

**能化专题报告：2024 年 5 月 31 日****当供需平衡再度被打破，低库存下橡胶的上涨弹性仍较大****主要逻辑：**

进入 5 月以来，天然橡胶相关品种持续走强，再度成为市场热点。从纵向的产业链视角来看，天然橡胶的主要供应国为东南亚和科特迪瓦等地，而以轮胎为主的天然橡胶制品主要消费国为欧美，中国仅是天然橡胶深加工产能（如轮胎产能）集中地，面向全球提供天然橡胶定价基准（主要是 20 号胶期货）。因此，天然橡胶的供需驱动往往来自于海外（供应端看东南亚，需求端看欧美），天然橡胶全球供需平衡的动态变化是定价天然橡胶单边价格的关键因素。

由于 5 月东南亚主产区的异常天气，形成短期供应强约束，导致产量的季节性增长受阻。在过去的 4 年，每年 5 月全球天然橡胶平均产量环比增加约 24%。整体去看，天气异常是 5 月全球天然橡胶的主要供应约束，全球产量环比增长幅度或不及往年同期。来自终端需求的季节性增长或在宏观预期强化下超预期增长。按照米其林的轮胎消费占比，粗略估算 5 月欧美终端需求带来的天然橡胶消费环比增长约 3% 左右。

5 月全球天然橡胶供需平衡再度被打破，供弱需强的基本面驱动价格单边走强。根据 ANRPC 发布的 4 月数据以及前文的粗略估计，5 月全球天然橡胶供需缺口约为 30 万吨左右。根据相关数据粗略估计，截至 2023 年年末，全球天然橡胶库存大约为 170 万吨，在供需缺口打开后，全球天然橡胶中性偏低库存状态赋予单边价格更多的上涨弹性。

**后市展望：**

向后看，随着东南亚雨季的暂告一段落，全球天然橡胶将正式迎来季节性上量，根据往年的数据，每年 6 月全球天然橡胶平均产量环比 5 月平均产量增加 18%，绝对量增加约 17 万吨左右。终端需求的表现来看，预计 6 月全球天然橡胶消费量环比 5 月增长约 1% 左右，全球供需缺口或在 6 月迎来收窄，对应单边回调。但是基于全球轮胎需求的复苏，以及今年下半年拉尼娜在旺产季对东南亚主产区的潜在冲击。中长期视角，我们依然看好今年胶价

**风险提示：**

产区天气异常、需求复苏不及预期等

**能化专题报告**

研究员：董丹丹  
期货交易咨询从业信息：Z0017387  
期货从业信息：F03095464  
联系方式：18616602602

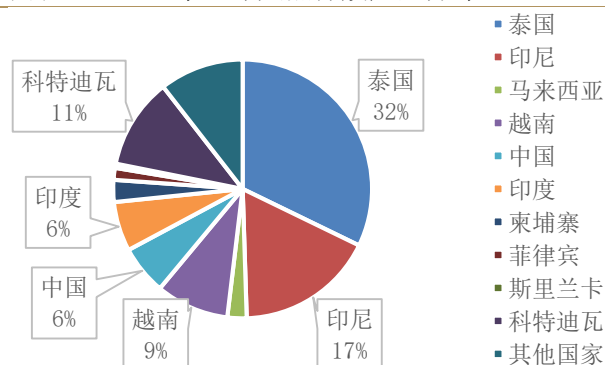
研究助理：蔡文杰  
期货从业信息：F03114213  
联系方式：13120867885

发布日期： 2024 年 5 月 31 日

## 一、供需边际变化驱动的价格波动

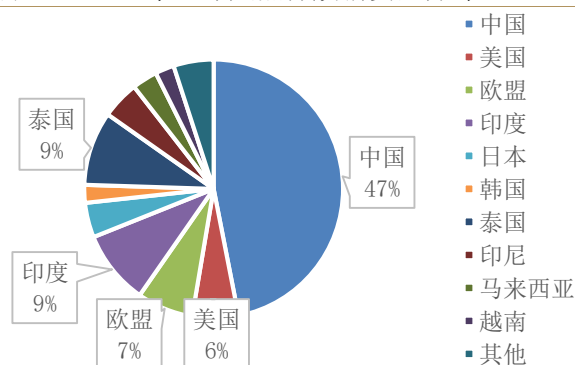
进入5月以来，天然橡胶相关品种持续走强，再度成为市场热点。截至5月30日夜盘，上期所天然橡胶期货主力RU2409合约收于15365元/吨，20号胶期货主力NR2407合约收于13065元/吨，涨幅分别为9.4%和12.73%。在本文中，我们从天然橡胶基本面的供需变化来分析5月的单边上涨行情，不去讨论非供需因素如通胀、市场情绪等对价格的影响。在本章节中，先简单介绍一下全球天然橡胶供需格局。根据ANRPC的数据，2023年全球天然橡胶的主产国为泰国、印尼、科特迪瓦、越南、中国和印度，6国合计产量占比全球约81%左右。**东南亚与西非的科特迪瓦在种植大量橡胶树的同时，配套了大量天然橡胶初加工产能（即制胶厂）。**2023年全球天然橡胶主要消费国为中国、印度、泰国、欧盟和美国5国合计消费占比全球约为78%，其中轮胎的占比天然橡胶下游消费约70%。全球天然橡胶主要消费国为中国，但根据米其林2023年年报数据，欧洲北美占比全球轮胎销量为51%，而中国占比仅18%。同时，根据卓创资讯和中国海关的数据，2023年我国半钢轮胎和全钢轮胎出口比例分别为52.1%和89.2%。因此，从纵向的产业链视角来看，天然橡胶的主要供应国为东南亚和科特迪瓦等地，而以轮胎为主的天然橡胶制品主要消费国为欧美（篇幅有限，不再延伸至下游汽车、公路运输、输送带、胶管胶带、乳胶发泡制品、医用手套等行业），**中国仅是天然橡胶深加工产能（如轮胎产能）集中地，面向全球提供天然橡胶定价基准（主要是20号胶期货）。**因此，天然橡胶的供需驱动往往来自于海外（供应端看东南亚，需求端看欧美），天然橡胶全球供需平衡的动态变化是定价天然橡胶单边价格的关键因素。

