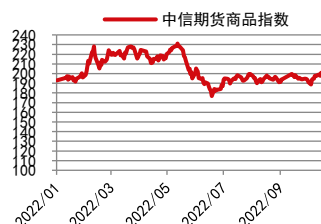


自身供需矛盾不大，宏观或成最大驱动

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

2023 年，橡胶供需矛盾不显著。供应端，国内产出维持自然增长，进口量维持高位水平。需求端，内需可能修复但尚未见高增长预期，出口存在巨大的减少压力。因此总量上，并不见橡胶有显著缺口或者过剩，价格会受宏观预期的强弱而波动。如能看到轮胎厂去库，且经济复苏预期转强，低库存会带来橡胶向上弹性。



摘要：

供应端，全球割胶面积以及亩产数据表现平稳。一方面，在天气端扰动趋于减少的情况下，现有的供给能力下就可以带来一定的产量小幅增长。另一方面，部分新兴产胶国增速较快，弥补了传统产胶国的供应减量。但由于高增长的地区在全球供给中占比仍然不大，因此全球维度来看，2023 年的全球产量增速或在 3%。中国自身产出维持缓慢增长，进口端仍会维持高位。预计国内供给会有-0.7%~4%的增长。

需求端，全球经济增速，尤其是经济发达地区经济增速的下滑会带动全球天胶需求增速有下降的预期。中国市场，如果国内无政策刺激的背景下，内需刚需趋于自然修复，会有正向拉动，但是出口端存在下滑预期明显。最终，总量上来看，2023 年的变动方向并不明确。

因此，在假设无经济刺激的背景下，供需都呈现横向小幅变动的预判。也就代表 2023 年橡胶的供需矛盾并不剧烈。但，低库存带来行情的想象空间。橡胶在连跌一年后，一旦出现国内经济刺激政策，容易激发囤货情绪，在橡胶现有库存偏低的背景下，则会对橡胶产生助涨的效果。

2023 年，橡胶供需矛盾不显著，价格会受宏观预期的强弱而波动。如能看到轮胎厂去库，且金融市场开始交易经济复苏逻辑的时候，橡胶也是个可多配的品种。期货可波动的区间在 11000~14000。全年角度看，正套仍是有吸引力的策略。

操作策略：

- 1、等待是否出现轮胎厂去库，且金融市场开始交易经济复苏逻辑的时候。如有，则多配。如无，则参考套利节奏反弹抛空。
- 2、全年波段关注非标与 RU 的正套。

风险因素：利多：需求复苏；天气异常。利空：进口大增；商品、原料大跌。

软商品及特殊品种 研究团队

研究员：
李青
021-80401708
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

吴静雯
021-80401709
wujingwen@citicsf.com
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

目录

摘要：	1
一、2022 年行情回顾	4
三、2023 年供应：	5
1、2022 年供应情况	5
2、全球供应能力进入低增长环境	6
3、气候问题在持续的异常后，总是向变好预估	7
4、气候好转假设中，亩产偏向于小幅提高	8
5、科特迪瓦维持高速增长	8
6、全球产量预计增长 3%	9
7、国内供应预计横向波动	10
A、国内供应预估会小幅增加	10
B、进口压力不减，但增速预计会下降	11
C、国内供应预估增速在 3%以下	12
二、未来需求：	12
1、2022 年需求情况概览	12
2、中国轮胎出口将出现实质性下滑	13
3、内需能否大增取决于未来是否有经济刺激政策	14
4、轮胎企业高库存能否去化，将是需求是否复苏的重要观察指标	16
5、在低库存背景下需要警惕刺激政策出台对需求的加成可能	17
五、2023 年走势及策略判断：	18
免责声明	19

图表目录

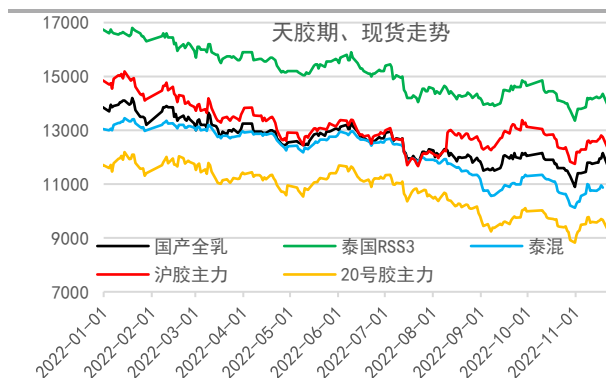
图 1：天胶 2022 年期、现货走势	4
图 2：RU 与 NR 价差走势	4
图 3：ANRPC 全球天胶月度产量	5
图 4：天胶产量年度增速	5
图 5：2022 年主产区产量变化	6
图 6：中国产量	6
图 7：全球天然橡胶种植面积	6
图 8：全球天然橡胶新增种植面积	6
图 9：全球天然橡胶割胶面积	7
图 10：各国开割率	7
图 11：nino3.4 指数	7
图 12：IRI 对 nino3.4 的未来预测	7
图 13：东南亚主产国产	8
图 14：科特迪瓦产量	9
图 15：全球天然橡胶产量	10
图 16：中国天然橡胶产量	11
图 17：中国种植与割胶面积	11
图 18：中国天然橡胶亩产	11
图 19：历年 1~10 月月均进口量	12
图 20：2022 年中国橡胶表观消费增速低速维持	13
图 21：轮胎出口进入负增长	14
图 22：2023 年全球经济增速预期进一步下滑	14
图 23：内需消费量情况	14
图 24：公路货运量仍在反复	15
图 25：公路货运量季节性表现	15
图 26：乘用车在政策刺激下大幅好转	16
图 27：商用车销售疲弱依旧	16
图 28：重卡销量	16
图 29：全钢胎库存	17
图 30：半钢胎库存	17
图 31：国内港口库存	17
图 32：国内显性库存	17
表 1：2023 年全球天胶产出预估	9
表 2：表观供应估算表	12
表 3：我国天然橡胶表观消费推算表	13

一、2022 年行情回顾

截至 11 月底，天然橡胶两个期货品种在 2022 年全年都呈现了震荡下跌的走势。年内，虽然行情偶尔存在反弹，但是总体来说每一次的反弹都没有超过一个月，且反弹后的新一轮下跌往往都创出了新低。

图 1：天胶 2022 年期、现货走势

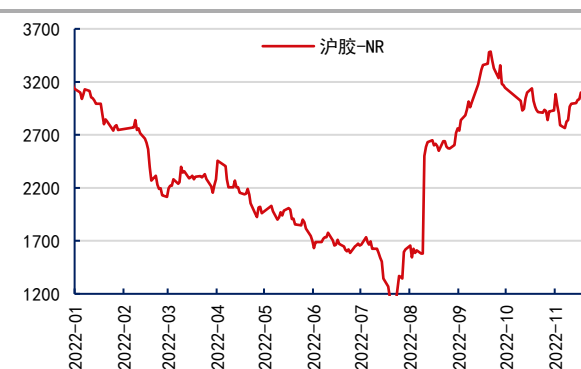
单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 2：RU 与 NR 价差走势

