

天然橡胶 2024 年年报：长周期牛市交易思路？NO！

2023 年天然橡胶行情回顾

2022 年年底新冠疫情防控放松之后，市场便预期 2023 年商品的需求将显著向好，因此包括天然橡胶在内的大部分商品迎来了一波大幅上涨。春节之后，需求不及预期，商品又迎来了一波大幅下调，天胶主力合约最低跌至 11500 元/吨附近。这里的需求弱不仅体现在国内的需求上，也体现在海外需求上。当时关于美国经济即将衰退的判断得到许多投资者的认可。对天然橡胶来说，需求差更多的也确实表现在海外市场上。年初，国内轮胎订单开工均表现良好，但海外市场却始终萎靡不振。产区的天胶无处可去，只能大量运往国内，导致国内天胶进口量暴增，库存压力巨大。5 月之后，受到频繁炒作收储的提振，天胶价格开始进入上行通道。9 月之后，天胶市场的交易焦点逐渐由上半年的需求端转移至供应端。诸如收储、天气不佳、割胶利润微薄、减产、仓单不及预期等等被轮番炒作，再加上年底宏观预期的加持，天胶价格更上一层楼。11 月下旬，天胶价格由强转弱。从天胶自身看：泰国南部产区天气好转、国内全钢胎需求走弱明显，再加上 12 万吨老胶仓单流入现货市场，供强需弱，库存由去库重新转为累库。

图：RU 主力合约



资料来源：同花顺、新潮研究所

2023 年天然橡胶现货及期货市场总结

2023 年，全球天然橡胶市场供应与需求均小幅减少，库存总体变化不大。

一、2023 年全球天然橡胶的供应

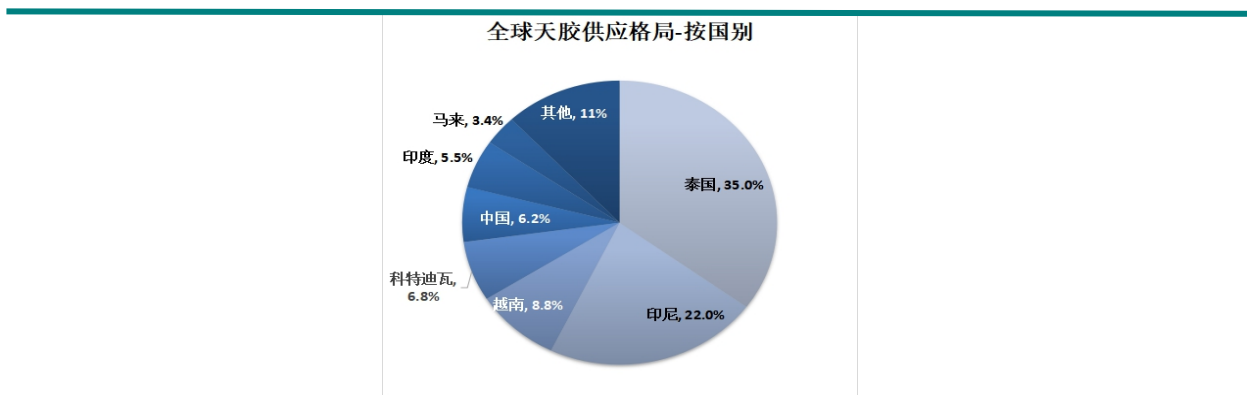
2023 年全球天然橡胶产量小幅下降。尽管根据 ANRPC 的统计，1-10 月亚洲主产区天然橡胶产量增长 2%。但由于其对第二大产胶国印尼的数据有非常大的统计误差，因此其数据可靠性不高。印尼由于割胶利润微薄，胶园养护不足，胶树树龄偏老等原因，弃割现

象严重，大量胶林被砍伐，产胶量显著下降。作为新兴产区的非洲地区，今年产胶量继续增长，但仍难以完全弥补传统产区产胶量的损失。

泰国和印尼是全球第一大和第二大产胶国，产量占比分别约为 35%和 22%，遥遥领先于其他国家。越南产量排名第三，占比 8.8%。科特迪瓦是近年新兴崛起的产胶国，产量增速可观，已超过中国，成为全球第四大产胶国，产量占比 6.8%。中国和印度紧随其后，产量占比分别为 6.2%和 5.5%。马来西亚是东南亚传统产胶国中最早开始工业化进程的，因此也是最早开始退出天胶种植的国家。马来西亚曾是全球第一大天胶生产国，现在产量已经下降至第七位，产量占比仅有 3.4%。尽管马来西亚产量不高，但其出口量却非常高，其出口量是产量的 3 倍左右。原因在于马来西亚乐于进口其他落后产胶国，诸如柬埔寨、缅甸等国的原料，加工之后再出口。另外，越南也有类似操作。

下文将着重介绍泰国的天胶生产情况。

图：全球天胶供应格局—按国别



资料来源：根据公开资料整理

1. 2023 年泰国天胶生产及出口情况

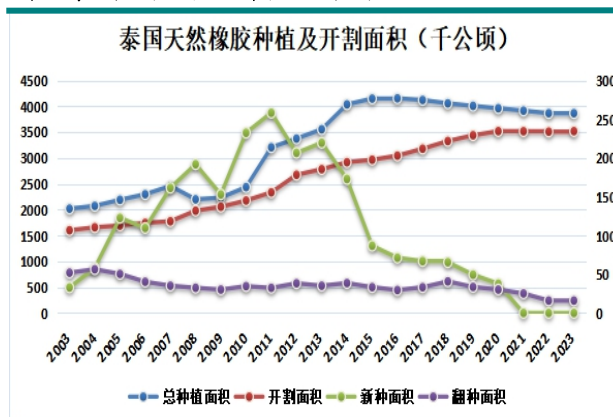
泰国是全球第一大天然橡胶生产国，其天胶种植和生产的变迁具有相当的代表性，是东南亚传统产胶国的一个缩影。

2023 年，泰国天胶总种植面积 386.5 万公顷，开割面积 352 万公顷。南部以及东北部是泰国最重要的种植区域。近几年，由于全球天胶价格始终处于熊市，天胶种植利润严重压缩，胶农积极性不足，新种及翻种面积接近于 0，种植面积每年小幅下滑。尽管如此，这并不代表泰国的天胶就无法增产了。天胶的生产弹性较大，单产波动幅度大。近年，泰国天胶单产大约为 1350 公斤/公顷左右，与历史高水平 1550 公斤/公顷还有相当的距离。再加上目前泰国 78%以上的胶树树龄不满 20 年，处于旺产树龄。只要胶价上涨，利润扩张，泰国天胶仍有较大增产潜力。

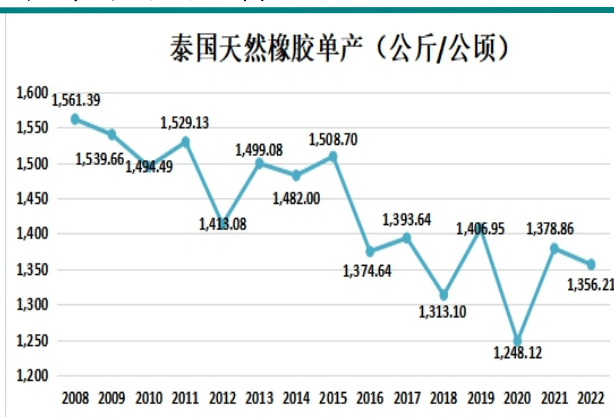
根据 ANRPC 的统计，2023 年 1-10 月，泰国天然橡胶产量累计 389 万吨，同比增加 2%；出口量 350 万吨，同比减少 6%。但根据 Qinrex 的统计，2023 年 1-10 月，泰国天胶产量同比减少 2%。2023 年 1-7 月，受制于全球需求疲软，泰国产区原料价格一直低位徘徊，

胶水价格甚至在停割季出现逆季节性下跌。8月开始，由于产区降雨增加影响割胶，泰国原料价格一路上行，杯胶价格尤为坚挺。天气对泰国天胶的产量和出口都产生了较大影响。尽管如此，由于中国天胶价格在原料的拉动下被动上涨，上涨幅度不及原料，因此泰国天胶加工利润压缩严重。

图：泰国天然橡胶种植及开割面积

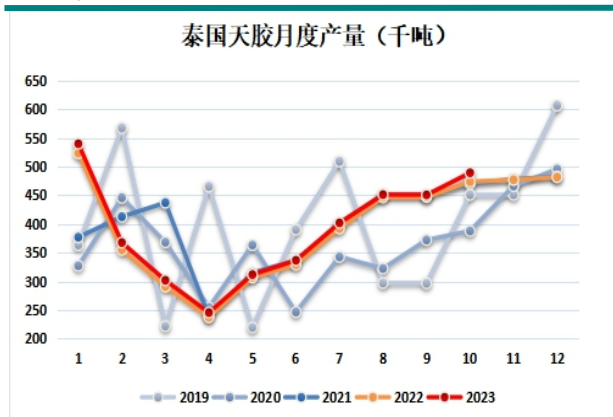


图：泰国天然橡胶单产

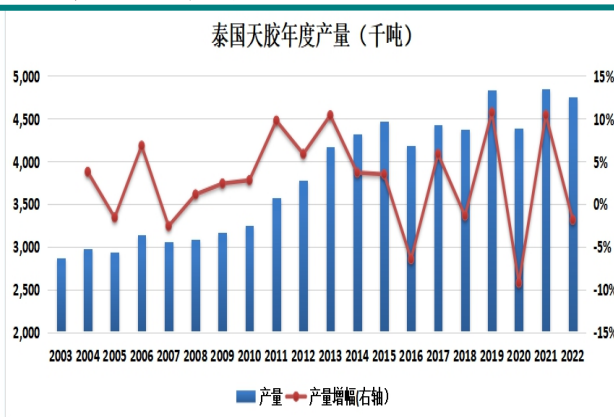


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：泰国天胶月度产量

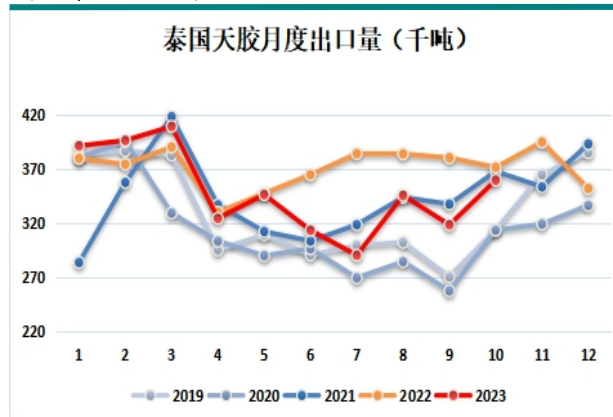


图：泰国天胶年度产量

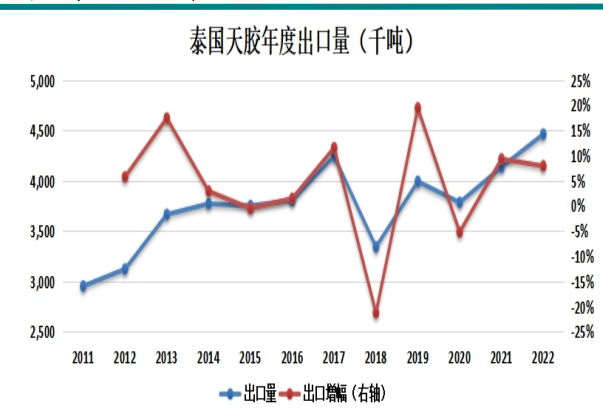


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：泰国天胶月度出口量

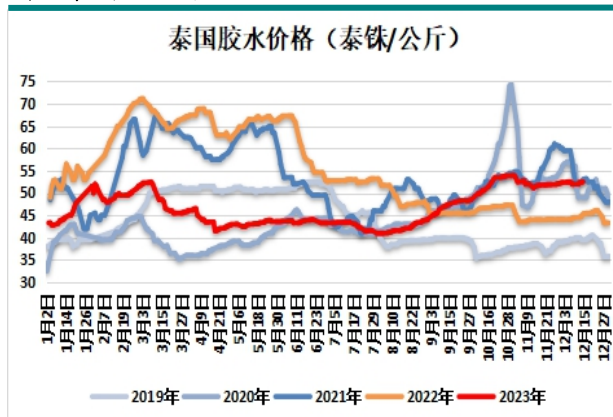


图：泰国天胶年度出口量

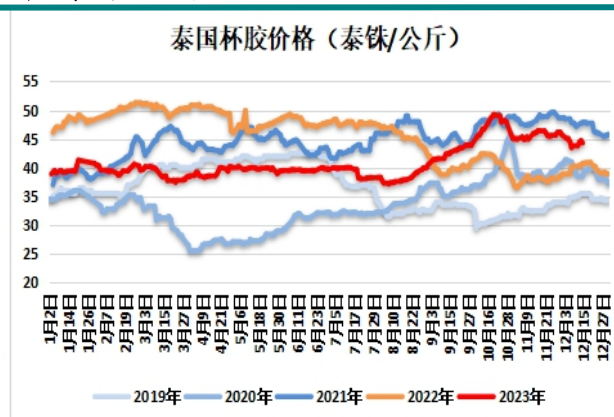


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：泰国胶水价格

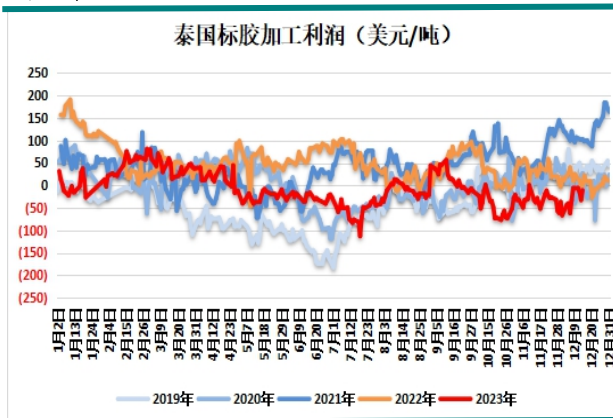


图：泰国杯胶价格



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：泰国标胶加工利润



资料来源：同花顺、新湖研究所

二、2023 年中国天然橡胶的供应

2023 年 1-10 月，中国天然橡胶（含复合胶混合胶）总供应 599 万吨，同比增长 10%；其中产量 65 万吨，占比 11%；进口量（含复合胶混合胶）534 万吨，占比 89%。2023 年全年中国天胶总供应预计 720 万吨左右。

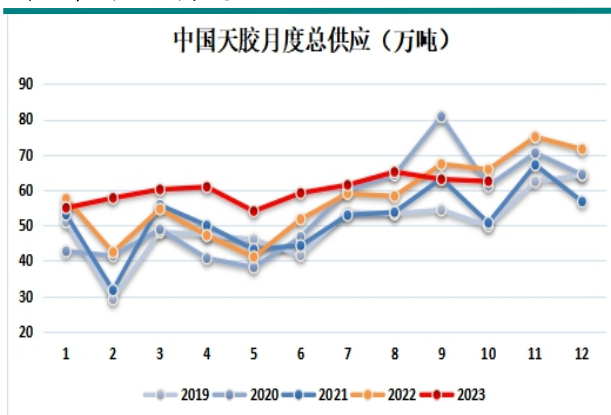
2023 年，中国天然橡胶种植面积 113 万公顷，开割面积 75 万公顷。中国的天胶种植主要分布于云南和海南两省。云南集中于西双版纳；而海南则集中于儋州、白沙、琼州、澄迈、屯昌、琼海、万宁等地。与其他传统亚洲产区类似，自进入熊市之后，中国天胶每年新种及翻种面积便大幅萎缩，近几年都近于 0。目前中国大约 67% 的胶树树龄小于 20 年。近年，中国天胶单产维持 1150 公斤/公顷左右。作为重要的战略物资储备，国家对天胶种植一直给予各种扶持。因此中国的天胶单产较历史高点下降的并不很明显。但由于中国纬度偏高，气候并不十分适宜种植天胶，因此相较于诸如泰国、印度、越南等国，中国的天胶单产偏低。

