

2024 年度策略报告

橡胶

醉里挑灯看剑，梦回吹角连营

摘要

- 2023 年国内橡胶期货价格呈现先抑后扬的走势。“胶价先抑后扬”、“价格重心抬升”和“宽幅震荡整理”成为 2023 年沪胶期货、标胶期货和丁二烯橡胶期货运行的核心字眼。
- 2024 年宏观面料呈现内强外弱的格局。2024 年二三季度美国或经历温和衰退，虽然连续两个季度经济环比增速转负，不过四季度有望再次转正。欧元区经济下行同时通胀回落，关注经济触底后财政扩张反弹可能。欧美国核心通胀有望温和下行，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年。预计本轮美联储加息周期大概率已经结束，或在 2024 年 5-7 月开始降息，一共降息 100 个基点。同时预计欧洲央行 2024 年将降息 150 个基点，最早在 3 月份就会迎来第一次降息。虽然此次加息周期造成美国金融危机的概率在逐月下降，但是仍需警惕硬着陆的风险。在国内市场，我国经济正在经历疫情以后“W”型恢复阶段，预估 2023 年我国 GDP 增速或达到 5.00%-5.20%，2024 年我国经济增长目标或为 5% 左右。
- 2024 年胶市供需结构料维持紧平衡。转向胶市供需结构来看，全球橡胶供应端面临小幅下降的可能。而需求方面，受益于 2024 年大概率迎来降息周期，全球经济延续复苏态势，有望进一步提振车市消费潜力，而我国车市也有望得益于经济预期修复，料将继续维持小幅增长的态势。整体来看，2024 年全球天然橡胶供需格局判定为供给减少，需求持平或微增。并且通常来说，天然橡胶与宏观经济的走势也较为密切，而 2023 年随着国内各类刺激政策出台、以及中美关系转暖等信号的出现，我们对 2024 年大环境带来的提振作用同样看好。
- 2024 年国内橡胶期货价格料维持震荡偏强走势。关注潜在风险，宏观经济预期变动、欧美央行加息政策、全球天气异常、中国和泰国联储。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

宝城期货研究所

报告日期：2023 年 12 月 18 日

分析师声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

目录

1 2023 年天然橡胶走势回顾	5
2 2024 年国内外宏观形势展望	6
2.1 欧美加息周期结束 2024 年迎来降息周期	6
2.2 着力长远 2024 年我国经济坚持高质量发展	10
3 2024 年全球天然橡胶供需基本面展望	14
3.1 2024 年国内外天胶产区供应料小幅减产	14
3.2 2024 年浅深胶价差料先抑后扬	错误！未定义书签。
3.3 2024 年海外车市有望延续增长势头	错误！未定义书签。
3.4 2024 年国内车市料维持稳中向好态势	错误！未定义书签。
3.5 2024 年国内重卡销量有望小幅增长	错误！未定义书签。1
3.6 2024 年国内轮胎行业维持谨慎乐观	错误！未定义书签。3
4 总结	错误！未定义书签。

图表目录

图 1 沪胶期货主力合约走势图	4
图 2 国内标胶期货主力合约走势图	5
图 3 国内合成胶期货主力合约走势图	6
图 4 国内沪胶期货基差走势图	8
图 5 国内标准胶期货基差走势图	8
图 6 国内合成胶期货基差走势图	9
图 7 欧美制造业 PMI 走势图	8
图 8 美国 10 年期和 2 年期国债收益率走势图	8
图 9 美联储 12 月议息会议利率点阵图	9
图 10 美联储联邦基金利率走势图	9
图 11 美国非农就业人数走势图	10
图 12 美国失业率走势图	10
图 13 美国 CPI 同比增速走势图	11
图 14 美国 PPI 同比增速走势图	11
图 15 2015-2023 年中国 GDP 增速走势图	14
图 16 2023 年下半年中国 GDP 增速预估走势图	14
图 17 2019-2023 年我国季度 GDP 增速	14
图 18 我国官方和财新制造业 PMI 走势图	14
图 19 我国工业增加值月度同比走势图 (%)	14
图 20 我国固定资产完成额增速走势图 (%)	15
图 21 我国房地产开发投资增速走势图 (%)	16
图 22 社会零售额增速走势图 (%)	16
图 23 国内 M1 和 M2 同比增速走势图	16
图 24 我国月度社会融资规模走势图	16
图 25 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图	17
图 26 我国发电量及同比增速走势图	17
图 27 东南亚产胶国开割、停割时间分布图	19
图 28 中国天然橡胶产量及增速走势图	20
图 29 2011-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量 (万吨)	21
图 30 2009-2022 年全球主要产胶国月度产量走势图 (千吨)	21
图 31 深浅胶价差走势图	25
图 32 越南 3L 胶出口至中国的规模走势图	25

图 33 美国 2011-2021 年轻型车月度销量走势图	26
图 34 欧盟 27 国 2011-2021 年机动车月度销量走势图	27
图 35 日本 2011-2021 年汽车月度销量走势图	28
图 36 国内新车月度产量走势图（万辆）	30
图 37 国内新车月度销量走势图（万辆）	30
图 38 中国汽车经销商库存预警指数回升至 54.7%	31
图 39 国内重卡销量同比下滑 12%	33
图 40 我国重卡市场销量月度走势图（单位：辆）	33
图 41 中国物流业景气指数走势图	34
图 42 国内全钢胎开工率走势图	36
图 43 国内半钢胎开工率走势图	37
图 44 国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图	37
图 45 我国天胶及合成胶进口量走势图	37
图 46 国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图	38
图 47 上期所天胶库存与注册仓单走势图	38
图 48 上期所天胶库存走势图	39
表 2 2016-2024 年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）	41
图 49 2016-2024 年国内橡胶年度供需平衡图（万吨）	41

1 2023 年天然橡胶走势回顾

回顾 2023 年国内天胶期货走势，总体可以归纳为以下一句话：2023 年国内沪胶期货主力合约、标胶期货主力合约及新上市的丁二烯橡胶期货价格呈现先抑后扬的走势。可以说“胶价先抑后扬”、“价格重心抬升”和“宽幅震荡整理”成为 2023 年沪胶期货、标胶期货和丁二烯橡胶期货运行的核心字眼。

可以看到，2023 年沪胶期货主力合约运行节奏大致分为三个阶段：第一阶段（2023 年初至 3 月中旬）：由于年初沪胶可交割品偏少，供应趋紧优势凸显驱动胶价回升。不过随着利多因素消化，胶价涨势未能延续，不久便重返跌势，在临近新一轮割胶季到来前快速回吐涨幅并一路走低。

第二阶段（2023 年 3 月中旬至 8 月上旬），随着国内新一轮割胶季到来以后，前期利空因素已经完全消化，在下游车市需求改善的带动下，叠加宏观因子改善，橡胶期货主力合约震荡企稳，价格重心稳步抬升。

第三阶段（2023 年 8 月中旬至年末），受益于宏观因子改善驱动叠加下游车市需求好转，在原油带动合成胶期货价格走强的传导下，橡胶期货合约大幅走强。

三大橡胶期货供需结构及宏观面能否在 2024 年迎来改善和转机，种种疑惑且待我们通过以下几大方面向投资者阐述分析——2024 年橡胶商品期货面临的机遇和风险。

图1 沪胶期货主力合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图2 国内标胶期货主力合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图3 国内合成胶期货主力合约走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图4 国内沪胶期货基差走势图



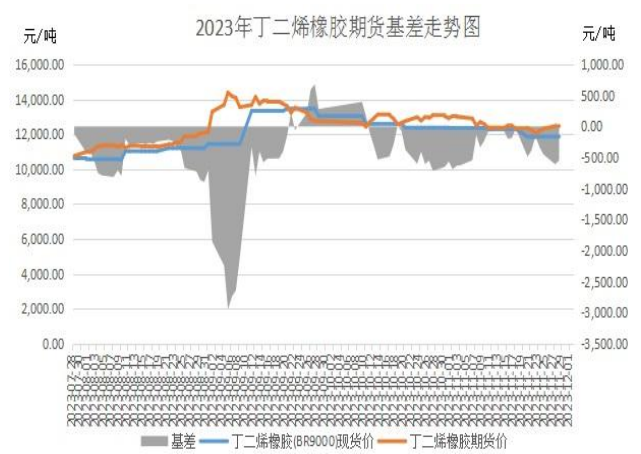
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图5 国内标准胶期货基差走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图6 国内合成胶期货基差走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

2 2024 年国内外宏观形势展望

2.1 欧美加息周期结束 2024 年迎来降息周期

近两年以来，一再反复的疫情令海外供给恢复缓慢，而欧美等发达经济体大力度的财政刺激不仅令需求快速膨胀，而且也对其国内劳动力供给形成持续抑制，疫情叠加俄乌冲击加剧的双重影响下闭合缓慢的供需缺口令全球通胀压力逐月抬升，并先后迫使欧美央行在 2023 年加速货币正常化。此种加息幅度纵观历史来看，非常激进，容易让全球经济陷入衰退的境遇。在持续高利率环境加持下，美国经济朝软着陆的方向前行。尽管市场关于美国经济衰退的讨论已经持续了超过 20 个月，不过美国经济依然坚挺，且通胀逐渐在回落，而且金融体系更是经受住了 2023 年 3 月的银行业流动性危机的挑战，金融条件趋于稳定。在 2023 年末加息周期大概率已经结束的情况下，金融市场波动减小，欧美股票指数一路上扬，美国国债收益率开始走低。2023 年至今，在美国“紧货币，宽财政”的宏观政策环境下，美国经济呈现出的强韧性主要源于财政的支持。财政主导下经济对加息的脱敏、美国财政纪律不受明显约束，两大突破市场固有认知的重要变化使得美国经济被持续低估。

