

胶虽维艰，其运可期

国投安信期货 2024 年橡胶年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1 行情回顾：低位震荡，波幅缩窄.....	3
1.1 橡胶期货价格低位整理.....	3
1.2 橡胶现货价格窄幅震荡.....	4
2 供应方面：天胶平稳，合成承压.....	5
2.1 天然橡胶供应压力一般.....	5
2.2 合成橡胶供应压力偏大.....	7
3 需求方面：国内尚可，出口强劲.....	11
3.1 国内外汽车行业再回暖.....	11
3.2 中国轮胎行业明显复苏.....	16
4 外部影响：宏观转向，油市莫测.....	18
4.1 宏观环境可能由紧转松.....	18
4.2 原油市场走势变幻莫测.....	20
5 后市展望：胶虽维艰，其运可期.....	22
5.1 趋势机会：市场格局改善，多空再平衡.....	22
5.2 套利机会：跨品种机会多，期现机会少.....	24

胡华轩

高级分析师

从业资格证号：F0285606

投资咨询证号：Z0003096

个人简介：

国投安信期货高级分析师，在中国证券报、期货日报、文华财经等媒体发表近百篇文章，主要负责天然橡胶、20号胶、合成橡胶等品种的研究。

近期相关报告：

《20号胶与汽车联动，NR期货与产业共生——23.10.11》

摘要

核心观点

从供应来看，天然橡胶供应压力一般，合成橡胶供应压力偏大；从需求来看，一旦中国汽车刺激政策力度减弱，国内需求后劲不足，海外需求潜力可挖；从宏观来看，美国货币政策由紧转松，中国继续维持宽松政策，外部环境将有所改善。从周期来看，橡胶价格依然处于大熊市周期的尾部，价格处于历史底部，估值处于极低水平。

投资展望

天然橡胶供应压力小于合成橡胶，成本支撑强于合成橡胶，橡胶期货市场格局在逐渐改善，趋势机会依然值得期待，等待“东风”到来，跨品种套利机会增多，期现套利机会减少。

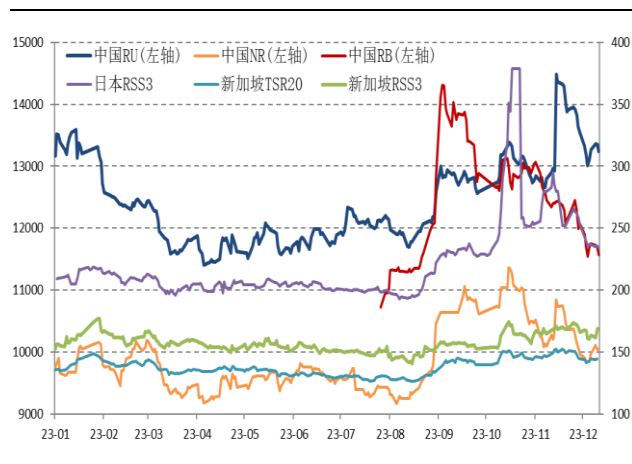
1 行情回顾：低位震荡，波幅缩窄

1.1 橡胶期货价格低位整理

2023 年初，基于中国后疫情时代的乐观预期，橡胶期市走强，不过春节过后预期落空，需求复苏被证伪，橡胶期市震荡偏弱。8 月份后，在中国合成橡胶上市带动下，叠加需求好转、成本驱动和炒作升温，橡胶期市走强，中国 RB 先拉涨，RU&NR 后跟涨，日本 RSS3 涨势最猛。随着外部环境变差、国际油价走弱和市场担忧需求，橡胶期市先后重新走弱。

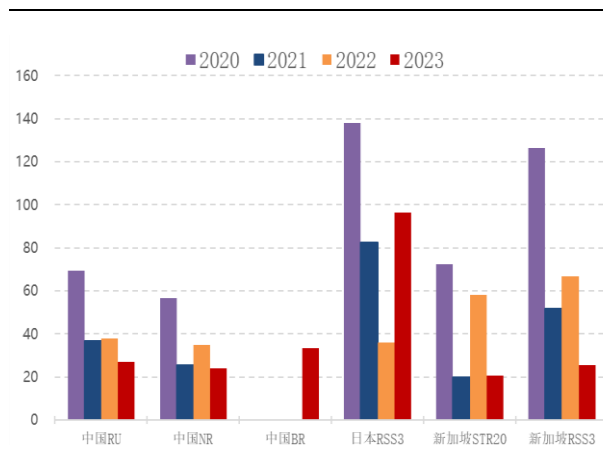
从期货价格波动幅度的角度来看，2023 年，中国和新加坡交易所天然橡胶期货价格波动幅度明显缩小，日本交易所天然橡胶期货价格波动幅度明显扩大(可能还与日元汇率剧烈波动、市场流动性相对不足等有关)。具体来看，中国天然橡胶 RU 期货价格波动幅度大幅缩窄至 27%，中国 20 号胶 NR 期货价格波动幅度大幅缩窄至 24%，中国丁二烯橡胶 BR 上市后期货波动幅度大约 33%，日本 RSS3 期货价格波动幅度明显扩大至 96%，新加坡 RSS3 期货价格波动幅度明显下降至 26%，新加坡 STR20 期货价格波动幅度明显下降至 21%。

图 1：国内外橡胶期货价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

图 2：国内外橡胶期货价格波动幅度(%)



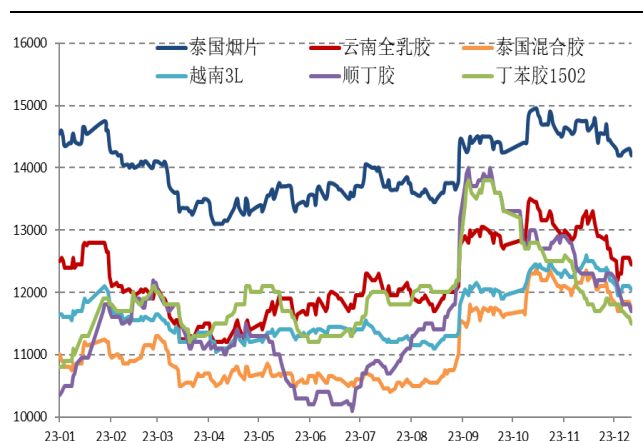
资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

1.2 橡胶现货价格窄幅震荡

2023 年初，橡胶现货市场跟随期货市场走强，不过春节过后终端市场低迷，橡胶现货价格走低，5 月后受多次收储传闻影响，全乳胶和烟片胶震荡偏强，混合胶和越南 3L 震荡，合成胶下跌。7 月初，合成胶止跌回升，并在 BR 上市后跟涨，过度炒作过后橡胶现货市场便逐渐回归理性，尤其是因故停车的扬子石化装置复产后，现价加快了下跌的步伐，目前合成胶已经回到了 BR 上市初的起点附近。以年度平均价格为基准，2023 年中国橡胶现货市场延续了 2022 年的弱势格局，主流橡胶品种现货市场价格普遍下跌，其中顺丁胶表现最弱，市场价下跌了 12%，混合胶市场价下跌了 8%，烟片胶市场价下跌了 7%，全乳胶市场价下跌了 3%。

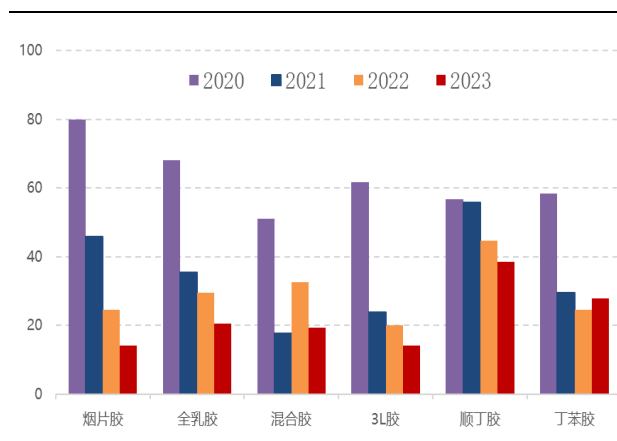
从现货价格波动幅度的角度来看，2023 年中国橡胶现货市场价格波动幅度继续缩窄，其中顺丁胶市场价波动幅度继续下降至 39%，混合胶市场价波动幅度明显下降至 19%，烟片胶市场价波动幅度继续下降至 14%，全乳胶市场价波动幅度继续下降至 21%。

图 3：国内外橡胶现货价格走势(元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

图 4：国内外橡胶现货价格波动幅度(%)