2023 年 1-10 月，中国天胶产量 65 万吨，同比减少 2%。年初，海南产区开割正常；

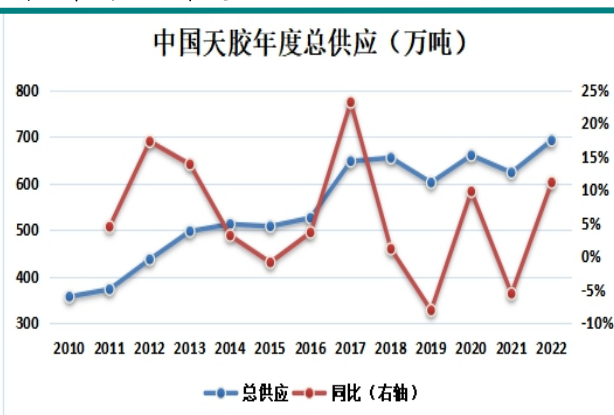
云南产区则由于天气干旱以及白粉病等原因，开割推迟三个月。下半年，与泰国越南等产区一样，海南产区降雨增多影响割胶。

由于海南产区近年实行“大浓乳”战略，浓缩乳胶产量上升之后，全乳胶产量大幅下降。历史上，全乳胶产量曾逼近 50 万吨，但近两年已经下降至 20 万吨左右，甚至更低。

图：中国天胶月度总供应

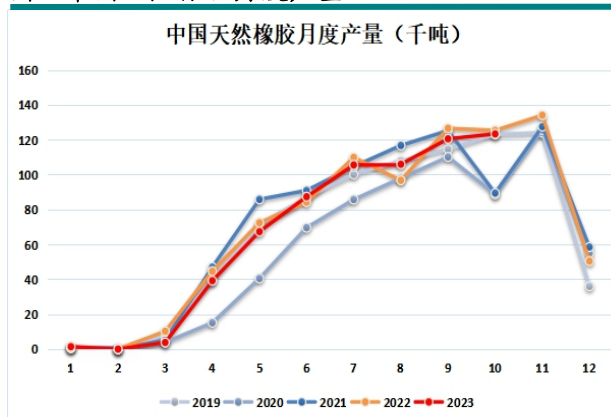


图：中国天胶年度总供应

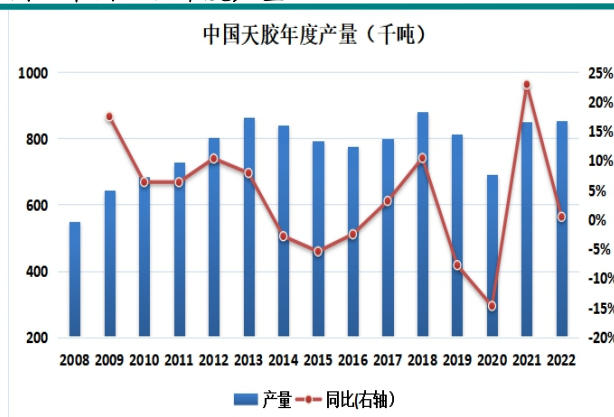


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国天然橡胶月度产量

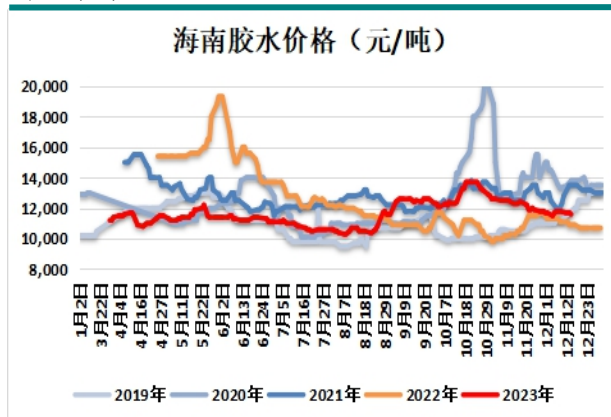


图：中国天胶年度产量

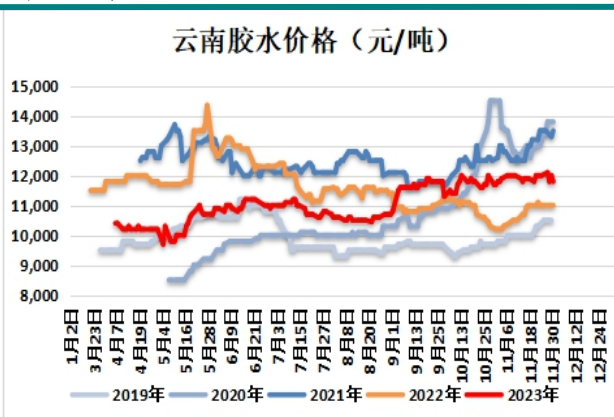


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：海南胶水价格

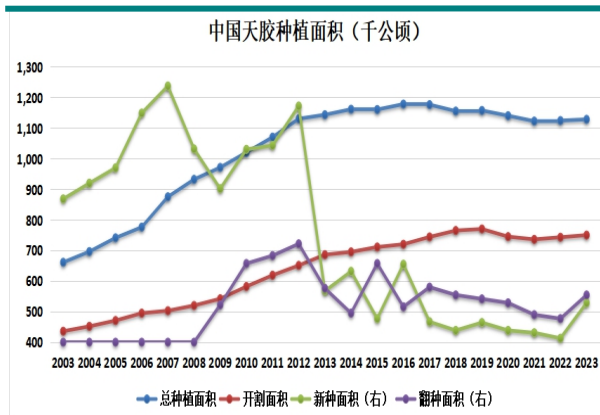


图：云南胶水价格

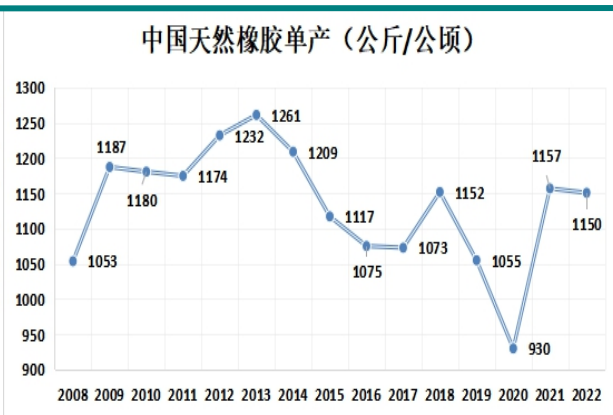


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国天胶种植面积



图：中国天然橡胶单产



资料来源：同花顺、新湖研究所

中国是全球第一大天胶消费国和进口国。2023 年，中国大约 89%的天胶（含复合胶混合胶）供应依赖于进口。因此，进口对国内天胶供应的影响十分重要。

2023 年 1-10 月，中国累计进口天胶（含复合胶混合胶）534 万吨，同比增加 12%。泰国是中国天胶（含复合胶混合胶）第一大进口来源国，大约 63%的天胶（含复合胶混合胶）进口自泰国。分品种看：混合胶进口量最大，占比 59%；其次标准胶进口占比 27%；乳胶和烟片胶进口占比分别为 7%和 3%。

2023 年，中国的天胶（含复合胶混合胶）进口呈现明显的前高后低的特征。上半年由于海外需求极度不景气，导致产区天胶无处可去，只能大量涌入中国市场。下半年，由于东南亚尤其是泰国产区天气不佳产胶量下滑，影响出口，因此中国天胶进口环比未能体现出旺产季进口增加的季节性，同比甚至自 9 月起出现负增长。

2023 年 1-10 月，中国累计进口混合胶 310.5 万吨，同比增长 17%。其中泰国、越南和马来西亚进口占比最高，分别为 48%、37%和 9%。可以说今年中国天胶进口前高后低的特征就是由混合胶进口的变化导致的。7 月起混合胶的进口环比快速下滑，9 月起同比出现负增长。混合胶进口的下降主要由泰国出口减少导致。下半年，受到天气的影响，泰国原料产出减少，有限的原料更多的流向标准胶的生产，而非混合胶。

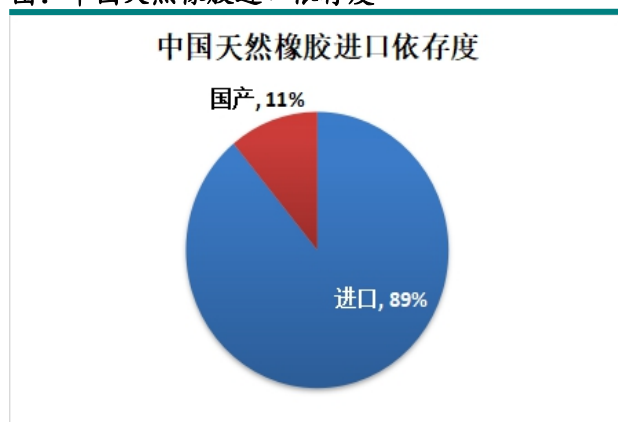
2023 年 1-10 月，中国累计进口标准胶 143 万吨，同比增长 26%。其中泰国、科特迪瓦、马来西亚和印尼占比最高，分别为 38%、29%、16%和 12%。标准胶是 2023 年中国进口的各胶种中增速最大的品种。尽管下半年原料供应紧张，但泰国标准胶的生产及出口并未受影响。科特迪瓦是近年崛起的新兴非洲产胶国。2023 年 1-10 月，中国自科特迪瓦累计进口标准胶 42 万吨，同比增加 20 万吨。印尼虽然是全球第二大产胶国，且以标准胶生产为主。但其产品主要出口到欧美日，出口到中国的比例较低。2023 年 1-10 月，印尼出口到中国的标准胶仅有 17 万吨。

2023 年 1-10 月，中国累计进口烟片胶 14.7 万吨，同比减少 8%。中国的烟片胶一半以上进口自泰国。由于子午胎的普及，烟片胶的使用量下降，其进口量总体也呈现下降趋势。

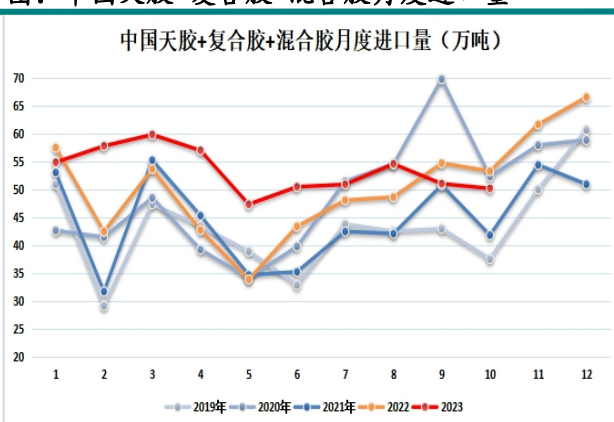
3号烟片胶是除了全乳胶之外另一个天然橡胶期货的可交割品。期货套利窗口若打开，会刺激烟片胶进口的增加。

2023年1-10月，中国累计进口乳胶36.5万吨，同比减少29%。泰国、越南和中国的海南是全球三大乳胶生产地。2023年，中国自泰国和越南进口的乳胶占比分别为63%和36%。今年中国乳胶进口同比大幅下降的原因除了和泰国的天气有一定关系之外，更是因为中国乳胶需求的大幅萎缩。乳胶可以用于生产医用手套。随着国内新冠疫情防控的放松，医用手套需求显著减少，从而拖累乳胶需求。

