

行路难，今安在？

核心观点：

橡胶在今年遇到了很多黑天鹅事件，5 月初大张旗鼓的收储消息，7 月初来势汹汹的打击套利盘，7 月底悄无声息的收储落地，8 月底猝不及防的一个涨停板，橡胶好像逐渐变成了一个被资金多配的品种，但年内偏空的基本面即使遇上强厄尔尼诺大概也难以被逆转。四季度下游需求主要依靠外贸支撑预计持稳，供给端成为了拥有定价权的一方，10 月海外原料能否正常上量可能是决定今年国内高库存问题能否解决的关键。在浅色胶累库，深色胶去库的趋势下，虽然明年的交割品预计增量较多，但还有年末收储预期和厄尔尼诺的不确定性存在，主力合约 RU2401 的走势很难定性，但深浅价差走缩的预期相对清晰。

我们对橡胶四季度策略如下：

谨慎做空 RU2401 合约，可直接布局 RU2405 合约，或者在 10 月进行 11-1 反套，以及 RU-NR 反套。

南华研究院 大宗商品研究中心

戴一帆 Z0015428

daiyifan@nawaa.com

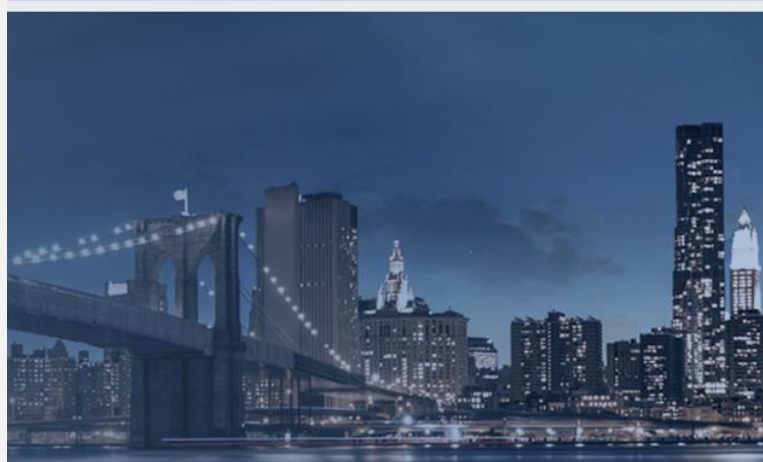
江 雪 F03118536

jiangxue@nawaa.com

电 话：

0571-81727107

0571-89727506



目录

章节

1. 定价权在供给端.....	1
2. 预计持稳的需求端.....	11
3. 高库存年内难以解决	22
4. 观点与策略.....	25

目录

图表

图 1.1: 2023 年 9 月为强厄尔尼诺	1
图 1.2: 厄尔尼诺指数预测	2
图 1.3: 厄尔尼诺对全球天然橡胶年产量的影响	2
图 1.4: 厄尔尼诺与 ANRPC 当月产量同比	3
图 1.5: 厄尔尼诺与 ANRPC 累计产量同比	3
图 1.6: 厄尔尼诺对 RU 主力走势的影响	4
图 1.7: 泰国胶水价格	5
图 1.8: 泰国杯胶价格	5
图 1.9: 历史收储期间 RU 主力走势	6
图 1.10: 历史收储情况	7
图 1.11: RU 期货库存	8
图 1.12: 云南胶水价格	8
图 1.13: 云南全乳理论交割理论	9
图 1.14: 海南胶水制全乳-制浓乳价差	9
图 1.15: 海南全乳理论交割理论	10
图 2.1: 国内全钢胎开工率	11
图 2.2: 国内半钢胎开工率	12
图 2.3: 汽车经销商库存系数	12
图 2.4: 国内重卡销量	13
图 2.5: 国内挖掘机销量	13

图 2.6: 中国制造业 PMI.....	14
图 2.7: 中国房地产开发投资累计完成额.....	14
图 2.8: 中国固定资产投资累计完成额.....	15
图 2.9: 泰标-泰混价差	16
图 2.10: 印标 FOB-sicom 主力价差	16
图 2.11: 新的充气橡胶轮胎出口数量.....	17
图 2.12: 新的充气橡胶轮胎出口金额（美元计价）	18
图 2.13: 美元兑人民币汇率	18
图 2.14: 国内半钢胎出口数量	19
图 2.15: 国内全钢胎出口数量	19
图 2.16: 美国制造业 PMI: 新订单.....	20
图 2.17: 欧元区制造业 PMI & 消费者信心指数.....	20
图 2.18: 俄罗斯制造业 PMI	21
图 2.19: 一带一路贸易额指数	21
图 3.1: 国内社会库存	22
图 3.2: 国内深色胶库存.....	23
图 3.3: 青岛一般贸易库存	23
图 3.4: 国内浅色胶库存.....	24
图 3.5: 越南 3L 库存.....	24
图 4.1: 11-1 价差.....	25
图 4.2: RU 主力-NR 主力价差.....	26
图 4.3: 近期 NR 盘面结构	27

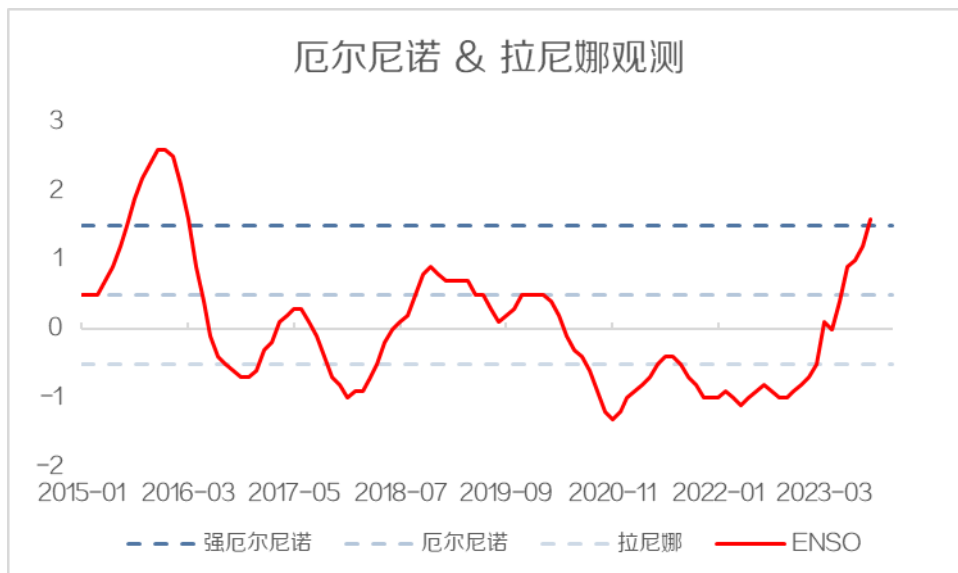
1. 定价权在供给端

橡胶在今年遇到了很多黑天鹅事件，5月初大张旗鼓的收储消息，7月初来势汹汹的打击套利盘，7月底悄无声息的收储落地，8月底猝不及防的一个涨停板，橡胶好像逐渐变成了一个被资金多配的品种，但年内偏空的基本面即使遇上强厄尔尼诺大概也难以被逆转。三季度8月、9月由于强厄尔尼诺现象的出现，以及国内套利盘过于看空乳胶需求，导致海外原料上量不畅，叠加国内乳胶阶段性供需缺口，又有新品种合成胶率先涨停的推动，橡胶也出现了罕见的涨停板。即使这并非是基本面供需结构逆转的拐点，海内外原料价格、现货价格大幅跟涨盘面，也说明了定价权现在属于供给端。

1.1 强厄尔尼诺 - 从 2023 年 9 月预计持续到 2024 年 5 月

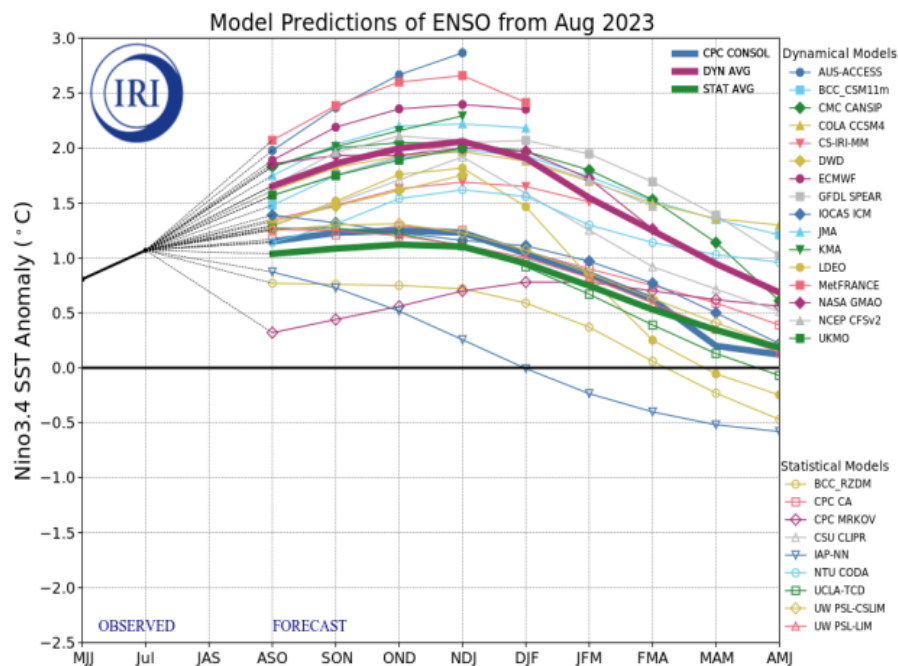
厄尔尼诺是所有农作物都很关注的一种气候现象，对于橡胶产区而言，可能会造成严重的干旱或者多雨现象，从而减少橡胶的供给。但由于橡胶供给弹性相对较大，目前潜在产量与实际产量之间仍存在较大缺口，对历史上出现过厄尔尼诺的年份进行复盘，可以看到基本只有在 ENSO 指数达到 1.5，也就是出现强厄尔尼诺现象的时候，当年的橡胶产量才有可能减少。从今年 9 月份的 ENSO 指数和世界气象组织的预测来看，强厄尔尼诺现象已经出现，9月noaa公布的ENSO指数已经达到1.6，且目前预计强厄尔尼诺现象可能持续到2024年5月。

