



2022 年 12 月 03 日

二〇二三年度

筑底分化，孕育转机

——2023 年天然橡胶期货行情及投资展望

高琳琳，CFA 咨询从业资格证号：Z002332 gaolinlin@gtjas.com

君研
FUTURE
LAND

报告导读：

我们的观点：2023 年全球天然橡胶预计供需矛盾不显著。供应端，天胶总产量将维持稳定增速，深浅色胶结构分化延续。需求端，国内外市场或将有所分化，海外市场需求高位回落，驱动淡化；国内市场需求筑底预期不断强化。整体格局来看，供需矛盾并不突出，沪胶仍不具备大涨基础，关注波段机会。从更长的 3-5 年的周期来看，2023 年也是偏向价格底部，孕育转机的一年。

我们的逻辑：我们预计 2023 年天胶产量将呈现稳步增长趋势，产量增速或将略高于 2022 年的 2.06%，增量主要来自深色胶。浅色胶 2022 年供应有所减少，且在浓乳分流趋于常态化的情况下，2023 年浅色胶供应增幅有限。我们预计天然橡胶 2023 年需求端将整体呈现国内外市场分化的特征。海外市场受宏观经济下行周期影响需求筑顶回落，国内轮胎出口受此影响或在 2022 年上半年高基数下出现同比下滑。国内伴随防疫政策的优化，2023 年基建、公路运输、物流或迎来转机，驱动重卡市场低基数下复苏以此提振天胶需求。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会。第一个波段机会在 2023 年一季度，年初伴随春节前后下游传统补库需求和开工阶段性回升或促进现货交投。在目前天胶库存偏低背景下，价格弹性偏高，阶段性需求驱动易导致天胶价格上行。第二个波段机会可能出现在 2023 年四季度，在防疫政策持续优化背景下，物流、基建二三季度缓慢复苏，重卡产销筑底反弹，整体终端需求驱动向上，届时叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮波段机会。2023 全年或呈低位震荡伴随阶段性上涨的走势。

风险提示：重点关注宏观风险事件冲击、防疫政策更迭。随着海外天胶分流转弱及国际运价回调，国内可能面临的集中到港冲击等。

投资展望：2023 年的阶段性高点或出现在一季度及四季度。一季度仍将受益于低库存背景下，春节前的传统补库需求驱动及节后复产复工驱动。四季度受益于 2023 年下半年终端需求复苏、季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观面背景下，2023 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2023 年全年价格波动区间会在 11000-14000 元/吨，中枢区间 12000-13000 元/吨附近。2023 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的跨品种价差以及 RU 非标套利均有较好的机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

目录

1. 2022 年全年天然橡胶市场概述.....	3
1.1 天胶 2022 年行情走势回顾.....	3
1.2 2022 年与 2021 年相比，天胶实际波动率显著收窄.....	5
2. 2023 年运行逻辑：全球总量供应平稳，变量在内外盘需求端.....	6
2.1 供应端：总量平稳过渡，结构分化延续.....	6
2.1.1 深色胶供应无减量，增量区域价格偏低.....	8
2.1.2 浅色胶供应增幅有限，浓乳分流趋常态化.....	13
2.2 需求端：欧美需求高位回落，国内防疫优化需求回升.....	16
2.2.1 欧美需求见顶，国内轮胎出口同环比下降.....	17
2.2.2 国内防疫优化，基建公路物流或迎来转机.....	24
3. 结论与投资展望.....	28
3.1 2023 年胶价判断.....	28
3.2 投资展望.....	29

(正文)

1. 2022 年全年天然橡胶市场概述

1.1 天胶 2022 年行情走势回顾

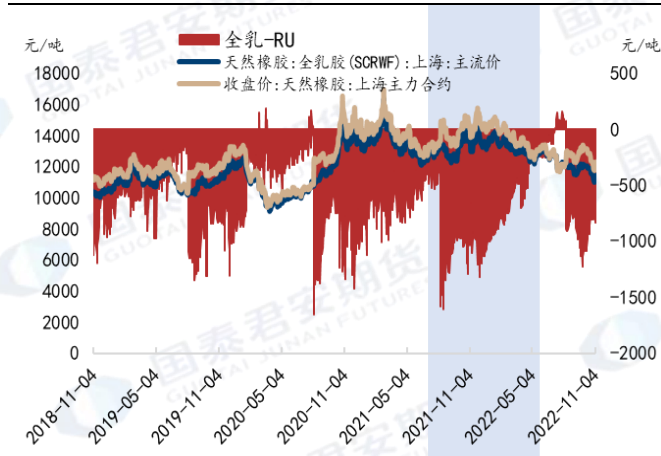
第一季度：终端需求不及预期，天胶趋势性走弱

弱基本面为“底色”，期现套利为驱动，天胶一季度价格重心持续下行。从年初的 15050 元/吨震荡下行至 3 月 30 日的 13585 元/吨，累计跌幅接近 10%。

需求端弱势为天胶一季度基本面主要矛盾。需求疲软主要来自两方面原因。其一，终端市场尽显疲态，重卡产销 2021 年下半年逐渐走弱，在 2022 年一季度呈现“旺季不旺”的状态。其二，由于各类国际会议及体育赛事在京举办，周边环保要求极为严格，导致华北地区轮胎生产企业均受到不同程度限产影响。终端需求疲软叠加环保限产导致全钢胎开工率 2022 年一季度持续处在历史同比低位，轮胎企业对天胶采购量弱于往年。供需宽松格局下，天胶青岛地区港口库存从年初即进入累库周期，青岛港口总库存从 22.4 万吨持续增至 30 万吨，基本面羸弱对天胶价格形成明显拖累。

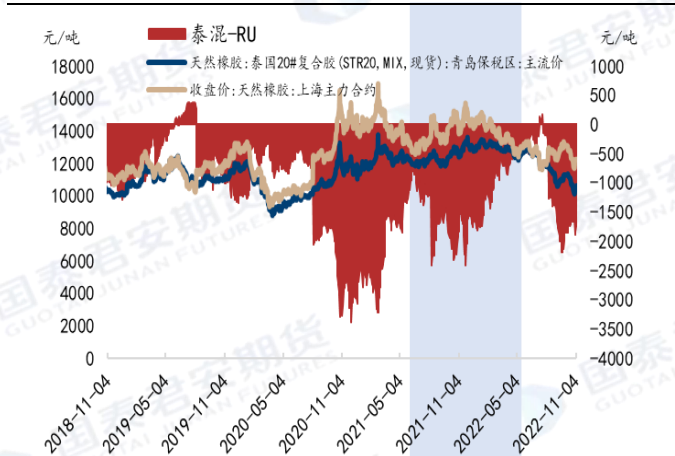
套利端，“买现货空盘面”成主导，驱动盘面持续下行。一季度，全乳与沪胶主力价差持续走强，从 -950 元/吨持续走强至 -435 元/吨。非标方面，泰混与沪胶主力价差亦快速走强，从 -1805 元/吨上升至 3 月 29 日的 -610 元/吨。伴随套利窗口持续收窄，天胶盘面下跌节奏在 3 月中旬有所放缓。跨品种方面，一季度 NR 呈现宽幅震荡，与 RU 的单边下行走势相比相对平稳，造成 RU 与 NR 价差持续收敛。从 1 月 4 日的 3110 元/吨收窄至 3 月底的 2155 元/吨。价差持续收窄背景下，NR 对 RU 支撑力度也持续增加。

图 1：全乳与 RU 价差持续走强



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 2：泰混与 RU 价差持续走强



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

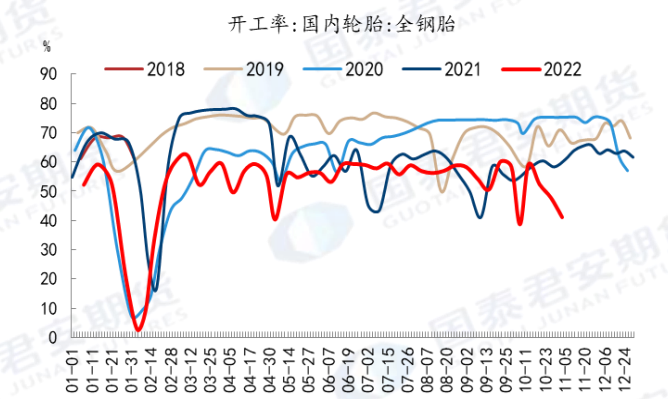
第二季度：公共卫生事件影响边际回落，需求恢复预期增加，盘面触底反弹

随着公共卫生事件始末，天胶二季度受基本面主导价格整体呈现先抑后扬格局。四月天胶盘面价格在经历了月初小幅回调之后，一路下跌至月内最低位 12610 元/吨，月内跌幅达到 6.6%。5 月及 6 月天胶主力合约价格持续反弹，盘面价格从 5 月 9 日的 12435 元/吨持续上行至 6 月 10 日的 13380 元/吨，涨幅超过 7.5%。

需求弱稳下，浓乳分流矛盾逐渐显现。越南 4 月初国营胶园尝试割胶，早于去年半个月左右；国内云南地区 3 月下旬局部开割，市场预计 4 月中旬左右全面开割，较去年早了 20 天左右，供应存增产预期。而国内疫情影响持续时间超市场预期，业内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，市场整体悲观情绪蔓延。5 月，原料端浓乳分流以及公共卫生事件后期需求预期边

际好转为天然橡胶价格形成有力支撑。供应方面，由于 2021、2022 年冬春季海南产区降雨偏多，橡胶树叶片生长旺盛，推迟落叶，并且落叶不齐，白粉病反复发作，海南全面开割时间推迟至 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，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，全乳胶产量不及预期。需求端，伴随上海地区公共卫生事件影响减弱，疫情对终端消费及供应链干扰呈下降趋势，物资周转提速。与此同时，一揽子政策措施逐步实施，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、而终端需求好转预期增强的共同作用下，5 月及 6 月天胶价格整体走势偏强。

图 3：全钢开工率维持低位，天胶需求弱稳



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：浓乳分流矛盾逐渐显现



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

第三季度：宏观压力加码，海外市场景气度回落，盘面承压

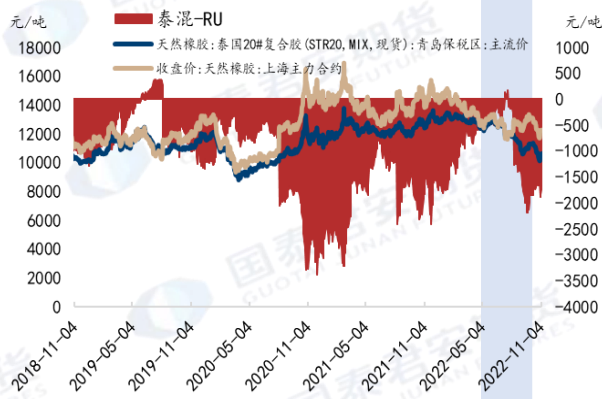
天胶三季度价格以 9 月初为转折点呈先抑后扬格局。七月及八月，受制于宏观面以及海外市场，天胶盘面弱势下行。盘面从 7 月初高点 13080 元/吨下行至 8 月底低点 11355 元/吨，跌幅超过 13%。9 月天胶盘面逐步上涨，从 12280 元/吨持续上行至 13380 元/吨，月内涨幅达到 9%。

宏观面，伴随美国持续加息，全球市场经济下行压力持续增大，海外市场景气度下降，导致全球市场对国内轮胎需求减少。

基本面，国内疫情反复导致房地产和物流市场始终未见起色，政策刺激收效甚微，重卡产销数据同比持续下滑，全钢胎库存始终维持历史同比最高位。终端订单不佳导致全钢胎整体开工率即使维持在近五年同比最低背景下，成品库存仍未见明显去库。轮胎厂资金流转迟缓，对原料整体采购积极性不足。原料端，泰国杯胶价格出现下跌，成本支撑减弱。在“弱现实、弱预期”下，天胶现货及盘面相互拖拽出现共振式下跌。9 月上旬，伴随美联储加息结束，市场情绪反转，盘面整体交易逻辑集中在国内全乳减产、仓单减量的矛盾上。海南主产区持续降雨和当地阶段性公共卫生事件使市场对新割季天胶供应减量的预期持续增加。与此同时，临近国庆，下游工厂节前补库。供需基本面阶段性改善对盘面形成支撑，盘面上涨。

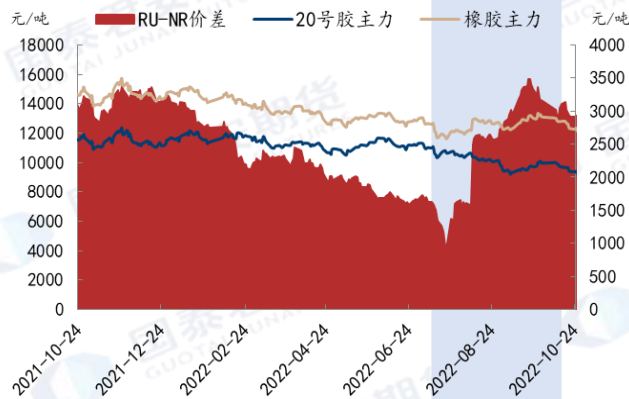
8 月之后，非标基差与深浅色胶价差均出现反转。价差出现反转的主要原因在于国内全乳全年减量预期，其中浓乳分流以及割胶季延期均对全乳产量造成持续性影响。跨品种价差方面，深色胶供应较为充足，盘面 NR 弱于 RU，细分市场供需差异使两者价差从 7 月 21 日的最低点 930 元/吨攀升至 9 月底的 3485 元/吨。

图 1：RU 非标基差反转走弱



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 6：深浅色胶价差 8 月之后出现反转



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 7：RU 主力合约走势



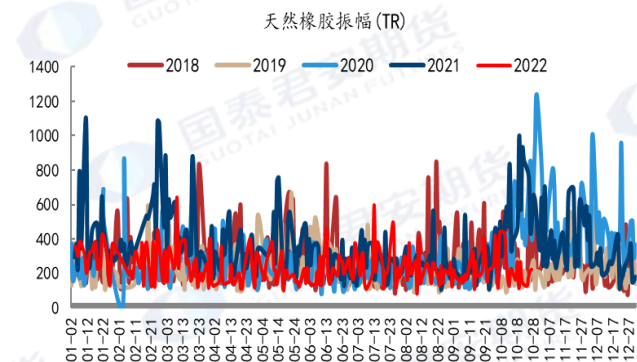
资料来源：博易云，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 2022 年与 2021 年相比，天胶实际波动率显著收窄

