

2025 年 4 月 8 日

# 泰国篇：政府产业政策研究及原料价格传导

## ——东南亚产区系列报告（三）

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

### 报告导读：

根据格兰杰因果检验与交叉相关图的结果，我们发现期货价格收益率普遍是原料价格收益率的格兰杰原因，原料价格变化滞后于期货价格变化一个交易日，而据我们了解近年来泰国二盘商交易原料时也越来越多地参考期货价格，这与统计检验结果相呼应。

通过对近年泰国政府与橡胶产业政策分析，我们认为不同的政治派系在橡胶政策上存在一定共性：都会在胶价下跌期出台短期政策安抚胶农，且单一短期政策对价格拉动作用有限；长期种植计划顺应价格周期而非逆周期调节。而短期政策存在一定分歧，他信派系相对照顾稻农，反他信派系相对更照顾胶农，但这一点可能随着东北部橡胶种植增多、南胶北稻格局淡化，以及政治格局的转变而有所缓解。即当前他信派系的佩通坦政府可能继续执行巴育政府时期制定的缩减种植面积、扩大国内消费比例等长期计划，同时在大跌时考虑出台短期收购、价格保障等政策安抚胶农。

人均 GDP 较低且处于快速增产周期的国家，产量的价格弹性更高，表现为 2016 年和 2019 年两次的上涨中，满足这两个条件的柬埔寨弹性较高。2024 年橡胶强势反弹下主产国产量的价格弹性却均较低，这可能进一步说明各国都已触及到了供应瓶颈。

泰国橡胶供需未来趋势：供减需增。供应端，泰国由于近年新种、翻种面积减少，树龄结构老化、改种等问题，中长期来看产能呈现下降趋势。需求端，由于国际轮胎企业在泰国建厂，泰国国内橡胶消费量呈增长趋势。

挑战：出口份额占比减少、出口集中度高、割胶劳动力不足等。

机遇：提高产品附加值，绿色转型。

风险提示：EUDR 实施受阻，美对泰关税影响泰国轮胎产能增长，宏观经济波动，地缘政治风险等

## 目录

1. 泰国原料与橡胶盘面的联动 .....	3
1.1 格兰杰因果关系检验 .....	3
1.2 格兰杰因果检验结果说明 .....	5
2. 泰国政府产业政策对橡胶影响 .....	5
2.1 产业政策驱动及历史价格复盘 .....	5
2.1.1 他信政府时期（2001-2006 年） .....	6
2.1.2 阿披实政府时期（2008-2011 年） .....	6
2.1.3 英拉政府时期（2011-2014 年） .....	7
2.1.4 巴育政府时期（2014-2023 年） .....	8
2.1.5 佩通坦政府时期（2024-至今） .....	9
2.2 价格弹性对供应端影响测算 .....	10
3. 泰国橡胶产需未来趋势、挑战和机遇 .....	12

(正文)

## 1. 泰国原料与橡胶盘面的联动

### 1.1 格兰杰因果关系检验

采用格兰杰因果关系检验确定变量之间的因果关系。为了对泰国橡胶原料市场价格和交易所橡胶期货价格在统计学上的有效性进行检验，本文采用格兰杰因果检验来分析泰国橡胶原料价格与橡胶期货价格之间的因果关系，并研究一个时间序列变量的滞后信息是否能够帮助预测另一个时间序列变量。格兰杰因果检验是一种基于自回归模型的假设检验方法，被广泛用于确定一个时间序列  $X$  是否为另一个时间序列  $Y$  的格兰杰原因。若检验结果的  $P$  值小于  $0.05$ ，则可以在  $0.05$  的显著性水平下认为  $X$  是  $Y$  的格兰杰原因。

格兰杰因果检验可用于检测不同变量在时间序列上的因果关系。可能的关系包括：

单向因果关系： $X$  影响  $Y$  或  $Y$  影响  $X$ ，但不是相互影响；

双向因果关系： $X$  和  $Y$  互相影响；

无因果关系： $X$  和  $Y$  之间没有格兰杰因果关系。

需要注意：格兰杰因果模型旨在确定一个时间序列变量能否通过其过去的信息来有效预测另一个变量的变化，而并不代表实际的因果关系。

**统计分析说明：**数据时间为 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 17 日，为防止期货合约展期带来的价格跳空，对期货主力合约价格进行前复权处理（以主力合约切换前一个交易日新旧两个主力合约收盘价作比例，之后将该交易日及以前的主力连续合约所有价格水平同时按该比例进行调整）。同时，考虑到数据稳健性、经济学意义、消除单位影响便于比较等因素，本文对三组原料、成品的价格收益率，进行格兰杰因果关系检验：

(1) “泰国杯胶原料价格收益率”和“新加坡期货交易所 TSR20 结算价收益率”

(2) “泰国杯胶原料价格收益率”和“上海期货交易所 NR 结算价收益率”

(3) “泰国胶水原料价格收益率”和“上海期货交易所 RU 结算价收益率”

在进行格兰杰因果检验前，所有时间序列需通过平稳性检验，确保其均值和方差在时间上保持平稳。本文采用  $df$  检验，结果显示 5 个时间序列平稳性检验的  $P$  值接近 0 ( $<0.01$ )，表明在 1% 的显著性水平下序列平稳。

表 1：平稳性检验结果

df 检验结果	RU_收益率	NR_收益率	TSR_收益率	胶水_收益率	杯胶_收益率
p 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

