

能化专题报告：2024 年 4 月 25 日**橡胶回调破前低，后市如何看待？****主要逻辑：**

进入二季度以来，天然橡胶内外盘期货合约普遍回调。天然橡胶在一季度表现相对亮眼，一度成为市场热点品种。然而在进入二季度后，在 4 月初短暂反弹后，价格呈现持续回调，近期更是突破前低。

从全球天然橡胶产量的季节性来看，4 月为全球天然橡胶的低产期。截至 4 月，仅有产能迈入下行周期的印尼处于旺产季，全球其余主产区仍处于低产季与低产季前的过渡阶段。由于割胶的季节性规律，在东南亚主产国顺利大面积开割前，供应端的边际增量有限。从目前东南亚主产区的降雨情况来看，主产国雨水偏少，今年东南亚主产国的开割进度会类似 2023 年，较正常年份偏慢。

本轮天胶回调驱动或来自海外需求复苏放缓。欧美 3 月终端需求的表现并没有在呈现出 2 月那般的环比复苏，仅美国汽车销量在 3 月实现了同环比双增长，其余终端需求同环比皆呈现不同程度回落。随着美联储降息推迟逐渐形成一致预期，或导致轮胎下游行业汽车、公路运输等复苏进度放缓，从而推迟全球轮胎行业走出主动去库阶段的时间点，打压海外轮胎企业对于未来营收和利润的预期，阶段性放缓天然橡胶采购节奏，天然橡胶即期需求回落，全球供需缺口修复，价格回落。

后市展望：

综上，我们认为近期胶价回调的主要驱动来自于海外需求阶段性回落，全球供需缺口收窄，以单边价格下跌方式去体现全球平衡表的修复。本轮回调的终点取决于海外企业的采购需求何时回暖，本质上是终端汽车、公路运输何时迎来拐点，至少能够令轮胎企业形成行业复苏的一致预期。相对于终端需求什么时间点迎来复苏，或者说库存周期迈入下一个阶段。需求端相对确定的点是在今年美联储降息的背景下，至少需求很难再出现负增长。供应端来看，现在东南亚的天气条件无法支持主产区在近期大面积开割，在价格回调后，上游无论是胶农还是加工厂也没有动机主动去释放额外的产量。短期内，胶价或迎来回调，中长期基本面不支持胶价出现单边趋势性下跌。

风险提示：

欧美需求不及预期、天气等

能化专题报告

研究员：董丹丹
期货交易咨询从业信息：Z0017387
期货从业信息：F03095464
联系方式：18616602602

研究助理：蔡文杰
期货从业信息：F03114213
联系方式：13120867885

发布日期： 2024 年 4 月 25 日

一、天然橡胶内外盘期货合约近期普遍回调

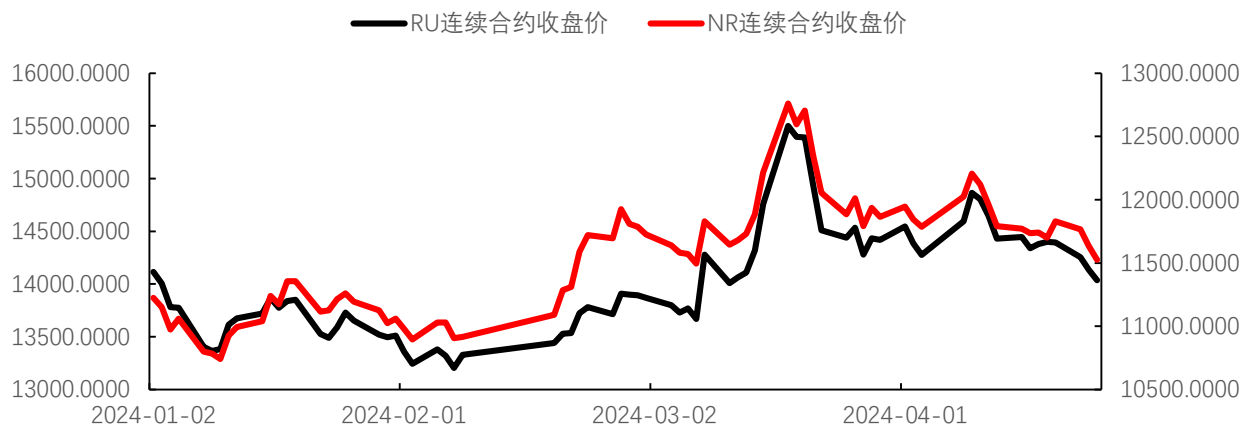
进入二季度以来，天然橡胶内外盘期货合约普遍回调。截至4月24日夜盘前，沪胶期货主力合约RU2409、上期所20号胶期货主力合约NR2406、新加坡20号胶期货主力合约Sicom2407合约和日胶期货主力合约Tocom2409分别报收14215元/吨、11525元/吨、160.1美分/公斤和308日元/公斤，较3月末分别下跌3.1%、2.9%、2.5%和6.6%；较4月高点回落幅度分别为6.4%、7.6%、6.1%和8.8%。天然橡胶在一季度表现相对亮眼，一度成为市场热点品种。然而在进入二季度后，在4月初短暂反弹后，价格呈现持续回调，近期更是突破前低。在迎来回调的过程中基本面发生了何种变化？后市又将如何演绎？

