

## 天然橡胶：历史性拐点已经到来

### 分析概述

- 基本观点：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在我们初步认为，这一大级别走势的拐点已经悄然到来。
- 供需格局：概括 2024-2025 割胶年度，东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，国内青岛地区去库节奏亦十分罕见，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。
- 后市展望：今年沪胶表现被证明强于大多数商品，虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。
- **风险点：**东南亚主产区发生极端天气；国内消费持续低迷；贸易战对轮胎出口影响；资金炒作造成的情绪市。

研究员

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

[shen.liu@cicc.com.cn](mailto:shen.liu@cicc.com.cn)

## 目 录

遵循内生规律，胶价重心抬升 .....	3
种植面积萎缩，供应弹性仍存 .....	4
天气扰动多发，原料成本坚挺 .....	5
进口货源分流，青岛超长去库 .....	7
需求增长有限，价格传导不畅 .....	9
过剩矛盾缓解，转向偏紧平衡 .....	11
周期拐点已至，不宜视为空配 .....	13
法律声明 .....	14

## 遵循内生规律，胶价重心抬升

天然橡胶这一品种的周期性较强，且时间远长于一般的农产品和工业品，经年累月后产能扩张终于开始迟滞，从严重过剩转向结构性偏紧，成为今年胶价上涨的主要利好驱动。

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。

图表 1：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

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，临近节前橡胶需求或重回疲弱。

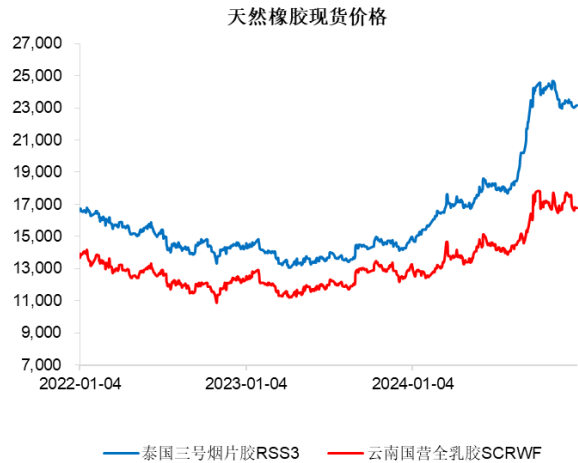
回顾自 2017 年以来，天然橡胶行业受困于严重过剩，沪胶期货走势难涨易跌，在交易中经常被作为空配品种。到 2024 下半年，橡胶市场形势已经比较清晰，随着供需改善和成本抬升，基本面主要矛盾得到实质性改善，胶价时隔十余年重拾上涨趋势。

图表 2：沪胶期货盘面创近年来新高



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：天然橡胶现货价格企稳回升



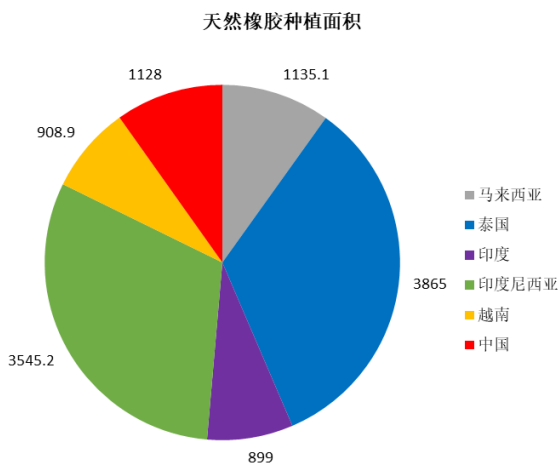
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