ATR 被称为平均真实波动范围，该指标在实际使用过程中是用来衡量市场波动的强烈度。ATR 指标在某种程度上，可以反应市场投资者的风险偏好。 $TR = | \text{最高价} - \text{最低价} | + | \text{最高价} - \text{昨收} | + | \text{昨收} - \text{最低价} |$ 的最大值， $(ATR) \text{ 真实波幅} = TR \text{ 的 } N \text{ 日简单移动平均}$ 。2022 年天然橡胶的振幅 (TR) 以及真实波动率 (ATR) 有显著收敛现象，10 月 27 的 ATR 指标为 217.65，同比下降 55.8%，2022 年天胶 ATR 指标与 2021 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。

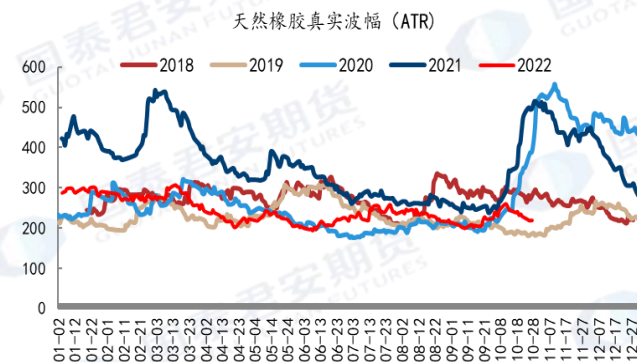
我们认为主要是两方面原因：第一、在期权市场，2022 年卖权占优，导致市场卖权赛道拥挤，波动率给予的期权定价回落；第二、持续的价格下行周期，做多的散户、产业外资金被迫出清和转型，非标套利盘的对冲方在减少，行业“内卷”下，市场波动回落。

图 8：天然橡胶波幅逐渐下降



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 9：天然橡胶真实波动率 (ATR 指标) 明显回落



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 10：天然橡胶期权波动率指数



资料来源：文华财经, 国泰君安期货研究

2. 2023 年运行逻辑：全球总量供应平稳，变量在内外盘需求端

2023 年全球天然橡胶供需矛盾或不显著。供应端，天胶总产量预计维持较为稳定的增速，深浅色胶结构分化延续。需求端，2023 年将呈现国内外市场分化的特征，海外市场需求逐渐弱化，国内市场需求筑底反弹。

2.1 供应端：总量平稳过渡，结构分化延续

我们预计天胶 2023 年产量将呈现持续增长趋势，产量增速或将略高于 2022 年产量增速，增量主要来自深色胶。2022 年全球天胶供应端预计呈现稳增长的状态，全年供应总量增速约为 2.06%。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。虽然也可能到了中长周期拐点，短期依然处在产量释放期。根据 ANRPC 预测，2022 年全球天然橡胶产量达到 1434.3 万吨。泰国、印尼、越南、中国、印度、马来西亚、斯里兰卡、菲律宾、柬埔寨九国天然橡胶 2022 年预计总产量将达到 1188.6

万吨，产量增速约为 0.99%。

图 11：ANRPC 主要成员国天然橡胶年产量

国家地区	年产量（千吨）								年增速						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
泰国	4,473	4,347	4,429	4,974	4,851	4,787	4,757	4,799	-2.82%	1.89%	12.29%	-2.46%	-1.33%	-0.62%	0.88%
印尼	3,145	3,358	3,680	3,630	3,301	3,037	3,045	3,135	6.76%	9.60%	-1.36%	-9.06%	-8.00%	0.26%	2.96%
越南	1,013	1,035	1,095	1,139	1,183	1,226	1,272	1,236	2.23%	5.72%	4.04%	3.85%	3.69%	3.74%	-2.83%
中国	794	774	798	818	813	693	851	865	-2.54%	3.10%	2.54%	-0.70%	14.76%	22.90%	1.65%
印度	575	624	713	660	702	685	757	850	8.52%	14.26%	-7.43%	6.36%	-2.42%	10.51%	12.29%
马来西亚	722	674	740	603	640	515	470	400	-6.73%	9.89%	18.48%	6.03%	19.57%	-8.74%	-14.89%
斯里兰卡	89	79	83	83	75	78	77	71	10.72%	5.06%	-0.60%	-9.44%	4.41%	-1.54%	-7.79%
菲律宾	100	91	102	106	108	106	173	148	-9.13%	12.25%	4.33%	1.60%	-2.04%	63.35%	-14.45%
柬埔寨	127	145	193	220	288	349	368	382	14.51%	33.13%	13.86%	30.67%	21.45%	5.35%	3.80%
合计	11,038	11,127	11,833	12,233	11,960	11,475	11,770	11,886	0.81%	6.35%	3.38%	-2.23%	-4.05%	2.56%	0.99%
其他国家	-	-	-	-	-	-	2,284	2,457	-	-	-	-	-	-	7.57%
世界总计	-	-	-	-	-	-	14,054	14,343	-	-	-	-	-	-	2.06%

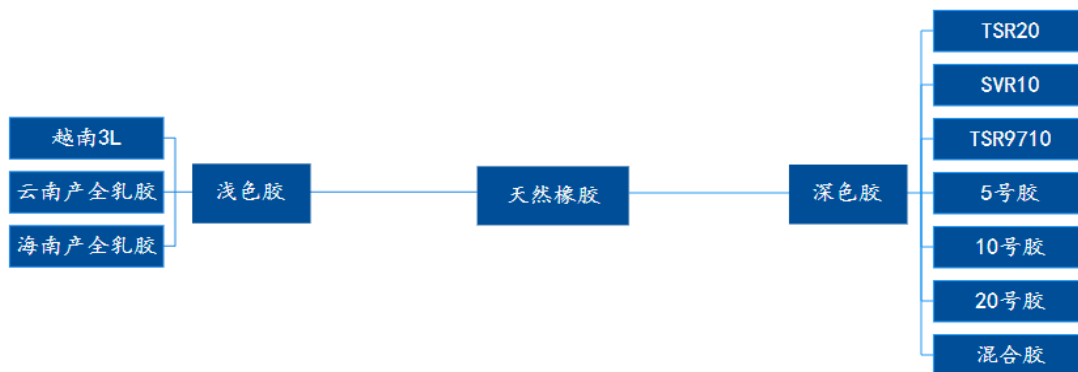
注释：由于 2022 年天然橡胶产量未统计完全，2022 年产量及增速为预测数据，2022*代表预测值

资料来源：ANRPC、国泰君安期货研究

天胶整体可以按照胶种颜色进行深色胶与浅色胶两个部分的讨论。深色胶供应无减量，增量区域价格偏低。浅色胶供应增幅有限，浓乳分流趋常态化。深色胶指颜色较深的橡胶，其中包括 SVR10、标二胶（10 号胶）、

TSR20、国外的标胶、混合胶以及 TSR9710 等。此类胶种颜色呈现深色，主要用于轮胎制造，原料是杯胶。浅色胶主要是指国内海南及云南地区生产的全乳胶以及越南 3L。此类胶种颜色相对较浅呈现现金黄色，主要用途是橡胶制品以及轮胎制造，原料是胶水。

图 12：深、浅色胶分类



资料来源：国泰君安期货研究

2.1.1 深色胶供应无减量，增量区域价格偏低

2023 年全球天胶亩产、割胶面积预计略好于 2022 年水平，2023 年全球深色胶产量的增速约在 2%至 3%。2022 年东南亚地区上半年胶水及杯胶供应量不足且价格维持高位，深色胶整体受终端需求拖累市场低迷，橡胶加工生产利润持续维持低位，厂家开工积极性有所不足，产量整体同比收缩。2022 年下半年开始，东南亚地区伴随杯胶价格回落，加工利润有所回归，提振厂家生产积极性，深色胶整体产量持续恢复，弥补上半年减量，在 2022 年末出现全年略有增量的格局。

图 13：ANRPC 成员国 2022 总种植面积与割胶面积总量略微增加

年份	类型	泰国	印尼	马来西亚	印度	越南	中国	菲律宾	柬埔寨	斯里兰卡
2018 年	总面积	4,056.0	3,671.0	1,127.0	822.0	961.8	1,155.0	228.9	436.7	137.1
	割胶面积	3,327.0	3,127.4	421.9	448.0	685.5	765.0	162.0	201.9	108.6
2019 年	总面积	4,007.0	3,676.0	1,131.9	822.3	941.8	1,157.0	229.4	405.6	137.6
	割胶面积	3,438.0	3,221.4	448.3	488.0	708.7	770.0	171.8	250.5	113.6
2020 年	总面积	3,961.0	3,726.0	1,139.1	823.0	932.4	1,125.5	230.7	404.2	137.8
	割胶面积	3,518.0	2,983.6	400.0	496.0	728.8	745.0	176.9	292.5	120.5
2021 年	总面积	3,908.3	3,776.0	1,137.1	826.7	930.5	1,126.4	239.1	404.0	138.6
	割胶面积	3,516.1	3,001.4	420.0	526.5	752.2	775.0	186.4	310.2	113.2
2022 年	总面积	3,865.0	3,826.0	1,136.1	834.6	913.5	1,124.0	234.6	400.9	138.7
	割胶面积	3,505.4	3,063.4	400.0	562.6	730.0	790.0	202.0	315.3	115.3

注释：由于 2022 年天然橡胶产量未统计完全，2022 年产量及增速为预测数据，2022*代表预测值，单位为千公顷

资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

东南亚各国来看，2022 年 1 月至 10 月泰国天胶产量总计为 383.2 万吨，与 2021 年同期的 388.8 万吨相比有小幅下降，降幅约 1.44%。阶段性减量来自三、四月份，主要是因为三、四月份泰国胶水杯胶价格高位震荡，杯胶 2022 年 3 月的月均收购价格在 50.28 泰铢/公斤。与此同时，三月开始泰国南部开割水平降低，泰国天胶原料进入低产期，胶水及杯胶供应减少。加工厂在原料既短缺又高价的情况之下生产利润维持低位，开工积极性降低，产量随之下降。下半年，在天胶终端市场需求不景气背景下，产业链收缩，胶水及杯胶价格持续下降，加工厂利润得以修复，开工积极性提升，产量回升。按照 ANRPC 预测，泰国天胶供应将持续回暖，2022 年全年整体天胶产量将相比 2021 全年将有小幅增加。

印尼方面，2022 年 1 月至 10 月印尼天胶产量总计为 261.5 万吨，与 2021 年同期的 255.8 万吨相比有小幅上涨，涨幅约 2.24%。印尼 2022 年整体产量延续过去两年的低迷，上半年种植园出现落叶现象的同时苏门答腊地区整体上半年干旱时间也较长，二者叠加导致原材料供应有所不足。此外，由于天胶产业链整体利润维持低位，印尼部分地区出现砍伐橡胶林地来转产其他林业如棕榈的状况。照此情况来看，印尼的天胶产量受限于原料不足将持续下降。

马来西亚方面，2022 年 1 月至 10 月马来西亚天胶产量总计为 32.76 万吨，与 2021 年同期的 39.74 万吨相比有明显下降，降幅约 17.56%。主要造成减量的原因有两点：第一，自然灾害导致天胶原料减产，马来西亚上半年洪水频发且持续时间较长，长时间的洪水导致当地小农无法正常作业。据统计 2022 年上半年有接近 40% 的橡胶种植园被定义为产业不活跃地区。其二，马来西亚整体的天胶供应之中，自营式胶农占比近九成，大型橡胶农场占比约一成。近年来，整体橡胶价格持续低迷导致胶农整体割胶积极性持续降低，与印尼情况相类似，马来西亚也存在砍伐橡胶林转产高收益林业的现象。但是由于马来西亚整体天然橡胶产量基数低，因此对全球整体天胶产量可造成的影响较小。

图 14：泰国杯胶价格上半年维持高位，下半年回落

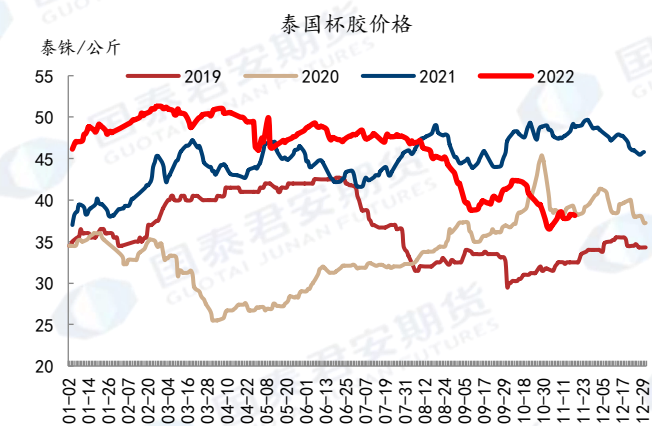


图 15：泰国胶水 2022 年下半年出现较大跌幅

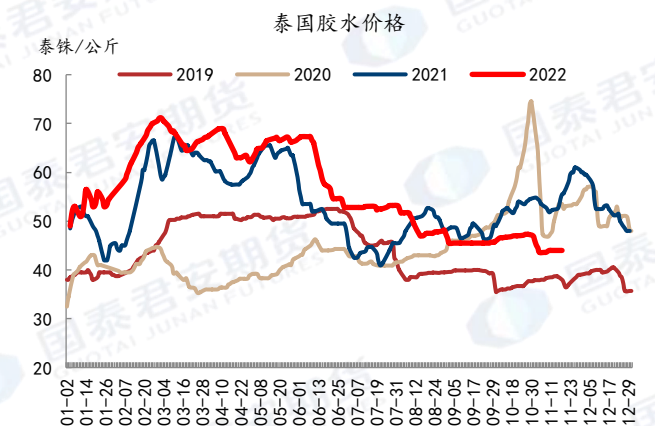
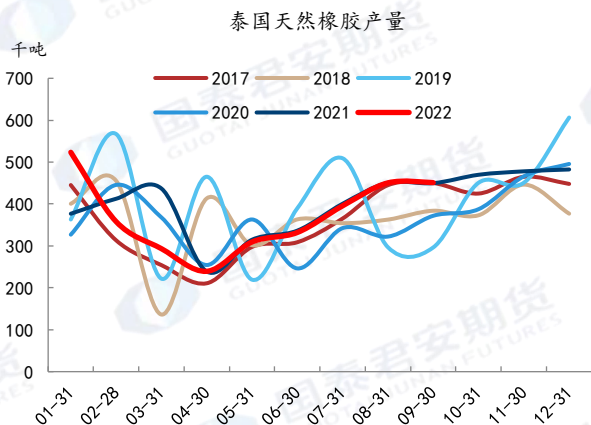
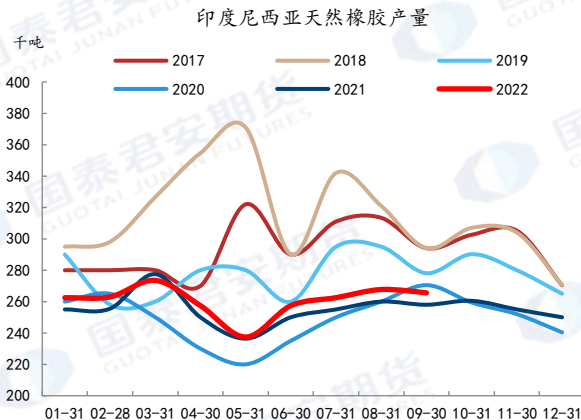


