

2022 年 12 月 20 日

齐盛期货 高宁

齐盛期货

高宁

岗位：研究员

从业资格证号：F3077702

投资咨询资格：Z0016621

电话：18053371039

摘要：

2022 年，国内宏观经济在疫情的反复冲击下，增长乏力且数据全面下滑，叠加俄乌战争、美联储持续加息等外围宏观风险因素，全球和国内宏观经济在通胀高企和增速下滑的双重压力下艰难前行。

天然橡胶市场在年内不可避免的收到了极大的冲击。全年价格持续震荡阴跌，一改 20-21 年的大涨势头，并且成为商品宏观资金全年空配的品种之一。

否极泰来，展望 2023 年，从供应周期来说，橡胶已经到了历史大周期的供应高点，接下来更应期待需求增长的动能。从明年一季度来看，随着国内疫情的放开，叠加政策宽松周期的到来，房地产行业的松绑再刺激，物流行业的快速恢复等，都将对于天胶需求形成共振利多。

因此，对于 2023 年的行情，处于底部价格区域的天然橡胶市场，有了更多的期待，预计 2023 年天然橡胶期货主力合约价格运行区间或在 12000-15000 元/吨，整体价格运行仍然以平台构筑，震荡反复可能比较大，但价格底部的强韧性是做多的基础。策略上建议震荡对待，关注上下边际给出的操作机会。

目录

第一章 供应结构性分析.....	3
1.1 泰国出口数据分析	4
1.2 越南出口数据分析	5
1.3 印尼出口数据分析	6
1.4 马来西亚出口数据分析	7
1.5 主产国生产能力展望	8
第二章 需求指标与天胶期货价格的勾对分析	11
2.1 下游轮胎产量与汽车产销数据勾对	11
2.2 下游数据与橡胶价格波动分析	15
2.3 重卡销量周期分析	18
2.4 汽车库存周期分析	19
第三章 基本面数据勾对分析	21
3.1 宏观数据及展望 2023 年	21
3.2 库存周期勾对分析	23
3.3 基差与价格勾对分析	26
3.4 RU-NR 价差分析	28
3.5 利润及价格上下边际	28
第四章 模拟交易回顾与总结	30
4.1 模拟交易回顾	30
4.2 总结及改进	31
第五章 2023 年天胶策略展望	31
逻辑策略展望	32

第一章 供应结构性分析

跟踪最新的数据，10 月份，ANRPC 秘书处下调 2022 年产量、上调消费量预测数。预测 2022 年全球天然橡胶供应达到 1434.3 万吨，增长 2.1%；预测全球天然橡胶消费量 1480.2 万吨，增长 2.1%。

表 1 预期 2022 年全球天然橡胶产量（万吨）

表1 预期2022年全球天然橡胶产量（万吨）

国家	2021年		2022年	
	产量	同比（%）	产量	同比（%）
泰国	475.7	-0.6	479.9	0.9
印度尼西亚	304.5	0.3	313.5	2.9
越南	127.2	3.7	123.6	-2.8
中国	85.1	22.9	86.5	1.6
印度	75.7	10.5	85.0	12.3
马来西亚	47.0	-8.7	40.0	-14.8
柬埔寨	36.8	5.4	38.2	3.8
缅甸	29.0	8.5	30.0	3.4
菲律宾	17.2	63.3	14.8	-14.0
斯里兰卡	7.7	-1.7	7.1	-7.8
孟加拉国	2.2	0.5	2.3	4.5
巴布亚新几内亚	0.6	0.0	0.6	1.8
其它国家	196.6	9.5	212.8	8.2
全球合计1	1405.4	3.6	1434.3	2.1

数据来源：ANRPC，齐盛期货

表 2 预期 2022 年全球天然橡胶消费量（万吨）

表2 预期2022年全球天然橡胶消费量

国家	2021年		2022年	
	消费量	同比 (%)	消费量	同比 (%)
中国	603.0	6.8	593.1	-1.6
印度	125.7	20.8	129.0	2.7
泰国	92.6	33.8	133.4	44.1
马来西亚	52.1	-4.1	49.8	-4.2
印度尼西亚	61.5	2.8	63.0	2.4
越南	33.0	33.4	44.0	33.3
斯里兰卡	13.4	19.4	13.0	-3.2
菲律宾	3.6	-3.9	3.5	-2.9
缅甸	2.0	-11.5	2.4	24.2
其它国家	466.0	15.5	449.2	-2.9
全球合计	1449.5	12.0	1480.5	2.1

数据来源：ANRPC，齐盛期货

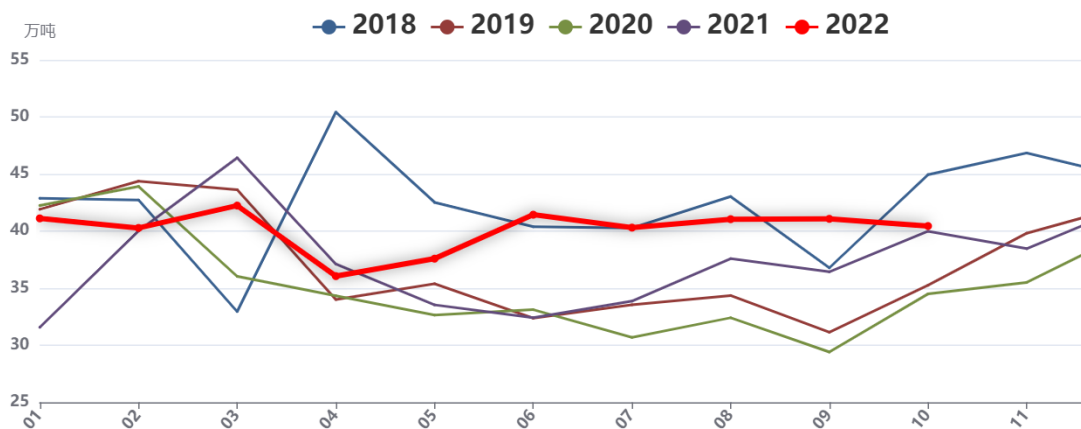
从主产国的生产状况上来看，2022 年预期实现了总和产量上的增长。预计 2022 年，全球天然橡胶产量为 1434.3 万吨，同比增长 2.1%，恢复到了疫情前的正常水平，这样也就预期 23 年的产量将可能继续增长，因为疫情的干扰继续消退。

1.1 泰国出口数据分析

泰国是全球最大天然橡胶生产国，年产量接近 500 万吨水平；其中 80%以上用于出口。从泰国海关公布的 2022 年前 10 月天然橡胶出口量同比增加超 8%，其中主要支撑来源于混胶出口的大幅增长。预计全年泰国天然橡胶出口将继续保持增长趋势，累计同比增幅将达 10%。

图 1 泰国出口量走势图

泰国天然橡胶出口数据



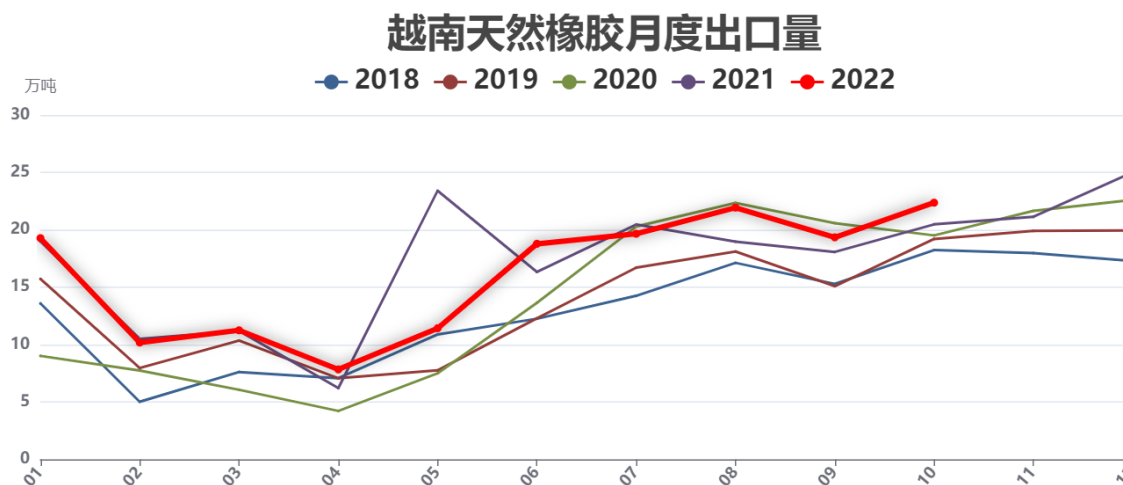
数据来源: 泰国海关、齐盛期货

根据泰国海关最新公布的数据显示,泰国 2022 年 10 月份天然胶出口量为 40.44 万吨(含乳胶及混合胶),环比减少 0.63 万吨,跌幅 1.53%,同比增加 1.17%。1-10 月泰国天然橡胶总出口量 399.63 万吨,同比增加 8.33%。从出口趋势来看,3 季度末至四季度初,泰国天胶出口趋势呈现自高位小幅回落趋势,尤其 10 月出口量已接近过去 5 年出口均值水平。分析原因主要在于月内泰国产区降雨偏多,原料释放受限,原料收购价格维持偏强运行趋势;然而作为泰国主要出口流向国家——中国市场,10 月份将迎来下半年最长假期,下游企业开工负荷降低,原材料采购积极性降温,美金船货价格重心下移,从而导致生产企业加工利润月内呈现持续收窄趋势,因此在原料成本偏高且生产利润狭小影响下企业生产积极性降温,进而影响泰国天然橡胶整体出口体量。

1.2 越南出口数据分析

越南作为全球天然橡胶主要出口国家之一,作为越南橡胶主要出口流向——中国,近几年出口比例已上升至 70%以上。年内越南橡胶出口继续增长,对我国国内的进口橡胶货源起到了重要的丰富作用。

