

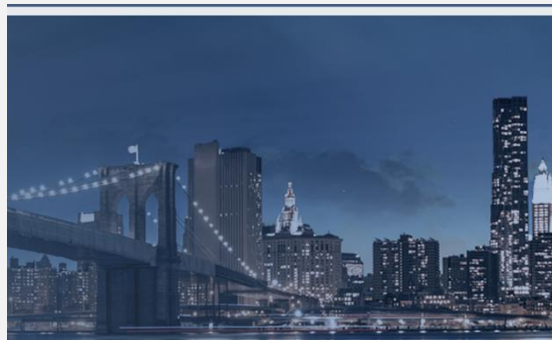
何妨吟啸且徐行

核心观点：

随着全球主产区种植高峰期的过去，橡胶盘面也在 2011 年 2 月中旬进入下行区间后，越来越多的投资者在期待橡胶供给拐点的到来。而橡胶种植的长周期性，导致盘面从 2018 年至今一直处于震荡走势，全年波动幅度不大，根据现有数据结合产地情况、气候变化进行分析，预期 2024 年全球供给大概率持稳今年。回顾年内需求情况，今年的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，不过在 2020 年的疫情过去之后，2021、2022 年对于 2020 年需求的弥补，2023 年给到的增速在继续下降。2024 年，在全球宏观偏弱的情况下，整体的需求增长趋势可能进一步放缓，预计橡胶的下游需求也将呈现持稳今年，或是增幅低于今年的趋势。根据前文对年内供需情况的分析，预计今年全球库存小幅增加，全球库存处于高位。明年主要的关注点在于产区天气和全球宏观、海外补库，目前预期 2024 年全球库存持稳或出现小幅缺口，仍处于高位，全球供需处于紧平衡状态。

我们对橡胶近期至 2024 年一季度策略如下：

RU-NR 震荡操作，RU2401-2405、RU2405-2409 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. 供给-全球拐点逐渐接近	1
2. 需求-产业蛋糕的重新分割	12
3. 库存-全球库存持稳或出现小幅缺口	21
4. 观点与策略	25

目录

图表

表 1.1: 2023 年 1-10 月全球月产量与累计同比	2
表 1.2: 2023 年 1-10 月传统产区产量情况.....	2
表 1.3: 2023 年 1-10 月新兴产区产量情况.....	2
图 1.4: 2023 年越南&缅甸&柬埔寨合计产量情况	3
图 1.5: 科特迪瓦累计干胶出口量预期.....	3
图 1.6: 主产国新种面积.....	4
图 1.7: 主产国翻新面积.....	4
图 1.8: 主产国割胶比例.....	5
图 1.9: 厄尔尼诺对全球天然橡胶供给的影响.....	6
图 1.10: 厄尔尼诺对主产国当月产量的影响	6
图 1.11: 厄尔尼诺对主产国年内累计产量的影响	7
图 1.12: 厄尔尼诺对主产国亩产的影响.....	7
图 1.13: 历史收储期间 RU 主力走势.....	8
图 1.14: 历史收储情况	9
图 1.15: RU 新增仓单数量	10
图 1.16: 海南原料价差	10
图 1.17: 云南理论交割利润	11
图 2.1: 全球需求变化趋势	13
图 2.2: 2008 年全球需求分布.....	14
图 2.3: 2022 年全球需求分布.....	14

表 2.4: 全球消费量增长趋势	14
图 2.5: 2023 年中国消费量增长趋势	14
图 2.6: 中国全钢胎开工率	15
图 2.7: 中国半钢胎开工率	15
图 2.8: 2023 年印度消费量	16
图 2.9: 2023 年泰国消费量	16
图 2.10: 2023 年越南消费量	17
表 2.11: 发达国家直接需求量和占比变化趋势	18
图 2.12: 美国制造业 PMI: 新订单	18
图 2.13: 欧元区制造业 PMI & 消费者信心指数	19
图 2.14: 印标 FOB-sicom 主力价差	19
图 2.15: 印标 FOB 价格走势	20
图 3.1: 全球供需&库存情况	21
图 3.2: 国内社会库存	22
图 3.3: 青岛混合胶库存	22
图 3.4: 青岛一般贸易库存	23
图 3.5: 国内浅色胶库存	23
图 3.6: 国内越南 3L 库存	24
图 3.7: 国内老全乳库存	24
图 4.1: RU-NR 价差	25
图 4.2: 1-5 价差	26
图 4.3: 5-9 价差	26

1. 供给-全球拐点逐渐接近

随着全球主产区种植高峰期的过去，橡胶盘面也在2011年2月中旬进入下行区间后，越来越多的投资者在期待橡胶供给拐点的到来。而橡胶种植的长周期性，导致盘面从2018年至今一直处于震荡走势，全年波动幅度不大，根据现有数据结合产地情况、气候变化进行分析，预计2024年全球供给大概率持稳今年。

回顾2023年橡胶盘面走势，橡胶全年上下波动不过3300点，对于一个价位13000左右的品种而言，这个波动是偏小的，目前橡胶整体来说还是一个震荡走势。不过今年橡胶遇到了很多黑天鹅事件，间隔近10年后5月初再次出现的收储消息，在7月底悄无声息的落地；8月底新品种合成胶上市后接连拉出涨停板，橡胶在基本面配合下也猝不及防的跟了一个涨停板，好像突然之间就变成了一个被资金多配的品种；9月底市场交易强厄尔尼诺影响下海外天气较差原料紧缺，国内深色胶去库斜率大，盘面一直涨到国庆后；兜兜转转，所有的多头都在十一月中下旬失去了讲故事的空间，年内偏空的基本面即使遇上强厄尔尼诺也难以被逆转，连续跌了半个月的盘面重新回到了8月底的价位。

1.1 全球供给大概率在 2024 年仍维持小幅增长

2023年1-10月全球天然橡胶月产量累计同比增长17.4万吨，同比增长率为1.49%。今年下半年进入厄尔尼诺气候，主产区普遍推迟开割半个月到1个月，anrpc数据显示年内低产期2-5月累计同比减产1.9万吨，6月开始产量同比增长，此后产量同比继续增加，**今年主产区基本延迟停割，弥补部分前期缺失产量，结合历史数据推测今年继续增产36万吨，全年同比增产幅度为2.47%。**

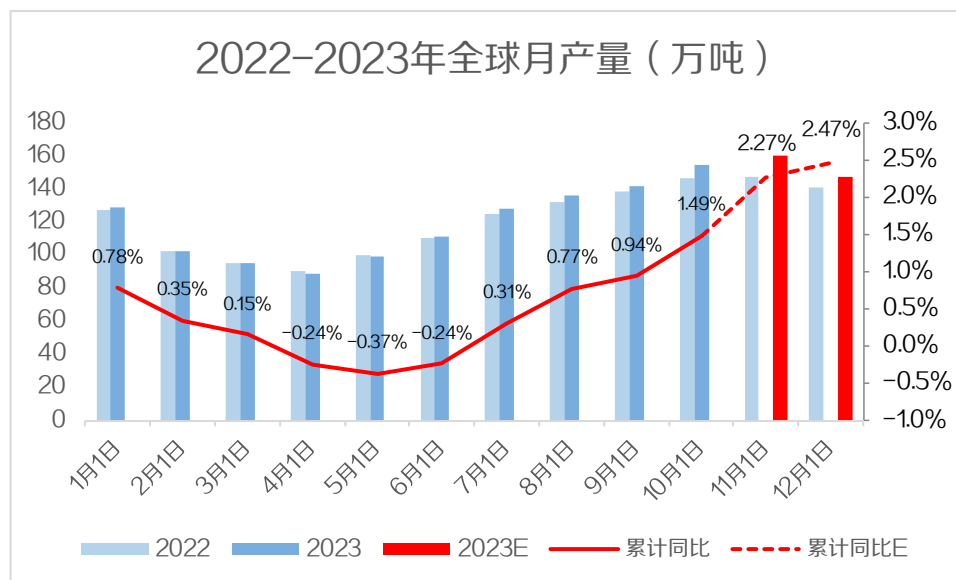
从历史年度产量数据来看，全球主产国中泰国在2019年、印尼在2018年、马来在2012年出现了供给减产的拐点。2016-2017年主产国新种面积显示，柬埔寨在近两年新增开割面积较大；翻新面积显示，印尼、越南、马来、泰国翻新后近两年新开割面积增幅较大。而2021年后的新种面积显示，马来、印度种植意愿增加；翻新面积显示，马来、印尼的翻新意愿较高。这两年的割胶比例显示，泰国、印度、柬埔寨的割胶比例仍处于增长趋势，印尼、越南虽然割胶比例较高，但略有下滑。综上所述，再结合近年来盘面走势，考虑各主产国的割胶意愿，**预计2024年柬埔寨、印度、印尼增产趋势相对明显，马来接下来两年内可能会出现增产拐点，泰国、越南产量相对持稳。**

2013年1-10月数据显示，马来、越南、中国、缅甸累计产量目前处于同比减产区间，但结合各产区的产量季节性分布规律，年度增产趋势，数据不透明性，以及越南进口缅甸、柬埔寨原料较多的问题，**推测年内越南、缅甸、柬埔寨的总产量应**

该处于小幅增长区间，且年内累计增产拐点在11月出现，全年预计增幅在1.15%左右，增量为23.2万吨，预计明年越南、缅甸、柬埔寨总产量增幅继续放缓或持平今年。

新兴产区科特迪瓦近年来的产量增长也很快，但目前能获得的只有天然橡胶出口数据，2023年1-10月科特迪瓦天然橡胶增量为16.6万吨，同比增幅17.09%，从近几年的增幅来看，科特迪瓦产量仍处于增长区间，预计年内总产量增幅在17.12%左右，增量在20.7万吨左右，2024年仍维持增长，但增幅可能回落。

表 1.1: 2023 年 1-10 月全球月产量与累计同比



资料来源: anrpc、南华研究

表 1.2: 2023 年 1-10 月传统产区产量情况

万吨	泰国	累计	累计同比	印尼	累计	累计同比	马来西亚	累计	累计同比	印度	累计	累计同比	中国	累计	累计同比
2023-01	53.97	53.97	4.11%	26.72	26.72	1.79%	2.95	2.95	-39.18%	10.1	10.1	-0.98%	0.14	0.14	100.00%
2023-02	36.74	90.71	3.89%	26.77	53.49	1.79%	2.72	5.67	-25.88%	6.7	16.8	-1.18%	0	0.14	100.00%
2023-03	30.17	120.88	3.87%	27.84	81.33	1.79%	2.72	8.39	-16.93%	4.7	21.5	-1.83%	0.38	0.52	-52.73%
2023-04	24.54	145.42	3.80%	26.19	107.52	1.78%	2.35	10.74	-13.18%	3.9	25.4	-2.31%	3.92	4.44	-20.86%
2023-05	31.16	176.58	3.41%	24.16	131.68	1.78%	2.41	13.15	-9.06%	4.3	29.7	-1.98%	6.73	11.17	-13.61%
2023-06	33.65	210.23	3.24%	26.19	157.87	1.77%	2.99	16.14	-8.14%	5.7	35.4	-0.84%	8.73	19.9	-7.23%
2023-07	40.17	250.4	3.12%	26.72	184.59	1.78%	3.5	19.64	-8.01%	6.6	42	0.96%	10.55	30.45	-6.48%
2023-08	45.1	295.5	2.80%	27.24	211.83	1.77%	3.5	23.14	-7.88%	7.6	49.6	2.90%	10.59	41.04	-3.07%
2023-09	45.05	340.55	2.54%	27.03	238.86	1.77%	3.3	26.44	-7.78%	7.89	57.49	3.03%	12.05	53.09	-3.70%
2023-10	48.91	389.46	2.63%	27.29	266.15	1.77%	3.4	29.84	-6.31%	8.93	66.42	3.14%	12.33	65.42	-3.51%