根据美联储最新发布的“点阵图”显示，本轮加息周期已完成，美联储官员们对 2024 年的政策利率中位预期为 4.6%，暗示 2024 年将降息 75 个基点，以每次降息 25 个基点估算，相当于 2024 年 3 次降息。与此同时，根据最新一期美国经济前景预期，将 2023 年美国经济增长预期较 9 月预测上调 0.5 个百分点至 2.6%，同时下调 2024 年经济增长预期 0.1 个百分点至 1.4%。预计 2023-2024 年美国失业率分别为 3.8% 和 4.1%，与此前预测相同。2023 年，以个人消费支出价格指数衡量的通胀预期降至 2.8%，剔除食品和能源价格后的核心通胀预期降至 3.2%，均较此前预测下调 0.5 个百分点，但仍远高于 2% 通胀目标。此外，预计 2024 年美国经济将在二三季度经历温和衰退，尽管经济数据未见明显衰退信号，相信适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件。细分演绎情景来看，2024 年二季度预计美国经济将进入温和衰退，可能二三季度连续两个季度经济环比增速转负，四季度再次转正。全年美国实际 GDP 增速预计从 2023 年的 2.4% 减半到明年的 1.2%。在通胀方面，欧美国家核心通胀有望温和下行，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年。虽然经济降温有助于压低通胀率，但是下行较慢的劳动力成本以及来自租金和商品价格的潜在上行风险仍不可小觑。预计核心通胀的下滑可能仍会缓慢。

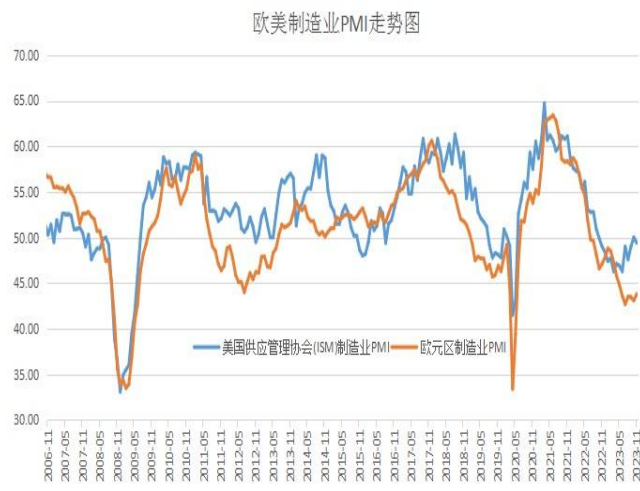
财政政策方面，即便有温和衰退发生，在大选之年两党或难以达成共识推出新的财政刺激。然而利息支出可能会因为利率水平将在较高水平上维持较长时间而继续居高不下，经济增速放缓可能也会影响税收收入。因此预计美国财政赤字率仍将从 2023 年的 6.2% 小幅上升至 2024 年的 6.4%。基于增长和政策预测，预估 10 年期美国国债收益率将继续下行，但是暴跌的概率不高，2024 年底或仍在 3.8% 以上。由于经济比较优势和预计晚于其他发达经济体的降息决策，

美元指数在加息周期结束后的跌幅或明显小于国债收益率。转向欧洲方面，欧元区经济内生动能依然较弱，增长前景黯淡。欧元区 2023 年 3 季度 GDP 环比增长意外收负，零售销售指数同比持续下降。但欧元区经济向下探底同时，通胀数据也在超预期回落，此时或逐步打开货币政策托底空间。欧央行料已进入加息尾声，关注欧盟 2024 年新财政协议框架。预计欧洲央行 2024 年将降息 150 个基点，最早在 3 月份就会迎来第一次降息。

对于 2024 年欧美潜在风险来看，虽然此次加息周期造成美国金融危机的概率在逐月下降，但是仍需警惕硬着陆的风险。首先，劳动力市场收紧和通胀下行的速度仍有不确定性。如果数据突然逆转，美联储也有可能出乎意外地再次加息。过高的利率水平或增加美国经济硬着陆的可能性。其次，根据我们的预测，政策利率将在 5.25%-5.5% 的高水平总共维持一年时间。金融条件收紧对经济活动的滞后影响仍不得而知，经济增速仍有可能在某个时间迅速下行。1990 至 2018 年期间的五次加息周期均伴随着不同程度的危机。影响较大的事件包括 1998 年亚洲金融危机和 2008 年次贷危机。

展望 2024 年，我们预计美国经济增速 2024 年可能有所回落不会有明显衰退压力，财政力度决定经济下限。从节奏上来看，美联储政策利率预计整体维持高位，但企业的固息债务陆续到期续借，整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能，在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加；预计 2024 年美国 Q1-Q3 的 GDP 同比增速可能逐步回落；下半年货币政策转松可能驱动美国 GDP 自 Q4 起小幅反弹。预计 2024 年美国 GDP 逐季同比增速 1.9%、1.7%、1.1% 和 1.3%，对应 2024 年全年 GDP 实际增速 1.5%。

图7 欧美制造业 PMI 走势图



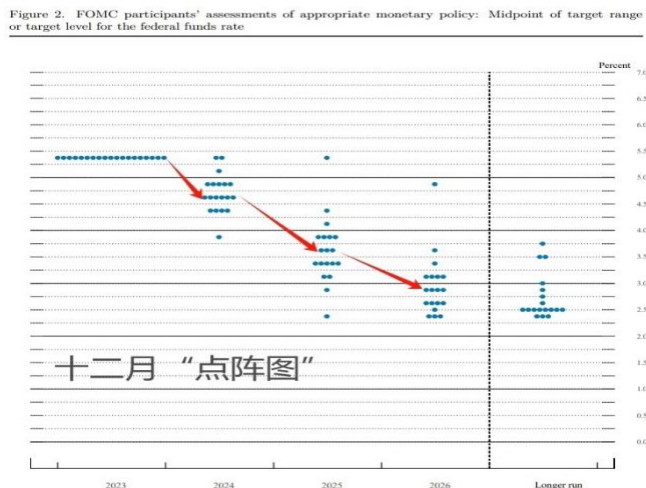
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图8 美国 10 年期和 2 年期国债收益率



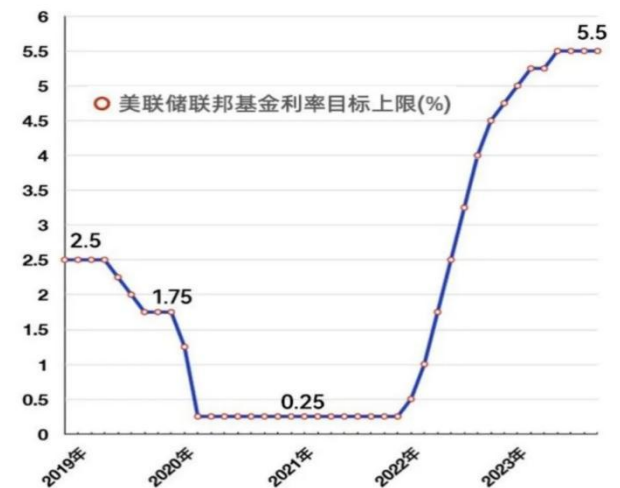
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图9 美联储 12 月议息会议利率点阵图



数据来源：美联储

图10 美联储联邦基金利率走势图



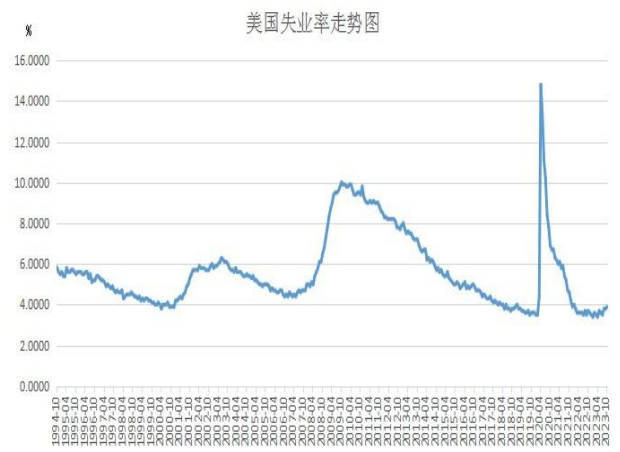
数据来源：美联储

图11 美国非农就业人数走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图12 美国失业率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 13 美国 CPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 14 美国 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

