



道通期货  
DotoFutures

2024年9月30日

# 供应缩减扰动 偏强局面延续

——四季度天胶市场前景

## 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：

四季度，海外主要国家和经济体的经济料延续弱势下降的趋势，美联储、欧央行等主要国家的利率进入下降通道。国内经济稳中偏弱，但政策强力发动，四季度经济有望企稳小幅反弹。

尽管偏高的原料价格可以刺激割胶，然而在恶劣天气和割胶面积缩窄等原因的影响下，全球天胶仍出现了减产的局面。四季度，天气因素将成为影响天胶产量的关键变量，如果四季度恶劣天气持续，那么天胶产量仍有望延续减产局面，但如果四季度天气好转，在偏高原料价格刺激割胶的作用下，天胶原料产出有望增加，全球天胶产量将有所恢复，但无法抵补前三季度的减产损失。四季度国内天胶进口有望增加，但全年进口量仍将有明显缩减。四季度，天胶的外需料边际走弱，国内需求偏弱，但在经济企稳的背景下，天胶内需有望小幅反弹，整体看，天胶的全球需求仍偏弱。

当前泰国原料价格保持偏高水平，割胶利润保持良好，而RU相对原料价格的估值则保持在同期低位，这对RU形成较强的支撑。三季度，RU整体实现了向上突破形成涨势，估值偏低和国内库存等基本面状况的改善对此形成直接的支撑，而东南亚主产区的供应缩减才是根本驱动因素，我们认为若东南亚主产区因天气持续减产，则天胶原料价格有望维持偏强偏涨的态势，RU也会进一步上涨，RU主力合约价格的主要波动区间在[17500, 22500]，若东南亚主产区天气好转，则原料价格有望承压回落，进而带动RU陷入回调，但整体偏涨的局面较难改变，RU主力合约价格的主要波动区间在[16500, 21000]。

----- 高效、严谨、敬业 -----

## 目 录

一、 三季度天胶市场回顾：炒作减产 胶价大涨 .....	2
二、 四季度宏观展望：海外经济趋弱 国内政策加力 .....	4
1、 海外：经济逐步趋弱 降息周期开启 .....	4
2、 国内宏观：经济稳中趋弱 重磅政策发力 .....	5
三、 行业供求：全年减产难弥补 需求整体仍偏弱 .....	7
1、 供应：天气成关键因素 全年减产料难弥补 .....	7
2、 国内供应：恶劣天气影响云南产量 不断去库致现货偏紧 .....	9
3、 需求：外需逐步趋弱 内需小幅反弹 .....	11
1、 美国需求较强 欧元区持续偏弱 .....	12
2、 国内天胶需求偏弱 政策促进边际改善 .....	13
四、 估值：原料价格已经偏高 内盘胶价水涨船高 .....	15
五、 四季度天胶市场前景：供应缩减扰动，偏强局面延续 .....	18

## 一、三季度天胶市场回顾：炒作减产 胶价大涨

三季度，RU 回调后大涨，胶价创下近七年的新高。7 月，市场对内需悲观的情绪蔓延，国内工业品持续大幅下跌，RU2501 受到拖累陷入回调，最大跌幅近千点。8 月-9 月，在估值相对偏低、东南亚传统主产国减产形势逐步明朗等原因的影响下，RU 脱离整体工业品大盘，走出了相对独立的上涨走势，RU2501 最高涨至 19780 元/吨，最大涨幅超过 4640 点。

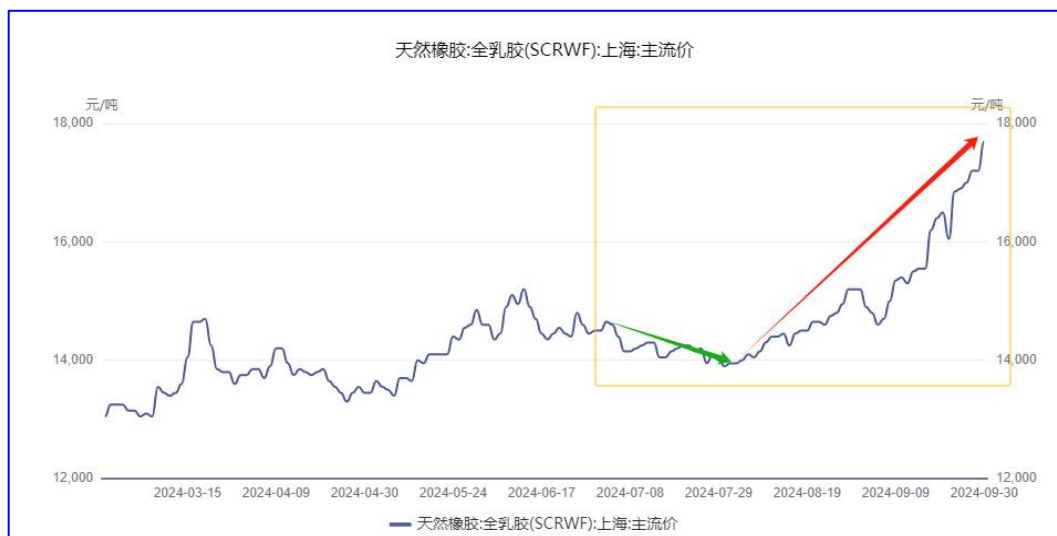
图 1 RU 三季度大幅上涨



数据来源：道通期货研究所 文华财经

现货市场，全乳胶在三季度的走势与 RU 如出一辙，7 月回调，8-9 月大涨，上海主流价最低 13900 元/吨，最高 17750 元/吨，最大涨幅 3850 元/吨。

