

观点小结

整体来看，去年海外的弱势将在今年体现和延续，国内再次成为库存洼地，预计二季度无法快速转向，至少需要等到四季度再去验证，单边来看胶价预计仍然偏空运行，RU底部预计在10500-11000左右，短期向上驱动需要关注云南开割情况，RUNR套利继续持有。

核心观点：

- 现在去讨论海外去库周期结束可能还太早，至少也要到今年四季度，海外弱势将在今年延续。
- 深浅色套利回归空间或许已经不大，但目前也没有明显扩大的驱动。
- 泰国产量接近于或已经到拐点，近两个月降雨偏少现象预计在四月中旬得到改善。
- 越南本土增产停滞，3L产量预计略高于去年，柬埔寨仍有一定增速。
- 云南需要关注后续白粉病推迟开割时间以及干旱情况，海南浓乳分流预计没有去年严重。
- 内需没有太差，关键是未达到预期，且市场对后市预期转弱。
- 国内库消比与18、19年相近，据此判断价格重心在11500-12000左右。

天然橡胶行情与观点回顾

天然橡胶行情回顾

时间	报告	观点	准确性	逻辑复盘
2022年6月	2022半年报	逢低多RU	错误	事实上证明下半年多RU仍然是错误的。主要是由于超预期的防控措施导致内需的疲软以及深色胶作为底部的下移。
		做多RU-NR价差	正确	而多RU-NR是较为准确,虽然在7月份NR由于仓单偏少近月走出BACK结构,但是之后的RU-NR价差继续扩仍然形成趋势,逻辑完整且收益可观。
		需要关注海外需求回落可能性	正确	
2022年7月	2022.7专题	预计欧美橡胶净消费量于2022年9月之后开始出现下滑趋势 欧美需求下滑将导致全球平衡表走向宽松,或许对橡胶价格存在利空	正确	2022年是宏观大年,主要体现在公共卫生事件防控超预期,海外宏观环境收紧超预期。其中,我们对于海外需求回落及其时间点判断较为准确,对三季度深色胶的下探做出很好的预期。
2022年12月	2023年报	预计2023年在11250-14250之间,整体呈现下探后向上复苏的走势	正确	2023年一季度走势以下跌为主,基本符合年报预期,但有可能突破预期底线。后市价格底部以及下半年是否迎来复苏仍有待验证。

