

橡胶月报

2021年12月31日

中银期货研究部

彭程

投资咨询号：Z0017156

从业资格号：F03093150

联系方式：021-61088052

供应淡季叠加库存低位，RU多配思路对待

摘要：

供需双弱。11月进口环比增长，但国内开始进入停割季。我们预计12月以及明年1月进口量持平。国内主产区2021年割胶季基本停割。总体来看，包括中国、越南、泰国等国家，未来产量将逐月下降，一季度是全年供应淡季。需求方面，成品库存累积，终端需求不畅，轮胎厂降负。

不过，需要注意到，青岛贸易环节库存未见季节性累库，海外非中国地区需求尚可，主产区推迟对华船期，市场担忧后期发运恢复正常后，需求淡季将迅速累库。国内停割与泰国旺产、低库存现实与累库预期两相博弈。我们认为，累库需要等到春节以后。考虑交易所期货库存后，月度表观库存累积2万吨，绝对库存59.3万吨，仍处在近三年低位水平。主要原因在于天然橡胶期货库存增量不足以抵消贸易环节的持续性去库。

回到盘面，随着近月RU2201合约进入交割月，月间价差扩大，正套窗口打开，橡胶近端供应压力缓解。我们对RU2205的月度价格判断为14000~16500元/吨，逢低可考虑多配，策略周期1~2个月。20号胶期货由于偏向于连续合约，现货对20号胶的约束力强于天然橡胶期货。基于当前偏高的期货库存水平以及弱基差，偏空配。价差策略方面，可考虑买RU2201空RU2205的正套机会；NR期现套利机会；RU-NR阶段性看扩，但从历史价差区间来看，因处于历史高位，盈亏比不佳，故不建议操作，观望为宜。

风险提示：青岛地区累库快于预期，海外疫情重症率上升带来系统性下跌风险。

顺祝2022年新年快乐！投资顺利！

1. 天然橡胶月度行情回顾

图表 1: 天然橡胶期货主力合约

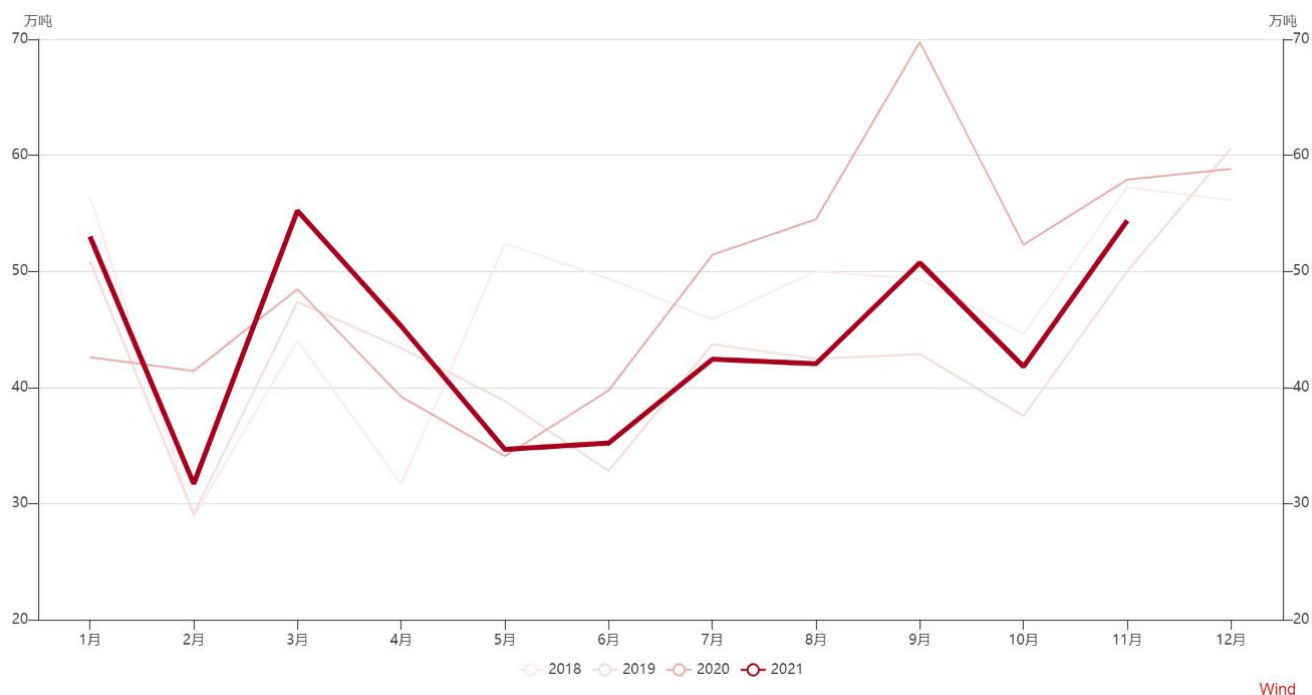
品种	代码	开盘价 元/吨	收盘价 元/吨	涨跌幅 %	持仓量 手	上月持仓 手	持仓变化 手
日期		2021/12/1	2021/12/31		2021/12/31	2021/11/30	
橡胶	RU2205.SHF	14,930	14,855	-1.91	230,231	163,893	66,338
20号胶	NR2203.INE	11,875	11,715	-2.46	25,880	12,766	13,114