图 2 现货市场胶价跟随 RU 大涨



数据来源：道通期货研究所 同花顺

20 号胶主力在三季度最低 11765 元/吨，最高涨至 15050，价格创下上市以来的最高，同样涨势明显。

图 3 20 号胶期货价格上涨明显，创上市以来价格新高



数据来源：道通期货研究所 同花顺

## 二、四季度宏观展望：海外经济趋弱 国内政策加力

### 1、海外：经济逐步趋弱 降息周期开启

三季度，美国、欧元区和日本等主要发达国家和地区的制造业 PMI 逐步走低，其中欧元区制造业 PMI 持续保持在 50 以下的收缩区间，美国和日本的制造业 PMI 也跌入 50 以下的收缩区间，海外经济逐步进入弱势下降的趋势中，这一趋势大概率在四季度延续。

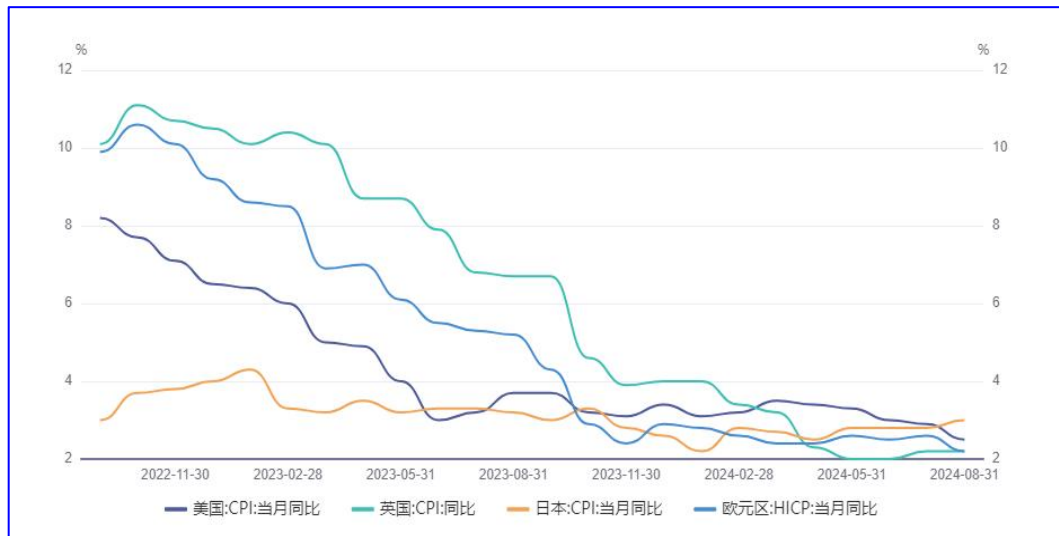
图 4 海外经济呈现走弱趋势



数据来源：道通期货研究所 同花顺

CPI 方面，三季度，除了日本外，美国和欧元区的 CPI 同比增幅继续走弱，逐步逼近 2% 的目标，这也印证了相应国家和地区经济弱化的局面，海外通胀压力大幅减轻。

图 5 海外主要国家通胀压力减轻，印证经济走弱



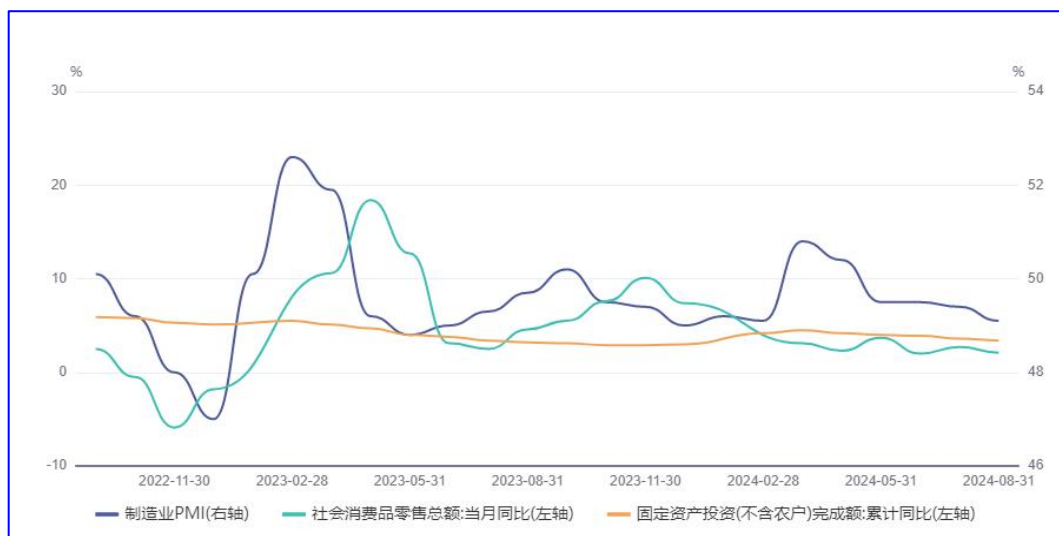
数据来源：道通期货研究所 同花顺

与此同时，美联储已经在 9 月开展了首次降息操作，欧央行在 6 月就已经开始降息，市场预计美联储在四季度还将有 50 个基点的降息，至此，海外主要国家已经开启和进入了降息周期。

