

供需两旺，下半年库存先抑后扬

研究院 化工组

研究员

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

预计三季度呈现持续去库，四季度迎来重新累库拐点。因此，在估值低位下，可以把握阶段性机会。

核心观点

■ 市场分析

对于 2023 年实际产出的预估，在当前原料价格没有低估背景下，预计 2023 年产量维持正常释放。季节性来看，下半年全球产区橡胶产出环比将继续增加，三季度随着雨水逐步减少，原料产出将迎来年内高峰期。

下半年全球橡胶主产区进入全面开割期，产量环比有望进一步回升。国内供应因自身产出增加以及进口量继续回升，供应压力将进一步显现。不确定因素主要是异常天气对于后期产出的影响以及国内橡胶轮储消息尚未落地。

展望下半年橡胶下游需求，海外加息进程放缓下，需求抑制有望得到缓解。国内稳经济政策将有利于轮胎替换及配套需求改善，但因国内房地产政策延续前期不变，房地产大幅改善难度较大，叠加海外需求受前期货币紧缩影响仍存，国内轮胎出口将难以维持高增速。具体到橡胶后期自身需求变化的观测，仍要看到轮胎厂成品库存的实质去化，才能有原料采购意愿，预计下半年需求环比改善。

国内社会库存已经迎来下降拐点，主要因供应端环比减量带来的。因海外 5 月开割初期产量偏少，预计国内 7-8 月进口环比放缓，带来国内库存继续下行。9 月在国内进口恢复以及国内产量增加下，预计重新迎来累库拐点，下半年国内库存将呈现先抑后扬走势。分胶种来看，今年因国内疫情常态化之后，浓乳下游需求逐步放缓，导致今年浓乳生产利润持续低迷，造成部分原料重新回流到全乳胶，预计下半年将继续延续这样的原料分配格局。国内浅色胶或在三季度迎来累库周期，而深色胶累库周期或推迟到四季度。

■ 策略

单边：中性。下半年橡胶将呈现供需两旺的格局，在没有天气炒作以及收储等干扰下，预计供应增量大于需求增量，供需宽松格局延续，但环比上半年有所改善，库存总体或有小幅去化。从国内库存变化来看，预计三季度呈现持续去库，四季度迎来重新累库拐点。因此，在估值低位下，可以把握阶段性机会。

价差：基于深浅色胶库存变化不同，预计三季度 RU 与 NR 价差将回落，四季度则将迎

来重新扩大的时间点。

风险

国内进口节奏的变化，海内外产区天气变化。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
上半年橡胶行情回顾.....	5
下半年橡胶供需分析.....	5
下半年全球供应将逐步增加	5
下半年需求或有改善	9
下半年库存先抑后扬	14
观点及策略	15

图表

图 1: ANRPC 橡胶产量季节性 单位: 千吨	5
图 2: ANRPC 橡胶年度累计产量 单位: 千吨	5
图 3: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	6
图 4: 云南胶水价格 单位: 元/吨	6
图 5: 泰国橡胶产量 单位: 千吨	6
图 6: 印尼橡胶产量 单位: 千吨	6
图 7: 越南橡胶产量 单位: 千吨	6
图 8: 中国橡胶产量 单位: 千吨	6
图 9: 云南累计降雨量 单位: HM	7
图 10: 海南累计降雨量 单位: HM	7
图 11: 泰国累计降雨量 单位: HM	7
图 12: 泰国海外劳工 单位: 人	7
图 13: 泰国夜间累计降雨量 单位: HM	7
图 14: 云南夜间累计降雨量 单位: HM	7
图 15: RU-混合胶 单位: 元/吨	8
图 16: 泰标-印标 (船货) 单位: 美元/吨	8
图 17: 天胶进口量 单位: 万吨	8
图 18: 标胶进口量 单位: 吨	8
图 19: 烟片进口量 单位: 吨	9
图 20: 混合胶进口量 单位: 吨	9
图 21: 美国汽车销量 单位: 辆	9
图 22: 日本汽车销量 单位: 辆	9
图 23: 美国汽车零部件订单 单位: 百万美元	10
图 24: 韩国汽车零部件订单指数 单位: 点	10
图 25: M1-M2 与橡胶指数 单位: % 元/吨	10
图 26: 中国社融规模 单位: 亿元	10
图 27: 固定资产投资完成额累计同比 单位: %	11

图 28: 汽车销量 单位: 辆	11
图 29: 重卡销量 单位: 辆	11
图 30: 重货销量 单位: 辆	11
图 31: 非完整车销量 单位: 辆	12
图 32: 半挂车销量 单位: 辆	12
图 33: 国内轮胎出口量 单位: 万条	12
图 34: 全钢胎开工率 单位: %	12
图 35: 公路货运季节性 单位: 亿吨	13
图 36: 中国公路物流运价指数 单位: 点	13
图 37: 全钢胎库存 单位: 万条	13
图 38: 半钢胎库存 单位: 万条	13
图 39: 泰国橡胶手套成品库存 单位: 万条	14
图 40: 泰国橡胶手套生产指数 单位: 点	14
图 41: 国内浓乳价格 单位: 元/吨	14
图 42: 泰国宋卡浓乳价格 单位: 泰铢/千克	14
图 43: 上海期货交易所 RU 库存 单位: 吨	15
图 44: 青岛保税区库存 单位: 吨	15

上半年橡胶行情回顾

上半年橡胶期货价格震荡下行为主，1月在国内主产区全面停割下，国内交易所RU期货仓单同比偏少，供应端存在较强支撑。同时，市场对国内新冠疫情防控政策放开之后的经济恢复预期较好，导致市场氛围偏暖，共同推动1月橡胶期货价格上涨。但国内春节假期期间，橡胶库存持续累库，且春节假期之后下游需求恢复不及预期，3、4月份叠加国内主产区新一季开割临近，市场预期国内供应将增加，供需偏弱下，橡胶价格走了一波预期差打压下的下跌行情。随着国内库存持续累积，橡胶价格持续承压，直到5月份因国内云南产区受橡胶树白粉病以及干旱影响推迟开割，橡胶价格才开始止跌企稳，6月份呈现低位反弹的格局，但因库存压力，反弹较为弱势。

