

估值锚底，上行存压，胶市中枢温和上移

【策略观点】

当前全球橡胶市场处于供应季节性放量确立、需求负反馈持续深化的供需双弱格局之中，前期支撑价格的供需缺口正逐步弥合。展望后市，短期内预计维持偏弱震荡态势——下有成本与天气扰动托底，上有供增需弱压制，价格反弹与深跌均受限。中期走势的核心变量集中于三点：其一，泰国等主产区实际放量节奏是否超预期；其二，非洲胶对交割品估值体系的实际冲击力度；其三，轮胎出口订单状况。在明确的供需拐点出现前，市场将以震荡筑底的方式完成对前期估值溢价的消化。后续密切关注产区天气变化、轮胎开工率及港口库存等高频指标的边际变动。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

张霄电话 01084555193

邮 箱

zhangxiao@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3010320

投资咨询资格号

Z0012288

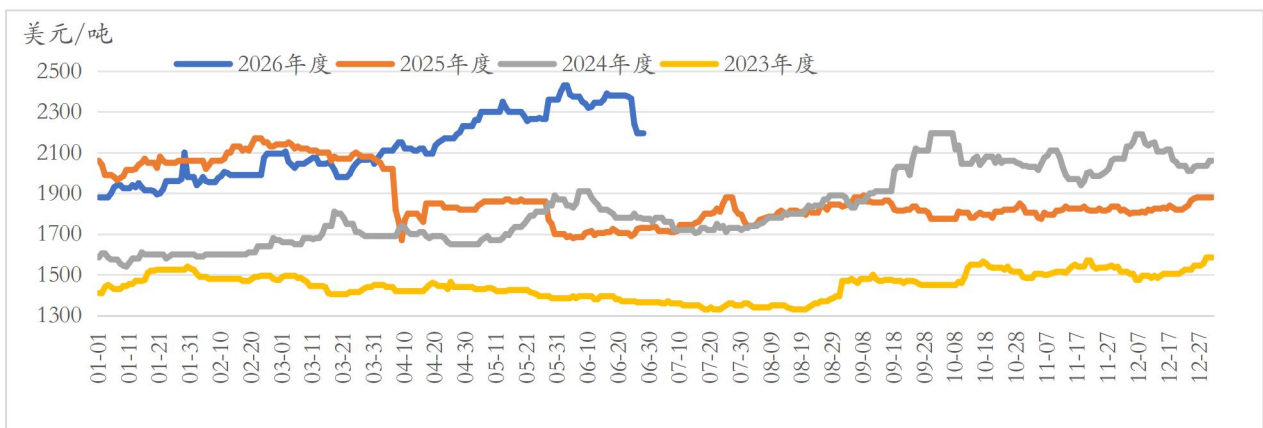
【目 录】

一、行情回顾.....	1
二、全球橡胶基本面分析.....	1
2.1 供应端：增产周期兑现，结构性分化加剧	1
2.2 需求端：宏观承压传导，负反馈链条深化.....	2
三、后市展望.....	3

一、行情回顾

上半年，天然橡胶行情完整演绎了从“供应偏紧驱动上涨”到“供需转宽引发回调”的周期转换。一季度，停割期的供应收缩叠加地缘冲突推升成本，成为价格上涨的核心驱动；二季度前半段，天气炒作与厄尔尼诺预期继续提供情绪溢价，推动胶价进一步冲高；而至6月下旬，市场交易逻辑从“现实紧缺”切换至“预期宽松”，价格迎来加速回落。截至6月30日，胶价虽已较年内高点回调，但较年初仍有显著涨幅，上半年价格重心整体上移的趋势并未改变。

