

## 农产品组

基本面不乏驱动  
宏观面尚存隐忧

投资咨询业务资格：  
浙证监许可[2013]66号  
投资咨询从业人员：  
黄小波  
投资咨询资格证号：  
Z0014692  
期货从业资格证号：  
F3039377  
电话：0571-85155132  
邮编：310003  
地址：杭州市下城区万寿亭13号  
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

## 相关报告

## 观点摘要：

11月，上海天然橡胶期货在震荡后，继续表现出积极的上攻走势。

全球降息周期延续，国内提振经济的政策将不断推出、落地，以抵消经济下行压力。

全球橡胶供应临近由升转降的拐点，极端天气可能加快这个进程，并有望在期货盘面上提前反映这个变化。

贸易流向的改变：欧盟的 EUDR 溯源法案抬高橡胶价格的同时，还使得橡胶的供应流向倾向欧盟和印度市场，面向中国市场供应量下降，导致橡胶进口量走低。

轮胎消费的三驾马车表现良好，轮胎行业保持高开工率，并有能力通过成品涨价来消化原料橡胶价格的上涨。

更高的收益刺激浓乳生产增加，挤占了标胶生产份额，使得交易所仓单即使在旺割期增长也极为有限，在老仓单集中注销后，交易所库存下降到了近年低位，大大减轻了实盘压力。

沪胶仍在大的上升通道内运行，需要注意的是：

短期：关注市场对国储抛储的数量、价格以及未来收储的可能等细节的解读；

中期：以美国为首的、不断强化的贸易保护主义措施对轮胎出口的影响，这包括转口贸易部分；

远期：考量全球橡胶供应拐点是否到来、供求平衡是否发生倾斜，这将是胶价上升空间的决定性因素。

## 一、行情回顾

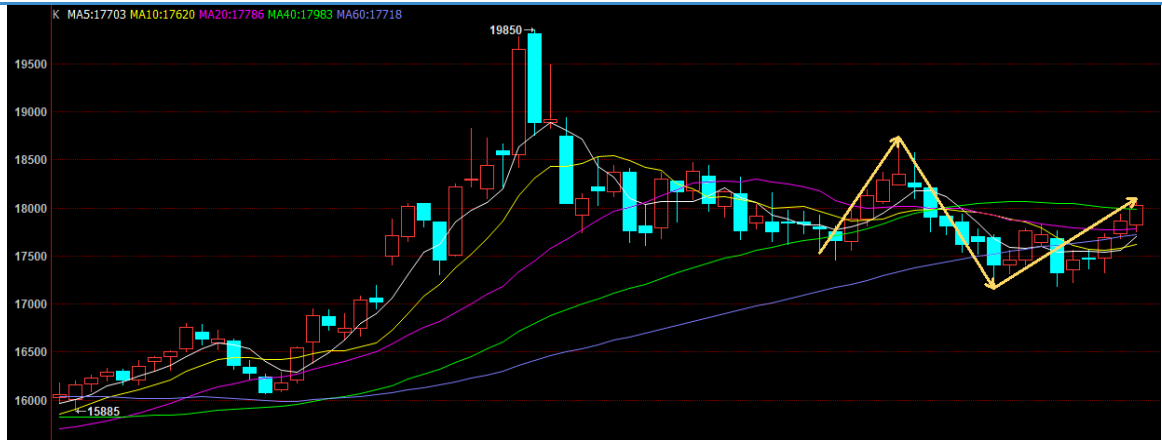
11月以来，上海天然橡胶期货走势大致分为三个阶段。

上旬，宏观面的一些变化改善了市场氛围，扭转了欧盟推迟施行 EUDR 零毁林法规后，胶市在整个10月份呈现的利空色彩。这些因素包括：国内经济刺激政策不断推出、落实；美联储再度降息、延续了货币宽松的趋势；美大选尘埃落定，消除了市场的一些不确定性。

中旬，胶价出现又一轮回调，期价跌破前期低点。调整的原因既来自旺季原料产出不断增加削弱了成本支撑；也由于出口退税调整给国内商品市场带来冲击，这个系统性利空加大了调整幅度，一度引发破位的担忧。

中下旬，胶价开始企稳，并震荡上行。这首先得益于不断到来的秋台风，干扰了胶水的产出和运输，从而使得原料价格保持坚挺，成本端的支撑避免了胶价进一步滑落，为橡胶止跌提供了基础；其次，出于平衡淡旺季考虑，泰国政府将橡胶出口进行了延迟，以求获得更好收益，挺价措施进一步提振胶价。

图 1：沪胶主力合约走势



数据来源：文华财经 新世纪期货

## 二、宏观背景

国内经济数据喜忧参半，反映出经济复苏过程的复杂性。

10月份，随着一揽子增量政策加力推出以及已出台的存量政策效应逐步显现，我国经济景气水平继续回升向好。国家统计局发布10月份制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月上升0.3个百分点，制造业景气水平回升。考虑到新一轮稳增长政策落地显效以及赶订单出口的因素，四季度宏观经济景气度有望继续改善。

央行公布了2024年10月的社融与信贷数据，10月社融增量1.40万亿元，新增社融低于预期，主要是由于企业中长期贷款与票据融资不及预期，社融增量主要来自于政府债券发行和贷款。居民贷款同比多增，显示地产周期对实体经济融资需求的拖累下降。

社融增速能否企稳回升，主要取决于财政政策能否持续发力，化债方案落地后、政府债净发行能否再度加速，以及地产周期能否持续企稳。

10月M1同比降幅从9月的7.4%收窄至6.1%，企业现金流状况不再恶化，可能主要是由于居民购房需求边际改善，同时部分受财政政策发力拉动。

图 2：10 月制造业 PMI

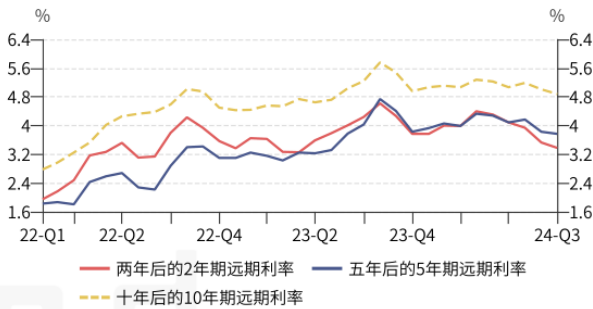


数据来源：统计局 新世纪期货

美联储大概率会延续货币宽松的趋势，市场普遍预期美联储将在年底前至少再进行一次降息。但鉴于当前存在的不确定性因素，尤其随着通胀率接近 3%而非目标值 2%，这使得美联储在考虑进一步降息时面临更加复杂的局面，最终结果仍存在变数。