资料来源：Wind，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

格兰杰检验中滞后阶数的选择将根据向量自回归 (VAR) 模型，基于 FPE、AIC、HQIC、SBIC 等信息准则（越小越好），综合确定最优滞后阶数。杯胶&TSR20 组选择滞后 3 阶，杯胶&NR 组选择滞后 3 阶，胶水&RU 组选择滞后 2 阶。



表 2：根据信息准则确定 VAR 模型滞后的阶数

杯胶&TSR								
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	7881.19				0.0000	-11.8217	-11.8188	-11.8139
1	8055.23	348.0800	4.0000	0.0000	0.0000	-12.0769	-12.0681	-12.0535
2	8141.39	172.3300	4.0000	0.0000	0.0000	-12.2001	-12.1855	-12.1612
3	8161.41	40.032*	4.0000	0.0000	1.7e-08*	-12.2242*	-12.2037*	-12.1696*
4	8164.19	5.5573	4.0000	0.2350	0.0000	-12.2223	-12.1960	-12.1522
5	8164.37	0.3570	4.0000	0.9860	0.0000	-12.2166	-12.1845	-12.1309
杯胶&NR								
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	7988.94				0.0000	-11.9476	-11.9446	-11.9398
1	8224.66	471.4400	4.0000	0.0000	0.0000	-12.2942	-12.2854	-12.2709
2	8256.15	62.9870	4.0000	0.0000	0.0000	-12.3353	-12.3207*	-12.2964*
3	8261.79	11.285*	4.0000	0.0240	1.5e-08*	-12.3378*	-12.3174	-12.2833
4	8262.86	2.1397	4.0000	0.7100	0.0000	-12.3334	-12.3072	-12.2634
5	8262.97	0.2108	4.0000	0.9950	0.0000	-12.3276	-12.2955	-12.2420
胶水&RU								
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	7738.2900				0.0000	-11.5726	-11.5697	-11.5648
1	7963.1700	449.7700	4.0000	0.0000	0.0000	-11.9030	-11.8943	-11.8797*
2	7975.8400	25.334*	4.0000	0.0000	2.3e-08*	-11.916*	-11.9014*	-11.8771
3	7978.1000	4.5240	4.0000	0.3400	0.0000	-11.9134	-11.8930	-11.8590
4	7979.9700	3.7416	4.0000	0.4420	0.0000	-11.9102	-11.8840	-11.8402
5	7981.0600	2.1762	4.0000	0.7030	0.0000	-11.9059	-11.8738	-11.8203

资料来源：Wind，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

构建 VAR 模型后进行格兰杰因果检验，结果表明，TSR20 收益率在 1% 的显著性水平下是杯胶收益率的格兰杰原因，NR 收益率在 10% 的显著性水平下是杯胶收益率的格兰杰原因，RU 收益率和胶水收益率在 1% 的显著性水平下互为格兰杰原因。

三组数据构建的 VAR 模型均通过残差白噪声检验、VAR 系统稳定性检验、残差正态分布检验（篇幅所限未予展示）。且调整数据日期范围、用收盘价替换结算价后，格兰杰因果检验的结果依然具有一定稳健性。

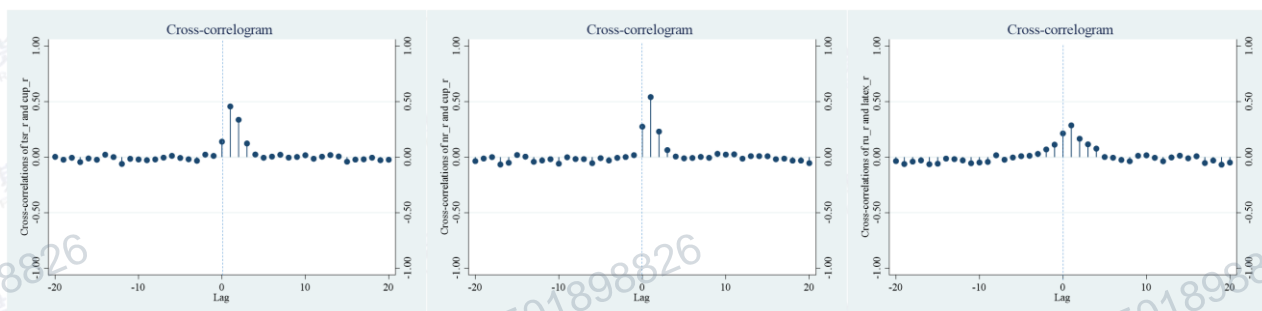
表 3：格兰杰因果检验结果

组别	被解释变量	解释变量	p 值
1	TSR20 收益率	杯胶收益率	0.3830
	杯胶收益率	TSR20 收益率	0.0000
2	NR 收益率	杯胶收益率	0.9750
	杯胶收益率	NR 收益率	0.0610
3	RU 收益率	胶水收益率	0.0030
	胶水收益率	RU 收益率	0.0000

资料来源：Wind，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

从交叉相关图可以发现 TSR20 收益率与滞后一期（一期即一个交易日）的杯胶收益率最相关；NR 收益率与滞后一期的杯胶收益率最相关；RU 收益率与滞后一期的胶水收益率最相关。

