

2023 年橡胶市场展望：南望王师又一年

分析概述

- 天然橡胶基本面长期积贫积弱，金融属性相对商品属性较强，当市场对宏观下行的预期占据主导时，一旦股票和商品出现普跌，投资者心态较为悲观，对自身表现较差的橡胶极易造成情绪杀。
- 单就橡胶品种来看是价值洼地，但宏观系统性风险不可忽视，因此 2022 年难以像 2020 年那样形成共振式上涨。然每当盘面向下偏离盈亏平衡线，上游生产利润被极度压缩，限制了胶价极度下行的空间。
- 中长期天然橡胶维持宽松格局，供需缺乏利好驱动，价格震荡偏弱运行为主。尤其 2023 年前几个月市场形势空前复杂，在基本面得到实质性改善之前，应偏向防御性思维。底部将是一个复杂漫长的过程，但时间最终将给橡胶市场重新带来平衡。
- **风险点：**东南亚主产区极端天气；下游汽车轮胎需求改善；疫情管控风向转变；其他宏观系统性风险。

研究员

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

目 录

价格重心下移，重回震荡筑底	3
供需大致均衡，多空难超预期	3
推演周期规律，未来产能可知	4
产区割胶旺季，进口同步放量	5
库存持续累积，仓单逻辑支撑	6
下游行业疲糜，需求亟待转机	7
盈亏成本托底，出清时候未到	9
底部漫长复杂，相信基本分析	10
免责条款	11

价格重心下移，重回震荡筑底

2022 年即将收官，天然橡胶走势整体上前高后低，价格重心较上年显著下移。现阶段天然橡胶内生周期尚未由熊转牛，而宏观预期又急转直下，这样的市场表现几乎是必然结果。

天然橡胶供应端具有农产品属性，橡胶树种植后最快要七年才能割胶，而割胶寿命可长达二十余年。这意味着相对大豆、生猪等其他农产品而言，天然橡胶无论产能扩张还是产能出清的周期都十分漫长。

回顾沪胶曾经在 2011 年达到 43500 元/吨的历史最高点，在高额利润的驱动下，2010-2012 年东南亚主产区掀起一轮种植热潮。产能高速扩张带来的供应过剩，也种下了此后十年大熊市的苦果。随着这批橡胶树陆续成熟开割，全球天然橡胶产能在 2020-2021 年度达到了历史峰值水平。弹指间十余年过去了，哪怕只考虑流动性的宽松程度，当前依附成本线 13000 元/吨附近的估值都是绝对的历史低位。

橡胶市场积贫积弱的本质是供大于求，随着新增产能投放下降和过剩产能自然出清，这个最大的压制因素将逐渐缓慢地自然消失。当然，处在价值洼地不等同于易涨难跌，主要趋势的改变需要强有力的驱动。

