



2023 年中期投资策略报告

橡胶

沾衣欲湿杏花雨 吹面不寒杨柳风

摘要

- **2023 上半年国内橡胶期货价格呈现冲高回落，震荡筑底的走势。**“胶价重心下移”和“宽幅震荡筑底”成为 2023 上半年沪胶期货与标胶期货运行的核心字眼。
- **2023 下半年宏观面料苦尽甘来。**从宏观面的角度来讲，随着上半年美国政府债务上限问题的危机延后，全球金融市场系统性风险暂时平息。而在经历持续一年的超常规加息举措以后，目前欧美央行高利率水平已经加重了全球经济体衰退的程度，未来进一步加息的空间有限，同时也处在了加息周期的尾声，年底降息的苗头逐渐显露。总体来看，下半年宏观风险度比上半年要低，尽管宏观预期仍未彻底转向，但潜在利空越来越弱，大宗商品期货市场仍需要熬过黎明前的黑暗，才可能在四季度末迎来转机。转向国内经济，伴随着疫情防控较快平稳转段，我国经济循环加快畅通，生产需求明显改善，经济运行企稳回升。但外部环境更趋复杂，需求不足仍较突出，经济回升基础尚不牢固，下半年我国经济或维持弱复苏态势。
- **2023 下半年胶市供需结构料维持紧平衡。**虽然今年东南亚产胶国和我国云南和海南地区均遭遇厄尔尼诺现象导致干旱天气出现，引发季节性开割时间点推迟，从而引发产胶量下滑，不过步入 6 月以后，国内降雨天气增多后，胶水供应逐渐恢复，三季度供应压力料回升至正常水平。与此同时，国内重卡销量步入淡季，环比增速放缓，终端需求转弱料限制胶价上行动力。库存方面，上期所交割仓单偏少因素仍在，青岛保税区库存仍在累库，不过续增空间有限。从全年角度来看，2023 年全球天然橡胶产量将达到 1469.3 万吨，消费量将达到 1473.8 万吨，供需或出现缺口 4.5 万吨。整体维持供需紧平衡的状态。
- **2023 下半年国内橡胶期货价格料宽幅震荡。**预计 2023 下半年国内橡胶期货价格料维持底部箱体宽幅震荡走势，存在阶段性反弹机会。其中沪胶期货主力合约期价维持在 11800-13000 元/吨区间内运行，标胶期货主力合约期价维持在 9400-1050 元/吨区间内运行。（仅供参考，不构成任何投资建议）

请务必阅读文末免责声明部分

宝城期货研究所

作者声明：

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 上半年天然橡胶走势回顾	5
2 2023 下半年国内外宏观形势展望	6
2.1 美债危机延后 衰退预期仍在	6
2.2 下半年国内经济延续弱恢复态势	10
3 2023 下半年全球天然橡胶供需基本面展望	14
3.1 2023 下半年国内外天胶产区步入割胶旺季	14
3.2 浅色胶矛盾演绎及发展	错误！未定义书签。
3.3 2023 上半年海外车市销量持续改善	错误！未定义书签。
3.4 2023 上半年国内车市产销维持偏乐观	错误！未定义书签。
3.5 2023 年下半年国内重卡销量后继乏力	错误！未定义书签。1
3.6 2023 下半年轮胎行业的景气度逐渐回升	错误！未定义书签。3
4 结论	错误！未定义书签。
分析师简介及免责声明:	29

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 2014-2023 年天然橡胶基差走势图	6
图 4 欧美制造业 PMI 走势图	8
图 5 美国 10 年期和 2 年期国债收益率走势图	8
图 6 IMF 对 2023-2024 年全球经济增速展望图	9
图 7 美联储利率走势图	9
图 8 美国非农就业人数走势图	10
图 9 美国失业率走势图	10
图 10 美国 CPI 同比增速走势图	11
图 11 美国 PPI 同比增速走势图	11
图 12 2015-2023 年中国 GDP 增速走势图	14
图 13 2023 年分季度中国 GDP 增速预估走势图	14
图 14 2019-2023 年我国季度 GDP 增速	14
图 15 我国官方和财新制造业 PMI 走势图	14
图 16 我国工业增加值月度同比走势图 (%)	14
图 17 我国固定资产完成额增速走势图 (%)	15
图 18 我国房地产开发投资增速走势图 (%)	16
图 19 社会零售额增速走势图 (%)	16
图 20 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图	16
图 21 我国月度社会融资规模走势图	17
图 22 我国发电量及同比增速走势图	17
图 23 东南亚产胶国开割、停割时间分布图	19
图 24 中国天然橡胶产量及增速走势图	20
图 25 2011-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶合计月度产量 (万吨)	21
图 26 2009-2022 年全球主要产胶国月度产量走势图 (千吨)	21
图 27 深浅胶价差走势图	25
图 28 越南 3L 胶出口至中国的规模走势图	25
图 29 美国 2011-2022 年轻型车月度销量走势图	26
图 30 欧盟 27 国 2011-2022 年机动车月度销量走势图	27
图 31 日本 2011-2022 年汽车月度销量走势图	28
图 32 国内新车月度产量走势图 (万辆)	30

图 33 国内新车月度销量走势图（万辆）	30
图 34 中国汽车经销商库存预警指数	31
图 35 国内重卡销量及同比增速	33
图 36 我国重卡市场销量月度走势图（单位：辆）	33
图 37 中国物流业景气指数走势图	34
图 38 国内全钢胎开工率走势图	36
图 39 国内半钢胎开工率走势图	37
图 40 国内轮胎外胎和子午轮胎月产量走势图	37
图 41 我国天胶及合成胶进口量走势图	37
图 42 国内青岛保税区内外橡胶现货库存走势图	38
图 43 上期所天胶库存与注册仓单走势图	38
图 44 上期所天胶库存走势图	39
表 1 2016-2023 年国内橡胶年度供需平衡表（万吨/年）	41
图 45 2016-2023 年国内橡胶年度供需平衡图（万吨）	41

1 2023 上半年天然橡胶走势回顾

回顾 2023 上半年国内天胶期货走势，总体可以归纳为以下一句话：2023 上半年国内沪胶期货主力合约及标胶期货主力合约价格呈现冲高回落，震荡筑底的走势。其中沪胶期货主力合约价格维持在 11500-13700 元/吨区间内运行，标胶期货主力合约价格维持在 9200-10500 元/吨区间内运行。可以说“胶价重心下移”和“宽幅震荡筑底”成为 2023 上半年沪胶期货与标胶期货运行的核心字眼。

可以看到，2023 上半年天然橡胶期货运行节奏大致分为两个阶段：第一阶段（2023 年初至 3 月前半月）：受益于全乳胶仓单偏紧优势支撑，沪胶期货主力合约一度上冲至 13690 元/吨，不过随着利多因素消化以及美联储和欧洲央行持续加息带来欧美经济衰退预期加重，胶价止涨转跌，重新步入下跌趋势中。其中沪胶主力期货合约价格自 13500-13690 元/吨区间大幅下跌至 11500-12000 元/吨区间内运行。而标胶期货主力合约价格也从 10200-10500 元/吨区间震荡回落至 9200-9500 元/吨区间。

第二阶段（3 月后半月至 6 月中旬）：在经历上半年的大幅回落以后，此前市场存在的利空风险逐渐得到充分消化。而随着美国政府债务危机消退，美联储和欧洲央行进一步加息的预期减弱以后，宏观面偏空因素减弱，市场做多热情获得修复，橡胶期货价格止跌企稳，维持震荡筑底的走势。其中沪胶期货主力合约价格维持在 11600-12300 元/吨区间筑底企稳，而标胶期货主力合约价格重心再度下移至 9400-9900 元/吨区间内震荡筑底企稳。

天然橡胶期货供需结构及宏观面能否在 2023 下半年迎来改善和转机，种种疑惑且待我们通过以下几大方面向投资者阐述分析——2023 下半年天然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



