

橡胶年报：缺乏实质驱动 窄幅震荡或成常态

产业服务总部

能化产业服务中心

2021-12-20

报告要点

回顾 2021 年的行情，橡胶做到了去年年报中提出的“基础牢固，迎接光明”，也经历了年中半年报提出的“泥泞之中，希望仍在”，但整体来看价格的波动再次陷入长久以来震荡区间，并且明年继续在震荡区间波动的概率同样很大。

2021 年橡胶运行的脉络是十分清晰的，处于长达 8 年的 9500-16000 主震荡区间的上半区，即 12750-16000 区间。

虽然受到估值影响橡胶一直具有较好的底部，但由于没有实质性的驱动，导致价格向上总是呈现出不稳定、回调快、上限低的特性。缺乏实质性的驱动，使得橡胶这种本应具有极大价格弹性的商品，在 2021 年轰轰烈烈的商品大牛市中表现依然一般，市场认可它的底部价值，但找不到如有色、黑色一样长期强势上涨的理由。

2022 年橡胶仍会是震荡的一年，2020 年疫情后开始形成的向上动力，经过了“一鼓作气，再而衰，三而竭”，不再能够使得橡胶有新的突破，橡胶将回归区间震荡并可能成为全年的常态。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员：

卢 哲

咨询电话：027- 65261376

从业编号：F3005317

投资咨询编号：Z0012125

汪浩铮

咨询电话：027- 65261546

从业编号：F3030975

投资咨询编号：Z0014278

曹雪梅

咨询电话：027-65261340

从业编号：F3051631

投资咨询编号：Z0015756

一、行情回顾

2021 年橡胶行情整体抬升，但并未走出出色的上涨趋势，特别是在商品大牛市的背景下，和此起彼伏的有色、黑色，乃至后期暴涨暴跌的部分能化品种如 PVC 都不可同日而语。

年初，全球性通货膨胀带动商品大牛市，橡胶稍微跟随了一下宏观大环境，橡胶指数最高涨至 17333 点，且回落速度极快，仅仅保持了不到一周。随后就进入漫长的下跌之路，但是由于去年大幅上涨的行情较大地抬升了橡胶的价格，经过半年的下跌，橡胶和去年相比还是处于一个较高的位置，依托 13000 点来构筑新的底部。

筑底之后在下半年有多次上冲动作都无疾而终，冲高回落后没有再引发更大的下跌，震荡之后价格回到年初的价格，等于站在年度的角度这一年价格没有变化。

图 1： 橡胶指数走势图



资料来源：博易大师，长江期货

二、逻辑分析

2021 年的运行逻辑比 2020 年疫情的逻辑要简单太多，上一年我们把行情分为了五个大的阶段，每个阶段都有非常典型的事件驱动，而 2021 年的整个驱动比较飘忽，没有基本面的实质改变，主要分为两个大部分，主基调是想要上涨，但总是上涨失败，那么我们就从两次想要上涨的驱动来分析全年的运行逻辑。

第一阶段，商品牛市的跟风。2021 年宏观环境对商品价格的影响力进一步加大，商品市场一改主要由基本面决定的态势，开始向股市风格转变。宏观、板块往往决定一个商品的价格走势而不仅仅是商品的基本

面，特别是橡胶这种基本面平淡无奇，供需矛盾并不突出的品种，宏观的影响力更胜于基本面。跟风商品牛市，橡胶展现了迅速上涨的能力，这也和橡胶期货长久以来都是颇具弹性的特点相符合。但随着市场开始探讨是真通胀还是输入性通胀，那些没有基本面支撑的商品就开始逐步回归理性，特别是橡胶这种没有基本面强力支撑却直线拉涨的品种，下跌得也就非常快。在上半年有色、黑色在自身基本面的支持下各领风骚之时，橡胶由于供应上新割胶季的来临，供应增量提高价格开始季节性回落。