图表 1：天然橡胶期货盘面延续弱势



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：橡胶现货价格跟随期货回落

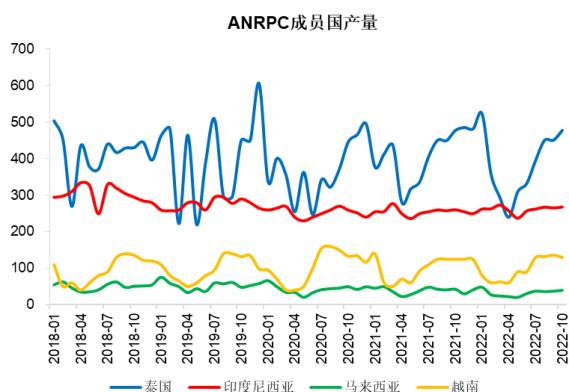


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

供需大致均衡，多空难超预期

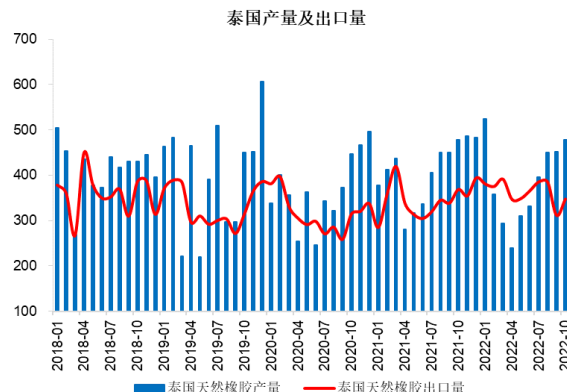
根据 ANRPC 最新发布的报告，估计 10 月全球天然橡胶产量同比增加 5.1%至 143.5 万吨，10 月全球天然橡胶消费量同比增加 1.2%至 130.1 万吨。2022 全年来看，ANRPC 预计全球天然橡胶产量料增加 2.1%至 1434.3 万吨，较上期下修 3.3 万吨；全球天然橡胶消费量增加 2.1%至 1480.5 万吨，较上期上修 1.9 万吨。

图表 3: ANRPC 产量属于正常年景水平



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

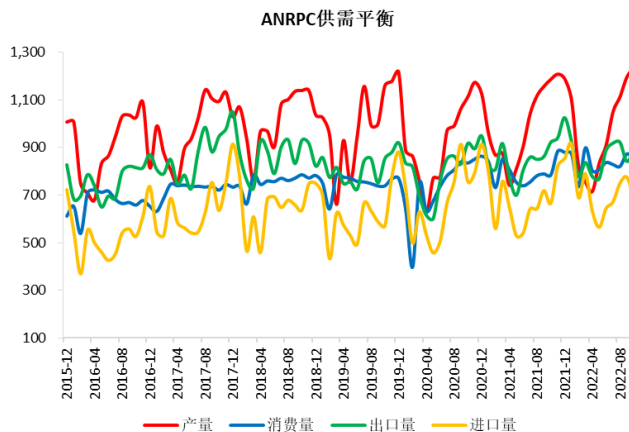
图表 4: 泰国仍为全球第一大橡胶出口国



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

按照其农产品属性的季节规律来看, 每年 4 月开始全球天然橡胶产量逐渐呈上行趋势, 通常在 11 月达到全年产量高点, 随后的 12 月至来年 1 月全球天然橡胶流动库存也将处于高位。不过 12 月东南亚极端天气往往较多, 近期泰国主产区割胶作业受雨水扰动较大, 市场预期旺季产出或不及往年。橡胶需求主要与宏观正相关, 目前全球宏观经济不确定因素较多, 尤其是美联储加息路径、俄乌战争、国内防疫政策等, 系统性下行压力仍较大, 需求端还有待进一步验证。若无超预期的重大利好或利空因素, 则本年度国际橡胶市场供需平衡大局已定。

图表 5: 天然橡胶市场结构整体相对平衡



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

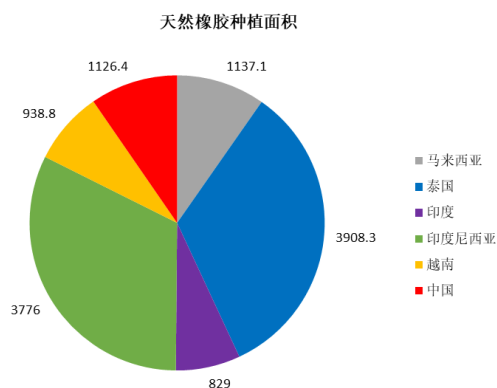
推演周期规律, 未来产能可知

类似一般的农产品, 天然橡胶产量有其特定的周期规律, 长期来看任何波动性因素都难以打破这个趋势。从 ANRPC 主要产胶国的种植面积来看, 现在到未来的若干年内, 全球天然橡胶总产能的上限是确定和可推算的。