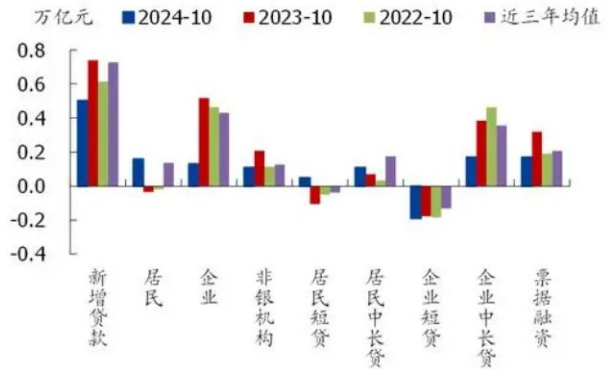
美元指数以及美股表现坚挺，似乎使得对美国经济衰退的担忧成为杞人忧天。然而无法忽视的是：失业率上升触发的“萨姆规则”、美国国债利率近远期多次倒挂，在历史上对经济衰退的预示都有着惊人的准确率。而美国公布的经济数据也常常引起市场疑惑，表现为：同一时间、不同数据相互撕裂；同一数据、不同时间相互撕裂（最显著的就是其就业数据频繁大幅反向调整）。更值得关注的是，“特朗普交易”远未结束，如果美国坚持对进口商品加征高额关税，极可能导致“去通胀”进程前功尽弃。这些因素都使得烈火烹油的美股、美元都存在着巨大的隐忧。

图 4：远期收益率



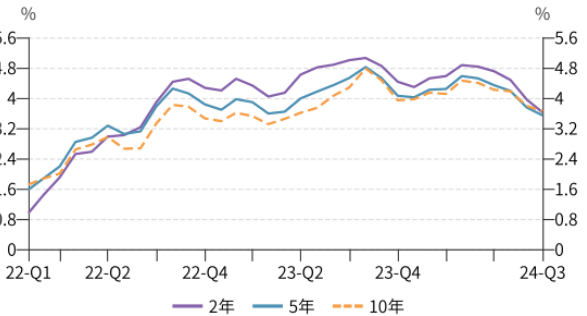
数据来源：WIND 新世纪期货

图 3：10 月信贷



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5：即期收益率

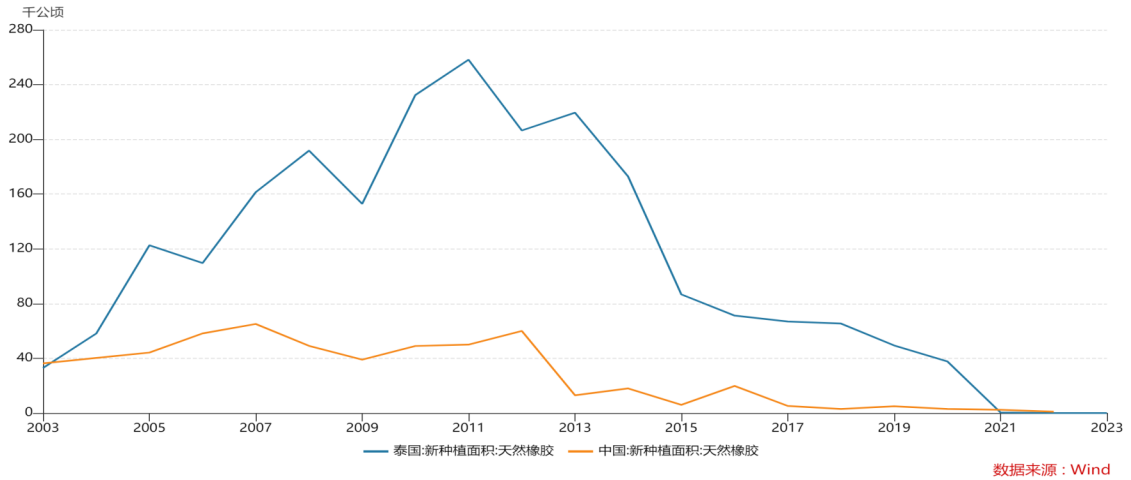


数据来源：WIND 新世纪期货

### 三、全球橡胶供应

从 2015 年到现在，全球橡胶的种植面积基本上维持在 2 亿亩，没有太大的变化，但是全球新种和翻种的橡胶面积却在持续下降，这导致全球橡胶树林结构持续老化，意味着全球橡胶树产胶的潜力在持续下降。从长期角度来看，橡胶供应逐渐进入减产的大周期。

图 6：中、泰历年新胶种植

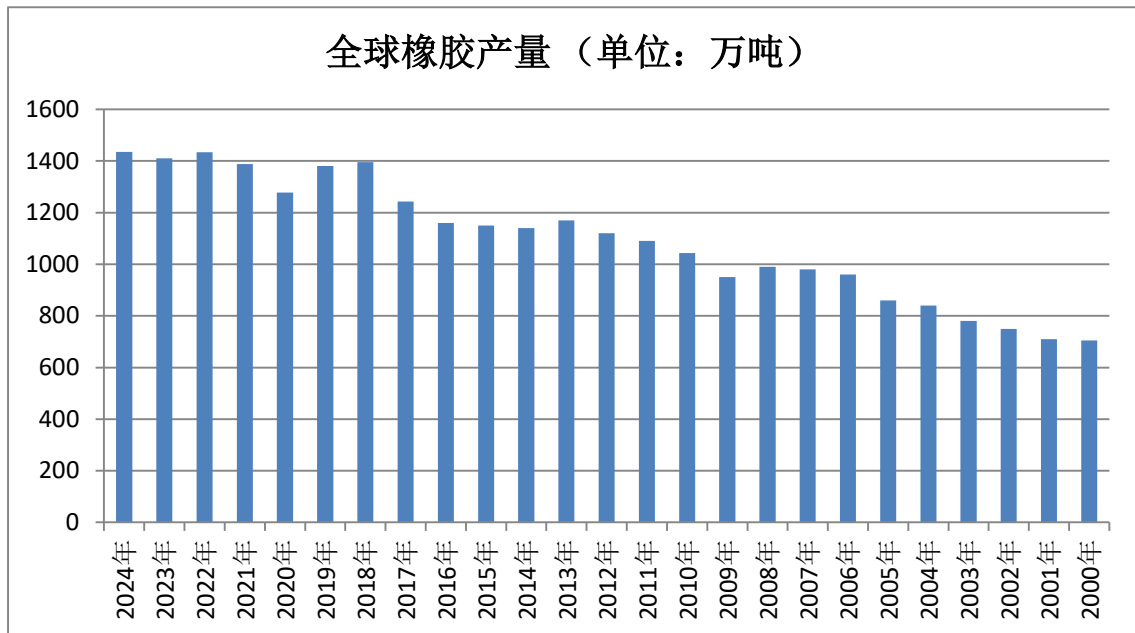


数据来源：WIND 新世纪期货

橡胶产量在 2018 年出现较大增长,这源于 2011 年高价刺激出的集中种植,由于胶树生长期约 7 年,因此 2018 年产能集中释放。而 2018 年后橡胶产能就没有出现有效的增长,原因在于 2011 年后新种植面积迅速下降,无法为产量继续上升提供动力。

