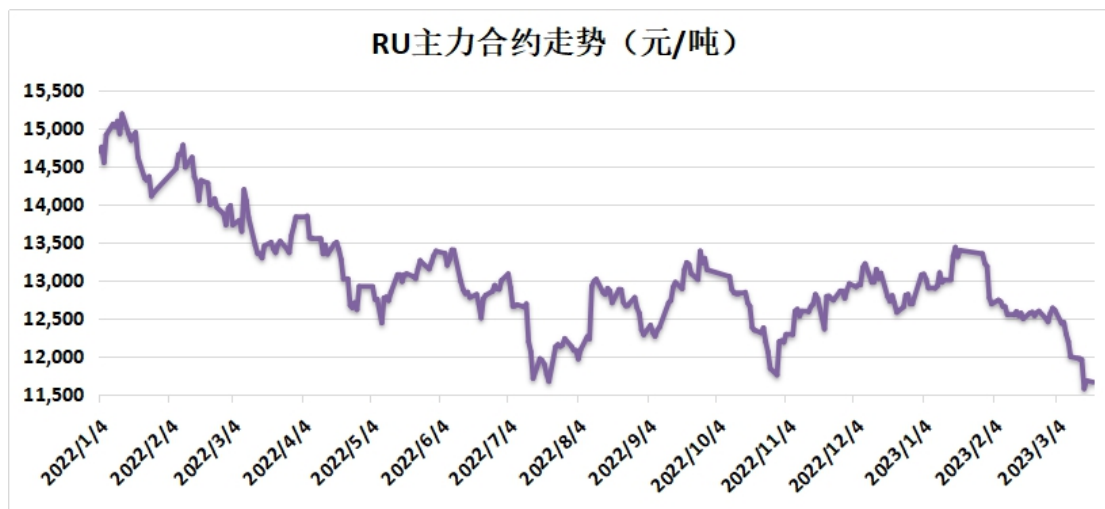


天然橡胶：库存去化是关键 新湖期货 施潇涵

2022 年，受到需求端的拖累，天然橡胶市场总体下行。年末，由于疫情防控政策的调整，市场看涨热情高涨，天胶期货迎来了一波 2000 点左右的上漲行情。春节后天胶行情大幅反转，主力 2305 合约自高点 13690 元/吨快速下挫约 1000 元/吨。之后在横盘一个月后，3 月初，天胶期货再度破位大跌，主力合约跌至去年低点附近。除了绝对价格大幅下跌外，RU5-9 价差也大幅收缩，从最高点 400 元/吨压缩至最低-180 元/吨。从基本面看，天胶内需节后复苏，尤其是轮胎出口以及与基建相关的替换胎需求表现良好。但市场对天胶内需的可持续性始终抱有疑虑。另外，由于海外需求疲软，大量天胶库存被转移至国内，导致国内天胶库存压力极大。从宏观看，近期欧美银行危机发酵，市场避险情绪升温，商品普遍大跌。在基本面与宏观的共振下，空头始终在天胶市场上占据优势。但我们也注意到，天胶现货在期货大跌的同时显示出了相当的韧性，尤其是混合胶、3L 胶和 20 号标准胶。天胶期货标的全乳胶市场份额小，反而其他天胶品种能更真实地反映市场的供需状况。当下，跨品种价差显示，全乳胶价格最为偏弱，其他天胶品种与全乳胶的价差均在快速走强。主流天胶品种基差的显著走强说明现货市场对期货价格存在一定支撑。