图 2 越南出口量走势图



数据来源: 越南海关、齐盛期货

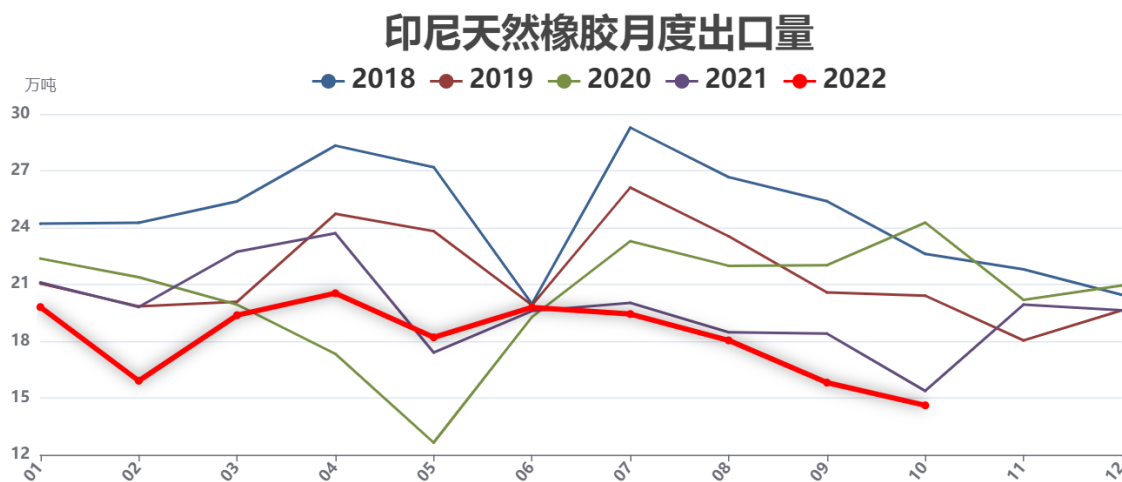
越南海关最新公布的数据显示, 2022 年 10 月份越南橡胶出口总量为 22.36 万吨, 环比上涨 15.6%, 同比增加 9.25%。2022 年 1-10 月越南橡胶总出口 161.99 万吨, 同比上涨 8.41%。从图中可以看出, 2022 年越南橡胶出口基本处于过去 5 年出口水平的最高值水平, 而这主要原因在于近些年越南橡胶产业快速发展, 产量供应逐渐增长, 出口体量不断攀升。

10 月份越南橡胶出口至中国 17.78 万吨, 环比增加 18.99%, 同比增加 22.71%。1-10 月份累计出口中国 116.72 万吨, 同比增长 10.71%。中国作为越南天然橡胶主要出口对象, 近些年出口比重基本维持在 6-8 成水平。而进入 2022 年出口中国比例整体呈现先降后增的局面, 尤其 10 月越南橡胶出口中国比例接近 80%, 实现连续 6 个月环比增长趋势。而形成出口中国市场比例增长的主要原因在于国内轮胎企业刚需采购以及套利盘套利需求支撑下, 越南胶直采比例提升, 加之乳胶生产利润亏损, 导致越南加工厂多转产干胶生产为主。

1.3 印尼出口数据分析

印尼是全球天然橡胶主要的生产国以及供应国之一, 2021 年产量可占全球总供应量的 23% 左右。从印尼海关公布的 2022 年 10 月出口数据来看延续 9 月份同环比下滑趋势且创年内新低, 国内处于减产期且国际需求下滑是导致印尼 10 月出口量下滑的主要原因。预计全年印尼橡胶出口将处于近年来低位, 并成为少数出口下滑的主产国。

图 3 印尼出口量走势图



数据来源：印尼海关、齐盛期货

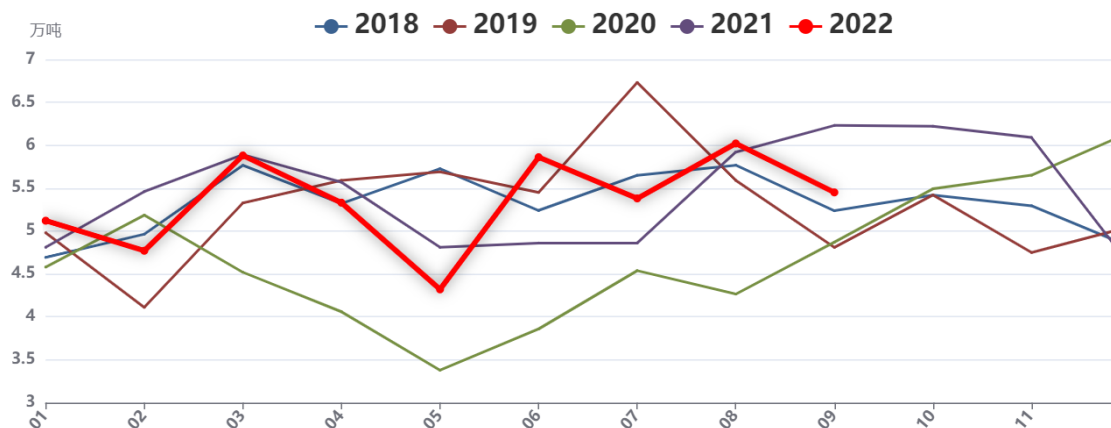
根据印尼海关最新公布的数据显示，印尼 2022 年 10 月份天然胶出口量为 14.61 万吨，环比下滑 7.64%，同比下滑 5%，为 2014 年有统计以来同期的低点水平。除了跟印尼因树龄结构老化、棕榈效益好导致劳工分流，导致印尼天然橡胶产量出现下滑有关外；8 月份起印尼步入减产期叠加国际需求下滑，部分轮胎厂延期长约或者取消长约，造成印尼出口量屡屡刷新年内新低。

1.4 马来西亚出口数据分析

根据马来西亚统计局最新公布数据显示，2022 年 1-9 月马来西亚天然胶出口总量 48.12 万吨，同比下跌 0.62%，处于近 5 年起来相对低点水平。2017 年之后，马来西亚天然橡胶产量呈现逐年下滑趋势，2022 年 1-9 月产量为 2013 年同期以来的新低水平。

图 4 马来西亚出口量走势图

马来西亚天然橡胶月度出口量



数据来源：马来西亚统计局、齐盛期货

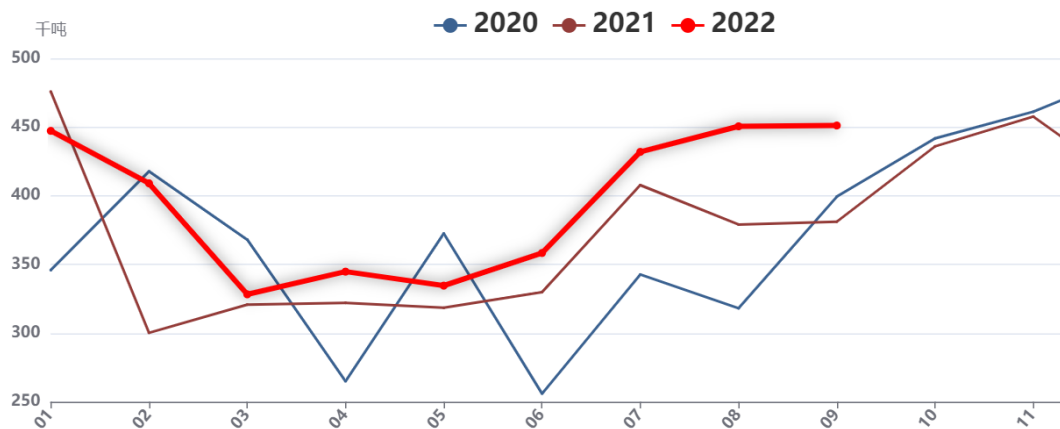
1-9 月份，马来西亚天然橡胶出口贸易伙伴中，出口中国市场约 21.21 万吨，同比减少 9.36%；占比约 44%，较 2021 年下滑约 4 个百分点。具体来看，主要是二季度中国市场需求下滑，对于原材料的需求减少，导致出口至中国的体量同比下滑较为明显。

1.5 主产国生产能力展望

从主产国的产量季节性上来看，3 月份到 5 月份为季节性产量低谷，而年中到四季度为产量最高季节，因此年中的价格也往往是低位的时候，从交易节奏上也比较容易判断。四季度虽然是季节性产量高位，但是全年产量定调，并且次年进入停割期，往往价格会有触底反弹的机会，也就是确定的数据不再是利空。