图表1：2023年全球天然橡胶产量分布（%）



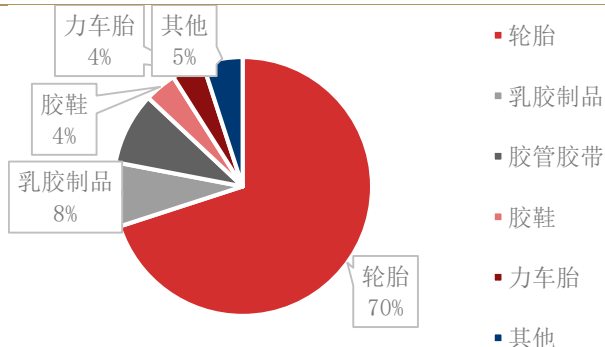
数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表2：2023年全球天然橡胶消费量分布（%）



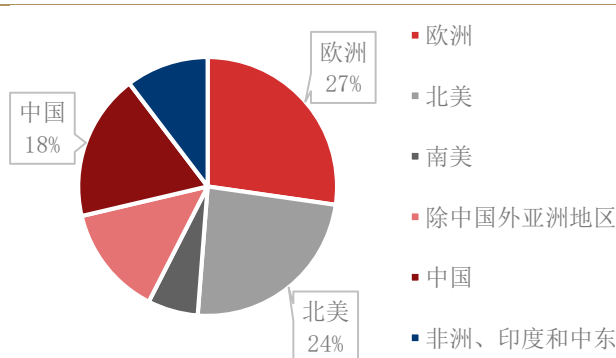
数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表3：天然橡胶需求结构（%）