第二阶段，市场开始对前期疯狂的品种特别是黑色系进行纠偏，因为黑色系部分品种翻了几倍的上涨行情制约了我国国民经济的发展，部分原材料如铁矿石是牢牢掌握在澳大利亚手里的，价格暴涨对我们百害而无一利，中国作为世界最大的钢铁生产国，钢铁的利润却拱手送给了澳洲，这不符合国家的发展，一系列的打压政策陆续出台，使得铁矿石在 8 月开始坍塌。本来在铁矿石坍塌后，资金的重点应该转移到橡胶这种存在较好的做多安全边际，且已经下跌了半年之久的“价值洼地”上来，但哪知黑色系里的铁矿石、螺纹钢不行了，煤炭又疯狂上涨起来，同时带动了能化板块里的煤化工如甲醇、尿素等。资金的热情又来到煤炭及煤化工里，橡胶的做多再被耽搁，理由还是没有足够的基本面驱动，特别是需求端的弱势，由于全年芯片不足，汽车产销大半年来一直在环比下滑，负反馈到轮胎上，再负反馈到橡胶价格上。直到汽车销售传统的“金九银十”旺季来临，环比上汽车的产销迅速提高，扭转了长达 8 个月的颓势，橡胶依托此驱动，上演了 9 月汽车产销数据出台上涨——靴子落地后回落——10 月汽车产销数据出台上涨——靴子落地后回落——11 月汽车产销数据出台后上涨——靴子落地后回落的戏码，有点令人哭笑不得，也有些令人扼腕，曾经明星的橡胶居然沦落到要靠唯一且同一个驱动，走出反复三次相同行情的地步，殊不知“一鼓作气，再而衰，三而竭”，这三次由汽车产销数据引发的上涨也的确一次比一次的高点低，到了 12 月的第三次甚至不能视作一波上涨行情。

因此，我们认为橡胶 2021 年的震荡行情最主要的逻辑核心就是缺乏基本面的实质驱动，成本决定了下限，而上涨则是跟随大环境以及炒作间接需求的恢复，这均没有突出的供需矛盾，而 2022 年的行情有望继续延续这一逻辑，下面我们会重新回归到基本面上来论证这一结论。

三、基本面分析

（一）供给分析

根据橡胶生产国协会 ANRPC 最新统计的数据，基于成员国政府更新的初步估计，2021 年全球天然橡胶产量前景料增长 1.8%，至 1383.6 万吨。对于这个数据虽然当结合需求来说可能仍是产不足需的，但只要供应在增加就是利空价格。为什么这么说？因为橡胶的产量并不代表产能，产量的决定因素是生产方的意愿而不是产能的制约。因为就产能来说，2011 年橡胶 4 万元/吨的时候，东南亚种下了大量橡胶树，在 2018 年才开始可以割胶，但至少是有 10 年的产能高峰，如果需求良好，供应是可以随时增加的，所以橡胶目前并没有突出的供需矛盾。

具体来看，泰国方面，其橡胶协会副秘书长预测，2021 年泰国橡胶产量将达到 485 万吨，接近 2019 年水平，这对橡胶价格并不有利。2019 年后配合疫情橡胶一度跌破了 10000 元/吨的价格，泰国作为世界上最大的橡胶生产国，生产了世界上 40% 以上的橡胶，最大的生产国不减产，对价格的制约力是巨大的。从 2021 年泰国胶水的收购价反复不定，很难持续上涨也能看出来，供应端想要强势是比较困难的。截止到 12 月底，泰国橡胶收购价为 52.88 泰铢/公斤，折合人民币约 10071 元/吨，仅仅能够提供 10000 元左右的成本支撑，对于价格的上冲的驱动帮助不大。

