

系统性风险提升，橡胶短期或有调整

混沌天成研究院

农产品组

联系人：张艺萍

☎：13636433306

✉：zhangyp@chaosqh.com

从业资格号：F3066630

观点概述：

因短期产区高收购价对胶农割胶意愿有刺激作用，只要降水减少，11月份云南的原料有提量预期，对于交割品减少的矛盾有一定的缓和作用，另一方面，近期欧洲疫情恶化，多国重新实行封锁，短期内对国外的轮胎需求有利空影响，11月份有回调压力。

从时间维度来看，因为拉尼娜现象在今年12月份-明年1月份形成的概率较大，那对于东南亚产区来说，出现极端降水的时间点，也可能在12月份，这是沪胶继续上涨的另一推动力，所以11-12月份天胶大趋势看涨。

策略建议：

近期在欧洲疫情恶化的环境下，叠加美国大选在即，市场避险情绪升温，短期因系统性风险在增加，周内RU01或有回调，从中期来看，11-12月份大方向看多。

风险提示：

云南产区胶水释放不及预期；
宏观环境好转；



全球、中国及泰国供需平衡表

2010-2020年混沌天成橡胶全球平衡表

单位: 万吨	供给									需求									平衡
	全球	亚太地区					欧洲、中东及非洲	美洲	全球	亚太地区					欧洲、中东及非洲	美洲			
时间	全球	中国	泰国	马来西亚	印尼	越南	合计	欧洲、中东及非洲	美洲	全球	中国	印度	泰国	印尼	马来西亚	合计	欧洲、中东及非洲	美洲	平衡
2010	1039	69	325	94	274	75	966	46.4	26.6	1081	342	94	46	44	48	765.4	0	0.0	-42
2011	1123	73	357	100	299	79	1046	48.2	29.3	1101	360	96	49	47	42	757.6	0	176.9	22
2012	1160	80	378	92	301	88	1080	50.3	30.3	1108	389	99	51	55	46	794.8	0	166.5	52
2013	1222	87	417	83	324	95	1135	53.9	32.5	1139	427	96	52	58	45	822.9	148.3	167.4	83
2014	1212	84	432	67	315	95	1122	56.4	33.5	1214	480	101	54	58	46	887.1	155.4	171.2	-2
2015	1227	79	447	72	315	102	1134	59.7	33.4	1214	468	99	60	54	48	883.5	159.7	170.9	13
2016	1260	77	418	67	316	103	1156	72.1	32	1267	490	103	65	61	50	933.3	164.4	169.3	-7
2017	1355	80	443	74	363	109	1235	86.6	33.1	1322	539	108	70	63	52	977.6	173.1	171.3	33
2018	1389	82	497	60	363	114	1266	90	33.2	1376	567	122	63	63	54	1023.9	177.2	175.5	12
2019	1380	81	485	64	330	119				1366	554	114	77	64	53				14
2020E	1290.1	75	448	55	288	114				1261	504.7	92			52.7				29

2008-2020年混沌天成中国橡胶平衡表

单位: 万吨	产量	进口	消费	出口	平衡
2008	53	213	274	0	-8
2009	64	159	304	0	-81
2010	69	276	342	2.5	6
2011	73	285	360	0.9	-2
2012	80	337	389	1.4	29
2013	87	385	427	1.3	46
2014	84	410	480	1.8	15
2015	79	410	468	4.3	26
2016	77	430	490	3.5	21
2017	80	547	539	3.3	91
2018	82	541	567	2.8	59
2019	81	506	554	3.1	36
2020E	75.4		504.7		
2019年1月	0.1	49	47	0.2	2.5
2019年2月	0.0	28	37	0.2	-9.3
2019年3月	0.8	45	49	0.3	-4.0
2019年4月	3.9	41	48	0.3	-3.6
2019年5月	7.2	37	47	0.2	-3.0
2019年6月	8.7	32	47	0.2	-6.8
2019年7月	10.0	42	46	0.3	5.6
2019年8月	10.8	41	46	0.2	5.2
2019年9月	11.5	41	46	0.3	5.8
2019年10月	12.3	36	46	0.2	2.4
2019年11月	12.4	50	47	0.4	15.0
2019年12月	3.6	64	47	0.3	19.9
2020年1月	0.1	52	34	0.3	18.0
2020年2月	0.0	29	10	0.1	19.3
2020年3月	0.4	46	47	0.2	-1.3
2020年4月	1.5	38	46	0.2	-7.3
2020年5月	4.1	32	46	0.2	-10.0
2020年6月	7.0	38	47	0.2	-2.5
2020年7月	8.5	49	46	0.3	11.6
2020年8月	10.0	42	46	0.3	5.7
2020年9月	11.1	41	46	0.2	5.7
2020年10月					
2020年11月					
2020年12月					

update: 2020/10/20

2008-2020年混沌天成泰国橡胶平衡表

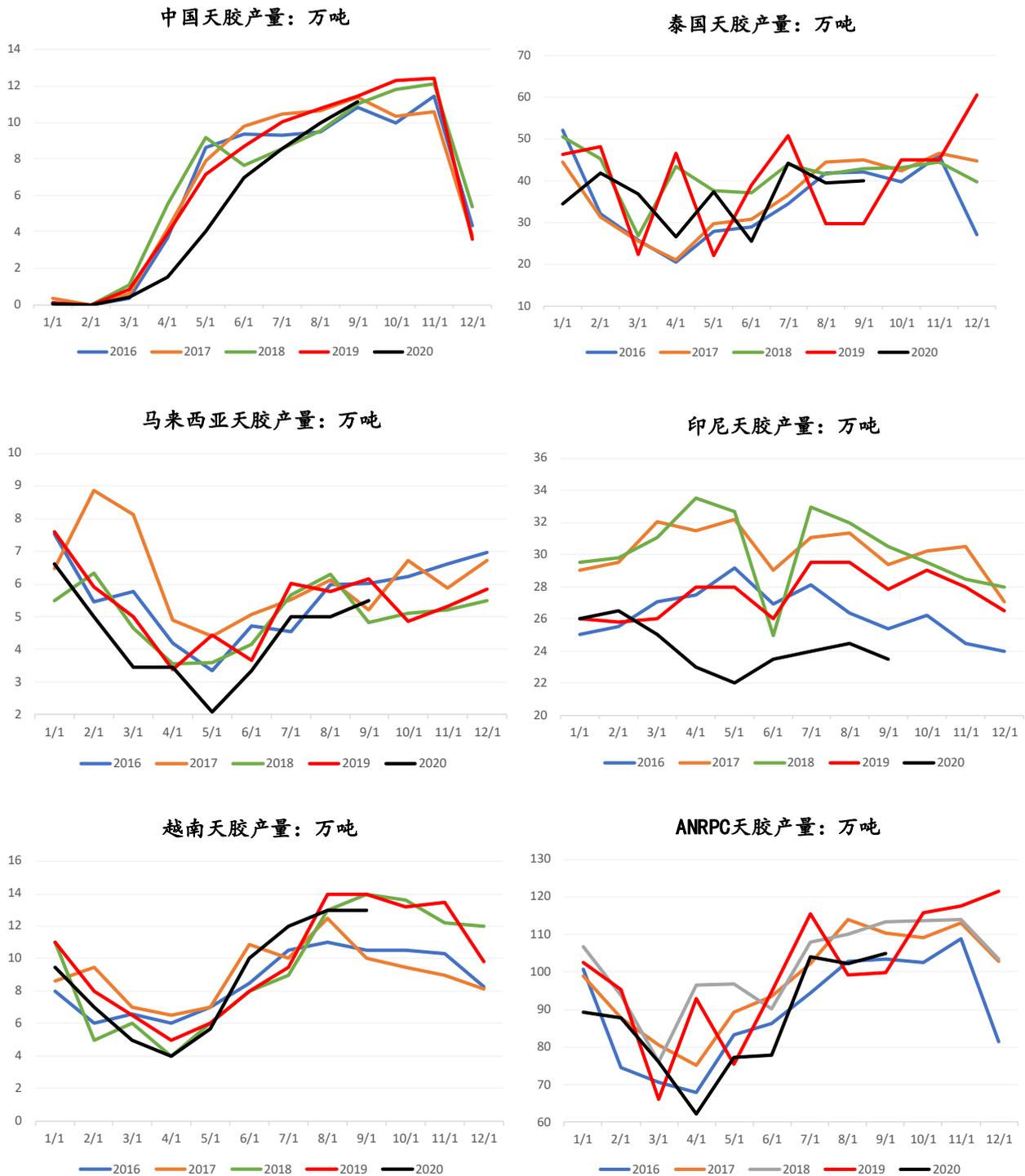
单位: 万吨	产量	进口	消费	出口	平衡
2008	309	0	39.8	267.5	1.7
2009	316.4	0	39.9	272.6	3.9
2010	325.2	0	45.9	286.6	-7.3
2011	356.9	0	48.7	295.2	13
2012	377.8	0	50.5	312.1	15.2
2013	417	0	52.1	366.4	-1.5
2014	432.3	0	54.1	377	1.2
2015	447.33	0	60.06	374.96	12.31
2016	418.44	0	64.99	380.54	-27.09
2017	442.9	0	69.99	409.7	-36.79
2018	497.21	0	62.81	429.79	4.61
2019	485.22	0	77.42	397.9	9.9
2020E	448				
2019年1月	46.3	0	5.52	37.1	3.7
2019年2月	48.2	0	5.6	38.9	3.8
2019年3月	22.2	0	6.2	38.4	-22.4
2019年4月	46.5	0	6.2	29.6	10.7
2019年5月	22.0	0	6.5	31.0	-15.5
2019年6月	39.0	0	6.8	29.1	3.1
2019年7月	50.9	0.1	6.5	30.0	14.5
2019年8月	29.7	0	6.5	30.3	-7.1
2019年9月	29.6	0	6.6	27.1	-4.1
2019年10月	45.1	0	6.5	31.4	7.1
2019年11月	45.1	0	7	36.5	1.6
2019年12月	60.6	0	7.5	38.6	14.6
2020年1月	34.6	0	6.5	38.1	-10.0
2020年2月	41.8	0	7.5	39.6	-5.4
2020年3月	36.8	0	7	33.0	-3.2
2020年4月	26.5	0	5.6	30.4	-9.5
2020年5月	37.3	0	5.6	29.1	2.6
2020年6月	25.6	0	6.1	29.7	-10.2
2020年7月	44.2	0	6.1	27.4	10.8
2020年8月	39.4	0	6.4	29.7	3.2
2020年9月	39.9	0	6.4	25.5	8.1
2020年10月					
2020年11月					
2020年12月					

