

拉尼娜即将到来，天胶牛市重演？

今年天胶行情波动放大明显，市场上多空矛盾交织，全年来看博弈重心依然在于供应端变化。空头认为需求平淡，等待天气修复内外价差。多头等待高价反复测试产能周期，预期泰国进入产能周期拐点。下半年旺产季对产能存在测试，将从更高维度上决定橡胶趋势性方向，或将迎来市场一直等待的橡胶牛市格局。接下来比较值得关注的是下半年橡胶产量以及泰国原料价格能否持续维持高位，来进一步验证产能周期。短周期来看供应端重要扰动或在于拉尼娜事件。

拉尼娜气候影响分析

去年 2023 年 5 月开始的厄尔尼诺事件已经结束，当前处于中性状态。厄尔尼诺通常在一年内迅速成熟并衰减，在其结束一段时间之后，一般就会进入拉尼娜状态，从而完成一个由厄尔尼诺向拉尼娜在年际时间尺度上循环的过程，在自然变率和人为增温共同作用下，ENSO 发生概率和影响都将表现更加极端。根据 NOAA 预报显示，9-11 月或进入拉尼娜气候，强度方面预计在 10 月、11 月到达顶峰，属于弱强度拉尼娜事件。

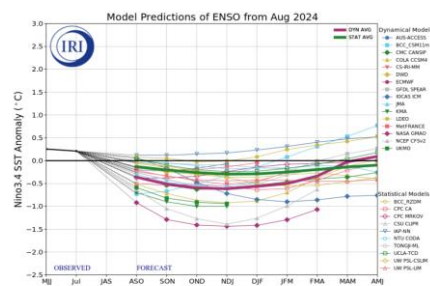
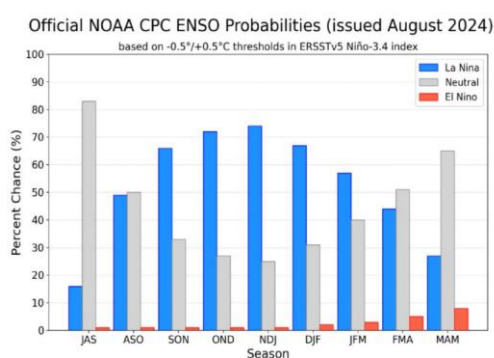


Figure provided by the International Research Institute (IRI) for Climate and Society (updated 19 August 2024).

图：ENSO 概率图（数据来源：NOAA 中期货研究院） 图：强度预测图（数据来源：NOAA 中期货研究院）

拉尼娜气候会对地区物候起到强化作用，具体到主产区东南亚而言，降水表现偏多。天然橡胶适宜高温潮湿气候环境，在适宜的温度条件下，胶树产胶量与相对湿度呈现正相关。拉尼娜现象将带来充沛降雨，缓解去年以来因厄尔尼诺导致的干旱问题，有利于胶树生长，但连续密集性降雨不利于胶树产胶之后胶乳恢复，影响胶农割胶作业，造成主产区供应下滑，甚至导致部分产区提前结束当年割季。此外极端气候事件加剧影响下主产区出现洪涝、台风灾害可能性上升，影响后续加工、物流运输等多个环节，严重情况下对胶树造成不可逆损害。

拉尼娜历史复盘

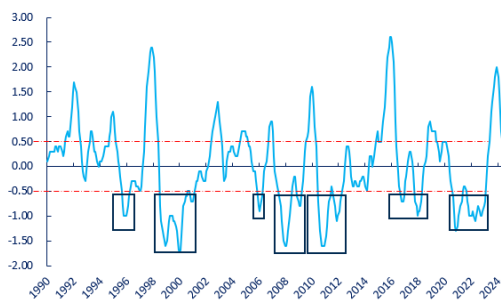
结合 ENSO 数据发现自 2010 年以来共有 7 年涉及拉尼娜现象。2010.06-2011.05，2011.07-2012.04，2016.08-2016.12，2017.10-2018.04，2020.08-2021.05，2021.08-2023.01。比较拉尼娜年份下天然橡胶期货价格历史走势可以看出。拉尼娜事件是天胶行情的助推器或者重要加速器，但难以成为核心驱动。2016 年以及 2020 年的上升行情中，驱动主要来自需求端爆发，2016 年的超载治理新规，2020 年的浓乳需求以及货车按轴收费等事件，拉尼娜事件对供应端存在扰动，进一步放大了市场情绪。因此，拉尼娜是主导橡胶行情的其中一个重要因素，期货价格走势还需根据橡胶产业链的其他因素一起综合考量。



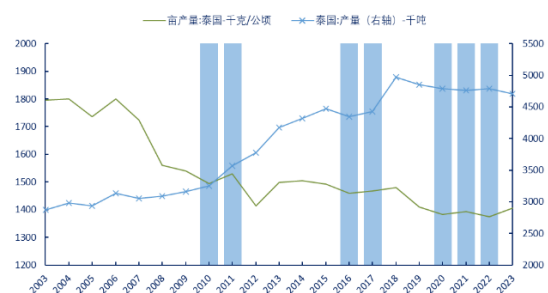
图：RU 主力合约价格（数据来源：Wind 中期货研究院）

拉尼娜事件对于东南亚产区而言整体带来降雨增多,有助与缓解前期厄尔尼诺导致的干旱影响。但通过对比拉尼娜年份单产数据可以发现,泰国在拉尼娜事件当年容易出现单产数据的下滑,次年无论是产能还是产量的回升,更多还是基于产能增长周期下,物候条件修复,前期高价格刺激出产能释放。橡胶树作为典型热带雨林树种,在雨季具有耐涝的特性,一般性洪水不太容易造成树木大面积死亡。拉尼娜带来的降水补充,有利于橡胶林蓄水保墒,加速后续产能的释放,但连续性降雨和洪涝灾害会影响即期可割胶天数,更多影响的还是产能释放节奏。包括在 2016 年的拉尼娜事件导致泰国爆发历史大洪水,更多影响的还是当期的割胶工作,并未造成实质的破化性减产,2017 年、2018 年泰国天胶单产和产量数据均出现明显增长。