## 种植面积萎缩，供应弹性仍存

类似其他农产品，天然橡胶种植有其特定的自然规律，因而胶价的主要趋势仍取决于产业周期。

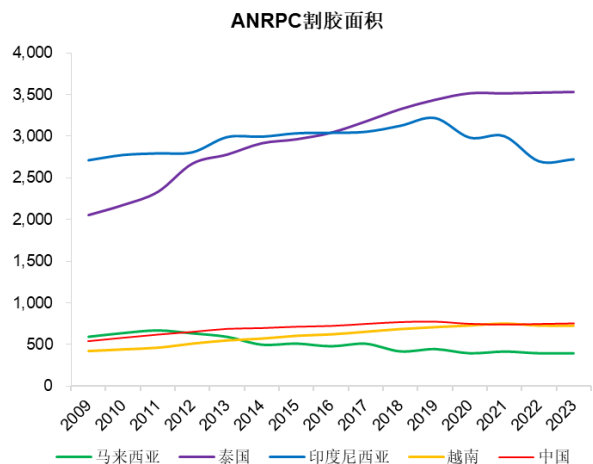
从全球天然橡胶供应结构来看，东南亚传统产胶国仍是影响全球供应的核心变量，不过未来供应增长将更多来自于非洲新兴产胶国。从近五年数据来看，世界第一大产胶国泰国天然橡胶产量从历史高位逐渐回落，由于 2012 年以后新种植面积萎缩，未来割胶面积增长有限。印度尼西亚和马来西亚减产则十分明显，主要原因是橡胶树龄结构老化严重，局部区域砍伐淘汰加速，造成产量大幅下滑。非洲科特迪瓦天然橡胶产量呈加速增长态势，该国政府扶持下种植面积逐年扩大，且树龄青壮单产较高，一定程度上延缓了全球产能出清进程。

图表 4：东南亚产胶国仍占据主导



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

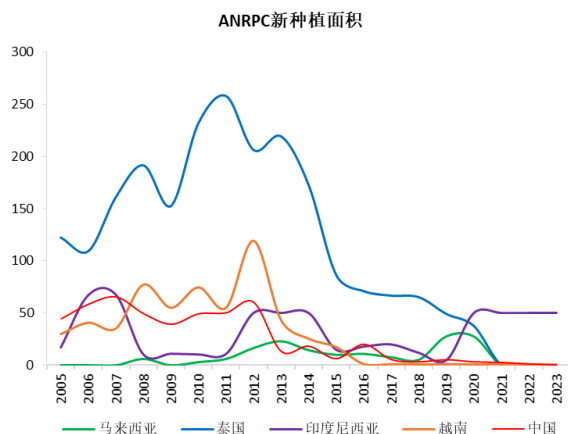
图表 5：ANRPC 割胶总面积基本触顶



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

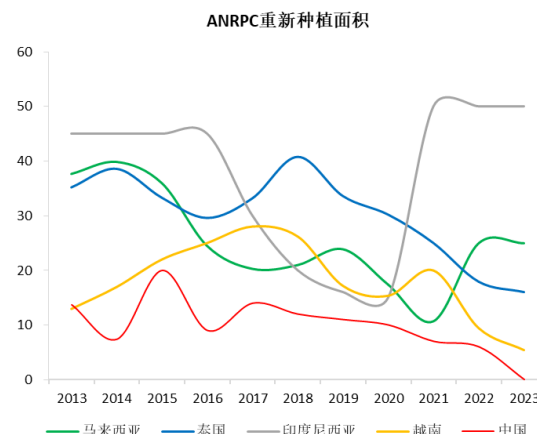
现阶段正处于供应增速放缓后惯性扩张的尾声，全球天然橡胶产量达峰以后，仍将在相当长的时间内维持庞大基数。预计 2024-2025 年，排除短期极端天气影响，全球天然橡胶产量将整体持稳，难有较大增幅并可能出现负增长，但原料高价刺激下仍有一定供应弹性。不过，天然橡胶资源一旦下降就无法短期迅速补充，注意这个去产能的过程是不可逆的。