update: 2020/10/20

一、供给

1、主产国月度产量

图表 1：2016-2020 年全球天胶主产国月度产量：万吨（后 2 个月为 ANRPC 预估值）



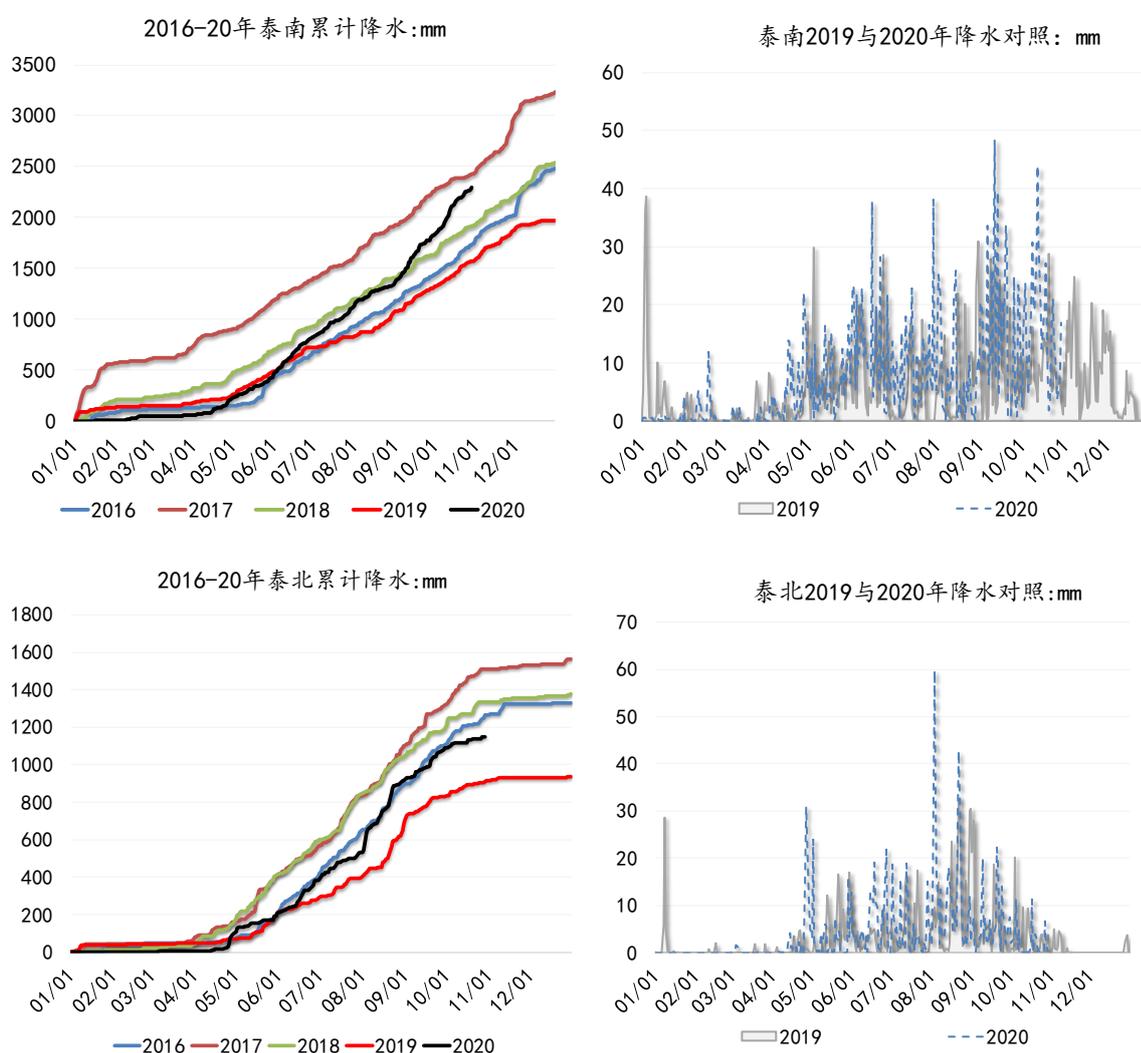
数据来源：ANRPC，混沌天成研究院

天然橡胶主要分布在赤道附近，以东南亚为主，今年因疫情及气候因素，主产胶国 1-9 月份的累积产量出现不同程度的下滑，据 ANRPC 数据显示，1-9 月份 ANRPC 累积产量为 781.6 万吨，累积同比-7%。马来西亚及印尼在今年二季度，受疫情影响，封锁较为严重，影响割胶工作，叠加马来西亚今年外劳问题较为严重、印尼降水较多等影响，导致二季度天胶产量下降，据 ANRPC 最新报告预测，今年全球天胶产量预计下降 6.5%至 1290 万吨，其中以印尼下降幅度最大，由 2019 年 330 万吨年产量，下降至 288 万吨。

2、主产国供需情况

-泰国

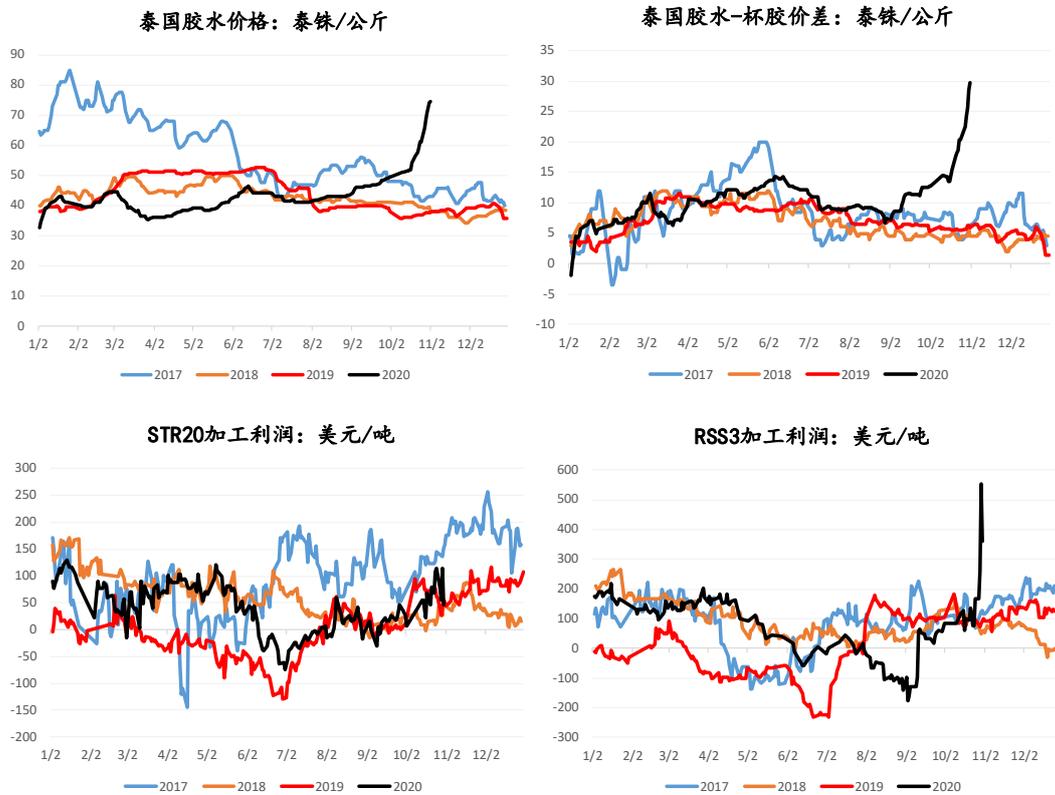
图表 2：东南亚主产区：2016-20 年泰国累积降水：mm



数据来源：路透，混沌天成研究院

2019 年泰国天胶产量为 485 万吨，占全球 35%，主要集中在泰国南部。从今年泰国的累积降水看，年初泰国整体降水偏少，干旱的因素，也导致了今年泰国开割较晚，自 7 月份开始降水增加，良好的降水条件，使得今年 7-9 月份的产量同比+12%，从降水区域分布来看，泰国南部的降水较多，未来累积降水可能会与 2017 年相当。

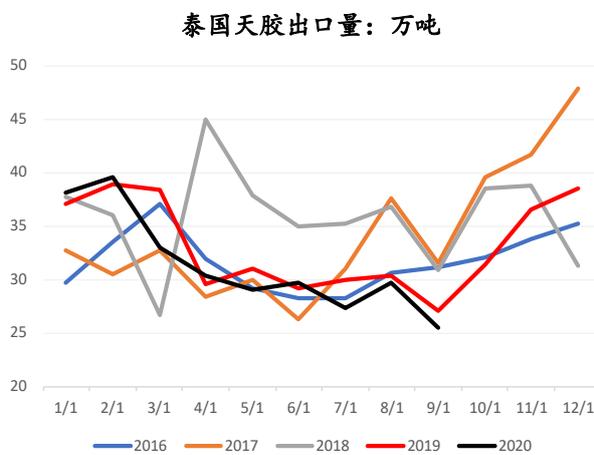
图表 3：2017-20 年泰国原料收购价及加工利润：泰铢/公斤，美元/吨



数据来源：卓创，混沌天成研究院

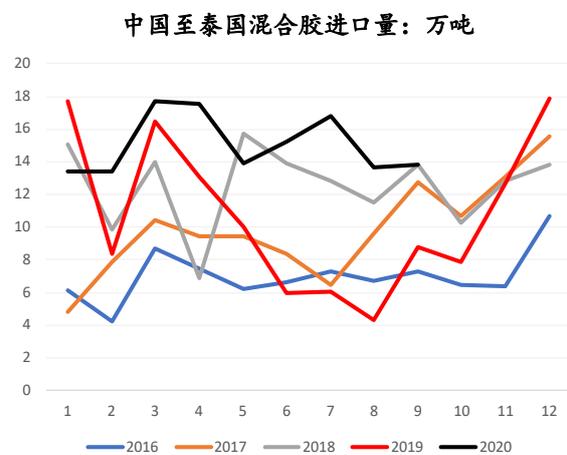
今年 1-9 月份，泰国原料收购价持续在低位运行，特别是在二季度，欧美疫情严重，全球消费低迷（除中国外），给原料端带来负反馈，9 月份以来，产区降水过多，影响正常割胶工作，推升原料胶水收购价格持走高，带动成品端价格大幅上涨，RSS3 的加工利润近期暴涨，接下来要持续关注产区降水情况，因为高收购价能刺激胶农割胶意愿，若降水正常，或许未来胶水释放能有一定的提升。

