

天然橡胶：产业规律中寻找价值洼地

分析概述

- 回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。
- 天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，根据历史经验：每年春节到 7-8 月的这段时间，沪胶更多关注反弹较高后的沽空机会，而深度贴水现货成本则是空头止盈离场的条件；三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌；待期货升水令期现基差拉大，又会为非标套利盘入场提供机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情。
- 总体而言，鉴于沪胶积贫积弱的金融属性，国内市场交易者较为习惯将其作为空配品种，因此在过剩问题得到实质性改善之前，大级别震荡筑底将是一个复杂漫长的过程。
- **风险点：**东南亚主产区受厄尔尼诺影响出现极端天气；国内经济增长乏力使得下游需求疲弱；资金炒作或系统性风险造成的情绪杀。

研究员

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

目 录

农工双重属性，季节规律鲜明	3
产能基数庞大，扩张周期见顶	4
物候整体欠佳，减产几成定局	5
进口预期增量，等待库存拐点	7
下游差强人意，消费由旺转淡	8
供需大致均衡，警惕厄尔尼诺	10
基差回归收敛，注意仓单问题	12
把握品种脉搏，发掘价值洼地	13
法律声明	14

农工双重属性，季节规律鲜明

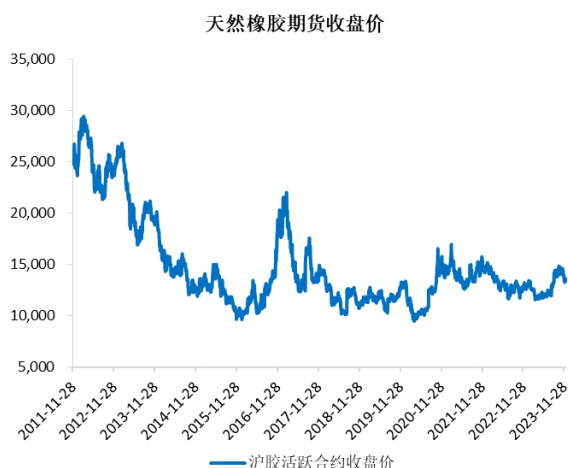
2023 年收官在即，全年中国天然橡胶市场呈现出明显的两边高、中间低行情，大周期上则继续维持在历史底部运行。

上游方面，天然橡胶供应端具有鲜明的农产品属性。新胶原料生产表现出固定的周期性规律，每年主产区都会经历停割-开割-放量-减产的过程。具体来看：如果上一轮旺季割胶顺畅，即使在 2-4 月低产期，现货市场也饱受供应过剩的压制；5-6 月以后国内外产区逐步开割，但雨季天气阻碍原料胶水放量；10-11 月泰国逐渐向旺产季过渡，在天气不出现意外的情况下，次年 1 月将迎来产胶高峰，随后逐渐减产停割。国内产区则停割更早，云南版纳地区在 11 月底逐步进入停割期，海南于 12 月底前停割。

下游方面，天然橡胶需求端具有经典的工业品属性。橡胶约 70% 的用量是作为制造轮胎的原材料，汽车行业则是其终端消费市场。通常每年春节过后，国内汽车厂商会用促销政策争取开门红，并将市场热度维持一段时间；7-8 月进入到传统消费淡季，高温天气和需求欠佳制约轮胎企业开工，对原料橡胶的采购意愿低迷；待到金九银十传统消费旺季，汽车市场销量增长对橡胶行情会产生显著提振，但在宏观经济弱稳的背景下，临近年末橡胶需求或重回疲弱。

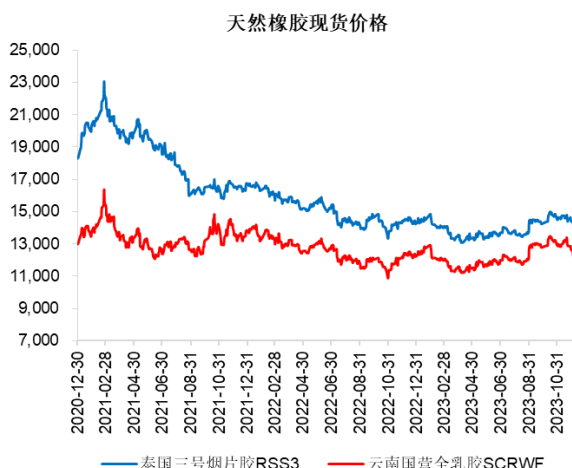
现阶段天然橡胶市场形势来看，供强需弱的格局暂未得到实质性改善，仍缺乏趋势性上涨驱动。展望后市，在正常年景的前提下，预计明年天然橡胶走势仍将基本符合供需的季节性特点，主要风险是厄尔尼诺对东南亚产区的影响。

