

国信期货 2025 年投资策略报告

橡胶

需求前景或承压 胶价回调空间有限

2024 年 11 月 24 日

主要结论

供应端：国内 2024 年天胶产量预计比 2023 年小幅增产，主要由于 2023 年国内天然橡胶供应释放不畅，基数较低。但是全球天胶产量处于峰值过后的缓慢减产周期，东南亚产量总体难有大幅增长，非洲 2024 年天胶出口量较 2023 年已经出现小幅下降。2025 年天胶实际产量还需要关注天气变化情况，但是在 RU 期货价格没有向上突破站稳 25000 元/吨之前，预计价格弹性还不足以刺激天胶供应端产量大幅增加。

需求端：2024 年我国轮胎产量和出口量仍然保持了较高增速，半钢胎开工率远高于前面几年的水平，全钢胎开工率表现较弱。2025 年，随着国内稳房地产的相关政策逐步落实，全钢胎开工率预计会有所回升。同时，随着美国新任总统上台，关税战和贸易战可能令轮胎出口承压，国内乘用车产销增速也在放缓，预计 2025 年我国半钢胎开工率会有所下滑。

技术面，2025 年胶价回调空间有限，重心预计仍有望继续上移，但是上涨目标不宜期待过高。RU 主力合约关注下方 16000 元/吨附近支撑情况。合成胶 BR 主力合约关注下方 12000 元/吨附近支撑，20 号胶 NR 主力合约关注 13000 元/吨附近支撑。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：范春华

从业资格号：F0254133

投资咨询号：Z0000629

电话：0755-23510056

邮箱：15048@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

2024 年前三个季度橡胶价格总体呈现上涨为主，四季度见顶回调，合成胶价格下跌幅度更大。上半年橡胶价格震荡上涨，重心稳步上移。春节过后，2-3 月份在海外胶水原料价格上涨刺激下，橡胶价格出现一波上涨。4 月份天然橡胶价格冲高回落之后持续走弱，核心驱动在于国产新胶供应预期的变化。4 月份轮胎厂刚需采买，原料需求表现稳定；但供应端，4 月上旬云南产区干旱导致部分区域黄叶，前期已经开割的地区出现二次停割现象，从而令市场看涨情绪升温，胶价快速上涨冲高；但到了中下旬，伴随着产区陆续降雨，云南产区开割率提升，海南产区也逐步开割，市场对新胶供应存在上量预期，胶价承压走弱。下游需求端逢低买盘气氛升温，现货库存去库节奏尚可。5 月份之后，橡胶价格企稳回升，下游半钢胎开工率维持在高位，供应端新胶增产不及预期，港口橡胶库存持续下降，推动胶价上涨。6 月份之后，原料丁二烯及合成胶现货价格持续上涨，合成胶现货供应偏紧，推动合成胶期货价格出现大幅上涨，带动了天然橡胶价格走强。但是，宏观面美联储推迟降息，国内股市下跌，其他商品普跌背景下，橡胶价格承压回落。三季度天然橡胶价格持续上涨并创出新高。国内外产区，天然橡胶产区受降雨扰动，新胶上量受阻，产出不及预期支撑胶价偏强运行。9 月份，台风天气以及持续降雨，造成天然橡胶产量下降，原料价格的持续走强，成本抬升对胶价亦有支撑，胶价整体维持偏强趋势。国内天然橡胶库存仍然处于低位，轮胎成品库存虽然小幅累库，但轮胎出口仍然表现较好。9 月下旬，叠加国内宏观面利好政策频出，橡胶价格加速上涨。

四季度，胶价见顶回调，合成胶表现更弱。国庆节后，10 月份天然橡胶价格高开低走，持续回调。虽然 10 月份国内天然橡胶库存仍然处于低位，轮胎出口仍然表现较好，但是利好消息基本都已经反映在盘面价格，节后国内外产区天气逐步好转，产区供应增加，市场担心四季度新胶供应增加可能对胶价产生压力，所以节后胶价持续回调。11 月份，由于原料丁二烯价格持续下跌，导致合成胶成本坍塌，合成胶期货价格持续大幅下跌，引领天然橡胶价格进一步震荡回调。