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

简言之，2023 年橡胶市场情绪总体偏弱，价格窄幅波动，交投重心下移，业内信心不足，艰难维持生计。

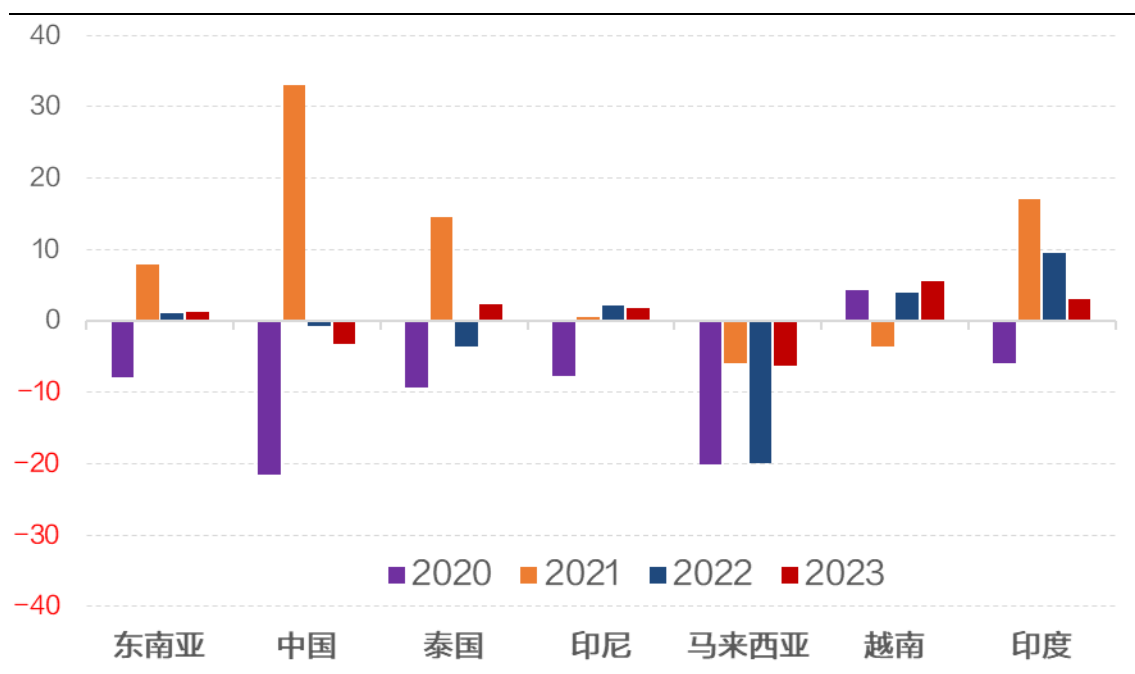
2 供应方面：天胶平稳，合成承压

2.1 天然橡胶供应压力一般

(1) 全球天然橡胶产量增多降少

2023 年东南亚天然橡胶总产量微增，主要产胶国天然橡胶产量增多降少。天然橡胶生产国协会（ANRPC）的初步统计数据显示，2023 年 1-10 月 ANRPC 天然橡胶总产量同比增长 1.3%，2022 年同期同比增长 1.1%，2021 年同期同比增长 7.9%，2020 年同期下滑 7.9%。其中泰国、印度尼西亚、印度和越南天然橡胶产量同比分别增长 2.3%、1.8%、3.1% 和 5.5%，而马来西亚和中国产量同比分别下滑 6.3%和 3.2%。ANRPC 预期 2023 年全球天然橡胶产量 1492.7 万吨，同比增长 2.3%，其中泰国天然橡胶产量同比增长 2.5%，印度尼西亚增长 1.8%、印度增长 3.8%、越南增长 4.1%、马来西亚下滑 2.9%和中国下滑 1.9%。

图 5：近几年 1-10 月份主产国天然橡胶产量同比(%)

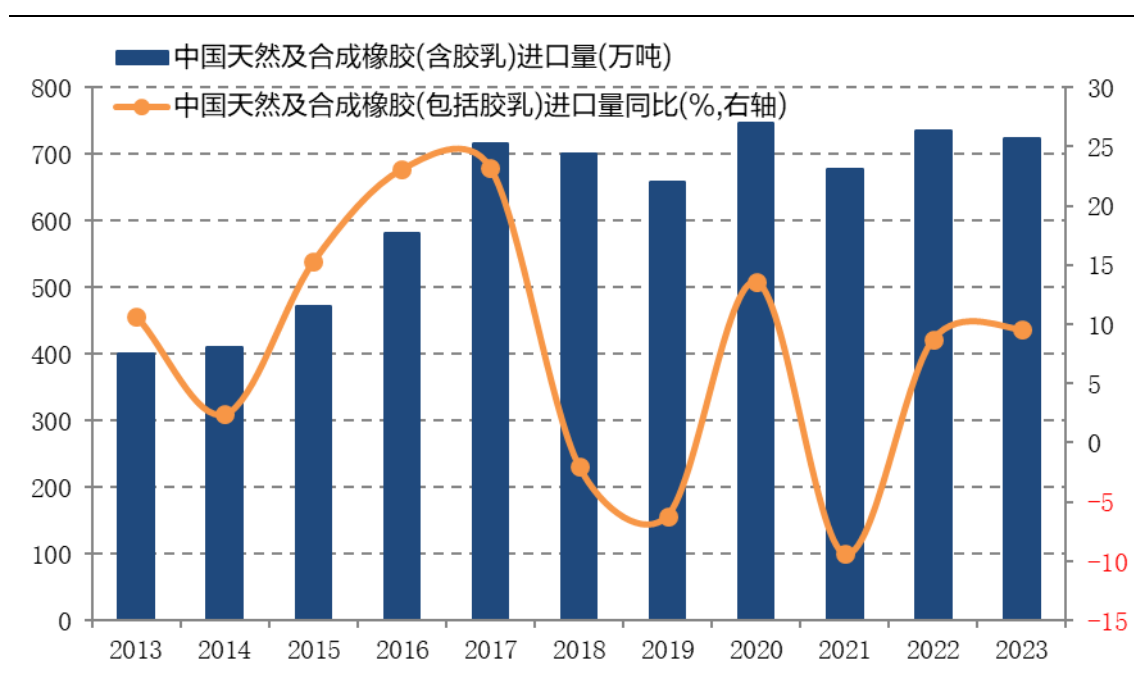


资料来源：ANRPC，国投安信期货

（2）中国天然橡胶进口继续大增

2023 年，由于国内市场需求预期回暖、人民币汇率大幅贬值和进口套利窗口打开，导致海外天然橡胶货源持续大规模流入中国，导致中国橡胶进口量明显增加，尤其是 2 月至 8 月进口同比连续大增，进而导致中国天然橡胶港口库存迭创新高，随着 9-11 月进口同比增速下滑，港口库存也逐渐去化。中国海关总署的统计数据显示，2023 年 1-11 月，中国天然及合成橡胶(含胶乳)进口量大约 722.9 万吨，创出历史同期最高水平，累计同比增长 9.6% 左右。

图 6：2023 年前 11 月中国橡胶进口继续大增



资料来源：中国海关总署，国投安信期货

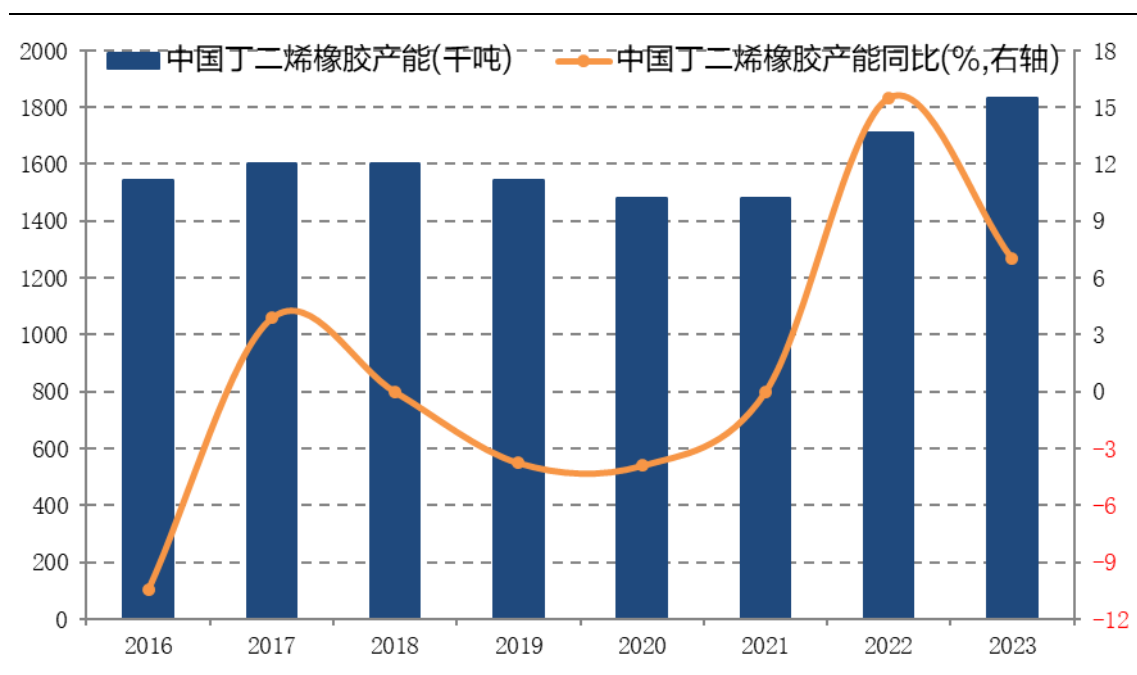
总之，受价格、利润和灾害等因素影响，近几年天然橡胶新增和重新种植面积不多，胶农割胶积极性不高。比如 2022 年海南和 2023 年云南天然橡胶产区相继遭遇天气灾害和病虫害的影响导致开割进程被迫推迟，中国天然橡胶产量连续两年下滑。预计 2024 年全球天然橡胶整体供应保持平稳。

2.2 合成橡胶供应压力偏大

(1) 丁二烯橡胶产能扩张

2022 年以来，中国丁二烯橡胶产业发展进入了新一轮产能扩张期。卓创资讯统计数据显
示，2022 年中国丁二烯橡胶产能增加了 23 万吨至 171.2 万吨，同比增长 15.5%。2023 年
1 月宁波长鸿高分子科技公司年产能 2 万吨丁二烯橡胶装置投产，4 月浙江石油化工公司年
产能 10 万吨丁二烯橡胶装置投产，10 月扬子石油化工公司丁二烯橡胶装置重启(2021 年 1 月
12 日意外停车)。2023 年中国丁二烯橡胶产能增加了 12 万吨至 183.2 万吨，同比增长 7.0%。