## 2、国内宏观：经济稳中趋弱 重磅政策发力

三季度，国内制造业 PMI 逐步下降，且持续保持在 50 以下的收缩区间，消费和固定资产投资同样弱势下滑，国内整体经济表现进一步弱化。

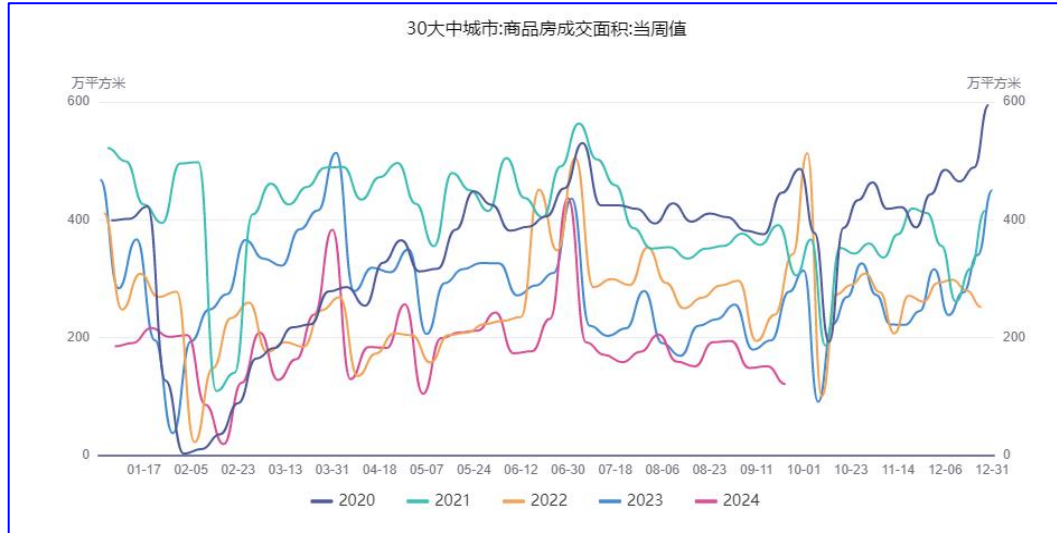
图 6 国内经济持续偏弱表现



数据来源：道通期货研究所 同花顺

三季度，国内商品房销售低迷，房价持续弱势，房地产市场中长期下行的趋势仍在继续，这也是施压国内经济表现的主要原因，而固定资产投资的持续萎靡不利于工业品的内需表现。

图 7 商品房销售低迷，房地产市场仍是核心拖累项



数据来源：道通期货研究所 同花顺

面对持续承压的国内经济，三季度末，中央政府祭出重磅刺激政策，包括降准降息、降低存量贷款利息、降低商品房首付、一线城市放开限购等，意图提振房地产等市场的表现，我们认为这将在中短期内提振房地产市场的情绪，同时有利于国内经济在四季度的回稳，但中长期的政策效果仍有待观察。