图 1：交叉相关图（左图为 TSR20 与杯胶，中图为 NR 与杯胶，右图为 RU 与胶水）



资料来源：Wind，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 1.2 格兰杰因果检验结果说明

根据格兰杰因果检验与交叉相关图的结果，我们发现期货价格收益率普遍是原料价格收益率的格兰杰原因，原料价格变化滞后于期货价格变化一个交易日，一定程度上体现出了期货价格发现的作用，而据我们了解近年来泰国原料交易也越来越多地参考期货价格，这与统计检验结果相呼应。除此之外，泰国胶水价格收益率和 RU 收益率互为格兰杰原因，可能说明两者关系较强，定价时互为参照。

## 2. 泰国政府产业政策对橡胶影响

### 2.1 产业政策驱动及历史价格复盘

**传统格局：南胶北稻与红黄对峙。**泰国是世界上最主要的橡胶出口国和稻米出口国之一。泰国水稻主要分布在东北部，而橡胶则主要分布在南部。“挺他信”的红衫军，支持者大多来自东北部和北部（水稻主要种植区），而“反他信”的民主党等势力在南部（橡胶主要种植区）支持率更高，过去 20 多年里南部胶农多次前往曼谷，加入“反他信”的黄衫军进行抗议活动，黄衫军由支持军方和保皇派势力的中产阶级选民组成。

文章选取他信、阿披实、英拉、巴育、佩通坦五个具有代表性和一定持续性的政府时期分析泰国产业政策对橡胶价格的影响。通过分析我们认为，不同的政治派系在橡胶政策上存在一定共性：都会在胶价下跌期出台短期政策安抚胶农（比如英拉和巴育时期），长期种植计划顺应价格周期而非逆周期调节（他信和阿披实政府在上涨周期中扩种，巴育政府在下跌周期缩种）。而短期政策存在一定分歧，他信派系相对照顾稻农，反他信派系相对更照顾胶农，但这一点可能随着东北部橡胶种植增多、南胶北稻格局淡化，以及政治格局的转变而有所缓解。即当前他信派系的佩通坦政府可能继续执行巴育政府时期制定的缩减种植面积、扩大国内消费比例等长期计划，同时在大跌时考虑出台短期收购、价格保障等政策安抚胶农。

表 4：泰国 2001 年至今历任总理及其派系

任期	总理	所属党派	势力
2001. 2. 9–2006. 9. 19	他信	泰爱泰党(Thai Rak Thai Party)	亲他信
2016. 10. 1–2008. 1. 29	素拉育		军方
2008. 1. 29–2008. 9. 9	沙马	人民力量党(People Power Party)	亲他信
2008. 9. 18–2008. 12. 2	颂猜	人民力量党(People Power Party)	亲他信
2008. 12. 17–2011. 8. 5	阿披实	民主党(Democrat Party)	反他信
2011. 8. 5–2014. 5. 7	英拉	为泰党(Pheu Thai Party)	亲他信
2014. 5. 22–2023. 8. 22	巴育		军方
2023. 8. 22–2024. 8. 14	赛塔	为泰党(Pheu Thai Party)	亲他信
2024. 8. 14–至今	佩通坦	为泰党(Pheu Thai Party)	亲他信