橡胶产量在经过几年的高位波动后,随着主要产胶国胶树老龄化加剧,胶树结构将发生变化,割胶面积趋于下降,我们很可能步入一个减产周期。

图 7：全球橡胶产量



数据来源：ANPRC 新世纪期货

2024 年初割胶生产进度略显滞后,下半年,全球天然橡胶行业逐渐由增产期转入到高产期,并回补了前期损失的产能。但在整个割胶季频频遭到台风、降雨影响,胶水产量和运输受到干扰,加上劳动力成本上升以及病虫害加剧,导致新胶产量释放不及预期,供应不顺畅使得原料价格长期居高不下,也成

为年内橡胶逐波走高的主要动力。

产胶国产量占比为：泰国的产量约占全球总产量的 33.46%，印度尼西亚占 21.86%，越南占 8.62%，科特迪瓦占 8.37%，中国占 5.95%。

2024 年 1-10 月全球天然橡胶累计产量 1123 万吨，主要产胶国中，泰国和印尼的产量预计将分别下滑 0.5% 和 5.1%，而中国、印度、越南和马来西亚的产量则有望实现不同程度的增长，增幅分别为 6.9%、6%、2.9% 和 0.6%。

最新预测显示，2024 年全球天然橡胶产量为 1450 万吨，同比仍将有 1.1% 的增长。从目前数据来看，由适龄割胶面积下滑引发的天胶减产逻辑或许还需要更多时间才能体现，可能要到 2025 年才会出现供应拐点。但目前各种极端天气频率加快，如果后期不利天气使得供应拐点提前到来，那么由于迄今胶价整体表现弱于其它品种，供求平衡被打破后期价将出现较大想象空间。

近期，相对于橡胶各品种价格的震荡走势，原料胶水和杯胶价格基本保持稳中有升的形态，这为胶市提供了成本端的支撑。

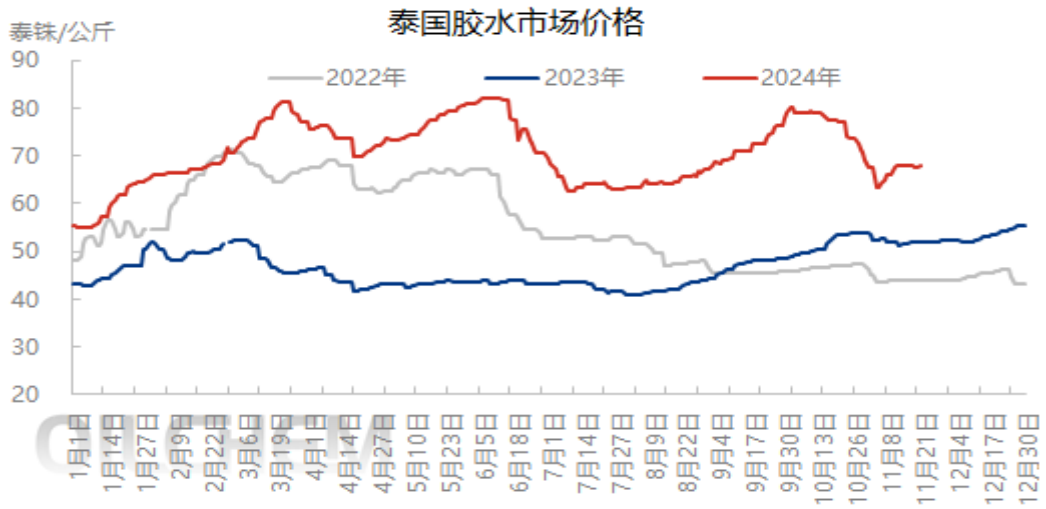
价格	市场	11.22	11.25	11.26	11.27	11.28
全乳胶 (SCR WF) (元每吨)	上海市场	16600	16800	16750	16850	17050
泰国三号烟片胶 (RSS3) (元每吨)	上海市场	23000	23150	23150	23150	23250
20 号泰标 (STR20) (美元每吨)	青岛市场	1940	1970	1990	2020	2030
20 号泰混 (STR20 MIX) (元每吨)	青岛市场	16020	16200	16280	16470	16550
越南 3L (SVR 3L) (元每吨)	上海市场	17200	17400	17300	17400	17550
TSR9710 (元每吨)	昆明市场	16200	16250	16250	16250	16300
泰国原料胶水 (泰铢每公斤)	泰国合艾	68.5	68.5	68.75	69	69
泰国原料杯胶 (泰铢每公斤)	泰国合艾	57.95	58.25	58.4	58.85	59.5
RU 期货主力合约 (元每吨)	上期所	17325	17460	17470	17695	18125
NR 期货主力合约 (元每吨)	上期能源	13820	14085	14255	14515	14560

数据来源：隆众资讯

截止到 11 月 21 日：泰国胶水价格 68 泰铢/公斤，较上周跌 0.15%，同比去年上涨 31.02%；杯胶价格 57.95 泰铢/公斤，较上周持稳，同比去年上涨 25.98%。