图表 6: 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 7: ANRPC 翻种积极性整体不高

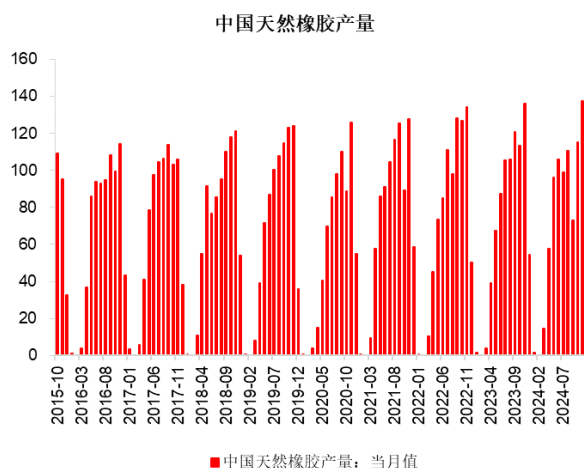


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

## 天气扰动多发，原料成本坚挺

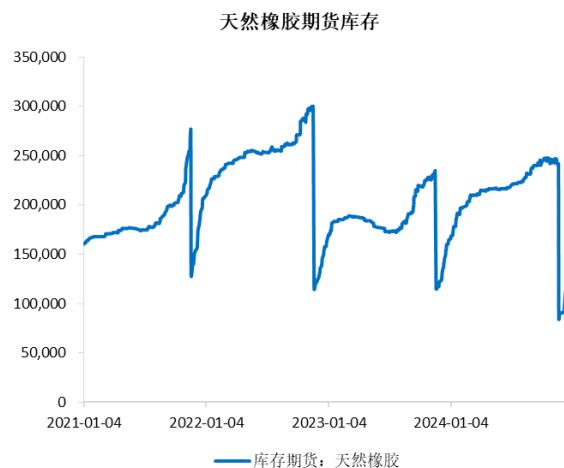
2024 年国内天然橡胶产区原料产出一波三折，收购价格呈震荡高企态势。以云南西双版纳地区为例：今年低点出现在 3 月底，原料价格回落至 12500 元/吨；二季度初期气候高温干旱，割胶作业推进并不顺利，开割面积迟迟难以扩大，局部甚至出现二次停割现象；年中以后受降雨增多影响，胶水释放依旧偏低，供应维持偏紧状态；7-9 月降水量过大，部分加工厂停产抗汛，另外替代种植指标通关较少造成结构性偏紧，10 月初原料价格攀升至年内最高 17400 元/吨；进入四季度，产区天气好转割胶顺畅，带动原料季节性上量，但从 11 月开始逐渐减产，目前已基本全面停割，胶农存在惜售情绪，原料价格相对坚挺。海南地区情况类似，清明前后割胶工作陆续展开，但原料产出亦处于偏低水平，再加上台风“摩羯”强势来袭，造成部分橡胶树断裂受损，令整体供应增量有限。

图表 8：国内天然橡胶产量前低后高



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

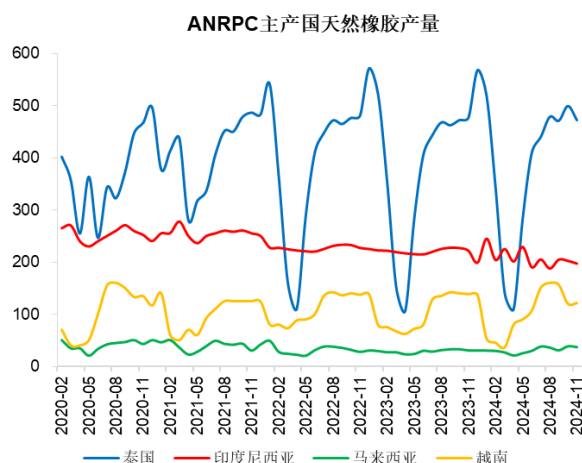
图表 9：沪胶期货库存数量亦偏低



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

2024 年迄今，东南亚天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。以重要原料胶水为例：1 月初割胶旺季放量，胶水价格下滑至年内最低点 55.0 泰铢/公斤，随后在减产停割期企稳回升；二季度物候条件不佳令新季开割延迟，局部地区橡胶树受白粉病影响落叶，另一方面加工厂加紧储备 EUDR 原料，刺激胶水收购价格节节攀升；到 6 月中旬，胶水价格上涨至年内最高点 82.2 泰铢/公斤，创 2017 年 2 月以来新高；三季度泰国产区物候条件逐渐恢复，但期间暴雨、台风、洪涝等极端天气频发，导致原料季节性增量远不及预期，胶水价格有所回调但坚挺抗跌；进入四季度，泰国东北部及北部地区割胶工作顺畅，且高价刺激胶农生产积极性，但南部主产区降雨异常偏多，传统旺季仍存在一定变数。然而，与去年同期相比，原料胶水价格录得约 30% 的显著涨幅，支撑天然橡胶价格维持高位盘整。

图表 10：ANRPC 估计全年整体减产



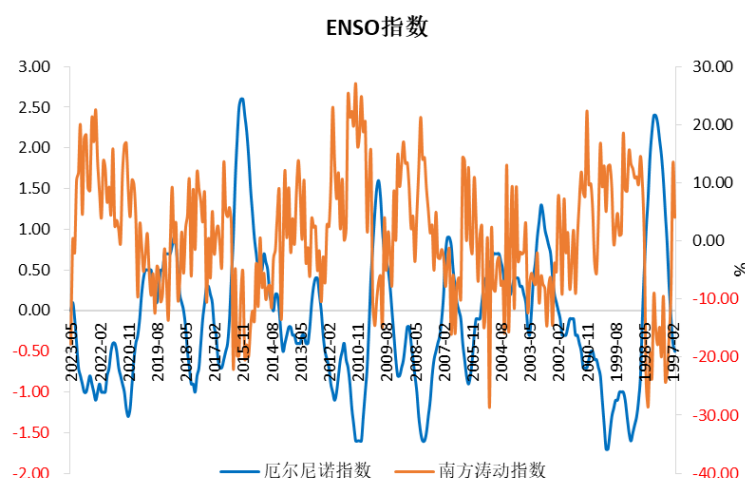
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