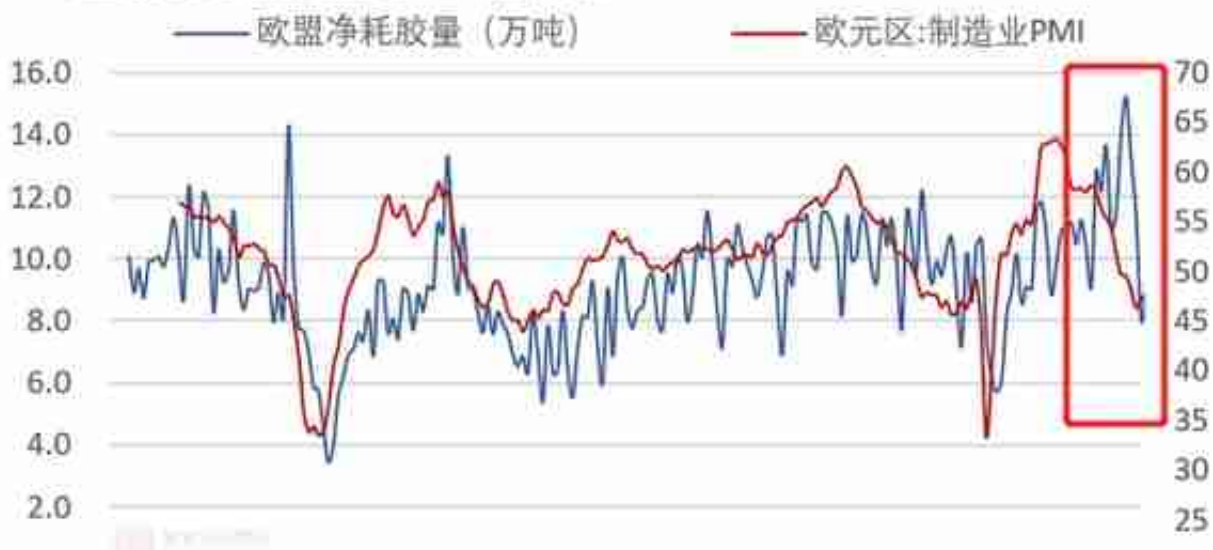
数据来源：紫金天风期货

海外的弱势还要延续多久？

深色胶逻辑的演绎

- 去年下半年海外的弱势或在今年延续。
至少一季度的行情为去年下半年的延续，主要交易内容为中国承接大量库存、到港超预期，而目前价格已部分Price in，处于海外采购缓慢改善的阶段，但到港的预期短期仍然不会改变，由于国内流动性被套利盘锁定，可能以震荡行情来收窄基差，但等到基差收窄至一定区间之后，流动性的释放可能导致深色还会有一轮下跌行情。
- 关键在于海外复苏的节奏和强度。
下半年至明年年初博弈点在于海外复苏节奏和强度，交易重点也会在海外复苏预期和现实之间摇摆。

欧盟橡胶净消费量与PMI相关性

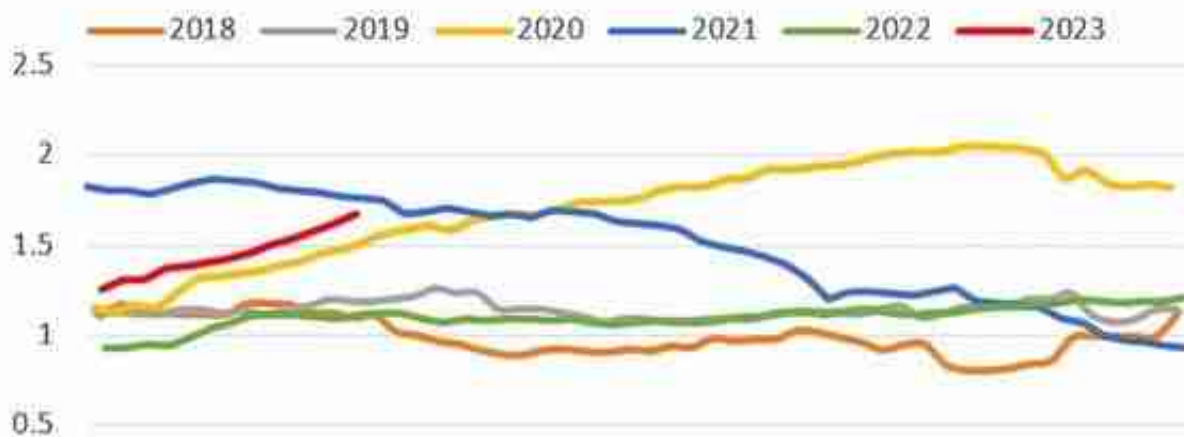


欧盟27国净耗胶量 (万吨)