图 8：泰国胶水价格



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

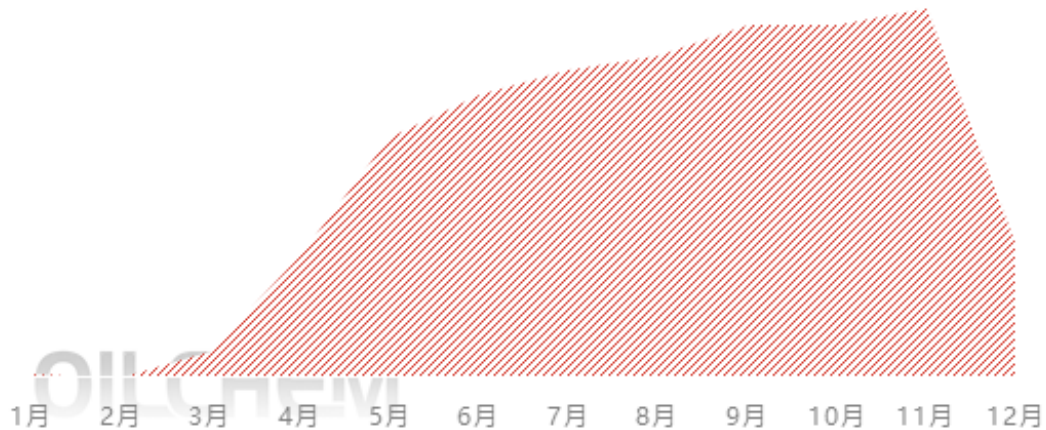
#### 四、国内橡胶市场

目前国内云南停割在即，海南割胶作业受到台风降雨影响，销区现货资源供应暂无明显出货压力，贸易商低出意愿有限。

海外供应增量预期不改，但泰南雨季扰动收胶；加上前期二盘商超卖、现在积极补货交货，泰国原料收购价格买涨；且橡胶局挺价，托底原料价格。工厂远期出货积极，大多为国内套利盘加仓买货，胶水价格仍有向上驱动。

国内原料产出接近尾声：国内云南产区停割在即；海南割胶作业受到台风降雨影响。销区现货资源供应暂无明显出货压力，贸易商低出意愿有限，市场看多情绪增加。

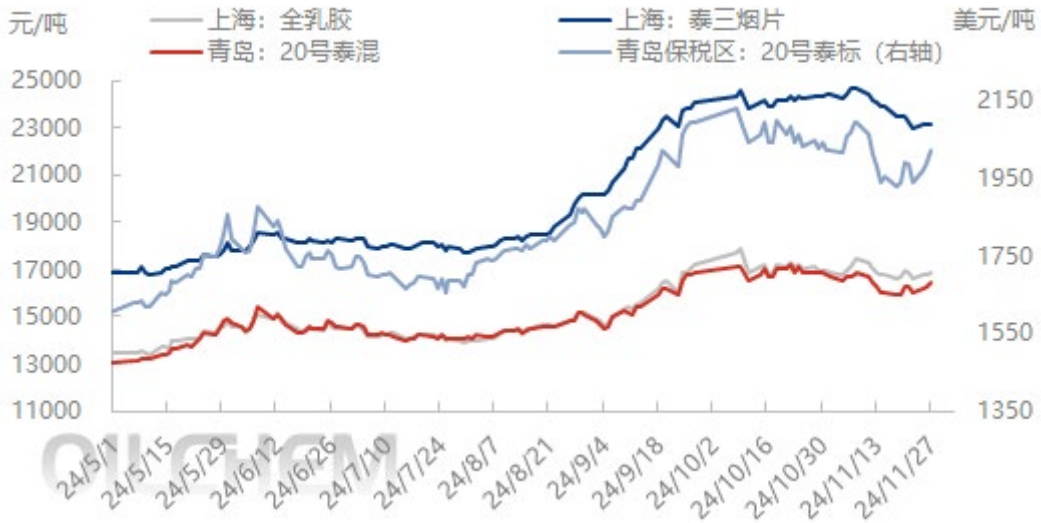
图 9：国内天然橡胶生产季节性



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

11月底，国内现货价格跟随期货走高，后市仍需要注意宏观经济面的隐忧、证券市场及周边商品波动对胶价的影响。

图 10：国内橡胶现货价格



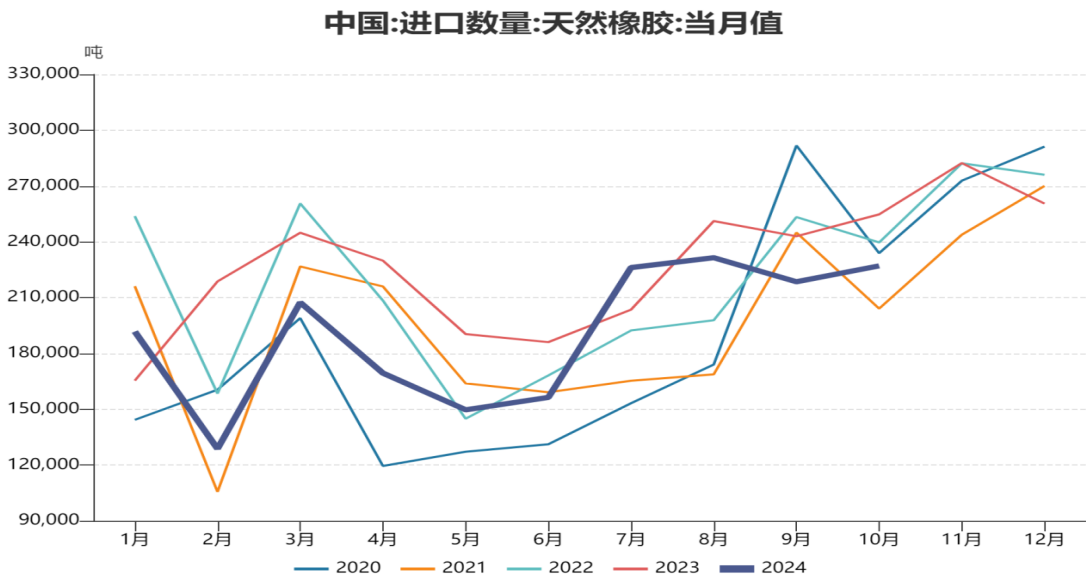
数据来源：隆众资讯 新世纪期货

## 五、进口及贸易流向变化

据海关数据统计：2024 年 10 月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）进口量 51.55 万吨，环比增加 4.61%，同比增加 2.91%，进口均价 1854.15 美元/吨，环比增加 5.33%。1-10 月份累计进口 445.8 万吨，累计同比减少 16.48%。

国内橡胶产量有所增长，但弥补不了进口量显著下滑的缺口。而 2024 年 3 月抛储 10.8 万吨国产全乳胶（实际成交 6.1 万吨，流拍 4.7 万吨），也不能抵消供应的下降。由此造成了国内橡胶库存持续下滑。