图 16：泰国天胶上半年有减量，下半年存增量预期



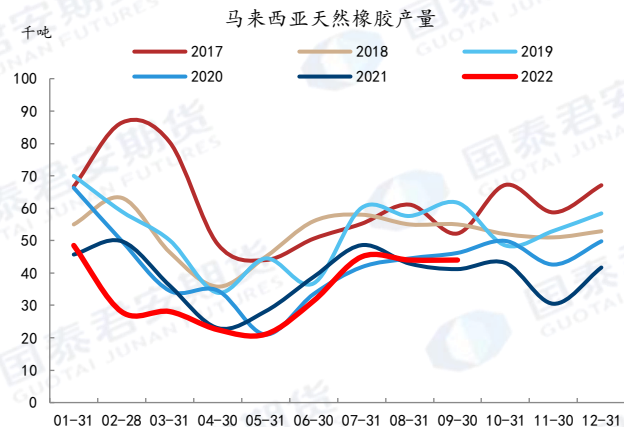
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 17：印尼产量延续近三年偏低格局



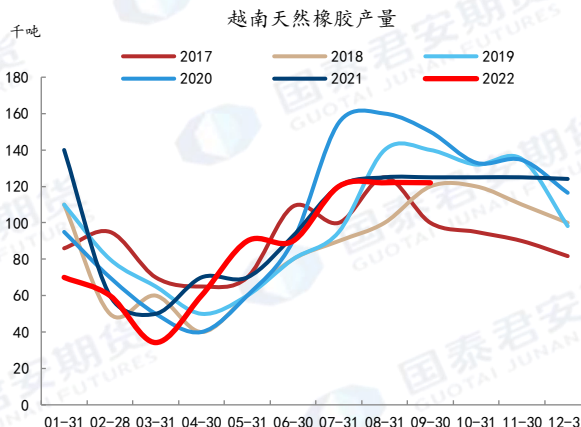
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 18：马来西亚受气候及经济效益影响减产明显



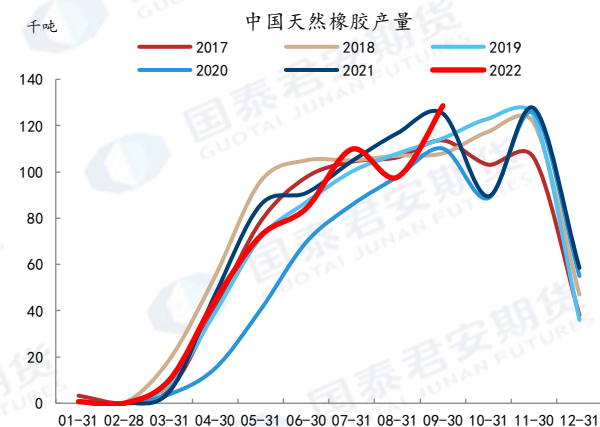
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 19：越南天胶产业稳定发展，产量维持稳态



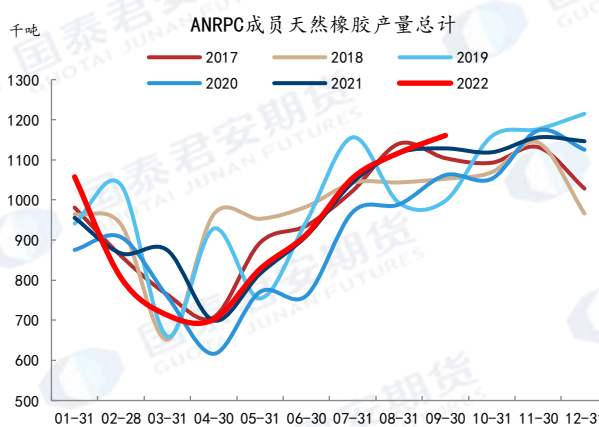
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 20：海南地区略有减量，云南全年气候适宜



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

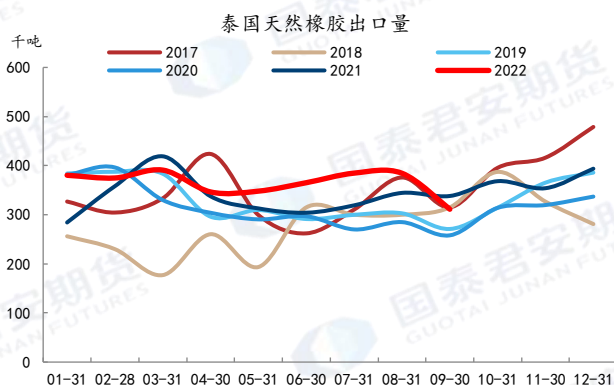
图 21：东南亚下半年产量稳定，全年存增量预期



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

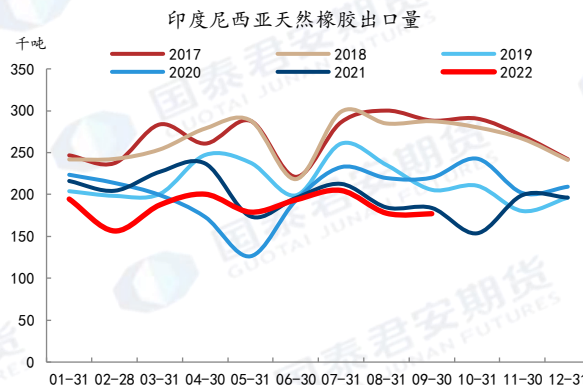
2022年1月至10月泰国天胶出口总计为363.4万吨，与2021年同期的338.6万吨相比有明显上升，涨幅约7.3%。同时段，印尼天胶出口总计为181.9万吨，与2021年同期的198.9万吨相比有小幅下降，降幅约8.6%。马来西亚出口同比减少1.34%，为87.1万吨；越南出口量为152.7万吨，同比增长6.37%。除印尼外，其他三个主要产胶国出口均有一定出口增幅，然而国内却迟迟未出现累库，主要原因在于海外订单分流较为明显，2022年前三季度海外汽车及轮胎市场运行良好。其次，国内市场重卡内需持续低迷，但是全钢胎出口表现亮眼，对国内天胶需求形成一定支撑。

图 22：泰国天胶出口有增量



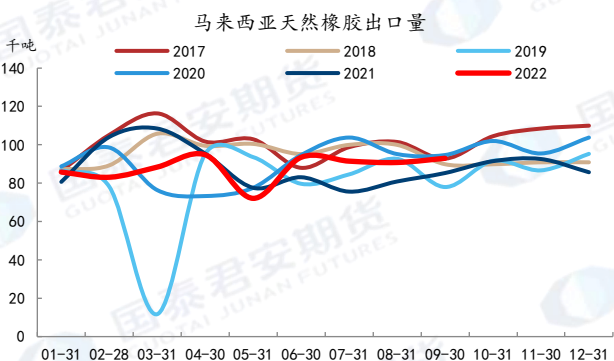
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 23：产量减少，印尼天胶出口有所降低



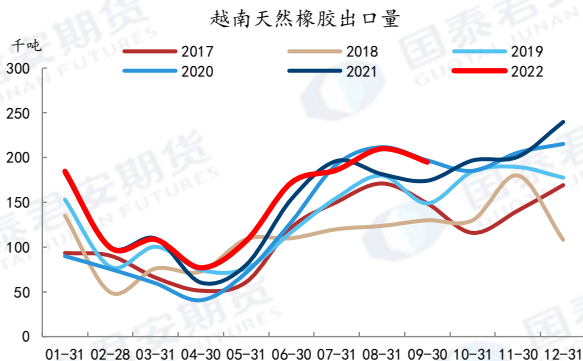
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 24：受自然灾害与经济效益双压，马来出口减少



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 25：产业稳定发展，越南天胶出口持续增加



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

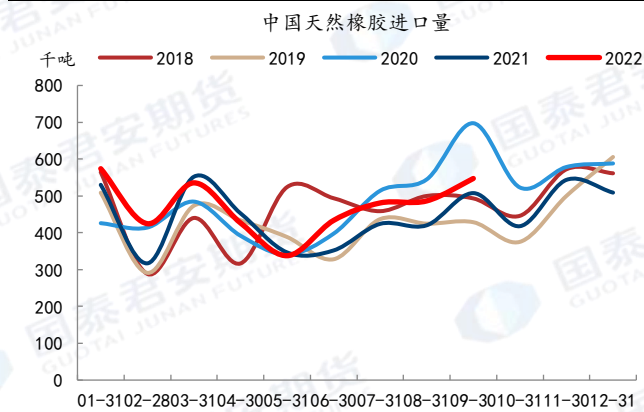
国内方面，2022年国内天胶产量与进口量双增，2023年进口量预计进一步增加。根据ANRPC的预估，中国2022年的全年产量在86.5万吨相较2021年增长1.65%。国内的橡胶生产受到的减量扰动不多，2022年1月至10月我国天胶产量总计为67.2万吨，与2021年同期的66.5万吨相比有小幅增加，增幅约1.10%。国内产区方面，海南地区开割初期由于整体气候条件不佳，部分橡胶树面临落叶不均匀以及白粉病等问题，上半年整体割胶进度不及往年。进入下半年，海南地区在8月全面开割，日产量维持高位。与海南有所不同，云南地区2022年全年气候适宜，天胶产区4月即开始全面开割，整体开割时间处于正常水平，相较于2021年云南开割季有一定提前。整体而言，我国下半年原材料供应充足，天胶下半年供应增量可弥补上半年减量，全年预计呈现小幅增长的趋势。进口方面，根据ANRPC的数据，2022中国天胶全年进口量预计551.9万吨，同比上涨7.5%。截至2022年9月中国进口天然橡胶424.8万吨，同比增幅为8.81%。从海关总署的数据来看，天然橡胶的细

请务必阅读正文之后的免责条款部分

分类中，1-9月复合橡胶进口4.96万吨，同比回落9.78%；1-10月烟片胶进口15.95万吨，同比增加5.87%；1-10月混合胶进口264.9万吨，上涨11.08%。

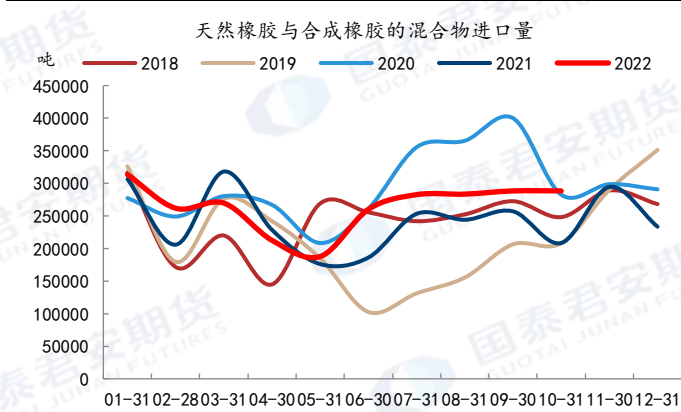
2022年天胶进口量小幅回升主要有以下三点原因。其一，海外需求对东南亚的出口分流在上半年影响较大，下半年显著回落。我国的天然橡胶进口量在2022年下半年海外需求走弱之后呈现持续同比增长的趋势。其二，在2022年10月，随着缺箱少柜问题逐步得到缓解，海运费回落。天然橡胶的进口依存度高达85%，主要从泰国、越南、马来西亚、印度尼西亚等国进口，海运是其主要运输方式。天然橡胶进口量45%左右来自泰国，约70%左右的进口天胶抵达青岛港。因此，了解东南亚至中国海运费变动情况，可以用泰国至青岛港运价作为参考基准。泰国至青岛集装箱运价（20英尺），2019年到2021年4月长期维持在300美元/柜；2021年5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在2022年前三季度长期维持在900美元/柜的高位。在2022年10月之后，泰国至青岛集装箱运价大幅回落至400美元/柜。运费的高位回落，代表贸易商整体持货成本降低，在终端需求低迷之时或以让利的方式提振轮胎厂对天胶的采购积极性，从而活跃成交，增加天胶进口量。其三，非标正套是2022年一二季度的主题，“买现货抛盘面”的逻辑在2022年持续演绎。泰混与RU价差从年初的-1800元/吨持续修复至60元/吨，非标正套对锁的现货头寸一定程度上增加了2022年我国的进口需求。

图 26：中国天然橡胶进口量 2022 年存在增量



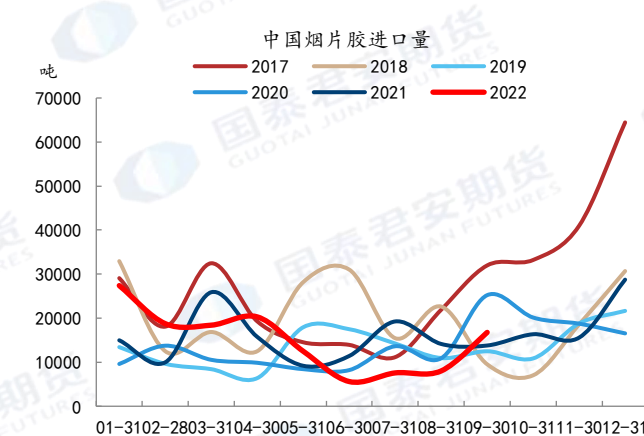
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 27：混合胶 2022 年进口增量明显



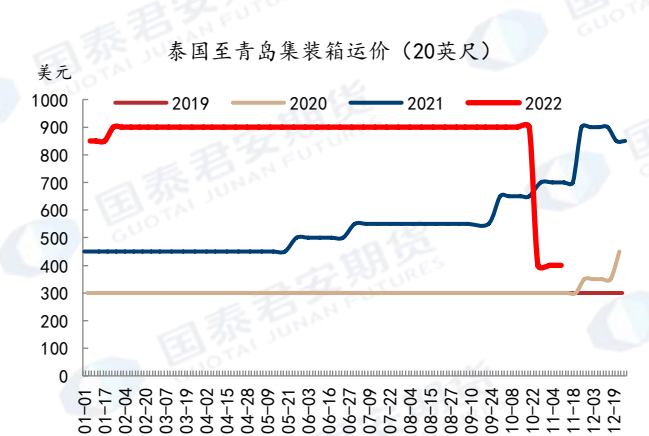
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 28：烟片一季进口增量明显，二季度低迷