图 7：2023 年中国丁二烯橡胶产能增速放缓



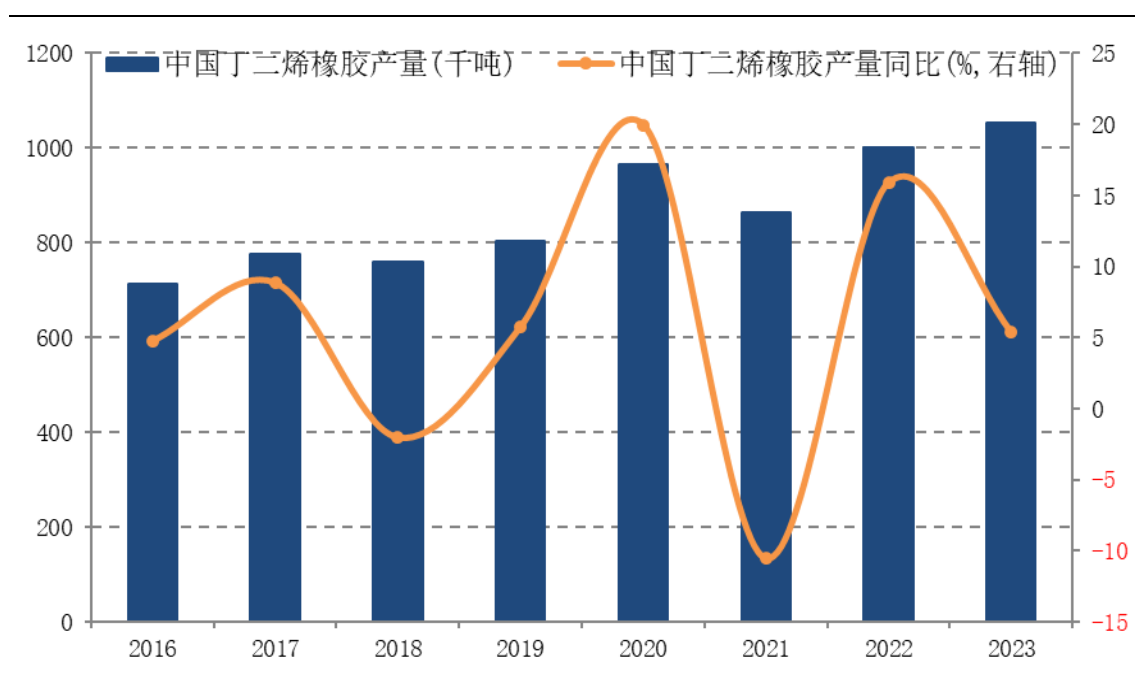
资料来源：卓创资讯，国投安信期货

预计 2024 年中国丁二烯橡胶将新增产能 37 万吨，其中包括振华新材料年产能 5 万吨、
山东裕龙石化年产能 15 万吨、浙江传化合成材料年产能 12 万吨和吉林石化年产能 5 万吨丁
二烯橡胶装置可能投产，因此 2024 年中国丁二烯橡胶产能将增加至 220.2 万吨，同比增长

20.2%。预计 2025 年中国丁二烯橡胶将新增产能 10 万吨(中科炼化), 相应的产能将增加至 230.2 万吨, 同比增长 4.5%。预计 2026 年中国丁二烯橡胶将新增产能 10 万吨(塔里木石化), 相应的产能将增加至 240.2 万吨, 同比增长 4.3%。

一般来说, 中国丁二烯橡胶行业盈利水平随着上游丁二烯和下游轮胎市场表现而波动, 装置开工率也随之波动, 由 2016 年的 54.5%逐渐上升至 2020 年的 76.4%, 2022 年中国丁二烯橡胶产能扩张加快, 开工率拐头回落至 72.7%。2023 年中国丁二烯橡胶新增产能规模、整体盈利状况和排产积极性进一步下降, 产量增速也随之放缓。卓创资讯统计数据显示, 2023 年 1-11 月中国丁二烯橡胶累计产量大约 105.4 万吨, 累计同比增长 5.4%; 2022 年 1-11 月中国丁二烯橡胶累计产量大约 100 万吨, 累计同比增长 15.9%。

图 8: 近几年 1-11 月中国丁二烯橡胶累计产量及同比



资料来源: 卓创资讯, 国投安信期货

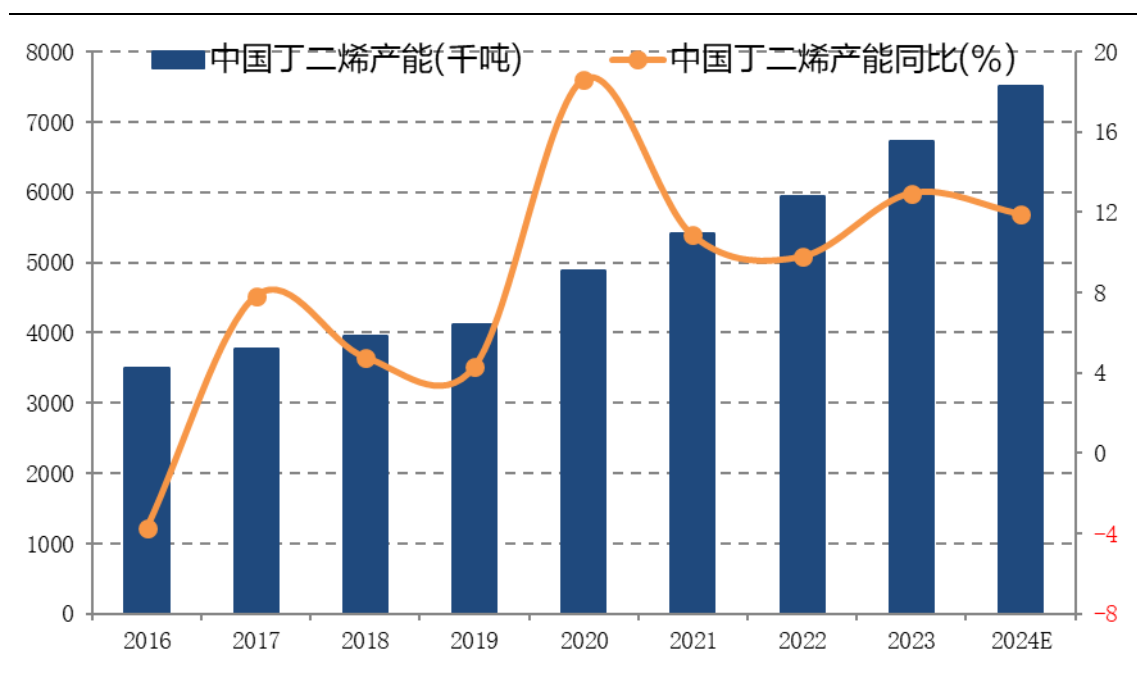
（2）上游丁二烯产能扩张更快

随着炼化一体化项目的建设及投产，配套大乙烯装置陆续上马，近几年中国丁二烯产能进入了明显的扩张期，尤其是 2020 年产能扩张迅猛，同比增长高达 18.6%。

卓创资讯统计数据显示，2023 年，中国丁二烯产能预计达到 671.6 万吨，较 2022 年增加 77 万吨，同比增长 13%，新增产能的具体装置分别为盛虹炼化 15 万吨、广东石化 11 万吨、劲海化工 5 万吨、三江化工 8 万吨、海南炼化 16 万吨和山东裕龙石化 22 万吨。

预计 2024 中国丁二烯产能将增加 80 万吨至 751.6 万吨，同比增长 12%，新增产能的具体装置分别为中石化天津 15 万吨、金诚石化 10 万吨、埃克森美孚惠州 20 万吨、唐山旭阳 20 万吨和北方华锦集团 15 万吨。