图 1.1: 2023 年 9 月为强厄尔尼诺



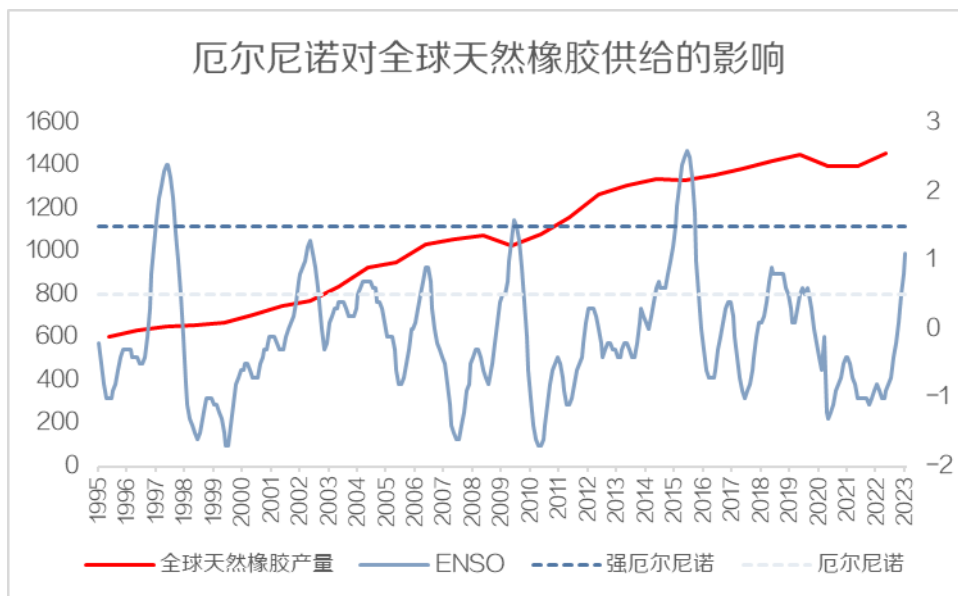
资料来源: noaa、南华研究

图 1.2: 厄尔尼诺指数预测



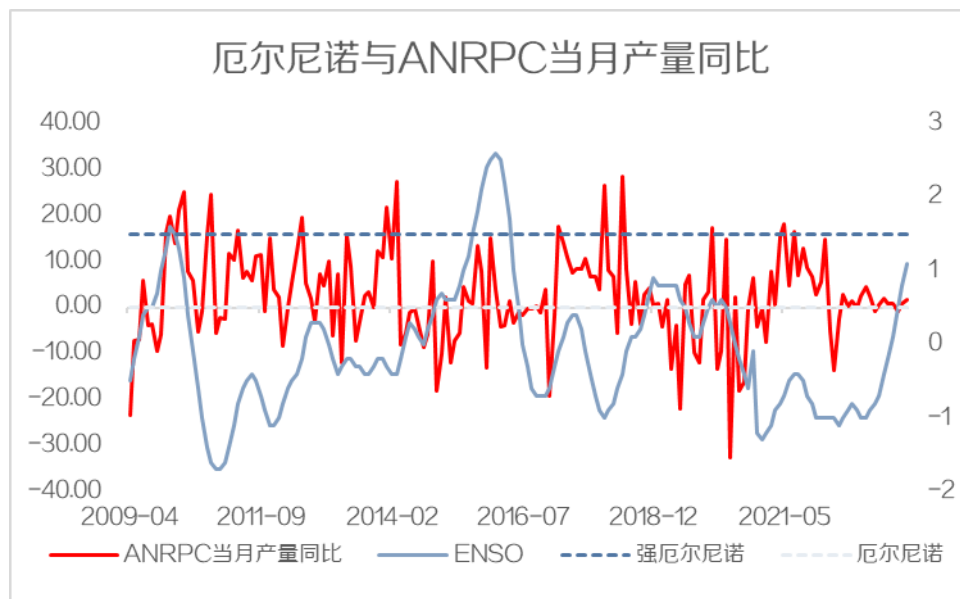
资料来源: noaa、南华研究

图 1.3: 厄尔尼诺对全球天然橡胶年产量的影响



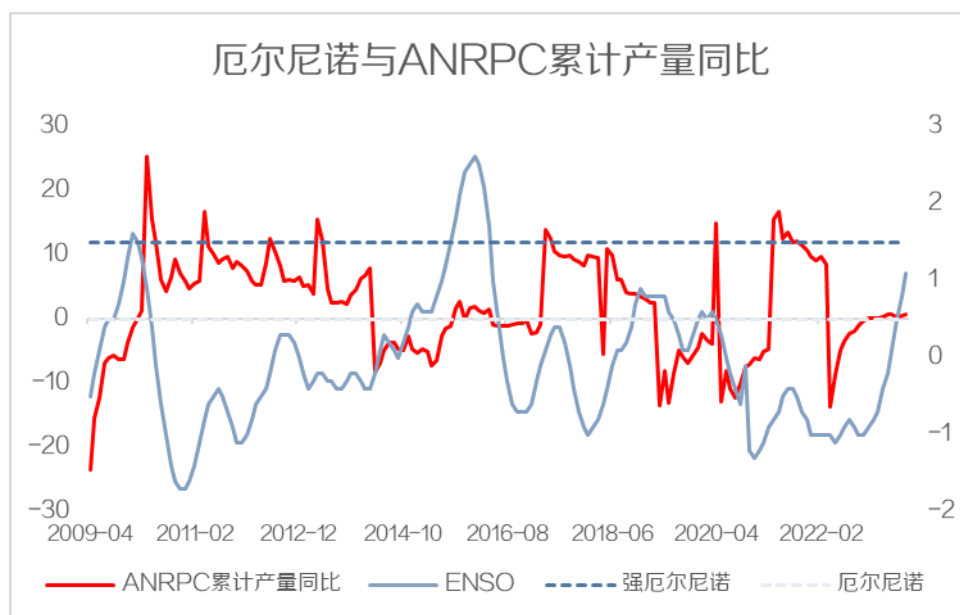
资料来源: 钢联、南华研究

图 1.4: 厄尔尼诺与 ANRPC 当月产量同比



资料来源：钢联、南华研究

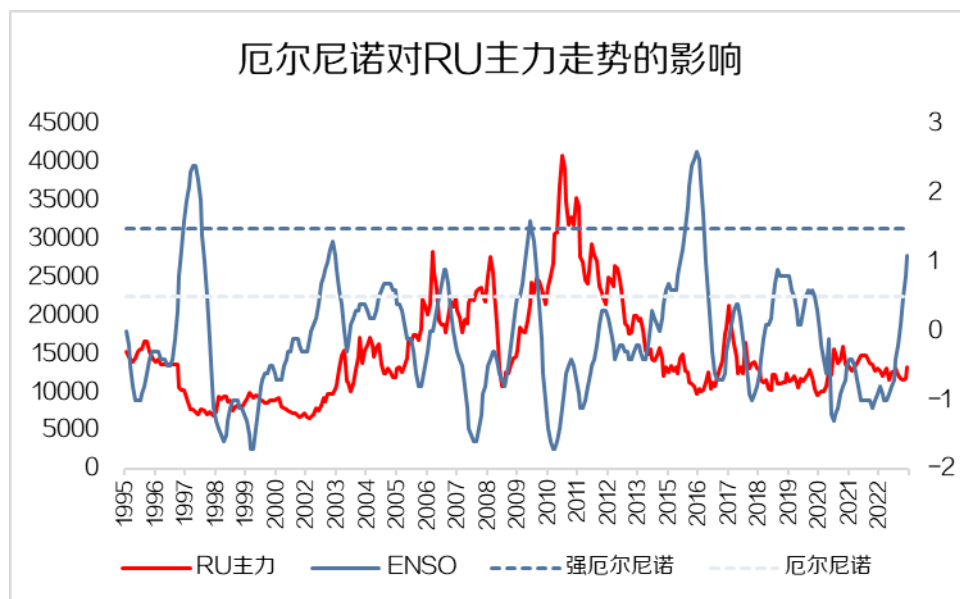
图 1.5: 厄尔尼诺与 ANRPC 累计产量同比



资料来源：钢联、南华研究

从厄尔尼诺和RU主力走势的关系来看，在出现厄尔尼诺现象的年份，盘面并没有出现中长期的上行趋势，反而以下行为主，由此可见，**盘面的中长期走势取决于基本面的供需缺口。**

图 1.6: 厄尔尼诺对 RU 主力走势的影响

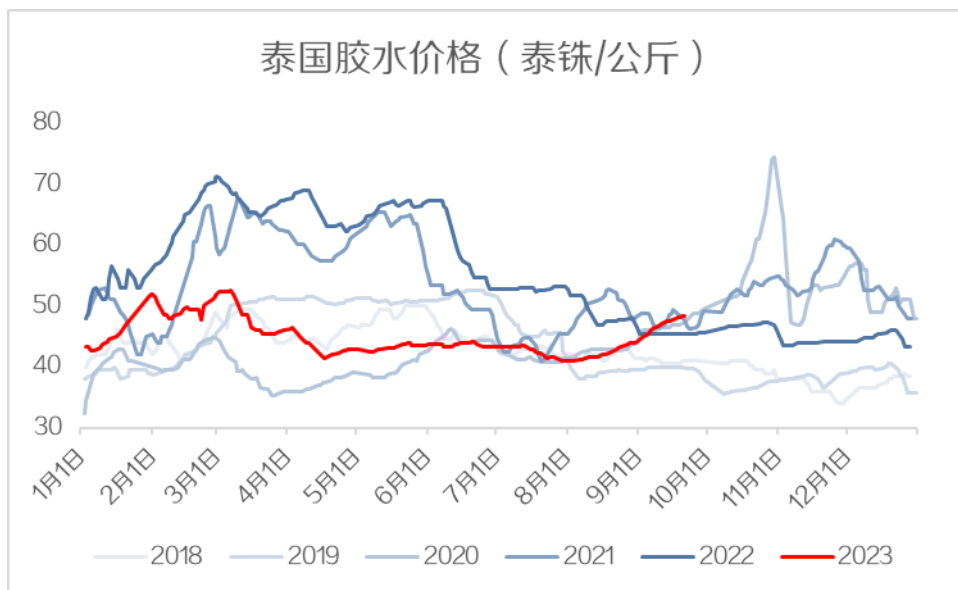


资料来源: Wind、南华研究

1.2 泰国原料供给 - 10 月能否上量决定年内供给

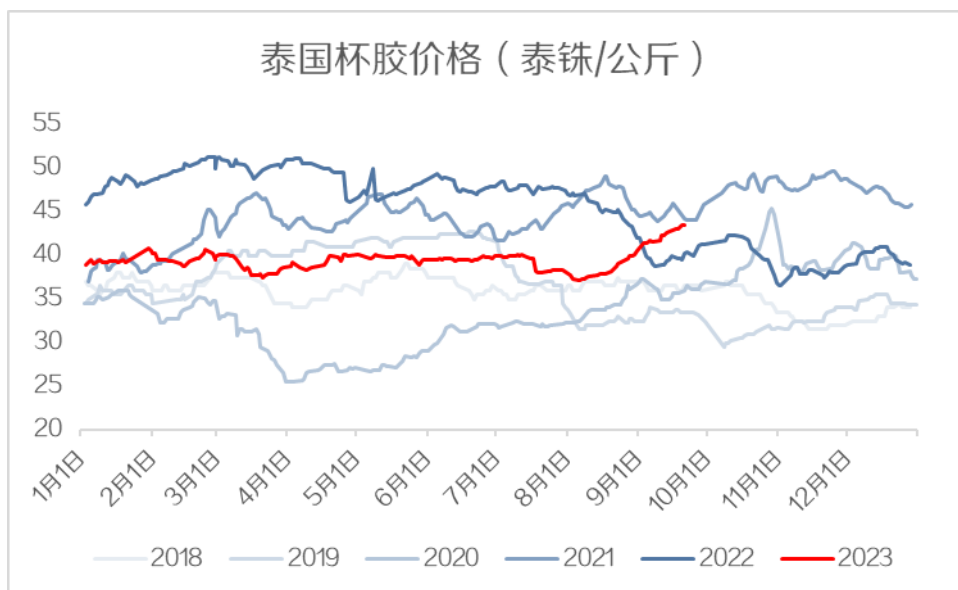
由于强厄尔尼诺现象的出现，泰国原料产出在8月、9月受到较大影响，进口的泰国橡胶到港在8月开始减少，9月到港仍然较少，且泰国南部原料紧缺，东北部较南部情况要好，泰国整体原料低于正常季节性产量。8月底的一个涨停板带动现货价格上涨，工厂大量出售远月，但**产量缺口能否补上，季节性高产的10月、11月很关键**，10月能否上量可能决定年内供给。

图 1.7: 泰国胶水价格



资料来源: qinrex、南华研究

图 1.8: 泰国杯胶价格



资料来源: qinrex、南华研究

1.3 收储 - 四季度仍有预期支撑 01 合约

RU目前处于一个年内的相对估值高位，在8月底的涨停板之后，三季度未能回落。7月底收储量较少，市场对于四季度仍有收储预期支撑，主力01合约更是一个偏多的合约。

上半年5月初开始的收储消息，对行情造成了很大影响，但最终落地在7月底却是悄无声息，实际收储数量远低于市场预期，可能四季度还将有年内的二次收储。上一次收储还是2014-2015年发生的，距离现在已有8年多的时间，收储的胶种以全乳胶为主，对国内整体供需关系不会造成很大影响。从往年收储期间的RU主力走势来看，收储并不能够提振盘面走出多头行情，真正走出上行趋势的是基本面的供需缺口。因此，**短期来看，收储消息在没落地之前能够提振盘面；中长期来看，基本面决定走势。**

