

# 历山进己，变数之年

## ---2025 年天胶期货行情展望

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

[gaolinlin@gtjas.com](mailto:gaolinlin@gtjas.com)

### 报告导读：

供应端：供应总量上看不确定性依然较大。我们预计 2025 年东南亚传统产区产能将继续下降，需要持续关注高价对东南亚产区的产出刺激情况，若天气正常，泰国旺产期结束前原料价格能降到什么位置将成为全年的重要价格参照。

需求端：2025 年我国轮胎需求受国内市场、新兴市场、欧盟存量市场支撑预计仍有增长，但中美博弈下宏观不确定性增加。

整体来看，要达到往年的高供应需要高价刺激，叠加套利空意愿较往年减弱，所以预计价格重心抬升。节奏来看，上半年关于供应端、国内外宏观政策主要基于预期博弈，资金可能偏谨慎，海内外的宽松政策可能最快也要在明年下半年反映到终端需求的改善。从往年经验来看，天胶二季度一般是供应淡季，下游刚需维持下容易实现去库，库存去化至低位后，叠加下半年台风季、年底泰国等东南亚产区的洪水，年底汽车销售冲量等潜在利好，下半年更容易出现趋势性行情。

所以我们预计 2025 年胶价重心抬升，易涨难跌，上半年宽幅震荡，下半年震荡偏多。

风险提示：极端天气，全球经济衰退超预期，地缘政治风险

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1. 2024 年天胶走势回顾.....	3
1.1 期现价格走势回顾 .....	3
1.2 波动率表现回顾 .....	4
2. 2025 年天胶运行逻辑：重心上移，波动加剧.....	5
2.1 供应端：新产区增量填补受限，全球供应或达峰值.....	5
2.1.1 传统产区产量受多重因素影响回落 .....	5
2.1.2 非洲天然橡胶产量增速放缓遇瓶颈 .....	12
2.1.3 国内全乳稳中趋降，海南浓乳分流 .....	15
2.2 需求端：产能外溢总量延续扩张，关注宏观面事件冲击 .....	16
2.2.1 出海带动产能外溢，轮胎外胎产量延续扩张 .....	16
2.2.2 宏观不确定性增加，出口博弈加剧市场波动 .....	24
3. 结论与投资展望 .....	26
3.1 2025 年胶价判断 .....	26
3.2 投资展望 .....	27

(正文)

## 1. 2024 年天胶走势回顾

### 1.1 期现价格走势回顾

#### 第一季度：供需好转，见底反弹

春节前库存高企持续压制价格上方空间，供应端利好及突发事件未能持续支撑盘面。1月2日至2月8日，RU 从 14205 元/吨下跌至 13365 元/吨（跌幅 5.91%）。而 NR 交割品很大一部分来自泰国，受泰国的高价原料支撑更强，所以 NR 较 RU 跌幅更小，从 11300 元/吨跌至 11025 元/吨（跌幅 2.43%）。春节后基本面转好，盘面重心上移，3月29日 RU、NR 盘面分别涨至 14665 元/吨、11865 元/吨。一季度 RU、NR 涨幅分别为 3.24%、5.00%。

年初，供应端 12 月末泰国遭遇洪水灾害，原料价格居高不下，严重洪涝或导致停割期提前、旺产期产量释放不及预期的概率增加，叠加元旦假期期间青岛 NR 交割仓库着火事件影响，假期归来后盘面高开。然缺乏持续性利好加持，橡胶社会库存高企压制上方空间，叠加春节前资金避险情绪升温，价格高开后偏弱运行。春节期间日胶上涨超 7%，对国内市场情绪形成提振。同时，供应端泰国原料高价以及市场对于泰国干旱可能导致的割季原料高位延续和产量缩减的预期，持续支撑盘面走强，伴随下游轮胎企业积极复工复产，半钢胎订单旺盛，高企的橡胶库存也出现松动的迹象。偏强的基本面导致资金涌入，一路推升胶价。随着利好消息被消化，泰国原料价格高位转跌以及国内产区开割临近，资金情绪消退，盘面有所回调。

#### 第二季度：天气扰动，波动加剧

供应端在开割季供应上量预期与天气扰动新胶产出不及预期之间反复，需求端延续半钢胎表现较好，全钢胎偏弱的格局，社会库存持续去化，盘面整体上扬，供应端多空博弈下波动加剧。RU 从 4 月 1 日的 14780 元/吨涨至 6 月 28 日的 14955 元/吨（涨幅 1.18%），NR 从 11945 元/吨涨至 12405 元/吨（涨幅 3.85%）。

清明假期归来，国内海南、云南地区受天气扰动开割进程受阻，价格上行。但后续整体供应增多预期仍较强，叠加需求端五一节前增长动力不足，个别企业提前降幅进入检修前准备工作，开工存走低预期，而且橡胶库存虽呈现加速去化趋势，但绝对水平仍然较高，综合导致五一节前盘面冲高后下行调整。5 月海内外产区均受到不同程度降雨的持续扰动影响，供应端上量受阻，国内到港持续偏少，现货紧俏，叠加橡胶库存持续去化，供应端支撑价格冲高。但进入 6 月后，天气扰动减弱，供应端各主产区进入季节性上量阶段，上游原料价格出现拐点高位回落，盘面再度走弱。二季度市场对泰国等东南亚主产区的产量分歧加剧，多头判断东南亚主产区的树龄结构导致产能进入下行周期，厄尔尼诺更是加剧了减产，而空头判断产能不会骤降，由于尚未到旺产季，天气影响消退后高价刺激产出，全年产量缩减可能不会很多，多空博弈下，价格波动加剧。

#### 第三季度：宏观共振，持续突破

7 月初天胶受供应上量预期主导，价格震荡偏弱。RU 从 7 月 1 日的 15010 元/吨跌至 7 月 31 日的 14300 元/吨（跌幅 4.73%），NR 从 12420 元/吨跌至 12075 元/吨（跌幅 2.78%）。8 月之后海内外主产区天气扰动频繁，并在 9 月与宏观因素共振，9 月 30 日 RU 和 NR 分别突破至 19645 元/吨和 14995 元/吨的年度级别高点，三季度涨幅分别达 30.88% 和 20.73%。

7 月，随着泰国产区陆续上量，泰国橡胶原料价格开始下行，对胶价支撑减弱。下游轮胎企业进入夏季开工淡季，对原材料采购维持刚需，天胶社会库存去化速度逐渐放缓，盘面小幅震荡下行。8 月起海内外主产区物候扰动频繁，强降雨、台风等极端天气以及云南落叶病导致国内胶水价格屡创新高、海外原料价格高位运行，下游刚需维持下，中国库存维持小幅去库态势，基本面持续偏强。而宏观方面海外降息提振整个大宗商品

请务必阅读正文之后的免责条款部分



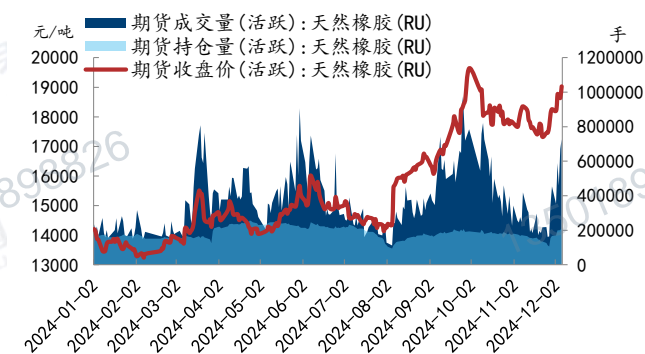
市场，叠加9月底国家宏观调控刺激，情绪高涨，宏观与产业面共振下，资金快速推涨。

#### 第四季度：先抑后扬，洪水拉涨

四季度初宏观情绪消退、价格回调后，市场回归产业估值，泰国供应上量预期下，盘面震荡偏弱。10月8日至11月22日期间，RU和NR分别下跌8.28%和3.96%，但11月末泰南洪水点燃场内情绪，迅速拉涨，截至12月6日四季度RU和NR涨幅分别为0.74%和9.87%，由于泰南地区洪水对泰混影响较全乳大，所以NR涨幅更多。

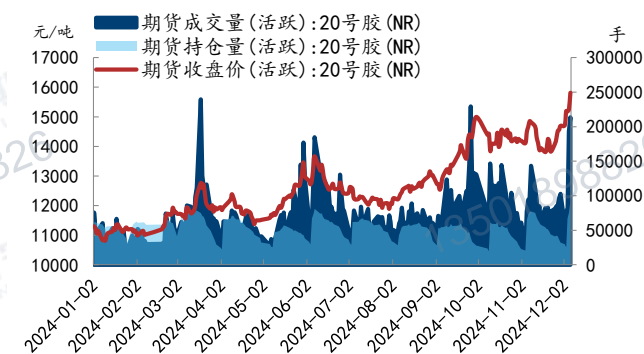
十一长假期间EUDR提议推迟的消息在新加坡盘面发酵，开盘后内盘存在补跌需求。前期利好消化、情绪消退后，多头避险情绪增强，获利了结头寸，市场开始重新审视供应端缺口，并开始交易10月底泰国供应上量的预期。同时需求端对高价原料亦存抵触心理。伴随偶然的天气扰动，盘面整体呈现震荡下行趋势。但11月末泰国洪水的消息使得供应担忧情绪再次升温，成交持仓量伴随价格也迅速上涨。

图1：沪胶价格、成交与持仓



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图2：20号胶价格、成交与持仓



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 1.2 波动率表现回顾

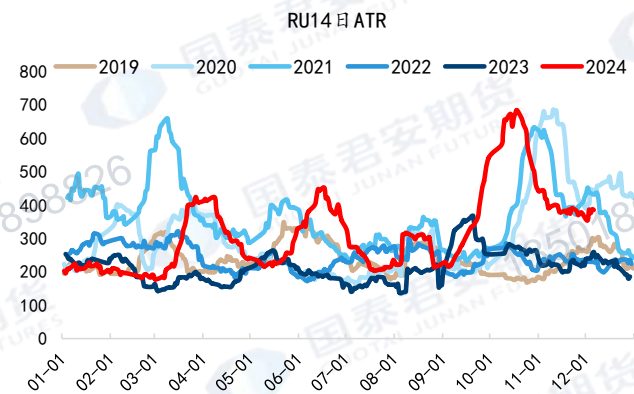
真实波幅（ATR）又被称为平均真实波动范围，该指标在实际使用过程中是用来衡量市场波动的强烈度。ATR指标在某种程度上，可以反映市场投资者的风险偏好。真实波幅（ATR）=TR的N日简单移动平均，其中 $TR = \max(|\text{最高价} - \text{最低价}|, |\text{最高价} - \text{昨收}|, |\text{昨收} - \text{最低价}|)$ 的最大值。

截至2024年11月，今年RU与NR的ATR整体高于去年。我们认为ATR相比去年整体提升的原因有三点：一是天胶自身基本面好转，吸引产业外资金入场。今年厄尔尼诺影响下，海南主产区上半年干旱、下半年台风、强降雨频发影响产出，下游刚需维持下，前期压制盘面的库存高位去化，基本面较去年明显好转。今年RU与NR的ATR都出现了三个高峰，分别在3月末、6月和10月初，背后都伴随着成交量与持仓量的显著增多，反映了多头信心增强，做多的散户及产业外资金入场，推高价格的同时加剧了波动。二是多空双方关于东南亚产区减产的博弈逐渐加剧，特别是对于交割品主要来自海外的NR，下半年波动率相比往年同期明显抬升，11月末泰国洪水引发的上涨期间NR的ATR上升幅度也明显大于RU。三是套利盘力量不足，套利商担心现货端上游违约不发货，而不敢在期货端过多做空，空头力量不足导致期货盘面更容易形成趋势性的大波动。

虚实盘比可以用单边持仓量除以仓单折手数计算，反映了市场上投机性交易与实际需求之间的平衡，当虚实盘比较高时，表明市场上投机性交易活跃。可以看到11月末泰国洪水的消息发酵后，RU与NR的虚实盘比都

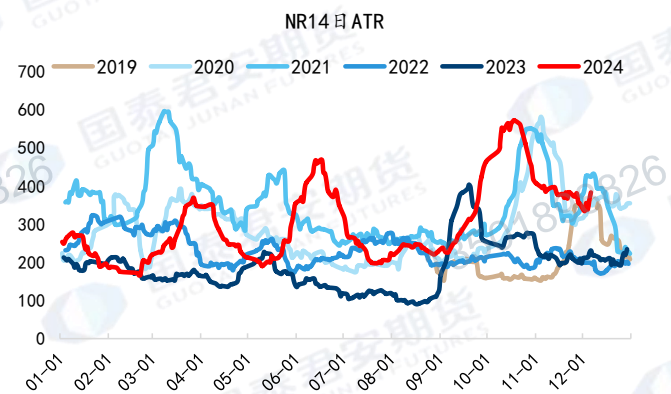
迅速上升，一定程度上佐证了投机性交易活跃度迅速增加。

图 3：RU 主力真实波幅



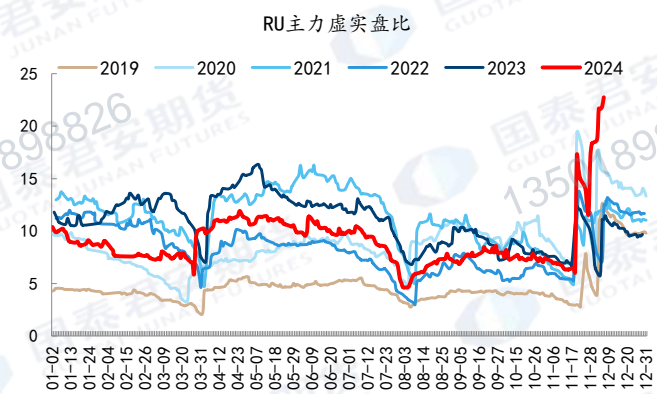
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：20 号胶主力真实波幅