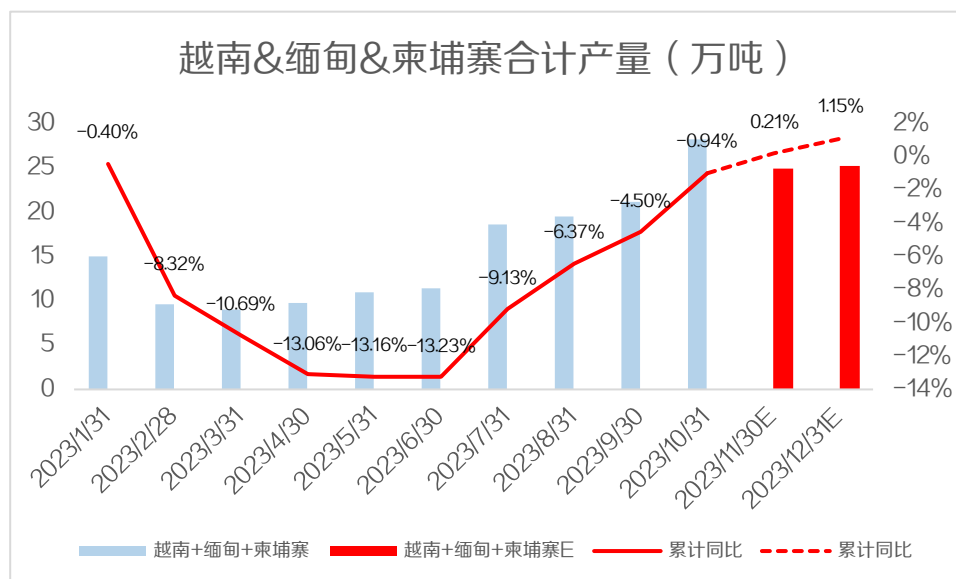
资料来源: anrpc、南华研究

表 1.3: 2023 年 1-10 月新兴产区产量情况

万吨	越南	累计	累计同比	缅甸	累计	累计同比	柬埔寨	累计	累计同比	其他国家	累计	累计同比	全球合计	全球累计	累计同比
2023-01	8	8	-0.12%	3.17	3.17	-15.01%	3.92	3.92	14.96%	19.73	18.74	185%	128.7	128.7	0.78%
2023-02	5.95	13.95	-12.87%	2.2	5.37	-12.40%	1.55	5.47	11.63%	19.87	37.75	19.4%	102.5	231.2	0.35%
2023-03	6	19.95	-14.41%	1.92	7.29	-14.13%	1.13	6.6	8.37%	20.14	57.24	2.10%	95	326.2	0.15%
2023-04	6.2	26.15	-18.56%	1.98	9.27	-10.43%	1.71	8.31	5.99%	17.91	73.77	2.16%	88.7	414.9	-0.24%
2023-05	7.2	33.35	-18.88%	1.2	10.47	-8.24%	2.62	10.93	3.80%	19.72	91.14	1.80%	99.5	514.4	-0.37%
2023-06	8	41.35	-19.10%	0.48	10.95	-6.49%	3.06	13.99	3.02%	22.5	110.86	1.89%	111.3	625.7	-0.24%
2023-07	15.5	56.85	-12.01%	0.05	11	-10.13%	3.12	17.11	2.76%	22.19	131.2	2.24%	128.4	754.1	0.31%
2023-08	15.5	72.35	-8.20%	0.63	11.63	-10.47%	3.51	20.62	3.51%	22.93	152.08	2.26%	136.6	890.7	0.77%
2023-09	14.99	87.34	-5.51%	2.43	14.06	-11.24%	3.87	24.49	3.99%	25.09	174.4	2.76%	141.7	1032.4	0.94%
2023-10	17.82	105.16	-1.19%	6.18	20.24	-5.82%	4.24	28.73	3.79%	25.6	198.93	2.97%	154.7	1187.1	1.49%

