



2022 年 6 月 23 日

浓乳分流需求触底，驱动向上空间不大

——2022 年下半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 年浓乳分流会对全年仓单产生一定影响，需求虽环比改善但可能略不及预期，胶价重心存在上移的可能，驱动向上但空间想象力有限。

我们的逻辑：浓乳分流是今年供应端的亮点，阶段性影响预计到 7 月，但全年仓单或因此减量。今年国内云南地区早于正常开割期放量，下游乳胶需求高于预期，云南胶水价格走高；海南地区有贸易商从云南买入胶水加上运费到海南销售交货仍有利润，也听闻有部分贸易商前期超卖乳胶，高价补货。海南推迟开割，短期造成新全乳现货不足，而乳胶分流，大概率会影响到 RU 的仓单总量，但我们也需要关注到乳胶的高价压缩终端工厂的利润率，下游除乳胶手套外，其他如胶乳海绵制品行业因原料价格居高，生产利润亏损严重，开工负荷极低，随着海南地区胶水逐步恢复正常供应，乳胶阶段性“错配”需求所引发的热度也会慢慢降温。

需求方面，环比逐步改善是相对确定的预期，但政策对车市特别是重卡端的红利依然有限，预计全年来看依旧不乐观。天然橡胶终端需求已经在今年 4 月触底，从 5 月开始边际改善，但是下半年来看，改善空间有限，修复情况或不及预期。伴随上海疫情解封，5 月下旬，位于上海的轮胎厂陆续开始复工复产，上海汽车产业链开始复苏。与此同时，国内全钢胎以及半钢胎开工率从 5 月中旬开始环比改善。乘用车以及重卡产销量在 4 月数据探底之后 5 月均出现环比改善。宏观终端消费刺激政策逐渐加码，其中部分政策涉及乘用车以及重卡领域，总体来看，对乘用车消费的刺激举措优于重卡市场。错过了上半年销售旺季的重卡想在下半年力挽狂澜阻力很多。

投资建议：橡胶现货贸易上我们建议投资者可以逢低购买远月现货，持有现货多头。今年期现回归比较早，上半年回归逻辑就基本走完，新套利盘在 400-500 非标基差下入场意愿不高，多头拉涨也非常谨慎。

跨品种套利方面，从供应和需求来看，今年深浅色细分市场差异比较突出，单边逢低做多上我们建议选择 NR；而两者的价差也可能随着海南胶水逐步放量而进一步收窄。

期权方面，建议有买货需求的中下游企业逢低做累积期权。

作者简介：

高琳琳：国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶、纸浆高级研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理硕士，CFA 持证人，法律职业资格证书持有人。2016、2017、2018、2019、2020 年“上期所”优秀分析师、2016、2017、2019、2020 年期货日报、证券时报优秀能化分析师。2017 年与夏龙合作撰写“期货服务实体经济征文”获上期所一等奖。2018-2019 年度上期所优秀能化分析师第一。

目录

1. 2022 年上半年天然橡胶走势回顾.....	3
1.1 2022 年第一季度：终端需求不及预期，天胶趋势性走弱.....	3
1.2 2022 年第二季度：疫情影响边际回落，需求恢复预期增加，盘面触底反弹.....	3
1.3 2022 年上半年与 2021 年上半年相比，天胶实际波动率显著收窄.....	4
2. 2022 年下半年天胶运行逻辑：浓乳分流供应或不及预期，需求触底但上修空间有限.....	5
2.1 浓乳高利润驱动，胶水分流是供应端亮点.....	6
2.1.1 浓乳需求催生高加工利润，分流全乳原料.....	6
2.1.2 浓乳分流正在发生，需要关注其持续性.....	9
2.2 下游需求触底但政策空间有限，修复或不及预期.....	10
2.2.1 下游需求触底，PMI、CTSI 等指标环比改善.....	10
2.2.2 政策调控空间有限，下半年修复或不及预期.....	13
2.3 国内库存持续去化，矛盾不断积累中.....	16
3. 结论与投资展望.....	17
3.1 2022 年下半年天然橡胶价格判断.....	17
3.2 投资建议.....	18

(正文)

1. 2022 年上半年天然橡胶走势回顾

1.1 2022 年第一季度：终端需求不及预期，天胶趋势性走弱

1 月天然橡胶主力合约收盘价呈现先扬后抑走势。1 月上旬，供给端，国内产区传统橡胶停割季节，泰国胶水价格持续上行，青岛港库存持续去化。需求端，轮胎开工率提升，宏观基建政策强预期背景下，市场对中期轮胎需求预期进一步升温。供需偏紧格局下，天然橡胶主力合约价格震荡走强。1 月下旬，春节假期临近，轮胎生产企业开工率明显下滑的同时，轮胎生产企业库存天数快速增加。青岛港口橡胶库存累库拐点到来，现实需求走弱。此外，期现价差吸引套保盘入场，盘面在供需双弱的基本面和套利盘双重打压下大幅走弱。

2 月天然橡胶主力合约价格在经历了月初的小幅回升之后持续下行，国内市场需求在春节后表现远不及预期。全钢胎开工率在整个 2 月维持在近 5 年相对低位，青岛港库存存在整个 2 月持续累库。供需双弱格局下，天然橡胶价格重心持续下移。此后，在深色胶价格支撑与国内终端市场逐渐转暖背景下，天然橡胶盘面价格跌势趋缓。

3 月天然橡胶盘面价格承接 2 月偏弱走势价格中枢继续下移。3 月上旬市场预期云南主产区物候条件良好，割胶期较去年提前，加之部分地区受疫情影响，对天胶需求预期下降，供需宽松预期增加导致盘面价格快速下行，主力合约收盘价在 3 月 17 日下挫至 13290 元/吨。3 月下旬天然橡胶盘面价格较 3 月上旬下行趋势放缓。主要原因在于国家连续出台政策改善经济环境，市场对天然橡胶需求预期有所恢复。市场矛盾点逐渐转移至天然橡胶国内库存，而库存同比维持低位对盘面形成一定支撑。

1.2 2022 年第二季度：疫情影响边际回落，需求恢复预期增加，盘面触底反弹

越南 4 月初国营胶园尝试割胶，早于去年半个月左右；中国云南 3 月下旬局部开割，市场预计 4 月中旬左右全面开割，较去年早 20 天左右，供应存增产预期，而国内疫情持续时间远超市场预期。下游弱需求短期无法得到改善，市场对天然橡胶下游需求走弱担忧加剧。在社会库存小幅累库背景下，天然橡胶市场整体呈现弱现实、弱预期格局。主力合约价格在经历月初小幅回调之后一路下跌至月内最低位 12610 元/吨，月内跌幅达到 6.6%，市场整体悲观情绪蔓延。

5 月天然橡胶主力合约价格持续反弹，盘面价格从 5 月 9 日 12435 元/吨连续上行至 5 月 31 日的 13230 元/吨，月内涨幅超过 6%。原料端浓乳分流以及疫情后期需求预期边际好转为天然橡胶价格形成有力支撑。供应方面，2021/2022 年冬春季海南产区降雨多，橡胶树叶片生长旺盛推迟落叶，并且落叶不整齐，白粉病反复发作，海南全面开割时间延迟至 6 月中上旬，原料胶水进浓乳厂价格维持高位，6 月初海南胶水进浓乳厂价格较云南升水 6400 元/吨，利于云南原料运往海南。云南原料快速上量但是浓乳厂对干胶厂挤压严重，全乳胶产量或不及预期。需求端，伴随上海疫情逐步好转，6 月 1 日正式复产复工，疫情对终端消费及供应链干扰减弱，物资周转提速。与此同时，李克强主持召开国务院常务会议，部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。市场对天然橡胶终端需求改善预期持续增加。在供应未完全放量、终端需求好转预期增强这两者的共振下，5 月以来天然橡胶主力合约价格整体走势偏强。

图 1：RU 主力合约走势

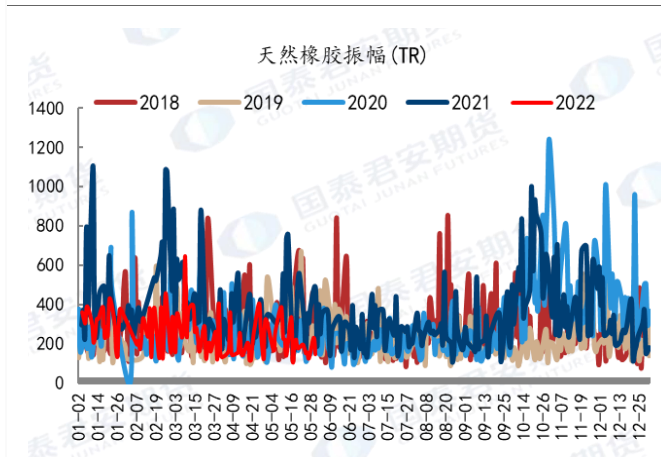


资料来源：博易云，国泰君安期货产业服务研究所

1.3 2022 年上半年与 2021 年上半年相比，天胶实际波动率显著收窄

2022 年上半年天然橡胶的振幅（TR）以及真实波动率（ATR）有显著收敛现象，5 月 31 日的 ATR 指标为 201.27，同比下降 45%，上半年 ATR 与 2021 年上半年相比始终处于低位。天然橡胶期权的历史波动率也出现阶段性收窄的现象，HV(15) 以及 HV(50) 在 2022 年上半年收敛幅度较为明显。我们认为主要是两方面原因：第一、在期权市场，2022 年上半年卖权占优，导致市场卖权赛道拥挤，波动率给予的期权定价回落；第二、持续的价格下行周期，做多的散户、产业外资金被迫出清和转型，非标套利盘的对手方在减少，行业“内卷”下，市场波动回落。

