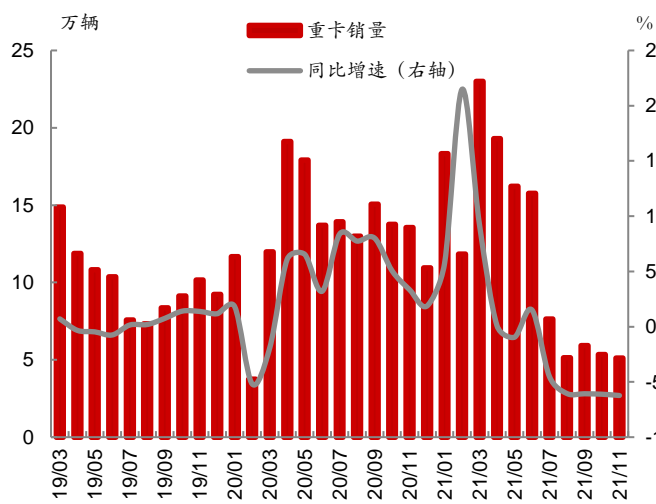
2、2022 年全球天胶消费量预计增长 2%左右

2.1、2022 年国内重卡销量或较 2021 年继续回落

2021 年 1-11 月国内重卡销量约 134 万辆，较去年同期下滑约 9.4%。下半年以来重卡销量单月同比增速大幅下挫，基本维持在-50%以上。即便考虑去年同期高基数的影响，和 2019 年进行比对，今年 7-11 月份的重卡销量较 2019 年同期也大幅下滑近 32%。

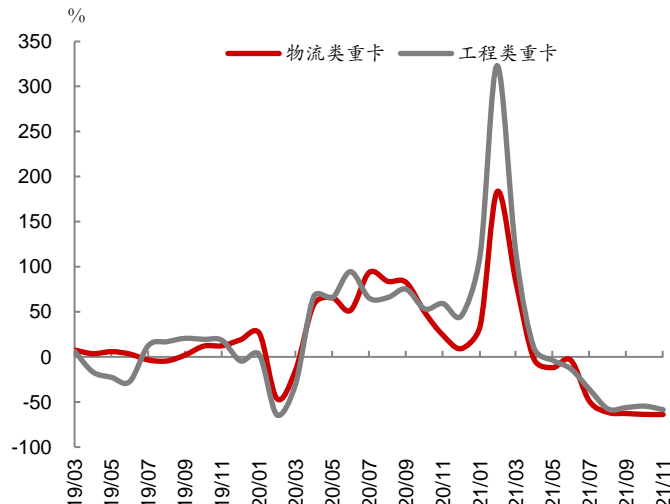
疫情过后，随着国内公路物流景气复苏以及车企生产恢复正常，叠加国三柴油车淘汰和国六排放升级的政策影响，重卡产销出现爆发式增长。今年二季度开始，重卡行业结束了疫情过后持续十二个月的同比高增长，需求表现变得低迷，下半年以来需求加速回落。

图表 3：中国重卡销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

图表 4：中国重卡分车型销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

二季度以来重卡行业景气度下行的原因是多方面的，我们认为主要有以下几点：

1) 首先，国内重卡市场是典型的“政策市”，受行业政策的影响较大。我们在前期报告中分析过，疫情过后驱动国内重卡产销爆发式增长的主要政策有两个，分别是国三柴油车淘汰和国六排放升级。

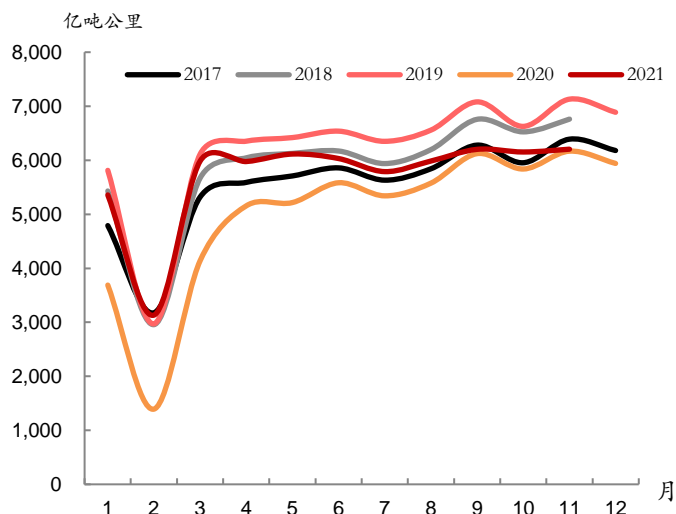
2020 年是国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，为推进国三柴油车的淘汰置换，多省市出台了相应的淘汰补贴政策，补贴政策多在 2020 年内到期，用户出于经济性考虑也主要集中在最后一年将车辆淘汰。除补贴外，2020 年国三车辆的限行区域也进一步增加。在补贴政策和路权限制的共同作用下，国三柴油车在 2020 年迎来了加速淘汰。除国三车加速淘汰外，本轮重卡销量爆发式增长的另一驱动在于国六排放升级政策。全国范围内针对所有重型车的国六 A 排放标准从 2021 年 7 月 1 日起开始执行，从历史经验看，每轮排放升级通常是提前半年左右拉动重卡销量。在国三柴油车淘汰和国六排放升级政策的双重驱动下，去年疫情后至今年 1 季度，重卡行业持续高景气态势。

进入 2021 年，国三柴油车的淘汰力度明显下降，随着多地补贴政策的告一段落，在缺乏纲领性文件和引导淘汰手段的情况下，国三车淘汰对重卡产销的驱动作用也逐渐消退。此外，由国六排放升级带来的置换需求也基本在 2021 年上半年释放完毕。前期政策驱动下的爆发式增长也在很大程度上透支了未来需求，二季度尤其是下半年以来重卡行业明显承压运行。

2) 18 年国务院印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》，指出要以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，减少公路运输量，提升铁路、水路运输能力。近年来，在该行动计划的指引下，大宗货物的公路运输需求逐渐被压制。除此之外，今年国内环保限产力度在不断加强，导致公路货运需求表现低迷。16 年以来，我国公路货物周转量是逐年增加的。去年受疫情影响，公路货物周转量大幅下滑。疫情过后虽然国内物流市场逐渐复苏，但公路货物周转量始终未能超过 19 年同期水平。今年受

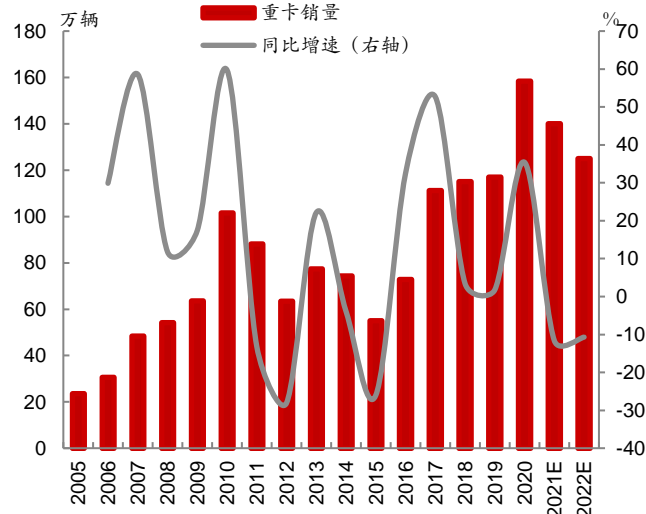
国内环保限产力度不断加大的影响，年后公路货物周转量并没有呈现季节性上行的趋势。下半年以来，公路货物周转量已经和 18、19 年同期水平存在较大差距。公路货运量不足也是导致今年二季度以来重卡行业景气度下行的重要原因。

图表 5: 中国公路货物周转量



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 6: 中国重卡年销量预测



资料来源: 中国汽车工业协会, 东证衍生品研究院

我们认为 2022 年重卡行业景气度或继续回落，市场需求乏力将导致重卡产销持续承压。首先，当前无论是国三柴油车淘汰还是国六排放升级政策对重卡需求端的提振作用均已基本消退，并且这种短期政策刺激也在很大程度上透支了未来需求，在没有新的政策发力的情况下，重卡市场较难再获得明显增量；其次，“碳中和”背景下，国内各行业污染防治工作将长期进行，环保限产趋于常态化，由此导致的大宗商品货源减少、运力饱和也将对重卡产销造成负面影响；再次，今年 11 月份在中办国办印发的重磅文件《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》中，专门指出要加快大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”，大力发展公铁、铁水等多式联运。“十四五”时期，铁路货运量占比提高 0.5 个百分点，水路货运量年均增速超过 2%。可以预见，未来大宗货物和中长途货物运输的公路运输需求将继续被铁路和水路运输分流，从而导致重卡市场需求被削减。综上分析，我们估算 2022 年重卡销量或在 125 万辆左右，较 2021 年继续回落。