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

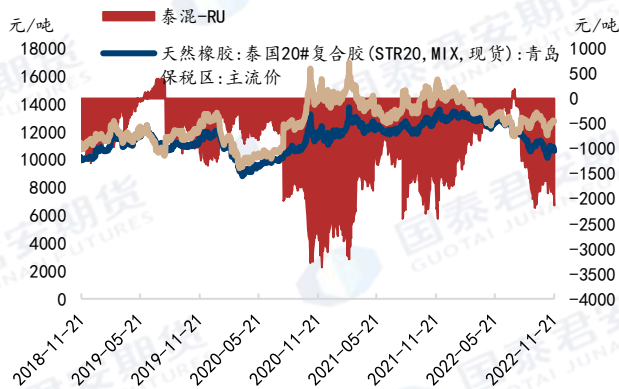
图 29：泰国至青岛集装箱运价 10 月大幅回落



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

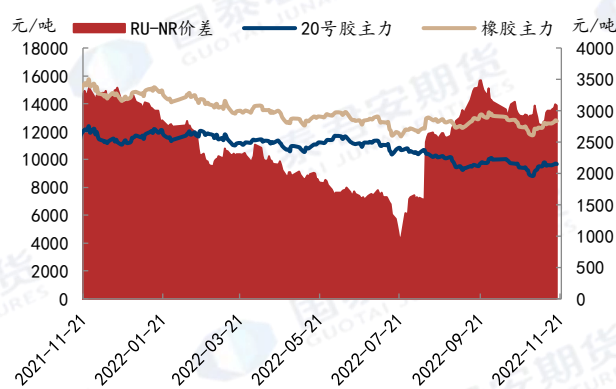
我们认为 2023 年进口量可能进一步增加。其一、海外需求对东南亚出口分流影响回落。其二、缺箱少柜问题逐步得到缓解，海运费回落，东南亚流向中国的天然橡胶数量可能出现回弹。其三、2022 年套利盘基本收官，但 2023 年，非标正套，期现回归的逻辑仍是目前市场主流预期。从产业角度来讲，橡胶的标品在行业内的需求较少，只有当标品价格与非标混合胶价格相接近的时候，盘面多头的接货意愿才能逐步走强，因此天胶非标基差回归的确定性较强。在沪胶的盘面上，非标套利盘影响力大，以散户及部分贸易商为主的多头方与非标套资金实力有一定差距，往往单边的多头行情需要依靠强大的产业资金所带动。沪胶合约间长期保持 Contango 结构，非标套空头可以继续移仓长期持有，等待非标基差的回归。与此同时，非标套资金还可以加大持仓规模，争取用阶段性盈利弥补前期亏损。Contango 结构下空头进行移仓展期，用结构换时间，用时间换空间，主流套利预期依然会增加 2023 年我国套利盘的进口需求。

图 30：泰混与 RU 价差再次回到-2000 以下



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 31：RU 与 NR 价差持续走阔



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

2.1.2 浅色胶供应增幅有限，浓乳分流趋常态化

我们认为，2022 年浅色胶供应有所减少，且在浓乳分流趋于常态化的情况下，2023 年浅色胶供应也将增幅有限。2022 年全乳胶的国内全年产量业内预估为 16 万吨左右，全乳出现减量原因主要有两点，其一，浓乳厂的胶水收购价在二季度显著高于全乳加工厂，胶农更愿意将胶水送入浓乳厂，这导致全乳厂整体缺乏原料。其二，海南地区上半年开割初期由于整体气候条件不佳，部分橡胶树面临落叶不均匀以及白粉病等问题，致使上半年整体割胶进度不及往年，下半年公共卫生事件对海南割胶亦产生阶段性影响。这些问题导致海南地区原料产量在 2022 年前三季度有一定减量。

防疫常态化下，我国对医用乳胶手套的需求维持在固定水平，浓乳分流的矛盾会缓解但不会消散，原料分流或持续。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向传导，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。而浓乳厂利润改善，浓乳厂各产线开工积极性增加，对于原料胶水的采购意愿增强。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。

2022 年国内对医用橡胶手套的用量由于防疫需求明显增加。上半年终端需求的爆发式增长导致浓乳价格及利润大幅攀升，在 2022 年 6 月海南浓乳价格一度超过 13000 元/吨，海南浓乳利润在达到 2281 元/吨的峰值之后逐渐回落，但是海南浓乳的利润在 2022 年下半年在浓乳价格回落之后，利润仍然持续高于往年同期。

在浓乳维持近每吨千元的利润之下，浓乳厂自身 2022 全年的开工率维持高位且有三套浓乳装置投产，高产量导致浓乳加工厂对原材料胶水的采购积极性持续维持高位。在海南今年整体割胶诸多不顺的背景下，胶水的阶

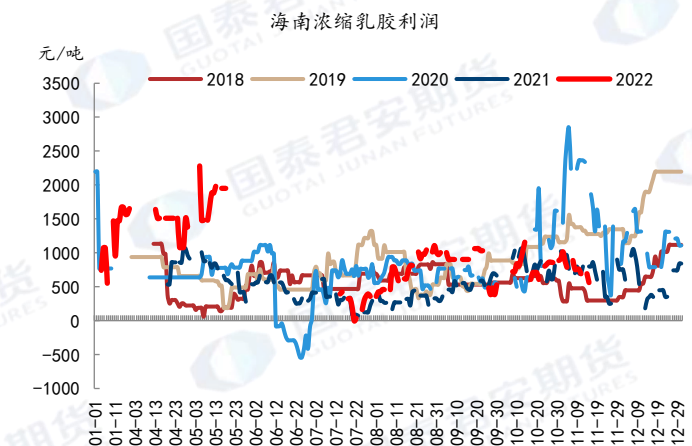
阶段性稀缺直接导致胶水进浓缩乳胶生产工厂价格与胶水进全乳胶生产工厂价格出现巨大价差，且在 2022 年下半年浓乳分流矛盾趋于缓解的情况下，云南及海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差依旧保持在 500 元/吨以上。根据统计，2022 年海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂的平均价差为 1829 元/吨，2021 年海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂的平均价差为 599.5 元/吨，同比增加约 305%。2022 年云南地区胶水进全乳厂与浓乳厂的平均价差为 501 元/吨，2021 年云南地区胶水进全乳厂与浓乳厂的平均价差为 225 元/吨，同比增加约 222.6%。在胶水进全乳厂与浓乳厂的价差维持高位的情况下，浓乳分流的持续性较强，对全乳产量将造成长期影响。

图 32：价格上半年维持高位，下半年逐渐回落



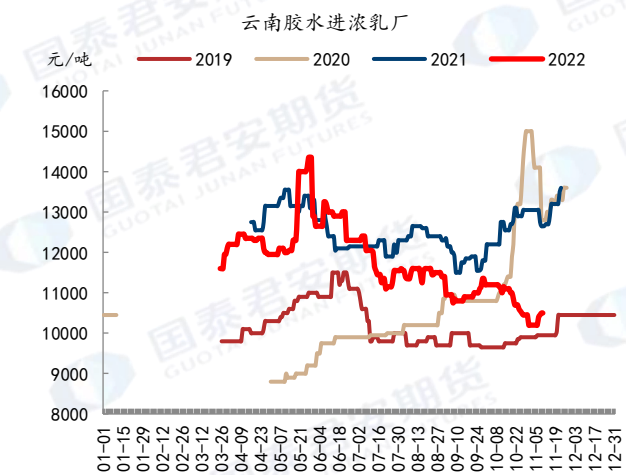
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 33：2022 年海南浓乳利润持续高于 2021 年



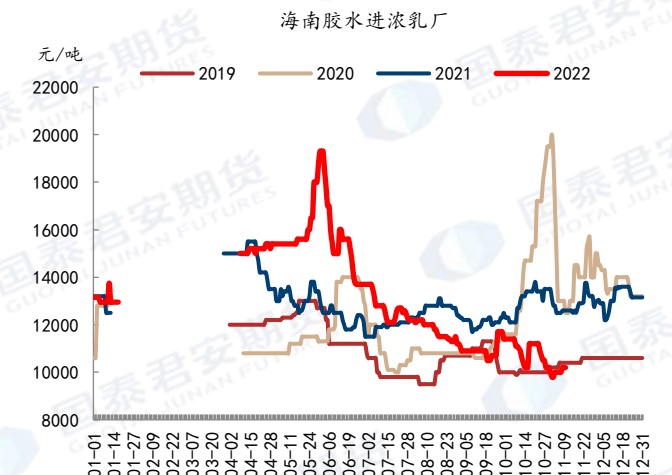
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 34：云南胶水进浓乳厂二季度达到 14000 元/吨



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 35：海南胶水进浓乳厂二季度达到 19300 元/吨



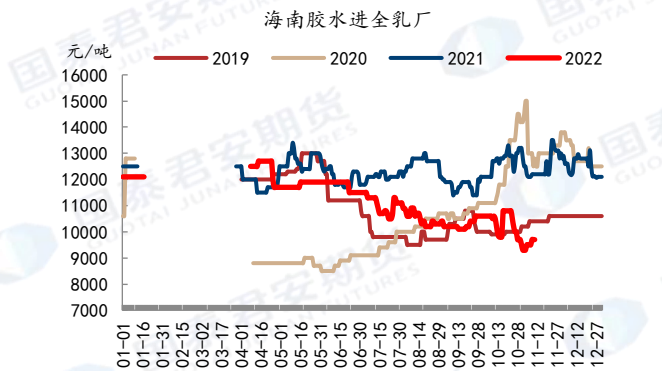
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 36：云南胶水进全乳厂 2022 全年无起色



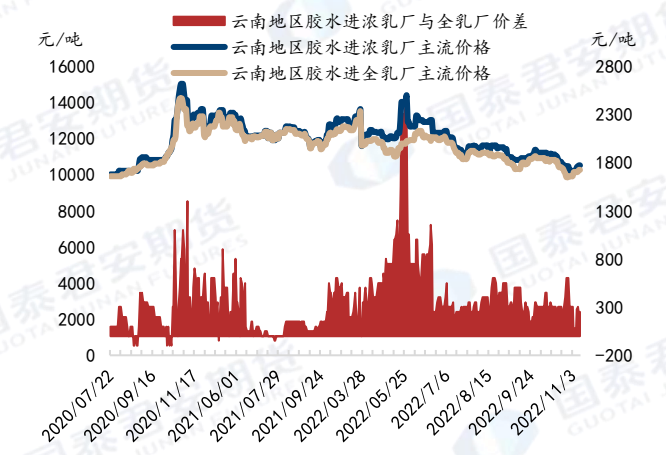
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 37：海南胶水进全乳厂 2022 全年持续走低



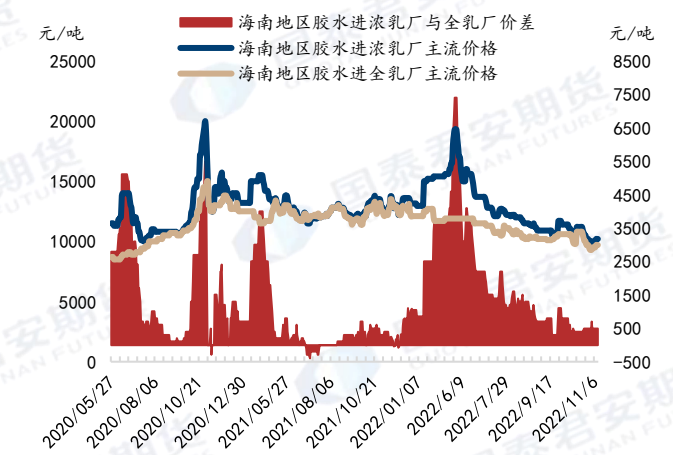
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 38：云南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

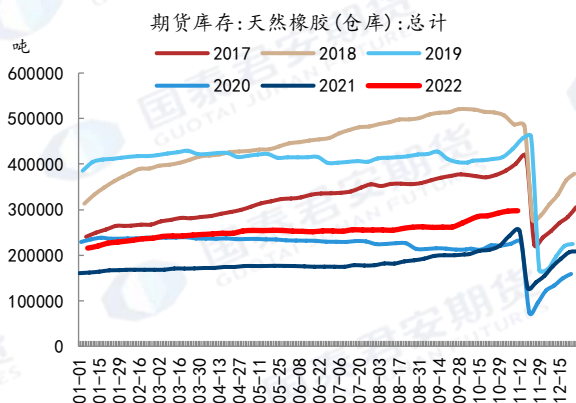
图 39：海南地区胶水进全乳厂与浓乳厂价差



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

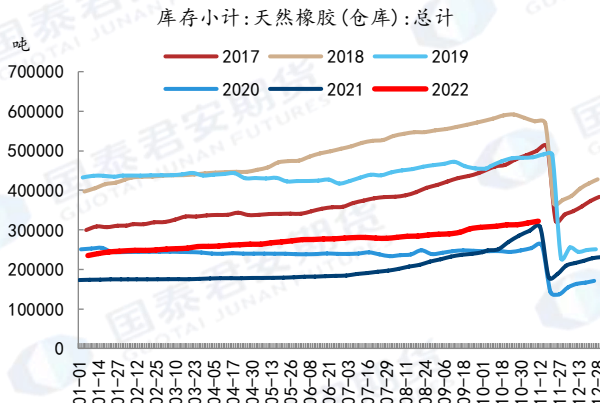
期货交易所库存方面，11 合约老仓单注销前的仓单库存也侧面反映出全乳胶供应无增量的状态。根据交易所仓单库存总计来看，11 月 18 日天胶期货仓库库存总计为 32.1 万吨，与 2021 年同期的 30.7 万吨相比涨幅较小，同比增长约 4.5%。由于前一年生产的全乳胶最迟只能在当年 6 月 1 日之前注册成仓单，因此可以近似认为当年 6 月 1 日以后新增加仓单小计的数量即为当年的潜在新仓单新增数量。2022 年下半年期货库存总计从 6 月 3 日的 27.5 万吨增加至 11 月 11 日的 32.1 万吨，增量为 4.6 万吨。与 2021 年同期的 12.6 万吨期货库存增量相比，2022 年下半年期货库存增速有所放缓，2022 年下半年流入的新胶仓单数量及库存与去年同期相比有所下降。整体而言，受浓乳分流影响，全乳胶下半年整体供应增量有限。

