

2022年9月23日

天然橡胶 RU 和 20 号胶 NR

专题报告

价格曲线转换，胶市不再悲观

- **RU 期货价格曲线转 Back 结构：**近几年来，天然橡胶价格总体处于大熊市周期的末端，同一年度内到期的上期所天然橡胶 RU 合约期货价格曲线也相应地呈现出明显的“Contango”结构。不过，今年中秋节过后 2023 年到期的 RU 合约期货价格曲线呈现标准的“Back”结构，而过去几年历史同期大多数是缓慢的“Contango”结构。
- **RU&NR 期货价差进一步走强：**2022 年 7 月中旬以来 RU-NR 期货价差见底回升，其中 RU-NR2301 合约价差由 2275 元/吨逐渐走强至目前的 3400 元/吨一线附近。主要原因是国内外天然橡胶供需预期发生了变化，海外供应进入季节性高产期而需求明显走弱，而国内供应受物候和公共卫生事件扰动而需求边际改善，与 7 月下旬之前的逻辑基本相反。
- **国内外天然橡胶供应存在变数：**2022 年 1-7 月天然橡胶生产国协会天然橡胶产量同比增长 2.20%，较去年同期 9.52% 的增速明显放缓，与 2019 年公共卫生事件爆发前的同期相比下滑 1.52%。具体来看，东南亚主要产胶国天然橡胶供应明显分化，2022 年前 7 月中国、马来西亚和越南天然橡胶产量同比分别下滑 7.81%、11.88% 和 10.05%，泰国、印度尼西亚和印度天然橡胶产量同比分别增长 4.50%、1.93% 和 10.34%。
- **中印汽车市场明显强于欧美日：**2022 年前 8 月，中国汽车销量同比增长 1.7%，印度同比增长 18.3%，美国同比下降 14.9%，日本同比下降 13.8%，欧洲同比下降 11.8%。从橡胶下游主要行业需求来看，国内市场需求缓慢复苏，而海外市场需求逐渐走弱，从而导致东南亚橡胶出口欧洲放缓而销往中国市场明显增加，进而在期货盘面上表现出与此前相反的“NR 弱于 RU”。
- **总结：**虽然目前天然橡胶供应进入季节性的高产期，但是也处于台风或飓风多发的季节，投资者需要密切关注天气变化。需求方面估计保持“国内缓慢复苏，海外逐渐走弱”的局面。价差方面出现积极的变化，在一定程度上反映了投资者对橡胶市场预期逐渐好转。宏观方面，美联储连续三次加息 75 个基点，利空靴子落地。橡胶市场基本面驱动力在逐渐增强，而宏观面驱动力在逐渐减弱，投资者对未来天然橡胶市场或许已经不再过度悲观。
- **风险提示：**公共卫生事件、地缘政治风险

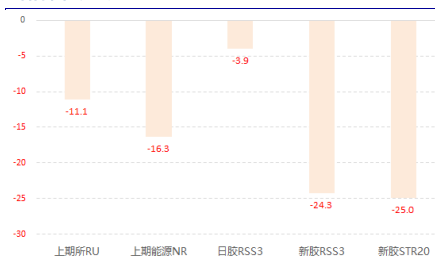
方向评级

RU&NR—上涨

策略推荐

目标涨跌幅

品种表现



资料来源：国投安信期货

姓名:胡华轩

高级分析师

期货从业资格号: F0285606

投资咨询从业证书号: Z0003096

huhq@essence.com.cn

010-58747725

相关报告

《星辰大海——国投安信期货 2022 年橡胶年度策略——21.12.14》

《胶市：内外背离——国投安信期货橡胶报一季度策略报告——22.03.25》

《以史为鉴：汽车刺激政策重启——国投安信期货橡胶专题报告——22.05.31》

内 容 目 录

| | |
|----------------------------|---|
| 1. RU 期货价格曲线转 Back 结构..... | 3 |
| 2. RU&NR 期货价差进一步走强 | 4 |
| 3. 国内外天然橡胶供应存在变数 | 5 |
| 4. 中印汽车市场明显强于欧美日 | 6 |
| 5. 总结 | 7 |