天然橡胶总种植面积决定产能上限, 可分为两个部分: 已经成熟可以割胶的

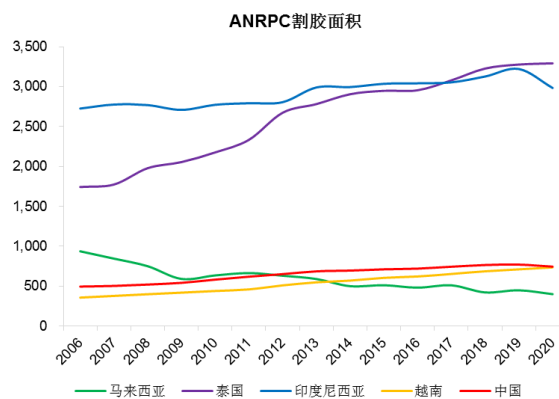
面积和未满七年不能开割的面积。橡胶树从种植到可以割胶通常需要 7-8 年，树龄 10-25 年为产胶高峰期，超过 30 年后经济效益逐渐降低，种植园依据价格变化安排砍伐翻种计划。从橡胶树的生长周期来看，2010-2012 年胶价位于历史高点时，东南亚种植的大批橡胶树到 2017-2020 年开始割胶，因此现在正处于并将长期处于全球天然橡胶产能释放的峰值阶段。

图表 6：全球天然橡胶产能达到历史高峰



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

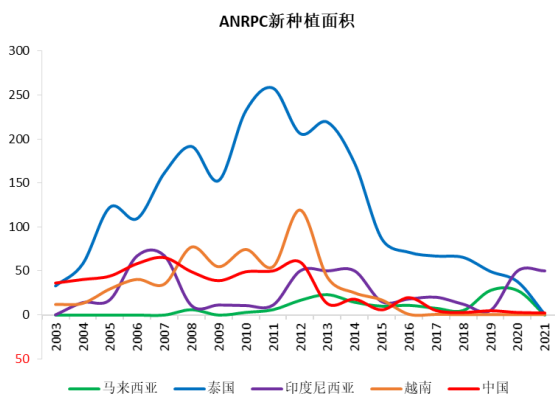
图表 7：ANRPC 可割胶面积基数庞大



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

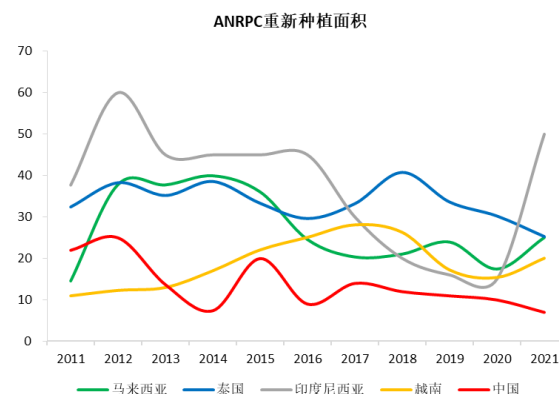
然而按照时间推算，主要传统产胶国本轮产能扩张已经结束，往后若干年内割胶面积都难有大规模增长。和其他一切周期型行业一样，天然橡胶的生产也存在类似于蛛网模型的动态关系，即即期价格影响下期供应。但是供应的价格弹性短期不显著，整个反馈过程极为漫长，这是由天然橡胶的生产特性使然。经年累月的胶价低迷极大打击了胶农补种的积极性，微薄的割胶收入也令橡胶树缺乏保养而加速淘汰。天然橡胶产能一旦下降就无法短期迅速补充，未来某一时点必然会迎来青黄不接的空窗期。