图 2：天然橡胶波幅逐渐下降



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 3：天然橡胶真实波动率（ATR 指标）明显回落



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 4：天然橡胶期权波动率指数

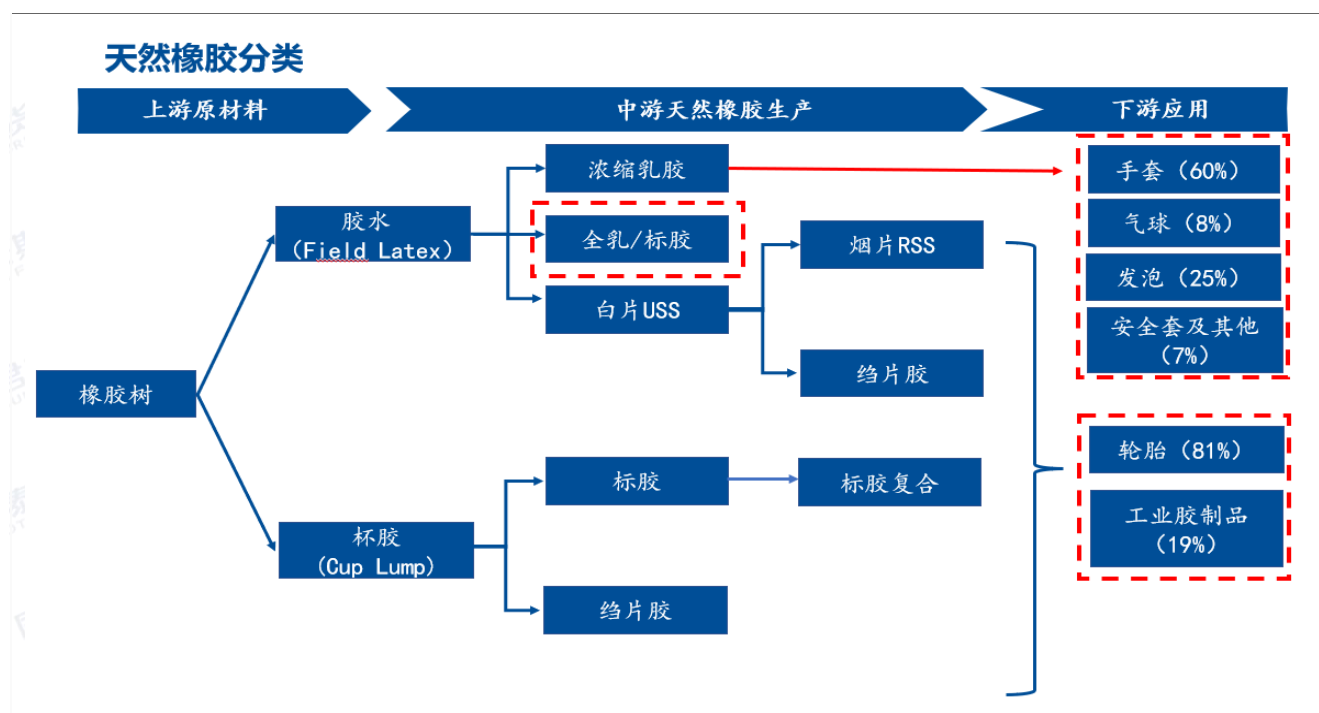


资料来源：文华财经, 国泰君安期货产业服务研究所

2. 2022 年下半年天胶运行逻辑：浓乳分流供应或不及预期，需求触底但上修空间有限

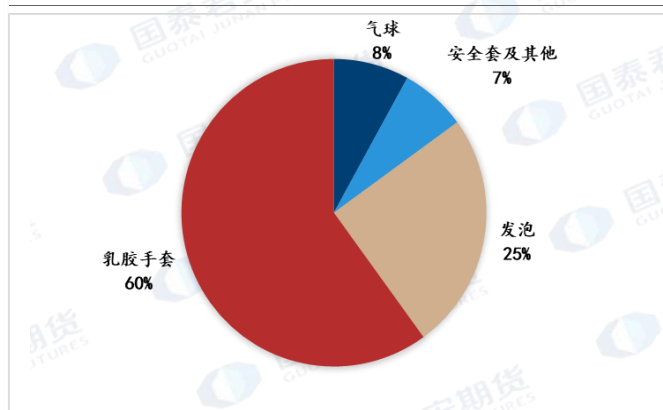
供应端，浓缩乳胶加工利润明显高于全乳，对全乳原料产生分流。全乳胶厂开工率下降，供应或不及预期。2022 年上半年，疫情对国内外天然橡胶市场形成显著干扰，对天然橡胶产业链终端需求的影响有所分化。一方面，以全乳胶和标胶为原材料的轮胎国内市场陷入近半年的低迷。另一方面，以浓缩乳胶为原材料的医用乳胶手套需求在疫情背景下持续走强。终端需求分化的局面导致天然橡胶下游需求结构悄然发生变化，进而导致全乳胶与浓缩乳胶的利润结构发生变化，传导到原料端导致胶水分流。根据公开数据，浓缩乳胶下游需求结构中，乳胶手套占比约 60%、气球占比约 8%、发泡占比约 25%、安全套及其他占比约 7%。全乳胶下游需求结构中，轮胎占比约 81%、胶管胶带胶鞋等占比 14%。伴随 2022 年疫情的常态化影响，天然橡胶整体终端需求中浓乳需求占比阶段性上升。

图 5：天然橡胶分类



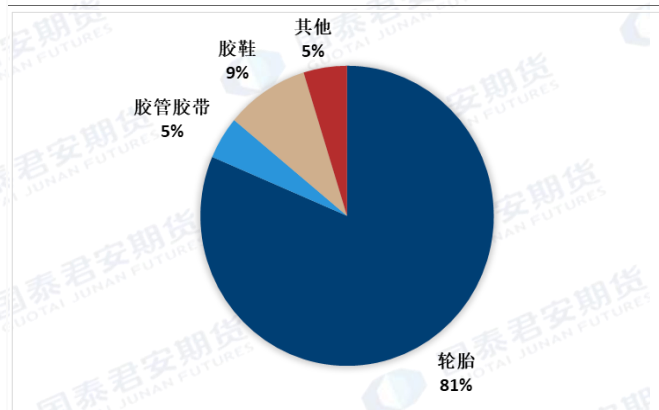
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 6：浓缩乳胶下游需求占比



资料来源：公开资料整理, 国泰君安期货产业服务研究所

图 7：全乳胶及标胶下游需求占比



资料来源：公开资料整理, 国泰君安期货产业服务研究所

2.1 浓乳高利润驱动，胶水分流是供应端亮点

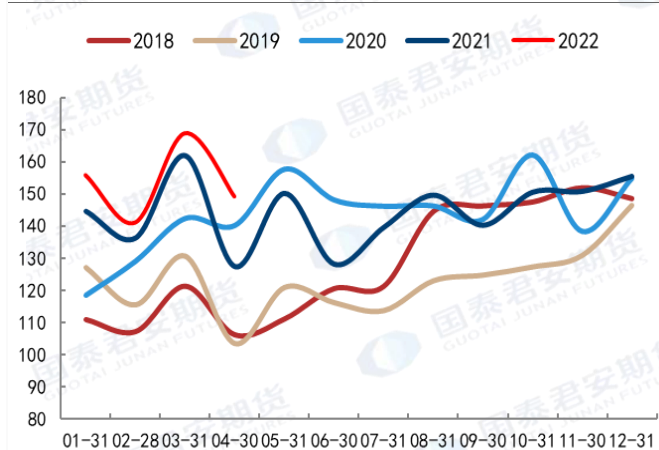
浓乳分流的逻辑起始于 2022 年上半年疫情导致全乳胶需求端走弱，医用乳胶手套为主的浓乳胶需求端走强。浓缩乳胶终端需求走强导致浓乳产业链开启正反馈，乳胶手套厂开工率走高且积极采购原料进一步驱动浓乳价格上涨、加工利润增加。伴随浓乳厂利润改善，浓乳厂各产线开工积极性增加，胶水采购意愿增强。相较于全乳加工厂，浓乳加工厂的收购价偏高，导致胶农及二盘商积极向浓乳厂出售胶水。在胶水供应受限背景下，全乳厂或因缺少胶水而导致停工或开工不及预期。