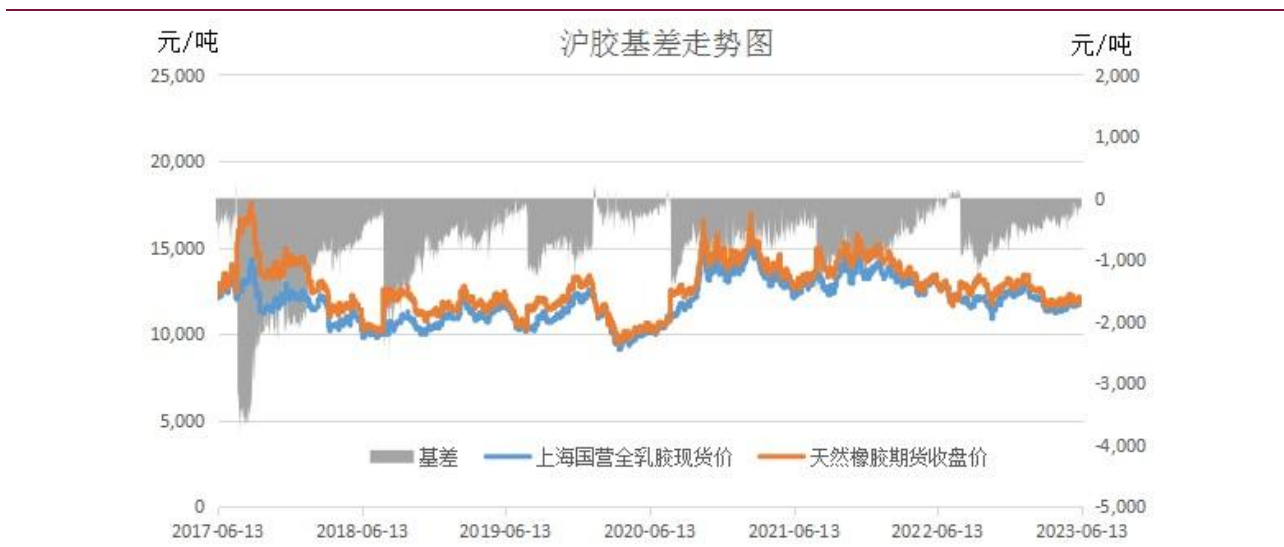
数据来源：博易大师、宝城期货研究所

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 2014-2023 年天然橡胶基差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

2 2023 年下半年国内外宏观形势展望

2.1 美债危机延后 衰退预期仍在

2023 年以来，全球央行紧缩步调明显放缓，一轮数十年来最为激进的全球加息渐渐入尾声。过去一年来，全球央行激进加息的成效已有所显现，全球通胀逐步降温。据 2023 年 6 月世界银行发布了最新一期《全球经济展望》报告显示，在俄乌冲突持续、货币政策继续收紧以抑制高通胀的情况下，今年全球经济增速将显著低于去年。预计 2023 年全球经济将增长 2.1%，较 1 月预测上

调 0.4 个百分点,但仍低于 2022 年的 3.1%;2024 年全球经济预计将增长 2.4%,较 1 月预测下调 0.3 个百分点,主要经济体增速也被广泛下调。主要发达经济体中,美国经济预计今年增长 1.1%,明年放缓至 0.8%;欧元区今年经济增速放缓至 0.4%,明年增长 1.3%;日本今年经济增长 0.8%,明年增速为 0.7%。2023 年中国经济将增长 5.6%,较 1 月预测上调 1.3 个百分点。与此同时,经合组织在 2023 年 6 月 7 日也发布最新全球经济展望报告认为,全球经济复苏仍然脆弱,风险倾向于下行。预测全球经济增速将从 2022 年的 3.3%放缓到 2023 年的 2.7%,2024 年回升到 2.9%。美国经济增速 2023 年将降至 1.6%,2024 年将放缓至 1.0%。欧元区总体通胀率下降将有助于提高实际收入,并使经济增速从 2023 年的 0.9%回升到 2024 年的 1.5%。再次上调 2023 年中国经济增长预期至 5.4%,较 3 月的预测上调了 0.1 个百分点。整体来看,在新冠疫情、俄乌冲突、货币政策大幅收紧等因素影响下,全球经济依然处于不稳定状态。美国利率快速走高对新兴市场和发达经济体造成重大挑战,出现金融危机的可能性升高。

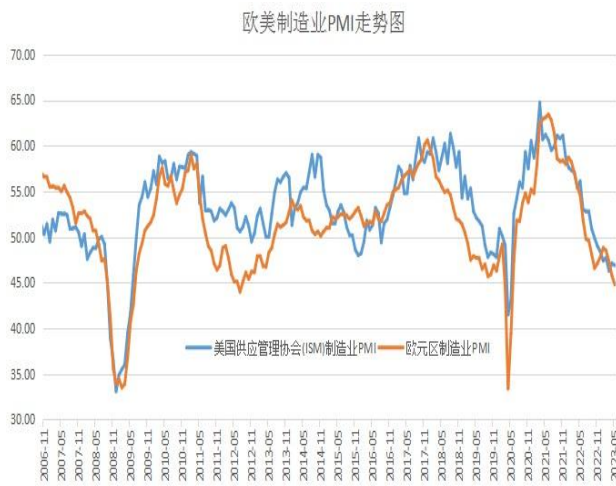
此外,经过艰难谈判,美国两党终于在 5 月底的最后时刻达成债务上限延后的协议,美债违约风险得以暂时解除。据显示,5 月末美国总统拜登与众议院院长麦卡锡达成原则上的债务上限协议。主要包括:第一,在两年时间内取消债务上限,以应对 2024 年总统大选期间的非常规支出,两年到期后债务上限自动生效;第二,削减 500 亿美元的非国防自主性开支,但增加国防和退役军人事务部的开支,从美国国税局的新资金中取回 100 亿美元,国会预算办公室估计 2023 年美国财政支出为 6.3 万亿美元,因此总削减支出不到美国年度财政支出的 0.8%;第三,虽然在两年时间内取消债务上限,但禁止美国政府在这段时间内出台新的税收或政府财政计划,而且国内项目支出冻结一年。相比麦卡锡在 4 月底提出并在众议院勉强通过的《限制、节约、增长法案》,新的原则性协议大幅倾向于民主党。

此前宏观面偏空氛围有所消散,系统性危机弱化鼓舞了商品期货市场风险偏好回暖,大宗商品价格出现修复并小幅反弹。虽然引爆系统性危机的“导火索”被暂时掐灭,但过去一年来,欧美央行持续加息所带来的高利率环境仍未出现转机,由此导致美欧经济体衰退程度不断加深。截止 6 月中旬左右,美联储已经累计加息 500 个基点,至 5.25%至 5.50%。而 6 月宣布不加息后,有可能在 7 月加息 25 个基点,将利率终值预测提高至 5.25%-5.5%。随后 2024 年将降息 87.5 个基点至 4.5%左右,2025 年将再降息 112.5 个基点至 3.375%,长期或中性利率的均值会有所上升。而欧洲央行累计加息 400 个基点,在 6 月加息 25 个基点以后,预计 7 月将再度加息 25 个基点,终端利率为 3.75%。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。据显示,2023 年 5 月,美国 ISM 制造业指数为 46.9,较 4 月小幅回落,不及市场预期,且已连续七个月萎缩,持续萎缩时间创下 2009 年以来最长纪录,表明美国制造业仍处于衰退阶段。与此同时,欧元区 5 月份制造业活动急剧萎缩,萎缩速度达到三年前疫情导致工厂关闭以来的最快步伐。可以看到,欧元区 5 月制造业 PMI 为 44.6,月环比再度下降 1.2,且不及预期的 46,创 36 个月新低。而作为欧

元区火车头的德国 5 月制造业 PMI 初值为 42.9，为 2020 年 5 月以来新低。不难发现，欧美经济衰退预期仍是遏制商品需求回暖的最大不利因素。叠加 6 月美联储议息会议再度临近，宏观面利空隐患仍在。近期美联储加息预期波动较大，虽然部分官员认为 6 月可以停止加息，不过此后一段时间内货币政策立场仍将维持鹰派。在不发生系统性风险的前提下，首次降息最早可能在今年底或明年初出现。对于刚刚扛过一轮美国债务违约风险洗礼后的全球大宗商品期货市场而言，只能说暂时喘口气，“暴风雨”仍在持续，“雨过天晴”的宏观环境还言之尚早。

总体来看，虽然美债违约风险得以暂时解除，引爆系统性危机的“导火索”被暂时掐灭，但过去一年来，欧美央行持续加息所带来的高利率环境仍未出现转机，由此导致美欧经济体衰退程度不断加深。预计下半年全球宏观经济负面压力依然存在，对大宗商品期货价格而言，或存在先抑后扬的影响，前者需要消化加息尾声的不利冲击，同时面对欧美经济体衰退的压力，步入四季度以后或随着降息预期升温而重新迎来正向因素支撑。

图4 欧美制造业PMI走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图5 美国10年期和2年期国债收益率



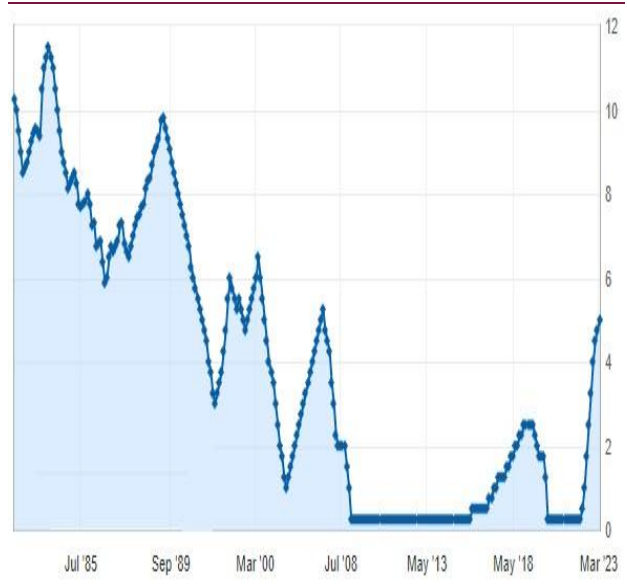
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图6 IMF对2023-2024年全球经济增速展望图

