

摄影更上一层楼

——橡胶 2025 年度投资策略报告

【报告要点】

- 供应端海外主产区预计减产，进口端基于海外减产、EUDR 分流、以及国内轮胎厂在海外建厂等因素总量预期下行，重点关注进口橡胶加工利润、EUDR 的分流效果、以及海外的实际产量。需求端国内维持稳定：轮胎出口维持增长，但增速放缓。24 年官方已抛储近 21 万吨，若没有这一供给补量，年内缺口将进一步加大。后续较高概率执行收储计划，我国 2025 年紧平衡格局形成
- 2025 年成本端对合成胶支撑相对有限，一季度由于自身供给高位以及成本端的拖累，趋势或较天胶标胶出现分化，走势相对偏弱。而二季度进入检修季，叠加替代品天然橡胶产量处于阶段性低位，合成橡胶价格或将止跌企稳。

【年度展望】

考虑到 2025 上半年各主产国处于割胶淡季，产量大幅释放将集中在下半年，实际幅度有待考察。若不考虑极端天气影响，目前主产国产能或已进入下行通道。但天气干扰因素作为天然橡胶供应端最大的影响因素，存在不可预测性，减产预期仍存；而新一季的供应压力更多体现在四季度，预计上半年价格维持偏强运行。如果主产区供应能正常释放，则四季度将迎来供应压力。**综合来看，天然及标胶 2025 年价格中枢有望更上一层楼，操作上建议逢低多配。**

合成胶方面，基于特朗普上台后主张放松对传统化石燃料的监管，增加国内石油、天然气和煤炭的生产，若政策落地实施，则国际能源价格下行，裂解装置生产压力缓解，利润修复后提升开工负荷，故步入下半年，伴随产量提升原料丁二烯价格将面临压力。**考虑到合成橡胶由于其于天然橡胶的关联性较高，走势大体仍将跟随天然橡胶，然受制于自身成本端压力，预计较天胶端相对偏弱。**



庄倚天

能化分析师

从业证书：F3078178

投资咨询证号：Z0020567

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目录

一、2024 年行情回顾	2
(一) 天胶&标胶	2
(二) 合成橡胶	2
二、基本面核心逻辑	3
(一) 供应端概况	3
(二) 需求端概况	7
(三) 库存端概况	9
三、平衡表预测及行情展望	11
(一) 年度平衡表预测	11
(二) 关注 EUDR 政策延期及后续影响	11
(三) 留意国内“抛储”动向	12
(四) 天胶&标胶后市展望	13
(五) 合成胶后市展望	13

一、2024 年度行情回顾

2024 年橡胶系品种价格中枢明显抬升。具体来看，天然橡胶和 20 号胶自年初至今涨幅均超过 25%，其中 20 号胶连续合约涨幅超 30%，天然橡胶主力连续合约涨幅 27.63%，而合成橡胶自年初至今涨幅只有 3.38%。

（一）天胶&标胶

上半年天然橡胶价格重心稳步上移，其中主要是两波上涨以及一波下跌行情。年初在泰国供应旺季以及需求没有亮点下，国内库存小幅累积，叠加春节假期前后的季节性累库压力，价格偏弱运行。春节假期之后一直到 3 月上旬，RU 及 NR 期货价格迎来第一波上涨行情。3 月 8 日，内外盘价格联动大幅上涨，主要因 EUDR 事件的推动，使得市场烟片价格紧张，日胶率先上涨带动内外盘面价格联动上行。叠加国内云南主产区开割初期遇到干旱，以及泰国原料价格高企、国内下游半钢胎订单旺盛共同带来这波上涨行情。云南产区迎来降雨，使得市场预计三月底产区将迎来开割。且在当下较高的原料价格下，预计供应回升将较快，盘面前期供应紧张的炒作明显降温，带来价格快速回落。5 月初开始的第二波上涨则是由国内需求预期好转以及供应端扰动继续发酵共同带来：云南继续遭遇干旱天气，部分橡胶树开割之后重新停割，国内原料产出偏少，工厂抢原料现象严重下推升国内原料价格，海外泰国主产区面临同样的问题，且发往欧洲的橡胶价格较高，部分发往国内的橡胶转口到欧洲，使得国内 4-5 进口量偏少，国内迎来持续去库周期。

下半年尤其是九月以后，在极端降雨与异常天气的影响下，产量大幅回升不及预期，导致供应端减产被不断证实，叠加国内社会库存持续去化，而下游轮胎出口亮眼，因此多重因素叠加，推动盘面价格大幅上涨。而国庆节以后，随着东南亚主产区降雨量较前期减少，对割胶工作影响减弱，而又适逢全球天然橡胶供应处于高产期，因此市场对于主产国产量存在上涨的预期。再加上欧洲关于 EUDR 政策推迟实施的消息导致海外价格出现大幅回落，盘面承压下滑。不过 11 月上旬在产地天气扰动以及多头的主动性增仓推动下，盘面价格又开启了一波反弹，逐步收回前期情绪面波动引起的涨幅。

图 1: Ru 期货主力合约价格 (元每吨)