图表 8：ANRPC 新种植面积后劲不足



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：ANRPC 翻种积极性整体不高



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

产区割胶旺季，进口同步放量

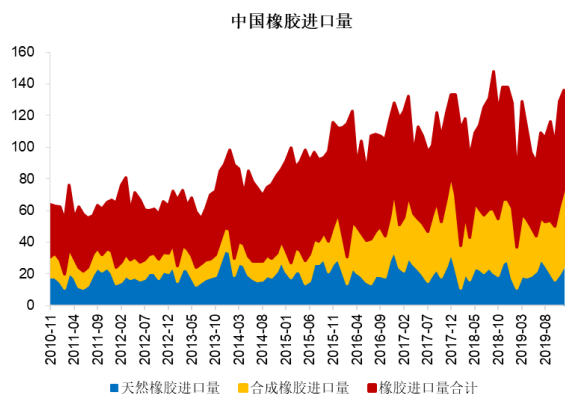
鉴于中国天然橡胶进口依存度高达 87% 以上，云南、海南产区的国产交割品生产固然重要，但东南亚产胶国的割胶情况，尤其是进口到港船期更能代表

国内市场的真实供应水平。

随着时间推移，国内云南西双版纳已经基本进入停割状态，海南地区将在 12 月底前全面停割，本年度原料供应逐渐步入尾声。近期东南亚局部地区降雨又开始增加，覆盖范围较大，泰国等主要产胶国短期原料产出受限。天然橡胶上游供应压力有所缓解，产地原料收购价格出现一定上涨，国内现货价格保持稳定。

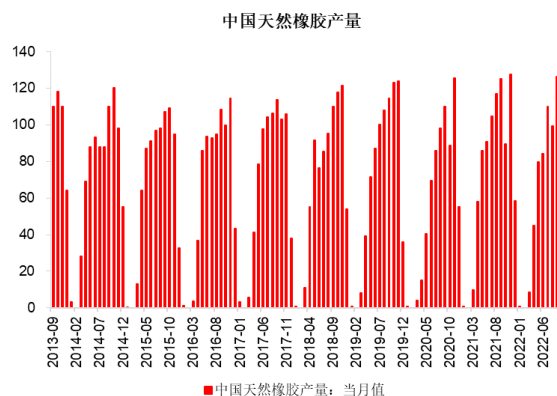
虽然近期原料成本端提振多头信心，但并不会对基本面造成根本性改变，后续无恶劣天气影响下，橡胶进口量将跟随产量释放呈同步放大趋势。海关统计数据显示，10 月中国天然橡胶进口量为 53.26 万吨，同比增加 27.4%；1-10 月，中国进口天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计 478.02 万吨，比去年同期增加 10.61%。展望未来两三个月，东南亚产胶国进入割胶旺季，叠加海外需求下滑，货源将主要涌入到国内市场。尽管国内产区即将进入停割期，但有替代指标胶大量流入，国内供应压力仍存。

图表 10：中国天然橡胶进口处于高峰期



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：国内云南、海南产区季节性停割期



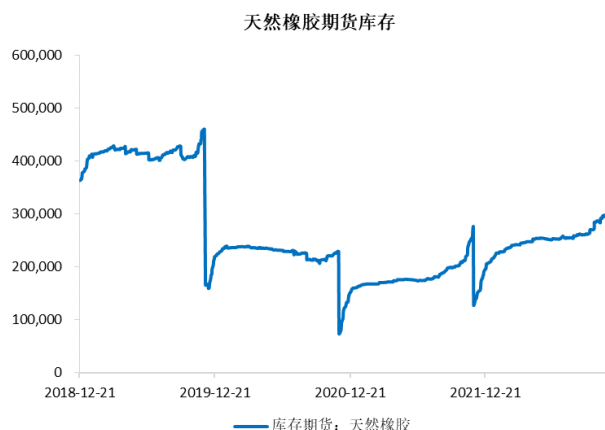
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