图表 1 中国主港 STR20 橡胶（CIF）价格走势



数据来源：钢联数据，国元期货

二、全球橡胶基本面分析

2.1 供应端：增产周期兑现，结构性分化加剧

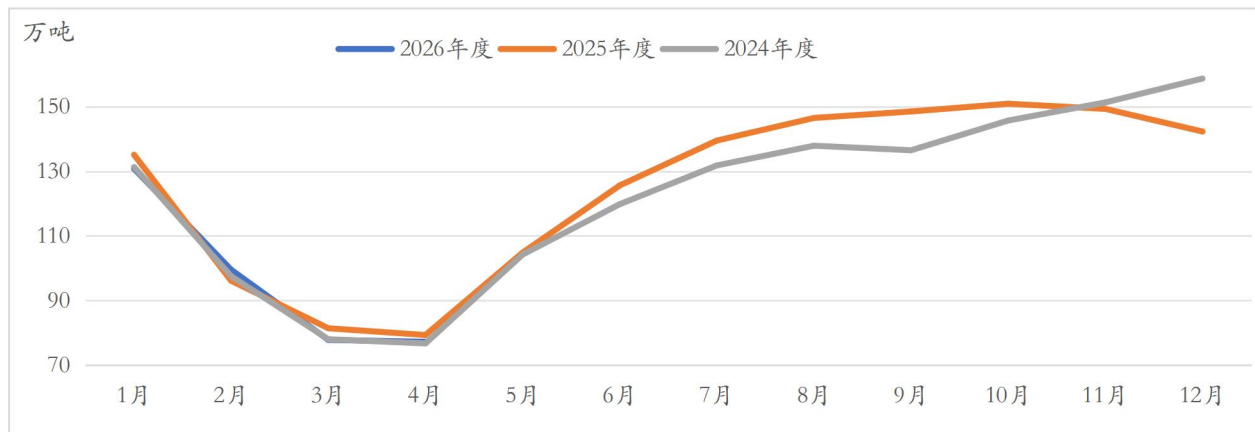
从供应端来看，当前市场最核心的交易逻辑是东南亚主产区已全面进入增产周期，供应放量正从“预期”走向“现实”。尽管泰国南部局部降雨、印尼干旱等天气扰动仍在，前期市场对厄尔尼诺导致减产的强预期也有所透支，但从整体评估来看，产区并未出现实质性减产。这种“增产未及预期但也未见减产”的模糊状态，使得前期注入的天气升水在6月底面临大幅回吐的压力。分国别来看，主产区供需格局呈现显著分化。

泰国作为全球最大的产胶国，当前已全面进入增产期。自6月以来，天气条件好转，割胶作业恢复正常，南部产区降雨环比减弱，叠加高价原料对胶农割胶积极性的持续刺激，原料产出呈逐周抬升态势。但泰国北部降雨偏多，在一定程度上拖累了增产速率，且开割率已超九成，后续增产空间有限。

印尼的供应格局则呈现结构性隐忧。作为传统第二大产胶国，印尼面临胶树老龄化与劳动力不足的双重制约：全国超四成胶树树龄超过25年，且约九成产量来自小农户，资金与技术匮乏导致单产持续下行。前期高价虽在一定程度上刺激了小胶园复割，但减产预期仍未根本扭转。

越南产区天气贴合季节性常态，胶水保持平稳放量，但本土轮胎产能扩张分流外销货源，叠加种植面积见顶与单产瓶颈，其作为全球橡胶供应增量的弹性已显著削弱。与此同时，非洲胶正以新兴力量崛起——科特迪瓦等地产量增长迅猛，加工利润丰厚，供应上量明显，其对 20 号胶全球定价体系的影响正日益加深。。

图表 2 ANRPC：全球天然橡胶月度产量图



数据来源：钢联数据，国元期货

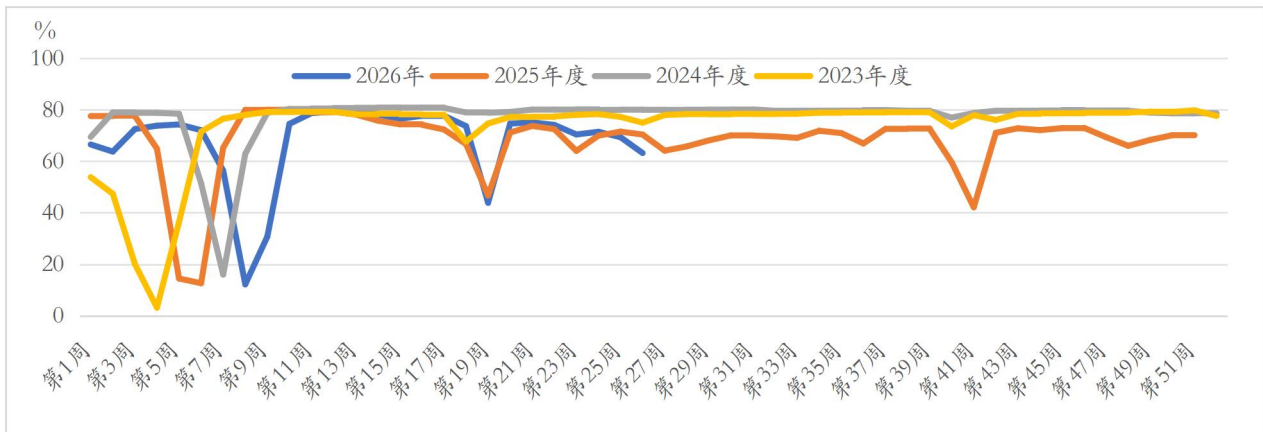
综合来看，当前主产区已全面进入割胶旺季，产出趋势向上具有确定性。市场不仅需关注总量上的“增产与否”，更应警惕结构性分化对定价权的重塑：传统主产区（泰国、印尼）受制于树龄老化与劳工瓶颈，增产天花板已现，而非洲等新兴产区凭借成本与增量优势，正悄然改变全球供应格局和定价锚。若这一趋势延续，未来 20 号胶的定价体系或将从“东南亚中心”逐步迈向“多极并立”。后续需重点跟踪产区实际放量节奏、天气扰动，以及非洲胶对交割品估值体系的实际冲击。

