

天然橡胶年度报告

供需双增，上半年累库延迟创造结构性牛市

摘要：预计 2022 年全球橡胶处于供需双增的阶段，一方面，由于橡胶市场仍处于产能过剩周期中，新增产能陆续释放后供应压力不减；另一方面，得益于今年的胶价并不低，对于胶农的割胶积极性仍有提振。全球橡胶消费主要依赖于全球经济增速，各大机构对于明年全球 GDP 增速预期较高，需求也将呈现趋增态势。库存方面，随着国内显性库存持续去化，且累库拐点受船期延迟影响持续后移，低库存之下胶价弹性较高，一旦供需出现阶段性错配，胶价产生明显的提振作用。

行情展望：供应端，国内产区陆续停割，东南亚产区仍处供应旺季，但“拉尼娜”预期限制供应释放；明年下半年海内外产区开割后，国内供应预计增长，海外疫情趋缓后制造业回流后将分流原料，中国橡胶进口量增量有限，预计明年国内橡胶进口最多能恢复至 2018 年的水平。**需求端**，内需随着国内疫情得到有效管控，叠加缺芯问题缓解、汽车政策出台，将拉动乘用车配套需求；商用车有望寄托于淘汰车辆旧轮胎的使用期达到尾声、基建地产企稳以及物流回暖后的替换需求复苏。外需方面，中国轮胎出口存在回流海外的担忧。预计明年沪胶呈现震荡走强趋势，价格重心维持上移，上半年在低库存之下，供需阶段性错配将利好胶价。下半年供需双增，胶价将受到轮胎产量边际变化的影响，价格变数也将增多。

策略建议：预计 2022 年上半年沪胶价格维持震荡上行，全年 RU 主力运行区间 [13000,18000]元/吨，NR 主力运行区间[10500,14000]元/吨。

投机策略：

- 1.一季度逢低买入 NR；
- 2.RU 在非标套利抛盘压力释放后再择机买入；

跨品种套利：

- 1.一季度，做扩 RU-NR 价差；
- 2.关注 5/9 月非标套利机会 (RU-泰混>2500,做缩 RU-泰混/越 3L)；
- 3.一季度，多 SCR10,空 SCRWF；

跨期套利： 1.RU1-5 / RU5-9>250 时，参与 RU 正套；

跨市套利： 1.一季度，多 SGX.TSR20，空 INE.NR。

风险提示：全球疫情再显严峻、主产国天气异常、经济复苏不及预期

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3号

能源化工研究团队

研究员：

吕世伟

lvshiwei@cloudfutures.cn

从业资格号：F3083371

投资咨询号：Z0016240

研究员：

府华

fuhua@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060619

投资咨询号：Z0014538

联系人：

魏子骥

weiziji@cloudfutures.cn

从业资格号：F03087297



正文目录

一、天然橡胶主要逻辑及行情展望	5
二、天然橡胶未来供应	7
2.1 全球供应情况	7
2.1.1 全球天胶供应预估	7
2.1.2 全球天胶供应能力	9
2.2 国内表观供应情况	12
2.2.1 国内天胶产量及进口量	12
三、天然橡胶未来需求	13
3.1 全球需求情况	13
3.1.1 全球天胶需求预估	13
3.2 国内天胶需求情况	15
3.2.1 下游需求	15
3.2.2 轮胎配套需求	17
3.2.3 轮胎替换需求	19
3.2.4 中国轮胎出口量	21
四、橡胶库存结构	22
4.1 期货库存	22
4.2 现货库存	23
五、价差结构&持仓	24
5.1 跨品种价差	24
5.2 跨期价差	26
5.3 跨市价差	27
六、行情展望及策略建议	28
6.1 行情展望	28
6.2 策略建议	29

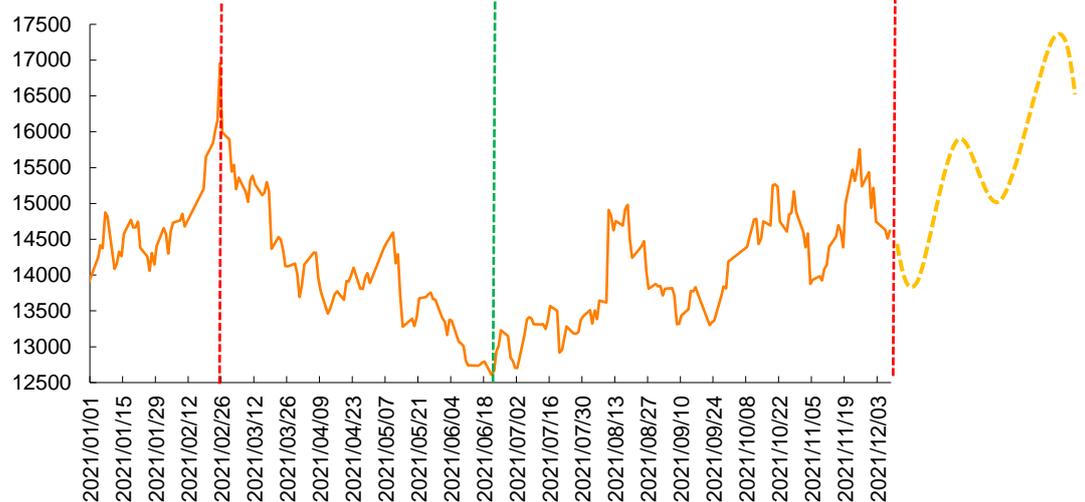
图表目录

图表 1: 2021 年沪胶主力价格走势 (元/吨)	5
图表 2: 中国天然橡胶供需平衡表	6
图表 3: 全球天然橡胶供需季节性图	8
图表 4: ANRPC 天胶产量 (千吨)	8
图表 5: 泰国天胶产量 (千吨)	8
图表 6: CPC/IRI 概率 ENSO 展望 (%)	8
图表 7: ONI 指数 (°C)	8
图表 8: 泰国主产区降水量 (MM)	9
图表 9: 天然橡胶总种植面积 (千公顷)	10
图表 10: 天然橡胶新增种植面积 (千公顷)	10
图表 11: 新增种植面积&总种植面积变动 (千公顷)	10
图表 12: 复/弃种面积&沪胶区间 (千公顷、元/吨)	10
图表 13: 泰、越、印度单产 (千克/公顷)	10
图表 14: 印尼、马来单产 (千克/公顷)	10
图表 15: 泰国天胶开割率 (%)	11
图表 16: 印尼天胶开割率 (%)	11
图表 17: 马来天胶开割率 (%)	11
图表 18: 印度天胶开割率 (%)	11
图表 19: 斯里兰卡天胶开割率 (%)	11
图表 20: 越南天胶开割率 (%)	11
图表 21: 中国天胶产量 (千吨)	13
图表 22: 中国天胶进口量 (千吨)	13
图表 23: 中国单产 (千克/公顷)	13
图表 24: 中国天胶开割率 (%)	13
图表 25: 橡胶消费结构 (%)	14
图表 26: IMF 预测全球 GDP 实际增长率 (%)	14
图表 27: 美国 GDP&美国汽车轮胎 (%、百万美元)	14
图表 28: ANRPC 天胶消费量 (千吨)	15
图表 29: 天胶主产国供需差 (千吨)	15
图表 30: 中国、印度天胶消费量 (千吨)	15
图表 31: 印尼、马来天胶消费量 (千吨)	15
图表 32: 社融增速&轮胎产量同比增速 (%)	16
图表 33: RU 主力&轮胎产量同比 (元/吨、%)	16
图表 34: 全钢胎开工率 (%)	17
图表 35: 半钢胎开工率 (%)	17
图表 36: 中国全钢胎月度库存 (万条)	17
图表 37: 中国半钢胎月度库存 (万条)	17

图表 38: 汽车销量 (辆).....	18
图表 39: 汽车库存预警指数 (%).....	18
图表 40: 商用车销量 (辆).....	18
图表 41: 乘用车销量 (辆).....	18
图表 42: 中国重卡月度销量 (辆).....	19
图表 43: 中国重卡销量季节性图 (辆).....	19
图表 44: 房地产及固定资产投资完成额:累计同比 (%)	20
图表 45: 公路客货周转量:当月同比 (%)	20
图表 46: 中国物流业景气指数 (%)	20
图表 47: 中国公路物流运价指数 (点)	20
图表 48: 中国全钢胎月度库存 (万条)	20
图表 49: 中国半钢胎月度库存 (万条)	20
图表 50: BDI 指数 (%)	21
图表 51: 新的充气橡胶轮胎出口量 (万条)	21
图表 52: 中国轮胎出口种类占比 (%)	22
图表 53: 客货车用轮胎出口量 (吨)	22
图表 54: 上期所 RU 仓单 (吨)	22
图表 55: 上期所库存-仓单 (吨)	22
图表 56: 虚实比 (持仓量/仓单量)	23
图表 57: 上期能源 20 号胶仓单 (吨)	23
图表 58: 青岛天然橡胶社会库存 (万吨)	23
图表 59: 青岛天然橡胶港口库存 (万吨)	23
图表 60: RU-混合胶 (元/吨)	25
图表 61: RU-NR5 月合约 (元/吨)	25
图表 62: RU-SVR3L (元/吨)	25
图表 63: SCR10-SCRWF (元/吨)	25
图表 64: RSS3-SCRWF (元/吨)	25
图表 65: 合成胶-天然橡胶 (元/吨)	25
图表 66: RU 主力基差 (元/吨)	26
图表 67: 印标-SGX 标胶 (美元/吨)	26
图表 68: RU1-5 价差 (元/吨)	26
图表 69: SHIBOR:3 个月 (%)	26
图表 70: RU 远期曲线 (元/吨)	27
图表 71: NR 远期曲线 (元/吨)	27
图表 72: 沪日胶比价 (%)	28
图表 73: NR-TSR20 (元/吨)	28

一、天然橡胶主要逻辑及行情展望

图表 1：2021 年沪胶主力价格走势（元/吨）



资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

2021 年橡胶行情基本呈现出横盘震荡，1 季度的上涨主要是由于海内外步入收割期，而轮胎开工及重卡销量维持同比高位，海内外疫情持续复苏推升胶价；而 2 季度胶价与其他商品背离，持续下跌主要是步入收割期后供应释放正常，而轮胎开工明显下滑、全球缺芯问题持续发酵，叠加产业套利利润较高，资金空配压制胶价下行；3 季度沪混价差大幅收窄，套利盘出清后空头压力减轻，叠加制造业回流中国，轮胎出口超预期，推升胶价底部上移；4 季度受到“拉尼娜”预期影响泰国降水偏多，国内限电影响消退后轮胎开工稳步回升，从而促使胶价重心上移。

对于明年的橡胶市场展望，基于全球层面，预计 2022 年橡胶处于供需双增的阶段，一方面，由于橡胶市场仍处于产能过剩周期中，新增产能陆续释放后供应压力不减；另一方面，得益于今年的胶价并不低，对于胶农的割胶积极性仍有提振。而从全球需求的预测来看，主要依赖于全球经济增速，鉴于各大机构对于明年全球 GDP 增速预期较高，需求端也将呈现出趋增态势。库存方面，随着国内显性库存持续去化，且目前累库拐点受到船期延迟的影响持续后移，低库存之下橡胶价格弹性较高，一旦供需出现阶段性的错配，将会对胶价产生明显的提振作用。

图表 2：中国天然橡胶供需平衡表

年度	产量	进口量	消费量	出口量	库存	库存消费比
2016	77.4	430.24	489.6	34.5	45.7	9.33%
2017	79.8	546.78	538.6	33.1	83.2	15.45%
2018	81.81	540.98	567	27.6	102.3	18.04%
2019	81.23	505.77	554.38	31.1	78.8	14.21%
2020	69.27	569.96	554.78	30	96	17.30%
2021E	83.3	505.19	595.22	45.1	59	9.91%