图 11：天然橡胶进口

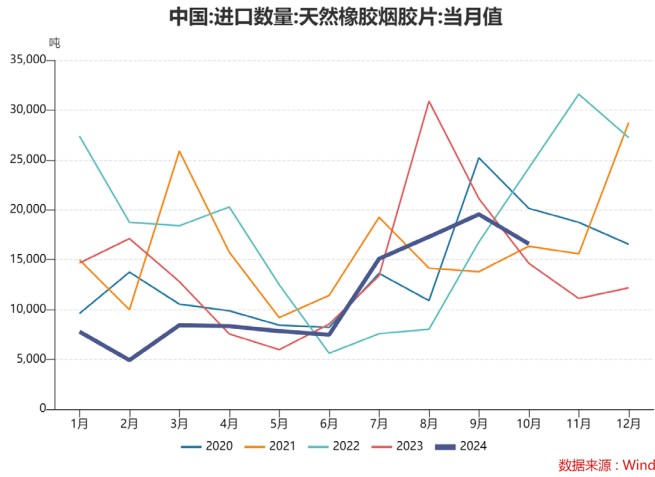


数据来源：Wind

数据来源：WIND 新世纪期货

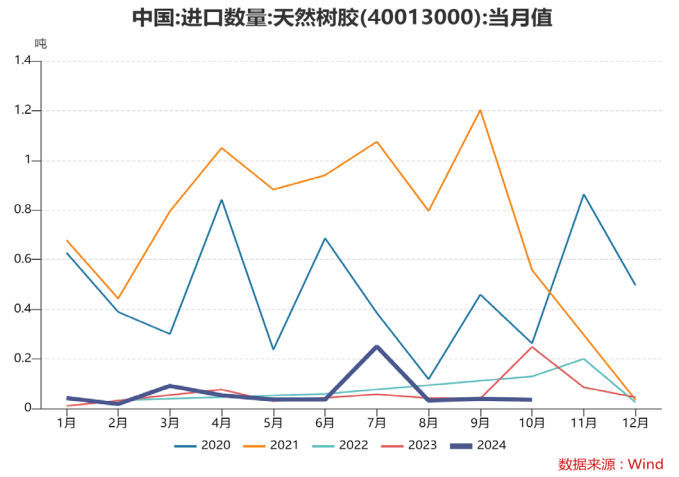
各橡胶分项进口均处于较低水平。

图 12：烟片胶进口



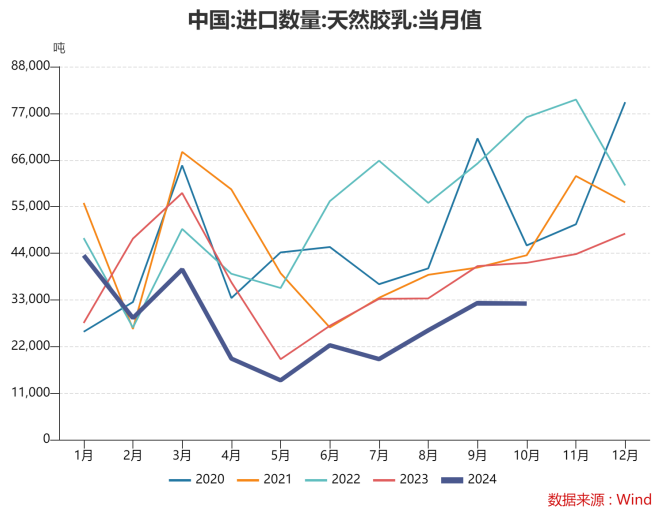
数据来源：WIND 新世纪期货

图 13：天然树胶进口



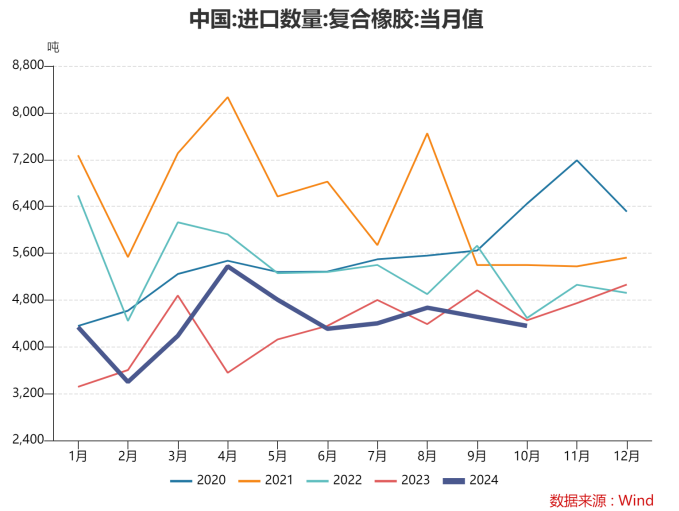
数据来源：WIND 新世纪期货

图 14：天然胶乳进口



数据来源：WIND 新世纪期货

图 15：复合胶进口

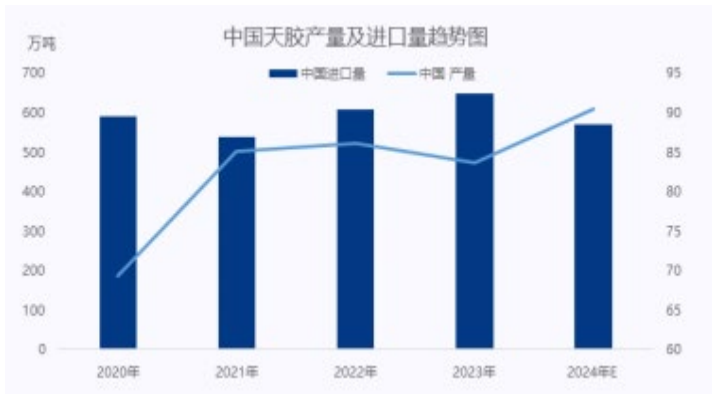


数据来源：WIND 新世纪期货

胶水的下游产品有干胶（包括符合交割条件的标胶）和胶乳。从年内浓缩乳胶市场来看，浓乳折干价格高升水干胶价格，同时，由于年内浓缩乳胶进口量大幅减少，供应端缺口明显，这些都刺激了加工厂对浓乳的生产积极性，使得整体产量实现了明显的增长。国产胶乳生产比重上升，相应会挤占干胶的生产份额，从而减少可用于交割的橡胶产能。这一点在交割库的低仓单数量中确实得到了体现。