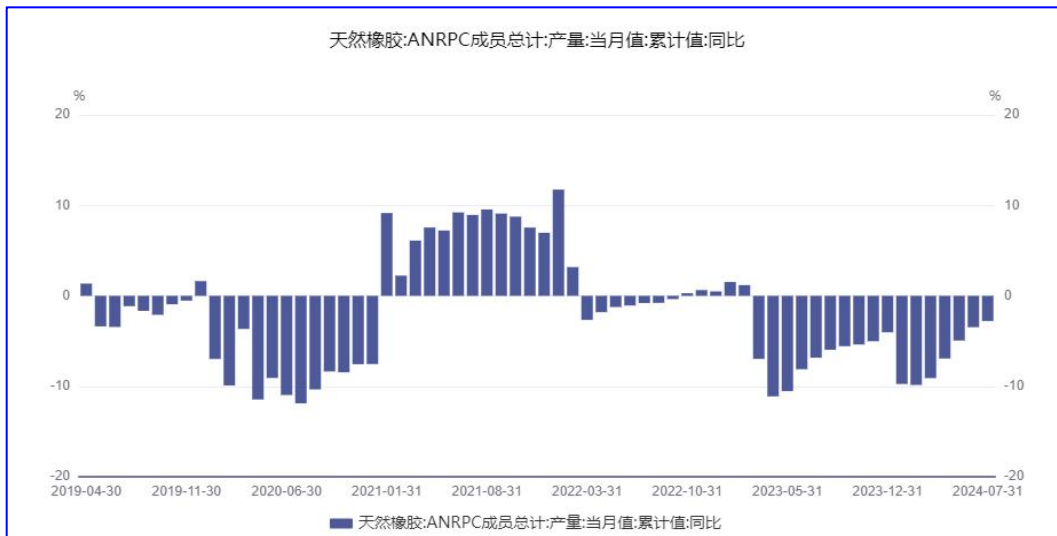


### 三、行业供求：全年减产难弥补 需求整体仍偏弱

#### 1、供应：天气成关键因素 全年减产料难弥补

根据 ANRPC 的数据,1-7 月,ANRPC 成员国天胶累计产量同比下降 2.79%,自 2023 年以来持续保持减产状态。

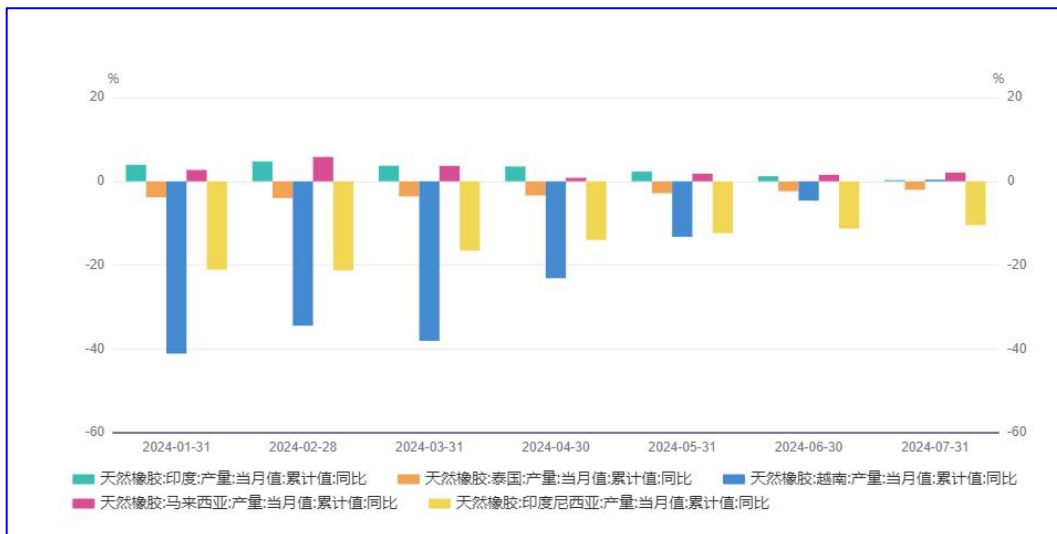
图 8 ANRPC 数据显示近两年全球天胶产量持续缩减



数据来源：道通期货研究所 同花顺

具体看来，1-7 月泰国小幅减产 (-2%)，印尼减产幅度较大 (-10%)。

图 9 印尼、泰国减产最为明显



数据来源：道通期货研究所 同花顺

数



尽管如此，市场对泰国、印尼等国减产幅度的分歧较大，根据隆众咨询的数据，1-7月泰国减产幅度为11%，印尼减产幅度为27.16%，减产幅度显著大于ANRPC的统计。

我们认为，今年天胶减产的原因主要在于不断发生的恶劣天气（持续干旱、持续降雨和台风冲击）和部分胶林被砍伐改种别的作物，恶劣天气的影响是短期的，砍伐胶林的影响是长期的，不过这两个因素今年共同发挥作用，两者对减产的影响权重难以区分。

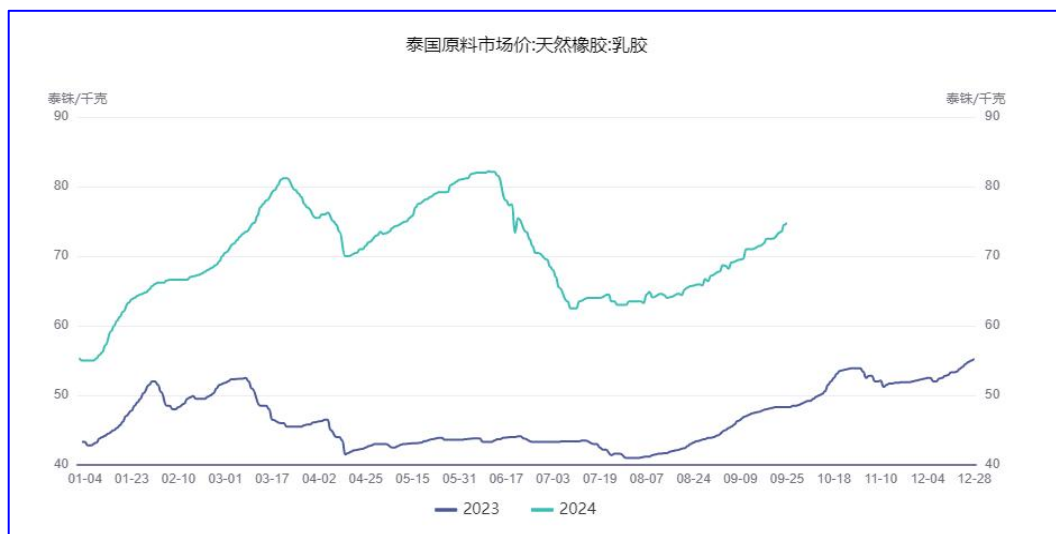
另一个影响产量的因素就是原料价格，今年泰国原料胶水和杯胶的价格显著高于去年，高价对割胶积极性提振是绝对的，但仍未能对冲恶劣天气和胶树砍伐的影响。

图 10 泰国杯胶价格显著高于去年同期



数据来源：道通期货研究所 同花顺

图 11 泰国原料胶水价格显著高于去年同期



数据来源：道通期货研究所 同花顺

四季度是泰国等主产国的割胶旺季，如果四季度恶劣天气持续，那么天胶产量仍有望延续减产局面，但如果四季度天气好转，在偏高原料价格刺激割胶的作用下，天胶原料产出有望增加，全球天胶产量将有所恢复，不过较难弥补前三个季度的产量损失，因此，天气将成为影响四季度天胶原料市场的关键边际变量。

## 2、国内供应：恶劣天气影响云南产量 不断去库致现货偏紧

今年云南不断受到持续干旱和降雨的影响，供应迟迟无法商量，海南产区整体物候较好，不过三季度受到台风“摩羯”影响较大，目前市场预计国内产量将出现小幅减产。

图 12 海南原料胶水价格显著高于去年同期



数据来源：道通期货研究所 同花顺

另一方面，在国内外胶价大幅上涨的过程中，国内海南和云南的原料价格也在三季度跟随上涨，明显高于去年同期，目前国内割胶利润较好，这将对割胶带来刺激，进而弥补产量因天气原因带来的损失。