图：沪胶 RU 主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

图：合成胶主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

二、产业结构分析

1、上游

2024年西双版纳主产区胶树长势较好，3月中下旬迎来试割，整体符合季节性表现。但4月份以来西双版纳主产区整体气候延续干旱状态，导致开割率不高。后因干旱导致前面开割地区出现停割现象，胶厂停止收胶水进厂。自4月中旬起西双版纳全州陆续迎来降雨，部分地区已经基本达到再次开割条件，产区陆续开割。但原料上量缓慢，主要因为降雨不均，当地胶农以及工厂反馈，尽管天气预报有雨，但是实际降雨不多，气候整体偏旱，部分降雨偏少地区胶农降低割胶频率，因此新胶上量缓慢。进入5月份，西双版纳产区降雨较4月份增量明显，5月中上旬因产区高温状态延续，且存在各地降雨不均情况，整体来看原料胶水供应缓慢增量；因原料价格高导致生产亏损，导致民营厂收购积极性略显一般。5月中下旬降雨集中，影响割胶作业，胶水产出稀少。5月份海南产区方面整体物候表现向好，原料生产正常增量，但自5月中上旬至月底，海南产区出现连续大量降雨天气，产区原料生产受阻，加之加工厂为保证交货，积极抢购原料，5月原料胶水收购价格逐步走高。6月初海南产区方面整体物候表现存在改善，原料生产逐步增量。至6月中旬，海南产区物候条件表现向好，原料日产量一度突破6000吨，原料价格弱势走低。不过临近6月末，海南产区再度出现降雨天气，原料生产受到扰动，市场担忧台风天气来袭，原料价格止跌回升。6月上旬后半段起西双版纳主产区降雨多集中在割胶/收胶时间段，导致原料产出受阻，胶水/胶块稀少，原料收购价格高挺。下旬起，伴随天气好转，前期降雨充沛，原料上量较快。5月份泰国方面环比4月降雨有所增多，但全月来看泰国多地仍多处在高温少雨状态，泰国北部、东北部生产难言放量，同时虽然临近月末，泰国南部主产区迎来开割，但开割初期整体供应同样缺乏明显增量。6月泰国产区季节性增量，原料价格高位回落。6月份泰国方面环比上月物候条件存在改善，临近中旬以来，泰国多地原料生产逐步放量，据了解泰国南部主产区呈现季节性增量表现。

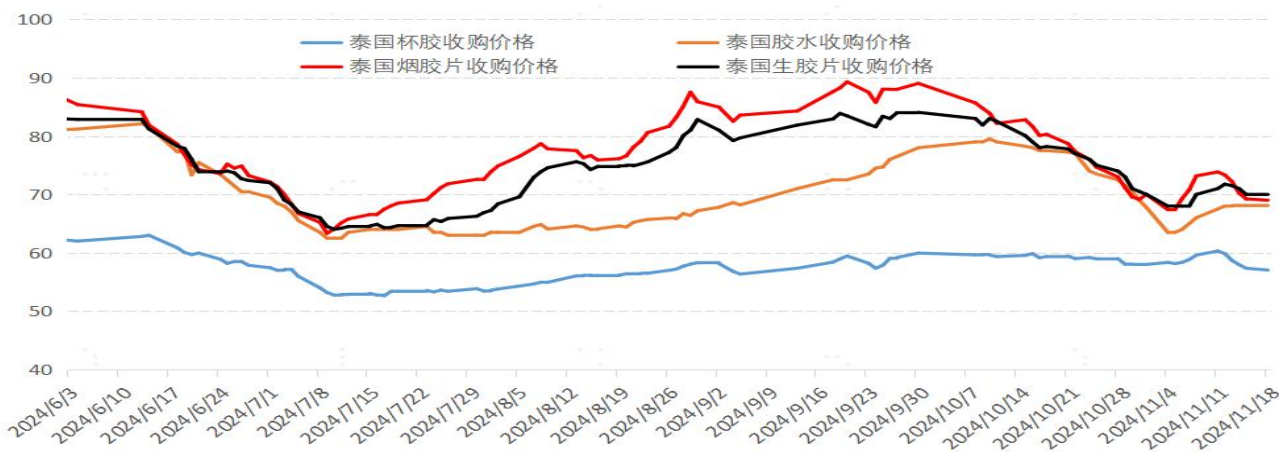
2024年上半年，海南地区天然橡胶（含天然乳胶）产量弱于正常季节性表现，同比2023年小幅下降，主要是因为2024年海南地区虽然胶树长势正常，但天气方面表现欠佳，自二季度以来，海南产区出现连续大量降雨天气，致使原料生产受阻；而2023年同期正式产区维持正常释放。2024年上半年，云南地区天然橡胶（含天然乳胶）产量弱于正常季节性表现，2024年云南地区胶树长势正常，虽然4-5月因为高温干旱影响割胶进度导致产量释放弱于正常物候条件下的表现，但是小面积仍有割胶。2024年上半年，泰国地区天然橡胶（含天然乳胶）产量呈现正常季节性表现，同比2023年小幅增加。