图 表 目 录

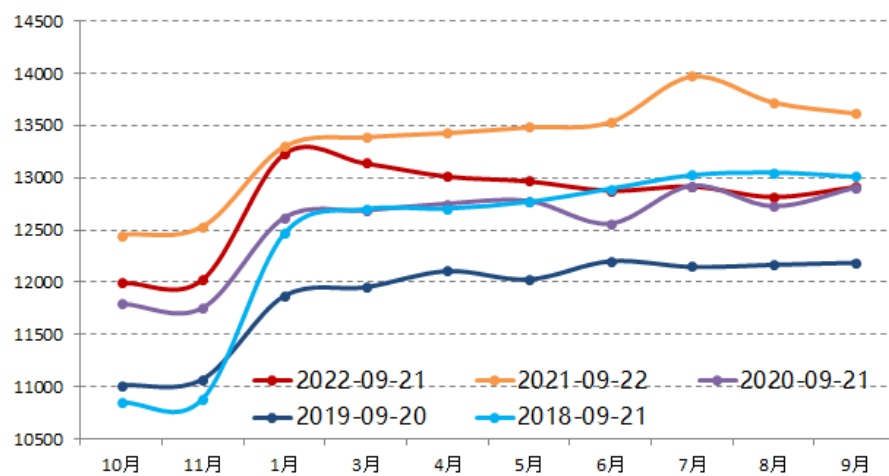
| | |
|--|---|
| 图 1: 近五年上期所天然橡胶期货价格曲线变化（元/吨） | 3 |
| 图 2: 2015 年以来上期所天然橡胶 RU1-5 期货价差走势（元/吨） | 4 |
| 图 3: RU 与 NR 期货价差进一步回升（元/吨） | 4 |
| 图 4: 近几年 1-7 月 ANRPC 天然橡胶累计产量同比增速(%)..... | 5 |
| 图 5: 历年上半年海南天然橡胶产量（万吨，%） | 5 |
| 图 6: 2022 年 1-8 月国内外主要国家或地区汽车销量增速（%） | 6 |

1. RU 期货价格曲线转 Back 结构

中秋节过后，国内外天然橡胶期货价格“超跌反弹”，尤其是 RU 期货异常强势，并且呈现出明显的“近强远弱”的特征，主要驱动力在于 9 月合约到期交割，此前令胶价承压较重的交割效应随之消失，远期合约的交割压力大幅释放。其次，中秋节后和国庆节前存在一定的补库需求，国内轮胎开工率重新大幅回升。截至 2022 年 9 月 22 日，中国全钢胎开工率周环比回升了 9.45% 至 59.87%，半钢胎开工率周环比回升了 6.98% 至 62.96%。此外，泰国等东南亚天然橡胶主产区降雨偏多，泰国原料市场价格“止跌回升”。

近几年来，天然橡胶价格总体处于大熊市周期的末端，同一年度内到期的上期所天然橡胶 RU 合约期货价格曲线也相应地呈现出明显的“Contango”结构。不过，今年中秋节过后 2023 年到期的 RU 合约期货价格曲线呈现标准的“Back”结构，而过去几年历史同期大多数是缓慢的“Contango”结构（参见图 1）。

图 1：近五年上期所天然橡胶期货价格曲线变化（元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

实际上，RU 期货价格曲线的变化还可以从 1 月和 5 月合约期货价差进一步分析。2022 年 7 月中旬以来，上期所天然橡胶近远月合约期货价差见底回升，其中 RU2301 与 2305 合约期货价差从 -200 元/吨一线附近逐渐回升至目前的 260 元/吨一线，尤其是在 RU2209 合约交割日过后两者价差由负数转为正数。