(实际GDP, 年百分比变化)	2022	2023	2024
世界产出	3.4	2.8	3.0
发达经济体	2.7	1.3	1.4
美国	2.1	1.6	1.1
欧元区	3.5	0.8	1.4
德国	1.8	-0.1	1.1
法国	2.6	0.7	1.3
意大利	3.7	0.7	0.8
西班牙	5.5	1.5	2.0
日本	1.1	1.3	1.0
英国	4.0	-0.3	1.0
加拿大	3.4	1.5	1.5
其他发达经济体	2.6	1.8	2.2
新兴市场和发展中经济体	4.0	3.9	4.2
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.4	5.3	5.1
中国	3.0	5.2	4.5
印度	6.8	5.9	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	0.8	1.2	2.5
俄罗斯	-2.1	0.7	1.3
拉美和加勒比地区	4.0	1.6	2.2
巴西	2.9	0.9	1.5
墨西哥	3.1	1.8	1.6
中东和中亚	5.3	2.9	3.5
沙特阿拉伯	8.7	3.1	3.1
撒哈拉以南非洲	3.9	3.6	4.2
尼日利亚	3.3	3.2	3.0
南非	2.0	0.1	1.8
备注项			
新兴市场和中等收入经济体	3.9	3.9	4.0
低收入发展中国家	5.0	4.7	5.4

数据来源：美联储

图7 美联储利率走势图



数据来源：美联储

图8 美国非农就业人数走势图



图9 美国失业率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

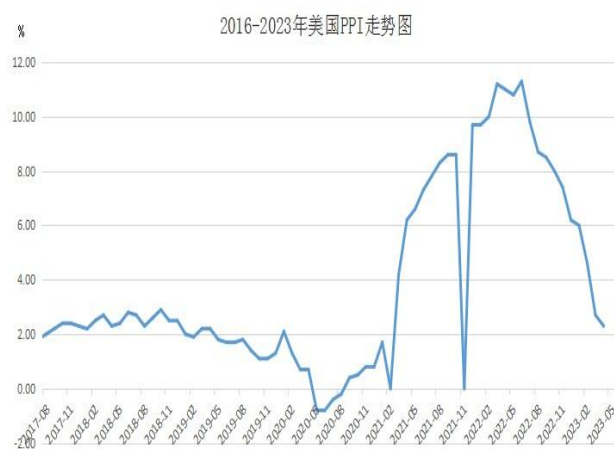
图 10 美国 CPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 11 美国 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

2.2 下半年国内经济延续弱恢复态势

步入 2023 年以来，我国经济延续恢复态势，向好因素累积增多，但国际环境依然复杂严峻，国内需求仍显不足，经济回升内生动力还不强。据统计，2023 年 5 月我国制造业采购经理指数 PMI、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 48.8%、54.5% 和 52.9%，低于上月 0.4 个、1.9 个和 1.5 个百分点。2023 年 5 月我国财新制造业 PMI 录得 50.9，较前月上升 1.4 个百分点，市场供求同步回暖助推指数重回扩张区间，制造业供给和需求均大幅改善。在通胀方面，2023 年 5 月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 4.6%，环比下降 0.9%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.6%。5 月全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.2%。1-5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.8%。作为经济增长先行指标的信贷社融数据，2023 年 5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元。5 月末，广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。狭义货币（M1）余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。信贷节奏趋于平稳，也反映出经济向好回升下持续加码宽信用的必要性在下降。

其他指标方面，2023 年 5 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%。2023 年 1-5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.6%。2023 年 5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33875 亿元，增长 11.5%。2023 年 1-5 月份，社会消费品零售总额 187636 亿元，同比增长 9.3%，比 1-4 月份加快 0.8 个百分点。2023 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，比 1-4 月份回落

0.7 个百分点。1 至 5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%；其中住宅投资 34809 亿元，下降 6.4%。2023 年 5 月份，全社会用电量 7222 亿千瓦时，同比增长 7.4%。今年 1 至 5 月，全社会用电量累计 35325 亿千瓦时，同比增长 5.2%。

总的来看，伴随着疫情防控较快平稳转段，我国经济循环加快畅通，生产需求明显改善，经济运行企稳回升。但外部环境更趋复杂，需求不足仍较突出，经济回升基础尚不牢固。展望 2023 下半年，我们依然要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，积极恢复和扩大需求，加快建设现代化产业体系，促进经济实现质的有效提升和量的合理增长，着力推动经济高质量发展。在没有超预期疫情冲击的情况下，5%是政府经济目标的底线。在投资需求保持稳定、消费需求边际回暖的假设下，预计 2023 年 GDP 增速有望达到 5%。

图 12 2015-2023 年中国 GDP 增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 13 2023 年分季度中国 GDP 增速预估走势图



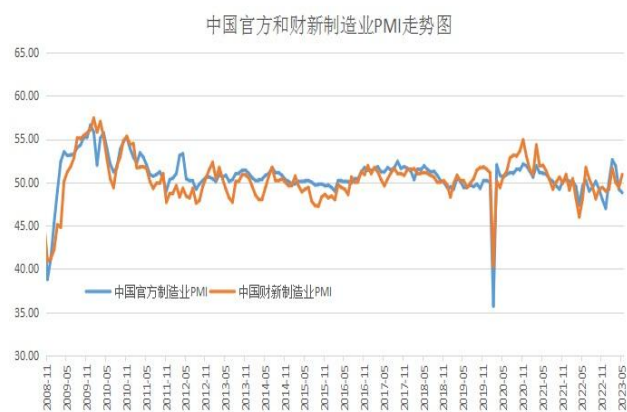
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 14 2019-2023 年我国季度 GDP 增速



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 15 我国官方和财新制造业 PMI 走势图



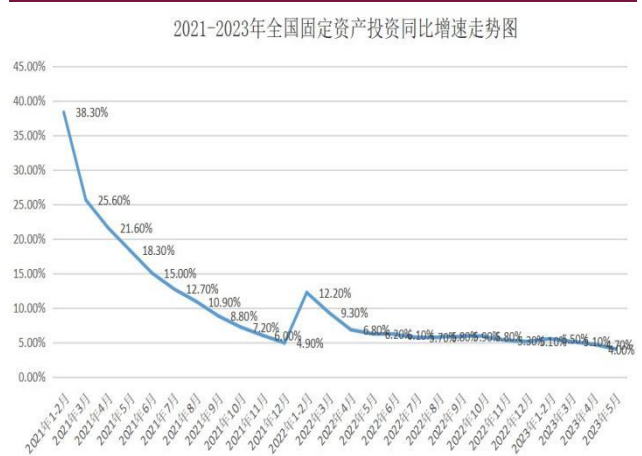
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 16 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

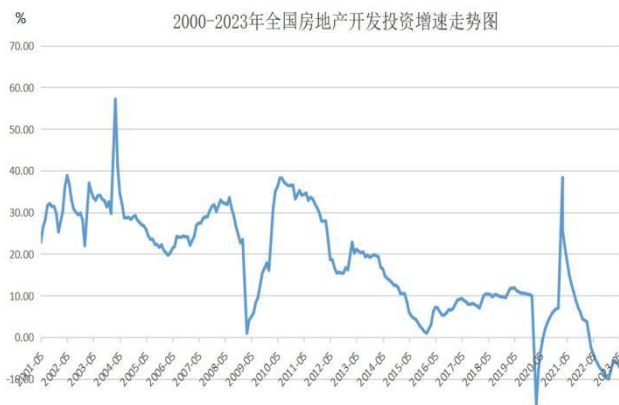
图 17 我国固定资产投资增速走势图



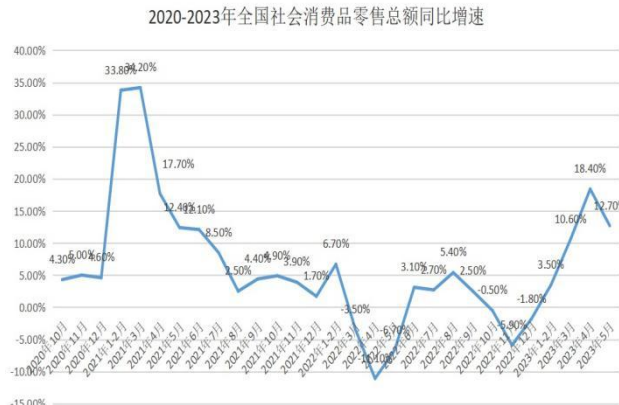
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 18 我国房地产开发投资增速走势图