2.2 着力长远 2024 年我国经济坚持高质量发展

步入 2023 年以来，我国经济着力长远，坚持高质量发展，但短期经济动能、企业盈利和居民收入预期均在结构转型的过程中承受了阶段性压力。从领先指标来看，2023 年我国官方制造业 PMI 指数均值低于 50 荣枯线水平，而财新制造业 PMI 指数则略高于 50 荣枯线水平。据统计，2023 年 11 月我国制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，1-11 月均值为 49.97。与此同时，2023 年 11 月财新中国制造业 PMI 录得 50.7，1-11 月均值为 50.24。经济增速方面，2023 年一季度 GDP 增速为 4.5%，二季度 GDP 增速为 6.3%；三季度 GDP 增速为 4.90%，预计四季度 GDP 增速为 5.10%。预估 2023 年我国 GDP 增速或达到 5.00%-5.20%。整体来看，2023 年我国经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固。

不难发现，疫情以后全球经济呈现“W”型恢复，我国也如此。如美国 2021 年上半年放松疫情管制后，GDP 折年数同比增速由 2021 年一季度的 1.6% 升至二季度的 12.0%，随后又降至 2022 年四季度的 0.65%，之后再回升至 2023 年第三季度的 2.9%。我国经济走势也符合“W”型规律，其中消费在加快修复，前 10 个月，服务零售额同比增长 19%，增速快于同期商品零售额 13.4 个百分点。前 10 个月，全国餐饮收入累计同比增长 18.5%，保持快速增长；新能源汽车持续高速增长；电子和家居消费呈恢复态势。投资仍在探底，房地产投资是主要拖累项。出口触底回升，但短期仍有波动。

展望 2024 年，预计我国经济增长目标或为 5% 左右。背后原因有三：其一、“十四五”规划和 2035 年远景目标要求；其二、就业是政府设立经济增长目标的首要考量因素，根据教育部预测数据，2024 年高校毕业生规模将达到创纪录的 1187 万人；其三、我国经济增长目标不宜过快下调，会影响投资、消费等方面的预期。当下我国经济长期运行过程中的几大特征：一是修昔底德陷阱，

尽管中美关系阶段性回暖，但长期看战略博弈不可避免。二是人口，2022 年中国人口 14.1 亿人，出生人口 956 万人，死亡人口 1041 万人，全国人口比上年末减少 85 万，自 1961 年后首次负增长。中国是世界上人口最多的国家，长期来看我国人口面临新的考验。三是房地产，长期看我国房地产市场仍有需求支撑，城镇化的发展空间就是房地产的市场空间。

与此同时，预计 2024 年我国社会消费品零售总额同比增长 5.3%，消费增长动力主要来源：一是宏观经济持续恢复，居民收入改善，消费预期好转。我国居民人均可支配收入增速基本与经济增速相匹配，预计 2024 年随着财产性收入边际好转、物价及工资性收入持续增长，居民收入预期将有所改善。目前我国消费者信心指数偏低，明年仍有较大提升空间，促进储蓄向消费转化。二是促消费政策出台，有力支持新能源汽车、绿色消费等新领域消费。预计 2024 年制造业投资增长 7.0%，基建投资增长 8.5%。房地产开发投资增长 1.1%。城中村改造、保障房建设是明年房地产的核心变量因素，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳回升。预计 2024 年出口额增长 3.0%，进口额增长 1.0%。

综合来看，随着宏观经济持续恢复，居民收入改善，消费预期好转，预计 2024 年我国消费延续恢复势头；城中村改造、保障房建设是明年房地产的核心变量，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳，带动固定资产投资探底回升；随着中美关系止跌企稳，而美国进一步加息空间有限，预计我国 2024 年贸易平稳向好。不过也需警惕潜在风险，全球经济下行风险，世界经济超预期衰退，地缘政治风险存在不确定性，产业政策不确定性等风险。

图 15 2015-2023 年中国 GDP 增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 16 2023 年下半年中国 GDP 增速预估走势图



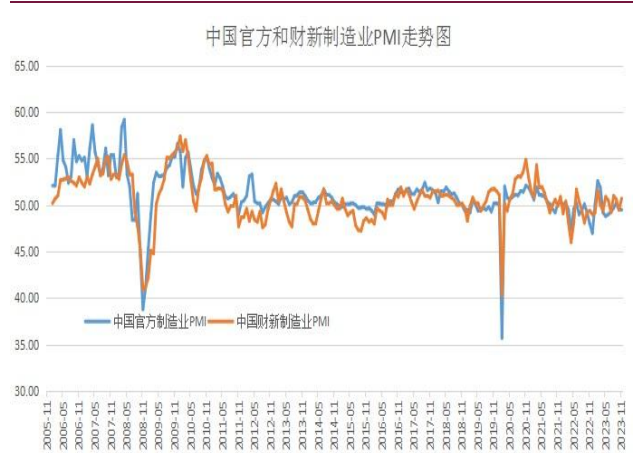
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 17 2019-2023 年我国季度 GDP 增速



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 18 我国官方和财新制造业 PMI 走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 19 我国工业增加值月度同比走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 20 我国固定资产完成额增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 21 我国房地产开发投资增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 22 我国社会零售额增速走势图



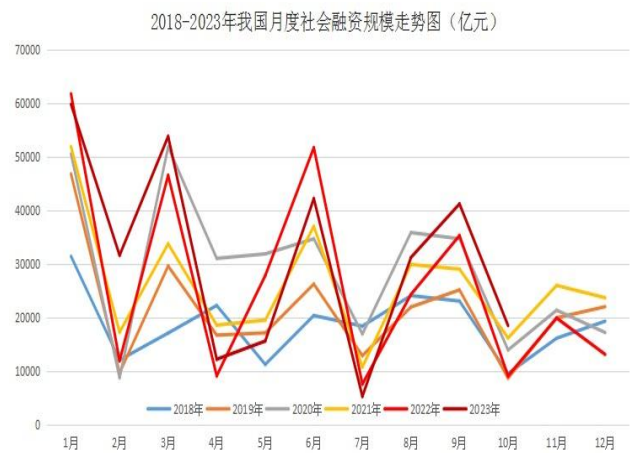
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 23 国内 M1 和 M2 同比增速走势图



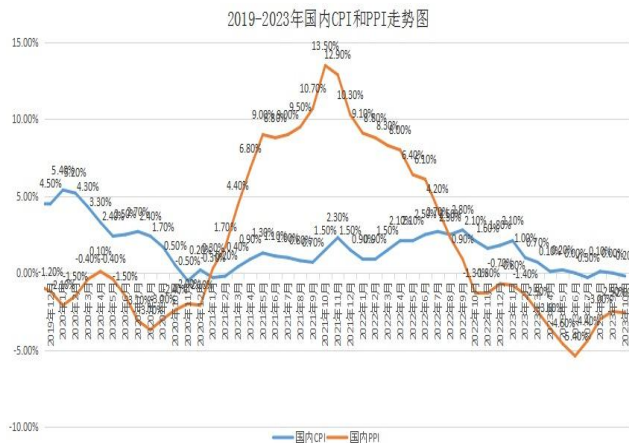
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 24 我国月度社会融资规模走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 25 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 26 我国发电量及同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3 2023 年全球天然橡胶供需基本面略有改善

3.1 2024 年国内外天胶产区供应料小幅减产

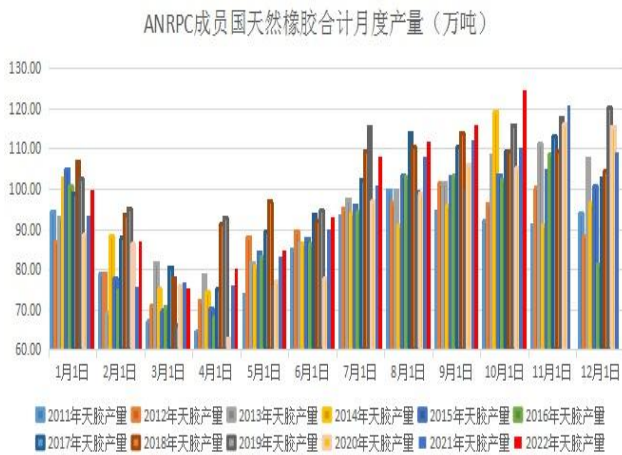
全球 90%以上的橡胶种植面积和产量均位于东南亚地区，而该区域的主要气候分别为热带雨林气候和热带季风气候。前者的气候特征是全年高温多雨，而后者的气候特征是终年高温，降水分旱雨两季。热带季风气候主要分布在中南半岛和菲律宾群岛北部。热带雨林气候主要分布在马来半岛南部和马来群岛大部分。虽然 2023 年以来厄尔尼诺现象逐渐加重，东南亚地区在割胶初期受高温干旱气候干扰。不过随着雨季到来，产胶国胶水产量恢复往年正常，部分产胶国产出迎来正增长。