资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

综合来看，供应端，当前国内产区年底前陆续停割，东南亚主产区仍处供应旺季，但“拉尼娜”预期将导致供应放量受阻；明年上半年海内外产区陆续进入停割期，下半年海内外产区开割后，国内供应增长的概率较高，预计国内产量增速在 2~6%；海外随着疫情趋缓后，制造业回流、海外需求复苏的大背景下将分流原料，中国的橡胶进口量或将有所减少，预计明年国内橡胶进口量最多能恢复至 2018 年的水平。

需求端，内需随着国内疫情得到有效管控，叠加发改委推动农村居民消费升级，鼓励新一轮的汽车下乡政策，同时，新能源汽车政策及芯片问题缓解也将拉动乘用车配套需求，考虑到低基数问题，预计 2022 年前三季度的汽车消费表现都较为可观；而商用车有望寄托于淘汰车辆旧轮胎的使用期达到尾声、基建地产企稳以及物流回暖后的替换需求复苏。外需方面，全球总需求增加之下，随着海外疫情趋缓，中国轮胎出口存在订单回流海外的担忧。

价格方面，预计明年沪胶呈现震荡走强趋势，价格重心维持上移，上半年在低库存之下，供需阶段性错配将利好胶价。下半年在供需双增的情况下，胶价将受到轮胎产量同比边际变化的影响，价格变数也将增多。预计 2022 年 RU 主力价格运行区间在 13000~18000 元/吨，NR 主力价格运行区间在 10500~14000 元/吨。

二、天然橡胶未来供应

2.1 全球供应情况

2.1.1 全球天胶供应预估

从全球橡胶的供应来看，2021 年的全球供应是增长的。根据 ANRPC 对于主产国的产量预估来看，2021 年主产国产量为 1162.2 万吨，同比增长 5%。从全年角度看，主产国的产量增速从年初到年末在不断地调低。年初，市场预估的主产国产量增速在 7.8% 左右，而到年末时全球的主产国产量预估已经下降至 5%~6% 左右。主要由于以下几种因素造成的，第一，9 月之后，主产国出现拉尼娜现象，降雨引起部分地区的割胶行为受限；第二，疫情导致部分主产国的外劳受限，例如越南；第三，海运问题使得主产国的运输受阻，这一迹象主要出现在 2021 年末的泰国运往亚洲其他国家以及欧洲市场。非洲和其他非东南亚主产国的产量在 2021 年的增速较低，只有 1%~3% 之间。因此从全球角度来看，ANRPC 预估 2021 年的全球产量在 1383 万吨，较去年增加 1.7%。

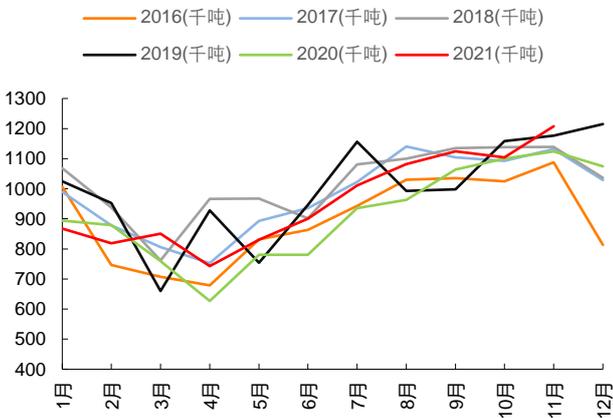
从橡胶供应的季节性来分析，每年都会引发一两波季节性的行情。一是 9-10 月份，炒作台风暴雨天气，2020-2021 年的行情都证实了这个预判是成立的；二是，年底的时候炒作停割，由于胶水原料只能新鲜供应，没法提前储存，加工厂为了保证停割后的供应，一般会在停割前抢购胶水原料，进行冬储，所以这一阶段往往容易助推原料价格上涨。去年 12 月底海南停割之后，RU 盘面发动了一波跨年的牛市行情，RU2105 合约从低点 13380 元/吨节节冲高到的 18000 元/吨上方，行情跨度时间有两个多月，波动幅度接近 5000 点。当然，历史能否重演有待验证，金融属性来看，去年全球流动性泛滥，而今年美联储开始收缩 QE；此外，去年疫情时期对浓乳手套的需求激增，但分流全乳原料的情况在今年海南浓乳需求不好的背景下，或难再现。总体来看，今年基本面要比去年弱一些，主要驱动在于产区天气变化情况，“拉尼娜”天气及主产区降水偏多的炒作题材在明年一季度仍是值得期待的，主流预期是会发生中等程度的拉尼娜，拉尼娜现象很可能会持续到 2021-22 年的北半球冬季(超过 95% 的可能性)，但延续到 2022 年的春季的可能性大大降低。

图表 3：全球天然橡胶供需季节性图

全球天然橡胶供需季节性图												
全球	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	过渡期	最大减产期		过渡期		高产期		减产期		最大高产期		
需求	需求增加			需求回落				需求高峰		需求淡季		
主产国	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国	减产期		过渡期		增产期			最大增产期				
印尼	过渡期				增产期			减产期			过渡期	
马来	减产期				过渡期				增产期			
越南	减产期				过渡期	增产期				过渡期	减产期	
中国	减产期				过渡期	增产期				过渡期	减产期	

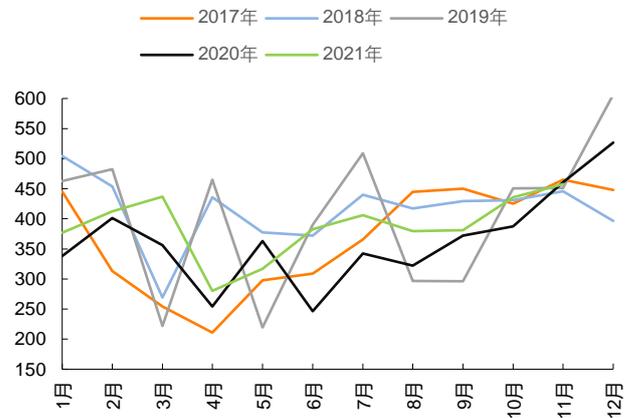
资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 4：ANRPC 天胶产量（千吨）



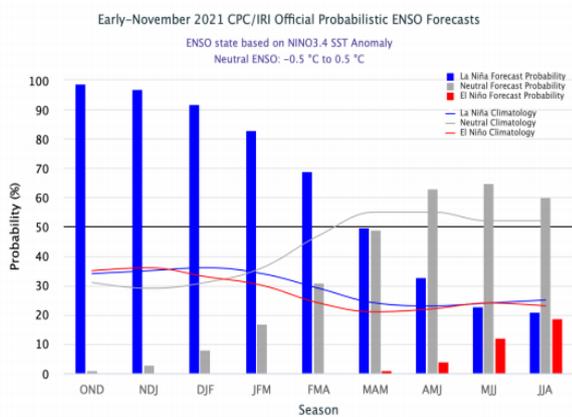
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 5：泰国天胶产量（千吨）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 6：CPC/IRI 概率 ENSO 展望 (%)



资料来源：CPC 云财富期货投资咨询部

图表 7：ONI 指数 (°C)

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2009	-0.8	-0.8	-0.6	-0.3	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4	1.6
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	-0.2	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8		

资料来源：CPC 云财富期货投资咨询部

图表 8：泰国主产区降水量（mm）

		24小时降雨量超过40mm																		
泰国主产区		12/7	12/5	12/4	12/3	12/2	12/1	11/30	11/29	11/28	11/27	11/26	11/25	11/24	11/23	11/22	11/21	11/20	11/19	11/18
南部	叻他尼府	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	是
	宋卡府	否	否	否	否	否	是	否	否	是	否	否	否	否	是	是	否	否	否	否
	洛坤府	否	否	否	否	是	是	否	是	是	否	否	是	是	是	否	否	否	否	否
	董里机场	否	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	否	否	否	否	是	是
	也拉	否	否	否	否	否	是	否	否	是	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否
	陶公府	否	否	否	否	是	是	否	否	是	否	否	否	否	是	否	否	否	否	否
	博达伦府	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否
	甲米府	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	是	否	是	否	否	否	否
	春蓬府	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	是	否	是	否	否	否	否	否
	沙道	否	否	否	否	否	否	否	否	是	否	否	否	否	是	否	否	否	否	否
	拉廊府	否	否	否	否	否	是	是	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否
东部	罗勇	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	是
北部	清莱	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否	否

资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

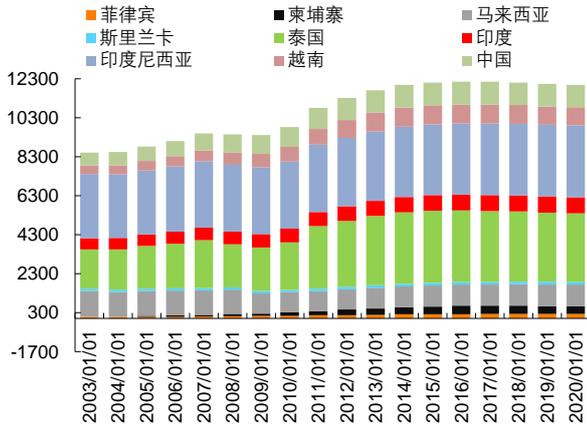
2.1.2 全球天胶供应能力

纵观全球天胶供应情况，近年天然橡胶总种植面积增速边际下滑，新增种植面积在 2012 年达到巅峰后，伴随着胶价的下行一路延续下滑态势，考虑到橡胶从种植到可以开割的年限一般为 7 年左右，即 2019 年的可开割面积增速达到巅峰，随着新增种植面积的回落，预计到 2023 年橡胶的新增产能将会出现不足。

具体从各个产胶国的情况来看，现有开割数量已经到达顶峰的国家或较长一段时间内产量保持稳定或略微下降，这些国家的橡胶增产能力较低。例如，泰国、印尼、马来西亚、越南、印度、斯里兰卡和中国。而另外一些产胶国是最近几年来割胶面积持续增长，且还有增量空间的，例如柬埔寨、菲律宾、缅甸、墨西哥、越南。总体来看，目前已经到达峰值或呈现消极态度的国家多数为天然橡胶主产国，这些国家的种植面积占了全球面积的 71%，而生产意愿较大的产区只占了全球种植面积 18%。因此，最终的结果是全球的割胶面积并不会出现非常快速增长，且 2022 年也看不到趋势大幅改变的驱动，由此就决定了全球的总供应能力是没有大幅增长的，但也看不到供应下滑的迹象，预估割胶面积增速仍会维持在 2%~3%。

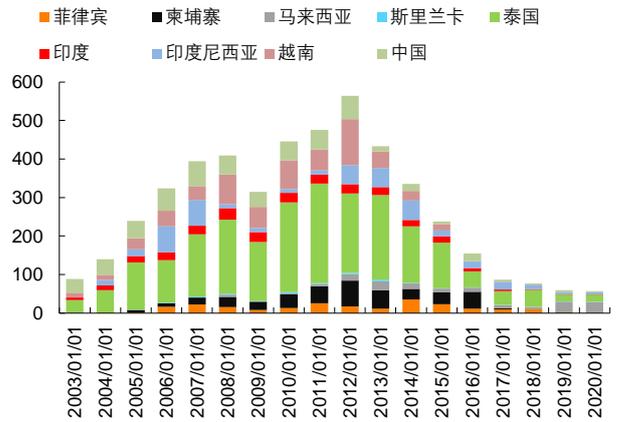
影响天胶总产能的另一个指标就是单产，单产取决于利润、天气、病虫害、劳工。胶价估值不低，利润尚可并不会阻碍供应释放；病虫害的情况也少有发生，仅在开割初期有白粉病；异常天气是影响供应的主要因素，发酵的时间点或将出现在明年 1 季度；其次东南亚疫情没有趋缓之下，劳工短缺问题仍难解决，尤其是越南。