图：中国天然橡胶进口依存度

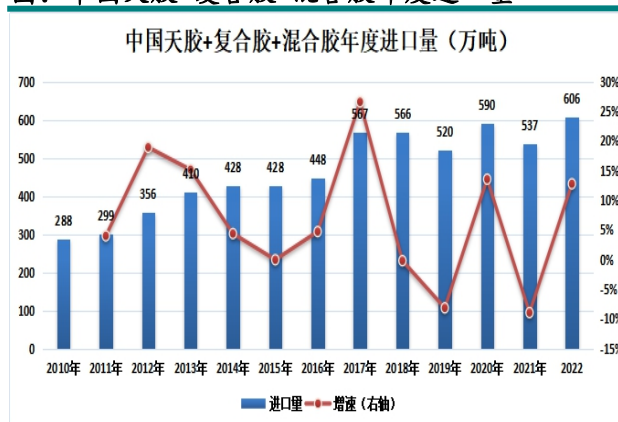


图：中国天胶+复合胶+混合胶月度进口量

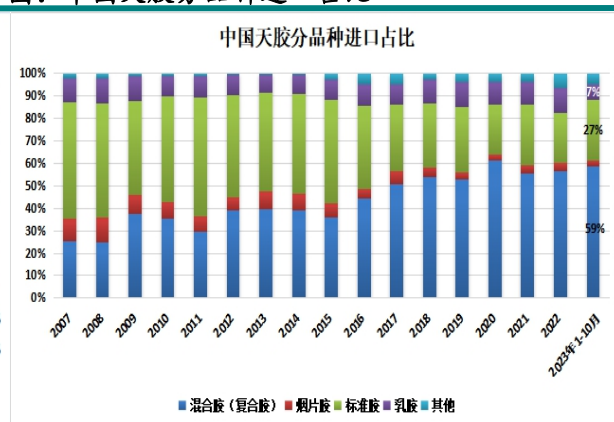


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国天胶+复合胶+混合胶年度进口量

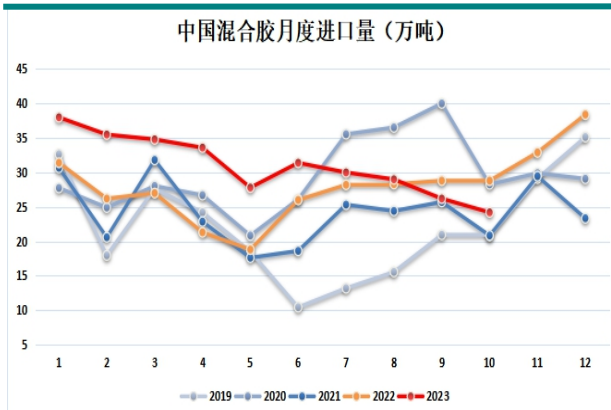


图：中国天胶分品种进口占比

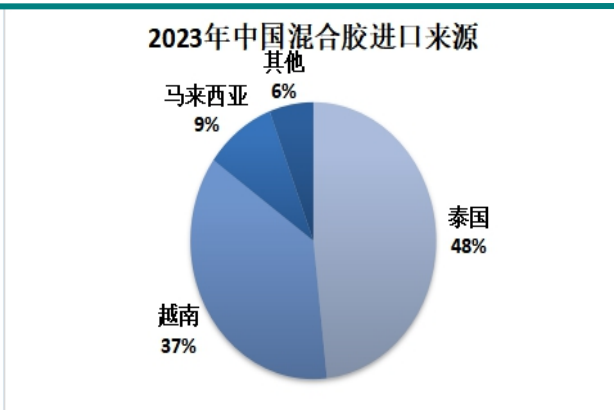


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国混合胶月度进口量

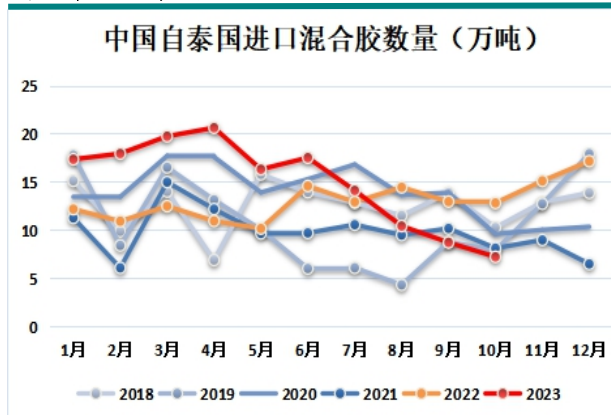


图：2023 年中国混合胶进口来源

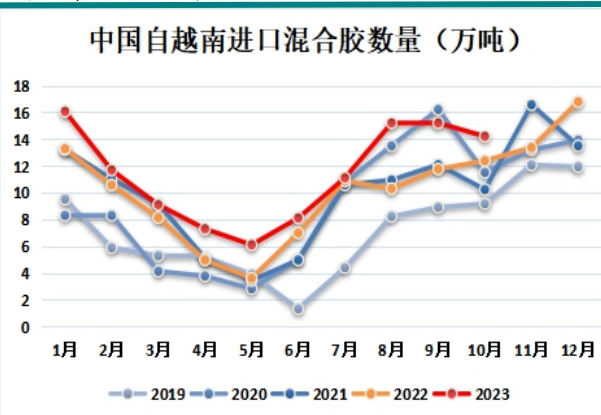


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国自泰国进口混合胶数量

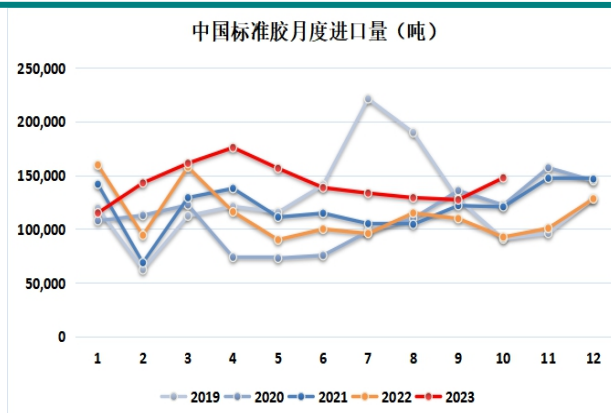


图：中国自越南进口混合胶数量

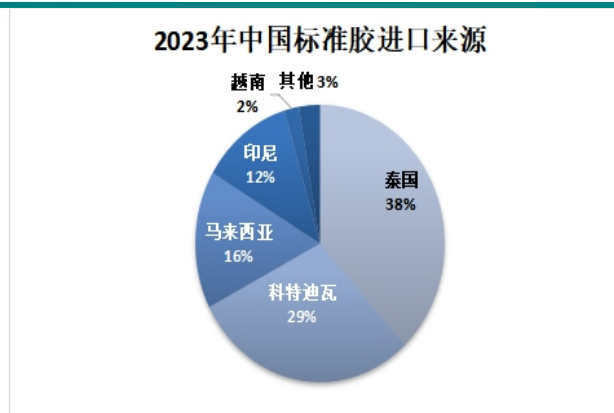


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国标准胶月度进口量

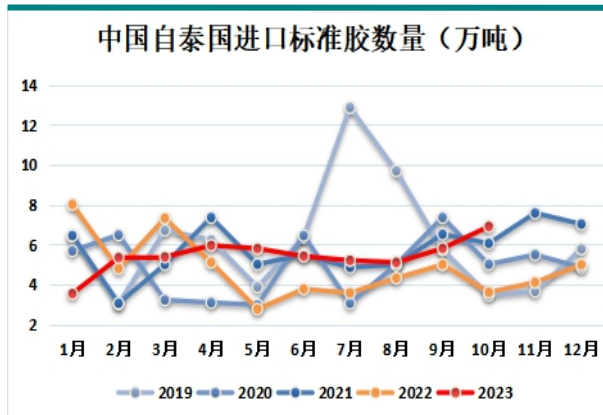


图：2023 年中国标准胶进口来源

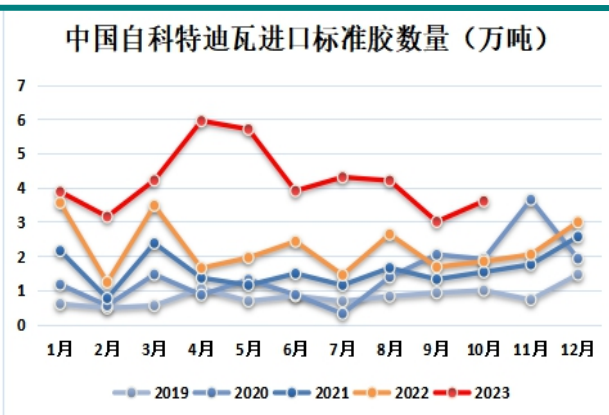


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国自泰国进口标准胶数量

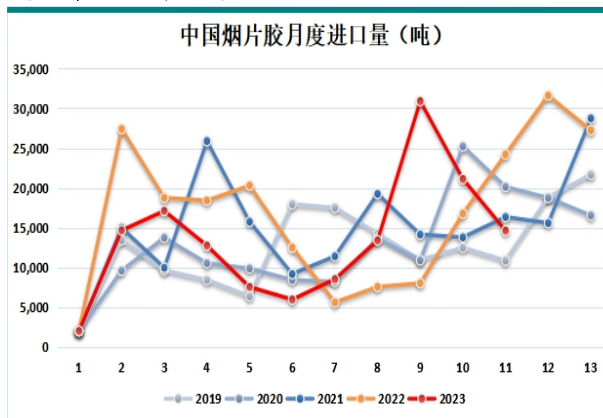


图：中国自科特迪瓦进口标准胶数量

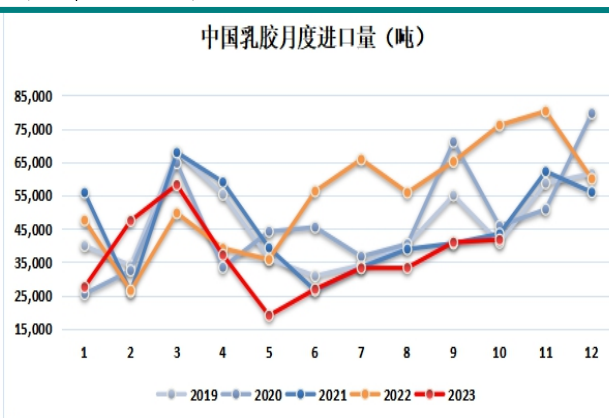


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国烟片胶月度进口量

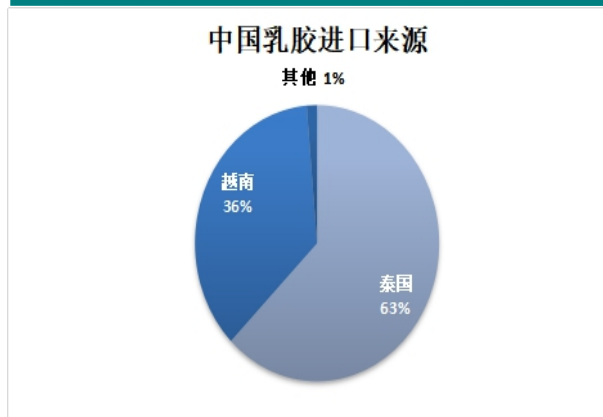


图：中国乳胶月度进口量

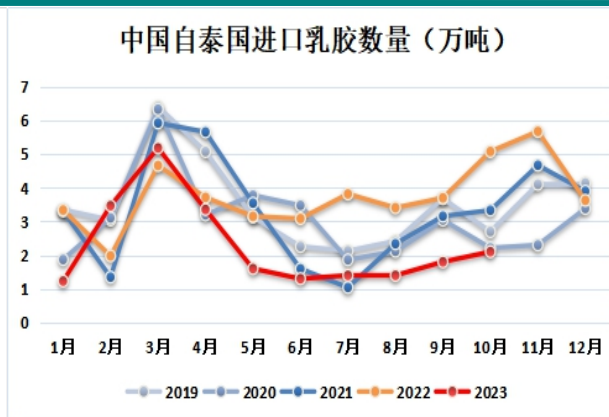


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国乳胶进口来源

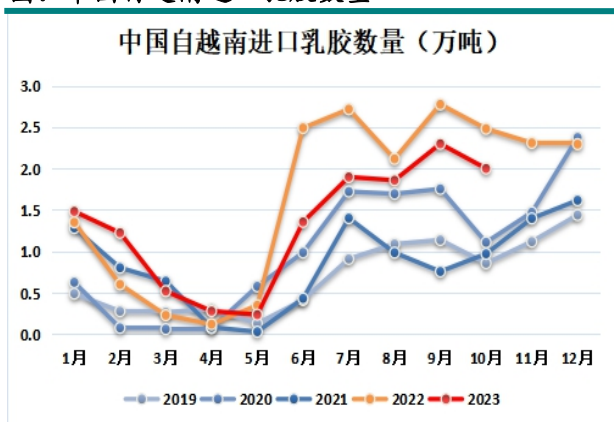


图：中国自泰国进口乳胶数量



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国自越南进口乳胶数量



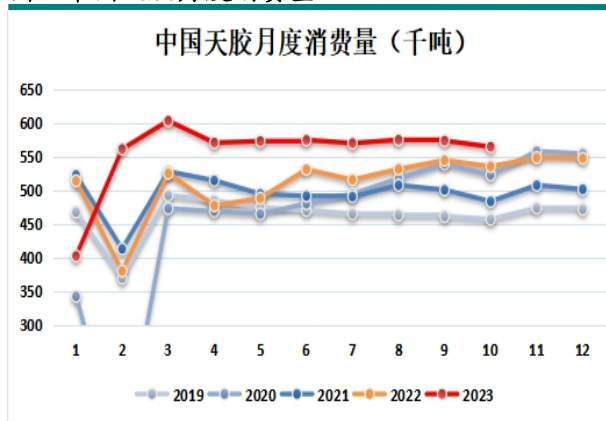
资料来源：同花顺、新湖研究所

三、2023 年中国天然橡胶的需求

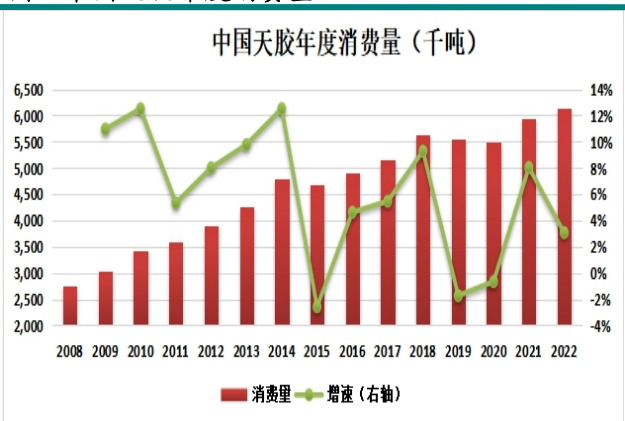
2023 年，在全球天然橡胶需求总体萎缩的情况下，由于去年基数较低，中国天胶需求同比增幅较大。根据 ANRPC 的统计，1-10 月，中国天然橡胶需求 556 万吨，同比增加 10%。天胶的需求来源较为单一，国内 70%-80% 的天胶都用于生产轮胎。目前中国生产的轮胎多为子午胎，子午胎又可以分为全钢胎和半钢胎。天然橡胶主要用于全钢胎的生产。全钢胎由于承重性好，因此更多的用于大型卡车和客车，尤其是重卡。总之，全钢胎的流向主要有三个：（客车货运车）轮胎出口、卡客车替换胎（尤其是重卡替换胎）以及卡客车新车配套胎。

2023 年 1-10 月，中国轮胎产量 8.2 亿条，同比增长 15%。尽管轮胎总体需求表现尚可，但相较于半钢胎，全钢胎需求明显偏弱。全钢胎负荷仅比 2022 年同期水平略高，低于历史其他年份；环比也呈现前高后低的特征，后劲明显不足。全钢胎库存处于历史偏高水平，尤其是四季度库存上升快速，甚至逼近 2022 年同期水平。