2.2、2022 年国内卡客车胎市场将承压运行

今年 5 月份以来，国内全钢胎开工率明显走低，此后基本持续低于 18-20 年同期水平，开工表现低迷主要有以下几方面原因：

首先，春节后在轮胎厂家连续发布涨价函的刺激下，2 月中下旬轮胎代理商和终端零售大量囤货，在推升厂家开工率的同时也透支了市场后市需求，3 月开始中下游进入库存消耗阶段，由于终端需求表现较弱，经销商消耗前期库存为主，继续进货意愿不强，导致轮胎厂家出货速度较前期放缓，库存累积压力下轮胎企业开始降负荷；

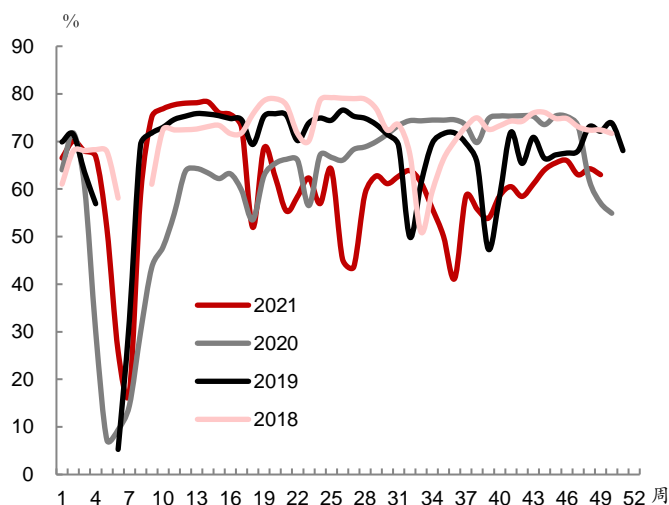
其次，去年疫情过后得益于重卡市场因政策驱动的高景气，国内卡客车配套胎订单火爆。而今年二季度以来，重卡产销表现开始变得低迷，尤其是下半年重卡需求加速回落，卡客车配套胎订单量减少是全钢胎开工率走低的重要原因；

再次，近年来国内卡客车替换胎市场持续低迷，拖累了轮胎整体需求表现。而今年受环保限产力度不断加大的影响，大宗商品货源减少、运力饱和和进一步削弱了卡客车替换胎终端需求，也导致全钢胎开工率明显承压；

除此之外，政策因素对轮胎厂家开工也构成了阶段性扰动。8月下旬时中央生态环境保护督察组进驻山东，对高污染行业进行全方位检查，导致本就疲弱的轮胎企业开工率连续几周环比大幅下挫，开工负荷一度跌至5成以下。9月中旬时开工率本有所回升，但能耗双控影响开始发酵，山东多地发布了限电政策，轮胎行业再度受到冲击。

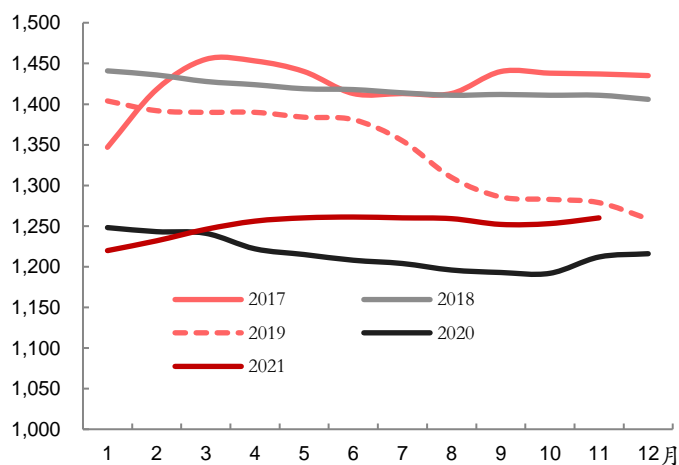
国庆节后，随着前期环保限电的影响逐渐消退，全钢胎开工率有所回升，但由于终端市场需求未有明显改善，开工负荷仍持续低位运行，反映终端市场景气状况的国内卡客车胎经销商价格指数也维持在低位。

图表 7: 中国全钢胎开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 中国卡客车胎经销商价格指数



资料来源: 我的轮胎网, 东证衍生品研究院

对于明年国内卡客车胎市场需求我们并不乐观。首先，明年国内重卡行业景气度或继续回落，重卡产销乏力将导致配套胎需求承压；其次，明年卡客车替换胎需求将受到三方面利空因素压制：1) 环保限产趋于常态化和“公转铁”“公转水”政策将继续抑制大宗货物和中长途货物运输的公路运输需求，导致卡客车替换胎市场需求减弱；2) 近年来针对长途干线和短途支线的治超政策不断强化，车辆普遍标载下，轮胎磨损率被大大降低，换胎周期从治超前的半年延长到一年至一年半甚至更长时间，对替换胎需求的压制作用比较明显；3) 激烈的市场竞争环境下，轮胎企业也在不断对轮胎产品进行优化升级，轮胎使用寿命被延长，也不利于提升替换胎销量。在上述利空因素持续存在的情况下，我们认为明年卡客车替换胎销量会较今年下滑 5% 左右。整体来看，2022 年国内卡

客车胎需求增速预计在-6%左右。

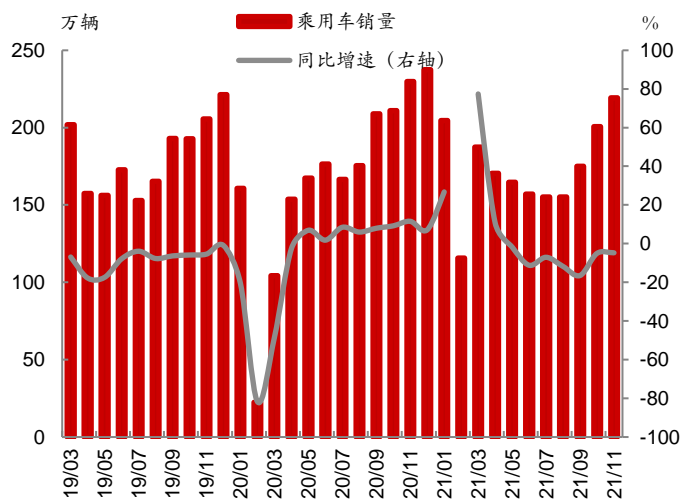
2.3、2022 年国内乘用车市场有望回暖，乘用车胎需求存在支撑

和卡客车胎相比，乘用车胎配方中的天胶用量较少，因此虽然乘用车销量占汽车总销量的 80%以上，但国内所消费的乘用车配套和替换胎的用胶量仅占国内天胶消费总量的 10%左右，对天胶需求端的边际影响要明显弱于卡客车胎。

今年二季度以来汽车芯片短缺问题逐渐凸显，5 月份开始国内乘用车销量出现下滑。即便考虑去年同期基数影响，和 19 年进行比对，今年 5-9 月份的乘用车销量较 19 年同期也下滑了近 4%。9 月末开始芯片供应有所改善，10 月、11 月国内乘用车销量回升明显，同比降幅明显收窄。本次汽车芯片短缺问题主要是受汽车行业需求与芯片产业周期“错配”、疫情导致半导体行业减停产以及部分芯片生产企业出现火灾等多重因素的影响。随着上游芯片生产厂家陆续恢复生产，芯片产能开始复苏，后续芯片供应紧张局面预计会逐渐缓解。此外，国内也在对汽车芯片经销商哄抬价格、囤积居奇等扰乱市场的行为进行打击，车企方面也在积极寻求合理利用芯片设计车型的方案。预计 2022 年全球范围的芯片短缺问题会逐步得到解决，芯片短缺对乘用车产销的影响也将逐渐消退。