7月初海南产区方面天气逐步改善，产区原料生产呈现增量表现，日产量一度回升至6000吨左右，原料价格快速下行。7月西双版纳主产区正值雨季，易受阶段性降雨扰动；但产区处于全面开割状态，若天气正常，月内胶水日产量可达4000吨左右水平，环比上量。7月初泰国北部、东北部产区整体生产正常化，原料生产迈入季节性增量，加之原料价格处于高位，7月胶农割胶积极性较高。虽然受台风降雨天气等因素影响，原料生产受到一定扰动。8月海南产区方面虽然存在大量降雨天气，且局部地区出现胶树长新叶等状况影响原料生产，但整体而言，8月海南产区天气表现良好，产区原料生产维持季节性高产为主，日产量长期保持在5000吨以上的水平。8月西双版纳产区受连续降雨以及季风性落叶病影响，割胶作业不畅，胶水产出稀少，收购价格重心走高。9月份海南产区原料生产恢复表现相对欠佳，中秋节后归来海南产区加工厂多已恢复正常生产状态，但一方面部分地区胶林受前期台风影响仍需进一步整理方能恢复割胶，另一方面节后海南迎来新一波台风过境，虽然目前来看台风规模不及“摩羯”，但带来的大量降雨令海南产区割胶工作受阻。为此周内原料收购价格上涨明显。中秋假期期间，版纳地区天气情况好转，原料产出有增量。但部分地区仍受降雨扰动，胶水产出不畅。节后期货盘面延续偏强走势，叠加原料稀少，收购价格重心延续涨势。受台风“摩羯”影响，泰国多地降雨量偏多，其中据泰国媒体报道，北部部分地区如清莱府等地出现洪水灾情，受此原料生产受阻。加之中国、越南原料生产并未出现明显放量恢复，原料供应缩量保持态势，泰国原料收购价格维持上行。

国庆节后，云南和海南产区天气正常，原料产出增量，呈现旺产季表现。盘面高位震荡行情，叠加胶厂补库需求，原料收购价格维持高位水平。泰国产区方面天气表现逐渐向好，泰国多地降雨天气逐步消弭，原料生产呈现季节性增量为主，其中原料胶水价格下跌明显。

图：泰国宋卡府合艾市场橡胶原料收购价格

(泰铢/公斤)



