沪胶：长期价值重估，短期分歧加剧

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：日前，天然橡胶价格创下近七年以来新高，持续强劲上行一度触及涨停，后冲高回落又发生跌停。天然橡胶市场进入天气炒作的估值重构阶段，基本面主要是上游因素利好驱动，而产业下游暂未有明显配合，因此对于当前是否被高估已经出现分歧。

天气炒作是现阶段胶价上涨的核心驱动

回顾本轮天然橡胶行情，最直观来看，在实际需求并未显著改善的情况下，胶价大幅上涨主要由上游供应端驱动，绝大部分可归因于气候异常，海内外主产区极端天气导致原料供应受限。

自 2023-2024 割胶年度以来，全球气候经历从厄尔尼诺到拉尼娜现象的周期性转变，从而导致多个天然橡胶主产区灾害多发。今年国内外产区先后经历了高温干旱，随后雨季降雨极其频繁，上半年开割时间被推迟，6-8 月上量进程不及预期，然后台风摩羯将天气炒作情

绪推向极致。由于全年割胶时间推迟减少，加上极端天气仍可能时有发生，在供应弹性有限的情况下，旺季亦难弥补前期减产造成的损失。

现在，业界和市场对本年度天然橡胶原料及成品整体减产的预期已无争议，由此造成了胶价重心抬升的既定事实。

原料货少价高，供应弹性有限

天然橡胶市场焦点集中于上游，带动产业链延续被动去库，短期超涨挤出后仍维持高位。理论上，胶价大幅上涨将刺激胶农割胶活动，但从橡胶树种植周期来看，2015 年后鲜少有新种植面积，这意味着数年内都缺乏新增产能投放。自 2023 年开始，泰国南部主产区已进入持续减产阶段，印度尼西亚也面临橡胶树老龄化的问题，马来西亚目前天然橡胶产量不及峰值水平的五分之一。从割胶面积的变化来看，三大产胶国产量释放接近极限，即使排除天气因素扰动，未来趋势性减产已成定局。

行情企稳需要终端需求配合

抛开市场情绪的直上急下，单就基本面现状而言，天然橡胶供需关系并未发生显著变化。原料价格高企抑制中下游承接意愿，需求端延续外强内弱的特征，长期过剩有所缓解但尚未转向紧缺。

供应端天气和减产题材炒作过后，需要有需求端利好配合才能稳定胶价。原料紧缺造成价格持续攀升，但产业链上下游利润倒挂严重，厂商对高价原料成本抵触情绪严重，利润微薄压抑采购积极性。不过，

全球轮胎行业仍表现出强劲的韧性，后续刺激政策落实将有助于提升经济复苏预期，或将带动工业生产、交通运输等领域恢复增长，从而增加对橡胶等原材料的需求。

国内库存低位，轮储预期仍存

不利天气造成的影响尚未恢复，天然橡胶原料和成品货少价高，叠加海外减产令进口持续同比下滑，国内橡胶库存持续降至近年偏低水平。此时，9 月国储橡胶抛储已经结束，不但利空出尽甚至好于预期。由于现货市场货源偏紧，本次抛储中老全乳胶竞拍参与积极性较高，实际成交活跃价格较高。自 2023 下半年开始，国储抛售老胶共 27.8 万吨，期间收储新胶仅有 6 万吨，目前老胶库存估计仅有 23 万吨左右。鉴于天然橡胶是高度依赖进口的战略物资，未来国储或有再次收储的预期。

主线估值重构，短线注意节奏

天然橡胶走势受基本面供需关系，宏观经济政策和金融属性等多重因素的综合作用，应在把握主要交易逻辑的同时，辩证看待多空条件的此消彼长。

基本面上，国内外产区供应整体仍符合季节性递增规律，但上量进度远不及预期；下游汽车轮胎产业逐渐走出开工淡季，但金九银十产销旺季不旺。宏观面上，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点，

由此开启本轮降息周期，利好橡胶在内的大宗商品。政策面上，中国出台大规模强效刺激政策，提振了金融市场对风险资产的偏好情绪。

诚然，目前市场上充斥着短期性的投机炒作，若后期没有新的天气题材，去库节奏将放缓并进入累库阶段，胶价面临冲高回落的风险。但参考2016年末至2017年初的泰国洪水行情来看，未来进入割胶旺季后，天气仍将是影响价格走势的核心因素。更长期来看，天然橡胶本轮产能扩张周期已到达尾声，后续年份减产或成为常态，供需收紧将稳步推高胶价重心。

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