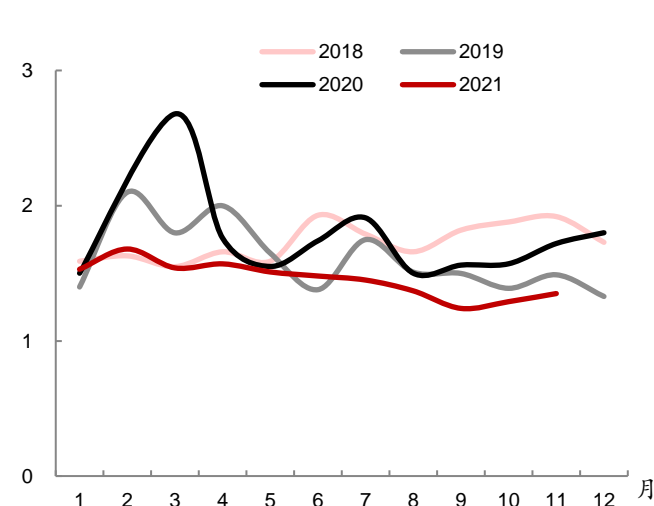
我们比较看好 2022 年乘用车市场的回暖趋势，在芯片短缺问题逐步解决、疫情后居民出行逐渐回归常态以及产业链补库存需求等多重因素的共同作用下，2022 年乘用车市场有望回暖，从而对乘用车配套胎需求构成支撑。而随着国内疫苗接种的持续推进，疫情后居民出行频次增加也将增加替换胎的耗用量。综合考虑下，2022 年乘用车胎销量或录得 2%的增速。

图表 9: 中国乘用车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

图表 10: 中国汽车经销商库存指数



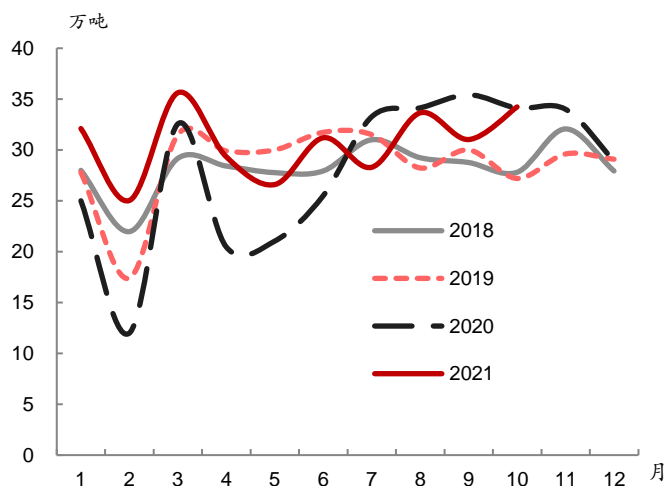
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.4、2022 年我国轮胎出口需求有望景气延续

去年下半年随着海外需求的复苏，我国轮胎产业链全面复工复产叠加性价比高的优势开始凸显，国外轮胎补货订单流向中国市场，我国轮胎出口订单明显回暖，去年下半年我国轮胎出口量基本持续高于往年同期。

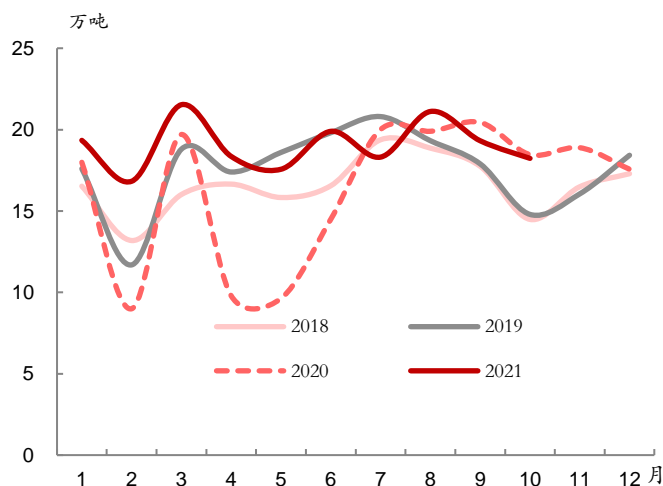
今年以来，我国轮胎出口市场延续了去年下半年以来的良好态势。1-10 月份我国卡客车胎出口量较去年同期增长了 12%，较 19 年同期增长了 8% 左右；1-10 月份我国乘用车胎出口量较去年同期增长了 19%，较 19 年同期增长了约 7.8%。虽然今年存在海运费暴涨、集装箱紧缺的问题，但是国内轮胎企业合力开启了“新模式”，利用散装货船运输，从而保证了轮胎产品出口保持良好态势。

图表 11: 中国卡客车胎出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 中国乘用车胎出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

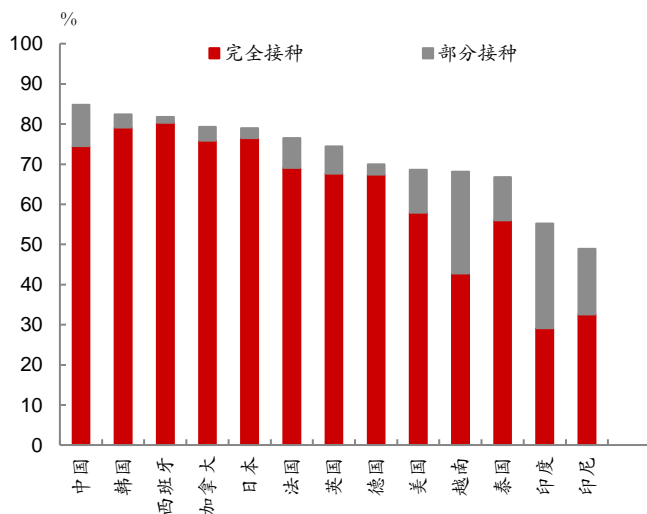
今年以来虽然海外疫情频发，全球疫情形势依然严峻，但我国轮胎出口所受影响并不明显，主要有两方面原因：首先是全球疫情常态化背景下，各国重启经济为主，需求处于回暖阶段，对我国轮胎出口形成支撑；其次，后疫情时代，我国轮胎产业链全面复工复产叠加性价比高的优势凸显，也承接了部分其他国家的出口转移订单。自去年下半年海外需求复苏以来，我国轮胎出口端持续呈现出较强韧性。目前全球范围的疫苗接种在加速，发达国家在推进加强针，明年海外需求预计将延续修复路径，经济和贸易共振复苏将继续提振我国轮胎出口端。综上分析，我们看好 2022 年我国轮胎出口需求景气延续，轮胎出口量或录得 4% 的增速。

2.5、疫情阶段性扰动，海外需求复苏深化仍是大方向

今年以来，海外市场需求复苏依然受到疫情的阶段性扰动。中长期来看，疫苗仍是推进需求复苏深化的关键所在。

从全球各主要天胶消费国和地区的疫苗接种情况看，欧美发达国家每百人疫苗接种剂数始终维持在较高水平；日韩下半年开始疫苗接种速度大幅提升；而几个新兴市场国家四季度开始接种加速。从接种比例看，截至11月20日，主要天胶消费国和地区已接种疫苗（完全接种+部分接种）的人口占比均已超过50%。并且除了开启大规模接种较晚的几个新兴市场国家外，其余主要消费国和地区的疫苗接种人口占比均在70%以上。