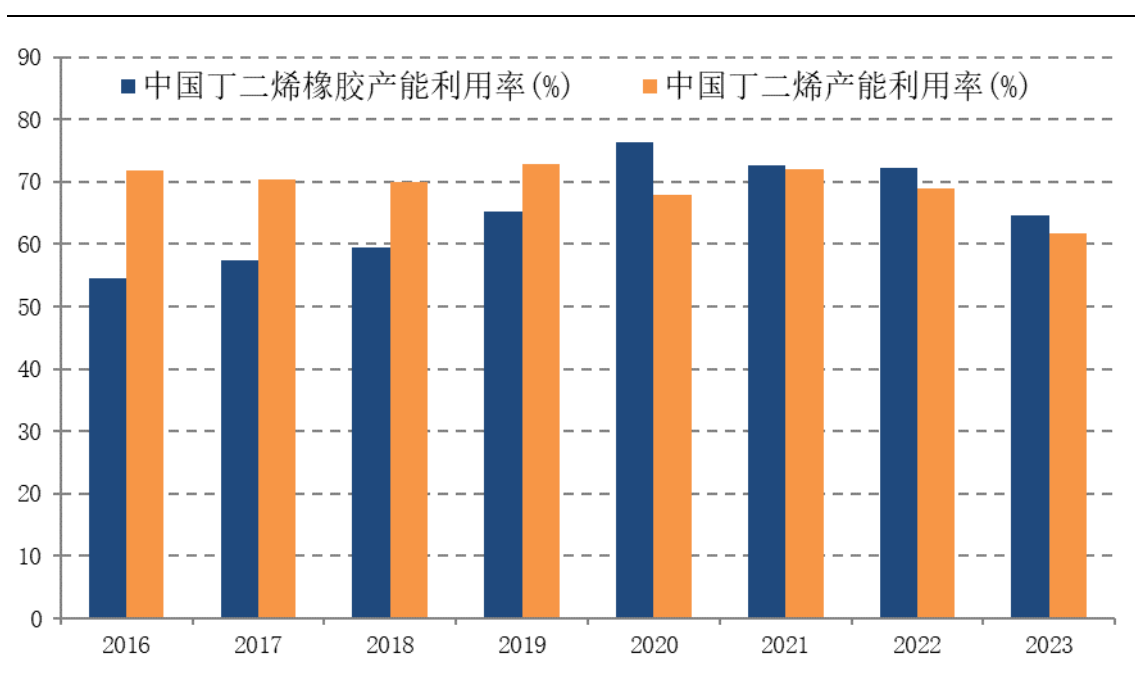
图 9：中国丁二烯产能持续扩张



资料来源：卓创资讯，国投安信期货

值得一提的是，丁二烯橡胶及上游丁二烯产能不断扩张，只能意味着未来供应潜在压力比较大，实际产量还需要参考行业库存、利润、开工、检修和停产等情况。比如，2023 年中国丁二烯橡胶和上游丁二烯装置周度平均开工负荷率分别下降至 64.6%和 61.8%，较 2022 年分别下滑了 5.6%和 8%，分别低于过去 7 年平均值的 0.8%和 8.7%。

图 10：中国丁二烯橡胶和上游丁二烯产能利用率



资料来源：卓创资讯，国投安信期货

简言之，2024 年丁二烯橡胶供应潜在压力比较大，上游丁二烯潜在供应压力更大，对下游行业的成本支撑效应逐渐减弱。

综合来看，近几年天然橡胶行业处于民企淘汰退出、国企兼并重组的阵痛期，而合成橡胶处于民企做大做强、外企和国企坚守阵地的扩张期，因此天然橡胶供应压力预计比合成橡胶小。

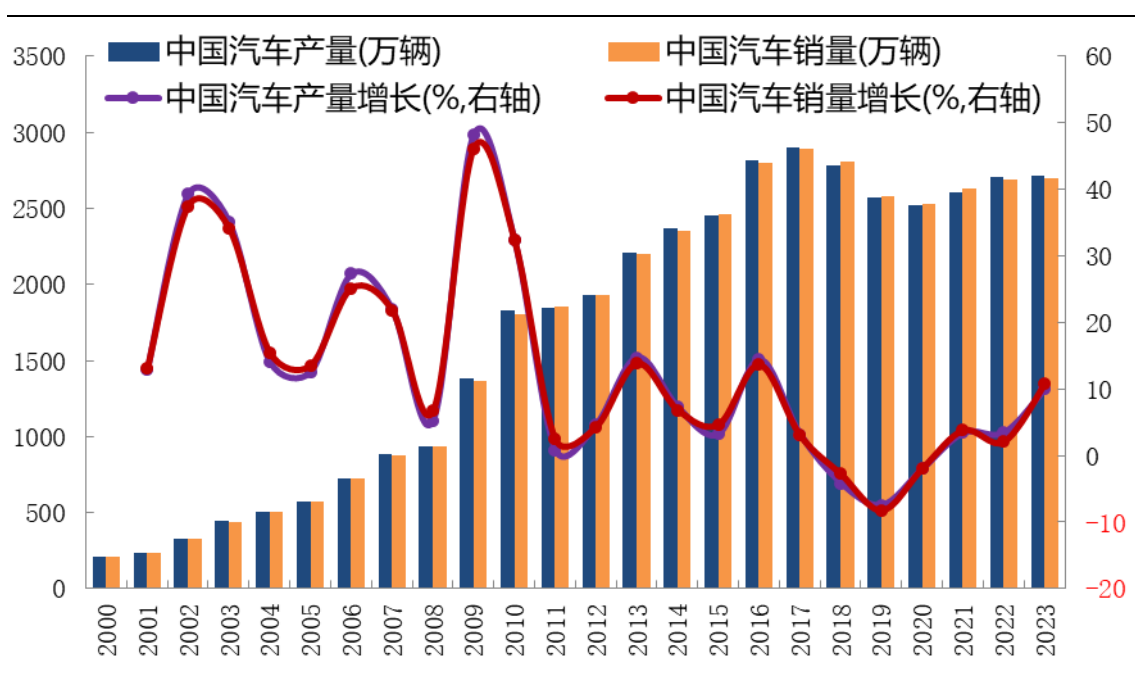
3 需求方面：国内尚可，出口强劲

3.1 国内外汽车行业再回暖

(1) 中国汽车继续走强

在中国汽车刺激政策持续不断地支持下，以及汽车企业多轮“价格战”真正让利消费者，中国汽车市场发展进一步走强，产销量有望创出历史新高，其中产量将一举突破 3000 万辆的重要关口，超过 2017 年达到历史最高的 2901.5 万辆，远远超出市场预期。

图 11：2023 年中国汽车产销量表现超预期



资料来源：中国汽车工业协会，国投安信期货

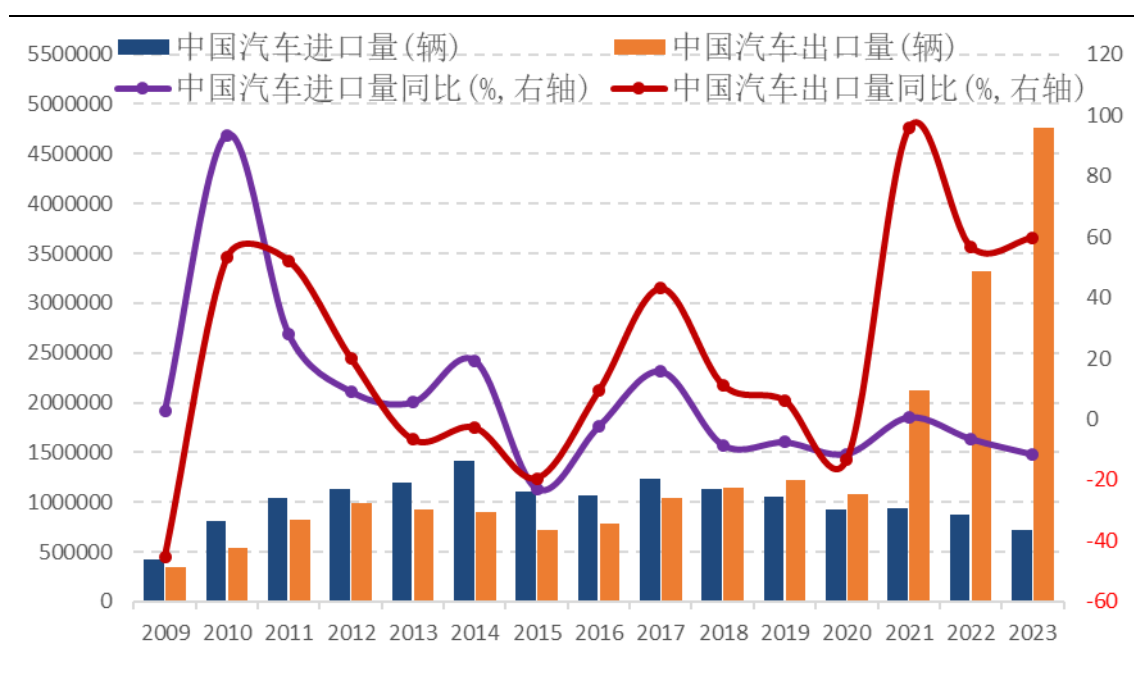
其实，2023 年 1-11 月中国汽车产销量已经超过了 2022 年全年水平。中国汽车工业协会统计数据显示，2022 年 1-11 月，中国汽车累计产销量分别为 2711.1 万辆和 2693.8 万辆，累计同比分别增长 10% 和 10.8%。2022 年 1-11 月，中国汽车累计产销量分别为 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，累计同比分别增长 6.1% 和 3.3%，全年中国汽车产销量分别为 2702.1

万辆和 2686.4 万辆，同比分别增长 3.4%和 2.1%。

值得一提的是，中国加入 WTO 十多年以后，关税减免等政策红利逐渐消失，中国汽车进口市场开始走向下滑，而汽车出口市场开始上升，其中 2019 年中国由过去的汽车“净进口国”开始转为“净出口国”，2021 年以来中国汽车出口量加速攀升，发展势头突飞猛进，表明国内汽车企业国际竞争力日益增强，尤其是在新能源汽车方面，海外市场对国内汽车的需求日益旺盛。

中国海关总署统计数据显示，2023 年 1-11 月，中国汽车累计进口量大约 71.9 万辆，累计同比下滑扩大至 11.6%，而中国汽车出口量大约 476.2 万辆，累计同比增长高达 59.8%，比 2022 年同期的 54.9%增速还高一些。