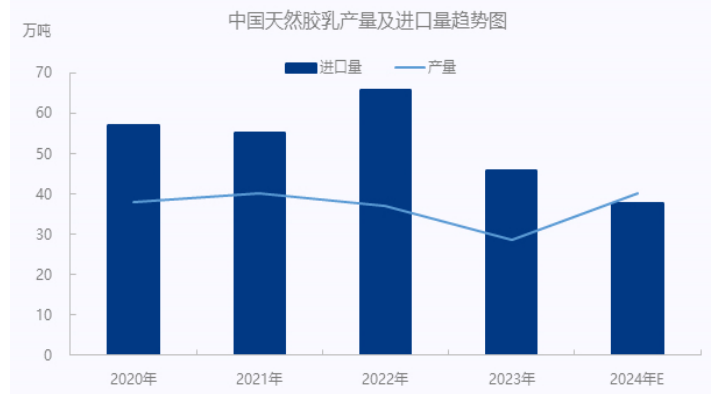


图 16：中国天然橡胶产量与进口



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

图 17：中国天然胶乳产量与进口



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

全球天然橡胶贸易流向的变化也值得重视。

供应端，在传统产胶大国总体趋稳的情况下，科特迪瓦成为供应增长的重要力量。

欧盟的 EUDR 溯源法案虽未直接影响天然橡胶的需求量，却抬高了橡胶价格，使得出口欧盟市场的天然橡胶单价较中国市场高出约 300 美元/吨。相应也减少了非 EUDR 认证的橡胶供应，尽管 10 月份欧盟将 EUDR 推迟一年实施，但全年来看，天然橡胶的供应流向仍然呈现向欧盟和印度市场增长，而向中国市场供应量下降的总体趋势。1-10 月中国进口天然及合成橡胶(含胶乳)共计 578.7 万吨，较 2023 年同期的 654.4 万吨下降 11.6%。

美国对轮胎产品的多次反倾销调查促使中国企业寻找新的生产地点，如越南和柬埔寨等地，这一举措在一定程度上提升了当地天然橡胶消费量、减少了进口需求。

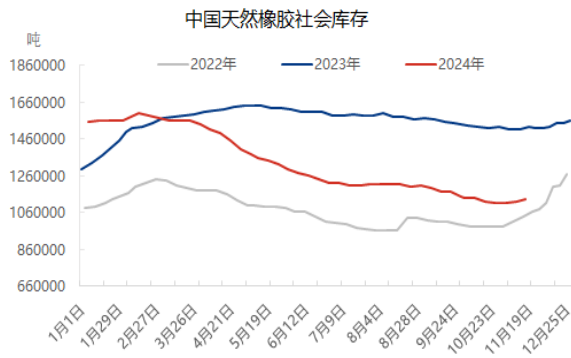
## 六、库存

国内需求进入淡季，过年前存在一定补库需求，而海外主产区继续产量释放，橡胶到港量有一定增加预期。

截至 2024 年 11 月 24 日，中国天然橡胶社会库存 113.1 万吨，环比减少 0.37 万吨，降幅 0.33%。未能出现连续累库，这对市场起到利多提振。

截至 2024 年 11 月 24 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 42.35 万吨，环比上期基本持平。保税区库存 5.53 万吨，降幅 1.08%；一般贸易库存 36.82 万吨，增幅 0.17%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.26 个百分点，出库率增加 0.39 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 2.80 个百分点，出库率增加 4.55 个百分点。

图 18: 中国天然橡胶库存

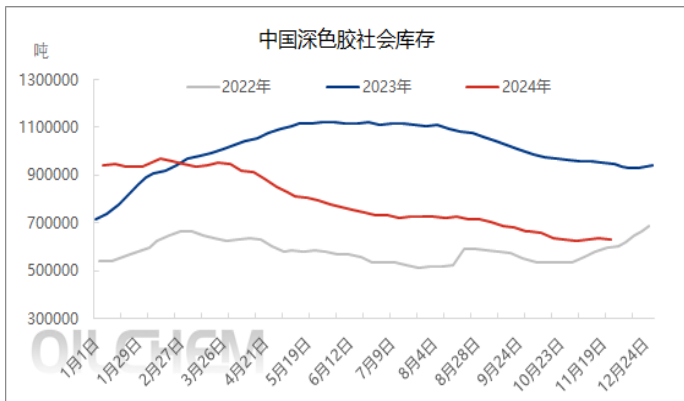


数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

中国深色胶社会总库存为 63.2 万吨, 环比减少 0.5%。其中青岛现货库存持平; 云南增 2.5%; 越南 10#降 9.3%; NR 库存降 6.7%。

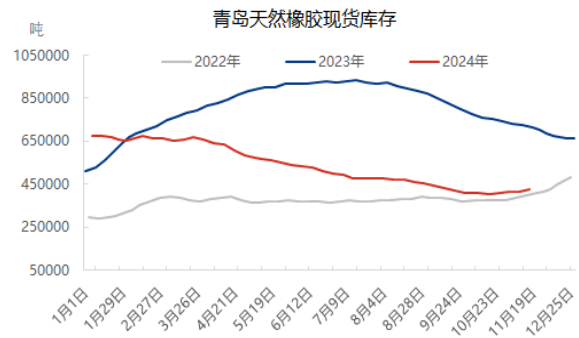
中国浅色胶社会总库存为 49.88 万吨, 环比减少 0.1%。其中老全乳胶环比增 74.5%, 3L 环比增 2%, RU 库存小计降 58.1%。

图 20: 深色胶库存



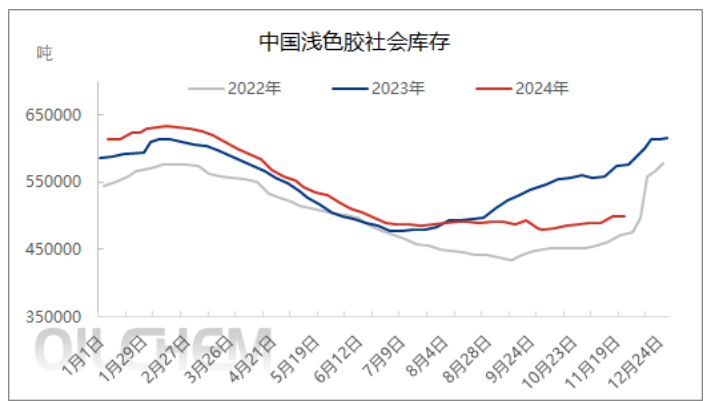
数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