图 5 2020-2022 年泰国产量季节性图

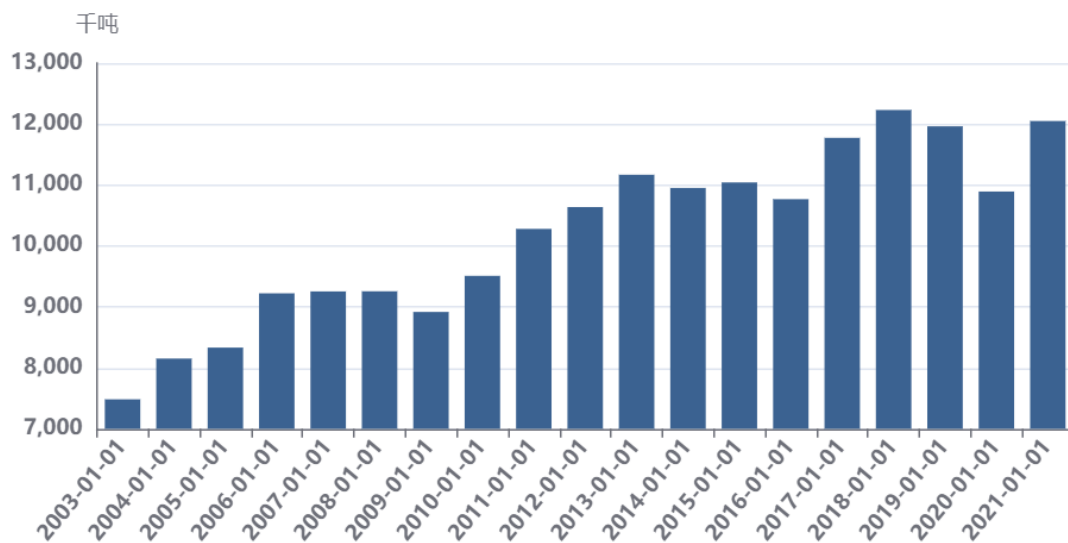
天然橡胶:产量:泰国:当月值



数据来源: wind、齐盛期货

图 6 ANRPC 主产国产量合计

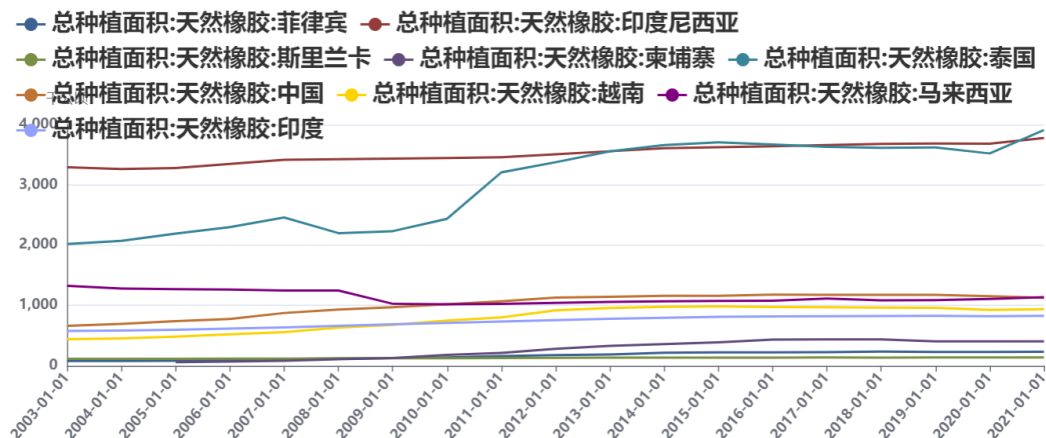
天然橡胶:产量:ANRPC成员国合计



数据来源: wind、齐盛期货

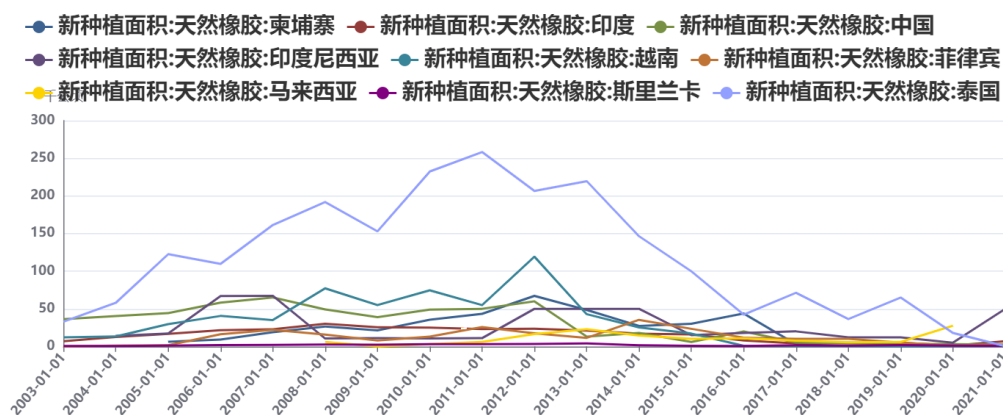
从历史的主产国产量来看,17-19 年九大主产国年产量达到了近 1200 万吨的历史高位,对比全球只有不到 1300 万吨的总需求量,因此天然橡胶的整体供应压力还是比较大。但是 2020 年由于疫情的影响,导致了割胶生产受到了疫情限制经济活动的极大影响。产量受到负面影响。至 2022 年产量已经快速恢复增长。

图 7 主产国种植面积走势图



数据来源：wind、齐盛期货

图 8 主产国新增种植面积

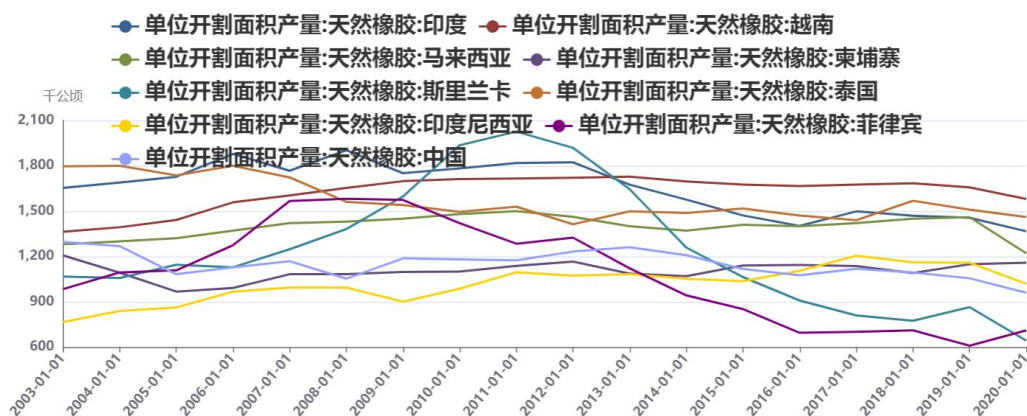


数据来源：WIND、齐盛期货

主产国新增种植面积在近年来已经处于低位，除了柬埔寨和马来西亚有增长外，其他主产国新增种植面积均有下降。新增种植面积增长减少，按照 6-7 年的成树周期，表明橡胶未来 6 年左右，产量增长空间较小，产能进入存量自然淘汰阶段。

从单位面积的产量来看，主要国家的每公顷天然橡胶干胶产量在 1-1.8 吨。当前看单位面积产量并没有显著提高，维持正常水平。并且结合新增种植面积的推算，预计产量在未来 3-5 年增量有限。

