



2021 年 12 月 21 日

不具备暴涨基础，关注波段机会

——2022 年天然橡胶期货行情及投资展望

✍高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：2022 年全球天然橡胶或呈现供需两升的格局，但因供应增速处于下行阶段，而需求端因海外宽松退出政策进程偏缓、国内宏观政策有加码托底经济的可能，预计全球供应增速略低于需求增速使得 2022 年全球橡胶供需格局进一步改善，支撑橡胶价格重心小幅继续上移。但就目前整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础，关注波段机会。

我们的逻辑：就整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础。第一、虽然受益于后疫情修复逻辑，但需求增速会边际回落；第二、全球天胶产量总体仍维持在高位；第三、套利盘对绝对价格的敏感度下降，主要看价差，一旦价差合适，会增加国内进口套利需求，盘面压力加大。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会，疫情的影响短期难以消散，海运费偏高，东南亚船期推迟的情况在 2021 年末难以得到明显改善。因此，2022 年初国内的流通盘供应或延续偏紧格局，叠加春节前后的下游传统补库需求或成为第一个波段机会；第二个波段性机会可能出现在 Q4，今年重卡销售在 5 月后连续七连降，11 月更创下今年以来月销量的最低水平，2022 年在今年的低基数下半年数据可能同比有一定修复，叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮机会。

重点关注宏观风险事件及疫情冲击，随着东南亚船期问题缓解之后，需要关注的是国内供应端可能面临的集中到港的冲击。2022 年总体维持底部重心小幅抬升的观点，全年或呈 V 型走势，目前看不到大涨基础。

投资展望：2022 年的高点或出现在 Q1 和 Q4，逢低做多为主。Q1 仍将受益于船期推迟和青岛地区暂无大幅累库预期，叠加春季前的传统补库需求。Q4 受益于 2021 年下半年需求终端数据低基数和季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观面背景下，2022 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2022 年全年价格波动区间会在 13000-17000 元/吨，中枢区间 14300-15000 元/吨附近。2022 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的价差缩窄以及 RU 非标套利均有较好的机会。

作者简介：

高琳琳 CFA： 国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶、纸浆研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士。2017、2018、2019、2020 年“上期所”优秀分析师、2017、2019、2020 年期货日报、证券时报优秀量化分析师、曾在第一财经、中国证券报、期货日报等主流媒体发文共计 50 余篇，接受财经媒体各类采访 30 余次，长期为产业机构客户服务，坚持客观、独立、实证的研究哲学，我们不仅是数据的加工处理器更是逻辑和研究方法的布道者。

目录

1. 2021 年天胶走势回顾.....	3
2. 2022 年运行逻辑：沪胶全年或呈 V 型走势，阶段性结构性矛盾突出.....	4
2.1 需求端：受益于“后疫情”修复，但增速可能较 2021 年放缓.....	5
2.1.1 海外需求修复明显，分流东南亚产区橡胶出口.....	5
2.1.2 国内重卡政策红利告一段落，外胎产量稳中有升.....	10
2.1.3 国内持续去库支撑盘面，下游原料补库或推升 Q1 行情.....	13
2.2 供应端：长周期拐点或现，但全球产量总体稳定仍在高峰.....	14
2.2.1 高价格并未催生高产出现，传统产胶国释放量有限.....	14
2.2.2 明年国内供应或小幅增加，进口回升叠加产量小增.....	18
2.2.3 替代品合成橡胶价格走高，关注反向替代可能性.....	20
3. 结论与投资展望.....	22
3.1 2022 年胶价判断.....	22
3.2 投资展望.....	22

(正文)

1. 2021 年天胶走势回顾

图 1：2021 年天胶冲高回落，年内高点 17335，次高点在 10 月中下旬 15985



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年一季度——冲高回落

沪胶开盘价 14045 元/吨，胶价受全球宏观经济向好，大宗商品普涨的影响下在 1、2 月份持续冲高至全年高点 17335 元/吨。此时产胶区进入停割期，供应减缓，伴随着国内用车以及轮胎市场的火爆和对春节复工的预期向好，胶价走势强劲。

3 月受海外疫情由降转升，海运费持续上涨，以及中美外交关系紧张等因素导致节前的备货生产出口订单落空，节后订单更不及预期。同时原油市场连续暴跌，各利空因素共振导致胶价大幅下挫，由最高点回落报收至 13695 元/吨，大宗商品市场恐慌性气氛弥漫。

2021 年二季度——阶梯下跌

2021 年二季度盘面期货价格呈阶梯式下跌，最低跌至 12515 元/吨。4 月开月，全球“缺芯”问题导致部分汽车厂停产，叠加国内产区产量逐步释放，去库不及预期，胶价连续下跌之后开始盘整，但是仍然缺乏向上驱动。5、6 月伴随着全球产区的新割胶季来临，未来产量增加预期显著提升，需求疲软，国内轮胎开工率下滑，叠加东南亚疫情影响，价格压制重重，胶价持续震荡下行。在此过程中，RU 与 NR 价差小幅收敛，沪胶与混合胶的价差也在缩小，套利盘部分提前兑现。

2021 年三季度——宽幅震荡

2021 年三季度橡胶开盘价 12795 元/吨，最高价为 15020 元/吨，最低价为 12650 元/吨，收盘价 14190 元/吨，整个 Q3 季度涨幅 10.90%，振幅 18.73%。在整个三季度内，橡胶价格首先在 7 月份筑底，随后 8 月份脉冲后急速回落，9 月份继续盘整。7 月行情涨跌互现盘面表现为区间内震荡，主要原因是橡胶

期货跟随着国际原油市场和大宗商品共振，呈现先涨后跌再修复的一个过程，叠加橡胶基本面不强和市场对产区疫情的不确定性，整个7月多空博弈激烈。

进入8、9月，东南亚产区疫情持续爆发，受雨量增多，台风登陆频繁影响带来短期供需失衡的预期，橡胶期货价格脉冲至短期高点。之后受美联储加息余温影响叠加国际上因“缺芯”汽车减产逐步成定局，国内市场重卡销量持续下滑，09合约多头趁机减仓等各种因素影响，胶价迅速下滑至9月盘整未有大表现，总体处于下跌空间有限，上涨又乏力的状态。

2021年四季度——震荡上行

进入10月份至今，胶价呈震荡走势，重心逐步抬升，最高达到15985元/吨，为年内次高点，国庆后上涨主要受东南亚强降雨影响导致割胶延迟，下游轮胎厂开工率回升带来的补库需求增加，使得原料价格维持高位。另外，泰国至中国运费持续走高，缺船等问题也导致供应链受阻。国内青岛地区长时间维持去库态势，累库拐点迟迟未现。之后受到降雨减少，国内外商品市场受到新病毒冲击回落，技术上看，仍呈现旗形上升三角形形态。

2. 2022年运行逻辑：沪胶全年或呈V型走势，阶段性结构性矛盾突出

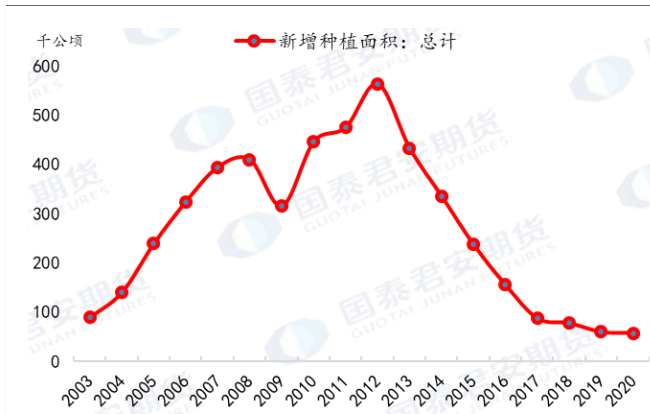
我们预计2022年全球天胶供需紧平衡，全年供给端增速在2%左右，全球消费增速可能小幅下滑至5-6%左右，产量增速大概率继续弱于消费增速，但供需增速缺口或收窄。全年价格重心或小幅上移，但在这种局面下难以产生巨大且稳定的供求缺口，趋势性行情难现。从全年的节奏上来说，叠加季节性和历史统计数据，我们预计Q1、Q4市场可能会有一波阶段性上扬行情，全年或呈V型走势。

天然橡胶是多年生农作物。2010-2012年对应的是新增种植面积最大的年份，对应开割期为2017-2019年，旺产年份则会相应延续3-5年，则意味着供应高峰将延续到2022-2025年。橡胶长期供应整体稳定，供应潜力不小。虽然也可能到了长期拐点，但中期依然在产量高峰。

根据ANRPC预测，2021年全球供应增速1.8%，全球天然橡胶产量达到1383.6万吨；需求方面，2021年全球需求增速8.3%，全球天然橡胶消费量达到1402.8万吨。虽然供需增速缺口较前两年扩大，但盘面价格没有明显改观。10月，IMF预计今年全球经济增速为5.9%，较7月预测值下调0.1个百分点；明年为4.9%。OECD 12月发布的《经济展望》预计，今年全球经济增速为5.6%，在2022年和2023年将放缓至4.5%和3.2%。该组织9月时预计，今明两年的全球经济增速分别为5.7%和4.5%。考虑到偏悲观的经济大环境和不断下调的明年经济增速预期，我们也适当调整了对明年需求端的预测。

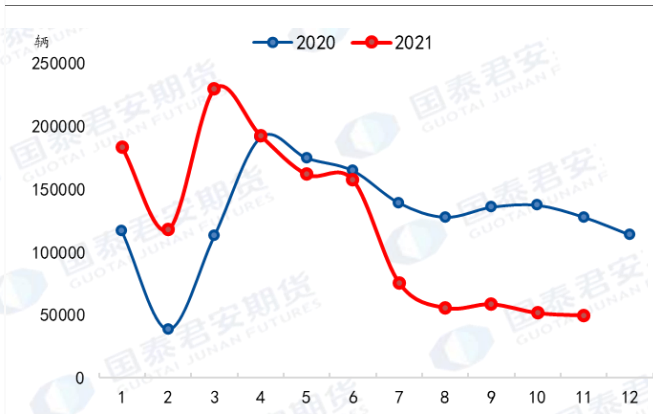
需求端来看，我们预计整个工业品的需求在2022年还是会受益于“后疫情”的修复，但整个增速可能较2021年放缓，因此对于明年沪胶不悲观也不乐观。2021年11月，重卡市场在5月后连续七连降，共计销售各类车型5万辆，环比下降6.5%，同比下滑63%，创下今年以来月销量的最低水平，比今年8月份的“谷底”销量（5.13万辆）还要略低，比去年同期则减少了约8.56万辆。1-11月，我国重卡市场累计销售133.75万辆，同比回落8.95%。若12月延续11月的整体发展态势，2021年全年预计销量为138万辆左右，同比回落12.8%。我们预计2022年重卡销量在100万辆左右，目前，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企业口头通知的形式，传达了2021-2022年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。冬季开展的停工停产令，对重卡市场雪上加霜，进一步降低了新车购买需求。相对来说，2022年下半年在2021年低销售基数上或有改善表现。综合考量行业的季节性特点、供应链、去库速度和需求面，我们判断Q1、Q4或是沪胶利多叠加最多的时期，或向上突破16000元/吨整数关口，中枢区间或在14300-15000元/吨。

图 2：新增种植面积



资料来源：ANRPC，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：重卡销售



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.1 需求端：受益于“后疫情”修复，但增速可能较 2021 年放缓

我们预计整个工业品的需求在 2022 年还是会受益于“后疫情”的修复，但整个增速可能较 2021 年放缓。相对来说，2022 年下半年在 2021 年低销售基数上或有改善表现。2021 年 11 月，重卡市场在 5 月后连续七连降，共计销售各类车型 5 万辆，环比下降 6.5%，同比下滑 63%，创下今年以来月销量的最低水平，比今年 8 月份的“谷底”销量（5.13 万辆）还要略低，比去年同期则减少了约 8.56 万辆。1-11 月，我国重卡市场累计销售 133.75 万辆，同比回落 8.95%。若 12 月延续 11 月的整体发展态势，2021 年全年预计销量为 138 万辆左右，同比回落 12.8%。我们预计 2022 年重卡销量在 100 万辆左右，目前，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企口头通知的形式，传达了 2021-2022 年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。冬季开展的停工停产令，对重卡市场雪上加霜，进一步降低了新车购买需求。