图表 4：2016-20 年泰国天胶出口量：万吨



数据来源：中国海关，卓创，混沌天成研究院

图表 5：2016-20 年中国至泰国进口混合胶：万吨

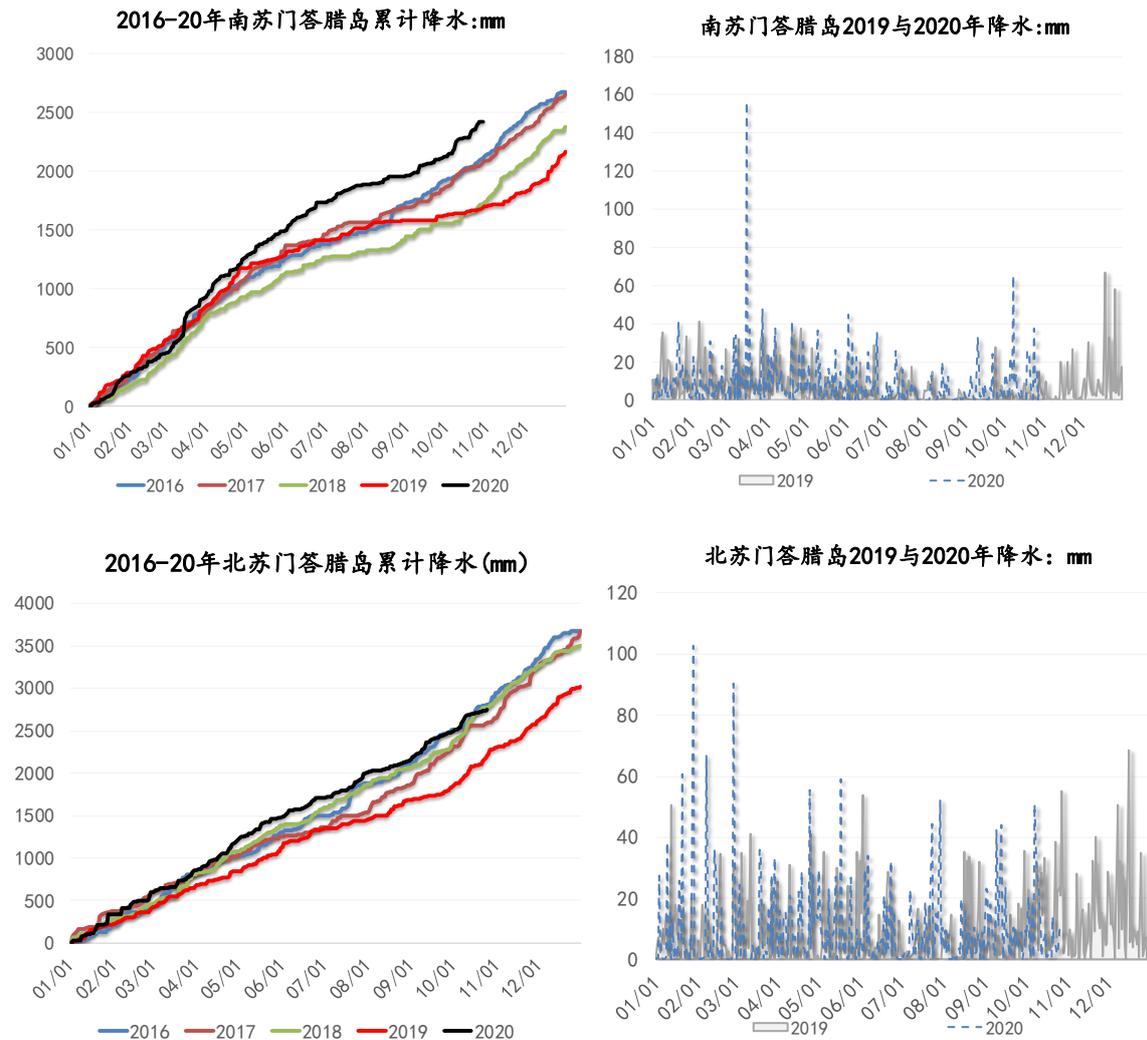


数据来源：中国海关，卓创，混沌天成研究院

今年的疫情在人员流动上，对外来劳动返泰出现一定的影响，但出口方面，未有明显影响，分胶种来看，泰国混合胶自去年四季度至今，价格持续走低，因非标套利窗口打开，刺激中国混合胶的进口需求。

-印尼

图表 6：东南亚主产区：2016-20 年印尼苏门答腊岛累积降水：mm

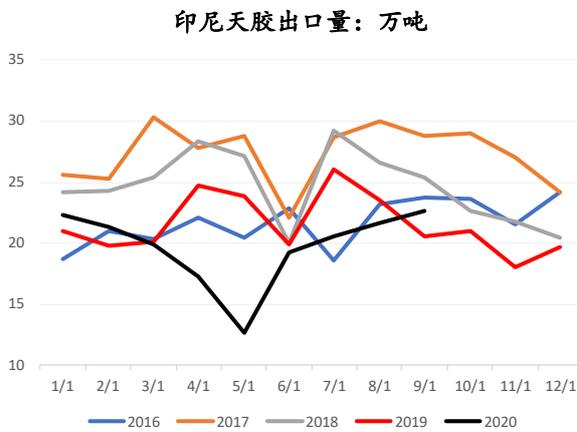


数据来源：路透，混沌天成研究院

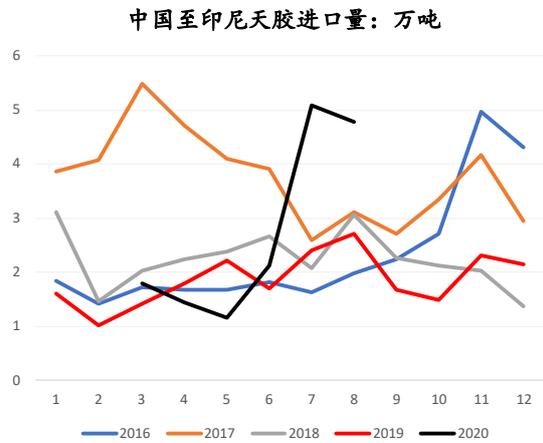
2019 年印尼天胶产量为 330 万吨，占全球总产量 24%。今年印尼苏门答腊岛降水持续偏多，导致今年印尼的天胶产量减少，截至 9 月份，印尼天胶产量 218 万吨，累计同比-11.6%。印尼全年减产的格局基本确定，据 ANRPC 最新报告预测，印尼全年产量预计为 288 万吨，同比-13%。

印尼胶往年主要出口欧美市场，今年欧美自二季度起，受疫情影响，整体消费复苏进度不如中国，从而导致印尼今年出口至中国的天胶量增加，中国进口印尼标准胶为主。

图表 7: 2016-20 年印尼天胶出口量: 万吨



图表 8: 2016-20 年中国至印尼进口天胶: 万吨

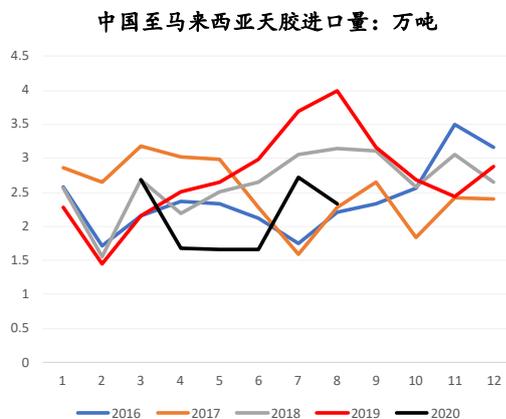
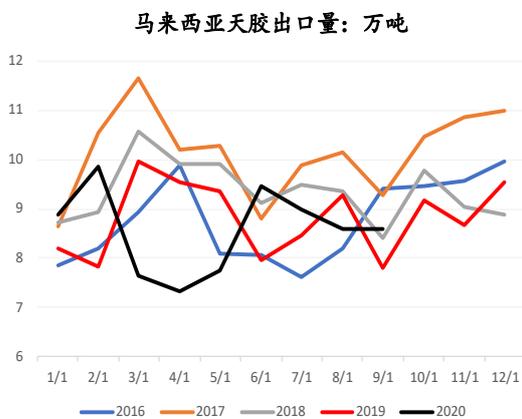
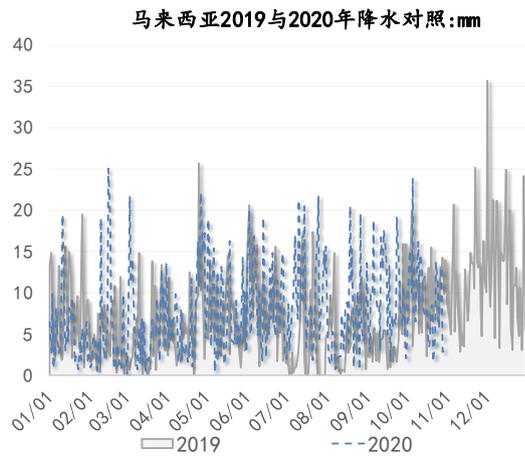
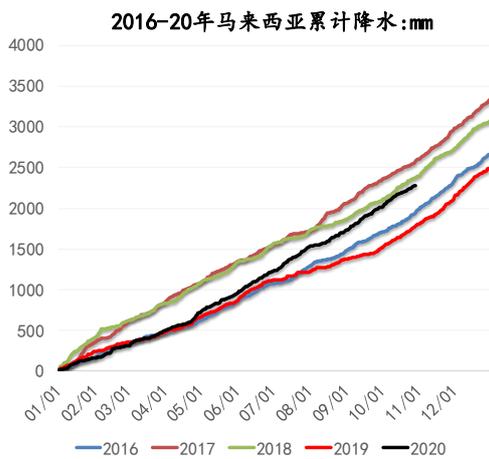