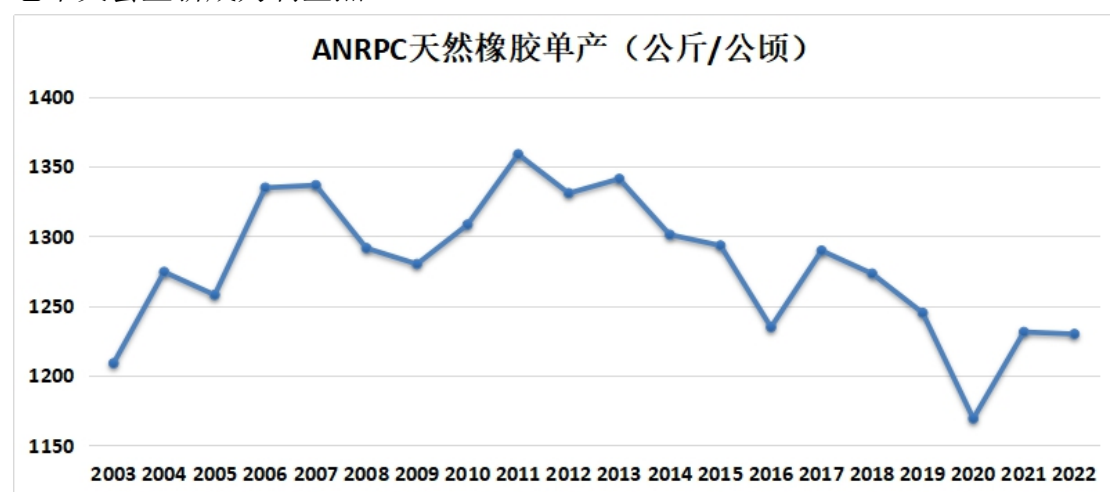
全球天胶产量将小幅增加，但全乳胶产量或继续下降

今年全球天胶产量仍将小幅增加。尽管天胶的种植收益对传统的亚洲产区吸引力不足，但对经济更为落后的非洲产区仍具有相当的吸引力。作为天胶新兴产区，近年非洲尤其是科特迪瓦大量种植橡胶树，天胶产量逐年攀升。另外，亚洲产区也仍具备一定的增产空间。近年亚洲天胶单产仅有 1200 公斤/公顷左右，与历史高水平的 1350 公斤/公顷具有较大差距。据 ANRPC 统计，约 63% 的亚洲胶树都种植于上一轮的牛市中，也就是树龄小于 20 年。处于高产期的年轻胶树意味着巨大的增产潜力。目前，中国云南和海南产区已临近开割。海南产区物候条件基本正常；云南产区局部地区发生白粉病，但并不严重。此外，关于近期期价大跌是否会影响胶农积极性从而影响开割的问题。首先，云南产区由于当地收入水平较低，工作机会不足等原因，弃割的可能性较小。而海南产区由于经济相对

发达，因此对胶价敏感度更高。近几年，海南天胶工厂已逐渐由生产全乳胶转向生产浓缩乳胶。目前浓缩乳胶生产利润仍然较为优越，在物候条件允许的情况下，海南产区也能正常开割。

天然橡胶期货标的品全乳胶产量或将继续下降。全乳胶是中国特有的天胶品种，其产量小、品质不稳定、使用不便，不受下游企业的喜爱。橡胶工厂生产全乳胶更多的是为了获得期现套利以及期货交割的利润。期货升水现货越多，期现套利以及期货交割的利润也就越丰厚。但近年，期货升水不断收窄，这也就导致全乳胶的产量不断下滑。此外，今年，浓缩乳胶抢夺全乳胶原料的情况仍将发生。浓缩乳胶和全乳胶的生产原料都是新鲜胶水，工厂会依据生产利润来决定生产哪种橡胶。今年，泰国浓缩乳胶听闻将会减产；再加上疫情过后旅游业复苏，浓缩乳胶下游发泡制品需求将大幅好转。因此浓所乳胶生产利润大概率将优于全乳胶，全乳胶原料将被分流给浓缩乳胶，产量将因此下降。

尽管全乳胶产量的减少导致期货仓单数量连年下降，但这并不意味着多头就占据了绝对优势。当市场预期良好，看多气氛浓厚的时候，偏低的仓单数量有助于多头获得主动权。但是由于下游企业对全乳胶接受度低，即使仓单数量少，但要在现货市场上消化掉也依旧不容易。因此当市场预期不佳，看空气氛浓厚时，仓单又会重新成为利空点。