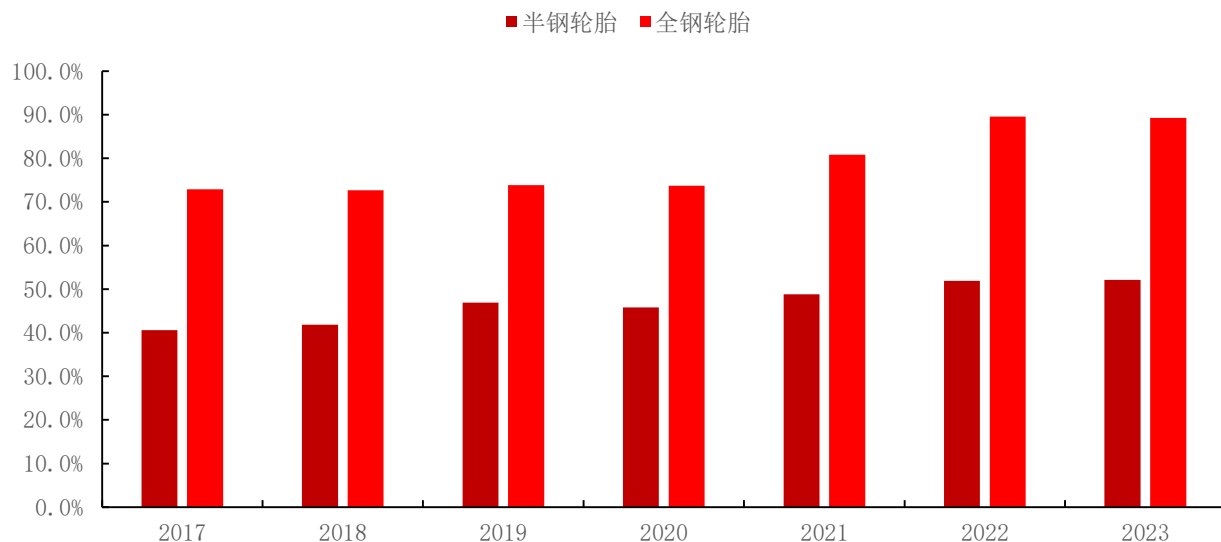
数据来源：红桃3，中信建投期货整理

图表4：2023年全球汽车轮胎销量分布（%）



数据来源：米其林年报，中信建投期货整理

图表 5：中国汽车轮胎出口占比（%）

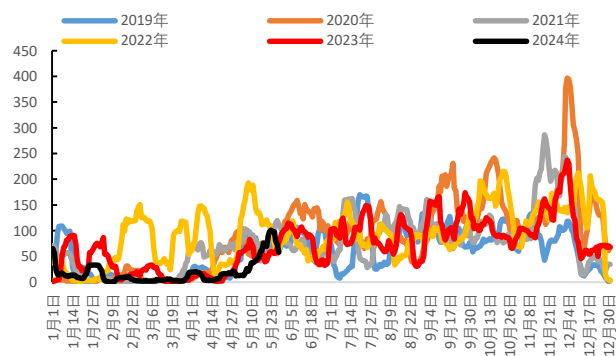


数据来源：红桃3，中信建投期货整理

## 二、东南亚雨水异常，供应季节性增长受阻

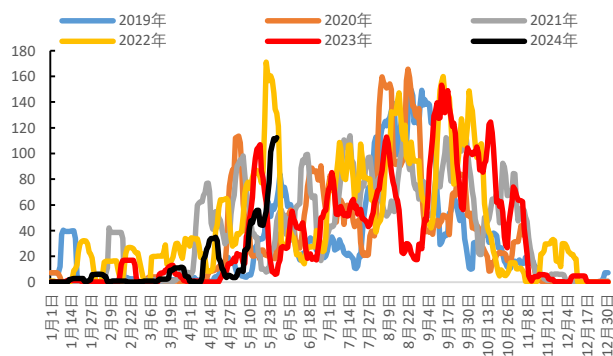
近期随着东南亚主产区迎来持续降雨，前期高温干旱情况缓解，胶树开割状态良好。但持续的雨水，也将导致割胶工人无法正常割胶。从目前东南主产区的降雨情况来看，泰国南部今年雨季的时间点为近 5 年最迟，一直到 5 月中上旬才迎来持续降雨，近期降雨量转弱，后续割胶或能顺利开展；泰国北部近期迎来较为集中的雨水，降雨量高于往年同期，影响胶农割胶，5 月泰国上量时间点再度推迟。印尼和越南雨水也偏多，割胶工作受阻。今年东南亚产区雨季延后，导致前期干旱，而近期雨水偏多，供应季节性后移。根据 ANRPC 最新的报告显示，4 月全球天然橡胶产量为 74.7 万吨，同比增加 2.9%，环比减少 5%；1-4 月全球天然橡胶产量 378.7 万吨，同比增加 1.4%。从全球天然橡胶产量的季节性来看，5 月为全球天然橡胶的增产季。在过去的 4 年，每年 5 月全球天然橡胶平均产量环比增加约 24%。整体去看，天气异常是 5 月全球天然橡胶的主要供应约束，全球产量环比增长幅度或不及往年同期。然随着降雨情况缓解，割胶工作有望顺利开展。

图表 6：泰国南部 10 天滚动降雨（mm）



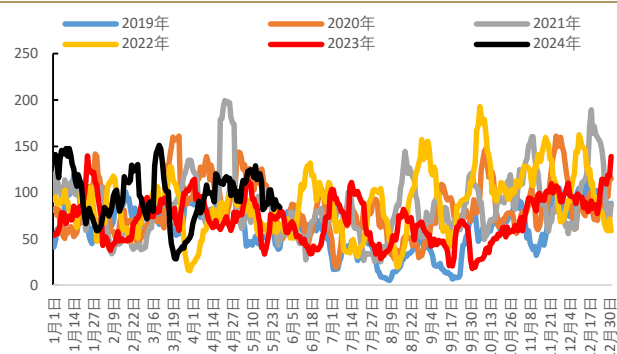
数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 7：泰国北部 10 天滚动降雨（mm）



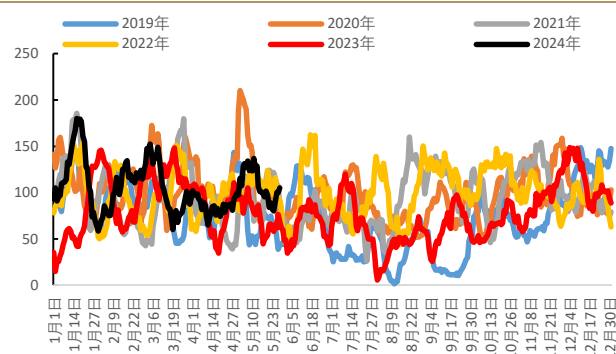
数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 8：印尼苏门答腊 10 天滚动降雨（mm）



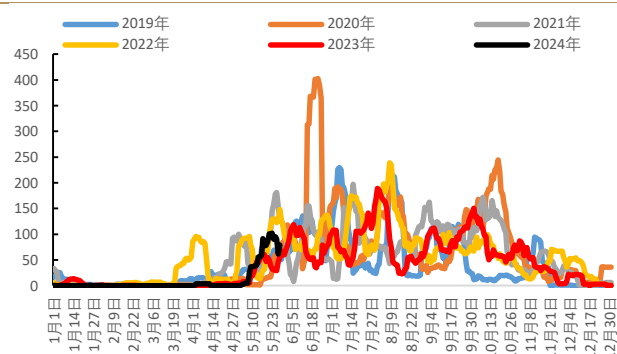
数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 9：印尼加里曼丹 10 天滚动降雨（mm）



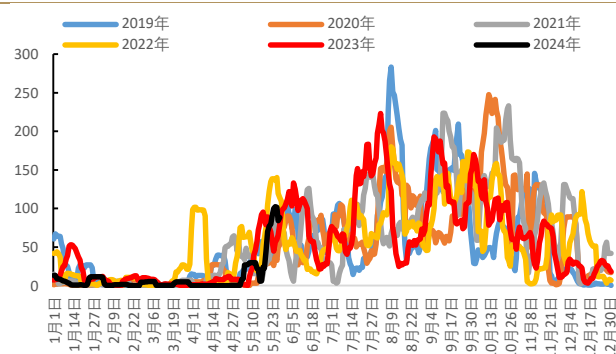
数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 10：越南东南部 10 天滚动降雨（mm）