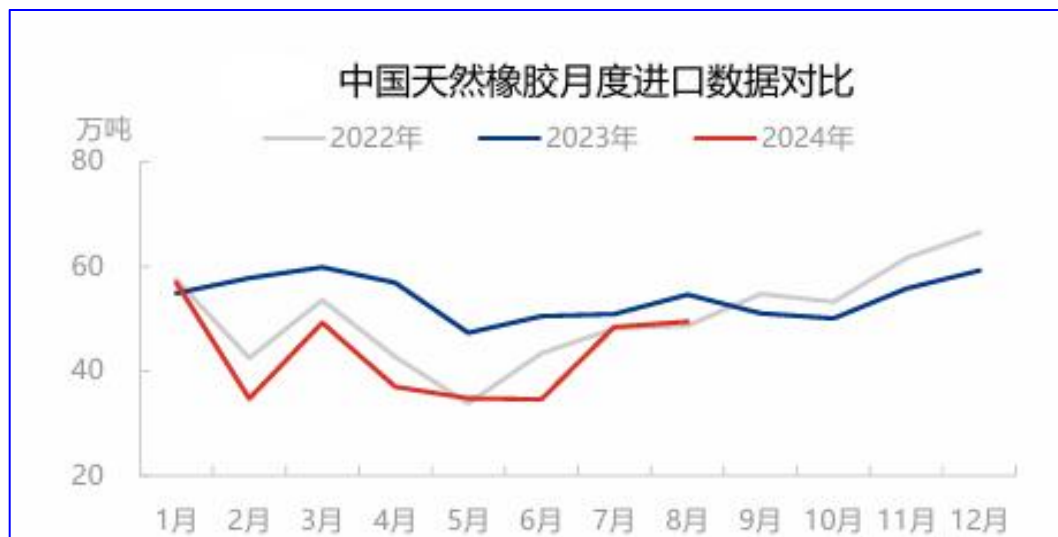
图 13 云南胶水价格显著高于去年同期



数据来源：道通期货研究所 同花顺

进口方面，1-8 月份国内累计进口天胶 344.98 万吨，累计同比减少 20.26%，东南亚主产国减产和内盘胶价相对海外胶价偏低等原因导致今年进口量的大幅减少。

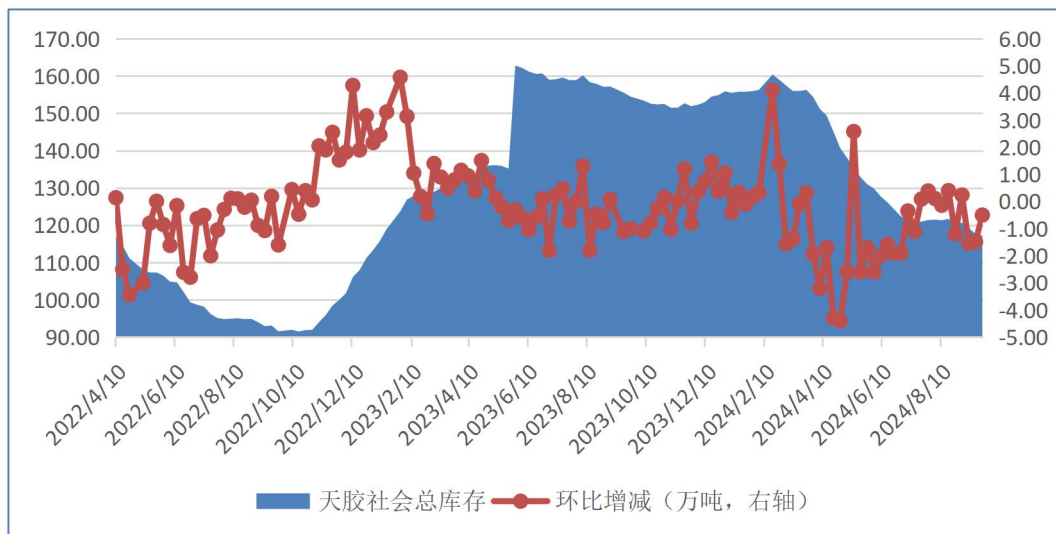
图 14 国内进口天胶数量明显下降



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

受此进口明显下降的影响，国内天胶库存不断去库，从今年最高的 157 万吨下降至三季度末的 117 万吨作用，考虑到天胶库存很多是在从事期现套利的贸易商手中，在胶价持续上涨的过程中，现货市场表现供应表现偏紧。

图 15 国内天胶不断去库



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

四季度，海外割胶和国内天胶进口都将迎来旺季，预计进口量将有所增加，但全年进口量降幅仍将超过 10%。

### 3、需求：外需逐步趋弱 内需小幅反弹

天胶的全球宏观需求与全球经济的波动相关度很高，三季度摩根大通全球制造业 PMI 持续回落，根据 ANRPC 的数据，ANRPC 国家的天胶消费量增速同比增速也在缓慢回落。