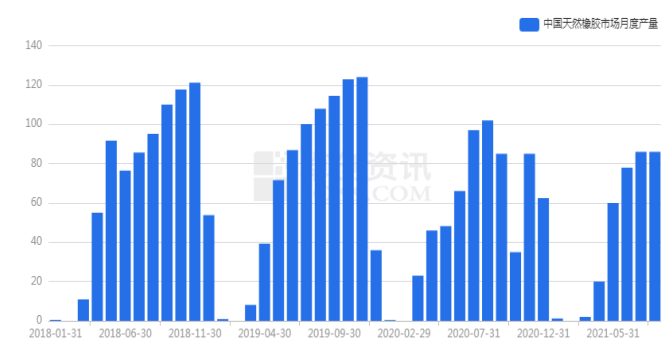
国内方面，2021 年海南产区开割正常，4 月中旬起海南产区逐渐全面开割，胶水上量迅速，整体释放量较往年同期要多，5 月中下旬基本全面开割。因今年乳胶需求偏差，加工乳胶生产利润不佳，对于全乳的分流有限。10 月份海南地区受台风天气影响，持续降雨导致原料胶水收购受阻，支撑收购价格重心走高。11 月份，尤其是中下旬海南天气正常，胶水产出增量，截止 12 月底，海南胶水收购价 13100 元/吨，同样只提供了一定的做多安全边际，但是没有提供足够的向上驱动。云南方面，和海南在年底有一些分化，不过云南的收购价一直低于海南收购价，因此对期货价格的帮助也不大。具体来说，云南产区方面，2021 年云南产区受白粉病影响，试割时间较早但是开割进程推进缓慢。6 月份起版纳地区开割率提升至 8 成附近，但 7-8 月降雨偏多，影响原料收购，产量提速缓慢。8 月下旬起伴随天气好转，原料供应有所放量。9 月中下旬替代指标流入速度加快，但因 10-11 月份部分主要口岸受新冠疫情影响关闭影响进关速度。11 月份中上旬天气

情况良好，原料产出正常，11月下旬伴随气温降低以及降雨影响，原料产出减少，收购价格上涨。云南11月底已经停割，停割前的胶水收购价为13300-13900元/吨，12月则无货无报价。

进口方面，2021年1-11月我国天然及合成橡胶（包括胶乳）累计进口量为613.5万吨，累计进口额为708.6亿元；1-11月进口量累计同比下降9.2%。根据数据可以看出2021年的进口量下降的幅度并不大，实际上仍然是以满足国内需求为主，国内的价格并不算高，难以刺激进口套利，非标套利由于20号胶的上市也得到了一定的纠偏，利润大不如前，这为国内橡胶价格稳固底部提供了帮助，但同样未提供足够的向上驱动。

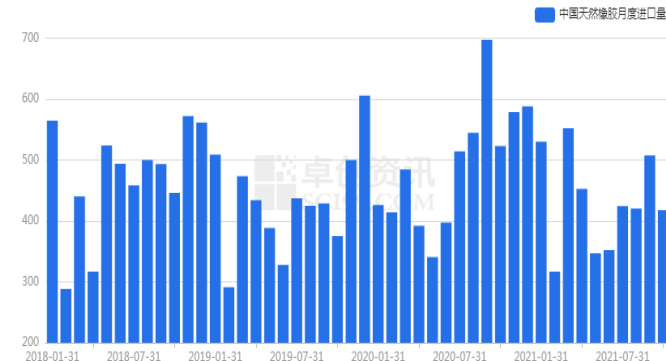
因此，站在供应角度，明年的供应在没有极端天气的情况下难以有突出矛盾，产能充足，疫情恢复后劳工问题也会逐步解决。而成本方面也仅仅能保证橡胶的底部安全边际，而10000的安全边际也是被长达十八年的期货交易验证的，如果跌至10000依然是有底气放心做多的。而至于上涨高度，供应端能提供的支持就不多了，2020年下半年炒作了01合约交割品不足，那是因为疫情真实地影响了新胶的供应，而01合约只能交割新胶所导致的矛盾爆发。而2021年的供应量则保证了01合约的交割没有那么大的矛盾，因此2021年下半年没有炒作起来价格。2022年目前来看尚未有如2020年疫情那么强烈的对供应的打压。