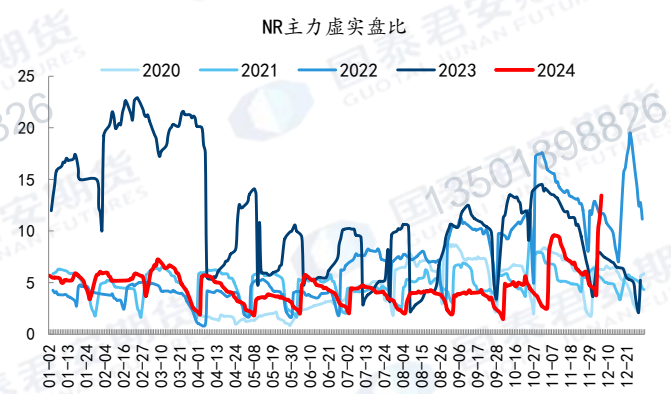
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 5：11 月底 RU 虚实盘比同比明显上升



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 6：11 月底 NR 虚实盘比同比明显上升



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 2. 2025 年天胶运行逻辑：重心上移，波动加剧

### 2.1 供应端：新产区增量填补受限，全球供应或达峰值

#### 2.1.1 传统产区产量受多重因素影响回落

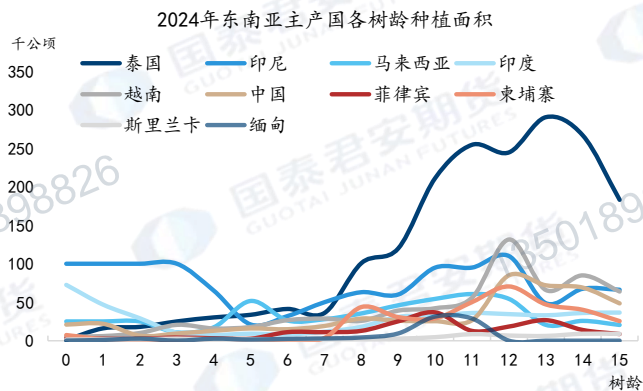
2024 年市场对于东南亚传统产区橡胶产量下降的解释，我们大致归纳为两点：产能下降和极端天气扰动。那么这两个关键矛盾在 2025 年如何演化，将很大程度上决定了 2025 年东南亚传统产区的橡胶供应量。

**(1) 产能预计继续下降。**2024 年市场认为传统东南亚产区面临近年新种面积较少、存量面积减少的问题，导致产能见顶或进入下行通道。

新种面积代表着新增产能，橡胶树通常在种植 7 年左右开始割胶，我们通过新种+翻种的面积即大致可推算出东南亚主产区各国处于 7 年左右树龄的面积（此处没有减去砍伐面积，是由于砍伐量的数据缺失，且一般橡胶树改种或弃种的都是老树，所以我们认为在计算新增产能时砍伐量可以忽略不计）。根据推算结果，2024 年东南亚主产区 7 年树龄的橡胶树面积大概在 193 千公顷左右，6 年树龄的面积约为 165.6 千公顷，5 年树龄的面积约为 157.3 千公顷，这意味着未来一两年新增产能将继续下降。



图 7：东南亚主产国未来 1-2 年新增产能减少



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

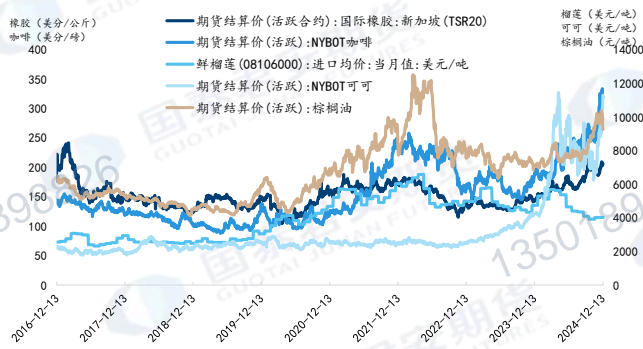
图 8：2024 年东南亚主产国各树龄面积合计



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

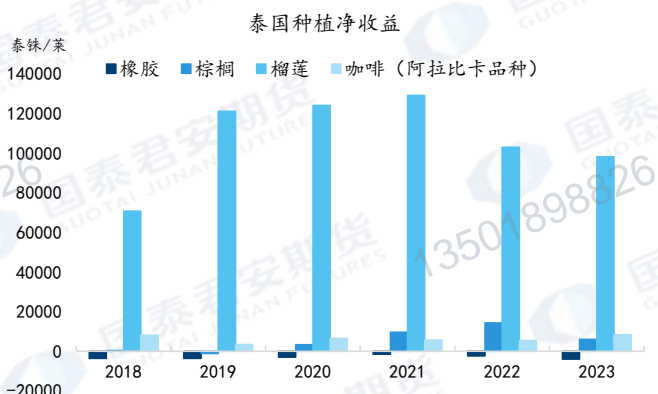
**存量面积下降主要与替代种植有关。**近年持续低迷的橡胶价格严重影响了橡胶种植收益，一方面胶农产生了改种其他作物的想法，另一方面部分国家政府（如泰国）也有鼓励胶农改种部分橡胶以减少橡胶价格风险的政策。胶农替代种植的意愿主要取决于相对收益，东南亚地区的胶农改种一般考虑棕榈、果树、咖啡等作物，近年榴莲种植收益久居高位，改种榴莲也有所增多。虽然 2024 年橡胶涨幅较多且榴莲价格相比 2023 年有所下滑，但从种植净收益看榴莲仍然远高于橡胶（以泰国为例），所以我们认为 **2025 年胶农砍树改种的现象不会明显好转。**

图 9：截至 2024 年 12 月 13 日，2024 年新加坡 TSR20 橡胶期货上涨约 33.7%，NYBOT 咖啡上涨约 69.7%，榴莲价格（我国进口月均价）下跌约 24.1%，NYBOT 可可上涨约 169.3%，大商所棕榈油上涨约 29.6%



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 10：泰国榴莲种植净收益远超橡胶、棕榈和咖啡



资料来源：泰国农业经济办公室，国泰君安期货研究

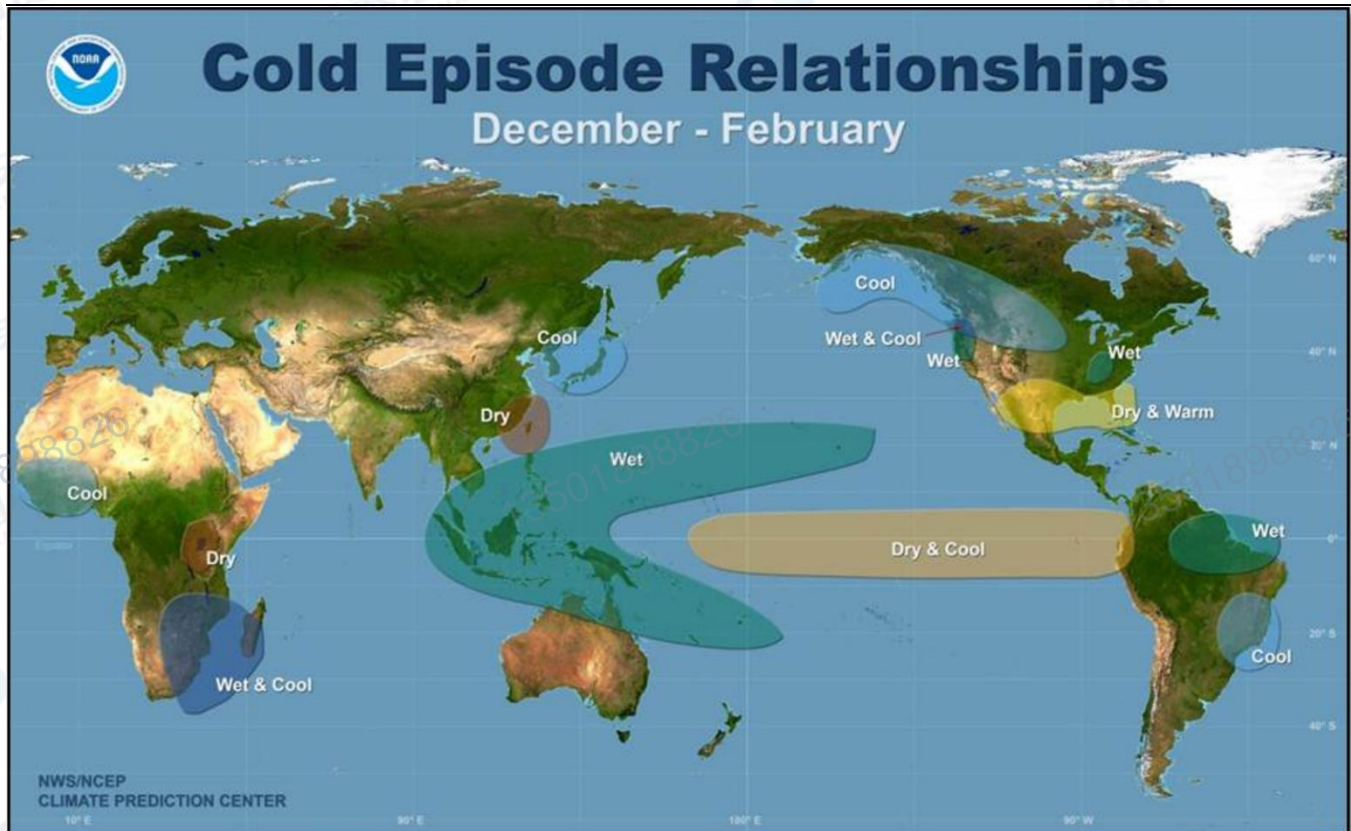
注：净收益使用 2020、2023 年《分产品农业经济信息》中公布的每吨净收益乘以每莱产量计算。（可可数据缺失）

综合以上两点来看，增量方面 2025 年新增产能增速下降，存量方面替代种植导致的砍伐叠加老树产能的进一步下滑，存量产能的下降速度也不会明显改善，所以我们预计 2025 年东南亚传统产区产能将继续下降。

## (2) 天气扰动

今年东南亚及非洲主产区在上半年几乎都因厄尔尼诺出现了高温干旱的异常天气，而下半年东南亚产区台风、降雨影响频繁，导致产量减少。据 NOAA 2024 年 12 月 12 日报告预测，拉尼娜现象最有可能在 2024 年 11 月至 2025 年 1 月出现（59% 的几率），最有可能在 2025 年 3 月至 5 月过渡到 ENSO 中性（61% 的几率）。11 月-次年 2 月是泰国、马来的旺产季，越南处于旺产向停割过渡，印尼处于减产期和过渡期，这或将继续影响 2024 与 2025 年橡胶产量。