资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究



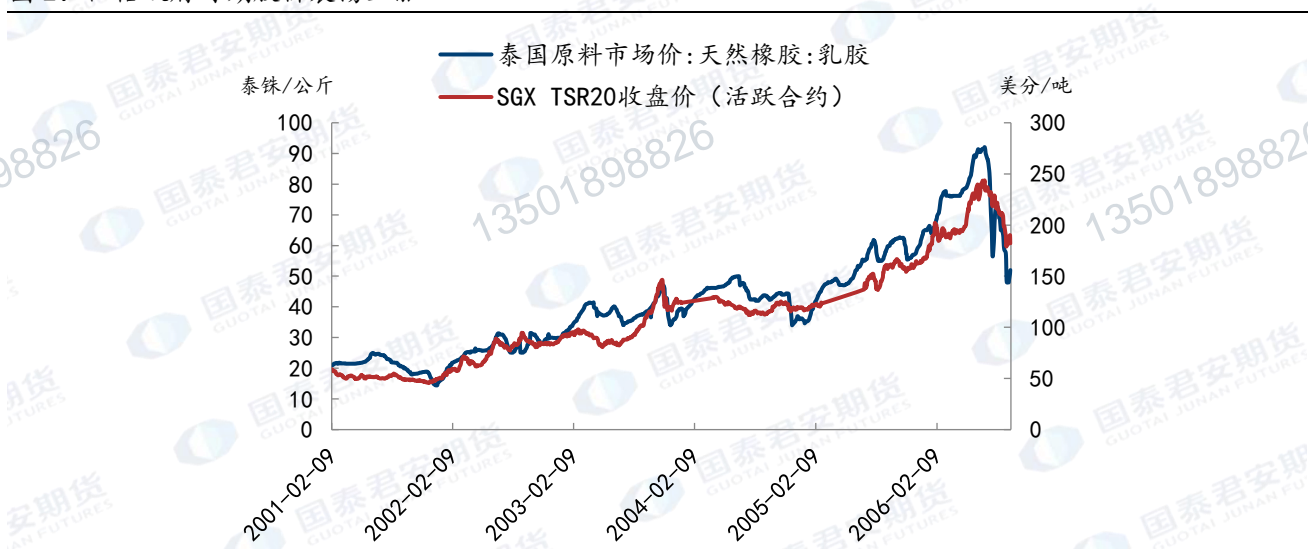
### 2.1.1 他信政府时期（2001-2006 年）

他信政府初期与马来、印尼合作限产保价，橡胶价格趋势性上涨期间又扩大橡胶种植面积。

2002 年 8 月泰国、马来西亚和印度尼西亚三国政府签署合作协定，正式成立“橡胶合作组织”，目的是联合马来西亚和印尼，通过联手调节产量，稳定市场行情，保护出口收益和胶农利益，在与橡胶消费国的贸易中掌握主动。总理他信承认，其作用相当于国际橡胶市场的“欧佩克”（当时，泰国年产天然橡胶约 230 万吨，是世界最大产胶国；其次是印尼，年产 140 万吨；马来西亚年产 65 万吨，居第三。三国的橡胶出口量占世界橡胶市场的 70%）。三国确定当年橡胶产量将减少 4%，出口减少 10%，叠加 2002 年下半年厄尔尼诺现象，亚洲金融危机缓解后全球需求的复苏，胶价开始上涨。

2004 年，泰国决定扩大橡胶种植面积 100 万莱（合 240 万亩，泰国当时有橡胶种植面积约 1250 万莱）。该计划是要在 2004-2006 年内，在泰北地区扩大橡胶种植面积 30 万莱，泰东北地区增加 70 万莱，以提高贫困地区农民收入。据当时测算，在 7-8 年后可使泰国的橡胶产量增加 23-25 万吨。2005 年后国际原油价格迅速上涨、产区异常天气影响以及需求端全球经济快速增长天然橡胶下游需求旺盛等因素，使得国际橡胶价格在 2006 年 7 月攀升至高位。

图 2：他信政府时期胶价震荡上涨



资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 国泰君安期货研究

注：乳胶价格受生产淡季影响波动较大，杯胶价格更为稳定，但此时期杯胶价格数据缺失严重，故展示胶乳价格，后续采用杯胶价格

### 2.1.2 阿披实政府时期（2008-2011 年）

阿披实为民主党的反他信势力，执政期间胶价持续上涨，扩张橡胶种植面积。在泰国特大洪水、中国乘用车销量迅速增长、中国“四万亿”宏观刺激、美国新一轮 QE2、中东局势动荡大宗商品上涨的背景下，胶价于 2011 年达峰。

2011 年 2 月泰国政府推出新橡胶种植计划，全国共覆盖 80 万莱土地，总理阿披实鼓励农民积极参与该计划。计划为期 3 年，目标增加东北部橡胶种植面积 50 万莱，北部增加橡胶种植面积 15 万莱，东部、中部及南部增加橡胶种植面积 15 万莱。预期可于 2017 年提高橡胶产量 22 万吨（泰国 2010 年橡胶产量为 311 万吨）。

图 3：阿披实政府时期胶价震荡上涨



资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 国泰君安期货研究

### 2.1.3 英拉政府时期（2011-2014 年）

英拉是他信的胞妹，属于亲他信的为泰党，在政策上被认为偏向北方稻农而非南方胶农。英拉执政期间胶价一路下跌，胶农抗议频发，之后被迫出台限制出口、政府收购等短期政策维稳，但对价格影响有限。

大米收购政策受争议，稻农支持，胶农反对。英拉 2011 年上台后执行的一项惠农政策：大米收购政策，每季稻米播种前，政府与农户签订合同，按照每吨 500 美元的价格从稻农手中收购稻米，这一价格比市价高出 50% 左右。这一政策极大刺激了泰国稻农的积极性，同时给他们带来很大收益，受到了稻农以及以种稻为主的泰国北部民众的大力支持。但根据泰国财政部负责审查大米收购计划的小组委员会公布的数据，政府的大米收购项目在 2011 年至 2012 年间共导致 1360 亿泰铢（约合 44 亿美元）的亏损。由于耗资巨大，该政策受到了城市中产阶级和以种植橡胶为主的泰国南部民众的强烈反对。

泰国胶农示威抗议橡胶价格过低，政府被迫出台短期措施以维稳，但没能逆转价格弱势。2012 年，泰国与印度尼西亚、马来西亚达成一致，削减出口量 30 万吨；2012-2013 年，政府出资 450 亿泰铢收储天然橡胶 21 万吨；2013 年与中国达成协议增加出口中国的橡胶数量。但政策对价格提振效果有限，2011-2016 年间，由于前期高价刺激新种较多，供应激增，需求端则因美对华轮胎双反调查，中国作为泰国橡胶的主要市场需求下降，叠加宏观层面中国 GDP 增速下降，欧美债务危机，期间胶价流畅下行。2011 年 8 月 5 日-2014 年 5 月 7 日的英拉政府时期，胶价跌幅超 60%。



图 4：英拉政府时期胶价震荡下跌



资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 国泰君安期货研究

#### 2.1.4 巴育政府时期（2014-2023 年）

巴育政府时期，胶价低位波动，政府寄希望于通过增加国内消费、减少种植面积等政策长期稳定胶价，但眼前胶价低迷引发的示威抗议迫使政府出台一系列短期收购、补贴政策。

2014 年 5 月，英拉因宪法法院裁定滥用职权而被解除总理职务，该判决导致支持和反政府双方抗议冲突不断。当时的泰国陆军总司令巴育于 5 月 22 日发动军事政变并接管政权，随后以军政府领导人的身份担任泰国总理执政近九年。