下半年橡胶供需分析

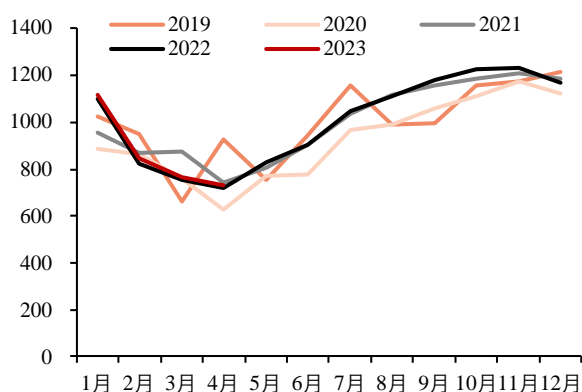
下半年全球供应将逐步增加

三季度全球产出迎来高峰期

按照ANRPC统计的年度新增种植面积来看，2023年供应维持增加，增速环比继续下降。

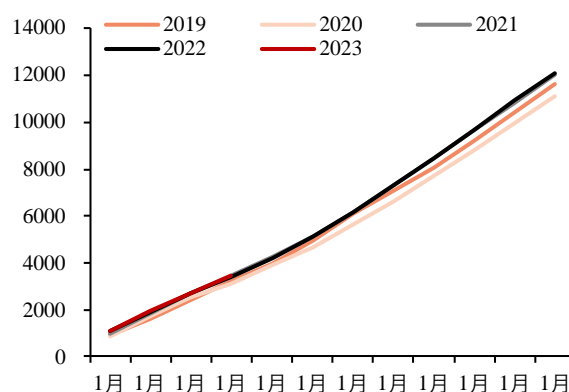
对于2023年实际产出的预估，在当前原料价格没有低估情境下，预计2023年产量维持正常释放。季节性来看，下半年全球产区橡胶产出环比将继续增加，三季度随着雨雨水的逐步减少，原料产出将迎来年度内的高峰期。

图 1：ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 2：ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位：千吨



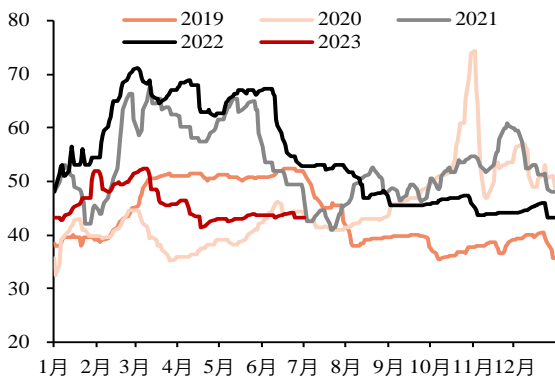
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

国内产区 6 月进入全面开割，三季度原料逐步回升

6月海外进入全面开割期，原料产出将逐步增加。国内主产区7月开始也将进入全面开割期，预计三季度国内主产区原料将逐步回升。从泰国胶水价格水平来看，目前仍处于近五年偏低水平，且绝对价格也在低位区间，叠加上游工厂加工利润低位，反映橡

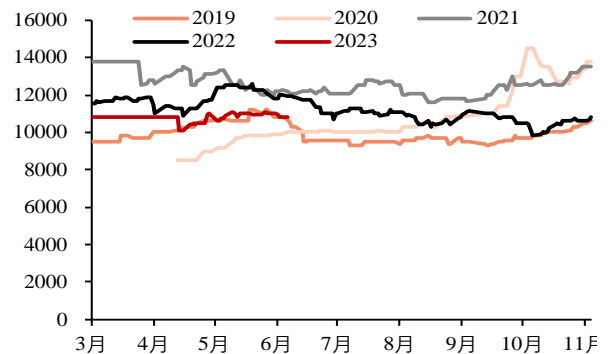
胶处于低估值状态。下半年仍需关注海内外主产区降雨情况以及上游原料分流走向。

图 3：泰国胶水价格 | 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

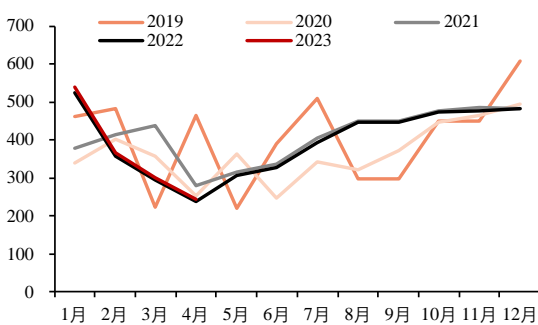
图 4：云南胶水价格 | 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

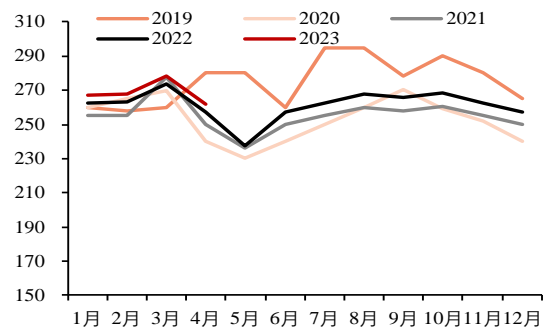
分国别产量数据来看，按照季节性规律，全球主产区下半年橡胶产量环比处于回升阶段。回顾 2015 年以来全球季节性产量，所有年度下半年橡胶产量环比都是增加的。预计今年国内下半年产量环比延续季节性回升，经济形势弱势下，预计回升幅度同比有所抬升。