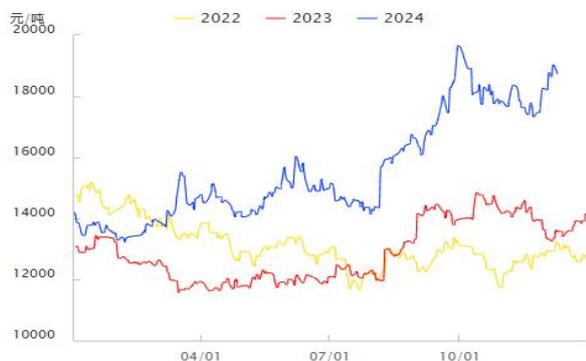
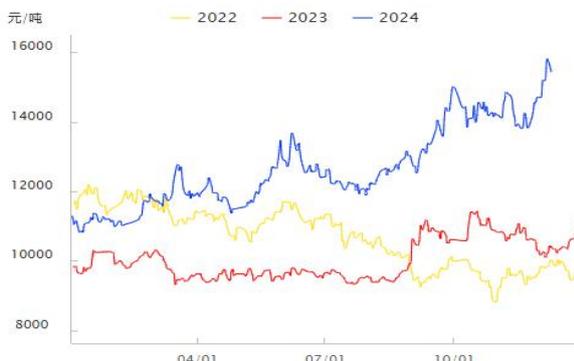


图 2: NR 期货主力合约价格 (元每吨)



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

（二）合成胶

2024 年合成橡胶经历了震荡上涨后，从 10 月中旬持续下跌，截至 11 月 29 日，已收回前三季度的上涨幅度，跌至接近年初的水平。今年合成胶的走势基本跟随天然橡胶的走势，只有两次走出了独立行情：一次是 5、6 月份由于原料丁二烯前期出口同比涨幅较大，国内可流通现货货源紧张，价格上涨推动的 BR 盘面上行，也带动 RU 上行；另一次就是从 10 月中旬至今的下跌，原因是原油价格下跌，裂解装置成本下移，生产利润转好，合成橡胶上游原料丁二烯产量增加，叠加前期延期到港的船货集中到达，港口库存连续累库，现货紧缺的局面得到缓解，价格快速下跌，成本端塌陷导致 BR 价格不断下挫，独立于 RU 和 NR 震荡整理的行情。

二、基本面核心逻辑

从全球天然橡胶种植区域结构来看，各传统产胶大国由于种植结构老龄化，可增长空间有限，新兴产胶国继而成为新增种植的核心力量。按天然橡胶 7-10 年种植周期分析，2025 年的开割面积基本在 2018 年前种植，而 2016 年-2019 年期间橡胶新种植面积持续下滑，故在 2023 年往后几年新增开割面积增速都将呈现下降。基于前几年胶价低位徘徊状态，胶农割胶意愿不强，传统产胶大国种植结构老龄化导致 2023 年 ANRPC 天胶开割面积达到 9333.5 千公顷，较 2022 年 9650.9 千公顷下滑 3.29%，而 2024 年由于天气扰动，开割面积持续收缩。从主产国天胶单位开割面积产量来看，全球橡胶生产协会前 10 个月的产量供给达到 839.81 万吨，较 2023 年同期的 843.45 万吨下滑 0.43%。这也是 2024 年橡胶板块价格中枢抬升的最重要原因。

图 3：ANRPC 主产国天胶产量（千吨）



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

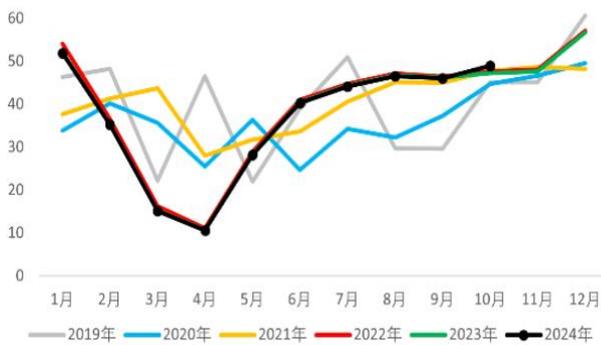
（一）供应端概况：全球产量小幅上行，国内进口同比下降

1. 海外：亚洲主产国普遍减产，非洲预计稳定增产

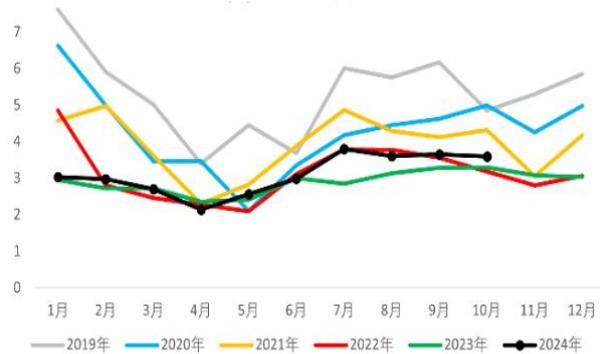
泰国作为全球最大产胶国可能已步入减产周期。2024 年受天气因素干扰较为明显，开割季以来历经干旱、洪水，虽原料价格维持高位，一定程度刺激胶农割胶积极性，然整体产出受阻。当前泰南部地区树龄偏大，中南部地区农民砍伐老橡胶树改为果树种植，产量总体不甚乐观；东北部和北部树龄相对年轻，如天气影响减弱，产量预计有所修复。我们认为明年天气扰动仍然存在，但影响将有所削弱，故 2025 年泰国总体仍有增量，然难以超过 2021 年顶峰，主要原因是 2021 年胶价较高，经过两年低价之后种植面积、树龄单产上都有一定的下滑，因此可将 2021 年产量视为周期顶部。