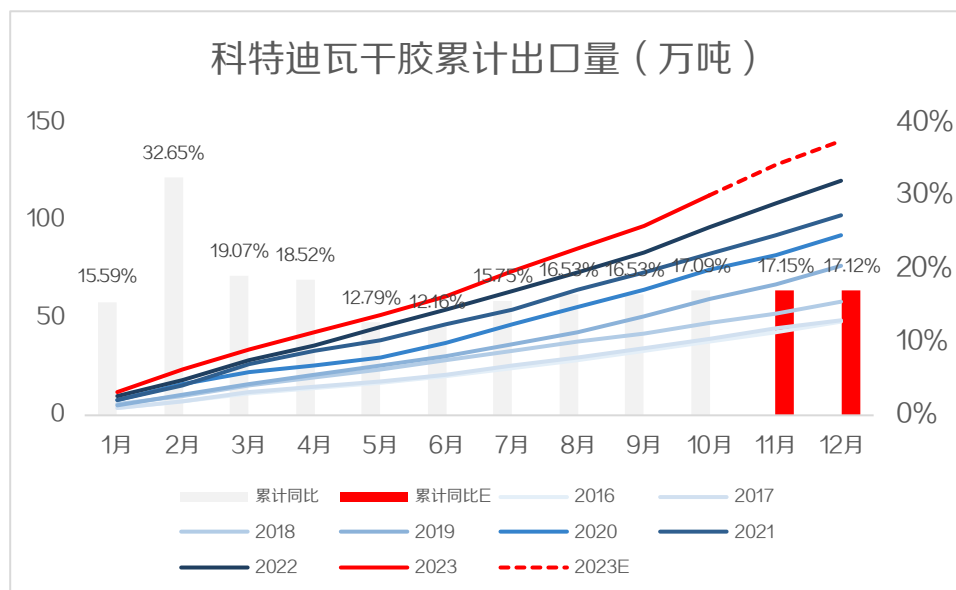
资料来源: anrpc、南华研究

图 1.4：2023 年越南&缅甸&柬埔寨合计产量情况



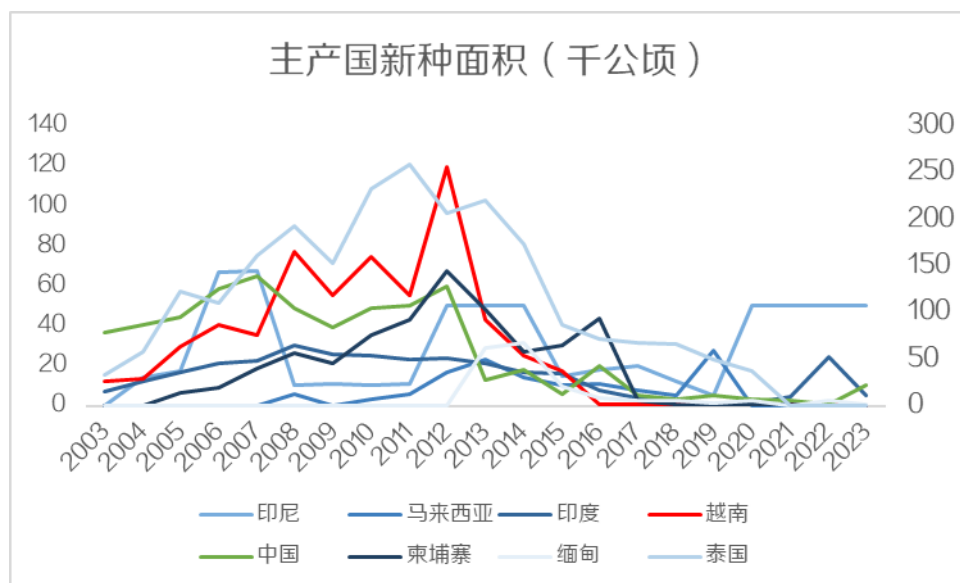
资料来源：anrpc、南华研究

图 1.5：科特迪瓦累计干胶出口量预期



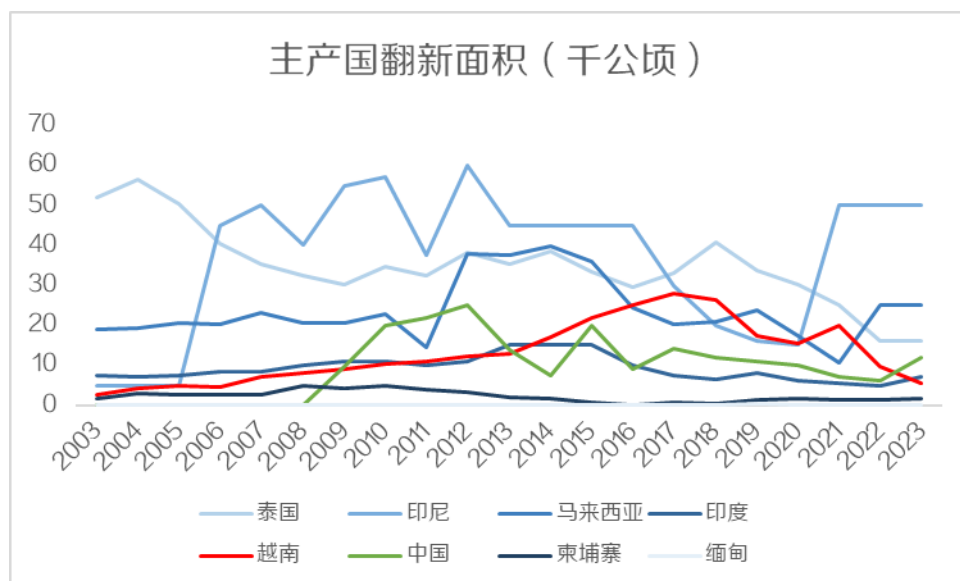
资料来源：科特迪瓦海关、南华研究

图 1.6: 主产国新种面积



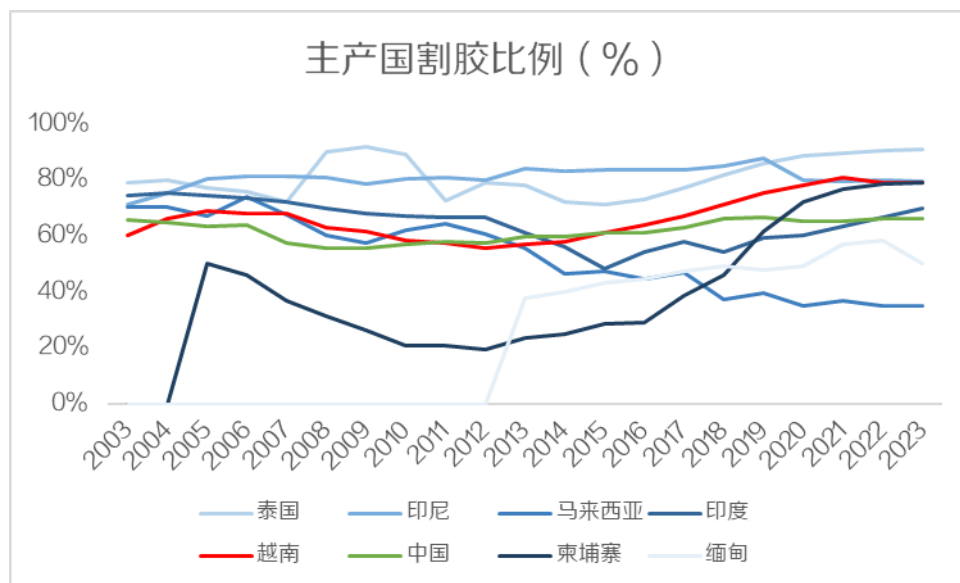
资料来源: anrpc、南华研究

图 1.7: 主产国翻新面积



资料来源: anrpc、南华研究

图 1.8：主产国割胶比例



资料来源：anrpc、南华研究

1.2 预计强厄尔尼诺从 2023 年 9 月持续到 2024 年 3-4 月

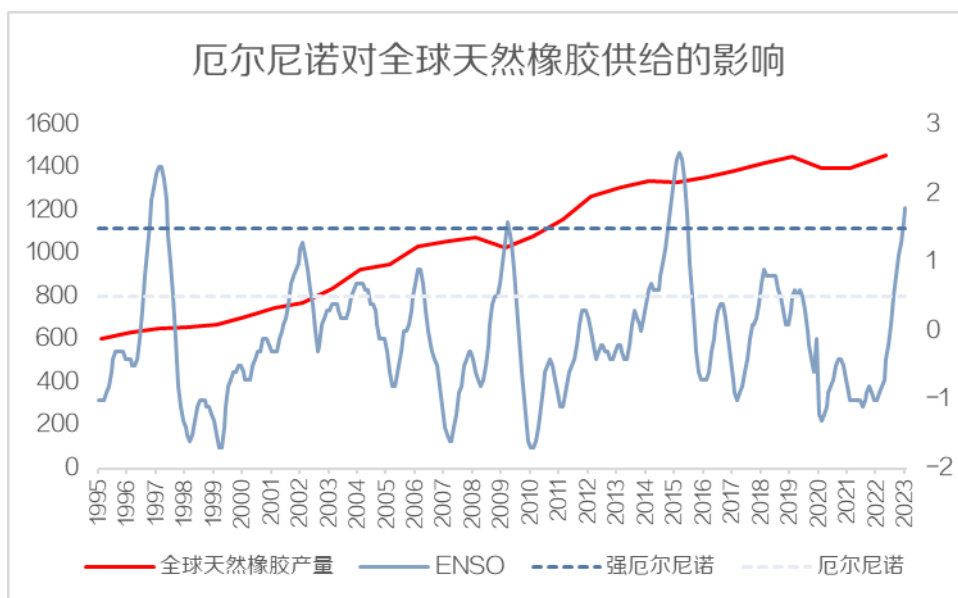
厄尔尼诺是所有农作物都很关注的一种气候现象，对于橡胶产区而言，可能会造成严重的干旱或者多雨现象，从而减少橡胶的供给。但由于橡胶供给弹性相对较大，目前潜在产量与实际产量之间仍存在缺口，对历史上出现过厄尔尼诺的年份进行复盘，可以看到基本只有在 ENSO 指数达到 1.5，也就是出现强厄尔尼诺现象的时候，当年的橡胶产量才有可能减少，且并非是在强度达到 1.5 的当月会对产区产量造成影响，而是在 ENSO 达到 1.5 的前几个月或后几个月造成减产，通常以年度产量观测强厄尔尼诺的影响更为清晰。

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，2023 年 9 月 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 3-4 月，并在 5-6 月恢复 ENSO 中性。因此，厄尔尼诺现象可能不仅对今年的产量造成影响，大概率对 2024 年的产量也会造成一定影响。不过强厄尔尼诺基本在 2024 年全球低产期出现，对 2024 年产量的影响可能相对今年更小一些。

从历史数据来看，上一次强厄尔尼诺现象出现在 2015 年 7 月至 2016 年 3 月，当时全球主产区除马来外，基本都处于增产趋势，亩产在种植高峰期过去后，2013 年开始持稳。2015 年的产量数据显示，强厄尔尼诺现象导致印尼、缅甸的亩产出现明显下降；2016 年的产量数据显示，强厄尔尼诺现象导致泰国、马来的亩产出现明显

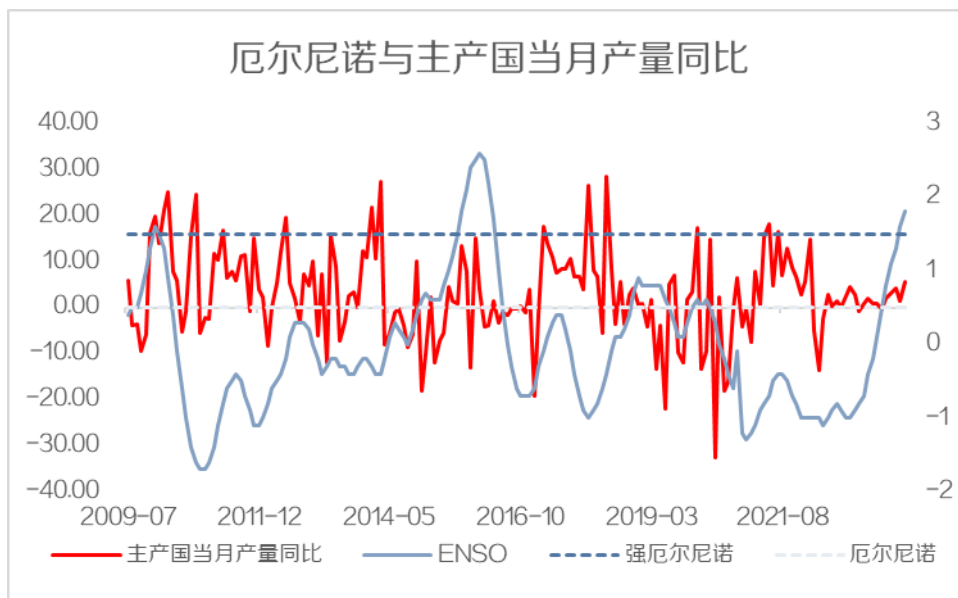
下降。综上所述，结合已有产量数据发现，缅甸今年亩产受强厄尔尼诺影响较为明显，而印尼不明显，预计2024年泰国、马来亩产会受到强厄尔尼诺现象的影响，泰国亩产受影响较小，马来亩产受影响较大。

图 1.9：厄尔尼诺对全球天然橡胶供给的影响



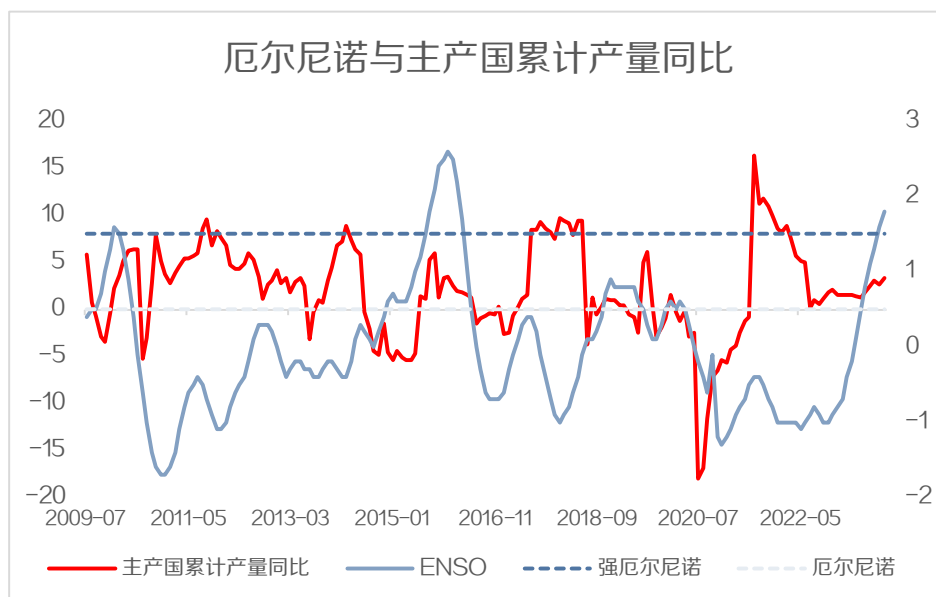
资料来源：wind、钢联、南华研究

图 1.10：厄尔尼诺对主产国当月产量的影响



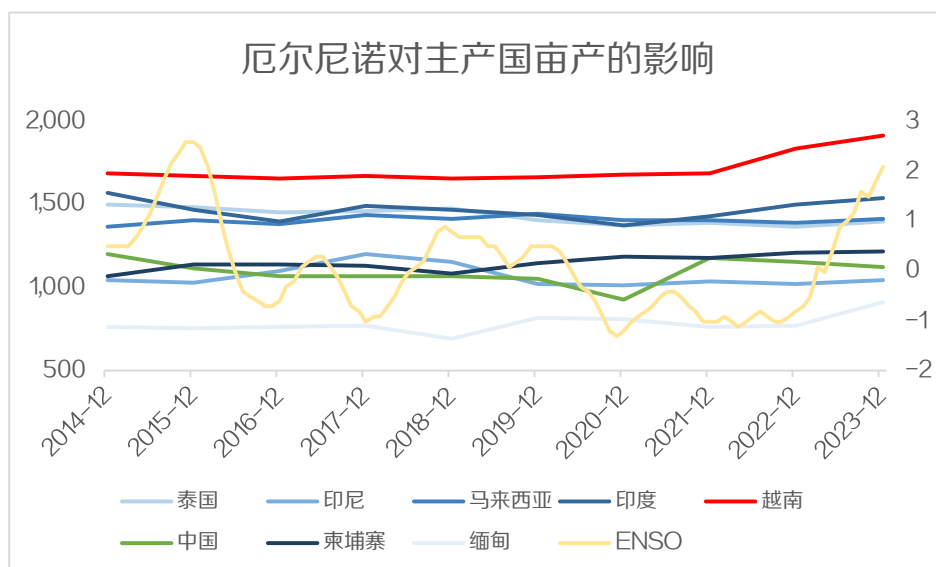
资料来源：wind、钢联、南华研究

图 1.11: 厄尔尼诺对主产国年内累计产量的影响



资料来源: wind、钢联、南华研究

图 1.12: 厄尔尼诺对主产国亩产的影响



资料来源: anrpc、noaa、南华研究

1.3 未知的收储

自从上半年5月初开始，收储消息一传出就短暂且迅速的拉高盘面，市场传闻预期是10万吨全乳的量，从仓单里收，但最终在7月底落地时却是悄无声息，实际收储数量远低于市场预期，仅有3.2万吨的量，此后一直到11月中旬主力合约RU2401换月RU2405之前，收储始终支撑着盘面，尤其是新增仓单数量未知的01

合约。市场预期2024年可能还会继续收储，但收储这个黑天鹅是无法准确预测的，无需过多押注或是过度担心，还是将注意力集中在基本面的供需关系上，供需、库存才是指引盘面的核心要素。