库存持续累积，仓单逻辑支撑

山东地区是中国乃至全球橡胶轮胎最大的生产基地，因此青岛港口库存变动是国内天然橡胶市场供需平衡重要的风向标。

按往年一般规律，通常 10 月中国橡胶进口到港处于下半年的低位，但今年意外地远高于同期水平，叠加需求恢复不及预期，现货市场正常的去库节奏被打乱。截至 11 月末，中国天然橡胶社会库存已攀升至 98.48 万吨，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 40.69 万吨，达到了年内的高点。目前国内云南产区已基本全面停割，海南产区也将于 12 月中下旬陆续停割，虽然国内原料产量将呈现季节性下滑的趋势，但由于进口递增和需求乏力，橡胶社会及港口库存持续处于累积状态，而后期进口随泰国旺产季放量，国内现货市场都将十分充裕。

图表 12：上期所沪胶仓单数量仍然偏低



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

不过细究天然橡胶定价机制，除了现货市场交投情况外，也体现出期货仓单的交割逻辑。

根据 RU 期货合约设计规则，上一年 5 月前注册入库的老胶仓单无法延期至来年，每年都会在 11 月强制注销转现。于是上期所橡胶仓单数据可观察到如下规律：每年 11 月随着年内最后一个合约交割，到期老胶仓单大量出库，可存续的新胶仓单数量直线下降。偏又时值国内橡胶产区停割期来临，这意味着主流交割品国产全乳胶接下来将进入供应低谷。在强制注销到新胶上市的几个月内，沪胶仓单正常应处于低位缓慢回升的状态，提供一定的交割逻辑支撑，直到国内全面开割后逐渐累积。

下游行业疲糜，需求亟待转机

天然橡胶下游 70% 以上应用于轮胎制造业，轮胎开工率可视为橡胶直接需求的主要指标。目前国内疫情多地反弹不断，轮胎行业景气度处于近年最低，轮胎企业开工负荷显著低于往年同期水平，且受高成品库存等因素制约难以提升，制约了对原材料橡胶的采购需求。

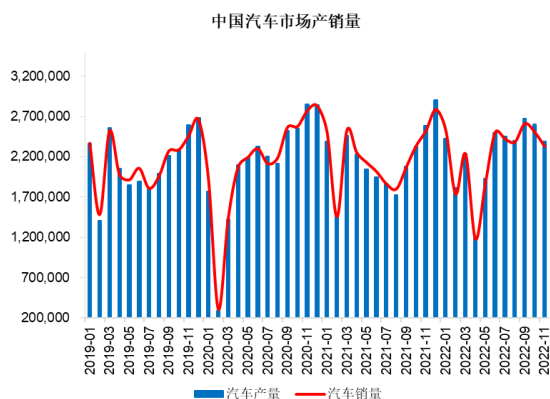
轮胎制造业再向下可分为三大细分市场：替换、配套和出口。替换市场公路运费低迷车辆饱和，配套市场乘用车产销量尚可，出口市场存在欧美经济衰退预期，整体上订单跟进情况缺乏利好。中国汽车市场从迅猛发展转入放缓，尽管下半年私家车购置政策红利将在一定程度上刺激消费，但难改汽车行业大环境的不景气。商用车轮胎的数量、重量和消耗都远高于乘用车，特别是重卡销量成为 2016 年以来拉动天然橡胶终端消费的核心支柱。然而，随着国六换代的政策红利被提前透支，一年多以来重卡销量连续同比大幅下滑。

图表 13: 国内轮胎企业开工承压



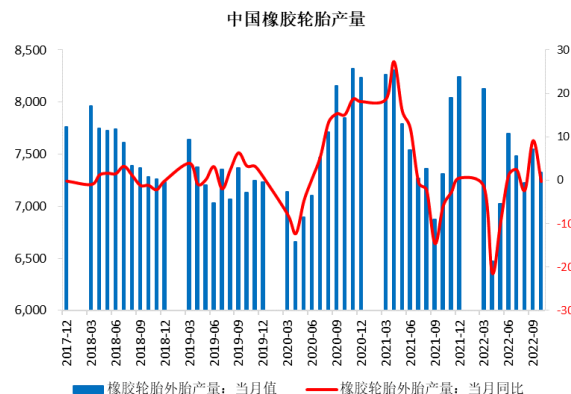
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 15: 汽车市场政策红利提振