图表 9：天然橡胶总种植面积（千公顷）



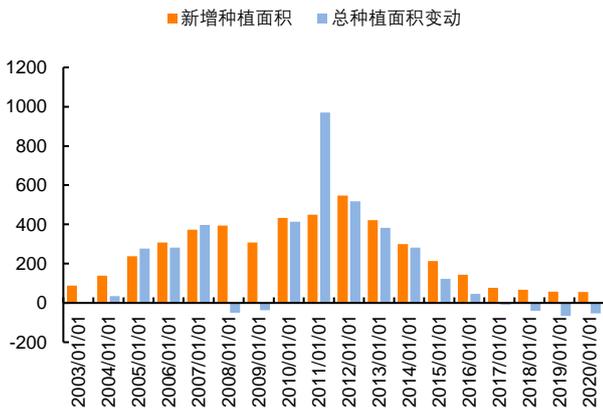
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 10：天然橡胶新增种植面积（千公顷）



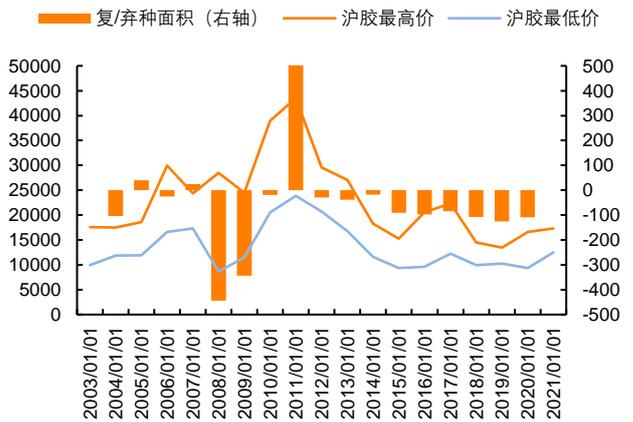
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 11：新增种植面积&总种植面积变动（千公顷）



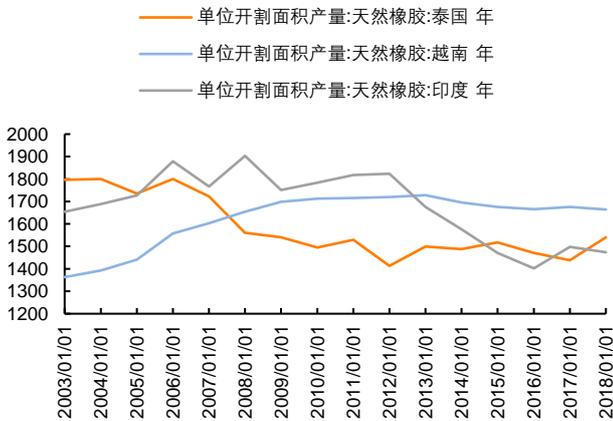
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 12：复/弃种面积&沪胶区间（千公顷、元/吨）



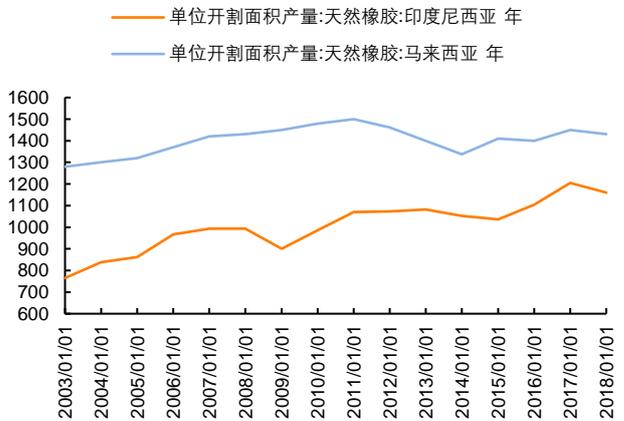
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 13：泰、越、印度单产（千克/公顷）



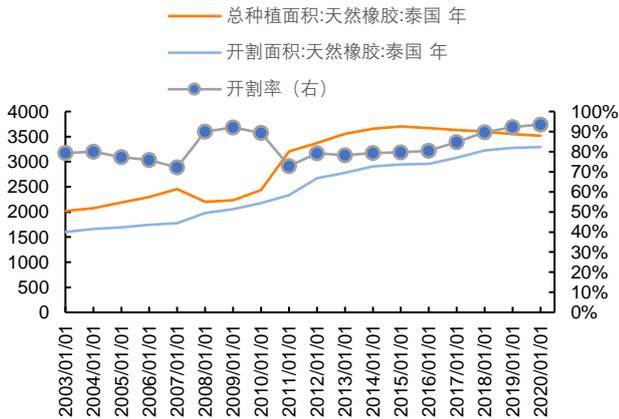
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 14：印尼、马来单产（千克/公顷）



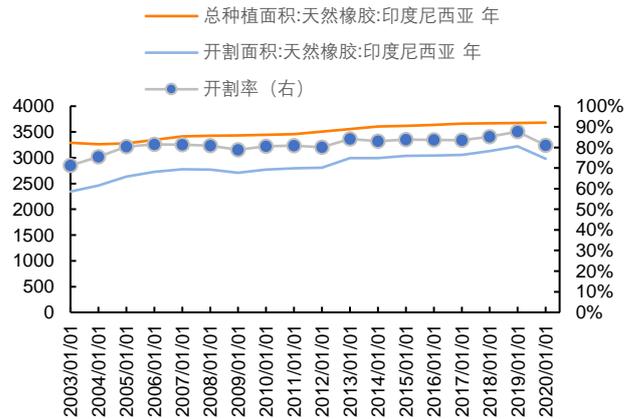
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 15: 泰国天胶开割率 (%)



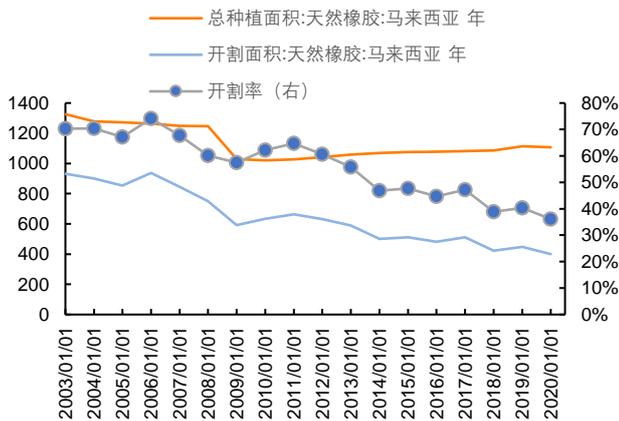
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 16: 印尼天胶开割率 (%)



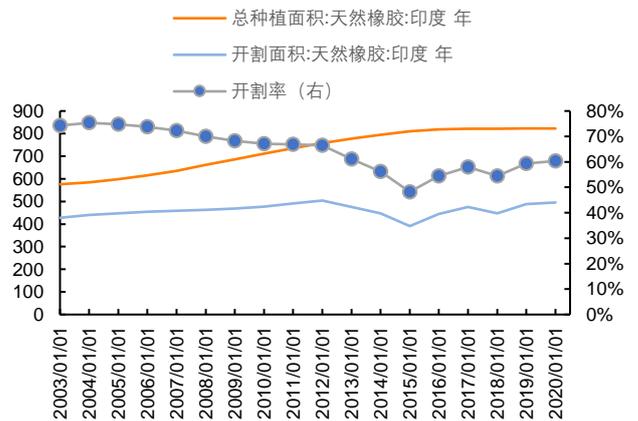
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 17: 马来天胶开割率 (%)



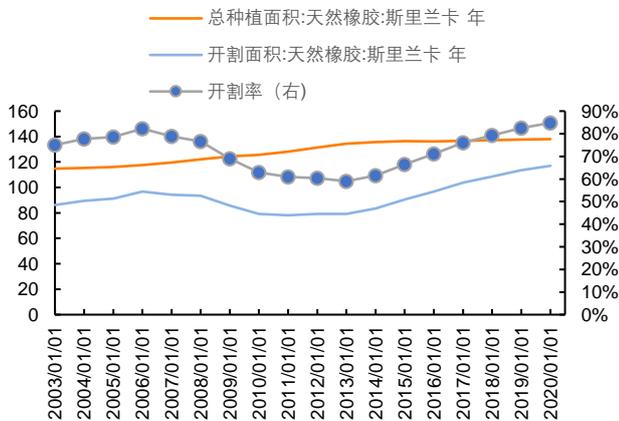
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 18: 印度天胶开割率 (%)



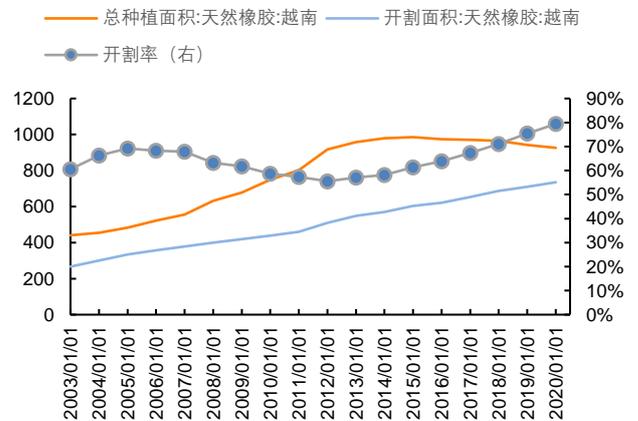
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 19: 斯里兰卡天胶开割率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 20: 越南天胶开割率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

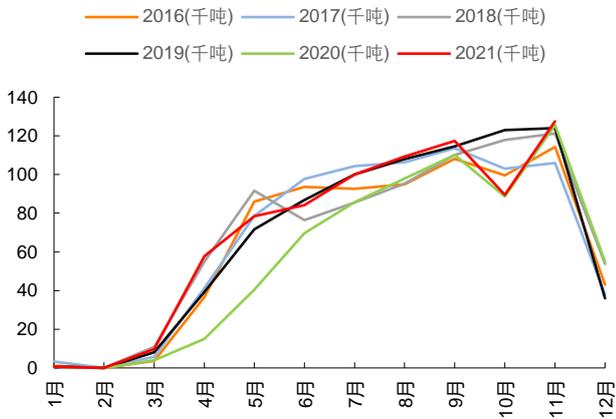
2.2 国内表观供应情况

2.2.1 国内天胶产量及进口量

中国的供应取决于自身产量以及进口量，但受制于国内产需缺口巨大，主要还是依赖于进口。2021年1~11月，国内产量预估为77.45万吨，同比+21.45%。预计2021年中国天然橡胶进口数量累计507.14万吨，同比-11%。预计，2021年表观供应同比-7.75%。

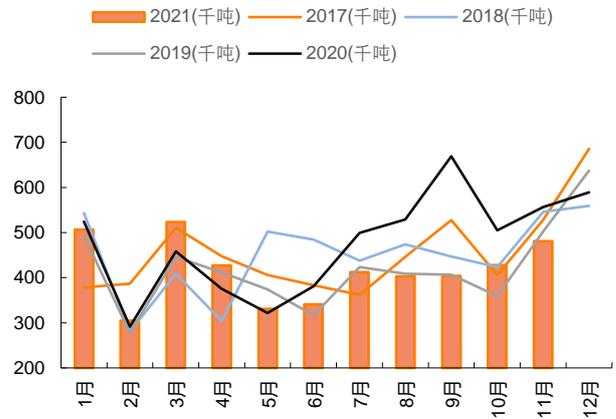
2022年国内暂时没有单产再度大幅提高的预期，开割面积也长期维持稳定，没有看到改变的驱动因素。因此，预计2022年国内产量的增速在2%~5%。2022年影响进口量增减的因素主要有两个。一方面，海外实际需求对于中国传统进口国的橡胶分流情况，针对于海外需求对原材料的分流，我们认为在2022年产生的概率比较高，主要原因是在海外疫情趋缓后，伴随着全球供应链修复、海运费的降低，欧美市场的经济将会继续复苏，制造业回流当地后，欧美国家的轮胎产量也会增高。海外需求的增加固然会减少可供流往中国的天然橡胶数量。另一方面，国内非标套利需求的变化。2022年，非标正套价差的收缩仍是目前市场主流的预期，这个预期基于几个大的背景，首先，全球供应趋于正常，这意味着全乳胶的产出有所保证。目前交割品利润尚可刺激全乳的产出积极性，而这种积极性的背后，都会使得全乳胶的年度产出会大于年度需求，导致全乳胶库存的不断累积。其次，国内外的轮胎需求复苏预期，因此深色胶的供需会强于全乳胶，这种套利预期相对一致的情况下还是会增加2022年我国套利的进口需求量，但由于受限于其他国家的橡胶用量也在增加，因此预估国内进口量或将回到2017~2018年的水平，即2022年国内进口量或将恢复至560~570万吨，同比增加6~8%。