数据来源: 中国海关, 卓创, 混沌天成研究院

数据来源: 中国海关, 卓创, 混沌天成研究院

-马来西亚

图表 9: 2016-20 年马来西亚累积降水 (mm) 及马来西亚天胶出口情况



数据来源: 路透, 中国海关, 卓创, 混沌天成研究院

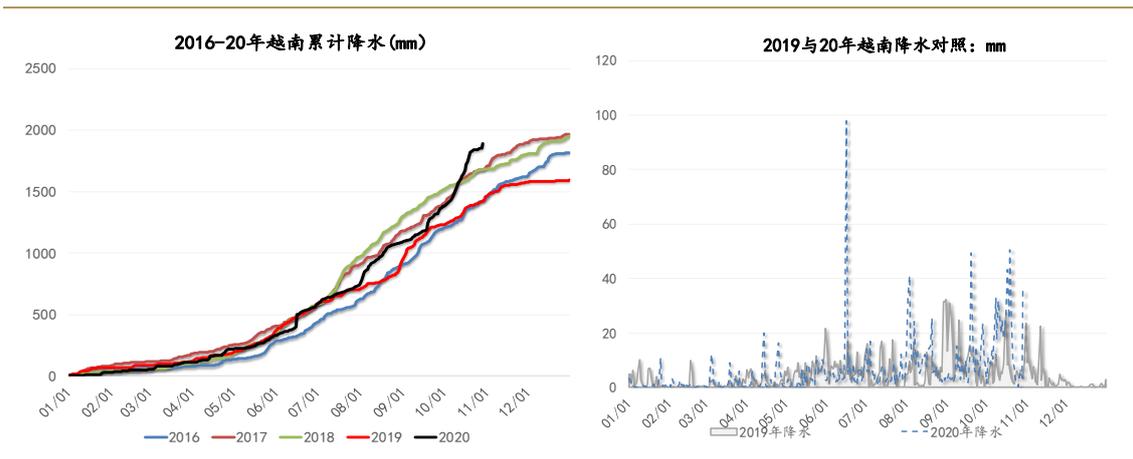
在东南亚橡胶主产区中, 马来西亚的降水整体较为稳定, 天气因素对天胶产量造成扰动的可能

性较小，而受种植意愿、外劳短缺问题的影响更大，马来西亚主要往高附加值产品方向发展，整体产量在全球的比重中逐渐下降。

如果单从马来西亚的气候状况来看，降水对天胶产量的影响不大，而外劳问题，受今年疫情影响，马来持续存在外劳短缺的现象。

-越南

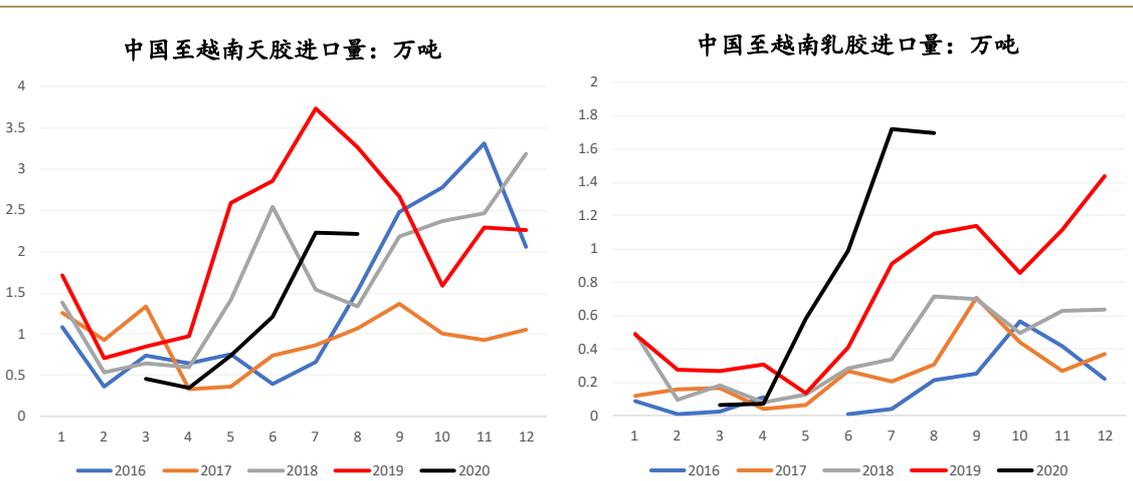
图表 10：东南亚主产区：2016-20 年越南累积降水：mm



数据来源：路透，混沌天成研究院

由于越南版图呈南北狭长状，所以南北降水有时差异可能较大，近期受南海区域频繁的台风影响，越南产区降水偏多，原料供应亦是偏紧状态。预计进入 11 月份，随着台风减少，越南产区降水或有减少。

图表 11：2016-20 年越南出口至中国天然橡胶情况：万吨

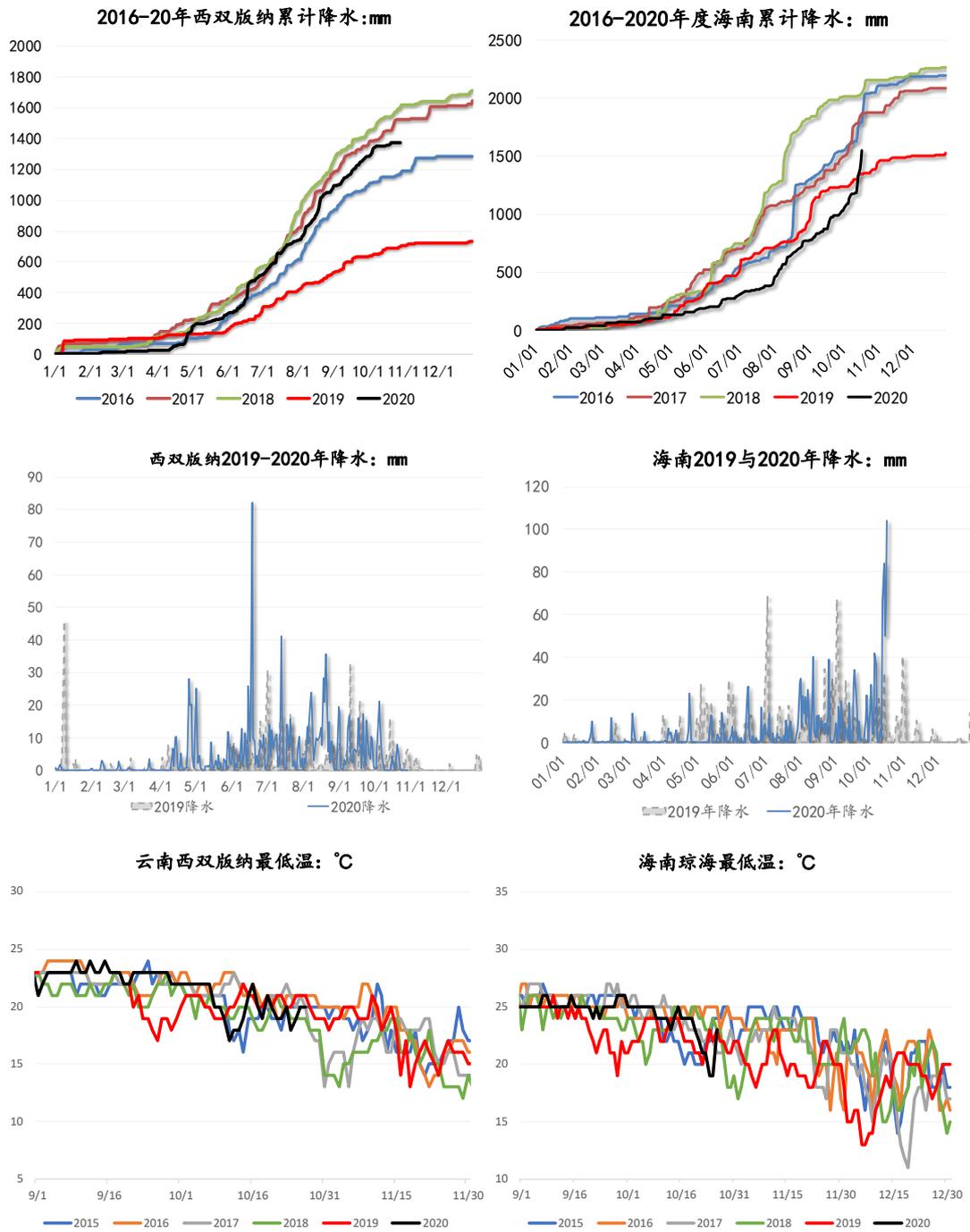


数据来源：中国海关，卓创，混沌天成研究院

虽然今年越南出口至中国的天然橡胶总量没有增加，但是值得注意的是，中国对乳胶的进口量近几年呈增加趋势，主要是中国进口越南乳胶相对于泰国来说，成本较低，有利于提高加工利润，自去年开始，中国的乳胶份额在逐渐扩大。