图 5：泰国橡胶产量 | 单位：千吨



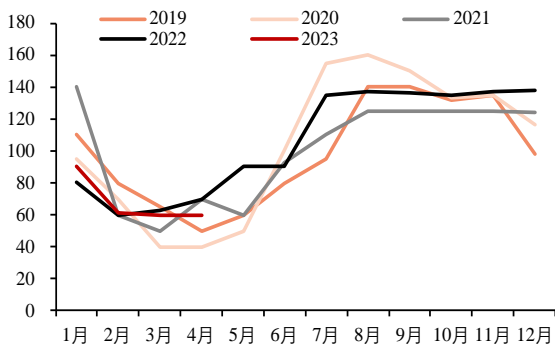
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 6：印尼橡胶产量 | 单位：千吨



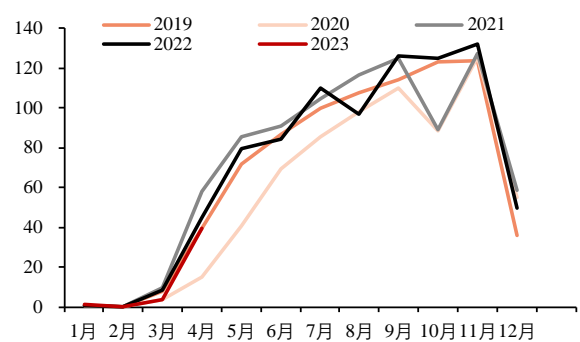
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 7：越南橡胶产量 | 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

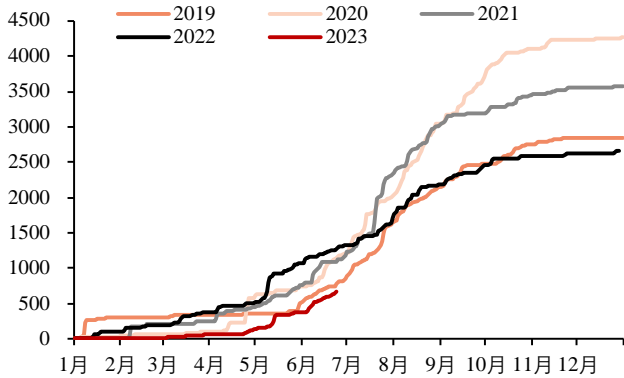
图 8：中国橡胶产量 | 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

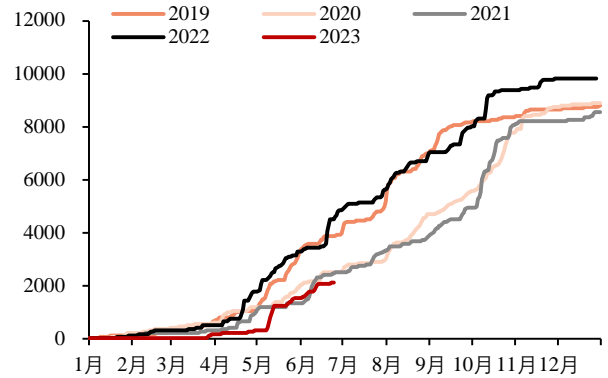
国内则更多关注青岛港口橡胶进口节奏的影响，一方面国内需求恢复带来的轮胎胶进口量的变化，另一方面则是非标价差大幅波动带来的套利需求变化导致国内进口量的变化。今年因海外 4、5 月份原料产出较往年偏少，叠加套利需求的降温，预计国内 7-8 月份进口量环比下降，9 月份进口量有望重新回升。

图 9：云南累计降雨量 | 单位：HM



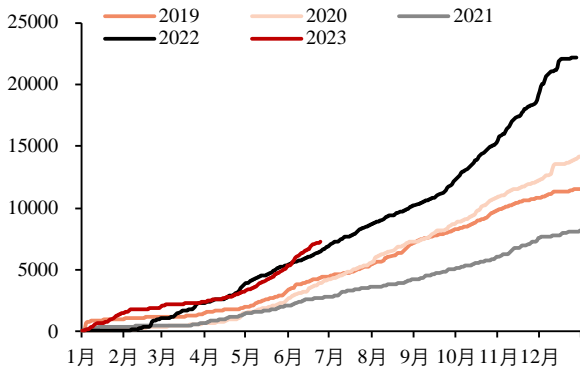
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 10：海南累计降雨量 | 单位：HM



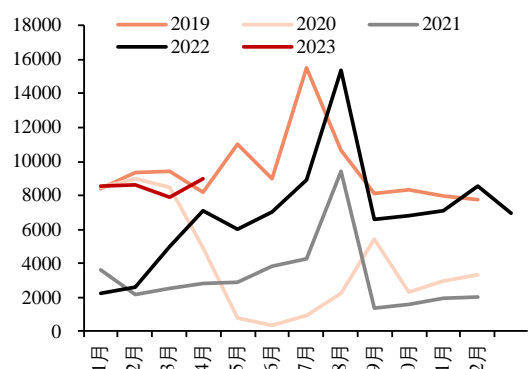
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 11：泰国累计降雨量 | 单位：HM



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 12：泰国海外劳工 | 单位：人



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：泰国夜间累计降雨量 | 单位：HM

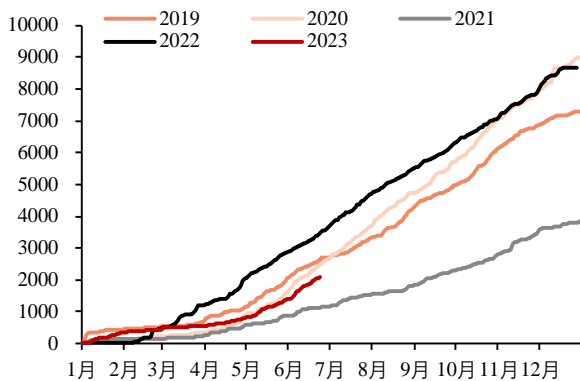
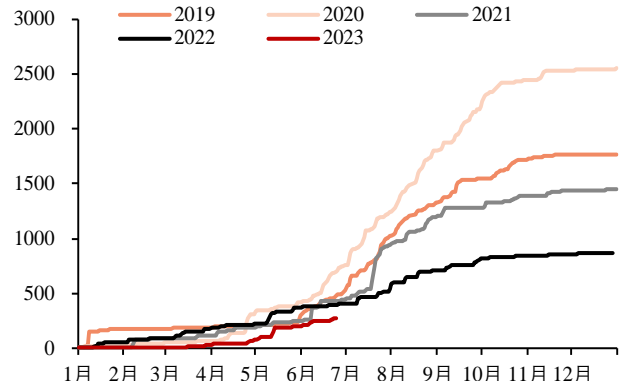