图 12：中国汽车进口逐渐萎缩，出口加速爆发



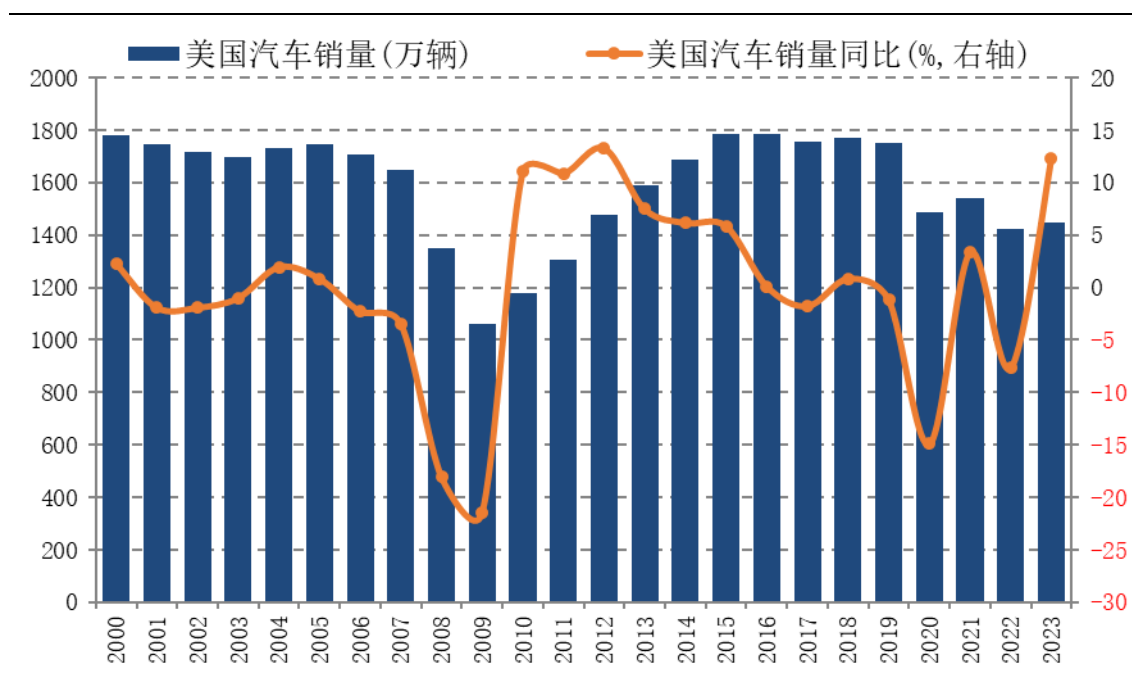
资料来源：中国海关总署，国投安信期货

（2）海外汽车明显复苏

2023 年美国经济并没有如市场预期中的掉入衰退陷阱，反而表现得韧性十足，国际油价下跌和美元汇率强劲对冲了汽车贷款利率居高和汽车工人联合会罢工等方面的不利影响，美国汽车市场需求重新回暖。

美国商务部数据显示，2023 年 1-11 月美国汽车累计销量大约 1448.2 万辆，累计同比增长 12.3%；2022 年 1-11 月美国汽车累计销量大约 1289.7 万辆，累计同比下滑 8.8%，全年美国汽车销量大约 1420.4 万辆，同比下滑 7.6%。

图 13：2023 年美国汽车市场快速回暖



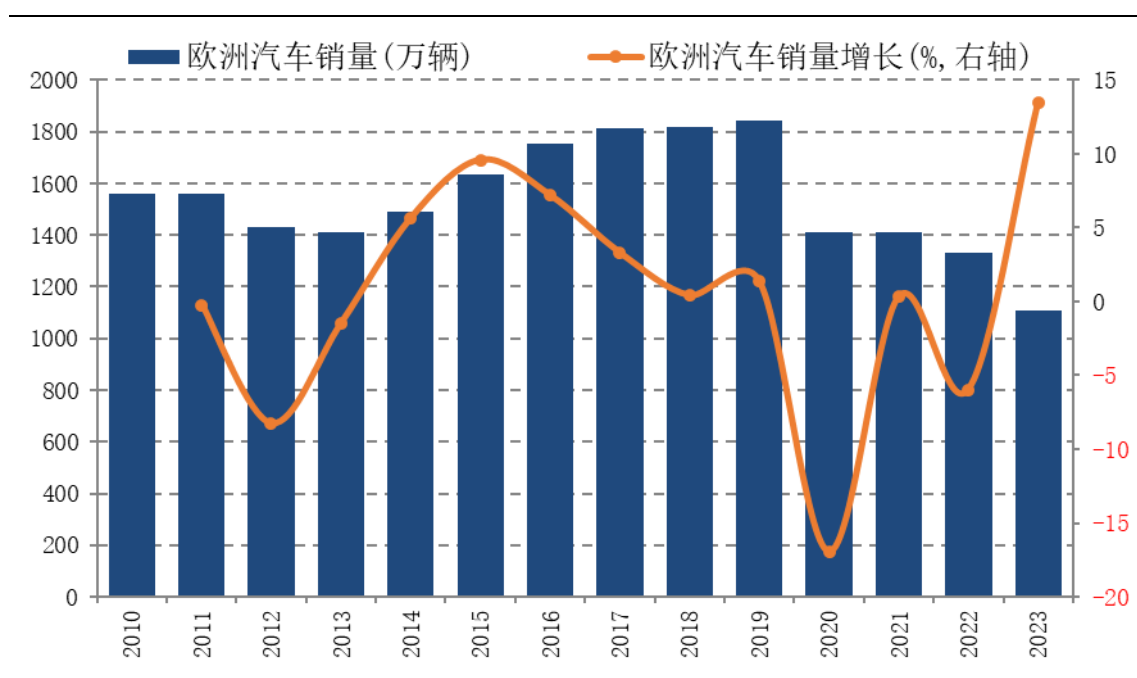
资料来源：美国商务部，国投安信期货

2023 年，虽然欧洲经济依然低迷，仍受制于俄乌地缘政治冲突，但是欧洲汽车市场也明显回暖。欧洲汽车制造商协会数据显示，2023 年 1-9 月欧洲汽车累计销量大约 1106.8 万辆，累计同比增长 13.5%；2022 年 1-9 月欧洲汽车累计销量大约 975.4 万辆，累计同比下

滑 11%，全年销量大约 1329.2 万辆，同比下滑 6%。

具体来看，2023 年 1-11 月，德国汽车销量达到 293.6 万辆左右，同比增长 12.1%；法国汽车销量达到 198.7 万辆左右，同比增长 14.8%；英国汽车销量达到 176.2 万辆左右，同比增长 18.6%。

图 14：2023 年前三季度欧洲汽车市场快速回暖

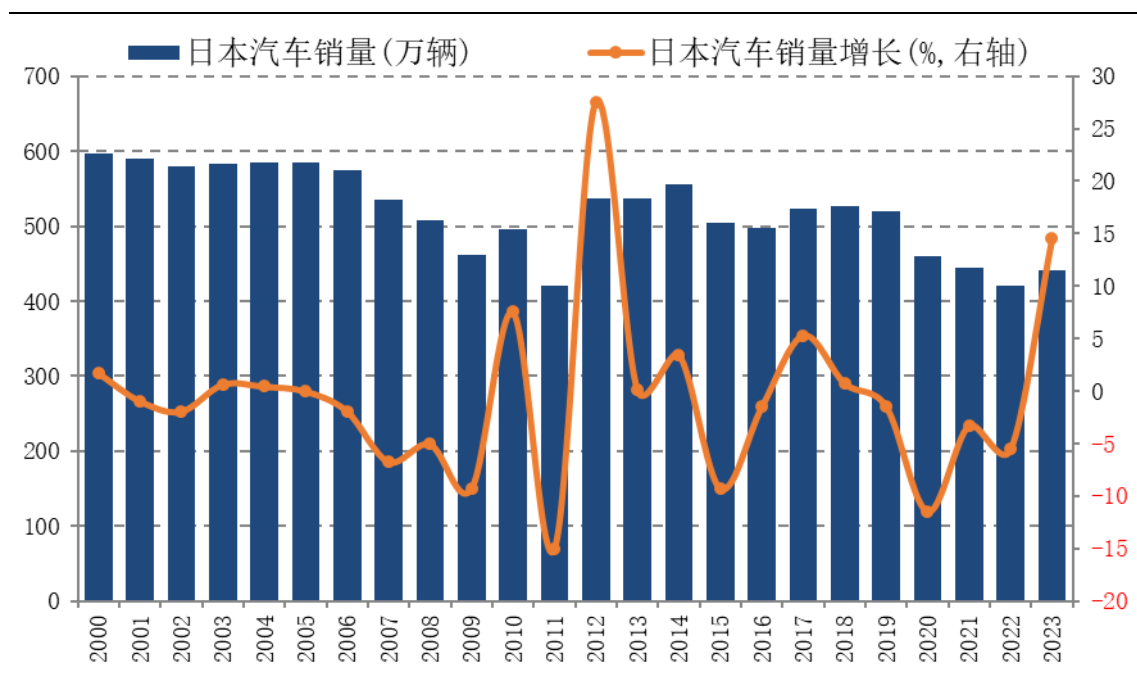


资料来源：欧洲汽车制造商协会，国投安信期货

2023 年日本经济逐渐复苏，日元兑美元大幅贬值，通货膨胀居高难下，半导体等汽车供应链瓶颈缓解，日本汽车市场重新回暖，终于扭转了多年连续下滑的态势。

日本汽车工业协会数据显示，2023 年 1-11 月，日本汽车累计销量大约 441.6 万辆，累计同比增长 14.5%；2022 年 1-11 月，日本汽车累计销量大约 385.7 万辆，累计同比下降 6.2%，全年日本汽车销量大约 420.1 万辆，同比下滑 5.6%。