图表 1：沪胶期货盘面整体延续弱势



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：天然橡胶现货价格处于底部



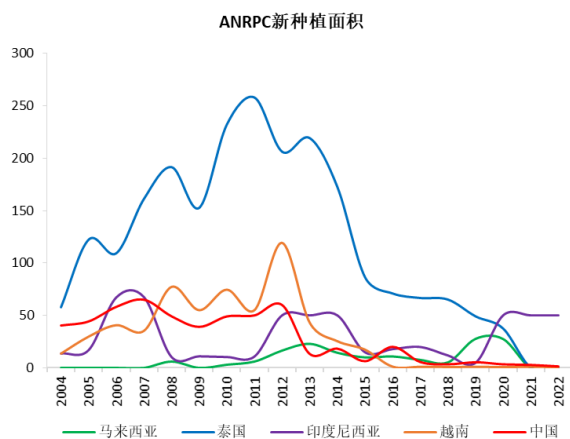
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

产能基数庞大，扩张周期见顶

类似其他农产品，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。但和一般农产品不同的是，橡胶树种植后最快要7年才能割胶，树龄10年左右进入产胶壮年期，正常割胶寿命长达20年以上，这意味着天然橡胶无论产能扩张还是产能出清的周期都十分漫长。

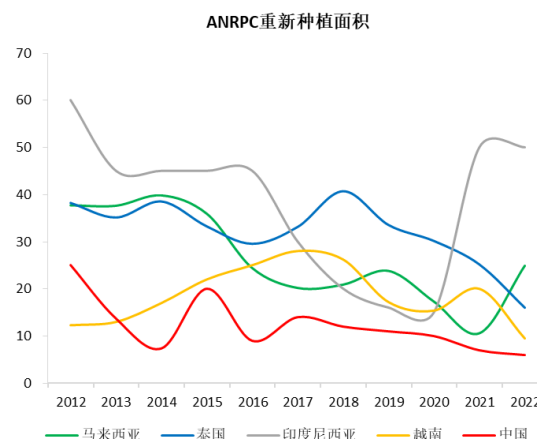
从理论开割面积来看，上轮橡胶价格高点出现在2011年，引发2010-2012年间东南亚大面积种植高潮。根据橡胶树7年开割的规律，计算第n年开割面积 $= (n-1)$ 年开割面积 $+(n-7)$ 年新增种植面积 $-(n-1)$ 年翻种面积。结合新种面积的增减趋势，理论上2019年全球天然橡胶产区开割面积增速触顶，从2020年开始新增开割面积将会放缓。

图表3：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4：ANRPC翻种积极性整体不高

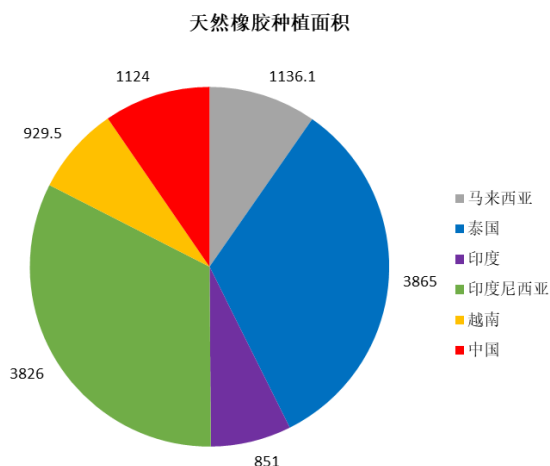


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

事实上，2020年国内外天然橡胶产量出现明显的下降，但这主要是受疫情和当年物候影响导致的减产。我们的确观察到，2021-2022年全球天然橡胶产量增长呈边际下滑态势，但这只是相对增速的下降，而不是产量绝对值的下降。

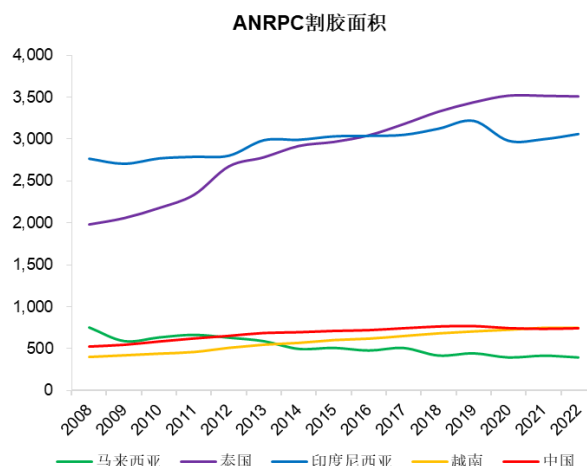
现在处于橡胶供应增速放缓而仍在惯性扩张的阶段，待全球天然橡胶产量真正达峰以后，仍将在相当长的时间内维持庞大基数。橡胶林维护成本极低，除非发生重大变故轻易不会砍伐，只能依靠老树淘汰与新树开割面积之差来缓慢进行出清。不过，天然橡胶资源一旦下降就无法短期迅速补充，这个去产能的过程也同样是不可逆的。