单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

从全年维度上来看，绝对价格的持续下行最为持续的一个驱动主要来自于需求的疲弱以及对需求未来进一步转弱的担忧。天胶的需求主要经历以下几个核心因素的反复交易：1、国内新冠疫情的冲击对天然橡胶的影响一直存在。在 4 月份旺季的时候，由于新冠疫情的冲击使得需求大比例下滑；10 月份各地公共卫生事件的频发使得人们对于经济环境并不看好。2、轮胎企业产成品库存累积较多，旺季未去库，对轮胎企业开工走高形成不利影响。3、美联储加息政策以及褐皮书加剧了人们对天然橡胶需求疲软的担忧。6 月中上旬开始，美联储开始超预期的加息。美联储加息了 75 个基点，远超人们所预估的 50 基点，在随后 1~2 的时间内，欧美市场订单的下滑以及价格强势度的衰弱以及消失传导到天然橡胶市场，使得远期报价升水被打低。美联储经济状况褐皮书加剧了需求疲软的担忧，而且市场对于全球经济环境的衰退表示担忧。

2022 年的供应端虽然存在了众多的扰动及变化，但在今年的行情中并没有起到持续性的作用。供应端的变化主要表现在以下四个方面：1、前期拉尼娜强度较大，泰国、越南降雨量较多，而且云南和海南地区温度异常，导致二次落叶以及全面开割推迟。然而天气对于橡胶期货的结果影响并不显著。5 月往后，拉尼娜影响的强度有所降低，虽然还未完全消退，降雨偏多，在不同产区时有会被提及，但是从全球维度内看，并没有形成持续的供应大幅缩减预期。2、四、五月份，由于吉林以及上海疫情，国内加强进口检疫的要求，导致四、五月份国内进口量到达低位水平。这一时段进口的不稳定性驱动了深色胶的相对偏强。而在 6 月开始进口量再度回到了历史同期中高位水平。深色胶的相对强势开始消退。3、

从 7 月份开始，各产区都进入了橡胶高产期的过程。需求又表现不佳，天然橡胶价格出现了普遍的持续下跌。4、在 9 月以及 11 月出现过两次极其明显的全乳胶相对转强。Ru01 价格超过 05。这些时段市场都是在交易 2022 年全乳胶可能大幅减产的猜测。

单边的涨跌驱动在来回切换，但是今年在橡胶内部深浅色胶的强弱切换则显得较有规律。深、浅色的强弱拐点主要出现在六七月份。而这一时段最为显著的变化是深、浅色胶在当时的 5 月合约上提前实现了完全的回归（非标基差收缩到 0）。随后，市场开始修正确实出现减产的全乳的相对估值，变在 4 季度前后开始强化交易全乳胶的相对强势。

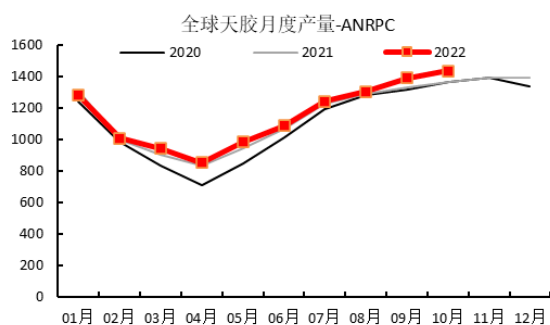
三、2023 年供应：

1、2022 年供应情况

2022 年全球天然橡胶产量预估有小幅增长。根据 ANRPC 数据，2022 年全球天然橡胶产量 1434 万吨，同比增长 2%。按照 1~10 月的产量测算出的东南亚主产区年度产量在约为 1194.8 万吨，与历史上比较，今年产量接近 2019 年产量，未到达历史最高水平。分地区来看，今年马来西亚、越南以及柬埔寨、斯里兰卡出现了产量缩减，其他地区都以增长为主。中国市场小幅增长 1.6%至 86.5 万吨左右。从年度内的预期变化来说，今年出现的是全球产量预估先上修再下修的过程。从年初总体增加 1.7%~1.8%的预估，到年中 3%的增速预估，再到年末 2.1%的增速预估。