图 4：泰国天胶产量月度变化（万吨）

图 5：马来西亚天胶产量月度变化（万吨）

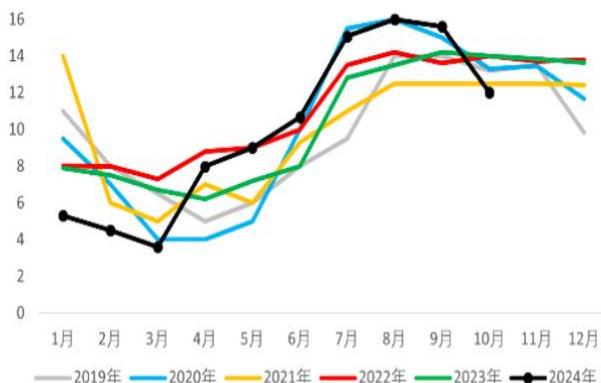


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

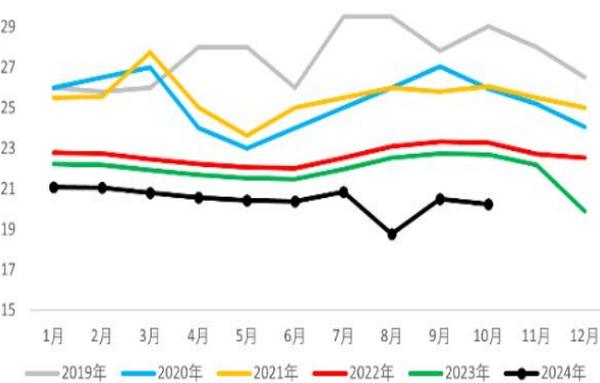


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

越南、柬埔寨面临的问题更多来自在地消化量增长。当前两国整体树龄相对年轻，理论上维持高产问题不大。不过近两年本土的消费量在一定程度上挤压了可供出口的数量：我们从越南轮胎出口数据及柬埔寨境内轮胎厂投产情况不难发现，其整体出口量呈现高位缓慢下滑。今年越南出口量减少或许有人为因素以及胶种的结构因素，关于越南库存的问题市场有一定分歧，我们更倾向于其库存情况实际仍偏低。

图 6：越南天胶产量月度变化（万吨）


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

图 7：印尼天胶产量月度变化（万吨）


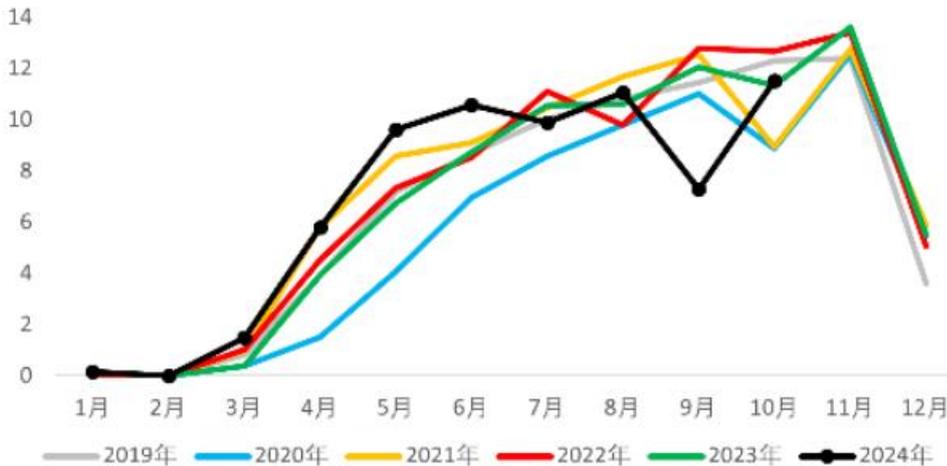
数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

科特迪瓦最近 5 年高速增产，根据科特迪瓦天然橡胶专业协会，2023 年其橡胶产量 167.8 万吨，而 2005 年是 16.4 万吨，18 年间实现了大幅增长。跃居全球第三大产胶国。但今年出口微降，也许并不表示其产量增速开始放缓。根据中非贸易研究中心，尽管产量大增，只有 0.5% 的橡胶行业收入惠及本土生产商，所以科特迪瓦政府于 2021 年实施了一项战略，旨在到 2025 年实现橡胶加工的 100% 本土化，并且从 2023 年 11 月开始禁止天然橡胶出口。最新数据显示，2024 年前三季度，科特迪瓦橡胶出口量共计 106 万吨，较 2023 年同期的 109.7 万吨下降 3.4%。可以观察到其他非洲小国家出口量增幅累计同比接近 30%，主要是加纳和利比里亚，但并不意味着非洲其他国家有大量新种面积，因为暂时没有看到趋势性的增长。其中加纳有可能是由于原料的转口贸易，因此实际非洲的增速今年仍然不小，可能接近 20 万吨左右。对于明年而言，理论上增速应该是逐步下滑的，因此我们预计明年非洲增产在 15-20 万吨之间。

2. 国内：区域分化之下胶水重心上移

截至 2024 年 10 月，我国天然橡胶产量共 67.35 万吨，累计同比略增 4.56%；我国天然橡胶进口量累计 434.66 万吨，同比减少 16.25%。其中 9 月进口低于前五年的平均值，而 10 月份进口量达到前五年的最大值水平，原因是 9 月接连的台风天气导致海上运输受阻，船货延期到港。整体来看我国今年进口量减少幅度较大，国内整体现货偏紧，也是天然橡胶价格重心上移的原因。而我国天然橡胶主要进口国家是泰国，前期由于 EUDR 原料备货及贸易流向欧洲等地，出口我国的天然橡胶被分流，导致我国进口量较去年减少。