图表 1：3月末以来天然橡胶内外盘期货合约涨跌幅

| 交易所 | 主力合约 | 单位 | 3月末收盘价 | 4月高点价格 | 4/22日盘收盘价 | 较3月末涨跌幅 | 较4月高点涨跌幅 |
|------------------|-----------|-------|--------|--------|-----------|---------|----------|
| 上海期货交易所 (SHFE) | RU2409 | 元/吨 | 14665 | 15190 | 14215 | -3.1% | -6.4% |
| 上海国际能源交易中心 (INE) | NR2406 | 元/吨 | 11865 | 12475 | 11525 | -2.9% | -7.6% |
| 新加坡交易所 (SGX) | Sicom2407 | 美分/公斤 | 164.2 | 170.5 | 160.1 | -2.5% | -6.1% |
| 东京商品交易所 (JPX) | Tocom2409 | 日元/公斤 | 329.8 | 337.8 | 308.0 | -6.6% | -8.8% |

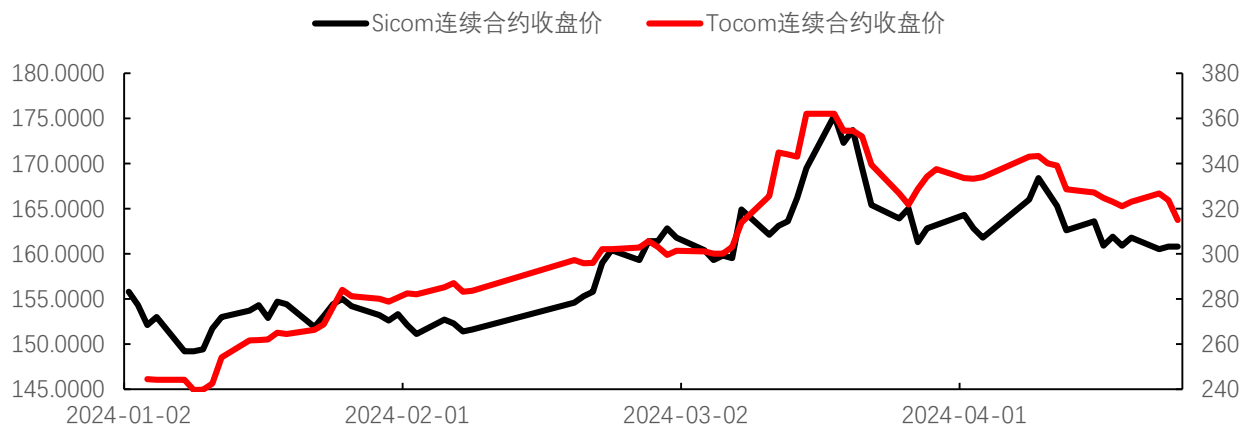
数据来源：中信建投期货整理

图表 2：2024 年以来 RU&NR 连续合约收盘价（元/吨）



数据来源：中信建投期货整理

图表 3：2024 年以来天然橡胶外盘期货连续合约收盘价（美分/公斤、日元/公斤 左）



数据来源：中信建投期货整理

二、全球低产季背景下，供应边际增量有限

从全球天然橡胶产量的季节性来看，4月为全球天然橡胶的低产期。根据 ANRPC 最新的报告显示，3月全球天然橡胶产量为 75.1 万吨，同比增加 3.4%，环比减少 4.5%；1-3 月全球天然橡胶产量 299.7 万吨，同比基本持平。

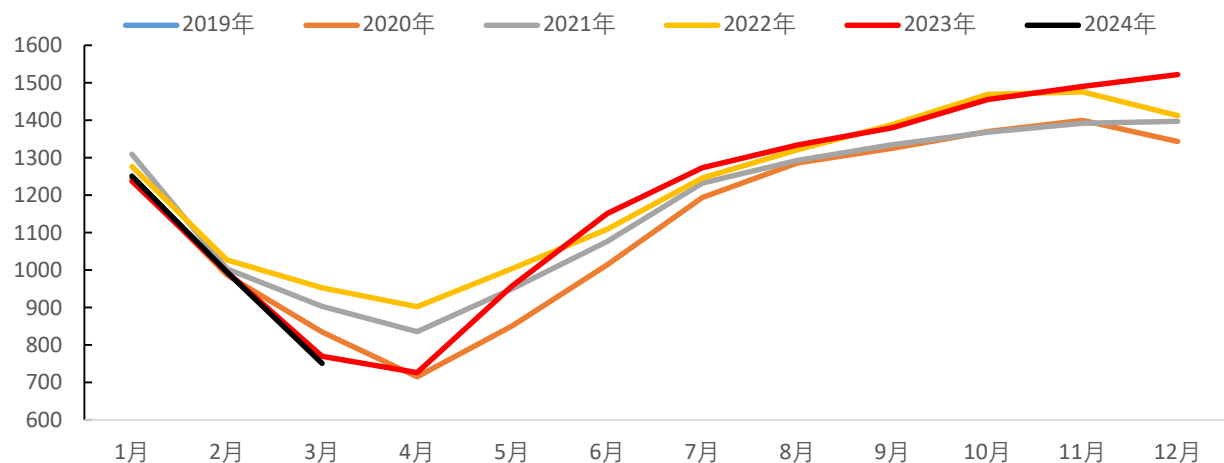
截至 4 月，仅有产能迈入下行周期的印尼处于旺产季，全球其余主产区仍处于低产季与低产季前的过渡阶段。泰国尚未大面积开割（泰国没有真正意义上全区域停割的概念，主要是开割区域面积环比差异较大）；越南 4 月底局部地区开割，据悉开割面积有限；全球第三大产胶国科特迪瓦一般割季为当年 5 月至次年 2 月，目前未进入旺产季；国内云南海南产区顺利开割，但国内天然橡胶产量占比全球约 6%，对总量供应影响不大。由于割胶的季节性规律，在东南亚主产国顺利大面积开割前，供应端的边际增量有限。