-中国

图表 12：国内主产区：2016-20 年云南及海南最低温（℃）及累积降水（mm）



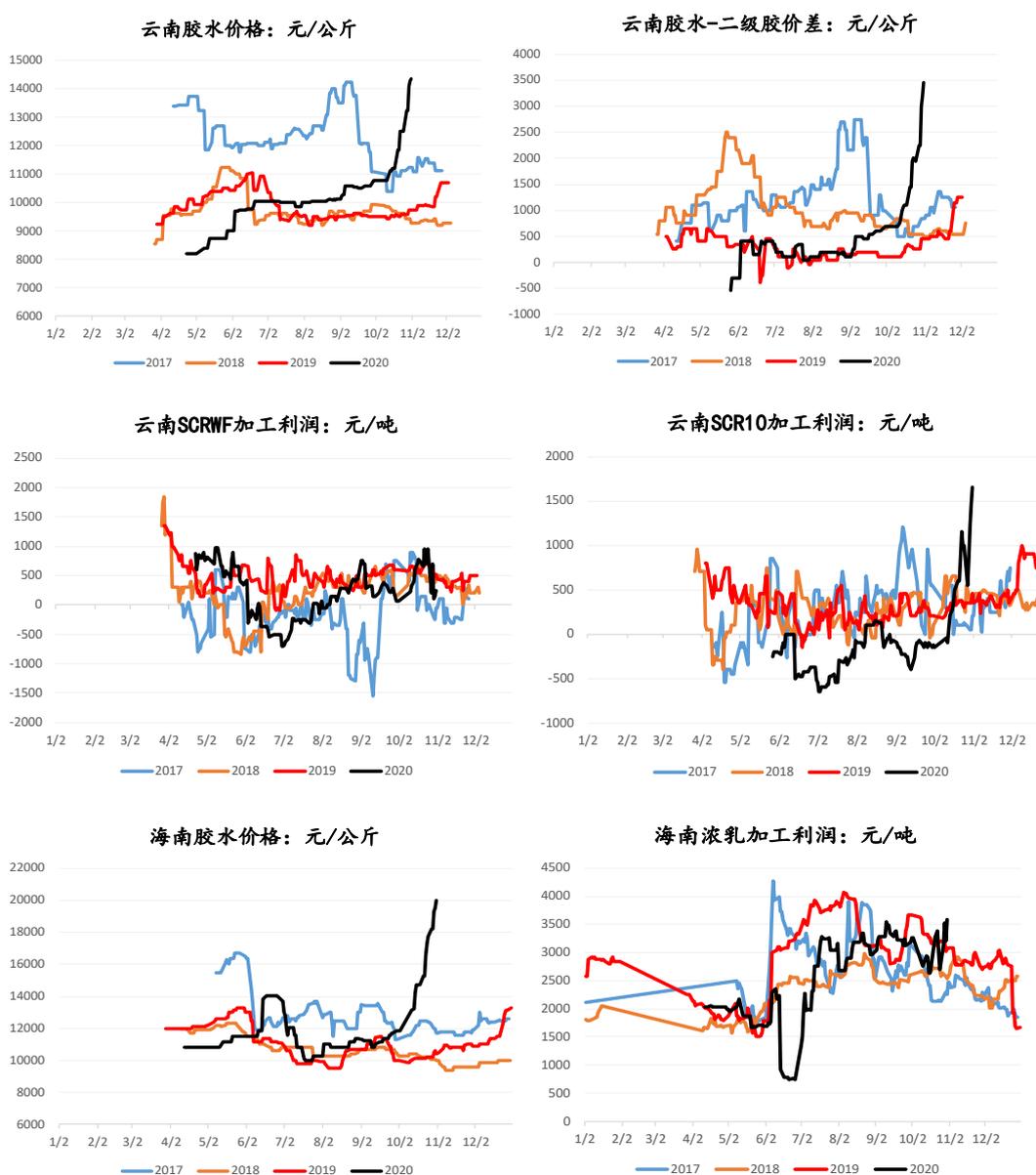
数据来源：路透，wind，混沌天成研究院

从降水情况看，云南产区自全年七月份到今年四月份，整体降水偏少，处于干旱状态，割胶前期的持续干旱，是今年开割时间推迟的主要原因，正常年份云南在3月中下旬开割，今年推迟到5月下旬才开割，相当于今年的割胶时间较往年减少了将近两个月，叠加西双版纳今年7-9月份降水偏多，影响割胶，造成今年云南产区减产，目前市场普遍预估同比减产30%。同样的，海南产区从

去年八月份至今年九月份的降水较正常年份偏少，而近期受频繁的台风影响，降水短时间急剧增加，影响割胶工作的开展，短期的供应短缺，造成海南产区近期原料价格猛涨。

因拉尼娜现象在今年12月~次年1月形成的概率较大，而拉尼娜现象对中国的影响是“冷冬”，再者近期频繁的台风，也使冷空气南下更为深入，因此市场有些担忧今年国内的停割期会提前到来，但从国内产区的最低温来看，10月份确实存在突发降温情况，但目前低温基本回归正常，预估实际提前停割的概率不大。

图表 13：2017-20 年中国原料收购价及加工利润：元/公斤，元/吨



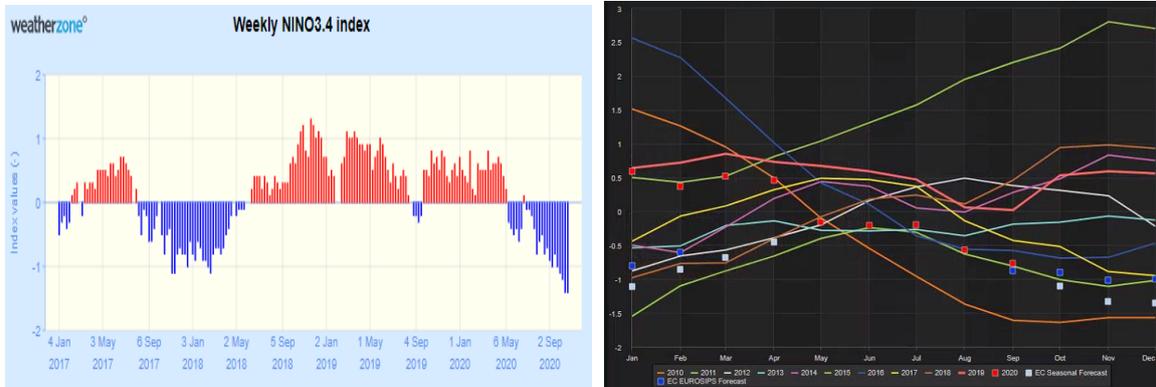
数据来源：卓创，混沌天成研究院

海南胶水价格随降水增加而不断上涨，截至10月29日，已涨至19500元/吨（进浓乳厂），胶水短缺，满足不了前期超卖需求，工厂只能抢原料，今年浓乳加工利润高于全乳，也是全乳减产的逻辑之一，云南产胶近期较为正常，但受联动作用，胶水涨幅也较大，但近期成品端涨幅更大，

云南工厂加工利润暴涨。

3. 供应展望

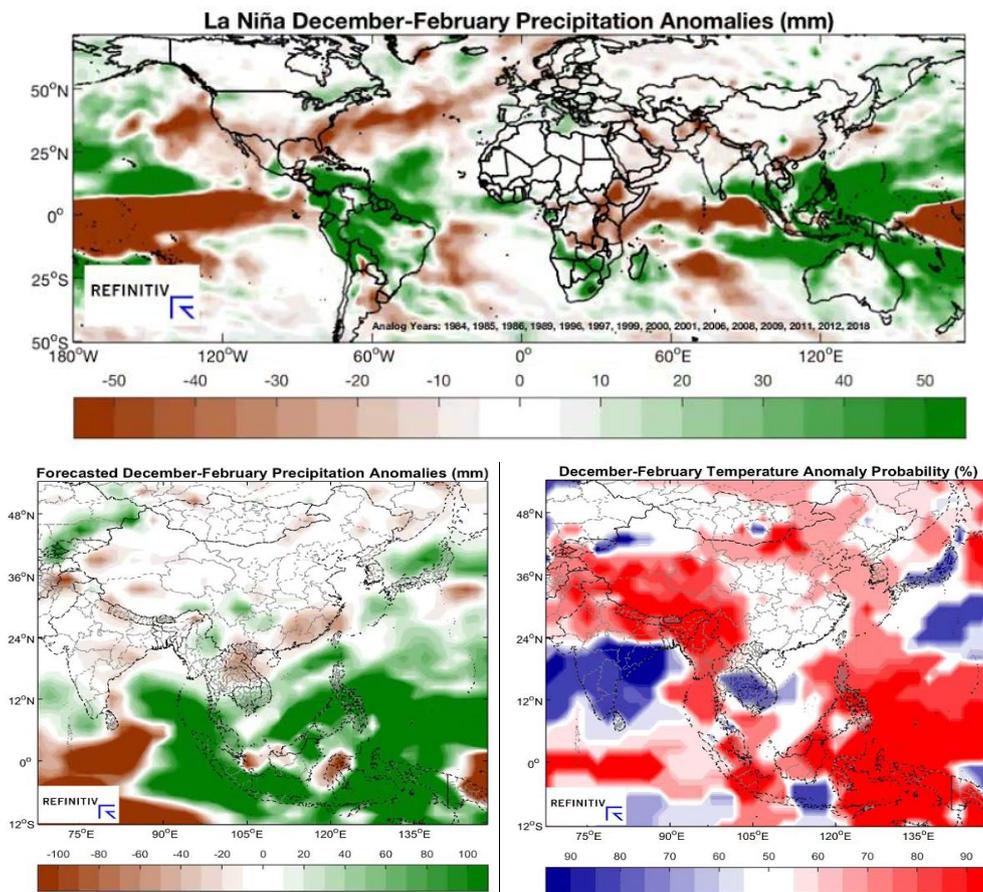
图表 14: 厄尔尼诺指数 (周度)



数据来源: weatherzone, 路透, 混沌天成研究院

从周度厄尔尼诺指数来看, NIN03.4 区域海水异常变冷持续增强, 截至 10 月 21 日, 该数值为 -1.4°C。据路透预测, 此现象会持续到 12 月-次年 1 月, 按照厄尔尼诺指数推算, 今年拉尼娜现象在明年 1 月份形成。

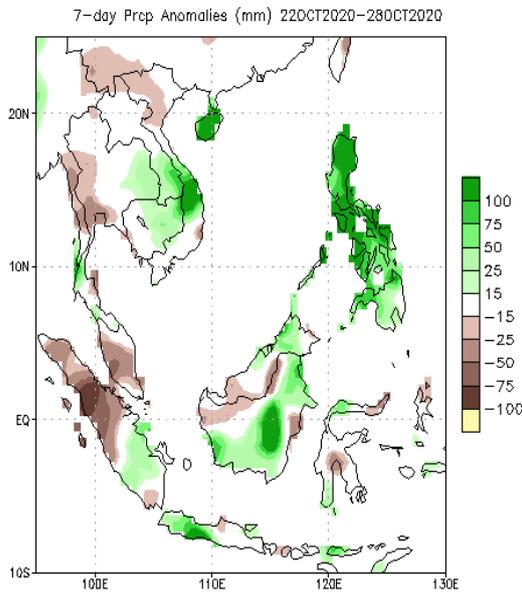
图表 15: 全球中期天气展望



数据来源: 路透, 混沌天成研究院

据路透天气展望，12月-次年2月份东南亚降水偏多概率较大，国内产区降水情况较为正常。

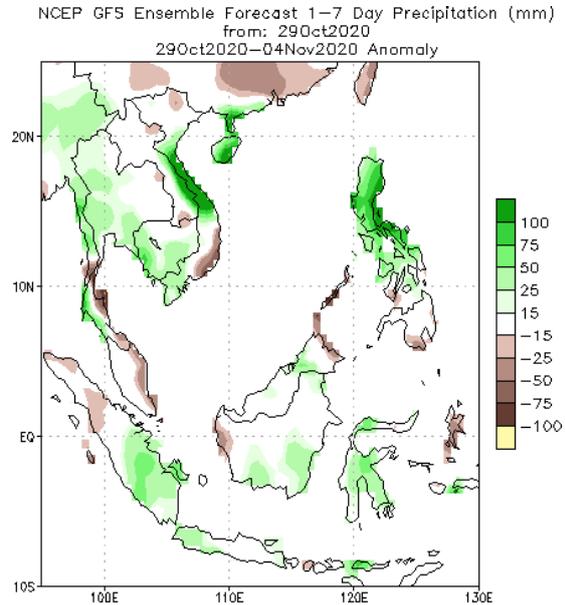
图表 16: 东南亚过去一周降水较 30 年均值



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1981-2010)