2016 年初橡胶价格跌至低位，胶农以抗议活动威胁要求政府干预，起初政府坚决反对给予橡胶补贴，但后来向胶农屈服，同意以高于市场的价格直接从种植者那里购买 100,000 吨所有类型的橡胶产品，以缓解橡胶种植者的压力。

2016 年 2 月，泰国、印尼和马来西亚同意从 3 月到 8 月停止出口 615,000 吨橡胶。彼时，国际原油价格逐渐回暖，东南亚主产国遭遇严重干旱，中国乘用车购置税减免政策期间下游轮胎开工率大幅上涨等利好加持下，胶价开启第一轮反弹，年末又在泰国洪水的影响下开启第二轮强势反弹上涨，在 2017 年 2 月达到高点。之后随着泰国抛储、洪水减产不及预期、天气逐步转好、中国国内需求减弱，胶价迅速下跌并保持低位。

价格低迷期间，巴育政府出台减少面积、增加国内消费量等中长期政策，辅以中短期限制出口、收购、价格补贴等政策安抚胶农。然而长期政策见效慢，短期政策对价格拉动作用不大，国际胶价直到 2020 年因基本面好转才有所起色。

长期政策如：

- 2018 年计划在未来五年内每年将橡胶种植园面积减少 20 万莱。
- 2019 年出台橡胶 20 年战略计划，争取在 2036 年之前将橡胶种植面积从 2016 年的 2,330 万莱减少到 1,840 万莱，将平均单位面积产量从 2016 年的 224 公斤/莱提高至 360 公斤/莱，将橡胶种植收入从 11,984 泰铢/莱提高至 19,800 泰铢/莱，将橡胶出口总值从 2500 亿泰铢/年提高至 8,000 亿泰铢/年，将国内橡胶使用比例从 2016 年的 13.6% 提高至 35%。



中短期政策如：

- 2017 年 7 月，巴育下令九个国家机构迅速收购价值 169 亿泰铢的本地橡胶，并跟进出口商的计划资金，以稳定本地橡胶价格。
- 2017 年 12 月为同意购买橡胶并储存在库存中的企业提供 3% 的贷款利率补贴。
- 2018 年 1 月起为期三个月的出口限制，泰、马、印三个主要橡胶生产国同意减少 35 万吨的出口。
- 2018 年 12 月至次年 9 月，计划使用混合橡胶乳胶的沥青修建道路，预计将使用 144 万吨新鲜乳胶和 720,320 吨浓缩乳胶。
- 2019、2020、2021、2023 年启动四期胶农收入保障项目，根据政府综合成本等因素设定补贴支付的触发价格，若实际月平均价格低于触发价格，政府给予补贴。

**2020 年起基本面好转，胶价开始上涨：**供应端 2020 年上半年海外产区高温干旱，下半年拉尼娜影响下台风、降雨天气不断，叠加公共卫生事件导致割胶工人流通受阻；需求端浓乳需求旺盛，中国宏观政策发力，带动天胶下游重卡轮胎需求。

图 5：巴育政府时期胶价低位波动



资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 国泰君安期货研究

### 2.1.5 佩通坦政府时期（2024-至今）

2024 年 8 月 24 日，他信之女佩通坦被选为泰国第 31 任总理。尽管新任总理还是他信派系，但泰国政党政治格局自 2023 年大选发生结构性调整，开始从亲他信、反他信的“红黄对峙”转变为极左翼、中左势力、泛保守联盟三者的“橙红蓝鼎立”。橙色代表的远进党，有史以来首次公开提出了“王室改革”议题，2023 年大选中，该党在“全面改革”的激进政治口号引领下，赢得众议院全部 500 席中的 151 席，跃居国会第一大党。红色代表的他信派系，在政治极化背景下选择中庸立场，民意支持率被远进党反超。蓝色代表囊括极右翼、中右势力、中间势力的泛保守联盟，并以国旗上代表王室的“蓝色”为象征，针对极左翼的“王室改革”诉求塑造了“保卫王室”的政治一致性话语叙事。

佩通坦执政至今，橡胶价格因 EUDR、厄尔尼诺、中国宏观刺激等因素持续攀升，但政府尚未出台新的

重要橡胶产业政策。相关政策动向包括：2024 年 9 月泰国新内阁宣布的 20 项政策中包括“政府将通过加快吸引外国投资者建立国内电动汽车生产基地”，或将间接利好橡胶在其国内消费。已有的项目如“橡胶延缓销售”（收集橡胶等到产量短缺的时期再出售）在 2024 年 11 月继续开展。2024 年 12 月佩通坦与马来西亚总理进行会谈，见证签署两份谅解备忘录，携手推动经济-橡胶产业-清真-边境项目等。

图 6：佩通坦执政至今胶价持续波动但重心抬升



资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 国泰君安期货研究

## 2.2 价格弹性对供应端影响测算

橡胶价格对供应端具有明显的短期和长期影响，短期主要影响割胶行为，长期影响种植决策。从短期来看，割胶面积的变化主要受当前市场价格驱动。高橡胶价格可能刺激胶农增加割胶频率，而低价格则可能导致胶农割胶意愿下降甚至弃割现象出现。从长期来看，种植面积的变化通常是对价格长期趋势的反应。因为新种植的橡胶树需 5-7 年才进入割胶期，供应变化具有滞后性。价格长期上涨，胶农有更大动力扩张种植面积。价格长期低迷则可能导致橡胶树新种植减少，甚至部分老胶园被替换为其他作物（如棕榈、榴莲等）。