图表 4：天然橡胶割季

| 地区 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 全球 | 过渡期 | 低产期 | | 过渡期 | 增产期 | | 高产期 | | | | | 过渡期 |
| 泰国 | 高产期 | 过渡期 | 低产期 | | 过渡期 | 增产期 | | 高产期 | | | | |
| 印尼 | 低产期 | | 增产期 | 高产期 | | 低产期 | 高产期 | | 过渡期 | | | 低产期 |
| 越南 | 过渡期 | 低产期 | | | 过渡期 | 增产期 | 高产期 | | | | | 过渡期 |
| 中国 | 停割期 | | | 过渡期 | 增产期 | 高产期 | | | | | | 减产期 |

数据来源：中信建投期货整理

图表 5：ANRPC 成员国天然橡胶产量（千吨）

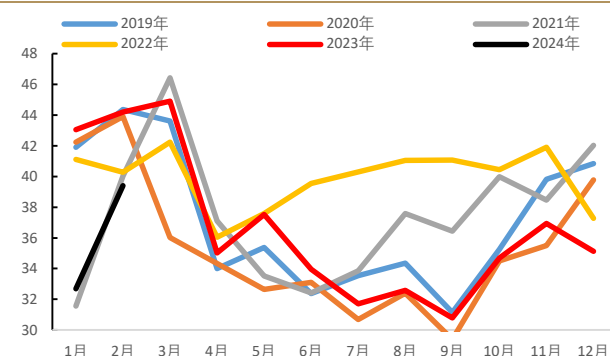


数据来源：中信建投期货整理

从全球天然橡胶主产国的贸易数据来看，2月泰国天然橡胶出口 39.4 万吨，同比下滑 10.8%，位于 5 年同期低点；1-2 月累计出口 72.1 万吨，同比下滑 17.4%；2 月印尼天然橡胶出口 12.74 万吨，同比下滑 18%，2024 年 1-2 月累计出口 26.62 万吨，同比下滑 18.8%；3 月越南出口天然橡胶 11.61 万吨，同比增加 0.2%，1-3 月累计出口 41.42 万吨，同比增加 8.5%；3 月科特迪瓦出口天然橡

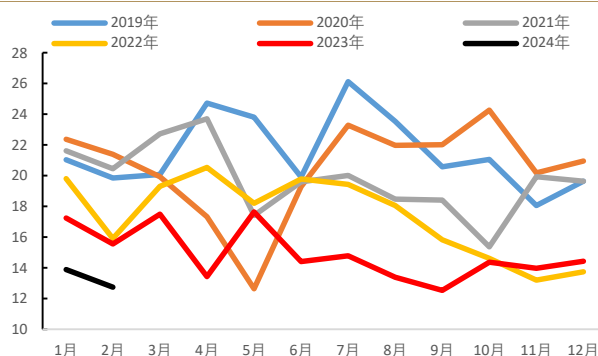
胶 12.8 万吨，同比增加 23.5%，1-3 月累计出口 36.1 万吨，同比增加 5.9%。从主产国的贸易数据也可以看到，在今年一季度面向全球供应同比下滑。同时，由于泰国和印尼占比全球天然橡胶约 50%，因此尽管越南和科特迪瓦同比增长，但仍无法弥补泰国和印尼出口（产量）下降带来的供应缺口。