图 8：中国天胶产量月度变化（万吨）



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

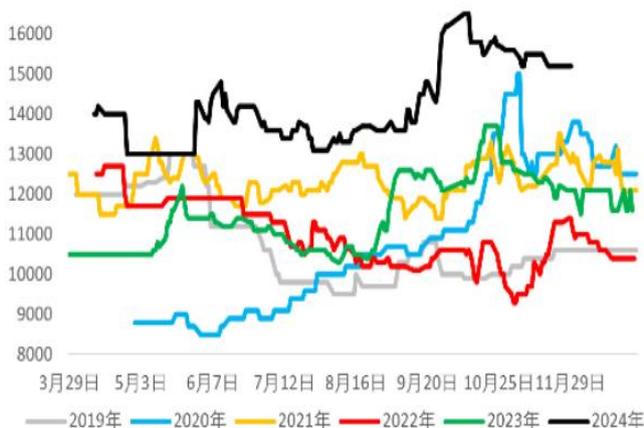
今年海南产区原料相比往年较高，胶农还是有较强的割胶意愿，因此在今年 7-8 月的第一个产量高峰期。然 9 月遭遇特大台风，除了部分地区橡胶树永久性折损以外，其他大部受到降雨较多影响，对割胶活动有一定抑制，导致海南产区 9-10 月的原料产出明显减少，11 月随着天气好转，才重新恢复上量。去年海南小幅减产，因此今年在原料高价背景下，也反映出海南的产出弹性并不明显。海南胶水价格主要来自浓乳工厂的推动。今年海南浓乳工厂生产持续有利润，且利润水平使得工厂生产意愿改善，但仍对下游需求的不乐观以及不愿承担价格大幅波动的风险，大部分工厂依然是接单生产的模式运营。因泰国原料紧张，导致今年泰国乳胶出口利润大部分时候处于亏损状态，叠加本身可出口的量少，带来国内今年外围可补充的浓乳产量非常有限，更多依靠国内原料生产，导致海南的原料更显紧缺。2021 年以来，海南浓乳产能一直处于扩产周期，从 65 万吨扩大到现在的 80 万吨的规模。近两年受环保政策限制以及下游需求回落，新投产明显回落，但今年在较好的生产利润背景下，个别工厂仍有扩产计划。因胶水原料存在季节性，为了满足旺季生产，目前的浓乳产能规模或难以缩减。

图 9：云南胶水价格变化（万吨）

图 10：海南胶水价格变化（万吨）



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

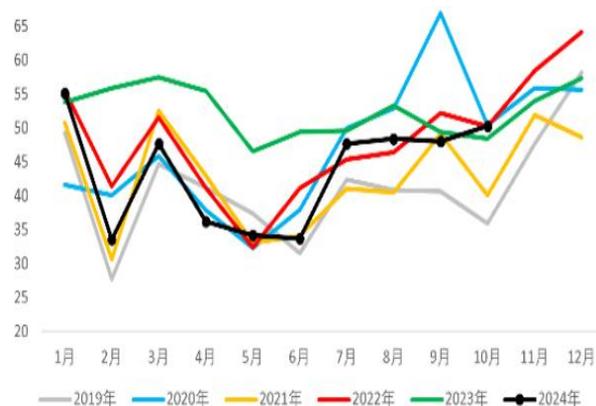


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

3.进口：分流效应显现，进口量继续下降

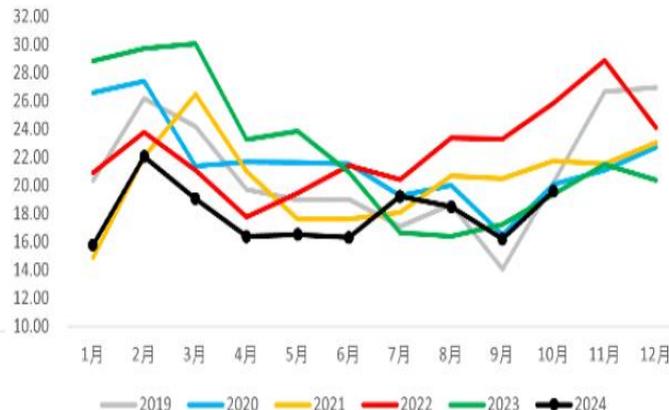
2024年1-10月中国天然橡胶累计进口量445.81万吨，同比减少87.94万吨，跌幅16.48%，创2021年以来最低水平。从年内整体进口趋势看，上半年由于异常气候导致国内外新胶上量节奏延后且滞缓，中国天然橡胶月度进口量基本处于五年均值以下水平；下半年伴随着产区新胶上量，进口低迷形态有所改善，但因累积降雨量较往年增多，从而使得海外原料供应不足，尤其泰国、越南等产量损失较为明显，因此下半年中国天然橡胶进口量虽有增长，但整体幅度有限，基本处于五年均值附近。