图 15：2023 年日本汽车市场快速回暖



资料来源：日本汽车工业协会，国投安信期货

综合来看，2023 年中国汽车发展再上一个台阶，产销量同比增速重新达到两位数的水平，市场规模不但继续超过 2020 年新冠肺炎疫情爆发之前水平，而且还将创出历史新高，超过 2017 年的历史峰值，国内汽车远超市场预期表现当然离不开诸多强有力的刺激政策支持。与此同时，国外政府对汽车政策支持力度完全无法与国内相媲美，最近还传出消息，德国政府因为预算危机已经停止发放电动汽车补贴。2023 年虽然美国、欧洲和日本汽车市场受上一年较低的基数效应影响明显回暖，但是仍然远远没有回到疫情爆发之前的正常水平，市场复苏之路依然崎岖不平。当然，从另外一个角度来看，在长达四年大规模的刺激政策支持下，中国汽车市场的需求潜力有可能提前透支，而国外汽车市场的需求潜力仍有待挖掘。

3.2 中国轮胎行业明显复苏

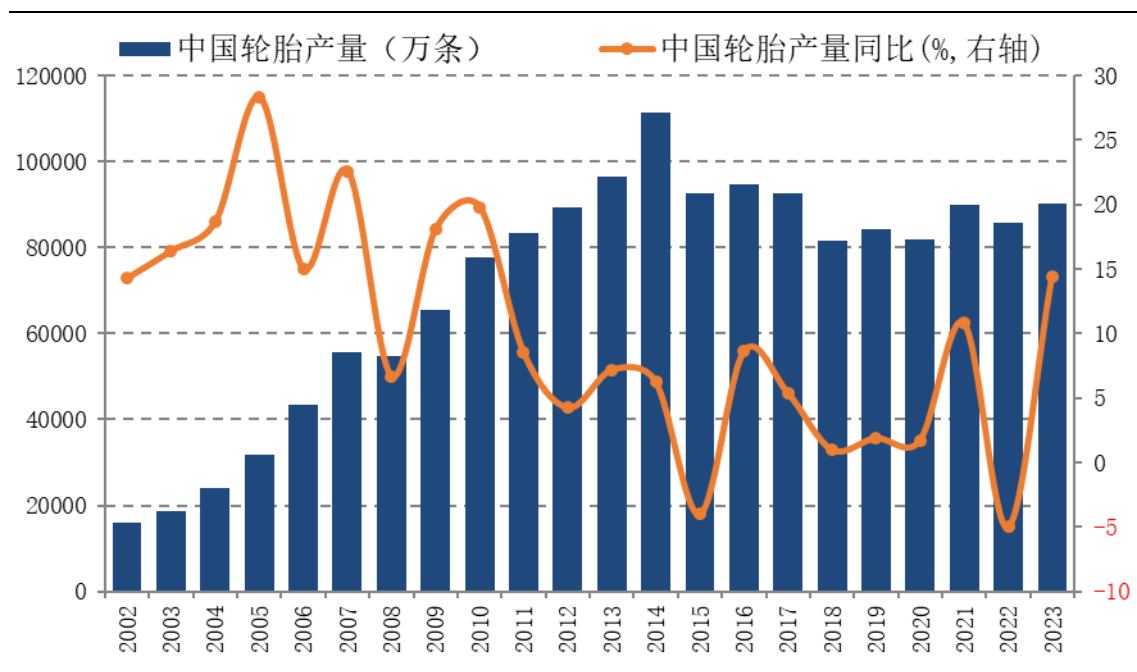
2023 年，无论从轮胎产量，还是从轮胎出口量来看，中国轮胎市场重新复苏，主要轮胎企业净利润普遍快速增长，其中半钢轮胎企业开工率大多数维持在 70% 以上的历史高位水平。

(1) 中国轮胎产量大幅增长

2023 年，由于上游原材料价格普遍偏低，国内市场和出口市场双双回暖，导致轮胎企业生产利润普遍大增，轮胎开工率维持高位波动，尤其是半钢轮胎企业排产积极性居高不下，轮胎产量创出 2018 年以来的历史新高。

国家统计局数据显示，2023 年 1-11 月中国轮胎累计产量大约 9.02 亿条，累计同比增长 14.4%；2022 年 1-11 月中国轮胎累计产量大约 7.88 亿条，累计同比下滑 4.0%，全年中国轮胎产量大约 8.56 亿条，同比下滑 5.0%。

图 16：2023 年中国轮胎产量快速回升



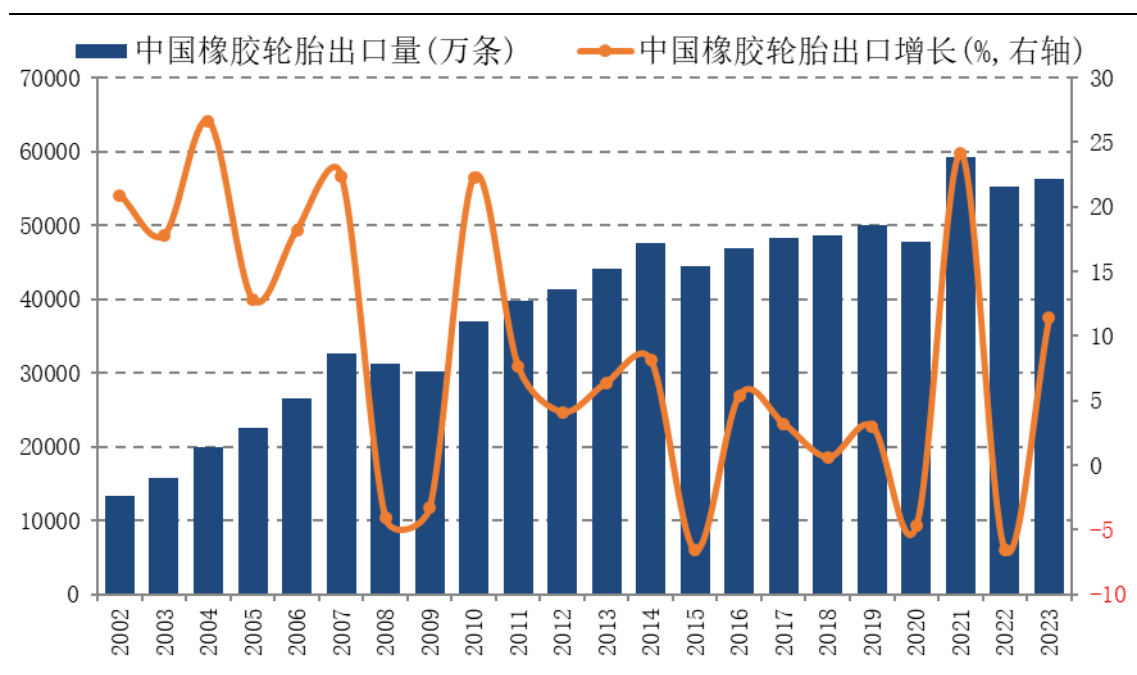
资料来源：国家统计局，国投安信期货

(2) 中国轮胎出口大幅增长

2023 年，中国轮胎出口量有望超过 6 亿条关口，再创历史新高(2021 年的 5.9 亿条)，除了 1 月份同比录得较大的负增长之外，其他月份同比均出现大幅增长，甚至绝大多数月份保持两位数增长的强劲势头。

中国海关总署数据显示，2023 年 1-11 月，中国橡胶轮胎累计出口量大约 5.64 亿条，累计同比增长 11.4%；2022 年 1-11 月，中国橡胶轮胎累计出口量大约 5.07 亿条，累计同比下滑 6.0%，全年中国橡胶轮胎出口量大约 5.53 亿条，同比下滑 6.6%。