2.1.1 浓乳需求催生高加工利润，分流全乳原料

全球疫情常态化背景下，医用橡胶手套消费持续上升。进入 2022 年，英、美、德等国家选择逐步放宽防疫措施与新冠共存。世卫组织声称：一些国家死亡率达到自大流行开始以来最高水平。在疫情常态化的背景下，全球范围内医用橡胶手套的需求量稳步增加。截止到 2022 年 4 月，泰国诊断用橡胶手套生产指数达到 149.2 点高位，同比上涨 16.98% 且位于自 2018 年以来的同比最高位。与此同时，泰国诊断用橡胶手套出

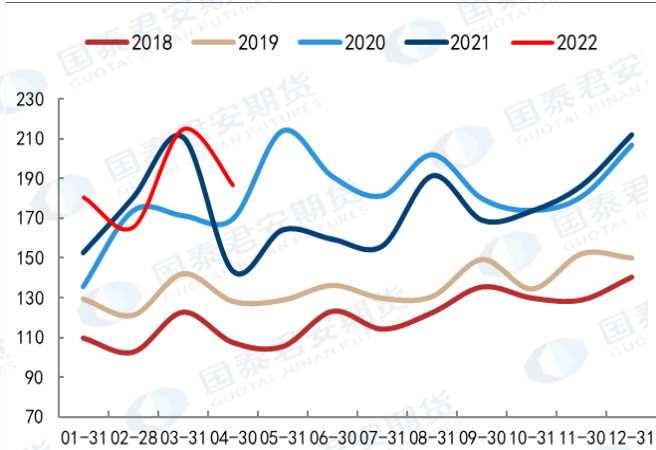
货指数在 4 月位于 186.61 点，同比上涨 30.3% 亦处于自 2018 年以来的同比最高位。马来西亚作为乳胶制品主要出口国，2022 年第一季度浓缩乳胶进口量与乳胶制品消费量均处在近五年高位。

图 8：泰国诊断用橡胶手套生产指数



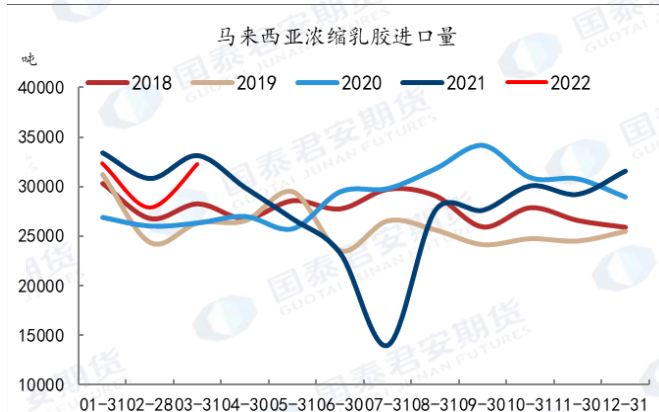
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 9：泰国诊断用橡胶手套出货指数



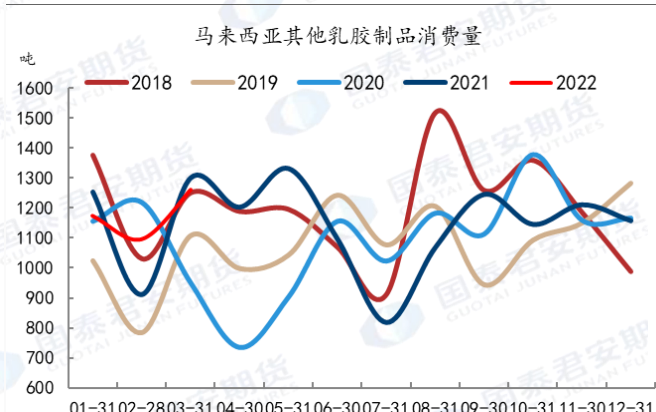
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 10：马来西亚浓缩乳胶进口量



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 11：马来西亚其他乳胶制品消费量



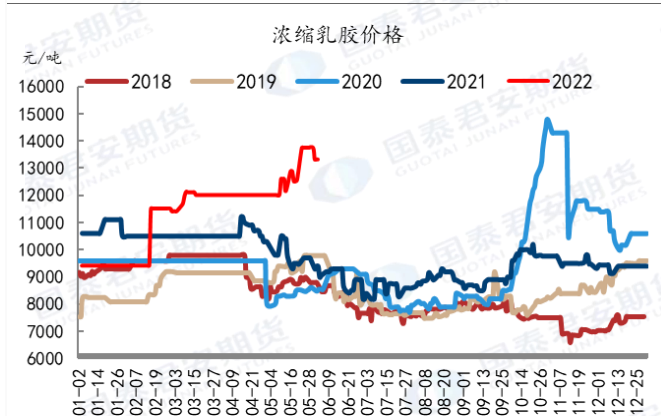
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

在国际医用橡胶手套消费持续稳健上升的同时，国内 2 月份以来各地区疫情散点爆发导致医用橡胶手套的需求量明显增加。浓缩乳胶终端需求的走强促使浓缩乳胶价格及利润快速上涨。截至 6 月 2 日，全国浓缩乳胶均价已经上涨至 13306 元，价格远超历史同期水平，同比上涨 41.5%，与 5 月 2 日价格相比上涨 11%。

终端需求走强背景下，浓乳厂快速提升浓缩乳胶价格，浓乳利润也快速攀升。海南浓缩乳胶利润在 5 月 20 日一度达到 2651 元/吨，远超历史同期水平。2022 年 5 月平均海南浓缩乳胶利润达到 1890.76 元/吨，同比增长 182.2%，环比增加 31.95%。丰厚的浓缩乳胶生产利润导致浓乳厂快速提升自身的开工率，采购原材料胶水积极性大幅提高。2021-2022 年冬春季海南产区降雨多，橡胶树叶片生长旺盛推迟落叶，并且落叶不整齐，白粉病反复发作，预计大部分地区割胶时间推迟到 6 月中下旬。在海南割胶时间延后导致胶水供应量受限的背景下，出现海南浓乳厂从云南调运胶水生产。胶水的阶段性稀缺直接导致胶水进浓缩乳胶生产工厂价格与胶水进全乳胶生产工厂价格出现巨大价差。5 月下旬，云南地区胶水进浓乳厂主流价格在 5 月

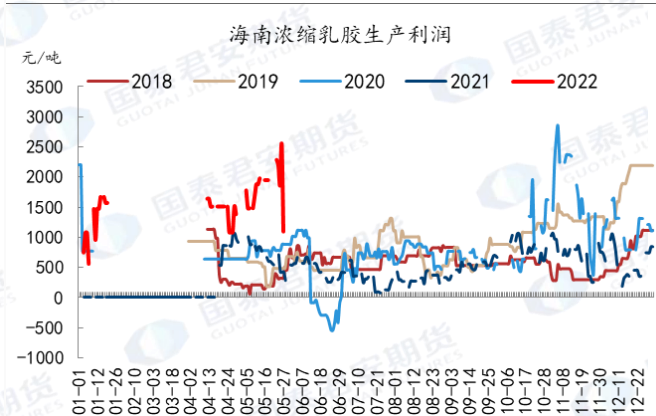
27 日一度达到 14350 元/吨的价格，同比增长 7%，5 月整体云南地区胶水进浓乳厂平均主流价格环比增加 4.7%。今年云南当地浓乳厂产能也开始增加，开机的有天邦、圣凯、禹龙、云勤。5 月末勐腊地区的胶水，海南工厂和云勤、天邦工厂争相抢夺，导致云南地区胶水一度飙涨。与此同时，海南地区胶水进浓乳厂主流价格在 5 月 31 日达到 19300 元/吨，同比增长 54.4%，5 月整体海南地区胶水进浓乳厂平均主流价格环比增加 5.9%。

图 12：浓缩乳胶价格



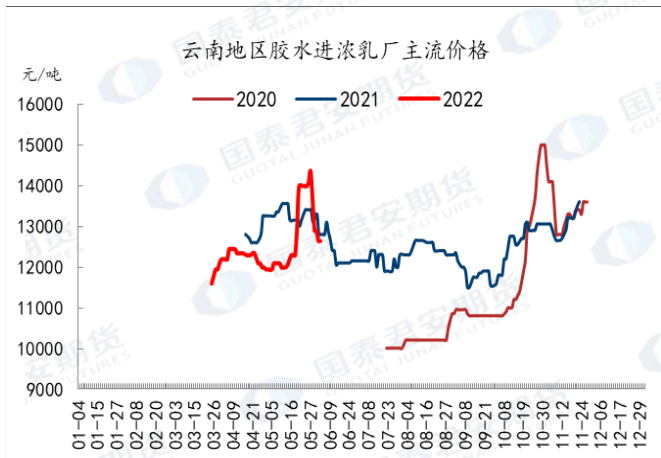
资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 13：海南浓缩乳胶利润