数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 11：越南中部 10 天滚动降雨（mm）



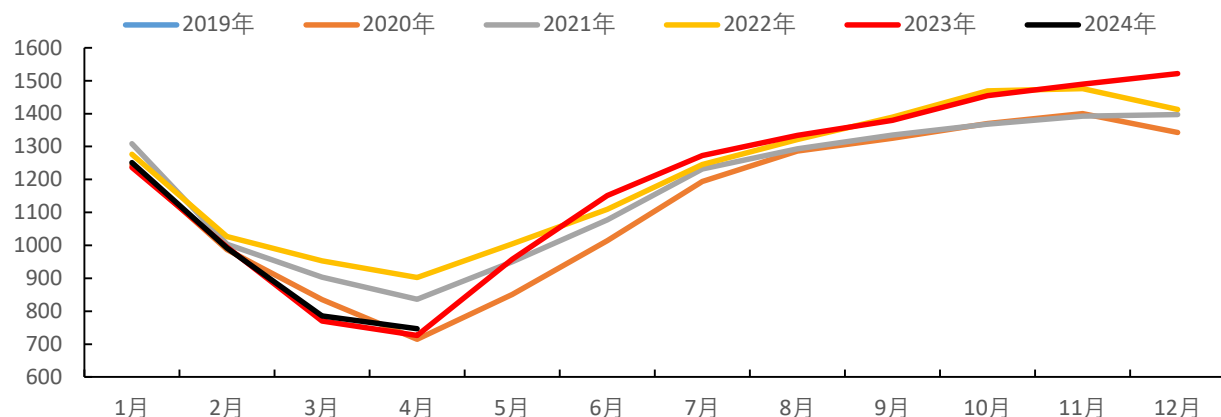
数据来源：路透，中信建投期货整理

图表 12：天然橡胶割季

地区	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
全球	过渡期	低产期		过渡期	增产期		高产期					过渡期
泰国	高产期	过渡期	低产期		过渡期	增产期		高产期				
印尼	低产期		增产期	高产期		低产期	高产期		过渡期			低产期
越南	过渡期	低产期			过渡期	增产期	高产期					过渡期
中国	停割期			过渡期	增产期	高产期						减产期

数据来源：中信建投期货整理

图表 13: ANRPC 成员国天然橡胶产量（千吨）

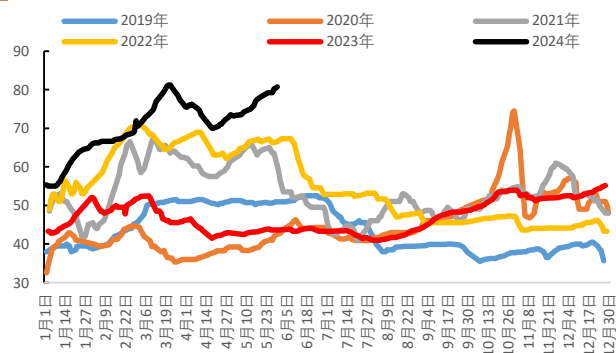


数据来源: Wind, 中信建投期货整理

### 三、以泰国为例，高价原料的驱动是 EUDR 吗？

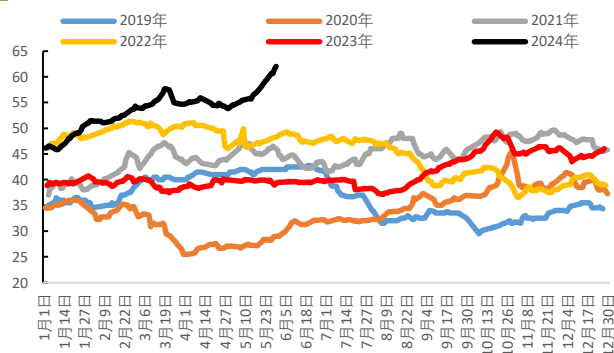
受到天气的扰动，近期泰国原料再次大幅走强。截至 5 月 30 日，泰国胶水报收 80.7 泰铢/公斤；泰国杯胶报收 62 泰铢/公斤，皆为 5 年同期高点。随着 EUDR（《欧盟零毁林法案》，篇幅有限不做详细介绍）的推行，部分天然橡胶初加工企业开始对符合 EUDR 的原料进行高价收购，据了解非 EUDR 原料大约在 1.5~2.5 泰铢/公斤。我们认为，EUDR 并不是此轮原料价格的驱动，因为 EUDR 的推行并没有改变原料的供需平衡，EUDR 的推行既不会增加原料的产出，也不会增加原料的需求，性质类似收储，无法成为原料单边价格变化的驱动因素。仅是抬升了欧盟所使用的天然橡胶原材料与天然橡胶制品的加工成本（成本主要体现在天然橡胶初加工和深加工环节的溯源成本，比如搜集和制溯源材料的人力成本等，而胶农则不需要承担额外的成本）。欧洲轮胎销量占比全球约 27%，粗略代理一下欧盟占比全球天然橡胶消费量（此处包含天然橡胶与下游天然橡胶制品消费量），大约是 30%左右。由于 EUDR 仅针对欧盟，那就代表全球另外 70%的天然橡胶不需要承担 EUDR 带来的成本。因此，我们认为 EUDR 并不能带来全球天然橡胶生产成本的抬升。泰国原料上涨的驱动或主要来自于天气因素对产量的压制，原料产出偏紧，以及下文将提到的，来自终端需求好转后，自下游传导至上游，原料供需缺口打开，带来的价格单边上涨。