从历史数据来看，RU1 月和 5 月合约价差波动不大，出现“正套”的机会也不多，分别发生在 2015 年、2020 年和 2022 年。

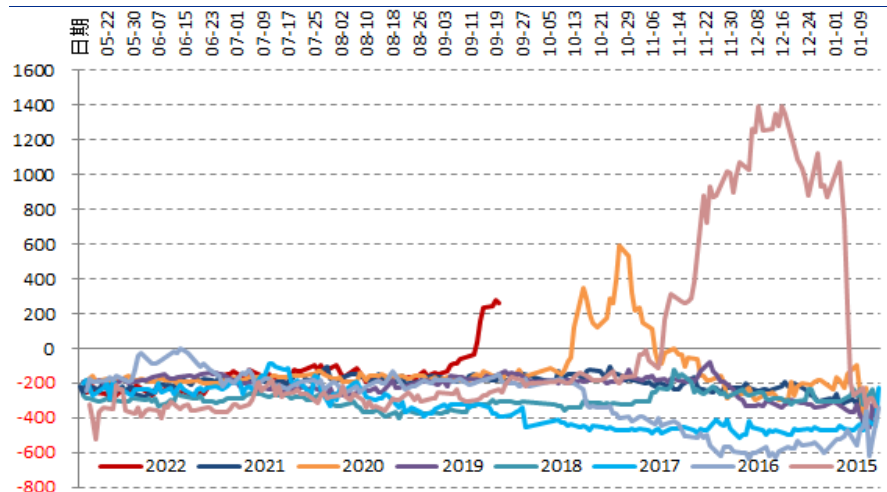
（1）2015 年 RU1-5 期货价差出现“先扬后抑”或“冲高回落”的异常现象发生在 11 月上旬之后，当时 1 月合约临近交割期，天然橡胶市场处于大熊市的末期，最终 RU1601 合约期货价格最低砸在 9255 元/吨，创出了历史新低，随后迎来了一波“超跌反弹”的大行情，1 月合约期货价格最高攀升至 24085 元/吨。

（2）2020 年同样的异常现象发生在 10 月中旬之后，当时天然橡胶期货市场热衷于炒作公共卫生事件、云南产区干旱天气、海南台风天气等可能导致 RU 新胶仓单不足，但是异常现象持续的时间和规模均不如 2015 年。

（3）2022 年 RU1-5 价差由负转正发生在 9 月中旬，原因在于今年海南产区因物候

条件欠佳和病虫害导致开割一再推迟，加上 8 月份爆发严重的公共卫生事件，因此海南产区天然橡胶减产应该是市场预期之内的事情，随着 9 月合约交割结束之后，新主力 RU2301 合约面临的新胶仓单压力较小。

图 2：2015 年以来上期所天然橡胶 RU1-5 期货价差走势（元/吨）



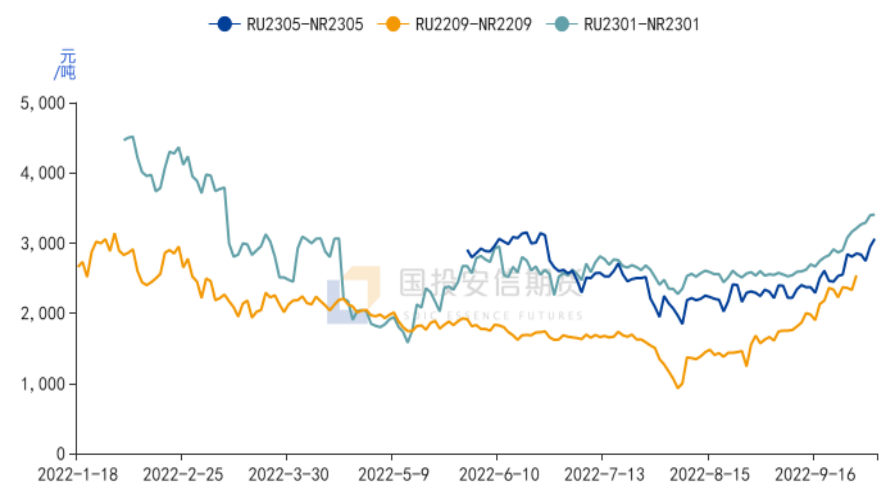
资料来源：国投安信期货

2. RU&NR 期货价差进一步走强

与此同时，2022 年 7 月中旬以来 RU-NR 期货价差见底回升，其中 RU-NR2209 合约期货价差由 7 月 21 日的 930 元/吨逐渐走强至 9 月 15 日的 2540 元/吨，RU-NR2301 合约价差由 2275 元/吨逐渐走强至目前的 3400 元/吨一线附近。