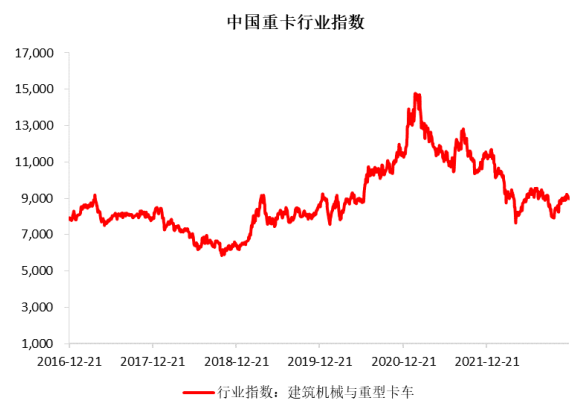
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 14: 橡胶轮胎订单难有起色



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

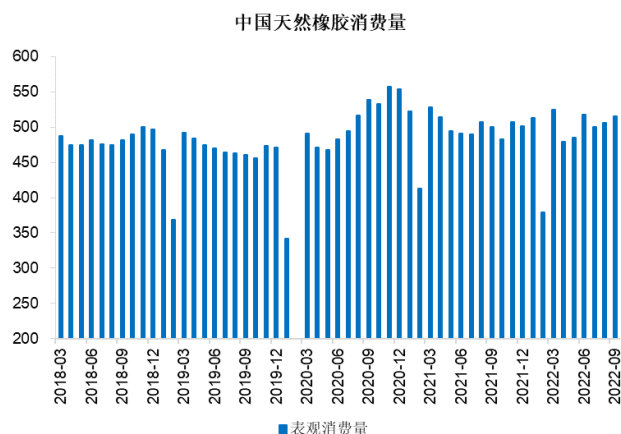
图表 16: 重卡行业景气周期下拐



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

天然橡胶下游需求和宏观经济整体呈正相关性, 以持续稳健的自然增长为常态。当前, 国内外系统性风险与宏观下行压力使得实际需求乏力, 整个橡胶产业链陷入僵局状态, 下游汽车轮胎行业整体恢复程度不及预期, 关注若后期需求端未有实质性改善, 橡胶走势大概率围绕成本线展开低位震荡。

图表 17: 中国天然橡胶需求增长缺乏动力



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

盈亏成本托底，出清时候未到

按照理论设计，上期所上市的天然橡胶期货（业内通称沪胶）RU 合约的交割标的主要为国产全乳胶和少部分进口泰国三号烟片胶。历史上沪胶盘面曾长期运行于成本线以下，甚至一度出现一杯胶水不如一瓶矿泉水值钱的窘境。

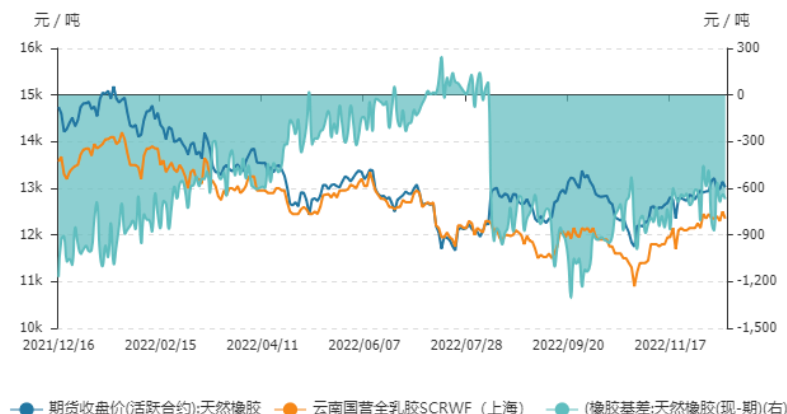
在胶价低迷的同时，国内云南、海南产区天然橡胶生产成本却居高不下。据了解，海胶集团天然橡胶直接生产成本达 1.6 万元/吨；云南天然橡胶产业集群自产干胶综合成本达 1.5 万元/吨，仅割胶和胶园抚管人工成本就有约 1 万元/吨。天然橡胶价格持续低位运行，目前远低于 1.3 万元/吨左右的国产最低盈亏平衡线。