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：天然橡胶现货价格



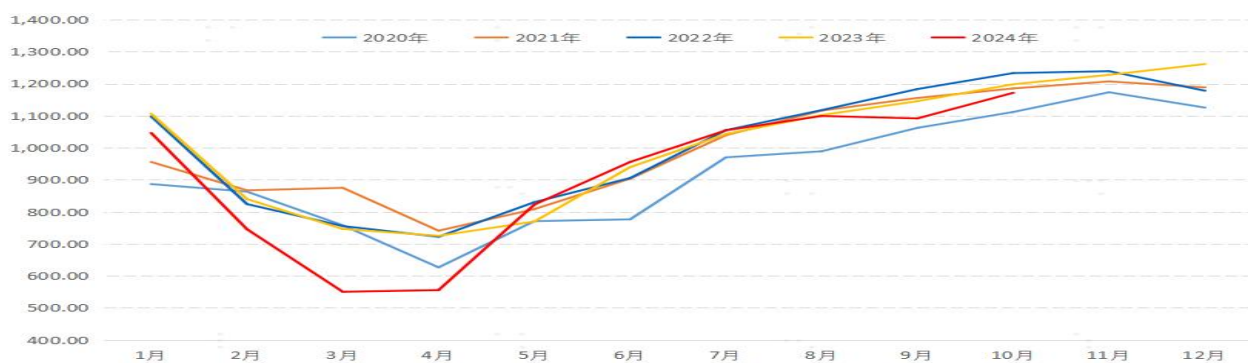
数据来源：WIND 国信期货

根据天然橡胶生产国协会 ANRPC 数据测算：首先从开割面积上来看，上轮价格高位的 2010-2012 年引发大面积的增产，按照胶树 7 年左右开割，2019 年仍处于增产高峰。对 2019 年开割面积进行核算，开割面积=2018 年开割面积+2012 年新增面积-2018 年翻种面积，计算出各国 2019 年新开割面积仍然处于增加态势。就新种面积增加的趋势来看，2020 年开始开割面积增速放缓，但由于橡胶旺产季为 10 年树龄以后，因而尽管 2020 年后新增开割面积放缓，但产能却依然很大。但是 2020 年受疫情及干旱、降雨等天气因素影响，全球天然橡胶总体出现减产。2021 年-2023 年新增边际产量呈现下滑的迹象。

ANRPC 发布的 2024 年 10 月报告预测，10 月全球天胶产量同比料降 2.1% 至 136.6 万吨，较上月增加 1.3%，前 10 个月产量料增 2.8% 至 1127.4 万吨；10 月天胶消费量料降 8.5% 至 113.8 万吨，较上月增加 1.2%，前 10 个月料降 4.2% 至 1210.7 万吨。2024 年全球天胶产量料同比增加 4.5% 至 1452.8 万吨。其中，泰国降 0.5%、印尼增 12.3%、中国增 4.2%、印度增 6%、越南降 2.1%、马来西亚增 0.6%、其他国家增 11.6%。2024 年全球天胶消费量料同比下降 0.2% 至 1513.6 万吨。其中，中国增 3.3%、印度增 3%、泰国增 1.1%、马来西亚降 17.2%、越南降 1%、其他国家降 3.7%。

QinRex 最新数据显示，2024 年前 10 个月，科特迪瓦橡胶出口量共计 120.9 万吨，较 2023 年同期的 128.4 万吨下降 5.8%。单看 10 月数据，出口量同比下降 20%，环比则增加 5.9%。

图：ANRPC 统计的全球天然橡胶最近五年月度产量



数据来源：WIND 国信期货

2024年10月份我国天然橡胶产量为11.52万吨，同比2023年10月份11.32万吨，小幅增长1.8%。2024年1-10月中国天然橡胶累计产量为67.3万吨，较2023同期64.4万吨，增长了3.9万吨，增幅6.06%。

图：我国天然橡胶月度产量



数据来源：WIND 国信期货

2024年前三季度，丁二烯价格持续上涨，重心上移。但是四季度丁二烯价格持续下跌，导致合成胶成本坍塌。交易所上市的合成橡胶交割标的主要是指顺丁橡胶，也叫丁二烯橡胶。丁二烯橡胶成本由原料丁二烯和加工费用构成，其中，原料丁二烯占总成本的70%以上。因此，丁二烯对丁二烯橡胶的生产成本影响极大。卓创资讯数据显示，截至11月15日浙江地区丁二烯价格为9825元/吨，较9月份高点13700元/吨，累计下跌了3825元/吨，跌幅达到28%。原料成本持续大幅下跌，导致合成橡胶成本坍塌、合成橡胶期货价格持续走弱。目前国内丁二烯市场或延续偏弱震荡趋势。多数丁二烯外销厂家维持正常运行，出货压力稍有缓解下，价格下调频率或减缓。整体来看，国内丁二烯资源供应仍相对充裕，新装置亦或对市场陆续存在一定补充，供应端支撑难寻。需求方面，随着丁二烯价格走弱，下游行业利润改善，但是下游合成橡胶出货无明显改善。

图：丁二烯价格走势

(单位：元/吨)



数据来源：卓创资讯 国信期货

2、中游

据中国海关总署11月7日公布的数据显示，2024年10月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计65.9万吨，较2023年同期的63万吨增加4.6%。1-10月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计578.7万吨，较2023年同期的654.4万吨下降11.6%。