图表 6：泰国天然橡胶出口（万吨）



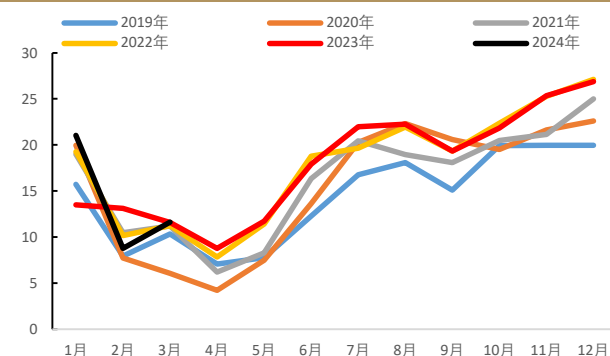
数据来源：中信建投期货整理

图表 7：印尼天然橡胶出口（万吨）



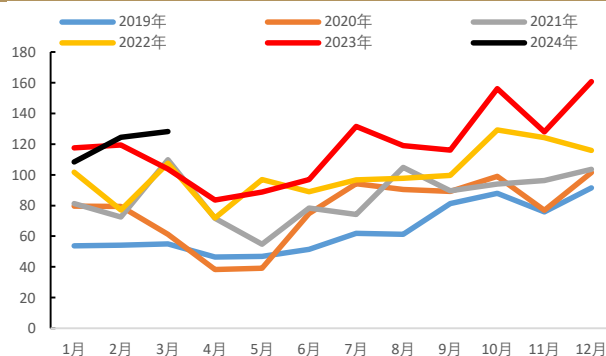
数据来源：中信建投期货整理

图表 8：越南天然橡胶出口（万吨）



数据来源：中信建投期货整理

图表 9：科特迪瓦天然橡胶出口（千吨）



数据来源：中信建投期货整理

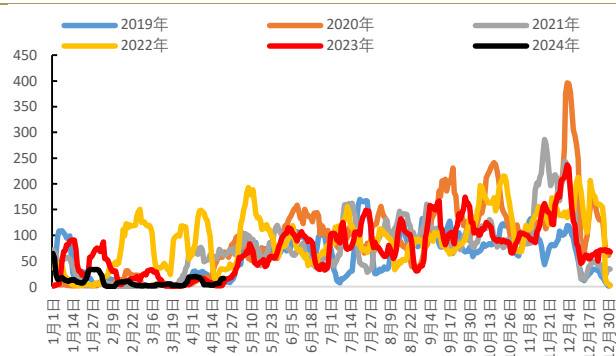
三、东南亚干旱现象持续，开割进度或推迟

天然橡胶的种植需要适宜的气候条件，一般来说，常年高温多雨气候适宜种植天然橡胶。橡胶树根系发达，在水分充足的情况下可以生长得更加茂盛。因此，一年中有丰富的降雨量是天然橡胶树生长的关键。在开割之前若出现雨水偏少甚至是干旱的现象，会导致橡胶树的生长速度明显减缓，树冠大小和叶面积都会减小。橡胶树的生育和蓄积期持续时间也会缩短，这直接影响橡胶的产量和质量。此外，干旱还可能导致橡胶树易于受到各种病虫害的侵袭，进一步影响橡胶的产量和质量。

2 月底国家气象中心预计本次中等厄尔尼诺事件将在 4 月结束，但厄尔尼诺结束并非代表东南亚主产区的天气条件会迎来好转，二者存在一定关系，但也不是一一对应。因此，还是需要具体观察主产国降雨等相关情况。

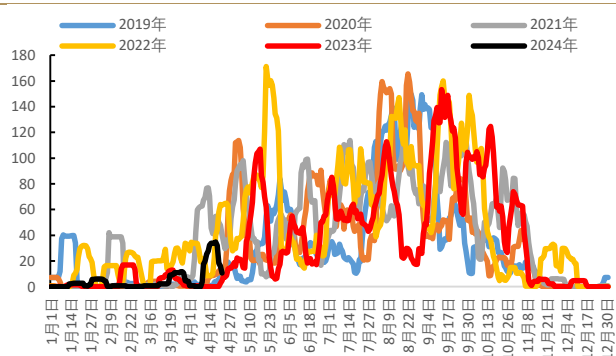
从目前东南亚主产区的降雨情况来看，泰国南部的雨水偏少，类似去年同期情况；北部在近期迎来一轮降雨，情况优于南部，或能按时大面积开割。但由于泰国北部天然橡胶产量占比泰国约 10% 左右，而南部占比约 60%，那就是说如果泰国南部持续未能迎来降雨，整体泰国开割上量进度仍偏慢。印尼的主产区在苏门答腊，约占印尼天然橡胶产量约 75%，目前来看印尼未出现干旱情况，不过近期雨水偏多，或导致胶农无法顺利割胶。越南产区近期雨水类似 2023 年同期，较正常开割年份偏少。听闻越南产区在今年高价下提前开割意愿较强，但未能顺利开割。因此，尽管越南于近期开割，但仍需密切关注大面积开割时间点。整体去评估，我们认为今年东南亚主产国的开割进度会类似 2023 年，较正常年份偏慢。