图 19 我国社会零售额增速走势图

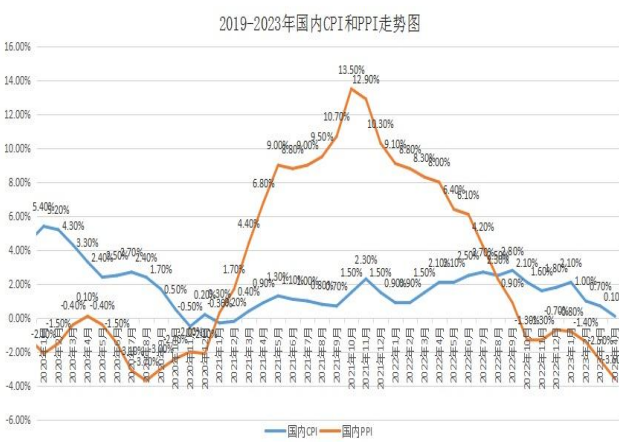


数据来源：Wind、宝城期货研究所



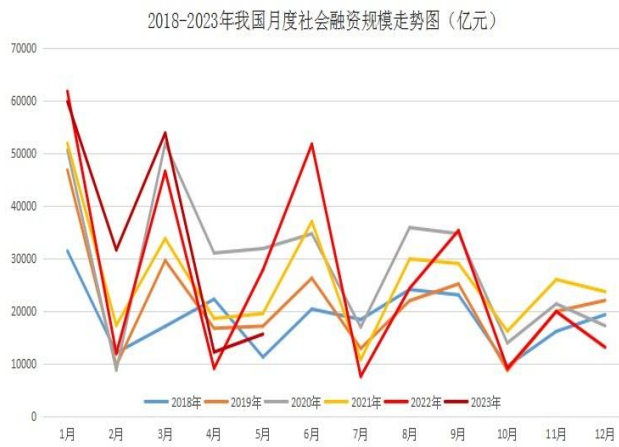
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 20 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图



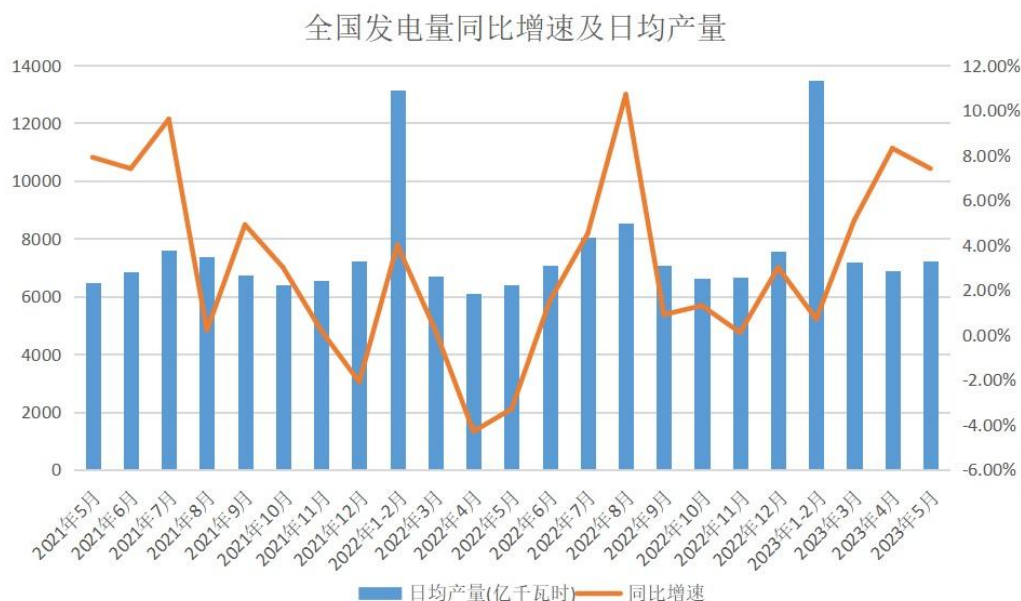
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 21 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 22 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 2023 年下半年国内外天胶产区步入割胶旺季

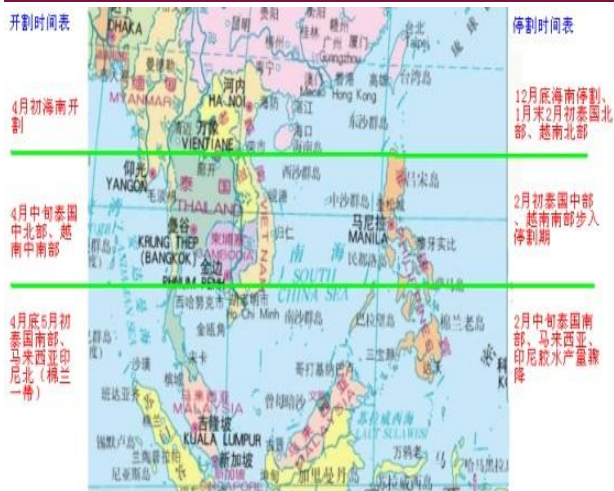
今年以来，全球拉尼娜现象有所减弱，厄尔尼诺现象则趋于活跃。据世界气象组织发布的报告，21 世纪的第一次“三重”拉尼娜现象终于要结束了，未来几个月可能会出现变暖的厄尔尼诺现象。拉尼娜现象会造成气候转冷、降雨增多，而厄尔尼诺现象会导致旱情出现。

受此影响，今年以来，云南和海南天胶产区相继遭遇旱情，同时东南亚泰国、越南和缅甸等主要产胶国也陆续发生干旱，由此导致产胶时间节点延后，割胶工作受阻，胶水产量有所下滑。不过，步入 6 月以后，随着国内天胶主产区降雨天气逐渐增多，云南和海南胶水产量有望稳步回升。

天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新发布的 5 月报告显示，4 月成员国天胶产量小幅减少至 73.05 万吨，环比小幅下降 3.42 万吨，同比小幅下降 7.30 万吨。然而，过去 5 年 ANRPC 发布的数据显示，2018—2022 年，该组织成员国 1 月产量均值达 98.22 万吨，2 月产量均值达 87.63 万吨，3 月产量均值达 74.37 万吨，4 月产量均值达 80.64 万吨，5 月产量均值达 83.53 万吨，6 月产量均值达 89.51 万吨。整体产量走向符合一季度低产季模式。直到二季度开始，东南亚雨季到来以后，新一轮开割期启动，新胶产量才会迎来稳步回升周期。由此可以预计，从三季度开始，随着产胶国旱情因素缓解，降雨增多，橡胶园全面开割，胶市供应压力会逐渐增强。从全年角度来看，据天胶生产国协会（ANRPC）2023 年 4 月份的报告，今年全球天然橡胶产量预计在 1492 万吨，需求预计为 1491 万吨。天胶整体维持供需平衡的状态。

目前来看，2023 年，东南亚地区厄尔尼诺现象发生的概率非常高，不仅是云南地区有干旱影响，老挝、缅甸、泰国等地区也出现干旱的气候。这或许会给橡胶原料供给带来紧张预期，影响后期的原料价格走势，并进而影响橡胶价格的走向。随着全球经济复苏，天然橡胶市场将逐渐恢复稳定，不过市场仍会面临价格波动大、种植管理、技术进步、应对气候变化和病害、供应链效率提升、是否符合可持续标准等方面的挑战。2022 年国内天然橡胶种植面积 1682 万亩，产量 85.6 万吨。云南已成为我国最大产区，面积和产量分别占全国的 49.9% 和 56.6%。从近五年来 ANRPC 主要天然橡胶生产国和非成员国的产量来看，ANRPC 成员国的总产量尽管保持稳定，但主产国的排名发生了变化。泰国和印度尼西亚仍然稳居前两位，原第三大主产国马来西亚已下降到第七位，越南则跃升至第三位，紧随其后的是中国和印度。与此同时，非成员国科特迪瓦和老挝的橡胶产量迅速增长。新兴产胶国分布在东南亚和非洲地区，亚洲的新兴产胶国包括柬埔寨、老挝、缅甸。近年来，非洲国家橡胶生产能力比较强，尤其是西非的科特迪瓦，这归功于当地政府的推动政策与支持，在科特迪瓦胶价比可可高，当地肥沃的土壤也帮助橡胶种植获得良好的产量。

图 23 东南亚产胶国开割、停割时间分布图



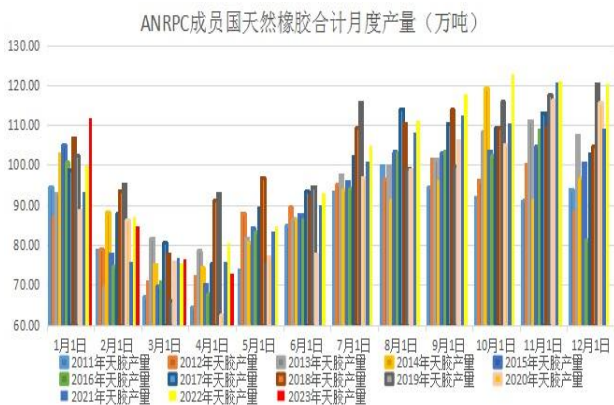
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 24 中国天然橡胶产量及增速走势图