天然橡胶价格波动直接影响主要生产国的供应端反应。本研究结合各国橡胶产量、割胶面积、种植面积的历史数据，与新加坡 TSR20 橡胶期货结算价的年均值进行供应端的橡胶价格弹性测算，并探讨价格变动对割胶行为、种植决策和长期供应能力的影响。选择期货价格而非现货价格，是由于期货价格为公开集中竞价得出，具有公允性和权威性。其次，综合考虑胶种相关性、活跃度、上市时间长短等因素，选择新加坡 TSR20 价格为基准。

价格弹性通常指某种商品的供给或需求对价格变动的响应程度，本文中供应端的橡胶价格弹性是指橡胶价格变化对产量、割胶面积和种植面积的敏感程度，反应了橡胶生产者在价格变化时调整生产的能力和意愿。即：

$$E_s = \frac{\% \Delta Q_s}{\% \Delta P}$$

其中， $E_s$  表示供给弹性， $\% \Delta Q_s$  为供应量的变动率， $\% \Delta P$  为价格的变动率。



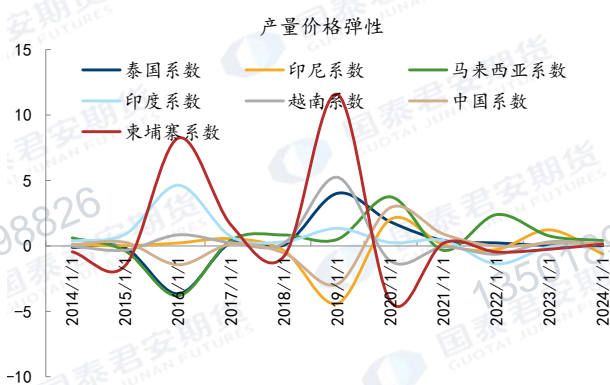
**2016 年胶价大涨，但异常天气限制产出导致各国价格弹性分化。**2016 年东南亚产区受厄尔尼诺与拉尼娜双重影响，开割期因干旱推迟，雨季雨水过多，影响产量，同时，需求端存在中国汽车行业市场需求回暖的利好，橡胶价格明显回升。TSR20 结算价从年初的 110.6 美分/公斤涨至 203.3 美分/公斤，涨幅达 83.8%。对于割胶面积和种植面积的价格弹性，多数国家在 2016 年为正，说明价格上涨导致多数国家割胶面积和种植面积增加，其中柬埔寨的价格弹性最大。对于产量的价格弹性，2016 年存在较大差异。泰国、马来等国在 2016 年产量的价格弹性为负，即价格上涨并没能刺激产出增长，原因可能是在本身产量低增速的背景下，异常天气成为供给瓶颈，制约了产量。而新兴主产国柬埔寨价格弹性显著为正，原因可能是其人均 GDP 较低，割胶相对收入更高，叠加其本身处于产能迅速扩张周期，异常天气没能制约供给，高价大幅刺激了产出。

**2019 年的情况与 2016 年类似。**产区受干旱、真菌性病害影响，产量缩减，价格震荡上涨。人均 GDP 较低，同时产能增长迅速的柬埔寨，产量和割胶面积受价格刺激增加较多，弹性较大，而产能连续缩减的印尼，尽管高价刺激了割胶面积的增长，但产量仍然受限于物候情况而有所下降。

**但 2024 年有所不同，橡胶强势反弹下主产国产量的价格弹性却均较低，原因可能是各国都已触及到了供应瓶颈。**随着近年东南亚主产国增产周期拐点的临近，产量增长潜力有限，2024 年橡胶价格因厄尔尼诺一路强势上涨，但东南亚主产国产量的价格弹性均低于 1，或许更进一步地说明了产能拐点的到来，即价格已经无法有力地刺激产出增加了。

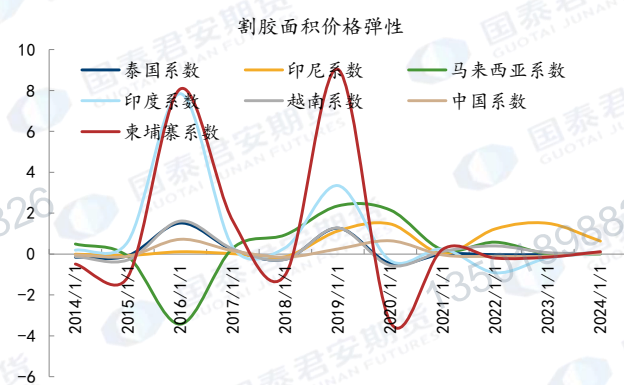
**横向对比各国的价格弹性，可以发现柬埔寨明显较强。**我们认为割胶面积的价格弹性能反映割胶意愿的强弱，与人均 GDP 关系较强，而产量的价格弹性则综合反映了割胶意愿与产能瓶颈。人均 GDP 较低且处于快速增产周期的国家，产量的价格弹性更高。如相对低收入的柬埔寨，同样的胶价下柬埔寨胶农相对割胶收益更高，较小的价格上涨就能激发较多的供应，在 2014-2020 年的快速增产周期中，表现出较大的价格弹性。从近十年产量的价格弹性平均值看，柬埔寨>印度>越南>马来>泰国>中国>印尼。