图表 10：泰国南部 10 天滚动降雨（mm）



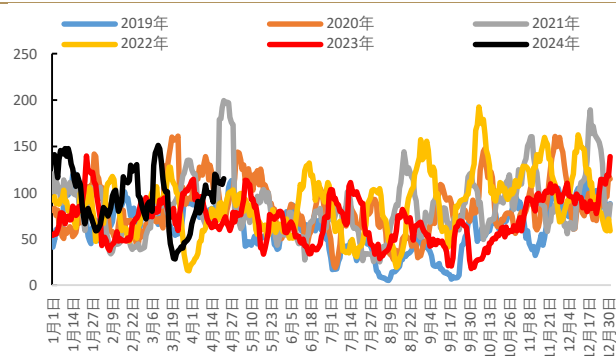
数据来源：中信建投期货整理

图表 11：泰国北部 10 天滚动降雨（mm）



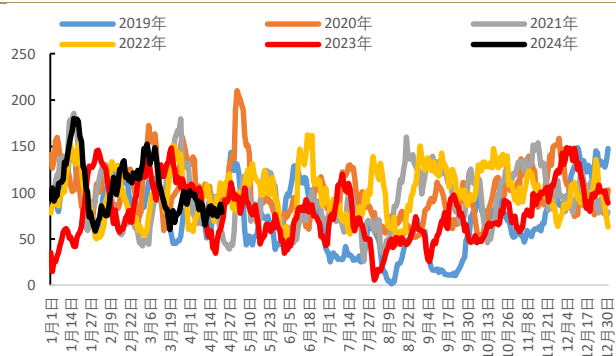
数据来源：中信建投期货整理

图表 12：印尼苏门答腊 10 天滚动降雨（mm）



数据来源：中信建投期货整理

图表 13：印尼加里曼丹 10 天滚动降雨（mm）



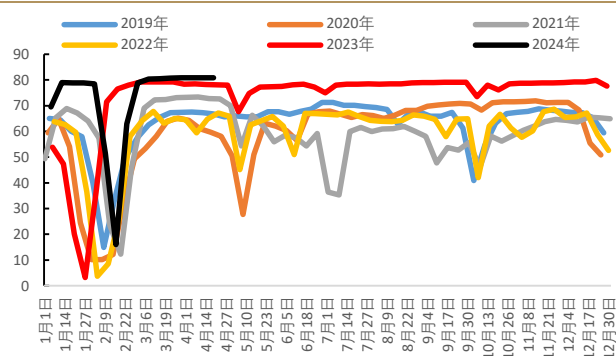
数据来源：中信建投期货整理

四、国内下游表现平稳，五一轮胎企业迎集中检修

从春节后国内轮胎厂的表现来看，无论是生产行为（产能利用率）和胎种的分化格局没有太大变化。截至 4 月 18 日，山东地区轮胎企业半钢胎产能利用率为 80.88%，环比-0.03%，同比+2.59%；全钢胎产能利用率为 71.18%，环比+0.12%，同比-1.45%。半钢胎样本企业平均库存周转天数在 28.94 天，环比-0.05 天，同比-6.51 天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在 41.15 天，环比+1.57 天，同比+4.77 天。进入 4 月份，轮胎企业间运行差异化显现，半钢胎企业产销两旺持续，整体运行表现良好；全

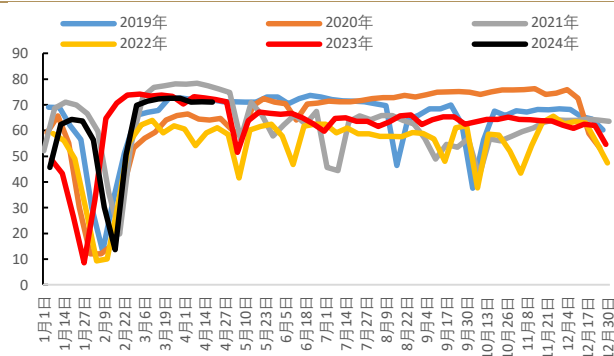
钢胎订单缩减，产销压力增加，部分企业有灵活控产现象，叠加原料价格高位运行，多重因素交织，“五一小长假”企业检修风声再起，预计开工将出现季节性回落。听闻今年假期国内轮胎厂假期较往年偏长，我们认为半钢或由于长期维持装置高负荷运转，带来的刚需检修，体现半钢胎需求依然旺盛；全钢胎则有一些相反，装置开工水平中性偏高，近期成品的库存或由于终端需求好转迟迟未现，企业主动选择进行集中检修。