图 16 全球天胶需求变动与全球经济波动息息相关

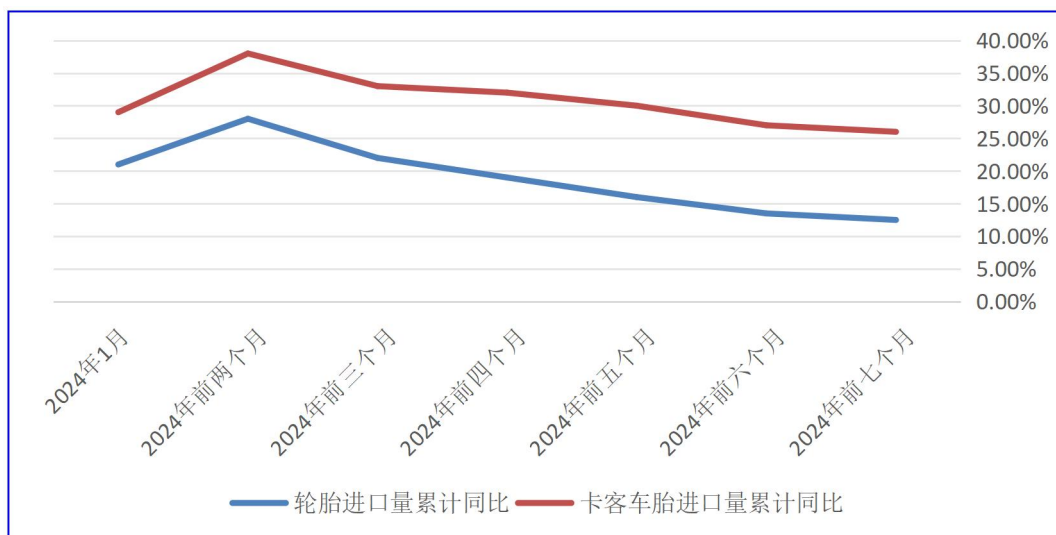


数据来源：道通期货研究所 同花顺

## 1、美国需求较强 欧元区持续偏弱

1-7月，美国进口轮胎共计15734万条，同比增加12.5%，其中，乘用车胎进口同比增长6.5%至9676万条；卡客车胎进口同比增长26%至3392万条，天胶需求保持较为旺盛的状态，另一方面，随着经济的趋弱表现，美国轮胎进口量同比增速也在逐步回落。