资料来源: Wind, 中银期货

2. 逻辑分析

2.1 供应——进口环比增长，但国内进入停割季

图表 2: 中国天然橡胶（10个税则号）进口季节性（万吨）



资料来源: 海关总署, 中银期货

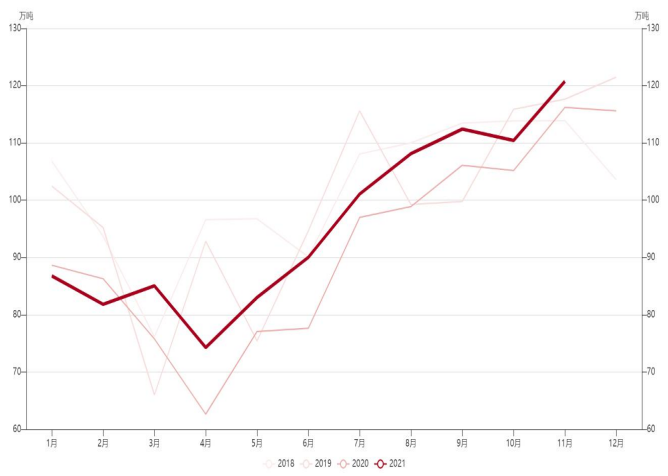
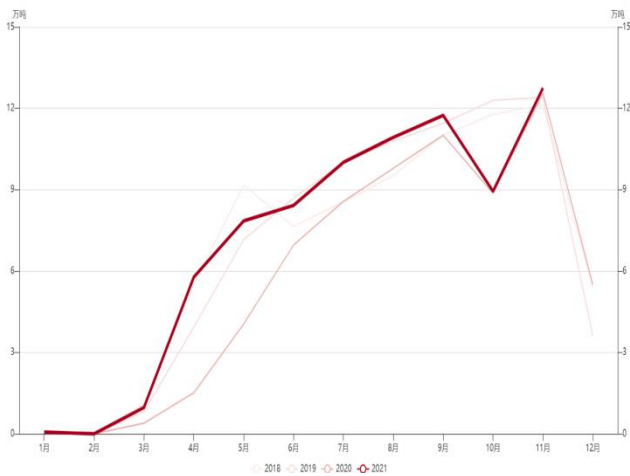
如图表 2 所示, 根据海关总署公布的数据, 11 月中国天然橡胶进口量 (10 个税则号) 共计 54.37 万吨, 环比增长 30.1%, 同比减少 6.0%。分胶种来看, 11 月份混合胶进口量 29.5 万吨, 占全部天胶进口 54.3%, 环比增幅高达 41.3%, 其他胶种环比下滑或增幅不明显。混合胶环比增加, 一方面是主产国旺产季供应充足, 另一方面是前期货源延迟到货所致。同比来看, 天然乳胶进口同比增幅 22.4%, 其他胶种同比则均有所下滑。11 月同比弱于去年的原因在于, 一是泰国产区当时连续多雨, 影响割胶及生产; 二是非中国地区需求尚可, 海外主产国仍以发其他地区为主, 对中

