胶价调整中企稳，重心抬升已成事实

本文作者：中金财富期货研究所　刘绅
期货从业资格证书号：F3041660
期货投资咨询从业证书号：Z0015324

前言：目前，天然橡胶产业链进入供需双增的旺季模式，胶价阶段性顶部或已显现，但此时难有大幅下跌的基础，亦不排除出现极端天气的可能。长远来看，本轮天然橡胶产能扩张周期已经达峰，后续年份胶价重心不可逆性回升是大趋势。

海内外主要产区进入旺产季

天然橡胶价格保持高位震荡，市场对割胶旺季供应回升预期增强，令估值存在一定分歧。

按照以往经验，11 月通常是一年中海内外天然橡胶总产量最高的时期，因为 10 月以后泰国南部主产区逐渐上量，而中国云南版纳地区将在 12 月全面停割。从时间节点来看，未来 3 个月东南亚产区将进入割胶旺季，国产全乳胶供应逐渐收缩，供应端主要依赖进口货源为主。

目前东南亚降雨情况整体减少，割胶作业开始大面积展开，虽然日前新一轮台风来袭，但对于主要产胶国影响有限。无论国内外期货市场，还是泰国主产区现货报价来看，目前各品类天然橡胶价格整体出现较大回落，天气好转令原料成本支撑松动，是造成橡胶走势调整的直接原因。

泰国降雨减少，供应逐渐递增

今年前三季度天气整体不利，天然橡胶季节性上量一再推迟，预计全球总供应将录得减产结果。

2024 年前三季度，泰国天然橡胶（不含混合、复合胶）出口量合计为 216.9 万吨，比上年同期增加 9%；其中，出口至中国的天然橡胶数量为 71.3 万吨，同比下降 7%。中国进口用于内销的橡胶以混合胶为主，同期泰国出口混合橡胶 90.1 万吨，同比大幅下降 31%，出口到中国的货源占绝大部分。综合来看，泰国前三季度大类橡胶出口共计 307 万吨，同比下降 7%；出口中国总计 159 万吨，同比大幅下降 23%。

10 月下旬以后，南亚主产区雨季进入尾声，泰国自东北部向南部降雨逐渐减少，且较往年同期无显著增多。在天气因素影响减弱后，割胶作业逐步顺利展开，预计天然橡胶产量和对华出口量将呈递增趋势。

进口压力将兑现，青岛库存迎拐点

由于今年全球主要产胶国出口明显缩减，导致国内进口量出现显著下滑，青岛地区显性库存超长期延续去化趋势，对胶价形成强劲支撑。海关数据显示，2024 年前三季度，中国天然橡胶进口量累计 512.8 万吨，同比大幅下降 13.22%。

不过，上游原料放量已经是时间问题，成本支撑松动令现货边际止涨回调，而下游维持刚需采购，实盘高价货源成交乏力。在此情形下，近期青岛港口出现小幅累库。截至 10 月下旬，青岛地区天然橡胶库存为 27.89 万吨，较上期增加 0.68 万吨；其中保税区库存 5.89 万吨，一般贸易库存 22 万吨，均录得环比回升。

我们仍坚持认为，天然橡胶周期已经转向供求偏紧，大方向以偏多头思路看待。然而由于天气情况好转，供应端保持增长节奏，未来预计将迎来新一轮产量释放，或将对期现价格施加压力。

轮胎需求表现韧性，外部挑战愈发严峻

我们之所以认为，天然橡胶市场处于供需两旺格局，一方面是主产区原料季节性放量，另一方面得益于全球轮胎制造业良好的韧性。

轮胎行业来看，近期全钢胎成品库存持续去化，带动开工回升情况较好，或因双十一消费刺激物流运输需求好转，而半钢胎在出口订单支持下维持产销高景气度。随着天然橡胶价格恢复稳定，以及轮胎企业上调产品价格，轮胎生产利润略有修复，刚需有继续补货行为，支撑天然橡胶直接需求。

不过，9月以来中国轮胎出口数据观察到较大下滑，特朗普当选后外部环境面临考验，不排除最大的增长来源—出口需求走弱，进一步制约橡胶实盘成交。此外，欧洲理事会同意欧盟委员会的提议，将《欧盟零毁林法案》（EUDR）的实施推迟一年，贸易商失去抢购相关货源的动力，产胶国出口将再度向中国分流，内需或难以消化这部分增量，最终使青岛地区转入累库状态。

橡胶价值重估已成既定事实

总结来看，四季度正值全球天然橡胶生产旺季，国内外主产区迎来原料快速上量阶段，市场关键因素在于天气是否良好，产量能否顺利释放。假设一切正常，今年较高的原料收购价格刺激胶农割胶积极性，原料产出将呈现明显增长，货源批量流入国内冲击现货市场，自上而下修复产业链成本利润关系。然而更长期来看，传统三大产胶国步入减产周期，橡胶树龄结构老化程度加剧，未来供应偏紧的状况预计将持续存在。

从往年供需平衡规律来看，正常随着供应端季节性释放，在需求端缺乏额外增量的情况下，四季度后期供需矛盾容易加剧，国内或逐步转入累库阶段，但考虑到社会库存处于近年低位水平，胶价向下调整空间有限，短期维持相对高位整理运行。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900