图表 21: 中国天胶产量 (千吨)



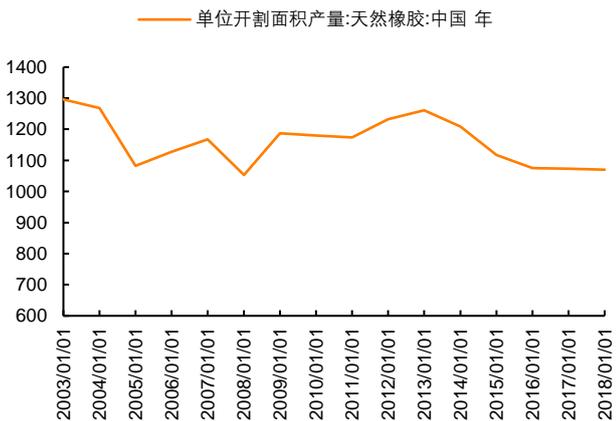
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 22: 中国天胶进口量 (千吨)



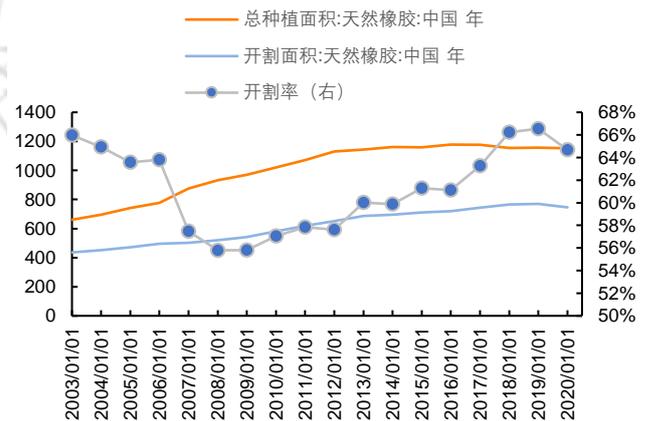
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 23: 中国单产 (千克/公顷)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 24: 中国天胶开割率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

三、天然橡胶未来需求

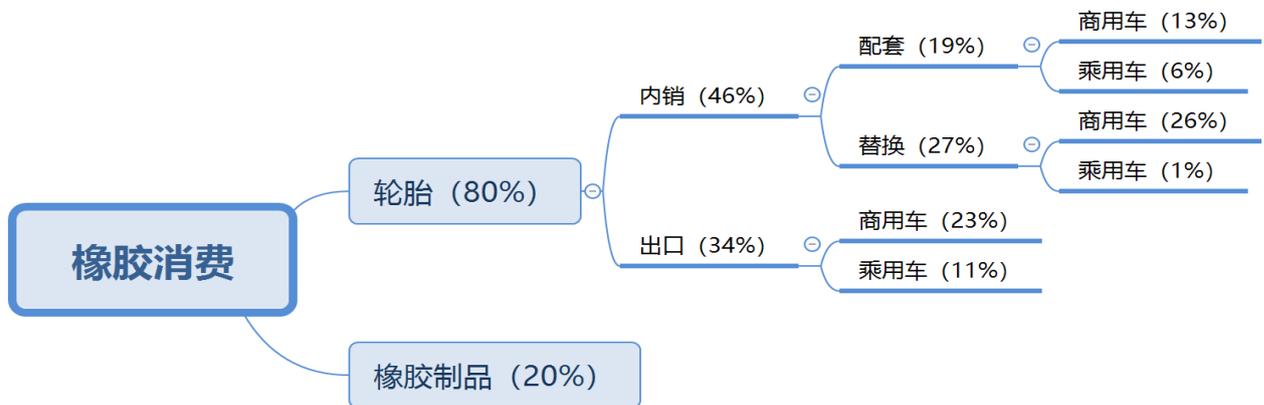
3.1 全球需求情况

3.1.1 全球天胶需求预估

从橡胶的消费结构来看,天然橡胶消费量中轮胎约占 80%,其他天然橡胶制品占比 20%。轮胎消费中,其中轮胎内销 46%,轮胎出口占 34%。按照需求种类分,轮胎配套需求占比 19%,轮胎替换需求占比 27%。由此来看,我们重点关注轮胎消费对橡胶需求的影响。

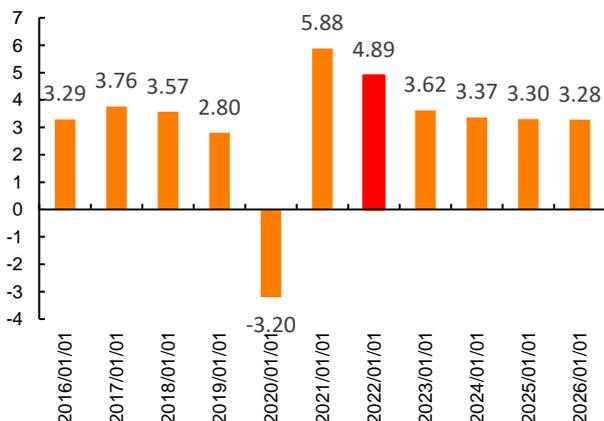
一个国家的轮胎消费量与该国的 GDP 有着较为显著的联动关系。从全球角度来看，全球 GDP 的变化趋势就是全球轮胎消费变化方向的核心影响因素。从各大机构对于全球主要经济体的 GDP 增长预期来看，2022 年全球经济将继续保持较快增长，主要是由于低基数的原因，但增速较 2021 年明显放缓。IMF 在 2021 年 10 月发布的《世界经济展望》预测，全球经济 2021 和 2022 年分别增长 5.9% 和 4.9%。发达经济体 2021 和 2022 年分别增长 5.2% 和 4.5%，新兴市场和发展中经济体 2021 和 2022 年分别增长 6.4% 和 5.1%。相较于 2019 年之前的在全球经济增速主要处于 2%~3% 的增速相比，2022 年预期的 4.9% 的经济增长速度是相对可观的，那将对于全球的轮胎消费有着显著的正向指引。

图表 25：橡胶消费结构（%）



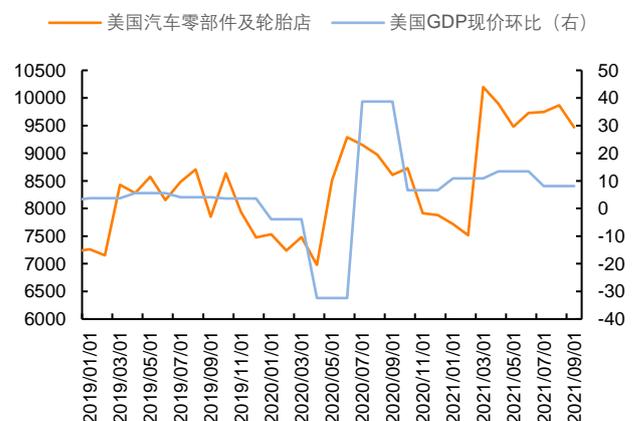
资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 26：IMF 预测全球 GDP 实际增长率（%）



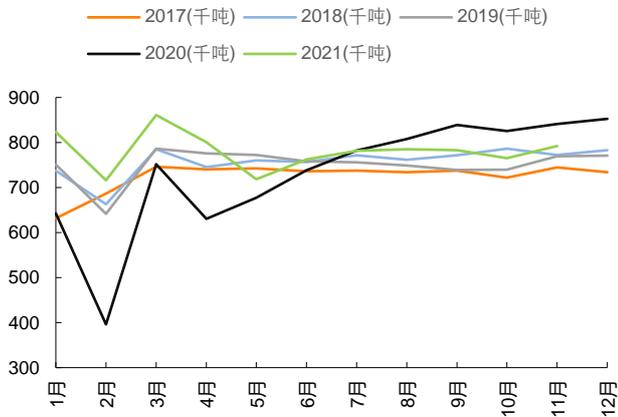
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 27：美国 GDP & 美国汽车轮胎（%、百万美元）



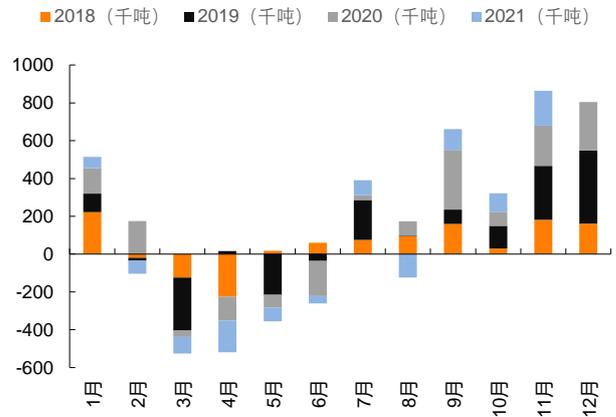
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 28: ANRPC 天胶消费量 (千吨)



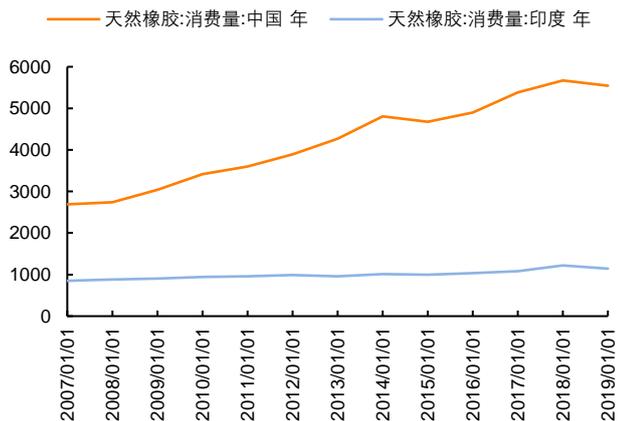
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 29: 天胶主产国供需差 (千吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 30: 中国、印度天胶消费量 (千吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 31: 印尼、马来天胶消费量 (千吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

3.2 国内天胶需求情况

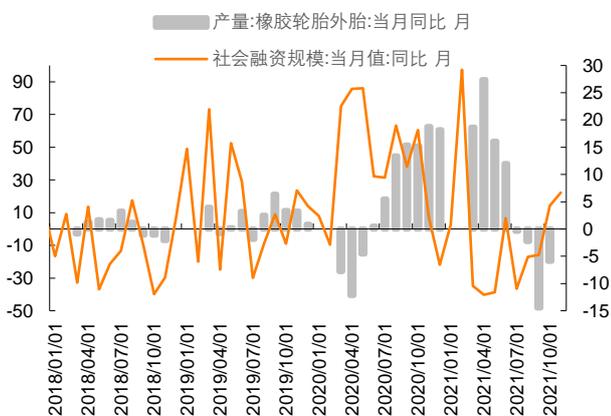
3.2.1 下游需求

2021 年初以来, 受到去年疫情的影响, 1 季度轮胎开工同比较高, 但仍比 2018~2019 年的正常水平低出很多; 步入 2 季度后, 下游需求旺季不旺, 配套及替换需求均表现不佳, 导致轮胎开工持续低迷; 3 季度受到国内“限电”政策影响, 轮胎开工再度回落至低位; 4 季度随着限电政策解除及检修厂家陆续复工, 轮胎开工环比有所好转, 但受到终端需求传导不畅, 轮胎厂成品库存不断累积, 且在冬季环保