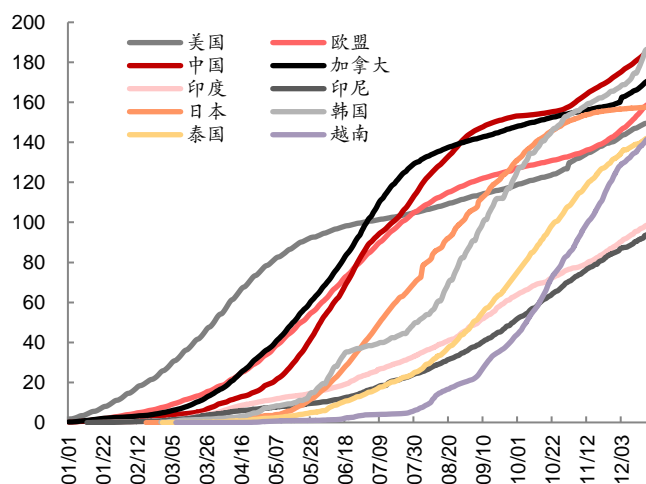
图表 13: 主要天胶消费国/地区疫苗接种人口占比



资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

注: 因部分国家仅更新到11月20日, 因此数据统一截止至11月20日

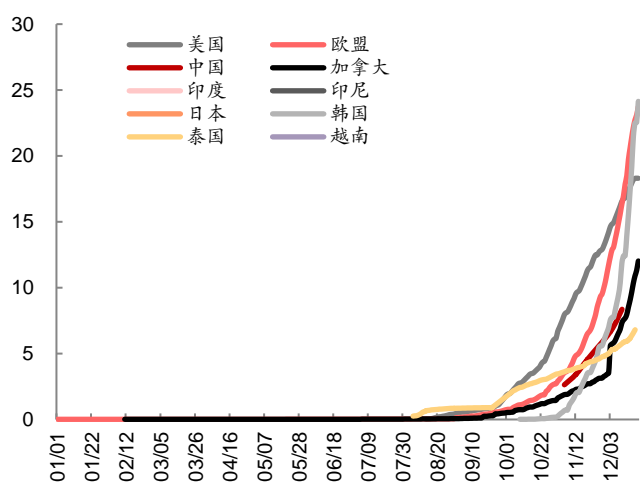
图表 14: 主要天胶消费国/地区每百人疫苗接种剂数



资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

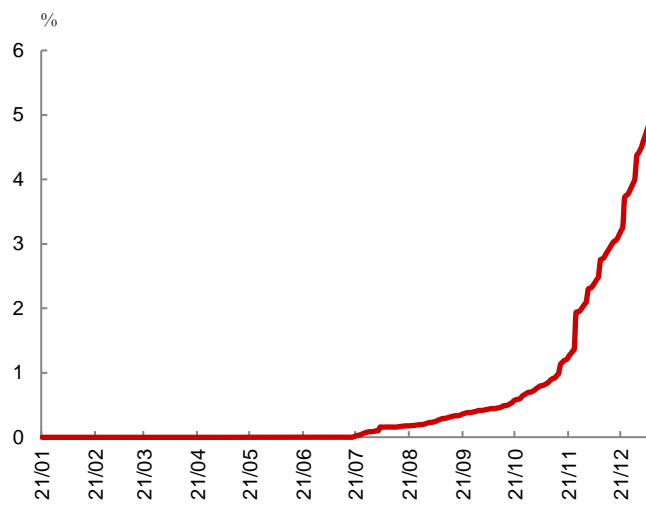
此外, 9月份开始欧美等发达国家陆续扩大加强针接种范围。四季度以来, 全球已接种疫苗中加强针的占比加速提升。加强针接种对控制疫情起到了较好的效果, 目前全球加强针接种比例最高的国家是以色列, Delta 疫情升级时以色列新增确诊病例有所反弹, 但随着加强针接种比例的提升, 其国内新增确诊病例也持续下降至非常低的水平。以色列接种加强针后对疫情的较好控制成为全球接种相对领先国家的一个范本。

图表 15: 主要天胶消费国/地区每百人加强针接种剂数



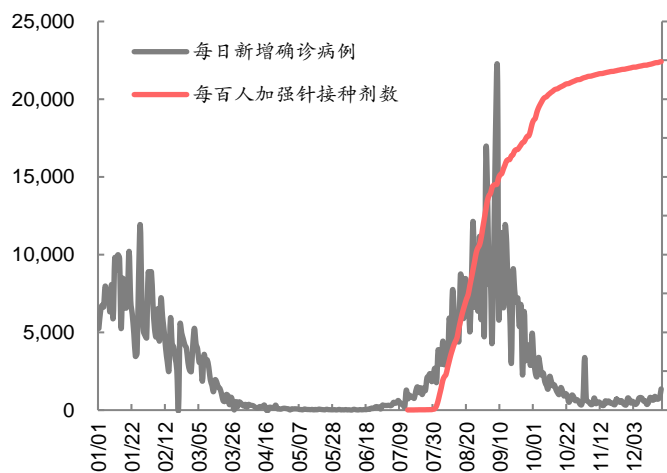
资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

图表 16: 全球已接种疫苗中加强针占比加速提升



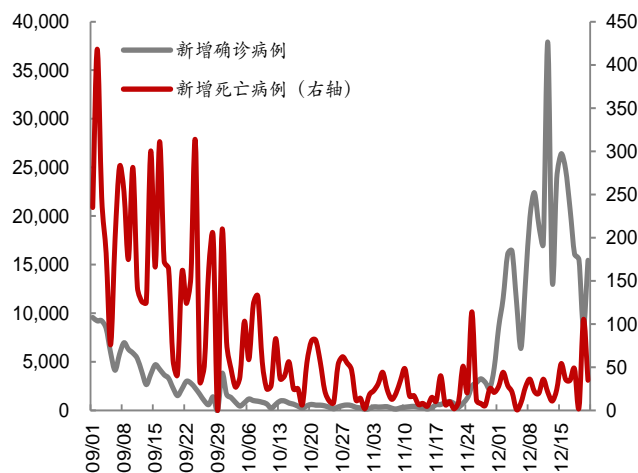
资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

图表 17: 以色列加强针接种对疫情控制起到了较好效果



资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

图表 18: 南非新增确诊病例 VS 新增死亡病例



资料来源: Ourworldindata, 东证衍生品研究院

11 月以来, Omicron 变种在各地的快速传播再度引发了市场的关注。从近期 Omicron 在全球传播情况和各方研究数据看, Omicron 整体呈现出传染性高但症状轻微的特点。辉瑞与 BioNTech 公布的实验室测试结果显示虽然两剂疫苗预防 Omicron 感染的能力有所降低, 但仍可预防重症, 且加强针可以提升保护效果。此外, Omicron 感染者症状轻微, 也好于此市场预期。从 Omicron 感染比例最高的南非来看, 自 Omicron 变种出现以来, 南非本国新增确诊病例快速增加, 但同期的新增死亡病例并没有明显变化。

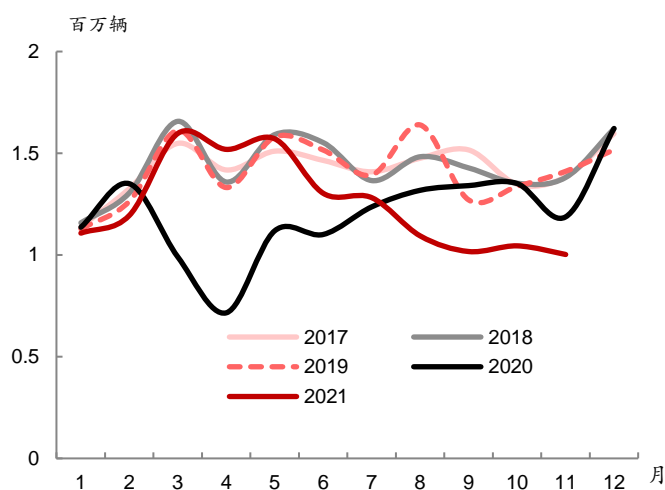
近期受 Omicron 变种快速传播的影响, 更多国家加强了防疫措施。基于当前 Omicron 低重症率的特征, 本轮 Omicron 造成的影响可能要小于之前 Delta 变种造成的冲击, 也较

难逆转 Delta 冲击过后海外需求边际修复的大方向。

整体来看，随着各国疫苗接种提速，接种比例不断提升，虽然市场仍受到疫情的阶段性扰动，但大方向是积极的，尤其是近期加强针接种范围的扩大有望使全球疫情尽快得到控制。明年海外需求复苏预计仍会是渐进式的，发达国家由于疫苗接种较早且率先推进加强针，需求修复进程将继续领先，而新兴市场开启大范围疫苗接种的时间比较晚，且发达市场加强针的推进或将进一步延后中低收入国家获得疫苗的时间，进而影响其修复和开放步伐。但整体来看，由于疫苗接种的积极进展，后续疫情有望“波浪式潮退”，2022 年海外需求复苏深化仍是大方向。

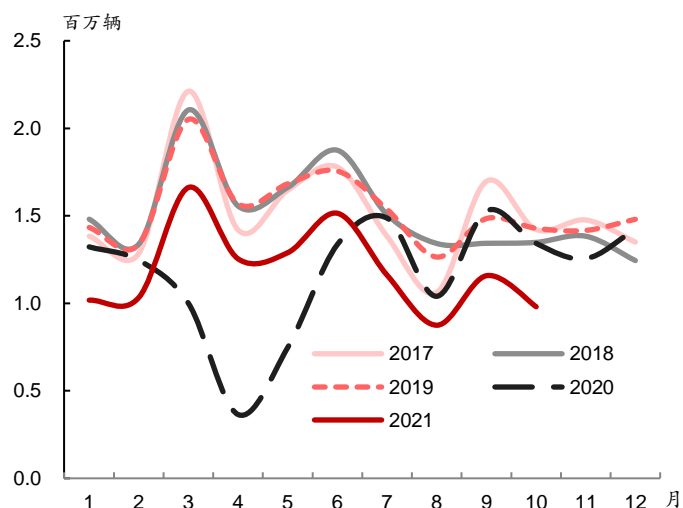
今年以来，除了疫情扰动，海外汽车行业还遭受芯片短缺的影响。1-11 月份美国汽车销量同比去年增长 7% 左右，较 19 年同期下滑约 11%。1-10 月份欧洲汽车销量同比去年增长约 5%，较 19 年同期大幅下滑 23% 左右。其中，下半年以来的销量下滑较为明显。美国 7-11 月份的汽车销量相比 19 年同期下降了 23%，欧洲 7-10 月份的汽车销量相比 19 年同期下降近 27%。海外汽车行业在经历疫情后，今年又遭受芯片短缺的影响，行业生产受阻，渠道库存持续降低，消费需求被抑制。

