

天然橡胶及 20 号胶半年报

2024 年 6 月 30 日

## 【橡胶半年报】供应强需求平 寻求新的支撑

商品宏观：未来的种子深埋于过去

从结果看，2月之前，橡胶和非相关品种纸浆的走势保持着高度相关性，说明橡胶受宏观扰动明显。3月至4月，橡胶板块弱势回调，天然橡胶因东南亚供应紧缺，表现出相对于合成橡胶的抗跌性。5月以后，橡胶板块受到强势丁二烯的驱动，大幅上行。基本面的不同使BR合约转变为近月升水，结构与RU产生分化。

从个性走势的幅度看，天然橡胶受到宏观扰动和丁二烯短缺的影响大于东南亚减产。面对丁二烯的供应短缺，有可能因为BR估值上行，修复加工利润而得到改善。橡胶板块的估值有可能在失去强驱动的情况下弱势运行，寻找新的支撑。

需求方面。商用车月产量和全钢轮胎开工率在近端均有企稳迹象。乘用车月产量增速放缓，半钢轮胎开工率小幅回调，成品库存持续累库，经营数据转弱，但整体对橡胶估值贡献仍为正向。上半年，汽车和轮胎的出口增速放缓，轮胎总产量尚可。整体消费数据基数较好，驱动转弱，影响中性。

持续去库的保税区库存，支撑着混合正套头寸充分回归。但不少数据也提示混合胶的走强可能已进入尾声，宜关注离场时机。从统计套利和价值回归的角度看，多天胶空合胶存在机会。

从估值模型看：1、BR估值略高，近月升水的结构符合预期；2、RU的向下驱动与盘面产生背离。从套利的角度出发，RU&NR的预期强于BR。综上所述，RU的向下驱动显得尤为突兀，其主要原因来自于对消费透支的担忧和对宏观流动性偏紧的现状。在天胶减产的周期内，橡胶板块在确认支撑后可偏强操作，建议使用看跌期权规避超跌风险。

研究员：潘盛杰

期货从业证号：

F3035353

投资咨询证号：

Z0014607

联系方式：

手机号：16621622706

邮箱：panshengjie\_qh:  
@chinastock.com.cn

微博：

朕小Raynor摆弄数据



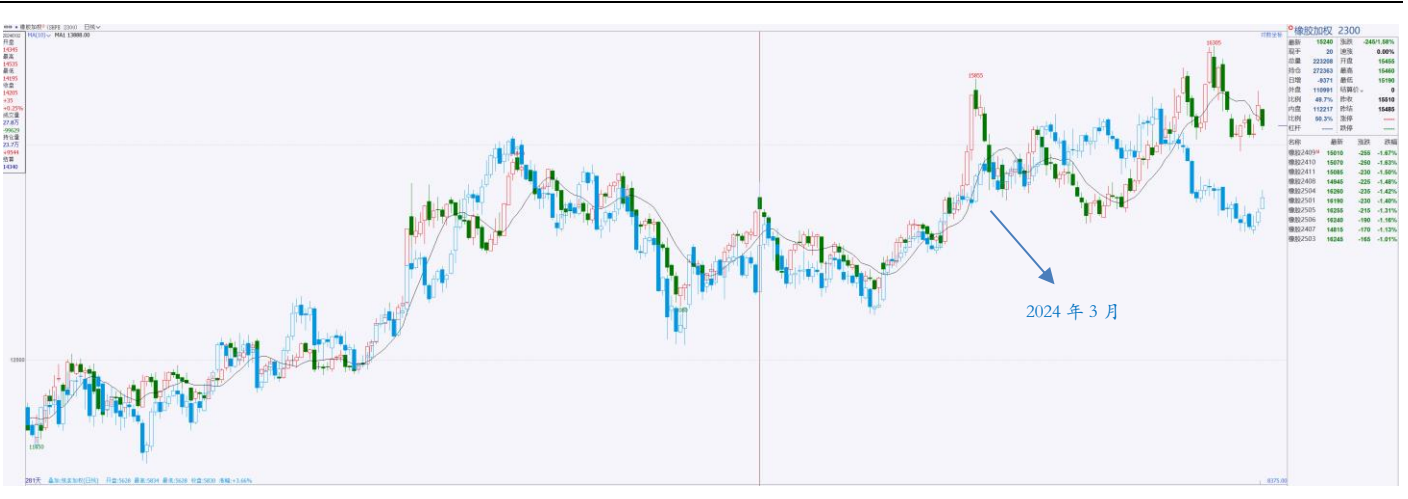
## 目录

一、 复盘 .....	3
二、 供应 .....	3
1、 2022 年全球供应公布 .....	3
2、 从减产说起 .....	4
3、 气候拐点的出现 .....	6
4、 丁二烯供应矛盾缓解的可能性 .....	7
三、 消费 .....	8
1、 商用车与乘用车的消费展望 .....	8
2、 轮胎出口与产量 .....	9
四、 库存与套利 .....	10
1、 混合正套 .....	10
2、 天然-合成 .....	12
五、 宏观流动性 .....	12
1、 海外流动性 .....	12
2、 国内流动性 .....	13
六、 总结 .....	14

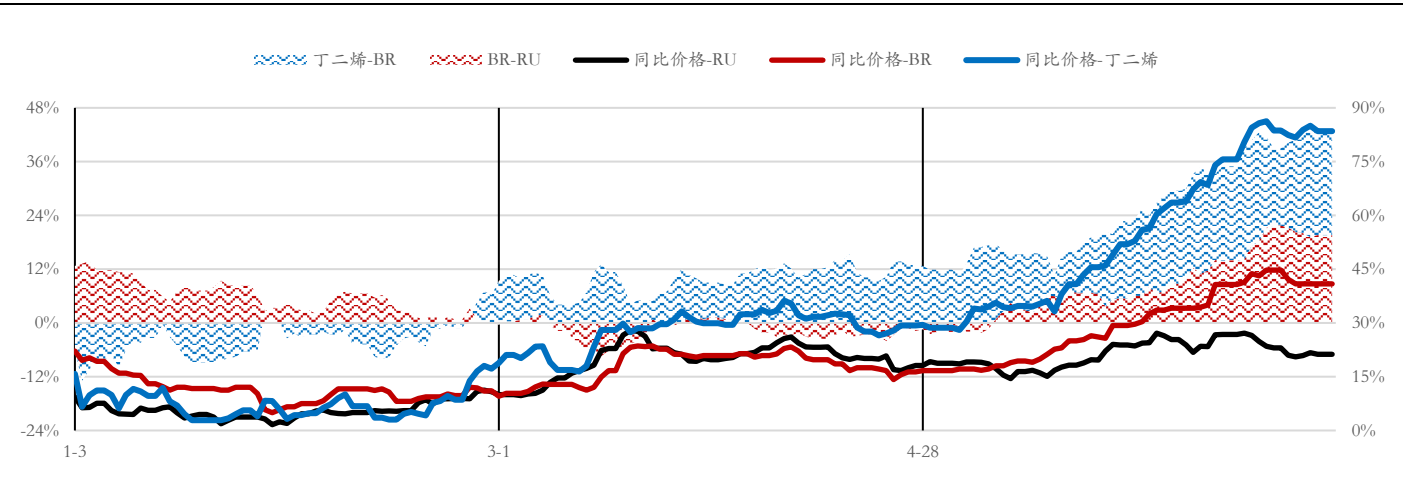
## 第一部分 复盘

对复盘行情，橡胶和纸浆的两边基本面各有各的说法。但从走势结果看，2023年6月至2024年3月，两个品种均没有走出独立行情，受到宏观共性影响较多。

图表 1: RU橡胶合约加权 (叠加SP纸浆合约)



图表 2: 价格同比变动-丁二烯&BR&RU



资料来源：上海期货交易所·银河期货

若将BR橡胶（包括原料丁二烯）与天然橡胶RU的同比价格放在同一个坐标轴看：1、一季度三者保持了一致走势；2、反而是在3月至4月的下跌行情中，天然橡胶的价格表现出了更强韧性（BR-RU为负）；3、5月开始的强势行情，丁二烯（以超额涨幅）成为带涨橡胶板块的主要驱动。