及冬奥会相关安排对山东轮胎开工可能存在影响的情况下，预计 2022 年初轮胎开工仍将受到一定压制。

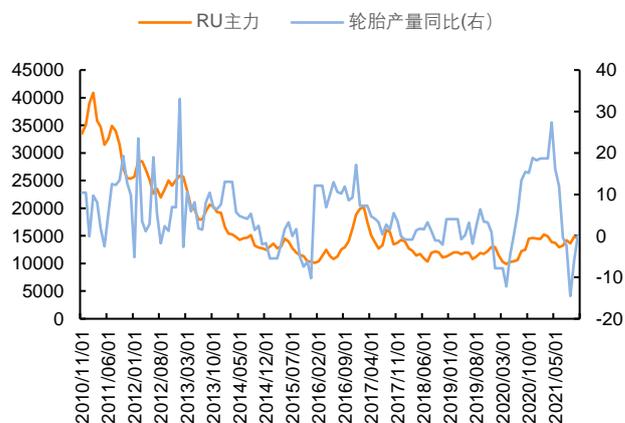
长期来看，社会融资增速对轮胎产量有一定的引领作用，11 月以来，社融同比增速在政府债等项目的带动下进入上行通道，虽然上行速度较为缓慢，但不乏对于国内轮胎产量起到一定的指引作用。而从下游需求变化对上游天然橡胶价格的传导上来看，我们重点关注轮胎产量增速的变化。轮胎产量的同比增速对橡胶的价格走势有一定的领先指引作用，由此来看，2022 年 1 季度，扰动轮胎生产的因素较多，冬季环保限产，且今年春节假期是 1 月末，2 月 10 日又有冬奥会的举办，因此预计 2022 年 1~2 月，轮胎开工提升的概率不大，且在开工受扰的情况下，轮胎厂的成品库存压力也不会太大，由此我们预计 2022 年 3 月以后，轮胎开工或将快速修复至高位水平，并在上半年得以维持，从而对明年上半年的橡胶价格起到一定的支撑作用。

图表 32：社融增速&轮胎产量同比增速 (%)



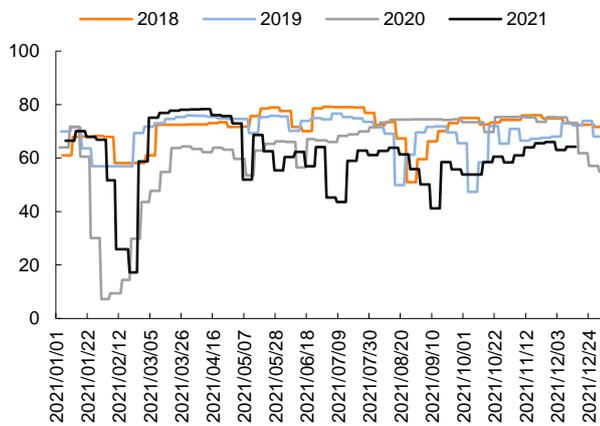
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 33：RU 主力&轮胎产量同比 (元/吨、%)



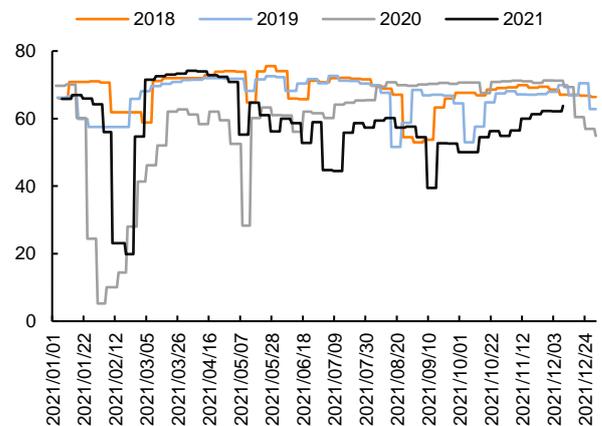
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 34: 全钢胎开工率 (%)



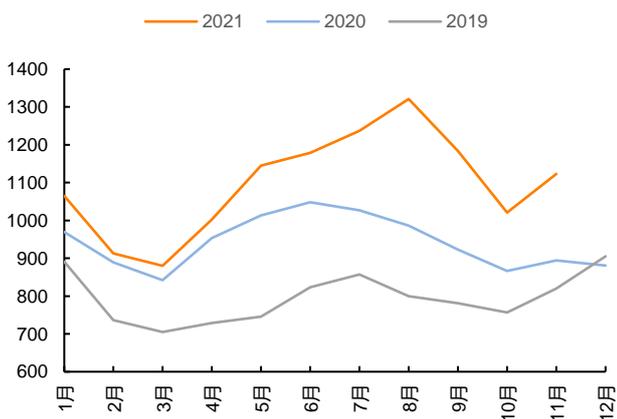
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 35: 半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 36: 中国全钢胎月度库存 (万条)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 37: 中国半钢胎月度库存 (万条)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

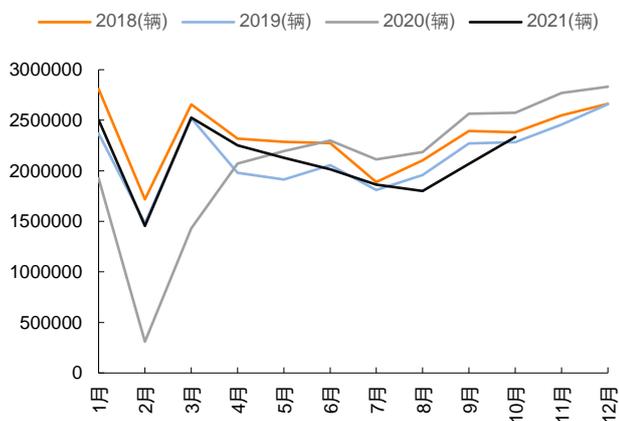
3.2.3 轮胎配套需求

贯穿 2020~2021 年, 全球芯片短缺问题仍旧未得到缓解, 国内的乘用车销售同样受到了影响。今年下半年开始国内受到的影响加大, 乘用车月度销量低于近 4 年同期水平, 直到 10 月乘用车月度销量的下滑速度才出现好转。目前对于芯片问题, 市场普遍预期到 2022 年会得到一定程度的缓解。因此, 我们预计 2022 年的乘用车销售大概率将不会受到芯片问题影响被持续拖累。受到今年低基数的影响, 预计 2022 年前三季度车市销量同比回升, 市场对于 2022 年的中国汽车市场刺激政策的期望主要集中在新能源车方面, 新能源汽车的利好政策对于乘用车的拉动更为明显。

一旦新能源车的替换政策吸引了更多的汽车更换需求，那将对配套市场需求有所拉动。

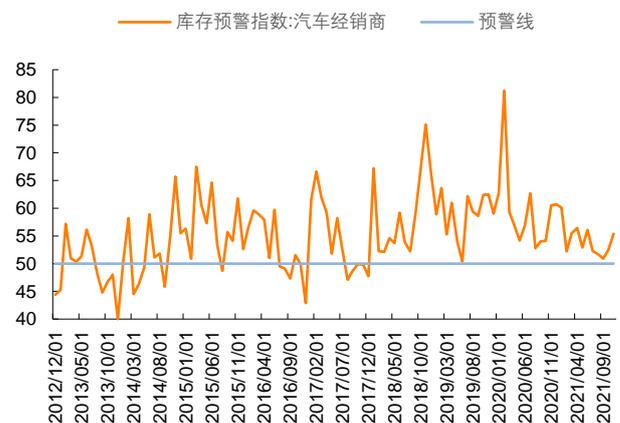
总体来看，内需随着国内疫情得到有效管控，叠加发改委推动农村居民消费升级，鼓励新一轮的汽车下乡政策，同时，新能源汽车政策及芯片问题缓解也将拉动乘用车配套需求，考虑到低基数问题，预计 2022 年前三季度的汽车消费表现都较为可观；而商用车有望寄托于淘汰车辆旧轮胎的使用期达到尾声、基建地产企稳以及物流回暖后的替换需求复苏，但受到今年重卡 1 季度销量偏高的影响，预计 2022 年商用车销量要到下半年才能同比转正。

图表 38：汽车销量 (辆)



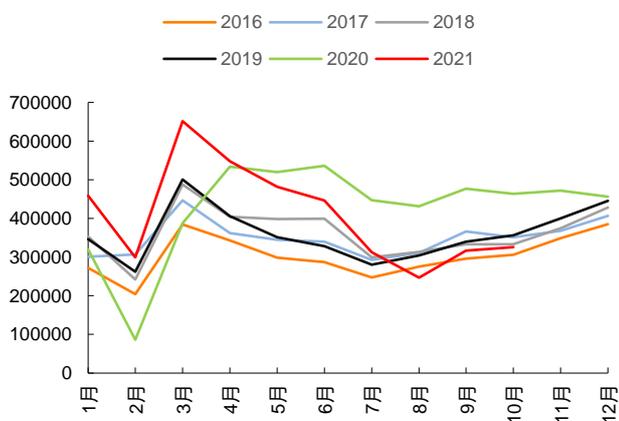
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 39：汽车库存预警指数 (%)



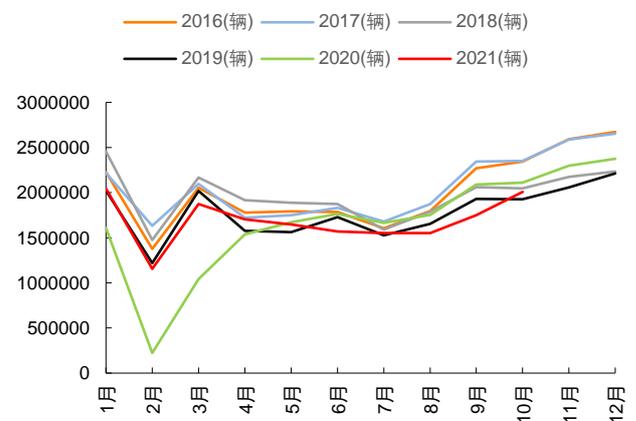
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 40：商用车销量 (辆)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 41：乘用车销量 (辆)



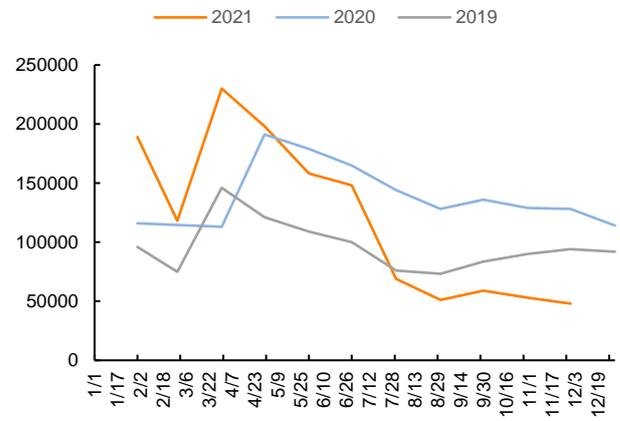
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 42: 中国重卡月度销量 (辆)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 43: 中国重卡销量季节性图 (辆)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