图表 19: 美国汽车销量



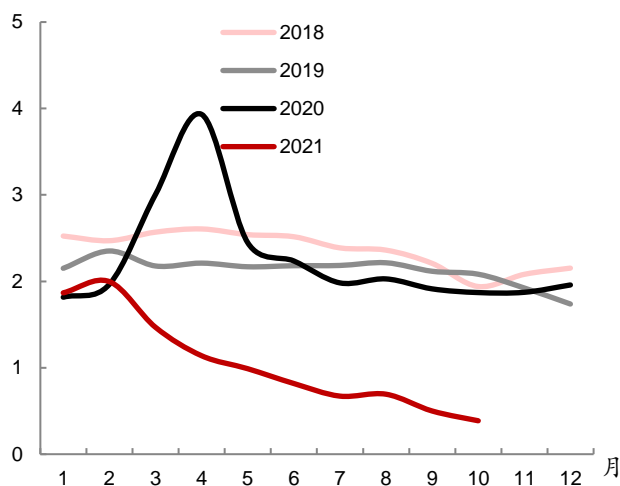
资料来源: WardsAuto, 东证衍生品研究院

图表 20: 欧洲汽车销量



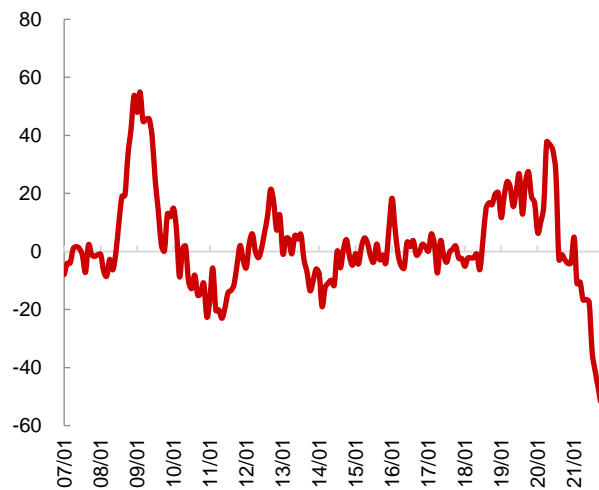
资料来源: 中国汽车工业协会, 东证衍生品研究院

图表 21: 美国汽车制造业与贸易库存销售比



资料来源: BEA, 东证衍生品研究院

图表 22: IFO 德国汽车生产行业库存评估指数

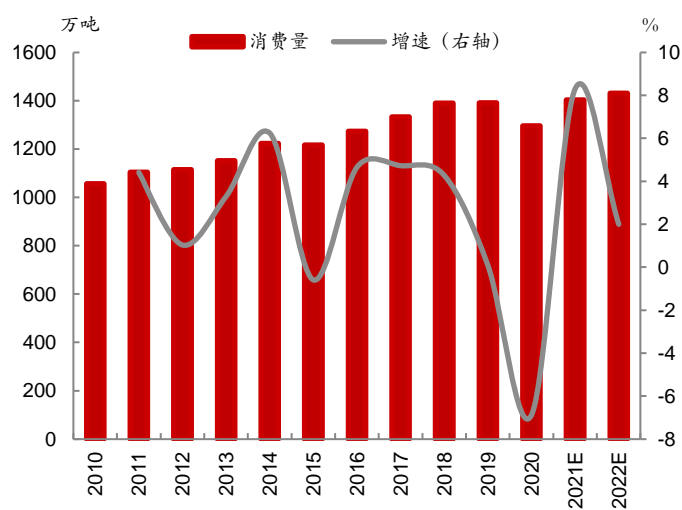


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

四季度开始,全球芯片短缺局面有所缓解。随着上游芯片生产厂家陆续恢复生产,芯片供应增加,后续汽车产量有望逐步提升。当前海外汽车消费及补库需求较强,由于产量不足、提车周期长而受到抑制的消费需求将在产量提升后释放。在后续疫情不出现超预期发展的情况下,2022 年海外汽车行业或将迎来恢复性增长。随着疫情“波浪式潮退”,海外汽车产业链将进入加速补库存阶段,持续利好海外汽车和轮胎产销,2022 年海外市场需求预计较 2021 年增长 6%左右。

综上分析,展望明年需求端,内需方面,国内卡客车胎需求或继续回落,乘用车胎市场存在一定支撑,然而由于乘用车胎对天胶需求端的边际影响要明显弱于卡客车胎,因此明年内需市场整体缺乏韧性,预计需求增量有限;出口端和海外市场表现均取决于外需复苏进度,相较内需,我们继续看好外需市场的反弹修复空间。虽然当前市场仍受到疫情的阶段性扰动,但疫苗接种的积极进展决定了大方向依然是乐观的。在后续疫情不出现超预期发展的情况下,随着疫情“波浪式潮退”,加上全球缺芯影响逐渐消退,明年海外汽车和轮胎行业或将迎来恢复性增长。综合内外需估算,2022 年全球天胶消费量预计较 2021 年增长 2%左右。

图表 23: 全球天胶消费量预测



资料来源：IRSG，东证衍生品研究院

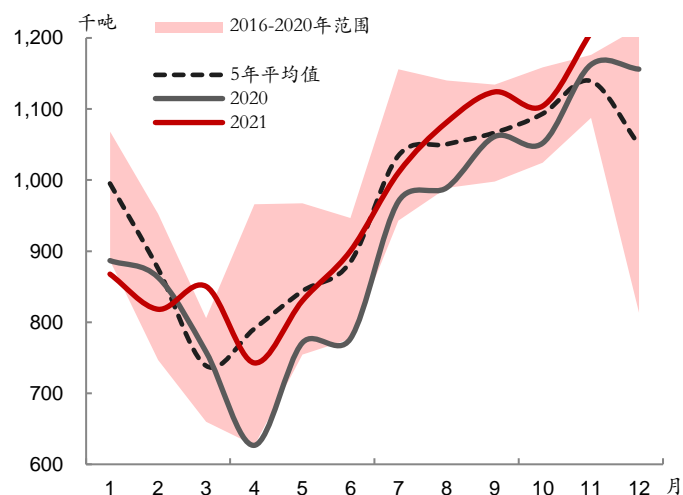
3、2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平

3.1、后疫情时代，供给端已恢复常态

去年疫情期间，东南亚主产国面临的主要问题是需求下滑带来的被动减产，当地胶农割胶活动并没有受到明显影响。随着海外需求步入复苏阶段，供给也逐渐恢复常态。去年四季度以来，ANRPC 合计天胶产量基本在五年均值附近波动。

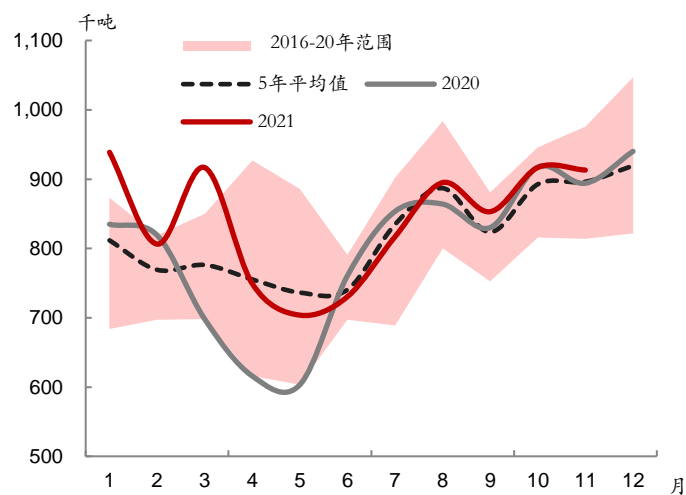
出口方面，去年疫情期间主产国天胶出口量一度大幅下滑，也主要源于需求不足而非其他不可抗力。虽然泰国、印尼、越南等国都曾宣布过进入紧急状态，但均未对外运港口进行过封闭。去年 6 月之后，随着海外需求复苏，主产国出口也明显回升。今年以来，ANRPC 合计天胶出口量基本在五年均值上方运行。