2.1.1 海外需求修复明显，分流东南亚产区橡胶出口

美国轮胎市场将继续反弹。美国轮胎制造商协会（USTMA）对 2021 年美国轮胎出货量进行了修正，预计 2021 年总出货量为 3.36 亿条，而 2020 年为 3.032 亿条，2019 年为 3.327 亿条。

与 2020 年相比，乘用车、轻型卡车和卡车轮胎的原始设备（OE）出货量预计将分别增长 1%、4.6% 和 23.3%，总计增加 170 万条；替换市场乘用车、轻型卡车和卡车轮胎的更换出货量预计也将分别增长 10.9%、16.8% 和 18.1%，总计增加 3110 万条。

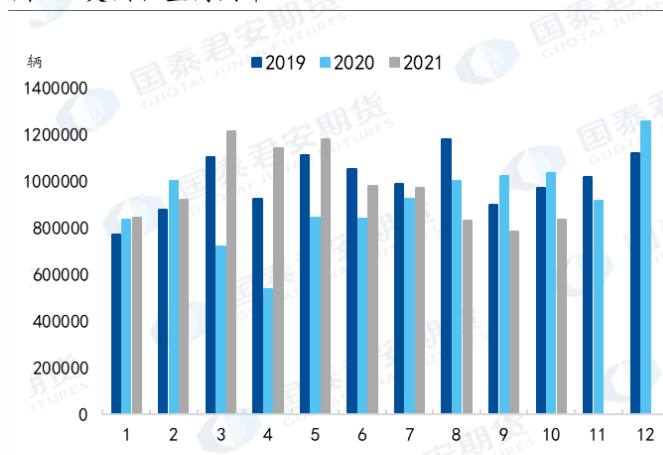
从美国的细分汽车销量情况来看，商用车销售表现明显优于乘用车，其中中卡、重卡数据表现优异，与轮胎出货量形成互相佐证。2021 年 1-10 月美国中卡累计销售量 198686 辆，同比增加 11.33%；2021 年 1-10 月美国重卡累计销售量 180819 辆，同比增加 18.41%。

图 4：美国轮胎制造商协会（USTMA）对 2021 年美国轮胎出货量预估表明美国轮胎市场持续反弹

USTMA 2021 Projected Tire Shipments (November Forecast)							
			%	Units		%	Units
	2021 Forecast	2020	Vs 2020	Vs 2020	2019	Vs 2019	Vs 2019
Original Equipment							
Passenger	37.6	37.2	1.0%	0.4	46.3	-18.80%	-8.7
Light Truck	5.6	5.4	4.6%	0.2	5.9	-4.3%	-0.3
Truck	5.8	4.7	23.3%	1.1	6.5	-10.60%	-0.7
Replacement							
Passenger	226.0	203.8	10.9%	22.1	222.6	1.5%	3.4
Light Truck	38.4	32.9	16.8%	5.5	32.5	18.2%	5.9
Truck	22.6	19.2	18.1%	3.5	18.9	19.4%	3.7
Total Shipments	336.0	303.2	10.8%	32.8	332.7	1.0%	3.3

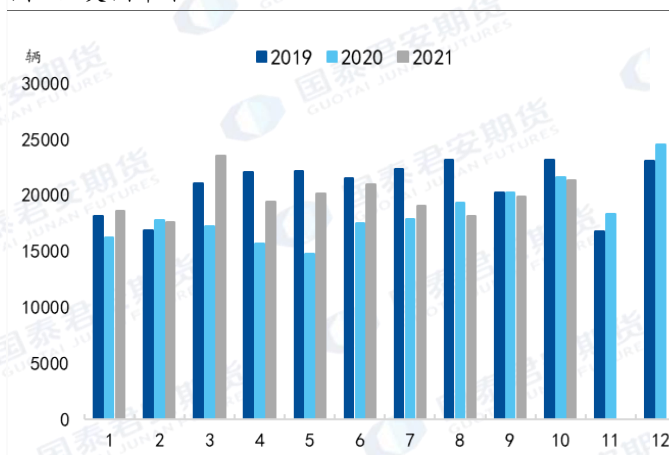
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 5：美国轻型商用车



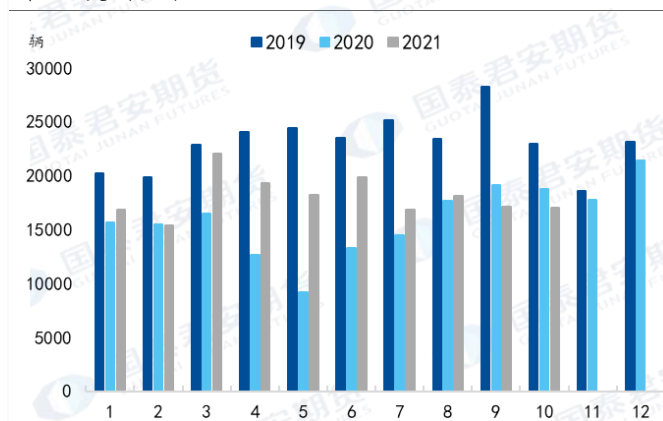
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：美国中卡



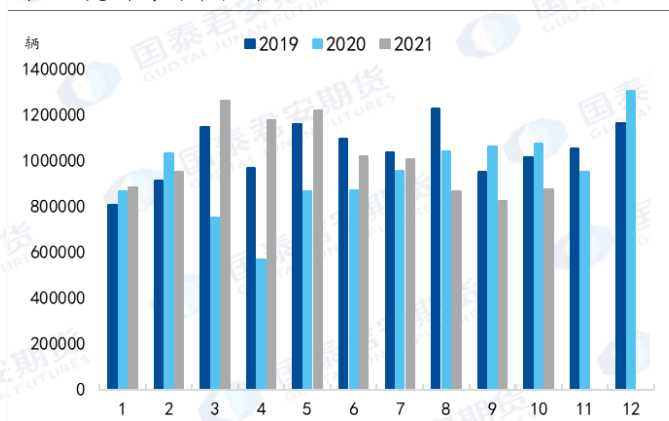
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：美国重卡



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：美国商用车合计



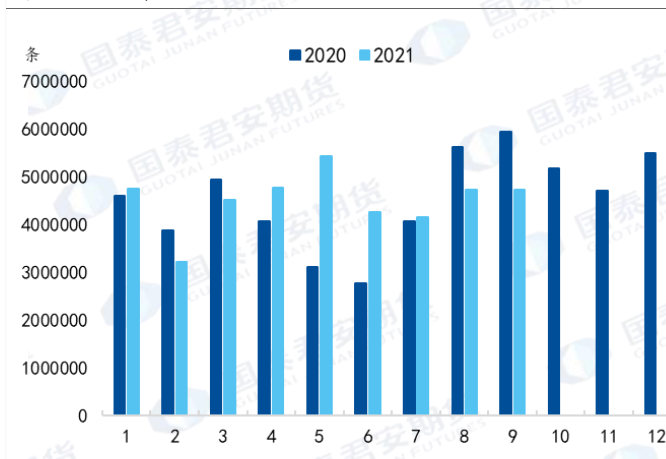
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

不仅是本土市场，美国轮胎进口也呈现显著增长。最新数据显示，2021 年前三季度美国进口轮胎共计 20446 万条，同比增 23%。其中，乘用车胎进口同比增 18%至 11573 万条；卡客车胎进口同比增 36%至 3857 万条；航空器用胎同比增 23%至 19 万条；摩托车用胎同比增 24%至 287 万条；自行车用胎同比增 33%至 1008 万条。

泰国、中国为美国轮胎主要进口国。1-9 月，美国自中国进口轮胎数量共计 3499 万条，同比增 25%。其中，乘用车胎同比增 55%至 241 万条；卡客车胎同比增 28%至 172 万条。1-9 月，美国自泰国进口轮胎数量共计 4061 万条，同比增 4%。其中，乘用车胎为 2461 万条，同比降 6%；卡客车胎为 1086 万条，同比增 18%。

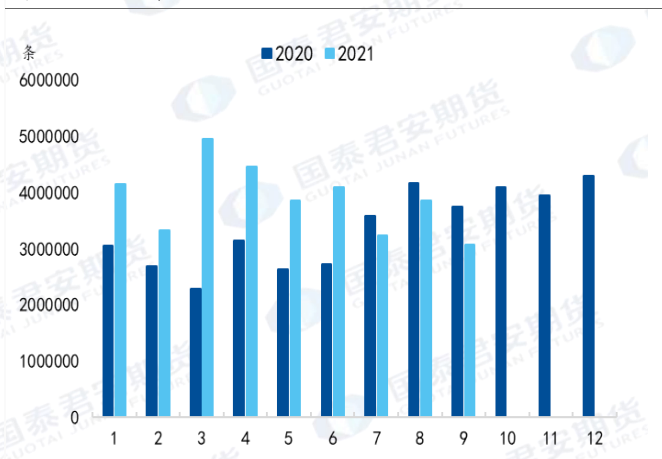
美国当地时间 8 月 1 日，美国国会参议院两党议员就总额 1 万亿美元约合 6.5 万亿元人民币的基础设施建设法案细节达成一致，其中涉及对道路、港口以及其他基础设施的投资。据了解，这份名为《基础设施投资和就业法案》的基建一揽子计划包含的文本超过 2700 页。根据这一法案，要求美国对基础设施建设增加大量投资，其中明确指出 1100 亿美元用于道路和桥梁、390 亿美元用于公共交通、660 亿美元用于铁路、550 亿美元用于污水处理设施，以及数十亿美元用于机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设。如果基建项目启动，在未来五年，美国对于物流、工程重卡的需求将有所保证。

图 9：美自泰进口轮胎数量



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：美自中进口轮胎数量



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

欧洲轮胎市场表现与 2020 年 Q3 持平，商用车市场表现不俗，销量同比 2020 年显著回升，但与 2019 年相比仍有差距，2022 年向上修复仍有空间。10 月 14 日，欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据显示，2021 年三季度欧洲替换胎市场合计销量同比微降 0.3%至 6654 万条。与 2020 年三季度 6674 万条相比，基本持平。其中，乘用车胎销量同比微增 0.1%至 6055.5 万条；卡车胎出货量同比降 1.3%至 356.4 万条；农用胎出货量同比降 16.4%至 24.5 万条；摩托车/踏板车胎出货量同比降 8%至 217.9 万条。

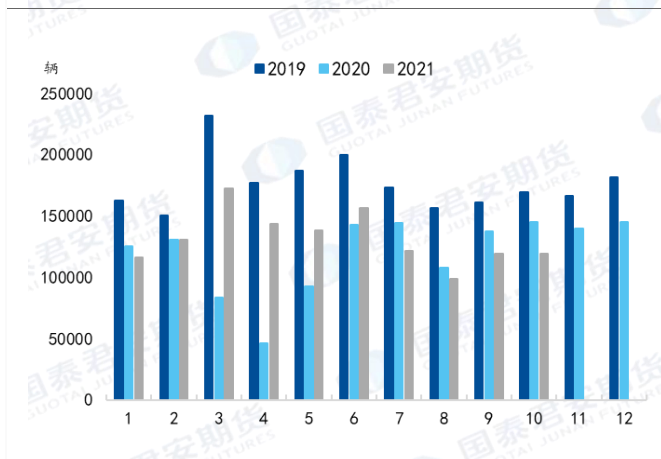
图 11：欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据

In '000 units*	3 rd Q 2019 YTD	3 rd Q 2020 YTD	3 rd Q 2021 YTD	Variation Q3 2021/Q3 2020	Variation Q3 2021/Q3 2019
Replacement Consumer Tyres	61.580	60.467	60.555	0%	-2%
Of which Car Summer Tyres	16.575	18.702	16.628	-11%	0%
Of which Car all seasons Tyres	4.848	5.843	6.993	20%	44%
Of which Car Winter Tyres	27.869	23.414	23.462	0%	-16%
Replacement Truck Tyres	3.506	3.610	3.564	-1%	2%
Replacement Agricultural Tyres	262	293	245	-16%	-7%
Replacement Moto & scooter Tyres	1.868	2.368	2.179	-8%	17%