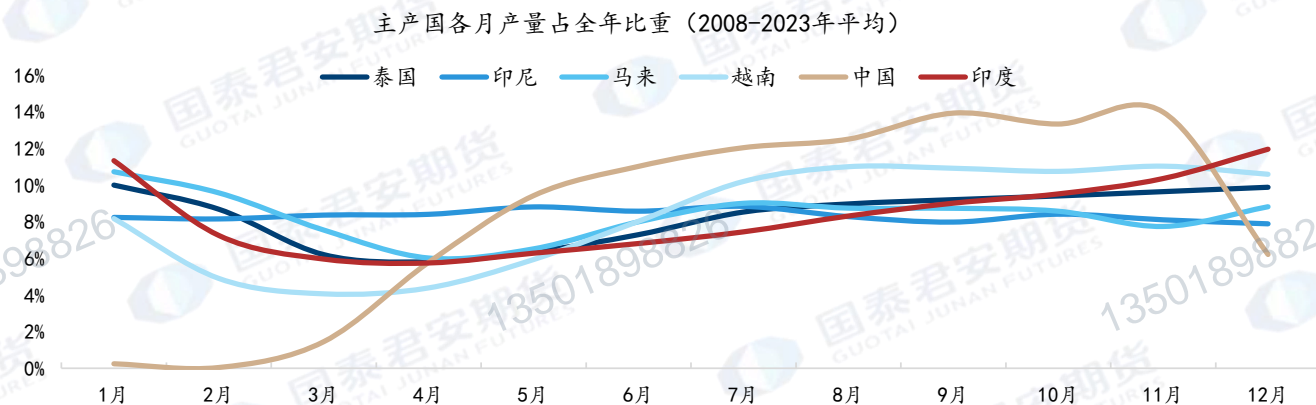
图 11：北半球冬季拉尼娜往往会使得东南亚产区更潮湿



资料来源：NOAA，国泰君安期货研究

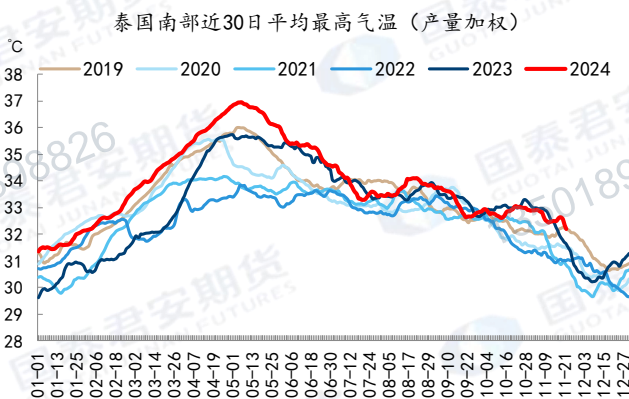


图 12：天然橡胶供应季节图



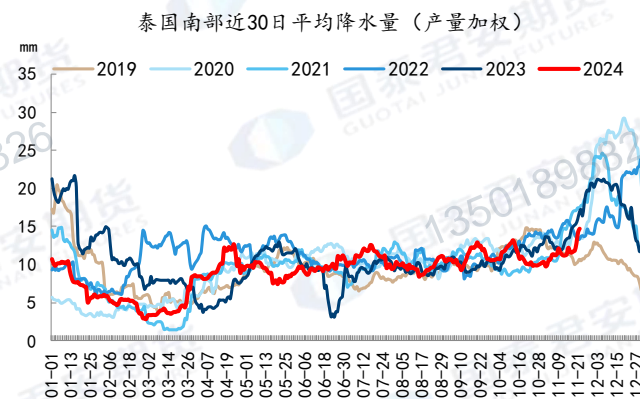
资料来源：同花顺 iFinD, ANRPC, 国泰君安期货研究

图 13：泰国南部上半年气温持续偏高



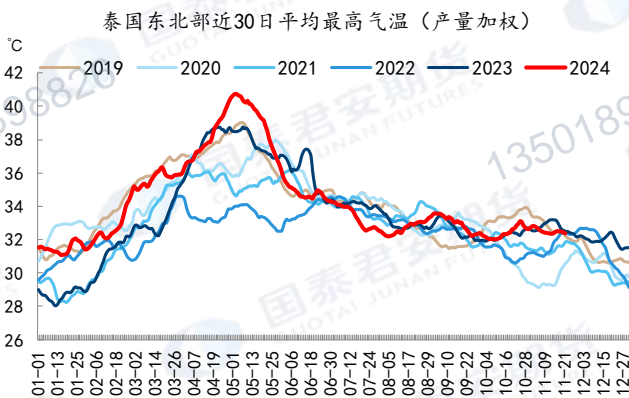
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 14：泰国南部一季度降雨偏少



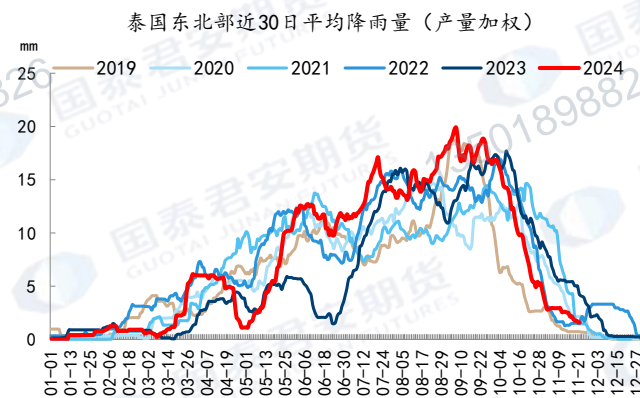
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 15：泰国东北部5月左右气温明显偏高



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

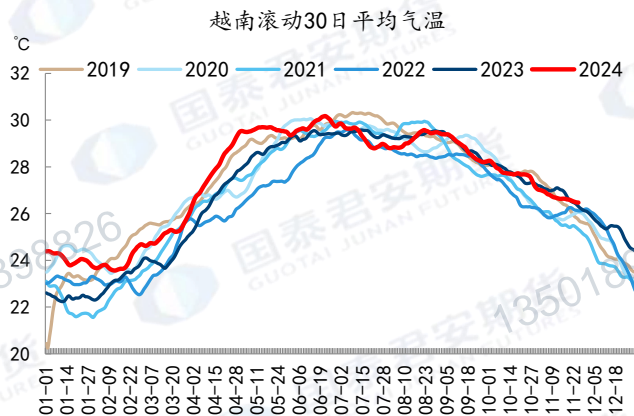
图 16：泰国东北部5月左右降雨明显偏少



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

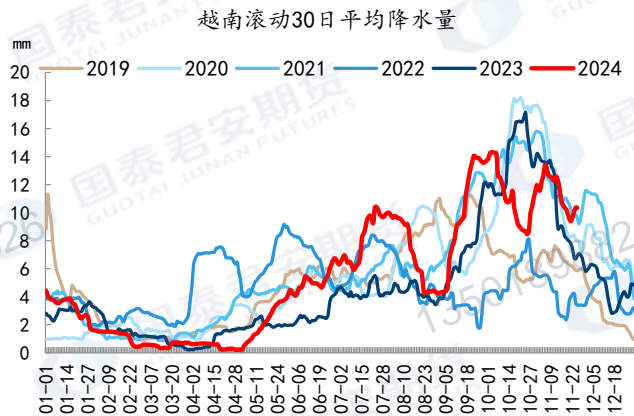


图 17：越南上半年气温偏高



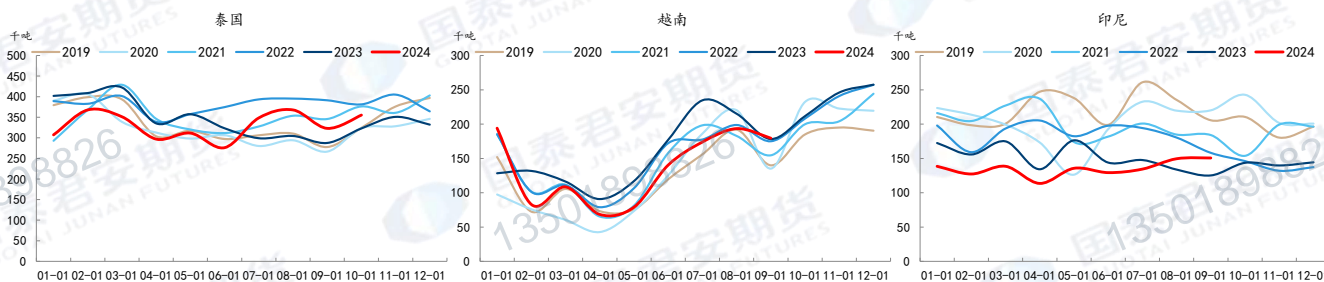
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：越南上半年降雨偏少，7-8 月降雨异常多



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：下半年起泰国、印尼出口量同比均有所增加，越南出口仍未恢复



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

**减产背景下，泰国洪水对盘面影响增强。**橡胶树是一种可以在一定程度上抵御洪水的植物，大约 2 周到 2 个月，具体取决于橡胶树的年龄，时间过久则会造成橡胶树死亡，但强降雨或洪水期间无法割胶，影响产出。通过复盘近年泰国重大洪水灾害，发现泰国洪水大概率发生在 8-9 月台风季，以及 11-1 月的泰国传统雨季，而且 2020-2024 每年年底泰国都遭遇了较为严重的洪水。洪水期间 RU 盘面不一定上涨，由于洪水持续时间往往不会很长，不会造成橡胶树大面积死亡，无法成为中长期内的价格核心驱动。同时，洪水发生当月产量同比也不一定会下降，因为洪水不是影响产量的绝对主导因素，产量不仅取决于洪水，还取决于树龄结构、胶农割胶意愿、病虫害等。但是在供应偏紧，多空双方围绕天气博弈激烈、价格波动加剧的背景下，泰国洪水或将有效刺激盘面上涨。

图 20：近年泰国重大洪水灾害复盘

统计截止日期	统计开始日期	主要影响地区	影响范围	统计截止日RU最新收盘价	统计开始前一天RU最新收盘价	期间RU涨幅	开始当月泰国产量同比
2024-11-28	2024-11-28	南部	7府13万户	18125	17695	+2.43%	-
2024-08-23	2024-08-16	北部和东北部	11府3万户	16350	16025	+2.03%	+0.47%
2023-12-28	2023-12-22	南部	5府9万户	13930	13795	+0.98%	+7.77%
2022-12-19	2022-12-17	南部	9府5万户	12780	13090	-2.37%	-0.19%
2022-04-07	2022-04-05	南部	5府2万户	13555	13830	-1.99%	-15.38%
2022-02-27	2022-02-24	南部	7府1万户	13955	14015	-0.43%	-13.21%
2021-12-01	2021-11-23	南部	8府2万户	15220	15470	-1.62%	+3.80%
2021-09-30	2021-09-23	北部、东北、中部	31府22万户	14190	13300	+6.69%	+20.91%
2021-08-31	2021-08-27	中部	10府6万户	13845	14055	-1.49%	+39.84%
2021-01-10	2021-01-04	南部	4府5万户	14820	13900	+6.62%	+15.26%
2020-12-05	2020-11-25	南部	11府32万户	14880	14675	+1.40%	+2.13%

资料来源：Qinrex, Ahacentre.org, Bangkokpost, 公开资料收集, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

注：统计开始日可能包括强降雨开始日，非洪水发生日

综合产能和天气两个因素，2025 年产量同比变化可能仍难以判断。首先的问题是今年的大规模减产是否是天气主导而产能影响较小，因为可以看到下半年天气趋于正常化后泰国、印尼出口都出现了同比正增长，这或许说明原料高价依然可以刺激产出，产能尚未完全触及瓶颈。越南出口尚未恢复至同比，也可以用 7-8 月降雨同比偏多来解释，依然无法证实产能衰退是产出下降的主要原因。如果“今年的大规模减产由天气主导而产能影响较小”的假设成立且 2025 年天气正常化，则 2025 年的产量同比甚至可能会不降反增。其次是气候情况难以判断，但我们认为在整体供应趋紧需求稳定的背景下，极端天气将显著造成供需失衡，所以 2025 年橡胶将更容易因极端天气而出现上涨。

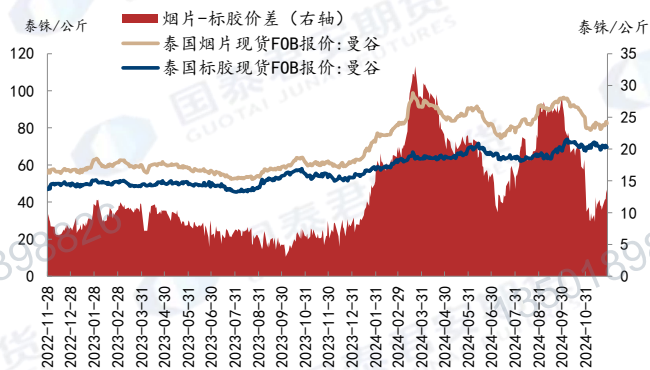
除了以上两个市场关注重点，2024 年橡胶还出现了一些结构性变化。

第一个结构性变化是烟片相对标胶涨幅明显，我们认为这与印度烟片减产关系较大。首先印度烟片的产销量比例较大。2023-2024 财年里印度烟片产量占比约 63%，而东南亚橡胶主产国橡胶生产一般以标胶为主，烟片生产占比远低于印度，同时印度烟片的消费量占比也高达约 42%。我们认为印度烟片产销量大与印度全钢胎子午化率低有关。烟片胶目前主要用于生产斜交胎，而斜交胎在印度全钢胎的产量中，仍然占有很大的比例。从印度 2023-2024 财年轮胎生产情况来看，卡客车和轻型商用车轮胎的子午化率只有约 59%。其次，印度大量进口烟片弥补缺口，推升烟片价格。2024 年印度烟片产量下降（可能是降雨过多导致），轮胎产量稳定增长的背景下，烟片胶缺口持续扩大。泰国海关数据显示，出口印度烟片数量大幅增加，2024 年 1-10 月，泰国出口印度三号烟片约 1.88 万吨，比去年同期增加 1.32 万吨，增量排名第一。印度大量从国际市场购买烟片，造成了国际烟片供应的紧张，推高了价格。

全球供应缩减背景下，2025 年烟片价格或更容易上涨。泰国等东南亚主产区烟片产量占比较低，周期性的供应缩减背景下，烟片产量更少，而印度烟片消费增长较快，一旦印度产区供应因天气等问题出现下降，印度国内烟片缺口扩大，而国际烟片供应不足，将迅速加剧国际市场上的烟片紧缺。