据天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新发布的 11 月报告显示，2023 年 10 月天胶生产国协会成员国合计产胶量达 130.72 万吨，月环比大幅增加 10.76 万吨，同比小幅增加 7.94 万吨。其中 2023 年 10 月泰国产胶量达 48.91 万吨，月环比增加 3.86 万吨，印尼产胶量达 27.29 万吨，月环比增加 0.26 万吨，马来西亚产胶量达 3.4 万吨，月环比略微增加 0.1 万吨，越南产胶量达 17.82 万吨，月环比增加 2.83 万吨，中国产胶量达 12.33 万吨，月环比增加 0.28 万吨，印度产胶量达 8.93 万吨，月环比增加 1.04 万吨。2023 年 1-10 月成员国合计产胶量达 992.26 万吨，较去年同期的 977.18 万吨，小幅增加 15.08 万吨，增幅达 1.54%。根据过去十多年的季节性产胶规律来看，未来两个月内，产胶国胶水产量料继续维持高位水平，回落空间有限。不过值得关注的是，中国在 11 月下旬开始，云南地区将迎来停割，而在 12 月中旬开始，海南地区也将迎来停割，届时国内胶水产量料显著下滑。2023 年 1-10 月，全球天然橡胶产量为 1186.9 万吨，同比增加 1.5%；消费量 1297.0 万吨，同比增加 0.4%。

从全年角度来看，预测 2023 年全球天然橡胶产量同比增加 2.3%至 1492.7 万吨，消费量同比增加 0.2%为 1557.5 万吨。其中，泰国增 2.5%、印尼增 1.8%、中国降 0.1%、印度增 3.8%、越南增 0.2%、马来西亚降 2.9%、其他国家增 2.8%。2023 年全球天胶消费量料同比增 0.2%至 1556.7 万吨。其中，中国增 3.3%、印度增 5.7%、泰国降 26%、马来西亚增 5.8%、越南增 1.4%、其他国家增 0.6%。换言之，2023 年全球胶市供需缺口达 68.7 万吨。

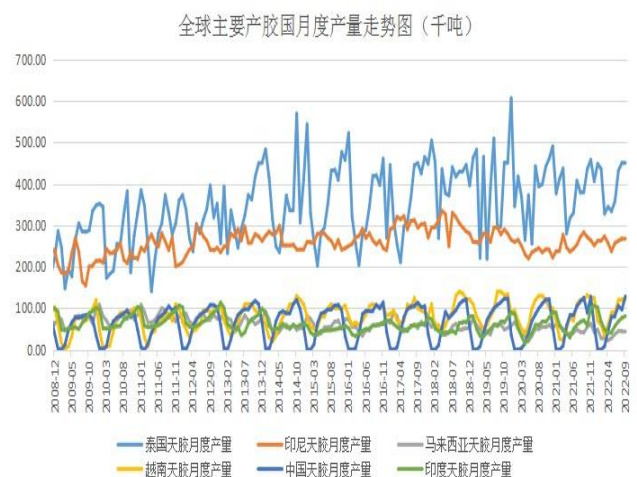
展望 2024 年来看，全球橡胶供应端面临小幅下降的可能。由于近五年以来，全球橡胶价格维持偏低水平运行，导致割胶积极性不高。随着东南亚各主要产胶国新胶种植的投入减少，而老橡胶树陆续步入衰产期以后，胶水增量面临减速，预计 2024 年全球橡胶产量或大概率将维持低增长或小幅负增长。此外，厄尔尼诺的影响依旧未消退，以及悬而未决的收储同样有对行情产生向上影响的可能。

图 27 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 28 全球主要产胶国月度产量走势图



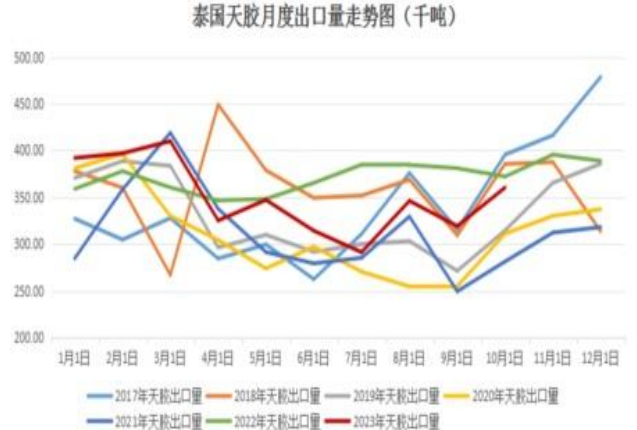
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 29 泰国月度产胶量走势图(千吨)



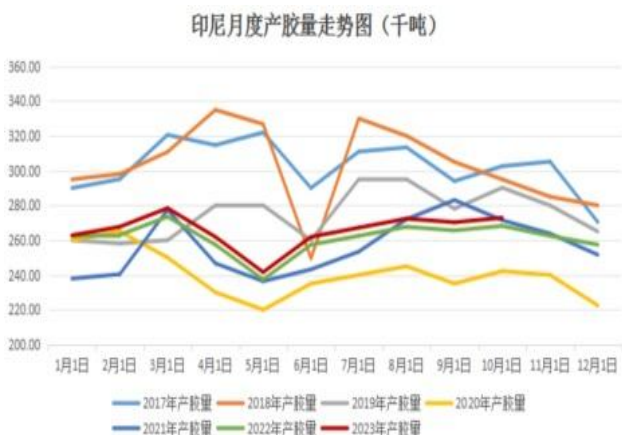
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 30 泰国天胶月度出口量走势图



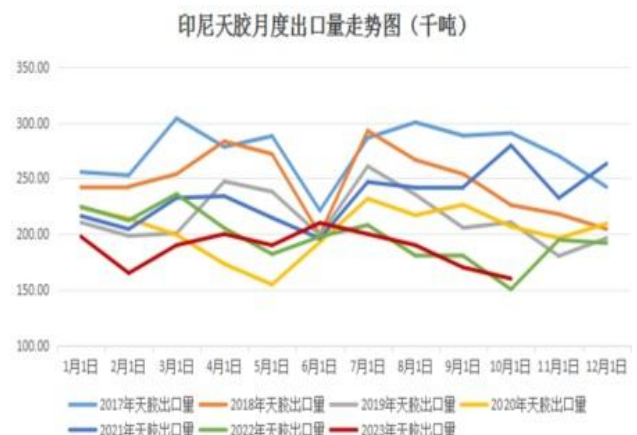
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 31 印尼月度产胶量走势图(千吨)



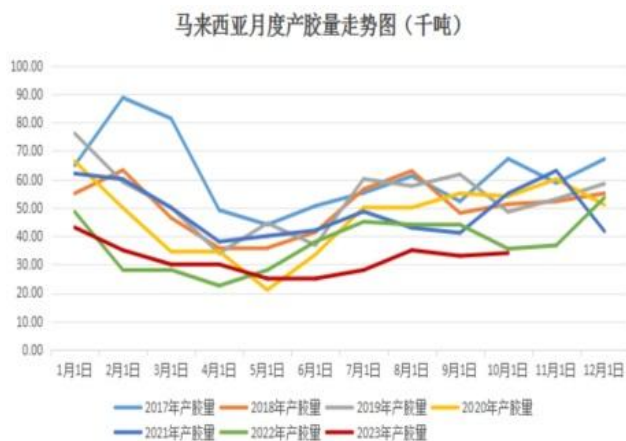
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 32 印尼天胶月度出口量走势图



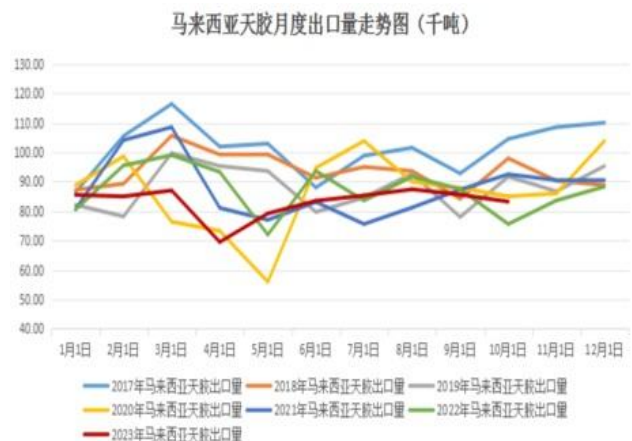
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 33 马来西亚月度产胶量走势图（千吨）



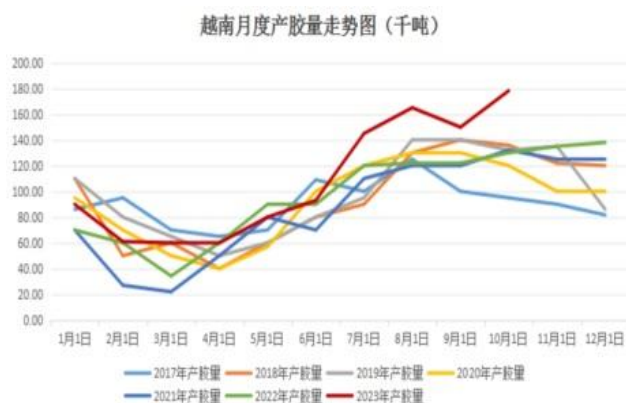
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 34 马来西亚天胶月度出口量走势图