图 2：中国橡胶月度产量（千吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

图 3：中国天胶月度进口量（千吨）



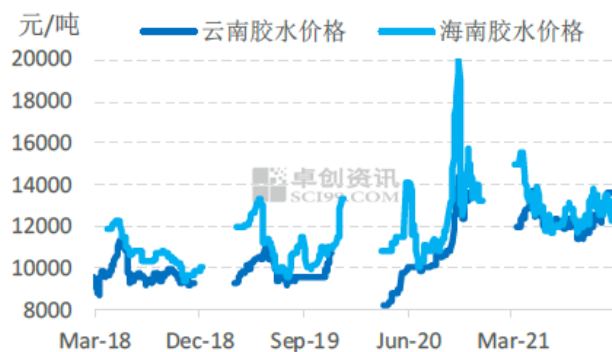
资料来源：卓创资讯，长江期货

图 4：泰国原料收购价（泰铢/公斤）

图 5：国内原料收购价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货



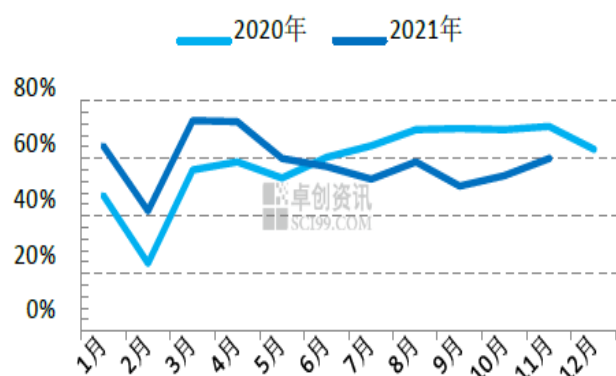
资料来源：卓创资讯，长江期货

(二) 需求分析

同样，以 ANRPC 最新的数据，基于成员国政府更新的初步估计全球天胶需求料增长 8.3% 至 1402.8 万吨。这个数据即使放在中国来印证也是比较确切的，中国经历了一段时间的供需双弱格局，供应压力不大，需求力度也不强，需求略微大于供应，支撑了橡胶价格，但还是回归到我们年报的核心，一样缺乏了实质利多，甚至可以说需求的弱势带来的价格减量抵消了大部分供应弱势带来的价格增量，这也就是为什么 2021 年橡胶价格年初年末差不多，始终难以顺畅上涨的原因。

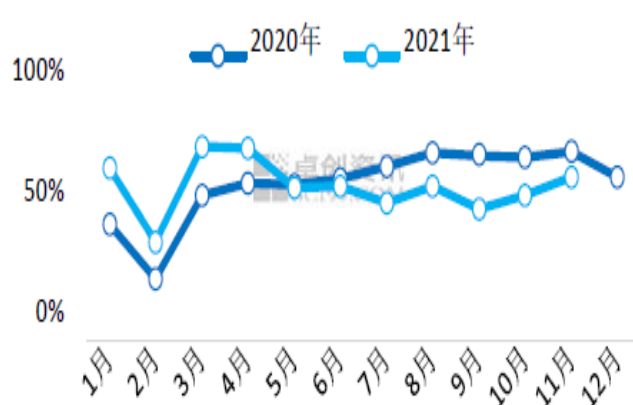
具体来看，2021 年全年轮胎开工率整体不高。无论是半钢胎还是全钢胎，开工高点都出现在 5 月份之前，五一之后开工率迅速下降，一直持续到年底都没有同比超过去年。截止到 12 月底，半钢胎企业的开工率为 63.33%，全钢胎企业的开工率为 64.08%，较去年同期七成以上的开工率相比下滑明显。