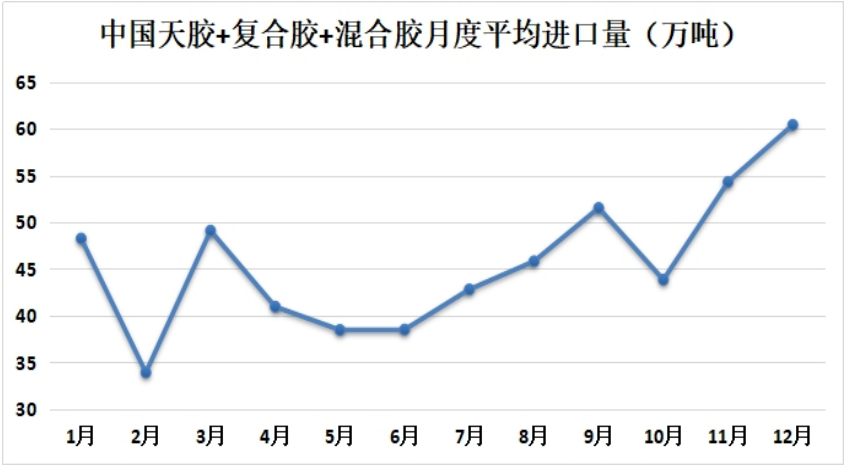


4-6 月天胶进口将季节性下滑

导致此轮天胶大跌最重要的原因是国内天胶库存高筑，去化困难。事实上，青岛保税区天胶库存自去年四季度开始就持续累积，库存已由同比低水平逐渐攀升至目前的偏高水平。全国天胶总库存春节后据闻达到了惊人的 160 万吨左右，相当于全国 3-4 个月的使用量。节后至今，国内天胶库存仍在不断上升，未见拐点。

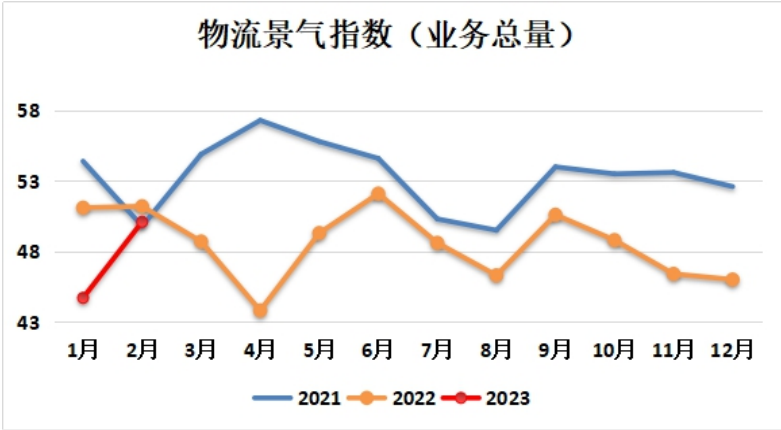
进口量大是造成国内天胶如今高库存局面的首要原因，其除了由海外天胶需求萎靡导致，海外库存被转移到国内之外，进口季节性也是一个重要因素。从往年进口数据可以看出，3 月尽管处于停割季，但天胶进口量一般都比较低。这是由 1-2 月春节假期造成的。今年 1 月，由于受到新冠疫情的强烈冲击，全国经济活动出现了一定程度的停滞，这也导致春节后天胶进口量尤其巨大。根据海关总署的统计，2 月，中国天然橡胶进口量 22 万吨，同比增长 39%；混合胶进口量 35.5 万吨，同比增长 36%。无论是天然橡胶还是混合胶进口量都是历年同期之最。3 月，天胶及混合胶进口量预计更高。