## 第二部分 供应

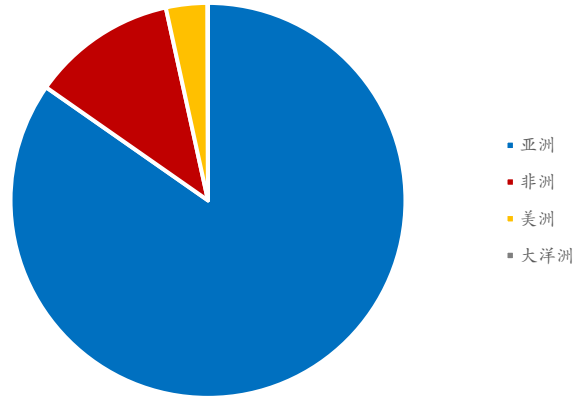
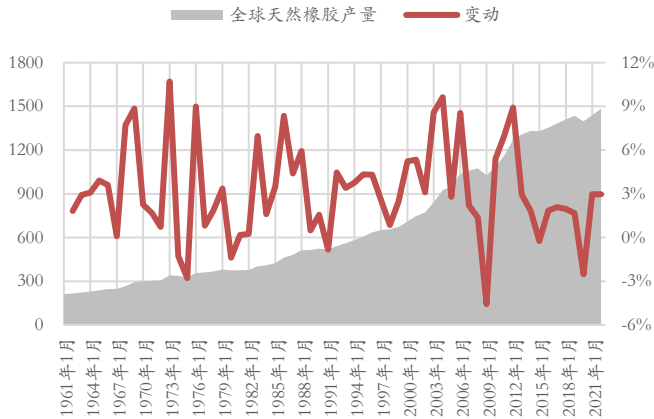
### 一、2022 年全球供应公布

截至2024年5月，联合国粮农组织公布了2022年全球天然橡胶产量。其中：亚洲同比增产+1.6%，报收1256.8万吨；非洲（科特迪瓦为主，尼日利亚和利比里亚重要）增产+13.3%，报收176.0万吨；美洲（巴西为主，危地马拉和墨西哥重要）增产

+1.9%，报收 50.4 万吨。

图表 3：产出重量-全球天然橡胶（万吨）

图表 4：产出重量-全球天然橡胶（分大洲）



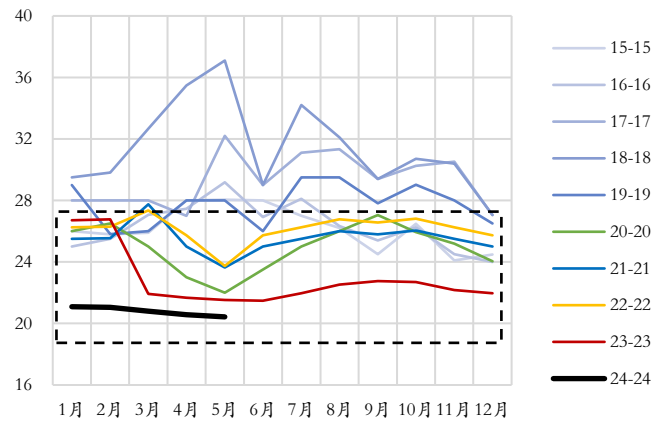
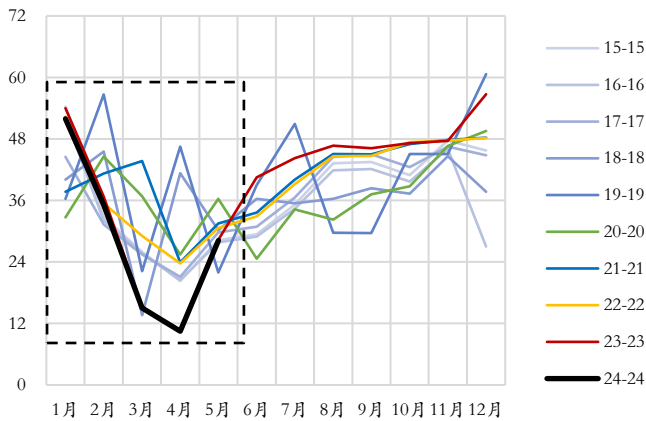
资料来源：联合国粮农组织·银河期货

## 二、从减产说起

在 ANRPC 的统计口径，仅泰国、印度尼西亚、越南、印度和我国的天然橡胶产量，就能占到全球产量的 70.9%。马来西亚年产量已跌破 40 万吨，成为加工出口型主产国，在产量统计中的权重较小。

图表 5：产出重量-泰国天然橡胶（万吨）

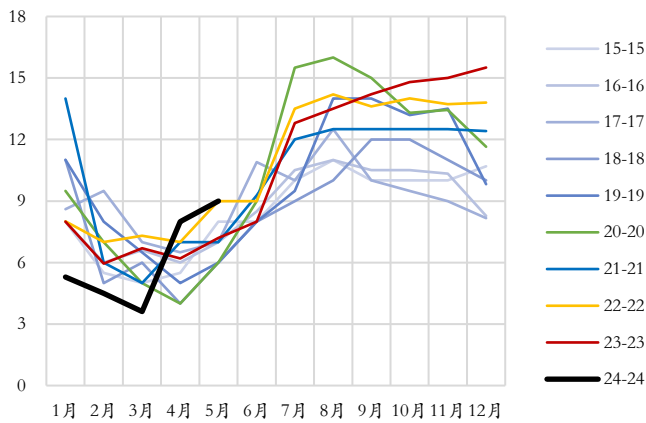
图表 6：产出重量-印度尼西亚天然橡胶（万吨）



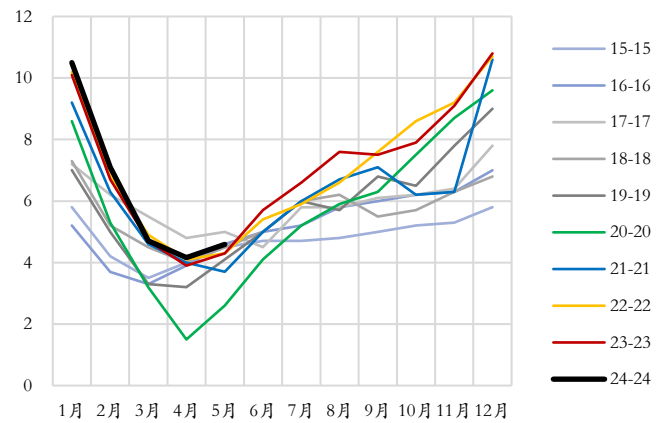
资料来源：ANRPC·上海期货交易所·银河期货

最主要的泰国与印度尼西亚两国，近年来的天然橡胶产量都出现了减产。泰国今年以来的产量贴着 2023 年同期变动，处于历史低位。印度尼西亚从 2023 年 3 月以来，产量就不断创出新低。

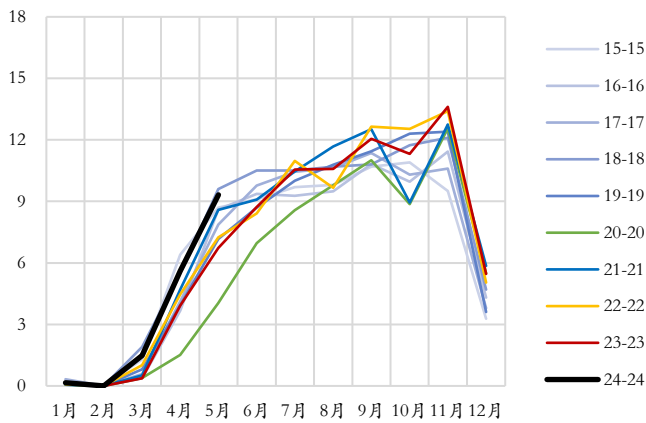
图表 7: 产出重量-越南天然橡胶 (万吨)



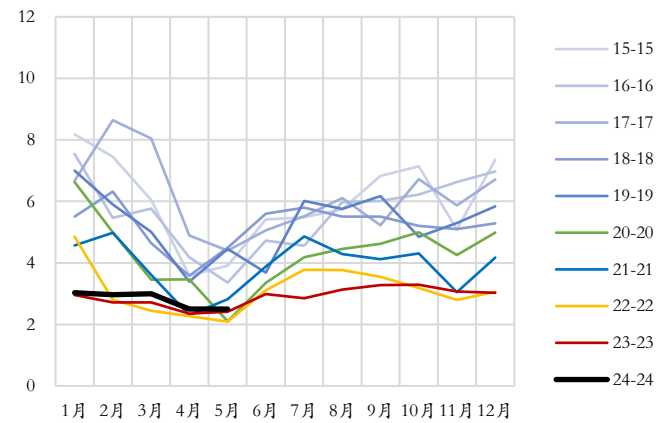
图表 8: 产出重量-印度天然橡胶 (万吨)