3.2.2 轮胎替换需求

自疫情爆发以来,全球供应链受阻,同时受到今年2月以来,地产及基建投资增速持续回落,公路客运周转量同比持续回落,货运周转量环比也表现较差。中国物流景气指数延续回落,同时受运价低迷的影响,货运增量相对有限,拖累轮胎替换市场需求。但后续随着地产政策托底,房地产信贷政策边际宽松,房地产投资和施工有望好转,以及在政府债加快发行的背景下,基建投资增速有望回暖。

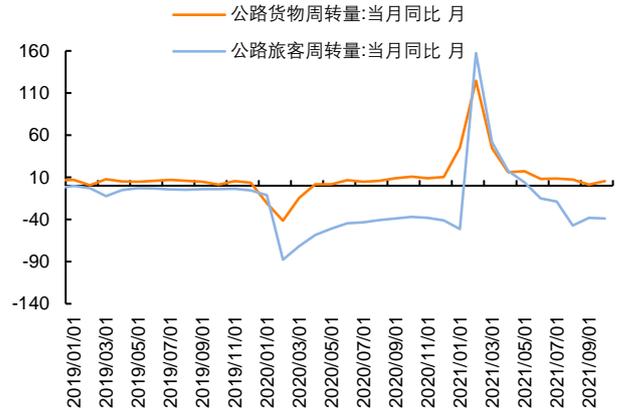
国内重卡替换胎市场,2021年全年都表现不佳。其中有一部分原因就是,去年极大的重卡更新需求,导致部分旧卡车上的轮胎变成其他车辆的替换胎,冲击了一定替换胎市场需求。由此来看,总运输量在下降又有淘汰车辆的轮胎进行替补,这就导致整个替换需求表现低迷。但2022年来看,我们认为替换胎需求存在回补预期,一方面,2020年淘汰的国三重卡上的旧轮胎,在使用一年多后,留存的数量会不断减少;另一方面,物流运输受到疫情的影响,阻碍了长期维持稳增长的趋势,但就长期来看,随着国内对待疫情治理的常态化,物流运输行业受阻的情况会得到明显的缓解,从货运的季节性上来看,更多的利多释放可能会在明年下半年集中显现。

图表 44: 房地产及固定资产投资完成额:累计同比 (%)



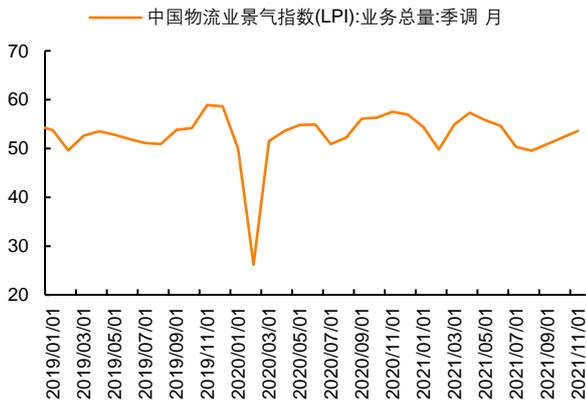
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 45: 公路客货周转量:当月同比 (%)



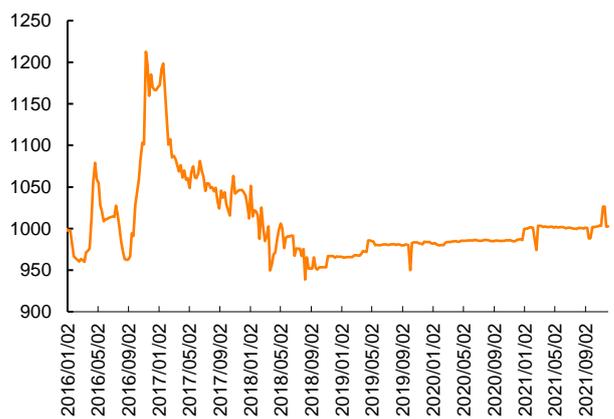
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 46: 中国物流业景气指数 (%)



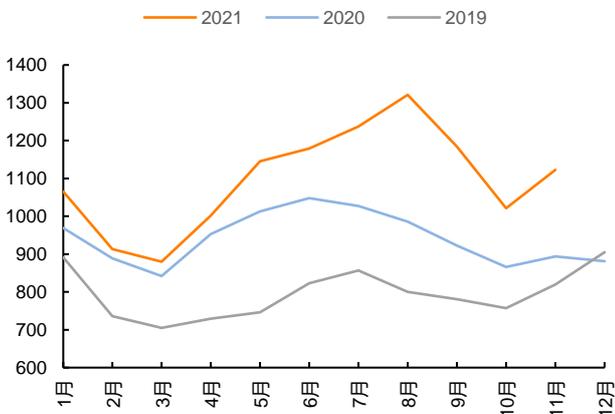
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 47: 中国公路物流运价指数 (点)



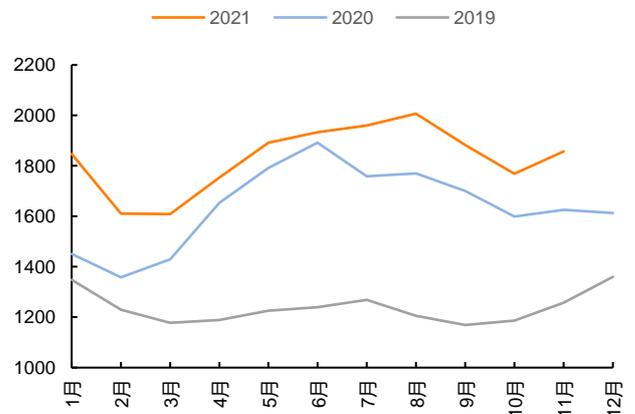
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 48: 中国全钢胎月度库存 (万条)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 49: 中国半钢胎月度库存 (万条)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

3.2.4 中国轮胎出口量

2021年10月我国轮胎出口量为4904万条,环比下滑4.55%,同比上涨6.33%;分品种来看,机动小客车用新的充气橡胶轮胎出口量为211.25千条,环比上涨15.36%,同比上涨6.12%;客货运机动车辆用新的充气橡胶轮胎出口量为9533.08千吨,环比上涨3.01%,同比下跌0.29%。

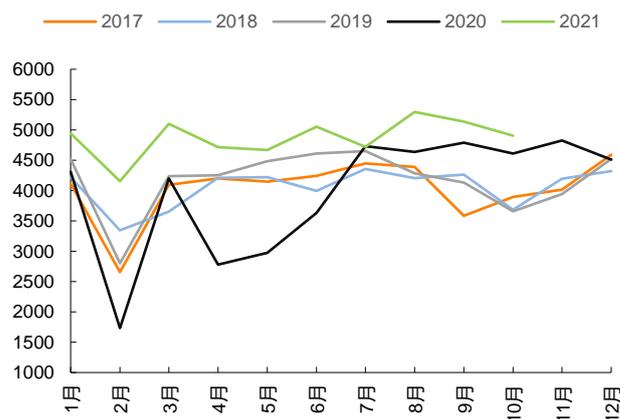
对于出口而言,今年国内轮胎出口主要是受到国外疫情严峻的影响,制造业回流中国,由此导致今年的出口一直维持高位。但就明年来看,出口能否维持高景气是一个相对不确定的事。从全球层面上看,随着全球经济的修复,全球汽车、轮胎消费大概率是维持增长,如果中国维持当前的供应比例,那么中国的轮胎出口是会增长的。但2022年需求增长的宏观大背景是全球疫情消退,那将导致制造业订单回流海外,轮胎出口订单减少将是国内即将面临的问题。因此,在全球需求总量增加,但中国占比可能下降的对冲之下,出口的增加是不确定的。从今年10月份的轮胎出口数据来看,出口环比增速就已经显现出了走弱的迹象,这将对明年的橡胶需求形成潜在的利空压制。

图表 50: BDI 指数 (%)



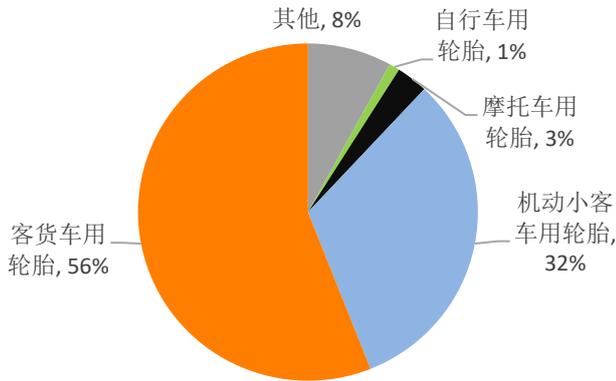
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 51: 新的充气橡胶轮胎出口量 (万条)



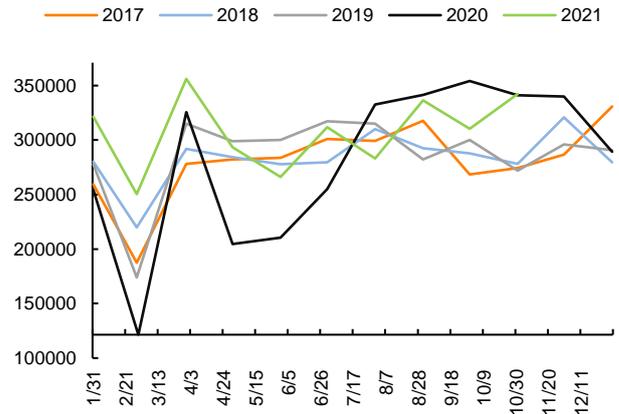
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 52: 中国轮胎出口种类占比 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 53: 客货车用轮胎出口量 (吨)



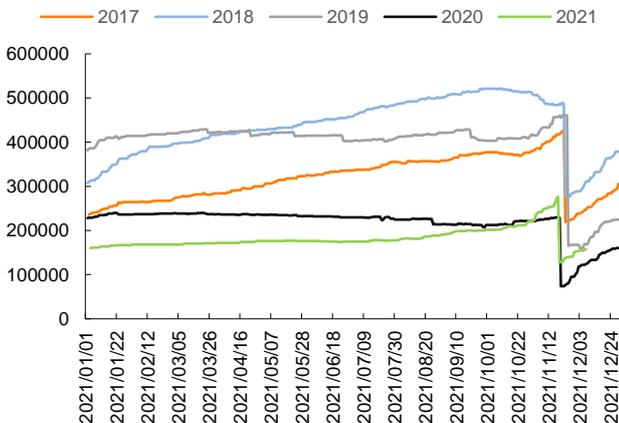
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

四、橡胶库存结构

4.1 期货库存

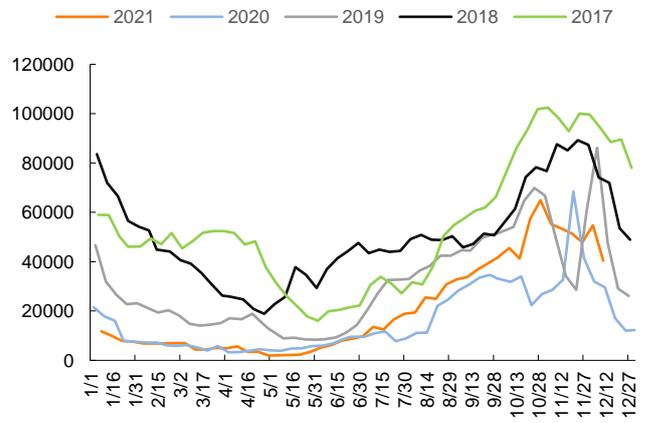
RU 期货老仓单注销后新胶仍在入库推动库存快速增加, 之前注销老仓单再次助推老全乳胶库存大幅增加, 老仓单注销对库存影响逐渐消退; 越南 3L 库存累库加速。仓单同比去年偏高且仍在维持缓步增加, 主要是由于今年国内产区天气正常, 同时, 全乳胶交割利润尚可, 浓乳需求减弱后, 对全乳的原料分流减少, 由此导致今年仓单量增加。对于 2022 年来看, 在当前的胶价下, 胶农割胶积极性尚可, 后续重点关注明年产区开割后的天气及胶树的生长情况。