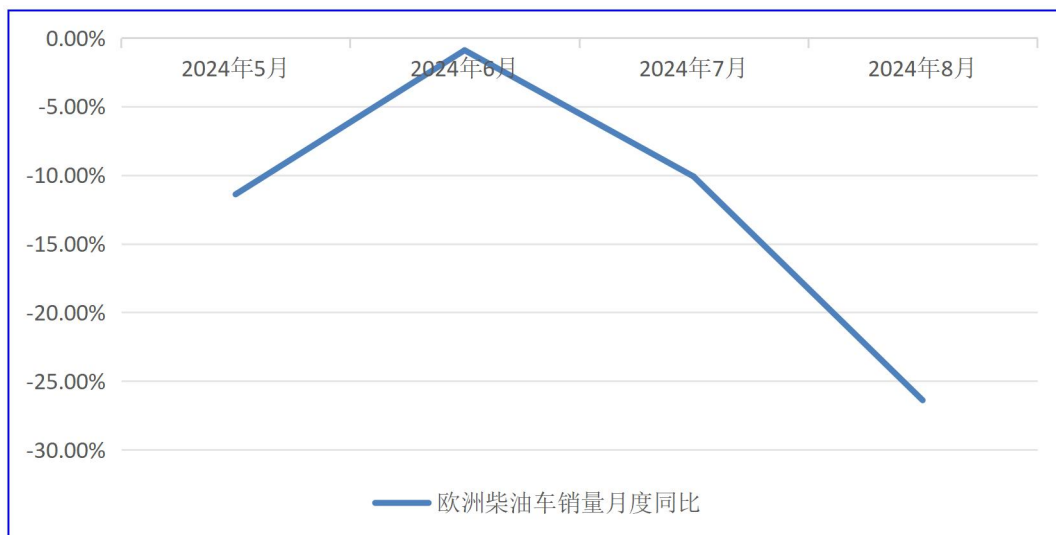
图 17 美国轮胎进口量增速较高，同比增幅逐步回落



数据来源：道通期货研究所 橡胶信息贸易网

相比而言，欧洲的表现更弱，根据欧洲汽车制造商协会（ACEA），今年以来欧洲柴油车销售每月均出现下滑，且下滑幅度在二季度加剧，8月当月下跌26.4%。

图 18 欧洲柴油车销量月度同比缩减明显



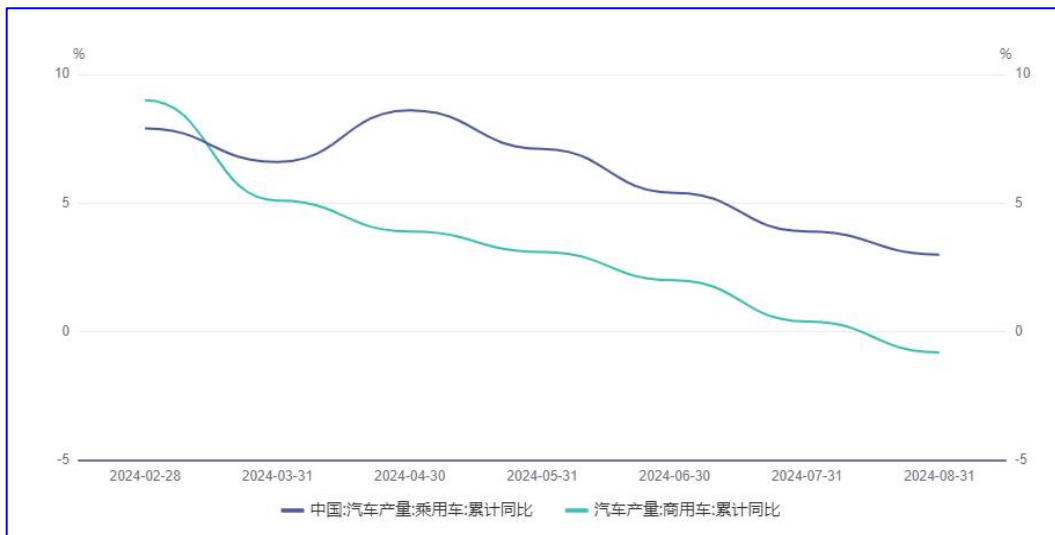
数据来源：道通期货研究所 橡胶信息贸易网

四季度，随着欧美经济趋弱，我们预计其轮胎和天胶需求增长将延续弱势表现。

## 2、国内天胶需求偏弱 政策促进边际改善

今年以来，国内经济总体稳中偏弱，尤其三季度，经济下行压力显著增大，而国内汽车产量同比增幅持续下降，尤其是商用车至8月同比累计增幅已经转负。

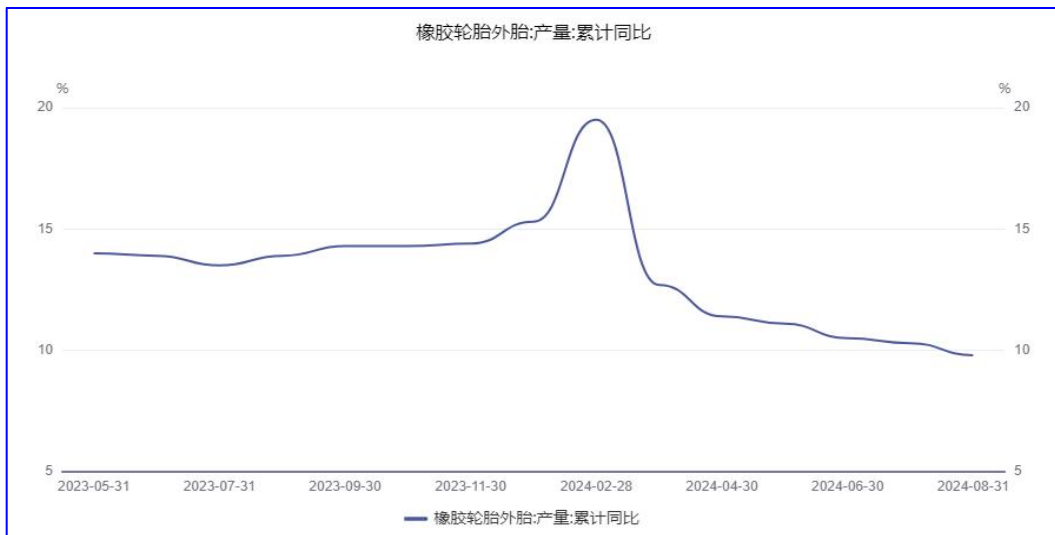
图 19 今年国内汽车产量走弱，尤其商用车



数据来源：道通期货研究所 同花顺

1-7月8月，国内轮胎外胎产量累计同比增长9.8%，达到7.4亿条，不过增长中枢较去年下降，且累计同比增幅也不断回落。

图 20 国内轮胎产量同比增速逐步回落



数据来源：道通期货研究所 同花顺

今年以来，半钢胎和全钢胎保持显著分化的局面，半钢胎供不应求，开工率保持在近年的最高水平，但全钢胎整体销售低迷，开工率表现一般，而轮胎企业全钢胎库存则保持高水平。

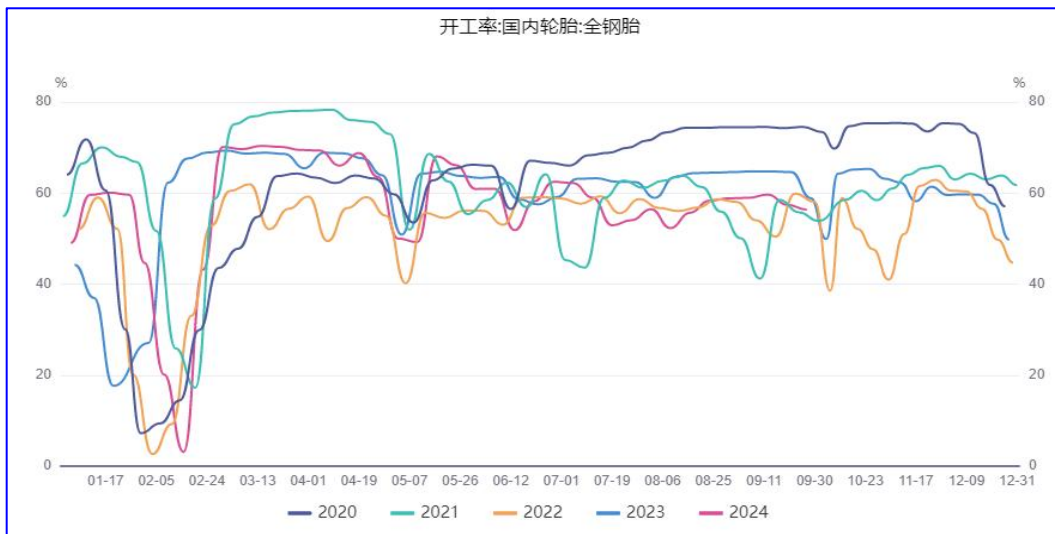


图 21 半钢胎开工率保持近年最高水平



数据来源：道通期货研究所 同花顺

图 22 全钢胎开工率稳中偏弱



数据来源：道通期货研究所 同花顺



图 23 全钢胎库存保持高水平



数据来源：道通期货研究所 隆众资讯

由于天胶需求的重点在于全钢胎，因此今年国内天胶需求整体偏弱，其主要原因在于国内房地产市场处于中长期的下降趋势，进而持续拖累国内固定资产投资，而相应的全钢胎需求就受到了拖累。

三季度末，国常会和政治局会议陆续发布了重磅的货币和财政政策，意在刺激资本市场和房地产市场，最终达到国内经济企稳反弹的目的，我们认为在持续的政策刺激下，国内经济在四季度有望企稳反弹，进而带动国内天胶需求出现边际改善。另一方面，本次经济刺激政策中对于新建商品房依旧是严控的思路，且国内房地产市场中长期下行的趋势较难逆转，因此，我们认为四季度国内经济回稳对天胶内需改善的程度有限。