国的船期仍有推迟；三是国内期现价差扩大有限，套利盘年前加仓谨慎。预计12月中国天然橡胶进口环比增速将放缓。

1~11月累计进口486.5万吨，同比减少8.4%。除混合胶累计同比出现17.5%的下滑外，其他胶种均有所增加。混合胶占全部天胶进口量比例为55%。

图表3：中国天然橡胶产量季节性（万吨）

图表4：主产国产量季节性（万吨）



资料来源：ANRPC，中银期货

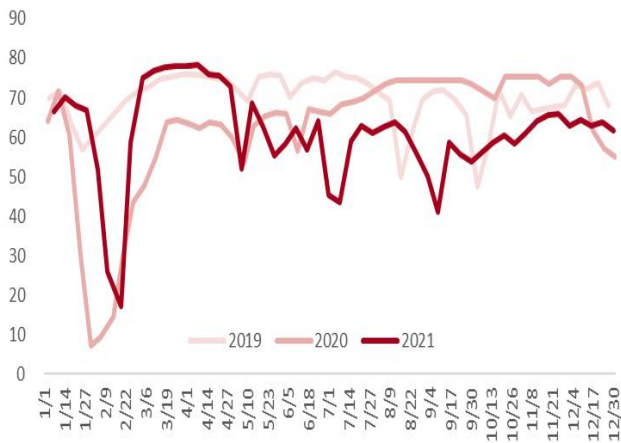
资料来源：ANRPC，中银期货

国内主产区2021年割胶季基本停割。云南产区11月底12月初陆续停割。10月份时曾因主要口岸受新冠疫情影响关闭、原料通关受阻而影响天然橡胶生产。海南产区截至月底，仅南部小面积维持生产。截止至29日，海南产区制浓乳原料胶水收购价12800元/吨，月度下跌200元/吨；进全乳厂胶水收购价12100元/吨，月度下跌900元/吨。加工厂对原料的需求下降。

国外方面，由北自南，越南1月份即将停割，泰国当前处于旺产季，11月因多雨天气叠加当地加工厂抢夺原料导致原料价格上涨，进而刺激本月当地割胶积极性。本月月内天气晴朗少雨，原料胶水正常放量，胶水-杯胶价差收窄至2~3泰铢/公斤。不过，需要注意到，1月份产量将季节性环比减少。如图表4所示，包括中国、越南、泰国等国家，从季节性来看，未来产量将逐月下降，一季度是全年供应淡季。

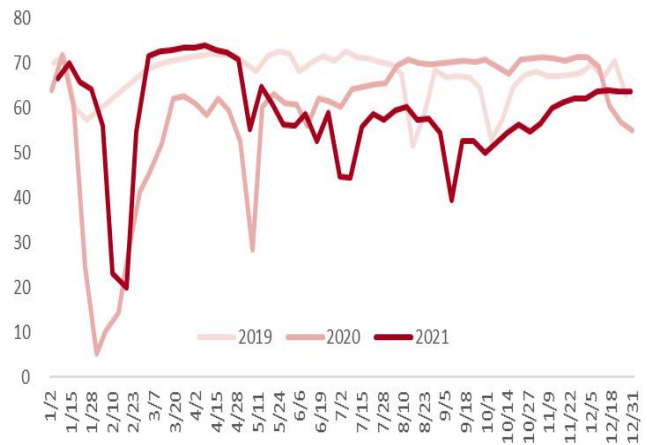
2.2 需求——成品库存累积，终端需求不畅，轮胎厂降负

图表 5: 全钢胎开工 (%)



资料来源: Qinrex, 中银期货

图表 6: 半钢胎开工 (%)