图表 54: 上期所 RU 仓单 (吨)



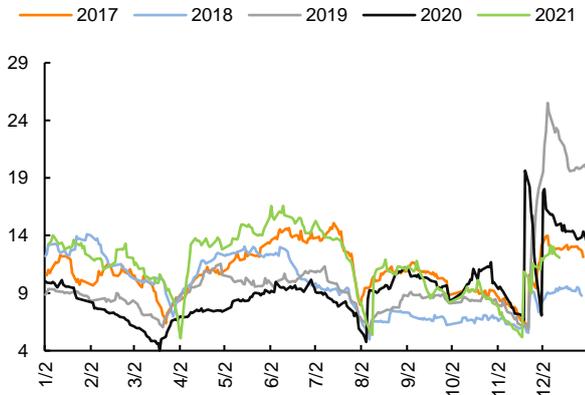
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 55: 上期所库存-仓单 (吨)



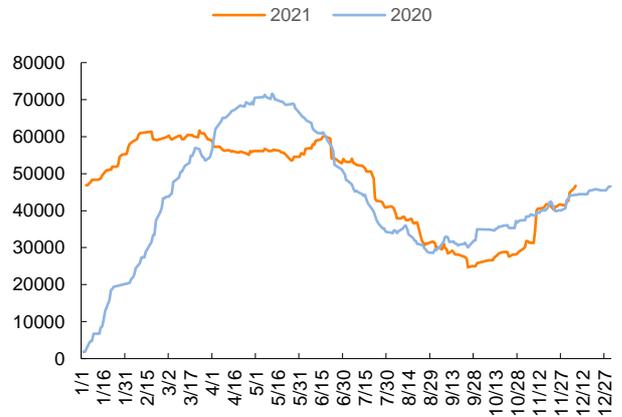
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 56: 虚实比 (持仓量/仓单量)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 57: 上期能源 20 号胶仓单 (吨)



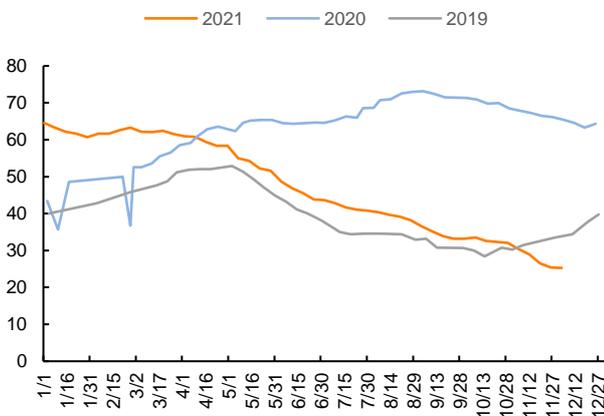
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

4.2 现货库存

截至 12 月 12 日, 天然橡胶青岛保税区区内样本库存为 7.53 万吨, 较上期减少 1698 吨, 降幅 2.2%。青岛地区天然橡胶一般贸易库样本库存为 25.6 万吨, 较上期减少 18660 吨, 跌幅 6.79%, 延续去库状态。

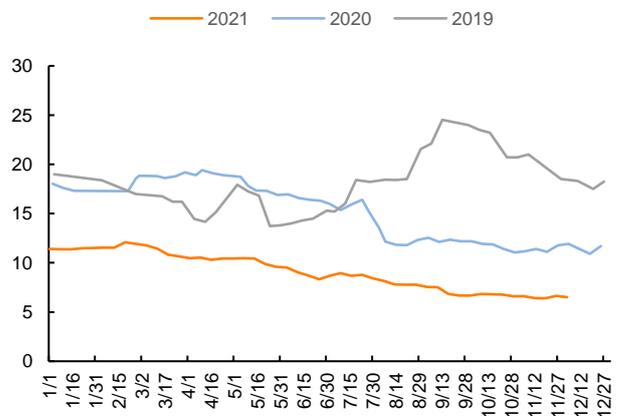
中国天然橡胶步入季节性累库阶段, 浅色胶累库速度明显快于深色胶, 深色胶中青岛地区库存依旧维持消库状态, 目前深色胶与浅色胶库存差不断缩减, 如果青岛地区持续去库, 后期存在深色胶少于浅色胶可能。

图表 58: 青岛天然橡胶社会库存 (万吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 59: 青岛天然橡胶港口库存 (万吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

五、价差结构&持仓

5.1 跨品种价差

RU 与 STR20 泰混的升水正常情况下应在 500-2500 元之间，当沪胶升水混合胶超过 2500 点以上时，沪胶价格一般会见到阶段性顶部。当前非标套利盘的沪混价差已经从年初高位的 3000 多大幅回落，但近期随着主力换月，RU05 对混合胶升水 1800 点，后期套利盘出清后，胶价或将出现反弹。

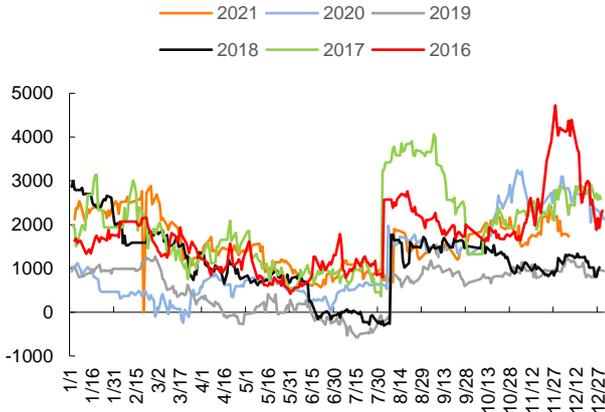
RU-NR 价差，饱受套利盘关注的沪标价差从年初的高位 4000 点大幅收窄 2000 点左右，国内外天胶的供应释放也存在着明显的季节性差异，每年 10 月之后，国内供应收缩，但国际市场(泰国、马来西亚)才刚步入生产旺季，国内上期所的标的品种全乳胶(RU)的生产进入衰减阶段，由此导致国内橡胶价格相对偏强；与此同时，上期能源中心上市的新胶种 20 号胶(NR)产量将逐步释放，增产阶段将压制 20 号胶的价格上行动力，由此导致 RU-NR 的价差在每年 11-次 2 月呈现出季节性的走扩趋势，该阶段套利商可以通过季节性的规律套取两个胶种间价差扩大的利润。

SVR3L 与 SCRWF 的主产区主要分布在中国和越南地区，两国的生产季节性基本一致，且两者的主要用途都是生产鞋制品，存在一定的替代性，而由于 SCRWF 属于国产胶（增值税 9%），SVR3L 属于进口胶（增值税 13%），4 个点的增值税差异使得沪胶 9 月合约交割前，SCRWF 相对 SVR3L 偏弱势。

SCR10 与 SCRWF 价差，每年沪胶 9 月合约到期交割时，交割压力和老仓单的集中释放都会使得交割月前的全乳老胶现货压力释放，而标二胶(SCR10)的供需总体表现相对平稳，由此导致 9 月之后，标二胶与全乳胶价差收窄(即：标二胶偏弱，全乳胶相对强势)。

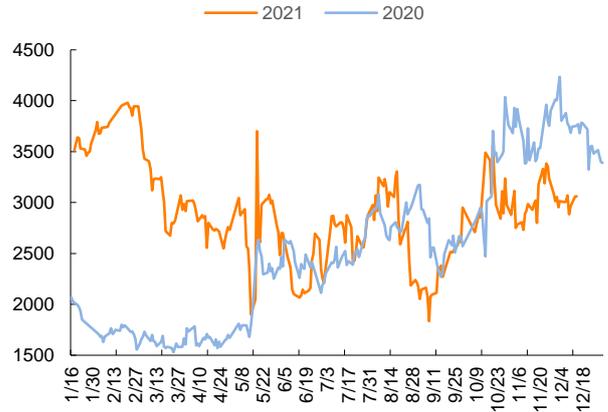
总体来看，全球天然橡胶的产量释放时间由于地域不同的影响，会产生较大差异，由此导致胶种间价格强弱随时间变动而不停切换，其中每年上半年或 2-9 月(Latex>STR20 混> SVR3L>SCR10>SCRWF);每年下半年或 9-次年 2 月(SCRWF> SCR10> SVR3L> STR20 混> Latex);在当前市场结构改变，期现价差明显缩窄，非标套利收益率大幅下降的情况下，投资者可以通过灵活切换不同胶种，以此来达到提升企业套利收益率的最终目标。

图表 60: RU-混合胶 (元/吨)



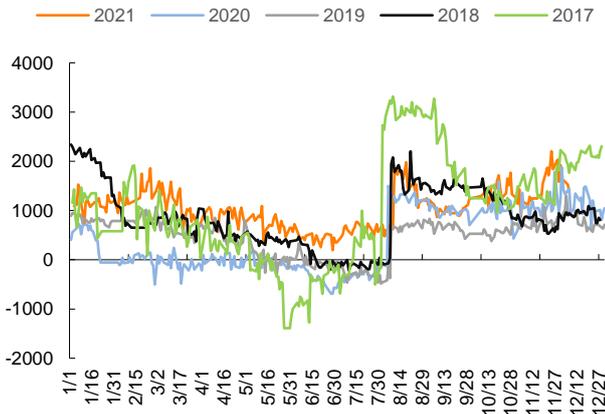
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 61: RU-NR5 月合约 (元/吨)



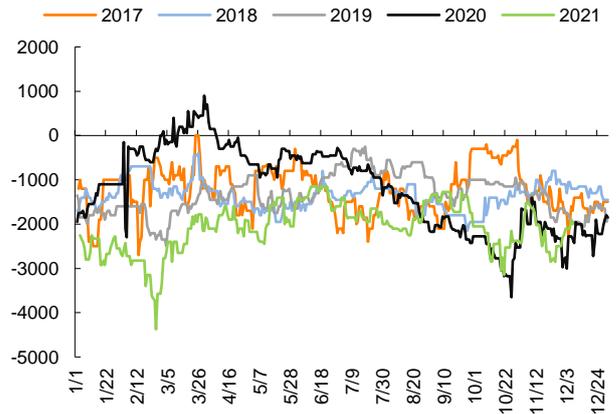
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 62: RU-SVR3L (元/吨)



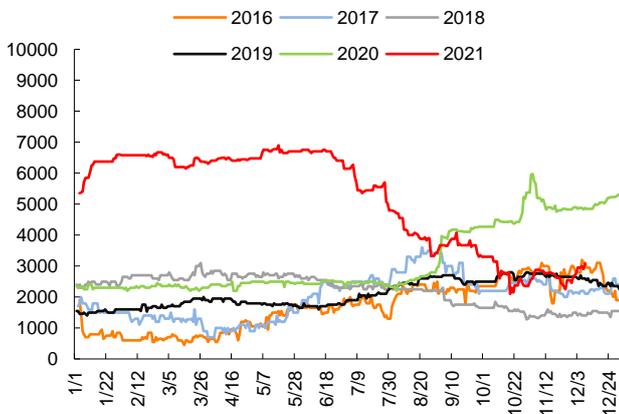
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 63: SCR10-SCRWF (元/吨)



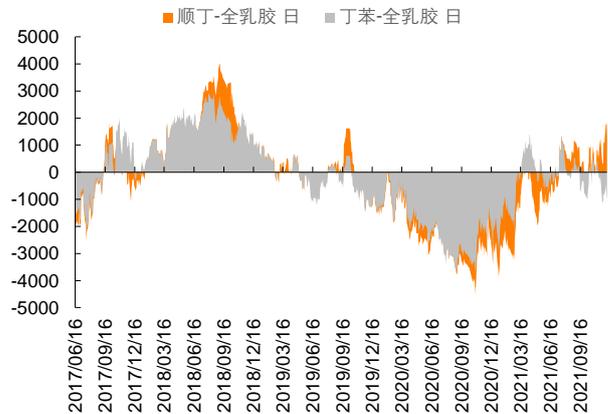
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 64: RSS3-SCRWF (元/吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 65: 合成胶-天然橡胶 (元/吨)