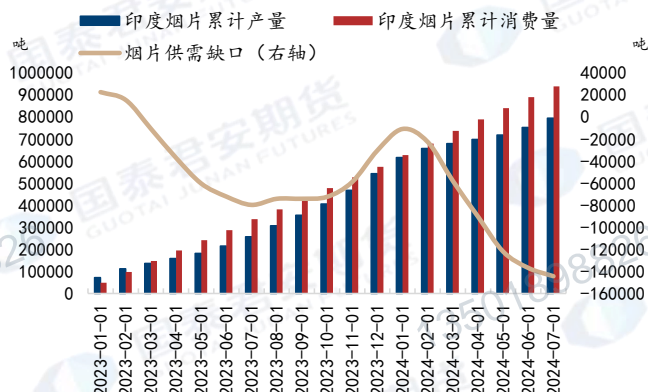


图 21：烟片-标胶价差高位



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 22：2024 年印度国内烟片供应缺口明显放大



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

表 1：印度烟片胶产销占比较大

2023.4-2024.3 (单位：万吨)	消费	产量	进口	出口
烟片	58.93	54.2	3.49	0.04
块状橡胶	68.40	19.1	44.13	0.29
浓乳（折干）	10.84	10.2	1.17	0.08
其他	3.42	2.2	0.48	0.01

资料来源：印度橡胶管理局，国泰君安期货研究

表 2：印度全钢胎子午化率低

2023年4月-2024年3月印度轮胎产量		
乘用车轮胎 产量	子午线轮胎（千条）	56558
	斜交胎（千条）	5798
	子午化率	91%
卡客车和轻 型商用车轮 胎产量	子午线轮胎（千条）	19817
	斜交胎（千条）	13912
	子午化率	59%

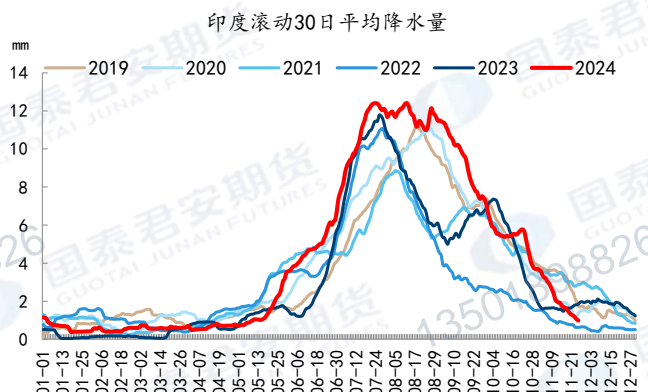
资料来源：印度橡胶管理局，国泰君安期货研究

表 3：泰国烟片出口增量排名

泰国RSS3出口量（千吨）				
序号	国家	2024年1-10月	2023年1-10月	增量
1	印度	18.78	5.56	13.22
2	西班牙	19.15	13.35	5.80
3	法国	12.73	10.78	1.95
4	意大利	10.43	8.50	1.93
5	巴西	19.58	18.29	1.30
6	波兰	5.54	4.40	1.14
7	斯里兰卡	1.18	0.16	1.02
8	墨西哥	1.36	0.56	0.80
9	越南	0.87	0.07	0.80
10	柬埔寨	0.71	0.26	0.45

资料来源：泰国海关，国泰君安期货研究

图 23：印度 7-9 月降雨过多

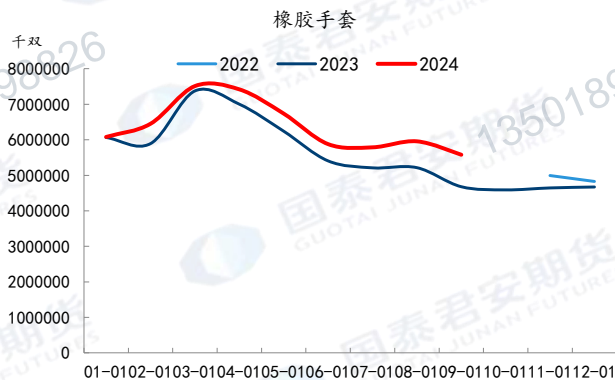


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

第二个结构性变化是国际手套厂商补库导致浓乳需求旺盛。全球手套市场目前已到主动补库的阶段，2019-2023 年公共卫生事件中手套需求爆发而供给不足，价格飙升，厂商大量扩产，2022-2023 年需求回落，价格下调，老旧及临时产能持续出清而 24Q1 以来库存消化完毕，需求回暖。据全球乳胶手套生产的头部企业 TOPGLOVE 4QFY2024 财报，集团在美国的增长尤为强劲，销量环比飙升 120%，主要归功于客户持续补充手套库存，导致销量增加。马来西亚主要从泰国进口浓乳，今年橡胶手套产量同比大幅增加，而泰国产量下降，为

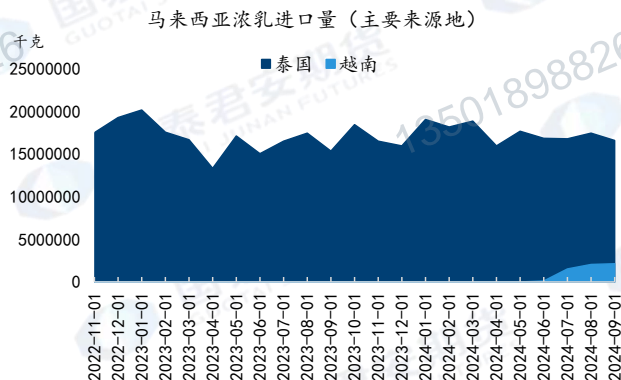
了保证供应，马来西亚进口越南胶乳以补充缺口，这也更加剧了越南浓乳的供应紧张。补库完成后，2025 年浓乳需求增速或有所回落。

图 24：马来西亚橡胶手套产量同比大幅增加



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 25：马来西亚从越南进口浓乳补充泰国缺口



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

第三个结构性变化是泰国天胶发中国量减少，发美国和日本橡胶增多。2024 年 1-10 月，泰国发日本天胶金额达 155.05 亿泰铢，占比 7.50%，较去年同期上升 2.21%；泰国发美国天胶金额达 152.36 亿泰铢，占比 7.37%，较去年同期上升 1.92%；泰国发中国天胶金额达 1035.10 亿泰铢，占比 50.09%，较去年同期下降 11.96%。发中国量减少主要是前期中国库存高导致进口利润倒挂，随着中国库存去化至低位，2025 年出口中国数量或将增多。

表 4：泰国出口日本、美国、印度橡胶占比增加，出口中国橡胶占比大幅下降（包含混合橡胶）

泰国天胶出口金额（主要出口目的地）					
国家/地区	2023年1-10月 (亿泰铢)	2024年1-10月 (亿泰铢)	2023年占比	2024年占比	占比变化
日本	88.37	155.05	5.29%	7.50%	2.21%
美国	91.06	152.36	5.45%	7.37%	1.92%
印度	44.69	80.67	2.68%	3.90%	1.23%
越南	18.78	40.35	1.12%	1.95%	0.83%
中国	1036.58	1035.10	62.05%	50.09%	-11.96%
其他	390.98	602.93	23.41%	29.18%	5.77%

资料来源：泰国海关，国泰君安期货研究

### 2.1.2 非洲天然橡胶产量增速放缓遇瓶颈

2022 年非洲橡胶产量约 161.2 万吨（SIPH 数据），科特迪瓦产量 128.6 万吨（FAO 数据），占比约 80%，所以我们主要研究科特迪瓦产量。

2024 年科特迪瓦出口增速放缓（科特迪瓦今年干旱少雨，但我们未找到天气影响其橡胶产量的相关信息），可能存在以下几点原因：



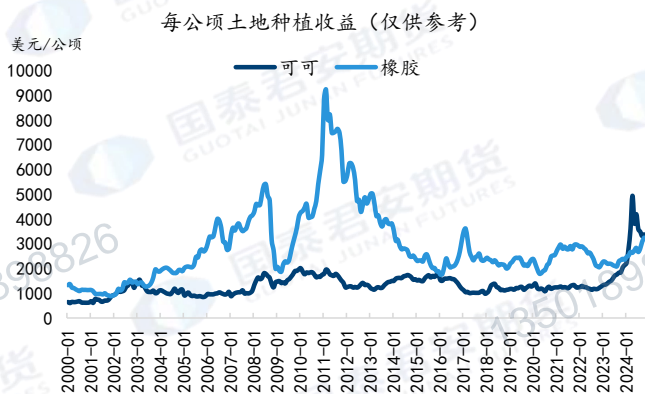
**可可大涨引发替代种植。**科特迪瓦是世界第一大可可生产和出口国，2023/24 产季可可因极端天气和病虫害大幅上涨，截至 2024 年 12 月 13 日，NYBOT 可可上涨约 169.3%，远高于新加坡 TSR20 橡胶约 33.7% 的涨幅。而且可可的供给问题在短期内难以改善（主产区可可面临树龄老龄化问题，可可树也需要 5 年生长期），供需失衡导致的高价可能在未来一段时间内持续刺激部分胶农改种可可，进而影响 2025 年橡胶产能。

**加工产能迅速增长，或导致本国原料囤积，影响出口。**虽然橡胶产量激增，但科特迪瓦的加工能力面临严峻挑战。在全球橡胶行业超过 3500 亿美元的收入中，科特迪瓦生产商仅占据 0.5% 的份额。为了提升自身加工水平，科特迪瓦政府自 2021 年起实施了一项五年国家计划，目标是在 2025 年底前实现 100% 的橡胶生产加工本土化。据科特迪瓦天然橡胶协会（APROMAC），截至 2023 年底，科特迪瓦初级加工厂数量为 40 家，工厂名义产能为 181.5 万千吨/年，运营能力为 140 万千吨/年，而 2020 年该国的橡胶加工产能只有约 66.4 万吨。加工产能翻倍式的增长，或导致本国加工厂囤积的原料、成品库存增多，进而影响出口。

**我们猜测，约 2022 年后其割胶面积增速可能下降，导致产量增速放缓。**产量的增长潜力我们一般可以根据未成熟面积数量判断或者通过新种、翻种面积推算，但非洲种植面积相关数据缺失较为严重，目前比较权威且齐全的数据只有联合国粮农组织（FAO）提供的割胶面积。大型跨国橡胶公司虽然会在年度报告中公布其所有的未成熟面积，但非洲橡胶大部分也是由小农种植，用占比很小的大型橡胶园的未成熟面积推算全体可能存在较大偏差，所以我们主要基于 FAO 数据推测。据 FAO 数据，2015-2022 年科特迪瓦割胶面积迅速增长，反映了前期大量种植的橡胶树逐渐进入可割胶的成熟期，这导致科特迪瓦近年产量的迅速增长。根据东南亚产胶国的经验，橡胶种植周期往往与价格相关，在橡胶价格高的年份容易刺激胶农种植橡胶，从橡胶价格来看 2015 年起橡胶价格持续处于低位，相对可可的收益优势减少。而且 2016 年左右也出现了“低价挫伤科特迪瓦橡胶农的积极性”之类的新闻报道，主产区阿比让的十个橡胶种植园改种木薯。<sup>1</sup>故我们猜测 2015 年之后科特迪瓦橡胶新增、翻种面积增速下降，即对应 7 年后的约 2022 年以后割胶面积增速逐渐下降，进而导致产量增速放缓。

<sup>1</sup> <https://www.africanews.com/2016/02/19/low-prices-kill-enthusiasm-of-ivory-coast-s-rubber-farmers/>

图 26：2024 年可可涨幅巨大，种植收益提升明显



资料来源：FAO，同花顺 iFind，国泰君安期货研究

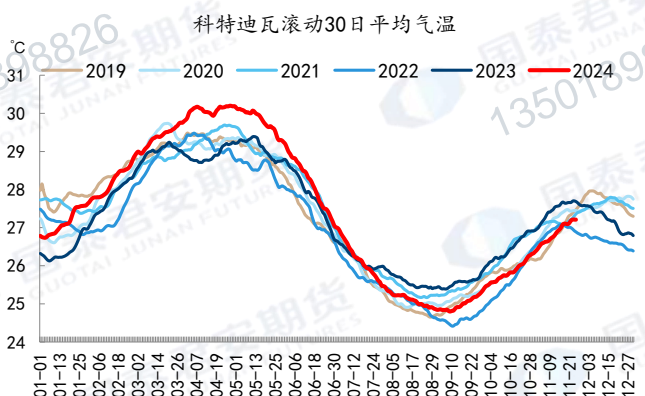
注：单位土地种植收益=单产\*价格，由于数据缺失，2022 年后的单产使用 2022 年数据。收益仅供参考，未考虑成本、政策等因素，如科特迪瓦政府会从可可农场以相对固定的价格而非市场价格收购可可豆。