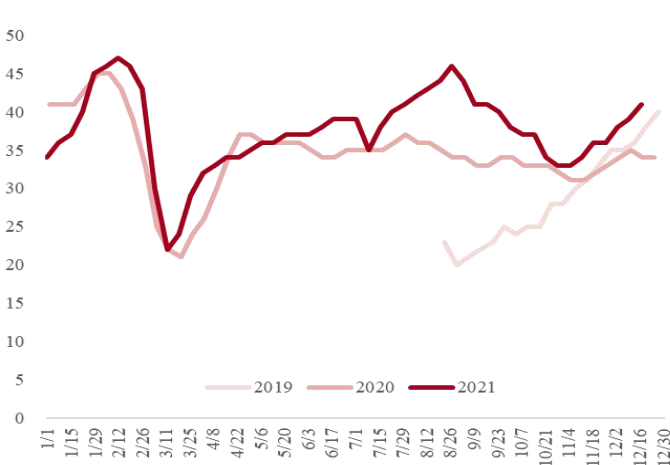


资料来源: Qinrex, 中银期货

如图表 5 所示, 根据 Qinrex 的调研数据, 截至 12 月 30 日当周, 国内样本企业全钢胎周度开工率 61.7%, 环比下调 3.4%, 尽管周度来看高于去年同期, 但从今年下半年开始, 全钢胎的开工持续处在六成上下, 阶段性因为成品累库或环保限产而主被动下降开工至五成以下。

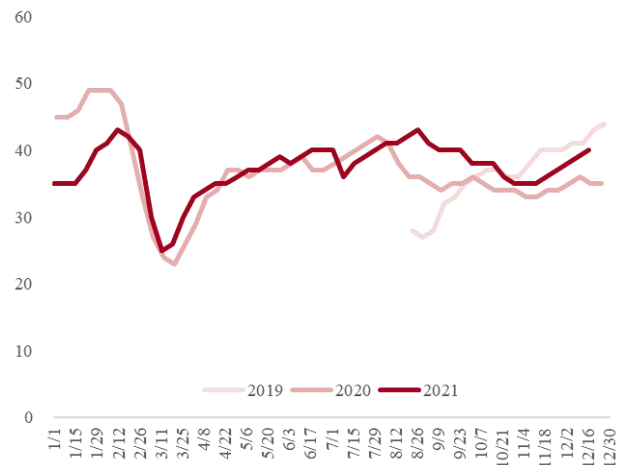
相对而言, 样本企业半钢胎的开工情况好于全钢胎, 但也仅是“五十步笑百步”。如图表 6 所示。

图表 7: 全钢胎成品库存天数 (天)



资料来源: Qinrex, 中银期货

图表 8: 半钢胎成品库存天数 (天)



资料来源: Qinrex, 中银期货

如图表 7、图表 8 所示, 9/10 月份, “金九银十”之际, 不论全钢胎还是半钢胎, 曾经历过两个

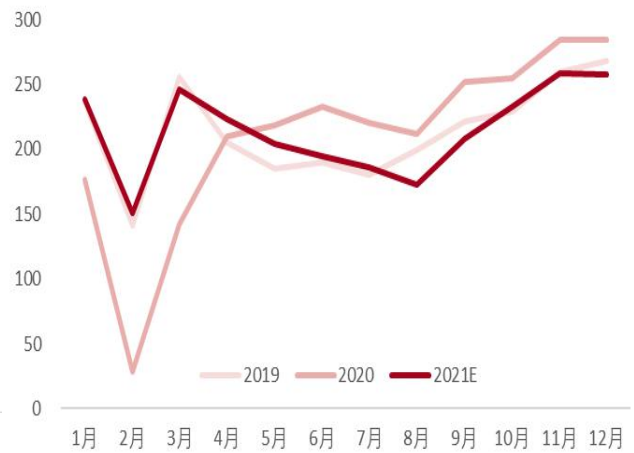
月的去库。但随着终端需求不足，11月后，轮胎企业成品库存快速累积，其中全钢胎库存天数高于过去两年同期水平。