图 40：天然橡胶整体期货库存



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 41：天胶仓单库存涨幅低于往年同期水平



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

2.2 需求端：欧美需求高位回落，国内防疫优化需求回升

我们预计天然橡胶 2023 年需求端将呈现国内外市场分化的特征。海外市场受宏观经济下行周期影响需求筑顶回落，国内轮胎出口量将出现下滑。而国内市场，伴随防疫政策的优化，2023 年国内基建、公路运输、物流或迎来转机。

ANRPC 对中国市场逐渐转为乐观预期。根据 ANRPC 预测，截至 2022 年，全球天然橡胶消耗量将比 2021 年度所有上涨，天胶年度消耗量将小幅增加至 1480.5 万吨。ANRPC 对中国和越南的天胶消耗量有所期待，不仅是 2022 年末的两个月，对于 2023 年整体由中国所推动的天胶需求增量预期也有所增加。在上半年中国受疫情影响严重的情况之下，ANRPC 将中国天胶年度消耗量评估至 593.1 万吨的水平与 2021 年的 594.9 万吨的天胶消耗量基本持平，说明 ANRPC 对中国的天胶消费在 2022 年末以及 2023 年呈相对乐观预期。

与中国的乐观预期不同，ANRPC 对海外市场天胶需求预期呈偏悲观态度。主要原因系欧美地区主要国家加息频繁，各国为应对高通胀而收紧的货币政策加剧了全球经济衰退的预期。因此就全球市场格局而言，欧美市场及全球大多数国家的预期偏悲观，预计对天胶需求将有所放缓。2022 年天然橡胶全球消耗量的增速较 2021 年有所回落，2023 年全球市场需求增速将延续放缓态势。

图 42：ANRPC 主要成员国天然橡胶年消费量，2022 年总消费量预计增加 2.14%

国家地区	年消耗量 (千吨)								年增速						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
泰国	601	650	652	627	774	692	926	1,334	8.21%	0.38%	-3.89%	23.48%	-10.62%	33.80%	44.08%
印尼	541	601	619	626	640	598	615	630	11.07%	2.98%	1.13%	2.27%	-6.56%	2.83%	2.46%
越南	176	194	214	225	230	247	330	440	10.23%	10.31%	5.14%	2.22%	7.57%	33.39%	33.33%
中国	4,680	5,011	5,386	5,692	5,674	5,647	5,949	5,931	7.07%	7.48%	5.68%	-0.32%	-0.48%	5.35%	-0.31%

印度	994	1,034	1,082	1,220	1,144	1,041	1,257	1,290	4.03%	4.71%	12.76%	-6.29%	-9.02%	20.76%	2.67%
马来西亚	487	506	518	542	545	543	521	498	3.84%	2.35%	4.64%	0.54%	-0.31%	-4.13%	-4.32%
斯里兰卡	127	142	128	135	113	112	134	130	11.46%	-9.72%	5.30%	-16.67%	-0.27%	19.25%	-2.84%
菲律宾	30	32	35	40	36	38	36	35	8.78%	9.01%	13.11%	-10.58%	7.04%	-4.21%	-3.85%
合计	7,635	8,169	8,634	9,107	9,154	8,918	9,767	10,288	7.00%	5.69%	5.47%	0.53%	-2.58%	9.52%	5.33%
其他国家	-	-	-	-	-	-	4,727	4,517	-	-	-	-	-	-	-4.44%
世界总计	-	-	-	-	-	-	14,495	14,805	-	-	-	-	-	-	2.14%

注释：由于 2022 年天然橡胶消耗量未统计完全，2022 年消耗量及增速为预测数据，2022*代表预测值

资料来源：ANRPC、国泰君安期货研究

2.2.1 欧美需求见顶，国内轮胎出口同环比下降

受宏观因素主导我们认为 2023 年欧美市场天胶需求将见顶回落，或导致国内轮胎出口呈现同环比向下的趋势。前期美国持续超预期的货币宽松政策与连续多轮的财政刺激政策对美国整体社会经济形成了持续性影响。目前美国地区正在从经济过热期逐渐过渡为衰退期。欧洲方面，2022 年欧元体系受到俄乌冲突的冲击影响较大，以俄乌冲突为导火索所引发的一系列次生矛盾让欧洲雪上加霜。预计由能源危机所导致的成本推升物价逻辑在 2023 年仍将会是欧元区的主线，高通胀格局之下，欧洲整体的消费能力将有所下降，对于橡胶及轮胎的需求也同样受此影响。

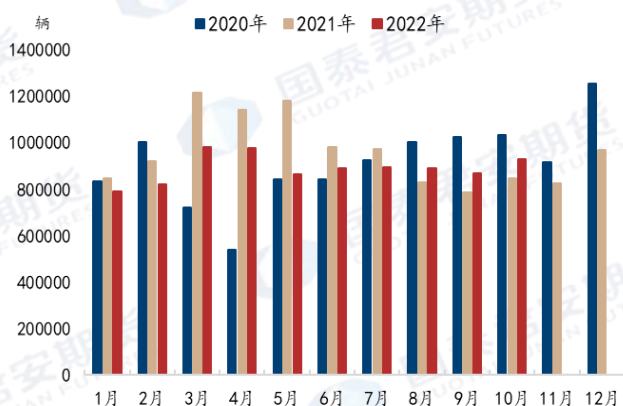
2.2.1.1 美国市场需求见顶，商用车产销或有回落

2023 年美国市场或将逐渐步入浅衰退周期，如若 2023 年美国的高通胀问题仍然没有有效的解决方式，美联储持续加息的负面影响将会传导至实体产业。汽车市场作为美国最重要的实体产业之一也将面临持续冲击，届时美国市场对轮胎及橡胶的需求量将会有所回落。

在货币宽松政策与多轮财政政策的刺激下，2022 年全年美国市场整体的消费需求乐观程度远超市场预期。美国商用车市场的销售数据可以清晰地表征 2022 年美国消费强有力的韧性。美国轻型商用车方面，2022 年并未出现类似 2021 年上半年强下半年弱的特点，2022 年 8、9、10 月美国轻型商用车销量总计为 268.5 万辆，同

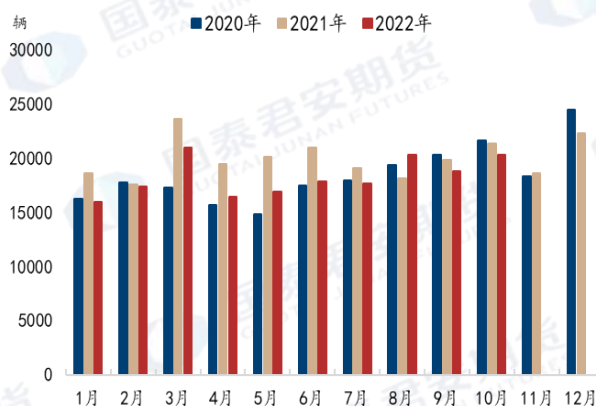
比增加 8.9%。美国中卡方面，2022 年的中卡销量呈现持续上升的状态，在经历了 5 月份的 1.64 万辆销售低谷之后，在三季度美国中卡市场持续回暖，环比持续改善。美国重卡方面，在 2021 年 8 月，美国国会参议院两党议员就总额 1 万亿美元的基础设施建设法案细节达成一致，其中涉及对道路、港口以及其他基础设施的投资。《基础设施投资和就业法案》对美国的基础设施建设进行大量投资，其中公路、桥梁、机场、港口以及铁路为主要投资领域。2022 年美国已经正式启动《基础设施投资和就业法案》，大兴基建的同时也对重卡产销有所提振，2022 年 1 月至 10 月重卡销量总计为 20.2 万辆，同比 2021 年的 18.1 万辆增加 11.8%。

图 43：美国轻型商用车连续三月销量同比有增量



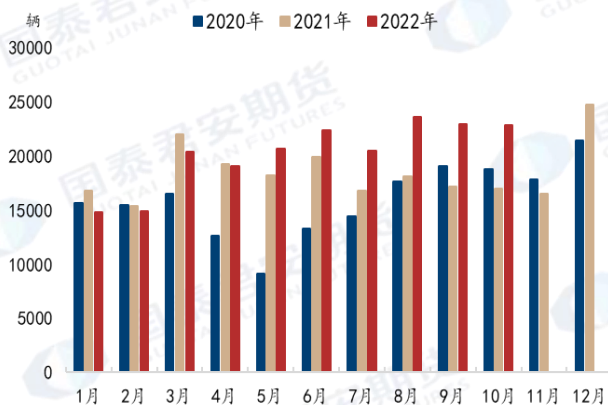
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 44：美国中卡 2022 年三季度销量回暖



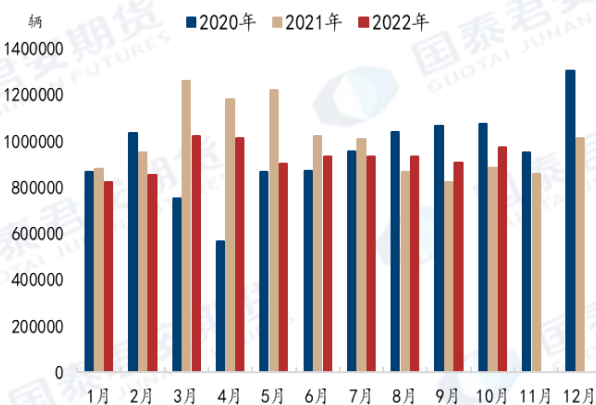
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 45：美国重卡政策刺激之下销量维持高位



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 46：美国商用车合计销量三季度表现良好



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

2022 年美国工业生产维持高景气度，伴随供应链矛盾的缓解，全球疫情所导致的消费品供需缺口已逐步修复，我们预计前期透支加上货币政策收紧，2023 年美国整体社会消费能力将在流动性收紧的政策环境之下持续走弱。两点可以印证，其一，美国当前个人可支配收入持续回调，2022 年下半年相比于 2021 年下半年已经持续处于同比下降的状态。其二，当前美国居民收支结构正在发生变化，2022 年美国居民的整体储蓄率正在下降，9 月美国居民储蓄率为 3.1%，这表明美国居民对后续的消费将很难保证像 2022 年的高水平。消费能力的边际下降也会对美国乘用车以及轻型商用车的市场带来持续影响。

伴随美国乘用车以及轻型商用车的市场需求见顶，我国整体向美国出口的轮胎数量预计同环比将出现降幅。

根据 USTMA 预测，美国轮胎 2022 年总出货量将达到 3.42 亿条，同比 2021 年的 3.35 亿条将增加 2.1%。根据业务形态来看。2022 年美国轮胎配套市场之中，乘用车、中卡以及重卡的轮胎出货量将分别为 4.8%、4.8%和 7.8%的增长率，合计轮胎数量 260 万条。2022 年美国轮胎替换市场之中，乘用车、中卡以及重卡的轮胎出货量将分别为 0.9%、2.3%和 6.5%的增长率，合计轮胎数量 430 万条。相比于 2021 年 USTMA 的预测，美国今年轮胎整体出货率总量增速大幅下降，由 2021 年 10.8%下降至 2022 年的 2.1%。

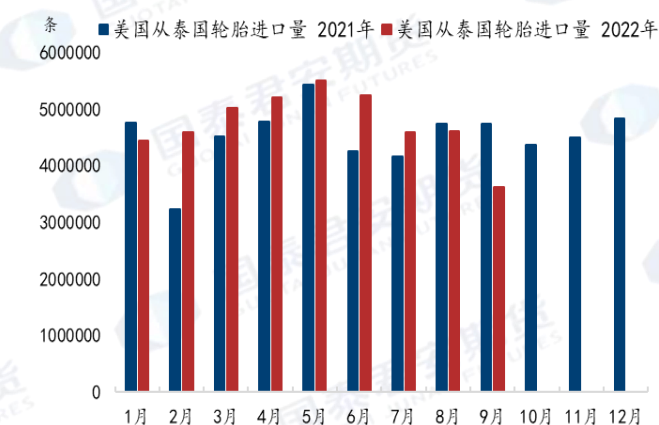
图 47：美国轮胎制造商协会（USTMA）对 2022 年美国轮胎出货量总计预估增速为 2.1%

USTMA 2022 PROJECTED TIRE SHIPMENTS							
2022		%		Units		%	
Original Equipment	Forecast	2021	Vs2021	Vs2021	2019	Vs2019	Vs2019
Passenger	39.2	37.4	4.80%	1.8	46.3	-15.20%	-7
Light Truck	5.9	5.6	4.80%	0.3	5.9	0.40%	0
Truck	6.4	5.9	7.80%	0.5	6.5	-2.50%	-0.2
Replacement							
Passenger	226.8	224.8	0.90%	2.1	222.6	1.90%	4.2
Light Truck	39.5	38.6	2.30%	0.9	32.5	21.40%	6.9
Truck	24.3	22.9	6.50%	1.5	18.9	28.50%	5.4
Total Shipments	342.1	335.2	2.10%	7	332.7	2.80%	9.4

资料来源：USTMA，国泰君安期货研究所

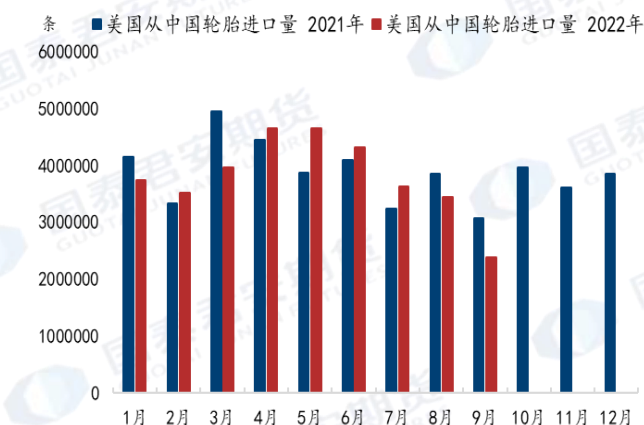
美国从中国及泰国的轮胎进口数量也可初见端倪，拐点出现在 2022 年三季度。2022 年 9 月，美国从泰国进口轮胎数量为 362.6 万条，同比 2021 年 9 月的 473.3 万条下降 23.3%，环比下降 21.2%。美国从中国进口轮胎数量为 237.9 万条，同比 2021 年 9 月的 306.6 万条下降 24.4%，环比下降 31%。我们认为美国 2023 年整体从泰国及中国的轮胎进口数量将不复 2022 年上半年的盛况，整体或呈现轮胎进口量同环比持续小幅下降的状态。