资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

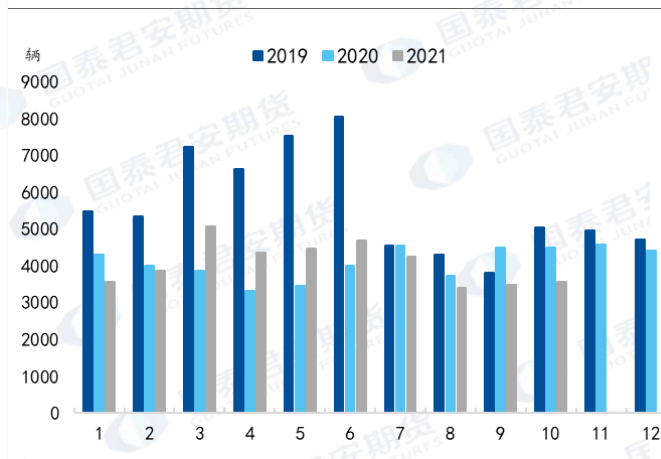
从欧盟的细分汽车销量情况来看，商用车销售表现同样明显优于乘用车。2021 年 1-10 月轻型商用车销量 1315419 辆，同比增加 14%。2021 年 1-10 月欧盟中卡累计销售量 40749 辆，同比增加 1.2%；2021 年 1-10 月欧盟重卡累计销售量 199733 辆，同比增加 24.11%。商用车总计 1-10 月累计销售 1579414 辆，同比增加 14.62%，虽然与 2019 年 2113399 辆仍有较大差距，但恢复势头良好。

图 12：欧盟轻型商用车销量



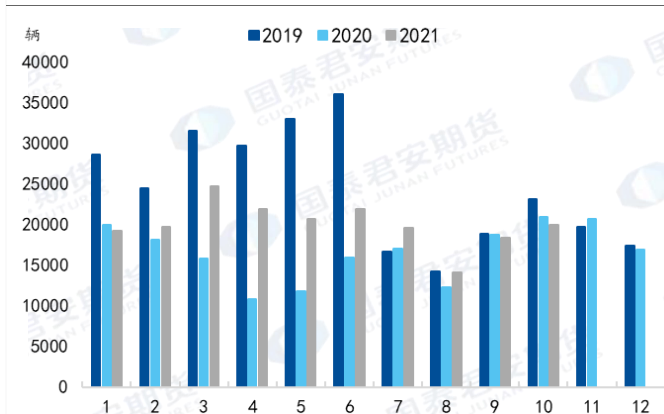
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：欧盟中卡销量



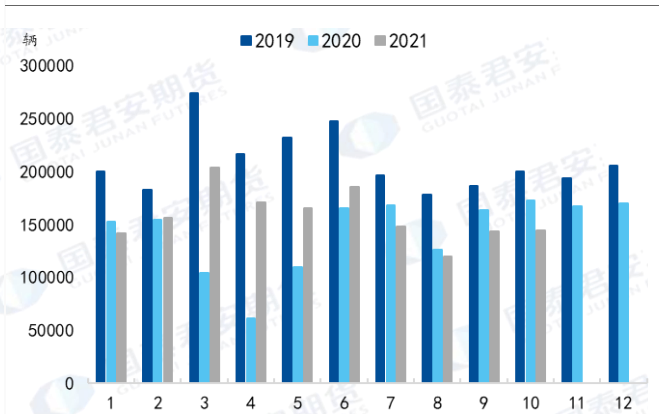
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：欧盟重卡销量



资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：欧盟商用车销量

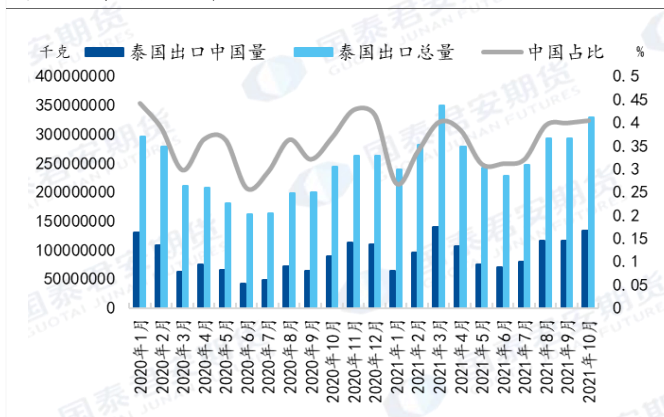


资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年伴随欧美市场需求复苏，加之出口海外价格利润更高，导致东南亚主产国天然橡胶出口分流至欧美日韩等国家和地区，出口至中国的比重下滑。2020 年全球公共卫生事件爆发，欧美市场需求下滑，叠加中国市场需求快速恢复，更多的橡胶多流向国内。2020 年印尼出口中国天胶占总出口比例月度均值在 14.8%，2021 年 1-9 月这一数字降至 7.16%；反观印尼出口美国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 19.5%，2021 年 1-9 月升至 23.23%。印尼出口日本天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 17.16%，2021 年 1-9 月升至 20.63%。印尼出口韩国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 6.71%，2021 年 1-9 月小幅微降至 6.61%。2020 年泰国出口中国天胶占总出口比例月度均值在 35.82%，2021 年 1-9 月这一数字降至 35.28%；泰国出口美国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 6.32%，2021 年 1-9 月升至 7.41%。泰国出口日本天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 5.7%，2021 年 1-9 月升至 6.27%。泰国出口韩国天胶占总出口比例，2020 年全年月度均值在 3.65%，2021 年 1-9 月升至 3.76%。

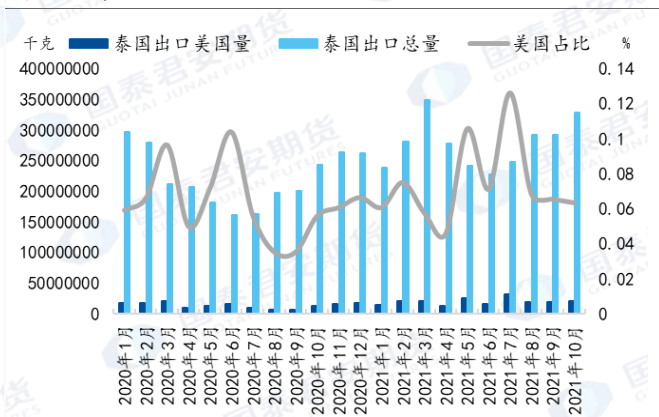
中国天胶进口下滑，除了海外需求分流以外，也受到海运费高企以及货柜资源紧张影响，6-7 月份中国轮胎出口订单不佳从而影响到美金胶的采购，青岛地区区内库存延续去化趋势，为 2018 年 9 月以来的新低。具体去库情况会在 2.1.3 中详细阐述。我们预计 2022 年海外分流情况仍会持续，国内进口压力不大。

图 16：泰国出口中国天胶



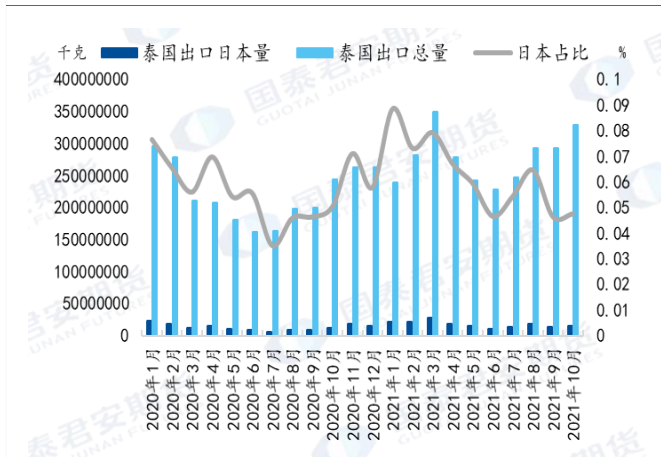
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：泰国出口美国天胶



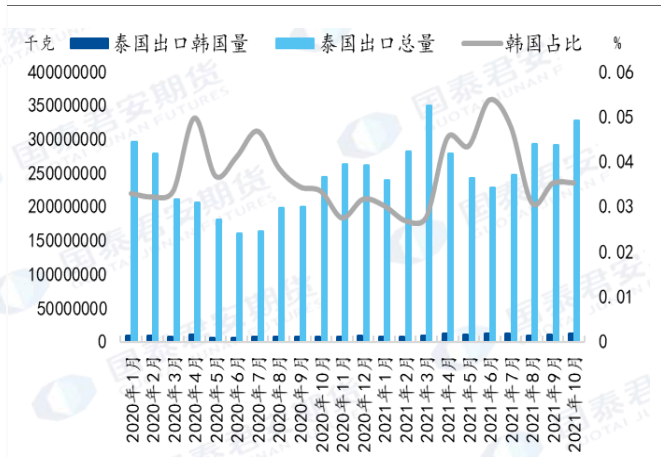
资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

图 18: 泰国出口日本天胶



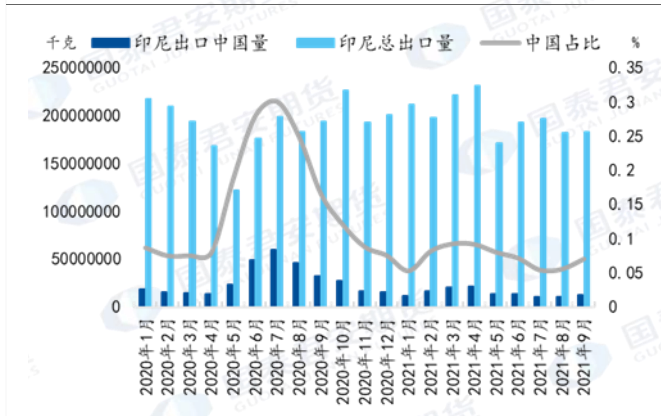
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 19: 泰国出口韩国天胶



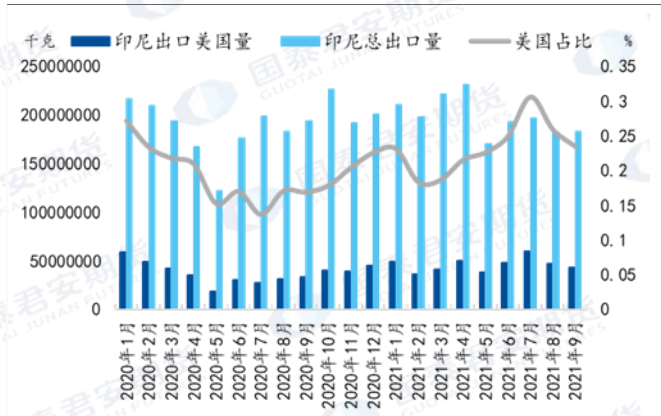
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 20: 印尼出口中国天胶



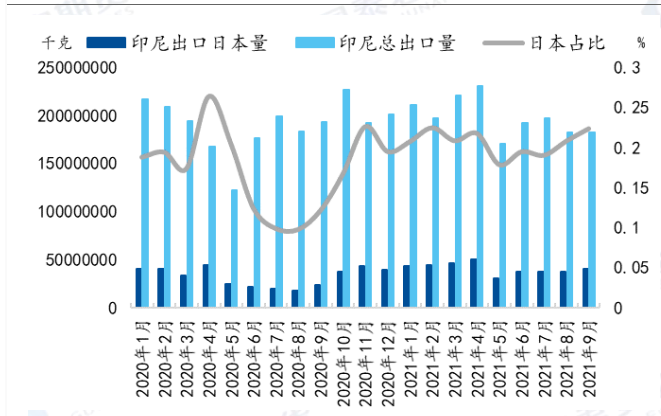
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 21: 印尼出口美国天胶