图表 5: 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 6: 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

物候整体欠佳，减产几成定局

尽管橡胶种植园所需要的维护远低于农作物，但大抵仍然是一个靠天吃饭的行业，而今年国内外主产区物候条件并不理想。

回顾迄今为止的本轮割胶年度：二季度东南亚产胶国和中国云南地区均发生一定程度的干旱天气，从而导致开割推迟和初期低产；年中以后降雨开始增多，国内外产区供应逐渐恢复至同期正常水平；但今年三季度东南亚雨季异常持久，由于雨水会对胶水造成稀释，割胶作业数月进展受阻；进入四季度以后，海内外产区降雨天气自北向南逐渐减弱，原料胶水进入全面上量阶段。

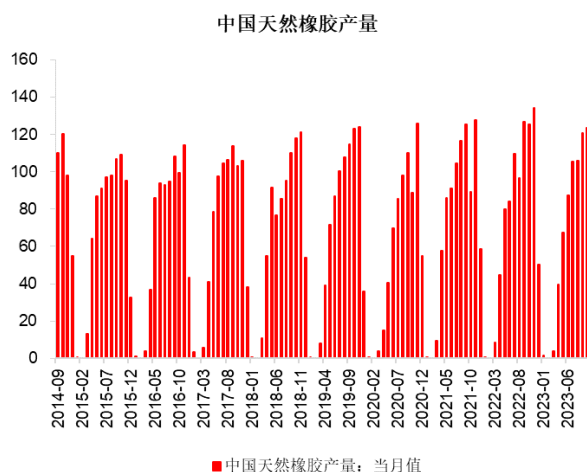
图表 7: 天然橡胶生产的季节性规律

主产国家	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国	旺产期	减产期		过渡期		增产期			旺产期			
印尼	过渡期			旺产期					减产期		过渡期	
马来西亚	旺产期	减产期			过渡期				旺产期			
越南	减产期			过渡期	旺产期					过渡期	减产期	
中国	减产期			过渡期	旺产期					过渡期	减产期	
印度	旺产期	减产期						过渡期		旺产期		
全球供应	过渡期	减产期	过渡期		旺产期			减产期		旺产期		

资料来源: 中金财富期货研究所

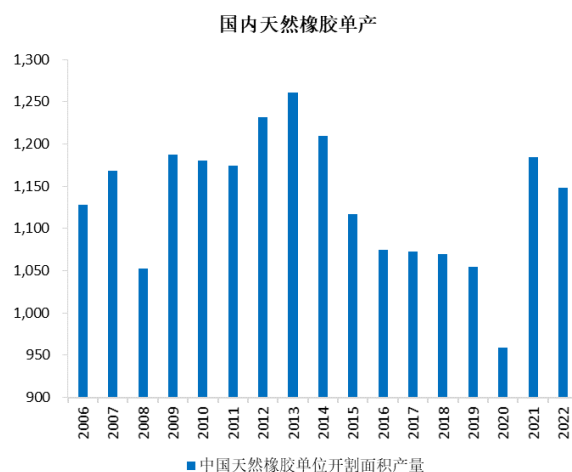
国内主产区方面，今年云南版纳地区因干旱造成开割大幅推迟三个月，割胶旺季产量又不及预期，产胶高峰期过后陆续开始减产，11月下旬到12月基本进入停割季；海南今年多受台风等恶劣天气干扰，亦将于12月底前全面停割。综上，本年度中国天然橡胶原料产出受限，包括交割品全乳胶在内的减产预期已基本坐实。

图表 8: 今年国内天然橡胶产量偏低



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

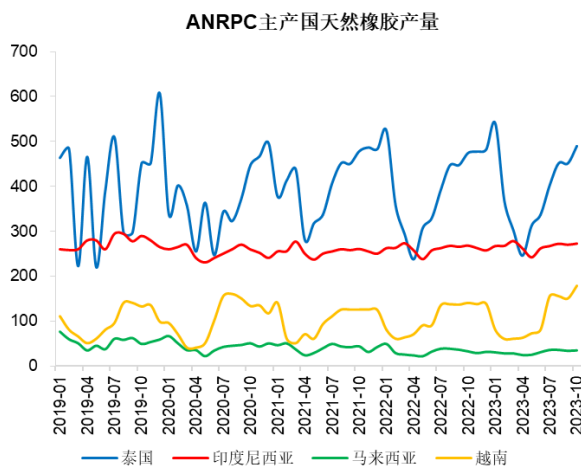
图表 9: 物候条件不佳令单产下滑



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

泰国作为全球最大的天然橡胶生产国，在南部主产区经历降雨长期反复后，2023 割胶年度旺产季即将到来。不过，今年东南亚过多的降雨减少了割胶作业的时间窗口，相当微薄的利润也打击胶农的生产积极性，各种自然及市场等综合因素，导致 2023 年泰国天然橡胶产量不及预期，与前两年相差甚远。从当地种植园经理和贸易商了解到，业内人士预计今年泰国天然橡胶产量将减少 8-10% 到 460-470 万吨，是 2020 年疫情发生以后的最低水平。类似地，第二大产胶国印尼也面临树龄结构老化和加工利润低迷问题，今年减产已经是大概率事件。