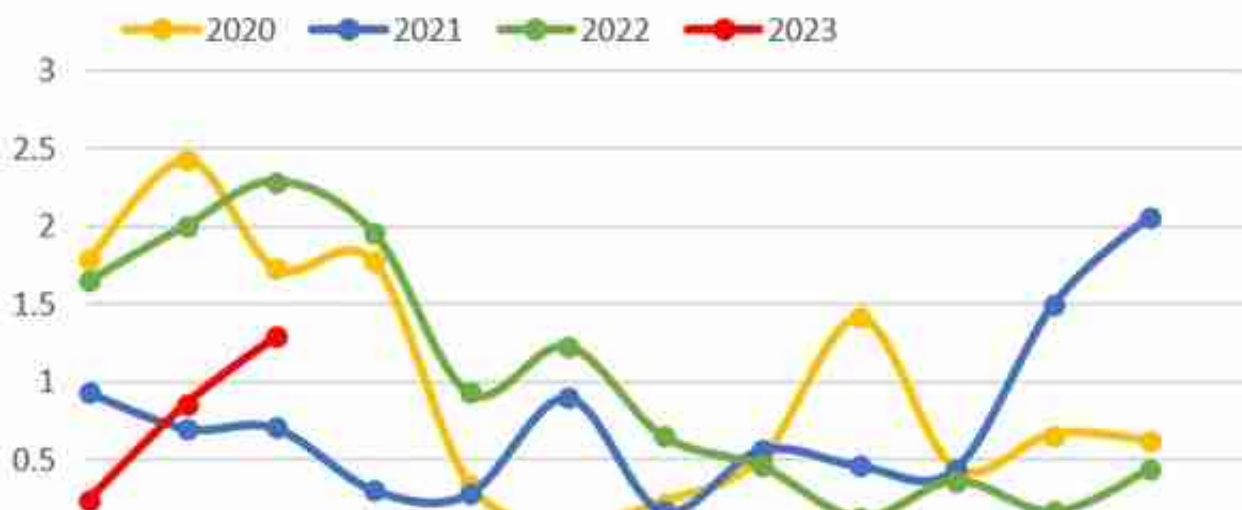


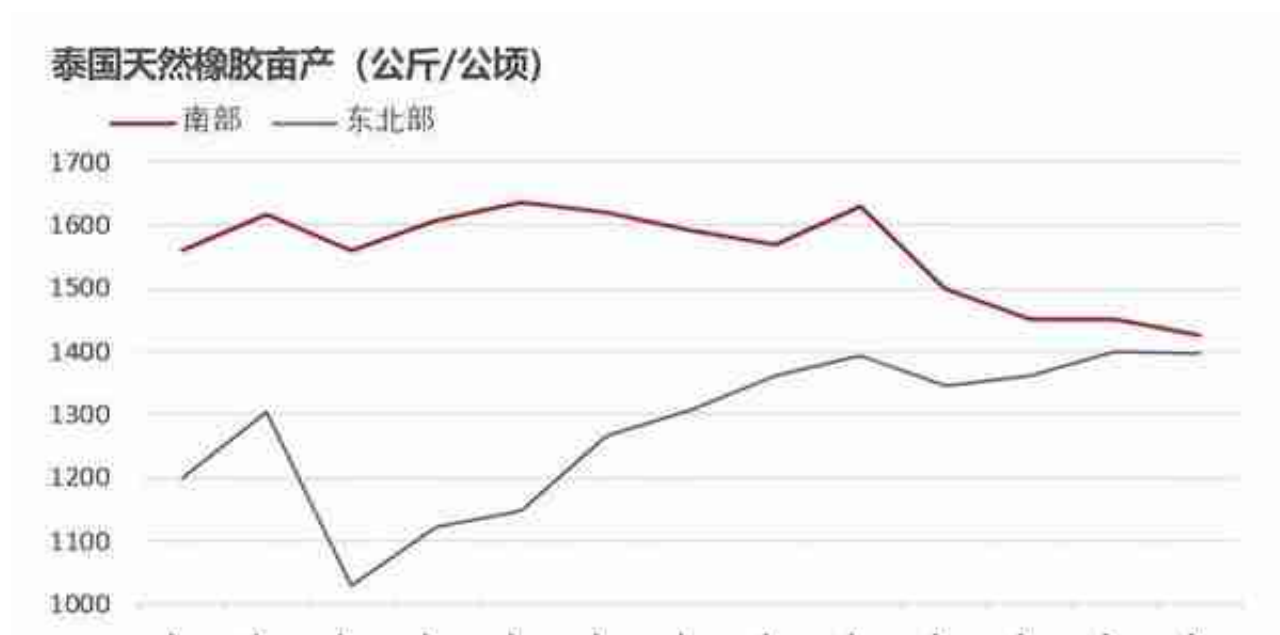


深浅色库存比 (万吨)