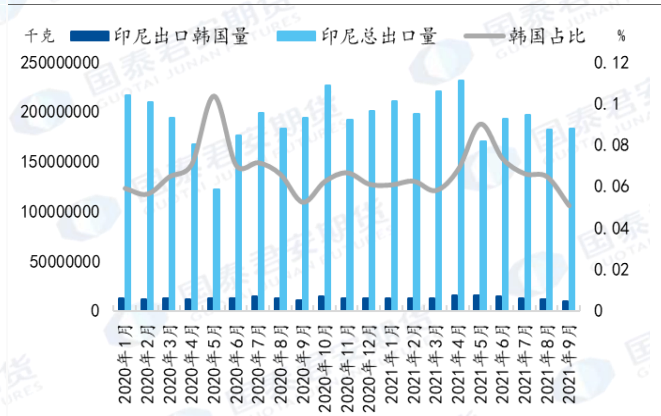
资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 22: 印尼出口日本天胶



资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

图 23: 印尼出口韩国天胶



资料来源: QinRex, 国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 国内重卡政策红利告一段落，外胎产量稳中有升

国内重卡市场是典型的政策市，受行业政策影响比较大。我们对于2022年重卡销售不乐观。前期的淘汰置换补贴政策告一段落，后续暂未看到新的激励政策，销量难以维持持续高增长，重卡行业进入“调整期”。具体来看，目前，山东、河北、河南等地都还存在不少的国五库存车，到明年一季度都不一定能全部

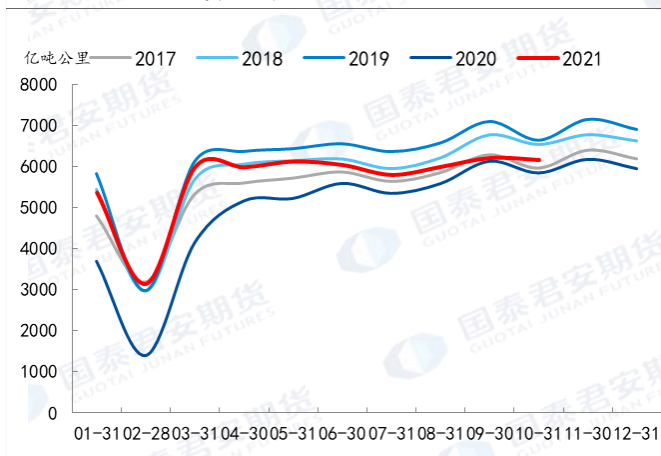
消化完，而国五车基本已完成上牌，不会再体现在新销量数据内。另外，国内部分地区冬季开展的停工停产令，进一步降低了新车购买需求。随着国五车逐步消化，明年下半年重卡市场需求有望回升，全年预计销量在 100 万辆左右。

根据国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，交通运输部将加快推进车辆结构升级，到 2020 年底，京津冀及周边地区淘汰国三及以下营运中重型柴油货车 100 万辆以上。各省份也制定了相应的国三淘汰目标，多在 2020 年收官。为了推进国三柴油车的淘汰置换，多地配合出台了相应的补贴政策，而这些政策多在 2020 年年内结束。2020 年之后，各地补贴政策告一段落，缺乏引导淘汰的政策性文件和手段，整个淘汰过程开始放缓。

而市场关心的国六排放升级政策，根据国务院官网 5 月 18 日消息，生态环境部、工信部、海关总署联合发布《关于实施重型柴油车国六排放标准有关事宜的公告》，自 2021 年 7 月 1 日起，全国范围全面实施重型柴油车国六排放标准，禁止生产、销售不符合国六排放标准的重型柴油车，进口重型柴油车应符合国六排放标准。新政策的实施，要求 7 月 1 日之后国五排放重卡停止上牌，取而代之的是“全民国六”，一刀切是不现实的，所以国家给出了相应的政策：延迟上牌，以此来解决突如其来的国六时代，给国五库存卡车一个喘气的机会。2021 年 5 月开始，重卡销量连续七个月同比下降，我们认为主要原因是：一是受上年同期基数较高的影响。2020 年年初至 4 月，新冠疫情对经济活动和生产秩序产生了一定影响，从 2020 年 5 月开始，各项生产生活秩序迅速恢复，重卡销量实现大幅同比、环比增长；二是从 2017 年开始，重卡销量一直处于高位运行阶段，运输市场在高速发展的同时，也进入运力饱和的区间，对运力增长需求逐步降低，进而影响了重卡销量。另外在 2021 年 7 月 1 日重卡国六标准实施前，各厂家抓紧促销，在一定程度上也“透支”了市场需求；三是国六实施成为了重卡市场四年高位运行的“转折契机”。

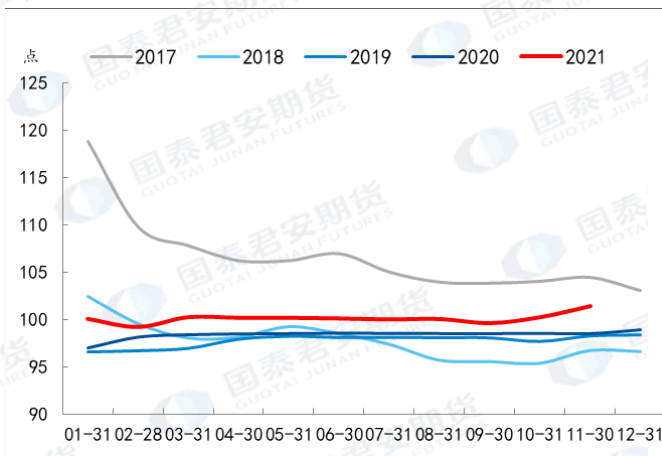
近日，河南、河北、山东部分地区，以文件或对企业口头通知的形式，传达了 2021-2022 年供暖季及冬奥会期间企业限产政策。比如，唐山市大气污染防治工作领导小组办公室发布关于征求《唐山市 2022 年北京冬奥会和冬残奥会空气质量保障实施方案》意见的通知，内容主要是对水泥、钢铁等企业进行不同比例的停限产，并禁止国五及以下重卡的运输，时间自方案发布之日起至 2022 年 3 月 13 日。

图 24：我国公路货物周转量



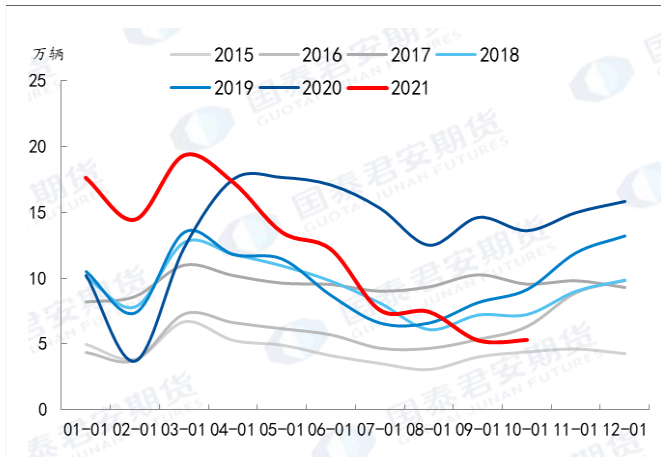
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 25：我国公路物流运价指数



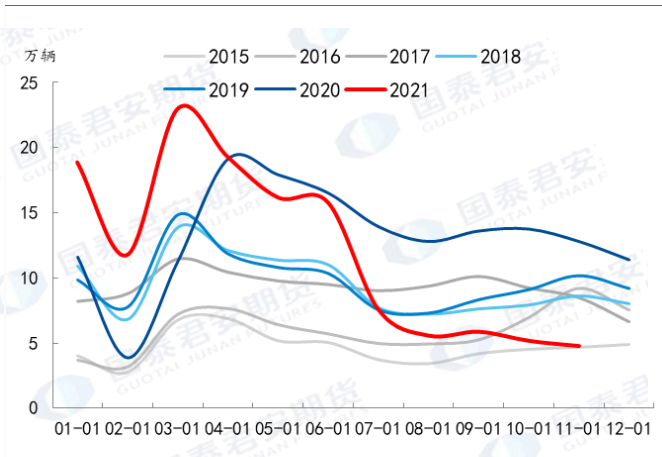
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 26：重卡产量



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

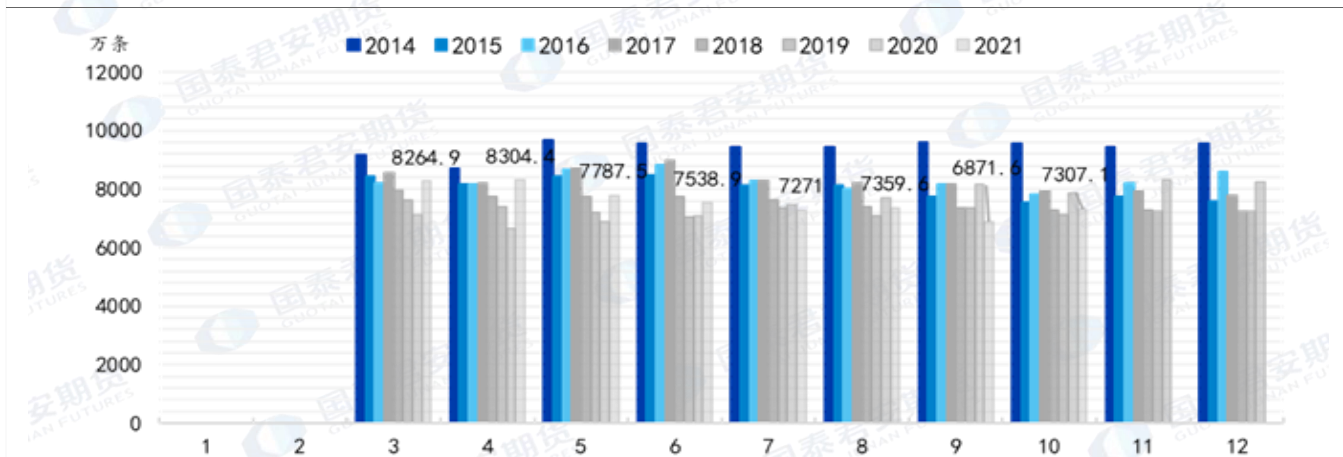
图 27：重卡销量



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

虽然国内车市并没有明显扩大，但轮胎确在不断增产，主要原因是国内轮胎企业“扎堆扩产”。按照国家统计局统计口径，2021 年 3 月以来中国轮胎外胎产量整体走势呈下滑趋势，但 2021 年中国轮胎累计产量较 19、20 年都有明显增长。今年 3-10 月，全国轮胎外胎产量同比增加 2.93% 至 60705 万条。在玲珑轮胎发布的《中长期发展战略规划(2020-2030 年)纲要》中，计划实施“7+5”战略，即中国 7 个生产基地，国外 5 个生产基地。

图 28：橡胶轮胎外胎产量



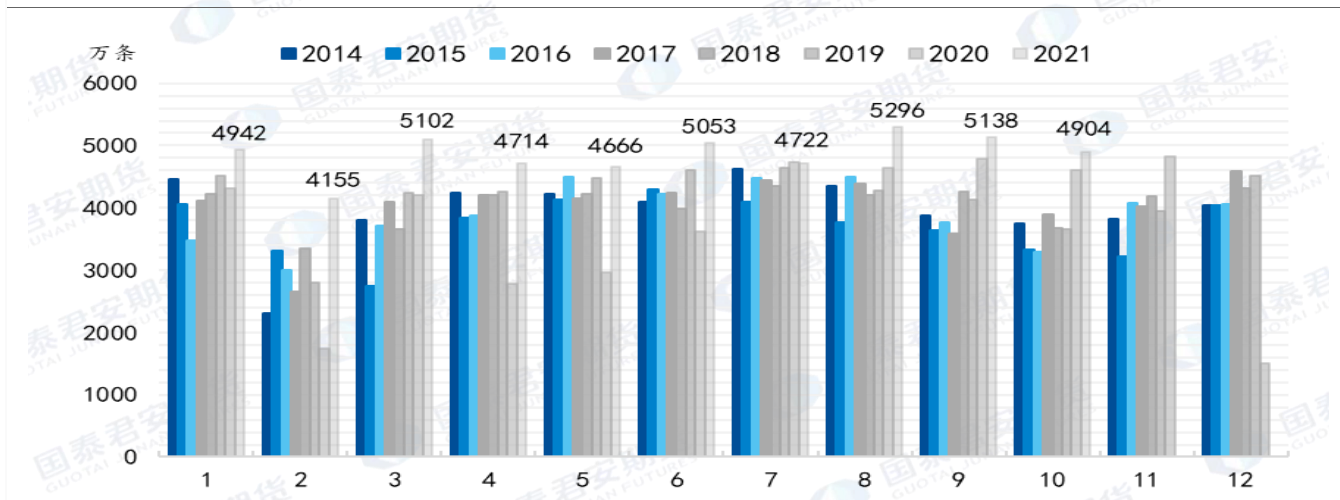
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