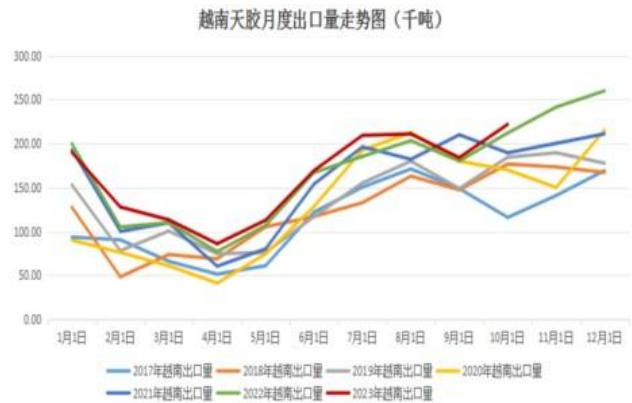
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 35 越南月度产胶量走势图（千吨）



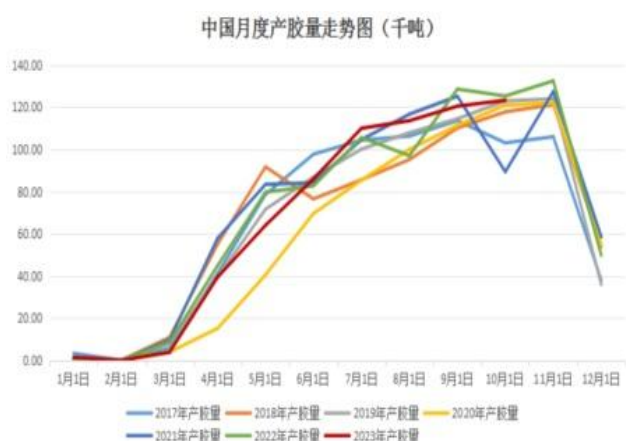
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 36 越南天胶月度出口量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 37 中国月度产胶量走势图（千吨）



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 38 印度天胶月度出口量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.2 2024 年浅深胶价差料先抑后扬

深色胶和浅色胶，是产业对橡胶的一个大致分类。顾名思义，深色胶就是指颜色较深的橡胶，主要指国外的标胶、混合、SVR10、国内的标二，TSR20 以及 9710 等，这些胶颜色看上去较深，主要用于轮胎，原料是杯胶。浅色胶，主要是指国内的全乳，越南的 3L，它们颜色相对较浅（金黄色），主要用途是一些橡胶制品，原料是胶水。盘面上，深色胶对应的是 NR，浅色胶对应的就是 RU。一般来讲，每年浅色胶与深色胶二者价差呈现季节性特征。当海外市场处于停割季以后，浅色胶与深色胶二者价差逐渐走弱，印证 20 号胶供应减弱，而临近国内停割季，则浅色胶与深色胶二者价差逐渐走强，表明以全乳胶为主的浅色胶供应逐渐下降。

2023 年 4 月以来，随着国内云南和海南天胶产区相继遭遇干旱天气以后，新一年开割季时间点被延后，叠加近几年消费升级带来浓缩乳胶需求量大增，价格水涨船高，浓缩乳胶-全乳胶升水价差不断扩大，导致加工厂收集的新胶原料更多被投放生产浓缩乳胶，导致全乳胶产量偏低，进入交易所交割库的资源趋紧。而随着东南亚产区开割以后，标胶资源量回升，供应压力逐渐增大，导致浅色胶-深色胶价差升水幅度持续扩大。截止 2023 年 12 月初，国内沪胶期货主力合约-标胶期货主力合约升水价差小幅缩小至 3230 元/吨，逼近四年均值 3210 元/吨附近。预计 2024 年国内浅色胶与深色胶走势料呈现先抑后扬的态势，二者价差保持在 2150-3700 元/吨区间内运行。

图 39 深浅胶价差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 40 沪胶主力-标胶主力合约价差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.3 2024 年海外车市有望延续增长势头

步入 2023 年以来，全球汽车市场基本延续了 2022 年末以来的复苏态势，主要得益于供应链限制、新冠疫情蔓延导致的半导体短缺等不利因素有所缓解。

其中，2023 年美国车市保持较高增速，欧洲车市也呈现乐观态势，增长势头强劲。而日本汽车市场也摆脱萎缩态势，连续几个月保持双位数同比增长。

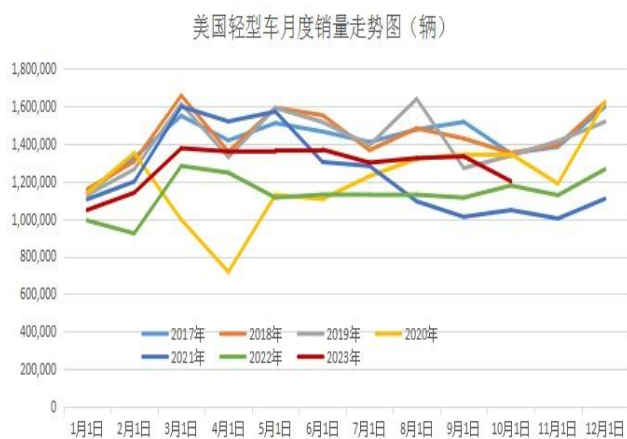
具体来看，步入 2023 年以来，美国车市柳暗花明，一改颓势，延续复苏趋势。据统计，据美国汽车经销商协会，美国 10 月轻型车新车季调后年化销量为 1550 万辆，较去年同期增长 5.6%，为连续第 14 个月保持同比增长。虽然步入 2023 年四季度，受部分车企罢工影响导致美国汽车销售略有降温，但从全年角度来看，美国汽车行业依然有望维持同比较高增速。2023 年 1-10 月份，美国汽车累计销量达 1280.44 万辆，较 2022 年同期的 1122.61 万辆，大幅增长 14.06%。预计 2023 年美国汽车销量为 1540 万辆，较 2022 年的 1361.50 万辆，有望同比增长 13.11%。

在欧洲车市方面，得益于 2023 年欧元区通胀压力回落，经济略微企稳，居民购车意愿回暖。据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据显示，10 月新车注册量同比增长 14%，至 910,753 辆。欧洲新车销量在经历了连续 12 个月的下滑后，于 2023 年 8 月恢复增长。2023 年 1-10 月份，欧洲新车累计销量达 1003.91 万辆，较 2022 年同期的 877.75 万辆，同比大幅增长 14.37 万辆。预计 2023 年欧洲汽车销量为 1186 万辆，较 2022 年的 1079.40 万辆，有望同比大幅增长 9.88%。

在日本车市方面，受益于 2023 年日本经济增速回暖，居民消费能力提升，日本国内车市销量一改往年颓势，迎来显著增长。据日本汽车工业协会发布的汽车销量统计数据显示，2023 年 10 月，日本汽车销量完成 39.77 万辆，同比增长 10.7%。2023 年 1-10 月，日本汽车累计销售完成 400.52 万辆，同比增长 15.1%。预计 2023 年日本汽车销量有望达到 480.05 万辆，较 2022 年的 407.84 万辆，有望大幅增长 17.71%。

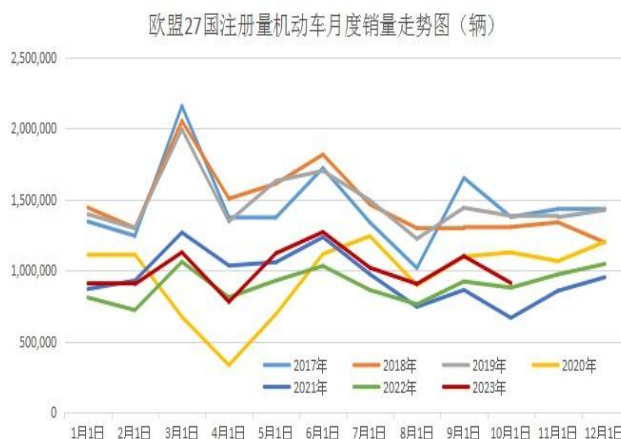
展望 2024 年来看，随着欧美加息周期步入尾声，预计在二季度末有望开启降息周期，全球经济趋于改善料将进一步提振海外车市需求，美国、欧洲和日本汽车市场销量将继续保持同比增长的势头。

图 41 美国 2017-2023 年轻型车月度销量走势图



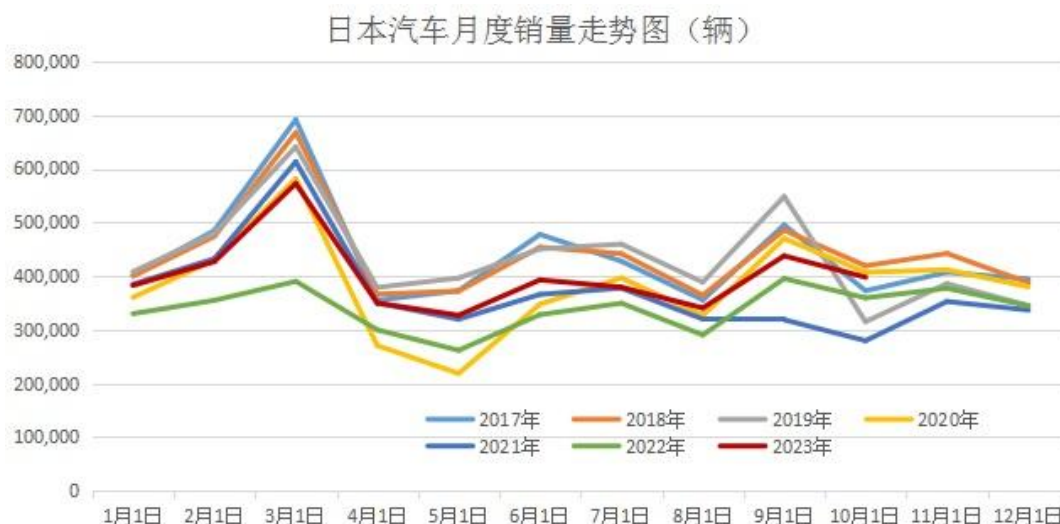
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 42 欧盟 2017-2023 年机动车月度销量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 43 日本 2017-2023 年汽车月度销量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.4 2024 年国内车市料维持稳中向好态势