图 7：柬埔寨产量的价格弹性较高



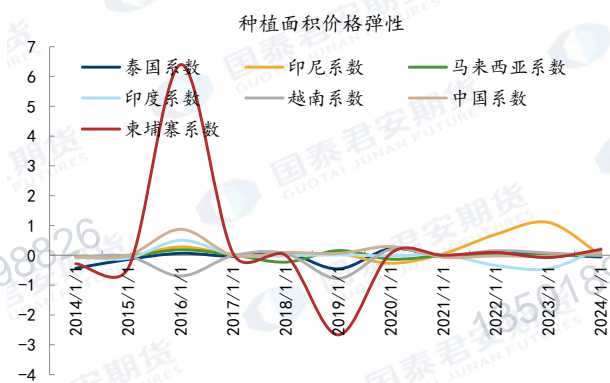
资料来源：Qinrex, Wind, 国泰君安期货研究

图 8：柬埔寨割胶面积的价格弹性较高



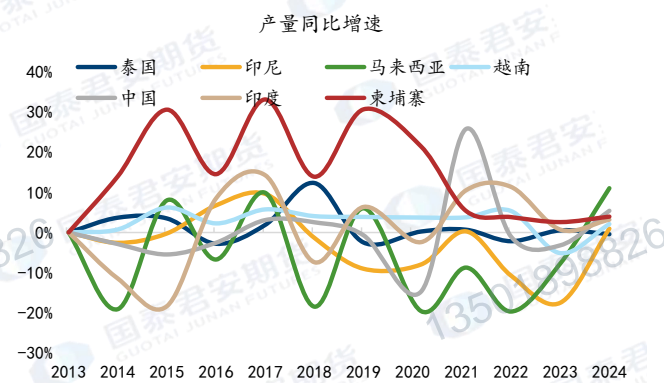
资料来源：Qinrex, Wind, 国泰君安期货研究

图 9：柬埔寨种植面积的价格弹性较高



资料来源：Qinrex, Wind, 国泰君安期货研究

图 10：2014-2020 年期间柬埔寨产量增速较高



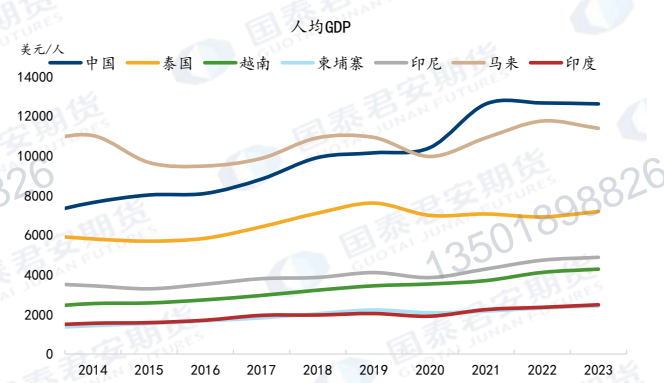
资料来源：Qinrex, 国泰君安期货研究

图 11：2014 年以来橡胶价格走势



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 12：柬埔寨人均 GDP 较低



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

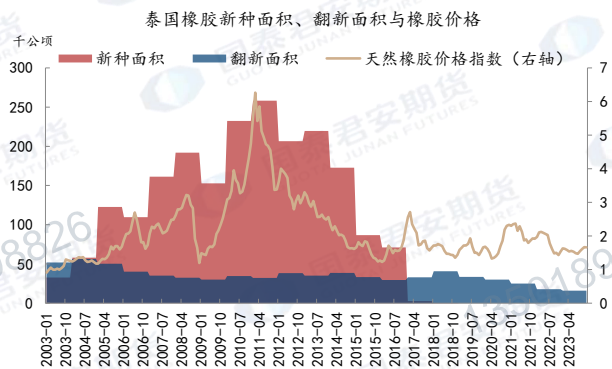
### 3. 泰国橡胶产需未来趋势、挑战和机遇

**未来趋势：供减需增。**

供应端，泰国由于近年新种/翻种面积减少，树龄结构老化、改种等问题，中长期来看产能呈现下降趋势。

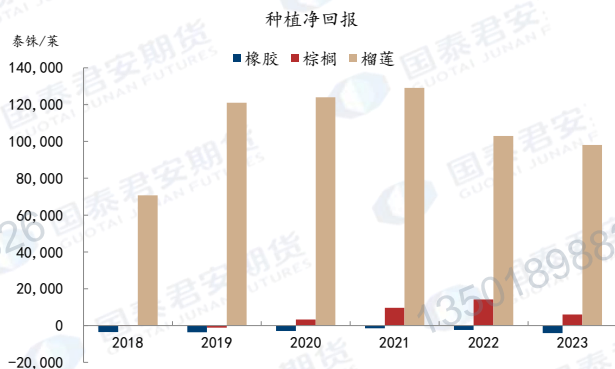


图 13：泰国近年新种/翻种面积较少



资料来源：Qinrex，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

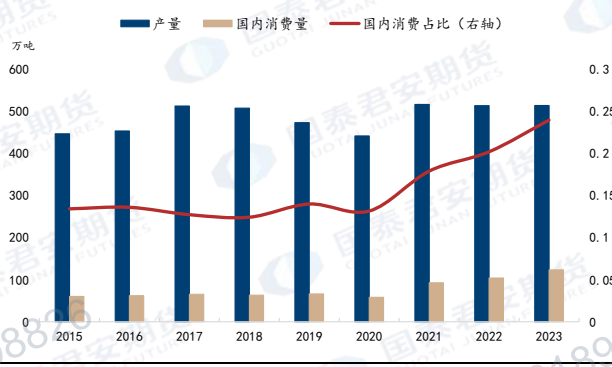
图 14：单位面积种植净回报：榴莲&gt;棕榈&gt;橡胶



资料来源：泰国农业经济办公室，国泰君安期货研究

**需求端**，由于国际轮胎企业在泰国建厂，泰国国内橡胶消费量呈增长趋势。近年来，国际轮胎企业出于原料成本、规避贸易壁垒、泰国本地优惠政策等因素，纷纷在泰国建厂。泰国国内橡胶消费量从 2020 年的 58 万吨增长至 2023 年的 123 万吨，增幅 112%。增量贡献主要来自于汽车轮胎和汽车配件领域，2020-2023 年两者橡胶消费量分别增加 27 万吨和 9 万吨。未来泰国轮胎产能仍有增量，预计将继续支撑橡胶消费增长。如大陆集团 2024 年 10 月计划将其泰国工厂产能提高 300 万条/年，2025 年通用泰国二期 600 万条半钢胎和 50 万条全钢胎产能预计实现全面达产。但需注意美对泰加征关税，或许会影响国际轮胎厂在泰国的投产决策。

图 15：泰国国内橡胶消费占比迅速提高