数据来源: NOAA, 混沌天成研究院

图表 17: 东南亚未来一周降水较 30 年均值



Bias correction based on last 30-day forecast error CPC Unified Precip Climatology (1981-2010)

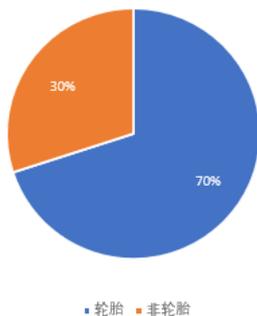
数据来源: NOAA, 混沌天成研究院

从过去一周东南亚及中国南部的降水距平数据来看，越南及中国海南的降水偏多，未来一周的降水预报显示，国内外主产区的降水距平比较均衡，越南中部、泰北及海南降水持续偏多，其余产区降水较为正常，预计海南及越南原料紧张的局面仍将持续。

二、需求

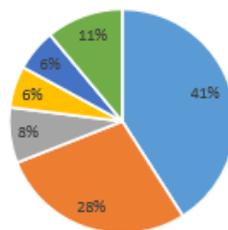
图表 18: 2019 年全球及中国天胶下游消费结构

2019 全球天胶消费结构



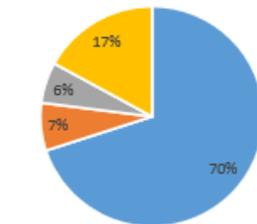
■ 轮胎 ■ 非轮胎

2019 年中国天然乳胶消费



■ 手套 ■ 乳胶发泡 ■ 安全套 ■ 气球 ■ 制鞋 ■ 其他

2019 年中国干胶消费结构



■ 轮胎 ■ 胶管胶带 ■ 鞋类制品 ■ 其他

备注: 中国天胶消费分为天然乳胶和干胶，其中乳胶 20%，干胶 80%

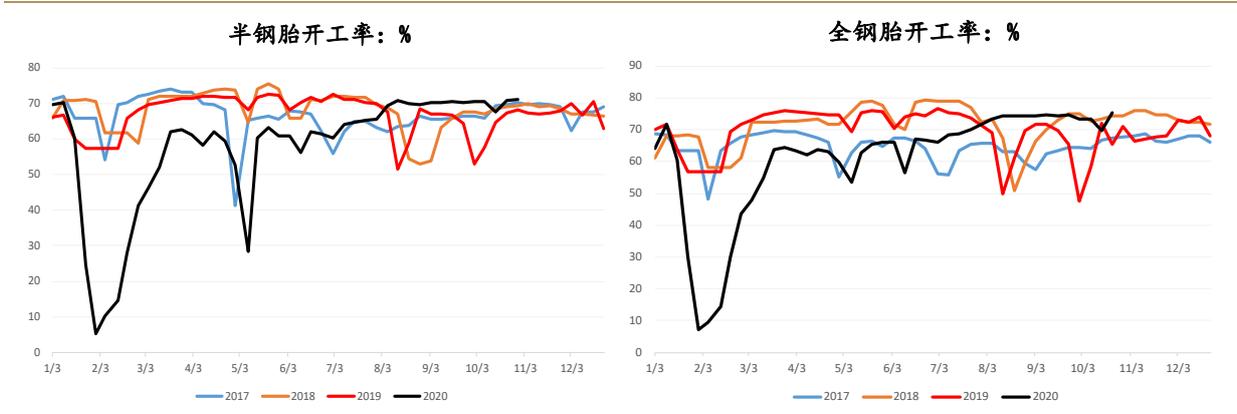
数据来源: 卓创, 混沌天成研究院

全球天然橡胶的下游需求主要是轮胎，按国别需求来看的话，主要集中在国内。

1、国内需求

中国对天胶的需求主要分为三块，国内新车配套、国内替换需求、出口，需求占比大致是 2: 4: 4。

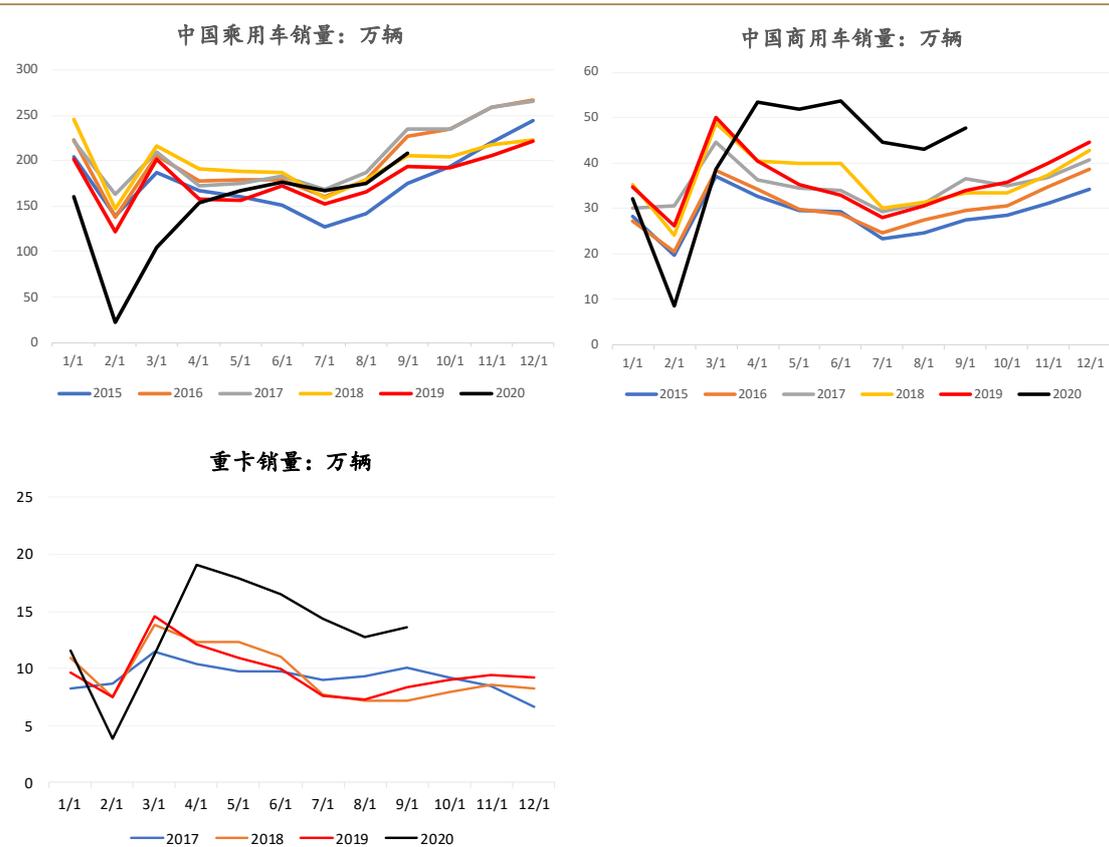
图表 19: 2016-20 年国内轮胎开工率: %



数据来源: 卓创, 混沌天成研究院

今年年初因国内疫情影响, 实行封锁政策, 轮胎的开工下挫, 后面随着复工复产的进行, 轮胎开工逐步恢复, 八月之后, 随着海外订单的恢复, 开工持续高企, 预计高开工率能维持到 11 月份。

图表 20: 2015-20 年中国汽车月度销量: 万辆

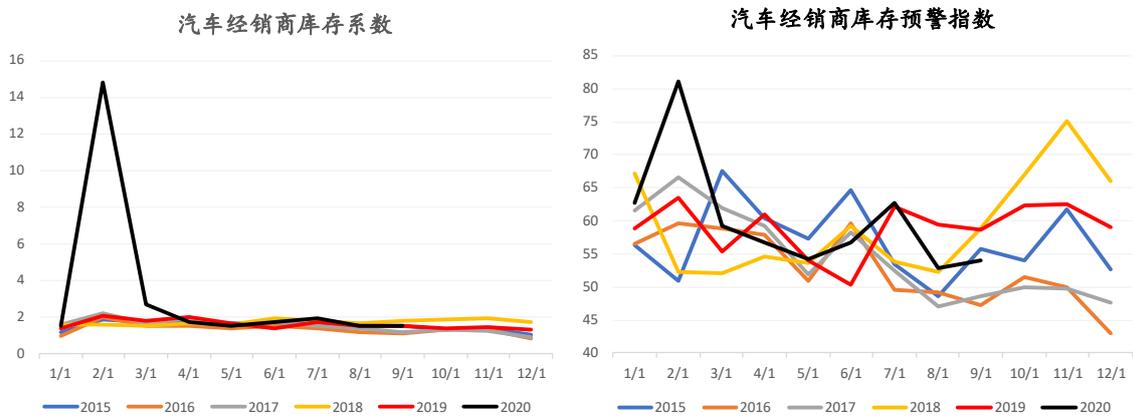


数据来源: 中汽协, wind, 混沌天成研究院

从轮胎下游的汽车销售数据来看的话, 今年自 4 月份开始商用车的销量大幅增加, 尤其重卡的表现特别亮眼, 得益于国内的基建拉动和国三淘汰力度的加强。重卡对轮胎需求的拉动主要来自于

