



道通期货
DotoFutures

2024年3月28日

高价刺激供应 胶价震荡回落

——二季度天胶市场前景

道通期货研究所

天胶期货高级分析师：王海峰

邮箱：wanghaifeng4567@163.com

执业编号：F3034433(从业)

Z0013042(投资咨询)

我们的观点：

二季度，海外主要经济体的经济表现料延续分化的局面，总体不强，而美联储年内降息将持续抑制市场对海外经济的预期。国内经济预计保持平稳，不过房地产市场的下行趋势较难改变，这将继续拖累国内固定资产投资。

二季度，随着国内外产胶国的陆续开割，处于高位水平的原料价格将有效刺激割胶，带来供应的恢复，最大的不确定主要来自于天气。国内天胶库存保持高水平，这将保证二季度国内天胶有着充足的供应。需求方面，外需总体稳定，但各国间分化明显，国内天胶需求则保持弱势局面。

估值方面，二季度处于高位的原料价格较难继续向上开拓空间，回落是更可能的选择，而国内外成品胶价格相对原料价格均保持偏低估值，这将对成品胶提供内在支撑。展望二季度，我们预计天胶价格将整体呈现震荡回落的局面，而内外盘的成品胶价格相对原料价格有望走强，RU2409 预计主要波动区间[13500, 15500]。

----- 高效、严谨、敬业 -----

目 录

一、 一季度天胶市场回顾：过程波澜壮阔，实际涨幅甚微.....	2
二、 二季度国内外宏观展望：海外持续分化 国内地产拖累.....	4
1、 海外宏观：主要经济体分化明显 美联储降息预期不改.....	4
2、 国内宏观：整体温和平稳 地产仍是拖累.....	5
三、 行业供求：高价刺激供应恢复 需求分化稳中偏弱.....	7
1、 供应：原料已到高价区 产量有望恢复.....	7
2、 国内：开割在即 库存压力仍大.....	9
3、 需求：外需分化 内需偏弱.....	10
四、 估值：原料高成品低 海外高国内低.....	14
1、 海外原料价格偏高.....	14
2、 泰国浓乳和标胶价格相对偏低.....	14
3、 RU 与混合胶相对价格偏低.....	15
五、 二季度天胶市场展望：高价刺激供应 胶价震荡回落.....	17
风险提示.....	17

一、一季度天胶市场回顾：过程波澜壮阔，实际涨幅甚微

RU2405 在 2024 年元旦节后高开低走，至春节前展开了一个多月的下跌走势，最低跌至 13120，最大跌幅 1420 元/吨。春节后 RU 逆转上涨，并于 3 月中旬开始加速，连续大涨突破去年的高点，扩大了涨势规模，价格创下两年多的新高，最高达到 15805，最大涨幅 2685 元/吨。至 3 月下旬，RU 价格迅速下跌，最大跌幅近 1700 元/吨。整体看，一季度 RU 的走势一波三折，过程波澜壮阔，但实际涨幅甚微。

RU 开年后下跌的主要原因在于市场对国内经济和金融市场的悲观情绪打压，加之国内天胶库存偏高、需求不理想，这也使得国内天胶与海外日胶、泰国原料胶价等的走势出现了明显的阶段性背离，压低了 RU 的估值。春节后，随着国内金融市场的企稳，宏观风险受到了明显的抑制，而 RU 在海外原料和干胶价格持续强势上涨、泰国和云南干旱较往年加重、RU 明显低估等因素的共同催化下逐步从小涨转为大涨。至三月下旬，泰国原料价格涨至高位难以进一步向上、内盘高库存和弱需求等因素再度发酵，RU 随即快速下跌。

图 1 一季度 RU 走势一波三折，实际涨幅甚微



数据来源：道通期货研究所 文华财经

相比而言，NR 的走势更强，开年后横盘震荡一个月后即向上突破，延续了去年 12 月以来的涨势，至 3 月下旬才出现明显的一波下跌，一季度最大涨幅 2170 元/吨。

图 2 NR 的走势相对 RU 更强



数据来源：道通期货研究所 文华财经

现货市场方面，全乳胶的走势与 RU 类似，一季度最低 12450 元/吨，最高 14700 元/吨，最大涨幅 2250 元/吨。

图 3 全乳胶现货价格跟随 RU 的运行节奏



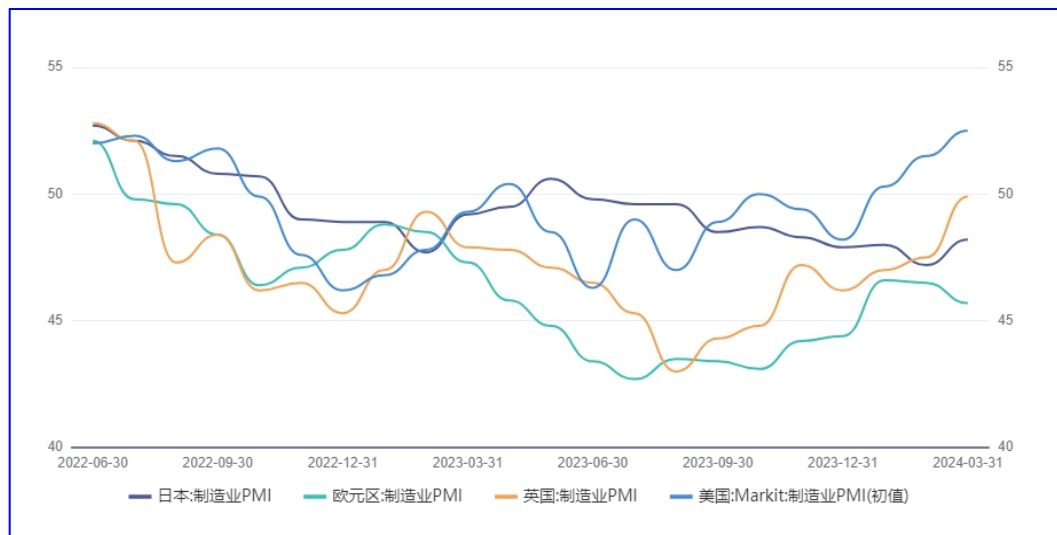
数据来源：道通期货研究所 同花顺

二、二季度国内外宏观展望：海外持续分化 国内地产拖累

1、海外宏观：主要经济体分化明显 美联储降息预期不改

一季度，美国经济表现强劲，制造业 PMI 站上 50 的扩张区间，英国制造业 PMI 延续去年下半年以来的反弹轨道，边际走强也较为明显，不过仍在 50 以下的收缩区间。相比而言，欧元区经济明显走弱，制造业 PMI 转而回落，日本的制造业 PMI 表现不温不火，同样在收缩区间。总体而言，一季度海外主要经济体的经济表现分化，总体表现尚可，但并不强劲，预计这种分化局面将在二季度持续。