图 17：2023 年中国轮胎出口重新回升



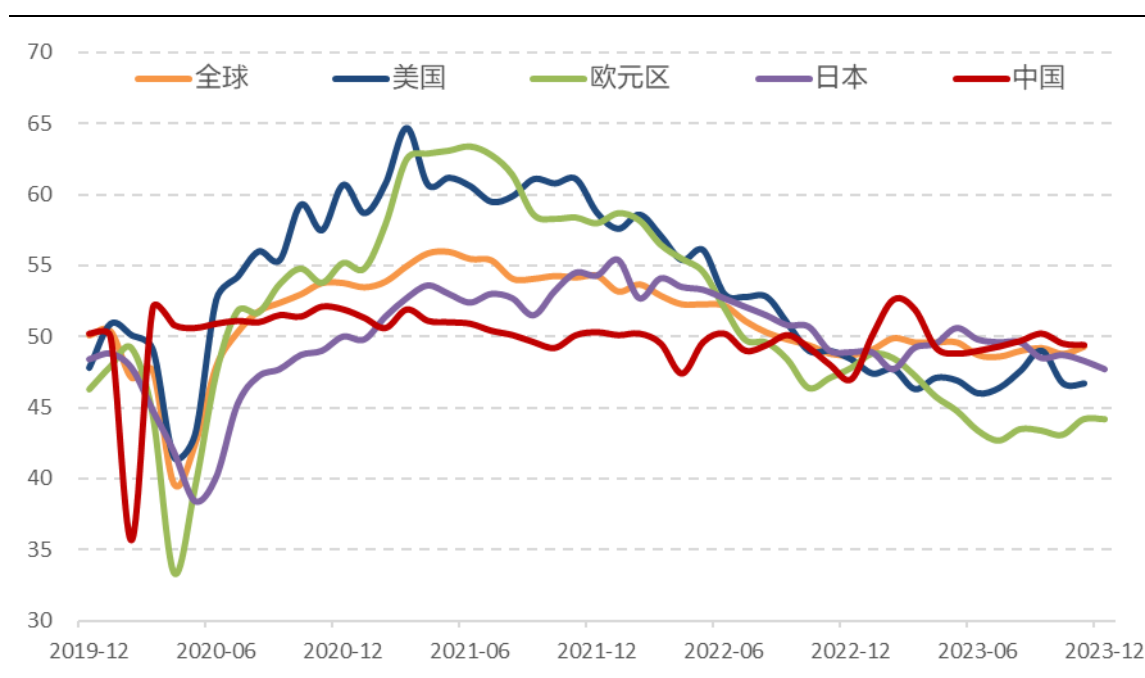
资料来源：中国海关总署，国投安信期货

4 外部影响：宏观转向，油市莫测

4.1 宏观环境可能由紧转松

2023 年，虽然橡胶下游轮胎、汽车行业明显回暖，但是全球实体经济活动依然疲弱，主要经济体未能实现明显的复苏。

图 18：全球及主要国家或地区制造业 PMI（%）



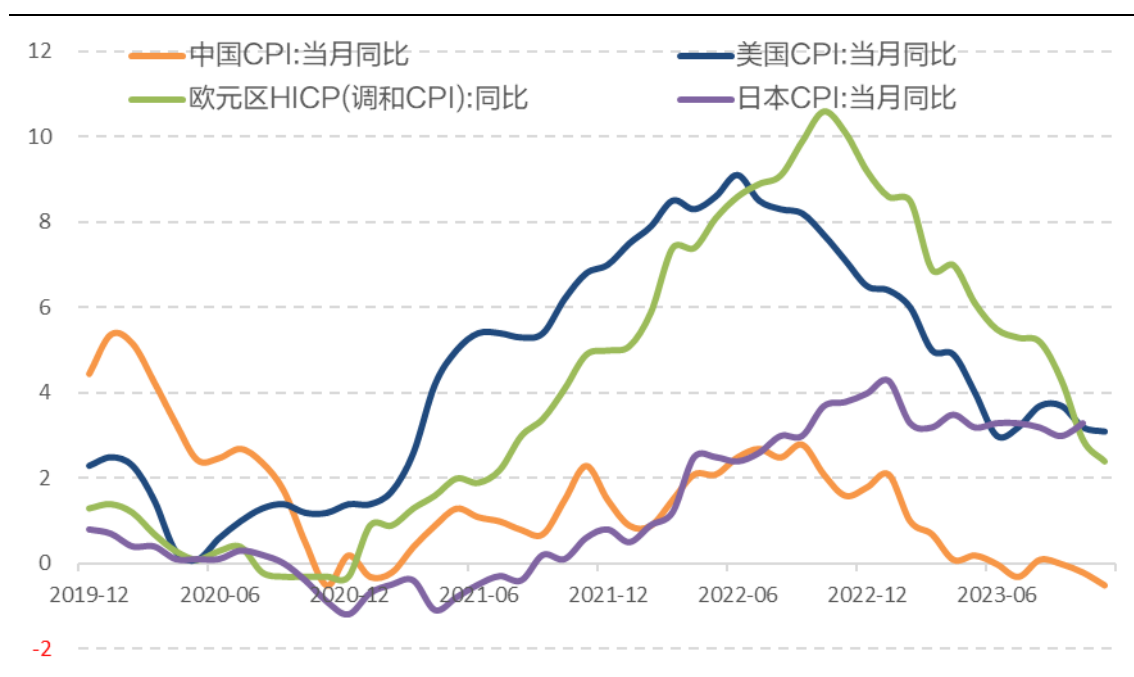
资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

从制造业 PMI 数据来看，2023 年，摩根大通全球制造业 PMI 始终在 50 荣枯分界线下，反映全球实体经济偏弱运行；美国制造业 PMI 进一步走弱，总体在 46 至 49 之间波动；欧元区制造业 PMI 延续了下滑趋势，整体表现最弱，总体在 42.7 至 48.8 之间；日本和中国制造业 PMI 绝大多数时候都在 50 荣枯分界线下，并没有能够保持在繁荣区间。

从 CPI 数据来看，2023 年国内外宏观环境并未根本好转。一方面，美国、欧洲和日本 CPI 同比继续回落至 3% 一线附近，通货膨胀压力逐渐放缓，美联储由继续加息到暂停加息，

欧央行和日本央行也紧跟其后。另一方面，中国 CPI 同比继续下滑至 11 月份的-0.5%，中国面临通货紧缩压力进一步增大，央行货币政策依然偏宽松，但是力度受限于海外央行加息和人民币汇率贬值等。

图 19：全球主要国家或地区 CPI（%）



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

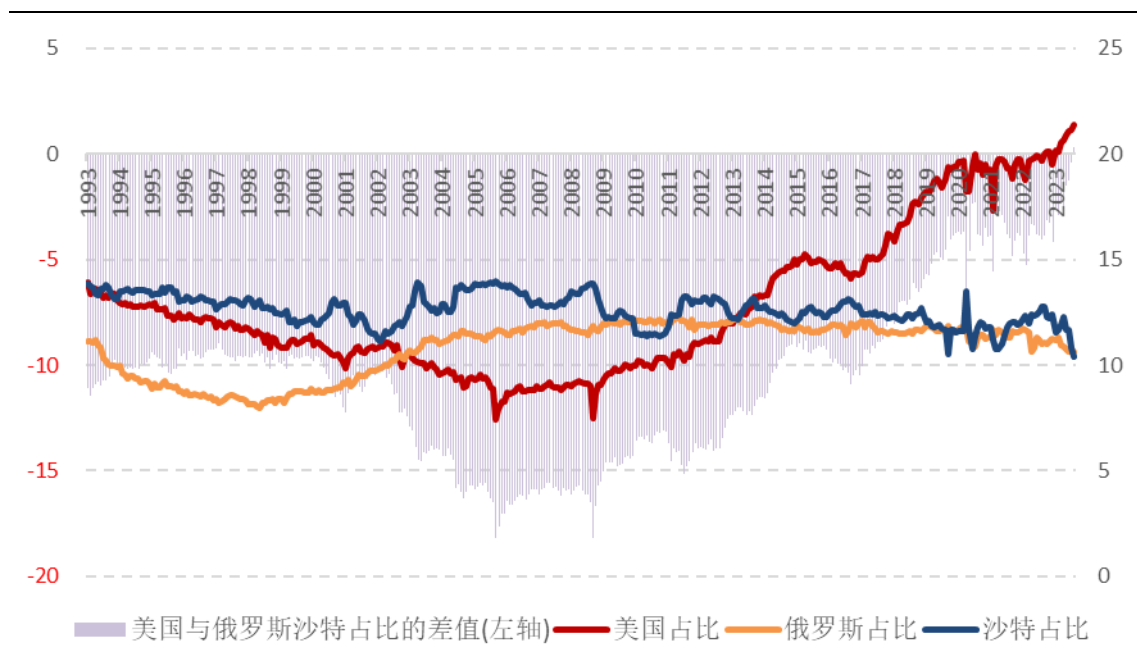
2024 年，国内外宏观环境很有可能会逐渐改善，美国 CPI 同比继续朝着 2%的既定目标，美联储最新发言超出市场预期，态度似乎由鹰派转向鸽派，利率政策也准备由上升转向下降，并且提前释放了 2024 年将会开启降息三次的信号，这将意味着中国资金外流压力、人民币汇率贬值压力和经济放缓压力逐渐减轻。相应的，中国可以进一步实施宽松的货币政策和财政政策。

4.2 原油市场走势变幻莫测

2023 年国际原油并没有延续过去两年的强势，整体走势反而转弱，未如石油输出国组织 OPEC+ 所愿，反映了非市场行为对原油市场影响有所减弱。个人认为，一方面由于中国和欧洲等对原油市场需求走弱，另一方面由于美国对国际原油市场的影响力日益强大，继续加息抗通货膨胀，叠加抛储打压油价，而俄罗斯和沙特阿拉伯影响力式微。

众所周知，由于美国页岩油开采技术革命，导致美国成功突破原油生产瓶颈，原油产量节节攀升，石油产品已经从净进口国转为净出口国。2020 年以来美国为了抗通货膨胀，还主动加速抛储压价，美国战略石油储备库存一路下滑，已经由 2010 年历史高峰的 7.3 亿桶/日左右逐渐下降 2019 年底的 6.4 亿桶/日左右，近三年加速下降至 2023 年底的历史新低（3.5 亿桶/日以下），在低于安全线以下后才开始补库存。

图 20：美国、沙特和俄罗斯原油在全球日均产量占比(%)



资料来源：EIA，国投安信期货

与此同时，以沙特阿拉伯和俄罗斯为首的 OPEC+政局动乱不安，经常主动限产挺价，导致美国、俄罗斯和沙特阿拉伯原油产量在全球市场份额发生翻天覆地的变化。美国能源信息署（EIA）数据显示，2023 年 8 月份全球原油日均产量大概 9881 万桶/日，其中美国原油日均产量大概 2113 万桶/日，迭创历史新高，在全球市场占比上升至 21.39%；俄罗斯原油日均产量下降至 1052 万桶/日左右，在全球市场占比下滑至 10.64%；沙特阿拉伯原油日均产量已经下降至 1028 万桶/日左右，在全球市场占比下滑至 10.40%。由此可见，美国原油在全球市场份额节节攀升，而俄罗斯和沙特阿拉伯市场份额缓慢下跌，2023 年 8 月份前者市场份额已经开始超过后两者合计市场份额的 0.34%。