图：中国天胶月度消费量

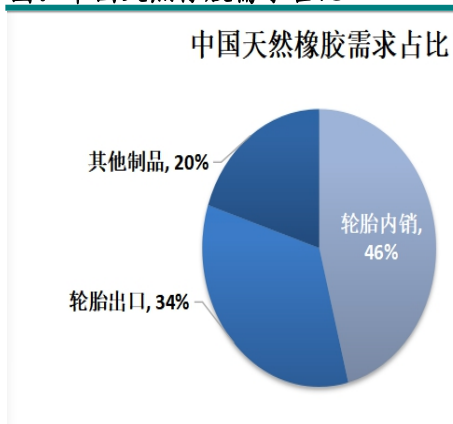


图：中国天胶年度消费量

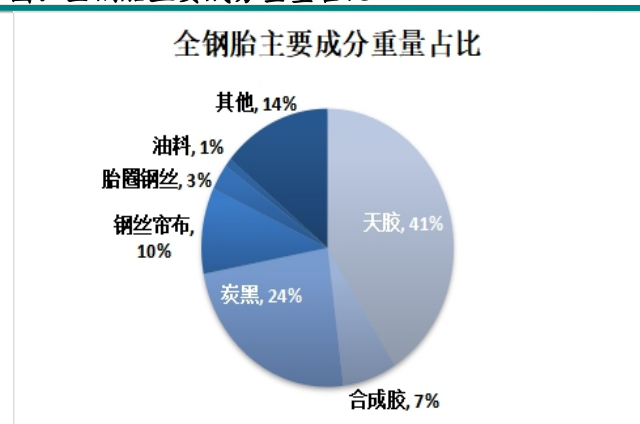


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国天然橡胶需求占比

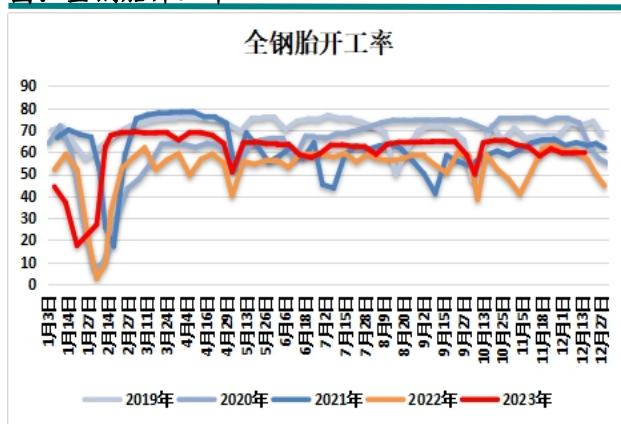


图：全钢胎主要成分重量占比

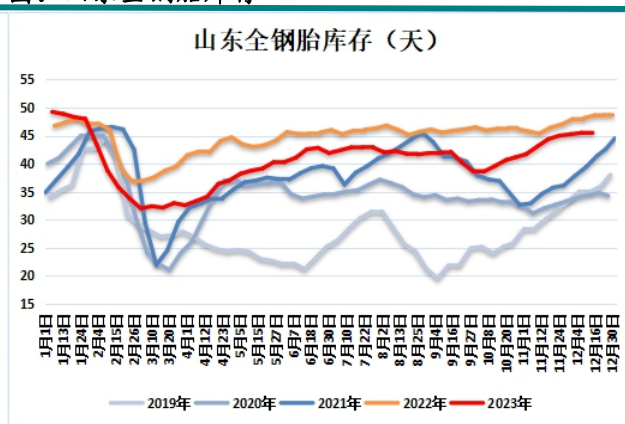


资料来源：根据公开资料整理

图：全钢胎开工率

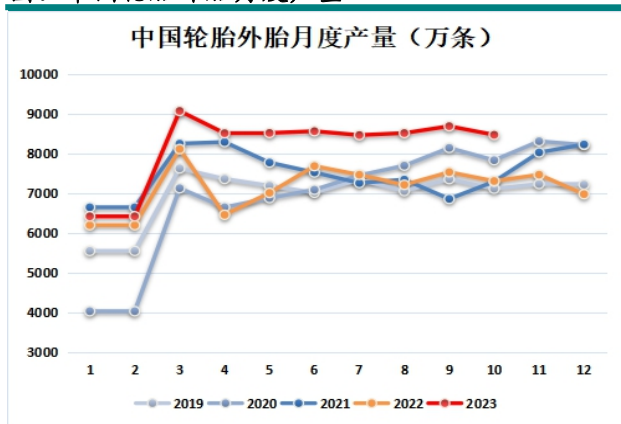


图：山东全钢胎库存

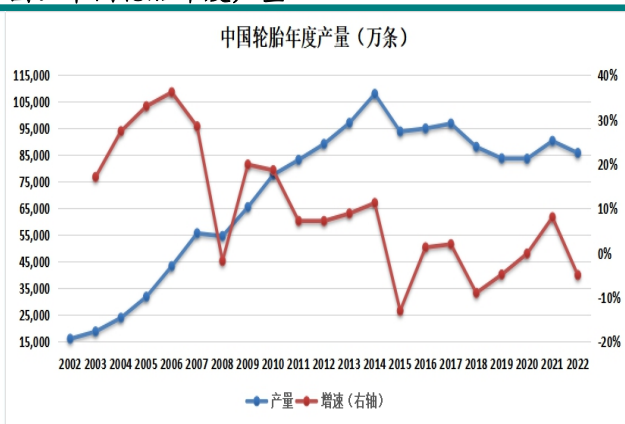


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国轮胎外胎月度产量



图：中国轮胎年度产量



资料来源：同花顺、新湖研究所

1. 轮胎的出口

2023年，中国生产的轮胎中约63%用于出口。因此轮胎出口对中国轮胎需求以及天然橡胶需求都起到非常重要的作用。

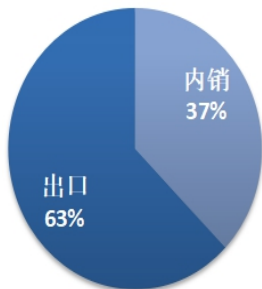
2023年1-10月，中国累计出口轮胎5.1亿条，同比增加10%；累计出口轮胎重量712万吨，同比增加15%；其中客车货运车轮胎出口重量307万吨，同比增加12%；机动小客车轮胎出口重量175万吨，同比增加6%。

今年的轮胎出口呈现鲜明的前高后低的特征。上半年尽管海外的轮胎及天胶需求都十分糟糕，但国内轮胎出口却十分火热。除了出口美国同比大降外，其余大部分国家地区出口量均显著增长。其中原因可能在于需求的转移。海外经济不景气，居民消费降级，而中国轮胎物美价廉，受到欢迎。另外俄乌战争对中国轮胎出口也起到了相当的拉动作用。8月之后，轮胎出口环比快速走低，拖累国内天胶整体需求。其中原因一方面是季节性因素，另一方面也与海外市场的饱和有关。

从出口目的国看，2023年1-10月，中国生产的客车货运车轮胎主要出口至墨西哥、沙特、俄罗斯、美国、伊拉克、马来西亚、尼日利亚、澳大利亚、印尼、加拿大、菲律宾和越南等国。虽然出口至美国的客车货运车轮胎出口重量大降40%，但同时出口至墨西哥的重量上升了38%。另外，出口至尼日利亚、马来西亚、伊拉克、沙特和俄罗斯的重量也分别大幅增加了38%、36%、32%、17%和13%。

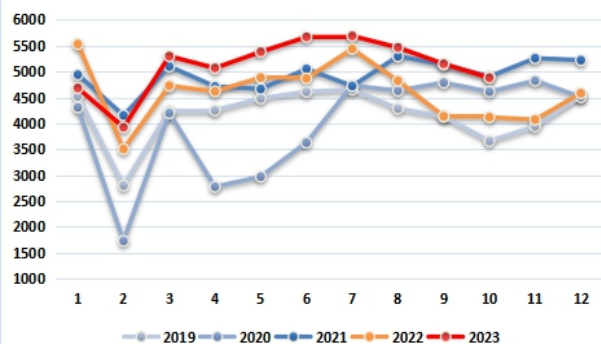
图：2023年中国轮胎内外销占比

2023年中国轮胎内外销占比



图：中国轮胎月度出口数量

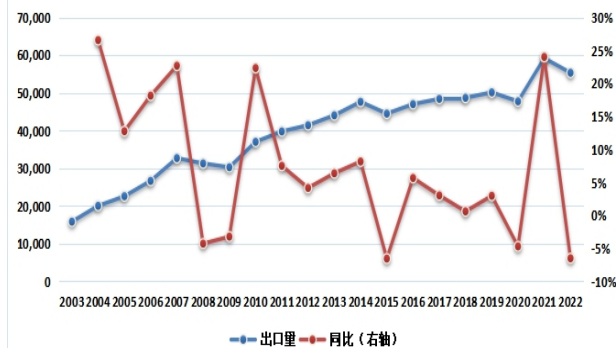
中国轮胎月度出口数量（万条）



资料来源：同花顺、新湖研究所

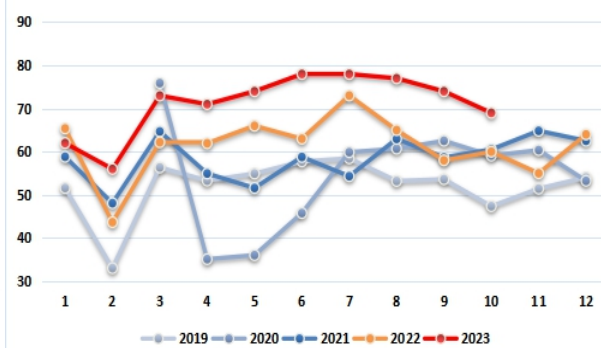
图：中国轮胎年度出口量

中国轮胎年度出口量（万条）



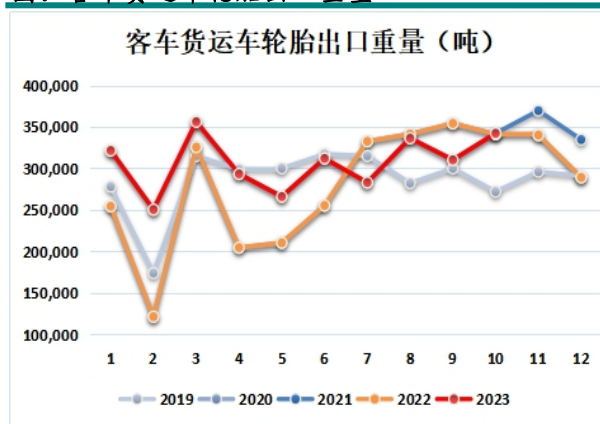
图：中国轮胎月度出口重量

中国轮胎月度出口重量（万吨）

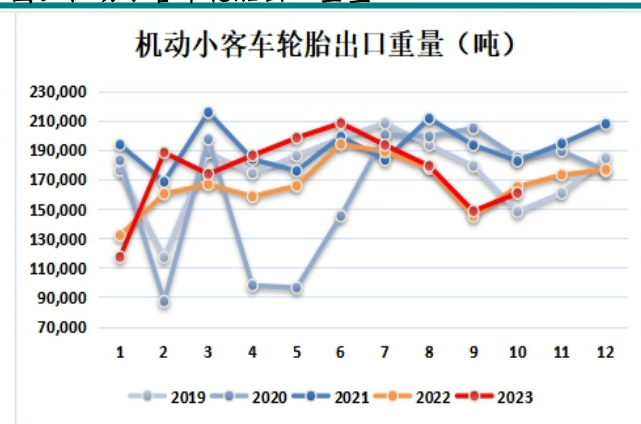


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：客车货运车轮胎出口重量



图：机动小客车轮胎出口重量



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：2023年1-10月客车货运车轮胎重要出口目的国重量



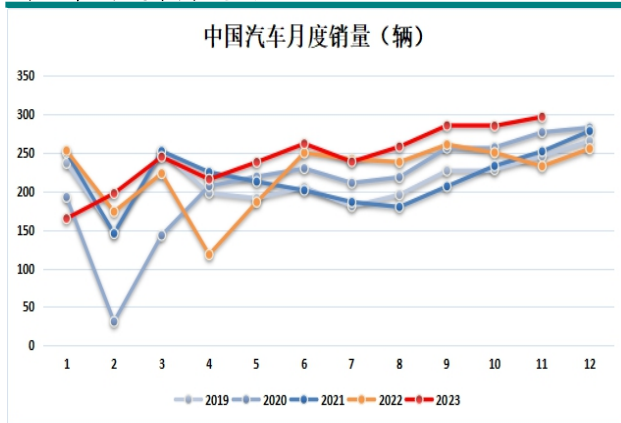
资料来源：同花顺、新湖研究所

2. 卡客车新车配套胎

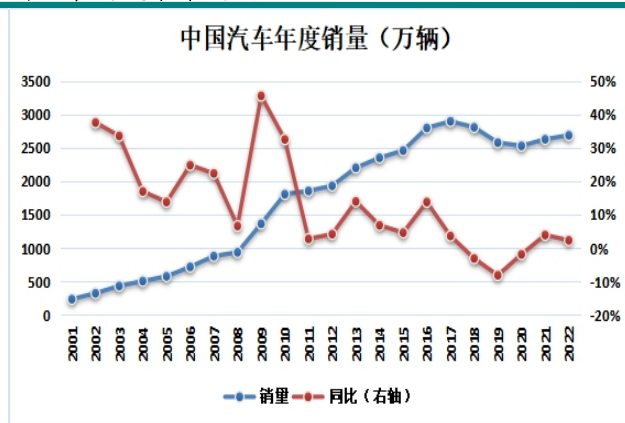
2023年1-11月，中国汽车累计销量2689万辆，同比增长11%。其中，商用车累计销量367万辆，同比增长22%。重卡累计销量86万辆，同比增长39%。2022年重卡销售过于糟糕，基数低，导致2023年同比增幅高。与历史其他年份比，2023年重卡销售一般；尤其是4季度销量环比下降明显。

和乘用车销售季节性不同，重卡销售不存在年底翘尾现象，全年唯一的销售旺季是春节后的一段时间，其他时间季节性不明显。

图：中国汽车月度销量

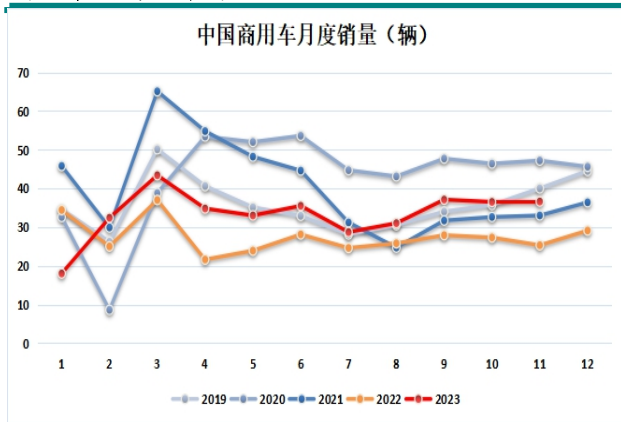


图：中国汽车年度销量

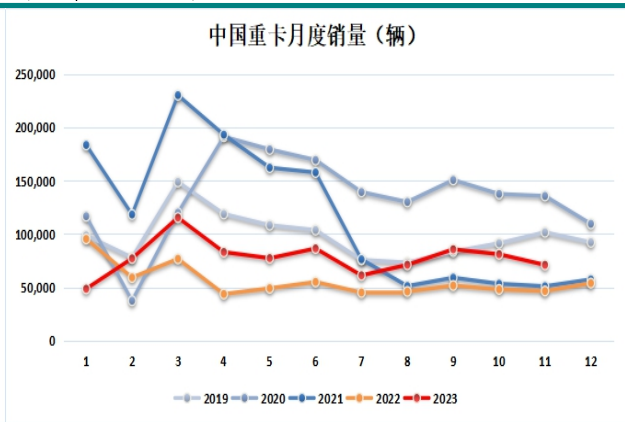


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国商用车月度销量

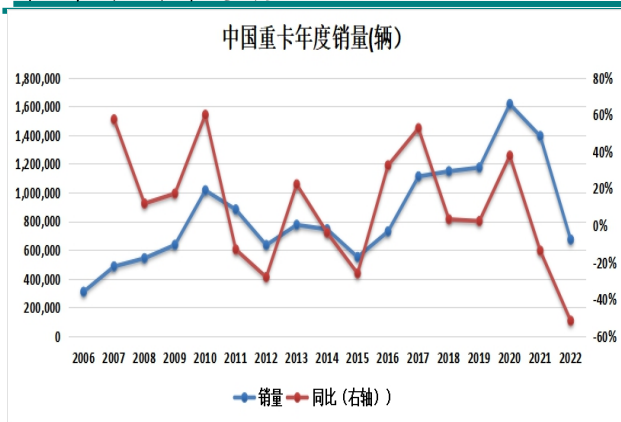


图：中国重卡月度销量

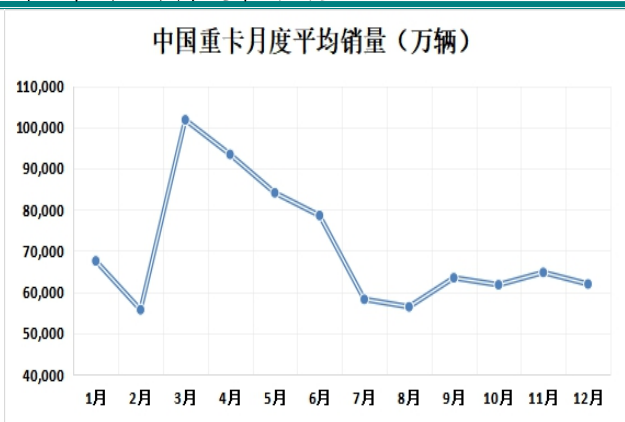


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国重卡年度销量



图：中国重卡月度平均销量



资料来源：同花顺、新湖研究所

3. 重卡替换胎

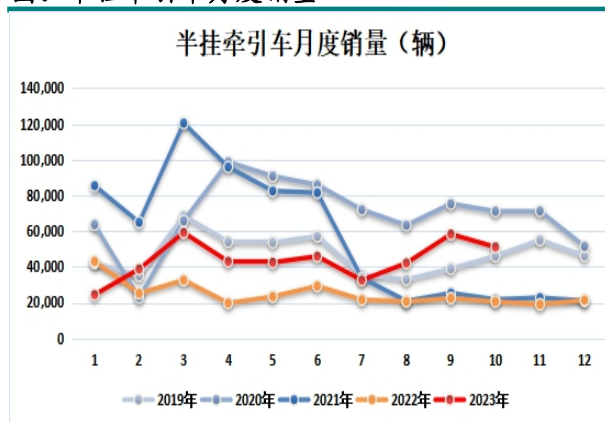
重卡替换胎是天胶极其重要的需求来源。重卡的终端需求主要包括房地产、基建以及居民消费等。从2023年重卡新车细分销售数据可以看出，与居民消费相关的重卡整车和半