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 1.13: 历史收储期间 RU 主力走势



资料来源: wind、南华研究

图 1.14: 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		

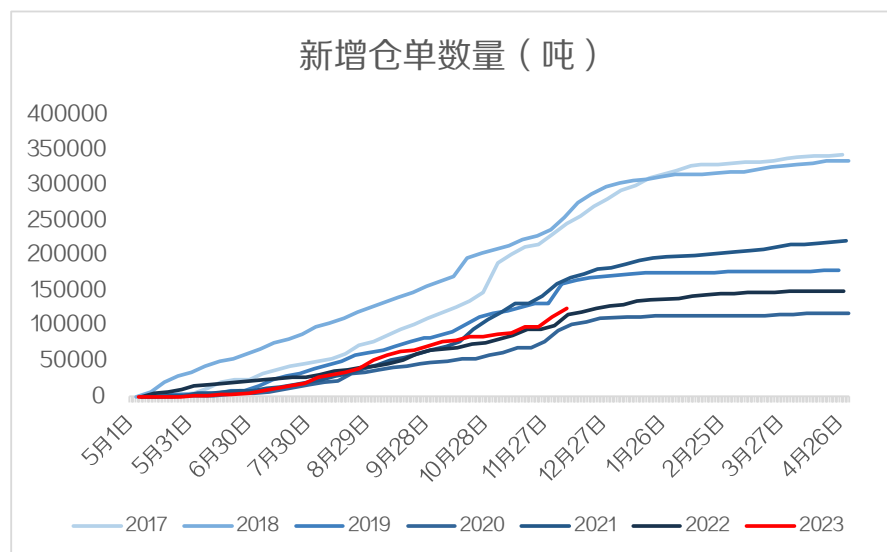
资料来源: qinrex、南华研究

1.4 预计 RU 新增仓单数量较多

回顾今年，全乳原料基本没有乳胶需求的分流，除了8月中旬到9月中旬短暂出现过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0，11月下旬开始，原料制浓乳价格贴水制全乳价格，云南原料制浓乳-制全乳价差年内基本也维持在0，停割期前制浓乳贴水制全乳。从海南和云南的胶水价格，以及理论交割利润和RU新增仓单数量来看，**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，不过目前新仓单的注册速度不及2021年。**

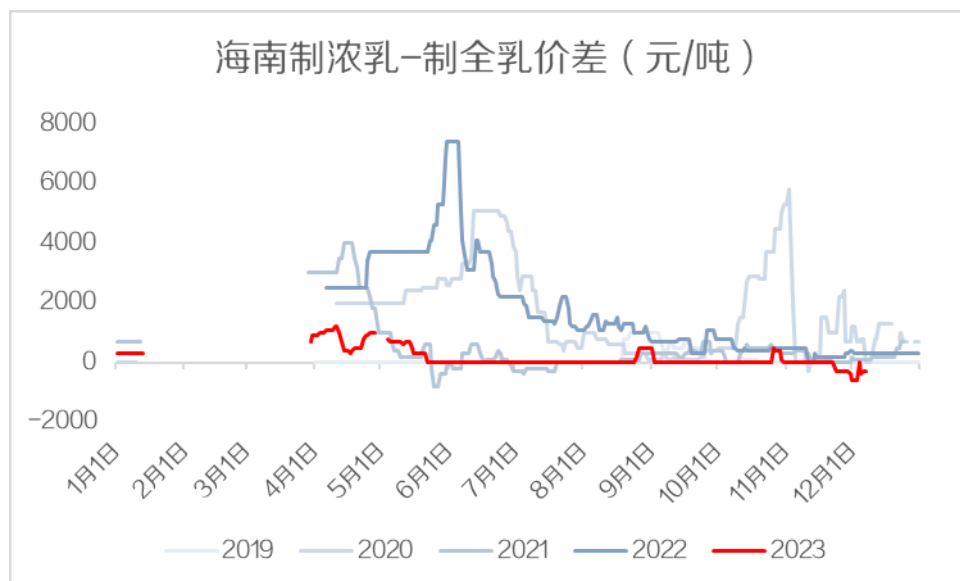
结合现在的1-5价差、5-9价差来看，可以明确2024年合约上全年的仓单压力将比今年要小。

图 1.15: RU 新增仓单数量



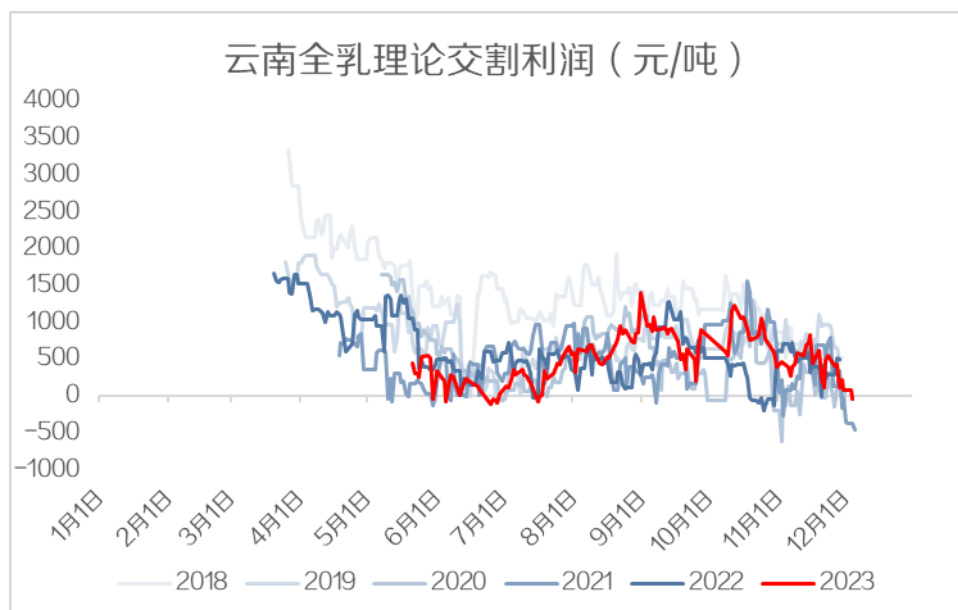
资料来源: wind、南华研究

图 1.16: 海南原料价差



资料来源: wind、南华研究

图 1.17: 云南理论交割利润



资料来源: wind、南华研究

2. 需求-产业蛋糕的重新分割

回顾年内需求情况，今年的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，不过在2020年的疫情过去之后，2021、2022年对于2020年需求的弥补，2023年给到的增速在继续下降。国内橡胶下游的轮胎需求在今年3月份开始下滑，全年来看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。**

2024年，在全球宏观偏弱的情况下，整体的需求增长趋势可能进一步放缓，预计橡胶的下游需求也将呈现持稳今年，或是增幅低于今年的趋势。

2.1 全球下游间接需求在向中国及东南亚转移

2010年后的全球需求基本处于上升趋势，除了2020年的疫情导致停工需求下滑外，后两年疫情放开后在逐渐弥补2020年的需求缺口，2022年较2021年的需求增速下滑较快，结合2023年1-10月的需求情况来看，今年全年增速将继续放缓。目前市场预计2024年宏观偏弱，在这样的大背景下，预计2024年橡胶下游需求将呈现持稳今年或者略微增长但增幅低于今年的趋势。

从2008年的全球需求分布与2022年的全球需求分布来看，这15年间需求占比全球增加的国家有中国、泰国、越南；期间比例下降的国家或地区有美国、欧洲、日本，同时数量也减少的国家或地区有欧洲和日本；期间比例持稳的国家有印度。再看2018年到2022年间的需求数据变化，比例和数量同时快速增加的国家有泰国和越南。由此可见，发达国家的下游工业产业在向东南亚国家转移，需求从东南亚国家的下游消费体现。中国作为目前橡胶下游最大的消费国，消费量占比全球1/3以上，地理位置临近全球橡胶主产国；近5年需求增速较快的泰国和越南，本身就是橡胶主产国，虽然以前的消费基数较小，但这几年的需求增速不可忽视；这些地区的地理距离近，加工成本也相对较低，而欧美这些发达国家在疫情后消费降级，叠加中美贸易制裁等政策因素，**全球橡胶下游需求逐渐向中国和东南亚国家转移的趋势已成定势，全球橡胶需求的产业链正在逐渐缩短，成本也将进一步降低。**

根据中国轮胎下游开工率推算年内下游消费量，预计中国今年的橡胶需求同比增速在2.96%左右，相较于2022年的需求增速下滑较多，去年的同比增速在6.88%。今年国内轮胎开工率呈现分化局面，在房地产疲软的大背景下，全钢胎开工率始终未见起色，而半钢胎在海外订单的支撑下全年处于高位，整体下游需求也呈现疫情后两年弥补疫情期间的缺口，今年初现疲软态势的情形。

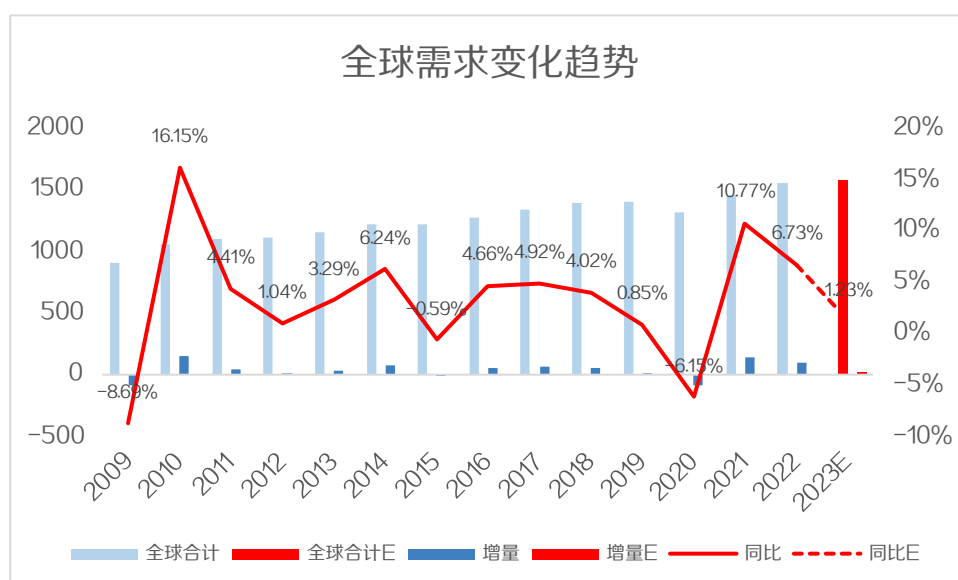
印度作为近几年备受关注的国家，自2008年以来经济快速发展，亚洲发展

银行预测今年印度的GDP增速可达6.7%。根据2023年1-10月印度橡胶下游消费情况预测今年整体需求同比增速在5.5%左右。

泰国自疫情后的需求增速极快，2021年同比增速33.8%，增量23.39万吨，2022年同比增速46.5%，增量43.05万吨，已经达到全年消费量135.64万吨的水平，占比全球需求9%左右。但在2023年，受到贸易制裁欧美加关税政策的影响，自今年3月起，整体消费量同比下滑，预计今年整体需求同比下降9.36%左右。

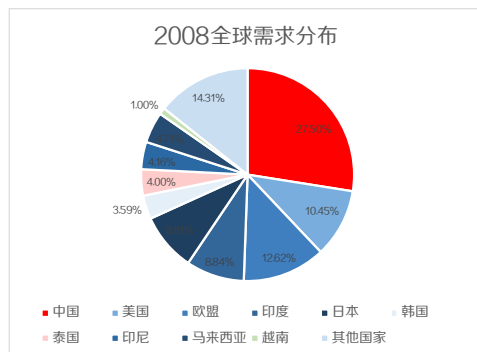
越南也是在疫情之后需求迅速增长，2021年同比增速33.39%，增量8.26万吨，2022年同比增速46.36%，增量15.3万吨，全年消费量48.3万吨。虽然增速较快，但由于基数较小，占比全球需求比例仍然较低，根据2023年1-10月的需求数据，预测全年需求基本持平2022年。