图 9 主产国新增种植面积

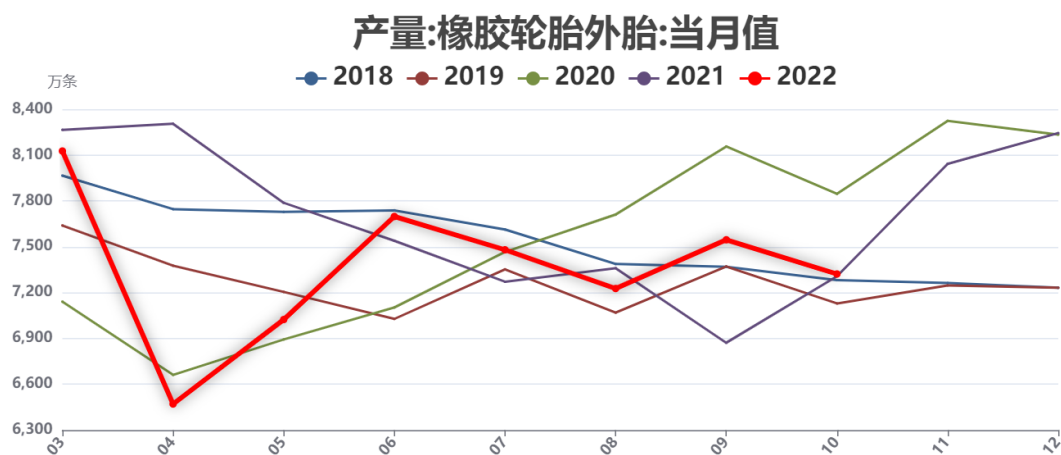


数据来源: WIND、齐盛期货

第二章 需求指标与天胶期货价格的勾对分析

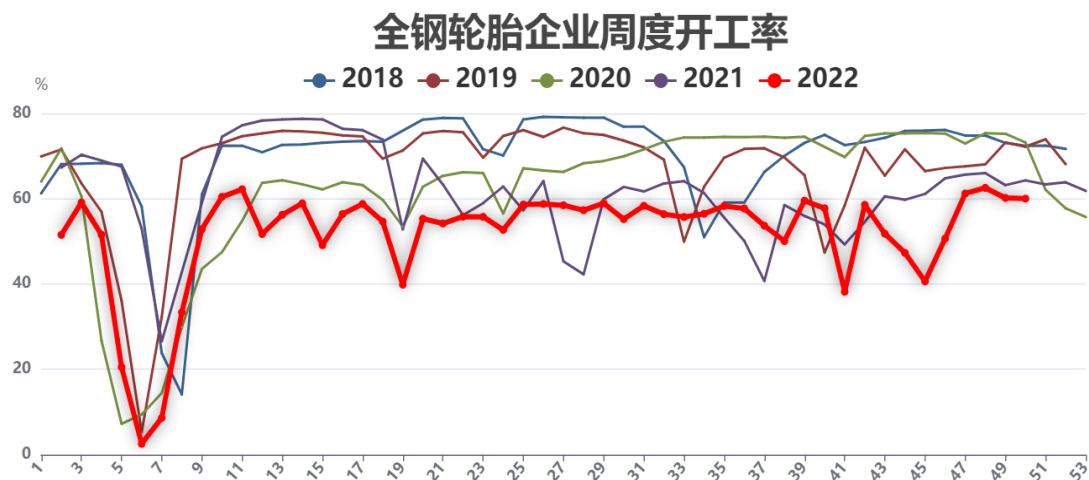
2.1 下游轮胎产量与汽车产销数据勾对

图 10 中国轮胎外胎产量当月值



数据来源: 国家统计局、齐盛期货

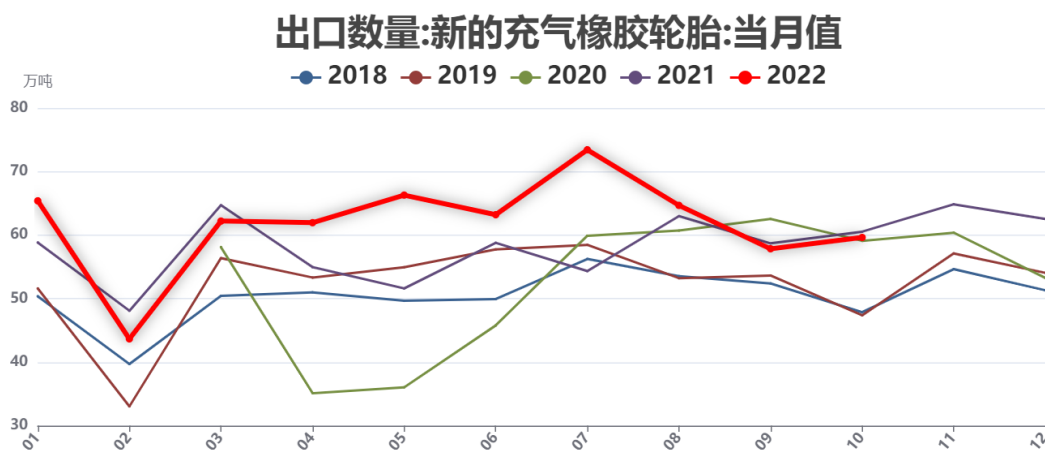
图 11 国内轮胎开工率

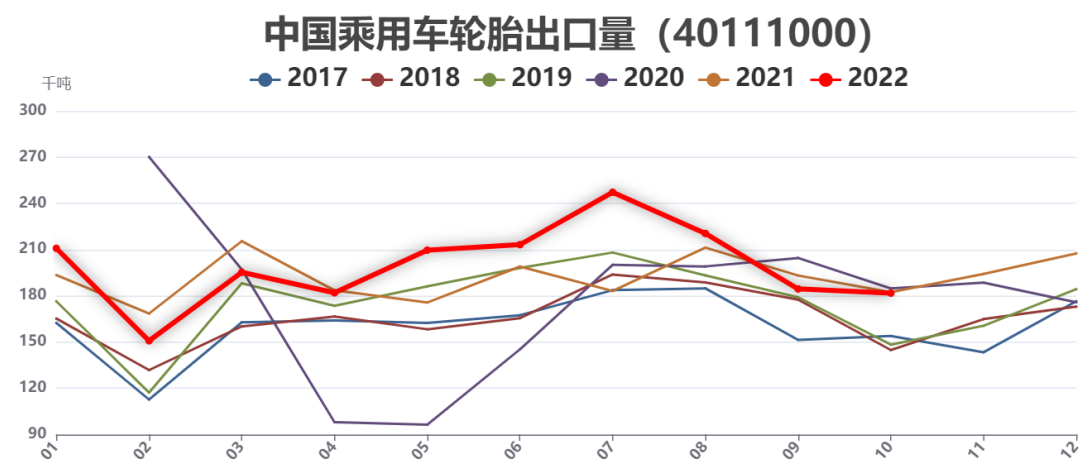
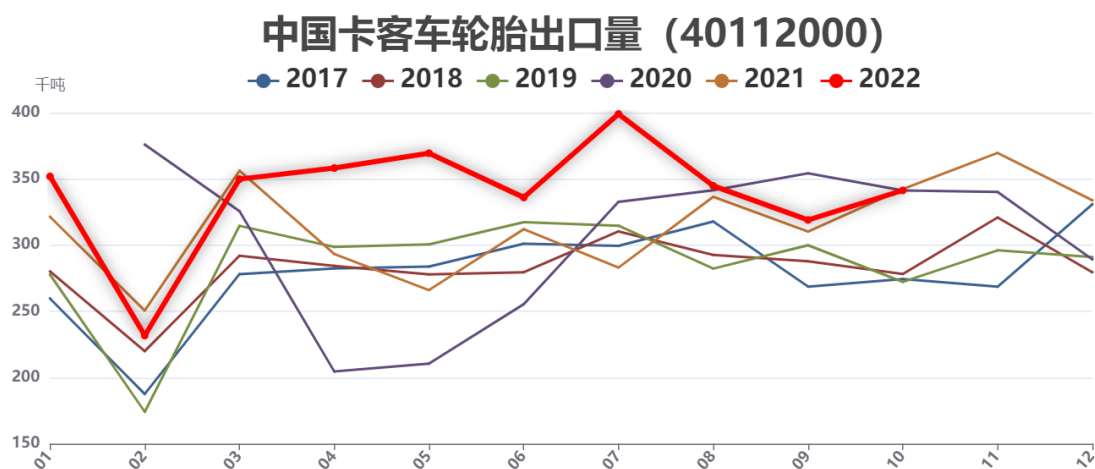


数据来源：卓创资讯、齐盛期货

2022 年轮胎产量与开工率相互勾对可见，整体是产量开工双下滑，轮胎行业生产明显萎缩。这与 21 年高产形成透支不无关系。并且国内需求年内持续低迷，疫情反复影响较大，对汽车和运输行业需求造成较大打压。

图 12 国内轮胎出口

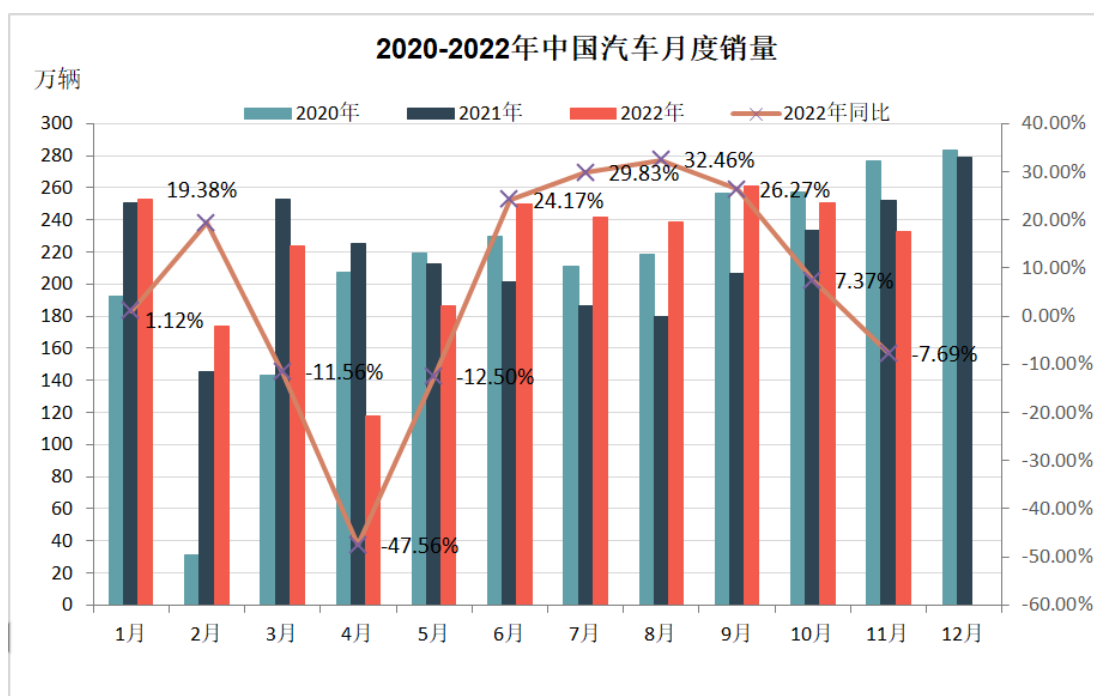
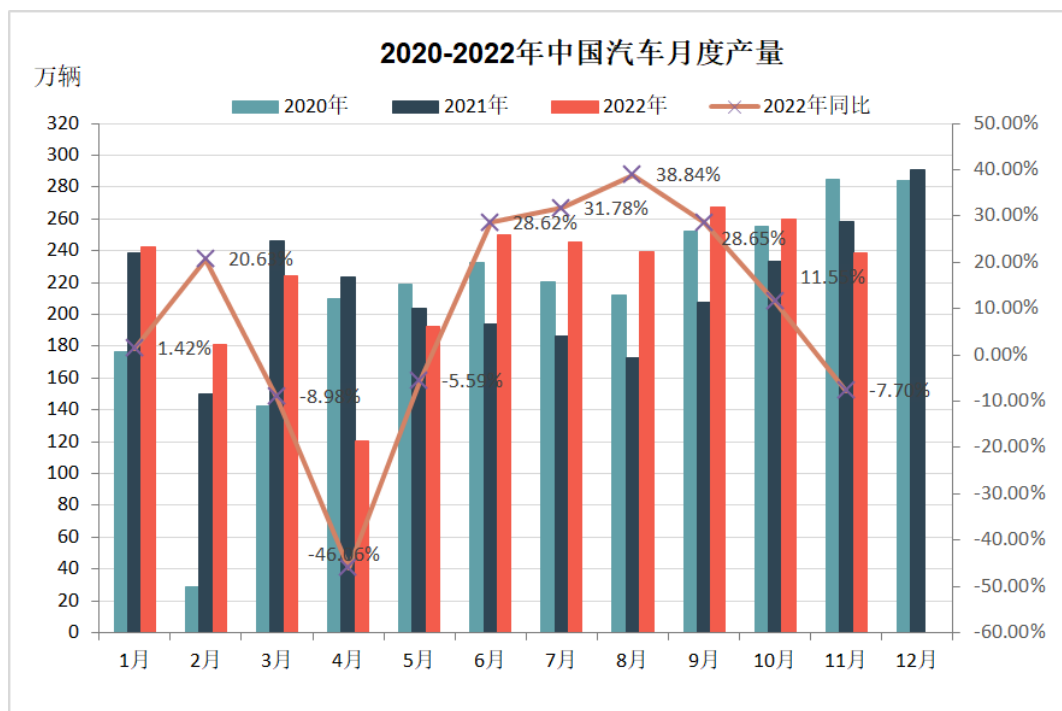




数据来源: wind、卓创资讯、齐盛期货

轮胎出口数据年内表现尚可，轮胎需求的主要增长点就在于出口。不过展望明年，出口强劲是否还能继续需要谨慎对待。原因是美国经济增长放缓，并且欧洲需求看弱，对于明年的轮胎出口增长预期需要下调。

图 13 中国汽车总产销



数据来源：中汽协、齐盛期货

当前，汽车行业批发端增速放缓，国内终端市场增长乏力，汽车市场整体承压明显，消费潜力释放不及预期。我国汽车产业正处于转型升级关键窗口期，消费市场的平稳健康对推

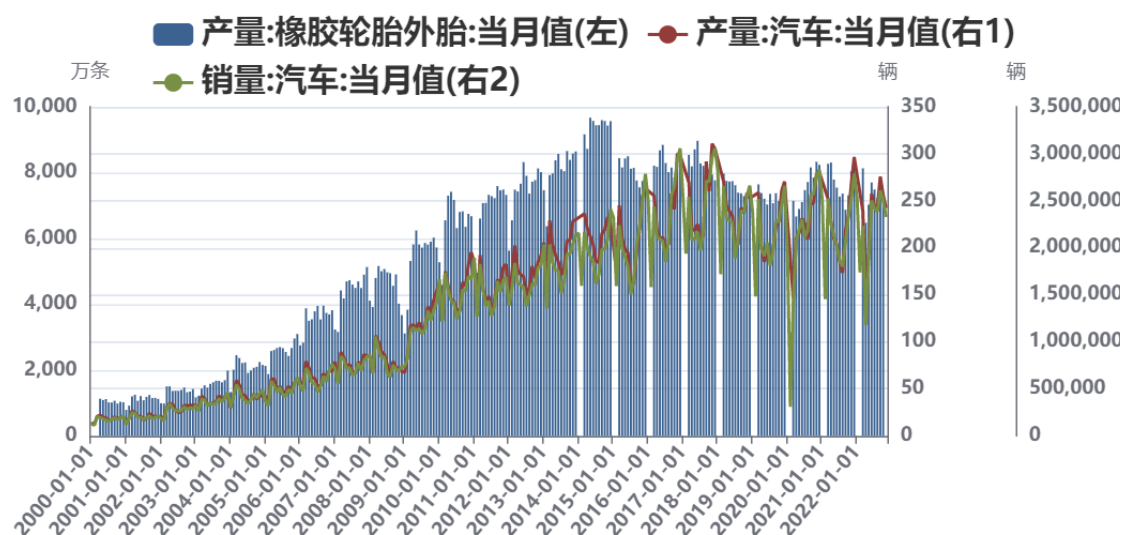
动产业高质量发展至关重要。

据中国汽车工业协会预测，2022 年中国汽车总销量为 2680 万辆，同比增长 2%。其中，乘用车销量为 2350 万辆，同比增长 9.4%；商用车销量为 330 万辆，同比下降 35.3%；新能源汽车销量为 670 万辆，同比增长 90.3%。