经济效益低下引发胶园弃割弃管，种植面积和产量保障面临较大压力。割胶工作劳动环境恶劣，时间日夜颠倒，且收入相当微薄。近年来，国内从事割胶作业的人员大量流失，目前胶工平均年龄接近 50 岁。大量胶园无人割胶，容易被侵占种植其他作物。国内橡胶加工产业具有小、散、乱的特点：云南橡胶加工厂数量和产能规模远超本地橡胶实际产量，高价抢原料、压价卖产品等现象频发；海南天然橡胶年产量 30 余万吨，加工企业却多达 100 多家，行情逢低时亏损严重。

作为全球天然橡胶主产区，东南亚国家人工、土地等成本大幅低于国内。以泰国为代表，当地天然橡胶生产成本约 8 千元/吨，即便胶价在万元低位时仍有割胶动力。如胶农每月割胶收入在 1500 元左右，对云南、海南农民意味着生活拮据，但在东南亚已属农民的中高水平收入。由此看来，上游供应端对胶价低迷的忍耐程度较高，全球橡胶产能出清时候未到。

综上，天然橡胶生产效益低下、综合成本高昂，国内橡胶产业长期成本倒挂，胶园弃割弃管、胶工流失严重，但当前胶价尚不足以引发东南亚大规模产能出清。因此未来很长一段时间，天然橡胶仍将挣扎在成本线附近，消化产能扩张带来的阵痛。

图表 18: 沪胶基差压缩至历史低位区间



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

底部漫长复杂，相信基本分析

有关于天然橡胶供需平衡及交割特征，我们此前已经介绍的非常详尽，在此不多加赘述了。天然橡胶基本面长期积贫积弱，金融属性相对商品属性较强，当市场对宏观下行的预期占据主导时，一旦股票和商品出现普跌，投资者心态较为悲观，对自身表现较差的橡胶极易造成情绪杀。

2022 年国内多地公共卫生事件反复，经济活动受限的情况加重，同时美联储连续激进加息，全球经济衰退的风险加剧。单就橡胶品种来看是价值洼地，但宏观系统性风险不可忽视，因此 2022 年难以像 2020 年那样形成共振式上涨。然每当盘面向下偏离盈亏平衡线，上游生产利润被极度压缩，限制了胶价极度下行的空间。

由此可见，橡胶短期走势不乏情绪为王，须做好面对极端波动的准备；但也正因市场是非理性的，同时为价值投资提供较大的安全边际。我们深刻地认识到，盈亏同源性在此时体现的淋漓尽致。抛开短期走势的随机性，天然橡胶是一个规律性很强的品种，相比投机博弈更宜长远布局。

结论是，中长期天然橡胶维持宽松格局，供需缺乏利好驱动，价格震荡偏弱运行为主。尤其 2023 年前几个月市场形势空前复杂，在基本面得到实质性改善之前，应偏向防御性思维。底部将是一个复杂漫长的过程，但时间最终将给橡胶市场重新带来平衡。

最后多讲几句。出于研究员的专业性，本应不带有感情地客观分析任何一种大宗商品。然而，每念及吃苦耐劳、收入微薄的胶农，相信基本分析和价值投资的多头，及寄予天然橡胶产业链健康发展的愿景，笔者想到一首诗做结。

三万里河东入海，五千仞岳上摩天。

遗民泪尽胡尘里，南望王师又一年。

免责声明

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：<http://www.cicccwmf.com/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦42楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900