图 11：国内天胶进口量



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

图 12：国内泰国天胶进口量



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

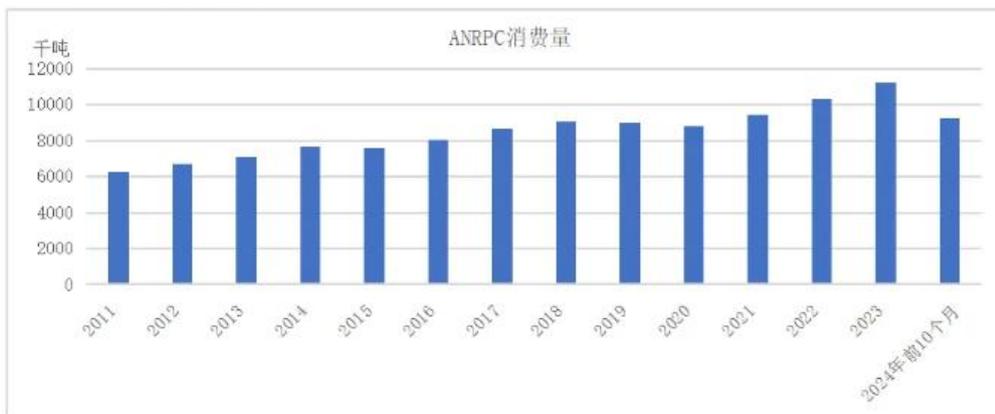
按进口来源地看，泰国、越南、马来西亚占据中国天然橡胶进口的前三位，占比近80%。今年一方面海外产区原料以及成品库存水平偏低，另一方面EUDR胶利润客观以及中国市场进口倒挂导致主要产国胶天胶出口分流，欧美流向增加而出口中国降幅较大，尤其以泰国最为明显。据统计，2024年前10月自泰国累计进口天然橡胶181.68万吨，同比去年下滑53.94万吨，降幅23%。而第二大进口贸易伙伴越南2024年产区开割延迟，叠加降雨偏多，又因年初预售价格偏低致销售利润亏损后交货船期推迟，使得前10月自越南累计进口天然橡胶104.98万吨，同比下滑26.9万吨，降幅20%。而新兴产胶国科特迪瓦进口量亦终止连涨趋势：主因在于其出口至中国价格优势减弱，而出口欧盟、印度等地价格优势突出，从而产生分流效应，前

10月自科特迪瓦累计进口29.04万吨，同比下滑9.11万吨，降幅24%。受海外新胶产出不畅、内外盘倒挂缺乏进口利润及欧盟等区域分流效应造成中国市场天然橡胶进口量出现显著下降，累计缺口近90万吨，导致全年国内新胶供应表现紧张，在刚需消化背景下现货库存不断消化弥补进口损失，胶价亦在供应端驱动下实现较强提升。而尽管新一轮海外产胶旺季已至，在无异常气候影响下新胶供应放量，叠加到下游刚需补库及节前备货，进口市场或受实质性支撑。但考虑到前10个月进口缺口较大，即使年末新胶上量加速，但对国内缺口回补空间有限，年内进口损失不可逆。

(二)需求端概况：轮胎需求支撑尚在，整体有望微增

1. 海外：欧美市场温和复苏，新兴市场提供边际增量

图 13：ANRPC 统计口径天胶消费量（千吨）

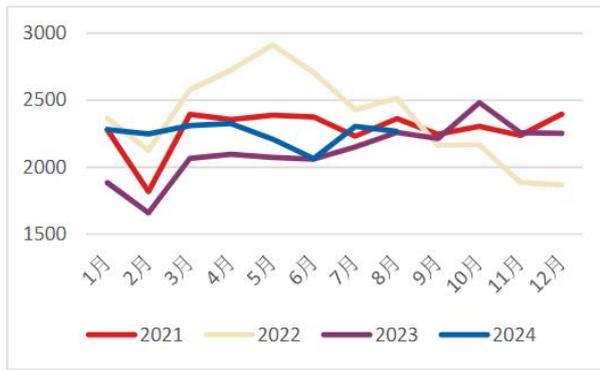


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

橡胶下游行业较多，其中消费量最大的产品依旧是轮胎行业，占比高达到69.3%。2024年全球轻型车需求处于缓慢恢复态势，车企销量窄幅上涨。据 LMC Automotive 最新发布的报告显示，2024 年全球轻型车市场 1-10 月累计销量较 2023 年同期小幅增长了 1%。从北美市场来看，10 月的经季节调整年化销量从 9 月的 1600 万辆/年升至 1620 万辆/年，创下 2024 年以来的新高。而 10 月当月美国轻型车销量实现同比增长，表现超预期，这一定程度归因于 2024 年 10 月的销售天数比 2023 年同期多了两天。当月销量同比增长 11.5% 达 134 万辆，而基于销售天数调整后的同比增幅则为 3.4%。加拿大 10 月调整年化销量，从 9 月的 193 万辆/年升至 198 万辆/年。新车成交价的小幅下降以及降息举措似乎对市场形成了一定的拉动效应。从欧洲市场来看，2024 年前 10 个月东欧市场累计销量呈现强势上涨，较 2023 年同期增长了 17%。得益于俄罗斯的轻型车销量稳健增长。从西欧市场来看，2024 年 1-10 月的累计销量则突破了 1100 万辆，较 2023 年同期提升了 1%。步入 2025 年，随着货币政策继续松绑，2025 年后西欧市场表现或将略有改善。

图 14：美国轮胎进口量（万条）

图 15：美国乘用车轮胎进口（万条）



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

与此同时，欧美市场轮胎整体处于恢复态势。今年前 9 个月美国进口轮胎共计 20392 万条，同比增加 10.5%，虽较上半年同比 13.5% 的增幅收窄，然仍处于稳步上升趋势。1-9 月，美国自中国进口轮胎数量共计 1924 万条，同比增 2%。欧洲方面，2024 年三季度欧洲替换胎市场销量同比增加 4.6% 至 6297.6 万条，较二季度和一季度分别上涨 0.5 和 2.7 个百分点，表明欧美等地轮胎市场呈现缓慢修复态势。