图表 10: ANRPC 尚属正常年景，预期全年整体减产



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

未来在新开割面积下降的情况下，我们推测全球天然橡胶供应增长趋势将结束并逐年转入下行，尽管这不改变其固有的季节性规律，但过剩格局的边际改善或将令胶价底部区间有所抬升。

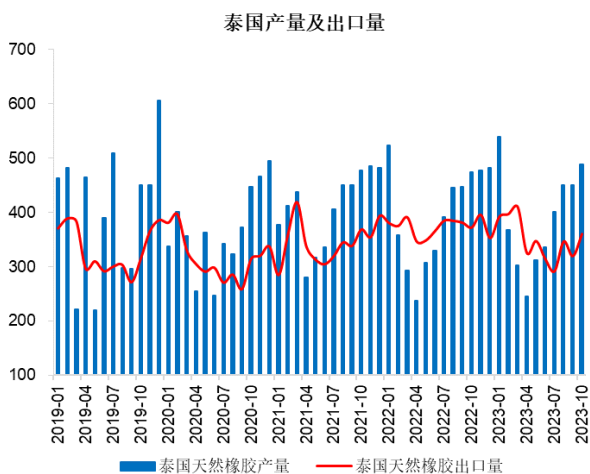
进口预期增量，等待库存拐点

中国天然橡胶最主要来源是泰国等东南亚地区，鉴于进口依存度高达 87% 以上，因此海关总公布的橡胶进口数据，对于供应端是一个略显滞后但较为可靠的指标，港口库存更能代表国内市场的真实供应水平。

2023 割胶年度受天气影响，尤其泰国南部主产区新胶释放不及预期，自 5 月以后泰国天然橡胶出口处于近五年来低位水平。泰国海关公布数据显示，前三季度泰国天然橡胶累计出口量为 330.7 万吨，低于上年同期 7.1%。中国海关总署公布的数据显示，2023 年 10 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 63 万吨，同比下降 2%；1-10 月中国橡胶进口量总计 654.4 万吨，较 2022 年同期增加 11.7%。

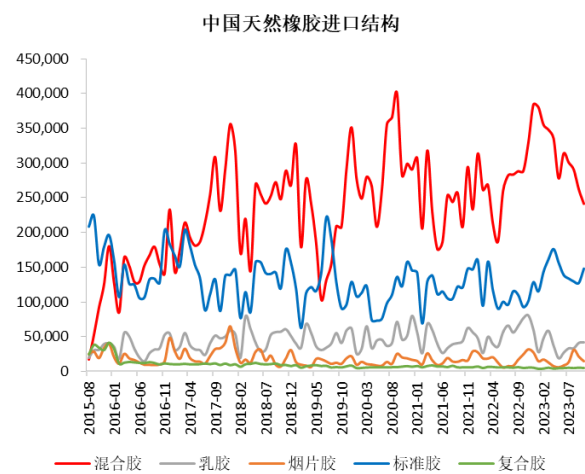
随着降雨偏多的情况缓解，泰国产区逐步进入增产期，估计橡胶出口有望扭转同环比下滑的局面。不过，泰国南部主产区占全国总产量的 60%-70%，该地区胶水释放增速仍不及预期，算下来本轮割胶周期可生产天数减少很多，即使旺季顺利也难以回补前期造成的产量损失。预计泰国天然橡胶出口将呈季节性回升，但对内盘供应压力暂时有限，考虑到泰国到青岛主港船期在一个月左右，预计国内现货市场将在明年 1-2 月迎来供应高峰。