图 19: 青岛天然橡胶库存



数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

图 21: 浅色胶库存



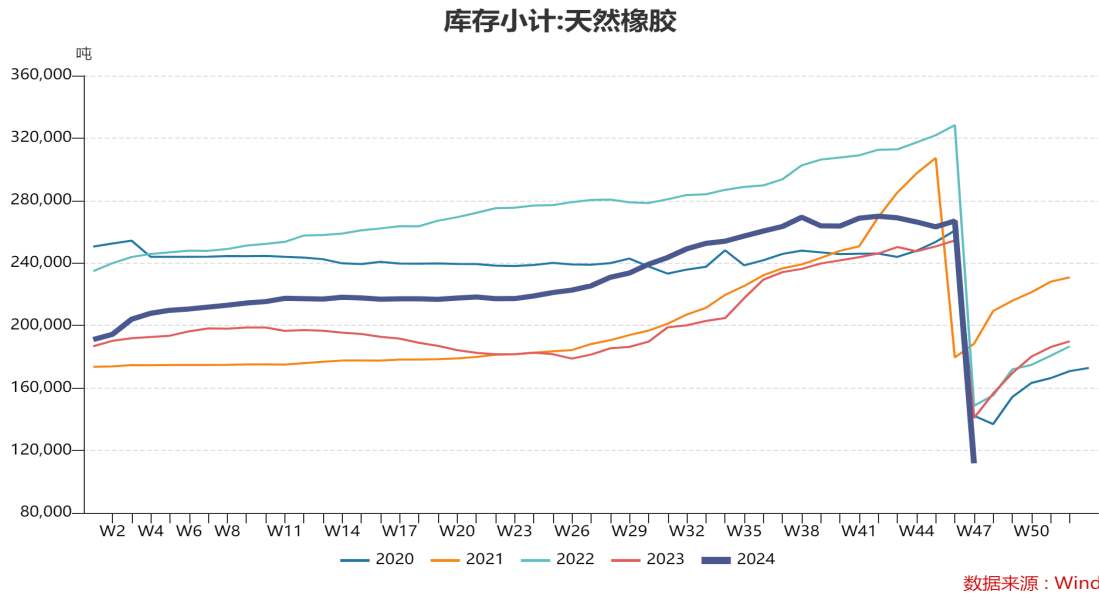
数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

## 七、交易所仓单

仓单较往年提早见顶, 在旺割期仓单增长平缓, 现实新胶入库量较为有限。由于集中注销的缘故, 交易所库存从 26.6957 万吨大幅下降到 11.1778 万吨的近年低位。

老全乳胶仓单注销流入现货市场, 短期可能形成一定冲击。但另一方面, 期货盘面的实盘压力将大大降低, 这有利于多方拉高期价。

图 22：交易所仓单数量



数据来源：WIND 新世纪期货

## 八、下游市场

2024年10月，汽车产销分别完成299.6万辆和305.3万辆，环比分别增长7.2%和8.7%，同比分别增长3.6%和7%。2024年1-10月，汽车产销分别完成2446.6万辆和2462.4万辆，同比分别增长1.9%和2.7%。整体保持增长势头，但2024年1-10月重卡销量同比-5.5%，反映出经济复苏尚处底部。

2023年全球轮胎市场需求量为17.8亿条，市场规模为1900亿美元，多年保持平稳状态。中国轮胎市场约占全球20%市场份额。其中，半钢胎（主要为小型汽车）占比为16.9%，全钢胎（主要为客货车）占比为29.4%，排名第一。

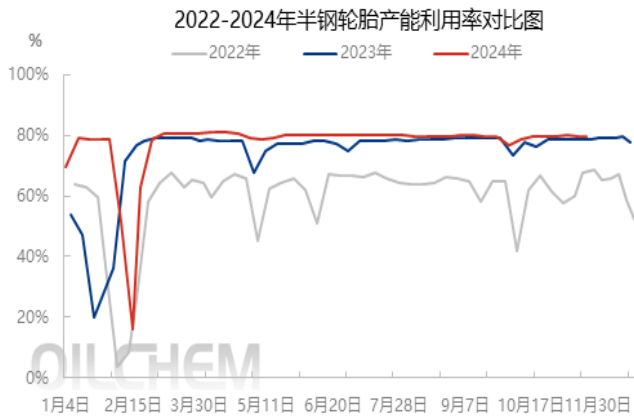
今年轮胎消费的三驾马车（配套、出口、替换）表现良好，使得轮胎开工率居高不下。春节以来，半钢轮胎产能利用率多数时间维持在80%左右的高位，2023年开始半钢轮胎一直保持“产销两旺”的态势。多数企业明年春节前不会对排产进行大调整。

**配套增长：**乘用车特别是新能源汽车产销保持增长。10月国家以旧换新政策对消费拉动明显，多地举办车展与促销活动，新车型密集投放，推动车市热度持续走高，10月汽车销量环比同比均实现增长。

**出口增加：**1-10月小客车轮胎累计出口量272.88万吨，累计同比+14.69%。

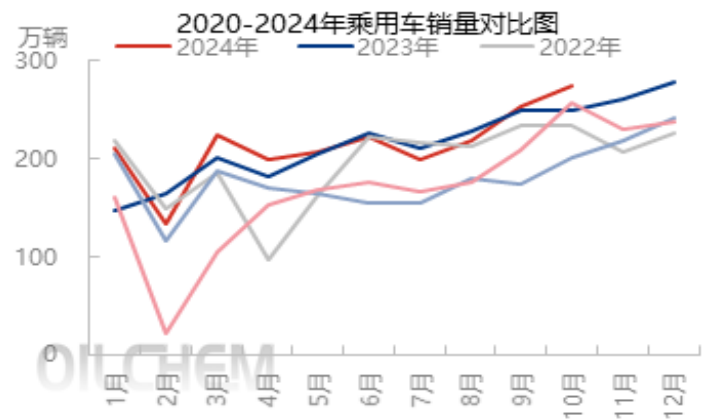
**替换上升：**汽车保有量增长，随着基数提升，保有量增速从15%左右，回落至5%左右，预计2024年汽车保有量将达到3.53亿辆。据轮胎厂商表示，电动汽车轮胎的磨损速度比燃油车快30%。以上因素将拉动半钢轮胎替换需求保持增涨态势。

图 23: 产能利用率



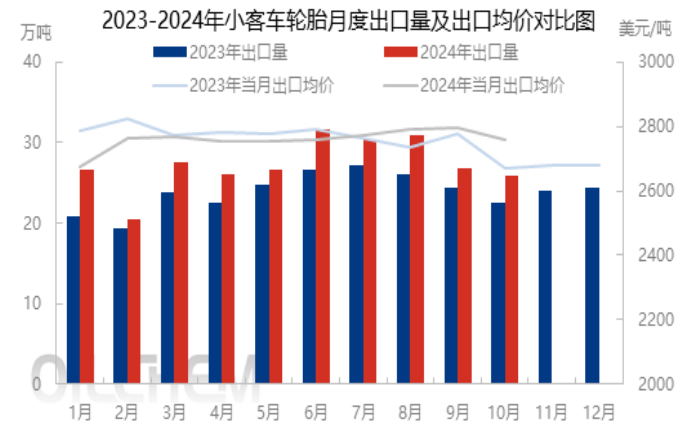
数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