图：国内进口橡胶

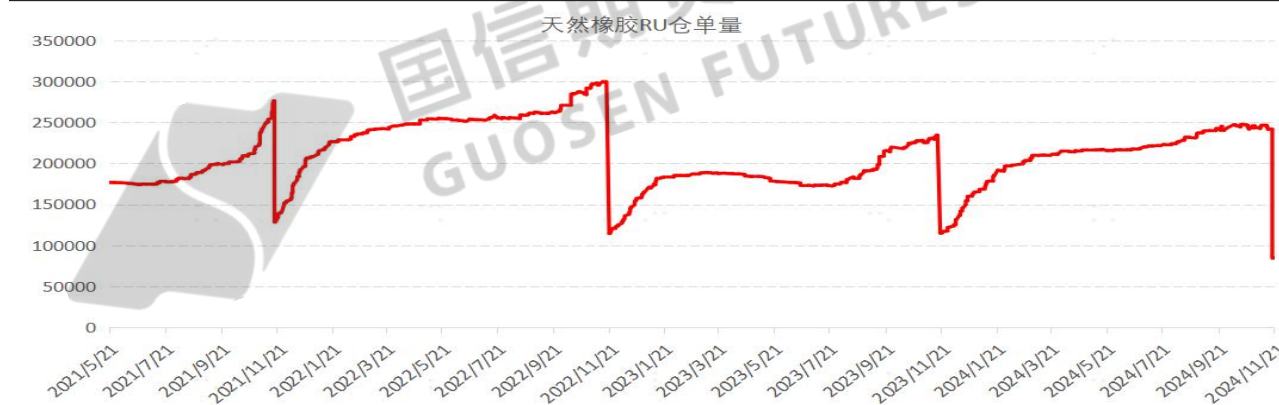


数据来源：卓创资讯 国信期货

上期所数据显示，因老仓单集中注销，截至11月21日，交易所天然橡胶RU期货仓单库存总量为8.51万吨，较前一周四下降15.909万吨。20号胶仓单库存为7.4995万吨，较前一周四减少0.1916万吨。

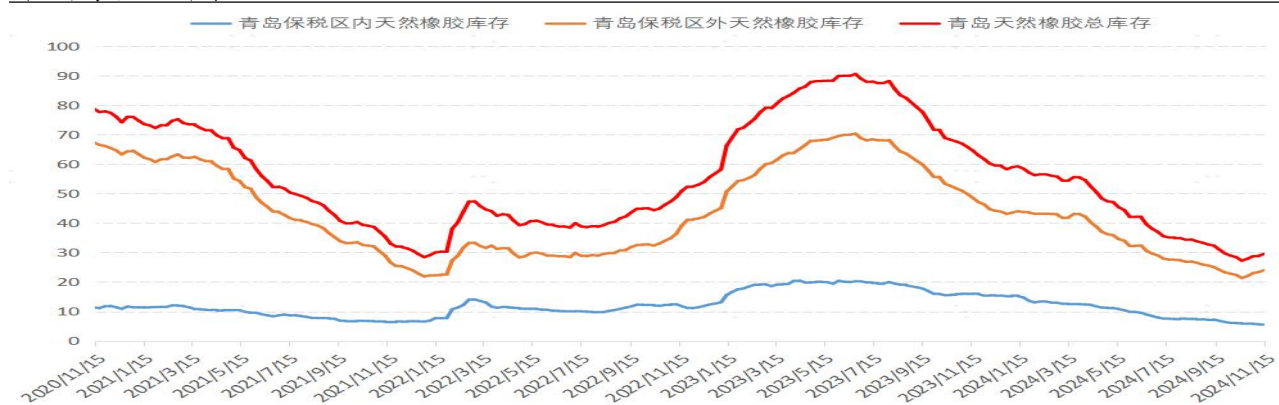
卓创资讯数据显示，截至11月15日当周，青岛地区天然橡胶总库存29.53万吨，较上期增加0.61万吨，增幅2.11%；其中保税区内库存5.50万吨，较上期减少0.05万吨，降幅0.90%；一般贸易库存24.03万吨，较上期增加0.66万吨，增幅2.82%。混合胶到港货源增加，下游工厂采购，一般贸易仓库呈现累库趋势，保税仓库仍呈现去化。

图：上期所RU仓单库存



数据来源：WIND 国信期货

图：青岛保税区库存



数据来源：卓创资讯 国信期货

3、下游

卓创资讯数据显示，截至11月21日山东轮胎企业全钢胎开工负荷为62.58%，较前一周走高3.58%，较去年同期走高1.53%。前期停产企业于本周全面恢复生产，整体开工恢复性提升。另外，随着市场需求放缓，厂家出货受阻，库存呈增长趋势，对开工有一定压制作用。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为78.78%，较前一周持平，较去年同期走高5.89%。半钢胎企业维持常规生产，整体调整不大；乘用车生产正值旺季，带动半钢胎配套向好；半钢胎出口仍存韧性，对销量有所支撑，进而带动开工；半钢胎企业库存在合理范围内，为企业连续高开工生产提供空间。