轮胎企业之所以会扩产，主要是因为：一、低端产能退出，给市场腾挪出一定空间。近两年尤其是从去年开始，山东政府清退低端产能的力度越来越大。比如，4 月底，山东省发布《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》的通知，提到将有 18 家轮胎企业的产能将被淘汰。6 月 9 日，东营市政府又发布淘汰落后产能企业名单，要求远新轮胎的 300 万条半钢胎产能限期于 2022 年退出。1 月 25 日，山东省工业和信息化厅网站公示了“2020 年山东省合成氨和斜交胎产能退出情况”。其中，65 家企业退出斜交胎产能 1732 万条。二、轮胎产业属于制造业，扩产是企业壮大自身的必经之路。轮胎产业只有产量提高了，才有获得更高市场份额的机会。去年疫情肆虐，全球市场轮胎销量为 15.77 亿条，同比下滑 11.7%。但国内由于率先控制疫情和“新基建、内循环”政策，国产轮胎企业的业绩都大幅上升，这使中国轮胎企业走出国门的信心大增。三、消费者对国产轮胎认可度越来越高。中国轮胎行业飞速发展，众多轮胎品牌开始树立品牌、加大研发、深耕渠道，国产轮胎质量越来越高，认可度也越来越高。

2021 年中国轮胎出口数据整体向好，国内橡胶轮胎出口出现大幅回升，多月出现同比回升，主要还是受益于海外市场需求恢复。其中 10 月中国出口轮胎 4094 万条，同比增长 6.33%，环比回落 4.55%。2021

年1-10月中国累计出口橡胶轮胎48692万条,同比增长26.85%,这一数字也超过了疫情前2019年1-10月41629万条的数量。

图 29: 橡胶轮胎出口量



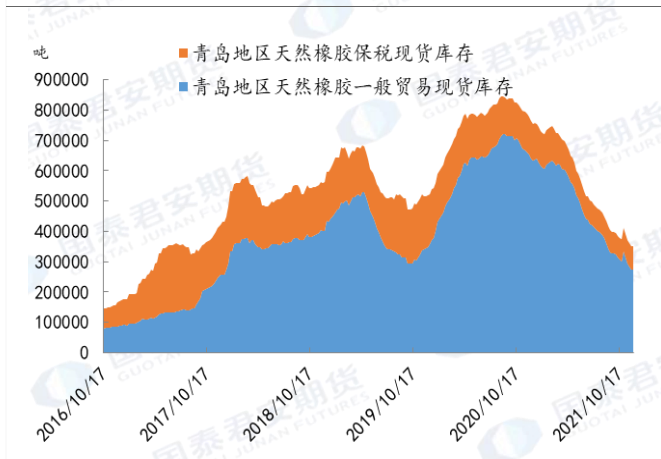
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

2.1.3 国内持续去库支撑盘面, 下游原料补库或推升 Q1 行情

由于海外市场需求修复分流及国内轮胎市场需求平稳, 国内青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存持续去化, 累库拐点较往年不断向后推迟。截至2021年12月5日, 青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量35.18万吨, 环比缩减2.33%, 跌幅小幅收窄。11月29日-12月5日期间, 青岛保税和一般贸易仓库合计入库率5.92%, 环比缩减0.12个百分点, 入库量依旧处于低位, 船期延迟持续影响, 出库率8.19%, 环比缩减0.43个百分点。

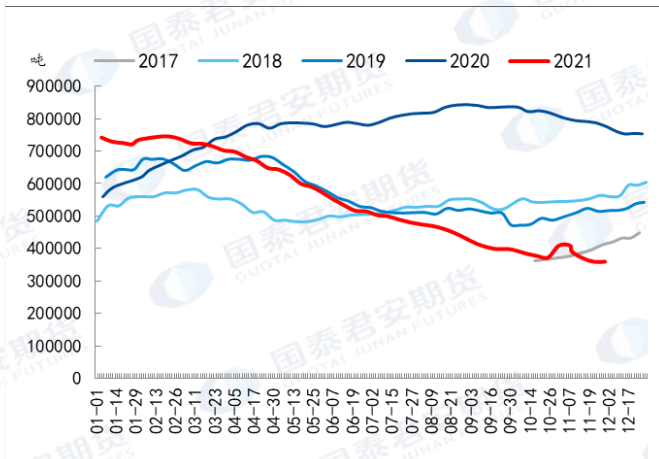
近期船期延迟情况依旧严重, 青岛仓库入库量短期小幅增加为主, 大幅增加难度较大, 下游轮胎厂成品库存压力增大。截止到12月3日, 全钢胎成品库存天数37.81天, 半钢胎38.09天, 从10月末开始有比较明显的累库。短期存在小幅压制开工可能, 叠加前期工厂原料天胶库存累积, 短期继续大幅采购阻力增大, 刚需采购为主, 出库量连续下跌后基本处于轮胎厂刚需出库水平, 继续明显下跌空间较小, 最多小幅缩减为主, 预计12月青岛地区天胶库存维持去库。一般来说下游轮胎厂普遍从12月中旬至1月中旬期间集中备货, 如国内持续去库, 流通盘不多, 下游的春节前补库需求或推升Q1行情。

图 30: 青岛保税区及一般贸易库存



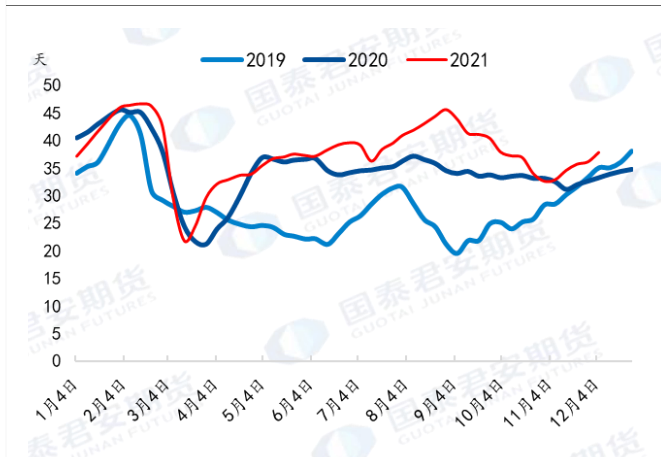
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 31: 2021 年累库拐点迟迟未现



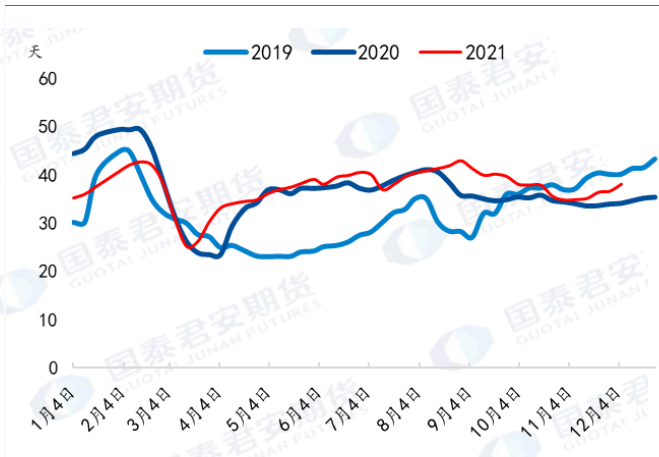
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 32：全钢胎成品库存天数



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 33：半钢胎成品库存天数



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 供应端：长周期拐点或现，但全球产量总体稳定仍在高峰

我们预计 2022 年全球天胶供需紧平衡，全年供给端增速在 2% 左右。天然橡胶是多年生农作物。2010-2012 年对应的是新增种植面积最大的年份，对应开割期为 2017-2019 年，旺产年份则会相应延续 3-5 年，则意味着供应高峰将延续到 2022-2025 年。橡胶长期供应整体稳定，供应潜力不小。虽然也可能到了长期拐点，但中期依然在产量高峰。根据 ANRPC 预测，2021 年全球供应增速 1.8%，全球天然橡胶产量达到 1383.6 万吨。

2.2.1 高价格并未催生高产，传统产胶国释放量有限

2021 年全球天然橡胶年供应量继续小幅攀升，其中中国、印度、斯里兰卡和柬埔寨增幅比较明显，中国和印度的 2021 年产量增速可达到两位数。ANRPC 成员国中泰国出现负增长，印尼和马来西亚增幅在 3% 以内。据 ANRPC 报告显示，2021 年 ANRPC 所有成员国的天然橡胶生产量约为 1176.7 万吨，同比增长 1.94%。其中泰国和印度尼西亚依然是前两大天然橡胶生产国，产量保持稳定，2021 年预计产量分别为 467.3 万吨和 312.2 万吨，越南 2021 年预计产量同比增加 0.3%，达到 123 万吨，排名第三。中国 2021 年预计产量增加明显，全年产量 85.1 万吨，在去年疫情的低基数下同比增幅 22.9%。2021 年印度产量排名第五，预计年产 79 万吨，同比增幅达到 15.3%；马来西亚位于第六，预计年产 51.4 万吨，同比增幅 3%；柬埔寨位于第七，预计年产 37.7 万吨，同比增幅 8%；菲律宾位于第八，预计年产 10.9 万吨，同比增幅 2.7%；斯里兰卡位于第九，预计年产 8.5 万吨，同比增幅 8.7%。

图 34：ANRPC 成员国天然橡胶年产量

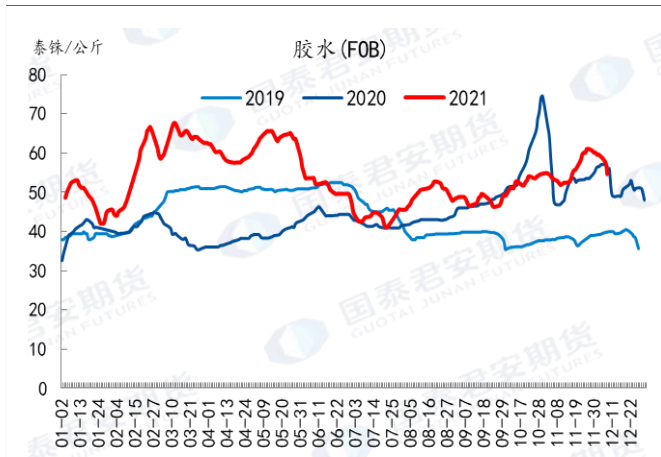
国家/ 地区	年产量 (千吨)						年增速				
	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2017	2018	2019	2020*	2021*
泰国	4184	4429	4972	4852	4855	4673	5.86%	12.26%	-2.41%	-9.21%	-3.9%
印尼	3157	3629	3630	3301	3037	3122	14.95%	0.03%	-9.06%	-8.00%	2.80%
越南	1032	1087	1138	1185	1226	1230	5.33%	4.69%	4.13%	4.98%	0.3%
中国	774	798	818	812	693	851	3.10%	2.51%	-0.73%	-14.66%	22.90%
印度	622	713	660	702	685	790	14.63%	-7.43%	6.36%	-2.42%	15.30%
马来西亚	674	740	603	640	514	530	9.79%	-18.51%	6.14%	-19.53%	3.0%
斯里兰卡	79	83	83	75	78	85	5.06%	0.00%	-9.64%	4.00%	8.7%
菲律宾	99	102	106	108	106	109	3.03%	3.92%	1.89%	-1.85%	2.7%
柬埔寨	145	193	220	288	349	377	33.10%	13.99%	30.91%	21.18%	8.00%
合计	10766	11774	12230	11963	11543	11767	9.36%	3.87%	-2.18%	-7.11%	1.94%