众所周知，国内天胶主要用于轮胎生产，而轮胎需求强弱又取决于终端车市景气度。步入 2023 年以来，得益于国内宏观经济维持稳步复苏的大背景，新车市场整体呈现稳增长的态势。据中汽协公布的数据显示，2023 年 11 月我国汽车市场表现持续向好，超出预期，汽车产量创出历史新高。2023 年 11 月我国汽车产销量分别完成 309.3 万辆和 297 万辆，同比分别增长 29.4% 和 27.4%。其中，国内汽车销量 248.8 万辆，环比增长 5.2%；出口 48.2 万辆，环比下降 1.1%。2023 年 1-11 月我国汽车产销量分别完成 2711.1 万辆和 2693.8 万辆，同比分别增长 10% 和 10.8%。

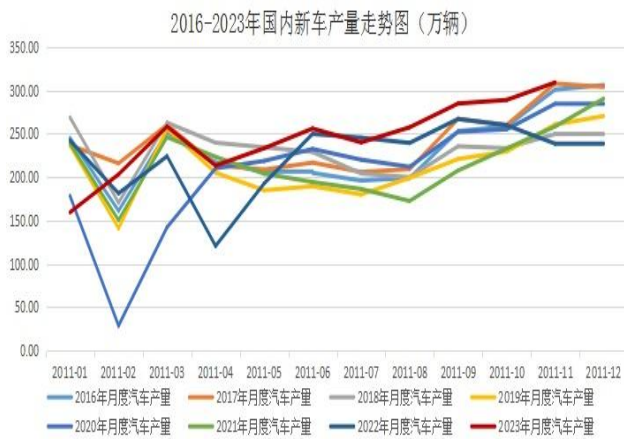
其中乘用车方面，2023年11月我国乘用车产销分别完成270.5万辆和260.4万辆，环比分别增长7.6%和4.7%，同比分别增长25.6%和25.3%。当月快速增长的原因，一方面受年底的翘尾因素影响，另一方面与去年同期基数较低有关。2023年1-11月，乘用车产销分别完成2344.1万辆和2327.2万辆，同比分别增长8%和9.3%。商用车方面，2023年我国商用车分别完成38.8万辆和36.6万辆，环比分别增长2.6%和0.3%；同比分别增长64.9%和44.6%。2023年1-11月我国商用车产销分别完成367.1万辆和366.6万辆，同比分别增长25.4%和21.8%。新能源车方面，2023年11月我国新能源汽车产销分别完成107.4万辆和102.6万辆，同比分别增长39.2%和30%，市场占有率达到34.5%。2023年1-11月，新能源汽车产销分别完成842.6万辆和830.4万辆，同比分别增长34.5%和36.7%，市场占有率达到30.8%。此外，中汽协数据显示，出口量持续提升。2023年11月我国汽车出口441.2万辆，同比增长58.4%。

2023年中国汽车市场呈现三大亮点：一是汽车产销量创历史新高；二是新能源汽车延续快速增长势头；三是汽车出口量持续提升。中汽协预计，2023年中国汽车市场总销量约3000万辆，同比增长11.7%。其中，新能源汽车销量940万辆，同比增长36.5%。

在新车零售方面，随着“金九银十”在十月落幕，但竞争依旧激烈。汽车制造商和经销商为了保持销售势头，大范围提前启动了“双11”的促销活动。目前经销商的经营状况并未完全达到预期。一些制造商为了冲刺年底销量，提高了对经销商的任务要求。为了完成年度目标并获得年终返利，经销商不得不通过降价促销来刺激销量，这进一步加剧了他们的盈利压力。在终端零售环节，中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商库存预警指数调查”（VIA）显示，2023年11月中国汽车经销商库存预警指数为60.4%，同比下降4.9个百分点，环比上升1.8个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上，汽车流通行业处在不景气区间。从2023年1-11月份，中国汽车经销商库存预警均值指数为58.51%，较去年同期的58.09%，小幅回升了0.42%。

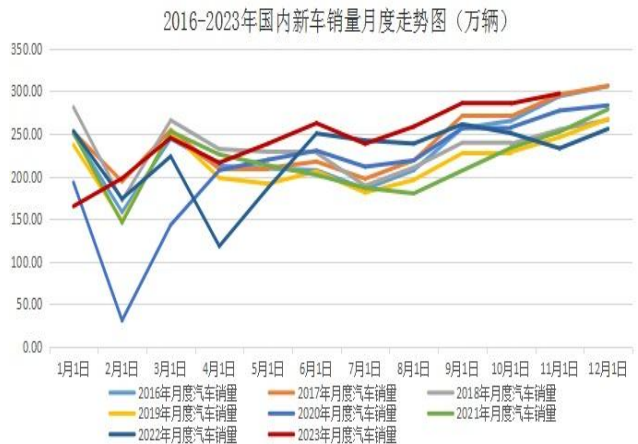
展望2024年来看，在经济逐渐恢复、基建潜在开工、物流恢复、出口高增长、国四车淘汰报废等利好因素加持下，国内汽车行业将明确走出底部。预计2024年我国汽车市场将继续呈现稳中向好发展态势，产销量同比增速预计在3%左右。

图 44 2016-2023 年国内新车月度产量



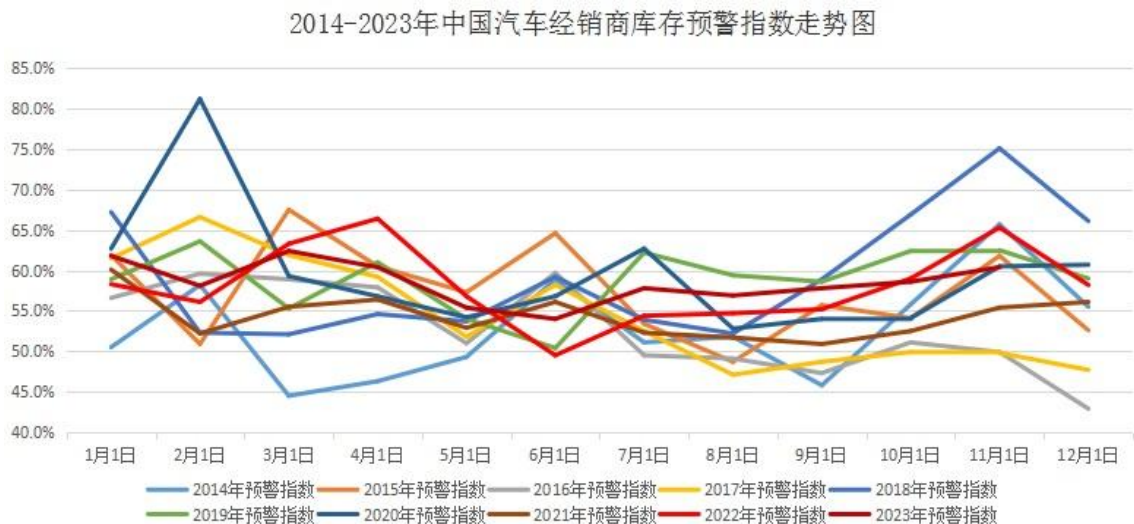
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 45 2016-2023 年国内新车月度销量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 46 中国汽车经销商库存预警指数



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.5 2024 年国内重卡销量有望小幅增长

步入 2023 年以来，在国内防疫措施松绑的背景下，宏观经济维持平稳复苏的态势，物流业景气指数持续回暖。据中国物流与采购联合会发布的数据显示，2023 年 1-11 月份中国物流业景气指数呈现稳步增长的趋势，均值达 51.65%，较去年同期的 48.81%，小幅增长 2.84%。其中 2023 年 11 月份中国物流业景气指数为 53.3%，同比大幅增长 6.9%，月环比小幅回升 0.4 个百分点，处在年内高位水平。基于 2024 年国内经济继续保持温和复苏的判断，预计中国物流业景气指数有望延续稳中势头。