图表 14：半钢胎产能利用率（%）



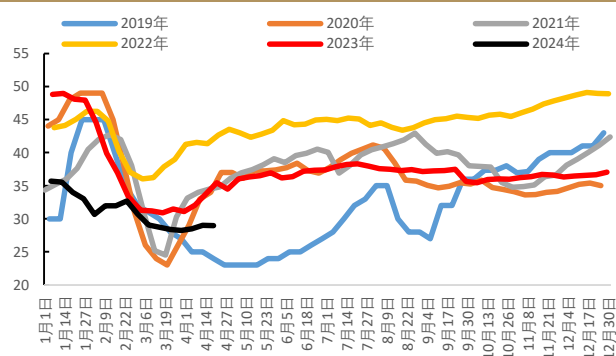
数据来源：中信建投期货整理

图表 15：全钢胎产能利用率（%）



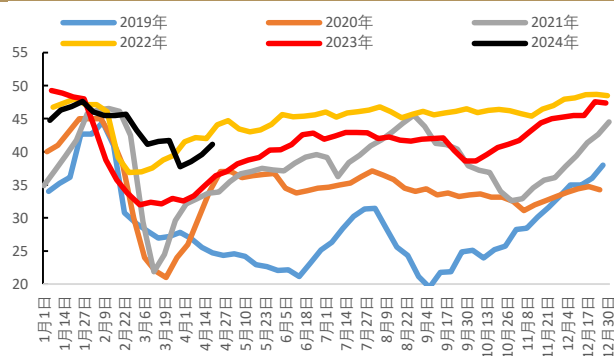
数据来源：中信建投期货整理

图表 16：半钢胎库存天数（天）



数据来源：中信建投期货整理

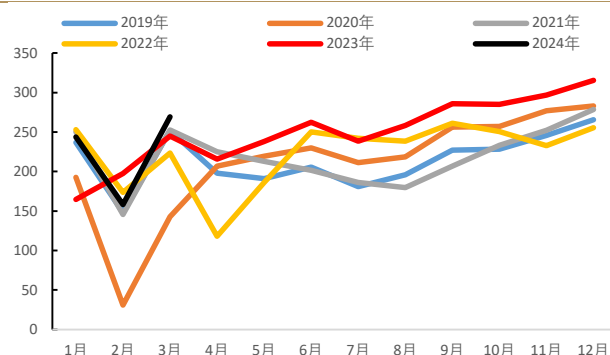
图表 17：全钢胎库存天数（天）



数据来源：中信建投期货整理

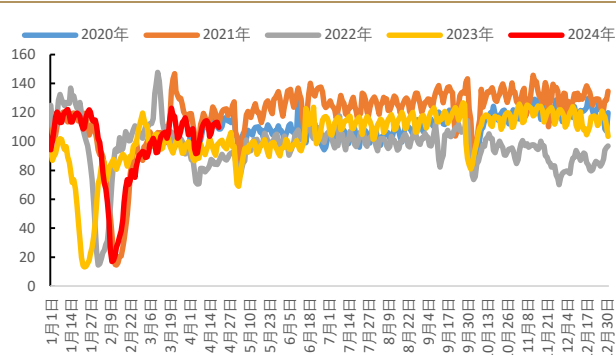
从国内终端需求来看，一季度汽车行业经济运行起步平稳，实现良好开局。3月，汽车产销分别完成268.7万辆和269.4万辆，环比分别增长78.4%和70.2%，同比分别增长4%和9.9%。节后新车大量上市，车展等线下活动陆续开展，部分地区出台以旧换新等促销政策，拉动汽车销量环比同比呈现较快增长。1-3月，汽车产销分别完成660.6万辆和672万辆，同比分别增长6.4%和10.6%。从整车物流运输指数来看，春节后归来，随着冬季结束与国内经济好转，运输活动同环比修复。但受到房地产疲软的拖累，物流运输复苏力度有限，无法带来额外的需求增长。

图表 18：中国汽车销量（万辆）



数据来源：中信建投期货整理

图表 19：整车物流运输指数

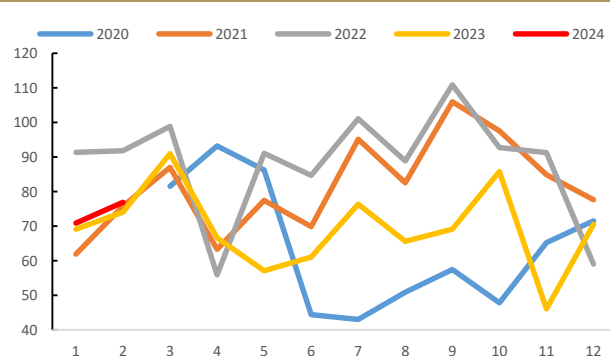


数据来源：中信建投期货整理

五、本轮天胶回调驱动或来自海外需求复苏放缓

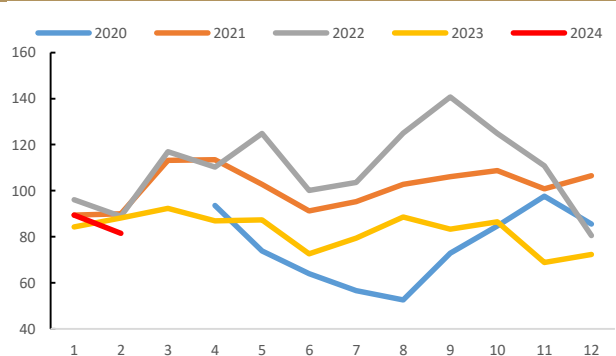
欧美发达国家占比天然橡胶主要下游轮胎消费超过 50%，因此我们主要考察欧美需求的变化。从欧美天然橡胶进口来看，2 月美国进口天然橡胶 7.7 万吨，同比增加 3.9%；1-2 月累计进口 14.8 万吨，同比增加 3.3%。2 月欧盟进口天然橡胶 8.2 万吨，同比减少 7.6%；1-2 月累计进口 17.1 万吨，同比减少 0.9%。1-2 月欧美合计进口天然橡胶 31.9 万吨，同比增加 1.2%。虽未出现 2023 年欧美天然橡胶全面下滑的情况，但在欧美未有本土轮胎产能大幅退出的情况下，原材料进口在体现本土轮胎产能率仍有较大提升空间。