挂牵引车销售较好。1-10月，半挂牵引车累计销售44万辆，同比增加70%；整车累计销售20万辆，同比增加45%。与房地产和基建相关的重型非完整车销售最不景气。1-10月，累计销量15万辆，同比减少15%。

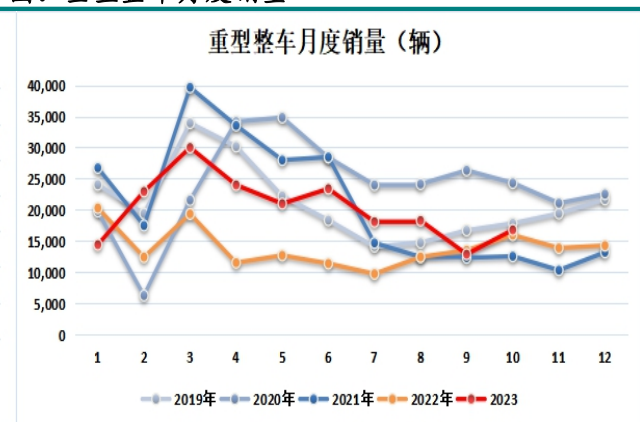
房地产基建方面：2023年1-11月，房屋施工面积在去年同比负增长的情况下，今年继续负增长-7.2%，且环比逐月走弱。2023年1-10月，基建投资累计同比增长8%。这个数据看似不错，但这部分投资主要用于偿还历史遗留债务，而非投资新的项目。此外，基建投资同比增速自8月起环比走低。另外，能较好反映房地产基建需求状况的挖掘机以及水泥数据同样不乐观。2023年1-11月，中国挖掘机累计销售16万辆，同比减少33%。挖掘机开工小时数、水泥出货量以及混凝土开工率等均处于历史低水平，甚至低于去年。

居民消费方面：春节之后的3月份，全国居民消费表现不俗，同比增长10.6%。4月开始，虽由于去年同期基数低使得今年同比数据尚佳，但环比却开始走弱，远不及市场预期。8月之后，居民消费展现出一定韧性，需求有所回暖，同比超出预期。2023年，居民消费确实比房地产基建表现优越，但其与历史其他年份相比也只能说差强人意。比如，2023年快递业务量每月同比由于去年基数低增速通常在15%以上。但与以往25%以上的增速比，仍有不小的差距。

图：半挂牵引车月度销量

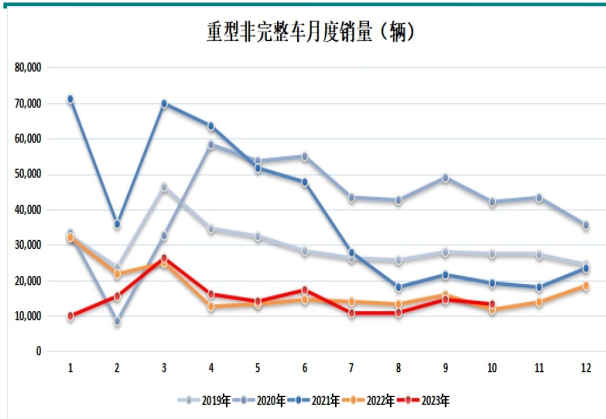


图：重型整车月度销量

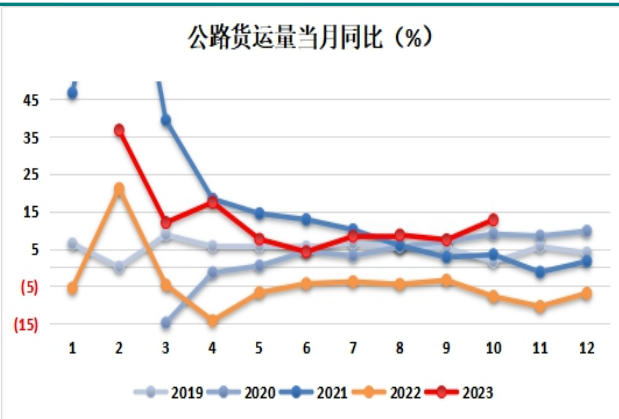


资料来源：同花顺、新潮研究所

图：重型非完整车月度销量

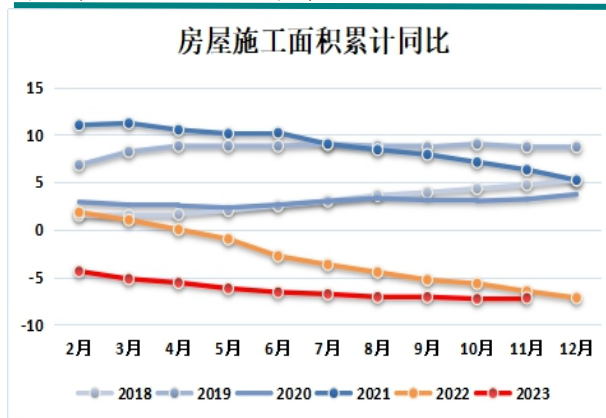


图：公路货运量当月同比

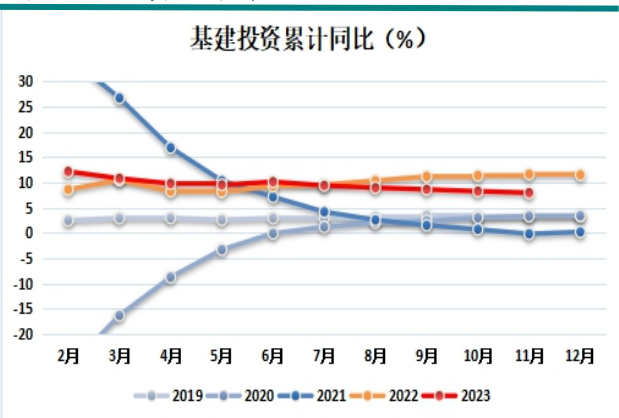


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：房屋施工面积累计同比

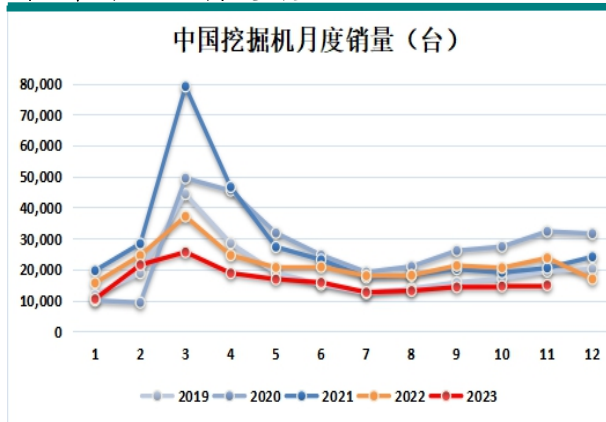


图：基建投资累计同比

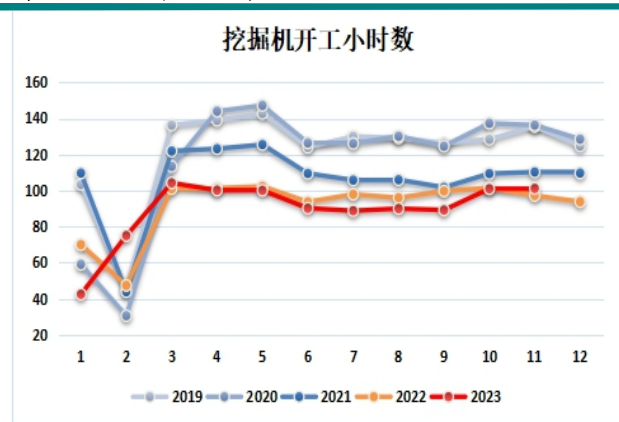


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：中国挖掘机月度销量

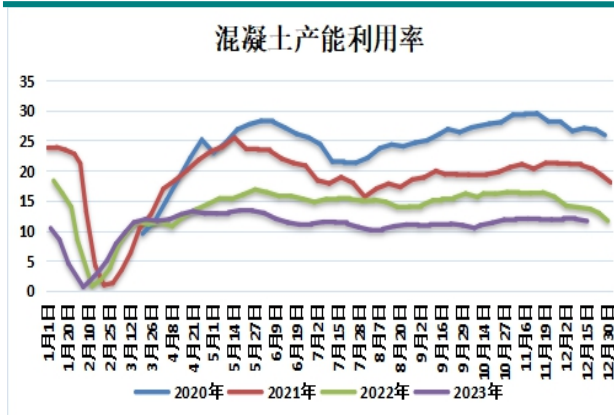


图：挖掘机开工小时数

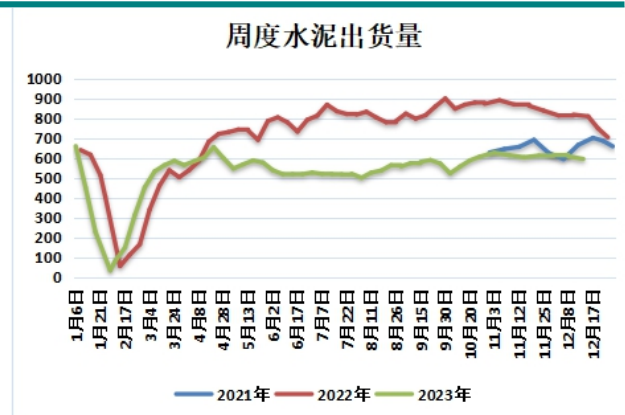


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：混凝土产能利用率

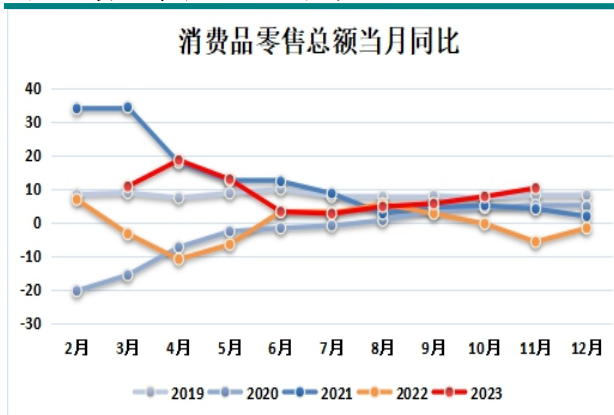


图：周度水泥出货量

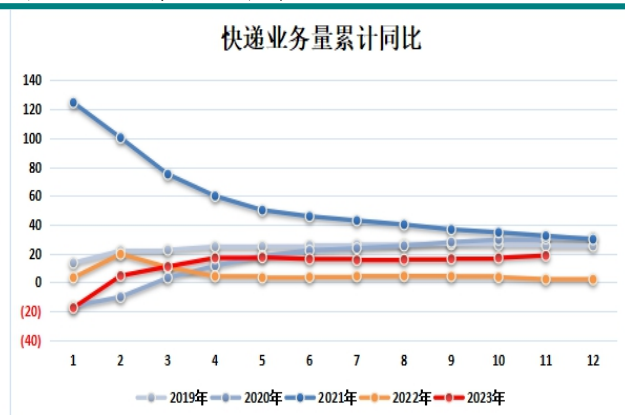


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：消费品零售总额当月同比



图：快递业务量累计同比



资料来源：同花顺、新湖研究所

四、2023 年中国天然橡胶的库存

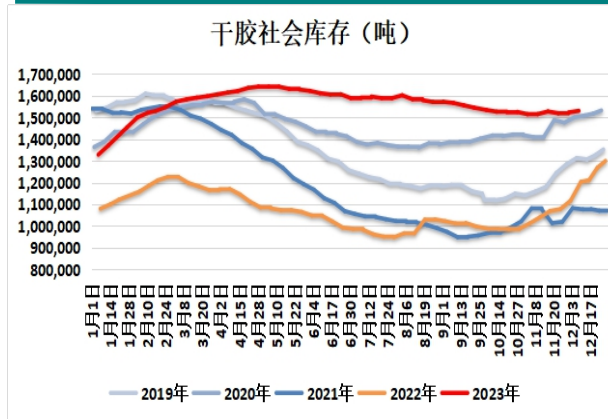
1. 天然橡胶社会库存：绝对水平高

2023 年，国内天然橡胶库存压力巨大，库存量始终处于近年最高水平。1-4 月，由于天胶进口天量，导致国内库存快速攀升。5 月之后，随着进口的放缓，库存压力也有所缓解，甚至出现逆季节性去库，但绝对库存水平仍高。临近年末，由于全钢胎需求的走弱以及天胶进口的回升，国内库存由去库转为累库。

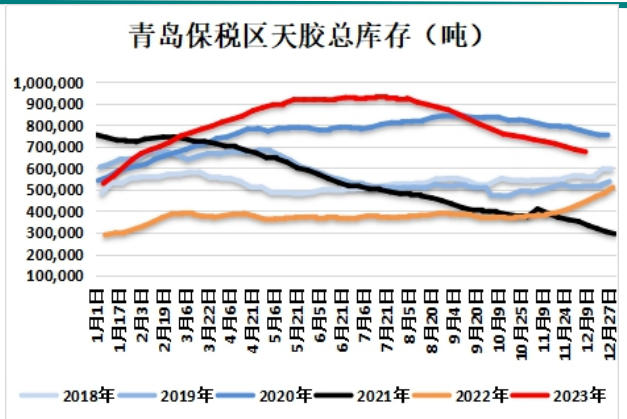
2023 年，深色胶和浅色胶的库存变动呈现明显的相反特征。深色胶先累库，后去库；而浅色胶先去库后累库。这和其中混合胶以及 3L 胶进口量的变化有着极大的关系。

尽管全乳胶的产量连年下降，去年更是只有 17 万吨左右。但受到需求的拖累，2023 年全乳老胶社会库存十分的高。尤其是 11 月下旬老胶仓单被统一注销后，现货库存更是暴涨至 33 万吨以上，库存压力巨大，消化十分困难。