但之后的 4-6 月，春节效应淡化，再加上东南亚主产区处于停割季，产量下滑，中国天胶进口量也有望季节性下降。

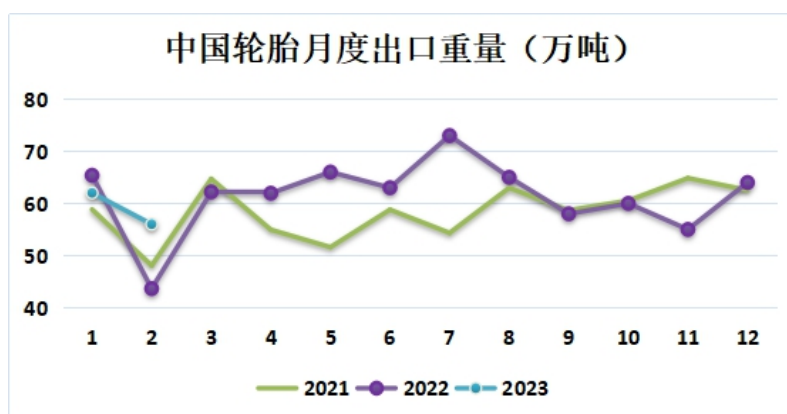


内需持续性具有较大不确定性

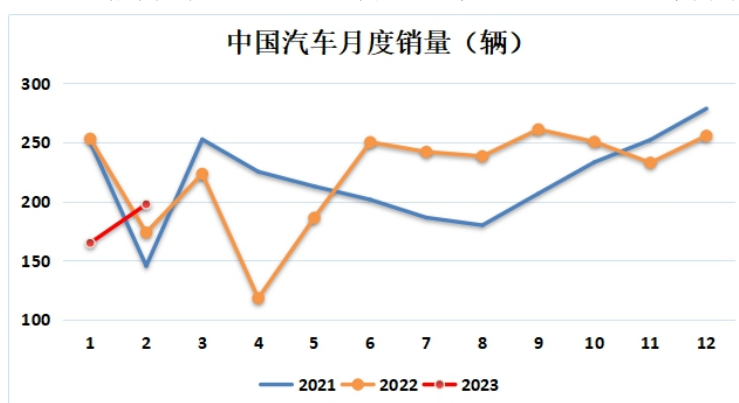
当下，天胶国内需求表现不俗，物流景气指数重新回升至荣枯线以上。轮胎开工率回升至往年偏高水平，轮胎库存也下降至合理区间。但后期是否能长期持续仍具有较大不确定性。



轮胎出口方面：尽管海外需求不佳，但中国轮胎由于物廉价美、性价比高，在海外消费降级的情况下，之前购买高价轮胎的消费者转而选择中国轮胎，轮胎出口因此大增。根据海关总署的统计，1-2 月，中国轮胎出口重量共计 118 万吨，同比增长 8%。其中 2 月出口重量 56 万吨，同比增长 28%，录得历年同期最高纪录。分类别来看，2 月，机动小客车轮胎出口重量 19.4 万吨，同比增长 28%；客车货运车轮胎出口重量 30 万吨，同比增长 29%。无论是全钢胎还是半钢胎，出口均不俗。但是由于欧美正在陷入金融危机的泥淖，经济衰退迹象越来越明显，后期轮胎出口或因此受阻。



配套胎方面：今年新车生产预期不十分乐观。首先，2022年6月1日至12月31日，单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。这个政策不仅有利推动了2022年6-10月乘用车销量的暴增，同时也导致2023年乘用车需求被提前透支。事实上自2022年11月开始，乘用车销售已显露疲态。2023年1-2月，中国汽车销量仅有363万辆，同比减少15%。另外，燃油车的购置税减半以及新能源车补贴等优惠政策都已于2022年年底结束。2023年并未出台新的汽车消费刺激政策。其次，由于去年汽车产量一直高于销量，汽车库存不断累积，听闻目前国内汽车库存水平极高。汽车厂家倾向于先消化既有的库存而非生产新车。当然，我们也关注到，众多汽车厂家陆续推出大幅降价政策，这对刺激汽车消费，推动汽车库存去化，起到积极作用。