图表 20：美国天然橡胶进口量（千吨）



数据来源：中信建投期货整理

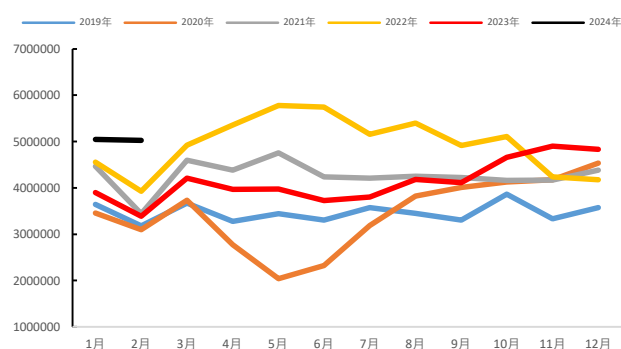
图表 21：欧盟天然橡胶进口量（千吨）



数据来源：中信建投期货整理

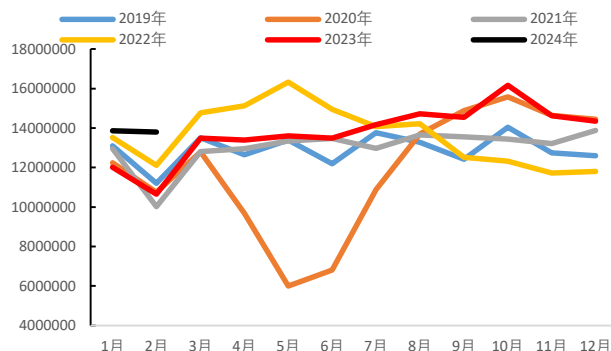
从轮胎进口来看，2 月美国进口全钢胎 502.5 万条，同比增加 48.5%，1-2 月累计进口 1006.8 万条，同比增加 38.2%；进口半钢胎 1379.6 万条，同比增加 29.5%，1-2 月累计进口 2766.1 万条，同比增加 22%。2 月欧盟进口全钢胎 152.4 万条，同比增加 3%，1-2 月累计进口 275.2 万条，同比增加 0.2%；进口半钢胎 1047.3 万条，同比增加 21.3%，1-2 月累计进口 1854.8 万条，同比增加 8.4%。尽管欧美天然橡胶进口复苏明显，但可以看到欧美轮胎进口在 1-2 月维持正增长，尤其是美国大幅增长，欧盟的全钢胎增长略乏力。

图表 22: 美国全钢胎进口 (条)



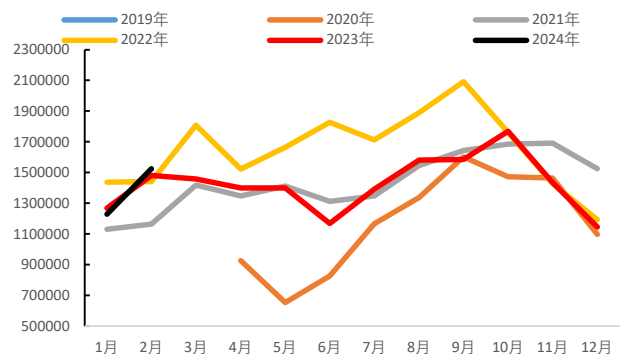
数据来源: 中信建投期货整理

图表 23: 美国半钢胎进口 (条)



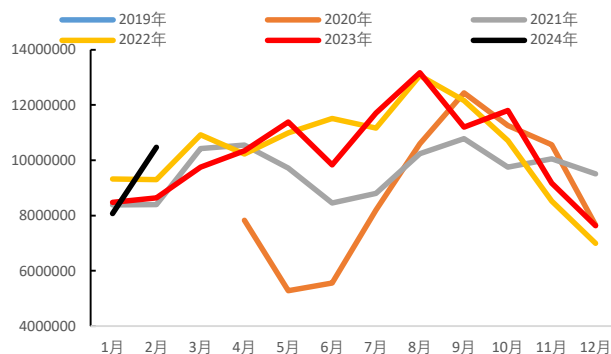
数据来源: 中信建投期货整理

图表 24: 欧盟全钢胎进口 (条)



数据来源: 中信建投期货整理

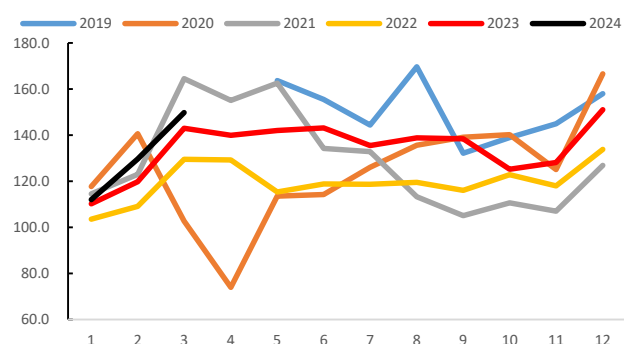
图表 25: 欧盟半钢胎进口 (条)



数据来源: 中信建投期货整理

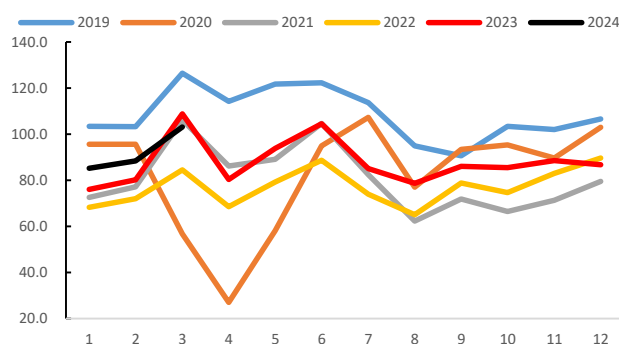
由于欧美市场天然橡胶与轮胎贸易商较少,即无论是天然橡胶还是轮胎的进口需求中,极少是来自投机需求。那么理论上对于欧美来说,对于天然橡胶和轮胎的进口动力来自于真实需求。即进口橡胶的是为了生产轮胎,进口轮胎是为了拿去使用。可以看到在今年 1-2 月天然橡胶价格持续走强的阶段,欧美汽车销量均呈现出同环比增长,即轮胎配套消费大幅增长,然而配套消费仅占比轮胎消费约 30%。70%的替换消费方面,CASS 货运指数和德国卡车通行里程指数(德国占欧盟公路运输量 25%左右,由于缺乏欧盟整体数据,因此用德国替代)在 2 月均呈现环比好转,但同比仍未负,这也能一定程度说明全钢胎需求疲软的原因。