图 2.1：全球需求变化趋势



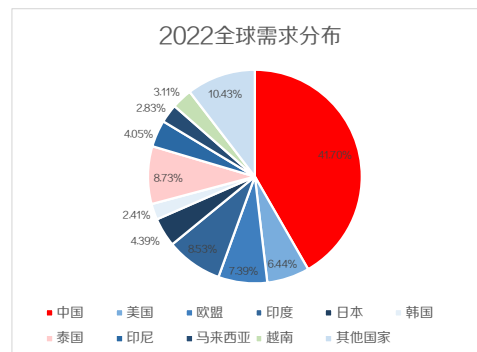
资料来源：anrpc、南华研究

图 2.2: 2008 年全球需求分布



资料来源: anrpc、南华研究

图 2.3: 2022 年全球需求分布



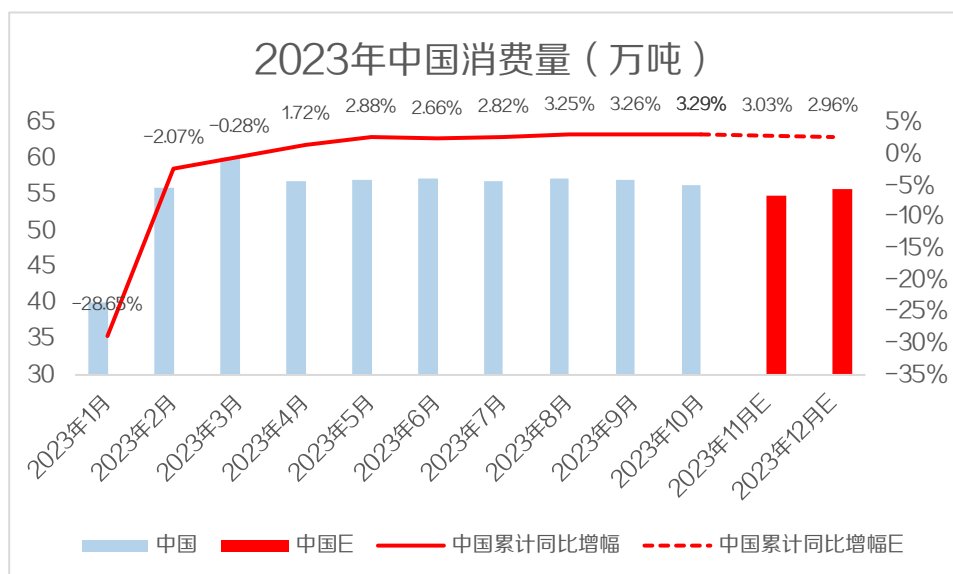
资料来源: anrpc、南华研究

表 2.4: 全球消费量增长趋势

万吨	全球合计	中国	美国	欧盟	印度	日本	韩国	泰国	印尼	马来西亚	越南	其他国家
2008	996.19	274	104.1	125.7	88.1	87.8	35.8	39.8	414	46.89	10	142.6
2009	909.66	304	68.7	86	90.5	63.6	33	39.9	42.6	46.96	12	122.4
2010	1056.6	342	92.6	113.6	94.45	74.9	38.4	45.9	43.8	47.75	14	149.2
2011	1103.22	360.2	102.9	124.2	95.82	77.2	40.2	48.7	47.4	42.1	14.5	150
2012	1114.64	389	95	107.6	98.76	72.8	39.6	50.5	54.8	45.88	15	145.7
2013	1151.35	427	91.3	106	96.16	71	39.6	52.1	57.95	44.74	15.4	150.1
2014	1223.23	480.4	93.2	113.9	101.48	70.9	40.2	54.1	58	45.85	15.73	149.47
2015	1216.01	468	93.65	115.86	99.35	69.1	38.77	60.06	54.1	48.71	17.6	150.81
2016	1272.62	501.1	93.18	118.6	103.35	67.6	38.13	64.99	60.09	50.58	19.4	155.6
2017	1335.23	538.6	95.77	123.61	108.22	67.9	38.43	65.24	61.88	51.77	21.4	162.41
2018	1388.84	569.2	98.68	123.09	122.03	70.64	36.7	62.7	62.58	54.17	22.5	166.55
2019	1400.7	567.4	100.34	118.8	114.36	71.43	35.42	77.42	64	54.46	23	174.07
2020	1314.5	564.7	80.2	102.5	104.05	58.05	29.7	69.2	59.8	54.29	24.74	167.27
2021	1456.04	606.29	95.6	116.7	125.65	67.8	33.9	92.59	61.49	52.05	33	170.97
2022	1554.03	648	100.1	114.9	132.5	68.2	37.4	135.64	63	43.94	48.3	162.05