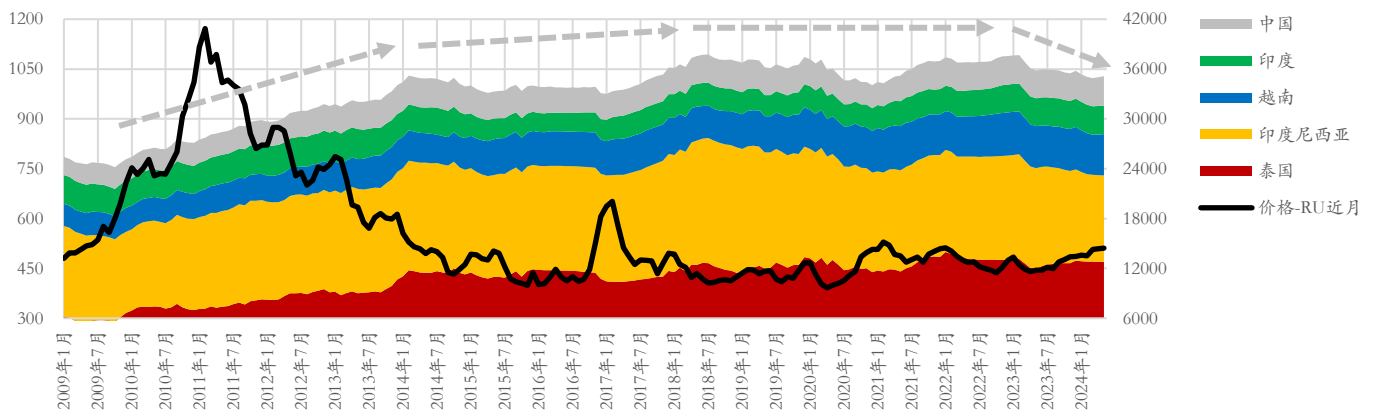
图表 9: 产出重量-中国天然橡胶 (万吨)



图表 10: 产出重量-马来西亚天然橡胶 (万吨)



图表 11: 产出重量-泰印越印中五国天然橡胶 (万吨)

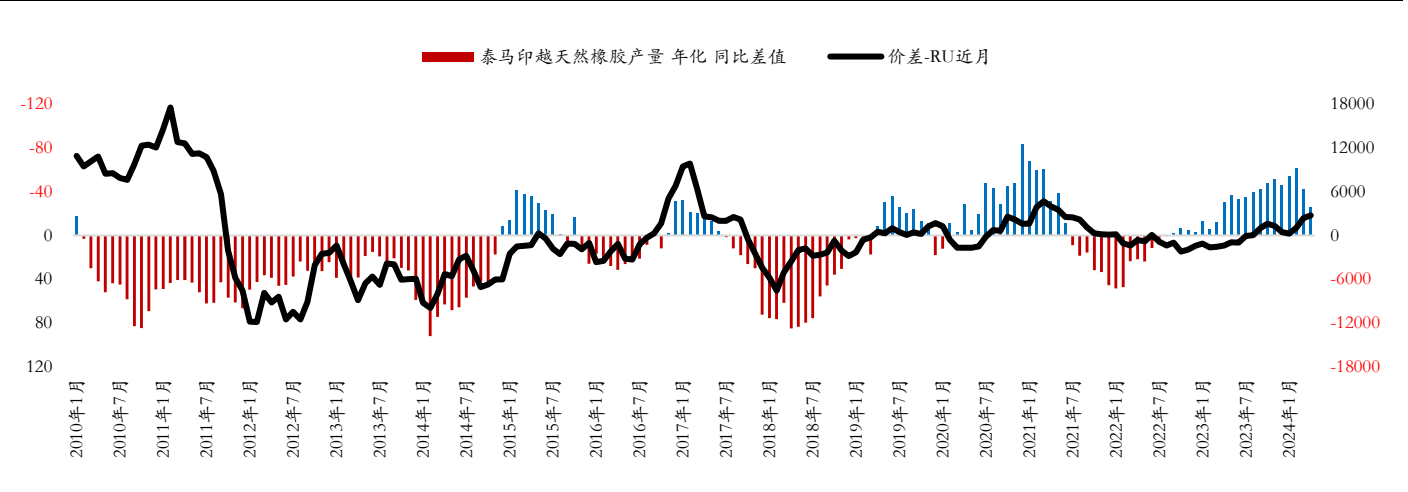


资料来源: ANRPC · 上海期货交易所 · 银河期货

除了马来西亚, 科特迪瓦的供应变动之所以没有被纳入统计, 是因为增量不足。2023 年 6 月至 2024 年 5 月, 科特迪瓦天然橡胶净出口量只比 2022 年 6 月至 2023 年 5 月多了 9 万吨。而泰国和印度尼西亚在最近一年内的减产体量在 60 万吨量级。

从五国总产量趋势看：2009年至2014年为快速增产期；2014年至2018年为减速增产期；2018年至2023年产量持平；2023年至今，为减产期。

图表 12：亚洲五国产量变动 VS RU 价格变动



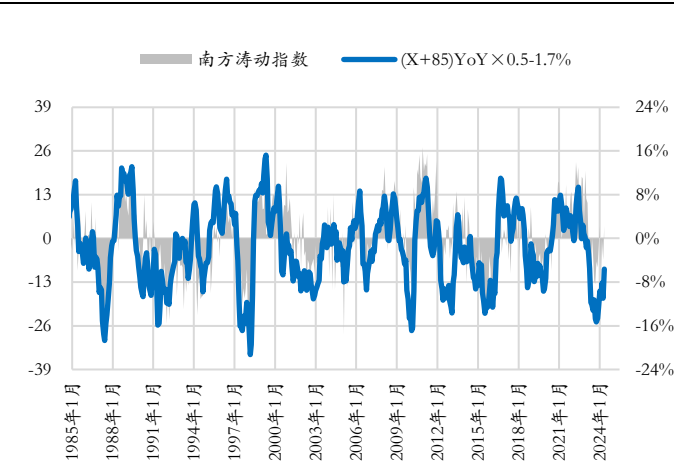
资料来源：ANRPC · 上海期货交易所 · 银河期货

我们能够从五国减产程度（逆序）和RU价格的涨跌幅度上，较直观地得出减产利多、增产利空的普世性规律。如果我们定义，连续的同比上涨是上涨周期，连续的同比下跌是下跌周期。那么近10年来的下跌周期变得越来越短，而减产周期则越来越长，即下跌引起的减产越来越久。无论如何，那个天然橡胶供需翻转的大周期，越来越近了。

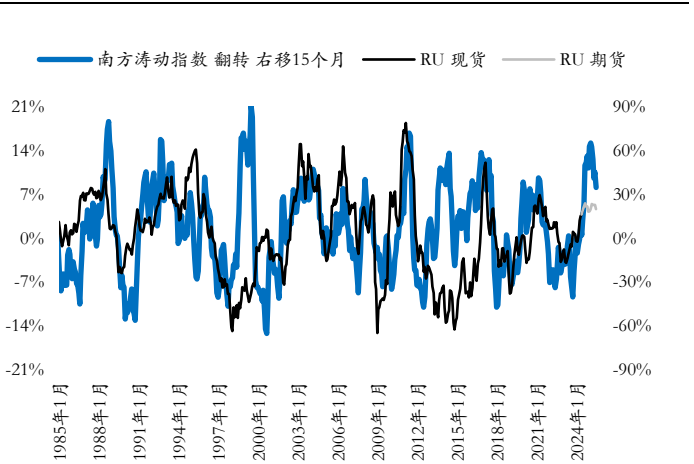
### 三、气候拐点的出现

5月，南方涛动指数月环比上升，报收3.6点，年同比上涨+22.1点，是2021年1月以来同比上涨最多的一个月。厄尔尼诺最强点出现在2023年10月，利多RU2501。