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 14：云南地区胶水进浓乳厂主流价格



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 15：海南地区胶水进浓乳厂主流价格



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

相较于进浓乳厂胶水价格的快速上涨及高波动，云南及海南地区胶水进全乳厂主流价格走势较为稳定。截至 5 月 31 日，云南胶水进全乳厂主流价维持在 11850 元/吨，同比下降 8.5%。今年从割胶开始云南胶水进全乳厂主流价就始终徘徊在 11000 元/吨至 12000 元/吨区间难有起色。海南胶水进全乳厂主流价维持在 11900 元/吨，同比下降 7.75%。进入 5 月下旬，云南、海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差开始快速拉大，云南地区价差从 5 月上旬的 750 元/吨一路飙升至 2500 元/吨，月内上涨幅度达到 233%，海南地区价差从 5 月上旬的 3700 元/吨同样一路飙升至 7400 元/吨，月内价差翻倍。

疫情导致的阶段性交通运输受阻以及胶水极难储存的特性加剧了胶水阶段性的供需错配。高企的云南、海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差直接导致胶农和二盘商向浓乳厂出售胶水的积极性提高，造成胶水大量流入浓乳厂，驱使全乳厂或者全乳生产线在缺少原材料情况下被迫停车或开工不足。

图 16：云南地区胶水进全乳厂主流价格



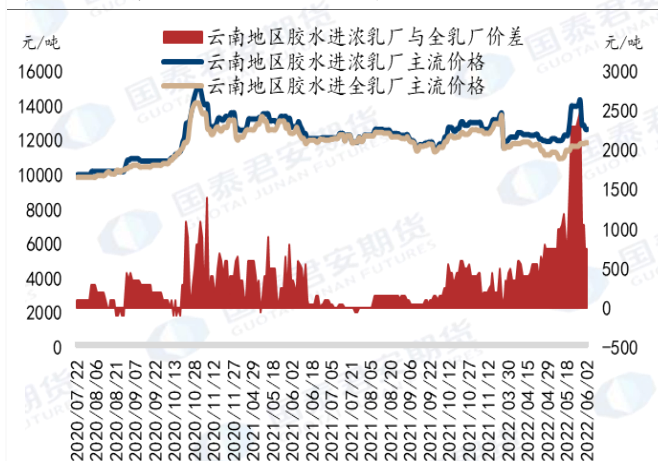
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：海南地区胶水进全乳厂主流价格



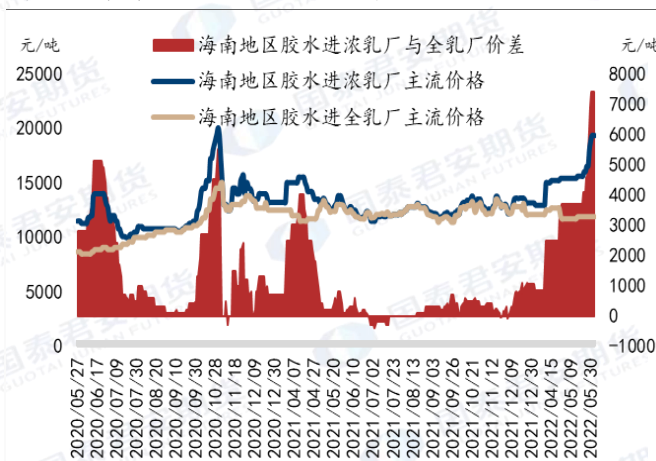
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：云南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 浓乳分流正在发生，需要关注其持续性

浓乳分流正在发生，造成全乳胶供给端收缩确定性是较高的，但是对全乳胶供给端造成影响的时间跨度和具体数量影响需要进行判断。有两个方面需要在未来持续跟踪和关注。第一个方面是天然橡胶终端需求在全国疫情恢复之后需求结构是否会回归常态；第二个方面是，在6月中下旬海南大面积割胶开始后，胶水供应量逐渐恢复的情况下，浓乳分流的情况是否会好转。

首先，当前浓缩乳胶正在经历典型的终端医用乳胶手套需求走强带动整条产业链正反馈的阶段。原材料胶水价格上涨速度超过浓缩乳胶价格上涨速度，导致浓乳的利润逐渐下滑。等到终端医用乳胶手套需求走弱，终端订单回落，浓乳厂高价原料库存对应高成品库存压力，会逐渐降低收购高价胶水的积极性，浓乳分流的程度逐渐降低最后结束。届时，生产全乳的胶水供应恢复，全乳产量及开工率也会逐渐提升。所以后期浓缩乳胶产业链正式进入负反馈的时间节点需要持续关注。

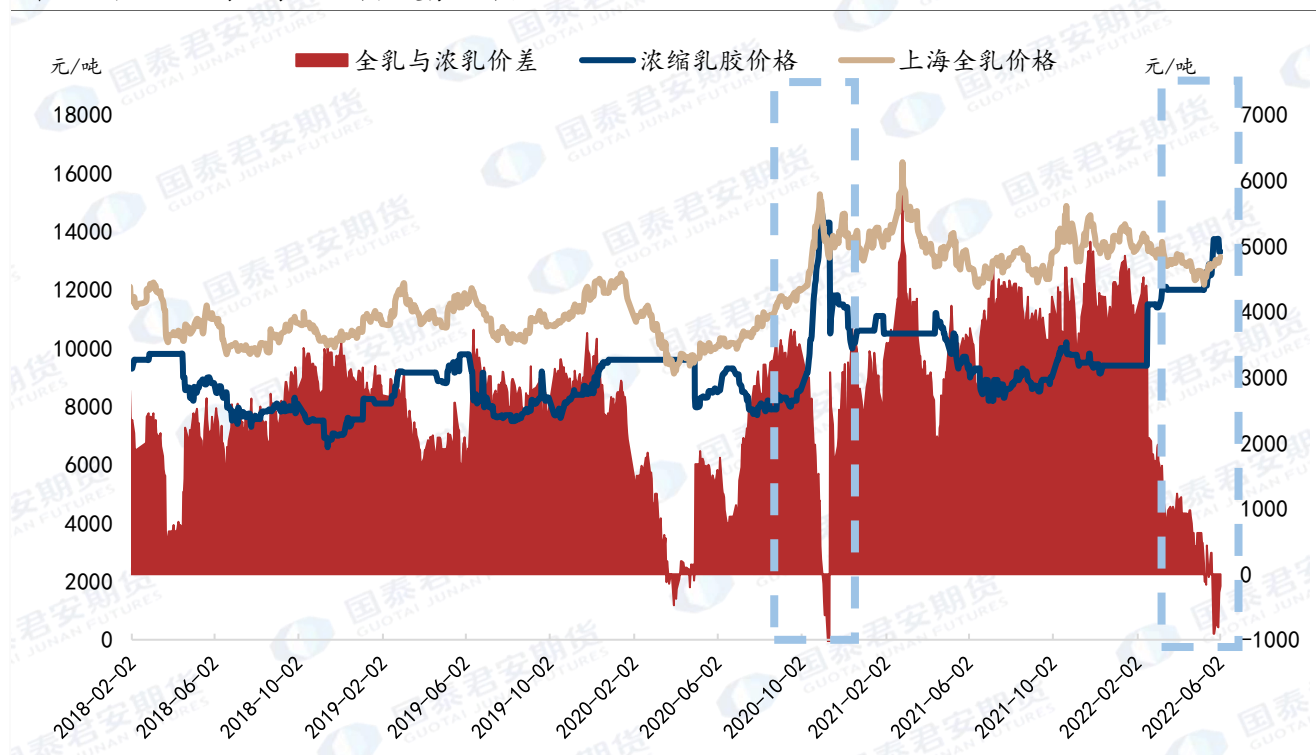
其次，在2020年第三季度也同样出现过浓乳分流的情况，当时全乳与浓乳价差一度下降至-625元/吨。当时浓缩乳胶的利润好于全乳胶，直接导致国内海南产区的胶水基本都用于浓乳的加工生产。但是2020年

9-11月的浓乳分流情况与今年割季有一定区别。2020年的浓乳分流是在国内橡胶树新叶生长推迟导致国内产区大规模推迟开割的背景下发生的，推迟开割胶水减量叠加浓乳分流，造成的实际新仓单量减少。

今年割胶季浓乳分流发生在4-5月胶水供应量较少的背景下。如果6月中下旬开始海南地区天气、物候等问题逐步缓解，胶水供应量增加，则需要持续关注浓缩乳胶与全乳价差以及海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差是否会进行修复。