图表 14: 泰国胶水价格（泰铢/公斤）



数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

图表 15: 泰国杯胶价格（泰铢/公斤）



数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

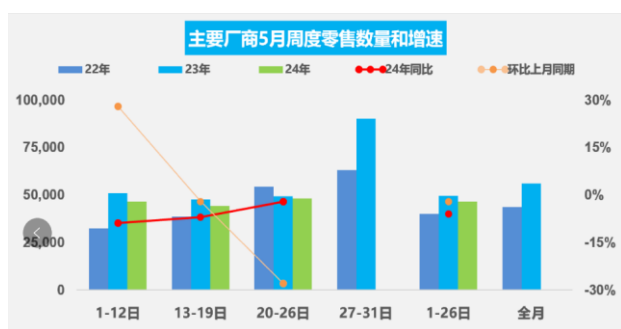


#### 四、宏观预期好转下，迎来终端需求季节性走强

天然橡胶需求端，尤其是海外的高频数据偏少，周度的高频数据以国内轮胎企业的生产活动为主，而（国内）轮胎企业的生产行为则取决于下游行业的边际变化，因为轮胎行业也只是天然橡胶深加工的中间环节，在天然橡胶现货贸易中是需求方，并非天然橡胶及下游制品的实际消费者，来自需求端的边际变化，或者说驱动，一般出现在最下游的终端消费环节。在这个章节中，我们尽可能站在全球终端需求的角度，从天然橡胶产业链的最下游视角去寻找需求端的边际变化。

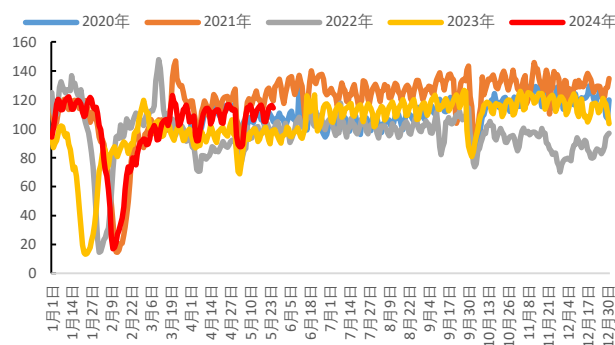
从国内终端需求来看，随着我国经济景气水平总体延续扩张制造业企业生产继续加快、市场需求继续恢复。根据乘联会数据，截至 5 月 26 日，5 月我国日均汽车销量为 4.6 万辆，同比去年同期下降 6%，环比 4 月增加 14.5%。截至 5 月 25 日，整车物流运输指数为 114.42，同比去年增加 15.64%，自 2020 年有统计以来仅低于全球大通胀的 2021 年同期，5 月平均值为 107.27，环比 4 月平均值 108.41 下降 1.06%。尽管整车运输指数无法很好地代理替换轮胎消费（因为仅是指数，无法体现累计行驶里程带来替换轮胎消费），按照配套和替换 3: 7 的比例粗略估算，5 月国内终端下游消费环比增长约 4%。然而，前述问题，国内轮胎消费占比全球约 20% 不到，细分的全钢轮胎更是 89% 用于出口，因此接下来我们对海外需求情况进行一定讨论。

图表 16：中国汽车销量（万辆）



数据来源：乘联会，中信建投期货整理

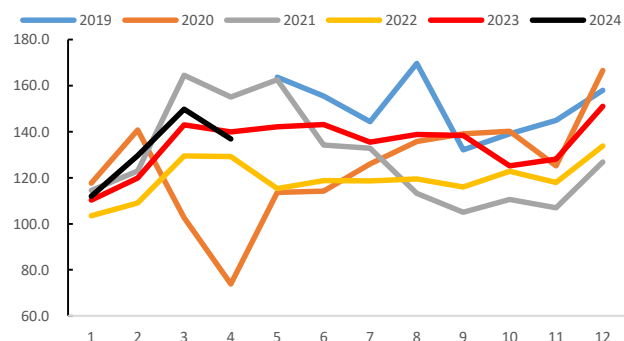
图表 17：整车物流运输指数



数据来源：G7，中信建投期货整理

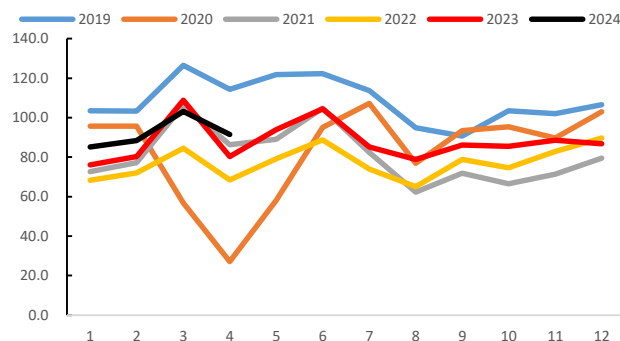
以欧美为主的发达国家是全球天然橡胶下游制品主要消费者，先来回顾一下 4 月胶价回调时的情况，4 月美国汽车销量为 136.8 万辆，欧盟汽车销量为 91.4 万辆，同比分别为-2.2%和 13.8%，环比分别为-8.6%和-11.4%。4 月美国 CASS 货运指数为 1.098，德国卡车通行里程指数为 95.8，同比分别为-4 和 0.2%，环比分别为-1.3%和 0.9%。在过去的 4 月，海外终端需求包括前文中提到的国内需求都环比较为明显的下滑，4 月全球消费量环比下滑，全球供需缺口收窄后对应 4 月胶价的回调。由于欧美相关下游行业的数据频率较低，且发布时间比较滞后。因此，我们通过季节性的角度去评估当下（或者说是 5 月）需求的动态变化。根据自 2020 年起数据的季节性，美国汽车销量、欧盟汽车销量、美国 CASS 货运指数和德国卡车通行里程指数，4 月的均值分别为 126.9 万辆、65.5 万辆、1.1 和 94.8，对应 5 月的均值分别为 133.4 万辆、80.1 万辆、1.15 和 95.9，环比增长分别为 5.12%、22.3%、4.5%和 1.16%。按照米其林的轮胎消费占比，粗略估算 5 月欧美终端需求带来的天然橡胶消费环比增长约 3% 左右。结合前文中国本土实际消费量的增长。我们估计，5 月全球（终端）需求环比带动当月全球天然橡胶消费量环比增加约 3.5%（其余地区消费总量占比不高，除非出现极端情况，对总量环比的增长我们预计仅影响小数点后一位）。