2024 年，预计原油供应端美国、俄罗斯和沙特阿拉伯之间的“三国演义”仍将继续，原油需求端中国、印度和欧洲仍是未来复苏的焦点，目前国际原油价格重新回到估值中枢附近，未来走势依然扑朔迷离。

5 后市展望：胶虽维艰，其运可期

2023 年，为什么天然橡胶供应小幅增长，而橡胶下游行业明显回暖，但是橡胶市场低迷，价格继续下跌？这进一步验证了我们之前提出的核心观点，近几年橡胶市场格局出现翻天覆地的变化，产业资本影响力下降，而金融资本影响力上升，因此橡胶市场走势由基本面驱动减弱，而受宏观面驱动增强。投资者始终在试图理解“现实”与“预期”之间不断徘徊，但是“现实”终究抵不过“预期”，毕竟相对于“现实”，“预期”有各式各样，并不在意“孰真孰假”，既可以有不同时间的“超前”，也可以有不同程度的“强弱”，还可以似“六月的天，娃娃的脸，说变就变”。

5.1 趋势机会：市场格局改善，多空再平衡

2023 年橡胶年度策略题目为“水穷云起，柳暗花明”，并且提到合成橡胶上市将会带来大机会。如果以平均价来计算，2023 年橡胶现货和期货价格是普遍下跌的，如果以期末价来计算，2023 年橡胶现货和期货价格是普遍上涨的，整体上是“下跌－反弹－回落”的走势，其中合成橡胶上市后 BR 是行情反弹和回落的引领者或先行者。2023 年，橡胶产业链利润分配大体是失衡的，上游原料环节（胶水和丁二烯）绝大多数时期处于有利可图的状态，中游加工环节（天然橡胶和合成橡胶）绝大多数处于盈亏平衡的状态，下游终端环节（汽车和轮胎）利润绝大多数处于利润颇丰的状态。

从宏观面来看，宏观政策对橡胶市场的负面效应逐渐减弱。美国货币政策由紧转松，毕竟高利率时代不可持久，否则美国债务危机如影随形，其实 2023 年 3 月美国硅谷银行破产等引发的中小银行危机已经提前做出预警，中国货币政策和财政政策继续宽松，资金外流和人民币贬值压力可能降低，毕竟通货紧缩和债务平衡问题未解。此外，美国、德法等对乌克兰支持似乎显得有心无力，因此欧洲区域地缘政治风险升级可能性降低。

从基本面来看，中国天然橡胶供需局面或好于合成橡胶。近几年及未来一段时间，天然橡胶新增潜在供应不多，叠加近几年天然橡胶上游环节维护不力，抵御天气灾害或病虫害等外部冲击的能力也不断下降，导致供应经常出现扰动。此外，在这一轮天然橡胶市场的大熊市周期中，相关企业的倒闭、合并和重组仍在持续进行中，上游企业市场集中度逐渐提高，至少中国已经朝着这个方向迈出了一大步。与此同时，合成橡胶处于产能扩张期，新增产能和旧产能复产导致潜在供应偏多，叠加上游丁二烯产能扩张更快，成本支撑效应逐渐减弱。

图 21：中国 RU、NR 和 BR 期货价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

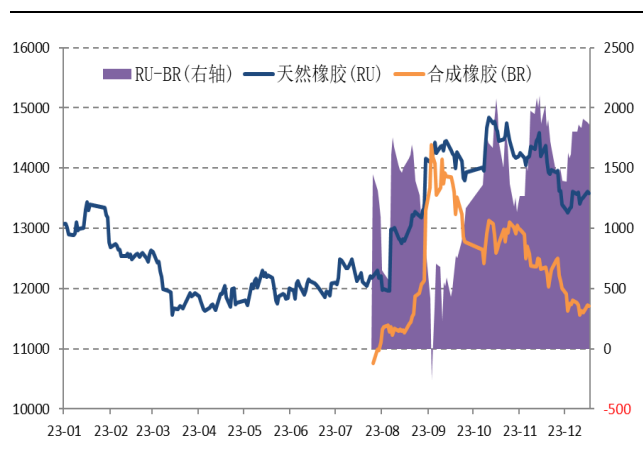
从价格周期来看，橡胶价格依然处于大熊市周期的尾部。虽然橡胶市场周期非常漫长，新一轮大周期何时开启尚不可知，但是我们维持“价格处于历史底部，估值处于极低水平”的观点。虽然橡胶市场未来走势有可能依然举步维艰，但是市场格局正处于逐渐改善的过程中，擅长于“非标套利”的产业资本力量逐渐减弱，热衷于“空配标靶”的金融资本力量逐渐规范，

趋势机会依然值得期待，耐心等待“东风”的到来。

5.2 套利机会：跨品种机会多，期现机会少

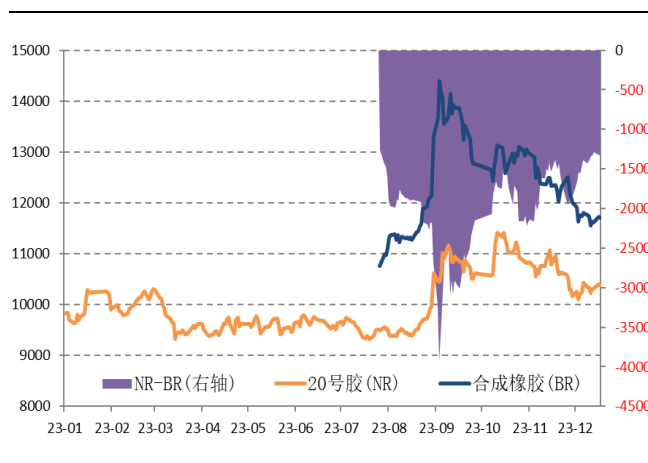
基于国内已经上市了天然橡胶 RU、20 号胶 NR 和丁二烯橡胶 BR 三个期货品种，国外有烟片胶和 20 号胶两个期货品种。值得关注的是，基于不同期货市场上不同橡胶品种之间走势的强弱不同，价差的波动差异，可能出现不少的套利窗口，投资者需要敏锐地把握各种套利的机会。其实，2023 年 7 月 28 日上期所丁二烯橡胶 BR 上市后，国内三个橡胶品种价差波动巨大，BR 率先止跌回升，RU 与 BR、NR 与 BR 期货价差逐渐走阔，BR 加速拉涨之后也于 9 月初率先见顶回落，RU 与 BR、NR 与 BR 期货价差逐渐缩窄。

图 22：中国 RU 与 BR 期货价格和价差走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

图 23：中国 NR 与 BR 期货价格和价差走势

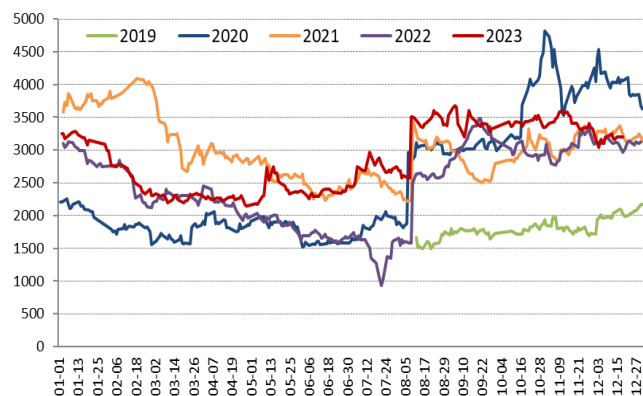


资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

与此同时，基于国内外政策和生产周期不同，天然橡胶 RU 与 20 号胶 NR 期货价差也有机会，只不过 2023 年比往年波动幅度进一步缩小，主要是因为国内云南减产和天然橡胶收储传闻导致 RU 价格相对坚挺，进而导致混合胶现货与 RU 期货价差波动幅度缩窄至 62%，两者价差总体上在 -1070 至 -2790 元 / 吨之间波动，意味着非标套利空间进一步缩窄，投资者

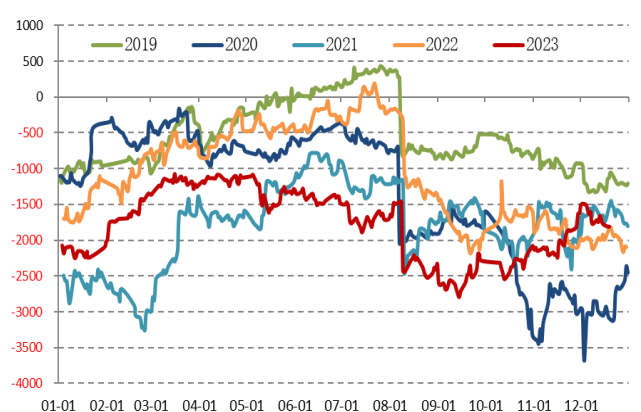
在实操过程中不出现亏损，就已经很优秀了。

图 24：中国 RU 与 NR 期货价差走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

图 25：混合胶现货与 RU 期货价差走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投安信期货

2024 年我们维持之前年报中的核心观点：“价差套利机会增多，而基差套利机会减少”，随着合成橡胶上市时间越来越长，套利逻辑和驱动将会更清晰，跨品种的套利机会或许将更好把握些。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 12 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