图表 11：泰国橡胶出口跟随产量同比减少



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

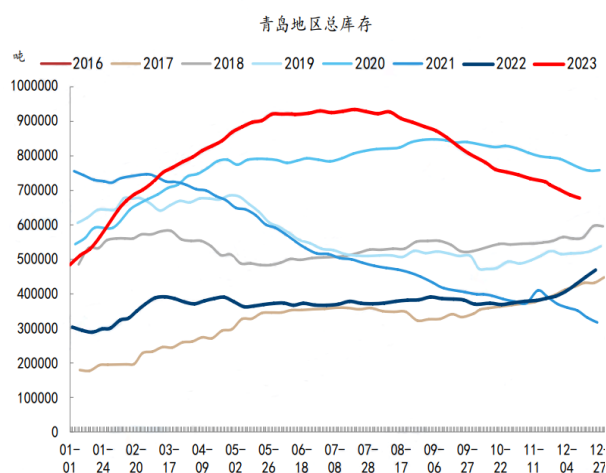
图表 12：中国天然橡胶进口高峰尚未到来



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

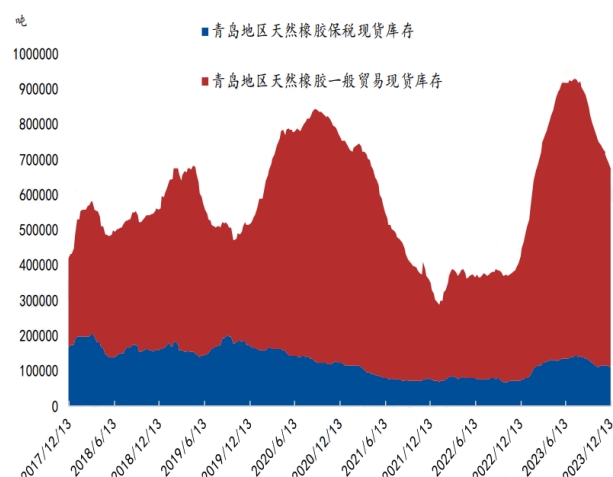
近数月以来，青岛地区天然橡胶库存整体上延续前期的去库趋势。据统计，截至 2023 年 11 月末，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量为 70.01 万吨，环比上期减少 1.42 万吨或 1.99%；其中，保税区库存减少至 11.5 万吨，一般贸易库存减少至 58.51 万吨。短期进口橡胶到港量或继续增加，保税区内标胶持续累库预期偏强，使得青岛地区橡胶总库存去库幅度放缓。青岛地区天然橡胶库存维持周度去库 1-1.5 万吨的幅度，12 月按照这个速度推算，2023 全年橡胶累库大约在 10 万吨，远低于年初 20 万吨左右的预期。随着时间推移，供给侧和消费端压力都会不断增加，最终将体现为库存的季节性拐点到来。

图表 13: 青岛地区现货逆季节性去库



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 14: 国内社会库存拐点或已出现

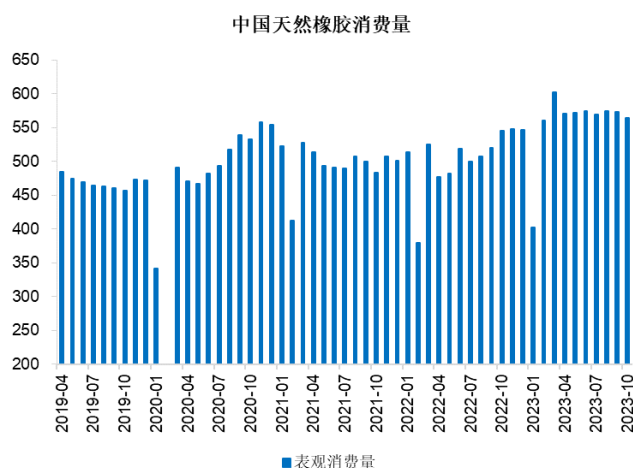


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

下游差强人意，消费由旺转淡

今年国内经济从疫情解封后复苏，天然橡胶下游行业整体运行较为平稳，但随着时间推移，预计需求端走弱态势将会愈发明显。

图表 15: 天然橡胶需求增长缺乏动力

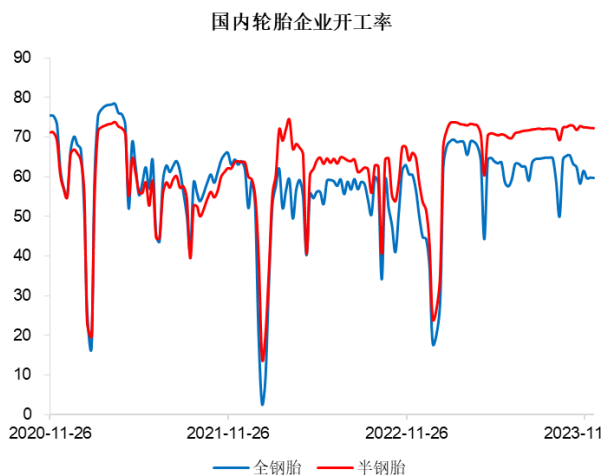


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

天然橡胶下游 70%以上应用于轮胎制造业，轮胎制造业再向下可分为三大细分市场：替换、配套和出口。从近期统计来看，轮胎企业产能利用率持稳中存在差异性分化，其中半钢胎样本企业产能利用率延续稳定，全钢胎样本企业产能利用率有进一步走低预期。半钢胎今年表现长期维持景气，主要受出口订单支撑，但已经处于强弩之末。全钢胎企业整体库存水平高位累积，令走货销售压力巨大，为缓解成品库存连续数周积压的状况，部分企业采取主动限产降负计划。因此，国内全钢轮胎开工率显著低于半钢轮胎，并对轮胎行业整体产能利用率形成拖拽。随着需求端进入年终传统淡季，轮胎配套、