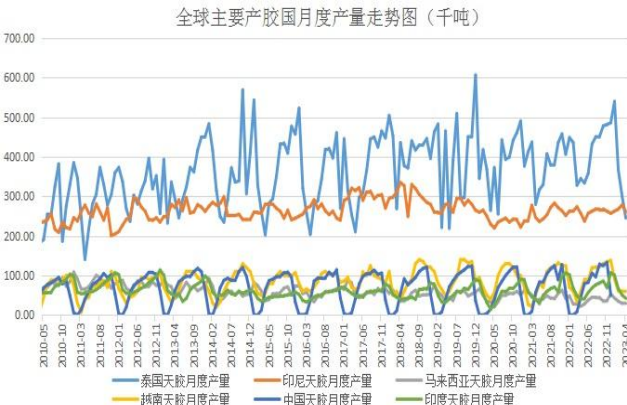
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 25 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 26 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

3.2 浅色胶矛盾演绎及发展

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。

一般而言，新加坡盘面反映海外深色胶的国际供需、而 NR 反映海外供应和国内需求，今年三季度以来新加坡 SICOM 盘面大幅下跌，结束了前两年的深色胶价格高位。背后原因，一方面美联储大幅加息导致市场资金的恐慌情绪，另一方面海外实际需求的回落导致价格崩盘。

由于 2022 年海外宏观环境等因素，盘面下跌幅度略超市场预期，在 7 月份盘面超跌后，RU2209 合约对泰混以及老全乳的基差均收窄至贴水，相比于往年更早回归，且贴水更加深。在这种情况下，低价抑制了浅色胶的供应，增加对全乳胶的需求，利于浅色在后市走出强势行情。2022 年 7 月份 RU2209 合约快速下跌后，呈现贴水泰混 150 左右价格，老全乳库存出现了大幅去化，达到每周去库 6000 吨。仓单注销速度快于去年。盘面快速下跌之下，RU 呈现贴水现货，全乳基差走强，仓单累计注销速度快于去年。盘面下跌导致生产浓乳利润更高。今年海南浓乳价格并不算高，但是由于 RU 盘面的下跌导致原料价格进一步下跌，生产浓乳仍然比全乳更加具有经济性，导致海南交割品产量相比往年偏少，对 RU2301 合约合约存在利好。与此同时，盘面下跌带动 3L 利润下行。越南物候情况良好，开割相对提前，但是浓乳价格偏高导致浓乳分流现象严重，盘面的下跌导致 3L 胶同样下跌幅度较大，导致越南生产 3L 胶利润偏低，生产积极性不高，因此截至 7 月份中国进口 3L 数量少于去年 3 万吨，这也解释了 3L 胶库存并没有出现季节性累库的现象。

由于浅色胶供应端矛盾，浅色维持相对偏强。在当前时间点来看，2022 年 3L 胶累计进口同比减少 5 万吨，而全乳新胶产量预计同比减少 5-6 万吨左右，因此浅色胶偏强是既定事实。截止 2022 年末，RU-NR 已经兑现部分预期。从逻辑上来说，2022 年深色胶弱于去年而浅色胶强于去年，因此目前 RU-NR 价差已超过去年高点，符合之前预期。深弱浅强逻辑已被部分交易，2022 年 RU 上涨时间相对提前。

深浅色胶价差方面，2022 年全乳胶的产量预计在 16-17 万吨，处于较低水平。因此 2023 年深浅色价差可能不会收敛到很低的水平。但国内防疫政策放开后，物流运输预计好转，轮胎需求和整体深色胶需求变好。深浅色价差还是有收缩的驱动。

图 27 深浅胶价差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 28 越南 3L 胶出口至中国的规模走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

3.3 2023 上半年海外车市销量持续改善

步入 2023 年以来，全球汽车市场基本延续了年末的复苏态势，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，美国车市延续了去年年末的增长，欧洲车市连续几个月保持同比增长，但受通货膨胀和利率上升等因素的影响，消费者的购买力无法使美欧车市恢复到新冠疫情前的水平。

与去年低迷的开年表现相比，2023 年美国车市一改颓势，迎来明显复苏。据统计，2023 年 5 月美国汽车销量完成 140.72 万辆，同比增长 22.8%。2023 年 1-5 月美国汽车销量完成 648.95 万辆，同比增长 11.6%。据美国汽车经销商协会，美国 5 月轻型车新车季调后年化销量达 1510 万辆（4 月为 1590 万），较去年同期增长 19.6%（4 月为 11.4%）。尽管季调后的销量较 4 月有所下降，但未季调的销量增加了 216 辆。截至 4 月底，行业总库存略低于 180 万辆，协会预计 5 月的库存水平较 4 月小幅上升。预计 2023 年轻型车新车销量为 1460 万辆，与此前一致。

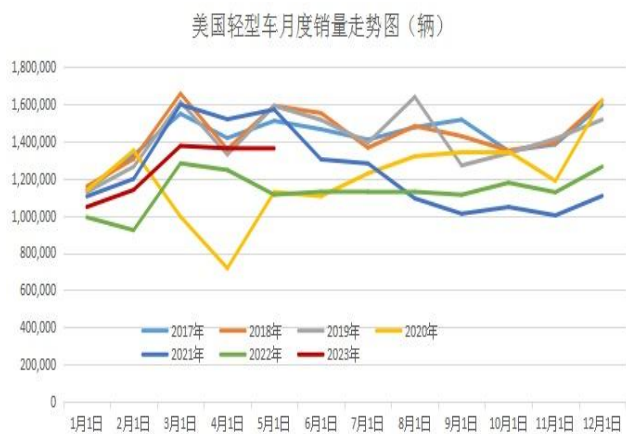
在欧洲车市方面，据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据显示，2023 年 4 月欧盟汽车市场乘用车销量同比增长 17.2%至 80.32 万辆。所有欧盟主要市场均实现稳健增长，其中意大利(+29.2%)和法国(+21.9%)处于领先地位。2023 年 1-4 月，欧盟乘用车销量同比增长 17.8%至 350 万辆。尽管同比有所改善，但与 2019 年同期相比，销量仍下降了 22.8%，凸显了欧盟汽车市场的持续挣扎。在欧盟四大市场中，西班牙(+33.7%)涨幅最大，其次是意大利(+26.9%)、法国(+16.7%)和德国(+7.9%)。

日本汽车销量继续保持同比两位增速，且增速有所提高。日本汽车工业协会发布的汽车销量统计数据显示，2023 年 5 月，日本汽车销量连续 5 个月保持

同比两位增速,且增速有所提高,当月汽车销量完成 32.67 万辆,同比增长 25.0%,1-5 月累计增速提高至 17.0%。其中,2023 年 5 月,日本乘用车销量为 27.20 万辆,同比增长 28.4%。其中,普通乘用车销量 11.90 万辆,同比增长 47.4%,2023 年 1-5 月,日本乘用车销量为 171.57 万辆,同比增长 18.7%。2023 年 5 月,日本商用车销量为 5.47 万辆,同比增长 10.3%。2023 年 1-5 月,日本商用车销量为 34.22 万辆,同比增长 9.2%。

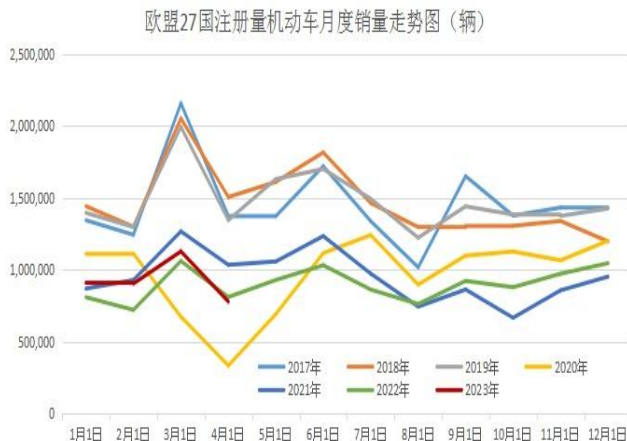
整体来看,在全球范围内,2023 年上半年海外主要汽车市场销量继续保持良好趋势,不过持续性可能存在挑战。下半年主要考虑到欧美经济体衰退风险威胁,预计 2023 年下半年海外车市维持整体稳中略好格局。