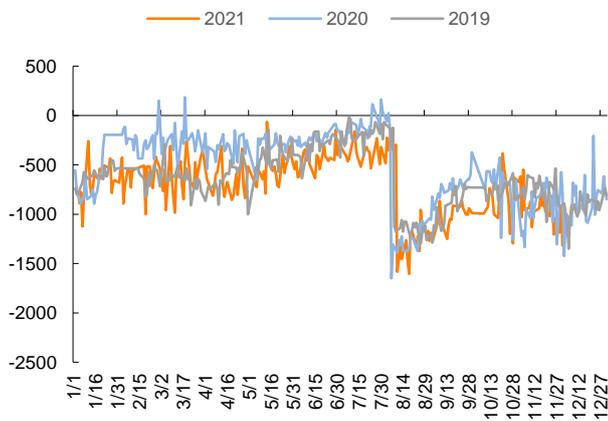


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

5.2 跨期价差

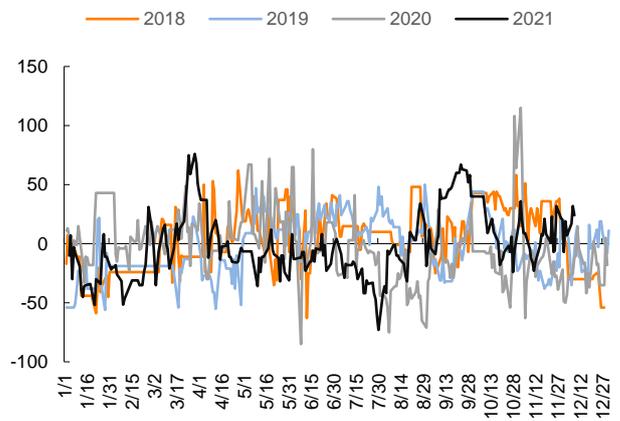
橡胶的远期曲线整体表现为 Contango 的远月升水结构，截止 12 月 13 日，RU1-5 价差为 245 元。当前处于产业链底部抬升周期，市场对于宏观的反应较为敏感，资金成本是跨期套利需要考量的重要因素之一，短期流动性有所放松，3 个月期限的 SHIBOR 回升至 2.493%，当前 1-5 价差处于正常水平，后续价差再扩大至 250~300 元，可以择机参与正套。

图表 66: RU 主力基差 (元/吨)



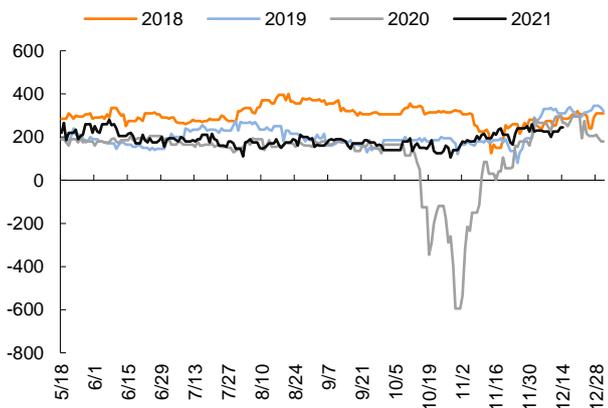
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 67: 印标-SGX 标胶 (美元/吨)



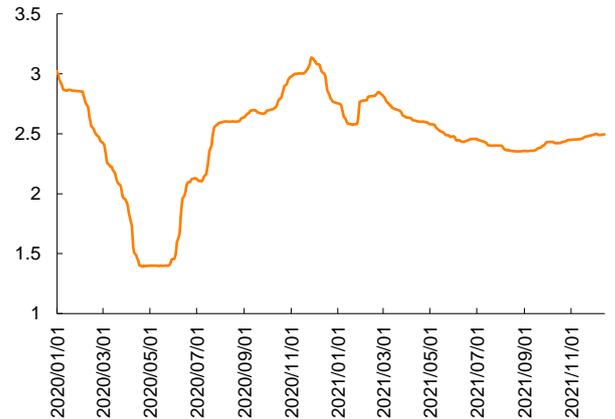
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 68: RU1-5 价差 (元/吨)



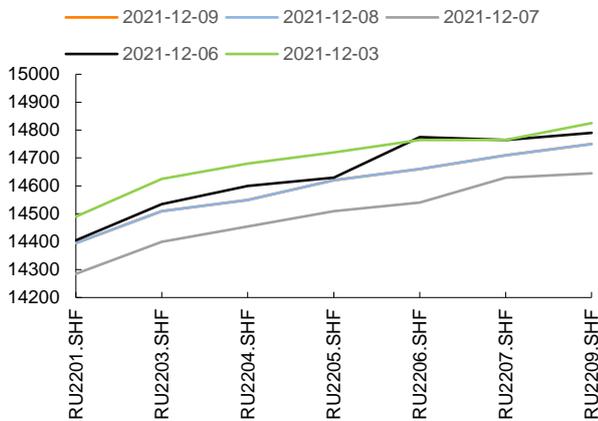
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 69: SHIBOR:3 个月 (%)



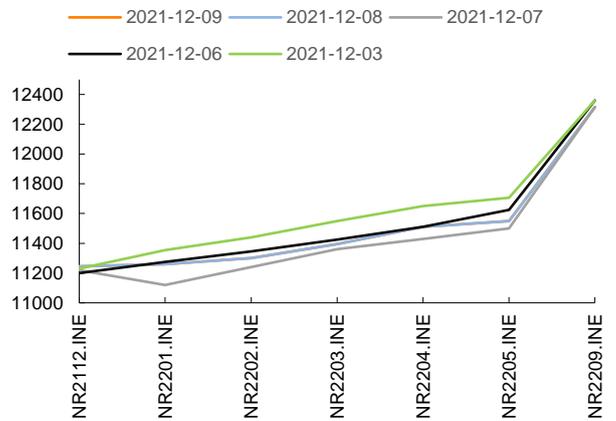
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 70: RU 远期曲线 (元/吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 71: NR 远期曲线 (元/吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

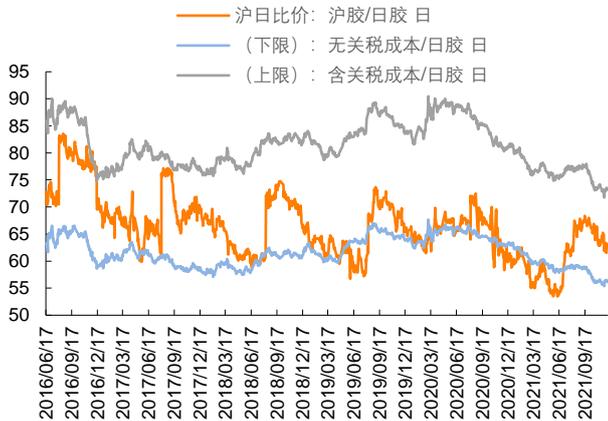
5.3 跨市价差

由于日胶交割标的为烟片胶, 而沪胶尽管也可以交割烟片胶, 但绝大多数交割品仍是国产全乳胶, 期价主要反映全乳胶价格, 因此日胶进口成本一般高于沪胶, 套利窗口极少打开。但是我们可以通过统计套利的办法, 统计 2016 年至今的沪日比价, 该比值大多时间处于无套利区间范围内, 一旦超过范围上限, 则表明烟片套利窗口开启, 预示橡胶价格阶段性见顶; 反之, 沪日比价跌破范围下限, 则表明沪胶价格偏低估, 国产胶在保税区港口做转口贸易的价格优势将会体现出来, 预示着沪胶价格超跌或阶段性见底, 同时, 可考虑进行相应的内外反套, 即: 多沪胶, 空日胶。

目前国内、新加坡以及日本均已上市 20 号胶期货合约, 三大市场交易同一期货标的, 从而使得跨市套利成为可能。NR2202 合约的理论价格主要包括离岸现货价、船运保险费、固定费用、仓储费以及资金成本。当上海 20 号胶期货价格高于新加坡离岸价+交割成本后, 便产生了买新胶抛沪胶的无风险套利窗口, 考虑到套利成本因素, 当 NR 主力对 TSR20 升水超过 50 美元后, 可买 SGX.TSR20, 抛 INE.NR。考虑到两市场标的胶种的差异, INE.NR 交割品牌中约 80%的胶种产自泰国, SGX.TSR20 交割品中约 65%的胶种产自印尼, 而泰国和印尼的橡胶供应季节性有一定差异, 每年 10~次年 2 月, 泰国处于割胶旺季, 而印尼处于停割阶段, 由此就

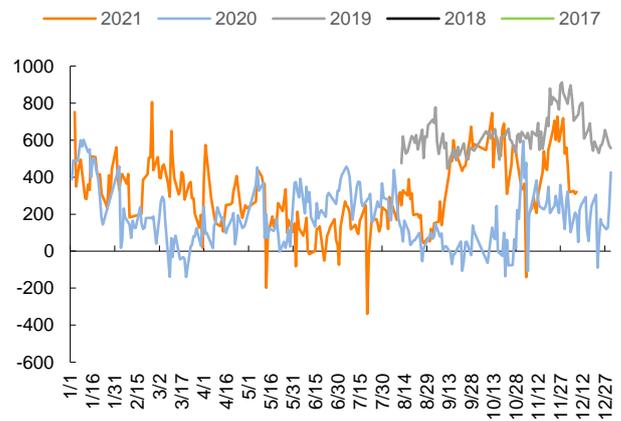
导致在该阶段内 NR-TSR20 价差容易走出季节性的走扩趋势，套利方面可参与买 SGX.TSR20，抛 INE.NR。

图表 72: 沪日胶比价 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 73: NR-TSR20 (元/吨)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

六、行情展望及策略建议

6.1 行情展望

供应端，国内产区陆续停割，东南亚产区仍处供应旺季，但“拉尼娜”预期限制供应释放；明年下半年海内外产区开割后，国内供应预计增长，海外疫情趋缓后制造业回流后将分流原料，中国橡胶进口量增量有限，预计明年国内橡胶进口最多能恢复至 2018 年的水平。**需求端**，内需随着国内疫情得到有效管控，叠加缺芯问题缓解、汽车政策出台，将拉动乘用车配套需求；商用车有望寄托于淘汰车辆旧轮胎的使用期达到尾声、基建地产企稳以及物流回暖后的替换需求复苏。外需方面，中国轮胎出口存在回流海外的担忧。预计明年沪胶呈现震荡走强趋势，价格重心维持上移，上半年在低库存之下，供需阶段性错配将利好胶价。下半年供需双增，胶价将受到轮胎产量边际变化的影响，价格变数也将增多。

6.2 策略建议

预计 2022 年上半年沪胶价格维持震荡上行，全年 RU 主力运行区间 [13000,18000]元/吨, NR 主力运行区间[10500,14000]元/吨。一季度逢低买入 NR; RU 在非标套利抛盘压力释放后再择机买入。

投机策略： 1.一季度逢低买入 NR;

2.RU 在非标套利抛盘压力释放后再择机买入;

跨品种套利： 1.一季度，做扩 RU-NR 价差;

2.关注 5/9 月非标套利机会 (RU-泰混>2500, 做缩 RU -泰混/越 3L);

3.一季度，多 SCR10,空 SCRWF;

跨期套利： 1.RU1-5 / RU5-9>250 时，参与 RU 正套;

跨市套利： 1.一季度，多 SGX.TSR20, 空 INE.NR。

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限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，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301, 302, 303, 304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 88 号楷林 IFC 1 号楼 8 层 812、813 号

浙江分公司

地址：浙江省杭州市上城区财富金融中心 2 幢 2004 室