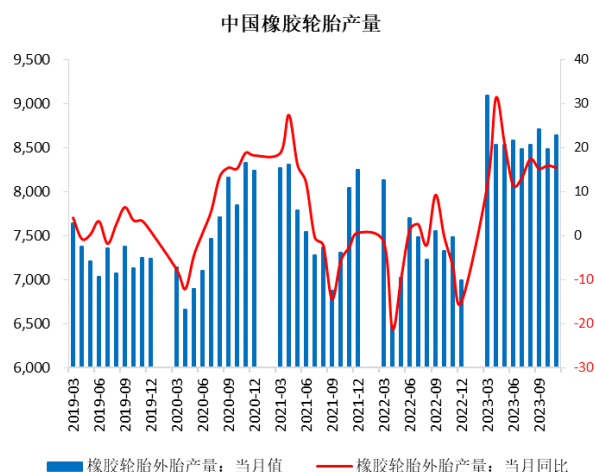
替换市场需求走低，圣诞节备货结束后海外订单也开始下滑，国内轮胎企业生产活动转弱，对原料橡胶的采购意愿不佳。

图表 16: 全、半钢轮胎开工率分化



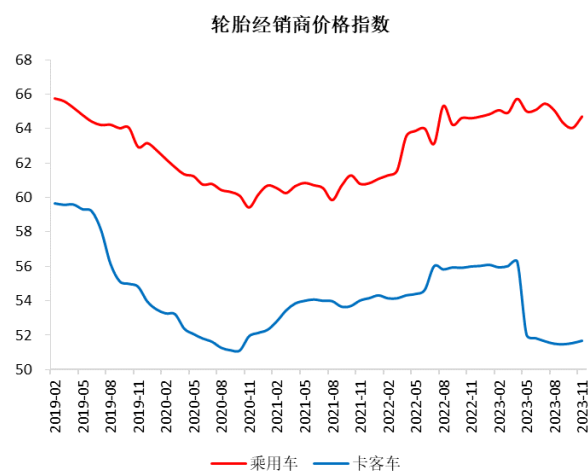
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 18: 国内轮胎企业排产一般



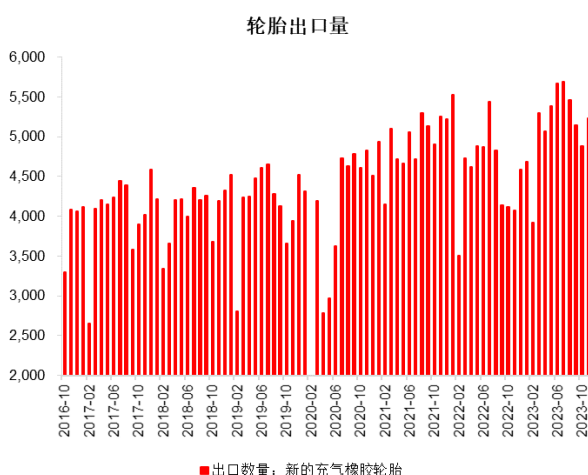
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 17: 半钢胎景气度高于全钢胎



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

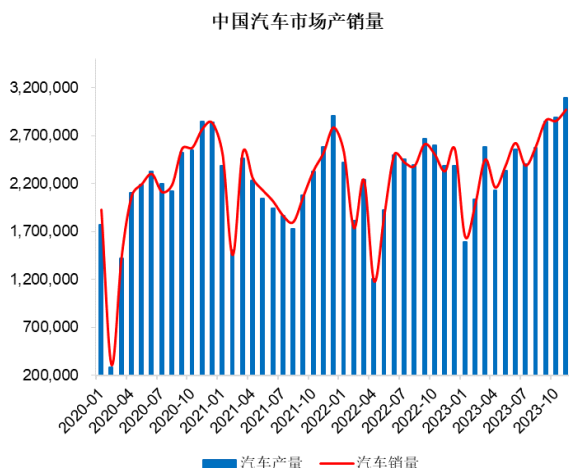
图表 19: 轮胎出口订单表现良好



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

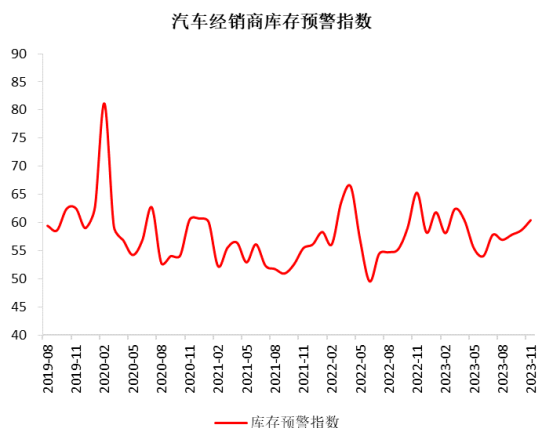
产业链终端方面，今年各地汽车消费政策频频出台，汽车产销量的提升拉动轮胎配套对橡胶的需求增长。中汽协统计数据显示，2023 年 10 月中国汽车产销分别完成 289.1 万辆和 285.3 万辆，同比分别增长 11.2% 和 13.8%，产销量继 9 月后再创当月历史同期新高。1-10 月，国内汽车产销累计分别完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆，比上年同期分别增长 8% 和 9.1%。然金九银十旺季过后，国内汽车行业表现出明显的转淡迹象，消费市场在稳中走弱。滞后的利多数据已经被市场消化，随着后期汽车产销数据季节性下滑，将自下而上造成产业链库存积压，反过来使供应过剩的压力凸显。预计年底至明年春节前后，橡胶需求淡季带来的基本面劣化将会越来越明显。