图 3：ANRPC 全球天胶月度产量

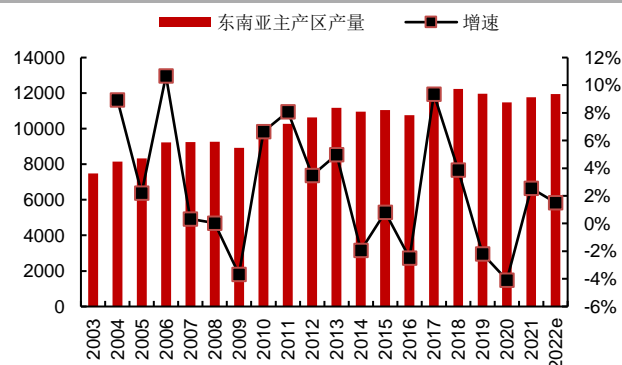
单位：千吨



数据来源：Qinrex, Wind, 中信期货研究部

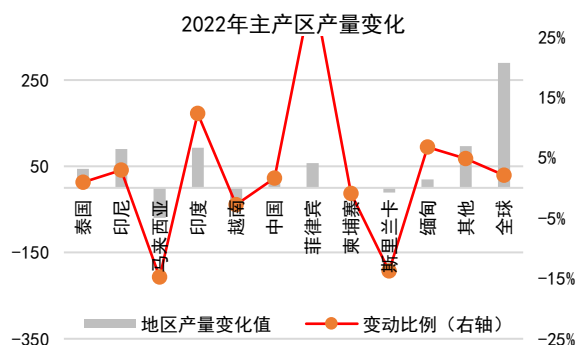
图 4：天胶产量年度增速

单位：千吨，%



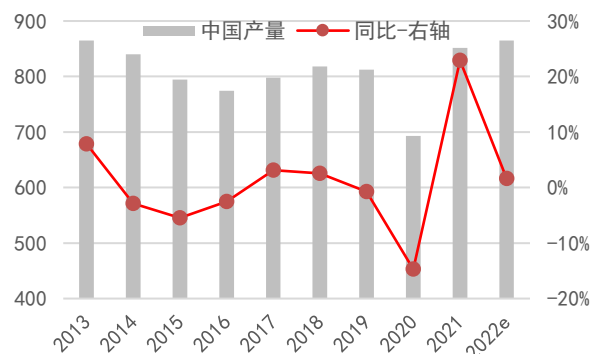
数据来源：Qinrex, Wind, 中信期货研究部

图 5：2022 年主产区产量变化 单位：千吨



数据来源：Qinrex, Wind, 中信期货研究部

图 6：中国产量 单位：千吨，%

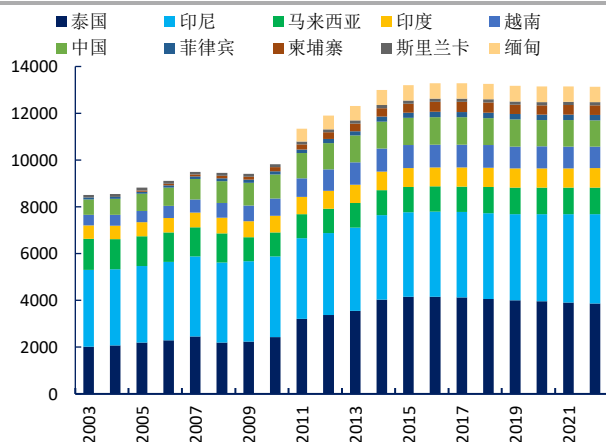


数据来源：Qinrex, Wind, 中信期货研究部

2、全球供应能力进入低增长环境

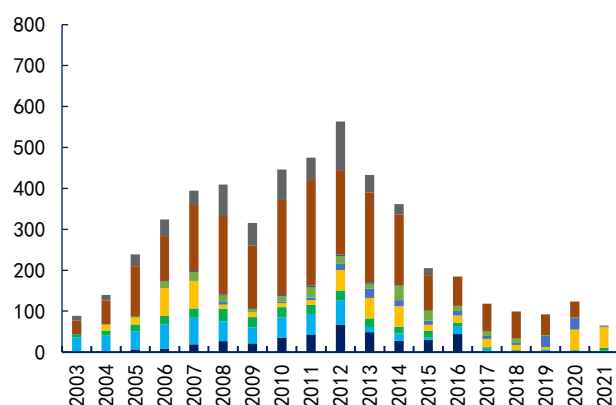
截止 2022 年数据，全球国种植面积（不含有科特迪瓦）进入横向发展，2016~2022 年均变化率不超过 0.5%。同时，近 4 年每年主产区的新生种植面积总和也维持在 100 千公顷，仅为总种植面积的 0.7%左右。

图 7：全球天然橡胶种植面积 单位：千公顷



数据来源：Wind, Qinrex, 中信期货研究部

图 8：全球天然橡胶新增种植面积 单位：千公顷

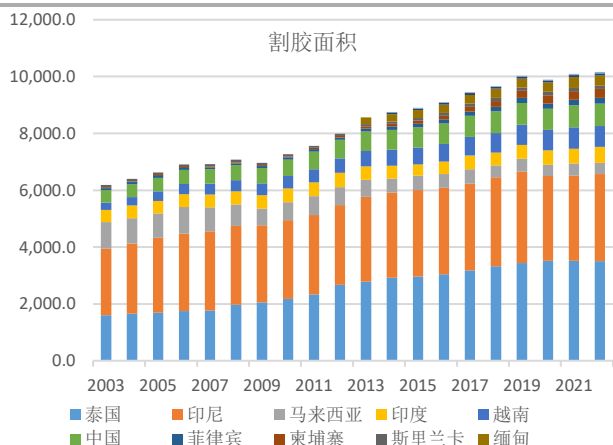


数据来源：Wind, Qinrex, 中信期货研究部

割胶面积上，全球割胶面积（不含有科特迪瓦）增速趋于放缓，近三年的平均增速为 0.4%，增速最高年份不超过 2%。分项来说，传统产区的割胶面积持稳或下行，而新兴地区割胶面积增加。拆分看，泰国、印尼、越南、菲律宾、斯里兰卡开割率已经超过 80%，已经接近供应意义上的满产。目前来说，割胶面积提升较快的国家仅有印度、菲律宾、缅甸、哥伦比亚、墨西哥。而这些割胶面积仍在增加的国家的割胶面积总和仅占全球割胶面积的 11.5%，而在近些年不断放弃天胶生产的马来西亚的割胶面积损失对冲了这一些增量。因此，按照此前变动趋势，预估 2023 年全球割胶面积增速为 2%。（不含科特迪瓦）。

图 9：全球天然橡胶割胶面积

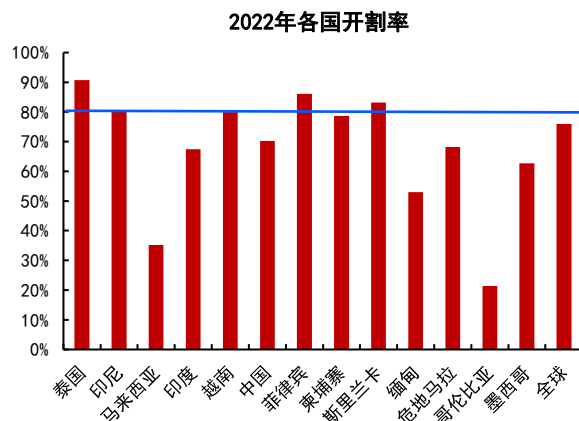
单位：千公顷



数据来源：Wind, Qinx, 中信期货研究部

图 10：各国开割率

单位：%



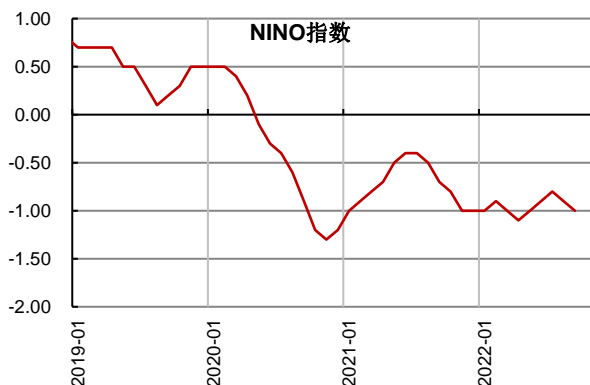
数据来源：Wind, Qinx, 中信期货研究部

3、气候问题在持续的异常后，总是向变好预估

2019 年开始天气端就显示出了极大的极端性。厄尔尼诺或者拉尼娜现象在过去的 4 年中每一年都有出现。而 2022 年的拉尼娜现象可以追溯到 2020 年下半年开始，这一轮的气候异常已经延续了 2.5 年左右，已是历史少见的持续时间。目前从预测机构角度来看，在未来的某一个时间节点，气候修复至正常状态仍是最主要的判断方向。

10 月 IRI（国际气候与社会研究所）对厄尔尼诺-3.4 指数的预测表明，2022-23 年北半球冬季（12 月-2 月）有 76% 的机会出现拉尼娜现象，2023 年 2 月-4 月有 57% 的机会过渡到 ENSO 中性天气。从预测来看，气候对天胶产量扰动降低是永恒的预期。