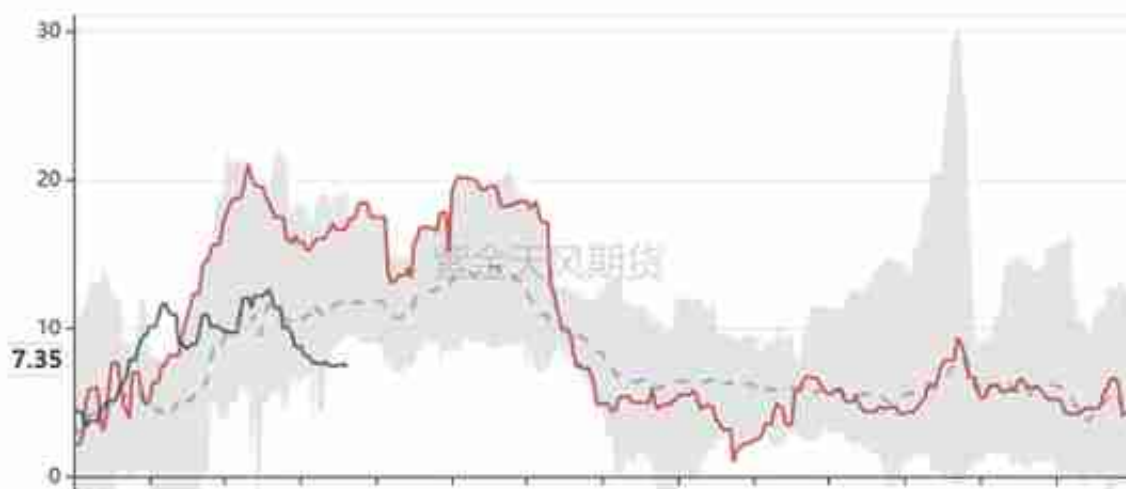
NR月度新增仓单 (万吨)





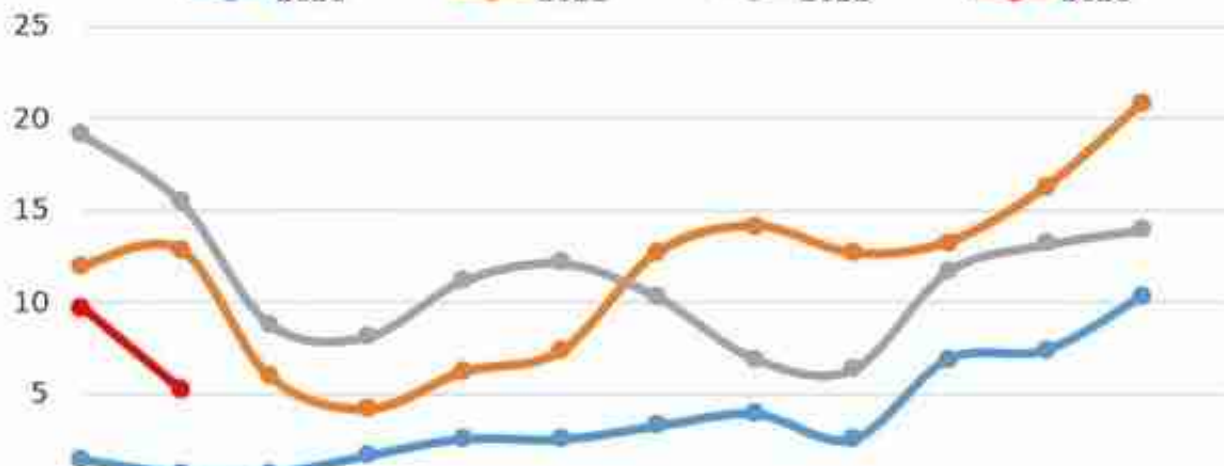
【RU】泰国胶水-杯胶 (泰铢/千克)