图表 24: ANRPC 合计天胶产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 25: ANRPC 合计天胶出口量

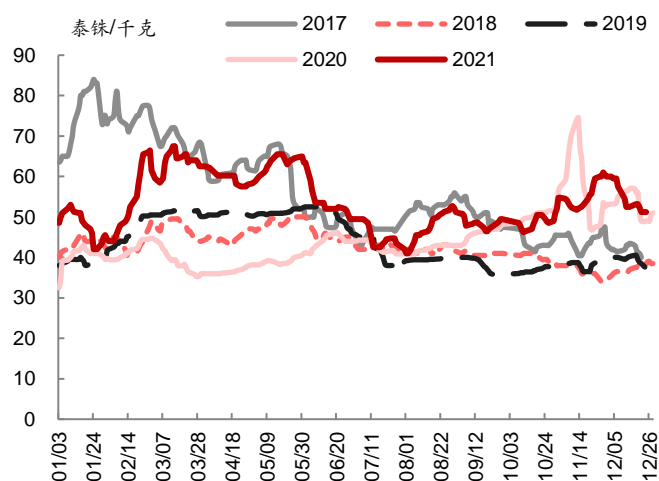


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

今年以来随着海外需求复苏深化, 加上通胀环境下大宗原材料价格普遍抬升, 以泰国为例, 今年泰国中央市场原料胶水和杯胶价格持续处于高位, 胶农不缺乏割胶积极性。

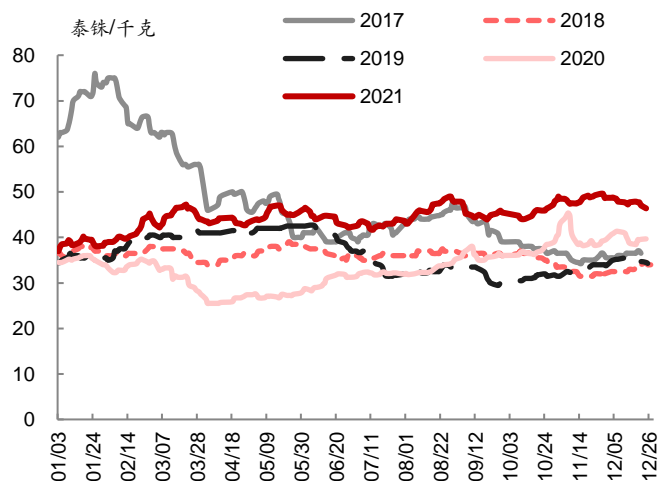
受益于全球疫苗接种工作的积极进展, 需求渐进式修复进程仍将延续, 加上主产国原料价格处于高位、胶农不缺乏割胶积极性, 明年供给端将继续常态化运行。影响 2022 年全球天胶产量的将主要是天气和主产国天胶释放潜力。

图表 26: 泰国中央市场原料胶水价格



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

图表 27: 泰国中央市场原料杯胶价格



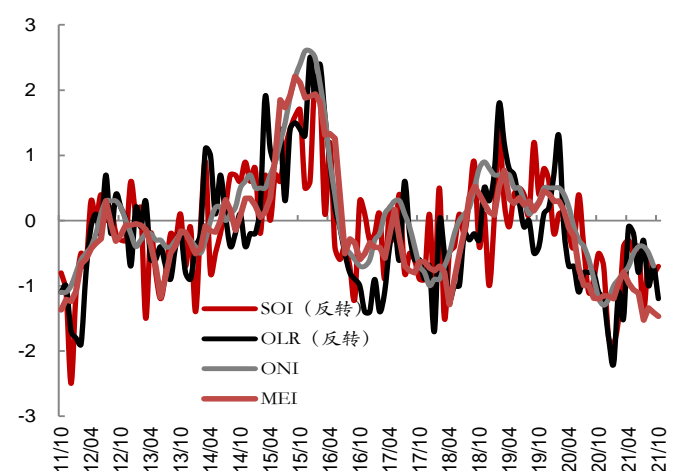
资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

3.2、拉尼娜已定，后期关注天气端扰动

橡胶生产过程中，极端天气（厄尔尼诺/拉尼娜）及自然灾害（台风、洪灾等）的发生可能会造成一定减产影响。自然灾害的不可预知性较高，厄尔尼诺/拉尼娜事件的发生概率可以通过气象模型进行预测，是研究供给时需要持续跟踪的指标，通常也会引发市场的炒作情绪。

目前 NOAA、BOM、中国气象局等全球主流气象机构均已宣布拉尼娜现象的出现，相关监测指标也印证了这一点。根据气象模型预测，本次拉尼娜事件将是短暂的，仅会持续几个月时间，预计在北半球的春季或南半球的秋季回到中性状态。

图表 28: 常用的厄尔尼诺/拉尼娜监测指标



资料来源：NOAA，东证衍生品研究院

图表 29: 厄尔尼诺与拉尼娜的强度分类

级别	SST anomaly
弱厄尔尼诺	0.5°C-0.9°C
中等强度厄尔尼诺	1.0°C-1.4°C
强厄尔尼诺	>1.5°C
弱拉尼娜	(-0.9°C) ~ (-0.5°C)
中等强度拉尼娜	(-1.4°C) ~ (-1.0°C)
强拉尼娜	<-1.5°C

资料来源：维基百科，东证衍生品研究院

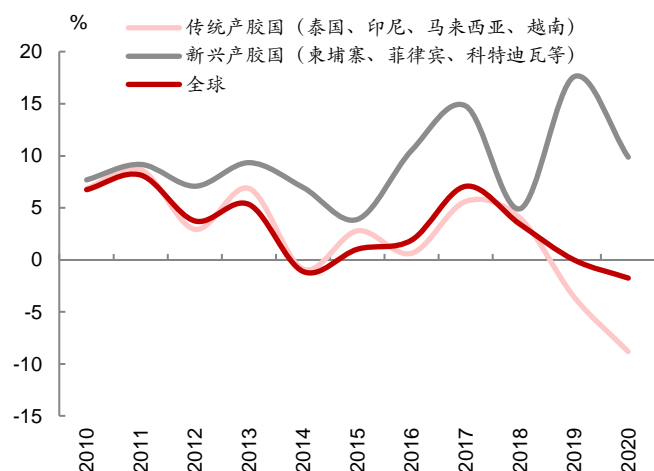
根据中国国家气候中心的研究数据，今年北半球在冬季可能形成一次弱至中等强度的拉尼娜事件。而基于我们前期的研究成果，中等强度及以下的拉尼娜发生时，东南亚主产国天胶单产的受影响程度较为有限。只有强拉尼娜发生时，主产国整体单产水平才有较大概率受到负面影响。后期气候演变仍具有一定不确定性，需要持续关注天气端的扰动。

3.3、全球天胶新增产能已过加速释放期，但绝对水平拐点仍需等待

除天气以外，另一影响明年全球天胶产量的主要因素是主产国的天胶释放潜力。我们在之前报告中分析过，从橡胶树生长周期的角度，2020 年后全球天胶新增产能已经度过加速释放期，而根据模型预测，产能绝对水平的下降预计要到 2024-2027 年间。

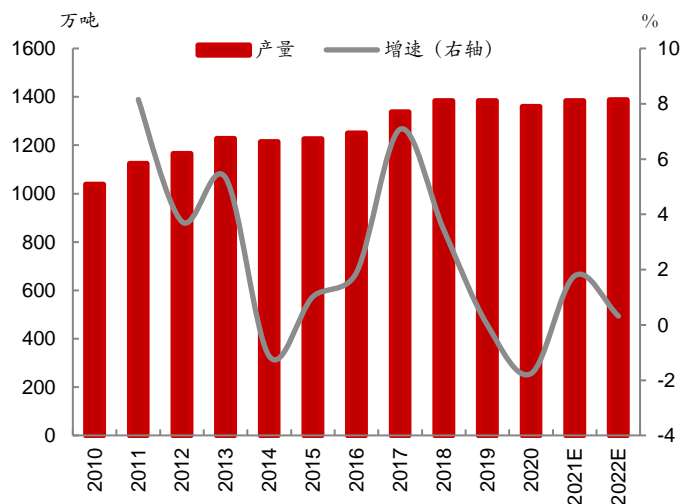
虽然近几年几大老牌产胶国（泰国、印尼、马来和越南）的产量增长已经出现偏慢或产出下滑的情况，但新兴产胶地（柬埔寨、缅甸、老挝、科特迪瓦等）的产量仍维持正增长。新兴产胶地由于胶园普遍较新，且多为高产树种，割胶成本也低于几大老牌产胶国，产量始终维持较高增速。新老产区这种供给释放节奏上的差异是目前全球天胶产出潜能仍维持在高位的主要原因，预计要到 2024-27 年间，全球产能才会出现绝对水平的下降。