图表 18：美国汽车销量（万辆）



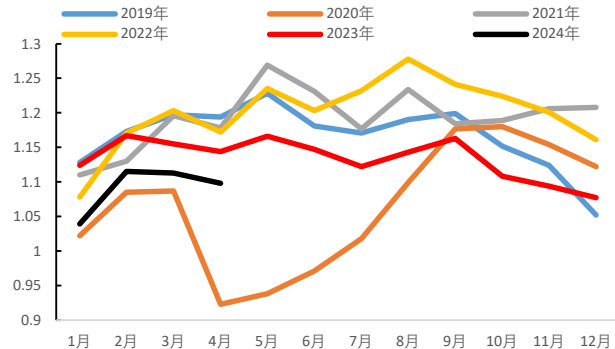
数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 19：欧盟汽车销量（万辆）



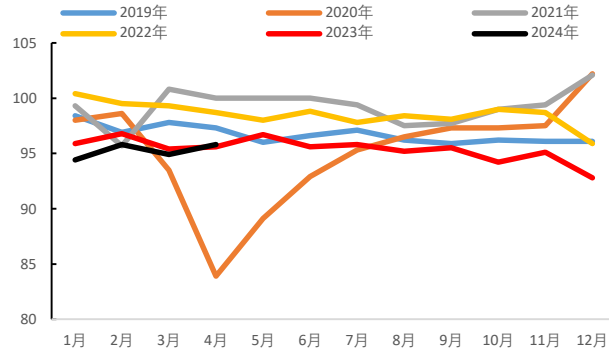
数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 20：美国 CASS 货运指数



数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 21：德国卡车通行里程指数

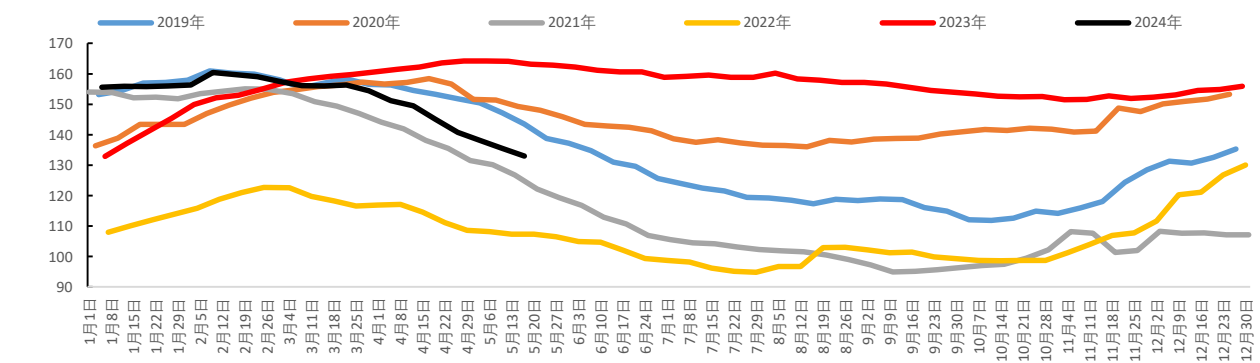


数据来源：彭博，中信建投期货整理

## 五、对于全球天然橡胶库存的评估

自春节后，国内显性库存开启去库进程。截至 2024 年 5 月 26 日，中国天然橡胶社会库存 131 万吨，较上期下降 1.7 万吨，降幅 1.32%，较年初的高点 160 万吨已经大幅去库近 30 万吨，重回往年低位。

图表 22：中国显性库存（万吨）



数据来源：钢联，中信建投期货整理

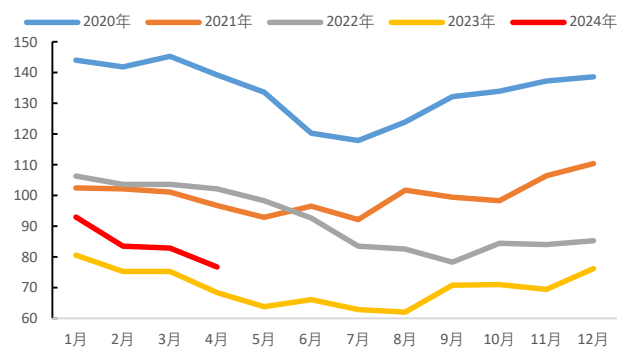
然根据前文内容，天然橡胶是一个国际化的大宗商品（东南亚生产，欧美消费），中国的供需平衡不能完全代理天然橡胶的全球供需平衡，同理，中国显性库存也无法代理全球天然橡胶库存水平。例如，2023 年中国区累库但胶价上涨，因为非中国区去库，全球去库对应胶价走强，只要保证库存最高的中国国内胶价为全球最便宜的天然橡胶即可表达中国累库的矛盾。反之亦然，中国显性库存去库并不代表全球出现供需缺口。因此，在这个章节中，我们尝试去评估当下全球天然橡胶的库存水平，以便判断当全球供需失衡时，价格波动的幅度。

由于未有权威结构公开发布全球天然橡胶库存，且仅有中国存在显性库存，产地东南亚与消费国欧美均为隐性库存，我们选取相关公开数据，去代理各个地区和不同环节的库存水平，以便综合评估全球库存水平。