图 6：半钢胎企业开工负荷（%）



资料来源：卓创资讯，长江期货

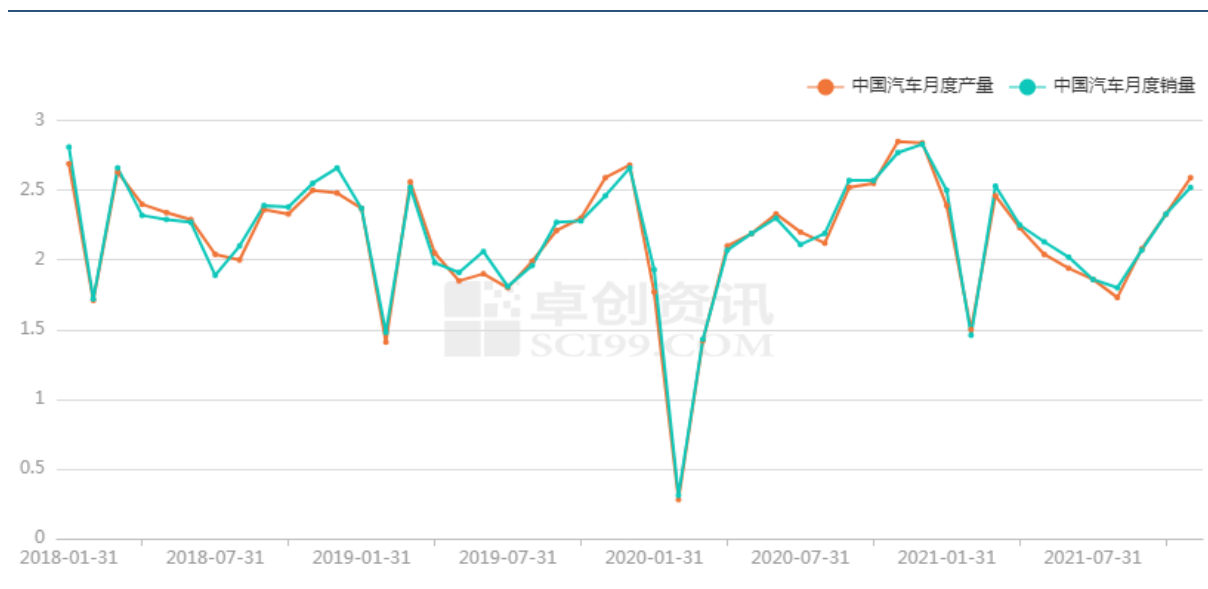
图 7：全钢胎企业开工负荷（%）



资料来源：卓创资讯，长江期货

胎企开工率的下降主要是受到汽车产销下降的影响。从下图中可以看出，2020 年汽车产销只有 2 月份一个低点，而后一路快速上行。而 2021 年汽车产销有 2 月和 8 月两个低点，特别是 8 月的低点令市场触不及防。这是因为 2021 年一度大肆炒作汽车芯片供应不足导致产销下降，而实际上这件事半真半假，我们当时也出过深度报告对芯片危机进行了全面证伪。果不其然，到了 9 月份，所谓芯片危机突然就化解了，“金九银十”的汽车消费旺季甚至延续到了年底 12 月份。所谓缺芯片，其实更多的是汽车厂商为了提高销售价格而使用的营销伎俩。虽然真相并不是缺芯，但有意为之的产销双弱，客观上造成了汽车产销多个单月销数据的下降，这间接上对橡胶价格起到了利空的作用。具体来看，2021 前 11 个月，我国汽车产销累计分别完成 2317.2 万辆和 2348.9 万辆，同比增长 3.5% 和 4.5%，增速比 1-10 月继续小幅回落。这意味着虽然截止到 11 月底汽车产销累计数略高于 2020 年，但几乎全年的同比累计增幅都是在逐月递减的，这就给投资者一种汽车产销不行了的假象，影响期货交易的心态。再加上这是和去年遭受疫情重创的数据做对比也只能取得略微胜出一点的成绩，甚至 12 月的数据统计出来后，全年累计甚至可能要弱于 2020 年，那么对于一个相对正常的年份来说，这个成绩无论如何都是偏空的。