图表 9：卡客车经销商库存天数（天）



资料来源：Qinrex，中银期货

图表 10：汽车产量季节性（万辆）



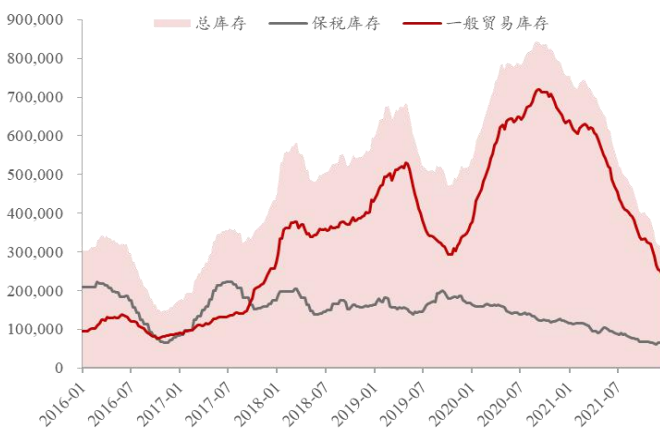
资料来源：中国汽车工业协会，中银期货

11 月份，全国卡客车轮胎经销商库存总体水平为 59.50 天，环比增加 4.55 天，增幅为 8.28%。如图表 9 所示。我们根据卡客车经销商的库存水平，根据车企以销定产的原则，给予商用车、乘用车产量均环比持平的乐观估计，预计 12 月份汽车产量 258 万辆，1~12 月累计产量 2573 万辆，较去年同比增长 2%。

卡客车经销商库存天数远高于历史同期水平，创出近三年以来新高。今年春节在 2 月份，需关注 1 月份节前的促销活动是否能带动库存去化。

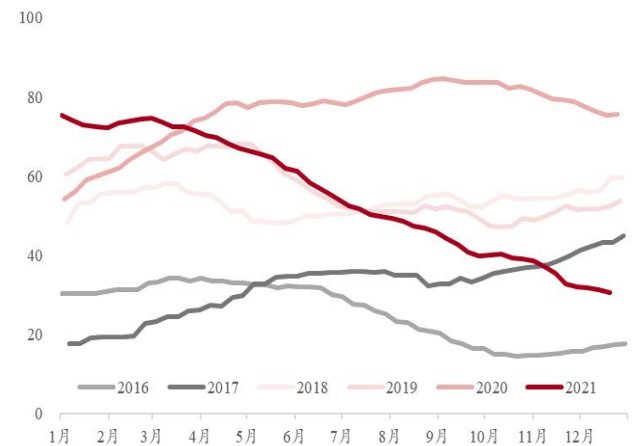
2.3 库存——青岛去库，期货累库；总库存近三年低位

图表 11：青岛地区库存（吨）



资料来源：Qinrex，中银期货

图表 12：青岛库存季节性（万吨）

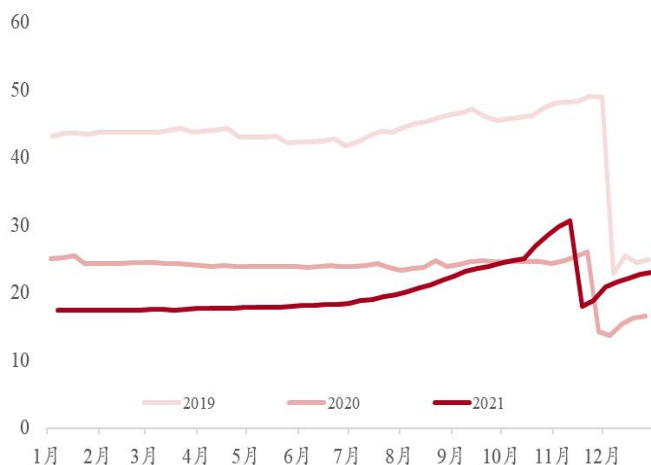


资料来源：Qinrex，中银期货

如图表 11 所示，12 月份，青岛地区天然橡胶现货库存继续下滑。受船期不稳影响，库存继续下降。截至 12 月 27 日，青岛地区总库存 29.4 万吨，较上月减少 2.6 万吨，降幅 8.2%。其中区内 6.6 万吨，较上月减少 0.02 万吨，降幅 0.3%；一般贸易库存 22.78 万吨，较上月减少 2.6 万吨，降幅 10.3%。一般贸易库存占青岛地区库存 77.5%，下降幅度大于区内。

从图表 12 的季节性可以看出，青岛库存因船期扰动未现季节性累库。市场担忧后期船期稳定后，青岛地区库存在需求淡季的背景下将出现快速累库。我们预计青岛库存累积也许需要到春节以后。