图：干胶社会库存

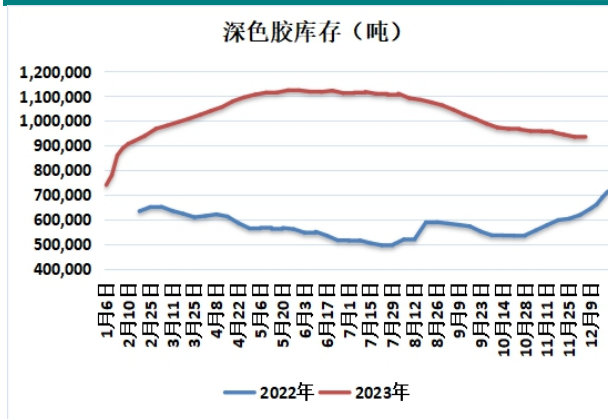


图：青岛保税区天胶总库存

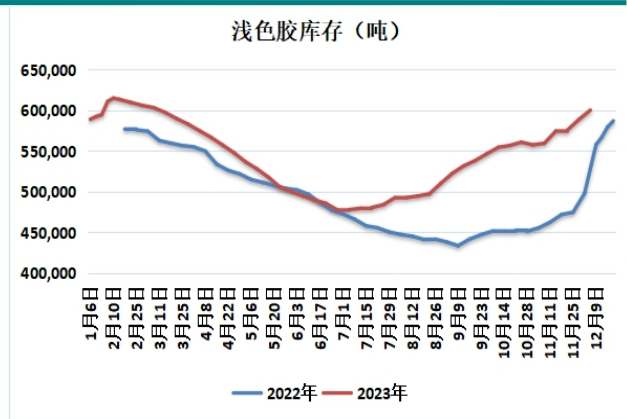


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：深色胶库存

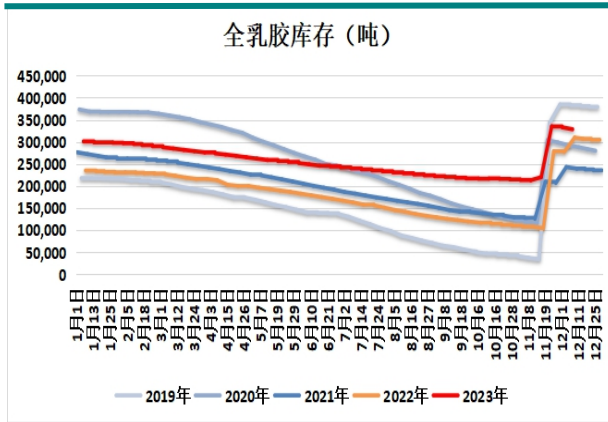


图：浅色胶库存

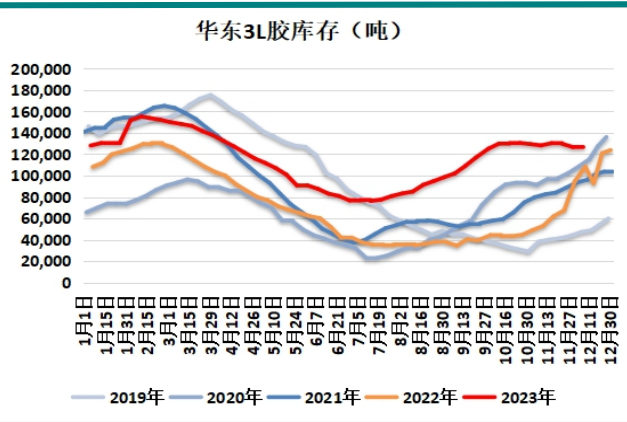


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：全乳胶库存



图：华东 3L 胶库存



资料来源：同花顺、新湖研究所

2. 天然橡胶仓单

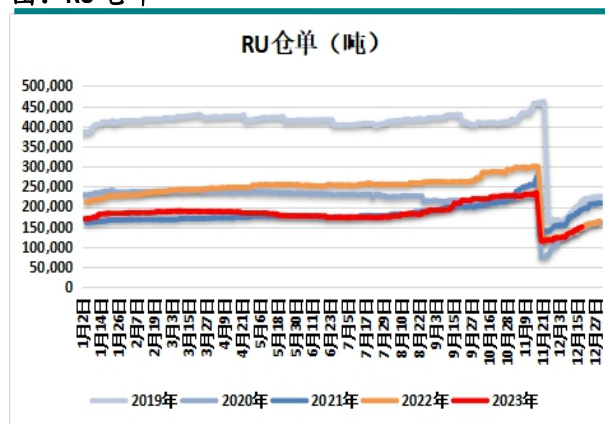
RU 仓单：尽管全乳胶和 3 号烟片胶都可以注册成 RU 期货的仓单，但由于烟片胶较为昂贵，因此很少见于仓单，仓单大多都为全乳胶。全乳胶是我国特有的天胶品种。由于产量以及品质等问题，其作为轮胎用胶却不受轮胎厂喜爱，需求糟糕。因此每年生产的新胶

首先注册成仓单，第二年 11 月下旬统一注销后才流入现货市场。现货市场流通的多为前几年的老胶。历史上，由于全乳胶仓单量大加上没有多头愿意接货，因此仓单对期货体现的主要是利空因素，尤其是对每年的 09-11 合约。而在老胶流入现货市场后，又会给现货带来巨大的压力。

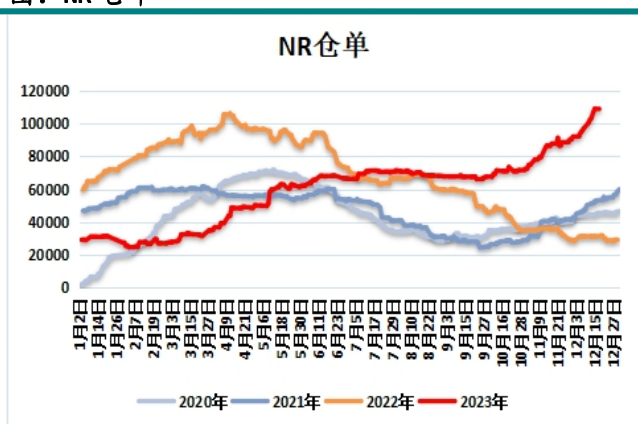
近年，全乳胶产量持续下降，仓单对于期货来说已不完全是利空因素，有时甚至是重要的利多因素。2023 年，市场一直炒作的收储其实本质上也是在炒作仓单问题。2022 年和 2023 年，全乳胶产量都很低，国家收储可能导致仓单数量进一步减少。2023 年，尽管市场对全乳胶产量的预期一再下降，但一般也认为在 20 万吨以上，较 2022 年多至少三万吨。但事实上，老胶注销后，剩余的新胶仓单数量与 2022 年同期相近，远低于之前预期。

NR 仓单：NR 期货仓单可以是国产 20 号胶，也可以是进口自泰国、印尼以及马来西亚等地的 20 号胶。由于印尼胶价格通常较低，因此仓单中印尼胶较为常见。2023 年下半年深色胶的去库以及进口减少主要是指混合胶。20 号胶的进口一直保持高水平。因此 NR 的仓单表现出和深色胶库存完全相反的走势，出现了逆季节性快速累库。另外，根据上期所的规定，生产满 12 个月的 20 号胶仓单将被注销，因此应当留意即将注销的仓单数量。这部分仓单集中流入现货市场，短期可能增加现货市场的压力。

图：RU 仓单



图：NR 仓单



资料来源：同花顺、新潮研究所

五、2023 年中国天然橡胶价差

1. 基差

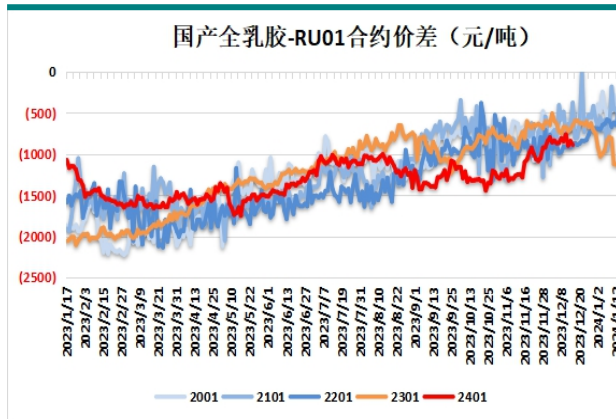
由于天然橡胶近端库存压力大加上新老胶的区别，RU 期货一般升水现货。

历史上由于全乳胶需求低迷加上产量高，期货顺利交割的前提便是价格必须向市场上通用的非标品价格收敛。因此天胶非标品套利十分活跃。但是近年，由于全乳胶产量的快速滑落，非标套利的重要前提全乳胶仓单充足这一条件开始逐渐淡化，因此非标品基差收敛转差，非标期现套利难度提高。

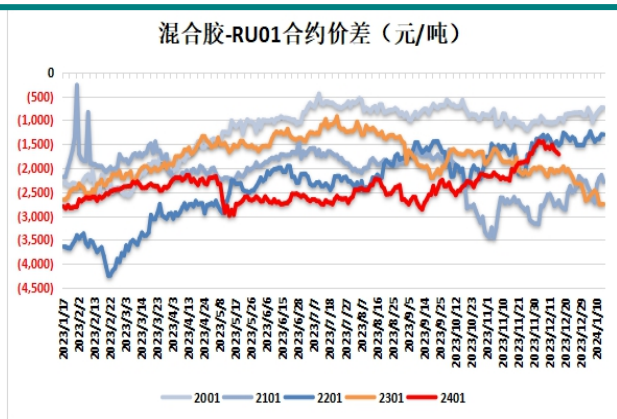
正常情况下，标品全乳胶基差收敛情况较好。但是近两年，由于产量的下降，再加上

收储等炒作，在有多头愿意接货的情况下，全乳胶基差也会出现不收敛的情况。

图：国产全乳胶-RU01 合约价差

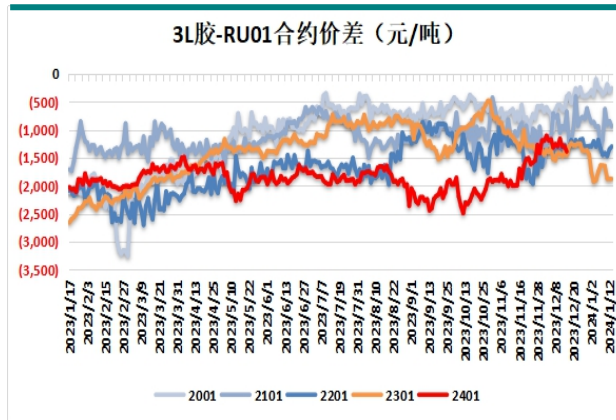


图：混合胶-RU01 合约价差

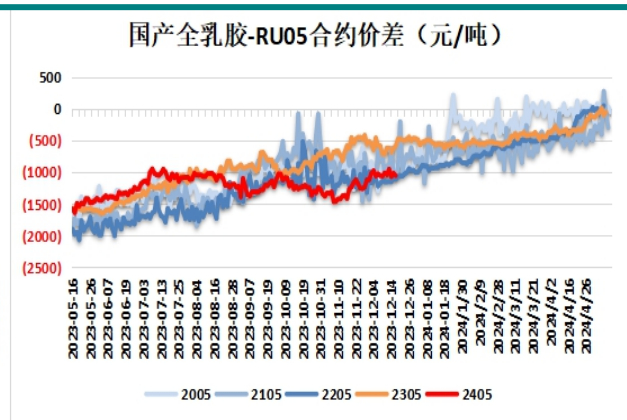


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：3L 胶-RU01 合约价差

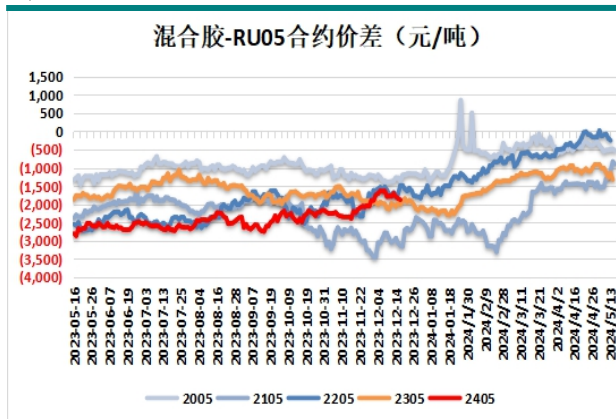


图：国产全乳胶-RU05 合约价差

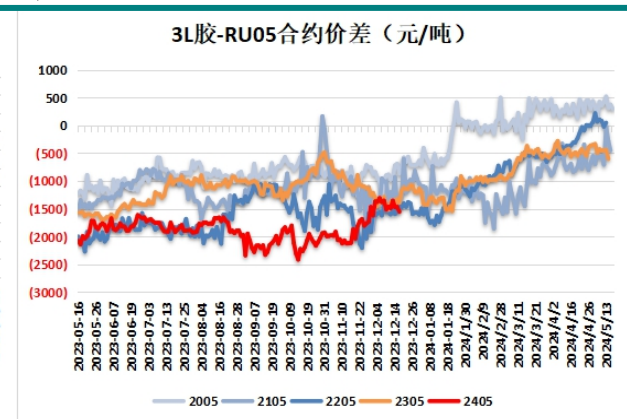


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：混合胶-RU05 合约价差

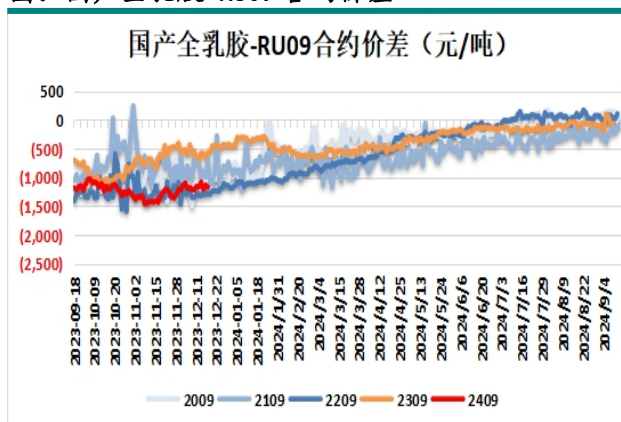


图：3L 胶-RU05 合约价差

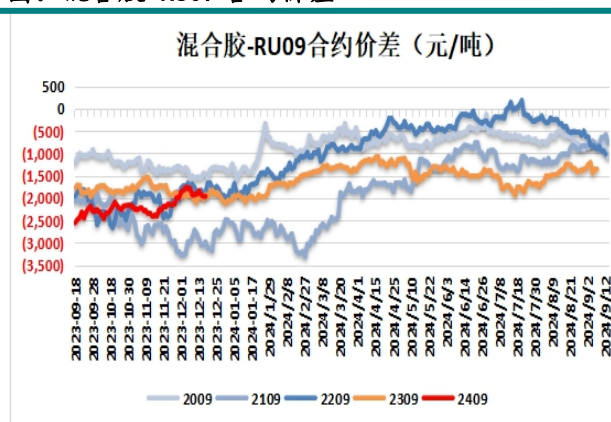


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：国产全乳胶-RU09 合约价差

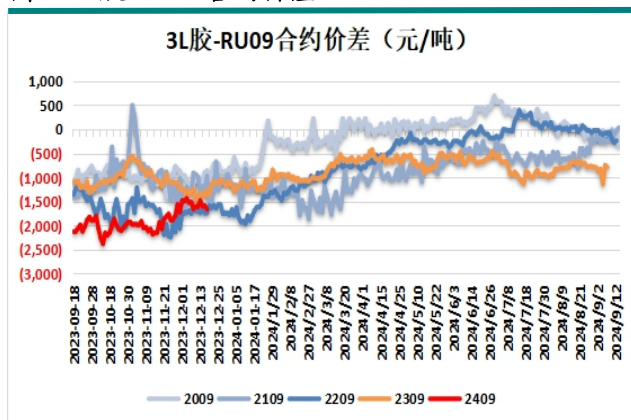


图：混合胶-RU09 合约价差



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：3L 胶-RU09 合约价差



资料来源：同花顺、新湖研究所

2. 跨月价差

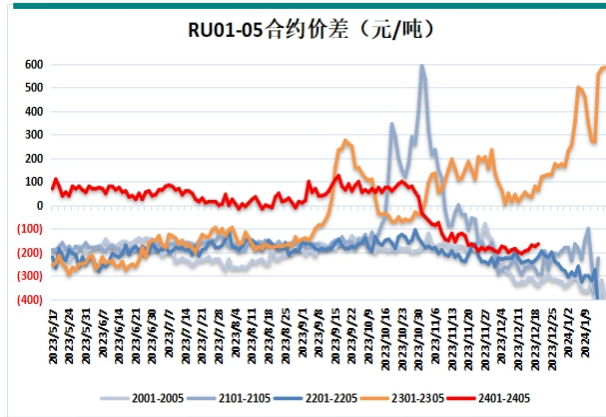
由于近端库存压力以及新老胶的区别，RU 远月合约一般升水近月合约。2023 年跨月价差出现过以下几次特殊情况：

