如何看待冲高回落后的橡胶市场？

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：此前，我们及时提出 RU2409 合约逢高沽空，这一策略无疑是相当奏效的。但随着胶价距离高点大幅回落，市场对未来走势存在一定分歧，我们认为应尊重天然橡胶产业自身的规律，依据交易标的期限切换多空思路。

原料成本支撑犹存，开割上量价格承压

毫无疑问，5 月以来这一轮沪胶多头炒作行情，原料高企和现货偏紧是最主要的利好支撑。通常 5 月海内外天然橡胶产区迎来新季开割，但今年异常的高温干旱天气令整体割胶节奏受到影响，致使新胶上量缓慢，胶水、杯胶等原料价格屡创新高。

泰国产区方面，目前新季原料产出仍偏少，泰国乳胶厂普遍因缺乏原料库存难以开工，发往中国的订单因此大幅下滑。云南产区方面，近期降雨改善了旱情，橡胶林长势良好，但胶水上量仍偏缓慢，原料

价格居高难下，国产全乳胶交割利润持续亏损。海南产区方面，过多的降雨天气反而令割胶工作开展受阻，而下游刚需补库支撑浓乳价格上涨，再次出现浓乳和全乳加工厂争夺原料胶水的情形。整体来看，今年原料对胶价的成本支撑较强，原料供应紧张令收购价格上涨，国内外产区原料价格均处于近年来高位，泰国宋卡集散地胶水最高攀升至 81 泰铢/公斤之多。

6 月中下旬天然橡胶现货延续紧张，胶水、杯胶等原料价格保持坚挺，但随着国内外产区开割推进，供应持续释放将令原料端承压，泰国胶水价格小幅回落至 77 泰铢/公斤。展望下半年，全球开割面积整体将呈扩大趋势，目前异常偏高的原料收购价格，将极大刺激胶农割胶积极性，如未来天气无明显异常，新胶存在季节性放量预期。此外，下游轮胎企业实盘采买成交一般，对高价原料的抵触情绪也会形成负反馈。

进口货源持续缩量，青岛地区超长去库

沪胶多头一个重要依据是主港库存去化，而去库原因是内外盘价差倒挂导致进口量大幅下滑。

自 2023 年四季度迄今，泰国天然橡胶出口至中国市场理论利润持续亏损，尤其近期泰国产区原料收购价格高企，成本攀升令亏损进一步扩大。而国内市场对高价货源接受度偏低，下游轮胎企业原材料采购心态抵触，实际买盘成交情况不佳。另一方面，东南亚面向国际橡胶市场价格更优，主要因为 EUDR 法案使得出口欧盟的胶价抬高，利

润驱使下主要产胶国对欧盟市场销售积极性提升，从而造成对中国供应量的分流。

海关总署数据显示，1-4 月中国累计进口橡胶 177.79 万吨，比上年同期减少 51.64 万吨或 22.51%。加上今年物候条件整体不佳，新胶释放节奏迟滞延缓，从而影响国内船货到港情况，令青岛地区库存持续超长期去化。就目前而言，尚未观察到这轮逆季节性去库的拐点，对橡胶价格仍有强效支撑。

轮胎开工分化显著，淡季将至边际减弱

下游方面，今年橡胶轮胎行业整体表现尚可，但企业经营状况分化极度明显，半钢胎企业排产和成品库存远好于全钢胎，二者之所以分化如此巨大，主要因前者得益于出口订单支撑，而后者受制于内需乏力。

截至 6 月中下旬，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷仅约 52%，国内轮胎企业半钢胎开工负荷约为 75%。短期原料天然及合成橡胶价格涨幅较大，成本向下传导效果有待时间验证。目前轮胎市场库存相对充足，整体出货一般，轮胎企业对原材料采购谨慎，按需拿货为主，后期不排除个别企业减产降负的可能性。

值得注意的是，高昂的原料成本严重挤压橡胶加工厂生产利润，主要下游轮胎行业特别是全钢胎成品库存累积，需求端承压对胶价缺乏有效支撑。随着泰国东北部以及越南产区开始逐步增产，叠加年中

汽车产销淡季到来，6月以后供应增速将高于需求增速，接下来现货端将仍面临一定失衡风险。

合成橡胶形成共振，丁二烯紧缺或证伪

近期，丁二烯橡胶在原料题材炒作下亦出现大幅波动，和天然橡胶行情形成一定共振。

BR上涨的根本原因是成本端丁二烯上涨，由于当前石脑油裂解利润较差导致乙烯减产，丁二烯作为附属产品被动减产，货源供应一时间偏紧。然而，考虑到丁二烯的产能利用率与价格呈正相关，且通常会滞后变动2-4个月，在较高的利润驱动下，未来丁二烯企业开工率将会提升，6月部分开始装置重启或计划重启，国内丁二烯产能利用率已回升至65.0%。此外，前期丁二烯受海运价费上涨影响，成本高昂抑制进口，但随着内盘价格上涨，预计近月到港量增加。

中短期内丁二烯供应紧张问题将得到缓解，长期来看丁二烯橡胶无明显结构性问题，BR期货的价格上涨难以持续，后市将高位回落并趋于稳定的区间运行。

炒作难改内生规律，多空切换待机布局

综上我们认为，沪胶本轮大涨行情尽管有一定基本面配合，但本质上仍是投机性资本发动的炒作，长期仍将符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

以往经验表明，天然橡胶全年走势整体表现为两边强、中间弱的特点，投资者需顺应和利用这一规律。从这个角度上看，在淡季哄抬交割压力最大的09合约显得不合时宜，只会为进口贸易商做非标套利盘提供绝佳的入场机会。至于相对强势的01合约，尽管当前已较年内高点大幅回调，但几乎不具备安全边际，宜耐心观望等待7-8月逢低布局多单。

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