图表 13：南方涛动指数



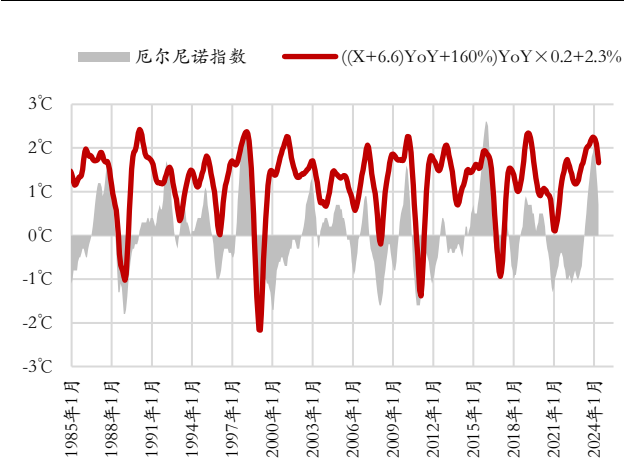
图表 14：南方涛动指数对RU估值的影响



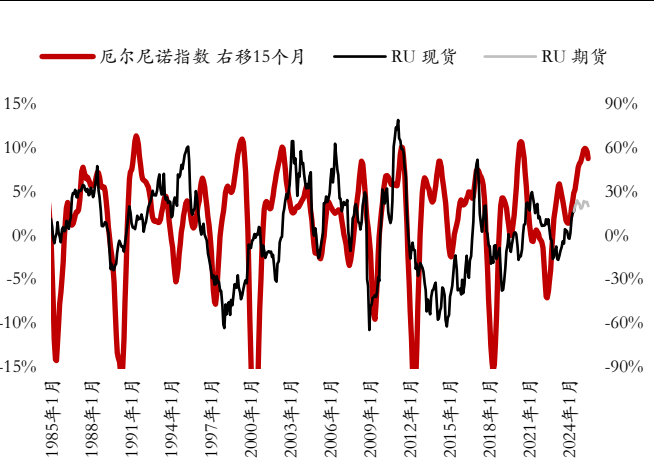
资料来源：美国国家海洋和大气管理局 · 上海期货交易所 · 银河期货

3月至5月，厄尔尼诺指数月环比降温，报收+0.7℃，距离终止厄尔尼诺现象的临界值还差0.3℃。厄尔尼诺最强点出现在2023年12月，利多RU2503。

图表 15: 厄尔尼诺指数



图表 16: 厄尔尼诺指数对RU估值的影响



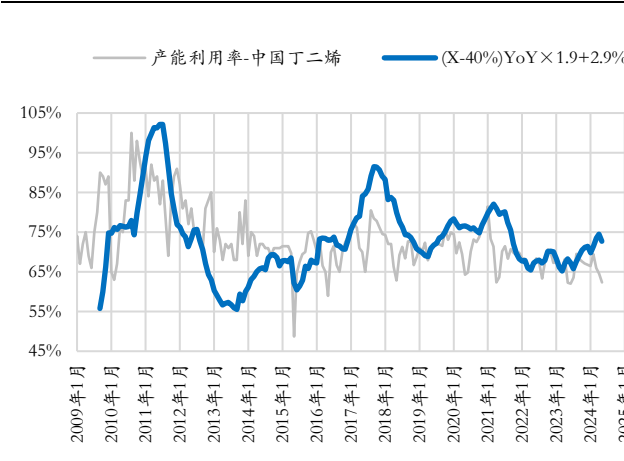
资料来源：美国国家气象局·上海期货交易所·银河期货

若仅兑现气候因素，RU2501 合约估值可以给到同比上涨+60%的高度，即 20300 元/吨附近。即气候因素依然在影响着橡胶板块的估值，远月估值仍未兑现充分。

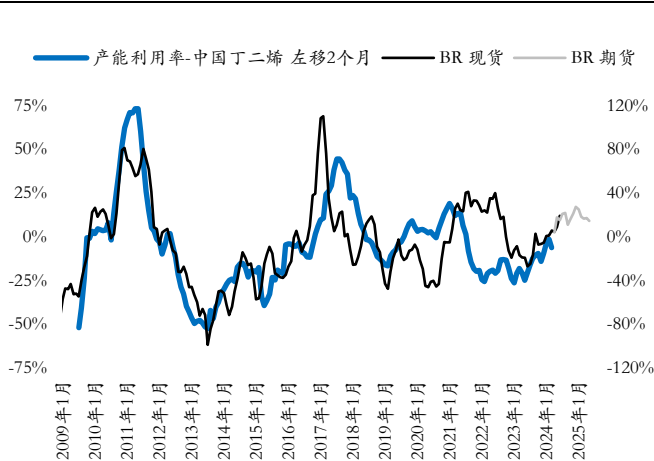
#### 四、 丁二烯供应矛盾缓解的可能性

5月，国内丁二烯产能利用率环比减产，报收62.4%，同比增产+0.1个百分点，边际减产。根据相关性测试，丁二烯开工滞后于BR价格。即较好的下游价格，往往有利于丁二烯增产。丁二烯可能重新增产，供应偏紧的问题有望得到缓解，从而改善加工利润。

图表 17: 产能利用率-中国丁二烯



图表 18: BR估值对丁二烯开工的影响



资料来源：上海期货交易所·银河期货

在交易上，可以通过BR期货的月间反套策略兑现供应矛盾的缓解。在驱动上，橡胶板块在失去强势丁二烯的驱动之后，预计将修复偏高的估值。



### 第三部分 消费

#### 一、商用车与乘用车的消费展望

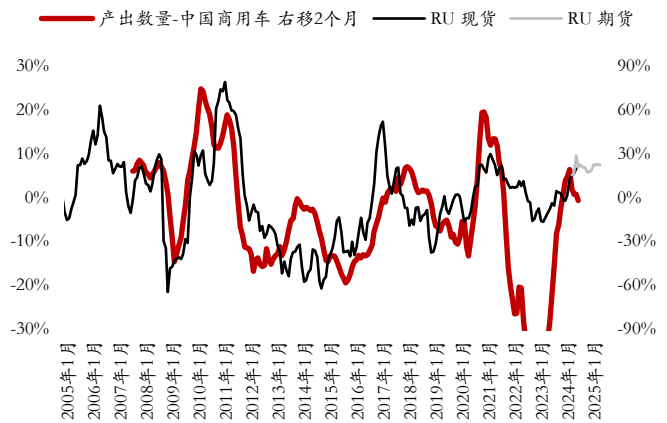
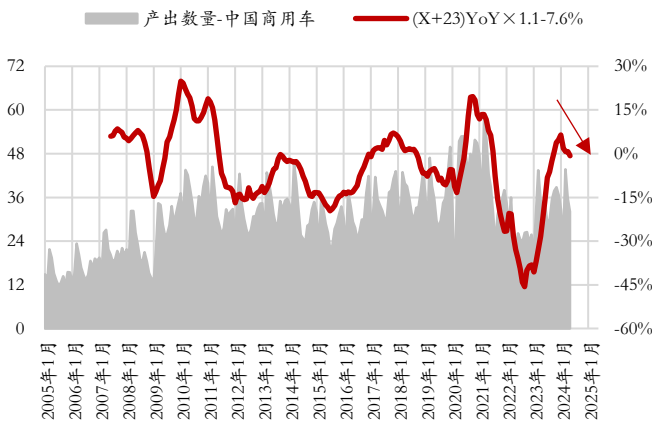
5月，国内商用车产量月环比减产，报收32.1万辆，同比减产-0.1万辆，连续4个月边际减产。2021年末至2024年初，受到房住不炒政策的影响，商用车产量始终对橡胶估值的贡献为负。

截至6月21日当周，国内全钢轮胎产线开工率周环比增产，报收58.2%，同比增产+0.7个百分点，环、同比增产。全钢产线终止了持续了20周的边际减产。

截至6月21日当周，国内全钢轮胎产线成品库存周环比累库，报收46天，同比累库+3天，环、同比累库。

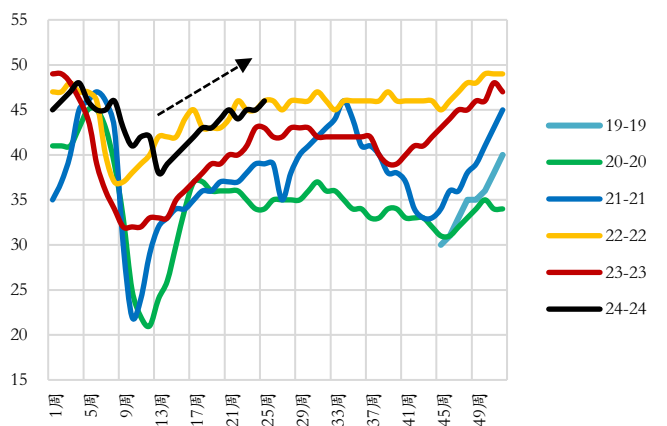
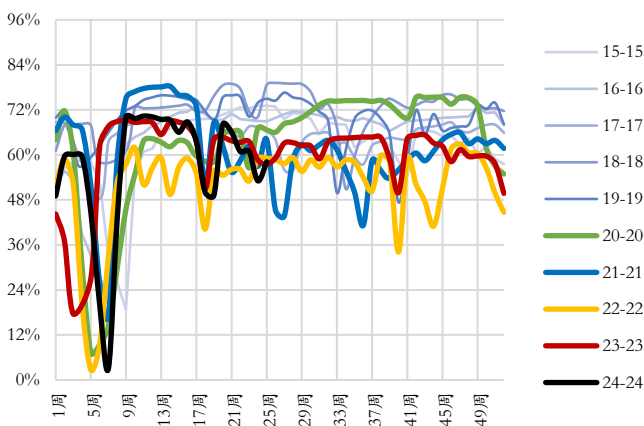
图表 19: 产出数量-中国商用车 (万辆)

图表 20: 商用车产量对RU估值的影响



图表 21: 开工率-中国全钢轮胎

图表 22: 成品库存-中国全钢轮胎



资料来源: QinRex 资讯 · 上海期货交易所 · 银河期货

5月，国内乘用车产量月环比增产，报收205.1万辆，同比增产+4.0万辆，近4个月增速放缓。(与商用车表现一致)对估值贡献为正。近年来的至暗时刻出现在2020年5月疫情初期。