图 27：科特迪瓦产量与割胶面积迅速增加



资料来源：FAO，国泰君安期货研究

图 28：科特迪瓦 4-5 月气温同比偏高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

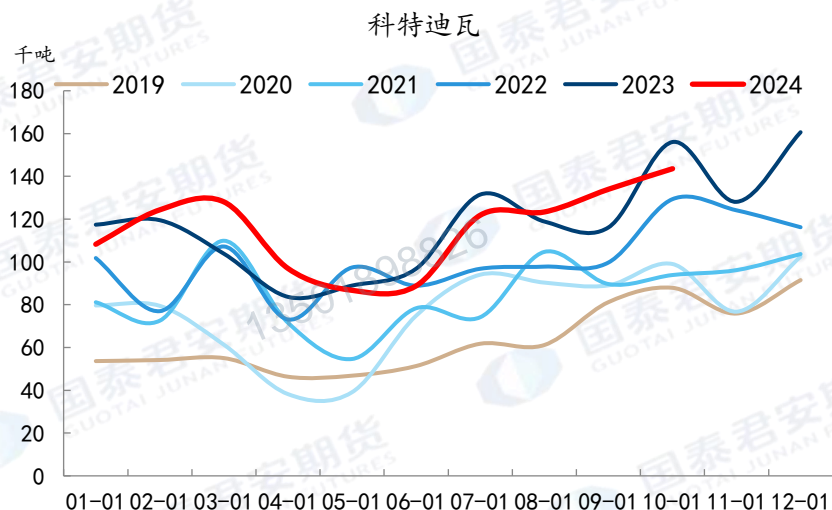
图 29：科特迪瓦 2023-2024 年降雨明显减少



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究



图 30：2024 年 1-10 月科特迪瓦橡胶出口量（折干）1156.3 千吨，同比+2.08%



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

### 2.1.3 国内全乳稳中趋降，海南浓乳分流

天气扰动叠加浓乳分流，预计全乳产量稳中趋降。今年极端天气扰动不断，4月初云南产区因干旱延迟开割，9月末台风摩羯带来的强风暴雨与洪涝摧毁了部分橡胶种植园，（海南橡胶公告截至2024年9月11日初步预计全年干胶减产约1.8万吨），叠加浓乳分流影响，预计全乳胶产量较往年正常年份（剔除公共卫生事件影响特殊年份）稍有下降。目前仓单量同比低位，也能一定程度上说明全乳供应量的减少，但需要注意的是9月以后仓单增长缓慢、期转现或数量偏少可能也是现货较期货强，卖方选择在现货市场出货而非注册仓单所致。

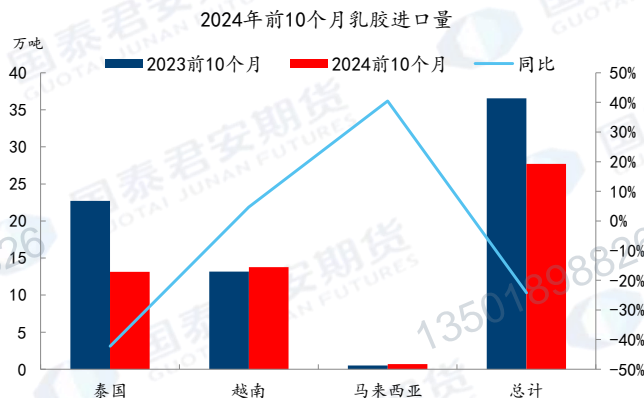
今年海南浓乳分流的问题持续存在，我们认为这是极端天气下国内外浓乳供应紧张导致。我国进口浓乳主要来自泰国和越南，正如前文所述，今年全球手套市场开启补库，需求回暖，橡胶手套主产国马来西亚从泰国和越南进口浓乳，在今年极端天气导致国内外主产区普遍减产的背景下进一步加剧了全球浓乳市场的供应紧张，这也导致了国内浓乳供应不足，分流胶水原料。

图 31：海南浓乳分流持续存在



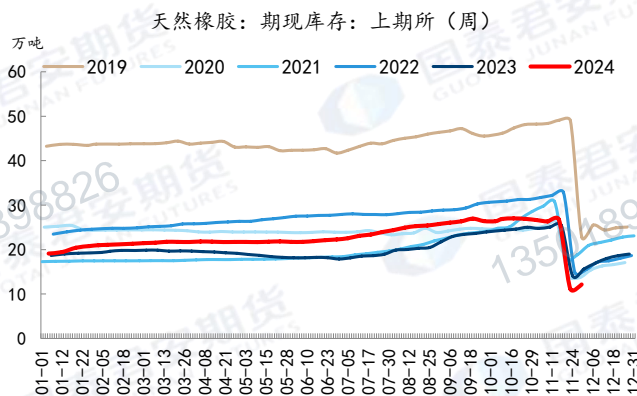
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 32：自泰国进口乳胶的缺口未能弥补



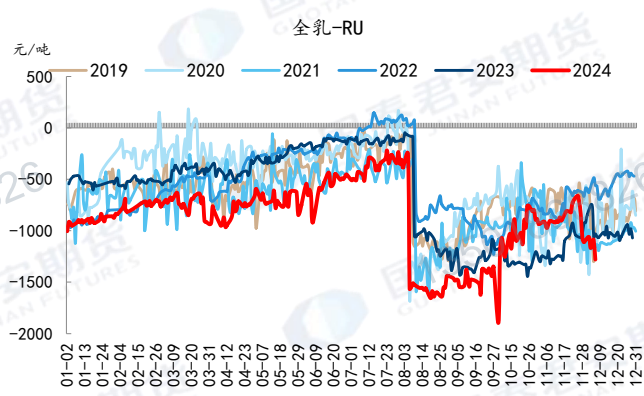
资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 33：仓单同比低位



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 34：9 月后现货明显走强



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

## 2.2 需求端：产能外溢总量延续扩张，关注宏观面事件冲击

2025 年我国轮胎需求受国内市场、新兴市场、欧盟存量市场支撑预计仍有增长，但中美博弈下宏观不确定性增加。国内市场方面，从往年汽车销售情况和更新周期推算，目前进入了更新需求的高峰期，若 2025 年“以旧换新”政策得以延续则有望持续驱动国内配套市场，替换市场仍将随保有量缓步增长。出口市场主要受“一带一路”新兴市场 and 欧盟存量市场驱动。欧洲市场增量空间不大，但经济承压消费降级的背景下中国轮胎性价比凸显，或继续利好我国出口。中东国家，基建迅速发展，带动重卡及全钢胎需求。而北美市场持续性利好不足，增量有限，且出口前景因政治因素不容乐观。

### 2.2.1 出海带动产能外溢，轮胎外胎产量延续扩张

轮胎产能外溢或导致橡胶进口分流。近年来，为降低关税、原材料、劳动力等成本，国内轮胎企业纷纷开始海外基地布局。2025 年国内企业在泰国、印尼、越南、摩洛哥、墨西哥、西班牙等地约有 5700/350 万条的半钢胎/全钢胎投产计划，且半钢胎产能迅速增长。海外产能的扩张将导致海外橡胶原料的需求增加，分流国内橡胶进口量，导致国内进口减少。



表 5：国内轮胎主要企业海外产能布局

（预计）投产时间	国家	公司	项目	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）
2014	泰国	玲珑	一期	200	0
2015	泰国	玲珑	二期	1000	120
		森麒麟	一期	1000	0
		中策	一期+二期	850	210
	越南	赛轮	一期+二期	1300	160
2017	泰国	双钱	一期	0	150
2018	泰国	玲珑	三期	300	60
2020	泰国	浦林成山	一期	400	80
	越南	赛轮	ACTR	0	265
2021	泰国	通用	一期	600	130
		中策	三期	500	140
	越南	双星	一期	850	80
2022	柬埔寨	赛轮	一期	900	165
	泰国	浦林成山	二期	400	120
	越南	贵州轮胎	一期	0	120
2023	柬埔寨	通用	一期	500	90
	塞尔维亚	玲珑	全钢	0	160
	泰国	森麒麟	二期	600	200
	越南	赛轮	三期	300	100
	合计	-	-	1400	550
2024	柬埔寨	赛轮	二期	1200	0
		双星	一期	700	150
		通用	二期	350	75
	塞尔维亚	玲珑	半钢	1200	0
	越南	贵州轮胎	二期	0	80
	合计	-	-	3450	305
2025	摩洛哥	森麒麟	一期+二期	1200	0
	墨西哥	赛轮	-	600	0
		中策	一期	-	-
	泰国	通用	二期	600	50
	西班牙	森麒麟	一期	1200	0
	印尼	赛轮	一期	300	60
		中策	一期	-	-
	越南	贵州轮胎	三期	600	0
		昊华	一期	1200	240
	合计	-	-	5700	350

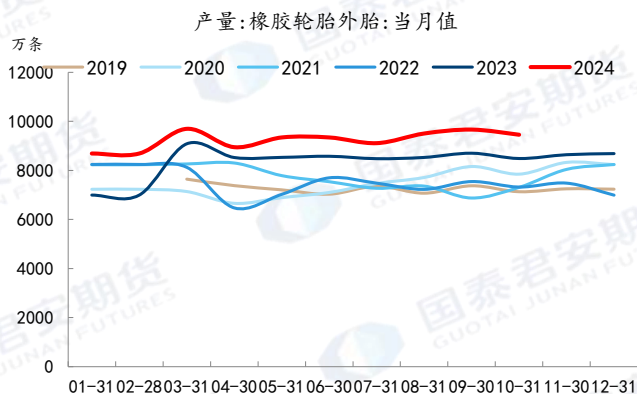
资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

2024 年内外轮胎市场同步增长，轮胎外胎产量延续扩张。

**国内轮胎市场：**（1）“以旧换新”政策有望持续驱动国内配套市场。乘用车方面，10 月以来报废更新与置换更新政策效果持续释放，稳定拉动车市，据 Qinrex 消息，前 11 月累计零售量达到 2025.7 万辆，同比增长 4.7%。重卡方面累计销量同比下滑，2024 年 1-11 月，我国重卡市场销售各类车型约 81.8 万辆，同比降幅约为 5%，11 月份受货车“以旧换新”的拉动，终端销量环比有较大增长，但批发总体弱于零售，可以看出行业仍在去库存。新能源汽车仍是轮胎配套市场的重要支撑，中国 2024 年新能源汽车实际需求超预期，销量同比增速预计 36%左右，主要是以旧换新政策力度强，把需求增速拉高了 10 个点以上。新能源汽车出口方面，欧洲 2025 新碳排放考核周期带来的更严目标与罚款机制，以及经济复苏、降息等因素预计将驱动欧洲新能源汽车需求修复，而美国增量驱动不足。（详见新能源车年报《终端需求逻辑切换，政策周期翘首以盼》）。

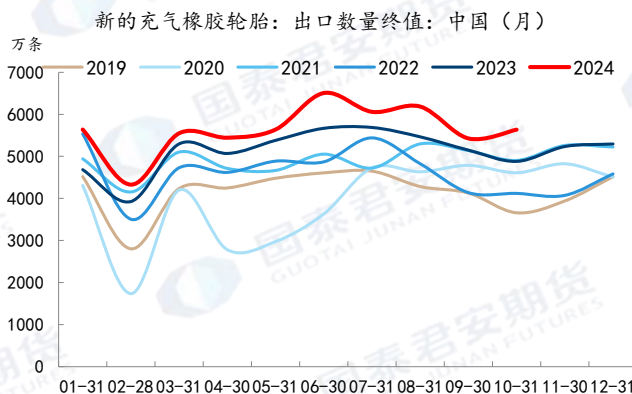
(2) 国内替换市场需求偏刚性，保有量增速放缓。2024 年上半年我国汽车保有量 4.4 亿辆，同比增速 3.3%，稳步增长，但增速较去年同期下降。汽车总保有量增速伴随人均保有量增速逐年下降，或许也意味着我国汽车增量空间逐渐减少。9 月末宏观政策刺激后房地产市场成交量虽有好转，但仍处于去库阶段，新开工面积持续下降，而物流业好转，货运流量同比修复，同时基建稳中向好。12 月政治局会议显示国内财政及货币政策取向进一步转向积极，且中央经济工作会议对房地产市场止跌回稳的措辞加深，预计 2025 年重卡市场在宏观刺激下有望继续修复。

图 35:2024 年 1-10 月外胎产量 9.24 亿条,同比+11.47%



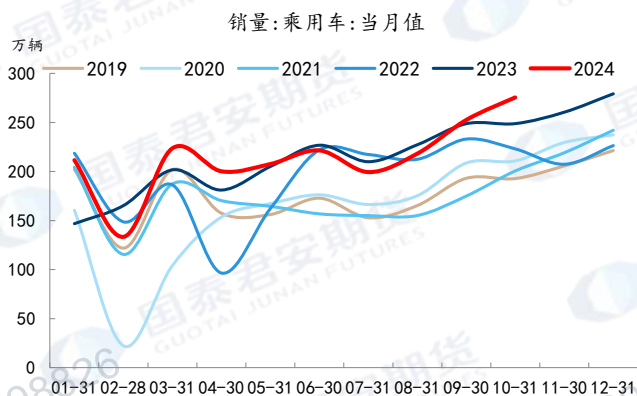
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 36:2024 年 1-10 月轮胎出口 5.64 亿条,同比+10.15%



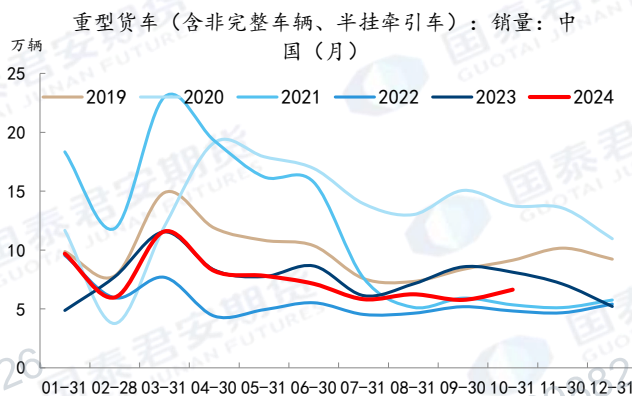
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 37: 10 月乘用车销量显著提高