泰国为全球第一大产胶国，泰国橡胶局会不定期公布泰国块状橡胶库存指数，我们选取该数据去粗略代理上游或者说主产区的库存水平（不选用上市企业的原因是，第一，涉及天然橡胶种植业和初加工业的上市企业较少；第二，企业层面的种植和初加工产能集中度不高，例如全球最大的天然橡胶初加工企业占比全球产能仅 10% 左右）。截至 4 月，泰国块状橡胶库存指数为 76.7，同比增加 11.8%，环比下降 7.5%，考虑到 5 月产区供应受限，预计 5 月库存水平环比再度下降（从价格的反馈会更直接，因为原料价格单边上涨的充要条件是原料存在供需缺口，即去库）。

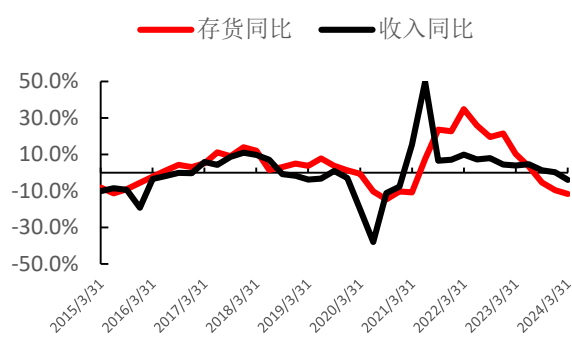
根据以米其林、普利司通为主的全球龙头轮胎企业 2024 年一季度财务报告，2024 年一季度全球主要轮胎企业的存货水平同比下降 11.8%。从库存周期的定位来看，全球轮胎行业的收入拐点仍未现，2024 年一季度全球轮胎行业或仍处于主动去库阶段。这里选用轮胎上市企业财报的原因，第一，全球轮胎行业的公开数据偏少且门槛较高；第二，轮胎行业产能集中度较高，九大轮胎企业占据全球 50~60% 的产能，基本能够代理全球轮胎行业的基本情况。当然，这个数据较为滞后，从库存周期的角度来说，轮胎行业的下一个位置是被动去库，从这个角度看，轮胎行业将维持去库，其中应该包含了轮胎主要原材料天然橡胶。

图表 23：泰国块状橡胶库存指数



数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 24：九大轮胎企业存货同比&收入同比



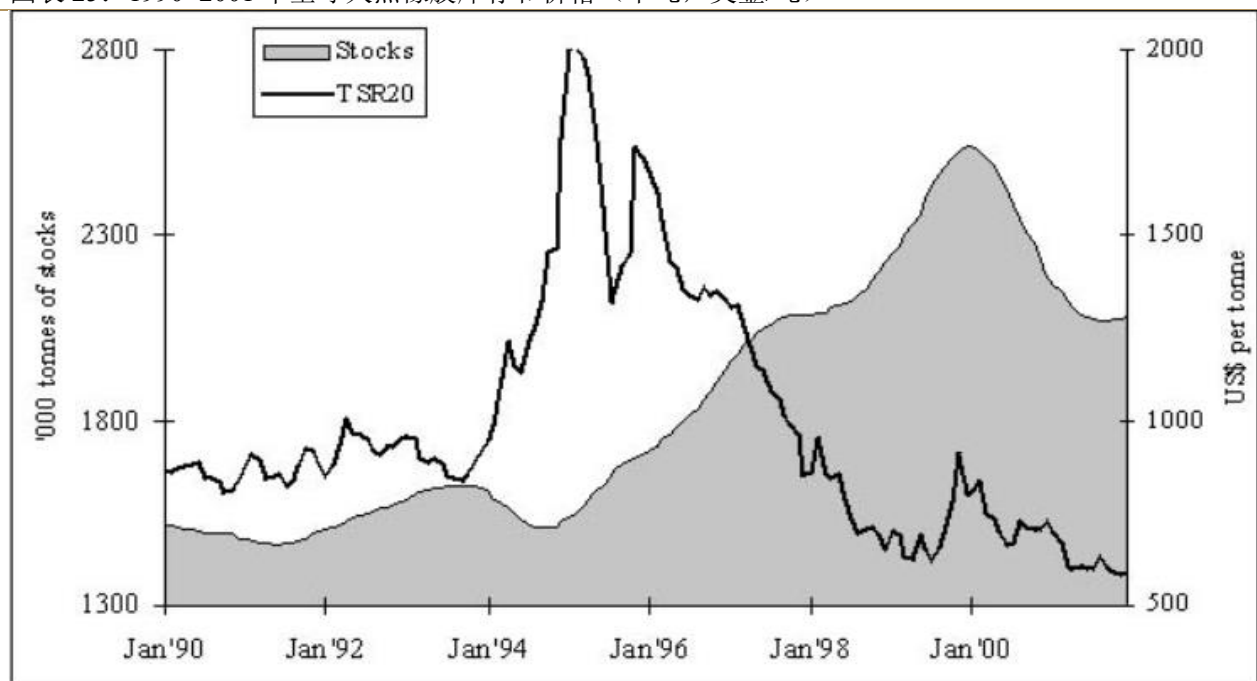
数据来源：彭博，中信建投期货整理

根据以上内容可以看到，中国、产区、全球主要轮胎企业库存水平较 2023 年同期均呈现不同程度下滑，从定性角度去评估，我们认为，当下全球天然橡胶库存水平中性偏低。同时，根据 FOA 的数据，在 2001 年的年末全球天然橡胶库存水平大约为 200 万吨，同时根据 ANRPC 的数据，自 2008 年到 2023 年累库大约 30 万吨左右（尽管 ANRPC 数据准确性一般，但考虑到数据可得性，还是采用 ANRPC 的数据进行参考，不必过分在意 ANRPC 公布的绝对量，参考意义不大）。考虑到 2002-2007 年