图 24: 乘用车销量



数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

图 25: 轮胎出口



数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

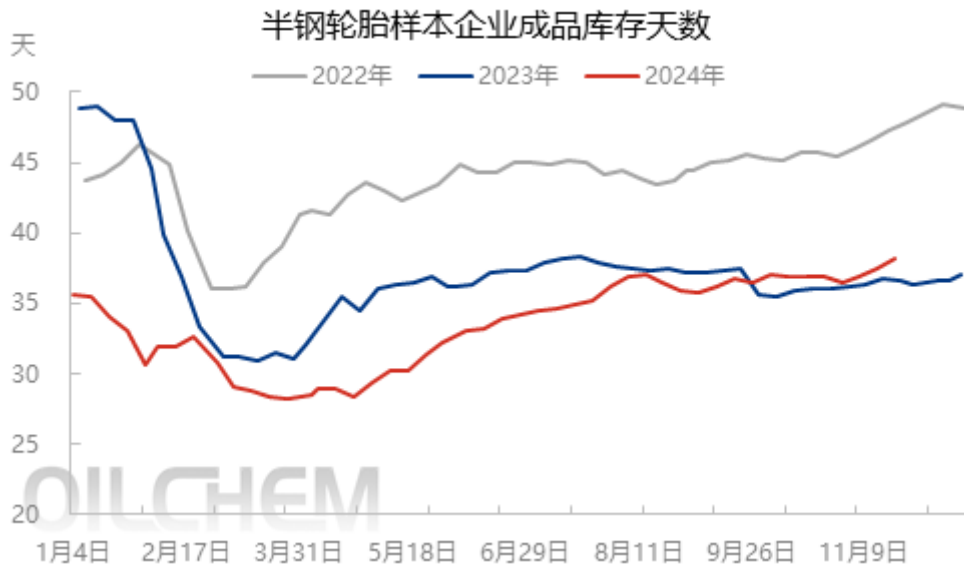
图 26: 汽车保有量及增速



数据来源: 隆众资讯 新世纪期货

从 2023 年开始国内半钢轮胎一直保持“产销两旺”的态势，2024 年春节后半钢轮胎成品库存更是下滑至历史低位，进入下半年虽有提升，但是同比近几年来库存水平仍处于低位，对于企业排产计划暂未形成明显压力。

图 27：半钢胎成品库存



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

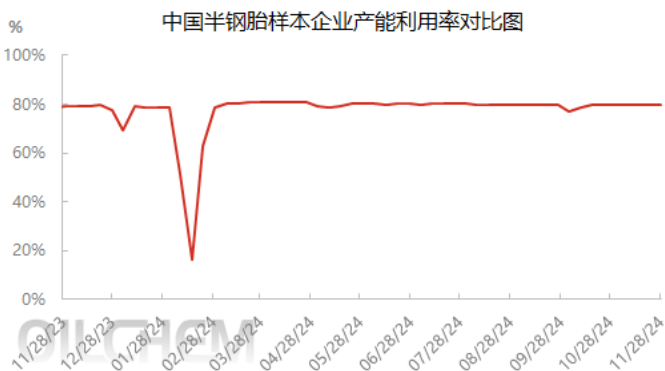
在最近的周期内（20241122-1128），轮胎开工率依旧表现良好。

半钢胎样本企业产能利用率为 79.64%，环比-0.12 个百分点，同比+0.68 个百分点。目前各企业内外销订单虽有所波动，但部分产品缺口仍存，多数企业排产维护高位运行，雪地胎排产收尾，产能利用率小幅波动为主。

全钢胎样本企业产能利用率为 60.07%，环比-0.41 个百分点，同比-2.05 个百分点。月底全钢胎内销市场出货压力不减，个别样本企业存检修安排，另有部分企业灵活调产，对整体产能利用率形成一定拖拽。

预计下周期（20241129-1205）轮胎样本企业产能利用率存走低可能：12 月份全钢胎内外销出货压力不减，月初仍有个别企业存检修计划，将对整体产能利用率形成一定拖拽；半钢胎企业出口订单情况虽然出现分歧，但短期还不会对排产量形成太大影响。

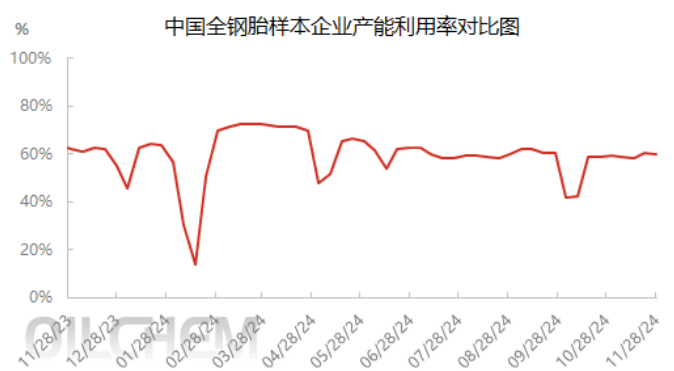
图 28：半钢胎产能利用率



数据来源：隆众资讯 新世纪期货

从 2009 年起，美国针对中国轮胎出口实施了多轮贸易保护政策，中国轮胎直接出口美国市场基本被拒之门外，市占率仅仅 1.44%。与光伏企业一样，中国轮胎企业采取迂回方式出口美国市场但未来美国继续挥舞关税大棒的概率很高，这部分间接出口的轮胎存在被增收关税的可能。

图 29：全钢胎产能利用率



数据来源：隆众资讯 新世纪期货



## 九、总结展望

对橡胶后市仍可保持乐观：

总体处于库存下降周期，社会库存整体可能长期处于相对低位，目前现货市场货源流通紧张仍未缓解，近月补货需求较为强劲，对胶价底部支撑仍存。

轮胎消费的三驾马车运转顺畅，下游轮胎企业开工率始终处于高位，下半年厂家不断提涨，意味着胶价高企在产业链上能够得到接受和消化，橡胶的消费端表现良好。

不排除后期天然胶再度受到异常气候影响。

全球进入降息周期，以及国内宏观政策端预期偏强。

从长周期角度来看，橡胶还处于上行通道中。但也需要重视一些可能影响或改变行情的因素：短期关注国储即将开始抛储，并注意市场对抛售数量、价格以及未来收储的可能等细节的解读；中期要观察以美国为首的、不断强化的贸易保护主义措施对轮胎出口的影响，这包括转口贸易部分；远期则要考量全球橡胶供应拐点是否到来、供求平衡是否发生倾斜，这将是胶价上升空间的决定性因素。

## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

5. 研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>