今年天然橡胶主要产区天气状况对供应产生的直接影响较大，暴雨和洪涝等



极端气象灾害导致供应损失，进而推高期现价格。随着全球气候模式从厄尔尼诺向拉尼娜现象转换，东南亚地区在传统雨季过后降雨强度反增，天然橡胶正常割胶作业受阻，令旺季生产形势堪忧。根据泰国当地媒体报道，今年泰国或面临近 30 年来最严重的洪灾之一，尽管从拉尼娜事件强度来看，今年的尼诺指数表现其实是明显弱于 2020 年的，不过根据美国气象局分析，弱拉尼娜现象同样能够对北半球的气候模式产生明显的扰动，故不可小视天气题材对胶价走势的驱动。回顾整个 2024 年，在天气炒作不断和供应预期减量的背景下，天然橡胶价格已经推升至近五年来高位水平。部分交易者参考 2017 年 1 月行情，同样也是泰国主产区发生洪涝灾害，异常天气引发旺季不旺的担忧，短期应谨慎关注原料胶水价格的变动。

图表 11：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

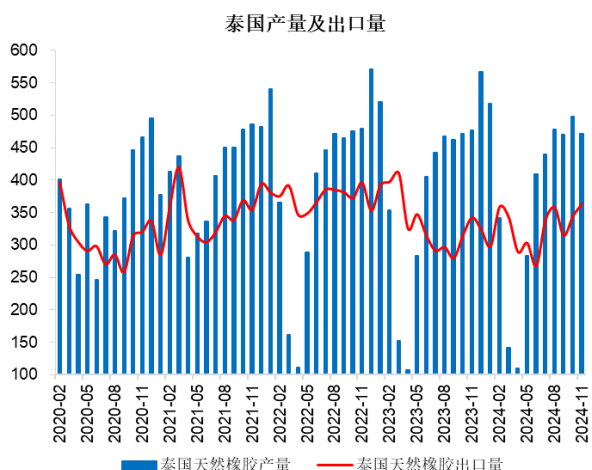
## 进口货源分流，青岛超长去库

中国天然橡胶最主要来源是泰国等东南亚地区，今年大部分时间内，中国进口自泰国的天然橡胶货源数量同比锐减，令国内现货供应持续偏紧。

整体来看，泰国前 10 个月全品类橡胶出口总量为 343.9 万吨，同比下降了 5.4%。但由于异常天气等自然因素以及 EUDR 等市场因素，中国作为泰国天然橡胶第一大买家，今年贸易量却出现了显著下滑。2024 年 1-10 月，泰国出口到中国的天然橡胶（不含复合、混合橡胶）合计 76.7 万吨，较上年同期下降 13%；同期，泰国出口到中国的混合胶数量总计 101.8 万吨，同比降幅高达 26%。

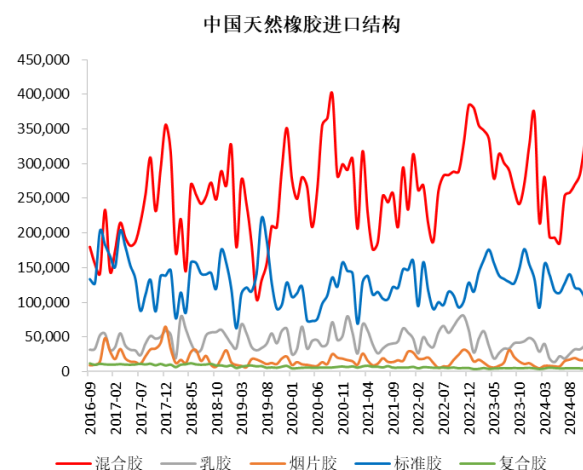
然而，随着原料季节性上量和 EUDR 推迟执行，更多泰国橡胶货源生产出来并流向中国。海关总署发布的数据显示，2024 年 11 月中国天然及合成橡胶（含胶乳）进口量达到了 71.2 万吨，较上年同期的 68.5 万吨增长 3.9%。1-11 月进口总量为 649.8 万吨，较上年同期累计下降 10.1%但降幅边际缩窄，继续关注海外产区天气及外盘商货物交付情况。