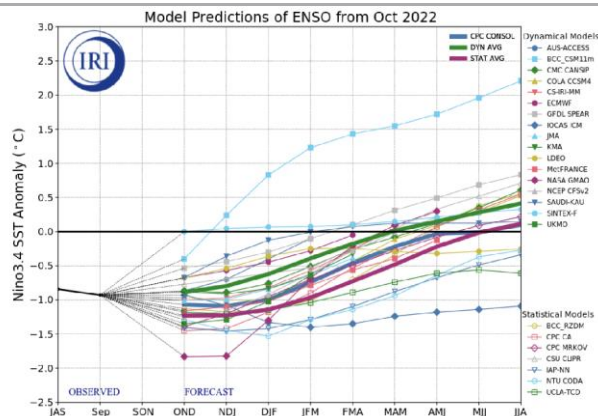
图 11：nino3.4 指数



数据来源：Wind, 中信期货研究部

图 12：IRI 对 nino3.4 的未来预测

单位：%



数据来源：CPC, 中信期货研究部

4、气候好转假设中，亩产偏向于小幅提高

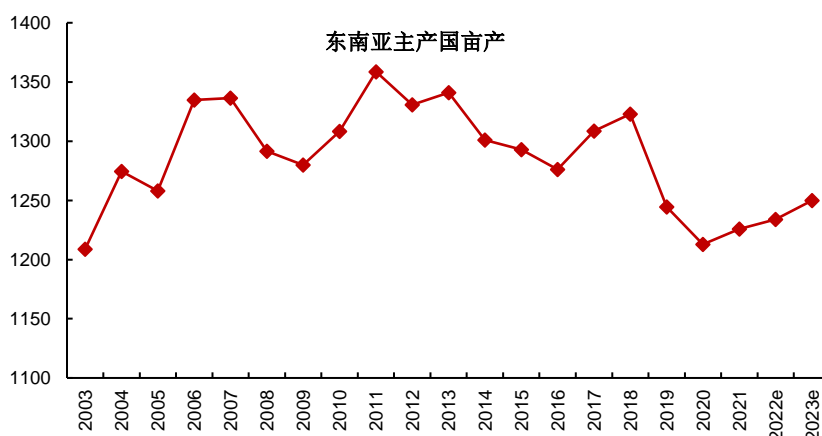
2022 年，东南亚主要产胶国割胶面积以及预估产量测算出的亩产数量为 1234kg/公顷（不含有科特迪瓦、缅甸、巴西等），亩产数据相比去年增加 0.6%，变动不大。从趋势角度来看，2019 年以后全球的传统主产国之间的亩产数据就维持在低位水平。显然 2020 年到 2022 年天胶价格重心的提高并没有带来亩产数据的大幅提高。

然而从 2020 年到 2022 年，气候扰动因素就一直没有消退。因此，这三年的亩产数据不可否认的是气候因素占有一定成分。而产业中多提及的树龄较高、产胶能力下行以及成熟胶工减少的问题也实际存在。如果 2023 年的气候问题显著消退，那么亩产是有可能一定幅度增加的，但天气问题究竟影响了多大比例的亩产却不是可以精确测算的。

如果按住其他供应能力的问题，仅从天气端考虑，倾向于大多数国家在 2023 年会有亩产数据的小幅度提升。

图 13：东南亚主产国亩产

单位：KG/公顷



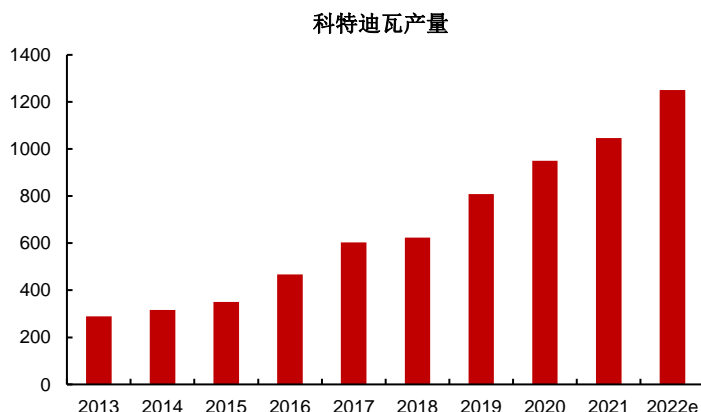
数据来源：Wind, Qinrex, 中信期货研究所

5、科特迪瓦维持高速增长

在全球总产量的预估中，目前种植面积等基础数据相对偏少的是科特迪瓦。但是科特迪瓦的供给增速极大，且在全球产量占比已经到达不可忽视的水平。2022 年，1~10 月，其出口 108.57 万吨天然橡胶，科特迪瓦 2022 年的出口量预估可以达到 125 万吨，同比+19%。截止 2022 年数据，科特迪瓦已经占全球总供应量的 8.7%。如果保持近几年的增速水平，而 2023 年其产量/出口量可能要接近 145 万吨。

图 14：科特迪瓦产量

单位：千吨



数据来源：Qinrex，中信期货研究所

6、全球产量预计增长 3%

按照对天胶生产国的割胶面积变动趋势、亩产、部分地区增速的判断。预计全球供应增速会有所提高，至 3.1%。

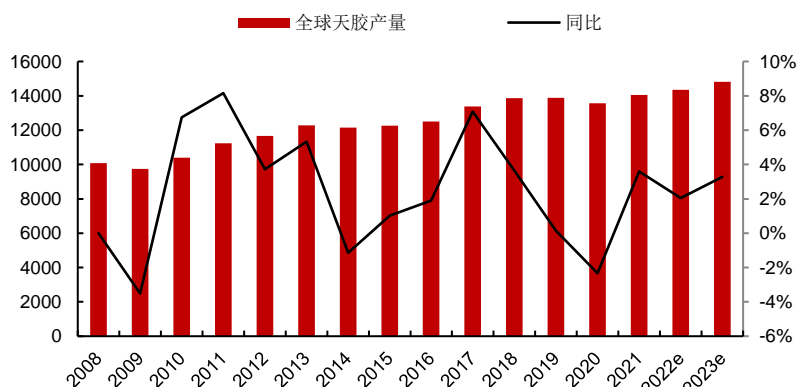
表 1：2023 年全球天胶产出预估

单位：千吨	亩产	开割面积	2023 年产量	2022 年产量	同比
泰国	1380	3,500.0	4830	4801.0	0.6%
印尼	1040	3,100.0	3224	3135.1	2.8%
马来西亚	890	400.0	356	400.1	-11.0%
印度	1,600	596.4	954.1696	850.1	12.2%
越南	1690	740.0	1250.6	1236.3	1.2%
中国	1098	805.0	883.89	864.9	2.2%
菲律宾	1170	212.1	248.157	230.0	7.9%
柬埔寨	1190	321.6	382.7111	364.5	5.0%
斯里兰卡	500	117.6	58.803	66.3	-11.3%
缅甸			324	309.0	4.9%
科特迪瓦			1450	1250.0	16.0%
其他地区			850	853.0	-0.4%
合计			14812.33	14360.2	3.1%