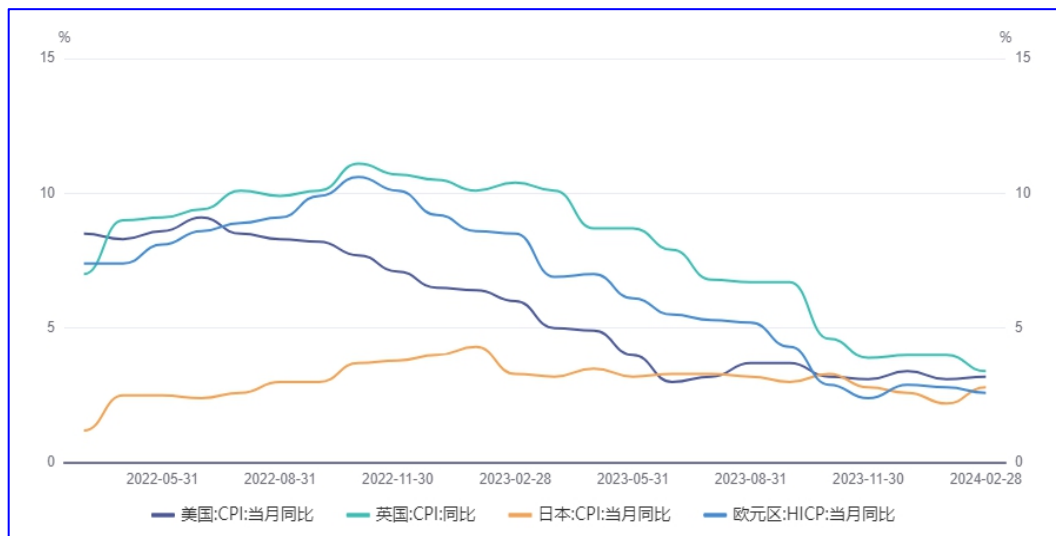
图 4 海外主要发达经济体经济表现持续分化，总体不强



数据来源：道通期货研究所 同花顺

物价指数方面，1-2 月美国 CPI 小幅反弹，日本通胀显著走高，欧元区和英国的物价仍在弱势回落。面对偏强的现实经济和物价表现，美联储 3 月的议息会议决定保持利率水平不变，但仍保持今年降息的态度，预计会有三次降息，这意味着美国经济未来仍有走弱的预期。