图 8：中国汽车月度产销量（百万辆）



资料来源：卓创资讯，长江期货

对于明年的汽车市场，我们并不悲观，再次印证我们对于明年橡胶底部继续牢固的观点，同时，随着国六换车需求的结束，明年也不是汽车换车的大年，加之目前的地产被打压得比较严重，虽然政策性见底，但

实际见底仍需更久时间，因此重卡的消费继续堪忧，难有大的轮胎需求增长点，同时印证了我们对于明年橡胶价格仍难有实质向上驱动的观点。

（三）库存分析

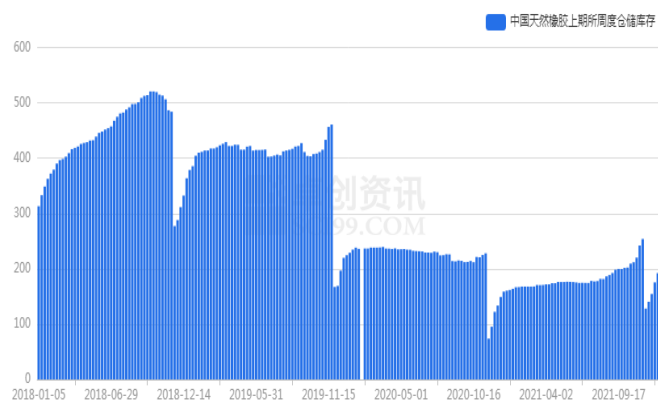
库存是 2021 年支撑橡胶价格底部的另一大因素。全年库存均较低。但是前文也讲到，低库存主要是供需双弱的背景下形成的，而供应是可以弹性控制的，需求却不是，中国 80% 的橡胶靠进口，是由于工业需求弱，进口的才少，而又因为期现价差不高，使得非标套利利润较小，套利需求也弱，就没有囤积库存砸盘面的必要。

具体来看，截止到 12 月底，上期所期货仓单总量在 19.2 万吨，略高于去年同期。社会库存方面，青岛总库存 31.35 万吨，其中保税区库存 6.7 万吨，一般贸易库存 24.65 万吨，全年持续不断去库，并没有等到社会库存拐点的来临。

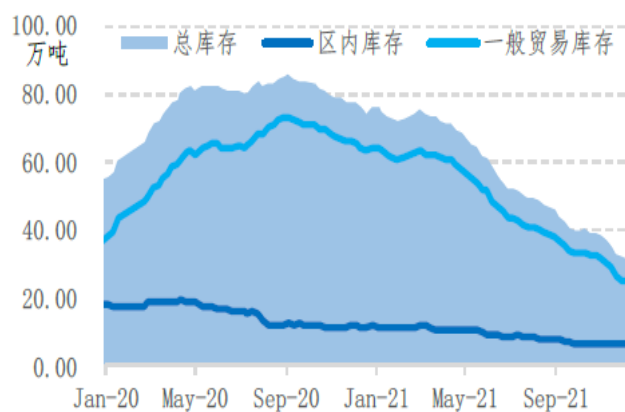
2022 年库存有望回升，一方面极低的社会库存存在拐点预期，另一方面上期所的库存在 2021 年底已经开始有拐点迹象。仍需注意的是，低库存并不意味着绝对的利多，高库存也并不意味着绝对的利空，主要还是要研究形成库存高低的本质的供求原因。比如 2021 年铁矿石价格暴涨的时候，贸易商甚至是钢厂都在拼命囤积铁矿石，使得铁矿石的库存增加，这就是囤积居奇，价格越涨，库存越高。而相反的，库存低如橡胶，原因则更多是需求低，贸易商保持较低库存就足够供应市场需求，并且价格上涨乏力，贸易商担心价格随时下跌，不敢大量囤积库存，更愿意处在不断去库的状态。因此从实际情况出发，也可以得出目前橡胶极低的库存对价格的下限是提供支撑的，但是对价格的上行却不能提供实质性的驱动。