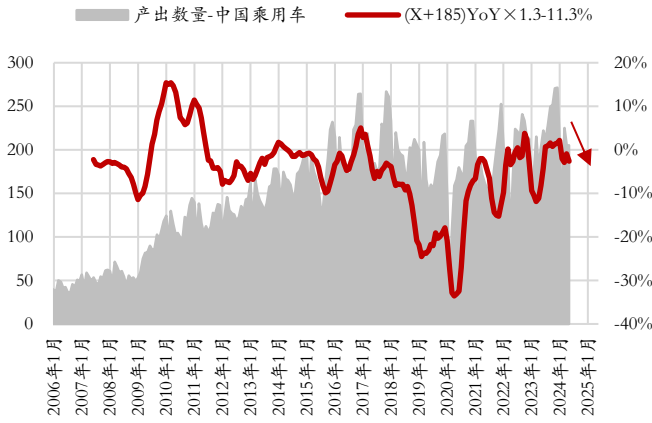
截至6月21日当周，国内半钢轮胎产线开工率周环比减产，报收79.1%，同比增



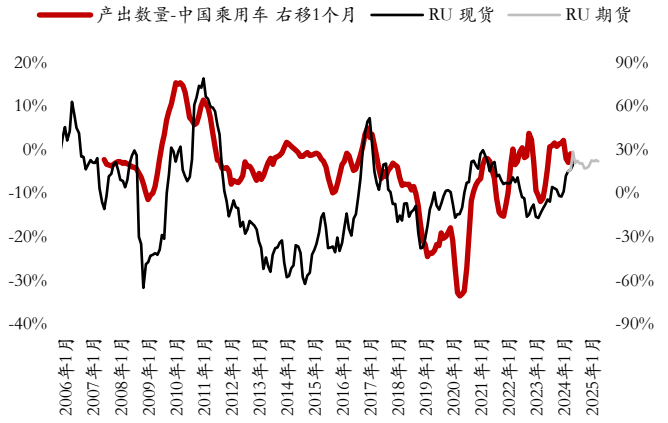
产+9.1个百分点。

截至6月21日当周，国内半钢轮胎产线成品库存周环比累库，报收34天，同比去库-3天，环、同比累库。

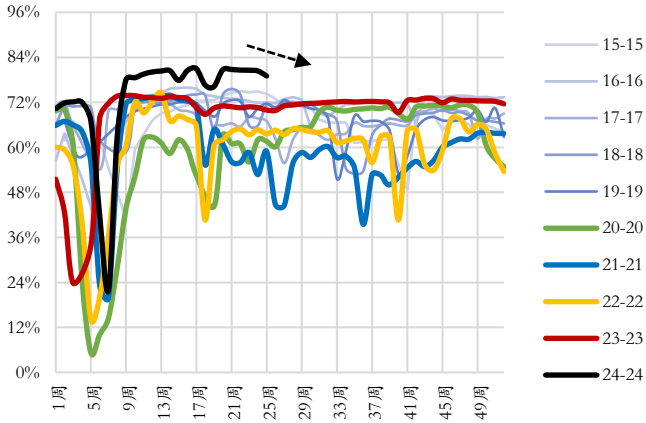
图表 23: 产出数量-中国乘用车 (万辆)



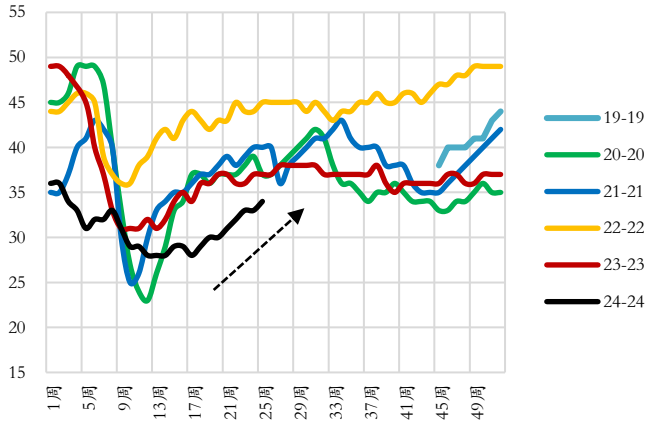
图表 24: 乘用车产量对RU估值的影响



图表 25: 开工率-中国半钢轮胎



图表 26: 成品库存-中国半钢轮胎



资料来源: QinRex 资讯 · 上海期货交易所 · 银河期货

无论是乘用车还是商用车，均已摆脱了近年来大的利空驱动。但面临的新问题是后续驱动不足。国内地产对商用车的带动仍在验证，近端全钢轮胎开工率小幅回升。海外不时传来电库存高企的新闻。欧洲电车的市占率被混合动力挤占，重又回到12%。

汽车消费对橡胶板块估值的贡献可能仍为正向，只是驱动高度正在回落。

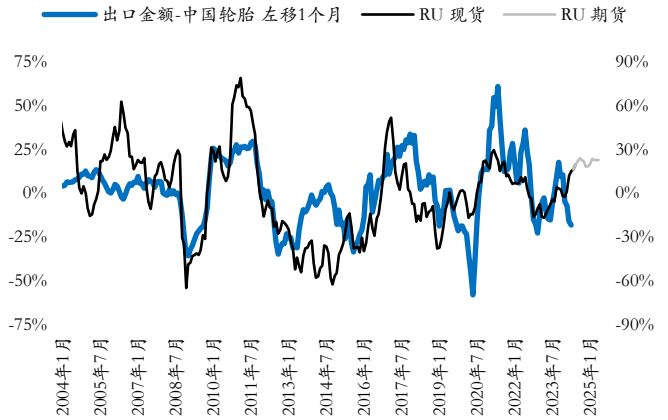
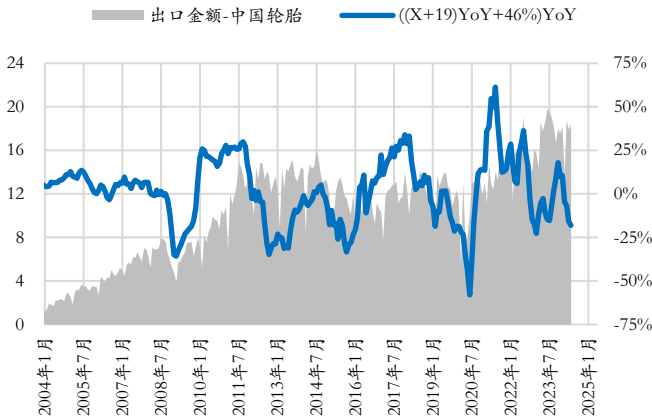
## 二、 轮胎出口与产量

5月，国内轮胎出口金额月环比增量，报收18.4亿美元。近12个月累计出口215.6亿美元，同比增量+8.8%；近期出口峰值出现在2024年1月，累计出口量同比增长+13.9%，涨幅持续收窄。近端驱动转弱。

5月，国内外胎累计产量同比增产+11.4%，较去年同期下滑-0.9个百分点。2023年2月以来，同比变动首次低于去年同期。

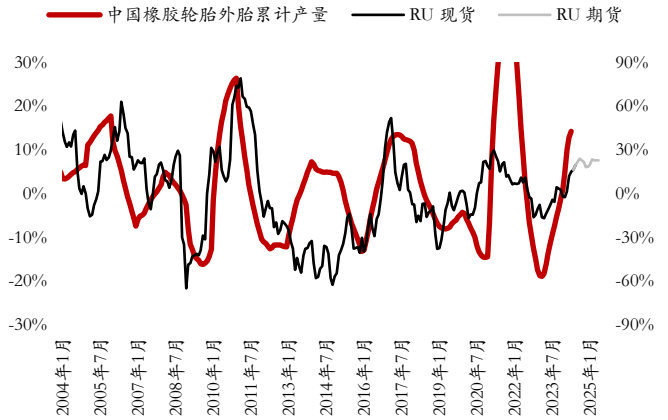
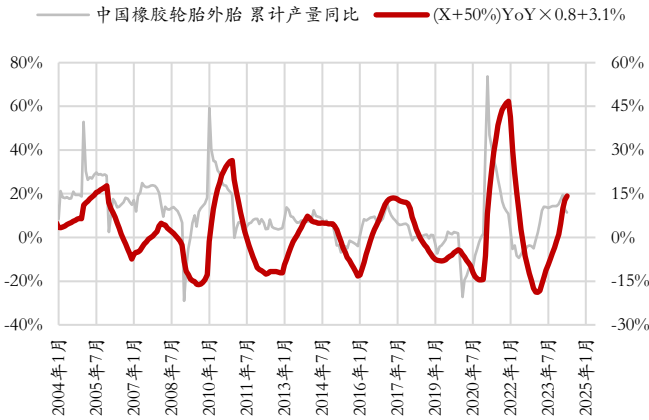
图表 27: 出口金额-中国轮胎 (亿美元)