图 14：云南夜间累计降雨量 | 单位：HM



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

国内下半年进口量继续增加

国内进口量影响因素主要分为三部分，一是下游实体需求，二是贸易商套利需求以及原料价差波动导致的流转，三是替代种植的进口节奏。

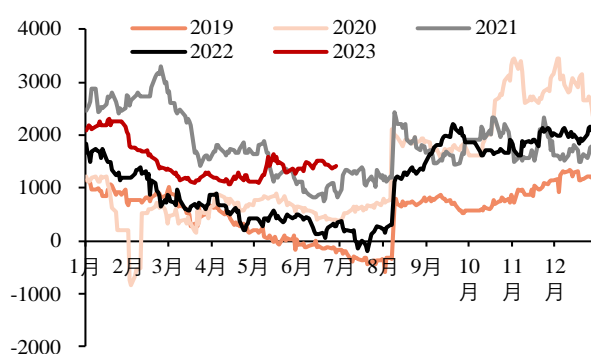
首先，对国内下游实体需求的分析，我们归口在轮胎生产端。国内轮胎下游实体需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。海外美联储等加息进程已经进入尾声，叠加国内经济逐步恢复，预计下半年国内轮胎需求以及出口环比均有改善，推动下半年轮胎开工或环比回升。

其次，从RU 非标价差来看，目前RU 非标价差处于同比高位，有利于刺激企业套利意愿。因橡胶轮储消息尚未落地，预计企业套利意愿受压制，影响阶段性进口摆动。

最后是替代种植的进口量，2022 年因物流进一步缓解，国内替代种植基本正常进入，按照开割季节性，下半年进口量将环比回升。

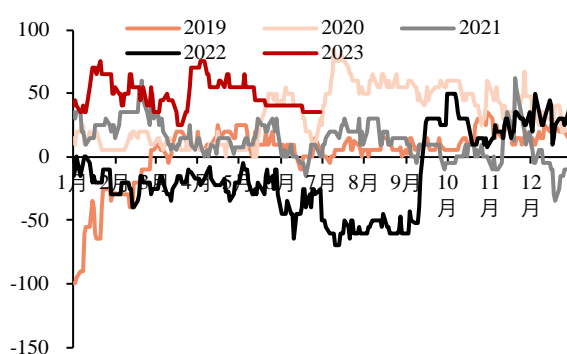
因此，预计国内下半年橡胶进口量环比将继续回升。

图 15: RU-混合胶 | 单位: 元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 16: 泰标-印标（船货） | 单位: 美元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 17: 天胶进口量 | 单位: 万吨

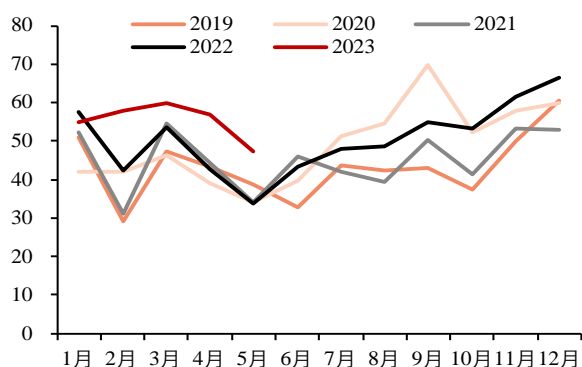
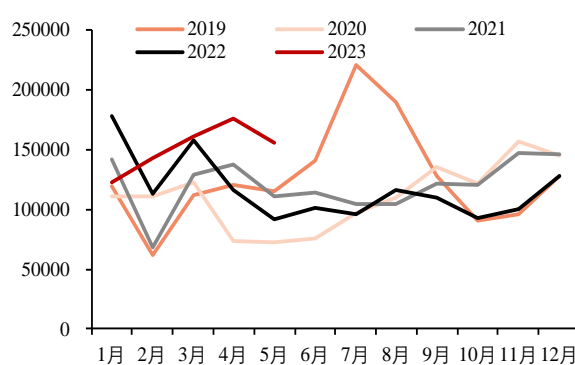
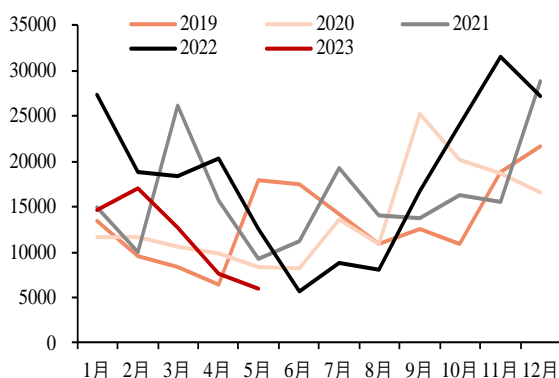