## 四、估值：原料价格已经偏高 内盘胶价水涨船高

### 1、泰国原料价格已经偏高

三季度末，泰国原料胶水的价格已经逼近 80 泰铢/公斤，杯胶价格逼近 60 泰铢/公斤，从历史来看，这已经是偏高的价格，而超过 80 泰铢的胶水价格已经是 2009-2012 年牛市的价格水平。从割胶利润来看，超过 80 泰铢的胶水可以带来超过 100% 的割胶利润，这都说明当前泰国的原料价格已处于偏高水平，可以有效的刺激胶农的割胶积极性。

图 24 泰国原料价格已处于偏高水平

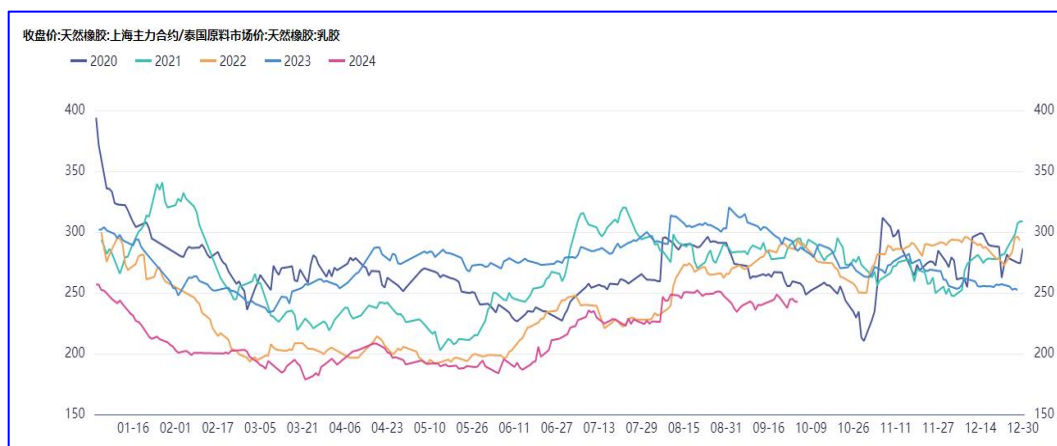


数据来源：道通期货研究所 同花顺

## 2、RU 随原料价格水涨船高

8 月份以来，RU 持续上涨，至三季度末 RU2501 已经逼近 20000 元/吨的关口，不过由于泰国原料价格保持偏高偏强的水平，这使得 RU 相当于泰国原料的估值水平并不高，甚至是处于近年同期最低的水平，原料价格的持续上涨使得 RU 处于水涨船高的状态，这也为 RU 的估值带来较强的支撑。

图 25 RU 估值处于同期相对低位



数据来源：道通期货研究所 同花顺

## 3、RU 突破形成涨势

从周线和月线来看，三季度 RU 均实现了区间震荡后的向上突破，形成了较为强劲的涨势，从趋势上看，这为四季度 RU 整体保持偏强局面提供了较强的保证。从基本面驱动因素来看，RU 估值偏低和国内库存等基本面的改善是直接支撑，东南亚持续恶劣的天气和部分地区开割面积缩减导致供应收缩，供应收缩带来的价格弹性高于需求偏弱带来的价格抑制则是驱动了胶价突破上涨的根本原因，天气和偏高原料价格对割胶的刺

激将成为影响四季度胶价运行的关键变量，从目前的情况来看，国内外主产区仍面临持续降雨的干扰，支撑原料价格和内盘干胶价格。

图 26 RU 周线实现向上突破



数据来源：道通期货研究所 文华财经

图 27 RU 月线突破迹象



数据来源：道通期货研究所 文华财经

## 五、四季度天胶市场前景：供应缩减扰动，偏强局面延续

四季度，海外主要国家和经济体的经济料延续弱势下降的趋势，美联储、欧央行等主要国家的利率进入下降通道。国内经济稳中偏弱，但政策强力发动，四季度经济有望企稳小幅反弹。

尽管偏高的原料价格可以刺激割胶，然而在恶劣天气和割胶面积缩窄等原因的影响下，全球天胶仍出现了减产的局面。四季度，天气因素将成为影响天胶产量的关键变量，如果四季度恶劣天气持续，那么天胶产量仍有望延续减产局面，但如果四季度天气好转，在偏高原料价格刺激割胶的作用下，天胶原料产出有望增加，全球天胶产量将有所恢复，但无法抵补前三季度的减产损失。四季度国内天胶进口有望增加，但全年进口量仍将有明显缩减。四季度，天胶的外需料边际走弱，国内需求偏弱，但在经济企稳的背景下，天胶内需有望小幅反弹，整体看，天胶的全球需求仍偏弱。

当前泰国原料价格保持偏高水平，割胶利润保持良好，而RU相对原料价格的估值则保持在同期低位，这对RU形成较强的支撑。三季度，RU整体实现了向上突破形成涨势，估值偏低和国内库存等基本面状况的改善对此形成直接的支撑，而东南亚主产区的供应缩减才是根本驱动因素，我们认为若东南亚主产区因天气持续减产，则天胶原料价格有望维持偏强偏涨的态势，RU也会进一步上涨，RU主力合约价格的主要波动区间在[17500,22500]，若东南亚主产区天气好转，则原料价格有望承压回落，进而带动RU陷入回调，但整体偏涨的局面较难改变，RU主力合约价格的主要波动区间在[16500,21000]。



## 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