个人认为，RU-NR 期货价差逐渐走强的主要原因是国内外天然橡胶供需预期发生了变化，海外供应进入季节性高产期而需求明显走弱，20 号胶期货价格出现明显的“补跌”行情，而国内供应受物候和公共卫生事件扰动而需求边际改善，国产全乳胶价格相对抗跌，与 7 月下旬之前的逻辑基本相反。

图 3：RU 与 NR 期货价差进一步回升（元/吨）

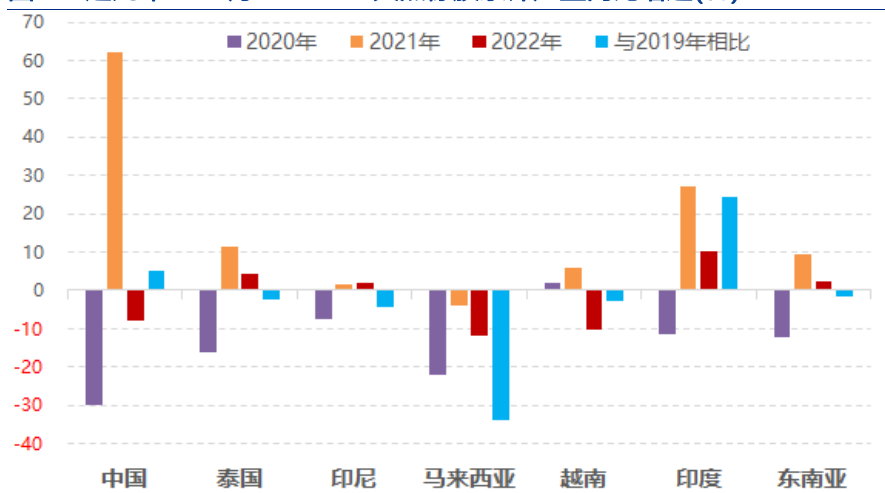


资料来源：国投安信期货

3. 国内外天然橡胶供应存在变数

天然橡胶生产国协会（ANRPC）的数据显示，2022 年 1-7 月天然橡胶生产国协会天然橡胶产量同比增长 2.20%，较去年同期 9.52% 的增速明显放缓，与 2019 年公共卫生事件爆发前的同期相比下滑 1.52%。具体来看，东南亚主要产胶国天然橡胶供应明显分化，2022 年前 7 月中国、马来西亚和越南天然橡胶产量同比分别下滑 7.81%、11.88% 和 10.05%，泰国、印度尼西亚和印度天然橡胶产量同比分别增长 4.50%、1.93% 和 10.34%。与 2019 年同期相比，泰国、印度尼西亚、越南和马来西亚产量分别下滑 2.51%、4.19%、2.93% 和 33.95%，均未能回到公共卫生事件爆发前一年的正常水平。

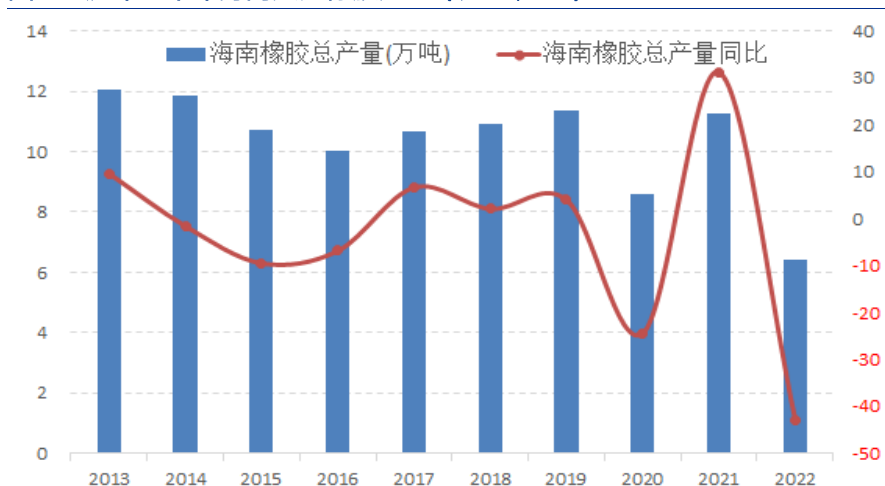
图 4：近几年 1-7 月 ANRPC 天然橡胶累计产量同比增速(%)