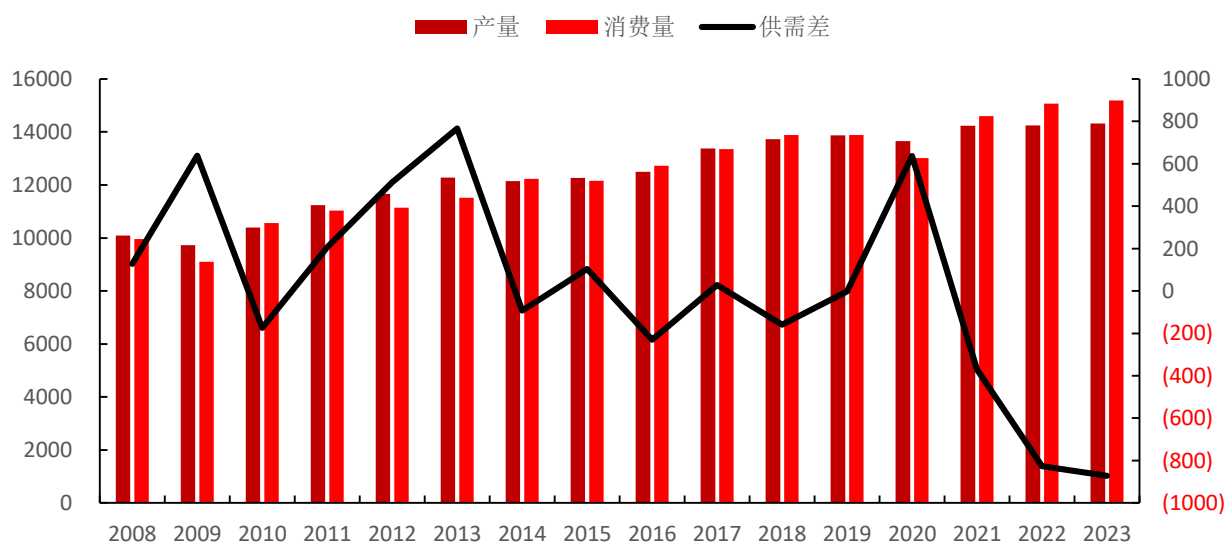
为天然橡胶的牛市周期，单边上涨对应全球供需缺口持续扩大，因此按照每年去库 8~10 万吨的幅度，粗略估计在这 6 年间，全球去库大约 50~60 万吨。因此，我们认为，截至 2023 年年末，全球天然橡胶库存水平大约为 170~180 万吨左右（粗略估计，仅供参考），在历史处于中性偏低水平。而中国占比则高达 90%，全球大量库存囤积在中国。

图表 25：1990~2001 年全球天然橡胶库存和价格（千吨，美金/吨）



数据来源：FOA，中信建投期货整理

图表 26：2008~2024 年 ANRPC 全球天然橡胶供需平衡表（千吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

## 六、当供需平衡再度被打破，低库存下的上涨弹性兑现

根据前文的内容，由于5月东南亚主产区的异常天气，形成短期供应强约束，导致产量的季节性增长受阻；同时来自终端需求的季节性增长或在宏观预期强化下超预期增长。5月全球天然橡胶供需平衡再度被打破，供弱需强的基本面驱动价格单边走强。根据ANRPC发布的4月数据以及前文的粗略估计，5月全球天然橡胶供需缺口约为30万吨左右。在供需缺口打开后，全球天然橡胶中性偏低库存状态赋予单边价格更多的上涨弹性，更通俗的表达：在货不太多的情况，货变得更少，使市场参与者出现了“买涨不买跌”的心态，加剧了单边行情的波动。

换一种理解方式，随着全球总量需求的增长（也可以是复苏），全球天然橡胶产能多年未有增长（更准确的说法应该是低成本产能），不同区域间的产能成本差异较大（理论上每一吨天然橡胶的生产成本都存在差异）。随着需求的自然增长（主要来自于宏观经济的自然增长，凸显天然橡胶需求端的工业品属性），低成本产能首先满足对应消费量。当低成本产能无法满足当期消费量，成本更高的产能在当期被激活因为需求的增长，就是要给上游利润，激活高成本产能来满足当期需求。随着5月终端需求的环比增长，而供给端有存在天气的供给强约束，就需要用高价去激活更贵的产能来满足当期需求的增长。

向后看，随着东南亚雨季的暂告一段落，全球天然橡胶将正式迎来季节性上量，根据往年的数据，每年6月全球天然橡胶平均产量环比5月平均产量增加18%，绝对量增加约17万吨左右。终端需求的表现来看，过去4年，6月美国汽车销量、欧盟汽车销量、美国CASS货运指数和德国卡车通行里程指数均值分别为127.6万辆、98.23万辆、1.14和96.8，对应5月的均值分别为133.4万辆、80.1万辆、1.15和95.9，环比增长分别为-4.3%、22.63%、-0.87%和0.94%，预计6月全球天然橡胶消费量环比5月增长约1%左右，全球供需缺口或在6月迎来收窄，对应单边回调。但是基于全球轮胎需求的复苏，以及今年下半年拉尼娜在旺产季对东南亚主产区的潜在冲击。中长期视角，我们依然看好今年胶价。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。