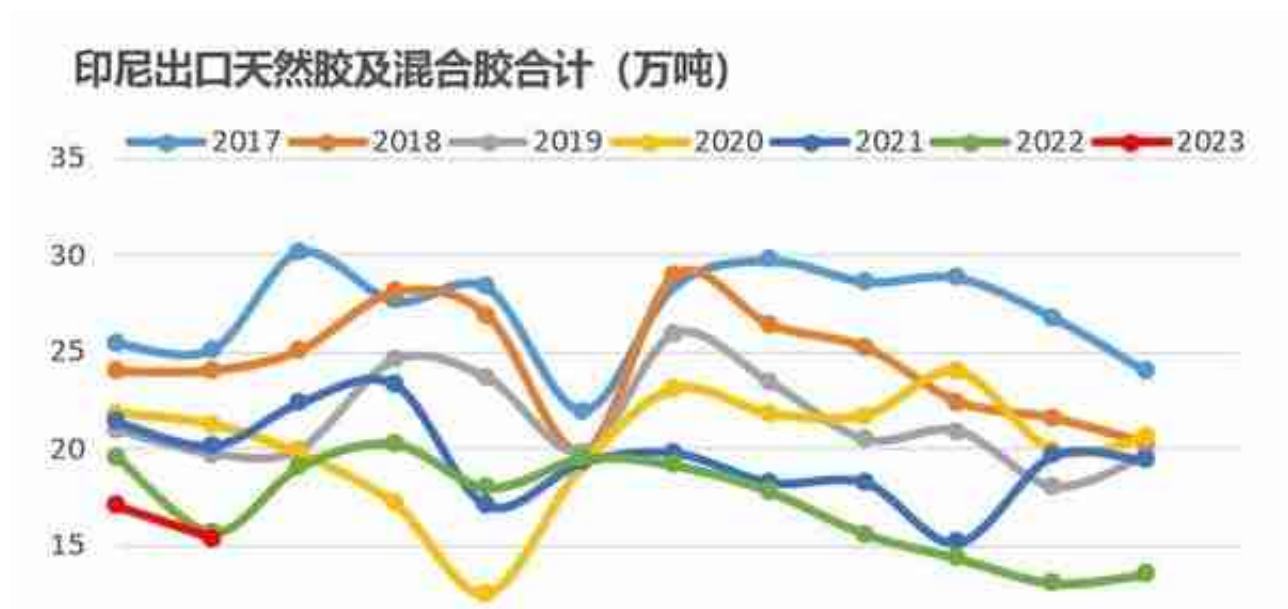
● 2014 ● 2015 ● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023
 ● 2014-2022最大值 ● 2014-2022最小值 ● 2014-2022均值



越南进口橡胶合计 (从柬埔寨) (万吨)

● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023





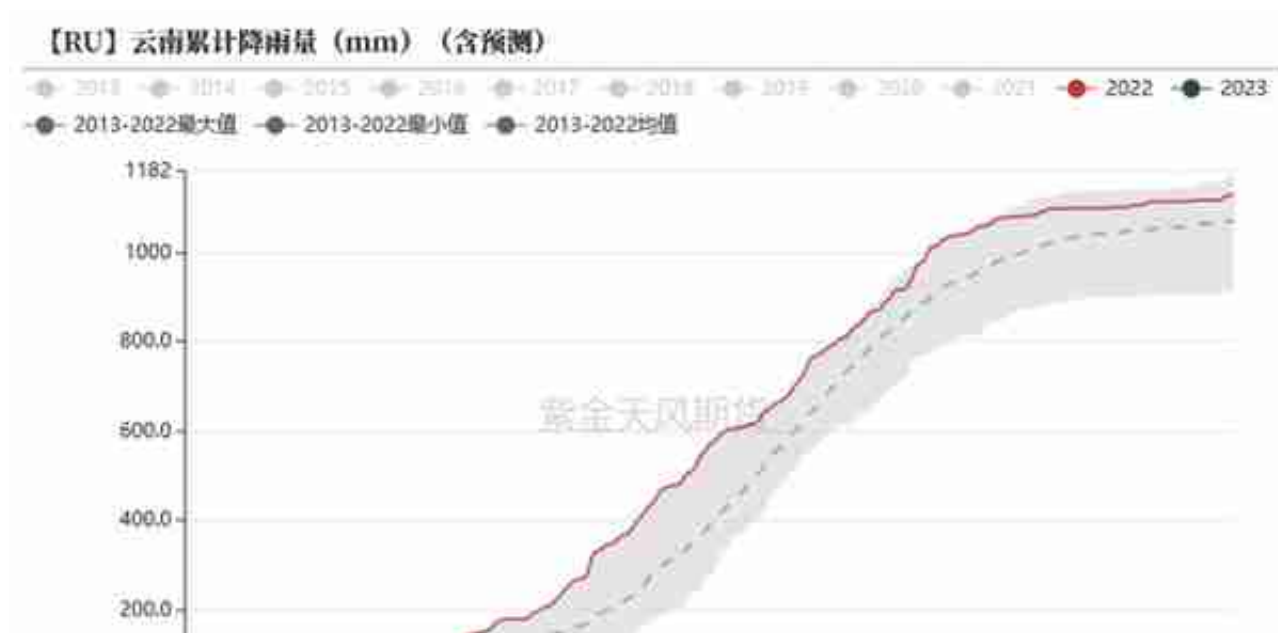
日期	品种	2019年1月			2019年2月			2019年3月			2019年4月		
		持仓	成交量	持仓	持仓	成交量	持仓	成交量	持仓	成交量	持仓	成交量	
2019-01-01	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-01-15	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-02-01	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-02-15	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-03-01	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-03-15	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-04-01	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	
2019-04-15	天然橡胶	100000	5000	100000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	100000	5000	

数据来源：云南省农业农村厅 紫金天风期货

云南需要关注病虫害以及干旱情况

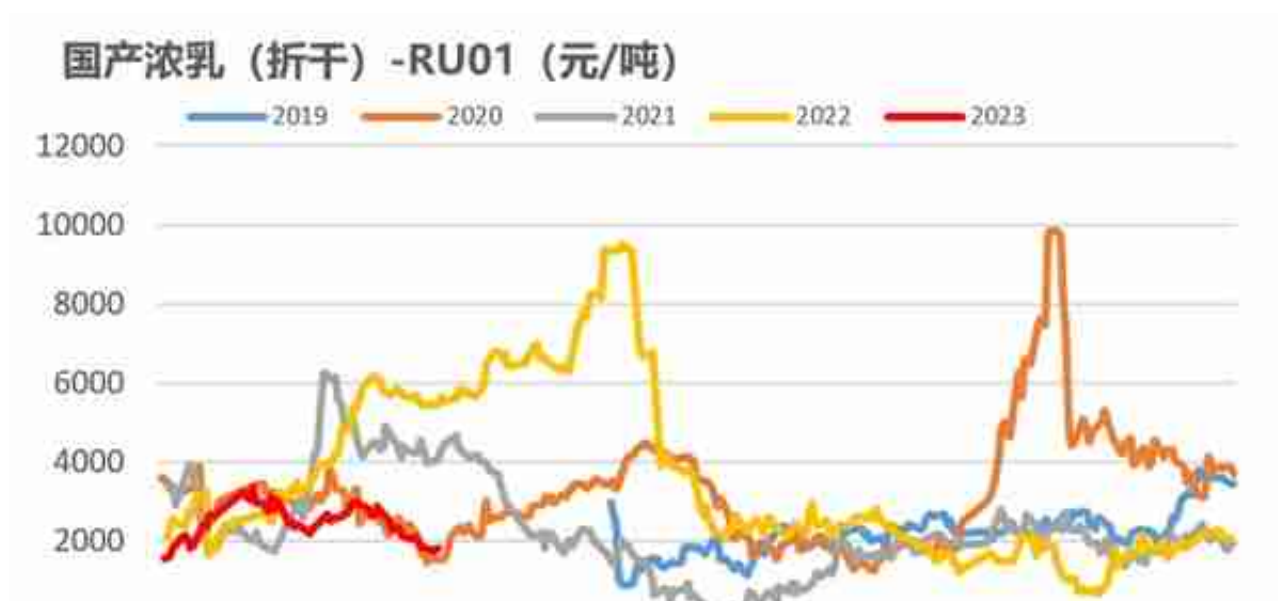
- 需要关注后续白粉病推迟开割时间
 - 由于部分地区防治不及时，白粉病的蔓延主要影响版纳大约一半的面积，推迟开割一个月左右，若之后正常开割从全年来看影响产量并不大，主要影响情绪层面，但是需要关注后续推迟开割的时间。
- 干旱同样值得关注。