替换胎方面，重卡替换胎的终端下游主要涉及房地产、基建以及居民消费等板块。房地产相关需求短时间预计难有起色。天胶需求主要出现在房屋施工阶段。当下房屋开工情况并不理想。能较好反映房屋开工情况的指标混凝土开工率节后回升缓慢，目前仅在11%左右，处于近年同比最低水平。房屋开工的重要先行指标商品房成交恢复尚可，但土地成交复苏不理想。商品房成交不错的原因主要有两个：一是去年因疫情而未能兑现的需求如今开始释放；二是3月份存在学区房购房高潮。也就是说，良好的商品房成交并不一定能长期持续。即使能够持续，房企在获得现金流之后，也需先行修复资产负债表，之后才能继续购置新的土地，开工新的项目。另外，由于资金等问题，市场关注的全国烂尾楼保供进程并不顺利。因此房地产开工的复苏仍需一定时间。

与房地产需求相反，基建相关需求表现较好。1-2月基建投资累计同比增长录得12%。能较好反映基建需求的水泥开工率节后迅速回升，同比攀升至偏高水平。尽管地方政府债务压力不小，但是为了保证经济增长目标的达成，基建投资仍将继续发力。

居民消费表现平平，不及市场预期。疫情防控放松后的报复性消费并未如期而至。轮胎工厂也反映，运送居民物资的货车轮胎需求较差。从海外经验看，除了少数直接向居民发放现金的国家之外，大部分国家在防疫政策转向后，居民消费复苏普遍较为缓慢。

天胶期货季节性仍然有效

天然橡胶作为一种农产品，产量具有鲜明的季节性。前一年的11月底，中国云南产区率先停割，12月海南产区停割。海外产区方面，1月底2月初，越南产区停割；接着2月中旬，泰国和马来西亚产区停割。需要说明的是，由于中国产区纬度较高，气温较低，因此停割季中完全没有胶水产出。但其余东南亚产区由于纬度较低，气候更为适宜，停割季仍有胶水产出，只是产量有所减少。根据各主产区的停割时间，每年的2-5月是全球天胶产量的低谷，而9-12月则是产量的高峰期。

在停割季，由于新鲜原料胶水产出减少，东南亚产区胶水价格通常会出现季节性上扬。但今年，由于需求不振，库存去化困难，产区胶水价格至今未有明显上涨。

与原料价格季节性相反，国内天然橡胶期货价格往往在停割季弱势而在旺产季强势。近年，全球天胶市场总体呈现供需双弱的格局，但供应端的弹性远大于需求端。主产区胶树树龄年轻，增产潜力大，一旦割胶利润扩张，产胶量可以在短时间内显著增长。因此，在需求不振的情况，多头不愿意在停割季或者开割初期拉涨期价，以免开割之后，产量大增将自己陷于被动境地。相反，旺产季尽管产量高，但紧随其后的将是停割季，产量存在大幅下降的预期。如果再有天气或者宏观政策的配合，多头更容易占据优势。今年，天胶期货仍未能摆脱传统的季节性特征，停割季价格表现弱势。

当前，国内天胶的库存去化成为了左右市场行情的最关键因素。供应端：中国云南和海南产区的物候条件和胶农积极性正常，预计能正常开割；但开割初期产量较低。4月之后，中国天胶进口预计将季节性下滑。供应端压力总体将有所缓解。需求端：当下天胶内需尚可，外需不佳；后期，内需持续性有待跟踪。其中轮胎出口可能承受海外经济衰退的冲击；新车配套胎需求受到汽车高库存以及购车优惠政策的取消预期不乐观。重卡替换胎需求方面，基建相关需求现实和预期都较好；居民消费相关需求表现平平；房地产需求复苏则仍需时间。总之，天胶现货对期货的支撑正不断加强。随着天胶进口量的下滑，国内天胶库存压力有望下降。逢低适量布局多单具有一定性价比。但仍需密切关注海外银行危机的进程，宏观风险仍可能对行情造成扰动。