图 48：美自泰进口轮胎数量三季度大幅下降



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 49：美自中进口轮胎数量 5 月起持续下滑



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

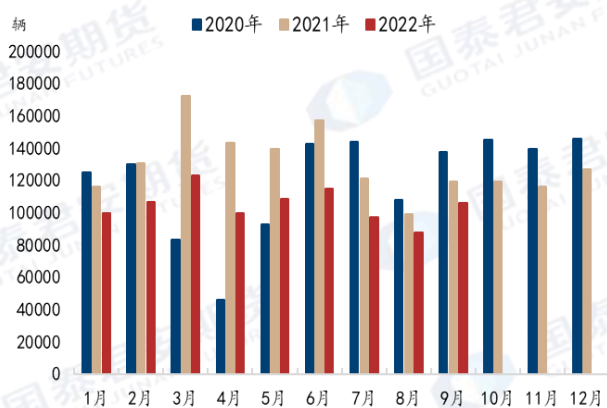
2.2.1.2 欧洲市场经济疲软，整体轮胎需求不容乐观

2023 年欧洲预计将会先于美国步入衰退周期且衰退程度要严重于美国。主要原因在于 2022 年欧元区体系受到俄乌冲突的冲击持续性非常长，以俄乌冲突为导火索所引发的一系列次生矛盾让欧洲雪上加霜。当前欧洲饱

受地缘政治矛盾、能源价格大幅波动以及持续性高通胀的困扰。与此同时，欧洲的工业生产活力正在逐渐被冻结，基于两点：其一，欧洲劳动力市场持续紧张，受疫情影响，全球劳动力流动效率降低，可输入欧洲的有效劳动力减少，欧洲当地居民工作意愿持续下降。其二，在能源价格大幅波动环境下，欧洲工业的平均成本持续维持高位，生产企业利润维持低位甚至处于亏损。因此，欧洲整体工业受终端需求的负面影响以及成本端双边挤压的困境下，产能利用率逐渐下滑。

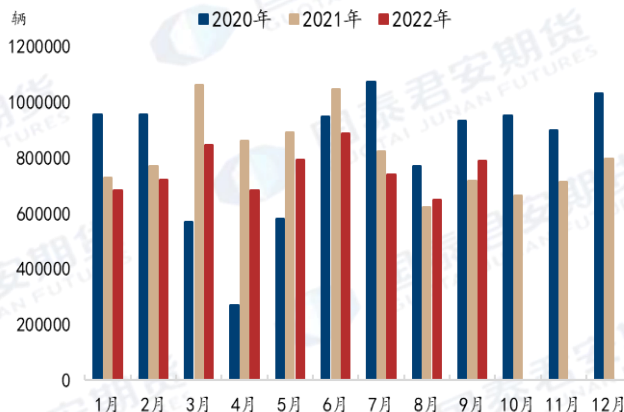
欧洲居民在生活成本高企背景下，对乘用车以及轻型商用车的购买力将会持续下滑。乘用车方面，欧盟 2022 年前三季度乘用车总销量为 678.5 万台同比 2021 年前三季总销量 752.6 万台下降 9.85%。轻型商用车方面，欧盟 2022 年前三季度轻型商用车总销量为 94.2 万台同比 2021 年前三季总销量 119.8 万台下降 21.3%。中卡方面，欧盟 2022 年前三季度中卡总销量为 3.2 万台同比 2021 年前三季总销量 3.7 万台下降 12.9%。重卡方面，欧盟 2022 年前三季度重卡总销量为 18.8 万台同比 2021 年前三季总销量 17.9 万台上升 4.6%。根据欧洲轮胎和橡胶制造商协会（ETRMA）发布市场数据显示，2022 年三季度欧洲替换胎市场表现已经开始初显颓势，所有细分领域的替换胎销售量均呈现不同程度下降。

图 50：欧盟轻型商用车销量 2022 年表现不佳



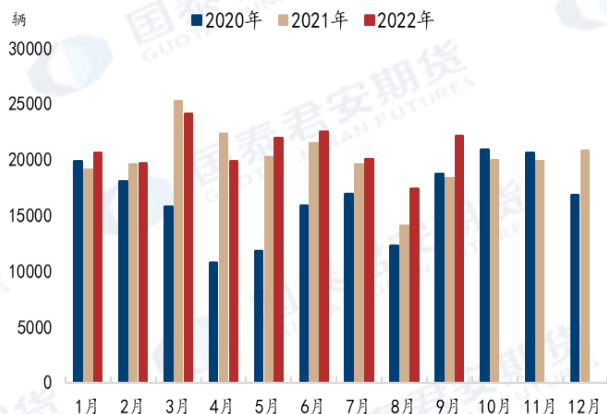
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 51：欧盟乘用车 2022 年销量不及 2021 年



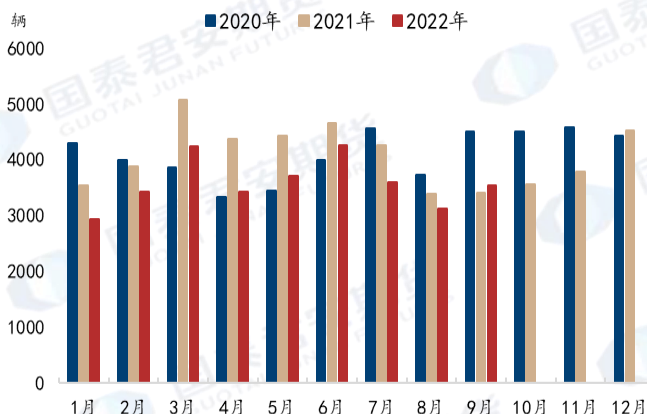
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 52：芯片短缺矛盾缓解，欧盟重卡销量回升



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 53：欧盟中卡销量 2022 年三季度持续低迷



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 54：ETRMA：欧洲替换胎市场乘用车胎、卡车胎、摩托车胎等细分市场销量 2022 年三季度全面下滑

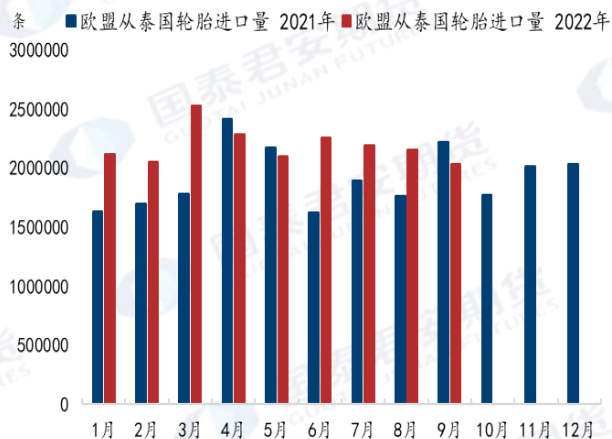
In '000 units	3rd Q2021	3rd Q2022	Variation Q3(2022)/ Q3(2021)	YTD 09 2021	YTD 09 2022	Variation YTD 09 (2022) /YTD 09 (2021)
Replacement Consumer tyres	63792	58029	-9%	173545	175882	1%
Of which Car Summer tyres			-19%			4%
Of which all Seasons tyres			-5%			14%
Of which Car Winter tyres			-7%			15%
Replacement Truck & Bus tyres	3564	3255	-9%	10121	10485	4%
Replacement Agricultural tyres	266	191	-28%	971	790	-19%
Replacement Moto & Scooter tyres	2177	2055	-6%	8250	8444	2%

资料来源：ETRMA，国泰君安期货产业服务研究所

俄乌冲突所导致的一系列矛盾对欧洲影响的持续时间或将延伸至 2023 年。主要原因在于能源价格将长期维持高位的确定性较高。当前欧洲天然气储气罐的罐容较为有限，在俄罗斯天然气无法直供欧洲的情况下，天然气通过远洋船运输的成本必定高于管道运输。此种情形会带来两个结果，其一，欧洲能源因为供应端的不稳定以及有限的库容出现价格大幅波动的情况，其二，由于运输成本的增加，能源价格的中枢会持续维持高位。因此各个产业链的议价权将集中在成本端，对于汽车行业也会带来持续冲击。欧盟由于高企的能源价格导致 2022 年更加依赖进口商品，同时对轮胎的进口依赖度也在提升。

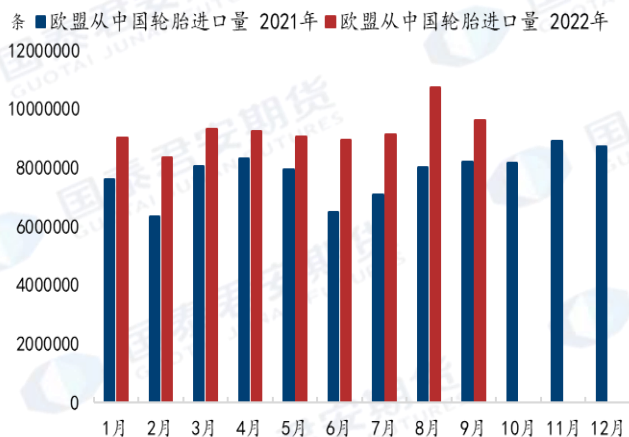
欧盟大量进口轮胎与销量的下滑导致经销商库存持续攀升，目前已经进入高库存格局，后期对我国的出口订单需求将减少。欧盟从泰国、中国以及其他各个国家进口的轮胎数量远超 2021 年。其中欧盟从泰国进口轮胎数量 2022 年 1 月至 9 月总计 1972.1 万条，与 2021 年同期的 1721 万条相比，同比增加 14.6%。欧盟从中国进口轮胎数量 2022 年 1 月至 9 月总计 8350.9 万条，与 2021 年同期的 6807.8 万条相比，同比增加 22.66%。目前，在轮胎进口量维持高位，以及汽车市场销量逐渐低迷的背景之下，轮胎经销商的库存已经呈现高库存的格局。因此欧洲对我国的轮胎出口企业的订单将逐渐开始减少。由于终端消费因宏观而持续悲观，欧洲轮胎库存将会经历缓慢的去库阶段。目前我国全钢胎以及半钢胎的出口数量已经从高位回落，预计未来也将因为海外需求进一步下降而同环比趋弱。

图 55：欧自泰进口轮胎数量二三季度持续下降



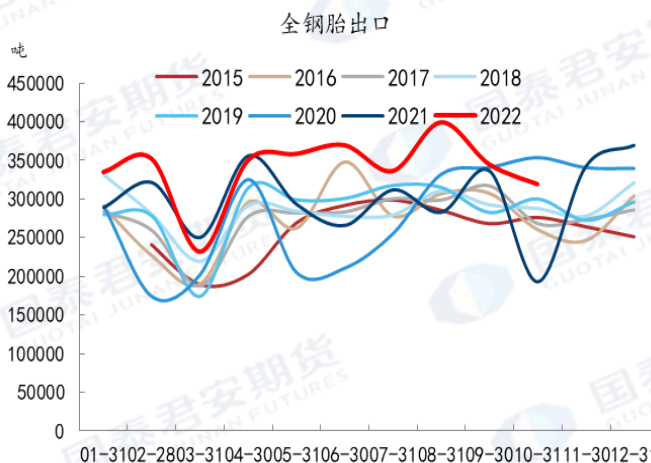
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 56：欧自中进口轮胎数量九月见顶



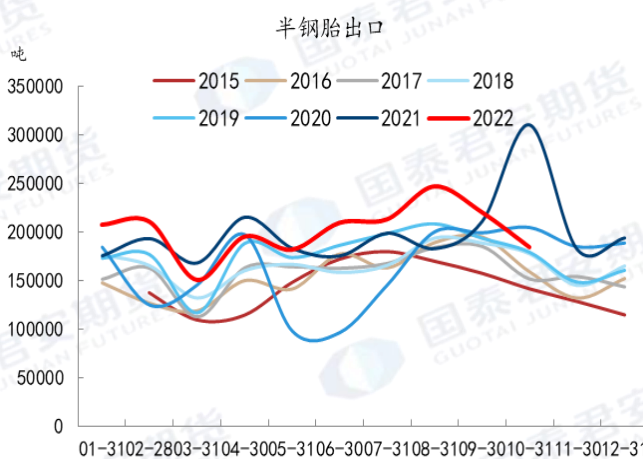
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 57：中国全钢胎出口数量八月见顶



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

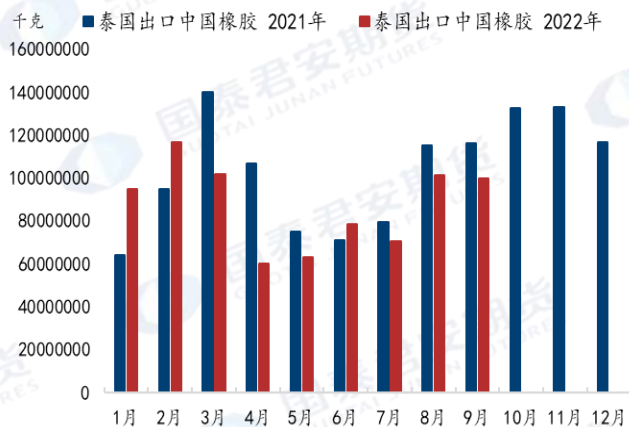
图 58：中国半钢胎出口八月见顶



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

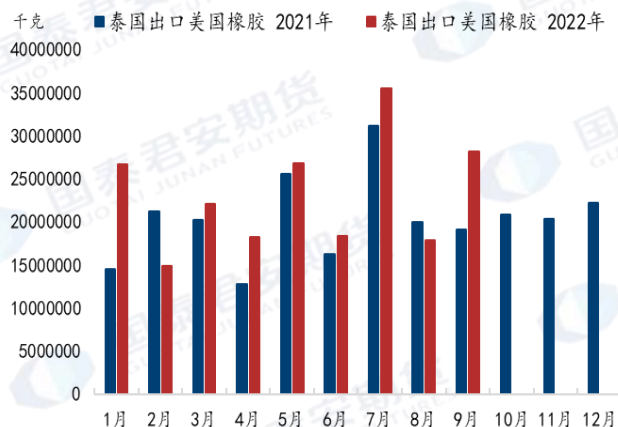
伴随海外需求的见顶回落，2023 年海外分流东南亚产区天胶出口的情况或发生改变。目前发生海外地区分流东南亚产区天胶的情况主要系欧美地区宽货币以及多轮财政刺激政策驱使市场需求复苏，加之出口海外价格利润更高，导致东南亚主产国天然橡胶出口分流至欧美日韩等国家和地区，出口至中国的比重下滑。在 2022 年二三季度海外分流较为明显，泰国出口至中国天胶数量二三季度总计为 47.3 万吨，同比下降 16.1%，泰国出口至美国天胶数量为 14.5 万吨同比增加 15.9%，泰国出口至日本天胶数量同期增幅为 28.5%，至韩国出口量增幅达到 12.4 万吨，同比上涨 86%。印度尼西亚与泰国情况相类似，在上半年产量因洪水影响有所减少的情况下，在 2022 年二三季度出口至中国天胶数量有所减少，出口日本天胶数量呈现上涨。在欧美市场依次步入宏观衰退周期之后，对天胶整体需求或将有所回落，海外对东南亚天胶的分流将有所下降，国内进口量或将有所修复。