图 18: 标胶进口量 | 单位: 吨



数据来源：中国海关 华泰期货研究院

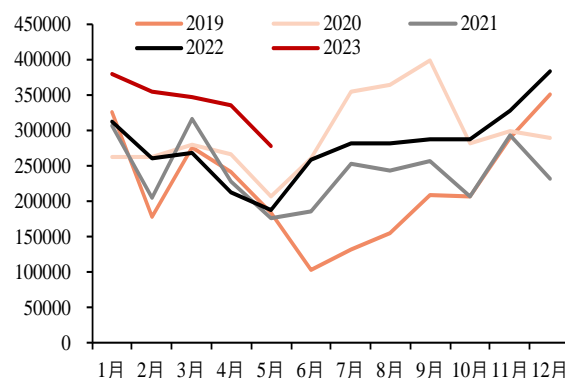
图 19：烟片进口量 | 单位：吨



数据来源：中国海关 华泰期货研究院

数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 20：混合胶进口量 | 单位：吨



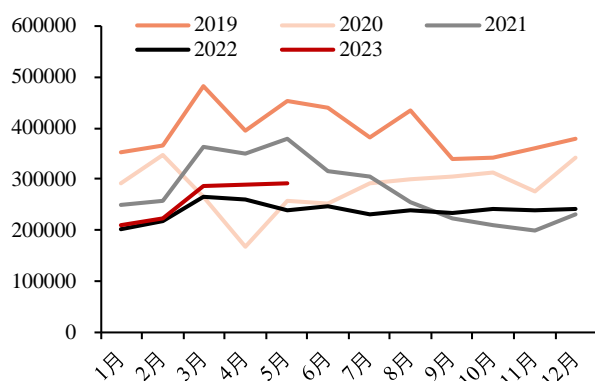
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

总结供应端，下半年全球橡胶主产区进入全面开割期，产量环比有望进一步回升。国内供应因自身产出增加以及进口量的继续回升，供应压力将进一步显现。不确定的因素主要是，异常天气对于后期产出的影响以及国内橡胶轮储消息尚未落地。

下半年需求或有改善

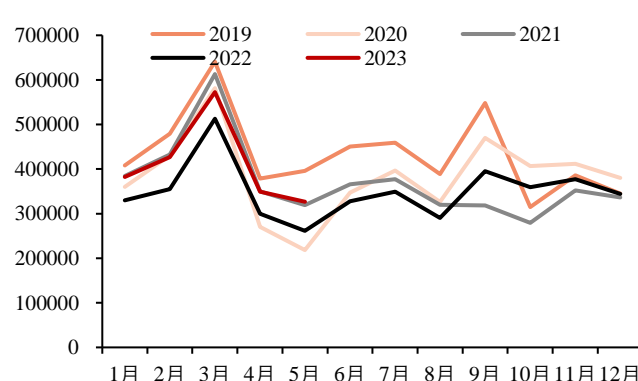
下半年海外需求随着加息进程的放缓或有所改善。从美国及日本汽车销量来看，下半年的旺季主要集中在三季度，同时，从替换角度来看，夏季出行高峰将带来替换需求的回升。

图 21：美国汽车销量 | 单位：辆



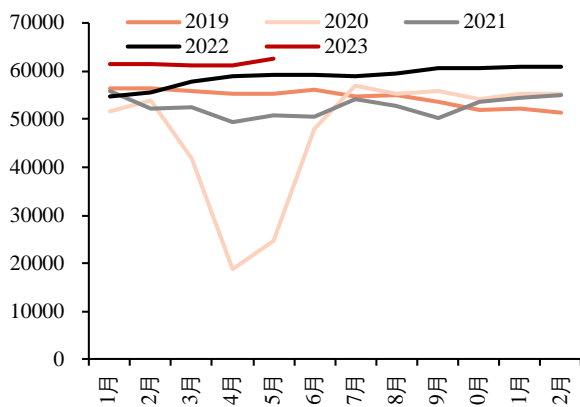
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：日本汽车销量 | 单位：辆



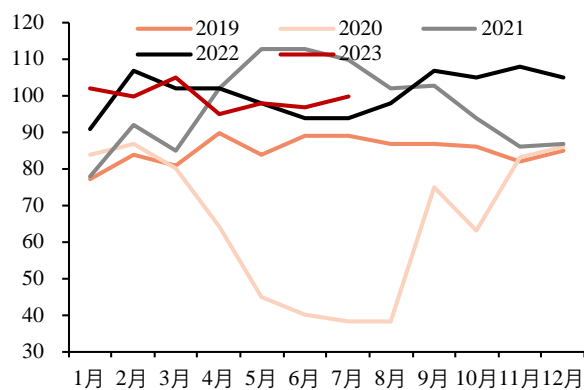
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23: 美国汽车零部件订单 | 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

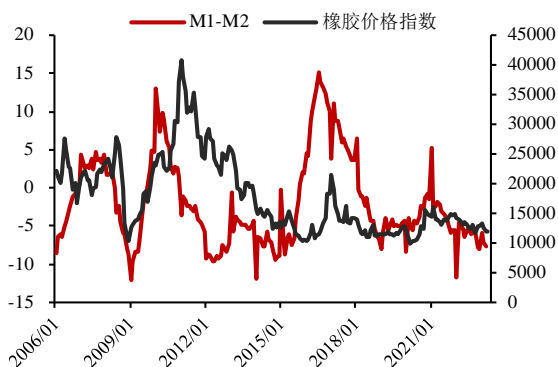
图 24: 韩国汽车零部件订单指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

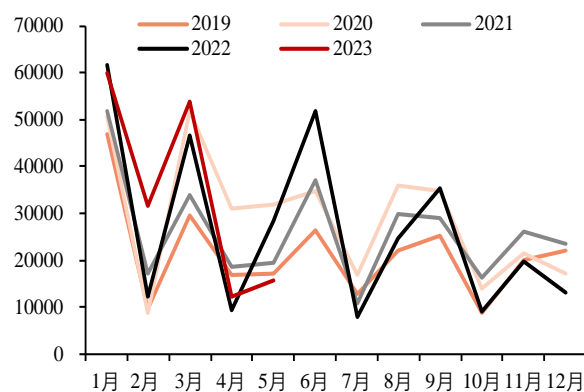
国内上半年资金呈现逐步收紧的过程, 下半年预计难有更大力度的刺激政策出台。新能源汽车的相关优惠政策, 仅仅是调整国内汽车的结构, 对于汽车的总量并不会有明显的提升效果, 因此, 对于轮胎需求的拉动可以忽略。

图 25: M1-M2 与橡胶指数 | 单位: % 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 中国社融规模 | 单位: 亿元