1) 2023 年年初，由于仓单量偏少，加上有多头愿意在 2301 合约上接货，因此近远月价差快速走扩。不仅 1-5 价差走强，5-9 价差亦明显走强。

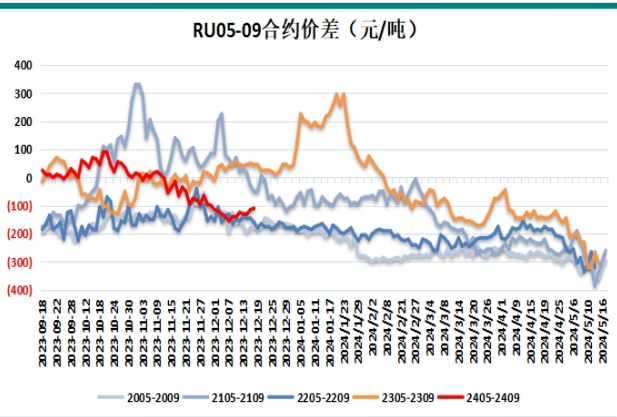
2) 由于自 5 月起，市场便频繁炒作国家收储以及主产区减产等消息，因此 9-1 价差多次阶段性大幅走弱。

3) 同样由于收储传闻，2405 合约自上市之初，1-5 价差便显著强于往年，01 合约甚至升水 05 合约。直到 10 月下旬，随着收储炒作的淡化，1-5 价差才逐渐回归往年正常区间。

图：RU1-5 价差

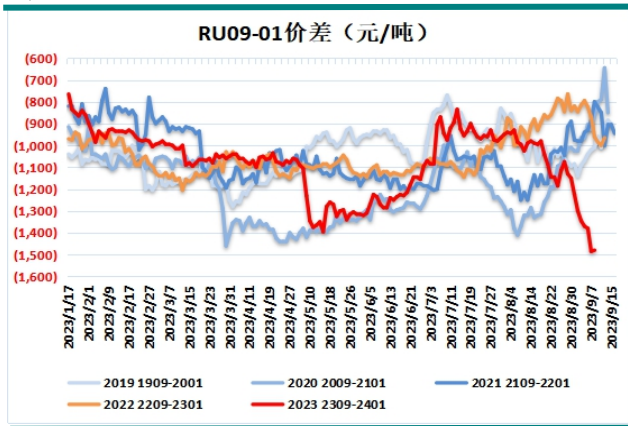


图：RU5-9 合约价差



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：RU9-1 合约价差



资料来源：同花顺、新湖研究所

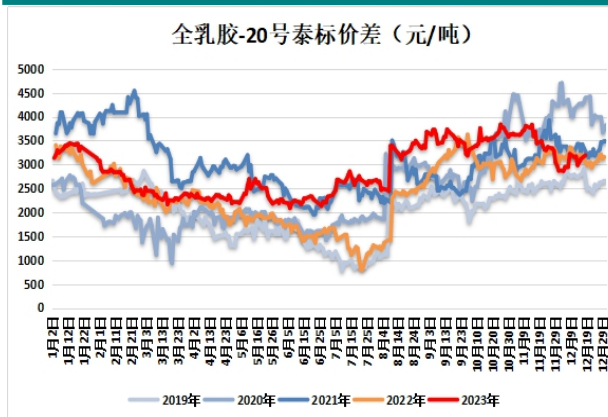
3. 跨品种价差

2023 年 5 月之后，由于市场频繁炒作全乳胶收储再加上今年全乳胶产量依旧不高，远低于预期，因此全乳胶价格较其他天然橡胶（包括 20 号胶、3L 胶、混合胶等）强劲。直到 4 季度后，由于收储预期的淡化、全乳老胶仓单的流出，以及混合胶进口减少等原因，全乳胶价格才相对走弱。

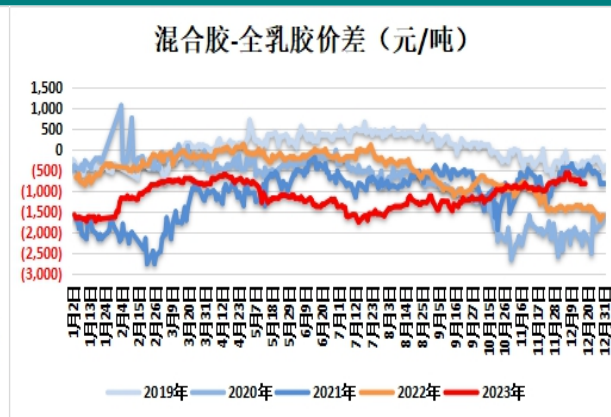
另外，历史上烟片胶由于品质好加上成本高，因此价格一直远高于全乳胶。但是自从子午轮胎普及后，烟片胶的需求便大幅萎缩，烟片胶-全乳胶价差大幅收窄。

2023 年，由于浓缩乳胶需求，尤其是医用手套需求大幅下滑，乳干比长期维持偏低水平，浓乳分流现象也基本消失。仅在 8 月份较短的时间内，由于泰国乳胶出口的急剧减少，国内浓乳供应不足，导致一部分胶水被分流生产浓乳。

图：全乳胶-20号泰标价差

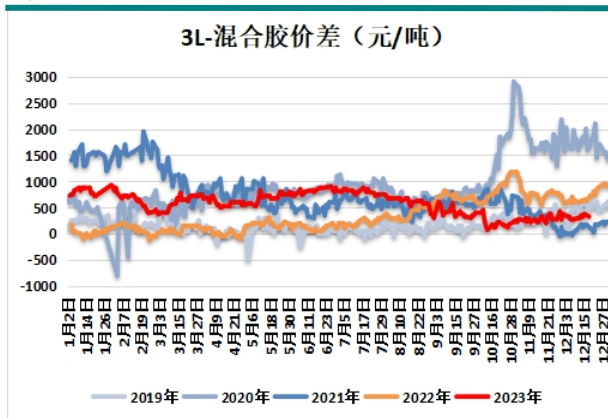


图：混合胶-全乳胶价差

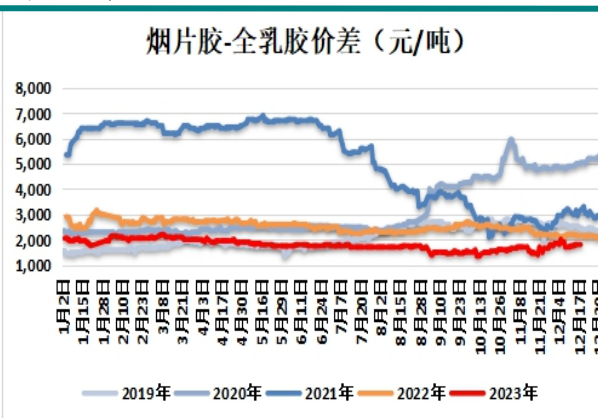


资料来源：同花顺、新湖研究所

图：3L 胶-全乳胶价差

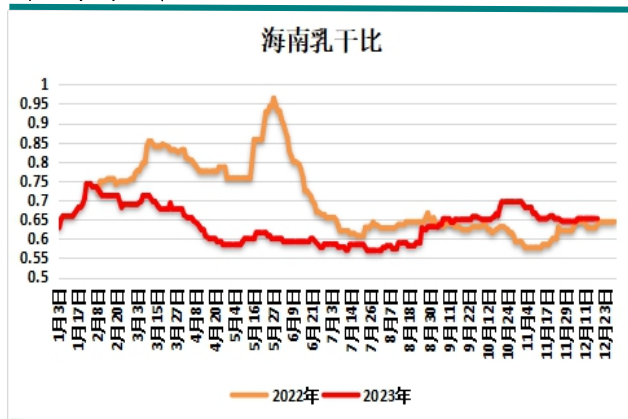


图：烟片胶-全乳胶价差



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：海南乳干比



资料来源：同花顺、新湖研究所

2024 年天然橡胶市场展望

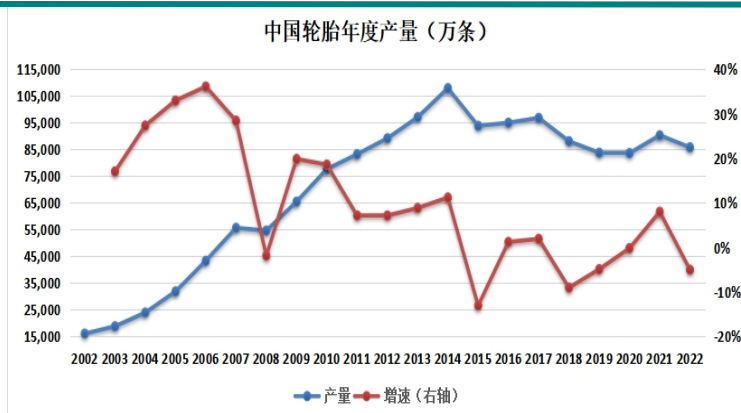
一、天然橡胶周期性牛市不确定性高

由于橡胶树种下后大约 10 年才能释放产量,所以相当一部分市场参与者认为天胶的价格以十年为一周期。历史上 2002 年-2011 年是一轮大牛市,而 2011 年至今是一轮大熊市。

1. 需求缺乏新的爆发性点，美国经济衰退预期走强

天胶价格牛市到来的路径主要为：需求出现新的爆发性点，而产量由于胶树生长周期较长，短时间无法释放，导致库存快速去化。2002年开始的这一轮牛市走的就是这条路径。当时需求的爆发性点是中国的轮胎生产。2002年-2014年，中国轮胎产量高速增长，最高增速甚至超过30%。但是2015年之后，中国轮胎增长迅速放缓，总体进入了负增长。而除了中国轮胎之外，全球范围内，天胶需求也没有出现新的爆发性点。甚至近期美国经济数据显露疲态，市场对美国经济衰退的预期再度甚嚣尘上。欧盟经济早已不景气，作为全球第一大经济体的美国若再陷入衰退，那么将对全球天胶需求产生重大打击。中国方面，由于2023年基数较高，2024年在高基数的基础上继续高速增长难度较大。另外，目前全球天然橡胶库存呈现产区低国内高的结构。极高的库存也将限制全球最重要的天胶消费国中国的消费能力。如果，海外其他销区无法显著提高天胶消费能力，则库存将进一步的向产区累积。

图：中国轮胎年度产量



资料来源：同花顺、新湖研究所

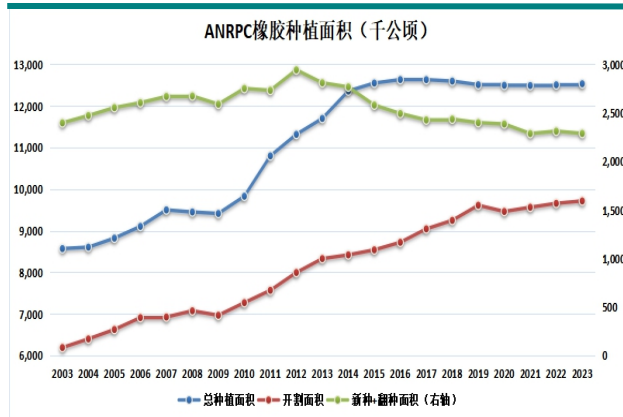
2. 全球天胶产量难以大幅下降

目前市场上对牛市到来的预测主要依赖于天胶产量的大幅减少。今年有关印尼因割胶利润微薄导致减产的消息被多次炒作。尽管亚洲由于天胶价格低位，种植和生产的积极性都不高，自2013年以来，新种面积大幅下滑；近年种植面积和开割面积增长停滞，甚至小幅下降。但是在更为贫困的非洲大陆，天胶种植仍具有相当的吸引力。作为新兴产区，近年非洲天胶的种植面积和产量快速增长。非洲天胶种植主要集中在科特迪瓦。目前，科特迪瓦已经超越中国成为全球第四大产胶国。2023年1-11月，科特迪瓦天胶出口共计142.7万吨，同比2022年同期的123.4万吨增加15.4%。根据胶树的生长规律，之后非洲的产量增长将加速。

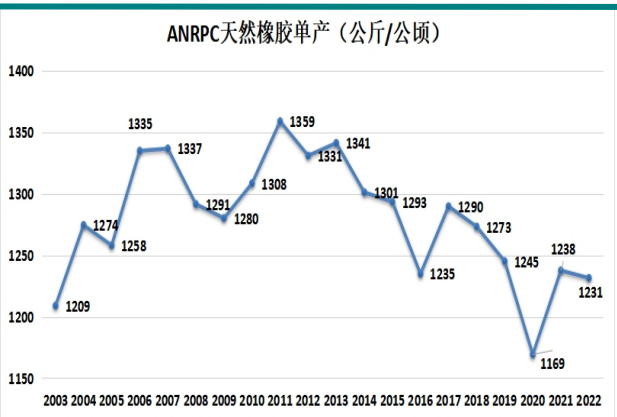
除了非洲之外，亚洲主产区天胶产量也仍有上升空间。由于积极性受挫，近年，ANRPC的天胶单产仅为1200公斤/公顷左右，较历史高水平单产有相当的距离。一旦天胶价格上涨，亚洲的单产也将快速上升。另外，亚洲超过一半的胶树都种植于上一轮牛市期间，也

就是树龄不足二十年。平均来看，ANRPC63%的胶树树龄不足二十年；其中泰国、越南和中国该项比例分别达到78%、95%和67%。胶树处于旺产树龄，增产潜力仍大。

图：ANRPC 橡胶种植面积

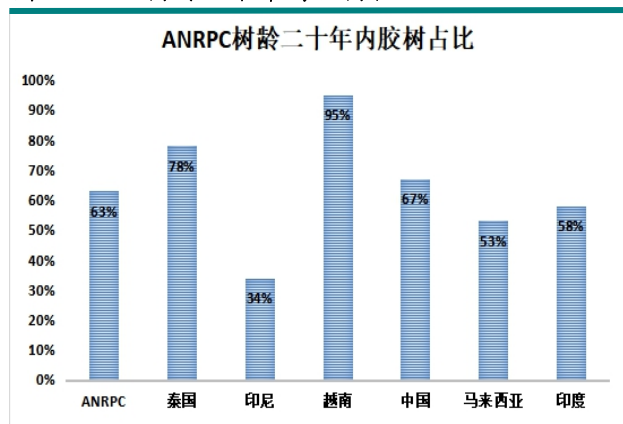


图：ANRPC 天然橡胶单产



资料来源：同花顺、新湖研究所

图：ANRPC 树龄二十年内胶树占比



资料来源：同花顺、新湖研究所

3. 需求决定方向

我们认为，一个真正的大牛市需要需求的推动。在需求无法增长甚至是下降的情况下，仅依靠上游的减产，是法出现持续性高强度的上涨。况且，上游减产的不确定也极高，一方面天气因素无法确定；另一方面天胶生产弹性大，目前产能产量也并未充分释放。在合适的天气以及价格条件下，产量仍有增产空间。