图表 13：上期所 RU 库存（万吨）



资料来源：SHFE，中银期货

图表 14：上期能源 20 号胶库存（万吨）



资料来源：INE，中银期货

如图表 13、图表 14 所示。根据上海期货交易所公布数据，截至 12 月 31 日，上期所 RU 库存 23 万吨，较 11 月底增加 4.2 万吨；20 号胶库存 6.9 万吨，较 11 月底增加 1.7 万吨。

表观总库存来看，月度库存累积 2 万吨，绝对库存 59.3 万吨，仍处在近三年低位水平。主要原因在于天然橡胶期货库存增量不足以抵消贸易环节持续性去库。

3. 行情前瞻

进口，受海外船期以及中国春节临近影响，预计 1 月份进口环比下降。

产量，1 月份国内停割、越南中下旬停割，泰国供应由旺转淡，主产国供应进入淡季。

需求，春节临近，轮胎厂开工下调。关注终端春节促销活动是否能促进库存去化。

库存，预计青岛地区库存累库将在春节以后，即使春节前累库也难有较快增幅。

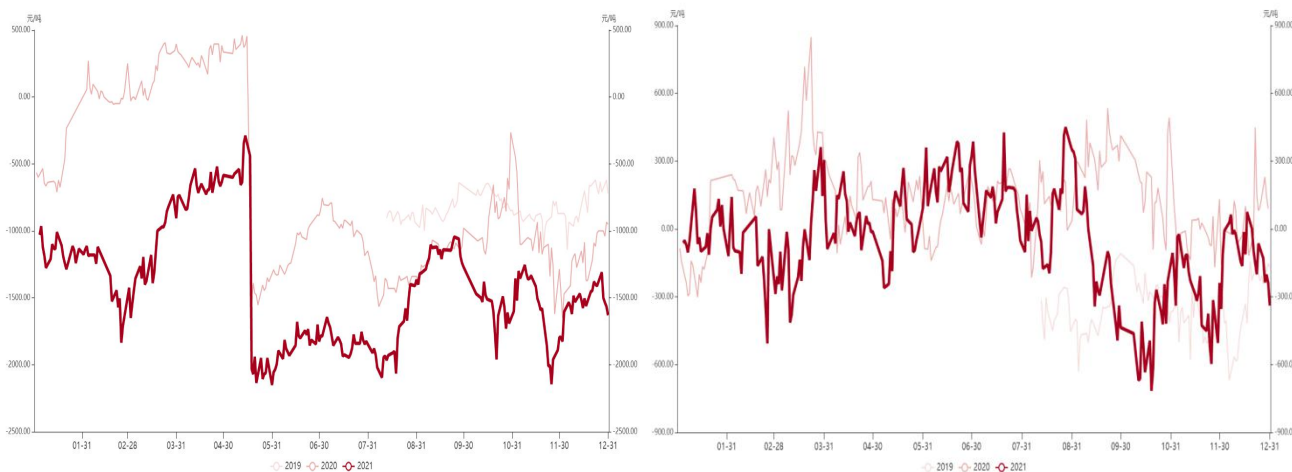
预期，市场对明年一季度基建以及流动性有较好预期。

4. 策略建议

单边：国内基本停割，海外也即将进入产量供应淡季。船期扰动，短期难看到贸易环节库存大幅累库。随着近月 RU2201 合约进入交割月，月间价差扩大，正套窗口打开，橡胶近端供应压力缓解。我们对 RU2205 的月度价格判断为 14000~16500 元/吨，逢低可考虑多配，策略周期 1~2 个月。

20 号胶期货由于偏向于连续合约，现货对 20 号胶的约束力强于天然橡胶期货。基于当前偏高的期货库存水平以及弱基差，偏空配。

图表 15：上期所天然橡胶与越南 3L 的价差（元/吨） 图表 16：上期能源 20 号胶基差（元/吨）



资料来源：SHFE, Qinrex, 中银期货

资料来源：INE, Qinrex, 中银期货

- 价差：**（1）RU2201 与 RU2205 正套；
 （3）NR 期现套利；
 （2）RU-NR 阶段性看扩，但从历史价差区间来看，因处于历史高位，盈亏比不佳，故不建议操作，观望为宜。

5. 风险提示

青岛地区累库快于预期，海外疫情重症率上升带来系统性下跌风险。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513