图 1.9: 历史收储期间 RU 主力走势



资料来源: Wind、南华研究

图 1.10: 历史收储情况

	时间	胶种	预期数量	实际数量	价格
2009年	2-4月	全乳	每月1万吨	5.5万吨	14600
	4-10月			5.5万吨	13500-16500
2012年	10月26日	全乳、烟片	10万吨	2.2万吨	24600
	11月8日	全乳	不限量	3.7万吨	24600
				4.5万吨	期货月加权平均+300
2013年	10月29日	烟片	6万吨	5.4万吨	20200-21500
	11月12日	烟片	11.8万吨	4.2万吨	20342
	12月6日	全乳	8万吨	6.05万吨	19450
	12月16日	全乳	11.57万吨	4.59万吨	19700-20300
		烟片		4.13万吨	20800-21800
2014年	12月5日	全乳	20万吨	3.35万吨	12600
				3.6万吨	RU1501+1300
				5.9万吨	RU1503+1300
2023年	7-9月	仓单	10万吨	3.2万吨	RU2309:12300
收储合计			61.82万吨		

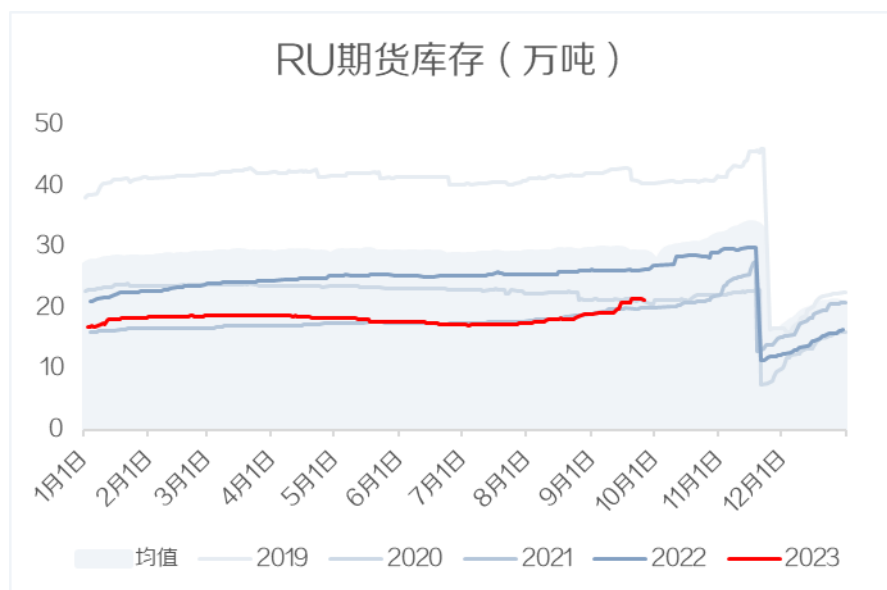
资料来源：Qinrex、南华研究

1.4 RU 交割品 - 今年产量预计增量较大

今年全乳原料没有乳胶需求的分流，除了8月中旬到9月中旬出现的乳胶阶段性供需缺口，导致原料制浓乳-制全乳价差小幅拉开，年内海南原料制浓乳-制全乳价差基本维持在0，云南也维持在0。从海南和云南的胶水价格，以及理论交割利润和目前新注册的RU仓单来看，**推测今年的RU交割品产量不会少，可能接近2021年的仓单数量。**