资料来源：泰国橡胶局，国泰君安期货研究

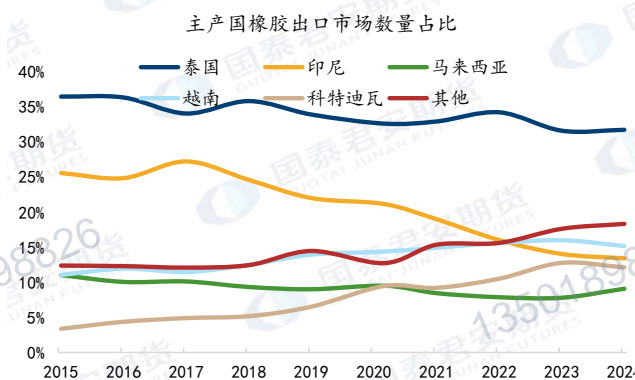
图 16：汽车轮胎消耗橡胶数量明显增长



资料来源：泰国橡胶局，国泰君安期货研究

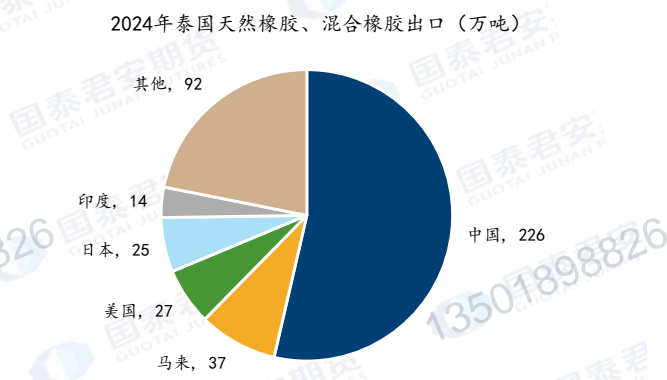
**挑战：出口份额占比减少、出口集中度高、割胶劳动力不足等。**1.随着其他生产国（如越南、科特迪瓦）橡胶产量的增加，泰国橡胶在全球市场的份额下降，一定程度上削弱了其在国际市场上的定价权和影响力，也影响了泰国的出口收入。2.泰国橡胶出口集中于中国，且前五大出口国占比 78%，过高的出口集中度使得橡胶出口更易受到单一国家需求波动（尤其易受中国经济影响）、双边贸易政策等因素的影响。3.泰国割胶工人老龄化严重，且年轻人不愿从事低收入割胶工作，对外劳依赖程度高。

图 17：泰国出口份额占比减少



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 18：泰国橡胶集中出口中国，CR5 占比 78%



资料来源：UN Comtrade，国泰君安期货研究

**机遇：提高产品附加值，绿色转型。**1. 目前泰国橡胶直接出口比例仍然较高，可以加强研究和创新，充分利用技术和研究成果，将橡胶加工成建筑材料、家具、医疗用品等各种产品，推动从出口初级橡胶转向高附加值产品。2. 泰国在适应 EUDR 方面较竞争对手印尼、马来、越南更具优势。满足 EUDR 要求的橡胶相对普通橡胶有着更高的溢价，泰国在 EUDR 的法规管理方面已经取得了实际进展，并且往欧盟出口量明显增加，2024 年上半年橡胶对欧盟的出口 3.1482 亿美元，增长 51.67%。而其主要竞争对手印尼、马来对 EUDR 持强烈反对态度，越南则由于近半橡胶原料来自柬埔寨、老挝，难以实现溯源。但需警惕 EUDR 仍有可能延期：欧洲右翼势力抬头可能对环保政策实施形成阻碍，欧洲疲软的经济现实也不足以支持消费者承担 EUDR 带来的溢价，且其他国家反对声音不断。

**风险提示：**EUDR 实施遇阻，美对泰关税影响泰国轮胎产能增长，宏观经济波动，地缘政治风险等



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。