图 5 海外通胀形势总体趋于缓和

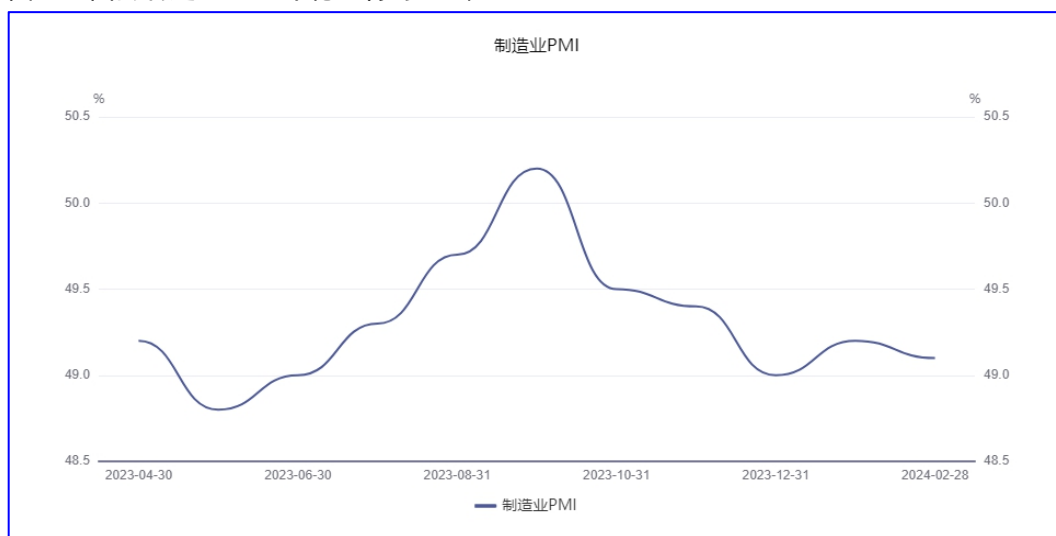


数据来源：道通期货研究所 同花顺

2、国内宏观：整体温和平稳 地产仍是拖累

国内 1 月和 2 月的制造业 PMI 持稳于 49 上方，整体表现稳定，不过仍在 50 的荣枯线以下。

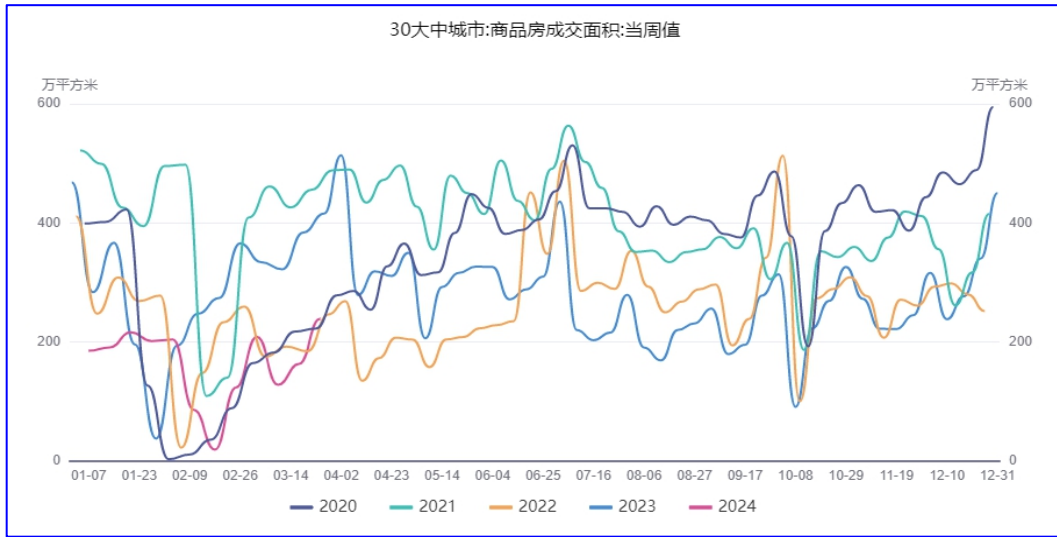
图 6 国内制造业 PMI 平稳运行与 50 以下



数据来源：道通期货研究所 同花顺

拖累国内经济表现的关键依旧在于房地产市场。一季度，国内商品房销售保持低迷状态，前两个月全国新建商品房销售面积累计同比下降 20.5%，销售额累计同比下降 29.3%，量价齐跌的市场形势继续压抑国内的房地产投资增速，这种趋势将在二季度延续，拖累国内固定资产投资和整体经济表现。

图 7 商品房销售保持低迷状态



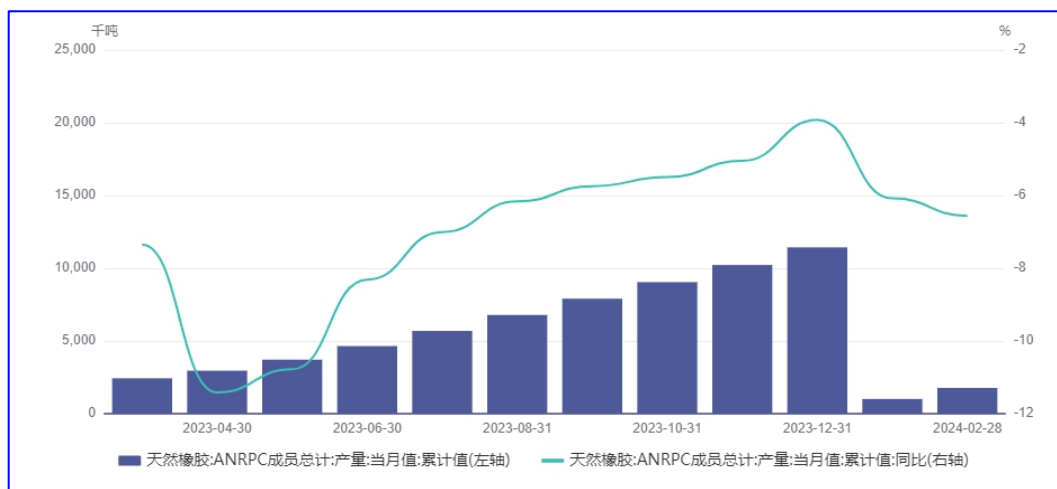
数据来源：道通期货研究所 同花顺

三、行业供求：高价刺激供应恢复 需求分化稳中偏弱

1、供应：原料已到高价区 产量有望恢复

年初以来，在持续降雨和停割季持续干旱的影响下，泰国等东南亚主产国的原料产出出现了一定程度的减产，根据 ANRPC 的统计，1-2 月 ANRPC 产胶国累计产量同比下降 6.56%至 176.8 万吨。

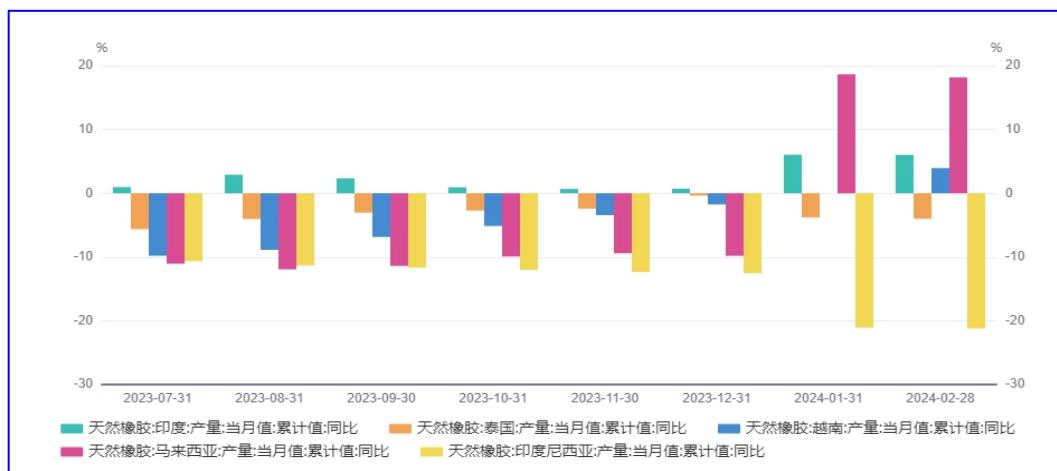
图 8 东南亚主产国持续减产



数据来源：道通期货研究所 同花顺

在传统产胶国中，泰国、印尼的产量下降较多，而马来西亚、印度和越南产量略有增加，除了极端天气之外，胶价长期低迷带来的胶农对胶林投入的减少乃至将橡胶改种其它作物等原因也是导致减产的原因。