图表 12: 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

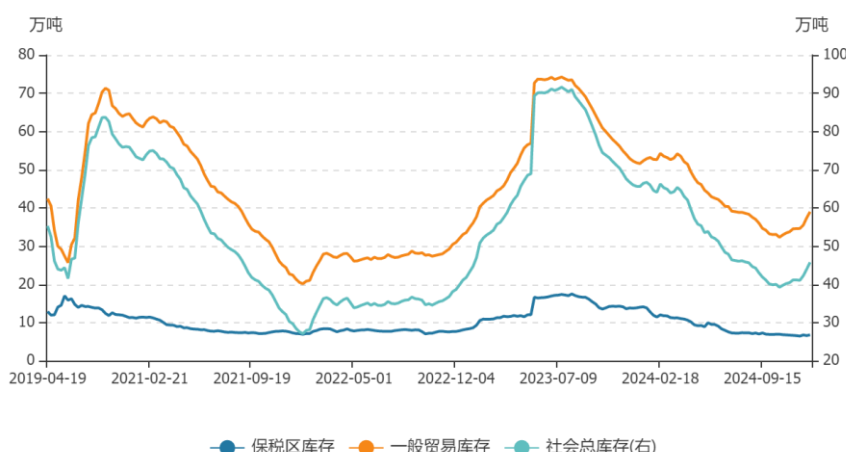
图表 13: 中国主力胶种进口开始回升



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

回顾自今年开割以来, 产区极端天气造成前期明显减产, 加上 EUDR 法案炒作的影响, 青岛地区天然橡胶出现超长周期去库存, 现货维持偏紧局面。然每年 11 月至次年 1 月是全球天然橡胶生产高峰期, 随着东南亚地区天气逐渐恢复正常, 且产能仍处于历史高位, 高价有利于原料产出释放。此外, EUDR 法案的推迟或导致上中游此前囤积的原料释放, 厂商为出口欧洲备货造成的分流减弱, 从近期现货升水幅度大幅缩窄, 反映出供应紧张问题的缓解。近月以来, 青岛地区橡胶库存呈持续小幅累库状态, 其中以一般贸易库累库为主, 后期混合胶船货陆续到港, 而轮胎企业维持正常的按需采购, 青岛橡胶总库存将延续累库趋势。

图表 14: 国内天然橡胶库存拐点已经出现



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

此前, 欧洲议会通过了将欧盟零毁林法案(EUDR)推迟 12 个月实施的决议, 并通过了一系列修正案以削弱该法案的效力, 目前的天然橡胶价格已经对这一预期进行消化。从今年欧盟天然橡胶进口情况来看, 此前二三季度贸易商曾大量提前抢购符合 EUDR 标准的天然橡胶, 由此造成泰国出口到中国的天

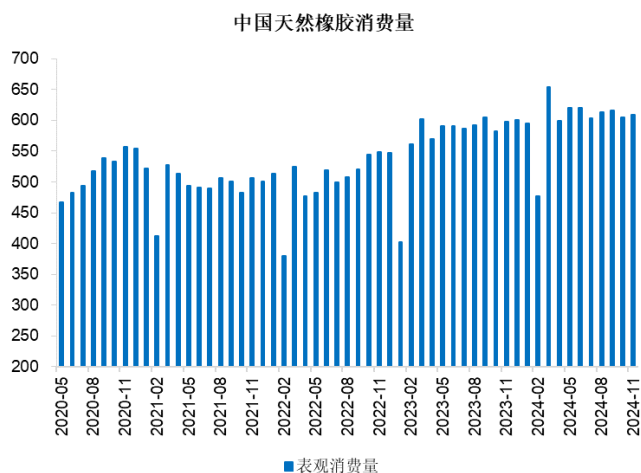


然橡胶货源大量分流，也是数月以来国内进口同比大幅下滑的重要原因之一。EUDR 宣布推迟施行后，意味着今年四季度到明年一季度期间，欧盟对天然橡胶的补库需求下滑，导致这一部分货源重新流向中国，目前青岛地区已经观察到天然橡胶库存边际累积。不过更长期来看，到 2025 年底 EUDR 仍将执行，贸易商补库和国内进口分流的情形或将重演，今年预期落空出尽后明年依然构成利好。