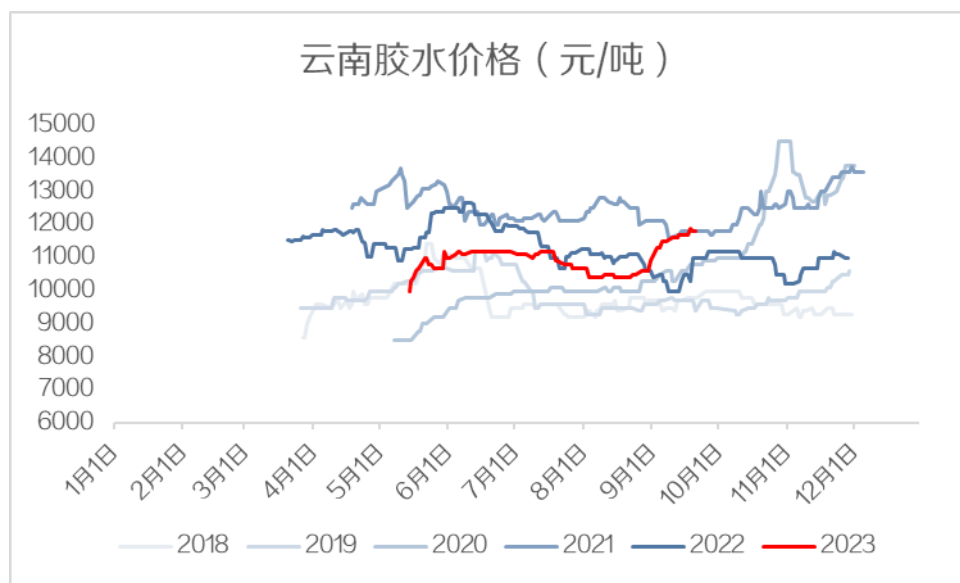
如果四季度的收储不收新胶的话，明年的仓单压力将比近两年要小。

图 1.11: RU 期货库存



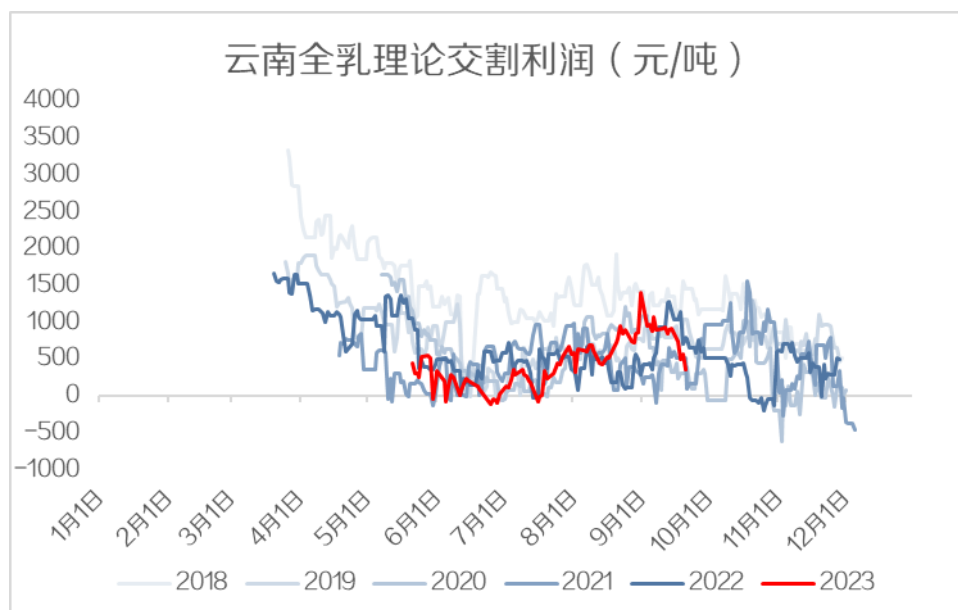
资料来源: Wind、南华研究

图 1.12: 云南胶水价格



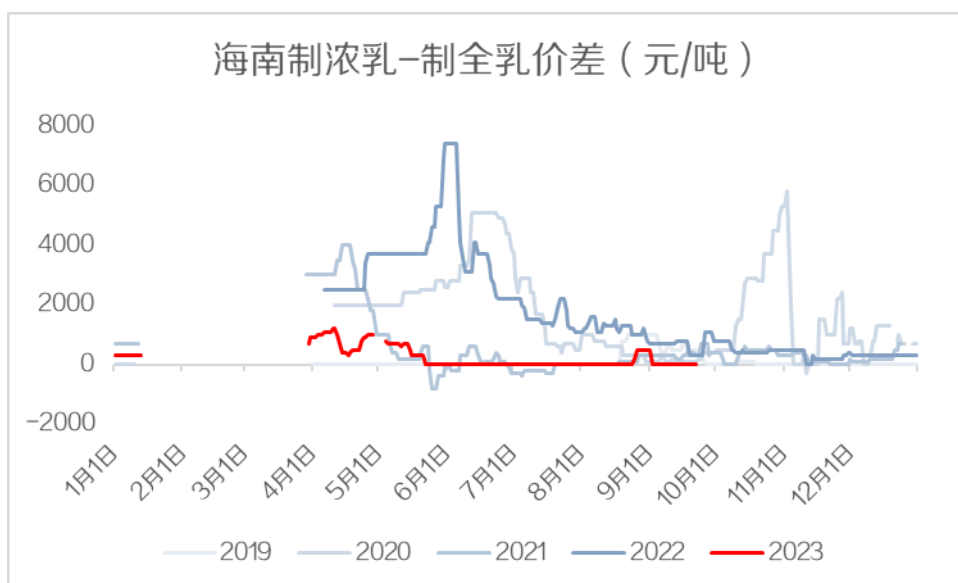
资料来源: Wind、南华研究

图 1.13: 云南全乳理论交割理论



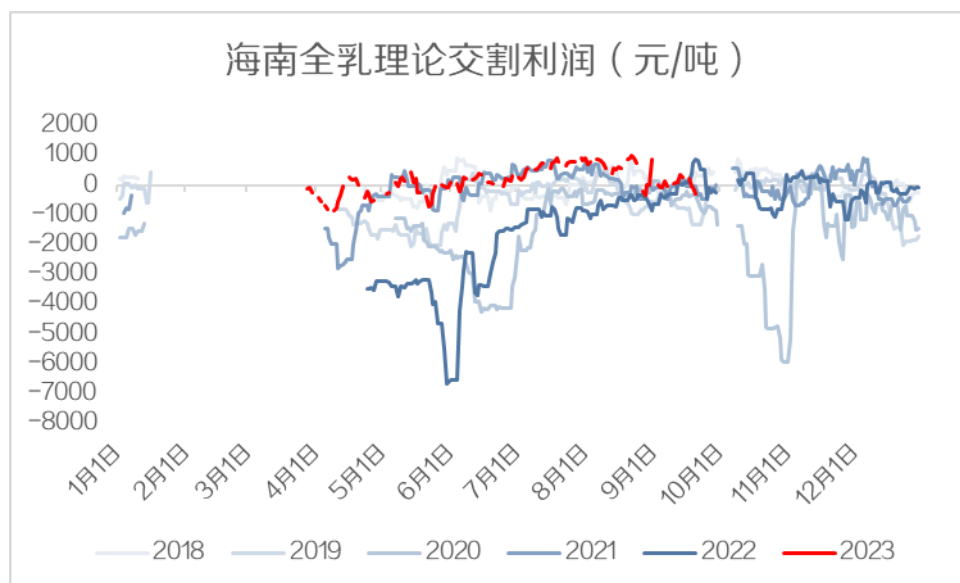
资料来源：南华研究

图 1.14: 海南胶水制全乳-制浓乳价差



资料来源：南华研究

图 1.15: 海南全乳理论交割理论



资料来源：南华研究

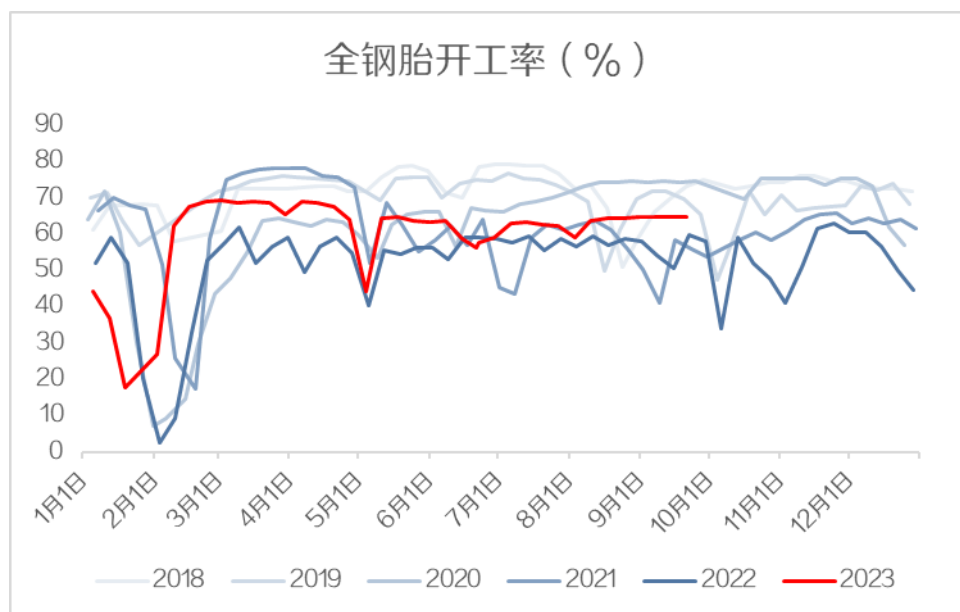
2. 预计持稳的需求端

今年已度过三个季度，海外需求并不像年初预期的那样差，国内需求也并没有年初预期的那么好，前三季度下游轮胎开工率整体较稳。国内橡胶下游的轮胎需求在今年3月份开始下滑，年内轮胎厂开工率始终依靠外贸订单支撑，全钢胎开工整体较弱，半钢胎开工整体较好。在经济弱复苏的大环境下，全球的轮胎需求并没有增加，只是海外的间接需求在转移，蛋糕的重新分配而已。

2.1 国内下游需求 - 主要依靠乘用车消费

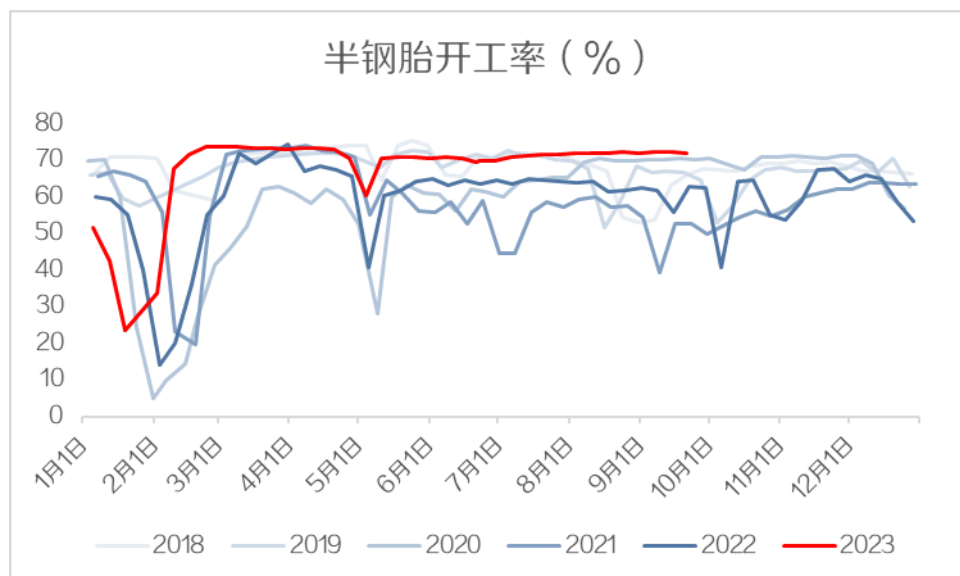
前三个季度，全钢胎开工率历史中性，半钢胎开工率历史高位。国内重卡销量处于近5年低位，国内疫情放开并没有预期中的需求复苏，汽车经销商库存整体中性，渠道囤货意愿较低，对后市缺乏信心，主动去库为主。

图 2.1：国内全钢胎开工率



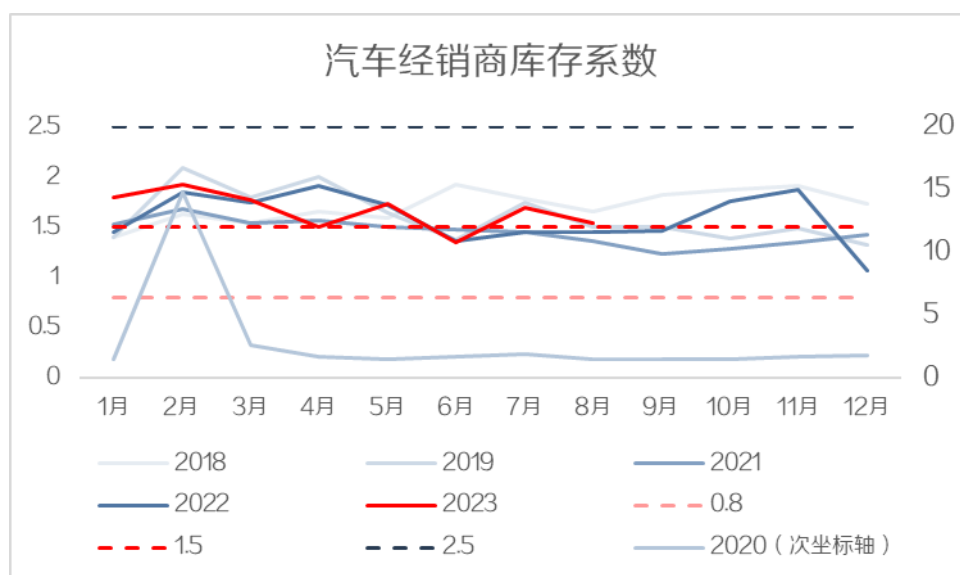
资料来源：钢联、南华研究

图 2.2：国内半钢胎开工率



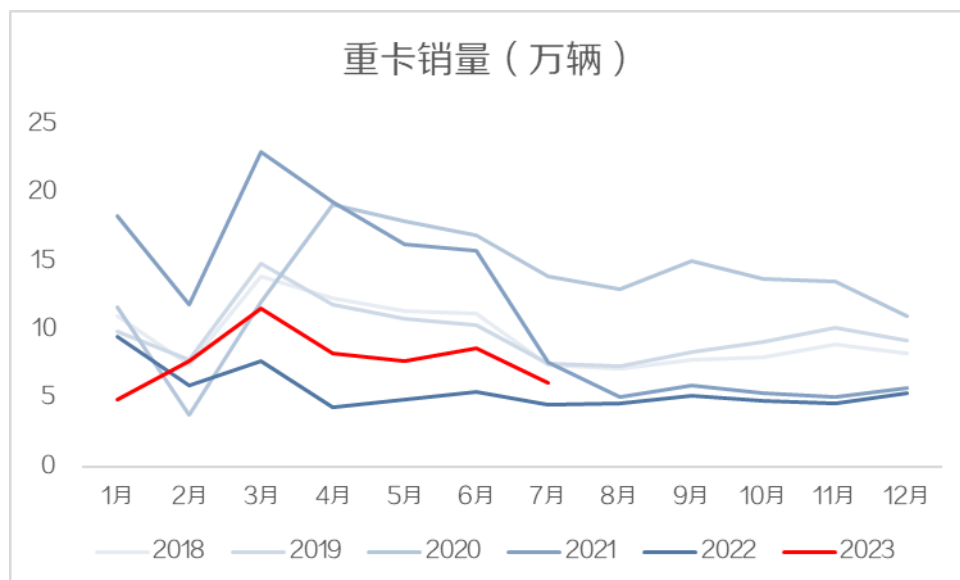
资料来源：钢联、南华研究

图 2.3：汽车经销商库存系数



资料来源：钢联、南华研究

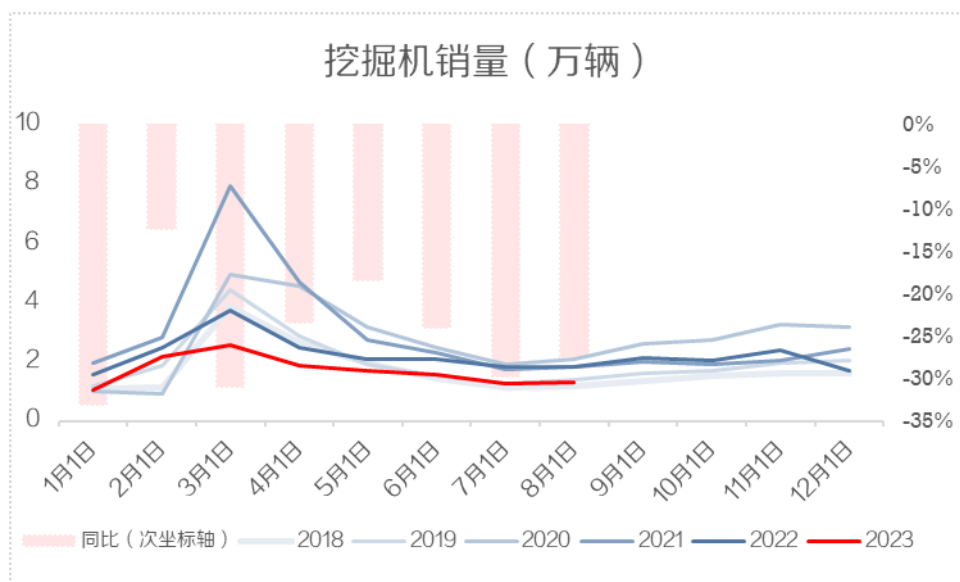
图 2.4: 国内重卡销量



资料来源：钢联、南华研究

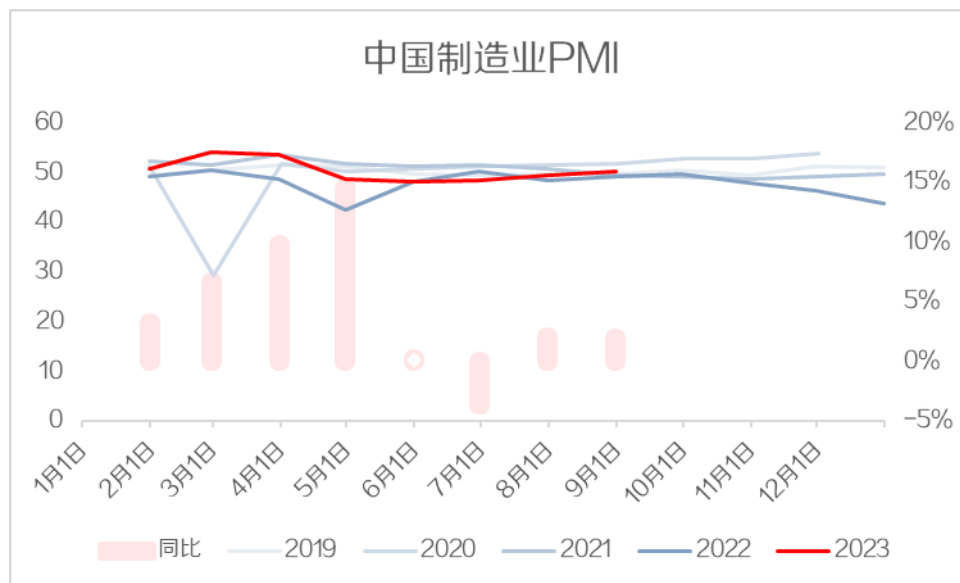
国内经济复苏不及预期，前三季度橡胶下游的领先性指标挖掘机销量处于近5年低位，地产、基建累计完成额同比为负，国内制造业PMI自7月底一揽子政策刺激后略有回升，**但国内消费信心始终不足，依靠房地产支撑经济的阶段或暂告一段落。**