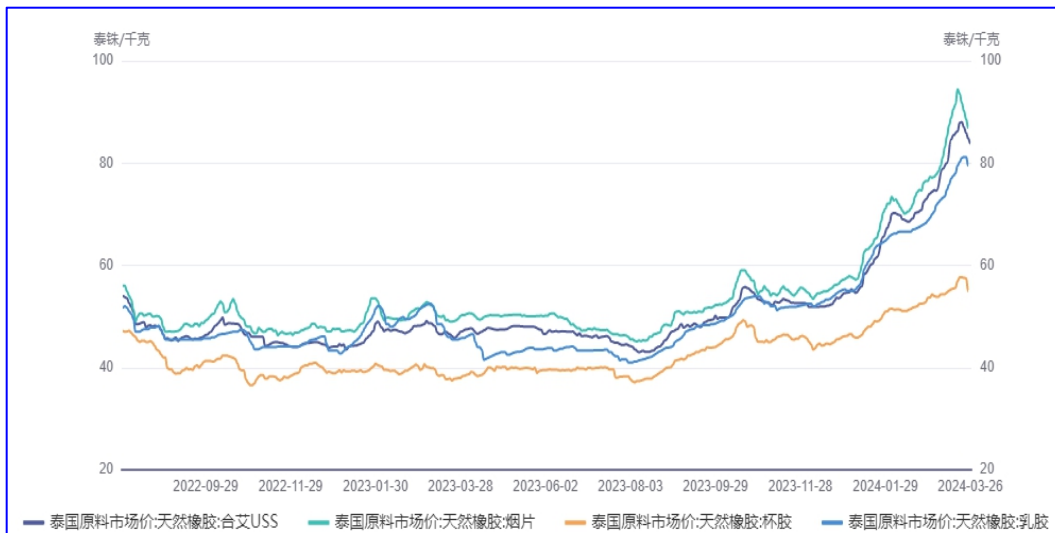
图 9 泰国印尼减产较多



数据来源：道通期货研究所 同花顺

一季度东南亚主产国的减产是 2023 年减产的延续，在此背景下，泰国烟片、胶水和杯胶等原料的价格持续上涨，烟片原料价格最高涨至 94.4 泰铢、胶水价格最高涨至 81.2 泰铢，至季度末，这些原料价格出现一定回落，但整体仍保持偏高水平，远高于去年同期水平。

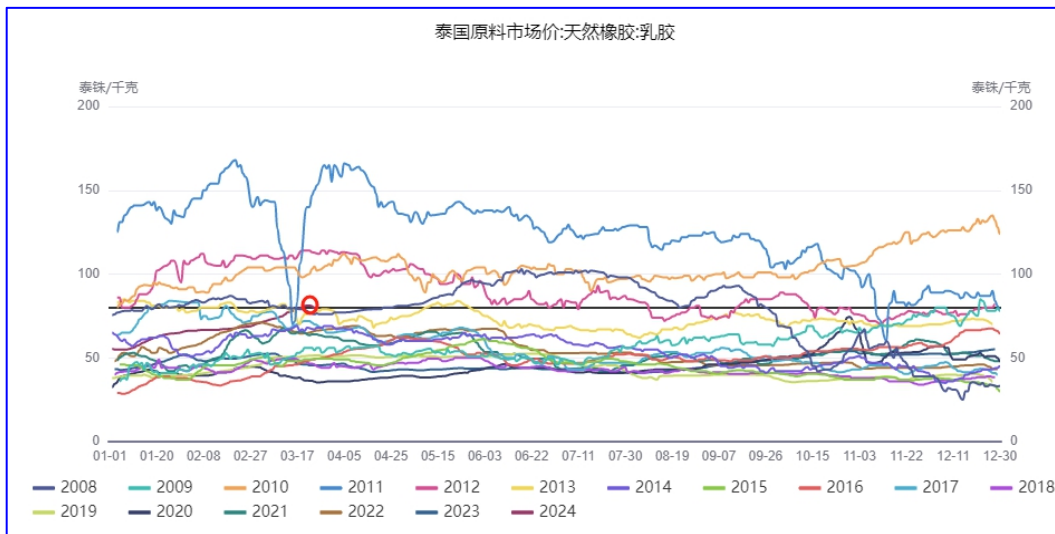
图 10 减产刺激泰国原料价格持续走高



数据来源：道通期货研究所 同花顺

仅从泰国胶水价格的历史来看，近二十年，超过 80 泰铢的主要年份为 2008 年、2010 年、2012 年和 2013 年，而这几年是胶价上一轮牛市高峰的原料价格，因此，从经验来看，80 泰铢以上的胶水价格已经到了天胶市场的高价区间。

图 11 胶水价格已进入历史高价区间

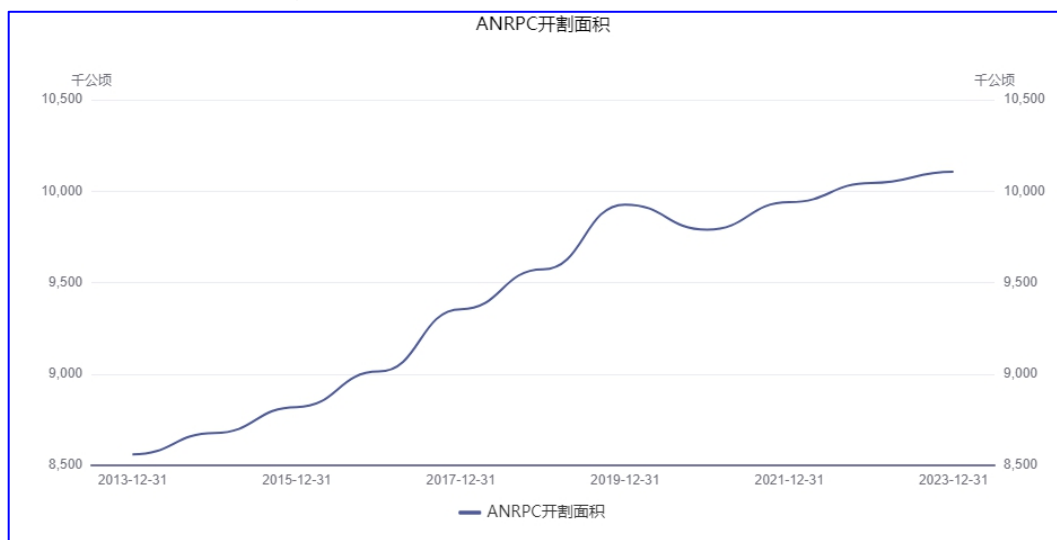


数据来源：道通期货研究所 同花顺

从利润水平来看,接近 80 泰铢的胶水价格已经使得割胶产生了约 100%的毛利收益,这无疑会极大的刺激胶农的割胶积极性,二季度泰国等东南亚主产区将陆续开割,而高原料价格将成为刺激供应增量的关键因素。