2022年上半年，浓乳分流造成全乳胶供应端的扰动已经发生并在持续，但是供给端受到扰动的程度需要终端订单回落、胶水放量价格回落等因素的检验。

图 20：浓缩乳胶与上海全乳价格走势及价差



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货产业服务研究所

2.2 下游需求触底但政策空间有限，修复或不及预期

需求方面，天然橡胶终端需求已经在今年4月触底，从5月开始边际改善，但是下半年来看，改善空间有限，修复情况或不及预期。

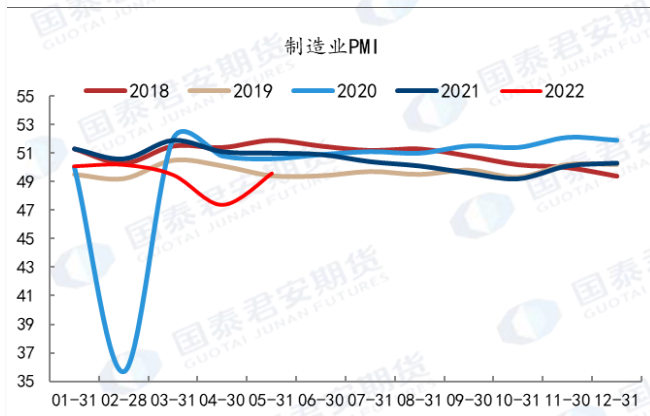
2.2.1 下游需求触底，PMI、CTSI 等指标环比改善

现阶段，天然橡胶终端需求的相关指标环比均在逐步改善。宏观方面，5月中国采购经理指数和非制造业商务活动指数均有所回升。3月初开始全国受疫情影响，各地区在防疫政策指导下停产停工，制造业 PMI

持续下降。3月制造业PMI为49.5%，同比下降4.6%，环比下降1.4%。进入4月，伴随上海地区防疫政策延续时间超市场预期、全国各地物流中断以及原材料价格持续上涨三重压力下，4月制造业PMI降至47.4%，环比下降4%。近期，国家统计局发布5月PMI指数，制造业PMI为49.6%，较上月提升2.2个百分点，非制造业商务活动指数为47.8%，较上月提升5.9个百分点，PMI环比改善下市场信心得到提振。

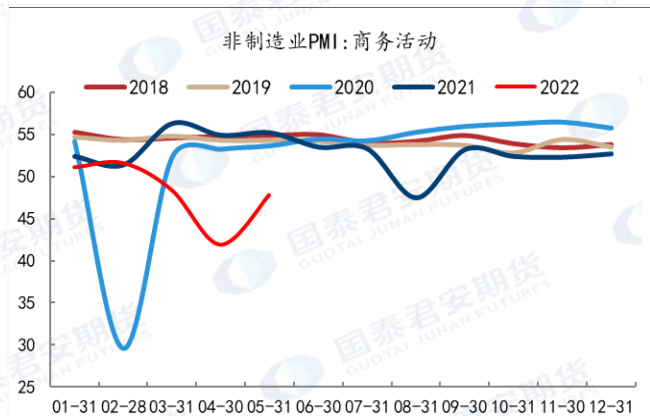
CTSI 中国货运运输生产指数、货运流量指数、全国及上海快递业务量均出现环比改善。中国运输生产指数简称CTSI，它是从综合交通角度出发，以铁路、公路、水路、民航各种运输方式的客货运量为基础指标，加权合成的用来反映交通运输行业总体运行状况的综合性指数。与PMI走势接近，CTSI中国货运运输生产指数在4月下跌至180.9点，环比下降7.5%。伴随疫情好转，各地区物流逐渐恢复，进入5月CTSI指数环比有所改善。物流方面，货运流量指数从4月下旬开始触底反弹至93.12，同比下降约7%，环比上涨3.9%处在逐步改善阶段。货运流量指数反映我国公路货运的畅通状况及实时动态。4月货运流量指数触底时同比减少27%。5月，物流环境虽在持续改善，但恰逢五一假期，货运流量指数发生下降。此外，全国及上海快递业务量在四月均大幅下降至底部，5月开始触底反弹。

图 21：5 月中国采购经理指数回升



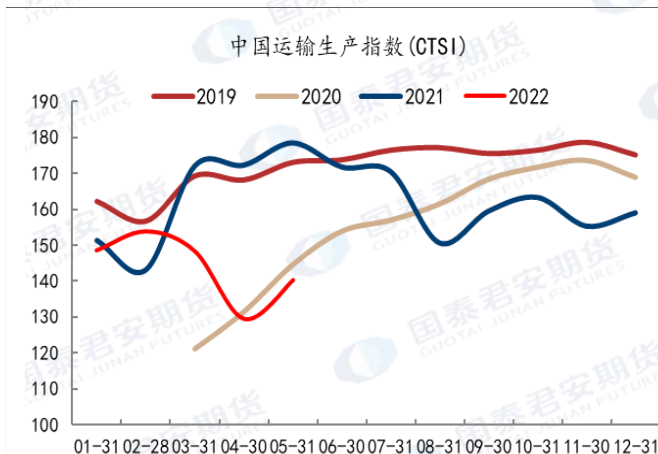
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 22：5 月非制造业商务活动指数回升



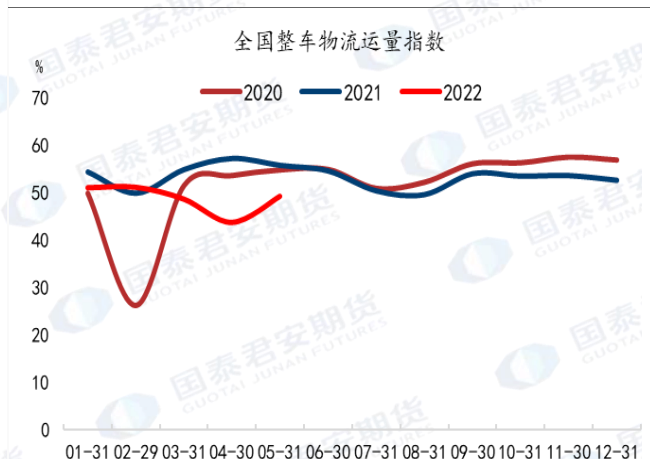
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 23：中国货运运输生产指数 (CTSI)



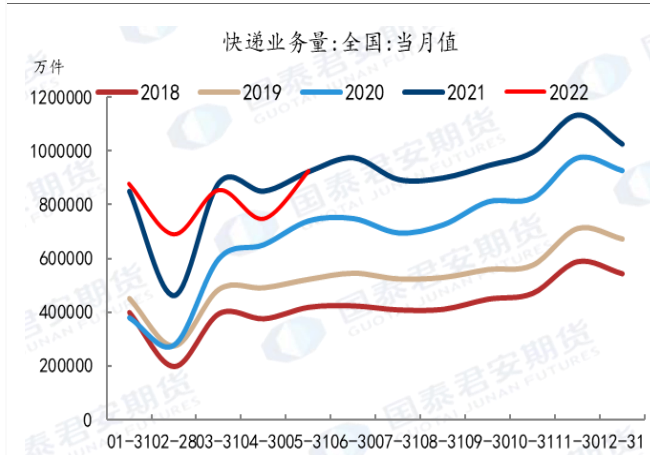
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 24：整车物流运量指数



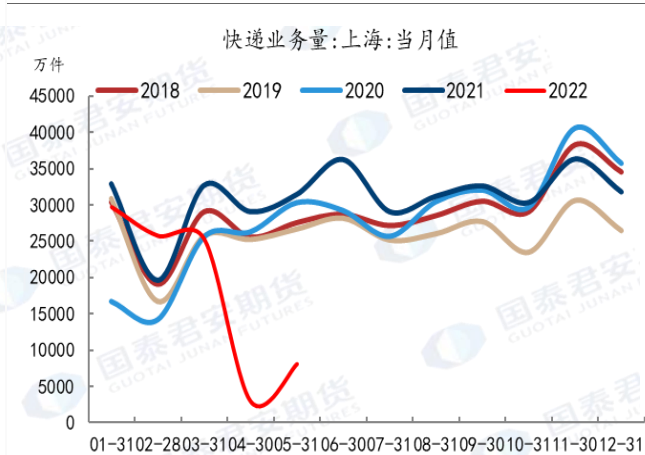
资料来源：中国物流与采购联合会, 国泰君安期货产业服务研究所

图 25：快递业务量



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 26：上海快递业务量

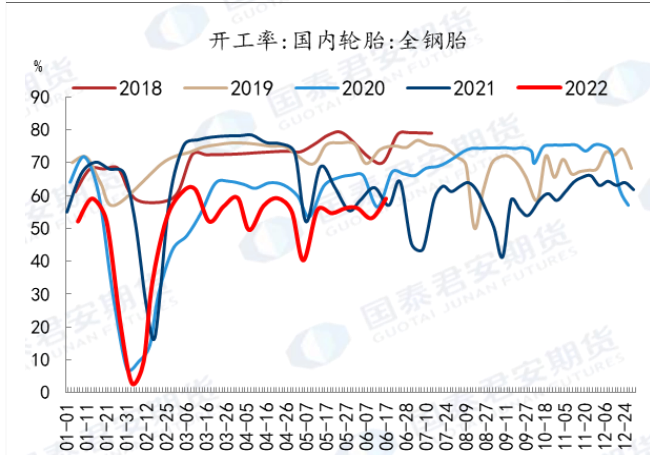


资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

天然橡胶终端需求方面，伴随上海疫情解封，五月下旬，位于上海的轮胎厂陆续开始复工复产，上海汽车产业链开始复苏。与此同时，国内全钢胎以及半钢胎开工率从5月中旬开始环比改善。国内全钢胎开工率从5月13日的55.46%小幅上升至6月3日的56.09%，国内半钢胎开工率从5月13日的60.49%小幅上升至6月3日的64.92%，预计伴随国内疫情全面解封，轮胎整体开工率有望在6月持续环比改善。此外，乘用车以及重卡产销量在4月数据探底之后5月均出现环比改善。