数据来源：Qinrex，中信期货研究所

图 15：全球天然橡胶产量

单位：千吨



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

7、国内供应预计横向波动

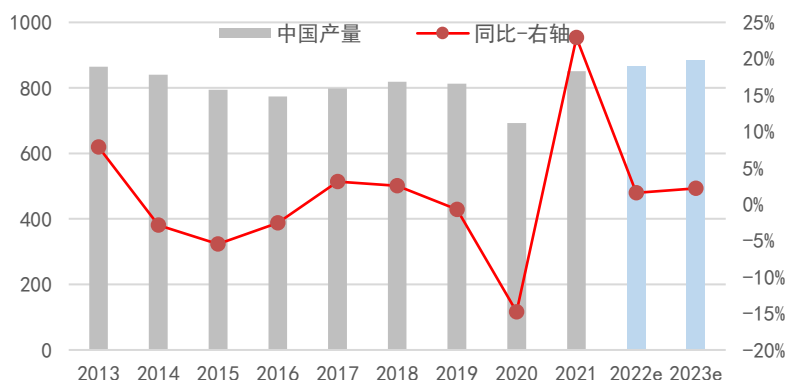
中国的供应取决于自身产量以及进口量。2022 年 1~10 月，国内产量预估为 67.26 万吨, 同比+1.1%。中国天然橡胶类进口数量累计 477 万吨, 累计同比-10.2%。最终，表观供应为+9%。纵观 2023 年，能大幅刺激供应进一步大幅增量的因素并不存在。

A、国内供应预估会小幅增加

2022 年，中国天然橡胶产出量，按照 ANRPC 公布的月度数据推算，增长约 1.6%，至 86.5 万吨。以 2022 年数据看，中国的开割率仍在缓慢提升，但总体提升速度较慢。国内的亩产数据基本在近两年维持平稳，2021 年以及 2022 年都受到了拉尼娜带来气温、降雨阶段性异常以及疫情带来的影响。因此，虽然这两年国内天然橡胶价格相较于之前偏高，但年度亩产数据并有显著的增长。与全球天胶供应影响因素相同的逻辑，预计在气候更偏向于稳定的假设下，中国在明年也会获得亩产的略微提高，而能否提高至 2011~2015 年的产出水平还需要观察，毕竟胶数老龄化以及胶农缺乏的问题在中国同样存在。按照亩产以及开割面积都小幅提升的判断计算，预估，中国 2023 年产出量会有 2%左右的提升。

图 16：中国天然橡胶产量

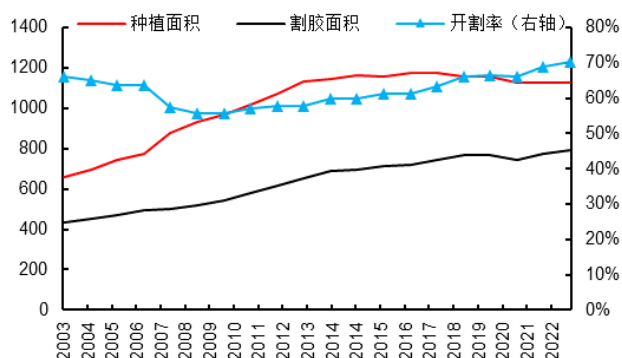
单位：千吨



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

图 17：中国种植与割胶面积

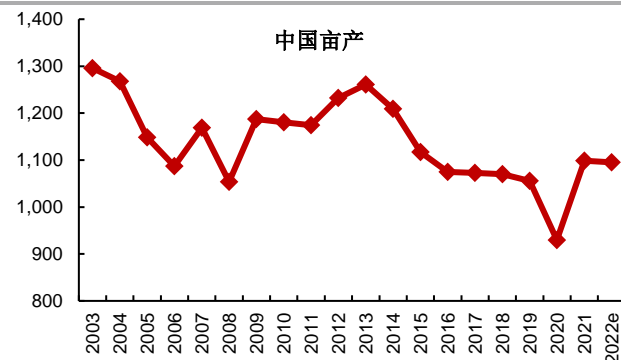
单位：千吨，%



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

图 18：中国天然橡胶亩产

单位：KG/公顷



数据来源：ANRPC, Wind, 中信期货研究部

B、进口压力不减，但增速预计会下降

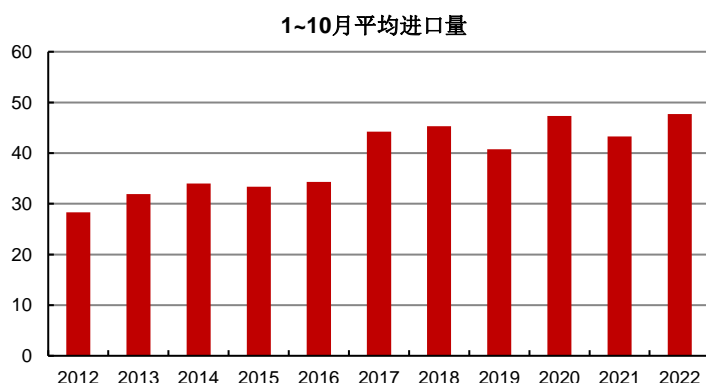
2022 年 1~10 月我国天然橡胶类进口量为 538 万吨，与过去的每年 1~10 月的进口量相比，今年的进口数量是最多的。与 2021 年相比，今年 1~10 月进口同比增长 10.2%。从年内来看，进口的宽裕度呈现了先松后紧再松的状态。2022 年 4~5 月当月进口量运行到 5 年左右的低位水平，而形成这一现象的主要原因是当时的国内疫情导致中国加大进口商品的防疫等待期的缘故。

2023 年看，国内的进口量数据依旧会维持在高进口量水平。原因在于：1、2023 年套利环境和 2022 年差异不大。2022 年 11 月末，沪胶与混合胶的价差再度扩大到了历史上相对偏高的水平，与 2021 年末同期的价差水平差异不大。而在 2023 年的预期中，全乳胶目前依旧没有明确的大幅缩减预期。因此非标价差价格过高之后带来的正套回归需求依旧是市场面对的常态。而这种正套需求一定会带来进口量维持在高位的水平。2、欧美需求下滑后，东南亚产出量可能会更

多的涌入中国市场。中国一方面是世界上最大的天然橡胶消费地，另外一方面存在着最为活跃的橡胶期货。因此，在被动流入这一方面，2023 年的环境可能要比 2022 年更为压力深重。总体看，2023 年进口量预计与 2022 年相比变动不会太大，维持在-1%~+3%的水平。

图 19：历年 1~10 月月均进口量

单位：万吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

C、国内供应预估增速在 3%以下

表 2：表观供应估算表

单位：万吨	产量-ANRPC	进口量-海关	表观供应量	增速
2016	77.4	446.74	524.14	
2017	79.8	568.18	647.98	23.6%
2018	81.84	566.4	648.24	0.0%
2019	81.23	518.37	599.6	-7.5%
2020	69.27	590.09	659.36	10.0%
2021	85.13	538.28	623.41	-5.5%
2022e	86.49	593	679.49	9.0%
2023e	88~90	587~610	675~700	-0.7%~3%