在开割面积和亩产量方面,尽管长期的低价抑制了东南亚主产国的天胶新种和胶树的物料投入,但根据 ANRPC 的数据,今年 ANRPC 产胶国的割胶面积依旧处于历史高位水平,外加非洲科特迪瓦的稳定增产,我们认为在不出现极端天气和当前高价的刺激下,二季度天胶产量有望逐步恢复。

图 12 ANRPC 产胶国今年的割胶面积仍在高峰



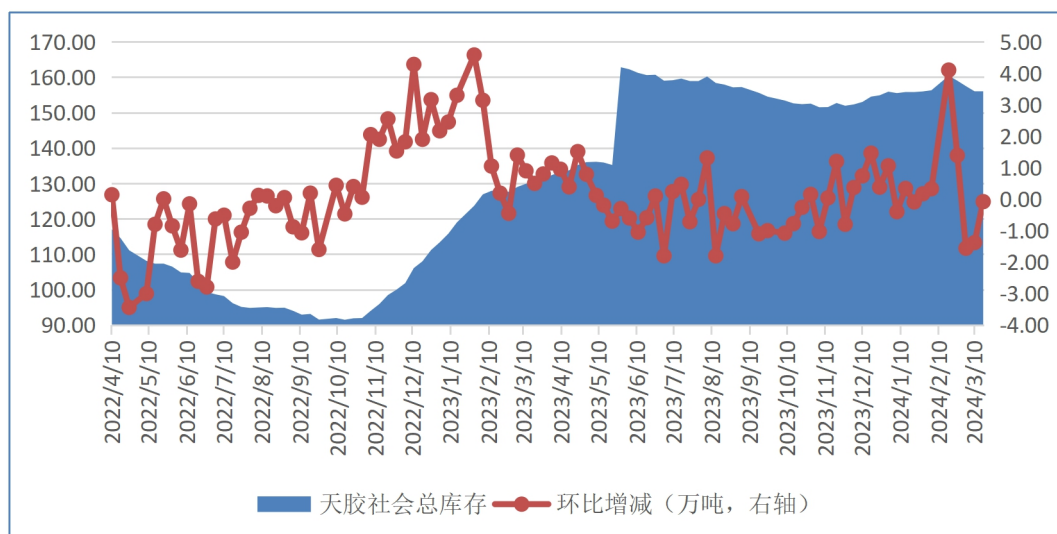
数据来源: 道通期货研究所 同花顺

2、国内：开割在即 库存压力仍大

四月中旬,国内云南和海南产区都将逐步开割,就目前的情况来看,海南和云南的胶林总体长势良好,根据当前国内浓乳价格,预计开割后胶水价格将在 13 元以上,这同样有利于胶农割胶。二季度,影响国内割胶最关键的因素就是天气。

库存方面,截至 3 月底,国内的天胶总库存为 156 万吨,依然保持在非常高的水平,尽管一季度经历了一段去库的过程,但是去库速度偏慢,总库存较高峰仅下降 4 万余吨,这意味着二季度国内天胶的供应依旧十分充足。

图 13 国内天胶库存保持高位水平



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

综合来看，我们认为在原料高价的刺激下，海外天胶产量有望出现恢复性增长，而国内天胶库存保持高位水平，二季度国内天胶供应将保持充裕状态。

3、需求：外需分化 内需偏弱

一季度，全球经济延续了去年四季度以来缓慢回升的状态，不过其绝对水平依旧偏低，整体而言对全球天胶需求的提振作用有限。由于海外主要经济体的经济表现分化较大，这也带来了天胶外需在不同国家的强弱表现。

图 14 宏观温和回暖对天胶总需求的刺激有限



数据来源：道通期货研究所 同花顺

一季度，美国经济强势扩张，其轮胎和天胶消耗量也保持了较好的增长局面，预计

二季度这一局面可以继续维持，不过随着下半年美联储降息的到来，美国经济趋弱的形势届时会对其天胶消耗带来一定压力。

图 15 美国天胶消耗增长保持稳定

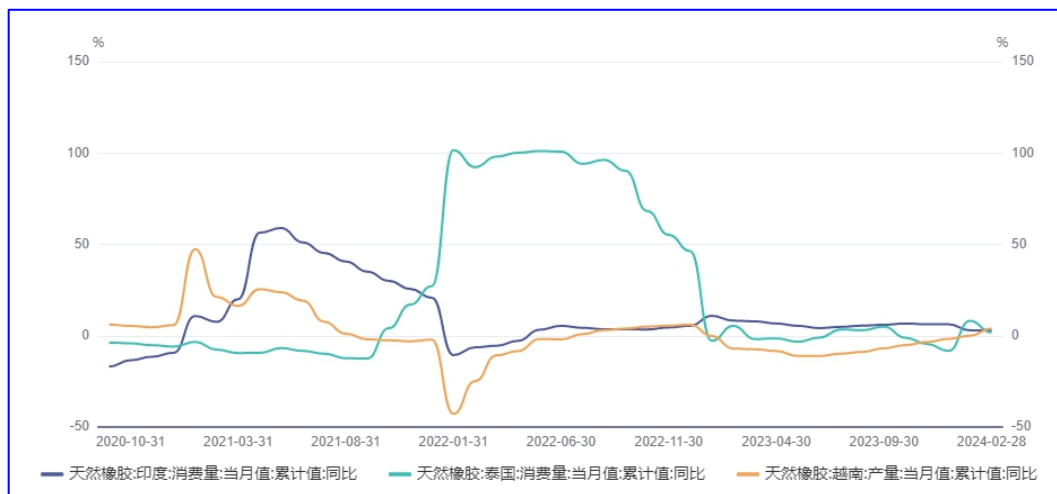


数据来源：道通期货研究所 同花顺

欧洲方面，根据欧洲汽车制造商协会（ACEA），1-2 月欧盟乘用车市场保持了超过 10% 的良好增速，不过柴油车的表现较差，前两个月市场萎缩幅度在 5% 左右，而欧元区经济形势的弱势难改，不利于其全钢胎和天胶的消耗。