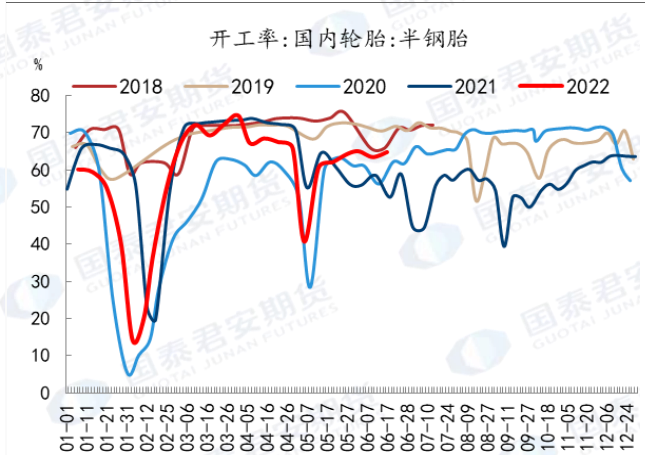
从宏观及天然橡胶终端需求各项数据表征来看，4月天然橡胶终端消费已经触及底部。伴随5月出台的一揽子宏观政策，天然橡胶终端消费开始逐渐伴随宏观经济复苏而回暖。预计进入2022年下半年之后，天然橡胶需求端会逐步修复，但修复空间有限。

图 27：全钢胎开工



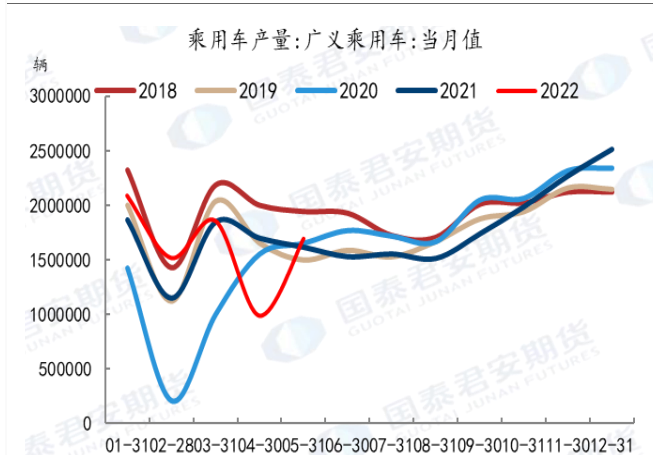
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 28：半钢胎开工



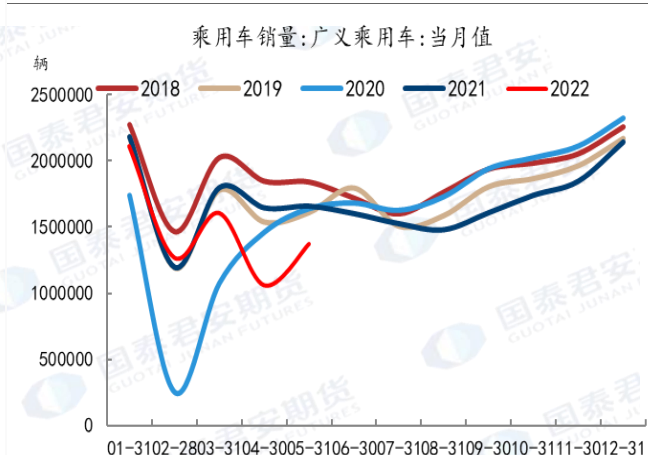
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 29：广义乘用车月度产量



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 30：广义乘用车月度销量



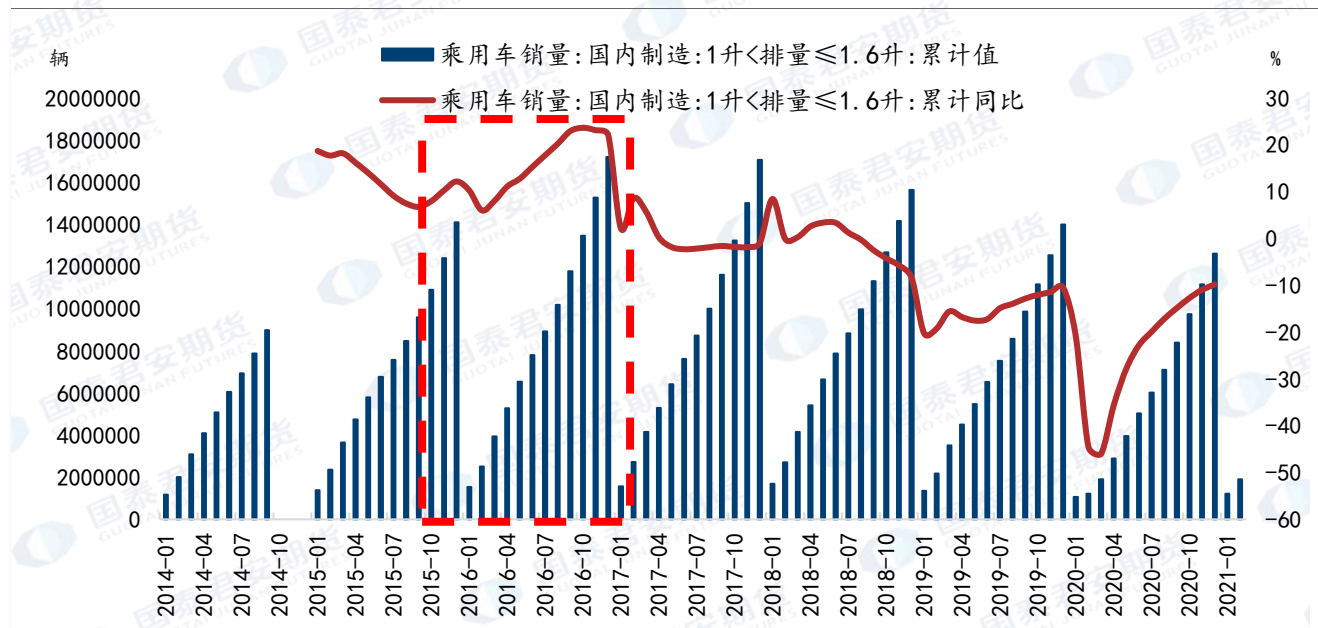
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 政策调控空间有限，下半年修复或不及预期

进入5月，宏观终端消费刺激政策逐渐加码，其中部分政策涉及乘用车以及重卡领域。宏观政策对天然橡胶终端需求将产生一定的提振效果，但是我们认为政策调控空间有限，下半年修复或不及预期。

乘用车方面，5月31日出台《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》对汽车市场会带来一定提振。回顾2009年、2015年两次车辆购置税优惠政策，每一次推出购置税减免政策都会促进乘用车的销售。最明显的一轮发生在2015年10月至2016年6月，2015年次的乘用车车辆购置税减免政策从10%税率征收下调至5%税率征收，直接提振了乘用车市场消费。从2016年2月开始，乘用车销量累计同比持续提升，从年初的5.98%持续上涨至23.62%。从2015年次购置税减免政策来看，今年5月底出台的减征政策将受优惠乘用车范围扩大至2.0升以下，预计会促进消费者购车积极性。

图 31：汽车在乘用车购置税减免下走势



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

重卡方面,《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第8、28、29条与之相关。本轮政策主要在货车司机贷款以及改善物流方面对重卡市场有间接提振。但我们认为重卡政策调控空间及力度有限,即使下半年重卡产销出现好转,全年来看依然不乐观。