图 9：上期所天然橡胶周度库存（千吨）

图 10：青岛区库存（万吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

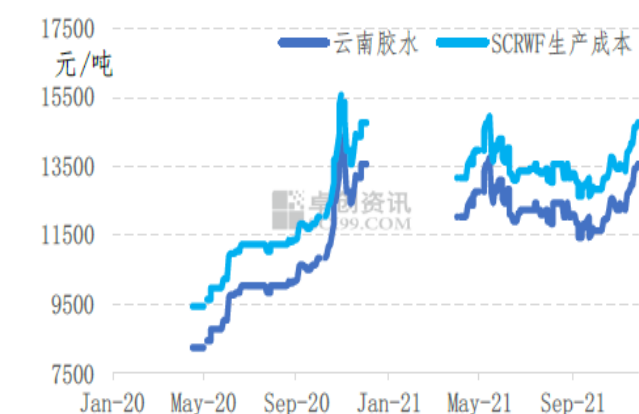


资料来源：卓创资讯，长江期货

（四）利润分析

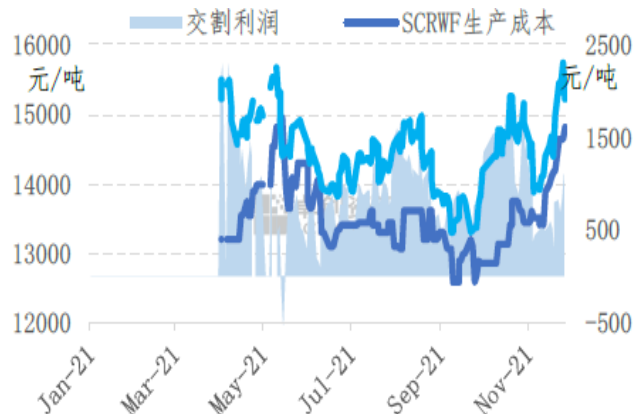
利润方面，国产全乳胶正常加工成本 2021 年在 1000-1200 元/吨，胶水收购价全年在 12500-13000 元/吨，因此国产全乳胶的总成本约在 14200 元左右，橡胶期货年均值在 15000 元左右，因此交割利润有 800 元左右，利润一般，但和去年的负利润相比还是大为改观，这意味着橡胶加工行业经过去年的打击已经开始逐步走上正轨，而当利润在恢复的时候，供应也就可能开始增加，因此从利润角度 2022 年橡胶价格依然没有太好的向上驱动。

图 11：原料胶水和全乳胶价格对比（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

图 12：全乳胶与成本价差（元/吨）



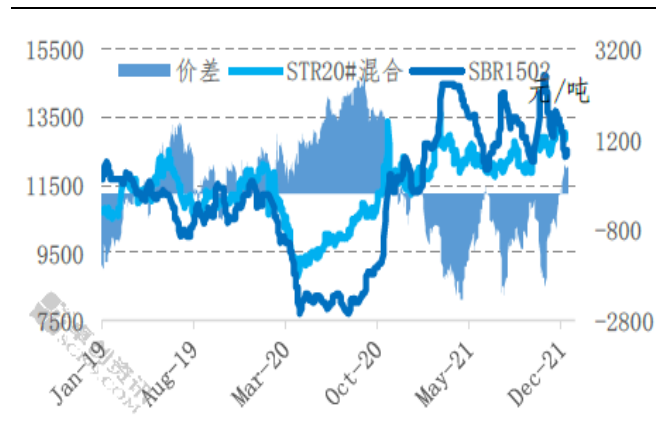
资料来源：卓创资讯，长江期货

（五）相关品分析

天然橡胶和合成橡胶的价差在 2021 年的大部分时间都表现出天胶较大贴水于合成橡胶的情况，这使得天然橡胶更具有替代优势。这一点给天胶价格提供了较好的支撑，但年底随着原油的反复回调，合成橡胶价