数据来源：Wind，中信期货研究部

二、未来需求：

1、2022 年需求情况概览

2022 年国内天然橡胶需求表现以横向变化为主。表观需求角度上说，国内天然橡胶表观消费仅增长 2.3%。而天然橡胶最重要的轮胎产业，2022 年轮胎外胎产量，

截止 10 月，累积同比下滑 3.7%。而导致这种表现的因素大体有：1、国内经历过多次散发的疫情影响，内需大幅下挫。2、7 月前，出口量依旧高企，支撑轮胎厂订单。然，海外需求在美联储加息后开始转弱，轮胎出口在 7 月以后逐步下行。

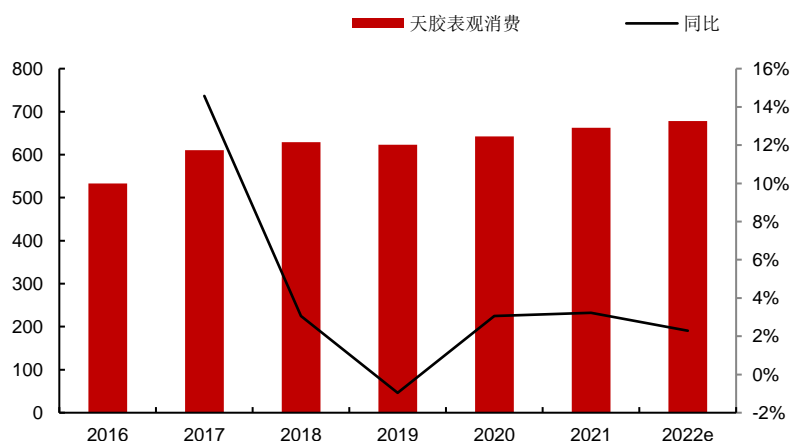
表 3：我国天然橡胶表观消费推算表

单位:万吨	产量-ANRPC	进口量-海关	年初青岛+仓单库存	年末青岛+仓单库存	库存变动	表观消费量=产量+进口-库存变动	表观消费同比
2017	79.8	568.18	45.7	83.2	37.5	610.48	14.6%
2018	81.84	566.4	83.2	102.3	19.1	629.14	3.1%
2019	81.23	518.37	102.3	78.8	-23.5	623.1	-1.0%
2020	69.27	590.09	78.8	96.01	17.21	642.15	3.1%
2021	85.13	538.28	96.01	56.56	-39.45	662.86	3.2%
2022e	86.49	593	56.56	58	1.44	678.05	2.3%

数据来源：Wind，中信期货研究部

图 20：2022 年中国橡胶表观消费增速低速维持

单位：万吨，%



数据来源：Wind，中信期货研究部

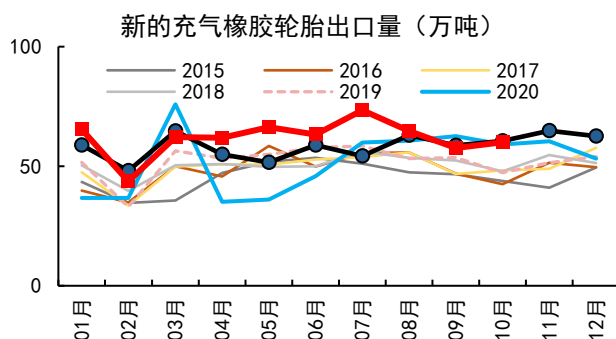
2、中国轮胎出口将出现实质性下滑

2020 年下半年起，出口一直是轮胎产业的重要的支柱。然而从 2022 年 8 月以后开始，出口的数据明显恶化。轮胎出口数量无论是从重量计还是从条数计，都进入到了同比下滑的阶段。宏观维度看，海外需求的下滑的主因是欧美为了对抗通胀而出现持续加息，加息遏制经济活动，从而带来经济下行以及消费的下降。根据 IMF 预测，发达经济体的 2023 年 GDP 实际增长率将从 2022 年的 2.43 下滑到 1.11。目前，海外通胀仍然处于高位，通胀在高房价、高能源价格的影响下存在韧性，因此政府需要将高利率维持更长的时间，这是市场对于海外宏观的主流看法。中国轮胎出口在 2023 年出口在上半年可能持续转弱。且从 2022 年四季度起，这种下滑已经来临，2023 年初，市场大概率已经失去了前期高出口带来的韧

性支撑。因此，2023 年轮胎出口预计会出现大幅降低。

图 21：轮胎出口进入负增长

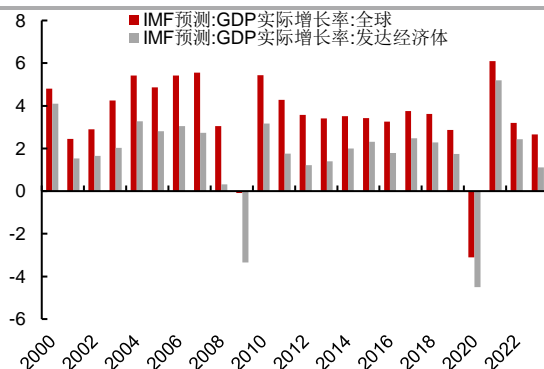
单位：万吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 22：2023 年全球经济增速预期进一步下滑

单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部

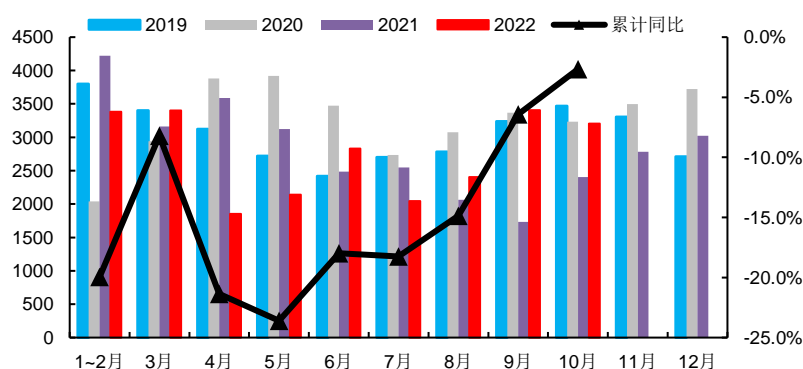
3、内需能否大增取决于未来是否有经济刺激政策

A、防疫政策的调整会带来内需修复预期，替换胎或有提升

2022 年，按照新的橡胶轮胎的产量以及轮胎出口数量折算出的国内内需消费量继续呈现下滑，1~10 月下滑了 2.7%。从年内的变动来看，可以看出二三季度的下滑幅度最大。而这两个时间节点恰恰是吉林疫情以及上海疫情爆发的时间节点。而当时对于两个城市的全域静止的管理以及城市间防疫政策的再度加强影响了国内终端的消费。然而对于 2023 年来说，我们认为内需受到疫情扰动幅度会有所降低。最主要的原因是自 2022 年 10 月以后我国调整了防疫的指导意见，从发展方向来看，趋于更少的大面积封控，更精准的管理。因此，内需存在较大的修复预期。