2022年上半年重卡传统销售旺季期间市场低迷,即使在下半年行业恢复预期增加的背景下,全年重卡产销仍不乐观。今年1-4月我国重卡市场累计销售32.3万辆,相较于2021年,累计同比下降64%。以往年数据来看,重卡销售量呈现较为明显的季节性,销售旺季均出现在每年的3月至4月,此后年内销量会呈现持续下滑的走势。在2021年重卡上半年销量占比达到全年销量的75%,上半年集中了重卡的大部分销量,所以根据当前1-5月重卡销量情况,2022年全年重卡销量不容乐观,与往年相比可能出现较大幅度下滑。此外,根据不完全统计,目前市场上的卡车库存数量已达到30万辆,大量的库存给经销商所带来的资金以及经营压力非常明显。经销商表示“现在卡车市场销售下滑明显,但是库存车数量却在增加,目前卡车的库存预警基本上都在100%以上,甚至有的达到了200%以上,库存预警已经提前爆仓了”。

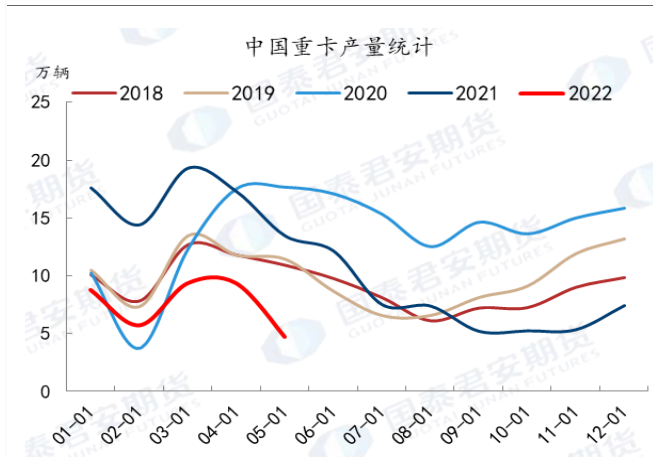
下半年重卡销售市场即使在好转背景下,也会先消化先前累积的库存。终端需求好转信号传导至轮胎厂以及天然橡胶生产企业需要较长周期。因此,我们认为下半年天胶终端需求政策调控空间有限,对天胶市场提振或不及预期。

图 32: 历年上半年重卡销量占比

年份	上半年重卡销量 (万辆)	全年重卡销量	上半年销量占比
2022	32.3 (1月-5月)	70 (E)	60% (2018-2021 平均值) (E)
2021	105	139.4	75%
2020	80.32	158.6	51%
2019	65.63	117.45	56%
2018	66.05	113.05	58%

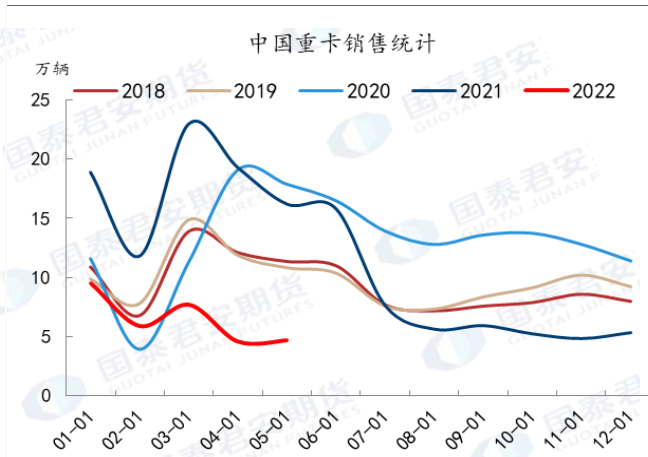
资料来源:隆众资讯、国泰君安期货产业服务研究

图 33：中国重卡产量



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 34：中国重卡销量



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 35：轮胎行业相关政策

政策名称	发布时间	发布部门	文件号	涉及领域	影响时间
《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	2022 年 5 月 31 日	财政部	税务总局公告 2022 年第 20 号	乘用车	2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日
主要内容：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。阶段性减征部分乘用车购置税达到 600 亿元。					
《关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》	2022 年 5 月 31 日	多部门	工信厅联通装函〔2022〕107 号	新能源汽车	2022 年 5 月至 12 月
主要内容：鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业（以下简称企业）积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动，通过网上促销等方式吸引更多消费者购买。					
《国务院关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 8 条	2022 年 5 月 31 日	国务院	国发〔2022〕12 号	货车	2022 年 05 月 31 日开始
主要内容：鼓励对中小微企业和个体工商户、货车司机贷款及受疫情影响的个人住房与消费贷款等实施延期还本付息。商业银行等金融机构继续按市场化原则与中小微企业（含中小微企业主）和个体工商户、货车司机等自主协商，对其贷款实施延期还本付息，努力做到应延尽延，本轮延期还本付息日期原则上不超过 2022 年底。中央汽车企业所属金融子企业要发挥引领示范作用，对 2022 年 6 月 30 日前发放的商用货车消费贷款给予 6 个月延期还本付息支持。					
《国务院关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 18 条	2022 年 5 月 31 日	国务院	国发〔2022〕12 号	汽车消费	2022 年 05 月 31 日开始
主要内容：稳定增加汽车、家电等大宗消费。各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制，鼓励实施城区、郊区指标差异化政策。加快出台推动汽车由购买管理向使用管理转变的政策文件。全面取消二手车限迁政策，在全国范围取消对符合国五排放标准小型非营运二手车的迁入限制，完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定。支持汽车整车进口口岸地区开展平行进口业务，完善平行进口汽车环保信息公开制度。对皮卡车进城实施					

精细化管理，研究进一步放宽皮卡车进城限制。研究今年内对一定排量以下乘用车减征车辆购置税的支持政策。					
《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 28 条	2022 年 5 月 31 日	国务院	国发〔2022〕12 号	物流	2022 年 05 月 31 日开始
主要内容：完善交通物流保通保畅政策。全面取消对来自疫情低风险地区货运车辆的防疫通行限制，着力打通制造业物流瓶颈，加快产成品库存周转进度；不得擅自阻断或关闭高速公路、普通公路、航道船闸，严禁硬隔离县乡村公路，不得擅自关停高速公路服务区、港口码头、铁路车站和民用运输机场。严禁限制疫情低风险地区人员正常流动。对来自或进出疫情中高风险地区所在地市的货运车辆，落实“即采即走即追”制度。客货运司机、快递员、船员到异地免费检测点进行核酸检测和抗原检测，当地政府视同本地居民纳入检测范围、享受同等政策，所需费用由地方财政予以保障。					
《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 29 条	2022 年 5 月 31 日	国务院	国发〔2022〕12 号	物流	2022 年 05 月 31 日开始
主要内容：统筹加大对物流枢纽和物流企业的支持力度。加快宁波舟山大宗商品储运基地建设，开展大宗商品储运基地整体布局规划研究。2022 年，中央财政安排 50 亿元左右，择优支持全国性重点枢纽城市，提升枢纽的货物集散、仓储、中转运输、应急保障能力，引导加快推进多式联运融合发展，降低综合货运成本。2022 年，中央财政在服务业发展资金中安排约 25 亿元支持加快农产品供应链体系建设，安排约 38 亿元支持实施县域商业建设行动。加快 1000 亿元交通物流专项再贷款政策落地，支持交通物流等企业融资，加大结构性货币政策工具对稳定供应链的支持。在农产品主产区和特色农产品优势区支持建设一批田头小型冷藏保鲜设施，推动建设一批产销冷链集配中心。					

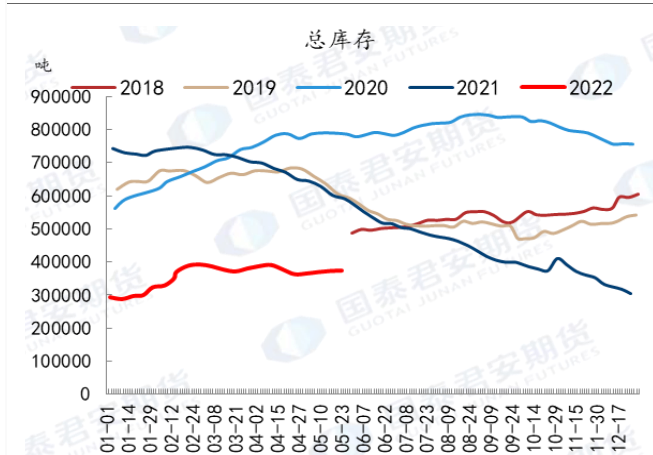
资料来源：国务院政策文件库，国泰君安期货产业服务研究所

2.3 国内库存持续去化，矛盾不断积累中

2022 年上半年，天然橡胶库存持续低位，低库存和低价格的矛盾正在不断累积。对于大宗商品来说，供给决定弹性，需求决定方向。供应端，浓乳分流叠加天然橡胶库存持续低位或造成下半年天然橡胶盘面波动回升。此外，天胶盘面受库存低位托底，价格下方空间有限，需求驱动向上，但空间有限。