虽然 2023 年国内房地产投资增速持续维持下滑态势，但受益于物流业景气指数回暖以及对外出口保持强劲势头，作为天胶需求晴雨表的我国重卡销量在

2023 年整体呈现乐观增长态势。据统计,2023 年 11 月我国重卡市场销售约 7.5 万辆左右,环比 10 月下降 8%,比上年同期的 4.66 万辆增长 61%。这是今年市场继 2 月份以来的第 10 个月同比增长。2023 年 1-11 月,我国重卡市场累计销售 86.3 万辆,同比上涨 40%,同比累计增速扩大了 2 个百分点。2023 年 11 月份 7.3 万辆这个销量水平,放在最近七年里来看,高于 2021-2022 年同期;从今年的月度情况来看,11 月份的重卡销量还未达到 1-10 月的月均销量水平(7.9 万辆),低于今年 2 月份和 5 月份。2023 年重卡销量之所以能保持强劲的增长势头,很重要的一个原因便是新能源重卡销量亮眼。据显示,新能源重卡在 2023 年大约增长 20%至 3.1 万辆,2024 年市场有望达到 3.5 万-4 万辆,同比增速超过 10%,预计 2024 年上、下半年的表现仍将会跟 2023 年一样,呈现出前低后高的态势。

展望 2024 年来看,国内重卡行业有望维持“微增长”或“小幅增长”的趋势。背后原因有三:其一、重卡整体销量(包含出口)预计在 93 万-100 万辆之间,同比出现下降也并非不可能。这种偏向保守的预判,主要是基于对明年经济形势的谨慎乐观以及对物流运输市场的悲观判断。其二、基于对运价的悲观预期以及对油气差价的乐观预期,燃气车在明年开春后还会重新进入上升阶段(届时供暖季也快要过去,气价将重新回落),重卡气化率会很快上升到 30%以上,燃气车的销量也会继续快速增长。其三、出口明年会保持高位,但增长的可能性不太大。根据目前的趋势,2023 年全年重卡出口会达到 28 万辆左右,同比增长超过 60%,销量创造新的历史纪录。2024 年我国重卡出口预计在 25 万-28 万辆左右,同比持平或者小幅下降。此外,新能源重卡今年大约增长 20%至 3.1 万辆,2024 年市场有望达到 3.5 万-4 万辆,同比增速超过 10%,预计上、下半年的表现将会跟今年一样,呈现前低后高的态势。

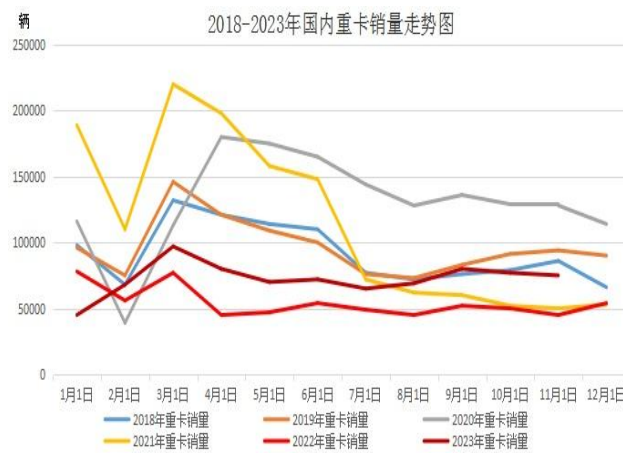
整体来看,随着 2024 年我国经济稳中向好提升重卡需求,国内重卡增长态势有望延续。中国重卡出海中长期优势不改,出口旺盛有望延续。预计 2024 年重卡行业将继续维持高景气度,预计 2024 年重卡销量有望恢复至 115 万辆,同比+21%。其中预计内销 85 万辆,同比增长 25%,出口 30 万辆,同比增长 11%。

图 47 2023 年 11 月国内重卡销量



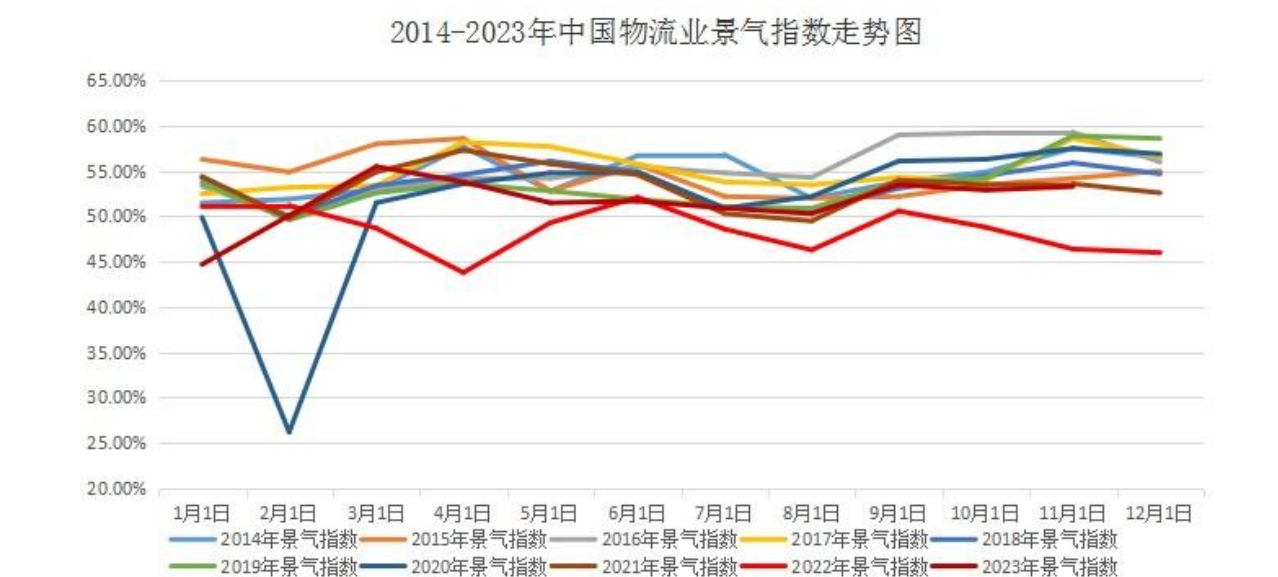
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 48 2011-2023 年我国重卡市场月度销量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 49 2014-2023 年中国物流业景气指数



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.6 2024 年国内轮胎行业维持谨慎乐观

步入 2023 年以来，国内天然橡胶消费情况整体来看较好。其主要下游无论是在全钢胎还是在商用车以及重卡的表现上，均有着逐步转好或一定程度上超预期的表现。随着国内经济稳步向好发展，内需增长带动国内车市消费回暖。据国家统计局最新公布的数据显示，2023 年 10 月中国橡胶轮胎外胎产量为 8485.7 条，同比增长 15.9%，环比减少 217.1 万条。2023 年 1-10 月国内橡胶轮胎外胎产量为 81568.5 万条，同比增长 14.3%。预估 2023 年国内橡胶轮胎外胎产量为 8.589 亿条，较 2022 年的 7.11 亿条，有望大幅同比增长 20.80%。

轮胎行业开工率方面，受下游车市需求好转的带动，轮胎行业开工率回升至年内高位水平。2023 年国内山东地区轮胎企业全钢胎开工周度负荷均值为 61.91%，较去年同期的 52.33%，大幅增长 9.58 个百分点。国内轮胎企业半钢胎周度负荷均值为 69.88%，较去年同期的 59.91%，同比大幅上涨 9.97 个百分点。

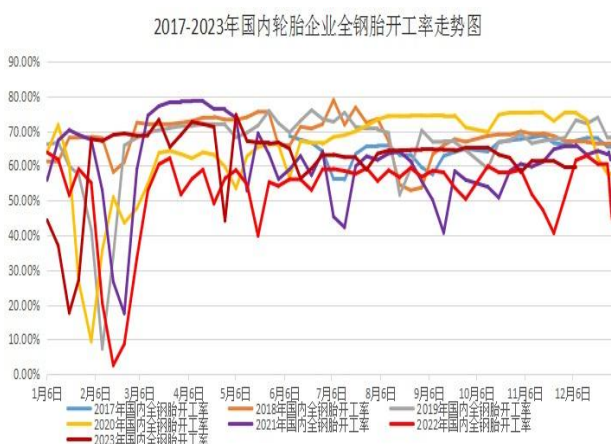
我国天然橡胶进口依存度高达 80%左右，是国内供应的主要构成部分。在外部供应方面，步入 2023 年以来，我国进口天胶量维持稳步增加的态势。据海关总署发布的数据显示，2023 年 10 月，中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)进口总量达到 63 万吨，较去年同期的 64.3 万吨减少了 2%，月环比略微增加 0.3 万吨。2023 年 1-10 月份，中国橡胶进口总量累计达到了 654.4 万吨，与 2022 年同期的 586.1 万吨相比，增长了 11.7%。预估 2023 年中国橡胶进口总量达 779.91 万吨，较去年同期的 739.45 万吨，有望小幅增长 5.47%。

在轮胎需求增长的背景下，国内港口库存不断去化。截至 2023 年 12 月 1 日当周，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 46.28 万吨，较上期减少了 0.76 万吨，降幅 1.61%。天然橡胶青岛保税区区内库存为 15.37 万吨，较上期减少 0.46 万吨，降幅 2.91%。二者库存合计达 61.65 万吨，周环比小幅减少 1.22 万吨，为连续第 16 周下降，累计跌幅达 26.50 万吨。