综合来看，预计 2023 年中国汽车总销量为 2760 万辆，同比增长 3%，其中，乘用车销量为 2380 万辆，同比增长 1.3%；商用车销量为 380 万辆，同比增长 15%；新能源汽车销量为 900 万辆，同比增长 35%。

接下来我们通过汽车产销与轮胎产量的比对，可以清晰看出橡胶需求的整体变化。

图 14 汽车产量与轮胎产量趋势勾对



数据来源：齐盛期货

从未来发展趋势来看，随着国内消费的触底反弹，未来消费将更多的想新能源车等结构性方向转移，也就是不会产生较大的增量，但是会形成一定的稳定，在突出不了较大的增量下，对于橡胶价格形成持续向上突破也是有难度。

2.2 下游数据与橡胶价格波动分析

图 15 轮胎产量趋势与沪胶主力价格走势



数据来源: 齐盛期货

轮胎是天然橡胶最大的下游,从轮胎产量的趋势中可以看出,橡胶价格的运行是随着轮胎产量的不断增长而抬高的。2002 年开始,我国的汽车消费开始启动高速增长,我国轮胎制造业也随之快速爆发,并且一跃成为全球最大的轮胎生产国。橡胶的价格在 2002-2007 年是持续上涨的 5 年,08 年金融危机导致了一次价格探底,但随即开始的经济刺激计划,直接导致了轮胎产量的快速增长。

图 16 轮胎产量当月同比与沪胶主力价格走势



数据来源: 齐盛期货

通过产量的月同比走势可以看出,2010 年可以说是轮胎产量增速的分水岭。从 2011 年

开始，轮胎月度产量同比就出现负增长，尤其在 2014-2015 年更是连续出现负增长，相应的橡胶价格也出现持续下跌触底。

由此我们得出结论，接下来从需求端，不仅仅是关注轮胎产量的数字，更应当关注同比的变化，如果未来能再度出现轮胎产量的月同比大幅增长，那么将有望形成橡胶价格上涨的核心驱动。

同样的，汽车行业增长周期变化，也是对橡胶行情形成明显需求拉动的核心驱动。

图 17 汽车产量当月同比与沪胶主力价格走势



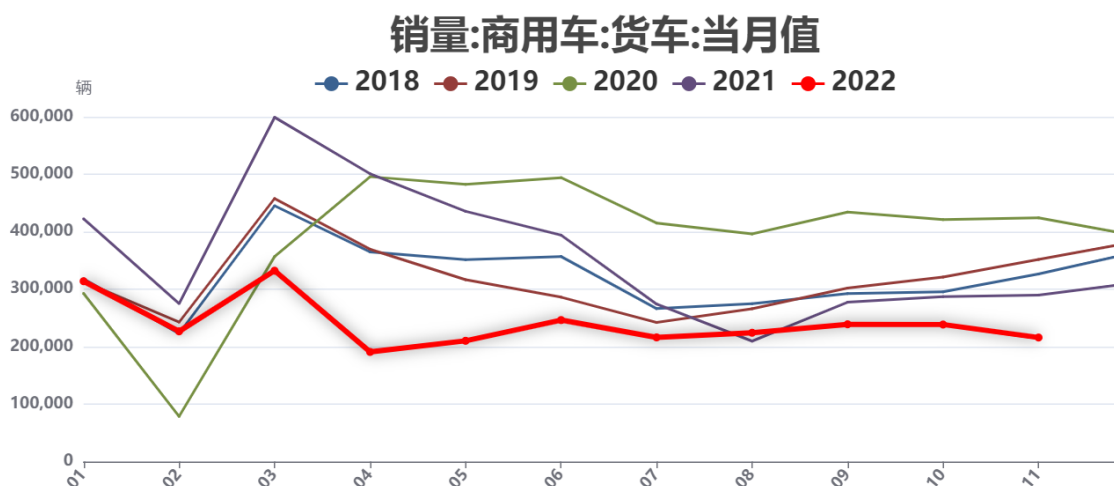
数据来源：齐盛期货

中国汽车的产量同比与价格的相关性表现的更为密切。尤其是 2008 年金融危机后，在大量货币政策刺激下，经济快速恢复并爆发增长，汽车产量月同比一度超过 100%，随即橡胶自 08 年探底后，直接奔向了肆万元的历史高位。此后中国汽车产量在 2014-2015 年、2019 年再度出现负增长，橡胶价格也呈现底部震荡运行。

综上所述，在未来决定橡胶能否启动行情的标准，就是下游轮胎和汽车的数据能否实现持续的且大幅度的同比增长。有了增速的保证，橡胶的行情才能有持续性。2023 年依然很难再现此前的高增速，也就表明了从需求端上，难以形成橡胶大幅上涨的驱动。

2.3 重卡销量周期分析

图 18 国内货车销量季节性图



数据来源: wind、齐盛期货

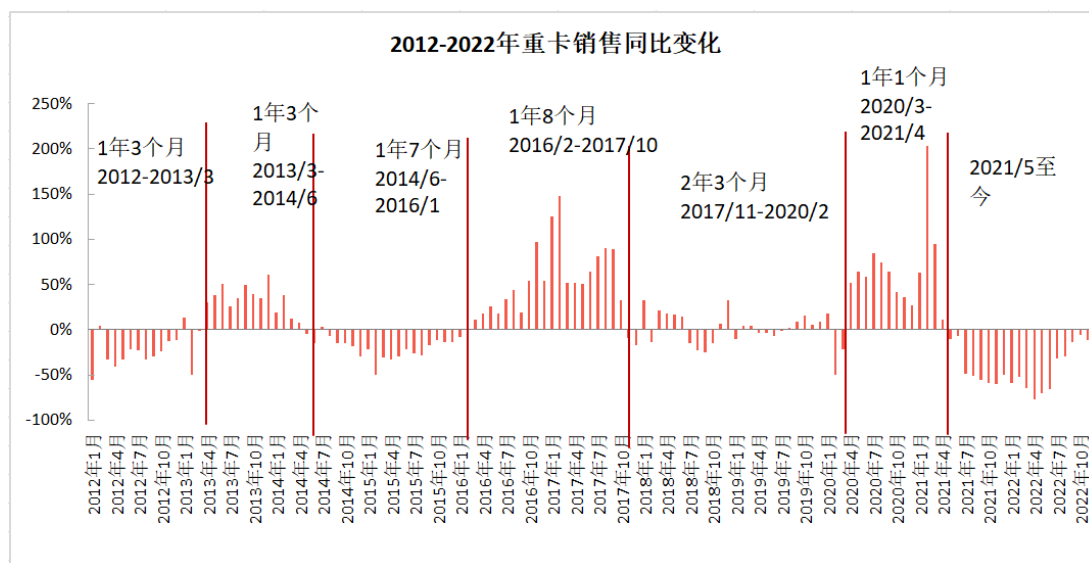
2022 年全年重卡市场跌至历史低谷。1-11 月的重卡市场累计销售 61.6 万辆，比上年同期的 133.8 万辆下降 54%，减少了 72 万辆之多。今年年中的时候，行业普遍预测下半年市场会环比有所回暖，全年销量预计下降 40-50%，但现在来看，市场销量“腰斩”都不止，同比下降超过 51% 几成定局。而且，如果不是新能源重卡以及中国重卡海外出口持续给力，同比继续大幅增长的话，2022 年的重卡市场整体降幅会更大。

关于四季度市场销量继续同比下降这一“现象”，其实多数人士都已经预料到了。其中原因，也十分明显：提前透支、疫情管控、经济减速、货运萧条、投资和消费信心不足。从目前的趋势来看，四季度商用车行业以及重卡行业还看不到复苏的迹象。

从目前的趋势来看，明年市场“触底反弹”有望在即，但大幅回暖恐难以实现。根据部分公开信息报道，今年以来地方财政收支缺口已经达到历史之最，一方面，随着房地产的持续下行，地方财政中至关重要的土地出让收入急剧萎缩，地方收入大幅减少；另一方面，防疫支出所带来的的财政压力越来越大。财政收支缺口不断扩大，势必会严重拖累地方政府推进基建投资和消费以提振当地经济的进程。

2023 年的重卡市场销量预计在 75 万-80 万辆，同比温和复苏。唯一超预期增长的机会，就在于国四柴油货车全国范围内大规模淘汰的政策何时出台。

图 19 重卡销量增速周期性图

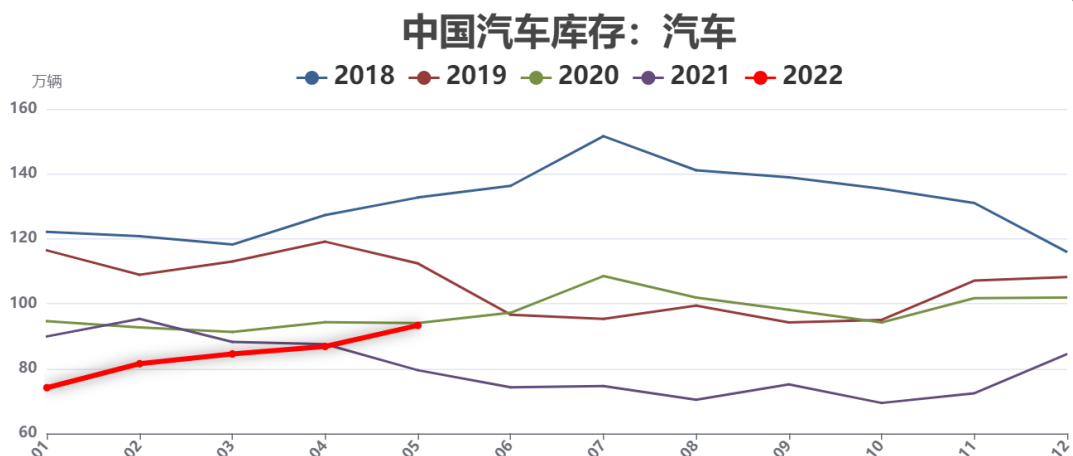


数据来源: wind、齐盛期货

从重卡的销量周期来看，每一轮的销量增长周期和销量下滑周期均维持在 1-2 年的周期。本轮下滑周期，已经从 21 年 5 月份持续到现在，周期超过一年，尤其 2023 年一季度预计仍会出现缓慢下滑，已经处于下滑周期的尾声阶段。2023 年，下滑幅度可能减少，重卡销量有望筑底，进入到下滑周期的尾声阶段。