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

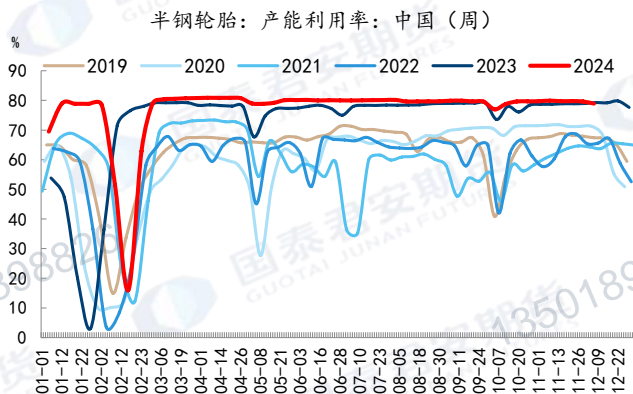
图 38: 重卡以旧换新政策落地较慢, 10 月改善有限



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

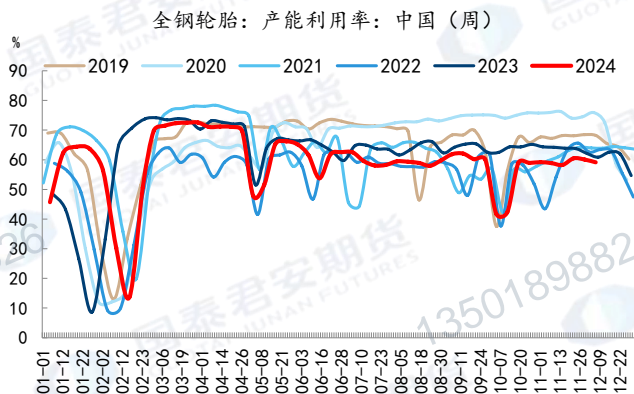


图 39：半钢胎产能利用率延续高位



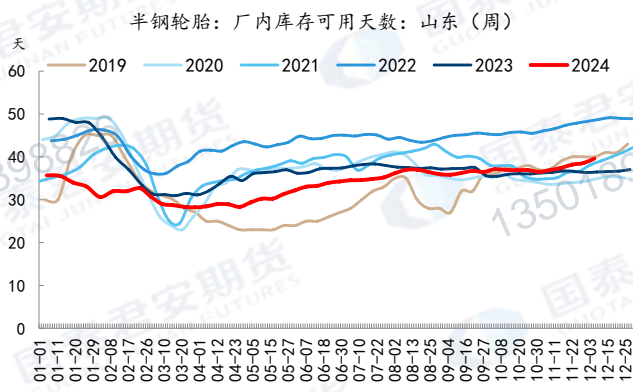
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 40：全钢胎产能利用率同比低位



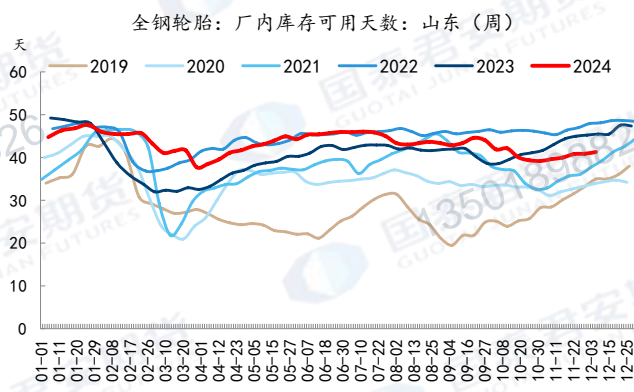
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 41：半钢胎库存处于中性位置



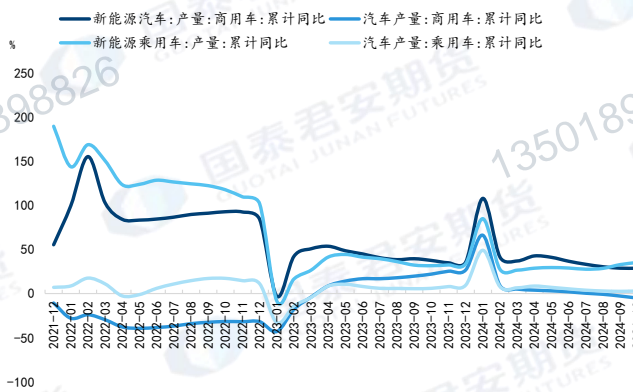
资料来源：国泰君安期货研究

图 42：原材料成本不断上涨，代理商及渠道商在全钢胎企业涨价前备货，导致 9 月末去库较快



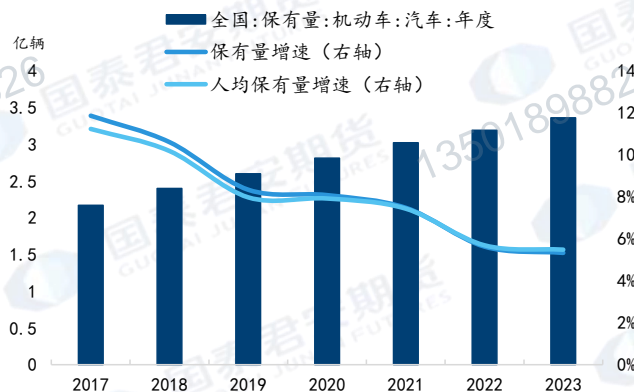
资料来源：国泰君安期货研究

图 43：新能源汽车驱动汽车产量增长



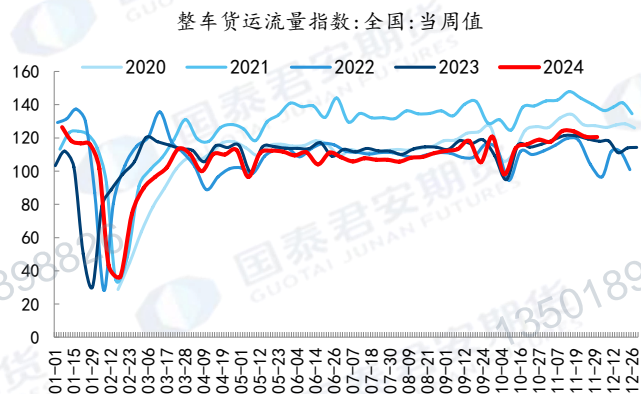
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 44：汽车保有量增速放缓



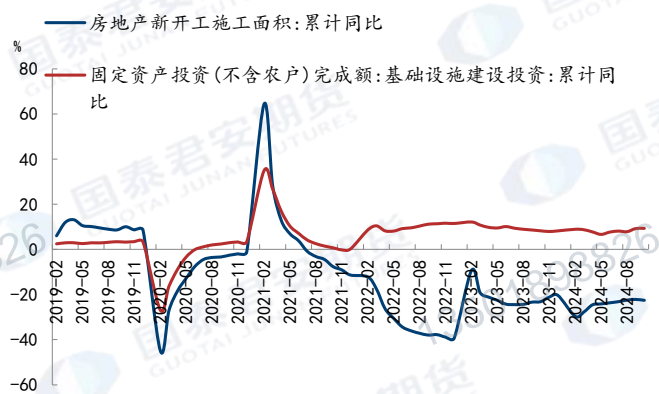
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 45：9 月宏观刺激后物流业回暖



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 46：基建投资增速稳定，房地产开工仍待复苏



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

**2025 年“以旧换新”政策预计仍将持续，且政策潜力较大。**11 月 21 日，商务部消费促进司二级调研员宋英杰表示，下一步将科学评估今年的政策成效，提前谋划明年的汽车以旧换新接续政策，稳定市场预期，12 月中央经济工作会议提出“加力扩围实施‘两新’政策”。预计明年“以旧换新”政策仍会继续，而且力度有望继续加大。从政策潜力看，由于 2009 年以来车市呈现爆发增长态势，从 2008 年车市销量 567 万到 2017 年 2420 万实现了连续几年的爆发增长，因此从置换更新和报废更新的角度来看，目前进入了“以旧换新”需求的高峰期。当前“以旧换新”政策包括报废更新和置换更新两种方式。据乘联会秘书长崔东树估计，中国乘用车更新周期大致在 8-12 年左右，所以我们认为对于 2025 年，8-12 年前销售的乘用车处于更新周期，即约 1500-2400 万辆，这其中还包括单位用车，但“以旧换新”政策只面向个人消费者，所以实际规模小于该值。商务部数据显示，截至 12 月 9 日，全国汽车以旧换新合计突破 500 万辆，其中，报废更新超 244 万辆，置换更新超 259 万辆，而明年可能将有更多车辆进入更新周期，政策潜力较大。

表 6：2025 年或有更多乘用车进入更新周期（表中单位：万辆）

年份	乘用车零售销量	进入更新周期的乘用车数量（理论值）		
		8 年更新周期	10 年更新周期	12 年更新周期
2010	1093	-	-	-
2011	1157	-	-	-
2012	1291	-	-	-
2013	1570	-	-	-
2014	1779	-	-	-
2015	1966	-	-	-
2016	2325	-	-	-
2017	2372	-	-	-
2018	2238	1093	-	-
2019	2070	1157	-	-
2020	1929	1291	1093	-
2021	2015	1570	1157	-
2022	2054	1779	1291	1093
2023	2170	1966	1570	1157
2024	-	2325	1779	1291
2025	-	2372	1966	1570
2026	-	2238	2325	1779

资料来源：乘联会秘书长崔东树公众号，国泰君安期货研究



**出口市场：出口结构转型，出口美墨占比下降，出口欧盟与“一带一路”新兴市场增加。**2024 年我国全钢胎出口阿联酋、印尼、沙特占比增加较多，半钢胎出口欧盟、阿联酋占比增加较多，而出口美国、墨西哥的占比减少。

表 7：2024 年我国全钢胎出口结构变化：阿联酋、印尼、沙特占比增加，美国、墨西哥占比减少

按占比变化 排序	国家/地区	2023年中国全钢胎出口量（万吨）	2024年1-10月中国全钢胎出口量（万吨）	2023年占比	2024年1-10月占比	占比变化
1	阿联酋	20.97	22.26	4.54%	5.83%	1.30%
2	印度尼西亚	12.00	13.03	2.60%	3.42%	0.82%
3	沙特阿拉伯	22.67	21.29	4.91%	5.58%	0.67%
4	阿富汗	3.35	4.49	0.72%	1.18%	0.45%
5	欧盟	20.11	18.23	4.35%	4.78%	0.42%
-5	巴拉圭	11.88	7.54	2.57%	1.98%	-0.59%
-4	巴基斯坦	7.49	3.46	1.62%	0.91%	-0.71%
-3	美国	17.93	12.02	3.88%	3.15%	-0.73%
-2	俄罗斯	20.16	13.29	4.36%	3.48%	-0.88%
-1	墨西哥	33.46	24.22	7.24%	6.35%	-0.89%

资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

表 8：2024 年我国半钢胎出口结构变化：欧盟、阿联酋占比增加，美国、墨西哥占比减少

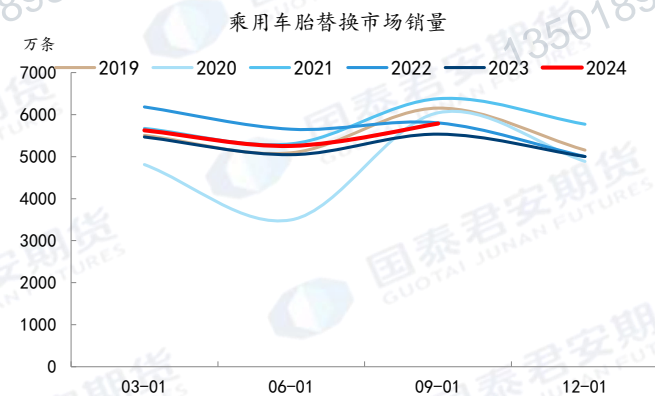
按占比变化 排序	国家/地区	2023年中国半钢胎出口量（万吨）	2024年1-10月中国半钢胎出口量（万吨）	2023年占比	2024年1-10月占比	占比变化
1	欧盟	68.41	68.82	23.90%	25.23%	1.33%
2	阿联酋	6.81	8.41	2.38%	3.08%	0.70%
3	巴西	18.79	19.22	6.57%	7.05%	0.48%
4	加拿大	6.20	7.04	2.17%	2.58%	0.41%
5	伊拉克	6.73	7.06	2.35%	2.59%	0.24%
-5	阿尔及利亚	2.62	1.25	0.91%	0.46%	-0.45%
-4	利比亚	3.04	1.54	1.06%	0.57%	-0.50%
-3	沙特阿拉伯	13.00	10.96	4.54%	4.02%	-0.52%
-2	美国	4.26	2.53	1.49%	0.93%	-0.56%
-1	墨西哥	14.15	11.41	4.94%	4.18%	-0.76%