值得关注的是，2019年由于干旱导致开割后又停割一段时间，而今年云南降雨量确实偏少（目前比2019年降雨更少），需要关注4-5月份的降雨量能否改善。



浓乳分流估计没有去年严重

- 海南全乳产量预计比去年略多。今年浓乳预计行情不会非常大，主要是由于产业链中存在一定库存，而且今年手套需求不及去年。在这个前提之下，海南浓乳分流的现象或许会得到缓解，以目前国产浓乳和RU2401的价差来看浓乳不具备较大的原料端竞争力，预计海南全乳产量可能会比去年更多一些，但仍然需要观察价差变化。



数据来源：隆众 紫金天风期货

观点小结

□ 国内物候情况与浓乳分流

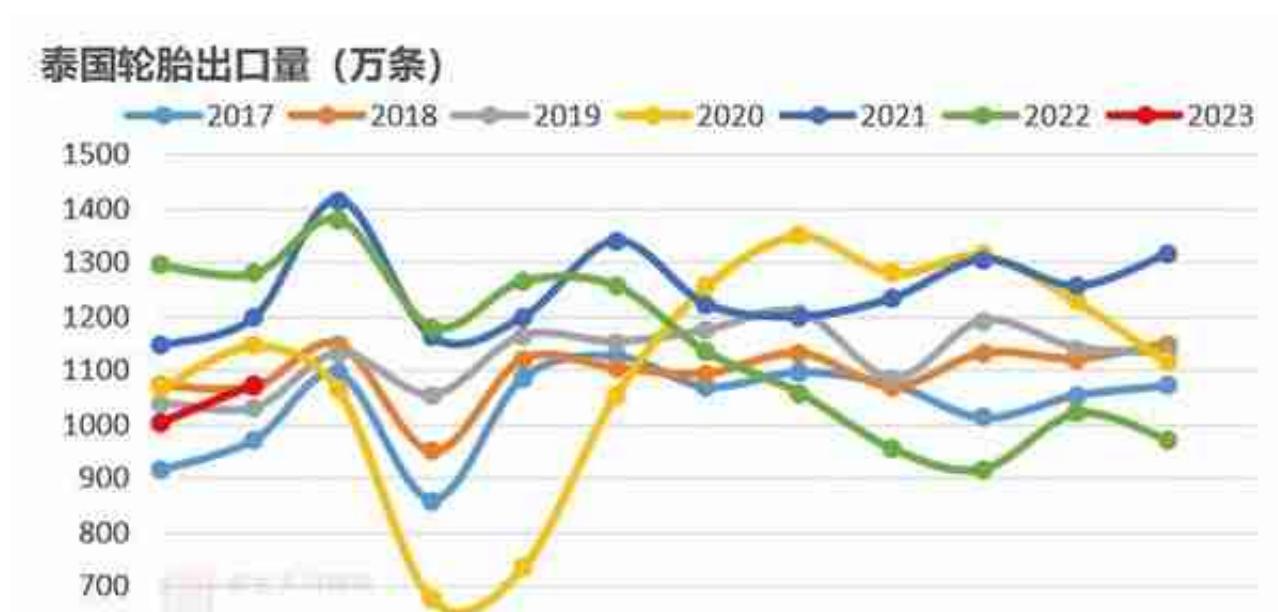
- 三月中旬云南白粉病蔓延、海南正常开割。
- 云南需要关注后续白粉病推迟开割时间以及干旱情况。
- 浓乳分流预计没有去年严重。