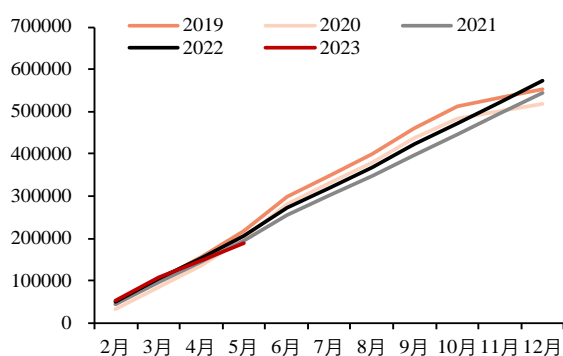
数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内橡胶下游需求主要分为三部分, 配套、替换及出口, 配套主要是汽车销量以及重卡销量, 配套和替换市场更多跟国内房地产及基建相关, 出口则取决于海外需求。

下半年国内下游需求环比或有改善

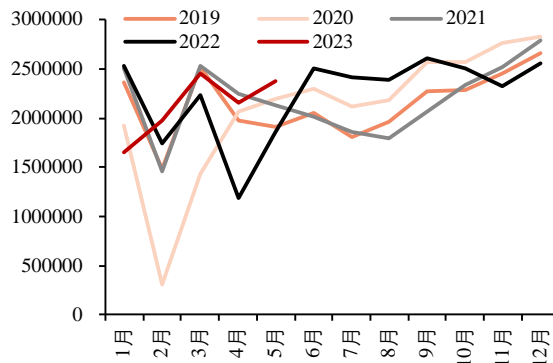
下半年国内下游需求或有环比改善, 主要是南方梅雨季节结束之后, 工业需求将有所恢复。同时, 上半年国内经济恢复缓慢, 下半年随着市场信心的进一步恢复, 或有继续改善可能。同时海外需求下行在下半年可能得到缓解, 对于国内轮胎出口也是支撑因素。

图 27: 固定资产投资完成额累计同比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 汽车销量 | 单位: 辆

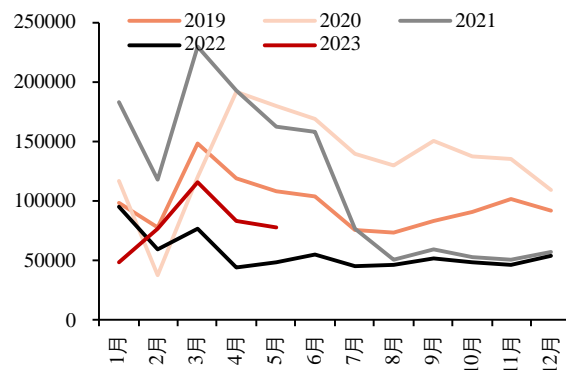


数据来源: Wind 华泰期货研究院

重卡销量回升缓慢

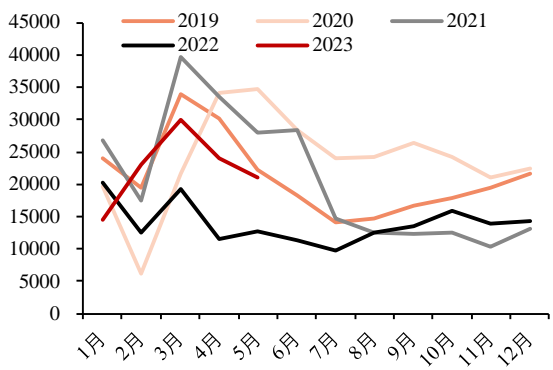
受制于海外需求下降以及国内经济恢复缓慢, 国内重卡销售环比回升缓慢, 但从细分项来看, 3 月国内重货销售回升幅度相对明显, 或主要跟地产环比改善有关, 主要因保交楼政策的推动, 带来阶段性需求释放, 但 4 月份房地产数据重新放缓, 且近期国内政策没有倾向于房地产以及基建的迹象, 导致重卡后期的回升或仍较缓慢。

图 29: 重卡销量 | 单位: 辆



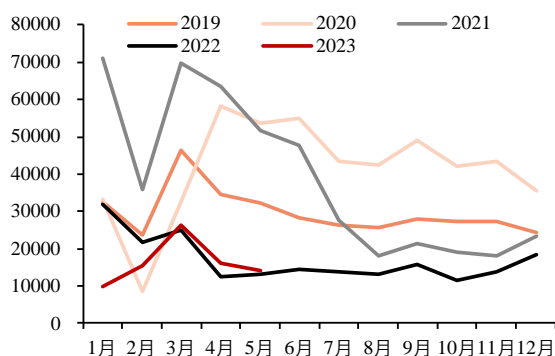
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 重货销量 | 单位: 辆



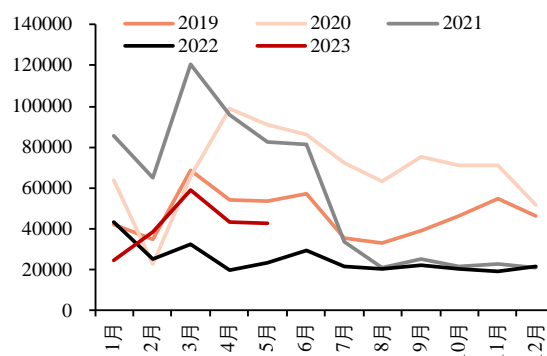
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31：非完整车销量 | 单位：辆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 32：半挂车销量 | 单位：辆