图表 28: 轮胎出口对 RU 估值的影响



图表 29: 产出数量累计同比-中国橡胶轮胎外胎

图表 30: 轮胎产量对 RU 估值的影响



资料来源: QinRex 资讯 · 上海期货交易所 · 银河期货

轮胎产量的增量对橡胶估值贡献仍为正向, 但出口由于增速的持续回落, 对橡胶估值的贡献转负。整体轮胎消费预期看平。

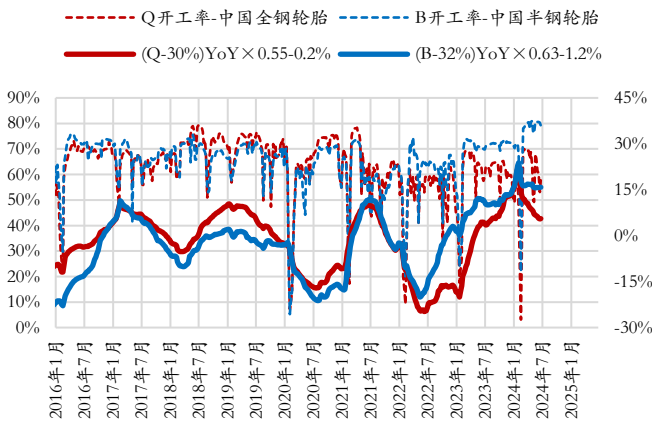
## 第四部分 库存与套利

### 一、混合正套

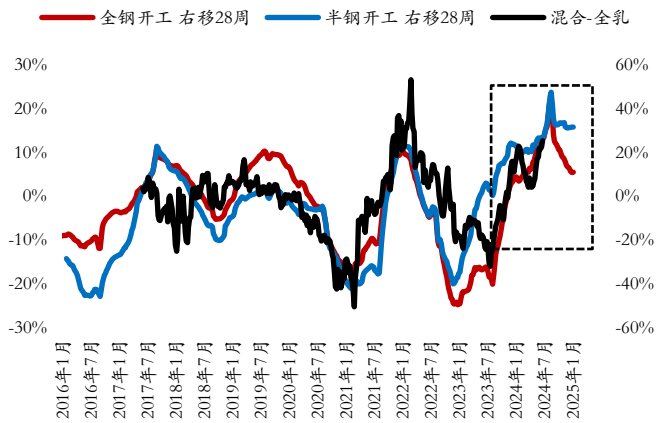
混合正套的趋势与泰混对全乳胶价差呈正比。在众多高频数据中, 轮胎开工率、保税区库存、日胶库存等对混合正套头寸具有较好的指引。这些高频数据的对混合正套的相关性甚至大于对绝对价格。

其中: 轮胎开工率的高低与混合胶的消费呈正比, 高开工有利于基差走强; 区外库存以混合胶为主, 可以代表正套头寸的持货兴趣, 累库对中期 (38 周, 约合 8~9 个月) 基差利好; 日胶低库存容易开启对 RU 的向上驱动, 从而抬升浅色胶的估值, 有利于混合的反套策略。

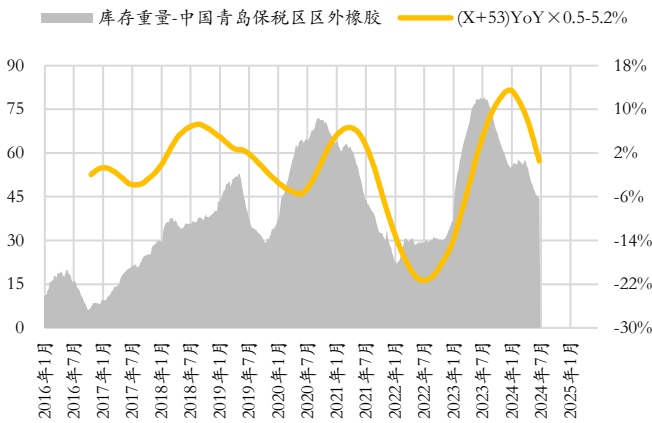
图表 31: 开工率-中国轮胎



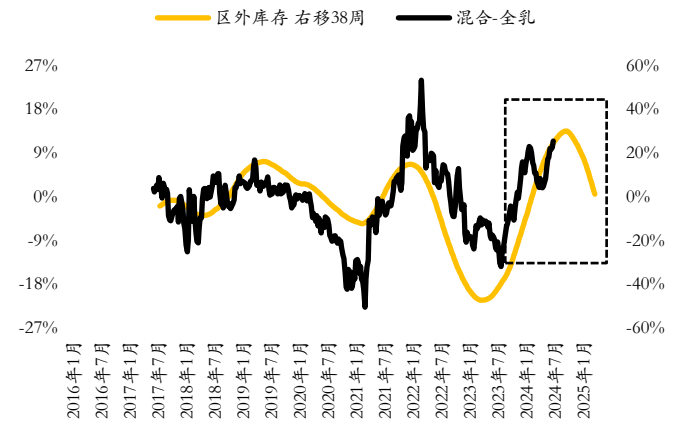
图表 32: 轮胎开工率对混合正套的影响



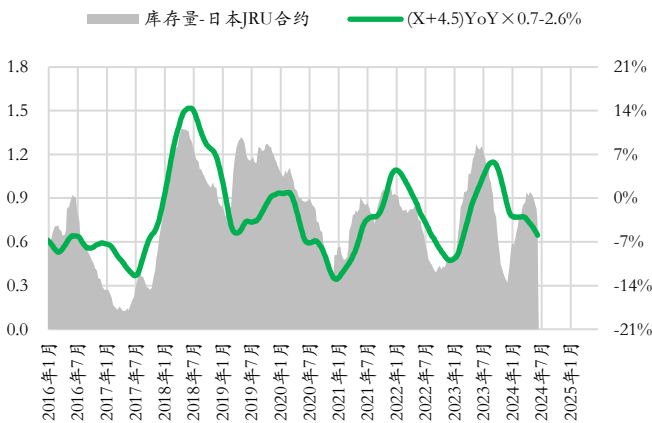
图表 33: 库存重量-中国青岛保税区区外橡胶 (万吨)



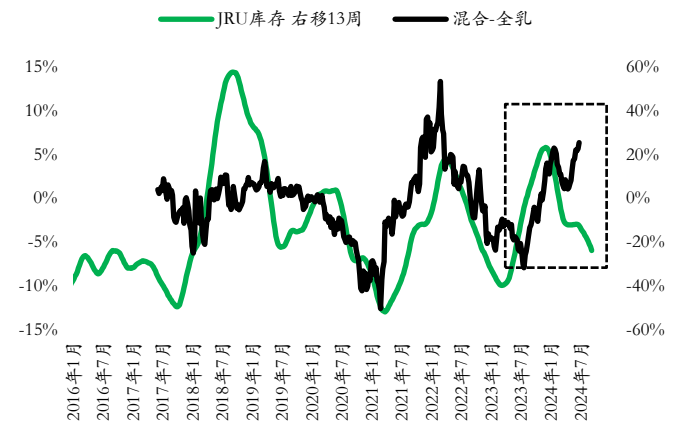
图表 34: 区外库存对混合正套的影响



图表 35: 库存重量-日本JRU交割库存 (万吨)



图表 36: 日胶库存对混合正套的影响



资料来源: QinRex 资讯 · 日本交易所集团 · 上海期货交易所 · 银河期货

从结果看, 三项指标对 8 月以后的混合正套头寸均不看好。混合胶目前已回归得相当充分, 在尾部行情中宜择机止盈离场。

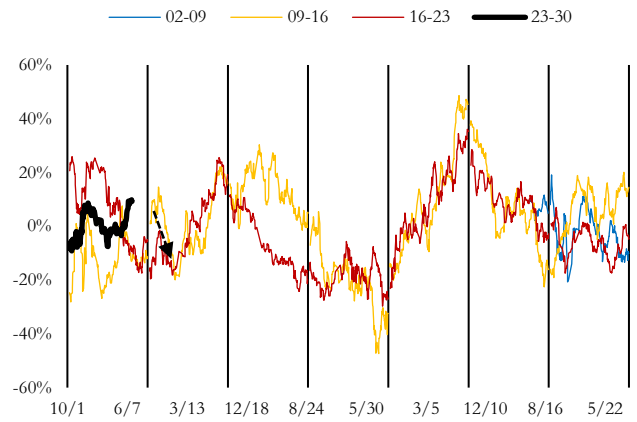
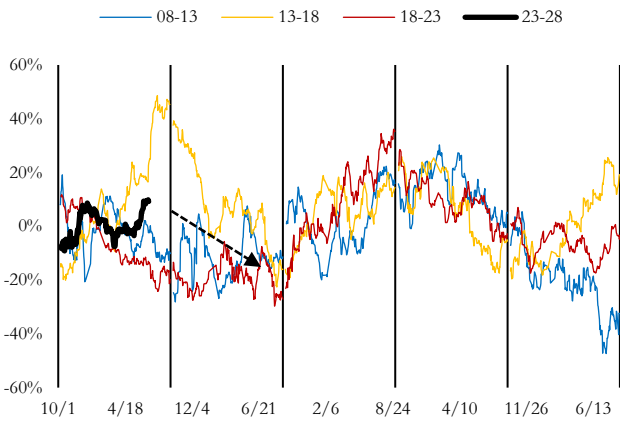
## 二、天然-合成