图 2.5: 国内挖掘机销量



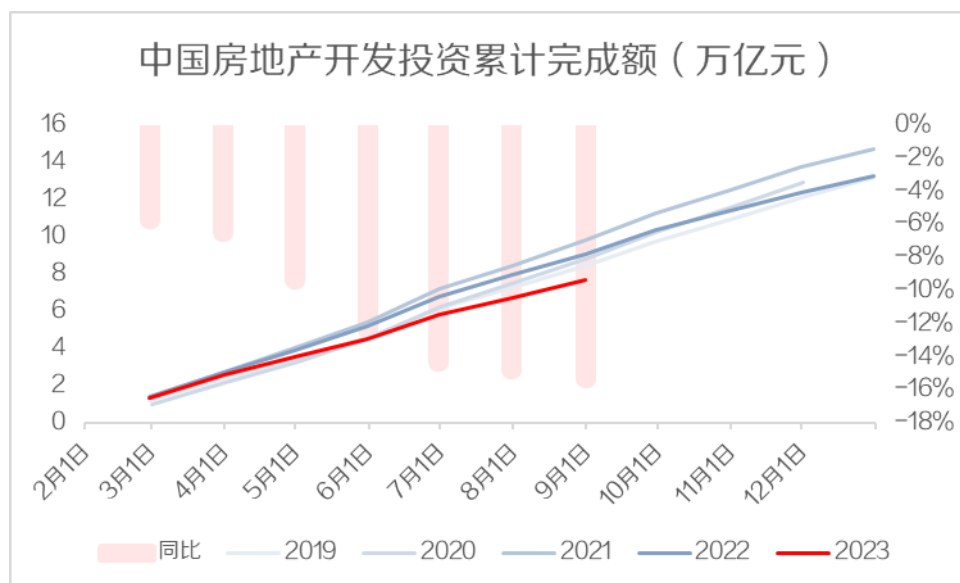
资料来源：Wind、南华研究

图 2.6：中国制造业 PMI



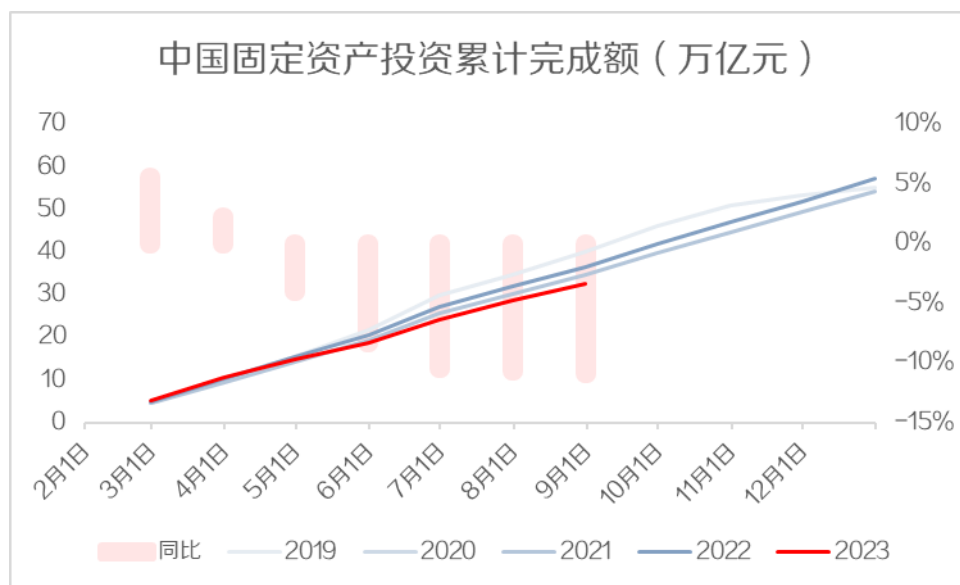
资料来源：Wind、南华研究

图 2.7：中国房地产开发投资累计完成额



资料来源：Wind、南华研究

图 2.8：中国固定资产投资累计完成额



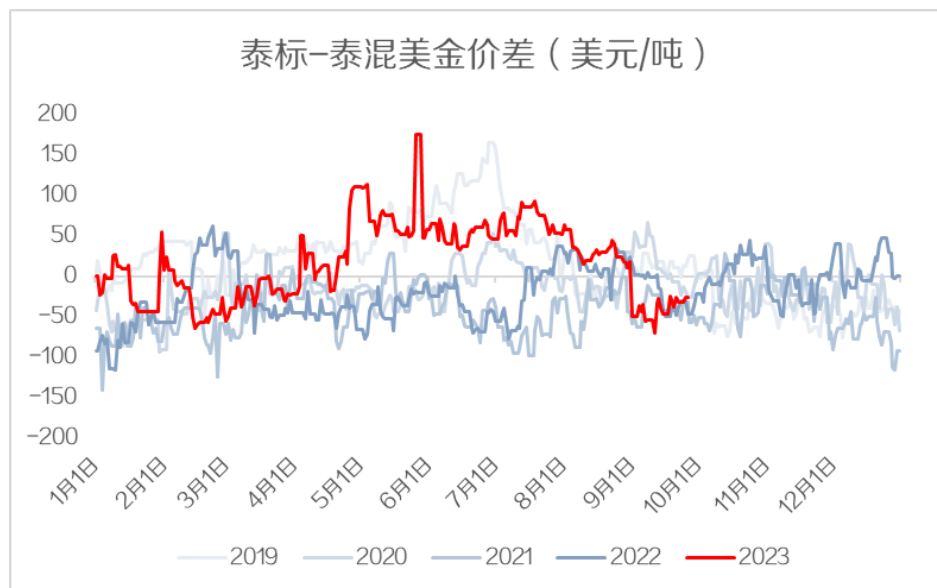
资料来源：Wind、南华研究

2.2 海外需求 - 大部分橡胶继续流入国内

2.2.1 海外直接需求

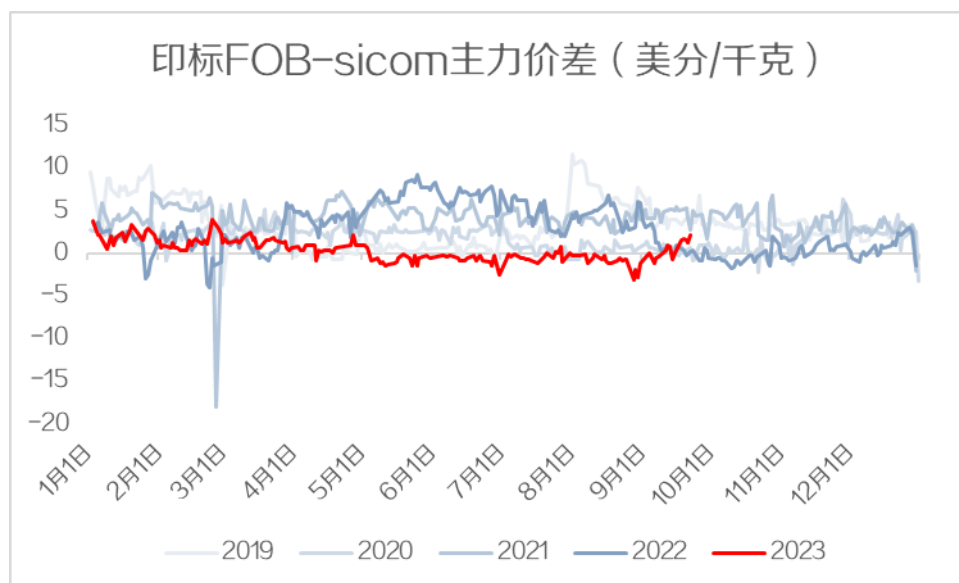
从印标fob-sicom主力价差来看，前三季度整体波动不大，9月印标fob升水sicom主力更多是因为上游原料供给紧缺导致，由此推测年内海外需求变化不大，可能处于主动去库阶段。从泰标-泰混价差来看，今年5月海外需求有所好转，当时有海外上游工厂回购较多美金胶的情况，但泰标主要卖国内市场，8月底盘面的涨停板使得国内用来套盘面的泰混价格紧跟盘面走高。在四季度国内套利需求增加以及海外需求平稳的情况下，**预期更多的橡胶将继续流入国内。**

图 2.9：泰标-泰混价差



资料来源：Wind、南华研究

图 2.10：印标 FOB-sicom 主力价差



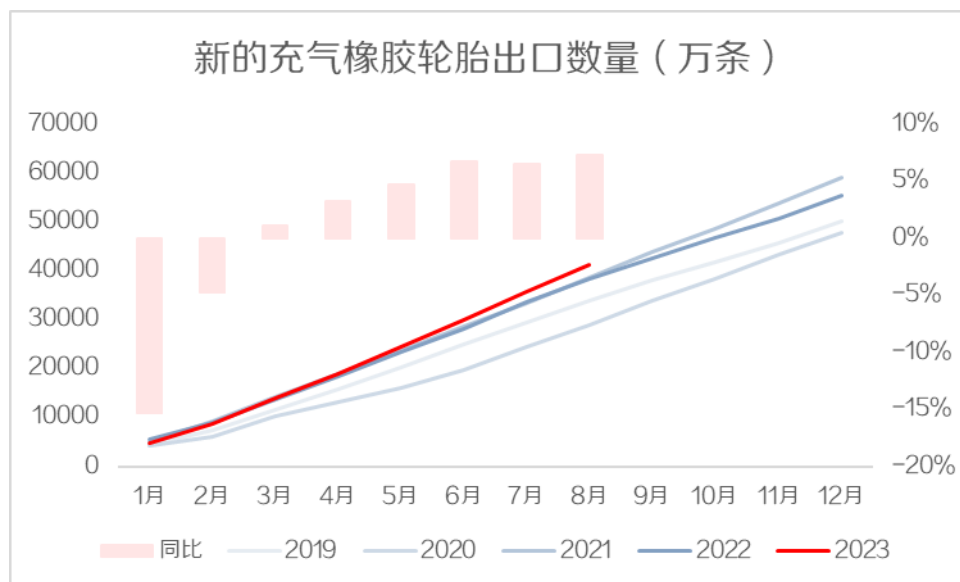
资料来源：qinrex、南华研究

2.2.2 海外间接需求

2023年1-8月国内累计出口新的充气橡胶轮胎41147万条，同比增幅7.29%；国内新的充气橡胶轮胎累计出口人民币金额997.06亿元，同比增幅18.65%；国内新的充气橡胶轮胎累计出口美元金额1433.36亿美元，同比增幅11.16%。同时，前三季度人民币兑美元汇率年内贬值幅度高达5.71%，主要是8月份人民币贬值幅度较大。从绝对数量上来看，国内出口的轮胎数量略有增幅；从金额上来看，国内出口受到汇