二、天气炒作仍将频繁

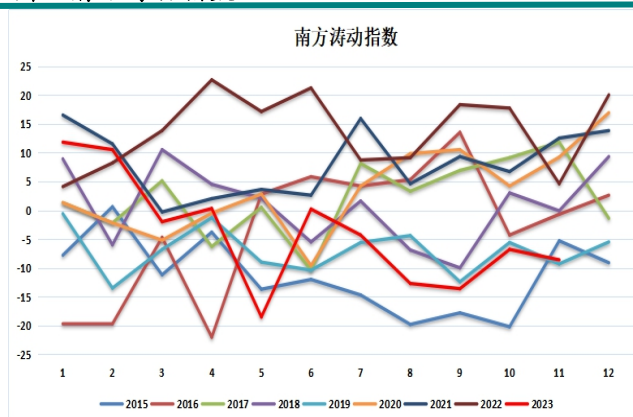
橡胶树是一种乔木，其抗灾害能力较强。橡胶树喜高温高湿，因此适宜生长在赤道附近。由于橡胶乳中含水量非常高，如果气候严重干旱，胶树容易减产。但投资者也会经常耳闻，降雨也会导致天胶减产。事实上，降雨多并不会导致胶树减产，反而有助于胶水的产出。只是因为胶林周边基础设施一般较为落后，降雨过多影响胶农割胶，从而影响产量。

关于天气的炒作，主要常见于每年的开割初期以及年底的旺产季。开割初期：由于天

气总是具有很强的不确定性，再加上近年由于割胶利润压缩导致不少胶园疏于养护，因此全球如此多的产胶地区都能按时开割是不太现实的。开割的推迟，尤其是中国产区开割的推迟总能引发炒作。年底产胶旺季：在产胶旺季，产量已经达到最高水平，后期产量即将季节性下降。如果天气异常导致旺季产量无法充分释放，市场容易担心停割季的天胶供应，从而引发炒作。

2023 年是厄尔尼诺年，根据相关机构预测，厄尔尼诺有可能延续到 2024 年 4 月。厄尔尼诺通常对天胶产区造成的影响是干旱高温。但 2023 年，我们更多听到的是产区降雨而非干旱。根据专家的研究，厄尔尼诺现象对全球气温的影响通常在其发生后的第二年出现。也就是说，高温干旱可能发生在 2024 年。2024 年市场对天气的炒作仍将较多。

图：南方涛动指数



资料来源：同花顺、新湖研究所

三、全乳胶产量或仍将维持 20 万吨左右

历史上全乳胶产量曾逼近 50 万吨。但近年，全乳产量大幅减少。由于全乳胶需求疲弱加上海南的大浓乳战略，全乳胶产量大概率再难达到历史的高水平了，仍将继续维持 20 万吨左右。

全乳胶产量的下降，一方面导致仓单的炒作增加。尽管全乳胶需求糟糕，但是如果仓单过低的话，仍有相当的炒作空间。诸如天气、收储、多头接货等等都有可能造成行情剧烈波动。另一方面导致非标品期现套利难度大大增加。在仓单缺少的情况下，非标品并不必然收基差。非标品套利的减少对期货盘面主要构成利多影响。一是从持仓看，空头力量减弱。二是从进口看，非标品进口可能减少。

四、天胶需求增长乏力

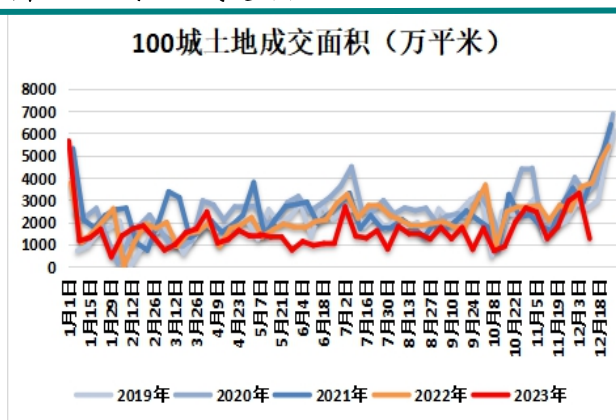
2022 年由于受到新冠疫情的影响，国内天胶需求基数低。这导致 2023 年在疫情防控放松后，天胶需求出现较大增长。但 2023 年基数已恢复正常，2024 年继续较大幅度增长难度较大。天胶内需乏善可陈，尤其是重卡替换胎需求不景气。2024 年，重卡替换胎终端房地产和基建预计仍然难以提振。

房地产方面：尽管 2023 年国家出台了不少房地产刺激政策。但直至目前，房地产的两大大先行指标土地成交面积以及商品房成交面积始终低迷，甚至没有出现往年常见的年底翘尾现象。因此可以推测，中短期内，房地产新开工以及施工数据仍然难以提升。

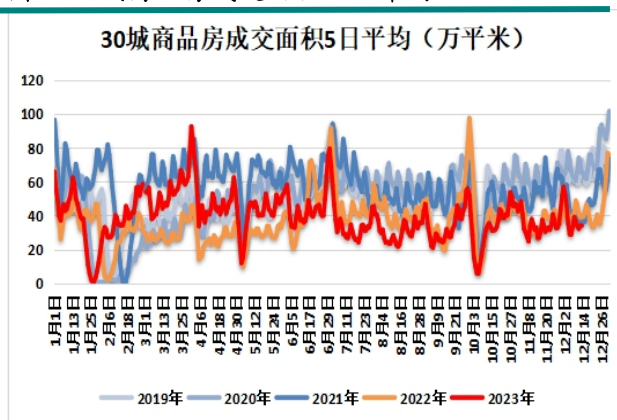
基建方面：2023 年 7 月起，基建投资同比增速便进入了下行轨道，预计 2024 年还将继续下降，仍将受到资金不足的困扰。尽管 2023 年四季度，国家发行了万亿国债；2024 年预计仍将发行新的特别国债 1 万亿。但是地方政府资金不足的现状仍难以根本性扭转。另外，根据中央经济工作会议，2024 年财政赤字率 3%，低于市场之前预期的 3.8%。

居民消费方面：无论是房地产还是居民消费，目前的症结在于居民投资消费信心不足。各种刺激手段暂时未能提高居民的对未来经济前景的信心。

图：100 城土地成交面积

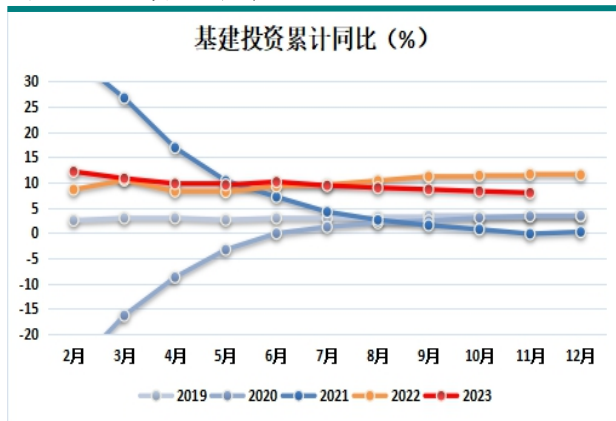


图：30 城商品房成交面积 5 日平均



资料来源：同花顺、新湖研究所

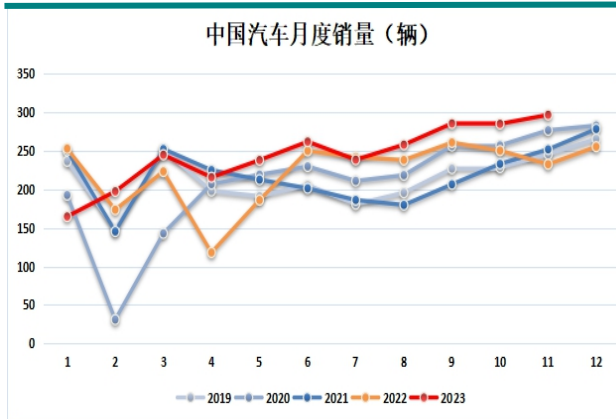
图：基建投资累计同比



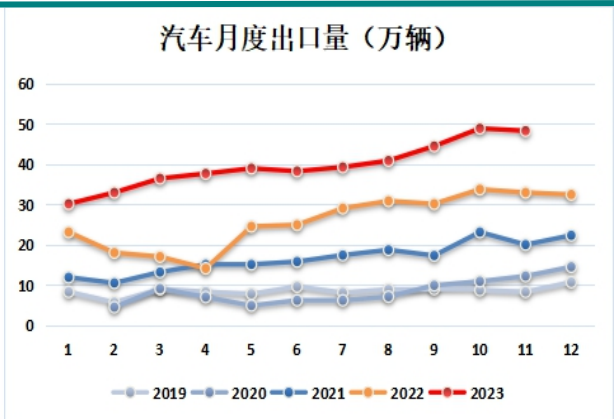
资料来源：同花顺、新湖研究所

新车销售方面：2023 年 1-11 月，中国汽车销量同比增长 11%，汽车出口同比增长 57%，基数已较高。2024 年在 2023 年的高基数上继续保持高速增长是非常困难的。

图：中国汽车月度销量



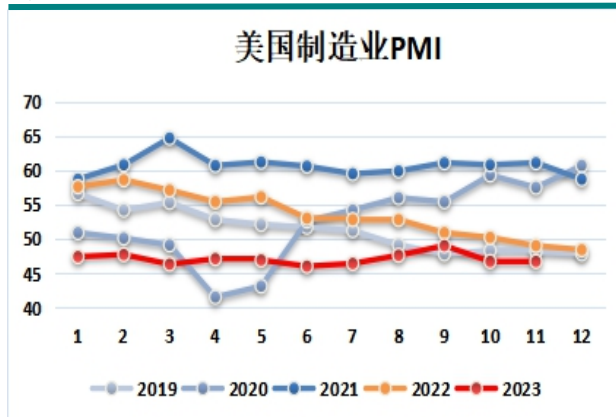
图：汽车月度出口量



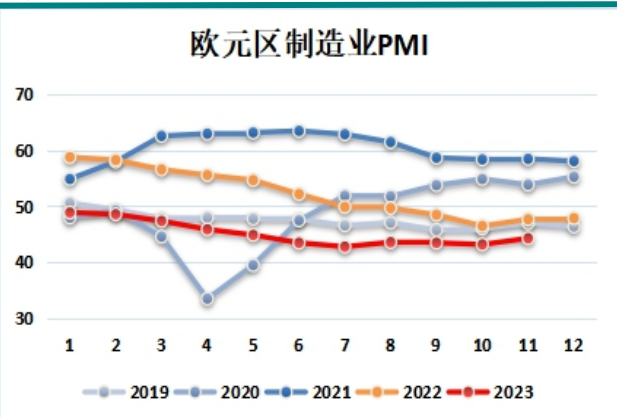
资料来源：同花顺、新湖研究所

由于中国的天胶 90%以上来自于进口，再加上中国生产的轮胎 60%以上出口到海外。因此天胶市场并不是封闭的市场，而是开放全球化的市场。需求不仅要看国内，还要看国外。尽管，美国停止了加息，但关于美国经济衰退的预期却越来越强。尽管 2023 年上半年也出现过类似的情形，但仍有区别。之前尽管预期强烈，但美国经济依旧强劲。但如今预期似乎要照进现实了，近期美国经济数据不断显露疲态。根据研究，美国经济衰退往往出现在加息之后的 1-2 年。欧洲经济已十分低迷，如果第一大经济体美国再衰退的话，那么将对中国轮胎出口以及全球天胶需求造成巨大的负面影响。

图：美国制造业 PMI



图：欧元区制造业 PMI



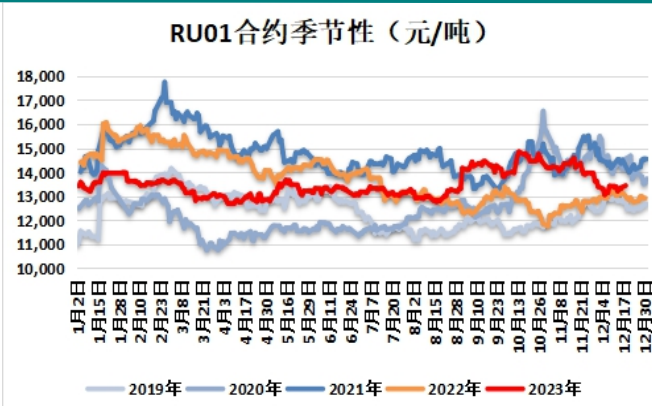
资料来源：同花顺、新湖研究所

四、天胶价格季节性鲜明

天然橡胶价格季节性较为鲜明，总体来说呈现上半年弱下半年强的特征。天胶价格季节性和其生产季节性有着密切的关系。年底旺产季，产量最高，价格也最强。这是因为市场总是在交易预期。产量已经最高了，后期不可能再继续增加，反而会因为停割季而减少，因此价格表现强势。如果旺产季遭遇天气等意外情况导致产量无法充分释放，则市场会更加担心之后停割季天胶供应是否会出现短缺，价格表现便会更强。此外，年底市场也容易炒作下一年的宏观预期，为价格的上涨加持。而在上半年的停割季，产量最低，价格也最

弱。和旺产季相反，停割季产量已经是年内最低，后期也不会再继续减少。反而开割之后，产量环比将迅速增加。另外，上半年市场也会验证前一年年底对今年的预期是否实现。但无论是否实现，价格一般都会出现回调。

图：RU01 合约季节性



资料来源：同花顺、新湖研究所

年报总结

1. 2023 年，全球天然橡胶供需双减，库存变化不大。库存呈现国内高海外低的特征。
2. 2024 年天然橡胶价格预计仍将在底部宽幅震荡，难以出现周期性大牛市。
2. 天胶大牛市出现的前提：一是需求爆发，二是供应增速不及需求增速。在需求无法快速增长甚至是负增长的情况下，仅依靠上游的减产是无法出现真正的大牛市的。况且在天气以及价格合适的情况下，天胶供应也仍有增长空间。
3. 尽管大牛市无法出现，但不可否认，由于割胶利润低下，加上近十余年亚洲传统产区新增种植面积的严重不足，目前天胶供应较为脆弱，稳定性不足。因此关于天气等有可能影响产量的因素都将继续被频繁炒作，导致价格波动剧烈。
4. 国内全乳胶产量预计仍将维持 20 万吨左右的偏低水平。这可能导致关于仓单的炒作增加，以及非标品期现套利难度增加。
5. 天然橡胶由于自身生产特点等原因，其价格一般呈现鲜明的上半年弱下半年强的季节性特征。
6. 2024 年，天然橡胶价格仍将低位宽幅震荡，但波动加剧，不建议以长周期牛市思路操作。

撰写人：施潇涵

电话：13757160245

从业资格号：F3047765

投资咨询号：Z0013647

审核人：李强

免责声明：本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及其观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者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新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖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更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。