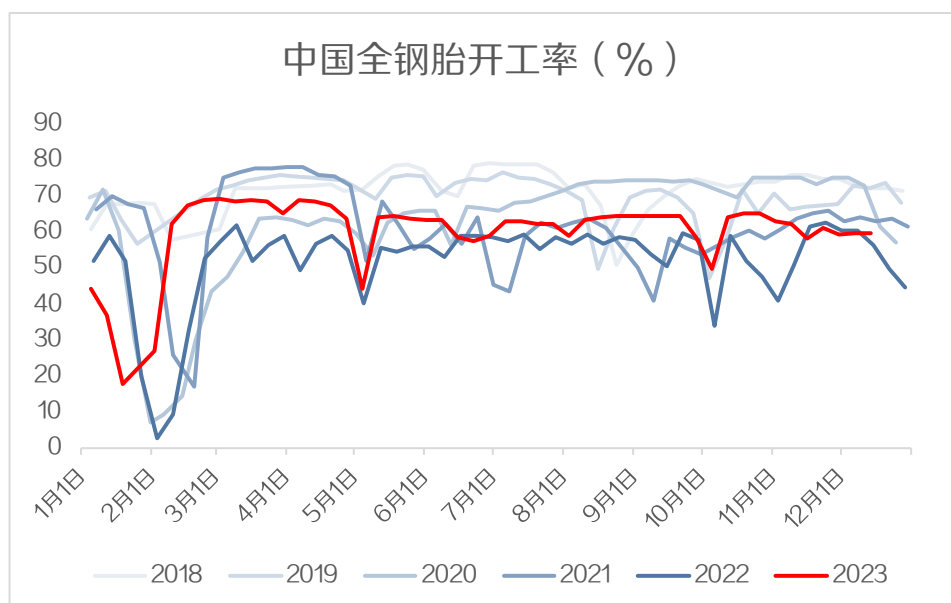
资料来源: anrpc、南华研究

图 2.5: 2023 年中国消费量增长趋势



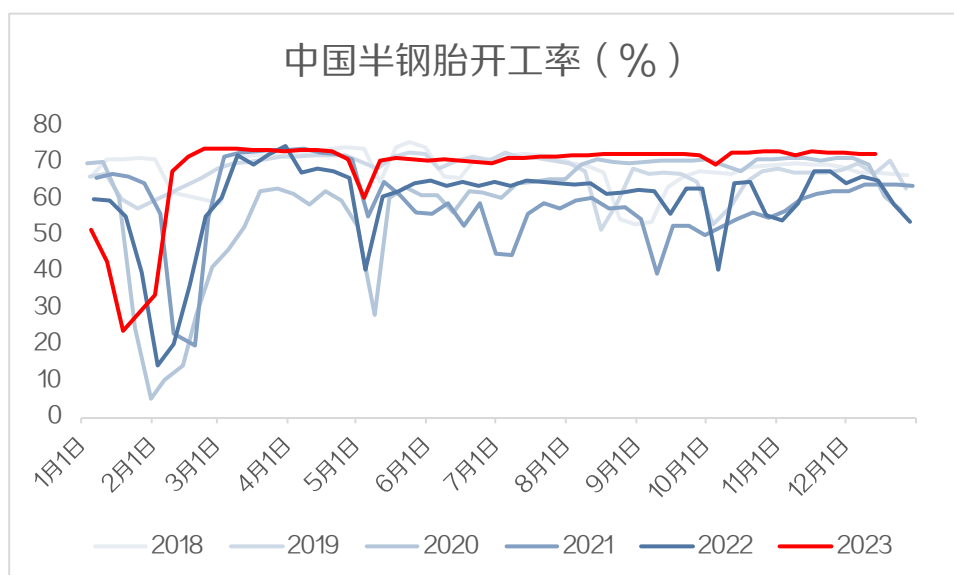
资料来源: anrpc、南华研究

图 2.6: 中国全钢胎开工率



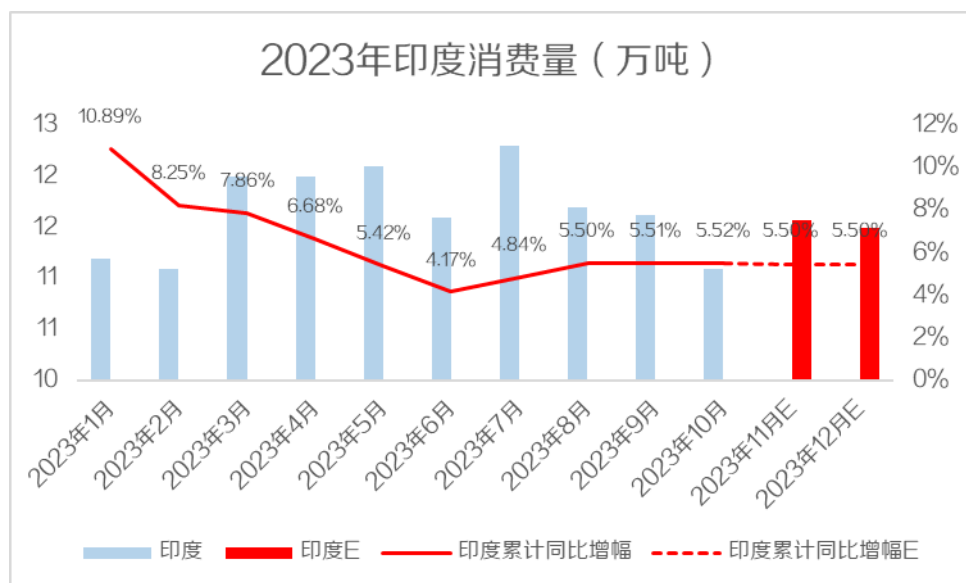
资料来源: 钢联、南华研究

图 2.7: 中国半钢胎开工率



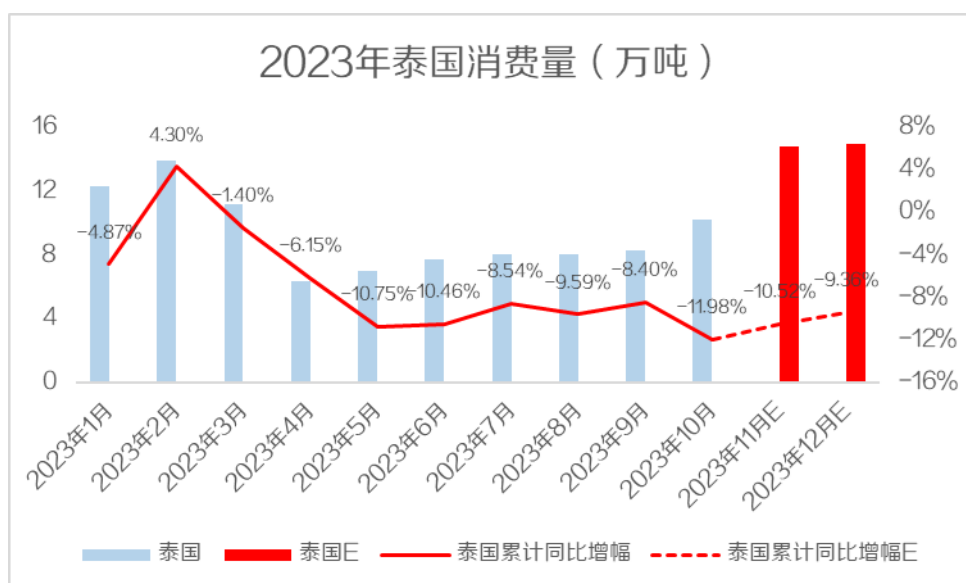
资料来源: 钢联、南华研究

图 2.8：2023 年印度消费量



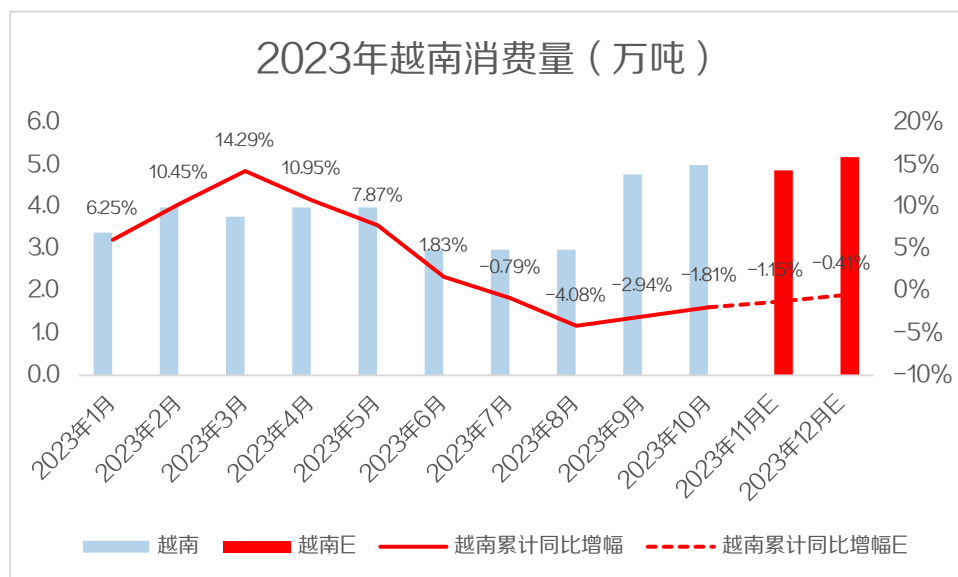
资料来源：anrpc、南华研究

图 2.9：2023 年泰国消费量



资料来源：anrpc、南华研究

图 2.10: 2023 年越南消费量



资料来源: anrpc、南华研究

2.2 发达国家的直接需求预计持稳

从发达国家需求占比全球橡胶需求的情况来看，在全球需求逐年增加的情况下，美国、欧盟、日本、韩国的需求占比都在下降。再从发达国家橡胶直接需求量来看，除2020年受疫情影响较大外，其余年份美国的直接需求一直以来都变化不大，欧盟在2019年开始呈现比较明显的下降趋势，日本则在2012年就开始出现了直接需求小幅下降的情况，韩国作为发达国家里面直接需求量较小的国家，需求量一直以来变化不大。

从美国制造业新订单指数来看，1-10月美国需求持稳，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，年内美国需求难见增量，预计2024年美国需求可能与今年持稳。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，消费者信心下半年整体好于上半年，且10月份有好转趋势，但整体较弱。消费者信心指数作为一个超前较多的领先性指标，预计2024年欧盟整体需求可能与今年持稳。也就是说，以欧美为代表的发达国家需求可能在2024年呈现持稳状态。

预计今年美国、欧盟、日本、韩国对橡胶的直接需求基本持稳，2024年同样预期美国、韩国的需求持稳，欧盟、日本可能会进一步出现小幅下滑。

从印标fob-sicom主力价差来看，年内整体波动不算大，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，11月印标fob再次升水sicom近50美元，而后在11月中下旬回落，可能是海外节前补库导致。**今年海外整体处于主动去库阶**

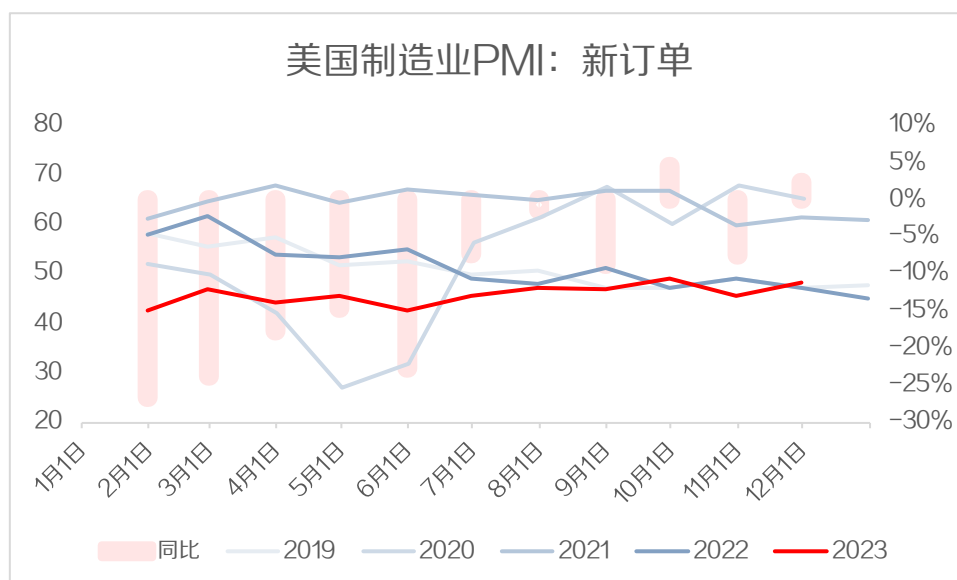
段，目前市场存在2024年海外补库预期，但印标fob年内价格并没有出现大幅波动，还需进一步跟踪关注。另外，EUDR橡胶认证将逐渐落地实施，2024年外盘橡胶价格可能与国内产生更大价差，可能会有更多未获得EUDR认证的橡胶流入国内。

表 2.11：发达国家直接需求量和占比变化趋势

万吨	美国	占比	欧盟	占比	日本	占比	韩国	占比
2008	104.1	10.45%	125.7	12.62%	87.8	8.81%	35.8	3.59%
2009	68.7	7.55%	86	9.45%	63.6	6.99%	33	3.63%
2010	92.6	8.76%	113.6	10.75%	74.9	7.09%	38.4	3.63%
2011	102.9	9.33%	124.2	11.26%	77.2	7.00%	40.2	3.64%
2012	95	8.52%	107.6	9.65%	72.8	6.53%	39.6	3.55%
2013	91.3	7.93%	106	9.21%	71	6.17%	39.6	3.44%
2014	93.2	7.62%	113.9	9.31%	70.9	5.80%	40.2	3.29%
2015	93.65	7.70%	115.86	9.53%	69.1	5.68%	38.77	3.19%
2016	93.18	7.32%	118.6	9.32%	67.6	5.31%	38.13	3.00%
2017	95.77	7.17%	123.61	9.26%	67.9	5.09%	38.43	2.88%
2018	98.68	7.11%	123.09	8.86%	70.64	5.09%	36.7	2.64%
2019	100.34	7.16%	118.8	8.48%	71.43	5.10%	35.42	2.53%
2020	80.2	6.10%	102.5	7.80%	58.05	4.42%	29.7	2.26%
2021	95.6	6.57%	116.7	8.01%	67.8	4.66%	33.9	2.33%
2022	100.1	6.44%	114.9	7.39%	68.2	4.39%	37.4	2.41%