图 29 美国 2017-2023 年轻型车月度销量走势图



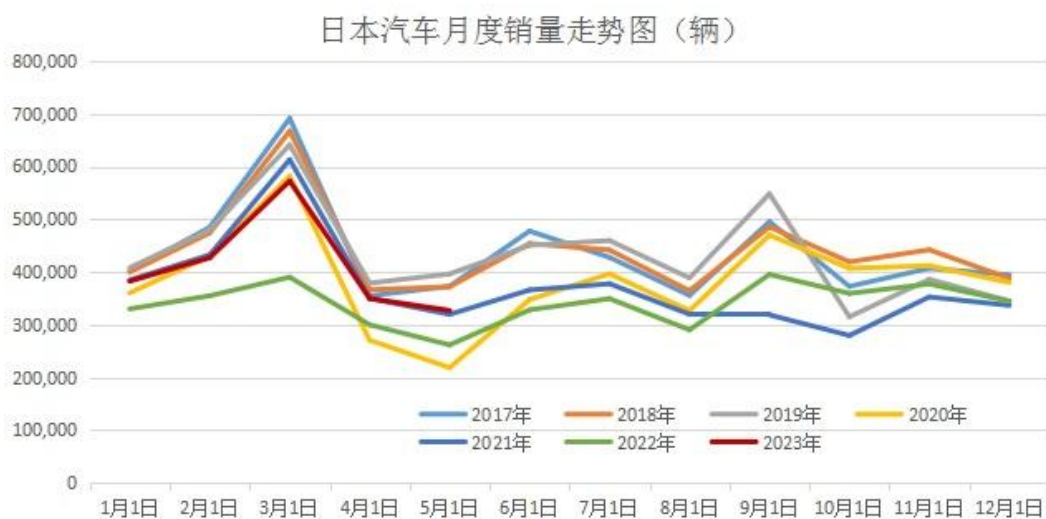
数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 30 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 31 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 2023 上半年国内车市产销维持偏乐观

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。2023 上半年，我国汽车行业进入促销政策切换期，传统燃油车购置税优惠政策的退出、新能源汽车补贴的结束等造成去年底提前消费，相关接续政策尚不明朗，年初以来的新能源降价以及 3 月以来的促销潮又对终端市场产生波动，汽车行业经济运行总体面临较大压力。不过随着二季度促销潮热度降低，消费逐步回归理性。国家及地方政府陆续出台的促消费政策，叠加五一假期的各类营销活动等综合因素影响，国内车市在上半年整体表现偏乐观。据中汽协数据，2023 年 5 月，中国汽车产销分别完成 233.3 万辆和 238.2 万辆，环比分别增长 9.4%和 10.3%，同比分别增长 21.1%和 27.9%，5 月整体汽车市场较 4 月有所好转。2023 年 1-5 月，中国汽车产销分别完成 1068.7 万辆和 1061.7 万辆，同比均增长 11.1%。由于去年 4-5 月同期基数相对较低，累计产销增速较 1-4 月进一步扩大。其中，在乘用车方面，2023 年 5 月，我国乘用车产销分别完成 201.1 万辆和 205.1 万辆，环比分别增长 13.1%和 13.3%，同比分别增长 18.2%和 26.4%。2023 年 1-5 月，中国乘用车分别完成 906.3 万辆和 900.1 万辆，同比分别增长 10.6%和 10.7%。在商用车方面，2023 年 5 月，我国商用车产销分别完成 32.2 万辆和 33 万辆，环比分别下降 9.3%和 4.9%，同比分别增长 42.9%和 38.2%。2023 年 1-5 月，商用车产销分别完成 162.5 万辆和 161.6 万辆，同比分别增长 14.2%和 13.7%。新能源汽车方面，2023 年 5 月，中国新能源汽车产销分别完成 71.3 万辆和 71.7 万辆，同比分别增长 53%和 60.2%，市场占有率达到 30.1%。2023 年 1-5 月，新能源汽车产销分别完成 300.5 万辆和 294 万辆，同比分别增长 45.1%和 46.8%，市场占有率达到 27.7%。

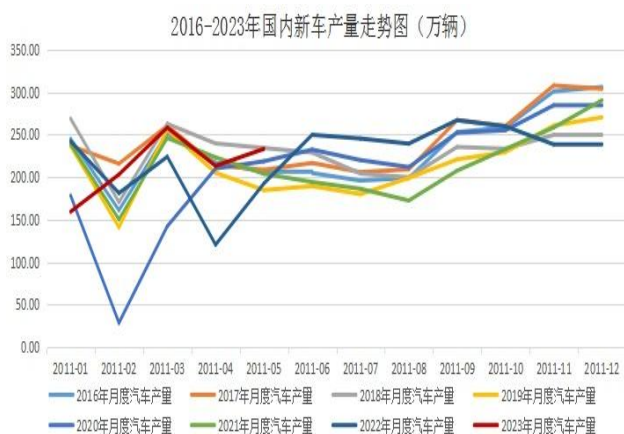
在汽车出口方面，2023 年 5 月份，我国汽车企业出口 38.9 万辆，环比增长 3.4%，同比增长 58.7%。今年前 5 个月，汽车企业共出口 175.8 万辆，同比增长 81.5%。我国汽车出口持续快速增长。

在汽车零售方面，中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数调查”显示，2023 年 5 月中国汽车经销商库存预警指数为 55.4%，同比下降 1.4%，环比下降 5.0%，回落至近两年来 1-5 月份最低值。随着车市降价潮退去，前期积压的市场需求有所释放，车市开始回暖。尽管经销商订单及成交量有所改善，但新车让利幅度大，单车毛利走低，经销商压力依然不小。此外，临近半年任务考核节点，经销商补库动力较强，导致资金紧张矛盾更为突出。

总体来看，在经济恢复好转、政策效应持续释放、上年同期基数较低等因素共同作用下，工业主要生产需求指标同比增速回升明显，经济运行延续恢复向好态势，积极因素积累增多。但也要看到，国际环境复杂严峻，外部压力依然较大，国内需求不足制约犹存，一些结构性问题仍比较突出，推动经济高质量发展仍面临不少困难和挑战。展望 2023 下半年来看，自 4 月以来有所好转，

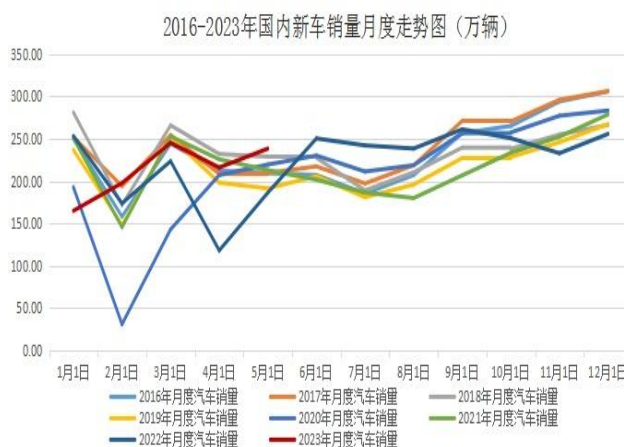
市场仍处于缓慢恢复阶段，汽车行业经济运行依然面临较大压力，行业企业效益水平处于低位。全年实现稳增长目标任务艰巨，需要进一步恢复和扩大需求，综合施策加快释放消费潜力，推动行业平稳增长。预计 2023 年我国汽车市场将继续呈现稳中向好发展态势，产销量同比增速预计在 3% 左右。

图 32 2016-2023 年国内新车月度产量



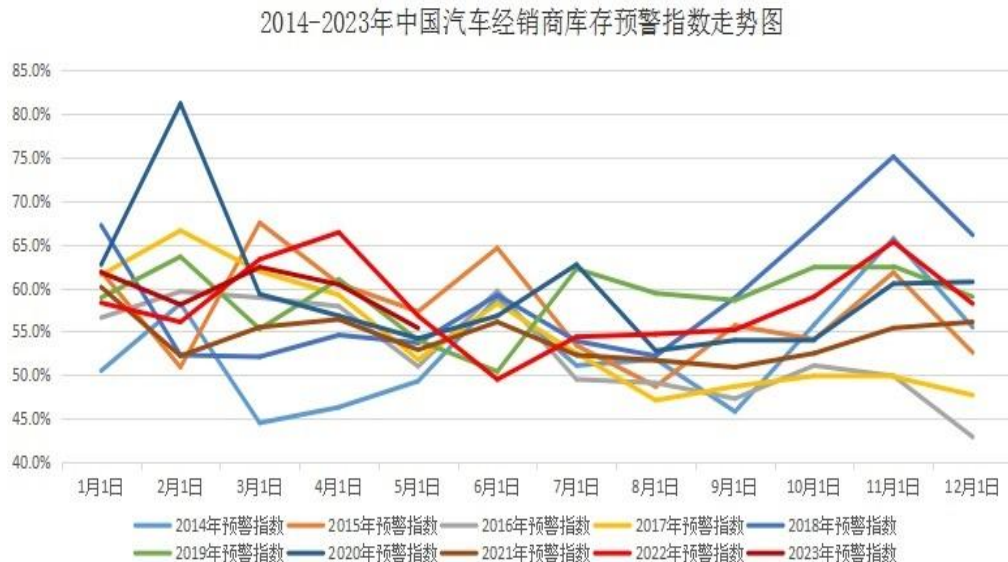
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 33 2016-2023 年国内新车月度销量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 34 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 2023 年下半年国内重卡销量后继乏力