资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

**欧洲市场：市场增量空间不大，但经济承压消费降级的背景下中国轮胎性价比凸显，或继续利好我国出口。**（1）**成本高昂、需求疲软**等因素导致欧洲汽车产量下降，轮胎配套市场表现下滑：由于面临需求疲软、成本高昂、来自中国的竞争以及电动汽车转型速度慢于预期等问题，**2024 年下半年**欧洲各地的多家汽车公司仍然在陆续关闭工厂并大规模裁员，其中包括大众、福特、Daimler Truck、STELLANTIS、FEINTOOL 等汽车制造商。据米其林三季报，欧洲 2024 年前 9 个月乘用车配套市场同比下降 6%，卡客车配套市场同比下降 20%。但整体来说欧盟配套市场规模小于替换市场，所以对轮胎总需求的影响较小。（2）**行驶里程仍有待恢复，乘用车替换市场仍有增长空间。**据 ETRMA 2024Q3 报告，自 2020 年以来，欧洲汽车保有量保持缓慢增长，预计 2024 年乘用车保有量将增加 400 万辆（增速略高于 1%），欧盟汽车行驶里程 2020 年大幅下降，2021 年起越来越多的员工被要求线下办公、通勤需求增长，以及休闲旅行需求逐渐恢复，汽车行驶里程逐渐恢复，带动轮胎替换

需求增加。到 2023 年底汽车的行驶里程仍比 2019 年低 2%，ETRMA 2024Q2 报告预计到 2025 年才会超过 2020 年前的水平。卡客车替换市场整体仍较为疲弱，结构分化，客车保有量在 2020 年因出行人数急剧下降、车辆停驶而下降，2023 和 2024 前三季新注册较多，呈现恢复态势；卡车市场正处重型化转型趋势，提升平均容量的同时提升使用效率，优化路线、减少空车，而保有量增速较慢。

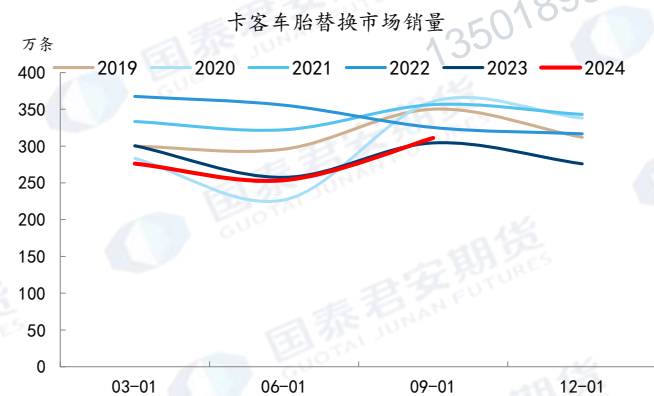
图 47：欧盟乘用车替换市场回暖



资料来源：ETRMA, Qinrex, 国泰君安期货研究

注：ETRMA 口径下此处包含 SUV 和轻型商用车

图 48：欧盟卡客车轮胎替换市场复苏较慢



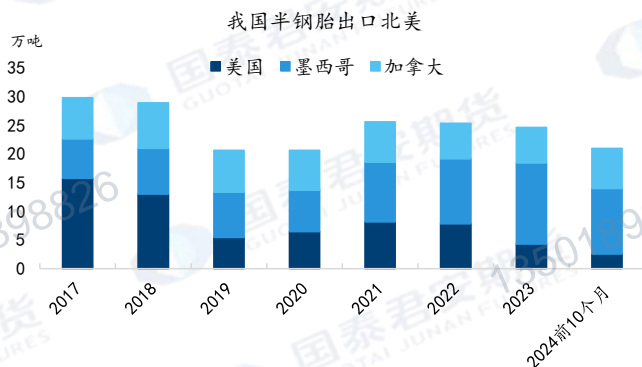
资料来源：ETRMA, Qinrex, 国泰君安期货研究

**北美市场：持续性利好不足，增量有限。**据米其林 2024 Q3 报告，2024 年 1-9 月中北美乘用车配套市场同比-1%，主要受 2023 年秋季罢工后补库驱动，第三季度补库放缓后同比-5%；而乘用车替换市场受益于行驶公里数增加前 9 个月同比增速+3%。卡客车配套市场前 9 个月-11%，主要由于 2024 年 1 月 1 日出台的新排放标准在 2023 年提前透支了 2024 年的需求；卡客车替换市场前 9 个月同比增速+11%，这得益于泰国产品反倾销税上调之前的大量进口，而实际运载吨数略低于 2023 年同期。

**中国轮胎出口墨西哥或北美的前景不容乐观。**墨西哥汽车产业链雄厚，已经成为世界第七大汽车生产国和第四大汽车出口国，轮胎需求巨大，据倍耐力墨西哥公司总经理 Gravalos 估计 2020 年墨轮胎市场需求约 5000 万条，但早年轮胎产能不足，无法满足国内市场需求，每年需进口约 2000 万条。墨西哥汽车工业主要是出口导向型，其汽车年产量约 300 万辆，而其中约 85% 的产量主要用于出口，而美国占墨西哥汽车整体海外出口近八成。由于美国对华进口轮胎采取一系列限制措施，中国轮胎转向墨西哥出口，通过在墨西哥加工增值（如组装成汽车）或在当地保税仓库对轮胎进行分级、包装、贴标，即转口贸易的形式销往美国。但这种方式的前景不容乐观。首先，2023 年 8 月 16 日墨西哥对部分自中国进口半钢胎、全钢胎提高关税（《关于修改一般进出口关税法行政命令》），中国向墨轮胎出口数逐渐减少。其次，中国轮胎在墨西哥组装成汽车销往美国的方式也面临制约，墨西哥政府对本地中国工厂提出本地化制造的要求，据《财经》采访，目前几乎墨西哥的中国工厂都认同“从中国进口零部件，在墨西哥工厂组装，卖到美国和其他市场”的方式在未来一定会被制裁。

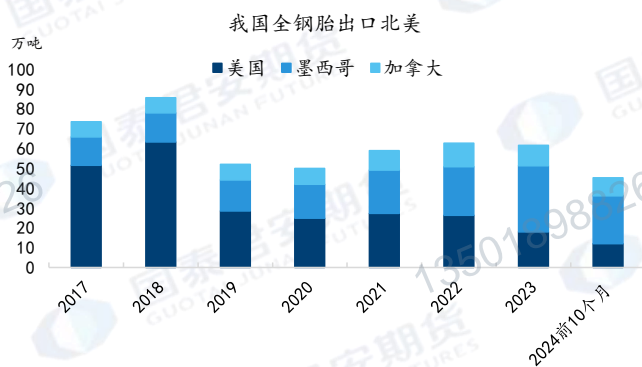


图 49：2017-2023 年半钢胎出口墨西哥累计+104.6%，出口美国累计-72.9%



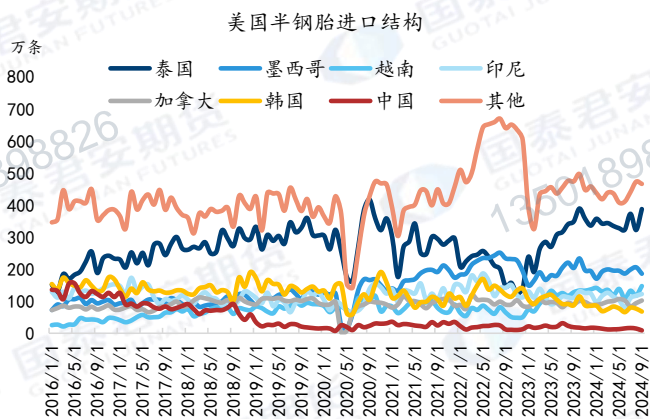
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 50：2017-2023 年全钢胎出口墨西哥累计+134.0%，出口美国累计-65.3%



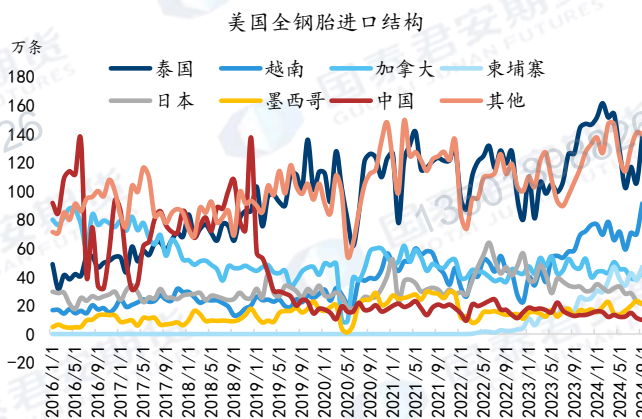
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 51：美国半钢胎进口目前以泰国、墨西哥为主



资料来源：Un Comtrade，国泰君安期货研究

图 52：美国全钢胎进口以泰国为主，越南迅速增长



资料来源：Un Comtrade，国泰君安期货研究

**新兴市场：**中东国家，基建迅速发展，带动重卡及全钢胎需求。一方面，凭借优越的自然资源优势，人均GDP 位居全球前列，消费潜力巨大；另一方面，中东国家大多经济结构较为单一，石油和天然气为支柱产业，制造业等产业对外依赖严重，因此中东各国纷纷出台经济转型规划，加大对外开放力度以吸引外商投资，发展多元化产业，基建投资增长较快。除此之外，中东气候炎热加剧轮胎老化，也在一定程度上利好轮胎替换需求。

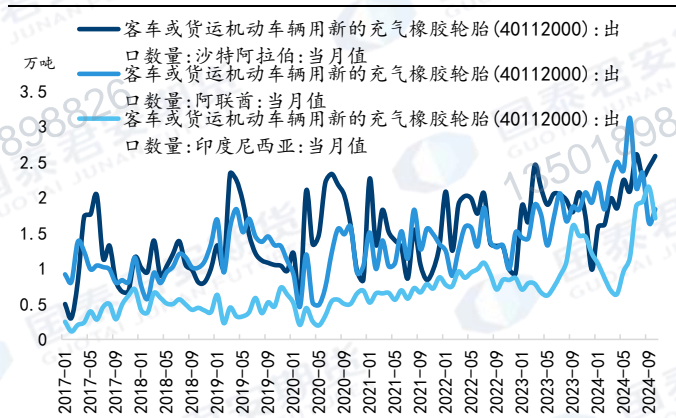
**沙特阿拉伯基建市场需求旺盛，发展热度持续攀升：**根据“一带一路”共建国家基础设施发展指数，2024 年沙特阿拉伯基础设施发展指数得分为 137，在“一带一路”共建国家中首次升至第一名，排名较上年上升 2 名。在发展环境方面得益于石油交易提供的资金支持以及沙伊和解后良好的外部氛围，沙特阿拉伯经济发展态势良好；同时，沙特阿拉伯政府坚定推进其“2030 愿景”计划，以基础设施建设为重点加快经济多元化转型，并陆续出台区域总部计划、设立综合物流保税区和四大经济特区等多项优惠政策，日益开放的市场环境吸引各国承包商及投资人参与该国基础设施建设。沙特阿拉伯基建市场需求旺盛，发展热度持续攀升，主要集中在能源、交通、建筑项目，大型项目如新未来城(NEOM)等持续推进。

**阿联酋基础设施发达，交通基础设施高端项目为持续增长点。**阿联酋位于阿拉伯半岛东南端，是波斯湾进

入印度洋的海上交通要道。经过多年的发展，阿联酋公路、航空和港口基础设施配备优良，交通覆盖完善。基础设施建设中公路网表现尤为突出，各酋长国之间均有现代化高速公路相连，公路交通便利，道路质量排名全球首位，随着城市人口的持续增长引发对城市交通的强劲需求，阿联酋政府致力于道路的维护、扩建和现代化改造。在阿联酋政府的基础设施发展规划中，对提升道路的自动化、智能化水平提出了要求，包括更加智能的道路交通和更加便捷的轨道交通系统，陆续推出城轨项目，包括地铁、轻轨和快速公交等。为增强阿联酋作为物流和旅游枢纽的作用，迪拜、阿布扎比也正在推进机场和港口码头新扩建项目，阿政府当局致力于打造面向未来的交通系统，高端交通基础设施项目将保持增长。

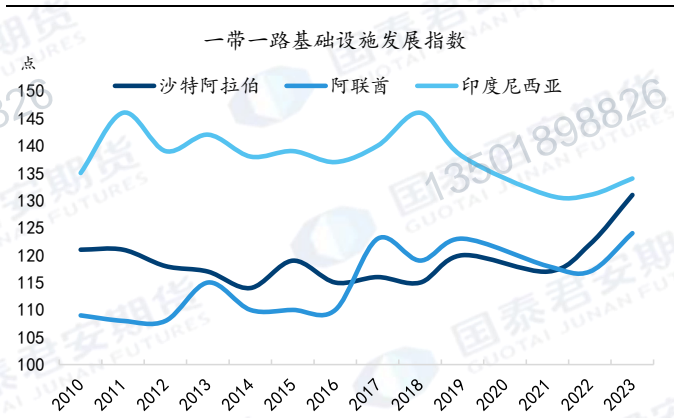
**印尼基础设施建设需求旺盛。**就经济体量而言，印度尼西亚基础设施建设相对滞后且受地理环境与殖民历史等因素影响，各岛屿间经济发展与基础设施建设极不平衡。为加快基础设施建设，推动印尼经济发展，佐科政府推出了国家重建计划及新首都计划。《2020年-2024年国家中期发展计划》明确将基础设施建设作为优先发展目标，计划新建 25 个机场，升级 165 个机场，并修建多座电站与海上高速公路，预计总投资额达 4120 亿美元。同时，2022 年开始执行的印度尼西亚新首都计划也将持续带来新的基础设施建设需求。