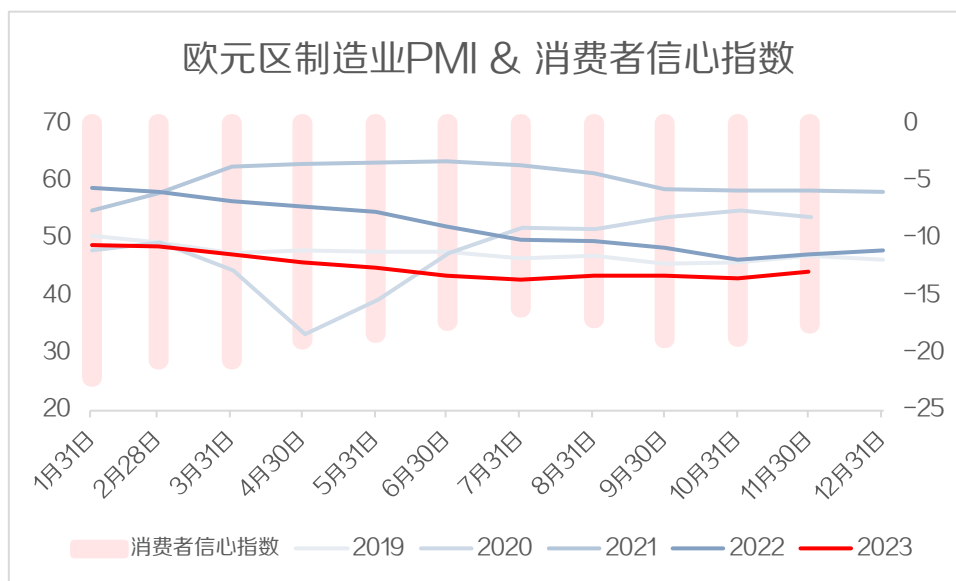
资料来源：anrpc、南华研究

图 2.12：美国制造业 PMI：新订单



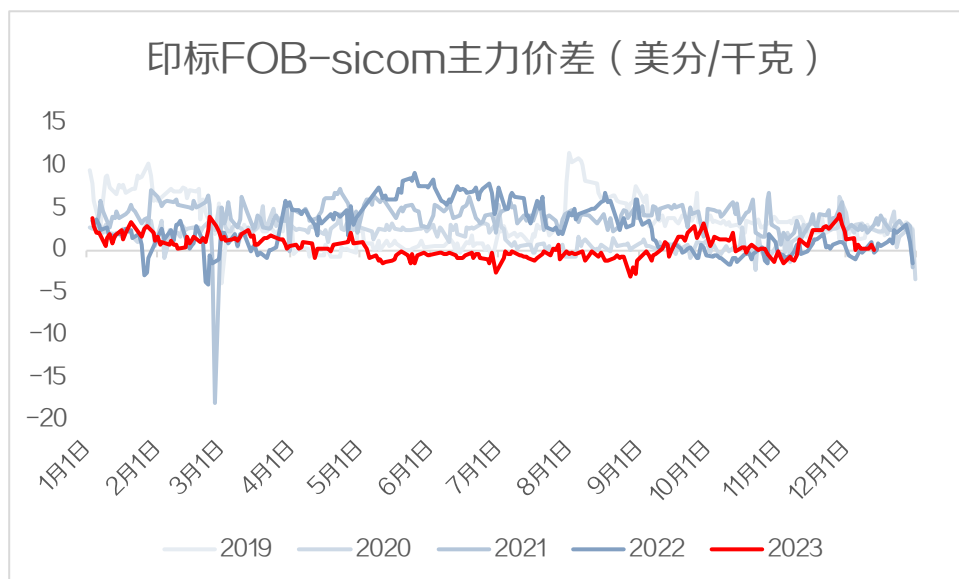
资料来源：wind、南华研究

图 2.13: 欧元区制造业 PMI & 消费者信心指数



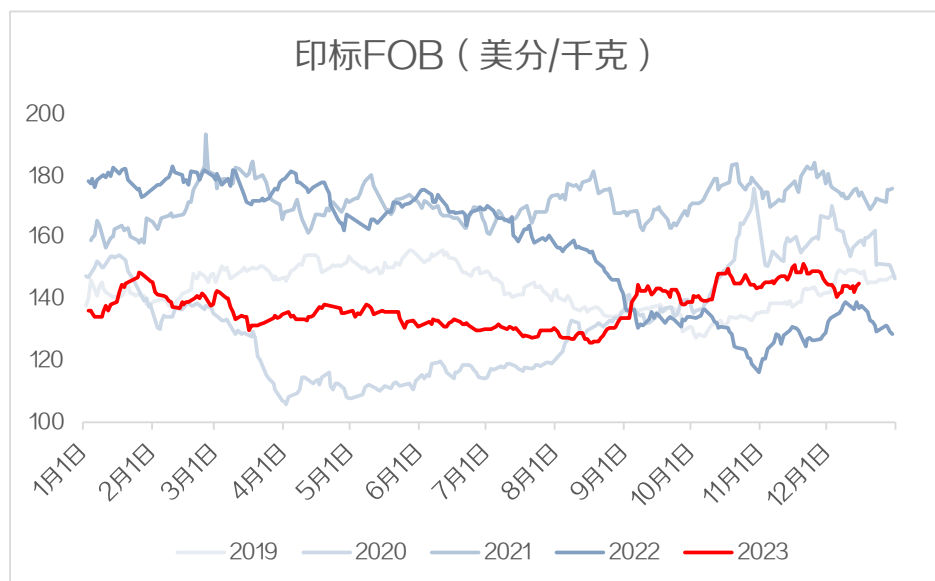
资料来源: wind、南华研究

图 2.14: 印标 FOB-sicom 主力价差



资料来源: qinrex、wind、南华研究

图 2.15: 印标 FOB 价格走势



资料来源: qinrex、南华研究

3. 库存-全球库存持稳或出现小幅缺口

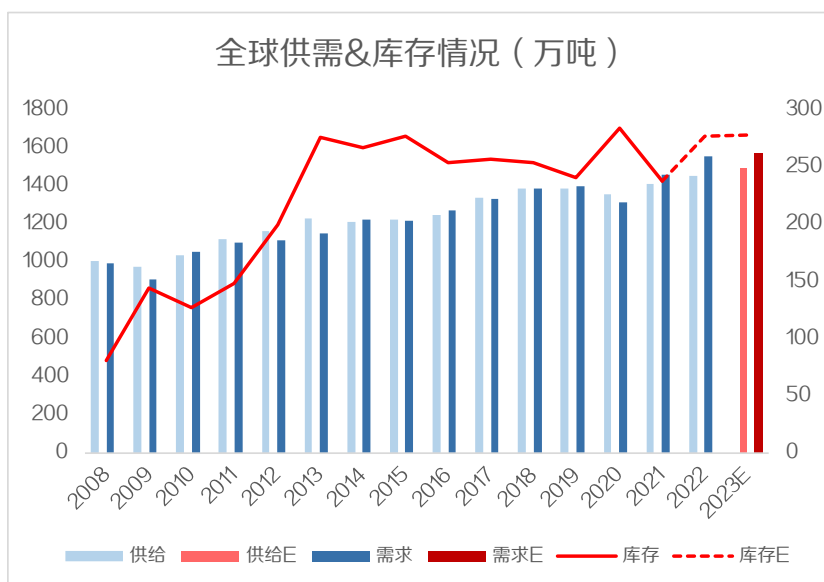
根据前文对年内供需情况的分析，预计今年全球库存小幅增加，全球库存处于高位。明年主要的关注点在于产区天气和全球宏观、海外补库，目前预期2024年全球库存持稳或出现小幅缺口，仍处于高位，全球供需处于紧平衡状态。

随着全球橡胶下游需求产业链的转移，以及国内橡胶套利盘体量的不断增大，在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今年8月才真正明确，此后深浅色胶库存情况出现明显分化，深色胶去库趋势持续，而浅色胶累库趋势持续，2023年呈现出全年社会库存高位的情形。虽然2024年存在海外补库预期，但在海外需求整体向国内和东南亚国家转移的趋势下，库存的大趋势依然是跟随需求从海外向国内逐渐转移。

国内库存矛盾主要在于深色胶，2023年上半年前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。根据产区季节性上量趋势，预计年内深色胶去库趋势可能持续，深色胶将在明年年初开始累库。

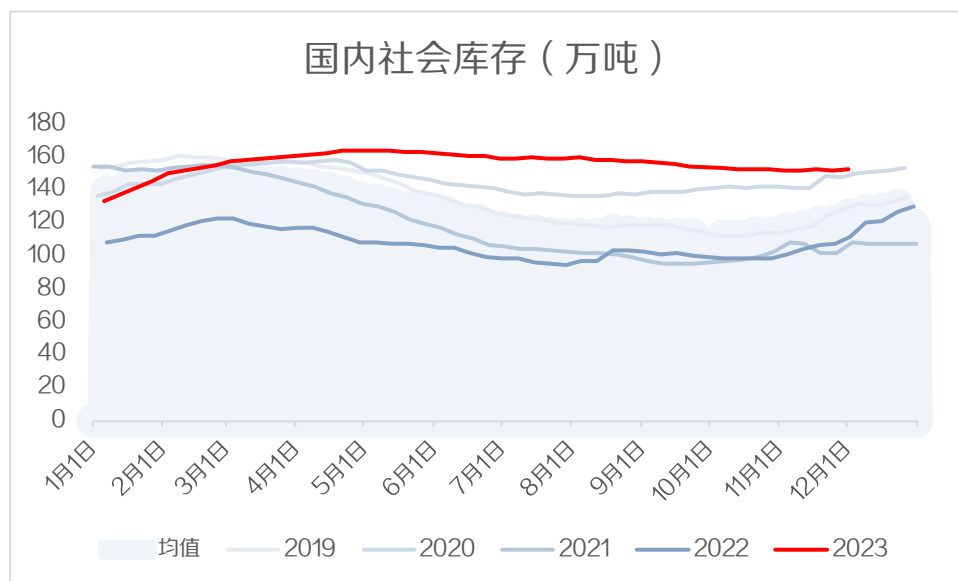
浅色胶在7月初开始累库，年内老全乳库存处于历史高位，越南3L库存也处于历史高位，浅色胶库存变化的季节性与产区上量季节性相关度更高，预计国内浅色胶将持续累库至2024年春节后。