以印度为代表的新兴市场需求同样有望提供一定边际增量，印度最近几年产量接近我国、约 80 万吨，年消费约 130 万吨，缺口 50 万吨、靠进口补充。在今年 8 月份橡胶上涨过程中，印度需求扮演了比较重要的角色。今年 7 月份泰国出口 37 万吨，环比大增 8 万吨，而同期中国自泰国进口量并未显著提升，同期去印度的量高达 2.5 万吨，而近几年印度自泰国的进口量在 1-1.5 万吨/月。

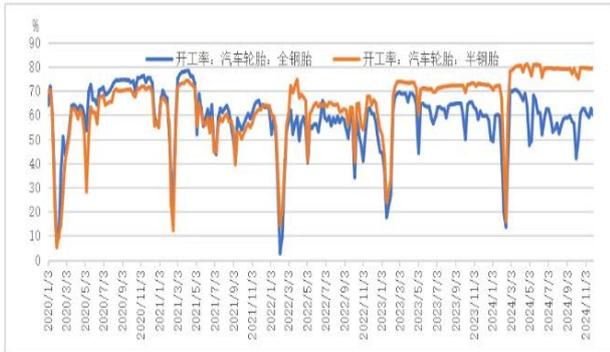
展望 2025 年，特朗普上台后或将实施关税政策，对后期存在较大的影响。首先，对我国轮胎出口可能存在一定的抑制作用，其次，我国将加大其它国家的轮胎出口，届时全球轮胎贸易流向或将改变，随着全球贸易摩擦加剧，对橡胶的需求形成一定负反馈，需求端面临阶段性考验。

2. 国内：平稳格局延续

从国内市场来看，2024 年国内半钢胎产能利用率均值在 75.74%，达到近五年同期高位，多数半钢胎企业开工延续高位运行，以满足订单需求。全钢胎产能利用率装置开工率达到 57.33%，较 2023 年同期下降 3.14%。全钢胎市场疲弱主要由于 2024 年运力不足拖拽配套和替换市场需求，因此半钢胎和全钢胎库存天数差异较大。2024 年下游轮胎出口量较往年大幅提升，成为拉动产量的强劲动力。2024 年 1-10 月全国橡胶轮胎外胎累计产量为 9.28 亿条，同比上涨 8.9%。前 10 个月中国橡胶轮胎累计出口量达到 774 万吨，同比增加 5.2%。

关注乘用车市场，2024 年 7 月底的“以旧换新”政策相比四月补贴力度进一步增加，范围从乘用车扩大至包含营运货车。下半年各地又结合当地实际情况，积极出台汽车以旧换新落地细则，提振市场情绪；加之金九银十销售旺季，使得 10 月国内汽车的产销量均达到年内高点，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%。前十个月，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。但重卡市场销量不佳，2024 年 10 月份，我国重卡市场销量约 6.3 万辆左右（批发口径，含出口及新能源），环比上涨 9%，相比上年同期的 8.11 万辆下滑 22%，减少了约 1.8 万辆。累计来看，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%。此外值得关注的是，2024 年 10 月我国汽车实现出口 54.2 万台，较 2023 年同期增长 11.1%、环比增长 0.5%，同、环比走势较好；1-10 月，汽车出口 485.5 万辆，同比增长 23.8%。分车型看，乘用车出口 410 万辆，同比增长 24%；商用车出口 75.5 万辆，同比增长 22.5%。

图 16: 国内轮胎开工变化 (%)


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

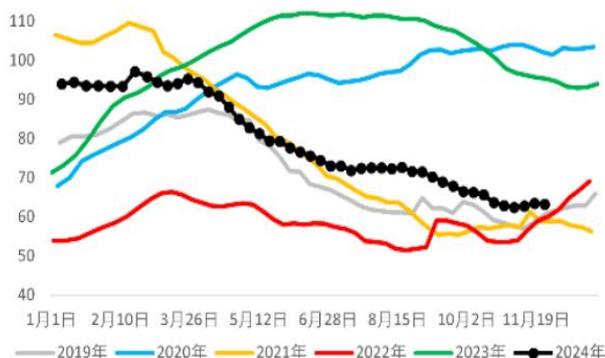
图 17: 国内轮胎出口量 (万吨)


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

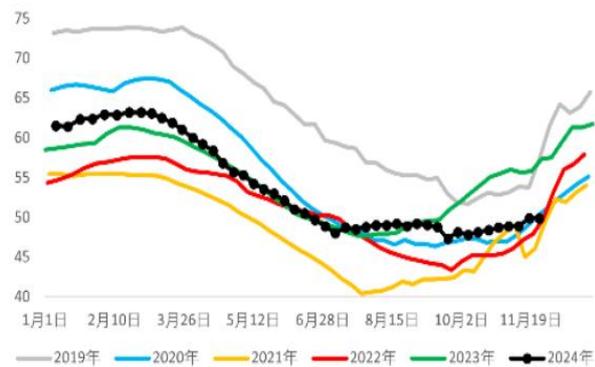
综上，国内需求有所复苏且整体平稳。因出口订单支持，今年半钢开工普遍维持在高位，同时库存较低，全钢则表现相对偏弱，但也基本符合季节特性。展望 2025 年，面对特朗普或将实施的壁垒政策，出口市场仍将面临考验。考虑到全球部分国家仍处于高通胀的背景下，2025 年全球汽车行业仍有一定的验证。预计明年新能源车产销量增速下降。轮胎出口维持增长，增速有所放缓。东南亚国家有着原料优势，且国内轮胎企业加速海外布局，包括在东南亚、欧洲等建厂，这些因素可能分流一部分国内轮胎出口量。