资料来源：ANRPC，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年泰国月产量波动较大，其中有 1、3、4、6-8 月同比出现两位数增加。5 月泰国产量同比出现 12.67% 负值，主要是由于产区受新一波疫情冲击，当地政府采取更严格管控措施，对割胶生产工人流动、原料与产品运输等造成负面影响。6 月开始出现显著回升；印尼产量相对平稳，1、2 月同比出现小幅降幅，其他月份都实现同比增长；马来西亚除 1、4 月份出现同比两位数降幅外，其余月份产量呈现平稳或同比回升，疫情发生后，作为橡胶下游制品的一次性医用手套需求暴增，马来西亚是乳胶类一次性手套最大的生产基地，产能占比超过 60%，一定程度上支撑了其橡胶生产；越南 Q1 和 6-8 月产量同比出现两位数负增长，Q1 主要还是因为季节性因素影响，而 6 月以后，疫情影响加剧。7 月 25 日，越南首都河内开始实施为期 15 天的“封城令”，以遏制持续蔓延的疫情，8 月 15 日越南单日新增病例接近 2 万人。疫情对其天胶的生产、出口都造成了负面影响；2020 年国内生产受到疫情影响，基数较低，今年我国产量除 1-2 月停割，其余月份同比都出现增长、基本符合市场预期。总体来说，主要产胶国月度产量波动受到疫情管控及供应的季节性影响明显，2021 年 ANRPC 成员国天然橡胶生产量呈现小幅增加态势，截至 10 月，成员国共计生产天然橡胶 822.65 万吨，同比增加 7.08%。

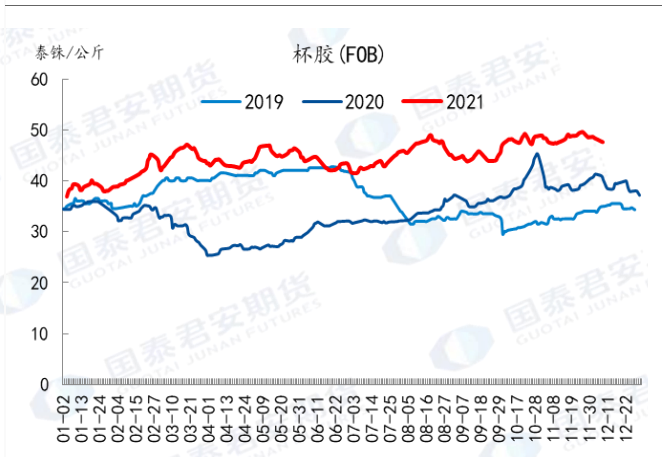
泰国原料胶水价格从 5 月下旬开始进入持续下跌通道，从今年 65 泰铢/公斤的高点跌至 7 月中旬低点 41 泰铢，12 月 8 日回升至 54.5 泰铢/公斤。泰国原料杯胶价格今年持续维持在高位，除了年初在 37 泰铢左右，后期长时间维持在 40 泰铢上方，12 月 8 日回升至 47.7 泰铢/公斤。2021 年泰国胶水均价 53.57 泰铢/公斤，比去年高出 4.57 泰铢/公斤；杯胶的均价在 44.66 泰铢/公斤，比去年高出 10.87 泰铢/公斤。虽然原料价格在高位，但是今年的高价格并没有刺激量产，传统产胶国的释放量有限。我们认为主要是因为：一、胶林树龄结构问题；二、胶工流失，外劳短缺；三、天气异常，疫情管控等。2022 年这三点会继续对供应端产生干扰。

图 35: 泰国原料胶水价格



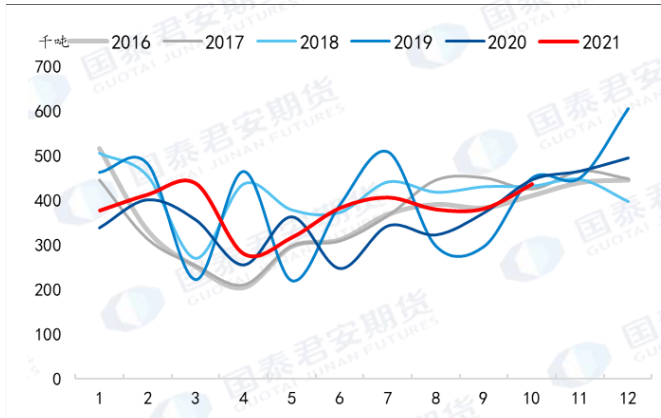
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 36: 泰国原料杯胶价格



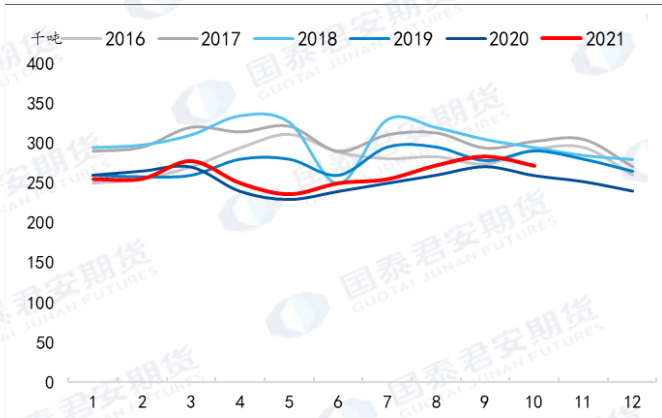
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 37: 泰国天然橡胶产量



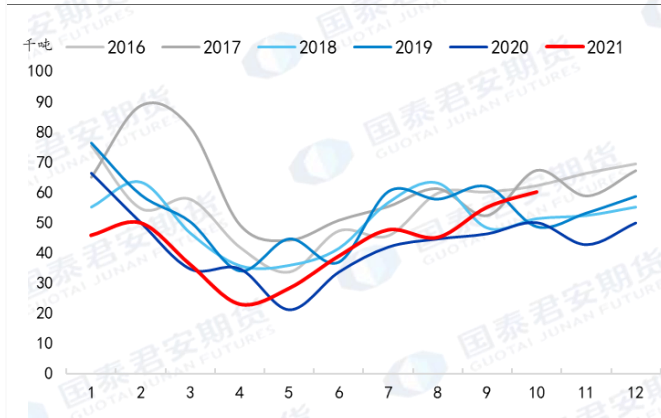
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 38: 印尼天然橡胶产量



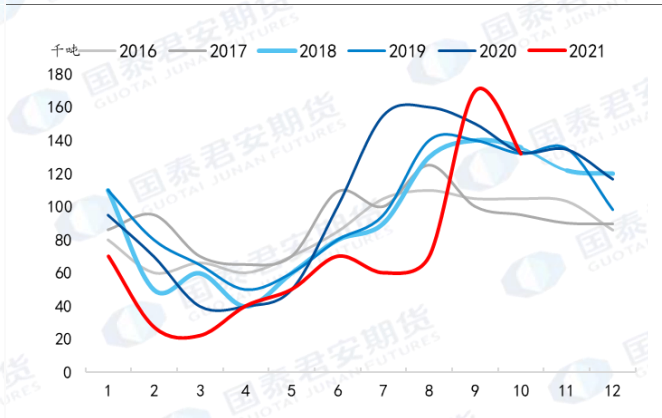
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 39: 马来西亚天然橡胶产量



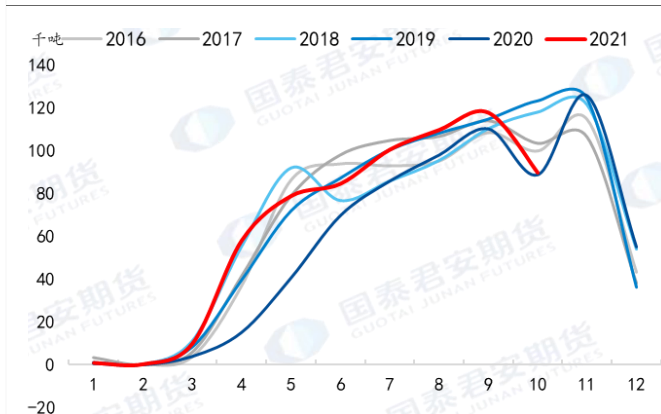
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 40: 越南天然橡胶产量



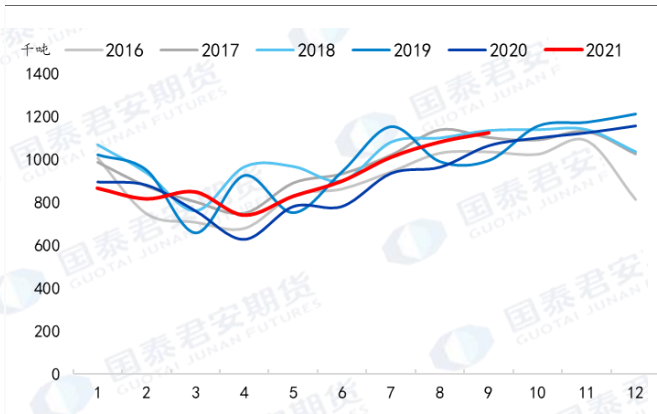
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 41：中国天然橡胶产量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

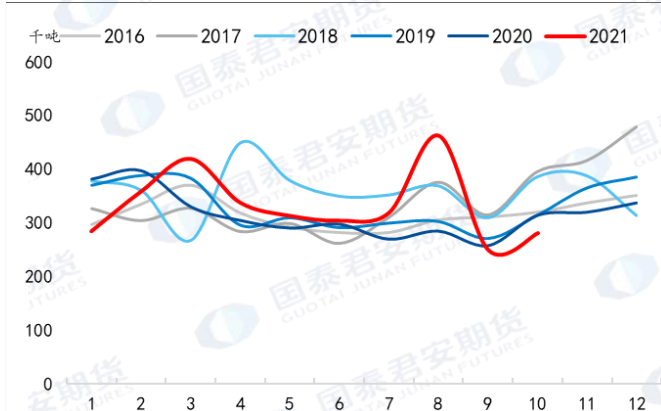
图 42：ANRPC 天然橡胶产量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

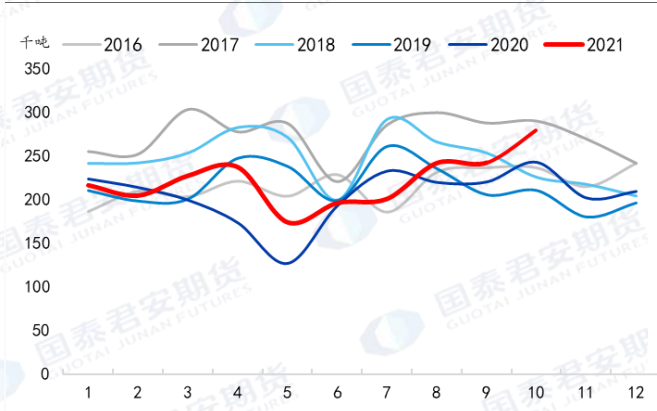
2021 年泰国天然橡胶出口量与 2020 年相比出现增长，除 1、2、9 月份出口同比下降外，其余月份稳中有升，1-10 月泰国出口天然橡胶 332.72 万吨，同比升 6.38%；截至 10 月，印度尼西亚出口 221.84 万吨，同比增加 8.51%；马来西亚出口同比减少 2.11%，为 88.6 万吨；越南出口量为 146.47 万吨，同比增长 17.25%。除马来外，其他三个主要产胶国出口增幅明显，然而国内却迟迟未出现累库，一、说明海外需求确有分流；二、国内需求也并非如预期般疲软。