图 59：泰国出口中国天胶总量减少，三季度回暖



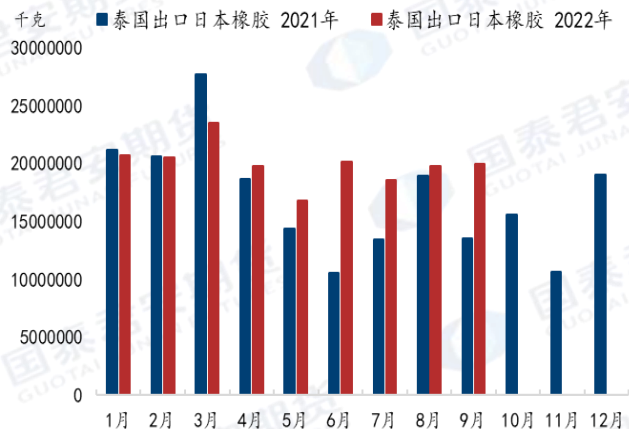
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 60：美重卡市场利好，泰出口美天胶增量明显



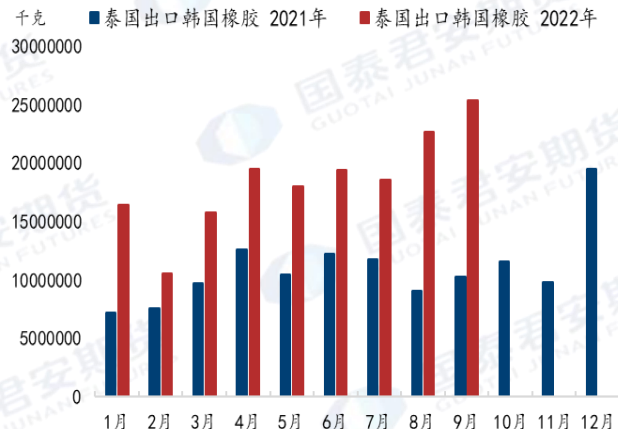
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 61：泰国出口日本天胶前三季度同比增长 28%



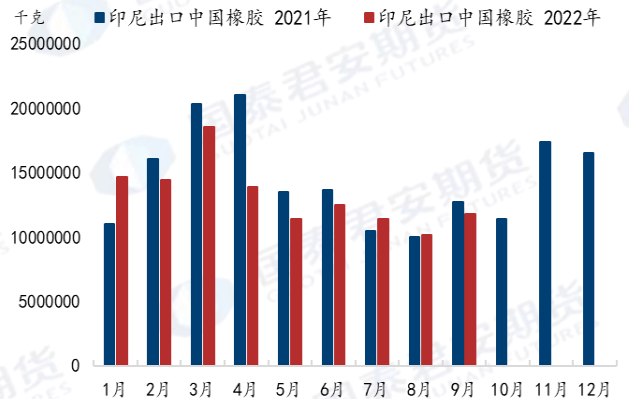
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 62：泰国出口韩国天胶前三季度同比增长 86%



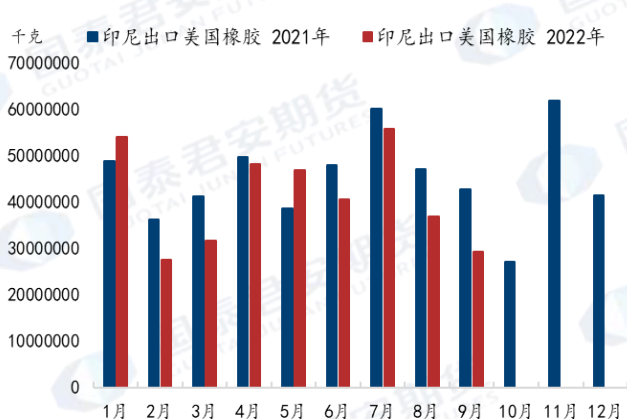
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 63：印尼出口中国天胶前三季度有小幅减量



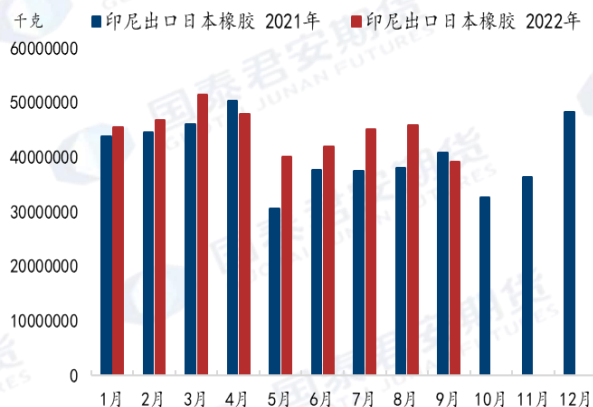
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 64：印尼出口美国天胶前三季度同比下降 10%



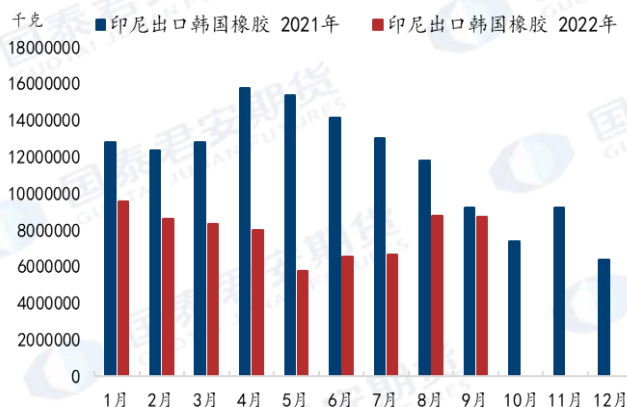
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 65：印尼出口日本天胶三季度同比上涨 9.3%



资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

图 66：印尼出口韩国天胶总量骤减



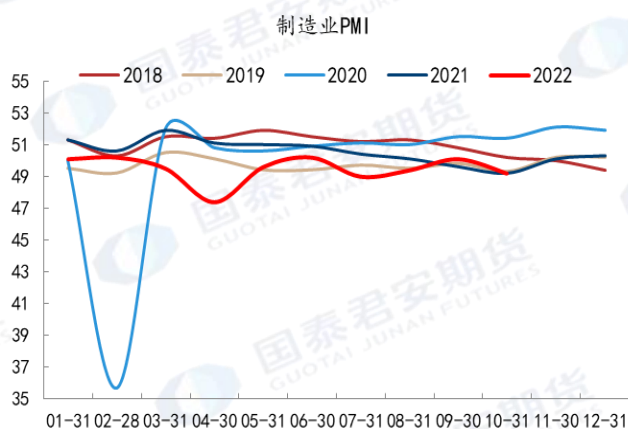
资料来源：QinRex、国泰君安期货研究

2.2.2 国内防疫优化，基建公路物流或迎来转机

橡胶的国内需求 2023 年或将呈现逐渐回暖的趋势。主要原因在于伴随国内基建、公路以及运输的好转，重卡市场或将逐渐从低迷之中有所恢复。我们对 2023 年防疫政策的持续优化持谨慎乐观态度。随着基建及物流的恢复，国内供应量稳定性将有所提升，PMI、LPI 及公路货运量等宏观指标或将同环比改善。

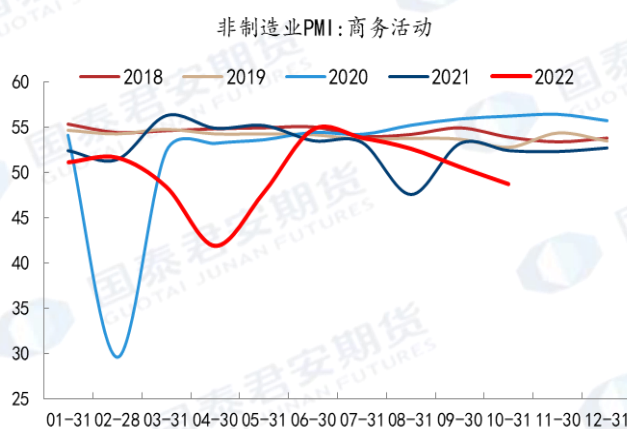
政府在多个领域释放积极信号来刺激经济复苏。防疫方面，在 2022 年 11 月 11 日发布的《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》为防疫优化的关键信号。“二十条”防疫优化措施将减少疫情封控时间、增加封控的精确程度以及避免“层层加码”的行为。在政策持续正确引导背景下，我国整体物流或将得到较大改善。房地产方面，11 月 23 日，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。政府提出十六条措施，要求积极做好“保交楼”金融服务。支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持。货币方面，央行决定在今年 12 月 5 日全面降准 0.25 个百分点，共计释放长期资金约 5000 亿元。

图 67：制造业 PMI 维持弱稳



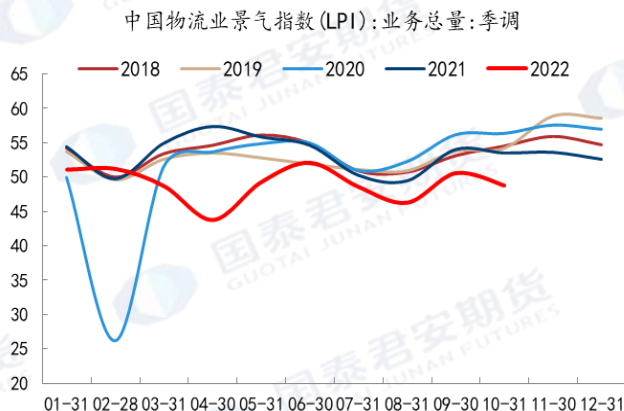
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 68：非制造业 PMI 年中之后持续下降



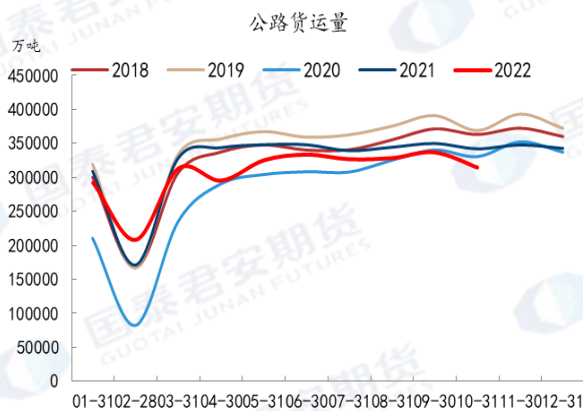
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 69：中国物流业景气指数维持低位



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 70：公路货运量持续维持低位



资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 71：防疫政策正在持续优化

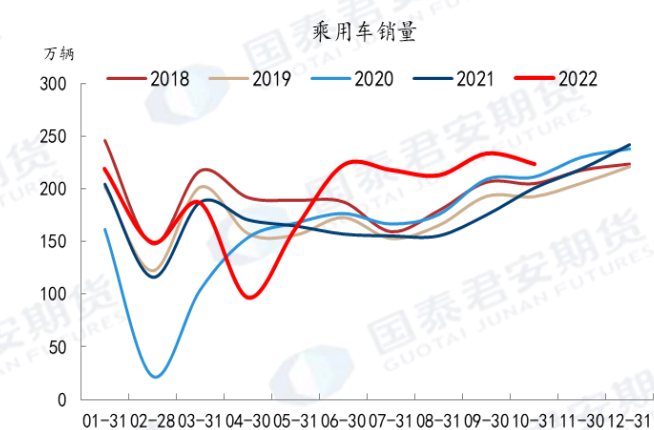
2022 年	名称	重点内容
4 月 29 日	中共中央政治局会议	“疫情防住、经济稳住、安全发展”三大明确要求 统筹疫情防控与物流畅通，保证关键领域产业链供应链稳定，避免供给冲击引发社会问题。
7 月 28 日	中共中央政治局会议	要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作 坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零 对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看
9 月 8 日	国务院联防联控机制发布会	毫不动摇坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针 严格按照第九版防控方案和“九不准”要求，力求科学精准，用最短时间、最小代价控制疫情 对于违反“九不准”、擅自层层加码的典型案例，国务院联防联控机制将予以曝光。
10 月 13 日	国务院联防联控机制发布会	落实属地、部门、单位、个人“四方责任” 以快制快，阻断疫情传播，牢牢守住不发生规模性疫情的底线，最大程度减少疫情对经济社会发展的影响。 要坚决整治“层层加码”
11 月 10 日	中共中央政治局常务委员会会议	党中央对进一步优化防控工作的二十条措施作出重要部署、提出明确要求，各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。 充分认识优化调整防控措施不是放松防控，更不是放开、“躺平”，而是适应疫情防控新形势和新冠病毒变异的新特点，坚持既定的防控策略和方针，进一步提升防控的科学性、精准性，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，以实际行动贯彻落实党的二十大精神。

资料来源：中华人民共和国国家卫生健康委员会，国泰君安期货研究

汽车销量方面，乘用车销量特别是细分的新能源车领域将受政策红利期延长而持续向好，商用车受宏观政策利好预计触底反弹。2023 年政府将延续新能源汽车免征车辆购置税政策，新能源车仍将会是乘用车产销增量的关键。商用车方面，2022 年下半年商用车市场持续低迷。重卡市场历经连续五年的繁荣之后，在 2022 上半年逐

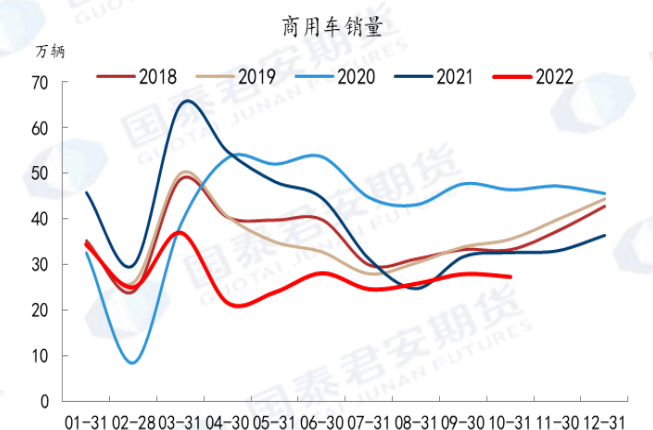
步触底。2022 年 1 月至 11 月重卡总销量为 60.8 万辆，与 2021 同期相比下降 54%，重卡 1 月至 11 月总产量为 64.96 万辆，与 2021 同期相比下降 49.4%。2022 年重卡产销如此低迷主要由疫情带来的基建及物流停滞所导致。在国六政策红利期的高产销基数背景下，重卡在 2022 年迎来断崖式下跌，伴随前期透支影响减弱以及《国务院关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》的激励，2023 重卡市场有望触底反弹。