(三) 库存端概况：去库节奏有望延续

基于我国消费相对稳定而进口显著下降的背景下，年内库存端呈现持续去库格局。截至 2024 年 11 月末，中国天然橡胶社会库存 111.7 万吨，较年初下降约 44 万吨，降幅 28%。其中深色胶社会总库存为 63 万吨，较年初下降约 31 万吨，浅色胶社会总库存为 48.7 万吨，较年初下降约 13 万吨。合成橡胶方面，顺丁橡胶企业库存降至 2.6 万吨，从年初 3.6 万吨高位持续下降，贸易商库存 0.27 万吨，维持在五年同期较低水平。

图 18: 全国深色胶库存变化 (万吨)


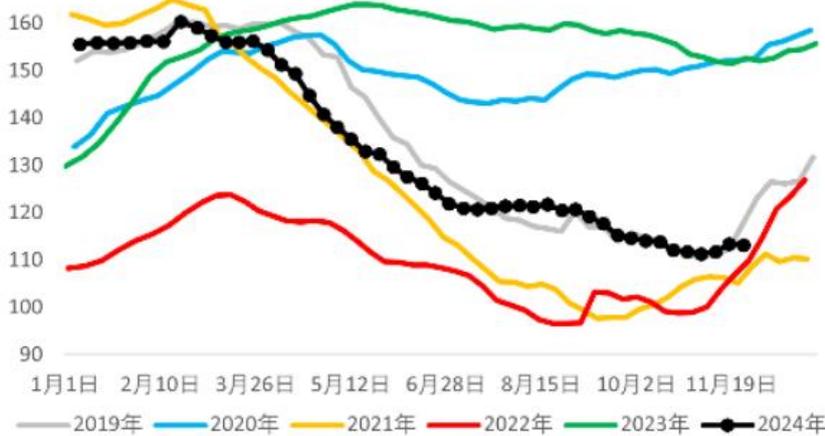
数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

图 19: 全国浅色胶库存变化 (万吨)


数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

今年整体供应由于天气干扰较多而有所减量，而下游半钢胎需求较去年转好，期间由于 EUDR 原料分流泰国进口至我国的天然橡胶量，导致国内现货一直处于偏紧的局面。从深浅色胶库存以及青岛保税区内+区外的库存来看，目前仍维持去库趋势，给天然橡胶市场底部的支撑较强。伴随着产区产量回升以及海外补库需求支撑的减弱，预计 2025 年国内天然橡胶将迎来库存的重新累积，基于供应压力更多体现在下半年，国内库存压力也将在下半年出现。深浅色库存变化或迎来扭转，深色胶库存的回升压力或大于浅色胶库存。

图 20：全国社会总库存变化（万吨）



数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

三、平衡表预测及行情展望

（一）供不应求延续去库

根据 ANRPC 协会对 2024 年的整体情况测算，全年产量预估在 1452.8 万吨，全年消费量在 1513.6 万吨，产销结余约-60.8 万吨，全年延续去库格局。考虑到近几年一直处于去库节奏，因此 2025 年有较大概率延续这一趋势，但供需缺口或较 24 年有一定幅度收窄。

表 1：全球天胶年度供需平衡表(千吨)

年度	供应	需求	库存变化
2017	14422	13716	706
2018	14302	14179	23
2019	13804	13661	143
2020	12782	12827	-45
2021	13844	13953	-109
2022	14343	14802	-459
2023	15141	15501	-360
2024E	14528	15136	-608

数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

（二）关注 EUDR 政策延期及后续影响

EUDR 主要影响的是要通过产业链进入欧盟的橡胶及其下游产品，而这一部分的橡胶需求量大概占全球橡胶需求的 8%-9%，也就意味着其实这一部分的橡胶数量对于整个上游产量而言是很小一部分。

EUDR 从产业链的上来看，受影响最大的是出口橡胶到欧盟的科特迪瓦、泰国、印尼、马来、越南，主要出口轮胎到欧盟的中国、土耳其、泰国、越南。

从出口橡胶到欧盟的国家来看，科特迪瓦、泰国积极准备 EUDR 认证。通过产业了解到科特迪瓦的橡胶今年基本会出口到欧美，出口到中国的数量较 2023 年下滑较多，而科特迪瓦作为新型产胶国，近几年保持同比 15% 以上的增产速度，2023 年干胶出口量超过 140 万吨，预计今年能有 20 万吨左右增量。泰国作为全球最大的橡胶主产国，尽管近几年进入减产趋势，但下滑幅度不大，且受到前两年的低价影响，胶农割胶积极性较差，2023 年产量约为 470 万吨，占全球橡胶产量的 1/3 左右。据了解泰国已有 95% 左右的胶园在做 EUDR 认证，胶园只需要提交材料，这一端是没有沉没成本的。从加工厂开始，原料成本出现，工厂自收的 EUDR 原料成本较非 EUDR 原料高 4 泰铢/千克，通过二盘商收的 EUDR 原料成本深知要加 12 泰铢/千克，增加的成本高达 15%。目前来看，仅泰国加科特迪瓦的进行认证的 EUDR 橡胶产量满足欧盟的 EUDR 需求已经过剩。而印尼和马来西亚对 EUDR 的反对较为强烈，EUDR 的实施将导致橡胶出口成本普遍上升，尤其是对于那些需要建立和完善溯源体系的国家来说，这意味着必须承担额外的投资和运营成本。不过印尼的反对意见更集中于其主要出口商品棕榈油，EUDR 在印尼、马来的施行或将被进一步延缓。而从下游角度看，目前试行出口的 EUDR 橡胶大约会使下游增加 200-300 美金/吨的成本，如果是长约要增加 400-500 美金/吨的成本，相对于目前的橡胶价格而言，成本增幅将达到 10%-30%，对于下游而言，接货压力还是很大的。而且近期盘面也对 EUDR 开始炒作预期和锁现货流动性，盘面涨了 10% 出头，再加上 EUDR 橡胶的溢价，更多的压力给到下游，下游的接货意愿也是市场平衡中关键的一环。