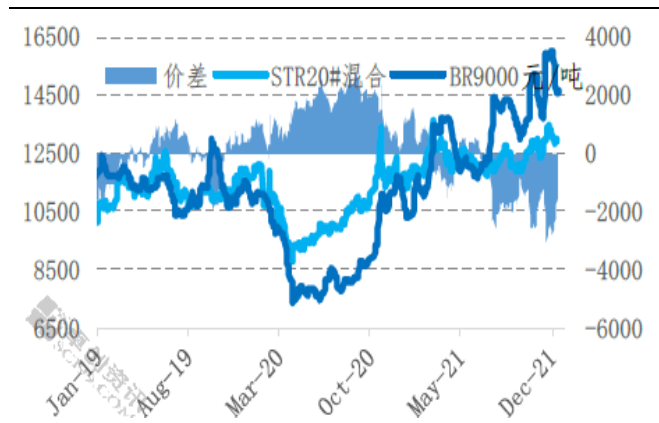
格受到影响，天然橡胶的替代优势开始减弱，甚至对于某些品种的合成橡胶丧失了替代优势。具体来看，截止到 12 月底，STR20#混胶升水 SBR1502 在 425 元/吨，贴水 BR9000 在 1725 元/吨。由于这一趋势的存在，加之全球性新能源普及下原油价格可能进一步下跌，我们认为 2020 年天胶的替代优势有可能被合成橡胶反转，这无疑是对天胶价格上涨的一大掣肘。

图 13：STR20#混合胶和 SBR1502 价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

图 14：STR20#混合胶和 BR9000 价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

（六）基差分析

2021 年基差先收窄再扩大，整体保持负值，2020 年罕见的正基差在 2021 年没有出现，橡胶基差重新回归到正常年份的状态，而 2022 年从目前来看可能也是一个正常年份。截止到 2021 年底，基差在 -850 附近，这是一个相对安全的基差，能够对价格提供一定支撑，非标套利的空间并不大。从另一个角度看，-1000 以上的基差已经维持了三年，这种窄幅的基差是橡胶的新常态，我们认为这种比较窄幅的基差在 2022 年仍有望延续，对价格底部进行保护，但也仅仅只能做到对底部价格的保护。基差方面能提供的向上驱动则几乎可以忽略不计。

图 15：橡胶基差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江期货

四、技术分析

技术分析上看，橡胶的底部区间为 10600-12800，这个区间运行时间长达 29 个月，是被反复验证的牢固的底部，依托该区间做多是有较好的安全边际的。而上方的压力位则存在于 17500 点附近，已经有长达 57 个月无法突破这个位置了。从目前橡胶指数运行的形态来看，底部区间之上做了 3-4 次向上方压力突破的努力，均以失败告终。一鼓作气，再而衰，三而竭，下一步极有可能再次回到底部区间的上沿去寻找支撑，如果支撑有效，则再次反弹向上，但在 2022 年的范畴内去完成这两步动作，我们认为反弹的高度很可能比较有限，甚至不会再去挑战 17500 的压力，16000-16500 更可能是 2022 年的主要压力。

图 16：橡胶指数周线



资料来源：博易大师，长江期货

五、结论与展望

橡胶的基本面提供了充足的支撑对价格底部进行保护，但是却无法提供实质性的向上驱动使得价格开启上涨的趋势行情，导致橡胶在商品中成为较为鸡肋的投资品种，仅仅靠着颇具日内弹性的特点吸引资金进行短线交易。

产业格局上，供应的产能依然充足，供应的产量则是更多地根据需求来提供，但需求端的疲软制约了价格的上行，下游企业涨价困难，和黑色有色此前的疯狂上涨无法同日而语。2022 年需求依旧平稳，橡胶仍会处于供需较为平衡的年份，以区间震荡为主。

橡胶的震荡区间将由 10600-12800 的底部区间继续升级为 12800-17500 的抬升区间，并通过反复震荡来确认和巩固这个区间的有效性。2022 年会以此新常态区间的下三分之二范围为主要活动范畴，即 12800-16000 为主。无论是套保还是投资均可以依托这个震荡的主区间作为交易的依据。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：43000

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>