## 需求增长有限，价格传导不畅

天然橡胶价格向上的空间，短期受上中游影响更大，但中长期取决于下游需求改善情况，以及产业链成本传导的接受能力。

图表 15：天然橡胶需求增长缺乏动力

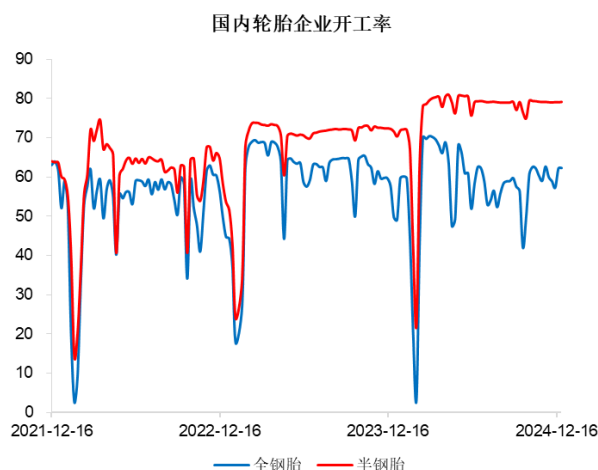


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

直接下游需求方面，国内轮胎企业排产情况表现不一：部分全钢胎工厂安排检修，企业多根据自身库存情况灵活控产；半钢胎企业开工相对稳定，整体维持高景气高负荷状态。不过，9 月以来中国轮胎出口数据观察到较大下滑，明年包括橡胶轮胎在内的中国产品面临高关税，不排除最大的增长来源出口需求走弱，叠加汽车轮胎行业传统需求淡季，进一步制约企业补库和实盘成交情况。

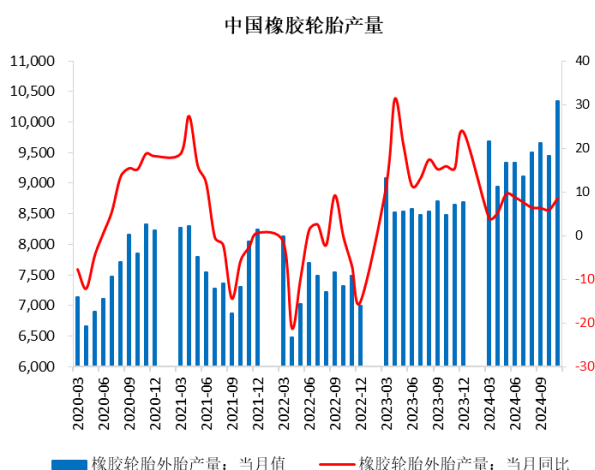
天然橡胶作为制造轮胎的主要原料，其价格波动对轮胎企业成本利润影响至关重要，9-10 月橡胶价格的快速拉涨，导致轮胎生产加工利润亏损的局面加剧。在轮胎生产成本抬升的同时，内需平淡使得成品库存压力较大，仅靠出口订单表现良好，轮胎厂商的涨价政策向下传导不畅。对于天然橡胶需求而言，下游维持逢回调刚需补库为主，原料库存储备意愿不强，令胶价上行难以形成正反馈驱动。

图表 16: 全、半钢轮胎开工率分化



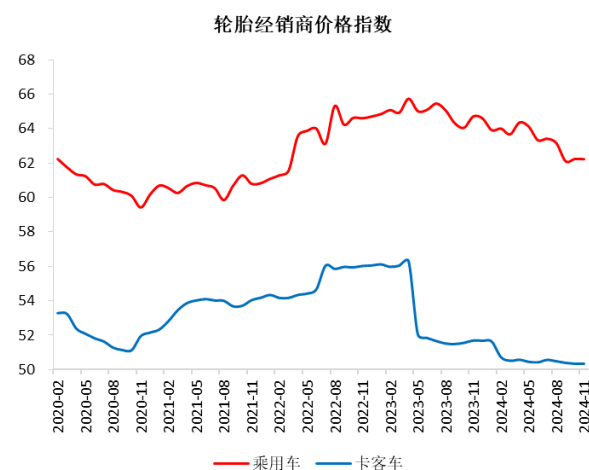
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 18: 国内轮胎企业排产一般



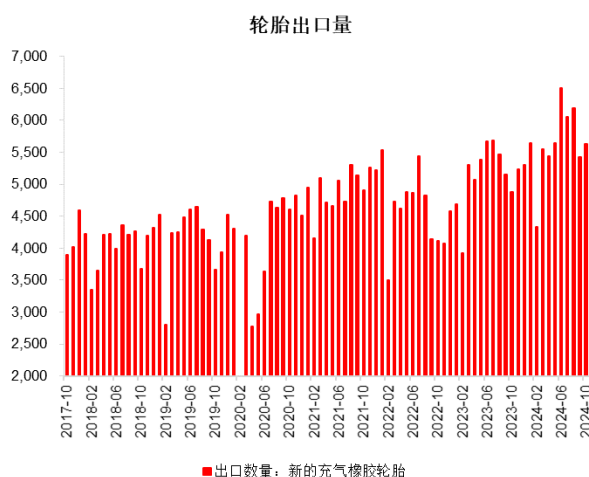
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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