图 43：泰国天然橡胶出口量



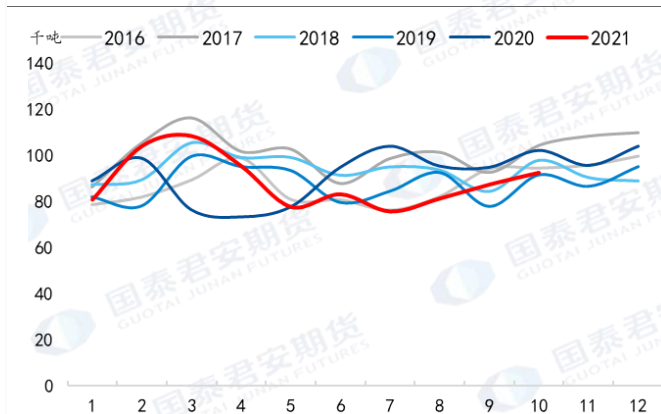
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 44：印尼天然橡胶出口量



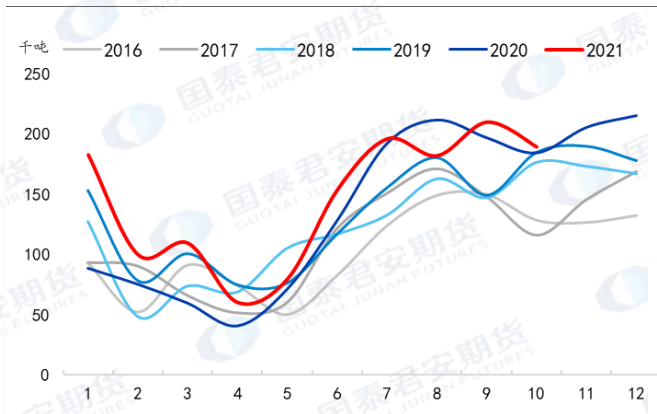
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 45：马来西亚天然橡胶出口量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 46：越南天然橡胶出口量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 明年国内供应或小幅增加，进口回升叠加产量小增

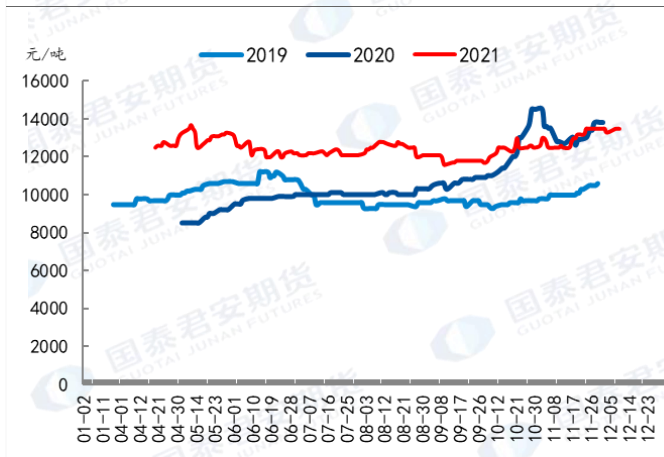
2022 年亩产、割胶面积预计持平或略好于 2021 年水平。预估 2022 年国内产量的增速在 1%-5%，产量值达到 86-89 万吨。2021 年国内进口量明显回落，2022 年进口预计回升。

根据 ANRPC 的预估，中国 2021 年的全年产量在 85.1 万吨相较 2020 年增长 22.9%。考虑到 2020 年受到疫情影响，产量属于逸出值，参考意义下降。与 2019 年相比，2021 年国内产量增长为 4.8%。2021 年国内的橡胶生产受到的减量扰动不多，云南地区 4 月初试割，但因为白粉病真正开割在 5 月底 6 月初。海南地区今年物候良好，4 月下旬开割，比往年早一个月，产出整体增加。10 月以后产区降雨略有影响。2021 年国内产区原材料收购价格处于偏高水平，截止到 12 月 9 日，云南胶水收购价 13500 元/吨，海南新鲜胶乳收购价 12000 元/吨。全年均价来看，云南产区原料收购均价 12533.65 元/吨，比去年高出 1817.47 元/吨；海南产区原料收购均价 12844.05 元/吨，比去年高出 166.94 元/吨。理论上胶农割胶意愿应该比较强，从全年产量预估 85.1 万吨与割胶面积 75 万公顷测算，2021 年的亩产恢复到 1134.7 公斤/公顷，是 2015 年以来的最高水平。2015 年之后，中国的亩产水平持续下行，剔除 2020 年的异常值，基本在 1050-1150 公斤/公顷，这与国内成熟胶工流失、树龄结构有一定关系。

根据 ANRPC 的数据，全年进口量预计 519.7 万吨，同比小幅回落 8.8%。截至 10 月中国进口天然橡胶 408.09 万吨，同比降幅为 10.38%。从海关总署的数据来看，天然橡胶的细分类中，1-10 月复合橡胶进口 6.6 万吨，同比回升 23.5%；1-10 月烟片胶进口 15.06 万吨，同比回升 15.62%；1-10 月标胶进口 115.46 万吨，同比回升 12.09%；1-10 月混合胶进口 238.43 万吨，同比下降 19.09%。

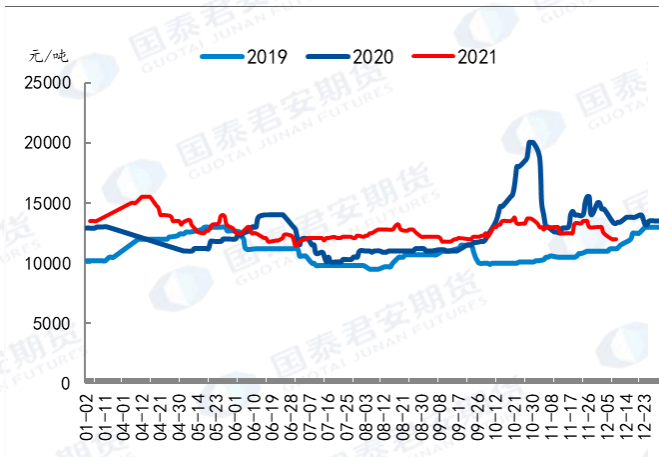
我们认为 2021 年中国进口量回落主要是因为：一、海外分流；二、集装箱紧张，海运费上涨，部分航线海运费最高时翻了近十倍。天然橡胶又是一个进口依存度高达 85%-90%的商品，主要从东南亚的泰国、越南、马来西亚、印度尼西亚等国进口，海运是其主要运输方式。天然橡胶进口量 45%左右来自于泰国，又约 70%左右抵达青岛港，因此了解东南亚至中国海运费变动情况，可以以泰国至青岛港为参考基准。泰国至青岛集装箱运价（20 英尺），2019 年到 2020 年 11 月长期维持在 300 美元/柜；去年 11 月中以来，人工短缺、集装箱紧张、燃油涨价等因素致使海运费不断上涨，泰国至青岛集装箱运价最高时上涨逼近 1000 美元/柜，翻了 3 倍之多；今年以来，从国外到中国的舱位仍然紧张，对进口商来讲，海运费的上涨转嫁到进口成本上会导致贸易商的持货成本增加。假如下游需求良好，能够接受涨价后的价格，这部分成本可向下游转嫁；但下游需求不佳，难以接受此高价，那么贸易企业也会相应压缩进口意愿，导致今年国内进口回落。三、2021 年非标套利盘的机会主要在上半年。价差绝对值从 2 月末的 3200 元/吨开始逐步回归到 6 月末的 800 元/吨，下半年虽然也有 1000 点价差的机会，但是年化收益明显不如上半年，可能也是导致今年混合胶进口在下半年明显走弱的原因之一。

图 47：生胶(胶水):云南当地市场价



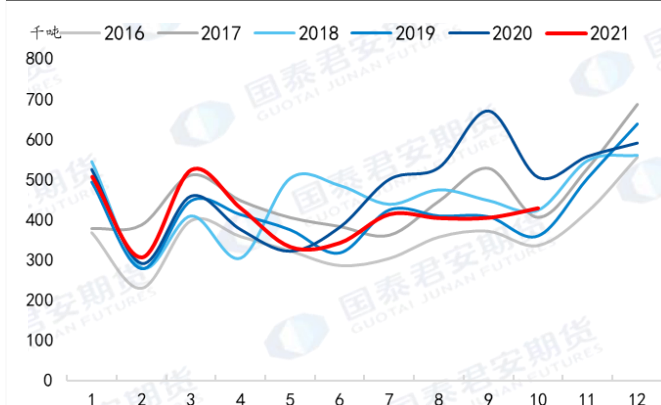
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 48：生胶(新鲜胶乳):海南当地市场价



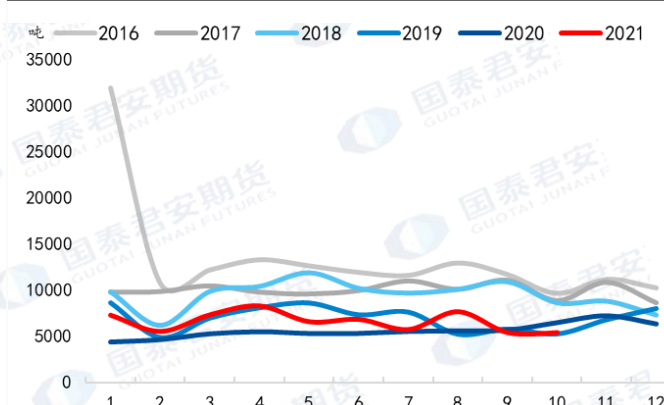
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 49：中国天然橡胶进口量



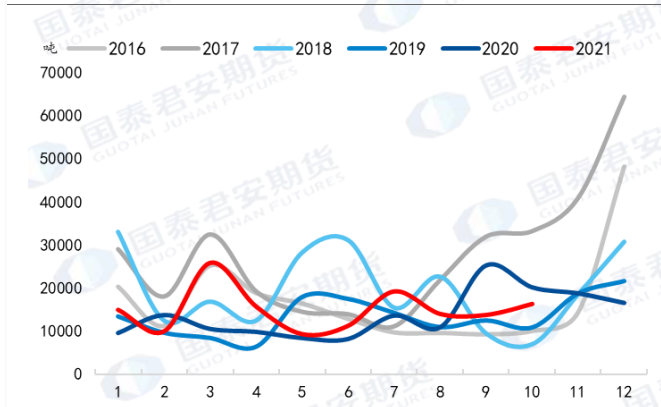
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 50：中国复合胶进口量



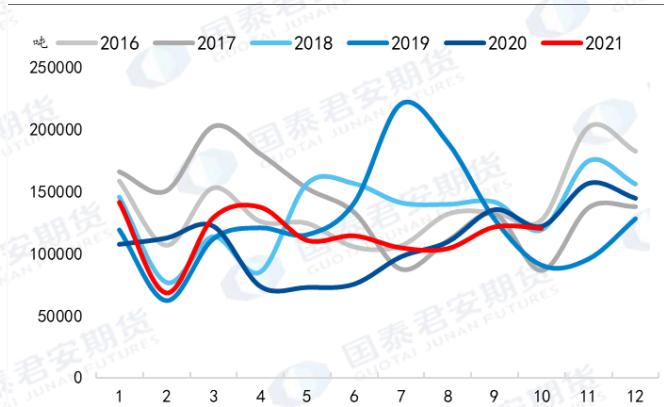
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 51：中国烟片胶进口量



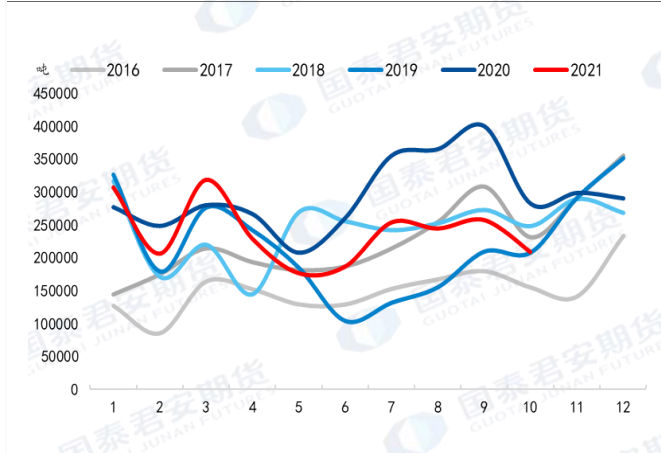
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 52：中国标胶进口量