2.2 需求端：宏观承压传导，负反馈链条深化

在宏观层面，多空因素交织，市场缺乏一致性的向好预期。国外方面，美国 301 调查征税预案虽尚未落地，但已对轮胎及橡胶制品出口预期构成关税壁垒威胁；中东局势缓和虽降低了能源成本，却也使前期因避险囤积的补库需求逐步消退。国内方面，新能源汽车重卡销量同比大增带来结构性亮点，但难以对冲传统商用车产、销量环比回落的态势。宏观预期持续摇摆，终端消费难以对橡胶价格形成有效支撑，产业层面的压力正沿产业链加速传导。

在下游轮胎环节，国际轮胎市场同样呈现成本与需求双重承压、新旧市场分化加剧的格局。成本端，三大原材料价格上涨推动生产成本显著抬升，但涨价传导滞后，企业利润持续受挤压；需求端，全钢胎与半钢胎内销疲弱、渠道库存高企，市场进入“工厂提价、终端疲弱”的僵持局面，因此装置开工率持续下滑；贸易格局上，美国对华“双反”及对越南发起的 301 调查持续压制传统出海路径，而拉美、非洲等新兴市场需求增长强劲。长远来看，当前中国轮胎海外市场自主份额仍处于低位，在贸易壁垒倒逼与新兴市场需求拉动下，全球化布局有望进入加速替代的发展新阶段。

图表 3 中国半钢胎开工率图



数据来源：钢联数据，国元期货

终端车市层面，轮胎端的高库存与弱开工，在终端销量数据中得到了进一步印证。海外市场方面，5月全球轻型车销量同比下降，区域分化明显：美国市场依赖高收入群体维持韧性，西欧市场在电动车与经济型车型的推动下成为为数不多的亮点。国内方面，5月汽车销量环比回升但同比仍小幅下降，整体处于“弱企稳”状态；结构上，新能源汽车渗透率持续攀升，传统燃油车内需疲弱，出口成为其关键支撑。映射至橡胶需求端，乘用车配套轮胎需求整体趋于收缩，但新能源汽车的持续渗透与强劲出口，为商用车轮胎及部分出口导向型需求提供了韧性支撑。

展望后市，霍尔木兹海峡的重新开放有望缓解供应链瓶颈与能源成本压力，对全球销量形成边际支撑，但这一利多能否持续兑现，仍高度依赖于海运安全与地缘局势的演变。若不确定因素反复，全球汽车市场销量波动性将维持高位，进而对轮胎出口需求及橡胶消费形成持续性扰动。

三、后市展望

综合来看，当前全球橡胶市场处于供应季节性放量确立、需求负反馈持续深化的供需双弱格局之中，前期支撑价格的供需缺口正逐步弥合。展望后市，短期内预计维持偏弱震荡态势——下有成本与天气扰动托底，上有供增需弱压制，价格反弹与深跌均受限。中期走势的核心变量集中于三点：其一，泰国等主产区实际放量节奏是否超预期；其二，非洲胶对交割品估值体系的实际冲击力度；其三，轮胎出口订单状况。在明确的供需拐点出现前，市场将以震荡筑底的方式完成对前期估值溢价的消化。后续密切关注产区天气变化、轮胎开工率及港口库存等高频指标的边际变动。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区金寨路 329 号国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室
电话：0475-6386928

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555145