沪胶过山车行情过后，重心仍较同期抬升

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：天然橡胶本轮过山车行情，主要是产地原料及外盘日胶大涨带动资金炒作，但由于国内基本面缺乏有效支撑，令多头情绪迅速降温。后市沪胶波动率仍然较高，维持上半年前高后低看法，短期注意节奏防范风险。

减产早期阶段，供应依旧过剩

从天然橡胶行业大周期的角度，2023 年 ANRPC 整体上到达产量增长触顶的状态，2024 年有望开启全球去库存的过程，但具体到国内市场可能会有所滞后。

产量数据直观来看，2023 年全球天然橡胶总产量为 1457 万吨，较 2022 年减少约 70 万吨或 4.5%。除拉尼娜现象等天气因素造成的减产外，其内生原因主要是传统产胶国橡胶树老化和缺乏养护，导致种植园亩产降低，以及部分被榴莲等作物替代性种植。在东南亚主产区

出现显著减产的同时，非洲科特迪瓦等新兴产胶国产能高速释放，供应端形成一定对冲，不过全球整体已进入到减产周期的早期阶段。

今年新季开割在即，全球第一大产胶国泰国的供应水平仍最为关键，在印尼和马来西亚持续减产，越南出口增速下滑的情况下，泰国是影响国际橡胶市场的最大变量。不考虑极端情景假设，2024 年泰国产量释放的空间相对有限，天然橡胶市场料将处于供需再平衡的状态。

上游利润微薄，倒逼产能出清

众所周知，造成天然橡胶十余年熊市的主要原因是供应过剩，那么结束本轮熊市则需要成本利润逻辑主导的产能出清。

早在 2022 年开始，全球主要产胶国天然橡胶加工利润持续下滑，又经过 2024 年初原料价格新一轮强劲上涨，泰国、马来西亚、印尼和越南的加工厂多处于亏损状态，成本最低的非洲科特迪瓦加工利润也从 300 美元/吨降到数十美元，总体来看上游加工利润下降程度已经非常严重。

目前，泰国胶水收购价格高达 70 泰铢/公斤，杯胶价格维持在近 60 泰铢，原料价格触顶回落后整体仍然偏高。在产区今年天气正常的前提下，理论上高价将刺激提前开割和原料大量释放，但如果上游环节仍表现出面粉比面包贵的怪象，则会倒逼供应端的可持续性。

下游开工恢复，年中淡季预期

下游需求来看，国内轮胎行业开工和市场数据显示，经过春节后一个多月的显著复苏，使得橡胶基本面得到逐步改善，但二季度至 7-8 月期间或将有转弱迹象。

在 3 月厂商争取开门红之后，国内轮胎企业开工出现类似去年的分化态势。全钢胎工厂成品库存难以持续去化，厂家迫于累库对开工进行调整；但与此同时，半钢胎开工率却保持稳中有升，主要受出口市场良好表现支撑。不过轮胎三大细分市场来看，配套季节性下滑，替换不温不火，仅靠出口订单显得独木难支。

前期天然橡胶价格上涨，轮胎生产成本抬升对开工形成较大压力，主流轮胎企业大幅上调产品价格，但产业链成本传导是否顺畅有待观察。后期随着夏季到来，炎热天气将限制轮胎开工率，终端汽车市场也将进入传统产销淡季。目前天然橡胶下游需求端整体表现尚可，但未来数月或缺乏新的利多因素提振。

库存季节性高位，有望阶段性去库

近期，国内天然橡胶主港库存环比略增，但总体压力相比往年尚属正常水平。截至 4 月初，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存共计 55.55 万吨；其中，青岛保税区区内库存为 12.5 万吨，同上期基本持平；一般贸易库库存为 43.05 万吨，较上期增加 1.15 万吨或 2.74%。中国天然橡胶社会库存为 154.39 万吨，环比上期下降 1.94 万吨或 1.24%。

从全球天然橡胶价差结构和贸易流来看，中国是最大的天然橡胶消费国和进口国，目前也基本上是橡胶价格最低的区域，再加上业界传统的非标套利模式，可以说国内库存承接了全世界过剩的产能。中国大部分橡胶货源依赖从泰国等东南亚产地进口，山东青岛是全球最大的天然橡胶集散地，过去五年经过反复的累库和去库周期，目前港口库存处在 50 余万吨的季节性高位，但如果后期供应端放量不明显，则有望转入阶段性去库状态。

产业周期拐点，重心逐年抬升

本轮沪胶炒作回落后市场多头氛围转弱，但今年橡胶基本面供需矛盾并不突出，预计胶价走势相比同期或略显偏强。投资天然橡胶必须要明确一点：该品种生产具有农产品属性，消费具有工业品属性。在需求维持稳健增长的背景下，即期价格往往是下期供应的调节器，而供需平衡关系则是定价的基准，因此我们认为随着行业大周期拐点的临近，橡胶价格重心应较往年逐渐抬升。

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