图表 26: 美国汽车销量（万辆）



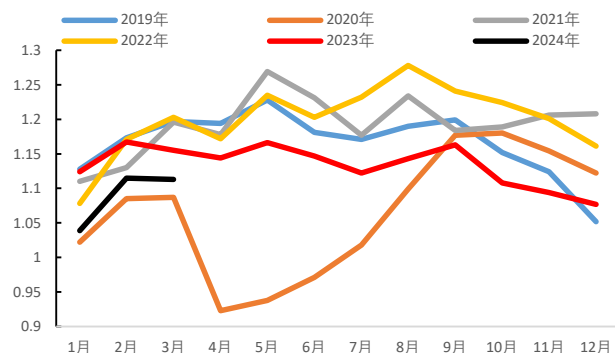
数据来源: 中信建投期货整理

图表 27: 欧盟汽车销量（万辆）



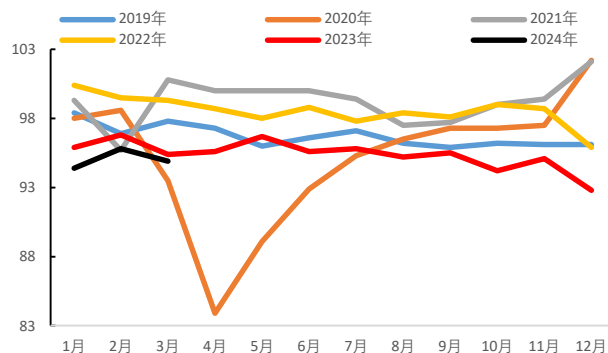
数据来源: 中信建投期货整理

图表 28: 美国 CASS 货运指数



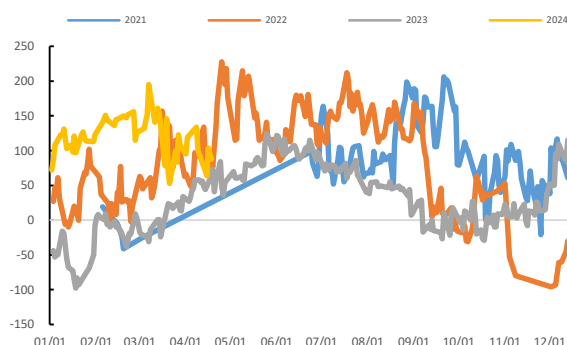
数据来源: 中信建投期货整理

图表 29: 德国卡车通行里程指数

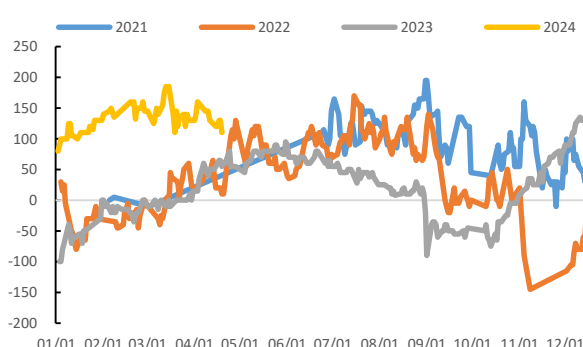


数据来源: 中信建投期货整理

也可以看到欧美 3 月终端需求的表现并没有在呈现出 2 月那般的环比复苏，仅美国汽车销量在 3 月实现了同环比双增长，其余终端需求同环比皆呈现不同程度回落。随着美联储降息推迟逐渐形成一致预期，或导致轮胎下游行业汽车、公路运输等复苏进度放缓，从而推迟全球轮胎行业走出主动去库阶段的时间点，打压海外轮胎企业对于未来营收和利润的预期，阶段性放缓天然橡胶采购节奏，天然橡胶即期需求回落，全球供需缺口修复，价格回落。具体体现为近期印标对 Sicom 主力合约升水（海外轮胎企业与上游企业长约一般通过 Sicom 升贴水点价成交）与内外价差收窄。此外，关于近期上游企业集中向中国区抛售近月船货的问题，根据前述对于海外采购回落分析，以及上游在这个时间点是无法给到供应端的环比增量（特殊情况暂不考虑），上游也没有动机主动去卖低价格。我们认为中国区在承接上游无法销售至欧美的货物，而不是来自于总量供应的增加。

图表 30：印标 FOB-Sicom（美金/吨）


数据来源：中信建投期货整理

图表 31：印标 FOB-库内印标


数据来源：中信建投期货整理

六、如何看待本轮回调？

综上，我们认为近期胶价回调的主要驱动来自于海外需求阶段性回落，全球供需缺口收窄，以单边价格下跌方式去体现全球平衡表的修复。本轮回调的终点取决于海外企业的采购需求何时回暖，本质上时终端汽车、公路运输何时迎来拐点，至少能够令轮胎企业形成行业复苏的一致预期。相对于终端需求什么时间点迎来复苏，或者说库存周期迈入下一个阶段。需求端相对确定的点是在今年美联储降息的背景下，至少需求很难再出现负增长。供应端来看，现在东南亚的天气条件无法支持主产区在近期大面积开割，在价格回调后，上游无论是胶农还是加工厂也没有动机主动去释放额外的产量（东南亚的树虽然没有进入产能下行周期，但至少处于产能释放的尾声或者已经见顶，就是橡胶树割一刀很难比 2023 年割一刀能割出更多胶水）。短期内，胶价或迎来回调，中长期基本面不支持胶价出现单边趋势性下跌。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。