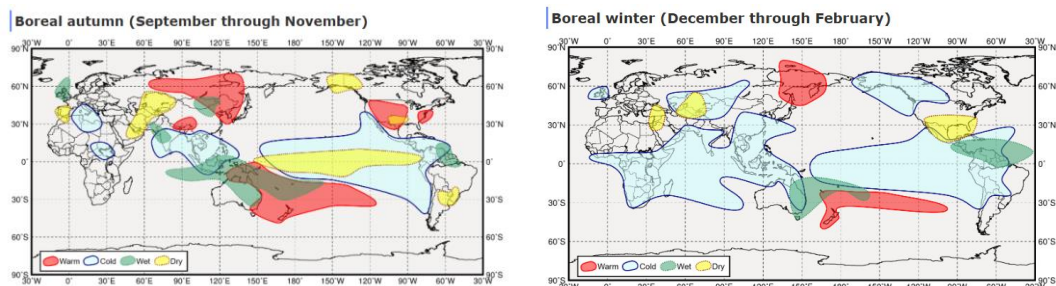
泰国天胶的供应主要集中在雨季以及凉季,6-10 月属于雨季,11 月到次年 2 月属于凉季,其中凉季是泰国南部最主要的供应旺季。根据历史拉尼娜表现来看,发生时间点主要集中在秋冬季节,拉尼娜会带来东南亚降雨量增加,极端天气出现的可能性增强,对割胶工作形成扰动,影响供应节奏,甚至造成产量下滑。拉尼娜现象容易引发台风洪涝等问题,影响市场对于天胶供应端的预期,助推胶价快速走强。在长周期供应过剩格局之中,生产恢复后,产业资金介入,弱预期压制胶价回归常态化弱势。当前市场或处于产能周期转向的关键阶段中,相对确定的是新增面积持续见底,未来新增产能有限,一旦供应过剩出现扭转,供应端产能刚性约束下,天气端的影响将难以通过后续割胶积极性改善进行回补。



图：ENSO 指数（数据来源：Wind 中期货研究院）



图：泰国单产及产量情况（数据来源：Wind 中期货研究院）



拉尼娜事件中秋季温度和降水异常模式（数据来源：日本气象厅 中期货研究院）

拉尼娜事件中冬季温度和降水异常模式（数据来源：日本气象厅 中期货研究院）

供应端博弈重心依然是产能周期

基于最乐观的场景，天然橡胶产能周期拐点已经出现，供需缺口在本年度还将进一步扩大，叠加 EUDR 分流、海外补库周期等驱动，天然橡胶底部价格将不断抬升。同时作为低估值已存储固体的属性，天然橡胶受益于基本面成为相对更抗跌的工业品，容易作为对冲多配标的吸引产业外资金介入，在传统空头套保力量偏弱的情况下，RU 上方空间容易打开。对此我们认为需要看到原料价格的逆季节性趋势来强化市场对于减产的预期。

最悲观的场景在于产能周期拐点被证伪，橡胶存在较强的产能弹性空间，供应过剩的大格局未从根本上进行改变，产能的见顶还需要时间。供应端上最大利多被证伪，产业端将继续重复传统非标模式，买混合空盘面，那么 RU01 需要向下挤出产能预期差带来的升水，现货带着盘面加速下跌，释放出流动性，海外库存再度往国内进行转移。对此我们认为需要旺产期原料出现明确的快速上量支撑，原料收购价格向下走弱，回归到往年水平。

基于悲观预期场景，我们需要去评估两个方面对供应的影响，一是天气端的扰动，拉尼娜事件大概率发生在泰国旺产期，极端天气出现概率走高，易对胶农割胶工作形成阻碍，对原料释放节奏造成冲击。二是高价对胶农的刺激，原料价格持续维持高位，能否刺激出超额的割胶积极性。基于泰国产区产能增长周期下，受天气端扰动或难以出现明显增量。由于供应端数据的模糊性以及天气的强不确定性，我们无法直接对今年的产量下定论，从交易角度来看，市场惯性力量下押注供应端出现问题会具有更高的胜率，因此我们倾向于去低吸远月合约，等待时间去发酵，不排除 RU01 会出现脉冲式上涨行情，供应节奏受天气短期扰动，快速推升盘面，等待高价原料去进一步测试天然橡胶产能周期。

产能周期的判断是基于大供应叙事出发，天然橡胶自身农产品属性导致产能周期切换之下，长期性供需缺口一旦形成，最能振奋人心的就是 2011 年“天价”橡胶故事，不过是否进入供应下半场还需要等待时间验证。未完待续的收储故事无法改变橡胶供需格局，但极有可能成为短期行情起爆点。此外丁二烯橡胶产能相对较小和货源高度集中的特点，容易成为短期资金青睐标的，炒作情绪存在外溢可能性，重演合成拖着天胶涨停的场景。

总结

综上供应端的不确定性故事远未结束，超预期事件出现容易演变成为新的上行驱动，中长期来看对天胶 RU01 上方空间我们依然保持期待态度。近日，RU 持续偏强运行，接近前期高位，注意冲高回落风险，谨慎参与。策略上我们建议回调低吸 RU 主力合约，做时间的朋友等待四季度的演变，未来最大风险在于泰国产区出现超预期上量以及宏观恶化。