今年欧盟净消费量同比增速高达 14%，其中进口橡胶增速 10%（每年约 100 万吨），进口轮胎增速 10%（每年约 55 万吨），出口轮胎少了 7%（每年约 40 万吨），本土 PMI 并无明显增长，故我们认为其存在主动补库，总体量约在 12-15 万吨，分为常规补库和 EUDR 补库。预计后续欧盟的需求增速相对平缓。

（三）留意国内“抛储”动向

2024 年 9 月国储局完成了两轮抛储，抛储的量 and 价格均超出预期，后市冲高小幅回落。抛储这一行动按理来说对于市场是利空因素，但从成交量和成交价格来看，更多的是反映出现货市场上可流通的低价货源紧缺。且从统计来看，目前国储局库存全乳胶余量不高，未来存在较强收储预期。

表 2：天胶轮储政策年表

2007年以来天然橡胶轮储政策年表

2007年 12月18日 抛储 预期抛1.9万吨国产标胶，实际抛1.9万吨
2009年 2-4月 收储 预期每月收1万吨全乳胶，实际共收5.5万吨
2009年 4-10月 收储 预期每月收1万吨全乳胶，实际共收5.5万吨
2010年 4月14日 抛储 预期抛10万吨烟片胶与国产标胶，实际抛3万吨
2010年 4月23日 抛储 预期抛10万吨烟片胶与国产标胶，实际抛3万吨
2012年 10月26日 收储 预期收10万吨全乳胶和烟片胶，实际收2.2万吨
2012年 11月8日 收储 预期收无限量全乳胶，实际收8.2万吨
2013 10月29日 收储 预期收6万吨烟片胶，实际收5.4万吨
2013 11月12日 收储 预期收11.8万吨烟片胶，实际收4.2万吨
2013 12月6日 收储 预期收8万吨全乳胶，实际收6.05万吨
2013 12月16日 收储 预期收11.57万吨全乳胶和烟片胶，实际收4.59万吨全乳和4.13万吨烟片胶
2014 12月5日 收储 预期收20万吨全乳胶，实际收12.85万吨全乳胶
2023 7月31日 抛储 预期抛7万吨老全乳，实际抛4.7万吨
2023 7-9月 收储 预计收7-10万吨全乳仓单，实际收3.2万吨
2023 12月26日 抛储 预期抛13.6万吨老全乳和烟片，实际抛2.8万吨
2024 3月25日 抛储 预期抛10.8万吨，实际抛6.1万吨，烟片胶流拍

数据汇总：自2023年起抛储 合计 13.6万吨
自2023年起收储合计 3.2万吨
自2023年起收抛储合计 净抛储10.8万吨

数据来源：同花顺，钢联，东吴期货研究所

(四) 天胶&标胶后市展望

展望 2025 年，供应端海外主产区预计减产，进口端基于海外减产、EUDR 分流、以及国内轮胎厂在海外建厂等因素总量预期下行，重点关注进口橡胶加工利润、EUDR 的分流效果、以及海外的实际产量。需求端国内维持稳定：轮胎出口维持增长，但增速放缓。今年官方已抛储近 21 万吨，若没有这个供给补量，年内缺口将进一步加大。故明年较高概率执行收储计划，我国 2025 年紧平衡格局形成。

考虑到明年上半年各主产国处于割胶淡季，产量大幅释放将集中在下半年，实际幅度有待考察。若不考虑极端天气影响，目前主产国产能或已进入下行通道。但天气干扰因素作为天然橡胶供应端最大的影响因素，存在不可预测性，减产预期仍存；而新一季的供应压力更多体现在四季度，预计上半年价格维持偏强运行。如果主产区供应能正常释放，则四季度将迎来供应压力。综合来看，天胶及标胶 2025 年价格中枢有望更上一层楼，整体呈现进一步上移，操作上建议逢低多配。

(五) 合成胶后市展望

2025 年成本端对合成胶支撑相对有限，一季度由于自身供给高位以及成本端的拖累，趋势或较天胶标胶出现分化，走势相对偏弱。而二季度进入检修季，叠加替代品天然橡胶产量处于阶段性低位，合成橡胶价格或将止跌企稳。回顾 2024 年丁二烯产能增加但产量累计同比增幅有限，截至前 11 月仅累计增加 1.83%，而 2025 年预计新投产将近 110 万吨，基于特朗普上台后主张放松对传统化石燃料的监管，增加国内石油、天然气和煤炭的生产，若政策落地实施，则国际能源价格下行，裂解装置生产压力缓解，利润修复后提升开工负荷，故步入下半年，伴随产量提升原料丁二烯价格将面临压力。考虑到合成橡胶由于其于天然橡胶的关联性较高，走势大体跟随天然橡胶为主，然受制于自身成本端压力，预计较天胶端偏弱。

潜在风险因素

天胶风险点：宏观经济大幅波动、供应超预期、极端天气干扰。

合成胶风险点：宏观面大幅波动、国际能源价格大幅下跌、上游丁二烯新投产延迟落地、需求端大幅收缩。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！