步入 2023 年上半年以来，受海外需求减弱的影响，国内物流业积极向好发展势头受到一定影响。中国物流与采购联合会发布的数据显示，5 月中国物流

业景气指数为 51.5%，环比回落 2.3 个百分点。；中国仓储业指数为 51.3%，较上月下降 2.4 个百分点。整体来看，物流业景气指数继续保持扩张，但景气水平略有回落。后期仍需继续关注稳投资、促消费和稳就业相关政策效果，加快物流行业恢复发展。

在国内物流景气度续增乏力的影响下，上半年以来，重卡市场改善趋势存在较大波折。可以看到，由于国内经济和消费弱复苏，以及固定资产投资不佳，让最受关注的商用车细分市场倍感压力。据统计，5 月我国重卡市场大约销售 7 万辆，环比大幅下滑 16%，较去年同期的 4.92 万辆则显著增长 42%，但是增幅比 4 月显著缩小，净增加约 2.1 万辆，这是今年市场继 2 月以来的第 4 个月同比增长。1—5 月我国重卡市场累计销售 39.5 万辆，同比上涨 21%，同比累计增速扩大 3 个多百分点。虽然自 2 月起，我国重卡市场已经进入连续同比增长的通道，全年实现 11 个月的同比上涨悬念不大，但是随着终端需求快速走低，二季度重卡销量不容乐观——4 月销量环比下降 28%，5 月行业销量环比下降 16%，6 月市场预计环比将再度下降。

自 2 月份起，2023 年的重卡市场就已经进入了连续同比增长的通道，全年实现 11 个月的同比上涨悬念不大（这主要是因为去年几乎一整年市场和销量都不正常）。随着终端需求快速走低（环比），尽管 5 月份重卡市场同比增速仍然是两位数，但二季度市场不容乐观——4 月份销量环比下降了 28%，5 月份行业销量环比下降 16%，6 月份市场预计将再度环比下降。

2023 年 5 月份国内重卡市场呈现同比增长，原因有两方面：去年疫情管控，终端需求跌至谷底。今年疫情放开后，市场逐渐恢复正常，月度销量因此实现同比反弹；另外，出口继续保持强劲势头，同比增长超过 50%。但市场连续两个月出现环比较大下降，原因主要就是经济和消费弱复苏所导致的购车需求环比持续下滑，行业终端、厂家和经销商订单都不及此前预期甚至后劲乏力。不难发现，固定资产投资和制造业是作为下游的物流运输行业的“货主”行业，是为运输行业提供货源的两大驱动力。而由于今年国内投资和制造业都不景气甚至在“收缩”，可供物流行业运输的货物必然是在环比减少的。因此，为公路运输业提供交通运输装备的重卡行业，压力之大可想而知。

2023 年二季度市场表现疲弱的原因，还是跟经济直接相关。毕竟，作为跟宏观经济与制造业高度强相关的行业，宏观经济的走势直接决定了重卡行业的景气度（今年重卡行业没有明显利好或利空的产业政策）。一方面，春节过后，虽然经济基本面在恢复，但内需明显不足，因此消费和经济都呈现出弱复苏的态势。民众的消费信心不足，有效消费能力减弱，这就导致公路货运市场自 3 月下旬以来再度进入低谷，物流用户车辆运营的盈利性变差（甚至有部分卡友反映还不如去年）。另一方面，固定资产投资几乎可以说是毫无起色，工程车、工程类专用车以及一部分跟投资密切相关的牵引车受影响较大：房地产行业近年来一直不景气，迄今也没有回暖；基建工程投资由于普遍缺钱的缘故，资金落实不到位，项目开工情况也不理想。除此之外，目前重卡行业的库存也处于

高位，“去库存”仍然是不少重卡企业二、三季度的主要工作之一，这也从供给端层面限制了厂家的新车销售。第一商用车网由此初步判断认为，6月份重卡市场将会出现小幅的环比下降，二季度行业整体销量预计在21.5万辆左右，同比增长约46%，环比下降约10%。

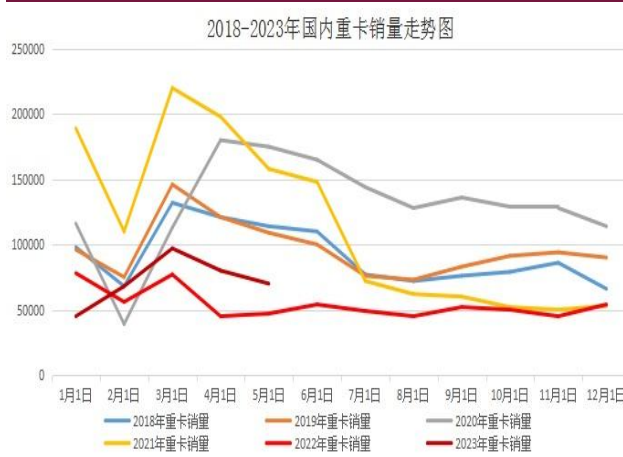
展望后市，受购车需求环比持续下滑的影响，行业终端、厂家和经销商订单都不及此前预期。不难发现，固定资产投资和制造业是作为下游的物流运输行业的“货主”行业，是为运输行业提供货源的两大驱动力，而由于今年国内投资和制造业都不景气，可供物流行业运输的货物必然在减少。因此，为公路运输业提供交通运输装备的重卡行业也存在压力，预计6月重卡市场将会出现小幅环比下降，二季度行业整体销量预计在21.5万辆左右，同比增长约46%，环比下降约10%。

图 35 2023 年 1-5 月国内重卡销量



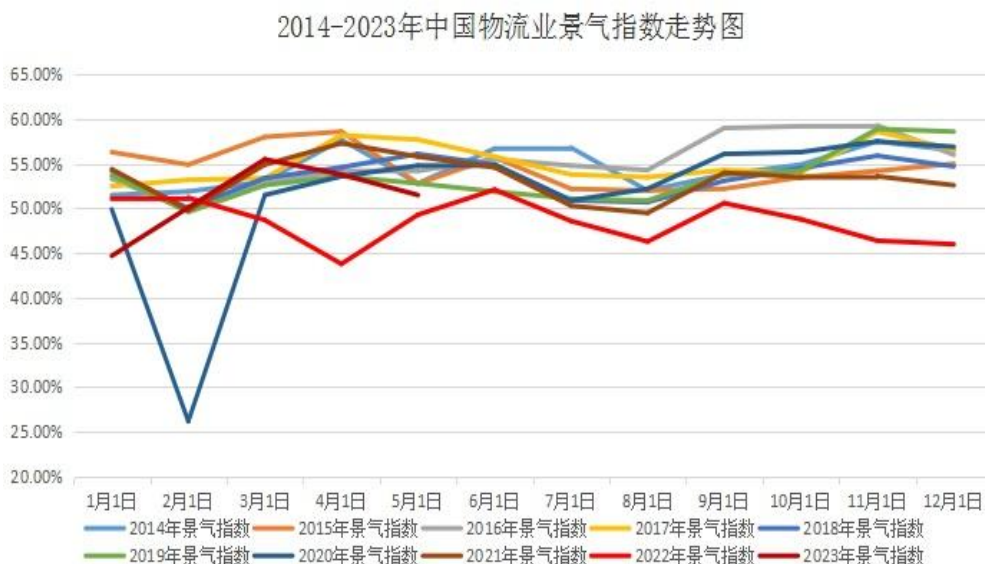
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 36 2018-2023 年我国重卡市场月度销量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 37 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 2023 年下半年轮胎行业的景气度逐渐回升

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，从而拉动轮胎行业景气度回升并刺激轮胎产量增长。据国家统计局最新公布的数据显示，2023 年 4 月我国橡胶轮胎外胎产量为 8526.9 万条，再次创下新高，同比增加 31.3%。1—4 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增 12.3%至 3.0488 亿条。这表明在国内外需求的增加和产能的提升下，我国轮胎制造业保持了增长势头。

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往年平均水平。截至 6 月 2 日当周，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 66.34%，国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.43%。二者基本维持在往年均值偏

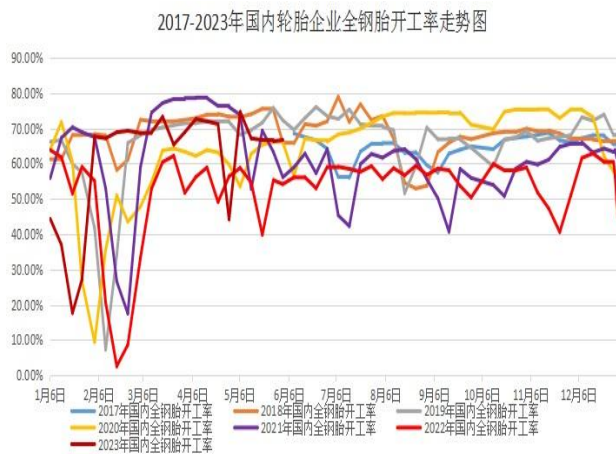
上水平，未来继续提升的后劲不足。而随着车市步入夏季阶段，需求淡季效应逐渐凸显，也会传导至上游轮胎行业，并减弱原料橡胶的消费能力。