图 53：2023 年来出口沙特、阿联酋、印尼全钢胎数量整体增长



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 54：2023 年沙特、阿联酋、印尼基建加速发展



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2.2.2 宏观不确定性增加，出口博弈加剧市场波动

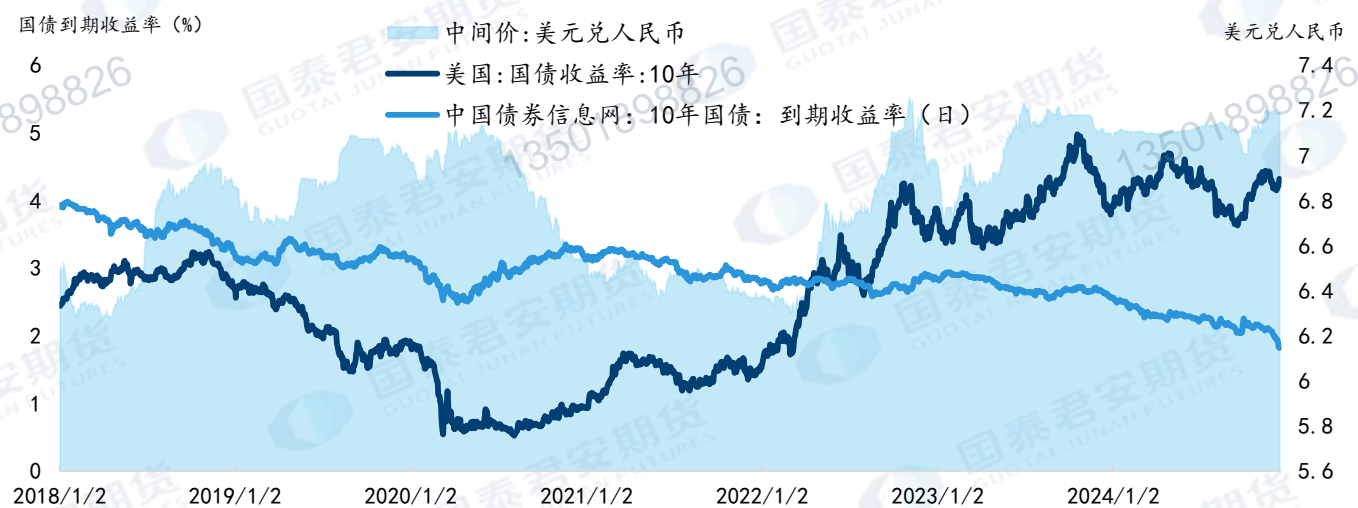
**美国关税政策偏向全球鹰派还是针对中国鹰派。（1）全球鹰派：**特朗普落实竞选期间的“鹰派”政策主张，假设对华增加 60% 关税的基础之上，额外向全球所有进口至美国的商品施加平均为 20% 的全面关税。其政策主要目标不仅是遏制中国对美进口，同时要关注整体贸易逆差的关键指标，消除整体逆差以加速美国制造业回流（即莱特希泽的代表性主张）。此种情形下对全球经济增长（包括美国）将有更显著的拖累，对全球轮胎终端消费、贸易商补库行为、企业产能扩张意愿都会产生负面影响。（2）针对中国鹰派（初步针对中国，谈判基调）：假设对华加征平均关税 40%（低于原计划的 60%），且对全球征收关税的力度和范围不及竞选期间的计划，普遍关税平均水平为 10%，尤其针对关键高端制造领域、中间品和资本品征收关税，对小比例难以替代的终端消费品有一定豁免。政策主要目标是遏制中国在高端制造业中的战略性崛起，重点并不在于缩小美国整体逆差。此种情形下对中国经济尤其是微观企业的影响，通过转口贸易形式依旧可提供防御，即对我国轮胎出口的影响较前种情况小。（具体关注海外宏观年报《周期平稳处，政策起波澜》）

**国内宏观政策取向进一步转向积极，人民币汇率贬值能否支撑出口。**12 月 9 日政治局会议再度释放政策稳增长信号，取向十分积极。货币政策基调十四年来首次从“稳健”转向“适度宽松”，财政政策从“积极”变为



“更加积极”，均进一步打开对明年货币和财政宽松的期待。在二次通胀预期制约美联储降息节奏和幅度的背景下，这或将使得中美利差倒挂继续加深，人民币汇率面临贬值压力，虽有利于出口，但能否抵消贸易摩擦带来的冲击仍不确定。

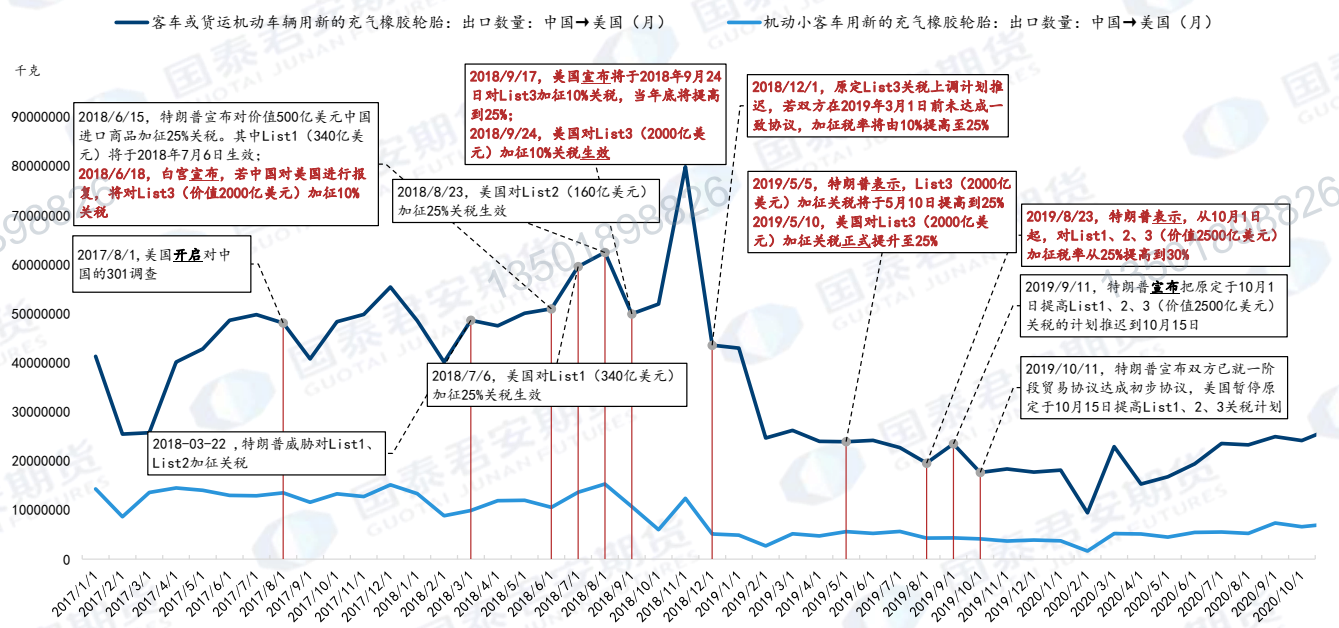
图 55：中美利差倒挂加深



资料来源：同花顺 iFinD，钢联国泰君安期货研究

**关税落地前可能的抢出口，预计影响有限。**自 2017 年 8 月“301 调查”开始至 2020 年 1 月中美一阶段贸易协议签署，特朗普在其任期内对中国列出 4 张关税清单，其中 2 张与橡胶轮胎比较相关。List1（包含在飞机上使用的新的充气轮胎、在飞机上使用的橡胶充气轮胎、翻新的橡胶充气轮胎），需缴纳 25% 的关税，自 2018 年 7 月 6 日起执行。List3（包含半钢胎、全钢胎等轮胎产品）自 2018 年 9 月 24 日起需缴纳 10% 的关税，并在 2019 年 5 月 10 日起关税被提高至 25%。复盘上一轮“301 调查”结果，我们判断：（1）关税威胁到生效大致有一个季度左右的窗口期，期间抢出口概率较大。（2）中对美轮胎出口规模较大时，对全钢/半钢胎关税威胁能引起显著抢出口，如 2018 年 6 月和 9 月，但随着中对美轮胎出口规模减小，关税威胁带动的抢出口量提升有限，如 2019 年 8 月。（3）由于规模效应，抢出口在全钢胎上反映更明显，但总的来说，目前中国出口美国轮胎规模已经较小，美国提高关税对中国轮胎出口影响预计有限。

图 56: 中对美轮胎出口规模较大时, 对全钢/半钢胎关税威胁能引起显著抢出口, 但随着中对美轮胎出口规模减小, 关税威胁带动的抢出口量提升有限



资料来源: USTR, 钢联, 国泰君安期货研究

表 9: 2017-2019 年美国 “301 调查” 对轮胎关税的影响

时间	措施	List1	List2	List3
2017-08-01	美国开启对中国的301调查	威胁		
2018-03-22	特朗普威胁对List1、List2加征关税	威胁		
2018-06-15	特朗普宣布对价值500亿美元中国进口商品加征25%关税。其中List1 (340亿美元) 将于2018年7月6日生效	威胁		
2018-06-18	白宫宣布, 若中国对美国进行报复, 将对List3 (价值2000亿美元) 加征10%关税			威胁
2018-07-06	美国对List1 (340亿美元) 加征25%关税生效	正式生效		
2018-08-23	美国对List2 (160亿美元) 加征25%关税生效		正式生效	
2018-09-17	美国宣布将于2018年9月24日对List3加征10%关税, 当年底将提高到25%			威胁
2018-09-24	美国对List3 (2000亿美元) 加征10%关税生效			正式生效
2018-12-01	原定List3关税上调计划推迟, 若双方在2019年3月1日前未达成一致协议, 加征税率将由10%提高至25%			威胁
2019-05-05	特朗普表示, List3 (2000亿美元) 加征关税将于5月10日提高到25%			威胁
2019-05-10	美国对List3 (2000亿美元) 加征关税正式提升至25%			正式生效
2019-08-23	特朗普表示, 从10月1日起, 对List1、2、3 (价值2500亿美元) 加征税率从25%提高到30%	威胁		
2019-09-11	特朗普宣布把原定于10月1日提高List1、2、3 (价值2500亿美元) 关税的计划推迟到10月15日	缓和		
2019-10-11	特朗普宣布双方已就一阶段贸易协议达成初步协议, 美国暂停原定于10月15日提高List1、2、3关税计划	缓和		

资料来源: USTR, 国泰君安期货研究

### 3. 结论与投资展望

#### 3.1 2025 年胶价判断

供应端: 供应总量上看不确定性依然较大。我们预计 2025 年东南亚传统产区产能将继续下降, 但 “2024 年减产主要受天气而非产能影响” 的空头观点仍未完全证伪, 需要持续关注高价对东南亚产区的产出刺激情况, 若天气正常, 泰国旺产期结束前原料价格能降到什么位置将成为全年的重要价格参照, 所以一季度仍将是多空博弈的关键。可以确定的是整体供应趋紧需求稳定的背景下, 极端天气将显著造成供需失衡, 所以 2025 年橡胶将更容易因极端天气而出现上涨, 波动加剧。

请务必阅读正文之后的免责条款部分



需求端：2025 年我国轮胎需求受国内市场、新兴市场、欧盟存量市场支撑预计仍有增长，但中美博弈下宏观不确定性增加。上半年需求端宏观不确定性较多，内需方面，2024 年末宏观政策提振预期之后，后期具体政策细节将在一季度地方和全国两会后确定，关注对轮胎内需影响较大的以旧换新政策能否延续；海外方面，美国新总统上台后的关税相关细节预计最快在 2025 年 1-2Q 出台，预计美联储将在明年年中停止降息，下半年关注海内外政策向终端传导的情况。

整体来看，要达到往年的高供应需要高价刺激，叠加套利空意愿较往年减弱，所以预计价格重心抬升。节奏来看，上半年关于供应端、国内外宏观政策主要基于预期博弈，资金可能偏谨慎，海内外的宽松政策可能最快也要在明年下半年反映到终端需求的改善。从往年经验来看，天胶二季度一般是供应淡季，下游刚需维持下容易实现去库，库存去化至低位后，叠加下半年台风季、年底泰国等东南亚产区可能的洪水，年底汽车销售冲量等潜在利好，下半年更容易出现趋势性行情。

所以我们预计 2025 年胶价重心抬升，易涨难跌，上半年宽幅震荡，下半年震荡偏多。

### 3.2 投资展望

逢低试多，谨防波动。上半年关注高价对东南亚产区的产出刺激情况，国内两会、美国关税政策细节，下半年可以通过关注库存去化情况、轮胎开工、出口等观察政策效果。

风险提示：极端天气，全球经济衰退超预期，地缘政治风险

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。