图 23：内需消费量情况

单位：万条，%



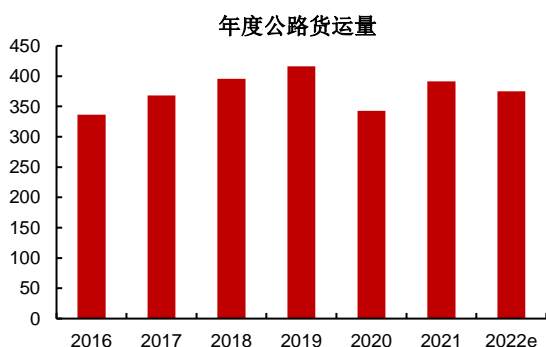
数据来源：Wind，中信期货研究部

而疫情防疫政策调整或者疫情消退后对橡胶下游的拉动或许会表现在整个

物流端。2019 年之后国内的公路货运量就出现了缩减，截止 2022 年也没有修复至 2019 年的水平。且从 2022 年内的变动来看，一旦国内某个城市出现大面积的管控，那么对于当月的公路货运量就会形成冲击。那么同样，相反的，如果疫情大面积管控的情况趋于减少，整个公路货运量将在 2023 年得以修复。但从增长幅度来说，暂时我们并不认为 2023 年能够修复至 2019 年的水平，毕竟疫情的问题并没有得到完全的解决。我们更倾向于判定 2023 年会修复至 2021 年的物流水平，即，2023 年会相对 2022 年有 5~6% 的增长。物流水平的好转，对替换胎的需求会有一定提升。

图 24：公路货运量仍在反复

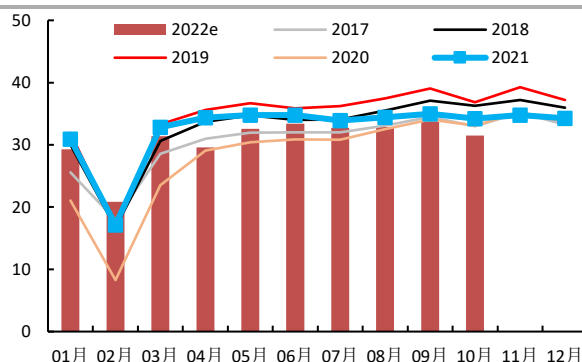
单位：亿吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 25：公路货运量季节性表现

单位：亿吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

B、商用车配套需求或能有自然修复，但额外增长看不到

2022 年配套胎需求显然在半钢胎上表现更好。1~10 月，乘用车新车销量实现增长 14% 的好成绩。而商用车的新车销售量累计同比-33%。从政策以及边际变化来看，2023 年似乎依旧对乘用车更为有利。

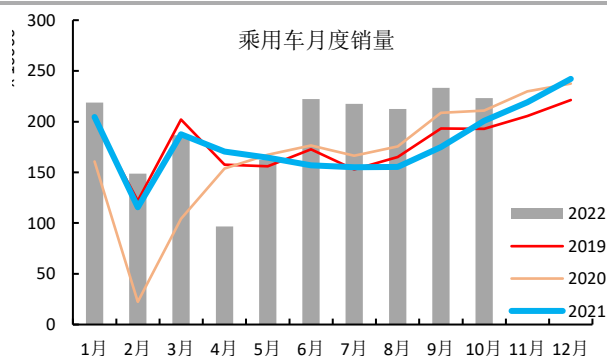
乘用车受新能源车推广的红利仍然时不时受到政策性的拉动。2022 年 11 月 23 日，三部门发布关于延续新能源车免征购置税的政策公告，对 2023 年购买的新能源车继续免征购置税。显然乘用车方面新能源是一个刺激的突破口。但乘用车也有不利的表现，2022 年中旬公布的汽车行业刺激政策的效用在四季度来看是有所消退的。10 月，乘用车的销售同比增速已经从 6 月的 40% 以上同比增长开始回落。往 2023 年看这一政策的效应会逐步减弱，至下半年，同时由于基数问题，乘用车的月度销量或许会迎来同比下降。

商用车新车销售则一直表现疲弱。2022 年几乎都在偿还 2020 年以及 2021 年上半年高销售后带来的需求提前消耗。截止 10 月数据，并没有看到商用车新车销售好转的迹象，甚至略有恶化。今年 6 月份，当月的销售数量相比 2019 年同期-12.4%，然而到 10 月份，2022 年当月的数据已经相比 2019 年下行 23%。显然，与正常的年份相比，今年三、四季度的商用车销量数据表现更为疲弱。而 2022 年末的这种转弱会让 2023 年上半年商用车或者重卡新车销售修复的预期较低。

商用车端并没有看到新的产业刺激政策，因此，2023 年商用车端或许能出现向正常水平的修复，但是难以产生积极的增量预期。

图 26：乘用车在政策刺激下大幅好转

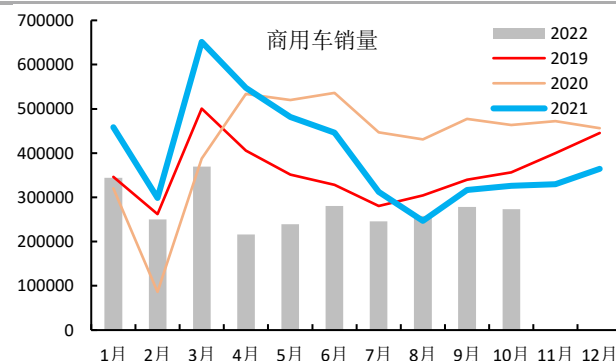
单位：万辆



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 27：商用车销售疲弱依旧

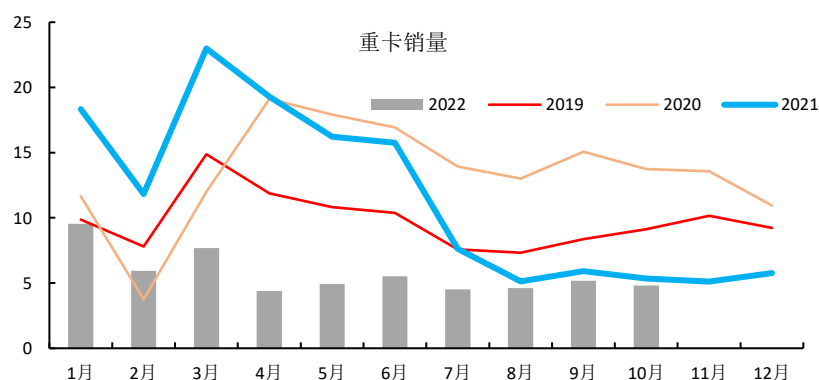
单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 28：重卡销量