替换需求。

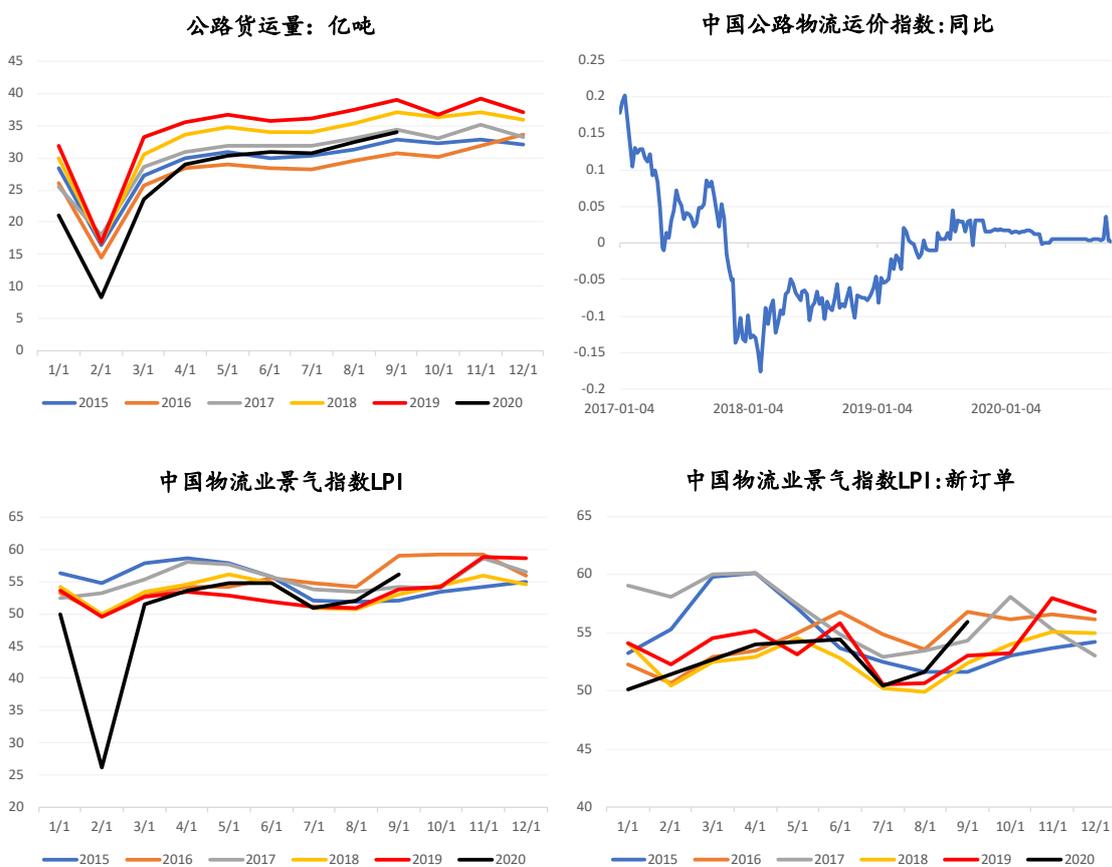
图表 21：汽车经销商库存系数及预警指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

经销商在今年的大环境下，屯货意愿不强，正常是随采随卖，截至9月份，库存预警指数处于近5年中性位置，但仍旧高出50的荣枯值。

图表 22：中国货运情况及物流运输景气度



数据来源：wind，混沌天成研究院

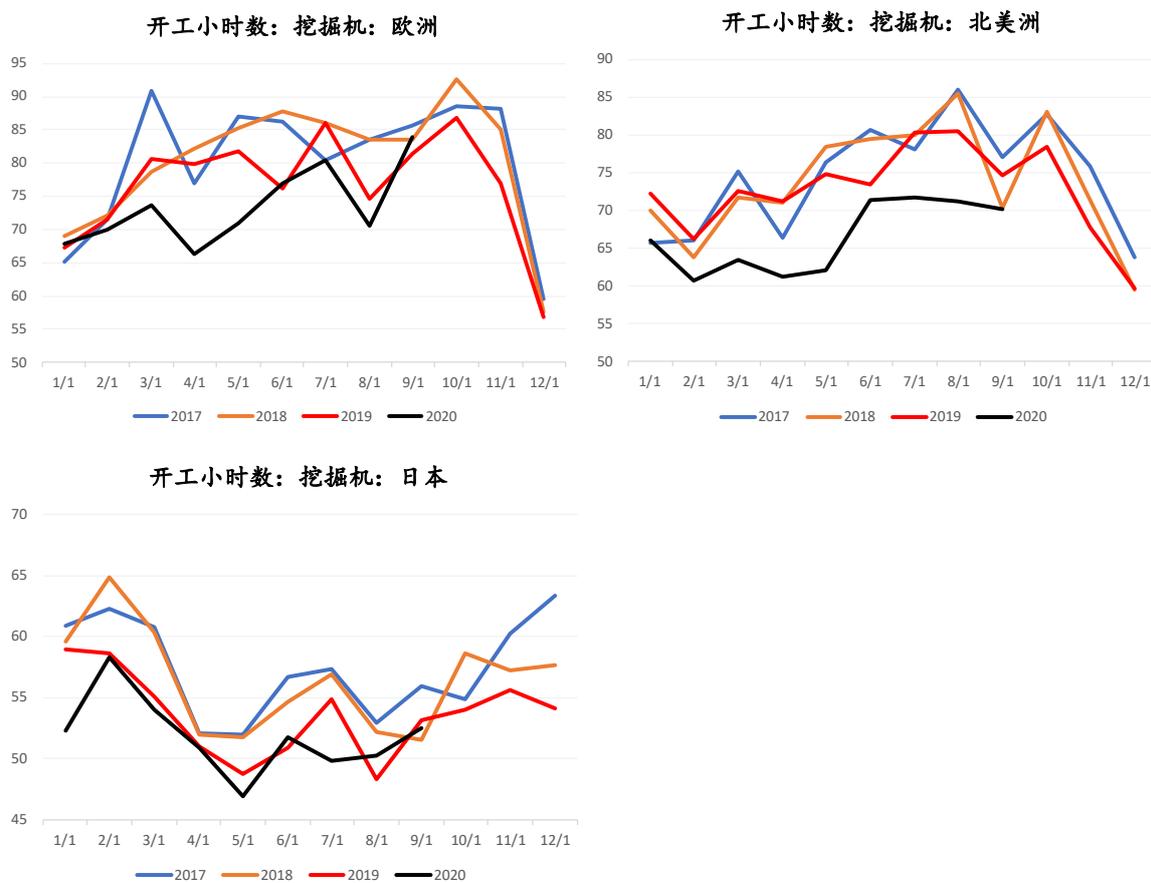
物流运输方面，物流景气指数今年自3月份开始恢复，新订单9月份增长较为明显，因为今

年疫情，对于电商行业影响小，并因线下门店关闭，对电商的发展反倒有一定的助推作用，随着“双十一”的到来，对物流运输有一定的利好作用。

整体来说，国内的需求在有序恢复中，但近期国内基建增速有放缓迹象，对于轮胎需求的支撑在边际变弱，而且随着冬季来临，居民出行频率减低，亦会降低对轮胎需求，所以短期来说，11月份国内有“双十一”，对物流业有利好，而12月份之后国内的需求端可能会走弱。

2、国外需求

图表 23： 挖掘机开工小时数

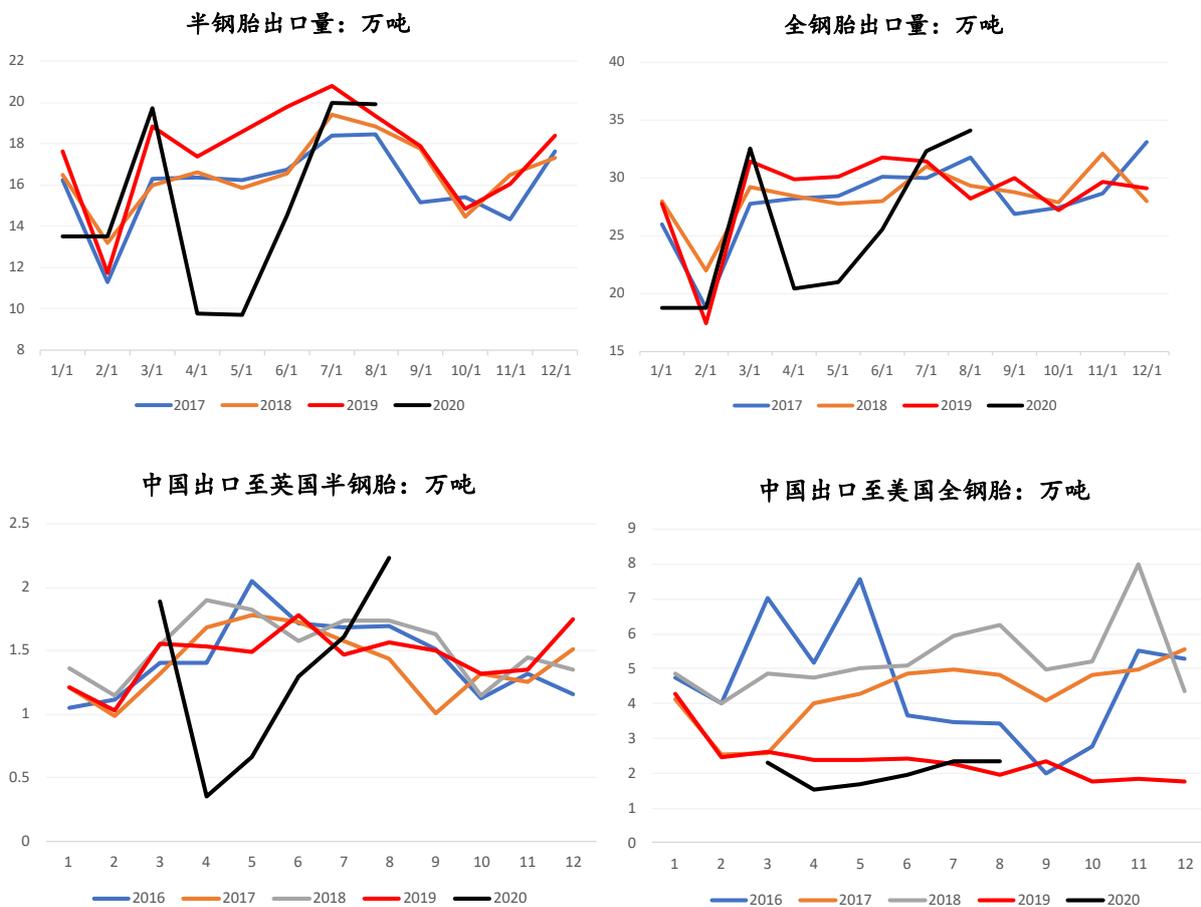


数据来源：wind，混沌天成研究院

从挖掘机开工小时数来看，欧洲及日本基本恢复到去年同期水平，但美国今年持续处于偏低位置，自下半年以来，恢复进度几乎处于停滞状态。

从中国轮胎的出口状况来侧面佐证，国外的轮胎需求自7月以来基本恢复到疫情之前水平，半钢胎以英国的恢复最明显，而美国近些年对中国实行“双反”，自中国进口轮胎的数量持续走低。美国未来预计有搞基建的可能性，虽对中国实行“双反”，从中国进口的轮胎减少，但对全球轮胎需求有一定的利好作用。未来需要跟踪下美国的基建落实情况。