资料来源：天然橡胶生产国协会（ANRPC），国投安信期货

值得一提的是，中国天然橡胶供应最大变数在海南产区，物候条件差、白粉病害、开割推迟、公共卫生事件导致当地天然橡胶产量大幅下滑，甚至出现大规模向云南产区抢购原料的现象。海南统计局的数据显示，2022 年上半年海南天然橡胶产量仅 6.41 万吨，创出历史同期最低水平，同比下滑高达 43%。

图 5：历年上半年海南天然橡胶产量（万吨，%）



资料来源：海南统计局，国投安信期货

4. 中印汽车市场明显强于欧美日

受新一轮汽车刺激政策的影响，中国近几个月汽车销量快速回升，创出历史同期的最高水平。中国汽车工业协会发布的数据显示，2022 年 8 月份中国汽车销量大约 238.3 万辆，同比增长 32.1%；1-8 月累计销量大约 1686 万辆，同比增长 1.7%。

印度经济快速复苏，二季度 GDP 同比增长 13.5%，在二十国集团中经济发展势头表现最佳。印度汽车经销商协会联盟发布的数据显示，2022 年 8 月份印度汽车零售销量完成 34.16 万辆，同比增长 9.6%；1-8 月累计零售销量完成 263.72 万辆，累计同比增长 18.3%。

欧美日通货膨胀压力巨大，能源危机阴霾难散，经济发展形势欠佳，汽车市场均出现不同程度的下滑。

美国商务部发布的数据显示，2022 年 8 月份美国汽车销量大约 116.66 万辆，同比增长 3.3%；1-8 月累计销量大约 932.88 万辆，累计同比下降 14.9%。

欧洲汽车制造商协会发布的数据显示，2022 年 8 月份欧洲乘用车销量大约 74.9 万辆，同比增长 3.4%；1-8 月累计销量大约 722.14 万辆，累计同比下降 11.8%。

日本汽车工业协会发布的数据显示，2022 年 8 月份日本汽车销量大约 29 万辆，同比下降 9.3%；1-8 月累计销量大约 272.56 万辆，同比下降 13.8%。

图 6：2022 年 1-8 月国内外主要国家或地区汽车销量增速（%）



资料来源：公开资料，国投安信期货

从橡胶下游主要行业需求来看，国内市场需求缓慢复苏，而海外市场需求逐渐走弱，从而导致东南亚橡胶出口欧洲放缓而销往中国市场明显增加，进而在期货盘面上表现出与此前相反的“NR 弱于 RU”。

5. 总结

综上所述，虽然目前天然橡胶供应进入季节性的高产期，但是也处于台风或飓风多发的季节，天气炒作事件不会缺席，投资者需要密切关注天气变化，海南产区供应变数较大。需求方面估计保持“国内缓慢复苏，海外逐渐走弱”的局面，国内在政策刺激后难以再出奇迹，海外市场短期难以扭转，毕竟俄乌局势已经深陷僵局，能源成本高企，经济形势不乐观。价差方面出现积极的变化，在一定程度上反映了投资者对橡胶市场预期逐渐好转。宏观方面，美联储为了抗通货膨胀，已经连续三次加息 75 个基点，货币政策利空靴子落地，投资者海外宏观风险的担忧暂告一段。个人认为，橡胶市场基本面驱动力在逐渐增强，而宏观面驱动力在逐渐减弱，投资者对未来天然橡胶市场或许已经不再过度悲观。

风险提示：公共卫生事件，地缘政治风险

【分析师介绍】

胡华钊 国投安信期货能源化工高级分析师，在中国证券报、期货日报等媒体发表近百篇文章，主要负责天然橡胶、20号胶等品种的研究。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。**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。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导致的任何损失负任何责任。**

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。