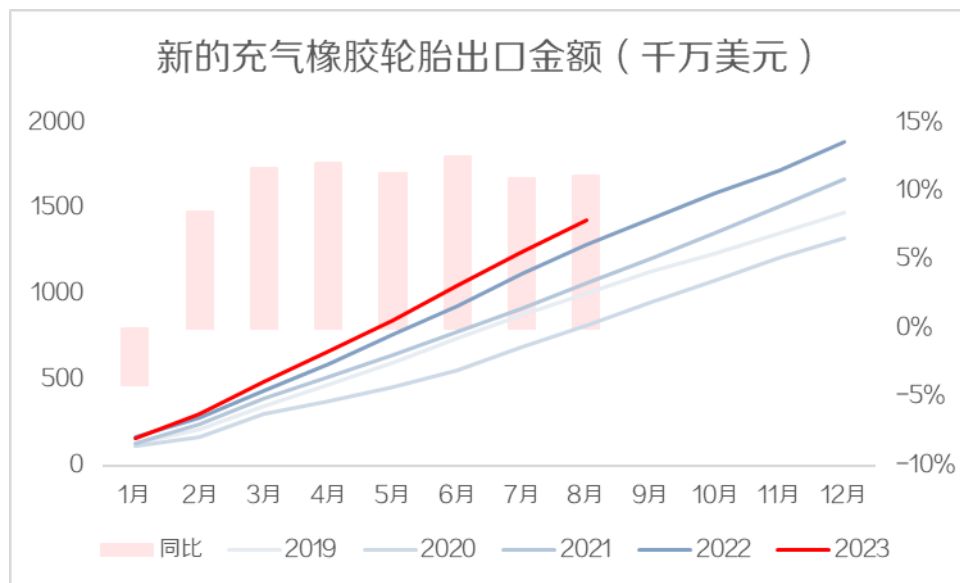
率贬值的影响较大，人民币贬值以及国内轮胎性价比较高的特点，吸引了更多有消费降级现象或产业结构改变的国家从我国进口轮胎。

图 2.11：新的充气橡胶轮胎出口数量



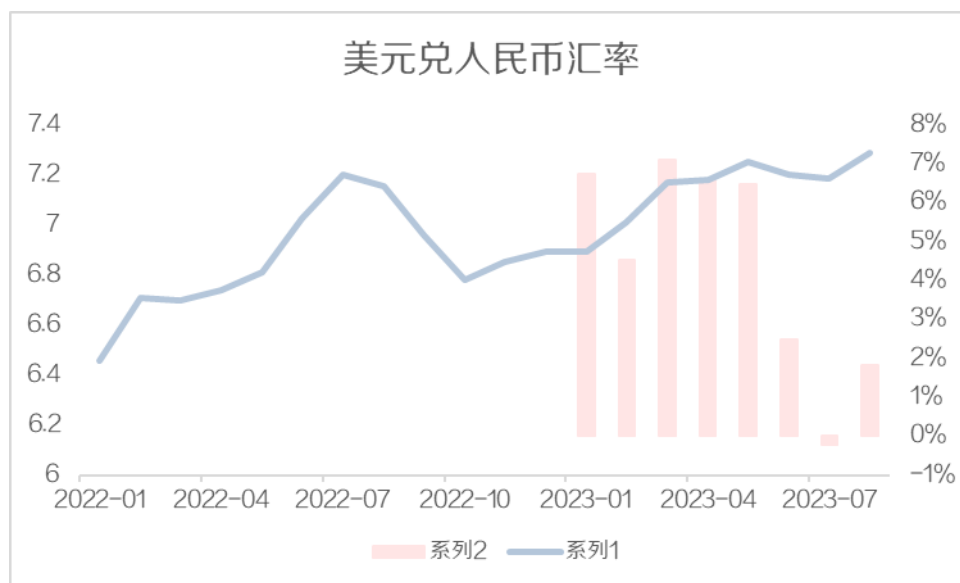
资料来源：钢联、南华研究

图 2.12: 新的充气橡胶轮胎出口金额 (美元计价)



资料来源：钢联、南华研究

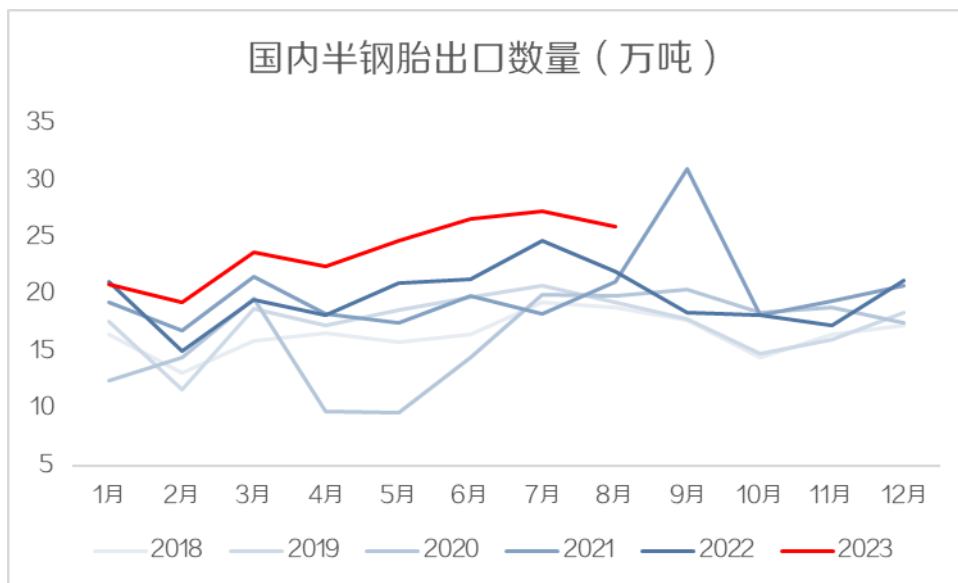
图 2.13: 美元兑人民币汇率



资料来源：钢联、南华研究

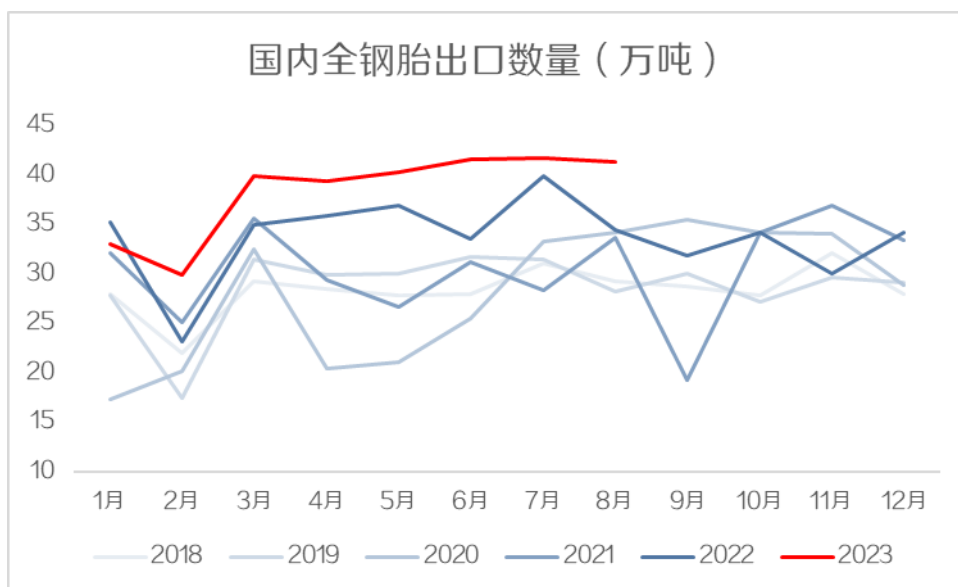
2023年前三季度国内累计半钢胎出口量191.14万吨，同比增幅17.32%；国内累计全钢胎出口量307.17万吨，同比增幅12.09%。由此可见，半钢胎出口增幅远高于全钢胎，而在国内外经济弱复苏的大环境下，**轮胎市场这个蛋糕没有增大，而是重新分割，从今年前三季度数据来看，年内外贸需求持续稳定。**

图 2.14: 国内半钢胎出口数量



资料来源：海关总署、南华研究

图 2.15: 国内全钢胎出口数量



资料来源：海关总署、南华研究

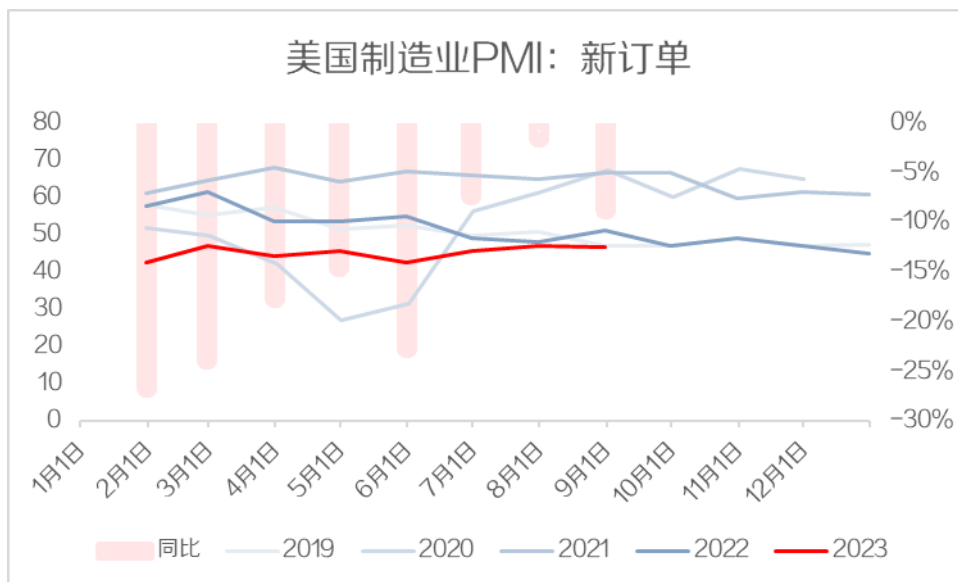
2.2.2.1 传统贸易伙伴需求预期

传统贸易伙伴以美国和欧盟为代表。

从美国制造业新订单指数来看，前三季度美国需求持稳，结合宏观形势预计四季度难见增量，制造业新订单PMI同比增幅年内持续为负，且处于近5年低位，叠加中美关系等各种影响因素，我国轮胎出口至美国的数量难见增量。

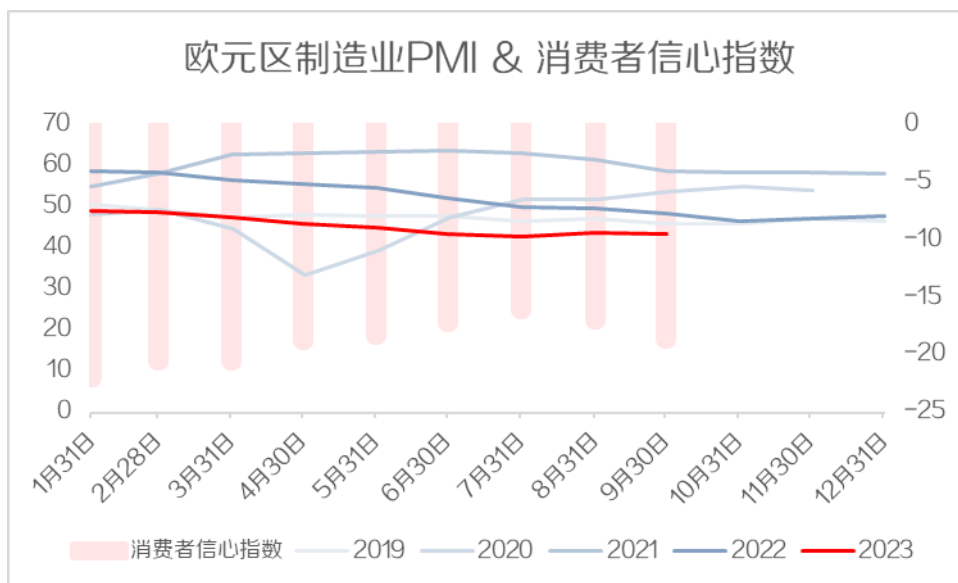
从欧盟制造业PMI与消费者信心指数来看，欧盟制造业PMI仍处于疲软状态，6月开始相对较稳，而消费者信心从7月开始再次转弱。消费者信心指数作为一个超前较多的领先性指标，预计四季度欧盟需求的可能继续走弱。也就是说，**以欧美为代表的传统贸易伙伴需求可能在今年四季度暂时无法出现好转。**