图 3.1：全球供需&库存情况



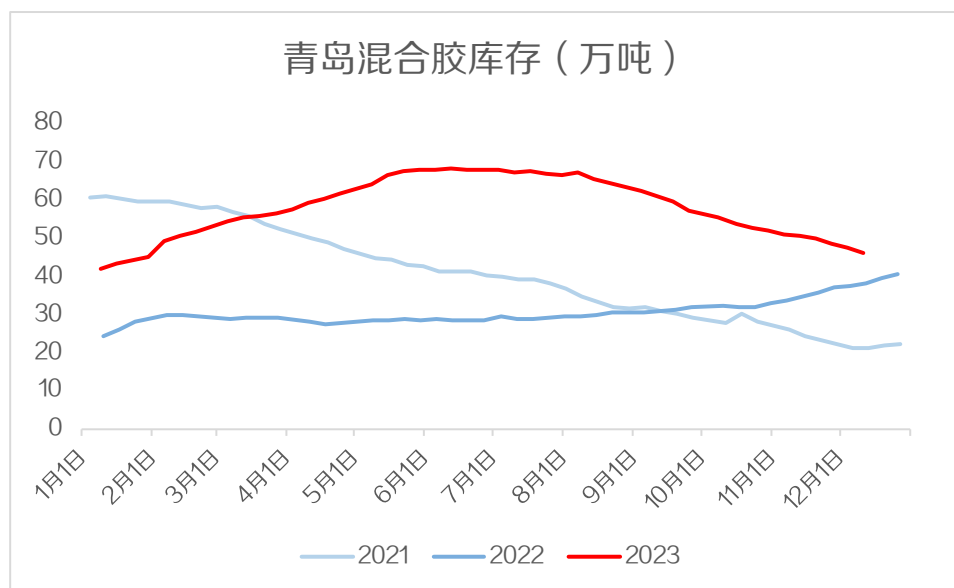
资料来源：anrpc、南华研究

图 3.2: 国内社会库存



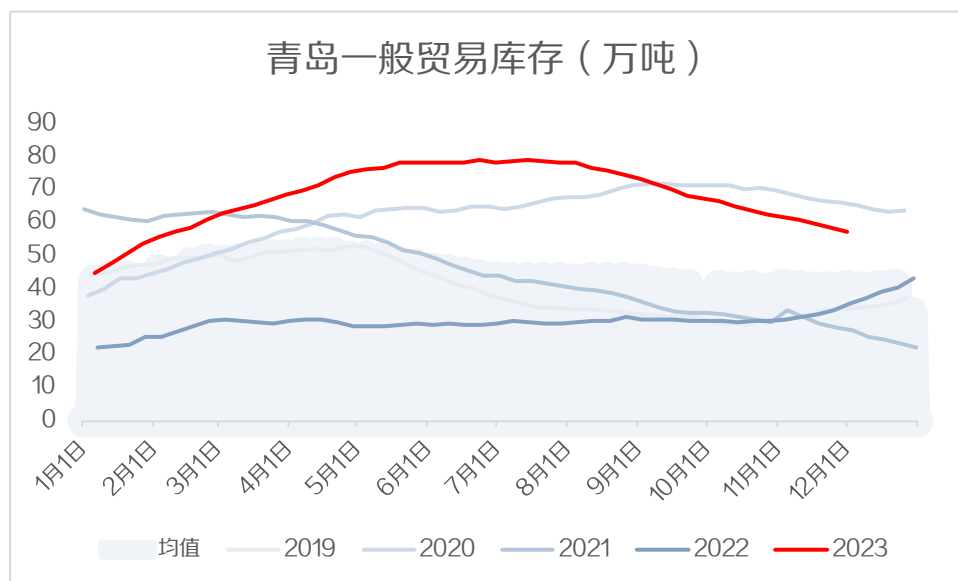
资料来源: 钢联、南华研究

图 3.3: 青岛混合胶库存



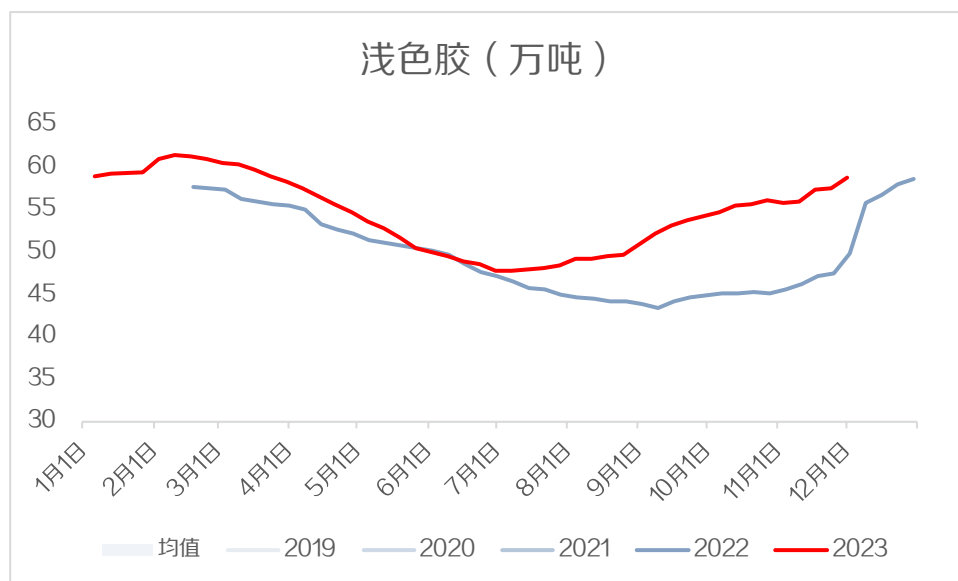
资料来源: 南华研究

图 3.4：青岛一般贸易库存



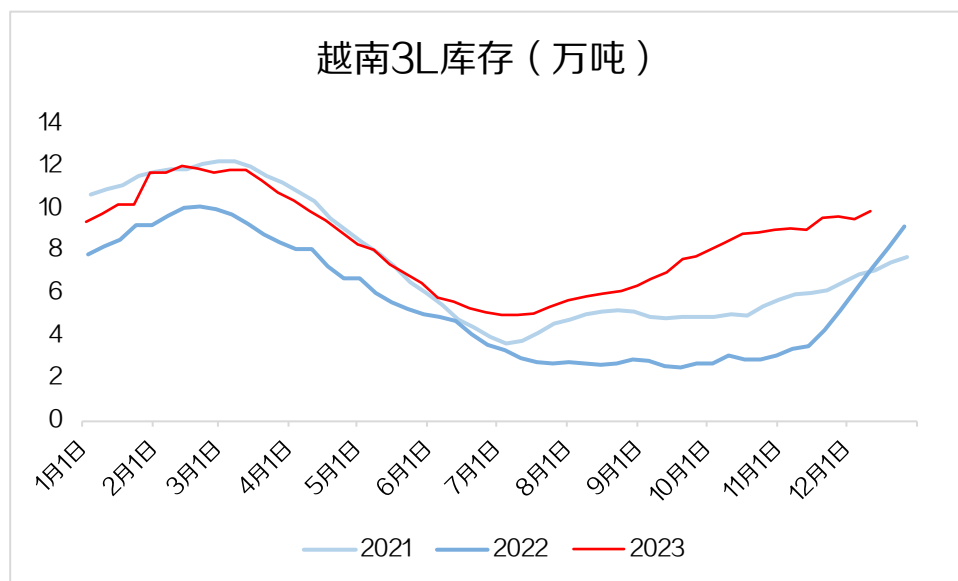
资料来源：钢联、南华研究

图 3.5：国内浅色胶库存



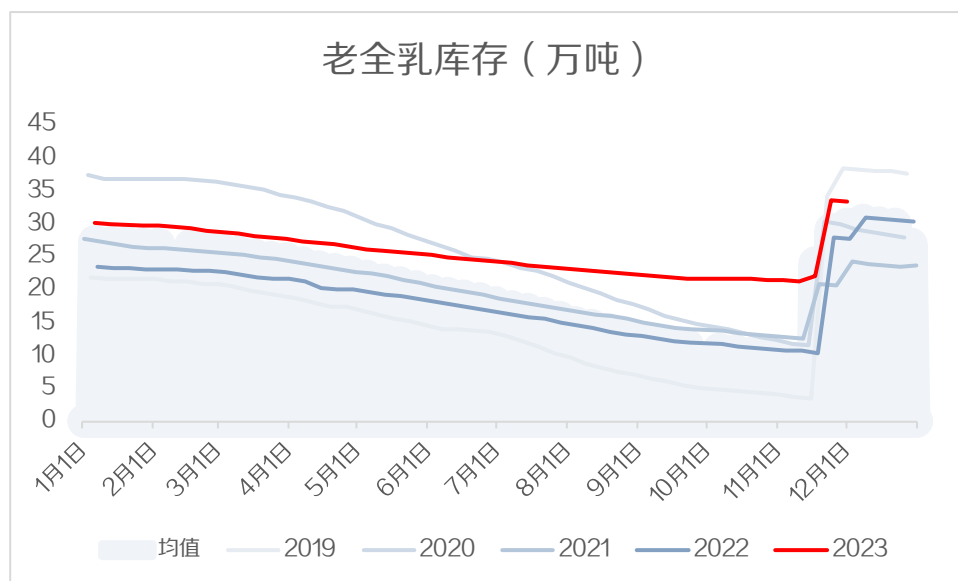
资料来源：钢联、南华研究

图 3.6: 国内越南 3L 库存



资料来源: 钢联、南华研究

图 3.7: 国内老全乳库存



资料来源: 钢联、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，5月初一波收储拉涨，9月初新品种合成胶接连几个涨停板带动橡胶一起涨停，9月底海外天气影响原料产出，涨了半年的盘面却在11月中下旬多头缺乏故事可讲的时候一下子跌回了原点，兜兜转转还是主力合约还是在13000附近徘徊。

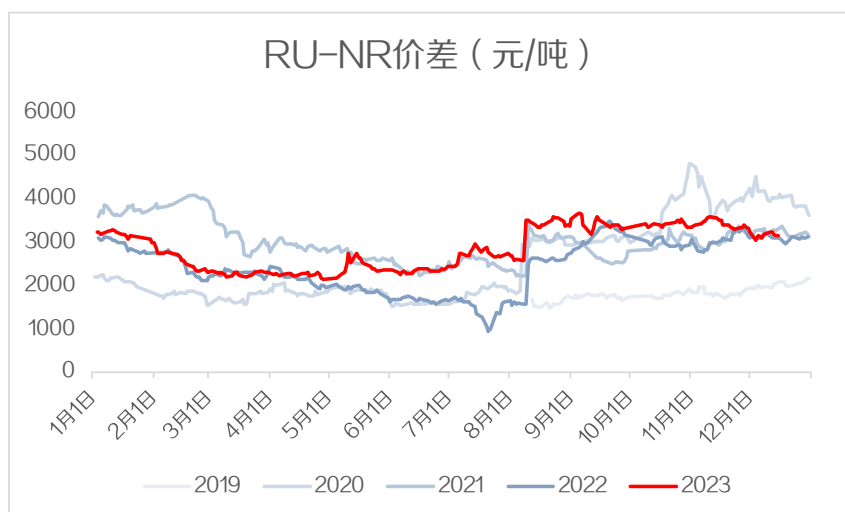
根据前面对2024年供需格局的分析，**预计2024年大概率也是供需紧平衡状态，橡胶单边的趋势性行情暂时没有明显信号，可能震荡为主小幅上行。**

4.1 RU-NR 价差

RU、NR这两个品种的相对强弱在不同时间点有不同的交易点，8-9月RU-NR价差以交易国内深色胶去库逻辑为主，而到9月的一个涨停板后，两者基本没走出趋势性行情，直到11月中下旬盘面大幅走跌时，金融属性更重的RU较NR跌更多，RU-NR小收了一波价差。

今年12月至明年1月，海外主产区处于高产期，节前下游需求又逐渐走弱，基本供需双弱的局面基本已成定性，盘面暂无明显可交易的矛盾。**预计今年12月至明年1月，RU、NR都跟走商品指数趋势，金融属性更强的RU波动幅度较NR更大，RU-NR价差套利预计震荡为主。**

图 4.1: RU-NR 价差



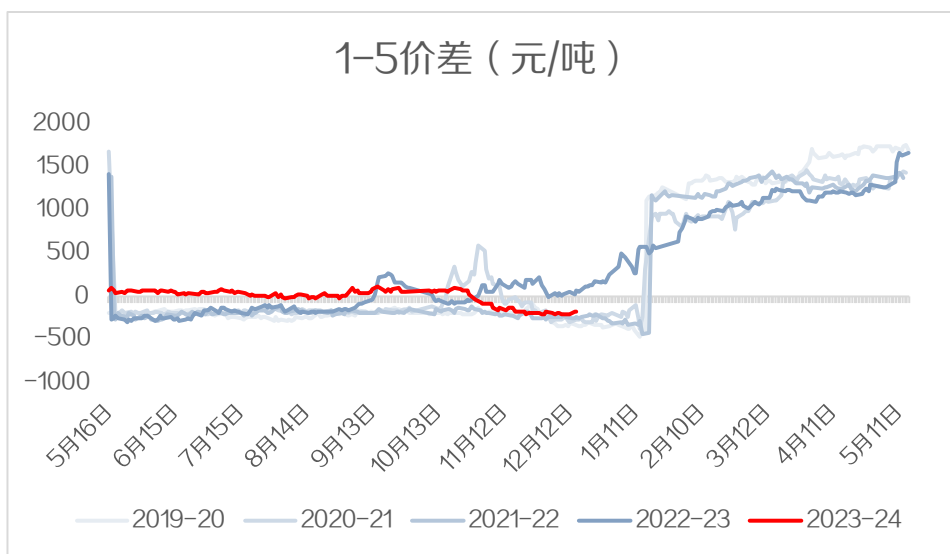
资料来源: wind、南华研究

4.2 1-5 价差 & 5-9 价差

在11月中下旬RU2401合约进入主力换月阶段时，多头依赖的交割品数量少与收储的故事都无法再在01合约上面讲，盘面出现大幅趋势性走跌后，1-5价差、5-9价差都从back结构转为contango结构。

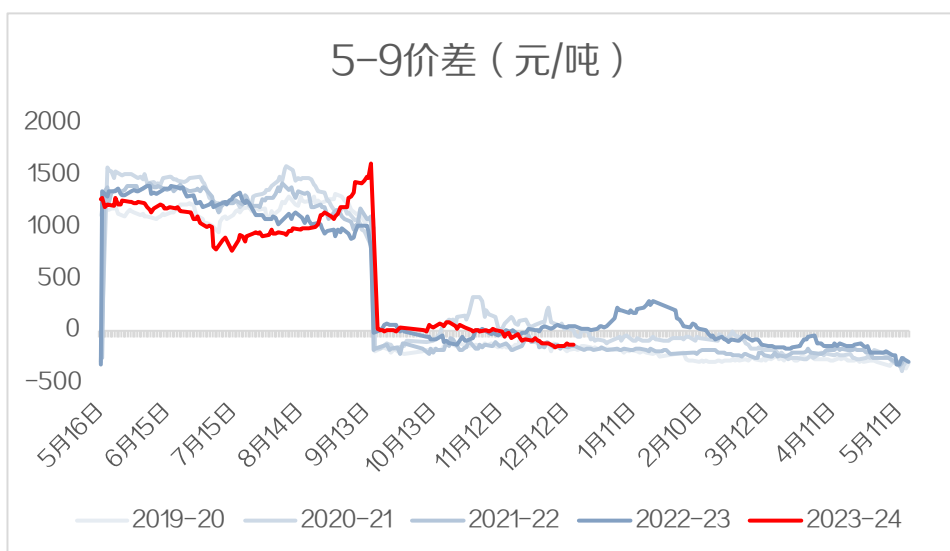
在2024年的交割品数量基本已成定数后，预计2024年全年的仓单压力较小，从目前5-9价差来看，还有进一步走扩的空间。1-5价差也逐渐走扩，虽然近期略有收窄，但预计到2024年1月1-5价差还是会进一步走扩。

图 4.2: 1-5 价差



资料来源: wind、南华研究

图 4.3: 5-9 价差



资料来源: wind、南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

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