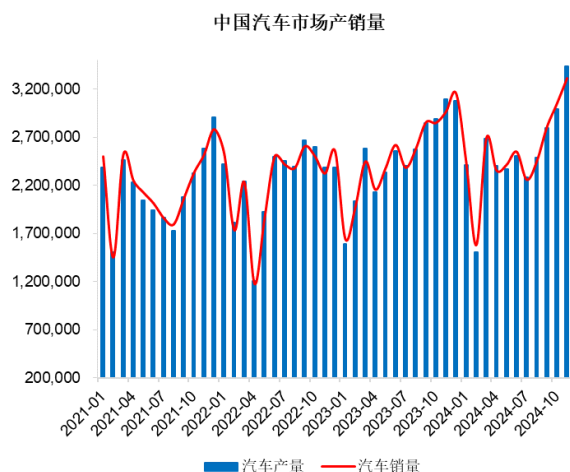


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

终端汽车市场热度延续, 随着以旧换新政策效果显现, 国内购车需求进一步释放。中国汽车工业协会公布数据显示, 11 月全国汽车产销量分别完成 343.7 万辆和 331.6 万辆, 同比分别增长 11.1% 和 11.7%, 环比分别增长 14.7% 和 8.6%; 其中, 11 月乘用车产销量分别完成 310.9 万辆和 300.1 万辆, 同比分别增长 14.9% 和 15.2%; 1-11 月乘用车产销分别完成 2445.9 万辆和 2443.5 万辆, 较上年同期分别增长 4.3% 和 5%。11 月中国重卡市场共计销售约 6.9 万辆 (批发口径, 包含出口和新能源), 环比增长 4%, 同比下降 3%; 2024 年 1-11 月, 全国重卡市场销售各类车型约 81.8 万辆, 比上年同期减少约 5%。

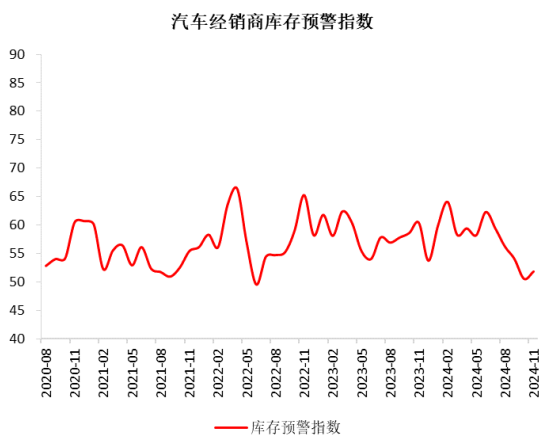
总体来看, 11 月中国汽车产销量同环比实现双增, 月度产销均创历史新高, 主要是乘用车市场表现强势, 新能源汽车快速增长, 起到较强支撑作用, 但商用车尤其重卡销量依然堪忧。如果 12 月汽车市场继续向好, 全年产销量有望达到 3000 万辆以上规模, 对天然橡胶价格维持高位起到有效支撑。不过, 业界担心销量数据过度依赖政策红利, 对明年订单造成大幅提前透支。经济工作会议后有望对汽车在内的大消费出台刺激举措, 但落地见效需要时间验证。

图表 20: 中国汽车市场保持热度



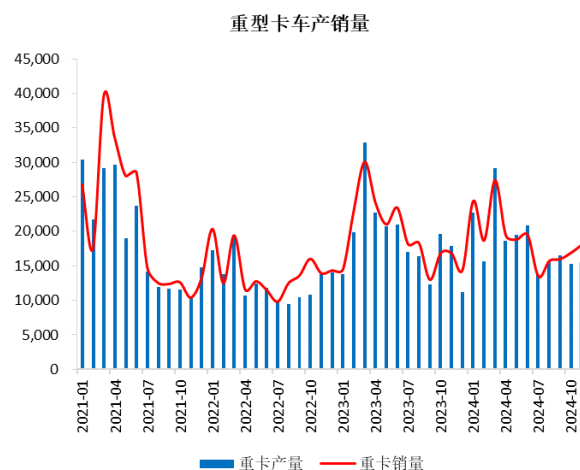
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 22: 汽车经销商库存水平低位