单位：万辆



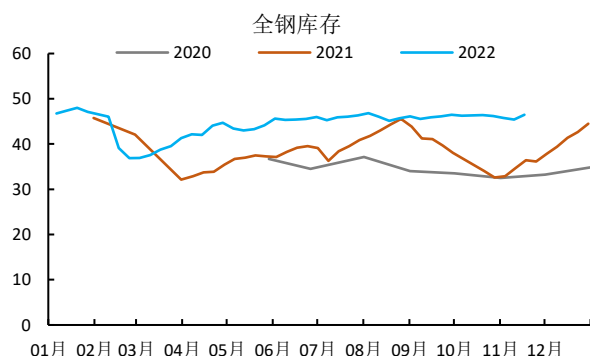
数据来源：Wind，中信期货研究部

4、轮胎企业高库存能否去化，将是需求是否复苏的重要观察指标

2022 年下游轮胎厂库存几乎失去了季节性的变化，维持长久的高位不下。而这种现状就导致当库存累积到三年高位水平之后，轮胎厂开工率难以进一步提升。对于 2023 年，如果需求有明显的修复，能够给予橡胶价格向上的拉动，就必然会看到轮胎库存的有效去化。当前的库存体量并不会形成年度级别的压力，以往年的库存变动来看，11 月底的产成品库存水平一般 2~3 个月就能得以去化。轮胎企业库存能否有效降低就将是观测终端消费复苏的一个显性指标。

图 29：全钢胎库存

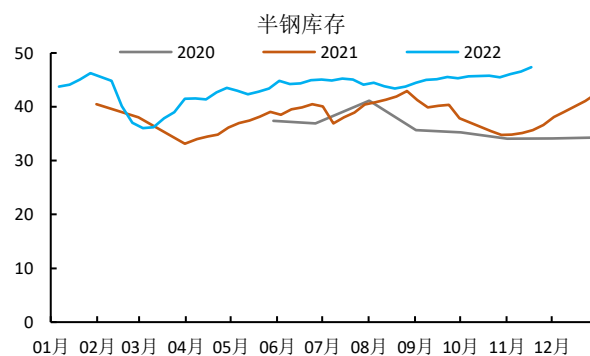
单位：天



数据来源：隆众资讯，中信期货研究部

图 30：半钢胎库存

单位：天



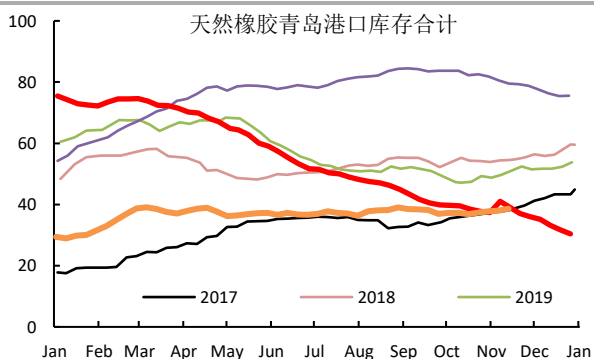
数据来源：隆众资讯，中信期货研究部

5、在低库存背景下需要警惕刺激政策出台对需求的加成可能

对于内需，我们所有的假设都是基于没有国家刺激政策出台的背景。在无刺激政策的情况下，海外的需求下滑会对国内需求产生利空影响，内需已经持续两年的偏差表现又会让采购者对内需的预期产生惯性悲观预期。然而，一旦中国出现更为明显、明确的经济政策，那么这会极大的扭转中下游对于需求增长的判定。容易刺激出国内中下游企业的囤货情绪。在现有库存体量较低的背景下，会带来明显的缺货感受，那么则可能会在一段时期内快速的刺激价格出现上行，形成巨大的价格弹性。

图 31：国内港口库存

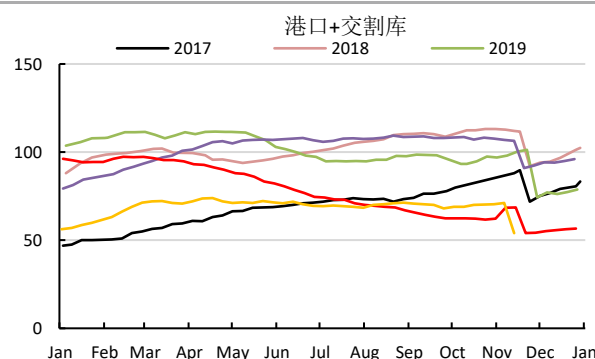
单位：万吨



数据来源：隆众资讯，中信期货研究部

图 32：国内显性库存

单位：万吨



数据来源：隆众资讯，中信期货研究部

五、2023 年走势及策略判断：

供应端，全球维度来看，2023 年的全球产量增速或在 3%。一方面，全球割胶面积以及亩产数据表现平稳。在天气端扰动趋于减少的情况下，现有的供给能力就可以带来一定的产量小幅增长。另一方面，部分新兴产胶国增速较快，弥补了传统产胶国的供应减量。但由于高增长的地区在全球供给中占比仍然不大，因此，全球维度虽然增量但比例不大。

中国市场供给变化同样不多。自身产出维持缓慢增长，而进口端，由于 2023 年同样拥有着较高的正套基差以及海外需求下滑后橡胶资源转向中国市场的可能。但由于 2022 年的高基数，同时供应的增量点发展的基础较高，因此，预计国内供给会有-0.7%~4%的增长。

需求端，全球经济增速，尤其是经济发达地区经济增速的下滑带动全球天胶需求有增速下降的预期。中国市场，如果国内无政策刺激的背景下，内需刚需趋于自然修复，不存在增长亮点，但是出口端存在下滑预期明显。最终，总量上来看，2023 年的变动方向并不明确。

因此，在假设无经济刺激的背景下，供需都呈现横向小幅增长的预判。也就代表 2023 年橡胶的供需矛盾并不剧烈。但，低库存带来一定的故事性。橡胶在连跌一年后，一旦出现国内经济刺激政策，容易激发囤货情绪，在橡胶现有库存偏低的背景下，则会对橡胶产生助涨的效果。

走势方面，2023 年，橡胶供需矛盾不显著，价格会受宏观预期的强弱而波动。期货可波动的区间在 11000~14000。如能看到轮胎厂去库，且金融市场开始交易经济复苏逻辑的时候，橡胶也是个可多配的品种。

全年角度看，正套仍是有吸引力的策略。

操作策略：

1、等待是否出现轮胎厂去库，且金融市场开始交易经济复苏逻辑的时候。如有，则多配。如无，则参考套利节奏反弹抛空。

2、全年波段关注非标与 RU 的正套。

风险因素：利多因素：中国内需加速复苏，天气异常。利空因素：进口大量到港、商品普跌、原料价格大跌。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>