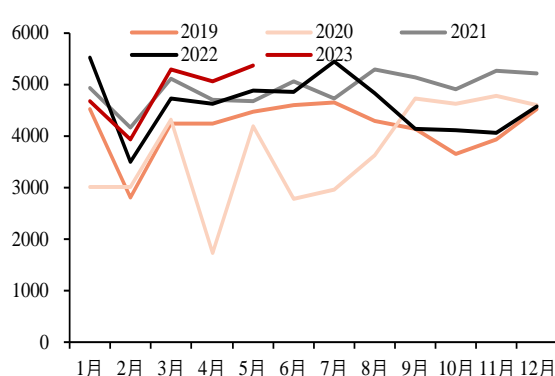


数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内下半年轮胎出口有望维持

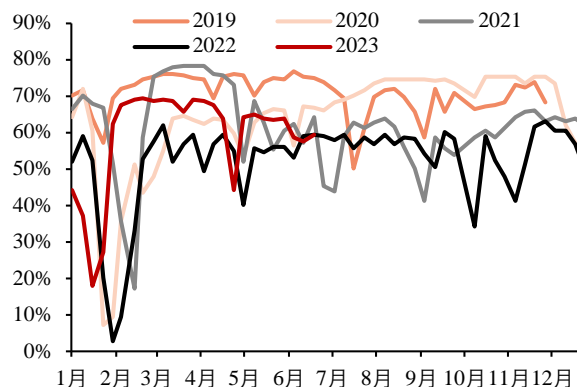
在海外加息进程下，国内 1-4 月轮胎出口数据没有明显回落，反映海外需求韧性延续。随着下半年海外加息进程的放缓，预计下半年国内轮胎出口增速有望维持。

图 33：国内轮胎出口量 | 单位：万条



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34：全钢胎开工率 | 单位：%

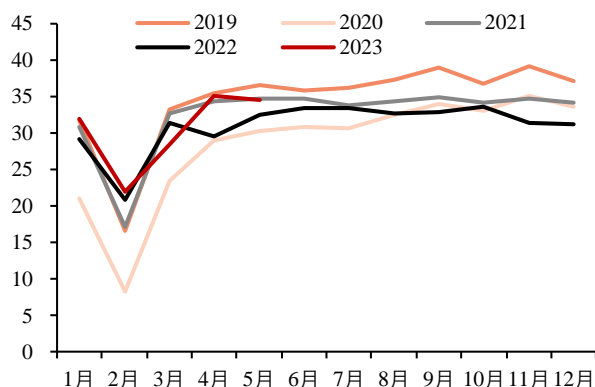


数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内上半年经济缓慢恢复，下半年替换市场有望环比改善

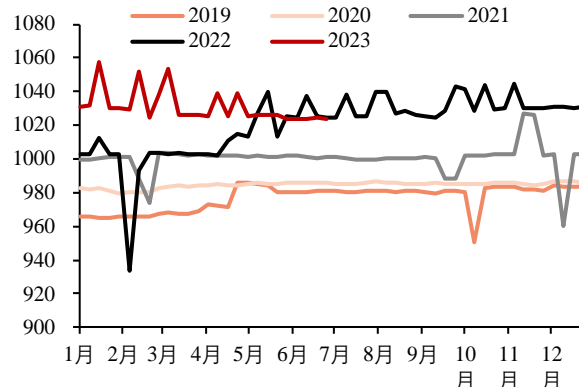
目前国内出行已经恢复正常，但因上半年经济恢复缓慢，对替换市场也有一定拖累。随着经济进一步恢复，预计下半年国内替换市场有望继续改善。从国内公路货运季节性来看，4 月份国内环比改善明显。叠加国内在基建及汽车的政策支持下，预计下半年国内替换市场需求有望继续维持。

图 35: 公路货运季节性 | 单位: 亿吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

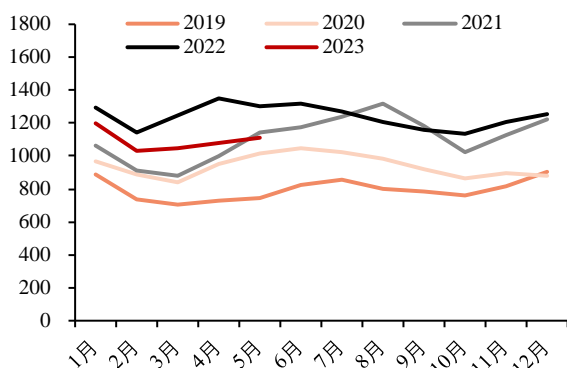
图 36: 中国公路物流运价指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

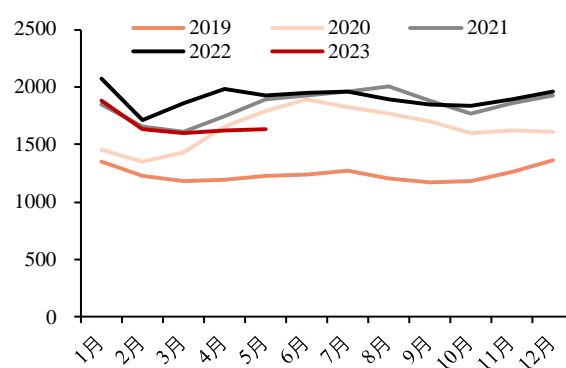
在国内经济缓慢恢复下, 今年国内下游轮胎厂成品库存去化较为缓慢, 尤其全钢胎库存存因受国内房地产及基建的影响, 成品库存去化更为艰难。

图 37: 全钢胎库存 | 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

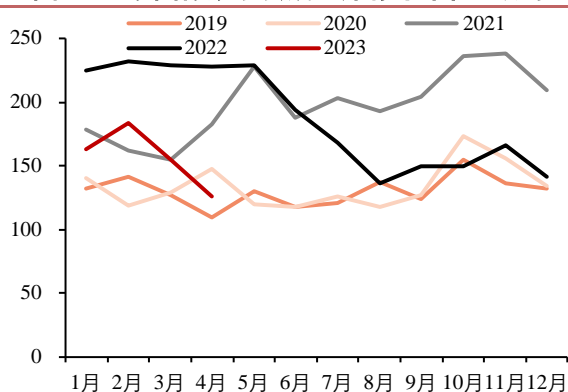
图 38: 半钢胎库存 | 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