主要新兴市场方面，根据 ANRPC 的估计，印度、泰国、越南在前两个月的天胶消费增速分别为 2.96%、1.79% 和 3.94%，总体趋于平稳，而从历史看，这些国家对天胶的消费增速变动十分剧烈，而由于新兴市场对天胶的消费基数较低，因此其变动对全球天胶需求变动的影响有限。

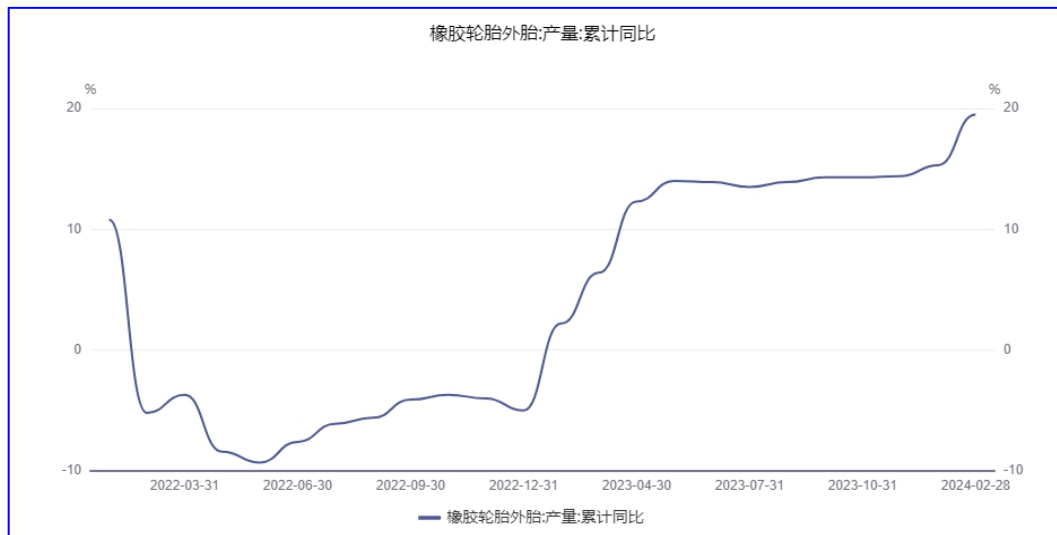
图 16 新兴市场对天胶的消费增速趋稳



数据来源：道通期货研究所 同花顺

内需方面，1-2月国内轮胎外胎产量同比增长19.5%，总体表现火爆。

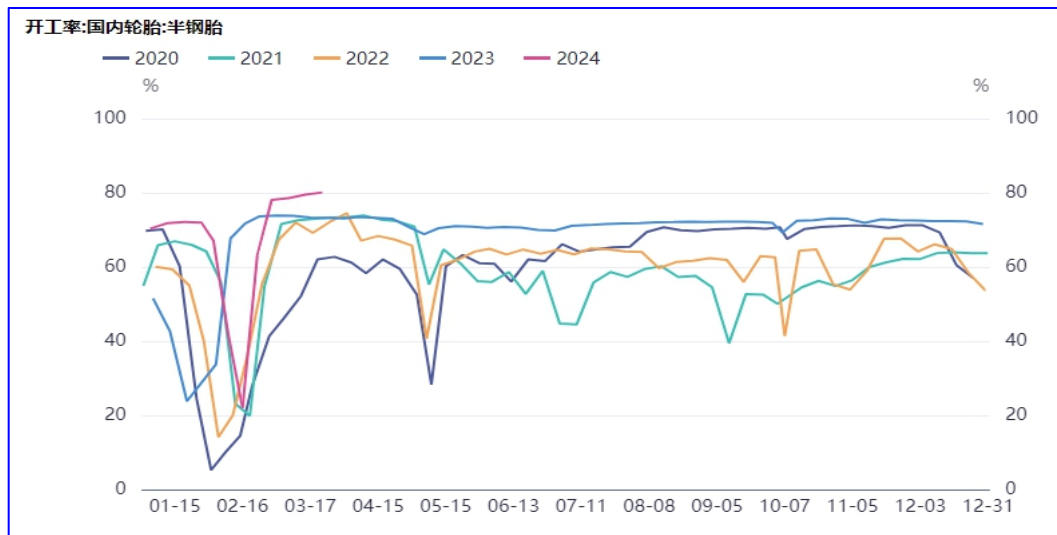
图 17 一季度国内轮胎产量增幅明显



数据来源：道通期货研究所 同花顺

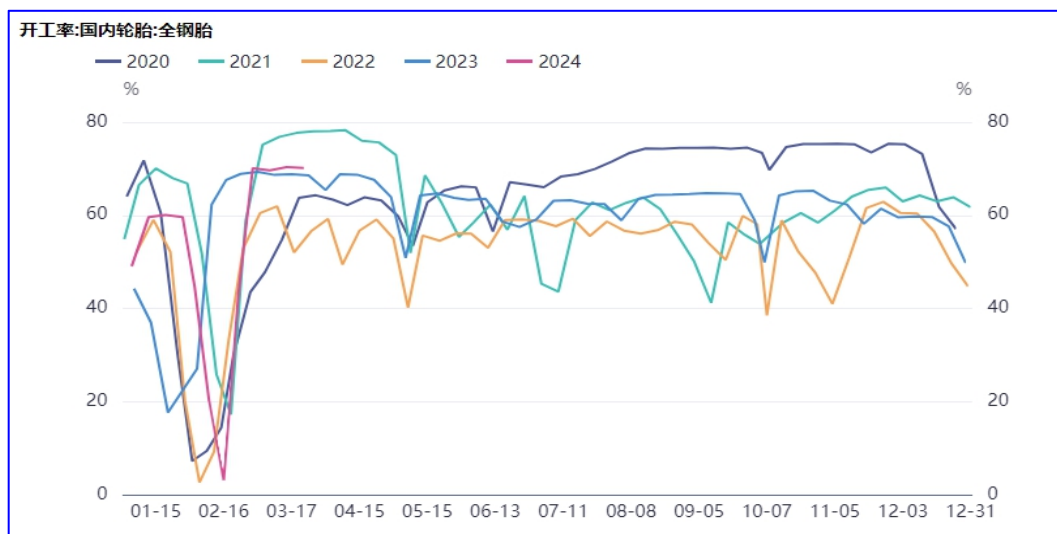
一季度，半钢胎开工率保持在近年的最高水平，全钢胎开工率也保持在偏高水平。

图 18 半钢胎开工率保持很高的水平



数据来源：道通期货研究所 同花顺

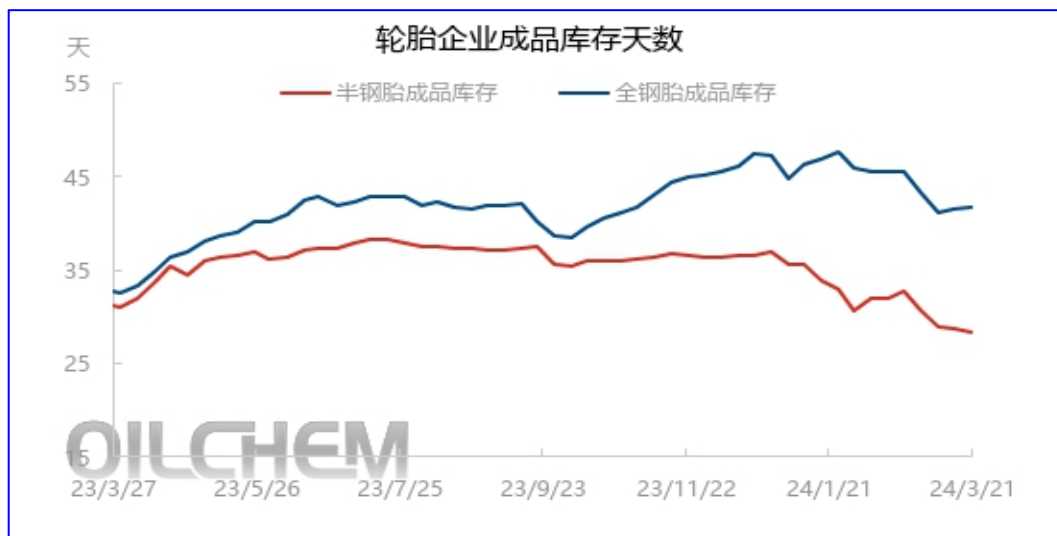