图表 30: 传统产胶国 VS 新兴产胶国天胶产量增速



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

图表 31: 全球天胶产量预测



资料来源: IRSG, 东证衍生品研究院

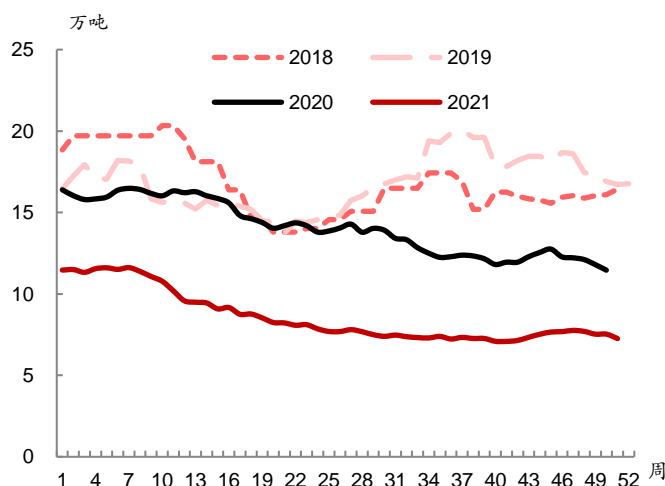
综合分析, 2022 年全球天胶供给端将继续常态化运行, 影响明年全球天胶产量的将主要是天气和主产国天胶释放潜力。目前拉尼娜已经出现, 本次拉尼娜事件将是短暂的, 仅会持续几个月, 强度上也可能是弱至中等强度, 因此对东南亚主产国天胶单产的影响程度预计会比较有限。目前主产国原料价格维持在高位, 足够调动胶农的割胶积极性。然而值得注意的是, 虽然产能绝对水平的拐点还没有出现, 但近几年新增产能的下滑已经对产量增长空间构成了制约。2018 年以来, 全球天胶产量基本在 1380 万吨附近波动, 即便今年主产国原料价格持续高企且天气状况较为正常, 产量水平也没有明显向上突破。整体来看, 我们认为当前产量水平受产能增长潜力的制约, 可能已经出现了上行瓶颈。综合各因素, 后续若没有极端天气的扰动, 预估 2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平。

4、国内现货较难明显累库, 全球库存或继续小幅去化

我国天胶保税库存主要是进口美金标胶, 用于生产出口用轮胎产品。今年以来, 我国轮胎出口市场延续了去年下半年以来的景气态势, 轮胎企业标胶采购积极性较高。而与此同时, 我国标胶进口量并没有明显提升, 1-10 月份标胶进口量较 19 年同期下滑了 11% 左右, 究其原因, 一方面是疫情导致部分海外船货延期到港, 另一方面海外市场需求复苏分流了部分主产国的对外出口量。今年以来, 国内青岛地区天胶保税库存呈去化态势, 库存量明显低于 18-20 年同期水平。

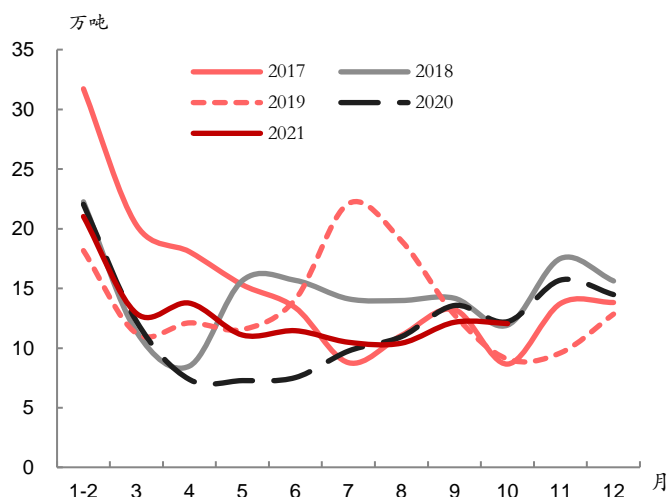
随着海外需求复苏深化, 加上上半年主产国大部分时候处于停割期, 进口季节性走低, 预计明年上半年国内保税库存将延续去化态势, 全年低库存或为常态。

图表 32: 青岛地区样本仓库天然橡胶保税库存



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

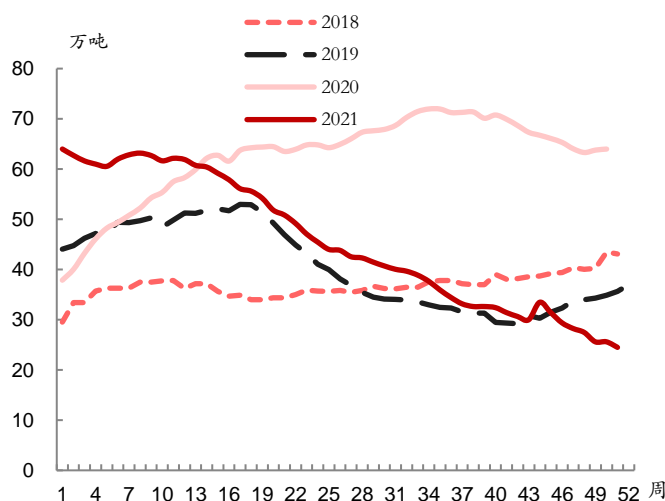
图表 33: 中国标准胶月度进口量



资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

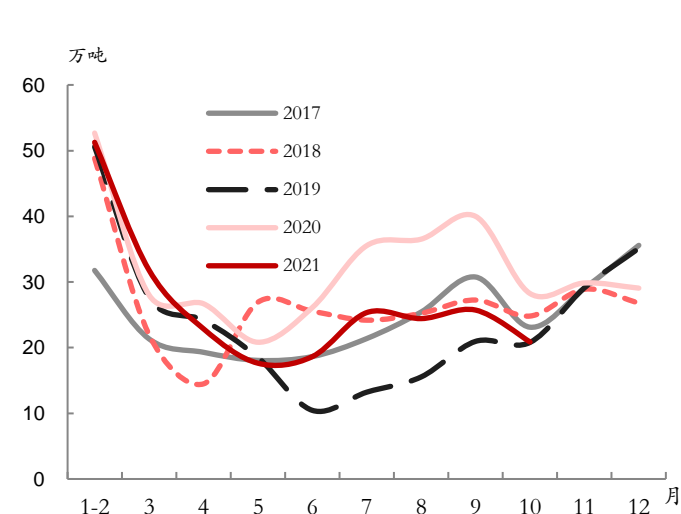
我国天胶一般贸易库存主要是人民币混合胶, 用于生产内销用轮胎产品。今年年后至今, 青岛地区一般贸易库存持续大幅去化, 下半年以来市场预期的累库时间点不断后移。在今年轮胎内需市场表现较差的情况下, 国内现货库存依然能够持续去化的主要原因在于进口量的大幅减少。今年 1-10 月份, 我国混合胶进口量较去年同期减少了 56 万吨左右。究其原因, 除了进口船货到港延期、海外市场分流以及内需表现较差的因素外, 由非标套利主导的进口驱动减弱也是导致今年混合胶进口量大幅下降的重要因素。今年以来, 市场对非标套利价差的回归变得谨慎, 回归一致性预期走弱导致混合胶进口驱动减弱。