2.4 汽车库存周期分析

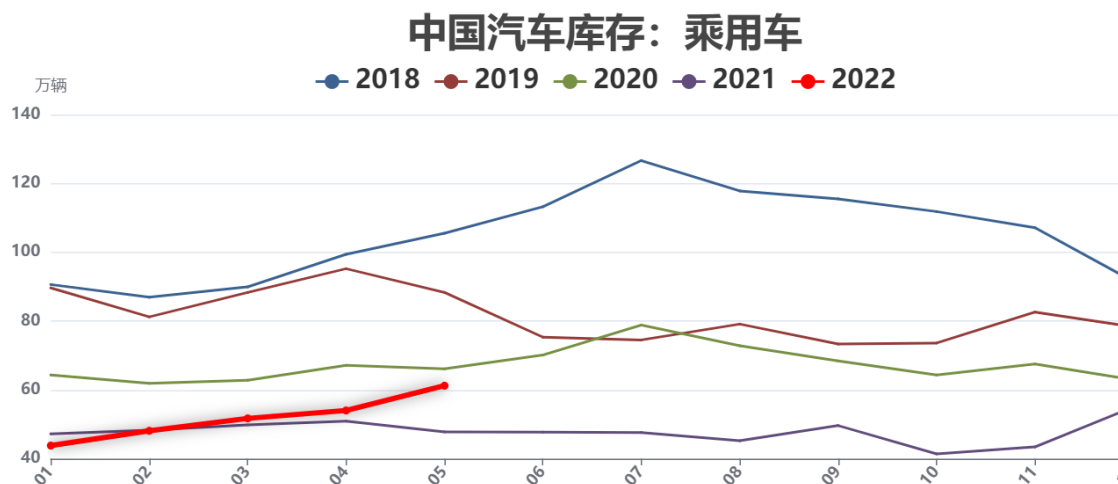
图 20 中国汽车库存季节性图



数据来源：wind、齐盛期货

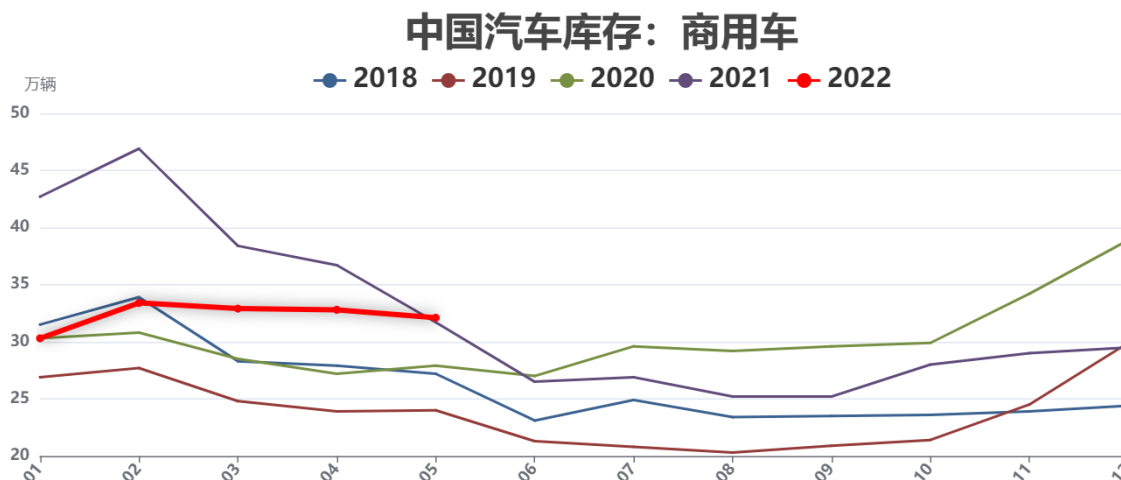
2022 年全年的汽车库存处于累库存的阶段，库存水平快速上升。汽车库存水平的抬升，主要是主机厂向经销商压货所致，而国内整体汽车消费也较 21 年有所恢复，经销商存车意愿有所恢复。但由于疫情的影响，以及社会消费意愿的变化，尤其是房地产市场低迷的联动性影响，接下来汽车消费的预期只能保持谨慎乐观。

图 21 中国汽车库存：乘用车



数据来源：wind、齐盛期货

图 22 中国汽车库存：商用车



数据来源：wind、齐盛期货

商用车的库存压力比乘用车要大的多，更明显体现出年内的消费压力，也对 23 年能否出现去库存有了更多的期待。

第三章 基本面数据勾对分析

3.1 宏观数据及展望 2023 年

国内外环境严峻复杂的 2022 年已接近尾声。相较之下，市场机构普遍对 2023 年更为乐观。展望明年，部分机构认为中国宏观经济将“如释重负”；多家机构预计，在各项投资持续发力、消费持续复苏的支撑作用之下，明年的国民生产总值（GDP）增速有望超过 5%。

2023 年物价水平总体温和不，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）与消费者物价指数（CPI）“剪刀差”将有利于中下游企业利润改善，同时考虑到国际政治经济局势复杂多变，或将引起大宗商品和能源价格波动，仍需要高度关注外部通胀输入压力。

图 23 CPI 与 PPI 与沪胶价格对比



数据来源: wind、齐盛期货

年内橡胶并没有跟随 ppi 上涨，一个原因是，这次 ppi 上涨是原料成本端，橡胶不受影响，其次是橡胶是偏消费端的，所以是受成本上涨带来的需求压制的。

我们当前经历的通胀环境，属于成本驱动性通胀，不是简单的货币超发性通胀。

国家解决成本驱动性通胀，一方面是放开原材料供应，政策打压原料价格；另一方面就是降低社会融资利率，2023 年财政和货币宽松的概率非常高，进而促进制造业的恢复。

所以橡胶的核心驱动，是在需求端；供应端是炒作点，现在没有出现炒作就不能作为利多驱动。

图 24 官方制造业 PMI 与沪胶价格对比



数据来源: wind、齐盛期货

橡胶其实与 PMI 的关联性更密切，尤其是当前 PMI 已经连续下降，反映出当前制造业景气度仍然低迷，未来还需要通过政策刺激等手段来提振，因此接下来也需要关注 PMI 的反弹驱动。

3.2 库存周期勾对分析

从青岛地区保税区内和区外一般贸易库存来看，2022 年库存持续处于低位。但相比而言，进口量的高企并没有导致保税区的库存走高，侧面验证库存主要集中在下游。区外的混合胶库存也在下降，主要是因为期现基差扁平化，建立库存的意愿降低。不过现在基差拉大后，也需注意贸易商补库存周期，补库存买货将继续推动价格的走强，因此补库存开始或是价格启动走高的信号，此后库存建立到高位尾声阶段，将是价格回归下行的拐点信号。

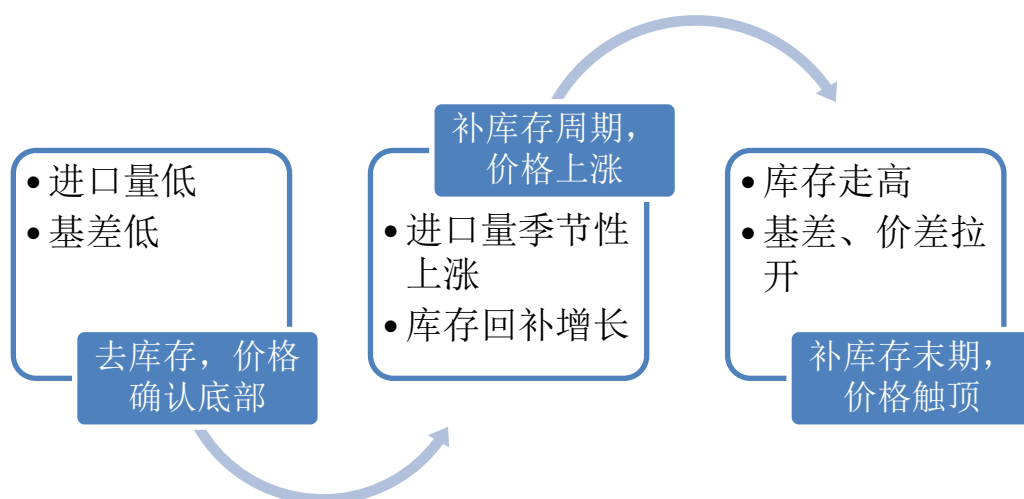
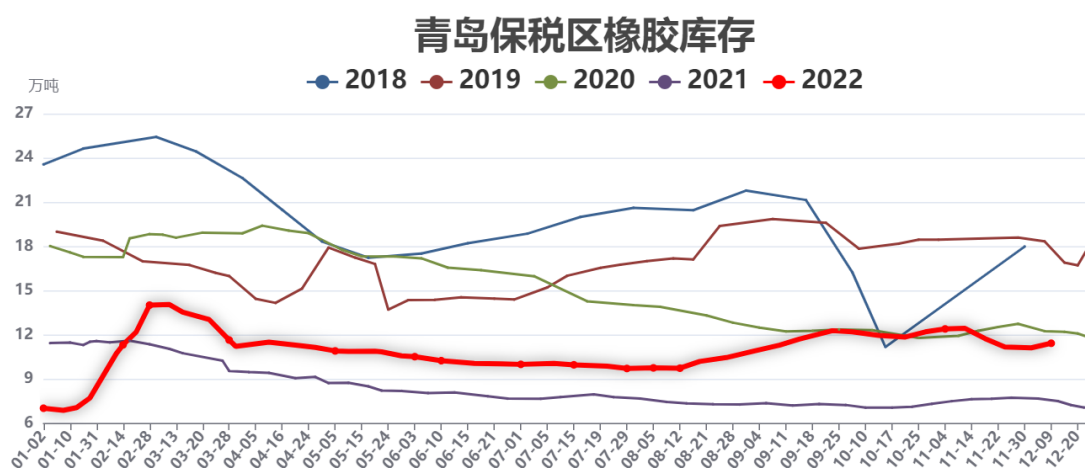
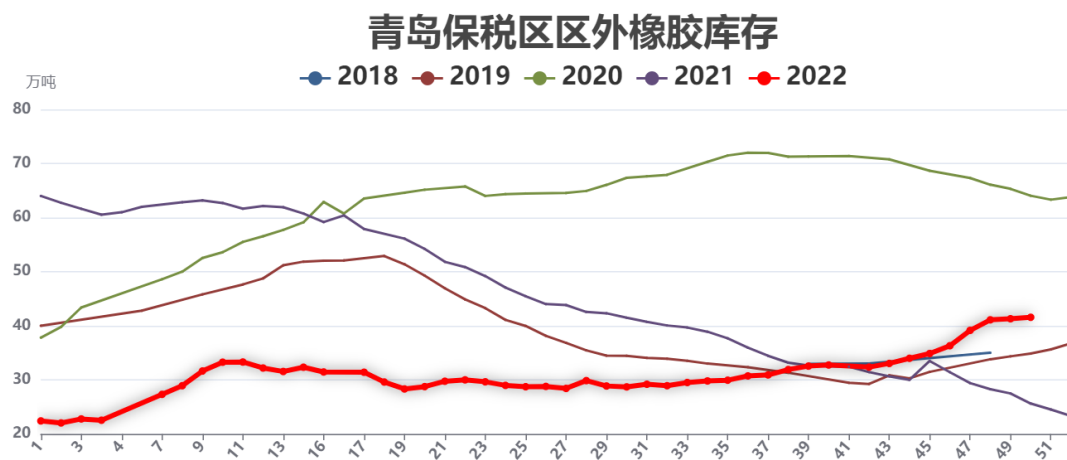