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。而 2018-2022 年中国天然橡胶进口量保持在 500 万-600 万吨，2017 年起非标套利贸易的活跃，进口量明显增长，年度进口量突破 500 万吨；而 2022 年由于上半年轮胎出口市场表现偏强以及年内非标基差的持续走强，支撑中国天然橡胶进口量突破至 606.05 万吨，同比上涨 12.77%，创下历史最高水平。步入 2023 年以来，我国进口天胶稳步增加。据统计，2023 年 4 月，中国进口天然及合成橡胶总量为 70.1 万吨，同比 2022 年同期的 53.6 万吨增长 30.8%。同时，2023 年 1-4 月，中国进口天然及合成橡胶总量为 276 万吨，同比 2022 年同期的 239.7 万吨增长 15.1%。

受此影响，国内天胶社会库存整体呈现累积态势。截至 6 月 9 日当周，青岛地区天然橡胶一般贸易库 16 家样本库存为 69.88 万吨，较上周增 0.39 万吨，增幅 0.56%。天然橡胶青岛保税区区内 17 家样本库存为 20.06 万吨，较上期减少 0.34 万吨，降幅 1.67%。二者库存合计达 89.94 万吨，周环比略微增加 0.05 万吨，较年初大幅增加 58.09%。当前青岛保税区库存仍在持续攀升中，高库存对胶价的续涨形成负面压制。

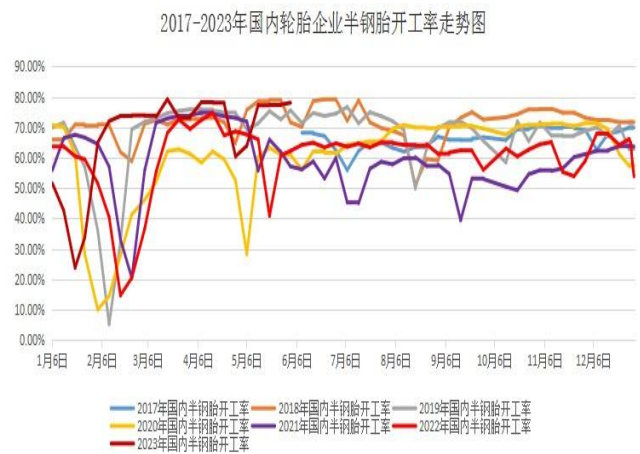
与此同时，上期所天胶总库存则出现小幅去库节奏，注册仓单则维持累库状态。据统计，截止 2023 年 6 月 9 日当周，沪胶期货库存 181581 吨，较年初小幅下降 2.74%；周注册仓单 176690 吨，较年初小幅增加 7.08%。截至 6 月 4 日，中国天胶社库 162.2 万吨，环比下降 6000 吨，降幅 0.37%。深色胶社库 112.3 万吨，下降 0.02%；浅色胶社库 49.95 万吨，下降 1.16%。库存拐点可能已经出现。

图 38 2017-2023 年国内全钢胎开工率走势图



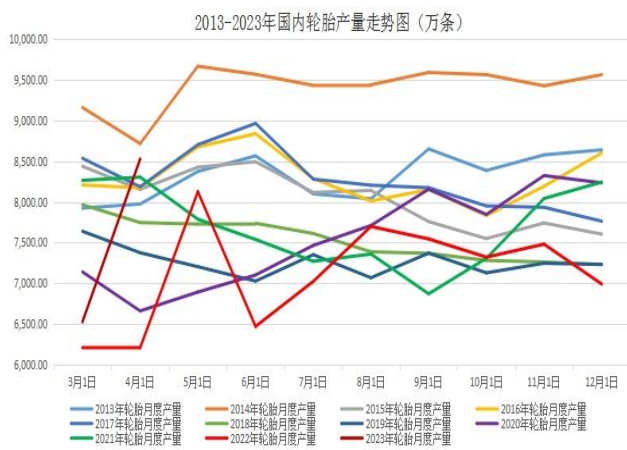
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 39 2017-2023 年国内半钢胎开工率走势图



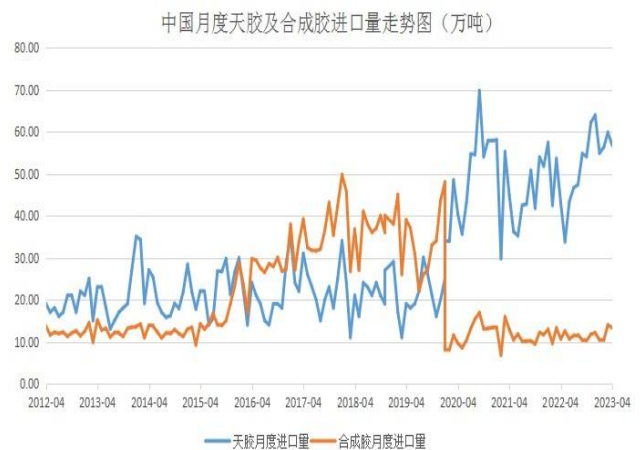
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 40 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 41 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 42 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

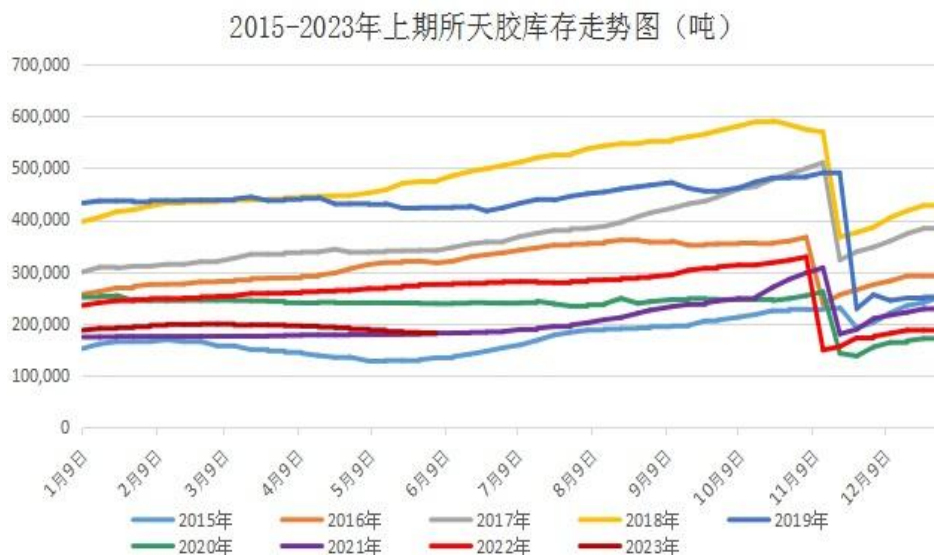
图 43 上期所天胶库存与注册仓单走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 44 2015-2022 年上期所天胶库存走势图





4 总结

综合来看，对于 2023 下半年国内外橡胶期货市场而言，我们认为，从宏观面的角度来讲，随着上半年美国政府债务上限问题的危机延后，全球金融市场系统性风险暂时平息。而在经历持续一年的超常规加息举措以后，目前欧美央行高利率水平已经加重了全球经济体衰退的程度，未来进一步加息的空间有限，同时也处在了加息周期的尾声，年底降息的苗头逐渐显露。总体来看，下半年宏观风险度比上半年要低，尽管宏观预期仍未彻底转向，但潜在利空越来越弱，大宗商品期货市场仍需要熬过黎明前的黑暗，才可能在四季度末迎来转机。转向国内经济，伴随着疫情防控较快平稳转段，我国经济循环加快畅通，生产需求明显改善，经济运行企稳回升。但外部环境更趋复杂，需求不足仍较突出，经济回升基础尚不牢固，下半年我国经济或维持弱复苏态势。

转向胶市供需结构来看，虽然今年东南亚产胶国和我国云南和海南地区均遭遇厄尔尼诺现象导致干旱天气出现，引发季节性开割时间点推迟，从而引发产胶量下滑，不过步入 6 月以后，国内降雨天气增多后，胶水供应逐渐恢复，三季度供应压力料回升至正常水平。与此同时，国内重卡销量步入淡季，环比增速放缓，终端需求转弱料限制胶价上行动力。库存方面，上期所交割仓单偏少因素仍在，青岛保税区库存仍在累库，不过续增空间有限。从全年角度来看，2023 年全球天然橡胶产量将达到 1469.3 万吨，消费量将达到 1473.8 万吨，供需或出现缺口 4.5 万吨。整体维持供需紧平衡的状态。

综上所述，预计 2023 下半年国内橡胶期货价格料维持底部箱体宽幅震荡走势，存在阶段性反弹机会。其中沪胶期货主力合约期价维持在 11800-13000 元/吨区间内运行，标胶期货主力合约期价维持在 9400-1050 元/吨区间内运行。

表 1 2016-2023 年国内橡胶年度供需平衡表

2016-2023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E	85	561	3	643	679	-36
2023年E	86	565	3	648	683	-35

数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 45 2016-2023 年国内橡胶年度供需平衡图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货策略推

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

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。