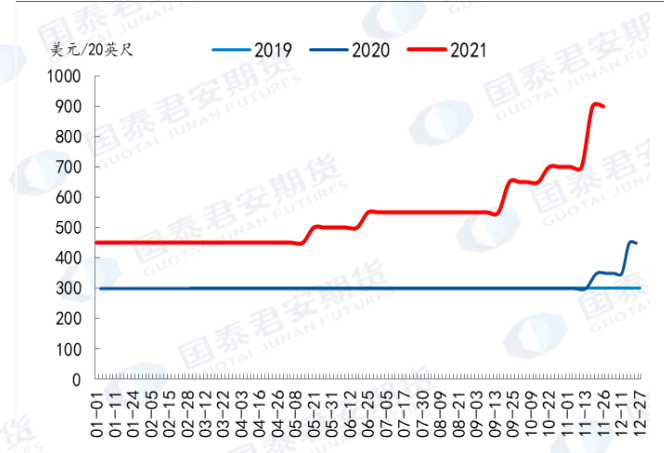
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 53：天然橡胶与合成橡胶的混合物进口量



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 54：泰国至青岛集装箱运价（20 英尺）

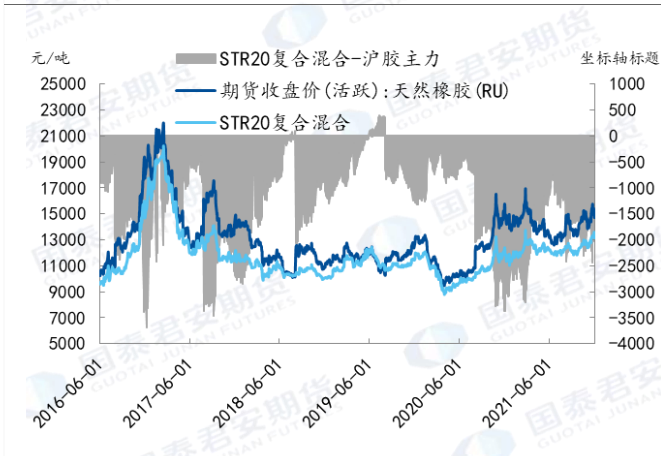


资料来源：QinRex，国泰君安期货产业服务研究所

我们认为 2022 年进口量可能小幅回升。第一、海外需求对东南亚出口的分流将持续存在，但分流影响可能回落。第二、随着缺箱少柜问题逐步得到缓解，海运费回落，东南亚流往中国的天然橡胶数量可能回弹。第三、2021 年套利盘基本收官，但 2022 年，非标正套，回归的逻辑仍是目前市场主流的预期。从产业角度来讲，橡胶的标品在行业内的定位和需求很弱，所以它的价格不跌到和非标混合胶差不多的时候，盘

面上没有多头愿意来接货的，所以它的非标基差最终是要回归的；橡胶里面没有一个强大的产业多头做多，散户和贸易商为主，干不过那些非标套利的正规军，在沪胶 contango 结构下，做非标套利的空头是可以进行移仓进行展期续做的，所以在价格不断上涨的情况下，依然保持 contango 结构的情况下，空头可以继续移仓继续拿，等待非标基差的回归，与此同时，还可以加大持仓规模，争取把之前亏损的一次性给赚回来。contango 结构下空头进行移仓展期，用结构换时间，用时间换空间，这种套利预期还是会增加 2022 年我国套利的进口需求量。

图 55：非标套利，混合与盘面基差



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 56：RU-NR 价差主要跟随 RU 走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.3 替代品合成橡胶价格走高，关注反向替代可能性

2021 年顺丁橡胶反弹明显，截至 12 月 8 日全年均价 13213.30 元/吨，比去年 9211.85 元/吨涨超 43%。我们这里谈的替代性，后期关注的主要是顺丁。一般来说，天胶对合成溢价是常态，从 12 月 6 日顺丁工厂及贸易商库存情况来看，国内顺丁整体库存仍呈下滑趋势，如果这种情况无明显改善，天然橡胶持续逆势大幅贴水于合成橡胶，下游终端工厂会将天然胶替代合成胶比率提升至最高，两者价格的高低会刺激消费结构的变化，市场也会在 2022 年继续关注这种反向替代的可能性。

合成橡胶是由人工合成的高弹性聚合物。也称合成弹性体，是三大合成材料之一，其产量仅低于合成树脂（或塑料）、合成纤维。合成橡胶，性能虽略次于天然橡胶，但是它还是具备了高弹性、绝缘性、耐油、耐高温等性能，使用广泛。其中，丁苯橡胶和顺丁橡胶是中国最主要的两种合成橡胶品种，其产能分别占中国合成橡胶产能的 32% 和 26%。另外合成橡胶与天然橡胶在下游轮胎制造中还存在着替代效应，相关性可以达到 0.85 以上。

2021 年 Q1，1 月和 3 月扬子和茂名装置事故，加中石化系统大检修，整体开工下滑顺丁橡胶产量及开工率下滑至近五年低位，5 月顺丁开工率不足 50%，供应面收紧。Q3 叠加原料价格大幅走高，顺丁价格拉涨至年内高位，但需求走弱，海运费高企，货柜紧张等问题，也对顺丁价格的连续走高有一定拖拽。截止到 12 月 8 日顺丁橡胶(BR9000, 齐鲁石化)报价是 14850 元/吨，与全乳胶(SCRWF)上海主流价价差 1425 元/吨。今年天胶与合成的价差 3 月开始有一些起伏，从 7 月开始明显反转，最高顺丁升水全乳 2250 元/吨。顺丁现有装置整合至平衡状态，在十四五期间未有大面积新产能投产；另外顺丁需求保持稳中提升都支撑着顺丁的价格。

图 57: 合成橡胶价格走高



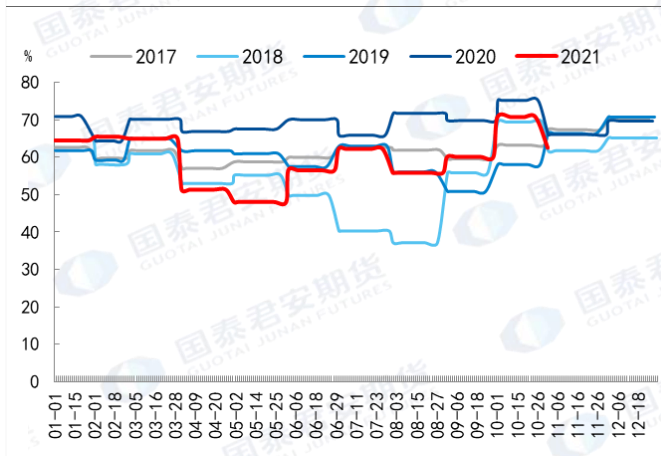
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 58: 顺丁与全乳价差走扩



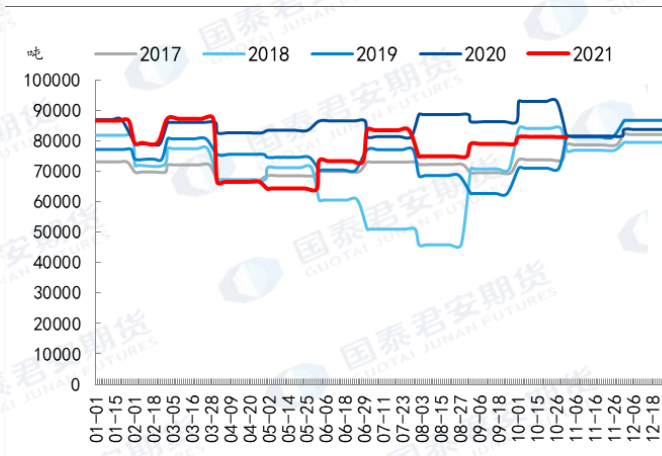
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 59: 顺丁企业开工率



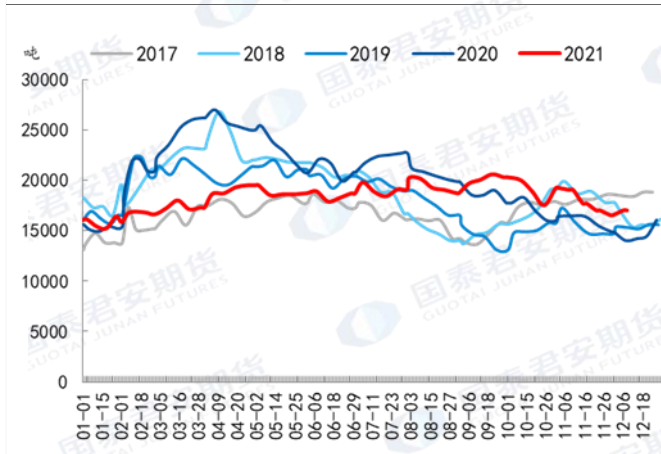
资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 60: 顺丁橡胶产量



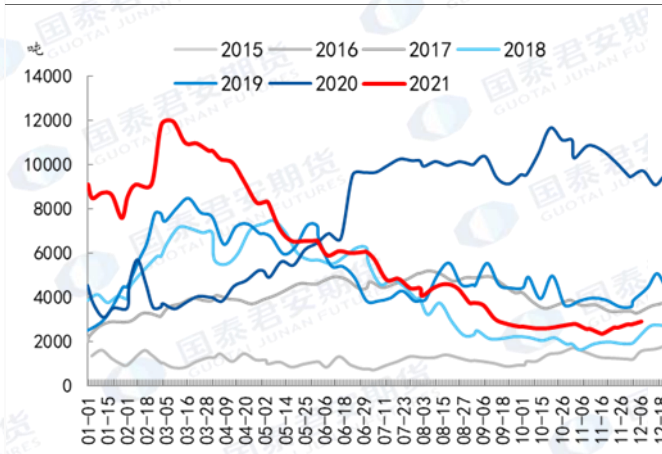
资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 61: 顺丁工厂库存统计



资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 62: 顺丁贸易商库存统计



资料来源: 卓创资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

3. 结论与投资展望

3.1 2022 年胶价判断

2022 年全球天然橡胶或呈现供需两升的格局，但因供应增速处于下行阶段，而需求端因海外宽松退出政策进程偏缓、国内宏观政策有加码托底经济的可能，预计全球供应增速略低于需求增速使得 2022 年全球橡胶供需格局进一步改善，支撑橡胶价格重心小幅继续上移。但就目前整体格局来看，沪胶仍不具备大涨的基础。第一、虽然受益于后疫情修复逻辑，但需求增速会边际回落；第二、全球天胶产量总体仍维持在高位；第三、套利盘对绝对价格的敏感度下降，主要看价差，一旦价差合适，会增加国内进口套利需求，盘面压力加大。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会，疫情的影响短期难以消散，海运费偏高，东南亚船期推迟的情况在 2021 尾端难以得到明显改善。因此，2022 年初国内的流动盘供应或延续偏紧格局，叠加春节前后的下游传统补库需求或成为第一个波段机会；第二个波段性机会可能出现在 Q4，今年重卡销售在 5 月后连续七连降，11 月更创下今年以来月销量的最低水平，2022 年在今年的低基数下，下半年数据可能同比有一定修复叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮机会。

重点关注宏观风险事件及疫情的冲击，随着东南亚船期问题缓解之后，需要关注的是国内供应端可能面临的集中到港的冲击。2022 年总体维持底部重心小幅抬升的观点，全年或呈 V 型走势，目前看不到大涨基础。

3.2 投资展望

2022 年的高点或出现在 Q1 和 Q4，逢低做多为主。Q1 仍将受益于船期推迟和青岛地区暂无大幅累库预期，叠加春季前的传统补库需求。Q4 受益于 2021 年下半年需求终端数据低基数和季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观面背景下，2022 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2022 年全年价格波动区间会在 13000-17000 元/吨，中枢区间 14300-15000 元/吨附近。2022 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的价差缩窄以及 RU 非标套利均有较好的机会。