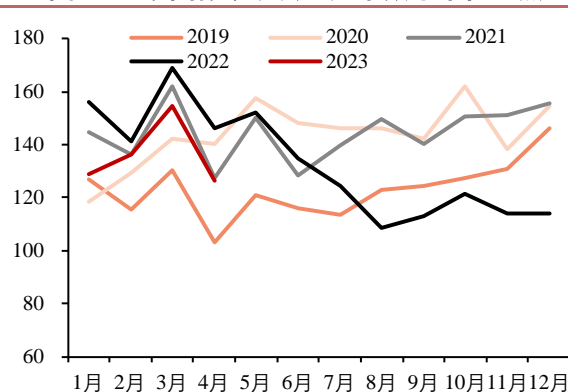
全乳胶供应端还需关注原料分流的另一端成品即浓乳, 主要对比全乳胶生产以及浓乳生产的利润来进行原料去向分配。国内陆续开割之后, 须关注该因素影响, 目前国内浓乳利润持续被压缩, 海南产区已经出现原料重新回流到全乳胶上。

图 39: 泰国橡胶手套成品库存 | 单位: 万条



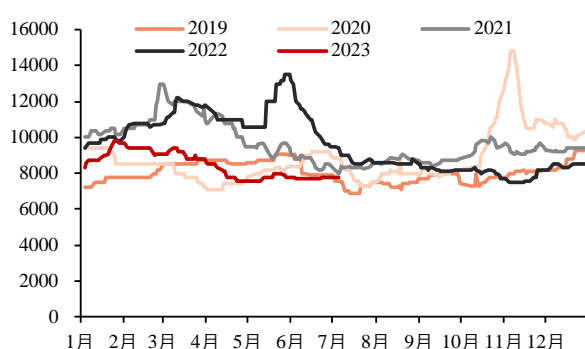
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 40: 泰国橡胶手套生产指数 | 单位: 点



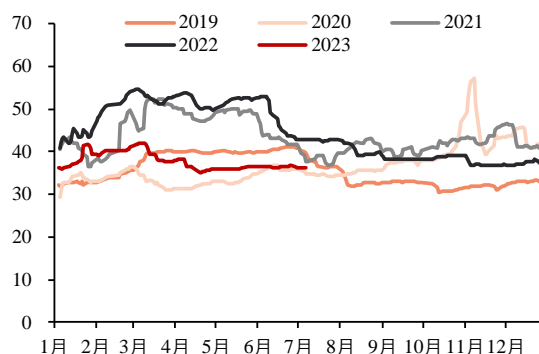
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41: 国内浓乳价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 泰国宋卡浓乳价格 | 单位: 泰铢/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

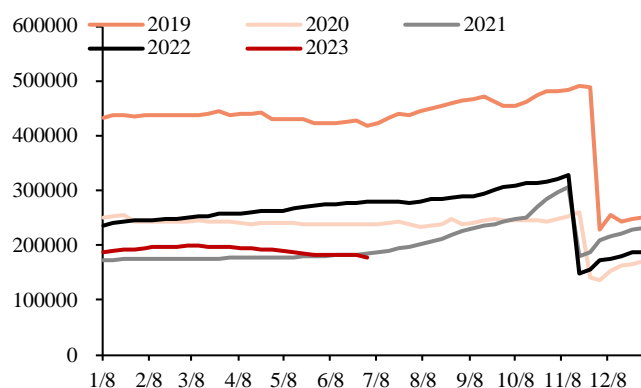
展望下半年橡胶下游需求, 海外加息进程放缓下, 需求抑制有望得到缓解。国内稳经济政策将有利于轮胎替换及配套需求的改善, 但因国内房地产政策延续前期不变, 房地产大幅改善难度较大, 叠加海外需求受前期货币紧缩的影响仍存, 国内轮胎出口将难以维持高增速。具体到橡胶后期自身需求变化的观测, 仍要看到轮胎厂成品库存的实质去化, 才能有原料采购意愿, 预计下半年需求环比改善, 但改善幅度有限。

下半年库存先抑后扬

6月国内社会库存已经迎来下降拐点, 主要因供应端环比减量带来的。因海外5月开割初期产量偏少, 预计国内7-8月进口环比放缓, 带来国内库存继续下行。9月在国内进口恢复以及国内产量增加下, 预计重新迎来累库拐点, 下半年国内库存将呈现先抑后扬走势。分胶种来看, 今年因国内疫情常态化之后, 浓乳下游需求逐步放缓, 导致今

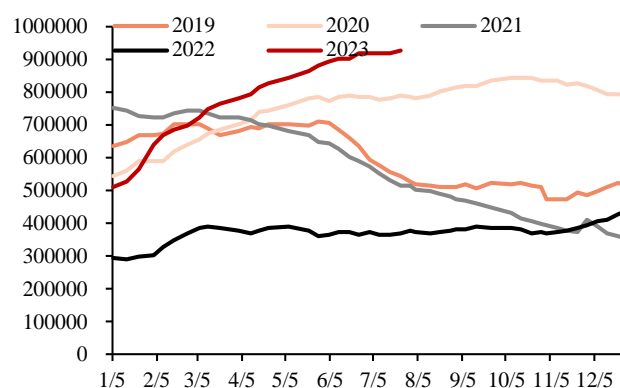
年浓乳生产利润持续低迷，造成部分原料重新回流到全乳胶，预计下半年将继续延续这样的原料分配格局。国内浅色胶或在三季度迎来累库周期，而深色胶累库周期或推迟到四季度。

图 43：上海期货交易所 RU 库存 | 单位：吨



数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

图 44：青岛保税区库存 | 单位：吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

观点及策略

单边：中性。下半年橡胶将呈现供需两旺的格局，在没有天气炒作以及收储等干扰下，预计供应增量大于需求增量，供需宽松格局延续，但环比上半年有所改善，库存总体或有小幅去化。从国内库存变化来看，预计三季度呈现持续去库，四季度迎来重新累库拐点。因此，在估值低位下，可以把握阶段性机会。

价差：基于深浅色胶库存变化不同，预计三季度 RU 与 NR 价差将回落，四季度则将迎来重新扩大的时间点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com