数据来源：紫金天风期货

下游消费没有很差，关键是未达到预期

轮胎出口具备韧性的原因

- 轮胎出口具备韧性的原因。
根据海关数据，前两个月除了出口到美国之外，其他目的地的轮胎出口数据并不差，这一点和年前外需下滑的预期是不符合的，有两种可能即全球需求恢复或是订单的转移。我们看到泰国、欧盟同样作为轮胎出口大国，其年初出口轮胎数量都是同比下滑的，因此我们猜测是订单转移的原因，在这个逻辑之下也就是看订单的转移能否消化被搬运进来的巨量库存，目前来看似乎是不行的。



数据来源：欧盟海关 泰国海关 紫金天风期货研究

内需没有太差，关键是未达到预期

- 内需没有太差，只是没有达到预期
 - 内需来看，前两个月其实并不算太差（根据平衡表表观消费扣除外需部分计算，前两个月-1.3%），关键是炒作国内需求强修复之后被证伪导致的预期转向。
- 内需的弱修复并没有成为交易重点
 - 强预期证伪之后，轮胎厂逐渐回归理性，大家开始关注国内的货运、地产数据均不够理想，再加上不及预期的经济目标，市场展现对成品库存的担忧。今年内需同比增长是大概率事件，只不过恢复速度偏慢不及市场预期，所以并不能成为市场交易的重点，重点仍然是在供应端的巨量库存。



数据来源：G7 QinRex 紫金天风期货

观点小结

□ 下游消费没有很差，但不是交易重点

- 轮胎出口具备韧性的原因。
- 内需没有太差，关键是未达到预期，且市场对后市预期转弱。

数据来源：紫金天风期货

中国天然橡胶平衡表

中国天然橡胶年度平衡表

- 主要上调了去年以及今年的进口量、库存变动。

天然橡胶												2023/4/7	
分堆\时间	2022/11	2022/12	2023/1	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5	2023/6	2023/7	2023/8	2023/9	2023/10	
中国产量	12.5	4.5	0.1	0.0	1.0	4.0	4.8	7.2	9.6	10.4	11.1	11.6	
进口	57.9	63.6	53.5	55.5	58.0	46.6	35.0	44.0	47.2	48.2	54.1	49.8	
4001	25.0	25.2	15.4	20.0									
400110	4.8	3.6	1.7	2.8									
400121	3.2	2.7	1.5	1.7									
400122	10.1	17.8	11.5	14.3									
400280	32.9	38.4	38.0	35.5									
合计	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
库存变动	9.81	16.85	10.76	6.58	3.69	2.92	-11.11	-4.01	-0.35	4.60	3.72	4.18	
表观消费量	60.3	50.9	36.7	48.9	55.8	47.5	50.7	55.6	56.9	53.8	61.3	55.0	
库存比	1.87	2.54	3.98	3.13	2.80	3.36	2.92	2.59	2.53	2.76	2.48	2.88	
产量同比	1%	-16%	1%	1%	1%	0%	25%	20%	1%	1%	1%	1%	
进口同比	13%	32%	-2%	36%	15%	15%	10%	10%	5%	5%	5%	0%	
表观消费量	3%	4%	-28%	55%	-3%	-8%	35%	4%	-3%	-2%	-1%	-7%	
产量累积同比	-7%	-7%	1%	1%	1%	0%	9%	13%	9%	6%	5%	4%	
进口累积同比	11%	13%	-2%	14%	14%	14%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	
表观累积同比	0%	0%	-28%	4%	1%	-1%	5%	4%	-3%	2%	2%	1%	

数据来源：中国海关 市场资料 ANRPC 紫金天风期货研究所

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。