图 2.16: 美国制造业 PMI：新订单



资料来源：Wind、南华研究

图 2.17: 欧元区制造业 PMI & 消费者信心指数



资料来源：Wind、南华研究

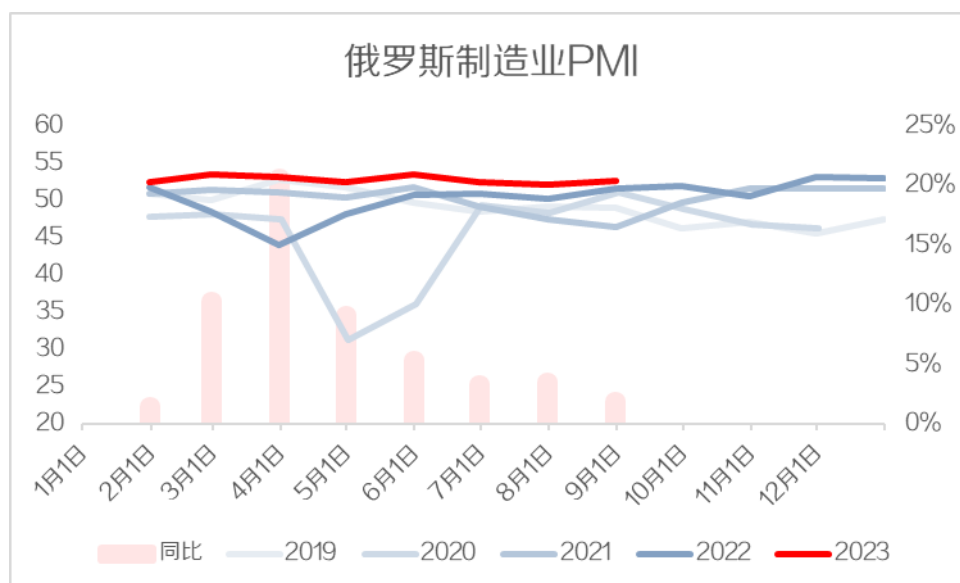
2.2.2.2 新兴贸易伙伴需求预期

新兴贸易伙伴以一带一路国家以及其中的俄罗斯为代表。

俄罗斯制造业PMI同比为正，且绝对值处于近5年高位，随着俄乌冲突逐渐弱化，俄罗斯的需求逐渐走稳。

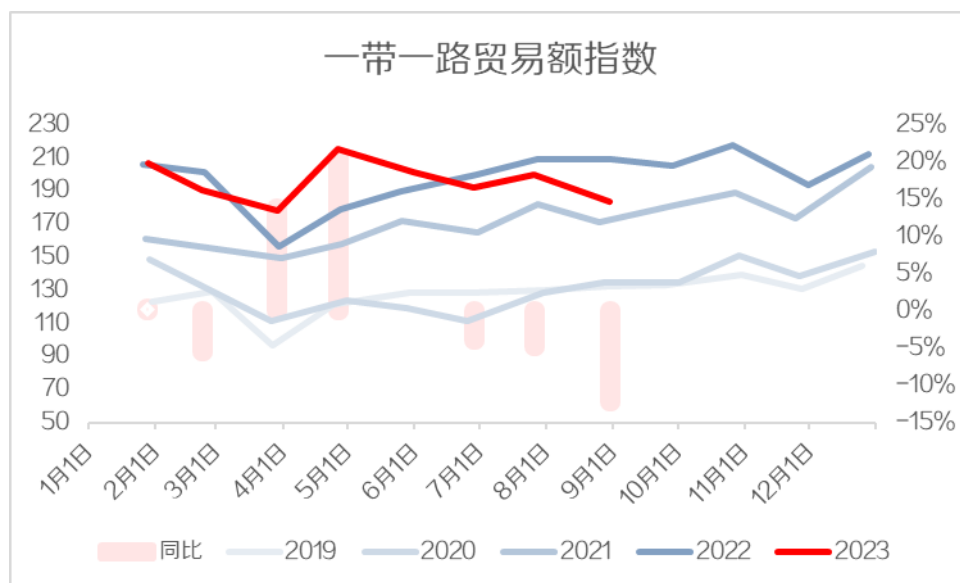
再看一带一路贸易额指数，虽然三季度较2022年有所回落，但仍高于过去几年，绝对值处于近5年高位。2022年该指数创历史新高的原因在于克服了上半年疫情反复和俄乌冲突等不利因素的影响。我国一直坚持与一带一路国家加强合作的政策方针导向，且四季度有季节性贸易额的提升，**对国内轮胎出口至新兴伙伴存增量预期。**

图 2.18: 俄罗斯制造业 PMI



资料来源: Wind、南华研究

图 2.19: 一带一路贸易额指数



资料来源: Wind、南华研究

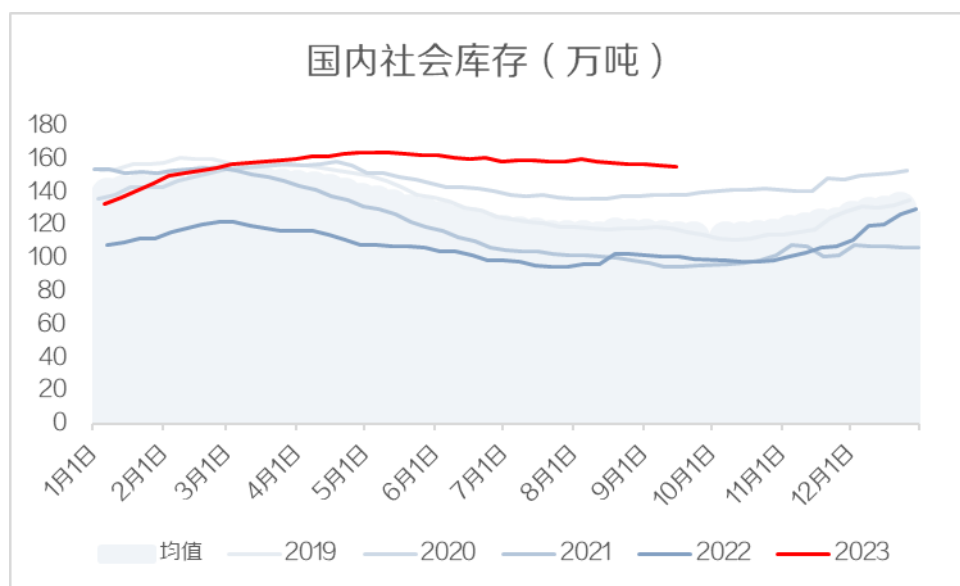
3. 高库存年内难以解决

随着橡胶套利盘体量的不断增大，国内外需求弱复苏的格局下，理论上应该在3月出现的季节性库存拐点一直推迟到8月才真正明确，而8、9月由于强厄尔尼诺现象的出现，导致海外原料紧缺的局面尚未得到缓解，那么国内高库存的问题能否在年内得到解决？

国内库存矛盾主要在于深色胶，2023年上半年国内深色胶一直处于累库状态，且5-8月的库存维持近5年新高，直至8月国内深色胶才实现趋势性去库。通过前文对于供给和需求预期的分析，已经出现的强厄尔尼诺现象对海外原料产出影响较大，但从9月最后一周sicom结构由back转为contango来看，或许10月海外原料能正常上量，在需求持稳的预期下，**国内深色胶高库存的问题在四季度可能难以得到解决。**