图 19 全钢胎开工率水平偏高，逊于半钢胎



数据来源：道通期货研究所 同花顺

不过半钢胎和全钢胎的销售和库存差异较大，半钢胎库存下降至偏低水平，而全钢胎的库存在一季度保持高位水平，且在春节后以累库为主，国内全钢胎销售状况并不理想，这也印证了国内固定资产投资持续低迷的现状。

图 20 全钢胎库存高位，与半钢胎分化严重



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

从总体上看，国内天胶的内需状况延续弱势局面，这在国内天胶高库存和去库缓慢方面也可以得到印证。由于我们认为二季度国内固定资产投资在房地产市场下行的拖累下将延续弱势，因此，天胶的国内需求也将保持弱势局面。

四、估值：原料高成品低 海外高国内低

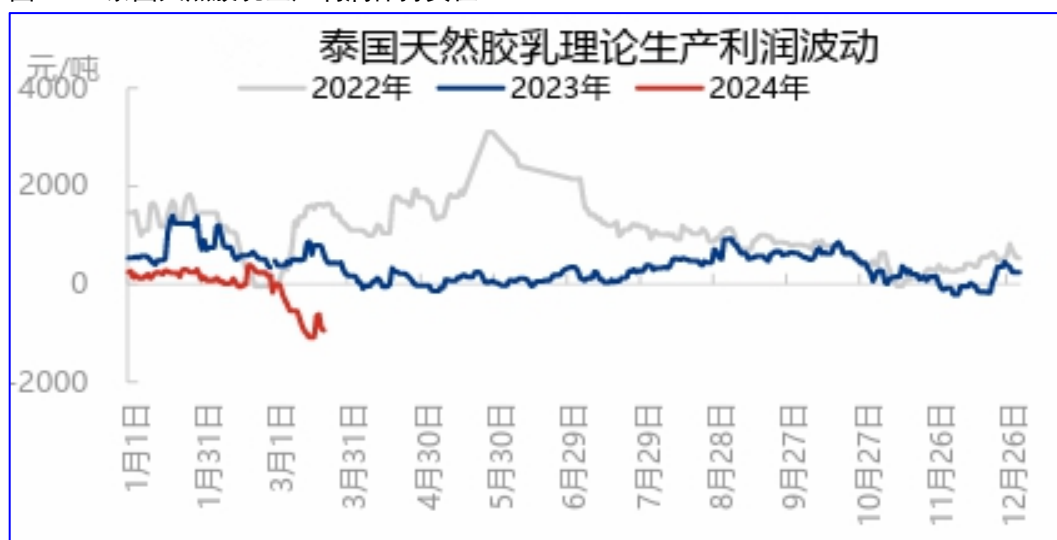
1、海外原料价格偏高

如前所述，泰国胶水价格在 80 泰铢以上是绝对的高价水平，除非主产区持续出现严重的减产，否则二季度胶水价格很难维持在 80 泰铢以上，对此，需要关注东南亚主产国陆续开割后的天气状况。