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 21: 重卡产销同比持续走低



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



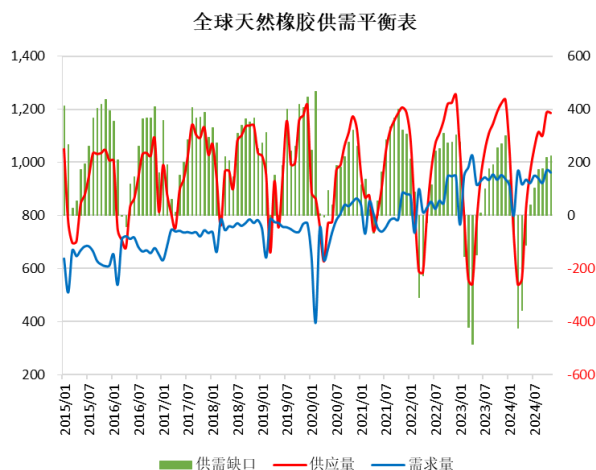
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

## 过剩矛盾缓解, 转向偏紧平衡

ANRPC 最新发布的月度报告预测:11 月全球天然橡胶产量估计同比减少 1.1% 至 141.7 万吨, 环比上月增加 3.7%, 前 11 个月产量估计增加 2.3% 至 1269.1 万吨; 11 月全球天然橡胶消费量估计同比增长 2.5% 至 127.5 万吨, 环比上月下降 1.4%, 前 11 个月估计减少 2.8% 至 1353.7 万吨。

2024 全年来看, 全球天然橡胶产量预计增加 4.5% 至 1453.9 万吨; 其中, 泰国-0.4%、印尼+12.3%、中国+4.1%、印度+6%、越南-2%、马来西亚+0.6%、其他国家+11.6%。全球天然橡胶消费量预计增加 1.4% 至 1538 万吨; 其中, 中国+3.1%、印度+3%、泰国+1.1%、印尼-18.9%、马来西亚-17.2%、越南+0.5%、斯里兰卡增 41.3%、其他国家+1.5%。

图表 24: 全球天然橡胶供需再平衡进程

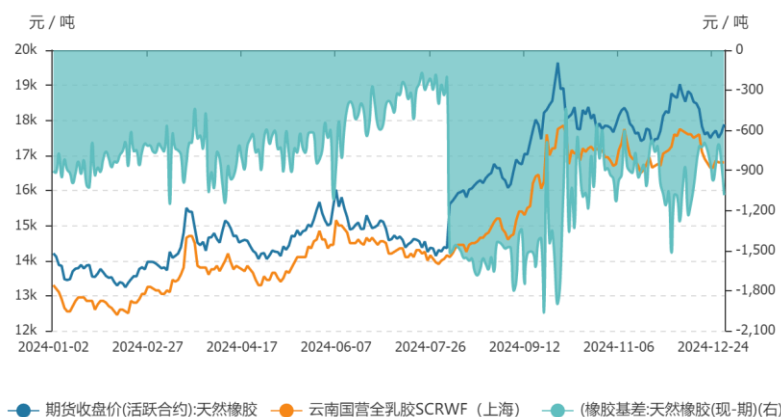


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

ANRPC 官方给出的统计和预测表明, 抛开天气因素导致的原料供应紧张, 天然橡胶本轮产能扩张周期已到达尾声, 后续年份减产或成为常态, 供需收紧将稳步推高胶价重心, 但在未来宏观经济不确定的情况下, 高价面临需求端负反馈的阻力。

考虑到统计数据具有一定滞后性, 从往年季节性规律来看, 正常随着供应旺季叠加需求淡季到来, 未来数月供需难有超预期表现, 国内或逐步进入累库阶段。但长期来看, 全球天然橡胶市场正在从严重过剩转向供需修复, 在产业周期再平衡乃至紧平衡的状态下, 整体应以偏多头思路看待。

图表 25: 沪胶期现基差远月升水修复



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

## 周期拐点已至，不宜视为空配

我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在我们初步认为，这一大级别走势的拐点已经悄然到来。

概括 2024-2025 割胶年度，东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，国内青岛地区去库节奏亦十分罕见。天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，令期货盘面重心整体明显上移。

在过去漫长的时期，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。然而，今年沪胶表现被证明强于大多数商品，所谓“非复吴下阿蒙”，虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实。

## 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