图表 34: 青岛地区样本仓库天然橡胶一般贸易库存



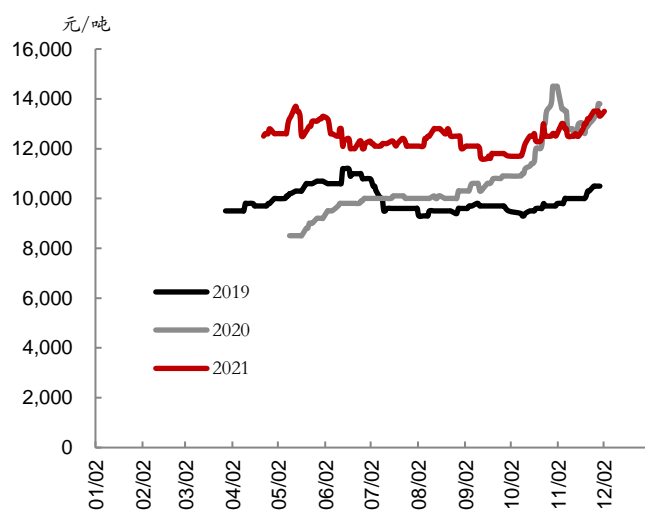
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 35: 中国混合胶月度进口量

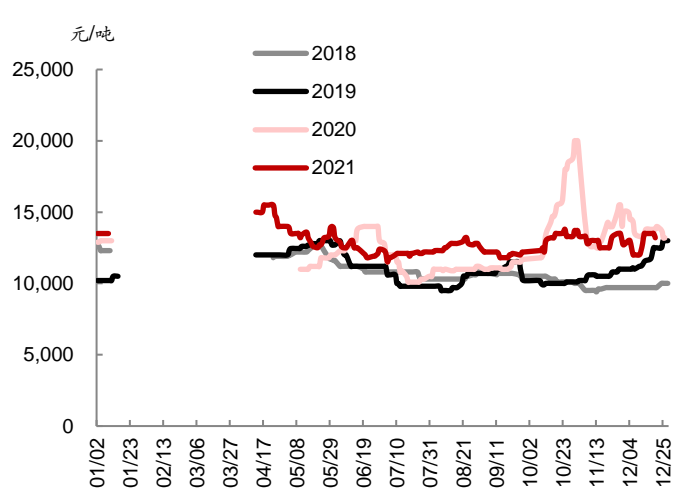


资料来源: 中国橡胶贸易信息网, 东证衍生品研究院

我们认为明年由非标套利主导的混合胶进口驱动或较今年有所增强。首先，今年以来国内产区原料价格持续偏高运行，在天气正常的情况下，将刺激胶农割胶积极性。可以看到，国庆节后沪胶注册仓单量的提升速度较前期明显加快，11月下旬老胶出库后新仓单数量依然保持较快增长。在没有天气因素扰动的前提下，偏高的原料价格将刺激交割品产出，而由于内需增量有限，后续国内全乳胶库存或将继续累积；其次，海外市场需求复苏的弹性强于国内，随着外需复苏深化，主产国将继续增加对海外市场出口，从而导致出口国内的混合胶被分流的局面延续。综上分析，明年国内深浅色胶基本面表现或将有所分化，随着市场对非标套利价差回归的一致性预期走强，混合胶进口驱动将有所提升。但考虑到海外市场分流和内需增量不足的因素同时存在，明年我国混合胶进口量难有明显增长。整体来看，我们认为明年国内天胶一般贸易库存或也不会出现明显累积。

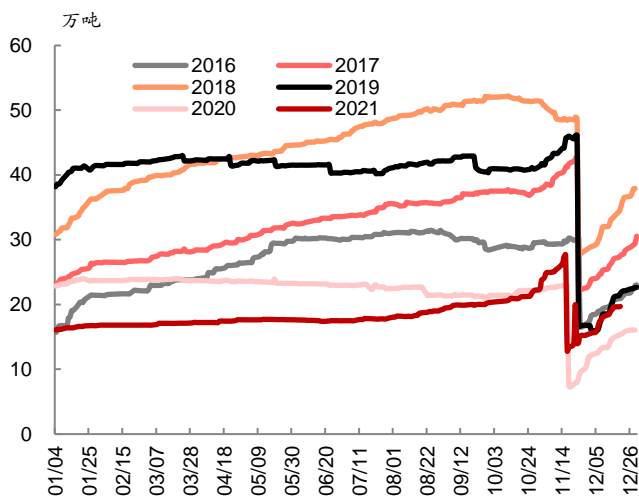
图表 36: 云南产区胶水价格


资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

图表 37: 海南产区原料价格


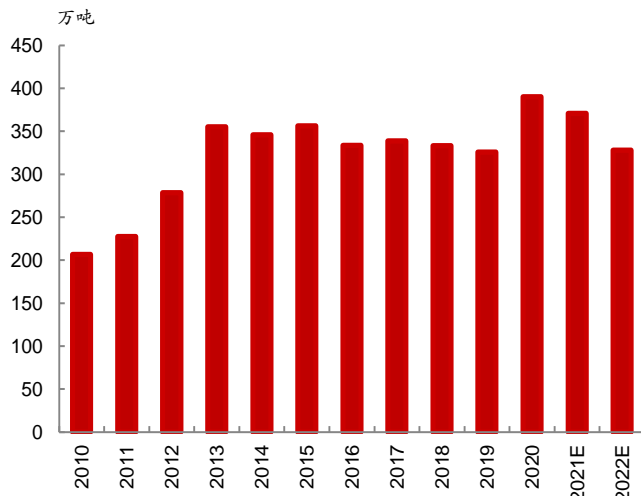
资料来源：中国橡胶贸易信息网，东证衍生品研究院

图表 38: 沪胶注册仓单量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 39: 2022 年全球天胶库存或继续小幅去化



资料来源: IRSG, 东证衍生品研究院

从全球角度, 基于我们对供需两端的估算, 2022 年全球天胶库存或继续有所去化, 预计降至 2019 年左右的库存水平, 基本抹去 2020 年疫情带来的累库影响。从历史长周期看, 高库存始终是压制胶价的主要变量。展望明年, 虽然绝对库存偏高问题仍不会得到根本解决, 但库存有所去化或将驱动胶价底部区间震荡抬升。

5、投资建议

展望明年需求端, 国内卡客车胎需求或继续回落, 乘用车胎市场存在一定支撑, 然而由于乘用车胎对天胶需求端的边际影响要明显弱于卡客车胎, 因此明年内需整体缺乏韧性, 预计增量有限; 出口端和海外市场表现均取决于外需复苏进度, 相较内需, 我们继续看好外需市场的反弹修复空间。虽然当前市场仍受到疫情的阶段性扰动, 但疫苗接种的积极进展决定了大方向依然是乐观的。在后续疫情不出现超预期发展的情况下, 随着疫情“波浪式潮退”, 加上全球缺芯影响逐渐消退, 明年海外汽车和轮胎行业或将迎来恢复性增长。综合内外需估算, 2022 年全球天胶消费量预计较 2021 年增长 2% 左右。

供给方面, 明年全球天胶供给端将继续常态化运行, 影响明年全球天胶产量的将主要是天气和主产国天胶释放潜力。拉尼娜已经出现, 本次拉尼娜对东南亚主产国天胶单产的影响程度预计会比较有限。目前主产国原料价格维持在高位, 足够调动胶农的割胶积极性。然而值得注意的是, 虽然全球天胶产能拐点还没有出现, 但近几年新增产能的下滑已经对产量增长空间构成了制约。2018 年以来, 全球天胶产量基本在 1380 万吨附近波动, 即便今年主产国原料价格持续高企且天气状况较为正常, 产量水平也没有明显向上突破。我们认为现阶段产量水平受产能增长潜力的制约, 可能已经出现了上行瓶颈。整体来看, 后续若没有极端天气的扰动, 预估 2022 年全球天胶产量或与 2021 年基本持平。

库存方面, 2022 年国内天胶保税库存全年低位运行或为常态, 而一般贸易库存也较难出现明显累积。从全球角度, 基于我们对供需两端的估算, 2022 年全球天胶库存或继续有

所去化，预计降至 2019 年左右的库存水平，基本抹去 2020 年疫情带来的累库影响。

今年下半年以来，胶价陷入了较长时间的震荡行情中，基本面缺乏明显驱动。当前胶价仍处于验证周期性行情底部的过程中，还不具备趋势反转动能，趋势上行仍需等待。从长周期来看，推动行情反转的关键因素仍在供给端，即产能周期拐点何时到来，目前还处于验证阶段。在确认趋势反转之前，行情预计仍以多空博弈下的波段走势为主。从历史长周期看，高库存始终是压制胶价的主要变量。展望明年，虽然绝对库存偏高问题仍不会得到根本解决，但库存有所去化或将驱动胶价底部区间震荡抬升。预计 2022 年沪胶主力合约或在【13500,16000】元/吨区间震荡，20 号胶主力合约或在【10500，13000】元/吨区间震荡。胶种强弱关系方面，20 号胶预计强于沪胶。

6、风险提示

疫情出现超预期发展。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹璐

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com