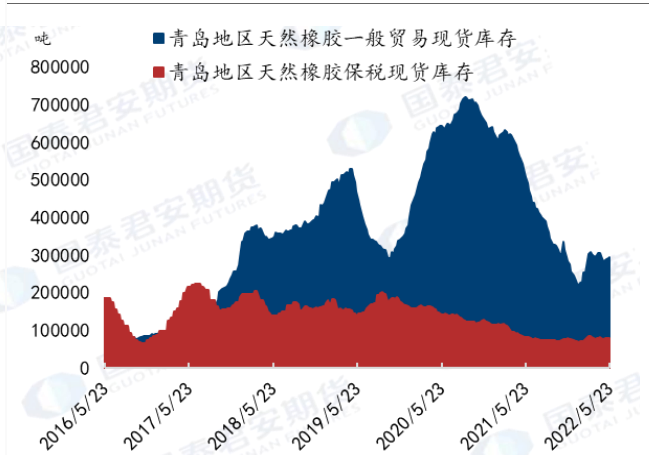
今年上半年，青岛地区天然橡胶现货总库存维持低位，始终处于近五年同比最低位。截至 5 月 23 日，青岛地区天然橡胶现货总库存为 37.3 万吨，同比下降 36.85%。青岛地区天然橡胶一般贸易现货库存从 2020 年 9 月份的 71.9 万吨持续去库至今年 5 月的 29.4 万吨，去库幅度达到 59.1%。与此同时，天然橡胶的期货库存受浓乳分流影响，从 2020 年开始，始终维持低位。截至 6 月 3 日，天然橡胶期货仓单库存为 25.3 万吨。此外，中国天然橡胶社会库存上半年保持低位运行，始终处于近 3 年同比最低位。目前，中国天然橡胶社会库存为 106 万吨，同比下降 11%。今年上半年，因为天然橡胶需求端疲软导致市场关注点并未聚焦天然橡胶整体的库存低位。下半年伴随天然橡胶需求逐渐好转，低库存或对天然橡胶盘面价格形成一定支撑。

图 36：青岛地区天然橡胶总库存



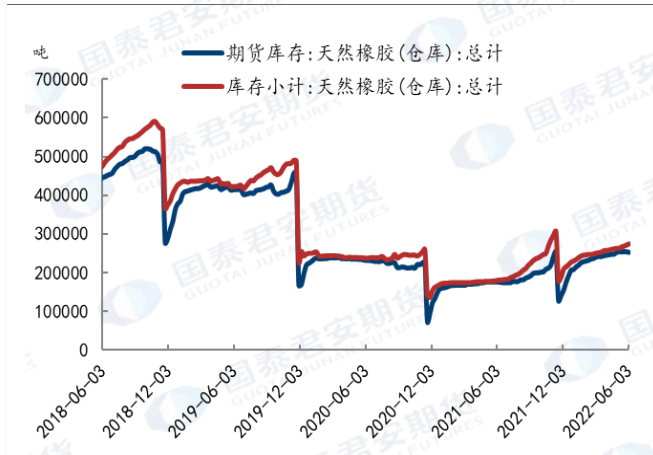
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 37：青岛地区天然橡胶现货库存



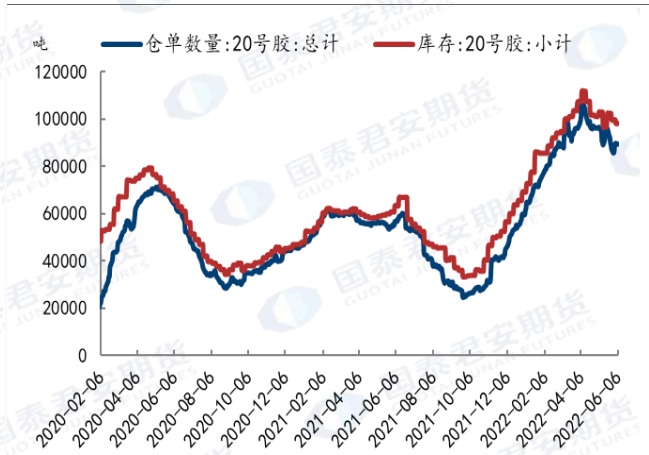
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 38：沪胶仓单



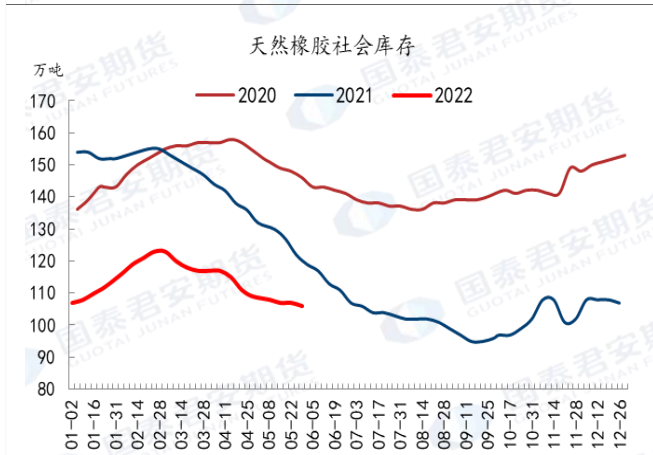
资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货产业服务研究所

图 39：20 号胶仓单



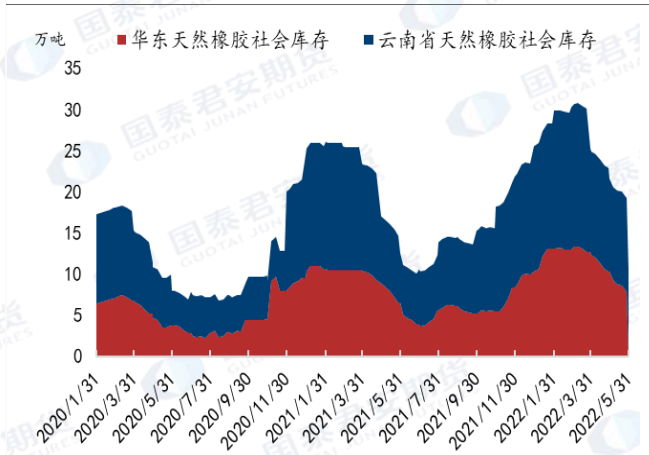
资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货产业服务研究所

图 40：中国天然橡胶社会库存



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 41：天然橡胶部分地区社会库存



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 年下半年天然橡胶价格判断

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2022 年浓乳分流会对全年仓单产生一定影响，需求虽环比改善但可能略不及预期，胶价重心存在上移的可能，驱动向上但空间想象力有限。

浓乳分流是今年供应端的亮点，阶段性影响预计到 7 月，但全年仓单或因此减量。今年国内云南地区早于正常开割期放量，下游乳胶需求高于预期，云南胶水价格走高；海南地区有贸易商从云南买入胶水加上运费到海南销售交货仍有利润，也听闻有部分贸易商前期超卖乳胶，高价补货。海南推迟开割，短期造成新全乳现货不足，而乳胶分流，大概率会影响到 RU 的仓单总量，但我们也需要关注到乳胶的高价压缩终端工厂的利润率，下游除乳胶手套外，其他如胶乳海绵制品行业因原料价格居高，生产利润亏损严重，开工负荷极低，随着海南地区胶水逐步恢复正常供应，乳胶阶段性“错配”需求所引发的热度也会慢慢降温。

需求方面，环比逐步改善是相对确定的预期，但政策对车市特别是重卡端的红利依然有限，预计全年来看依旧不乐观。天然橡胶终端需求已经在今年 4 月触底，从 5 月开始边际改善，但是下半年来看，改善空间有限，修复情况或不及预期。伴随上海疫情解封，5 月下旬，位于上海的轮胎厂陆续开始复工复产，上海汽车产业链开始复苏。与此同时，国内全钢胎以及半钢胎开工率从 5 月中旬开始环比改善。乘用车以及重卡产销量在 4 月数据探底之后 5 月均出现环比改善。宏观终端消费刺激政策逐渐加码，其中部分政策涉及乘用车以及重卡领域，总体来看，对乘用车消费的刺激举措优于重卡市场。错过了上半年销售旺季的重卡想在下半年力挽狂澜，遇到的阻力很多。

3.2 投资建议

橡胶现货贸易上，我们建议投资者可以逢低购买远月现货，持有现货多头。今年期现回归比较早，上半年回归逻辑就基本走完，新套利盘在 400-500 非标基差下入场意愿不高，但多头拉涨也非常谨慎。

跨品种套利方面，从供应和需求来看，今年深浅色细分市场差异比较突出，单边逢低做多上我们建议选择 NR；而两者的价差也可能随着海南胶水逐步放量而进一步收窄。

期权方面，建议有买货需求的中下游企业逢低做累积期权。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521