图表 20: 中国汽车市场产销回暖



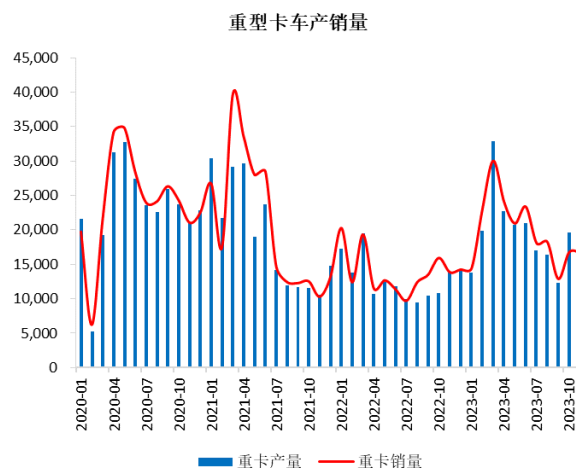
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 22: 汽车经销商库存中等水平



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 21: 重卡产销环比持续走低



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 23: 重卡行业转入下行周期



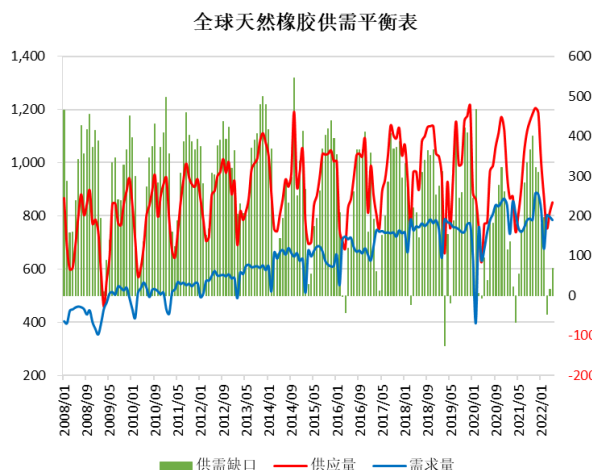
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

供需大致均衡, 警惕厄尔尼诺

天然橡胶生产国协会 ANRPC 最新发布月度报告, 指出天然橡胶市场开始面临供需过剩矛盾的加剧。ANRPC 月报预测, 2023 年全球天然橡胶产量料将增加 2.3%至 1492.7 万吨, 其中, 泰国+2.5%、印尼+1.8%、中国-1.9%、印度+3.8%、越南+4.1%、马来西亚-2.9%、其他国家+2.8%。2023 年全球天然橡胶消费量料将增加 0.2%至 1557.5 万吨, 其中, 中国+3.5%、印度+5.7%、泰国-26%、马来西亚+5.8%、越南+0.2%、其他国家+0.6%。

该报告的结论是, 今年东南亚主产区物候条件对上游原料生产的影响暂属正常, 而主要消费国的经济复苏和消费增长仍遭遇不利的外部因素, 天然橡胶供应和需求在体量和增速上均出现不平衡, 给期货和现货市场造成一定压力。相比去年, 全球面临的不确定性有所消化, 美联储加息周期到达尾声并可能开始降息, 国内新冠防疫全面解封, 俄乌战争转入长期相持阶段, 等等。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。