图 25 青岛保税区标胶库存



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

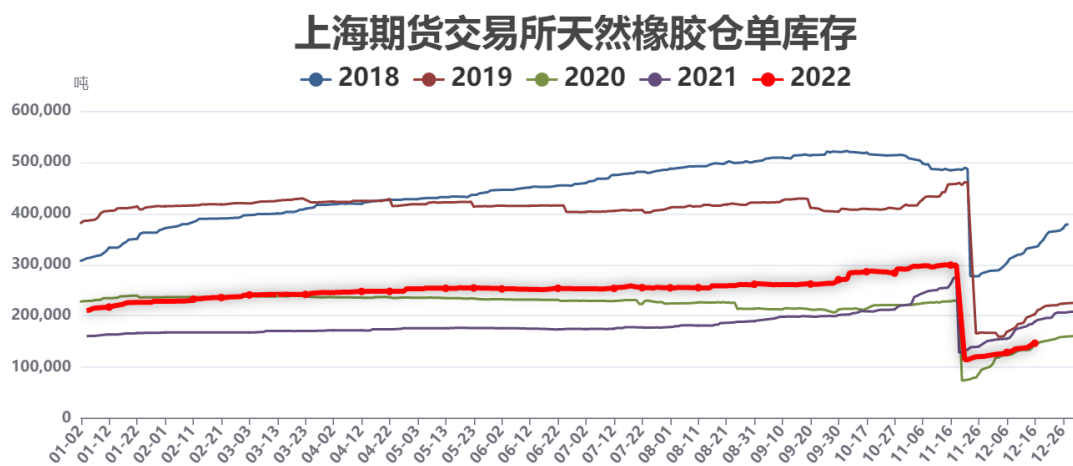
图 26 青岛区外一般贸易库存



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

仓单库存来看，22 年的交割品再度产生减产逻辑，但是主要是天气问题所致，从仓单数据上看，仓单库存依然存在增长，因此。

图 27 上期所仓单库存



数据来源：上期所、齐盛期货

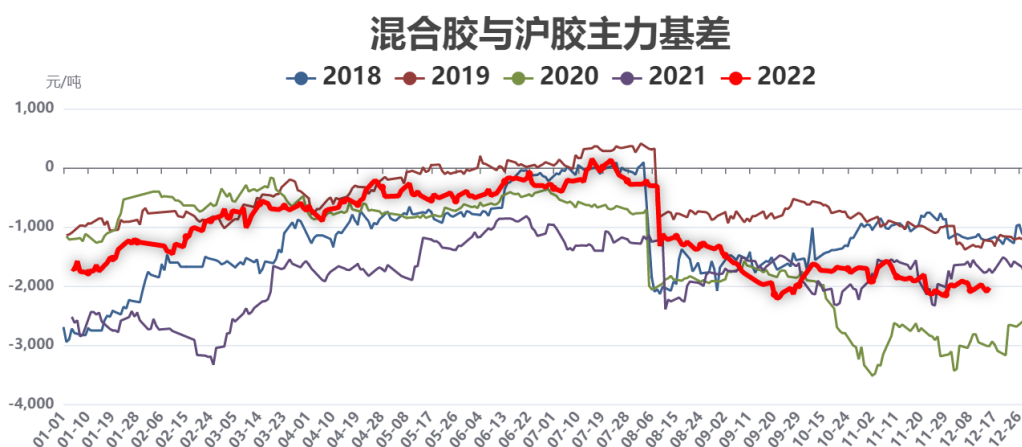
据对产区的了解，以及市场的监测，由于今年乳胶需求急转直下，类同去年乳胶分流全乳原料的情况已经大大减轻，并且因为盘面有升水，进而生产全乳的积极性比较高。

11 月底 12 月初云南西双版纳地区全面停割，周内原料胶块价格区间稳定。伴随天气转凉早晚温差大导致胶水干含下滑，11 月上旬末部分乳胶厂停止收购原料；下旬起云南西双版纳部分产区已陆续进入停割期，11 月底版纳产区全面停割，年内胶水供应结束。胶块供

应充裕，胶厂原料储备充裕，以生产轮胎胶为主。全乳胶的供应紧张，令 RU2301 合约的接货逻辑也在年底增强，并且令价差结构形成 BACK。

3.3 基差与价格勾对分析

图 28 沪胶主力与混合胶基差图



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

可以根据基差来判断盘面的下跌空间。因为橡胶期现货是正向市场结构，也就是期货长期升水现货，如果基差趋近 0 轴，也就是期现货平水，一般给出的是期货底部信号，年内基差先大幅扩大，盘面高位回落，此后下半年基差处于扁平化，期货价格形成震荡整理。接下来以基差极值来判断沪胶价格的相对位置，相应的如果再收窄，沪胶底部做多的安全边际会越高。

可见 22 年基差呈现再度拉大，这可能令 23 年年初的橡胶上涨高度承压，进而也需要关注 23 年上半年的基差回归逻辑。

图 29 基差与沪胶价格的相对关系



数据来源：齐盛期货

基差空间其实代表的就是套利利润，与盘面价格形成明显的相对关系，勾对起来，我们能够通过基差绝对值来判断盘面价格是处于高低价格区域，并且可以分析套利成本和博弈利润的空间。

基差扩大也预示套利盘加仓进场，买现卖期锁定现货利润，从而对于期货市场来说是较大的抛压。而基差收窄后，有利于价格触底反弹。但是价格上涨后，必然会刺激明年的增仓，这对明年的价格高点形成较大压力，由此判断高点在中短期很难突破 15000 元/吨，加上对与烟片胶价差的判断，沪胶如果收窄与烟片胶价差，则带来的顶部压力会更大，将给出顶部反转的信号。

图 30 沪胶主力与烟片胶基差图



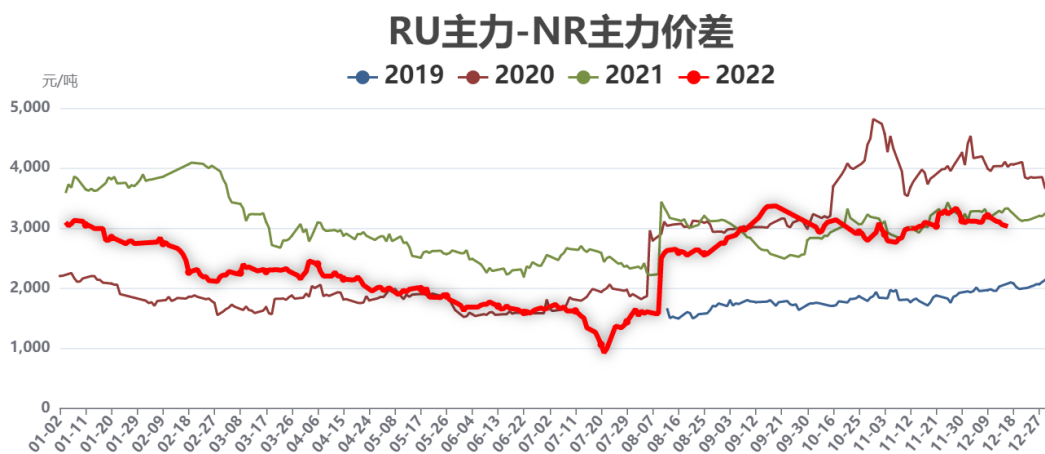
数据来源：卓创资讯、齐盛期货

烟片胶的价格往往代表着沪胶价格上边际。但是近年来的烟片基差的指标作用却在降低。因此接下来该指标的指导性主要以参考绝对价值为主。实际应用中，依然以混合胶基差的应用更为准确。

3.4 RU-NR 价差分析

作为另一个上市品种 NR 合约来说，RU 与 NR 具有高联动性，不过两者的价差本质上就是期现基差，因此通过对于 RU-NR 价差的判断，可以得出比较好的套利机会。

图 31 RU-NR 价差季节性图



数据来源: wind、齐盛期货

从 RU-NR 价差来看，当前仍维持震荡走势，但是接下来要关注到 NR 的低位支撑，目前现货价格相对强，NR 对标的标胶现货和混合胶现货的基差都呈现收窄，也就是说，如果接下来两者价差收窄，适当可以关注 RU 的超跌机会，此外当前价差还处于扩大，因此可关注 RU-NR 价差的季节性做缩机会。