图 72：乘用车销量受政策激励表现亮眼



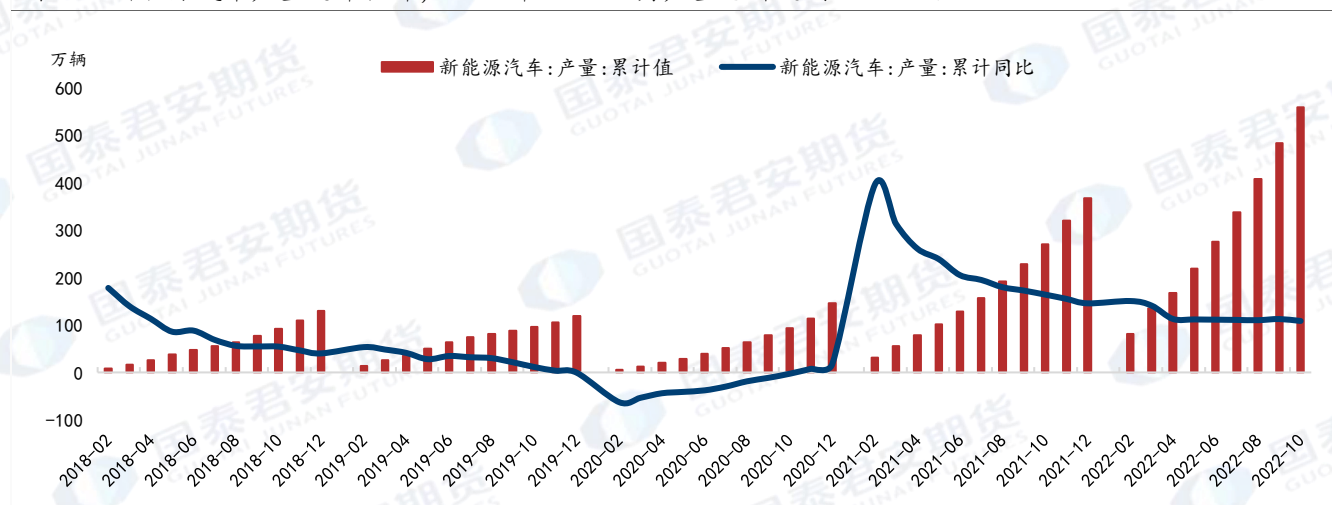
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 73：商用车销量受限于宏观表现不佳



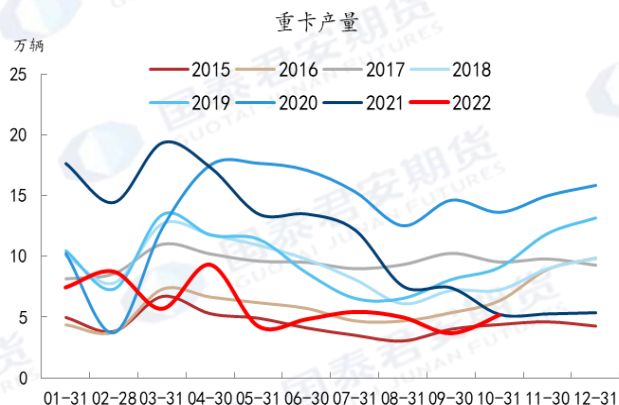
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 74：新能源汽车产量连年提升，2022 年 1 至 10 月产量总计达到 559 万辆



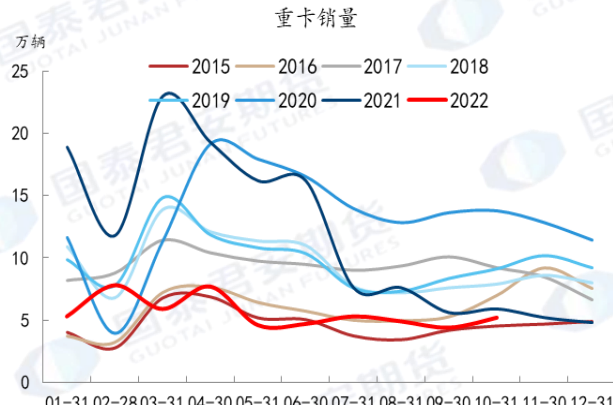
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 75：重卡产量 10 月有所回升



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

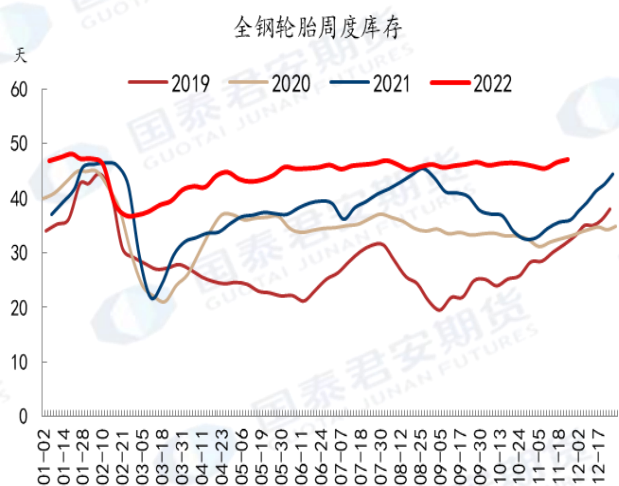
图 76：重卡销量或逐渐筑底复苏



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

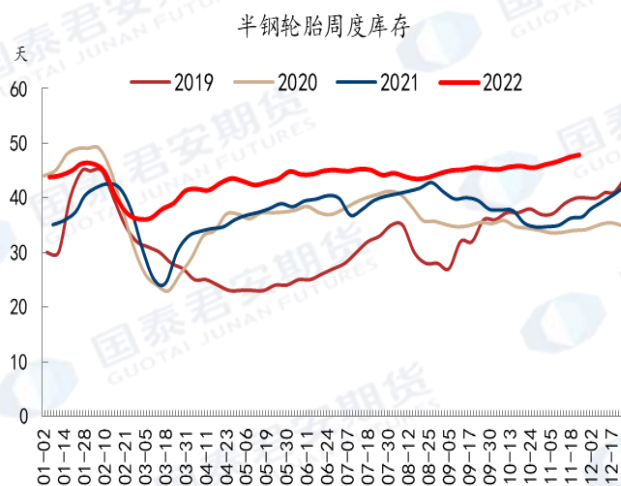
天然橡胶低库存背景下，轮胎成品库存高企反映了当下经济低迷的现实，2023 年轮胎库存或持续维持偏高水平。2022 年，在重卡市场持续不景气的背景下，全钢胎开工率并未出现明显下降，导致全钢胎库存持续维持高位。截至 11 月底全钢胎库存天数已经达到 47 天，同比增加 30.6%。轮胎企业由于成品库存积压，账期长，货款回收慢造成现金流紧张，对原材料采购能力持续减弱。在终端原材料采购能力大幅减弱的情况之下，天然橡胶贸易商对天胶的贸易体量也持续下降。这一点可以反映在当下的天然橡胶库存之中，2022 年天然橡胶青岛总库存始终维持在 30 至 40 万吨之间，处于历史区间下沿。橡胶贸易商贸易体量的下降造成橡胶贸易商持有大量暂无收益的资金，为了取得较为稳定的收益率，大型贸易企业被迫用参股的形式为轮胎企业提供资金驱使轮胎企业维持定量开工率。贸易商参股轮胎企业的行为或减缓轮胎行业的产能出清速度，导致即使在需求改善的格局之下轮胎成品库存去化也需要较长的周期。

图 77：全钢胎库存 2022 年全年持续维持高位



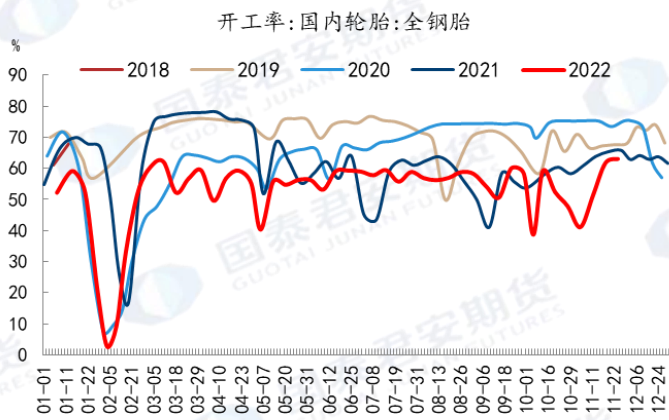
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 78：半钢胎库存 2022 年全年持续维持高位



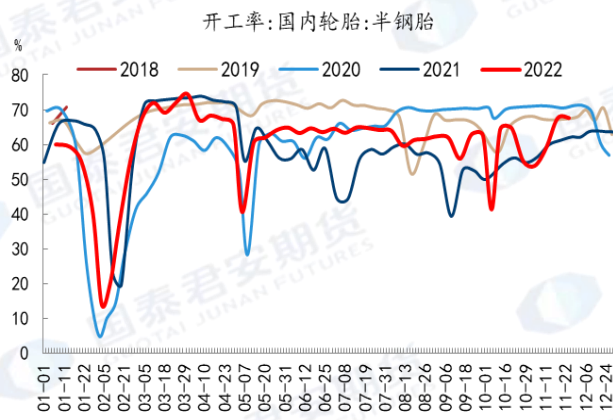
资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 79：全钢胎开工率受资金托底未出现大幅下跌



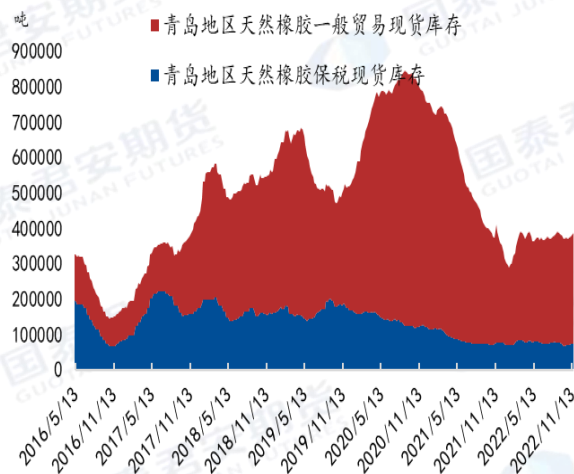
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 80：半钢胎开工率受乘用车市场带动较为可观



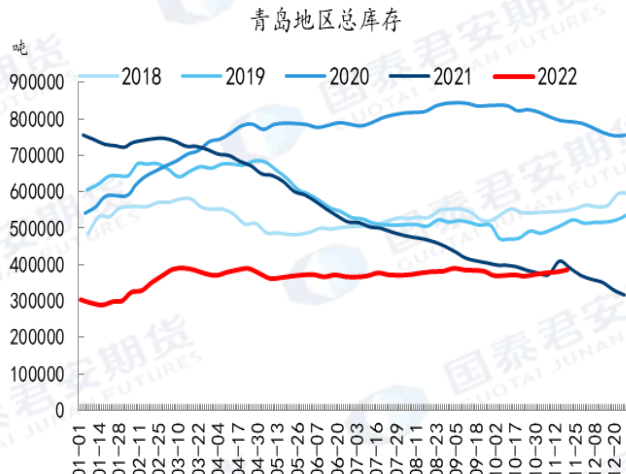
资料来源：同花顺 iFinD、国泰君安期货研究

图 81：天胶青岛现货库存持续降低



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

图 82：青岛地区总库存稳定在 30 至 40 万吨之间



资料来源：隆众资讯、国泰君安期货研究

3. 结论与投资展望

3.1 2023 年胶价判断

2023 年全球天然橡胶预计供需矛盾不显著。供应端，天胶总产量将维持稳定增速，深浅色胶结构分化延续。需求端，国内外市场或将有所分化，海外市场需求高位回落，驱动淡化；国内市场需求筑底预期不断强化。整体格局来看，供需矛盾并不突出，沪胶仍不具备大涨基础，关注波段机会。从更长的 3-5 年的周期来看，2023 年也是偏向价格底部，孕育转机的一年。

我们预计 2023 年天胶产量将呈现稳步增长趋势，产量增速或将略高于 2022 年的 2.06%，增量主要来自深色胶。浅色胶 2022 年供应有所减少，且在浓乳分流趋于常态化的情况下，2023 年浅色胶供应增幅有限。我们预计天然橡胶 2023 年需求端将整体呈现国内外市场分化的特征。海外市场受宏观经济下行周期影响需求筑顶回落，国内轮胎出口受此影响或在 2022 年上半年高基数下出现同比下滑。国内伴随防疫政策的优化，2023 年基建、公路运输、物流或迎来转机，驱动重卡市场低基数下复苏以此提振天胶需求。

全年节奏上来看，重点关注波段性机会。第一个波段机会在 2023 年一季度，年初伴随春节前后下游传统补库需求和开工阶段性回升或促进现货交投。在目前天胶库存偏低背景下，价格弹性偏高，阶段性需求驱动易导致天胶价格上行。第二个波段机会可能出现在 2023 年四季度，在防疫政策持续优化背景下，物流、基建二三季度缓慢复苏，重卡产销筑底反弹，整体终端需求驱动向上，届时叠加国内产区停割和 11 月仓单集中注销或有一轮波段机会。2023 全年或呈低位震荡伴随阶段性上涨的走势。

重点关注宏观风险事件冲击、防疫政策更迭。随着海外天胶分流转弱及国际运价回调，国内可能面临的集中到港冲击等。

3.2 投资展望

2023 年的阶段性高点或出现在一季度及四季度。一季度仍将受益于低库存背景下，春节前的传统补库需求驱动及节后复产复工驱动。四季度受益于 2023 年下半年终端需求复苏、季节性停割和交割规则。但偏弱的宏观背景下，2023 年趋势性牛市行情难现，结构性震荡市为主。预估 2023 年全年价格波动区间会在 11000-14000 元/吨，中枢区间 12000-13000 元/吨附近。2023 年国内深浅色胶季节性库存变化的差异可能使 RU 与 NR 的跨品种价差以及 RU 非标套利均有较好的机会。