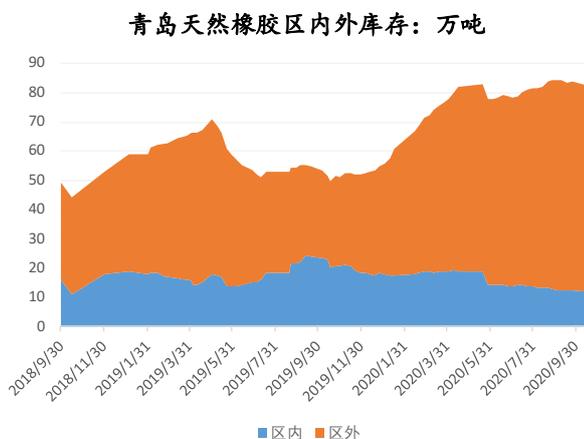
图表 24：2017-20 年中国轮胎月度出口量：万吨



数据来源：中国海关，混沌天成研究院

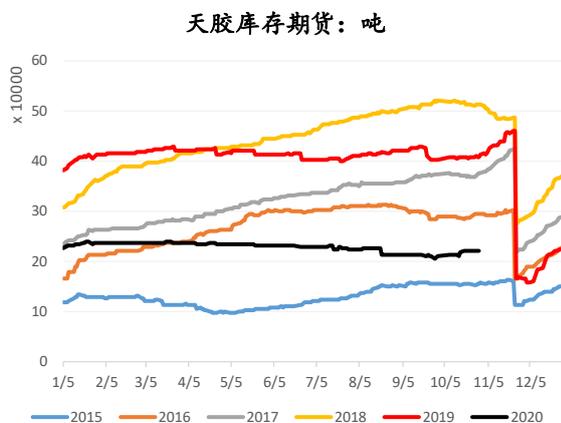
三、库存及仓单

图表 25：天然橡胶青岛保税区内外库存：万吨



数据来源：隆众资讯，混沌天成研究院

图表 26：天然橡胶库存期货：万吨



数据来源：上期所，混沌天成研究院

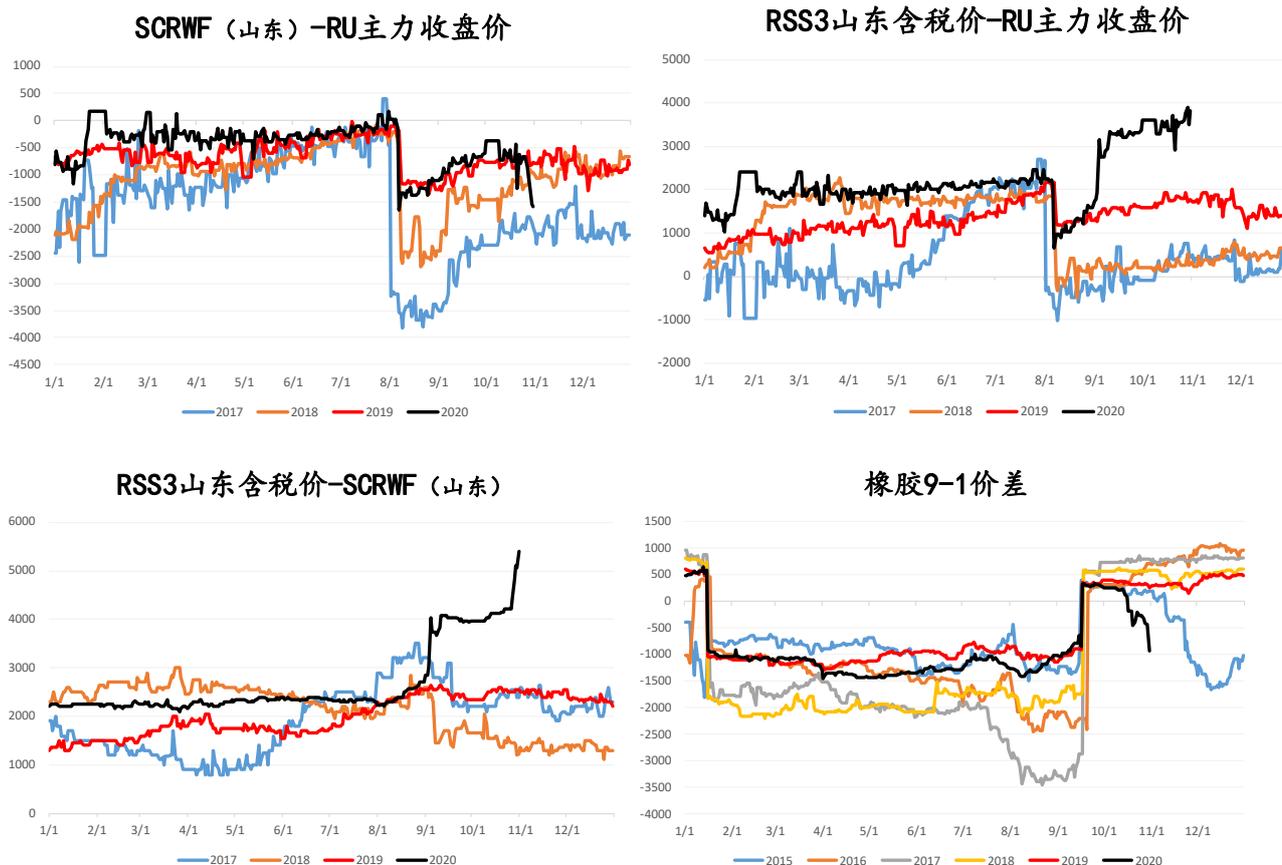
截至 10 月 25 日，青岛保税区内库存为 11.81 万吨，区外库存为 70.77 万吨，合计 82.58 万

吨，同比+60%。

截至 10 月 30 日，天然橡胶库存期货为 22.1 万吨，同比-47%，上周内上期所公布的仓单日报，净流出 490 吨。仓单少的问题仍旧存在，接下来的割胶时间，主要关注①云南的气候状况及胶水的补量情况；②仓单的生成情况。

四、基差及月差

图表 27：基差与月间价差：元/吨



数据来源：卓创，上期所，混沌天成研究院

近期因期货端的上涨速度过快，全乳与沪胶的基差走弱，01 合约目前的主要矛盾在于交割品全乳胶的减少，并且因云南今年的可割胶时间仅余一个月左右，虽目前的高收购价能刺激胶农割胶意愿，但因时间紧促，整体补量有限，所以目前此矛盾点短期无法化解，那未来化解的途径有：

①打开另一个交割品烟片胶的进口窗口，用烟片胶来交割，但是从目前的烟片价格来看，与 RU 主力合约的价差拉大至将近 4000 元/吨，所以要打开这个进口窗口难度较大；

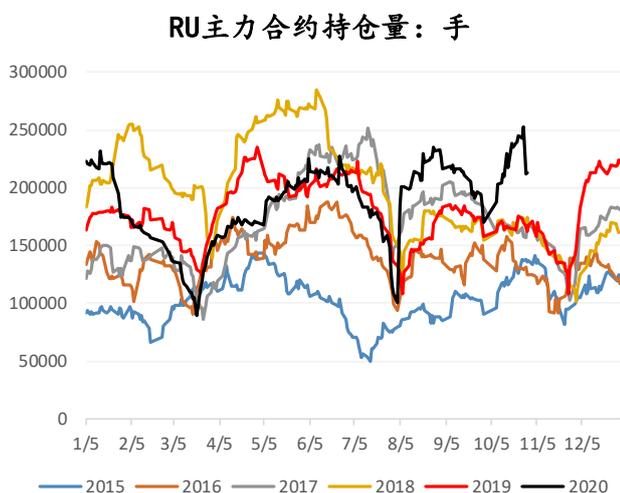
②随着 11 月仓单集中到期注销后，观察是否有新的注册仓单，如果注册仓单量大幅增加，那么也可以破解当前的矛盾点，市场预估今年可交割品的量在 17-18 万吨左右，那后期要关注下实际注册成仓单的量；

月间价差方面，1 月升水 9 月幅度变大，形成 Back 结构，侧面说明，此次上涨为结构性行情，

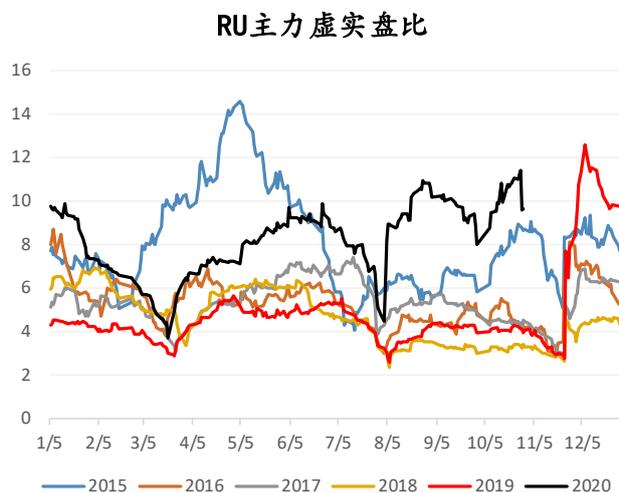
主要矛盾在于 1 月合约的仓单减少。

五、持仓量及虚实比变化

图表 28: RU 主力合约持仓量: 手



图表 29: RU 主力合约虚实比



数据来源: 上期所, 混沌天成研究院

数据来源: 上期所, 混沌天成研究院

截至 10 月 30 日, 沪胶持仓量、虚实盘比均有所回落, 但仍处于往年同期绝对高位, 市场热度稍有退却。

六、总结

因短期产区高收购价对胶农割胶意愿有刺激作用, 只要降水减少, 11 月份云南的原料有提量预期, 对于交割品减少的矛盾有一定的缓和作用, 另一方面, 近期欧洲疫情恶化, 多国重新实行封锁, 短期内对国外的轮胎需求有利空影响, 11 月份有回调压力。

从时间维度来看, 因为拉尼娜现象在今年 12 月份-明年 1 月份形成的概率较大, 那对于东南亚产区来说, 出现极端降水的时间点, 也可能在 12 月份, 这是沪胶继续上涨的另一推动力, 所以 11-12 月份天胶大趋势看涨。

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院