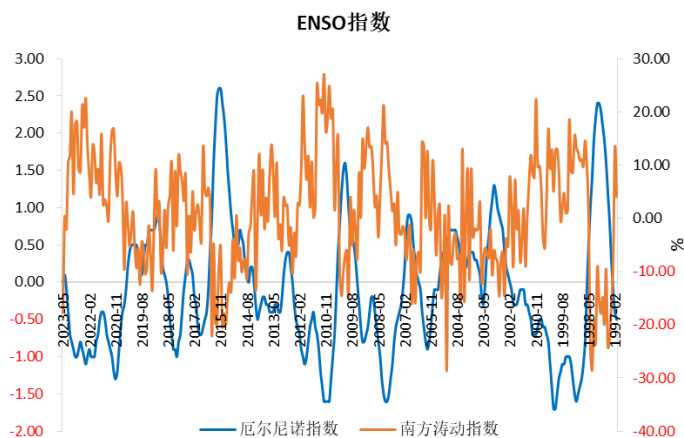
图表 24: 全球天然橡胶供需结构仍然失衡



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

近期, 东南亚主产区降雨普遍减少, 橡胶天气炒作题材热度逐渐消退, 然而发生厄尔尼诺事件的确定性正在增强。中国气象局最新发布, 目前赤道中东太平洋已进入厄尔尼诺状态, 预计即将形成一次中等强度厄尔尼诺事件, 并将持续到冬季。按照中国对厄尔尼诺/拉尼娜的判别方法, 当 Nino3.4 指数 3 个月滑动平均值达到或超过 0.5°C 时, 即进入厄尔尼诺状态; 如果这种状况持续 5 个月或更长时间, 即形成一次厄尔尼诺事件。根据国内外动力气候模式和统计方法预测, 预计 11 月赤道中东太平洋海温将持续超过 0.5°C , 2023/2024 年冬季厄尔尼诺事件将持续, 峰值强度在 $1.5^{\circ}\text{C}\sim 2^{\circ}\text{C}$ 之间, 强度为中等, 类型为东部型。厄尔尼诺现象会导致全球气候不稳定, 气象灾害频发, 按照历史规律, 东南亚将可能出现严重干旱, 2024 年有可能创下新的全球最高气温纪录, 成为史上最热的夏天。因此, 对于 RU2405 乃至更远期的合约, 天气仍将是主线逻辑之一。

图表 25: 厄尔尼诺-南方涛动现象周期

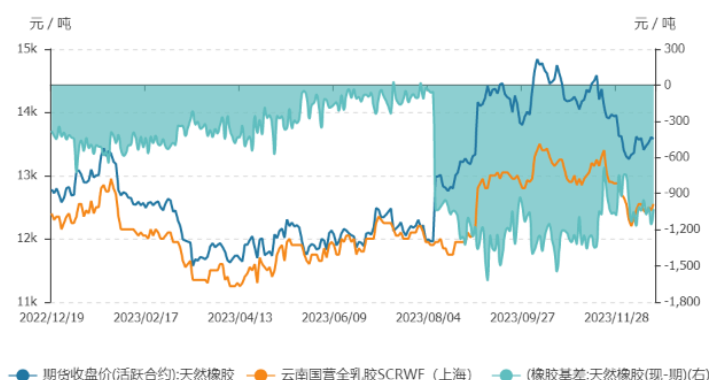


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

基差回归收敛，注意仓单问题

橡胶基本面如前所述，未来数月整体将趋于供强求弱的格局，就目前来看，沪胶期货低估值优势体现的并不明显。从基差收敛的角度，近月主力合约仍有一定升水，基差存在进一步收敛的空间。在供需表现弱势的情况下，难以指望现货价格上涨，主力走交割逻辑的时间窗口期间，最终大概率依靠期货下跌，因此行情波动可能承受的考验较大。

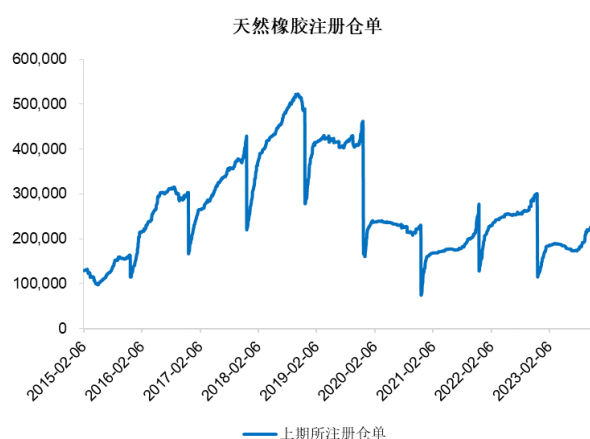
图表 26：沪胶基差收敛主要依靠期货下跌



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

根据上期所 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，11 月 RU 合约老胶仓单已经集中注销完毕。一方面，老胶仓单强制转现后大量流出冲击市场；但另一方面，2024 年新胶仓单目前仅有 12 万吨左右，令后期仓单炒作的可能性增加。尽管 RU05 合约往往较 01 表现偏弱，但潜在的天气问题和收储传闻给明年带来的不确定性都相当大，叠加盘面跌至低位后，需警惕出现异常波动的风险。

图表 27：年底上期所沪胶仓单数量偏低



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

把握品种脉搏，发掘价值洼地

我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启新一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，在交易中不妨汲取胶农割胶的智慧，即遵循物候时令去决定开割停割的择时。根据历史经验：每年春节到 7-8 月的这段时间，沪胶更多关注反弹较高后的沽空机会，而深度贴水现货成本则是空头止盈离场的条件；三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌；待期货升水令期现基差拉大，又会为非标套利盘入场提供机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情。

总体而言，鉴于沪胶积贫积弱的金融属性，国内市场交易者较为习惯将其作为空配品种，因此在过剩问题得到实质性改善之前，大级别震荡筑底将是一个复杂漫长的过程。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，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，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900