3.5 利润及价格上下边际

橡胶的极值主要通过三个指标去判断，原料胶水和杯胶价差，基差，沪胶和乳胶价差。

原料胶水和杯胶价差给出的成本支撑较强，因为胶水在品质上就是高于杯胶的，胶水价格升水杯胶是比较正常的，但两者价差也有边际。

图 32 原料胶水-杯胶价差图

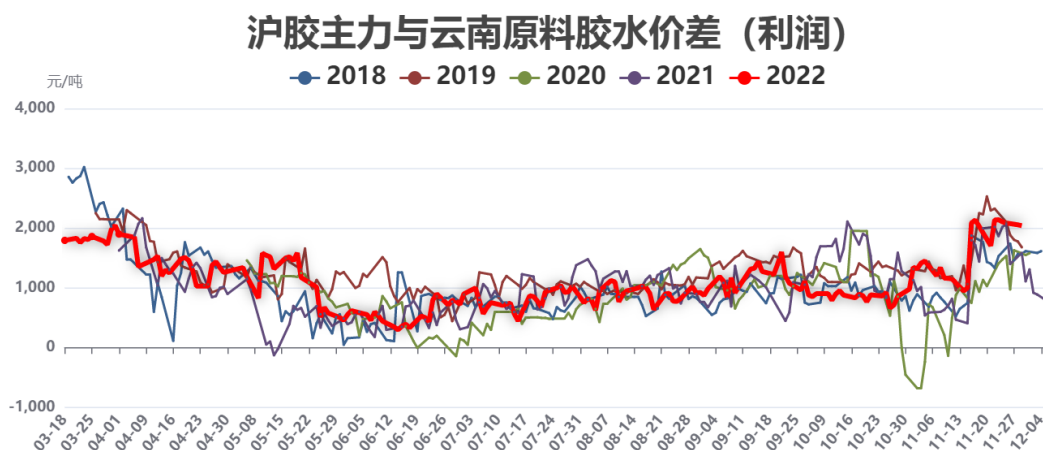


数据来源：卓创资讯、齐盛期货

胶水和杯胶是同时生产出来的，橡胶树在割胶收集胶水的同时，收胶杯中也会自然凝固一部分胶水，形成杯胶。杯胶杂质含量多，因此是最便宜的原料。当胶水价格和杯胶价格接近平时，根据价格位置判断，一种情况是胶水价格过低，这一般表明价格处于阶段低位位置，给出底部做多信号；另一种情况是杯胶价格过高，表明价格处于阶段高位位置，给出高位止盈或者做空信号。此外如果胶水升水杯胶过高，也是一个价格顶部的信号。

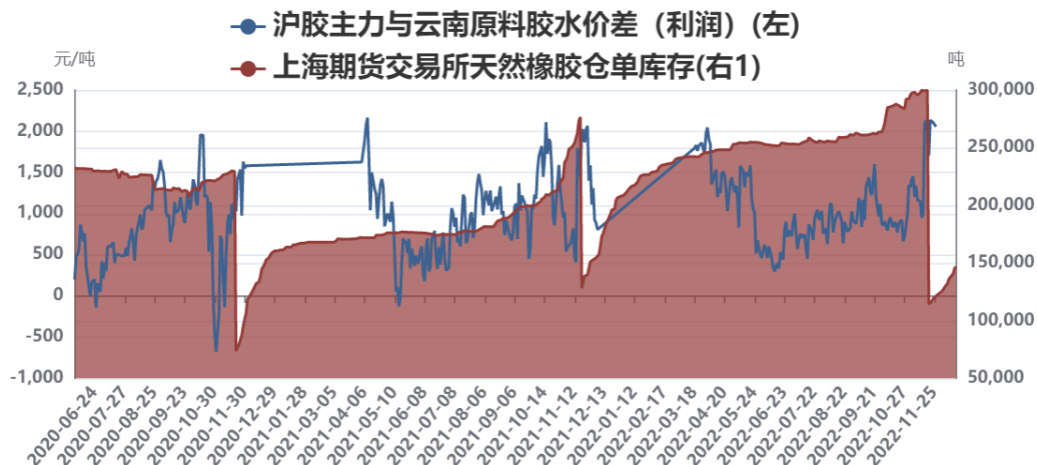
同时，通过对于交割利润的分析，可以大概对应上仓单库存的增长，进而对于沪胶的交割压力有所判断，对于沪胶上行阻力有量化上的确定性。

图 33 沪胶主力与云南胶水价差



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

图 34 利润与仓单库存的关系图



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

从图中可以看出，云南原料胶水对盘面的利润，对仓单库存的量有相对的指导意义，并且有一定的领先性。利润高企时刻，仓单库存均处于增长前期。如果现在利润降至低位甚至为负，那么仓单库存增长就会受限。因此在当前利润相对尚可的情况下，仓单库存仍有增量可能，将对价格产生显著压力。

第四章 模拟交易回顾与总结

4.1 模拟交易回顾

	策略编号	状态	开始日期	结束日期	产品	策略类型	合约	方向	开仓点位
1	天然橡胶20221202-910	跟踪	2022-12-02		天然橡胶	单边	RU2305	买入	13110
2	天然橡胶20221114-885	终止	2022-11-14	2022-11-21	天然橡胶	单边	RU2305	买入	12650
3	天然橡胶20220919-815	终止	2022-09-19	2022-10-24	天然橡胶	单边	RU2301	买入	13020
4	天然橡胶20220628-710	终止	2022-06-28	2022-07-05	天然橡胶	单边	RU2209	买入	12865
5	天然橡胶20220510-644	终止	2022-05-10	2022-06-07	天然橡胶	单边	RU2209	买入	13116.6667
6	天然橡胶20220221-545	终止	2022-02-21	2022-03-22	天然橡胶	套利	RU2205-NR2205	卖出	2240
7	天然橡胶20220207-528	终止	2022-02-07	2022-02-18	天然橡胶	单边	RU2205	买入	14700
8	天然橡胶20220112-511	终止	2022-01-12	2022-01-18	天然橡胶	单边	RU2205	买入	14900

2022 年天然橡胶模拟交易策略以买入为主，总体为亏损，主要亏损原因有以下三点：

①RU-NR 价差策略因 NR 连续主力换月，损失换月价差，虽然行情最终兑现了逻辑，但

是 NR 换月的总体亏损未能覆盖。

②RU 单边做多的扛单时间过长，短线实现盈利后未能及时止盈，直到扛单到亏损，并且亏损后止损保护没有做好。

③交易战术有问题，对于交易方向上形成执念，并多依靠外部及客观原因，忽略了技术指标的应用。

4.2 总结及改进

①加强对于持仓结构的分析，橡胶很明显是长期空头控盘的品种，在空头控盘的节奏下，不能急于去抄底，并且短线反弹拉升后要及时止盈落袋。并且技术形态与持仓结构要相互配合，空头控盘且价格下行，表明下降趋势很坚定。

②加强对于技术分析的学习和应用。主动去适应行情，主动适应波动反复的操作策略，当前适合的就是短线快进快出，基本面与盘面产生的背离，首先应当相信盘面。

K 线是人，均线是路。价格在无方向的反复震荡中，均线会粘合；反过来理解，均线粘合说明价格必然处于无方向的震荡中。均线粘合的情况下，高度关注单根 K 线的突破形态，并根据接下来的 K 线走势，顺应均线方向操作。

技术形态包含一切基本面信息，一定要顺大势。波段策略上，小周期看长期均线，大周期看短期均线。

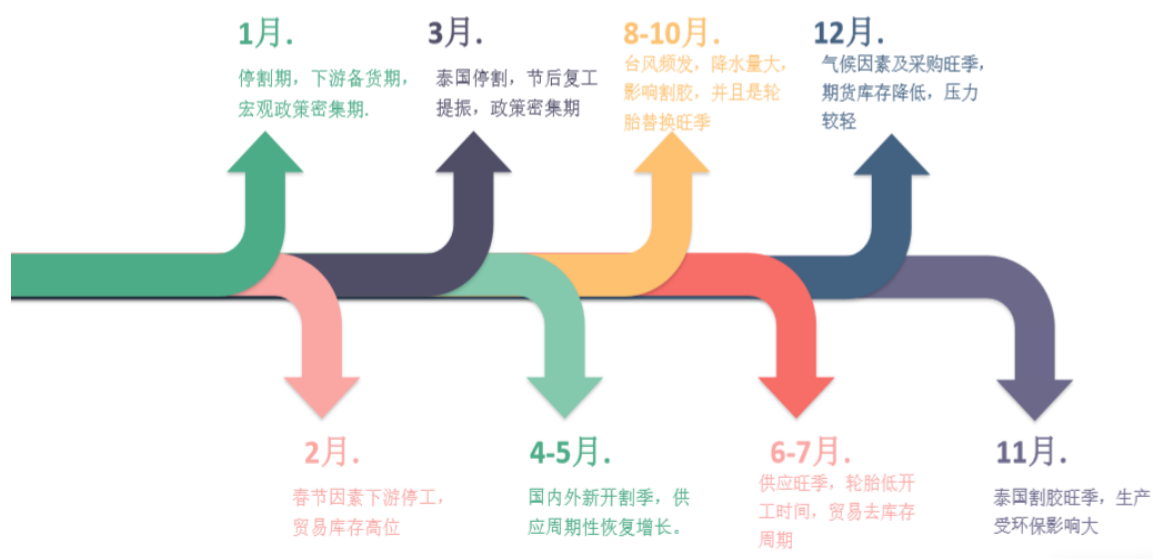
③减少无谓和冲动交易，在指标信号与量价配合确认后，加大仓位去交易。

历史会重演，印证历史的方式就对比历史的基本面数据。对比往年的走势和价差规律，能够总结出现阶段市场运行的边际在哪里。最重要的就是标品基差和非标基差，仓单库存的同期变化。

资金管理：提高仓位。小仓位只能博弈左侧转势，在确定性的短线机会下，仓位要适度增大，这样比较好做到盈利目标止盈。小仓位去做反而更容易让自己陷入拿大趋势的执念，真有大趋势，仓位小了也不赚钱。

第五章 2023 年天胶策略展望

逻辑策略展望



从供需时间轴上来看，橡胶价格也有其明显的周期性，一般来说影响价格的最主要矛盾会在供应上体现，因此在供应增长季节中，价格下跌的可能性最大，而在容易发生自然灾害的月份，如春节干旱和雨季，对产量会产生较大影响，因此供应问题会决定价格的底部，供应出现问题将影响供需结构，带来结构性上涨行情。

需求对价格的季节性影响并不十分明显，但春节前和年末的需求旺季，对于天胶行情有较大的支撑作用。但需求如果增长有限，则对价格有压制作用，因此需求问题会决定价格的顶部。

对于 2023 年的橡胶价格预期，基本以震荡思路对待，但相比 2022 年，如果不出现超预期的事件发生，预计波动范围将缩小。预计 2023 年天然橡胶期货主力合约价格运行区间或在 12000-15000 元/吨。供需两端的矛盾主要集中在供应和需求的增速差的问题上，也就是供应增长快于需求增长的矛盾，以及警惕自然灾害的风险。

因此基于本篇年报的结论和需要关注的未来时间节点和供需、价差、库存的监控指标，我们认为天然橡胶价格现在处于底部巩固抬升，蓄势向上的时间段，未来 2023 年整体操作思路基本以震荡为主。行情启动的三个条件：高持仓+低价格+有故事，当前看基本面供需结构依然偏弱，主要受短期政策刺激和突发气候灾害带来的结构性行情。在没有“好故事”的情况下，高持仓+低价格中以震荡操作为主。

➤ 风险提示：

利空：中美贸易关系紧张，宏观经济恶化风险；

利多：国内宏观刺激、汽车消费政策，泰国保价政策，产区气候灾害。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。