2、泰国浓乳和标胶价格相对偏低

原料价格的大幅走高也挤压了泰国成品胶的生产利润，3 月末泰国天然胶乳和 STR20 的生产利润均为负，且亏损幅度较大，这意味着相对于原料价格，泰国天然胶乳和标胶都是显著低估的，这种情况难以长时间持续，二季度其价格水平相对于泰国原料价格走强的可能性较大。

图 21 泰国天然胶乳生产利润保持负值



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

图 22 泰国标胶生产利润为负



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

3、RU 与混合胶相对价格偏低

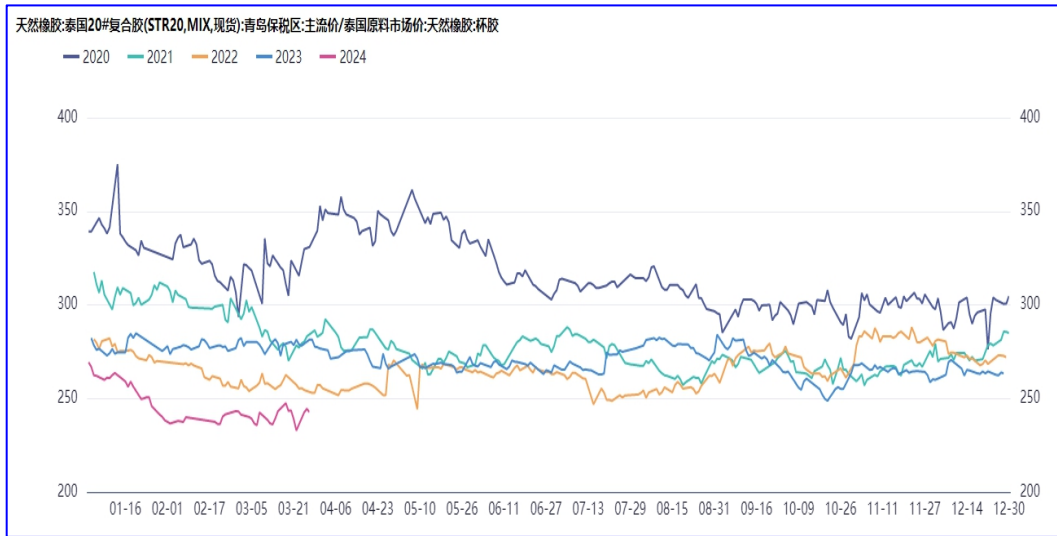
在一季度外盘原料和成品胶价持续上涨的过程中，国内 RU 和 NR 的跟涨并不积极，胶市保持外强内弱的局面，这也导致了 RU 和国内混合胶报价相对于泰国原料被显著低估，这也为二季度 RU 和 NR 提供了较强的成本端支撑作用。

图 23 RU 相对于泰国胶水价格估值偏低



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

图 24 国内混合胶价格相对杯胶价格估值偏低



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

五、二季度天胶市场展望：高价刺激供应 胶价震荡回落

二季度，海外主要经济体的经济表现料延续分化的局面，总体不强，而美联储年内降息将持续抑制市场对海外经济的预期。国内经济预计保持平稳，不过房地产市场的下行趋势较难改变，这将继续拖累国内固定资产投资。

二季度，随着国内外产胶国的陆续开割，处于高位水平的原料价格将有效刺激割胶，带来供应的恢复，最大的不确定主要来自于天气。国内天胶库存保持高水平，这将保证二季度国内天胶有着充足的供应。需求方面，外需总体稳定，但各国间分化明显，国内天胶需求则保持弱势局面。

估值方面，二季度处于高位的原料价格较难继续向上开拓空间，回落是更可能的选择，而国内外成品胶价格相对原料价格均保持偏低估值，这将对成品胶提供内在支撑。展望二季度，我们预计天胶价格将整体呈现震荡回落的局面，而内外盘的成品胶价格相对原料价格有望走强，RU2409 预计主要波动区间[13500,15500]。

风险提示

1、近两年东南亚主产国受到持续异常天气的影响越来越多，若开割季主产国延续持续降雨或者持续干旱等天气，那么天胶供应将受到抑制，届时天胶价格将出现偏强震荡上涨，RU 的波动区间将超出我们的预期。

2、国内宏观经济和金融形势的变化是另一个可以剧烈影响胶价中期方向的变量，若国内货币政策宽松超预期带来国内大宗工业品的大涨，那么天胶价格也有望转强跟随上涨，而如果国内经济因地产等原因发生一定的风险事件，带来内盘大宗商品的下跌，那么胶价的回落幅度料将超出我们的预期。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，报告中的内容和意见仅供参考。我公司及员工对使用本报刊及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报刊版权归道通期货所有。

业务团队

产业事业部

电话：025-83276938，传真：025-83276908，邮编：210024

南京事业部

电话：025-83276979，传真：025-83276908，邮编：210024

分支机构

北京营业部

北京市海淀区蓝靛厂东路2号院2号楼(金源时代商务中心

2号楼)10(9)层3单元(c座)10B-1

电话：010-88596442，传真：010-88599543，邮编：100089

海口营业部

海南省海口市龙华区国贸路36号嘉陵大厦18层1807室

电话：0898-31676621，传真：0898-31676619，邮编：570105

宜兴营业部

宜兴市宜城街道瑞德康城花苑70号

电话：0510-87221878，传真：0510-87077608，邮编：214200

张家港营业部

张家港市杨舍镇暨阳中路158号东方银座大厦五楼

电话：0512-35025818，传真：0512-35025817，邮编：215600

宿迁营业部

宿迁市宿城区洪泽湖路88号皇冠国际公寓9#楼前02铺

电话：0527-84665888，传真：0527-84665569，邮编：223899