自从BR合约上市至今年6月，BR对NR同月价差一般不低于1800元/吨。在6月合成橡胶领涨的行情之后，NR对BR的贴水超过了2000元/吨，最多运行至2815元/吨。由于在轮胎的工艺中，20号标胶和顺丁有一定的相互替代用量，使两者价差具有价值回归驱动。

从统计套利的角度，天胶合胶价差在奇数年呈现出一定的周期性。在目前的位置，更愿意尝试多天胶空合胶的方向。而NR和BR均为近月连续合约，活跃合约接近，更容易套利。对冲比例上建议每1.0手NR合约对冲1.9手BR合约，该比例的现货历史价差的方差最小，稳定性最佳。

图表 37: 9\*BR09-5\*NR09 (5年周期)

图表 38: 9\*BR09-5\*NR09 (7年周期)



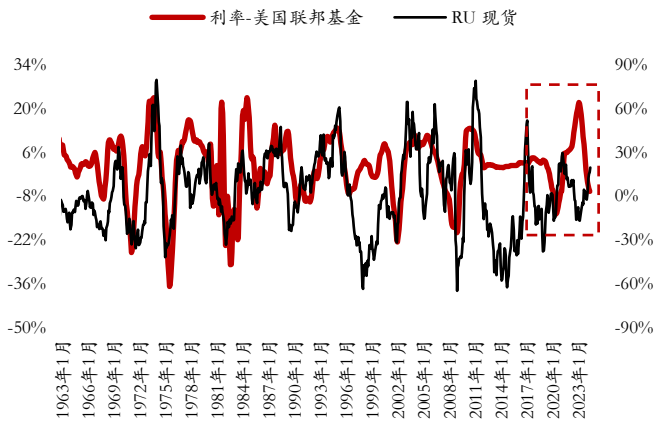
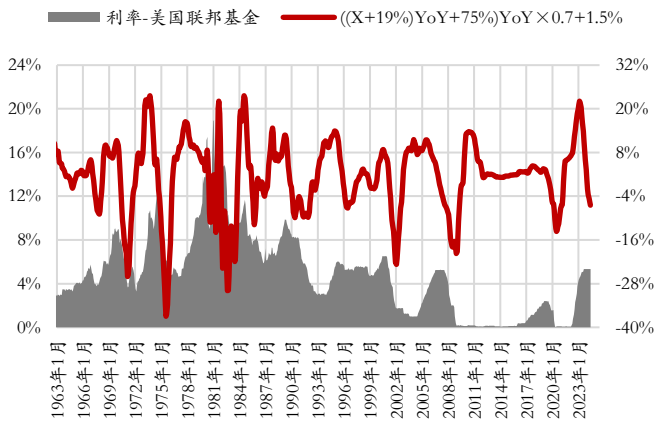
资料来源：上海期货交易所·同花顺·银河期货

## 第五部分 宏观流动性

### 一、海外流动性

图表 39: 利率-美国联邦基金 (二次同比)

图表 40: 美联储利率对RU近端估值的影响



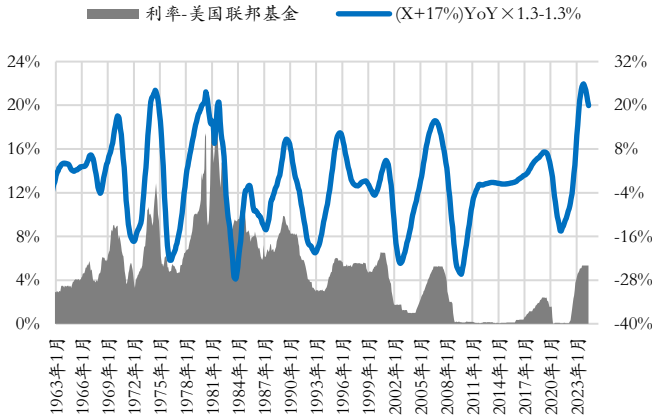
资料来源：美联储·上海期货交易所·银河期货

5月，美国联邦基金利率连续第9个月，持平报收5.33%，同比上涨+0.3%。利率

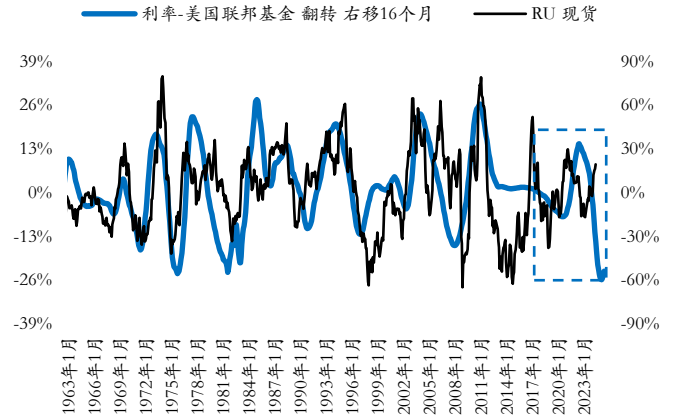
保持在 2001 年 3 月以来的最高水平。与此相对应的是欧央行政策利率保持在 2001 年 5 月以来的最高水平。

美联储降息政策具有不确定性，唯一确定的是已经发生的数据。从现实出发，海外没有进一步加息，长时间维持高利率的行为本身，对橡胶近端估值的影响已由多转为中性。同时，高利率对产业的利空持续存在，只是在海外强劲经济数据的支撑下，迟迟没有兑现。

图表 41：利率-美国联邦基金（一次同比）



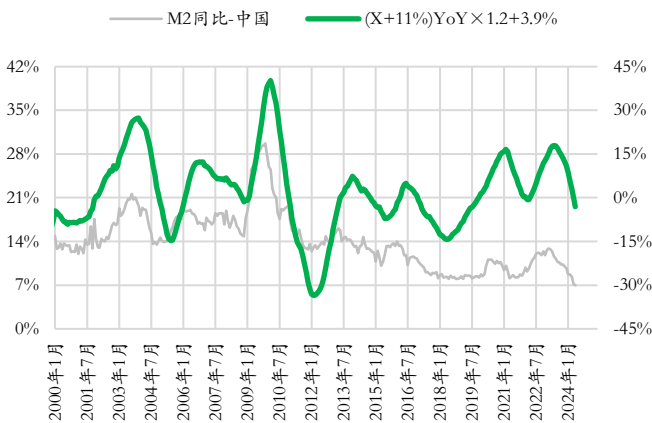
图表 42：美联储利率对 RU 远端估值的影响



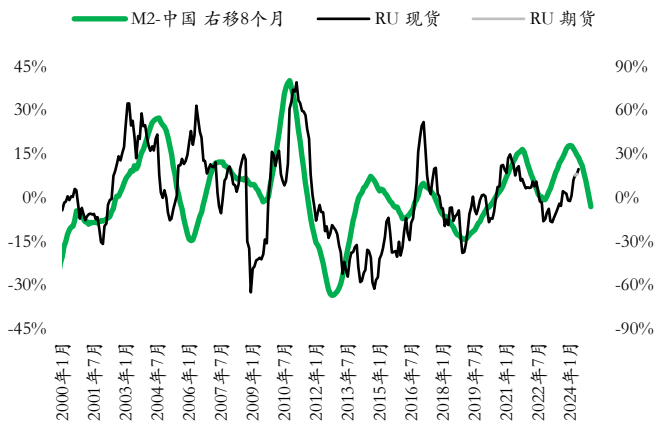
资料来源：美联储·上海期货交易所·银河期货

## 二、国内流动性

图表 43：M2 同比-中国



图表 44：中国 M2 对 RU 估值的影响



资料来源：中国人民银行·上海期货交易所·银河期货

5 月，国内 M2 同比变动继续环比下滑，报收+7.0%，较去年同期下滑 4.6 个百分点。有观点认为 M2 的下滑与 4 月取消手工贴息导致的。但 M2 的边际下滑已持续了 12 个月。对橡胶估值的贡献转为负。