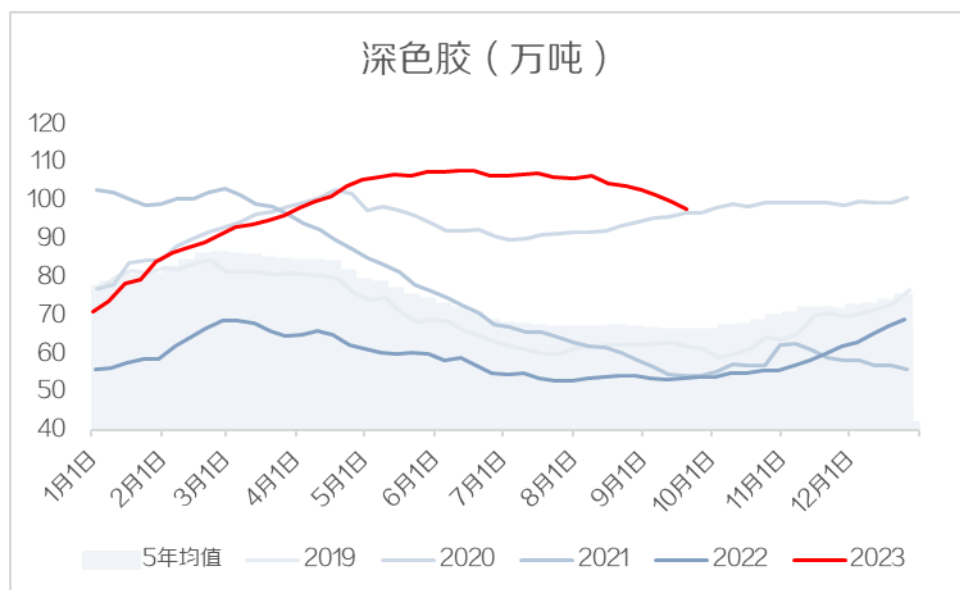
浅色胶则已进入季节性累库阶段，下游需求年内持续较弱，预计四季度继续累库。

图 3.1：国内社会库存



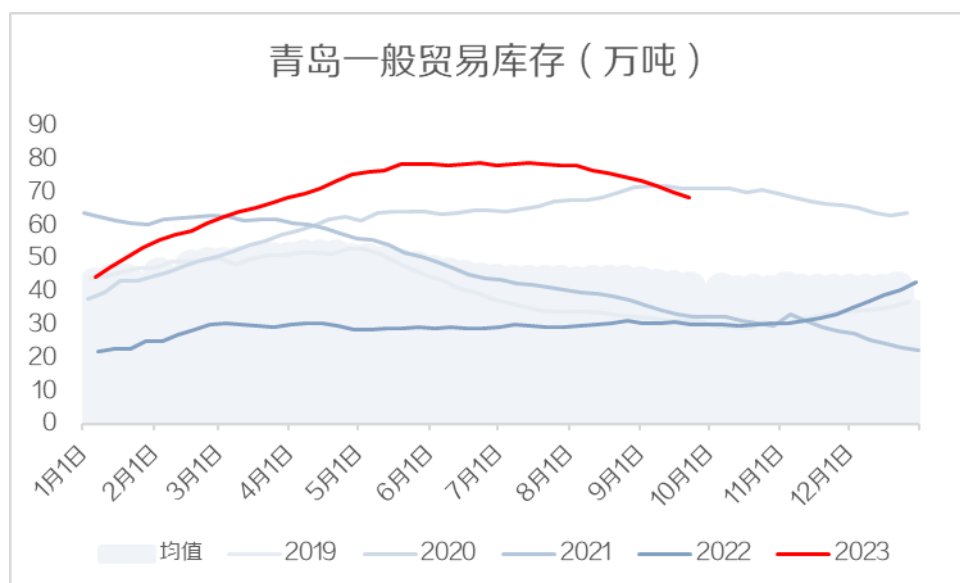
资料来源：钢联、南华研究

图 3.2: 国内深色胶库存



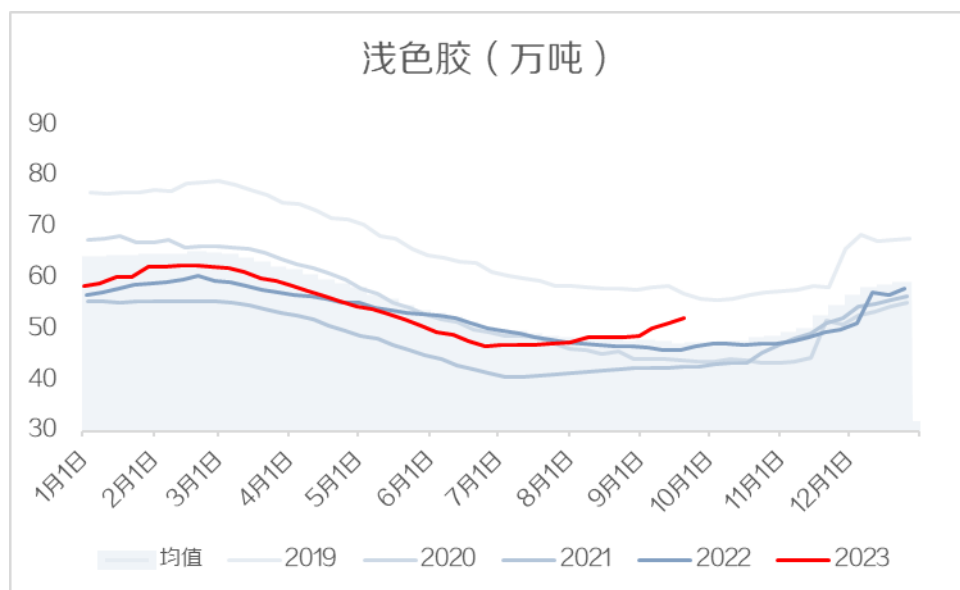
资料来源：南华研究

图 3.3: 青岛一般贸易库存



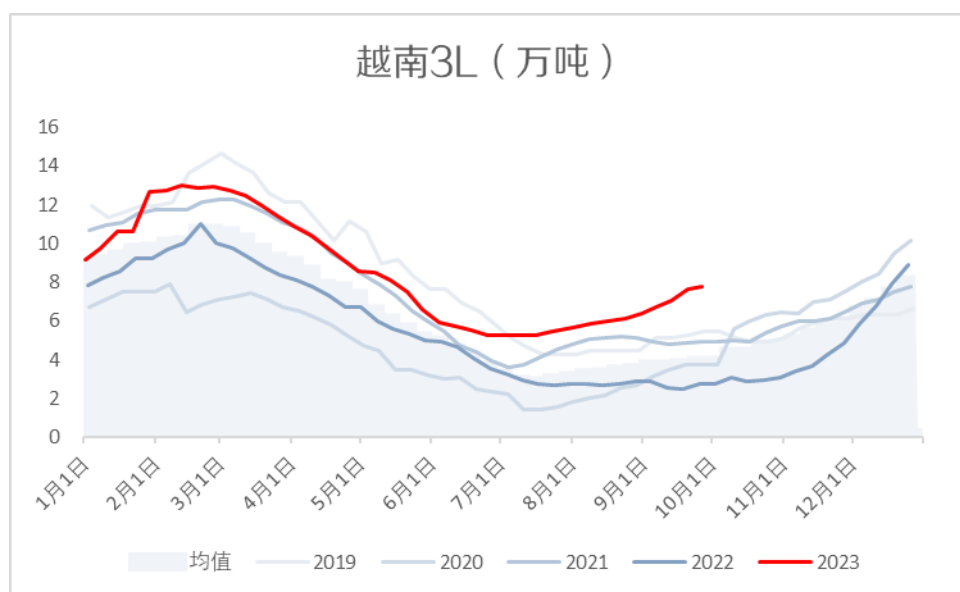
资料来源：钢联、南华研究

图 3.4：国内浅色胶库存



资料来源：南华研究

图 3.5：越南 3L 库存



资料来源：南华研究

4. 观点与策略

今年在橡胶这个品种上黑天鹅事件频出，无论是单边还是期现套利都不好做，半年的收益可能因为一个收储消息就被清零，在震荡行情中遇到了盘面上涨基差走缩的特殊情况，好不容易再次建立起来的信心，又可能因为一个基本面暂时性偏多的转向，被资金拉起来的涨停板打击，进入四季度的市场好像很谨慎又很脆弱。在这种单边不确定性较强，不敢布局大头寸的情况下，盘面月间、品种间的套利空间确定性相对较高。

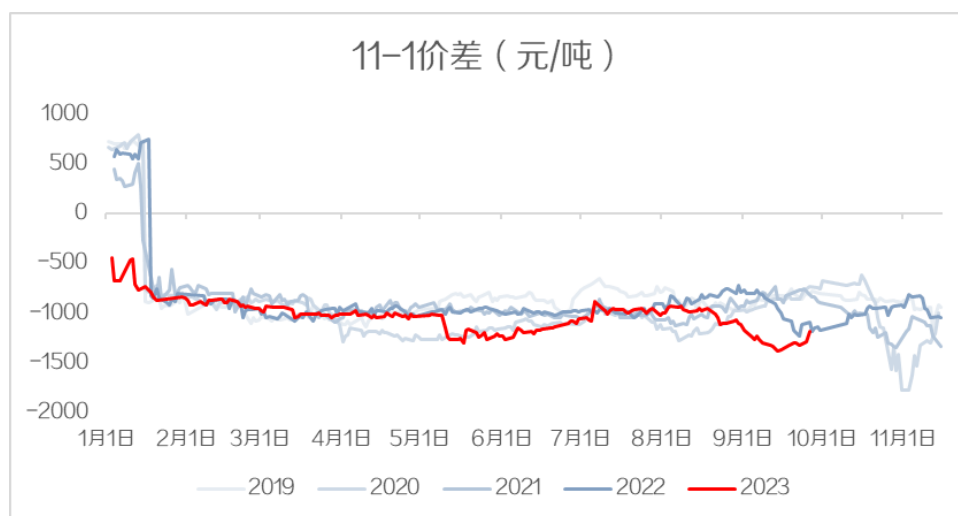
4.1 RU2311-2401 价差

2023年的RU期货库存处于近5年低位，但自8月底那波涨停板后，RU价格仍维持高位，新增仓单数量提升很快，且今年国内产区无乳胶分流原料，预计2024年RU仓单量增加较多。

09合约已经结束，往年9-1价差基本在8月底能回归到800-900左右，而今年8月底的9-1价差在1100左右，拉涨停板后走扩以1590结束交割，可以说基本没有出现季节性回归。

但RU交割品年底注销的属性，基本决定了盘面下跌的走势，在作为主力之一的09合约上没有实现，矛盾后置，可能会在11合约上出现。而现在的主力01合约是一个不确定性极强且偏多的合约，由于之前的涨停板导致目前价差拉开较大，近期处于回调趋势。**如果四季度不出现收储仓单，11-1价差存在走扩预期。**

图 4.1: 11-1 价差



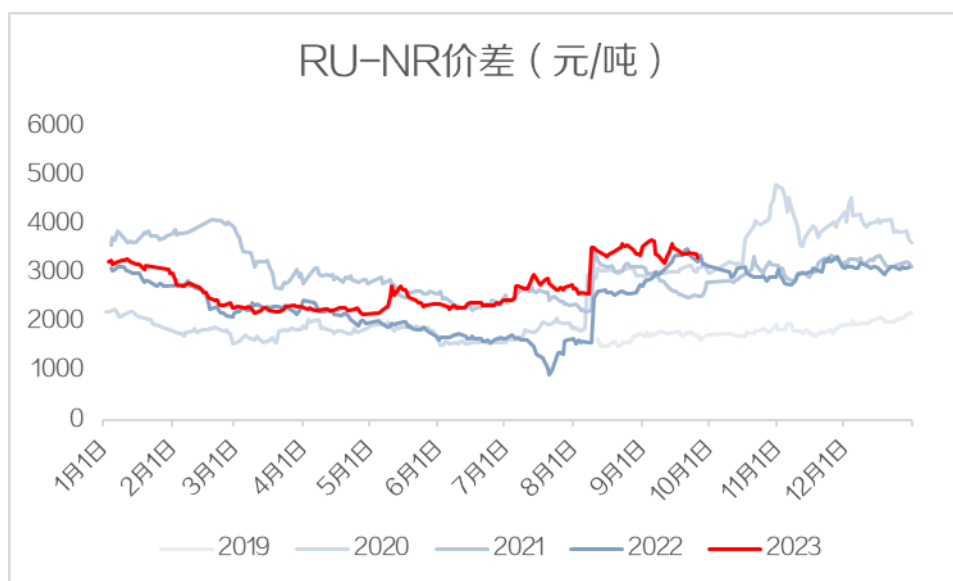
资料来源：Wind、南华研究

4.2 RU-NR 价差

RU-NR 价差以交易国内深色胶去库逻辑为主，自 8 月去库趋势明确后，一直在走该逻辑，但当出现了 8 月底的涨停板后，这个逻辑受到了很多市场因素及资金情绪的干扰，震荡幅度略大。

四季度预期浅色胶累库，但有收储预期支撑 RU；深色胶在 10 月维持去库的趋势非常清晰，但资金博弈对市场的扰动不可忽视。总体而言，**中长期走势还是取决于基本面，目前对 10 月维持 RU-NR 价差走缩的观点**，密切关注 10 月泰国原料上量情况。

图 4.2：RU 主力-NR 主力价差

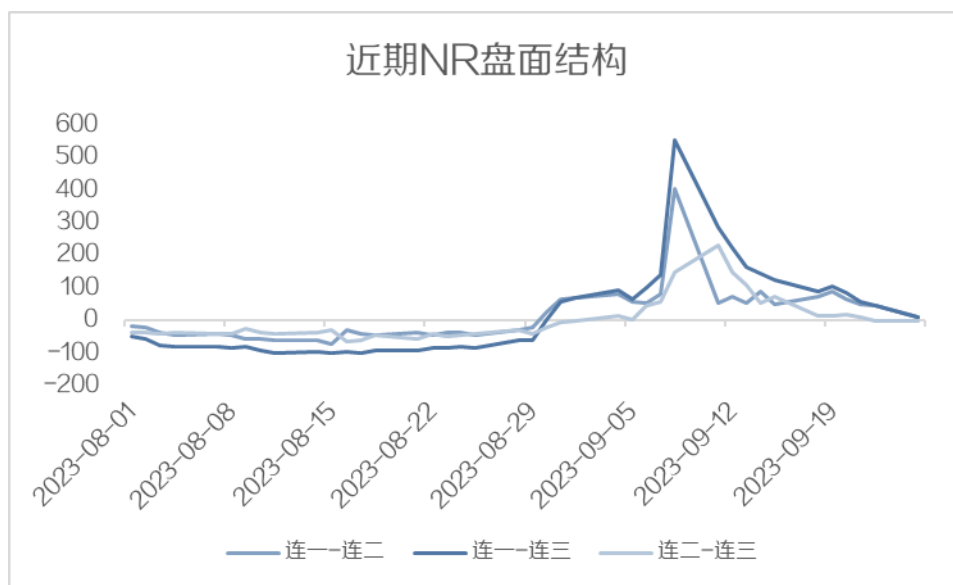


资料来源：Wind、南华研究

4.3 NR 月间结构

NR 近期月间结构有点混乱，资金拉完合成胶后去拉 NR，这两个品种的持仓量相近，整体持仓量也都较小，是相对容易被资金情绪带动的品种。由于深色胶现货偏紧，导致盘面在 8 月底拉涨停板后转为 back 结构，叠加连续合约换月的问题，NR 月间结构存在短线套利空间。9 月最后一周 sicom 月间转为 contango 结构，预计 NR 月间除即将到期的 NR2310 合约有无法解决的现货偏紧问题外，**预期 NR2311、2312、2401 合约也将转为 contango 结构，关注海外产区 10 月上量情况。**

图 4.3：近期 NR 盘面结构



资料来源：Wind、南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点