截止 2023 年 12 月 8 日当周，沪胶期货库存周环比大幅增加，注册仓单周环比大幅增加。周库存 156452 吨，较 12 月 1 日当周大幅增加 15696 吨；周注册仓单 122330 吨，较 12 月 1 日当周大幅增加 5230 吨。

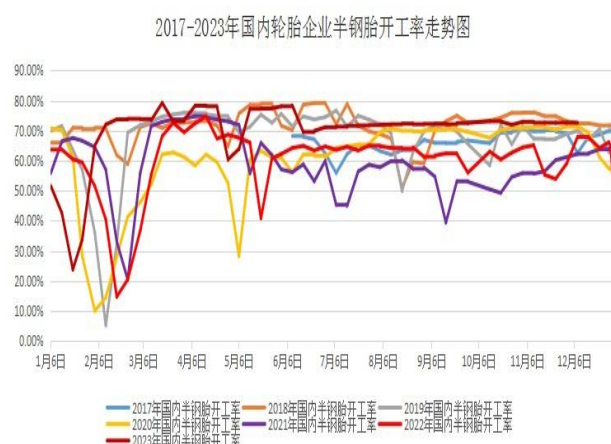
展望 2024 年来看，我们认为明年在出口方面的韧性将得以延续，主要是得益于“中国制造”在海外市场竞争力的不断提升。而内销方面预计将维持今年缓慢复苏的表现为主。

图 50 2017-2023 年国内全钢胎开工率走势图



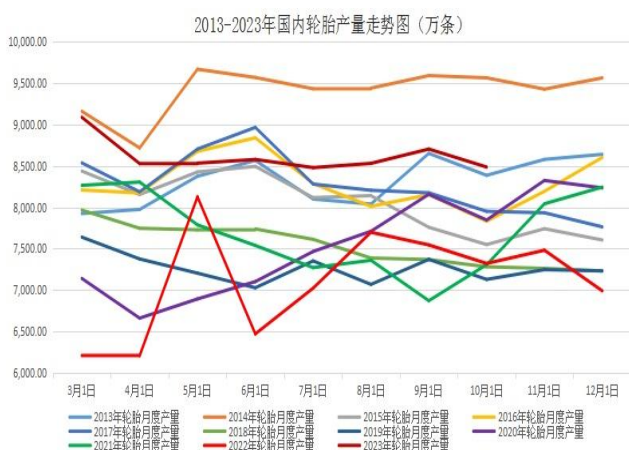
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 51 2017-2023 年国内半钢胎开工率走势图



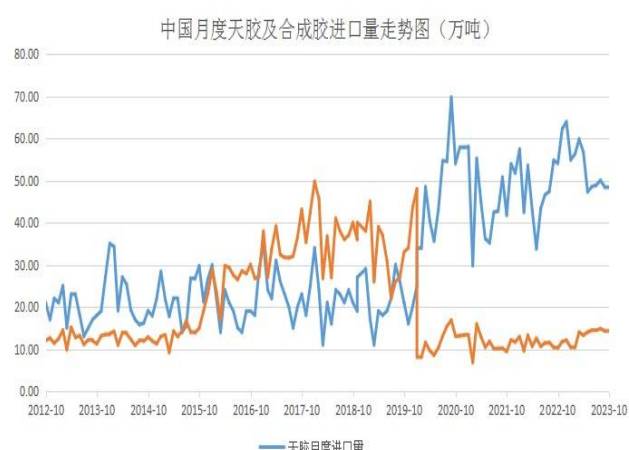
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 52 国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 53 我国天胶及合成胶进口量走势图



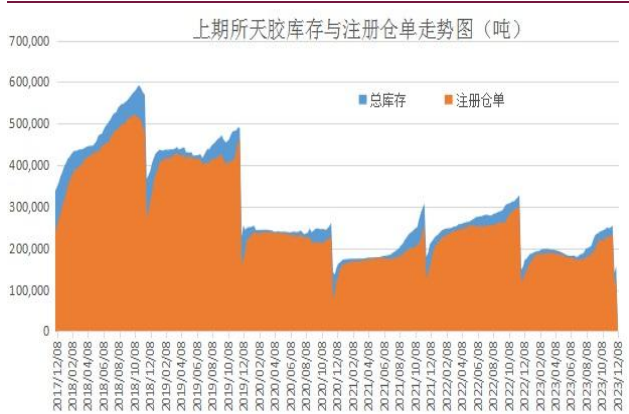
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 54 国内青岛保税区内橡胶现货库存走势图



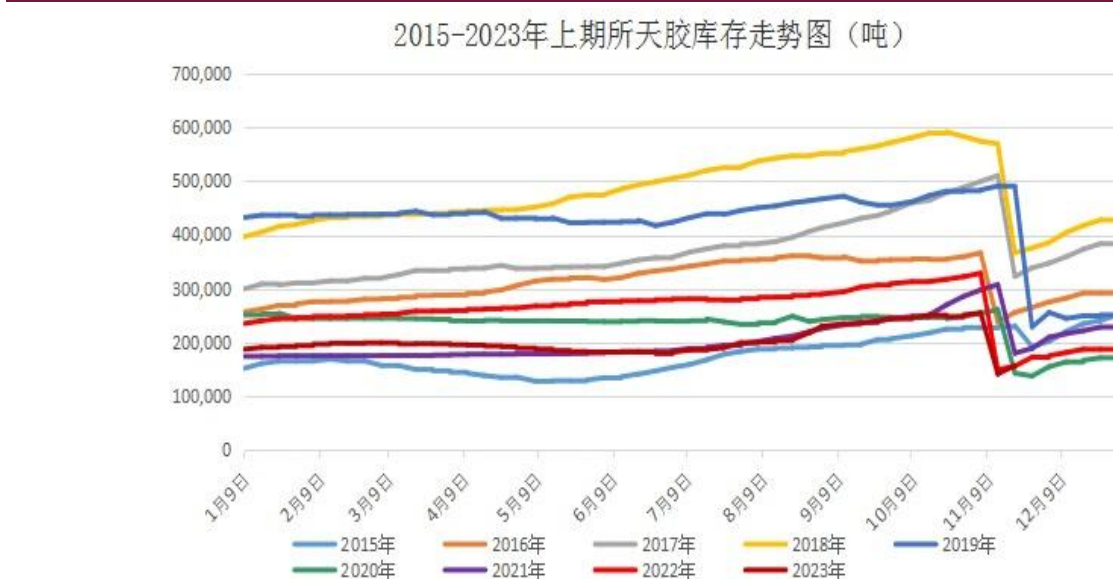
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 55 上期所天胶库存与注册仓单走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 56 2015-2022 年上期所天胶库存走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

4 总结

综合来看，对于 2024 年国内橡胶期货市场而言，我们认为，2024 年二三季度美国或经历温和衰退，虽然连续两个季度经济环比增速转负，不过四季度有望再次转正。欧元区经济下行同时通胀回落，关注经济触底后财政扩张反弹可能。欧美国家核心通胀有望温和下行，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年。预计本轮美联储加息周期大概率已经结束，或在 2024 年 5-7 月开始降息，一共降息 100 个基点。对于 2024 年欧美潜在风险来看，虽然此次加息周期造成美国金融危机的概率在逐月下降，但是仍需警惕硬着陆的风险。在国内市场，我国经济正在经历疫情以后“W”型恢复阶段，预估 2023 年我国 GDP 增速或达到 5.00%-5.20%，2024 年我国经济增速目标或为 5% 左右。

转向胶市供需结构来看，全球橡胶供应端面临小幅下降的可能。由于近五年以来，全球橡胶价格维持偏低水平运行，导致割胶积极性不高。随着东南亚各主要产胶国新胶种植的投入减少，而老橡胶树陆续步入衰产期以后，胶水增量面临减速，预计 2024 年全球橡胶产量或大概率将维持低增长或小幅负增长。此外，厄尔尼诺的影响依旧未消退，以及悬而未决的收储同样有对行情产生向上影响的可能。而需求方面，受益于 2024 年大概率迎来降息周期，全球经济延续复苏态势，有望进一步提振车市消费潜力，而我国车市也有望得益于经济预期修复，料将继续维持小幅增长的态势。

整体来看，2024 年全球天然橡胶供需格局判定为供给减少，需求持平或微增。并且通常来说，天然橡胶与宏观经济的走势也较为密切，而 2023 年随着国内各类刺激政策出台、以及中美关系转暖等信号的出现，我们对 2024 年大环境带来的提振作用同样看好。关注潜在风险，宏观经济预期变动、欧美央行加息政策、全球天气异常、中国和泰国轮储。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

表 1 2016-2024 年国内橡胶年度供需平衡表

2016-2024年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）						
日期	国内产量	进口	出口	供应	需求	库存变化
2016年	77	448	3	522	558	-36
2017年	80	567	3	644	575	68
2018年	82	566	3	645	591	54
2019年	81	520	3	598	634	-36
2020年	69	590	3	656	616	40
2021年	84	536	3	617	682	-65
2022年	85	561	3	643	679	-36
2023年E	86	565	3	648	683	-35
2024年E	85	570	3	658	688	-30

数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 57 2016-2024 年国内橡胶年度供需平衡图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。