与此相验证的，还有同样创阶段性新低的 M1 以及存款准备金率。

## 第六部分 总结

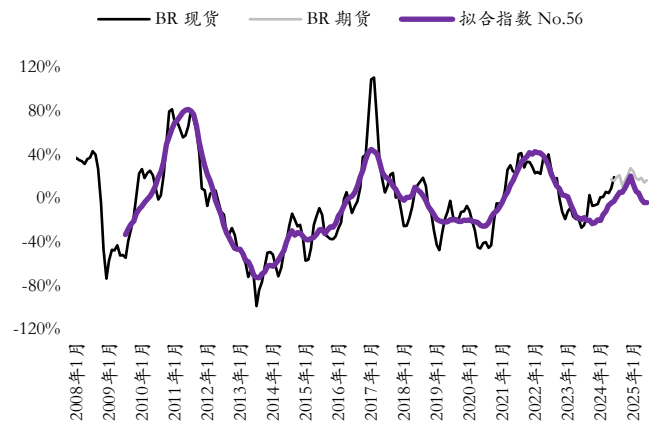
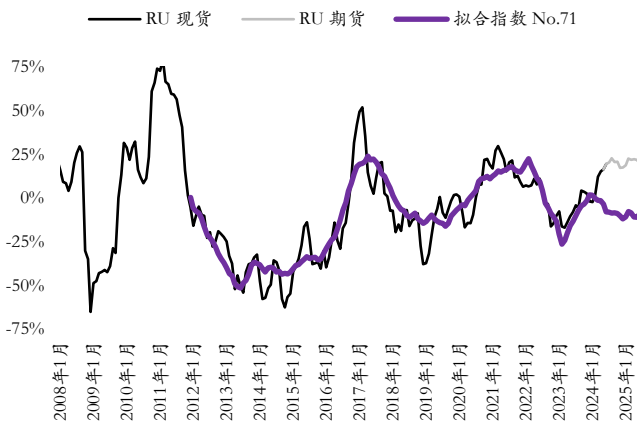
从结果看，2月之前，橡胶和非相关品种纸浆的走势仍有高度相关性，说明受宏观扰动明显。3月至4月，橡胶板块弱势回调，天然橡胶因东南亚供应紧缺，表现出相对于合成橡胶的抗跌性。5月以后，橡胶板块受到强势丁二烯的驱动，大幅上行。基本面的不同使BR合约的结构与RU产生分化。

全乳胶	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月
RU合约	14956	14890	15015	15100	15140	15165	15713	16260	16283	16305	16260	16335	16365
现货价格-2年前同期	12802	12193	11960	11775	11525	12081	12967	13341	12474	11914	11642	11800	11803
现货价格-1年前同期	11803	12102	11969	12793	13080	13429	13431	13609	13500	14290	14371	14438	14956
基准价-近2年同期均价	12302	12147	11965	12284	12303	12755	13199	13475	12987	13102	13006	13119	13380
拟合指数 No.71	-7.9%	-8.1%	-8.5%	-8.3%	-8.7%	-10.2%	-11.9%	-10.7%	-7.6%	-8.5%	-10.9%	-11.1%	-9.4%
银河估值-天然胶	13162	13046	13002	13200	13207	13341	13715	14182	14158	14170	13963	14040	14274
预期差	▲ 1793	▲ 1844	▲ 2013	▲ 1900	▲ 1933	▲ 1824	▲ 1997	▲ 2078	▲ 2124	▲ 2135	▲ 2297	▲ 2295	▲ 2091

BR9000	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月
BR合约	14545	15045	15035	14900	14850	14805	14760	14690	14690	14620	14665	14570	14545
历史价格-2年前同期	14698	13890	12909	13142	12480	11412	10542	10831	11657	11448	11127	10702	10193
历史价格-1年前同期	10193	10733	11433	13633	12788	12386	11967	12333	12839	13376	13300	13426	15059
近2年同期均价/基准价	12446	12312	12171	13388	12634	11899	11255	11582	12248	12412	12213	12064	12626
拟合指数 No.56	-3.0%	1.5%	5.2%	5.2%	9.4%	14.3%	20.2%	13.0%	6.1%	4.6%	-1.0%	-4.1%	-3.9%
银河估值-顺丁胶	13314	13775	13925	14504	14361	14264	14268	13939	13854	13806	13377	13075	13341
预期差	▲ 1231	▲ 1270	▲ 1110	▲ 396	▲ 489	▲ 541	▲ 492	▲ 751	▲ 836	▲ 814	▲ 1288	▲ 1495	▲ 1204

图表 45: 银河估值-RU天然胶

图表 46: 银河估值-BR合成胶



资料来源: 银河期货

一方面，天然橡胶受到宏观扰动和丁二烯短缺的影响大于东南亚减产。另一方面，丁二烯短缺的问题，有可能因为BR估值上行，修复加工利润而得到改善。橡胶板块的估值有可能在失去强驱动的情况下整体下移，寻找新的支撑。

需求方面。大车大胎方面，商用车月产量和全钢轮胎开工率在近端均有企稳迹象。小车小胎方面，乘用车月产量增速放缓，半钢轮胎开工率小幅回调，成品库存持续累库，但整体对估值仍为正向。汽车和轮胎的出口增速放缓，轮胎总产量尚可。整体消费数据基数较好，驱动转弱，影响中性。

持续去库的保税区库存，支撑着混合正套头寸充分回归。但不少数据也提升混合胶的走强可能已进入尾声，宜关注离场时机。从统计套利和价值回归的角度出发，可关注多天胶空合胶的机会。

从估值模型看：1、BR估值略高，近月升水的结构符合预期；2、RU的向下驱动



与盘面产生背离；3、从套利的角度出发，RU&NR 的预期强于 BR。综上所述，RU 的向下驱动显得尤为突出，其主要原因来自于对消费透支的担忧和对宏观流动性偏紧的现状。在减产周期内，橡胶板块确认支撑后可偏强操作，用看跌期权规避超跌风险。

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独立进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799



图表 1: RU 橡胶合约加权 (叠加 SP 纸浆合约)	3
图表 2: 价格同比变动-丁二烯&BR&RU	3
图表 3: 产出重量-全球天然橡胶 (万吨)	4
图表 4: 产出重量-全球天然橡胶 (分大洲)	4
图表 5: 产出重量-泰国天然橡胶 (万吨)	4
图表 6: 产出重量-印度尼西亚天然橡胶 (万吨)	4
图表 7: 产出重量-越南天然橡胶 (万吨)	5
图表 8: 产出重量-印度天然橡胶 (万吨)	5
图表 9: 产出重量-中国天然橡胶 (万吨)	5
图表 10: 产出重量-马来西亚天然橡胶 (万吨)	5
图表 11: 产出重量-泰印越印中五国天然橡胶 (万吨)	5
图表 12: 亚洲五国产量变动 VS RU 价格变动	6
图表 13: 南方涛动指数	6
图表 14: 南方涛动指数对 RU 估值的影响	6
图表 15: 厄尔尼诺指数	7
图表 16: 厄尔尼诺指数对 RU 估值的影响	7
图表 17: 产能利用率-中国丁二烯	7
图表 18: BR 估值对丁二烯开工的影响	7
图表 19: 产出数量-中国商用车 (万辆)	8
图表 20: 商用车产量对 RU 估值的影响	8
图表 21: 开工率-中国全钢轮胎	8
图表 22: 成品库存-中国全钢轮胎	8
图表 23: 产出数量-中国乘用车 (万辆)	9
图表 24: 乘用车产量对 RU 估值的影响	9
图表 25: 开工率-中国半钢轮胎	9
图表 26: 成品库存-中国半钢轮胎	9
图表 27: 出口金额-中国轮胎 (亿美元)	10
图表 28: 轮胎出口对 RU 估值的影响	10
图表 29: 产出数量累计同比-中国橡胶轮胎外胎	10
图表 30: 轮胎产量对 RU 估值的影响	10
图表 31: 开工率-中国轮胎	11
图表 32: 轮胎开工率对混合正套的影响	11
图表 33: 库存重量-中国青岛保税区区外橡胶 (万吨)	11
图表 34: 区外库存对混合正套的影响	11
图表 35: 库存重量-日本 JRU 交割库存 (万吨)	11
图表 36: 日胶库存对混合正套的影响	11
图表 37: 9*BR09-5*NR09 (5 年周期)	12
图表 38: 9*BR09-5*NR09 (7 年周期)	12
图表 39: 利率-美国联邦基金 (二次同比)	12
图表 40: 美联储利率对 RU 近端估值的影响	12
图表 41: 利率-美国联邦基金 (一次同比)	13
图表 42: 美联储利率对 RU 远端估值的影响	13
图表 43: M2 同比-中国	13
图表 44: 中国 M2 对 RU 估值的影响	13
图表 45: 银河估值-RU 天然胶	14
图表 46: 银河估值-BR 合成胶	14