图：轮胎开工率

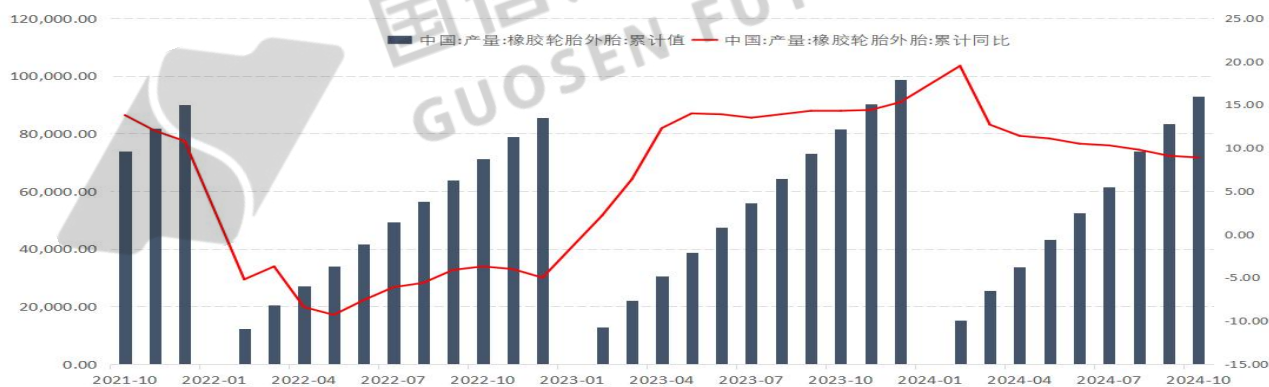


数据来源：WIND 国信期货

据国家统计局公布的数据显示，2024年10月中国橡胶轮胎外胎产量为9450.9万条，同比增加5.9%。1-10月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增8.9%至9.28127亿条。

据中国海关总署11月18日公布的数据显示，2024年前10个月中国橡胶轮胎出口量达774万吨，同比增长5.2%；出口金额为1364亿元，同比增长5.5%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达747万吨，同比增长4.9%；出口金额为1314亿元，同比增长5.4%。按条数计算，出口量达56,395万条，同比增长10.4%。1-10月汽车轮胎出口量为663万吨，同比增长5.2%；出口金额为1133亿元，同比增长6.6%。

图：橡胶轮胎外胎产量



数据来源：WIND 国信期货

图：我国橡胶轮胎出口量

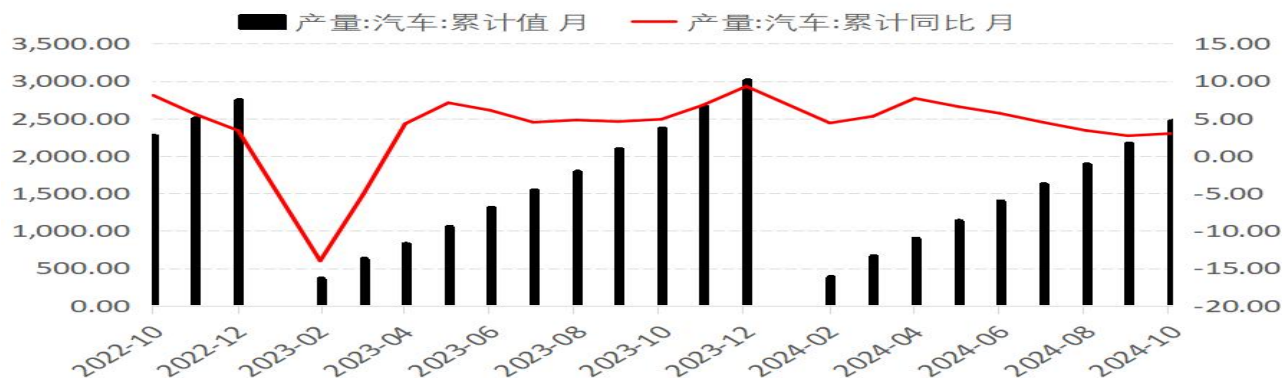


数据来源：WIND 国信期货

中汽协发布数据显示，10月，我国汽车产销量分别完成299.6万辆和305.3万辆，同比分别增长3.6%和

7%。1-10月，我国汽车产销量分别完成2446.6万辆和2462.4万辆，同比分别增长1.9%和2.7%，汽车产量增速较1-9月收窄0.01个百分点，销量增速扩大0.36个百分点。

图：中国汽车产量



数据来源：WIND 国信期货

重卡是一种重要的生产资料，为物流运输与工程建设核心运载工具。重卡指的是，总质量大于14吨的载货汽车，车型包括完整车辆（整车）、非完整车辆（底盘）和牵引车。重卡的物流运输定位：从货物运输的方式来看，公路运输目前仍占据着我国货物运输行业的主导地位，占全社会总货运量的7成左右。重卡凭借运距长、运量大、运输效率高的优势，是公路货运的核心运载工具，按公路货运周转量来看，重卡占比通常达到90%，其常用于物流运输、工程建设及专用车领域。

根据第一商用车网数据显示，2024年10月份，我国重卡市场销售约6.3万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比上涨9%，但相比上年同期的8.11万辆下滑22%，减少了约1.8万辆。6.3万辆放在最近八年来看，高于2022年10月和2021年10月，低于其他年份的10月份销量。累计来看，2024年1-10月，我国重卡市场销售各类车型约74.6万辆，累计降幅扩大到5%。

图：中国重卡汽车月度销量



数据来源：WIND 国信期货

卓创资讯监测数据显示，2024年10月末我国全钢胎总库存量为1054万条（备注：监测样本企业数量为25家），环比小幅下降（全钢胎9月末库存量1063万条）；2024年10月末我国半钢胎总库存量为1555万条，环比小幅增长（半钢胎9月末库存量1512万条）。

图：中国厂家轮胎库存情况



数据来源：WIND 国信期货

三、EUDR政策推迟实施，高端原料需求减少

欧盟零毁林法案（EUDR）是一项旨在减少全球森林砍伐和森林退化的法规，它于2023年6月29日正式生效，原定计划是在2024年12月30日开始强制执行。这项法案的目的是限制与森林砍伐和森林退化有关的产品在欧盟市场上的供应和出口，以减少欧盟对全球森林砍伐和森林退化的影响。印尼和马来西亚之前一直在积极申请加入欧盟的EUDR体系。EUDR要求对原料溯源和认证，无疑增加了橡胶供应链的成本，包括但不限于原料获取成本、运营成本、认证成本。市场普遍预期，EUDR政策如果实施，成本会增加200-300美元/吨。欧盟地区每年消费天然橡胶大概200万吨，约在全球天然橡胶总消费量的16%。

在全球环保政策日益受到重视的背景下，欧洲议会于11月14日的投票决定将欧盟零毁林法规（EUDR）的实施推迟一年，至2025年12月。EUDR政策推迟实施的原因：许多跨国公司和小企业在面对法规内容不明确、合规成本上升的情况下，提出了延迟实施的迫切需求。对此，欧洲议会的投票似乎是一种妥协，以回应市场反馈。同时，欧盟委员会也强调，在当前全球经济复苏以及供应链混乱的背景下，过于仓促地实施这一法规可能会加剧市场的不确定性。EUDR政策推迟一年实施，导致对东南亚天然橡胶高端原料需求减少，加剧了胶水现货价格的下跌趋势。

四、后市展望

供应端：国内2024年天胶产量预计比2023年小幅增产，主要由于2023年国内天然橡胶供应释放不畅，基数较低。但是全球天胶产量处于峰值过后的缓慢减产周期，东南亚产量总体难有大幅增长，非洲2024年天胶出口量较2023年已经出现小幅下降。2025年天胶实际产量还需要关注天气变化情况，但是在RU期货价格没有向上突破站稳25000元/吨之前，预计价格弹性还不足以刺激天胶供应端产量大幅增加。

需求端：2024年我国轮胎产量和出口量仍然保持了较高增速，半钢胎开工率远高于前面几年的水平，全钢胎开工率表现较弱。2025年，随着国内稳房地产的相关政策逐步落实，全钢胎开工率预计会有所回升。同时，随着美国新任总统上台，关税战和贸易战可能令轮胎出口承压，国内乘用车产销增速也在放缓，预计2025年我国半钢胎开工率会有所下滑。

技术面，2025年胶价回调空间有限，重心预计仍有望继续上移，但是上涨目标不宜期待过高。RU主力合约关注下方16000元/吨附近支撑情况。合成胶BR主力合约关注下方12000元/吨附近支撑，20号胶NR主力合约关注13000元/吨附近支撑。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。