

橡胶：探讨产量+库存+原料

中财期货

徐金乔 (F3051143, Z0019039) 李尧 (F03112952)

前文提示：文章内含较多假设以逻辑推导为主，部分结论有待调研验证，仅供参考。

24 年的矛盾之一在于泰国产量，25 年 Q1 的矛盾之一在于库存与原料变化。根据相关数据推导及分析，我们认为：

1. 推测 24 年泰国增产 15-30 万吨。
2. 推测 25 年 Q1 国内显性库存极限或逼近 142-150 万吨，其中 1/2 以上的累库量或是因为国储胶。
3. 无论从静态还是动态角度，25 年 1-2 月库存定价对价格的压力 > 原料定价对价格的支撑力。
4. 目前库存/原料已是历史低位，历史上库存/原料两次极小值 17 年和 22 年 RU05 合约在春节后均存在明显的下跌趋势。
5. 根据历史情况，青岛区外正常的周累库在 0.7-1 万吨之间。

我们认为 25 年 Q1 橡胶的主线逻辑依旧是围绕库存和原料进行，整体偏弱看待，期间可能受到诸多暗处的多头逻辑扰动。季节性期现正套规律可能空间有限但盘面深浅正套或有空间。考虑供需天平倾斜与盈亏比等问题建议中短期观望为上策。

一、推测 24 年泰国增产 15-30 万吨

我们仍从泰国天胶出口量角度出发来推导全年产量。值得注意的是，当期出口量并非一定对应当期产量（上游提前卖空与物流等因素），假定 24 年的产量对应 24 年 4 月至 25 年 3 月的出口量。

24年泰国天胶1-11月出口（折干）（万吨）											
品种	2024-11	2024-10	2023-11	24年累计 (1-11月)	23年累计 (1-11月)	环比		同比		累比	
						%	万吨	%	万吨	%	万吨
乳胶（折干）	3.78	3.22	3.59	37.30	42.93	+17.3%	+0.56	+5.4%	+0.19	-13.1%	-5.63
烟片	3.26	3.11	2.95	31.52	32.65	+5.1%	+0.16	+10.5%	+0.31	-3.5%	-1.13
标胶	10.06	13.31	16.77	163.03	144.79	-24.4%	-3.25	-40.0%	-6.71	+12.6%	+18.24
混合	18.29	14.35	10.51	122.68	148.90	+27.4%	+3.94	+74.1%	+7.78	-17.6%	-26.22
标+混	28.36	27.67	27.28	285.71	293.69	+2.5%	+0.69	+3.9%	+1.08	-2.7%	-7.98
标+混+烟	31.62	30.77	30.24	317.23	326.34	+2.8%	+0.85	+4.6%	+1.38	-2.8%	-9.11
标+混+烟+乳胶（折干）	35.41	34.00	33.83	354.54	369.28	+4.1%	+1.41	+4.7%	+1.58	-4.0%	-14.74

数据来源：泰国海关，QinRex，中财期货投资咨询总部

24年泰国天胶4-11月出口（折干）（万吨）											
品种	2024-11	2024-10	2023-11	24年累计 (4-11月)	23年累计 (4-11月)	环比		同比		累比	
						%	万吨	%	万吨	%	万吨
乳胶（折干）	3.78	3.22	3.59	25.43	27.96	+17.3%	+0.56	+5.4%	+0.19	-9.1%	-2.53
烟片	3.26	3.11	2.95	21.81	22.16	+5.1%	+0.16	+10.5%	+0.31	-1.5%	-0.34
标胶	10.06	13.31	16.77	114.63	108.42	-24.4%	-3.25	-40.0%	-6.71	+5.7%	+6.21
混合	18.29	14.35	10.51	93.46	90.69	+27.4%	+3.94	+74.1%	+7.78	+3.1%	+2.77
标+混	28.36	27.67	27.28	208.10	199.11	+2.5%	+0.69	+3.9%	+1.08	+4.5%	+8.98
标+混+烟	31.62	30.77	30.24	229.91	221.27	+2.8%	+0.85	+4.6%	+1.38	+3.9%	+8.64
标+混+烟+乳胶（折干）	35.41	34.00	33.83	255.34	249.23	+4.1%	+1.41	+4.7%	+1.58	+2.5%	+6.11

数据来源：泰国海关，QinRex，中财期货投资咨询总部

24 年 1-11 月泰国出口天胶（折干）累比-14.74 万吨，4-11 月出口累比+6.11 万吨。为推算泰国产量，我们先选取对应的泰国出口区间为[-14.74, 6.11]万吨。

1. 上述隐含假设为 12 月-次年 2 月出口量+本土需求+库存水平同比持平，实际情况可能右侧区间更大。

2. 仅从出口角度看泰国并不一定减产，至少存在正值的可能。

3. 24 年上半年到港有所延后下出口推算产量向上述区间的正值倾斜。

4. 根据 ANRPC 给出的泰国消费量数据，除 18 年和 20 年特殊年份外，其余年份泰国本土橡胶消费均有所增长，近 5 年每年增长在 10-20 万吨左右。

5. 24 年上游旺季补库提早了一些，显性库存在 10-11 月已高于同期，累库需要更多的产量。一方面，根据市场了解上游大厂显性库存大致在 2-3 个月同比偏高。另一方面，理论上价格上涨的过程中隐性库存增加的可能性偏高。我们按全年泰国产量 480 万吨推算月库存量大约在 35-40 万吨，推测 24 年同期库存大致增半个月到一个月。

综合以上几点+近期市场调研结论+前期上游出货节奏+泰南洪水影响+12 月中下旬产量评估，最终推算 24 年泰国天胶增产 15-25 万吨，占比 3-5%。（产量的推算市场可能无一致观点；上述观点与年中观点矛盾，原因在于对树况和高价高产的低估以及忽略出口与产量的非一一对应关系，仅供参考。）

二、推测国内显性库存极限或逼近 142-150 万吨

往年 10 月-次年 3 月国内显性库存季节性累库，我们推导 24-25 年该时期的累库量。

一方面，历史五年看，泰国出口中国天胶（含混合和复合橡胶）的占比在 0.5-0.6 之间，我们取均值 0.55。前文提到预估泰国增产 15-25 万吨，并结合此前思路，4-10 月泰国出口全球天胶（折干）增 4.53 万吨，那么 11-3 月出口全球或增 10.47-20.47 万吨，到中国增量在 5.75-11.25 万吨。

另一方面，24 年 6 月后，净抛储 22-23 万吨。假设国储胶还有 80% 没有流向市场或未被下游消化（宽松估计），那么 24 年 11-3 月累库的增量应该比 23 年增加 17-19 万吨。

综上所述，23 年 11-3 月累库在 9 万吨，那么 24 年 11-3 月累库约 31-39 万吨。11 月初社库是 111.3 万吨，预估 25 年一季度橡胶社会库存或达到 142-150 万吨（此为极限值，实际可能偏低），其中 1/2 以上的累库量或是因为国储胶。（结论为假定推测有待现实验证，仅供参考）

历年10-3月显性库存变化情况（万吨）						
时间	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-至今
均值	135.95	148.86	109.80	130.08	154.79	115.22
最小值	111.82	140.92	97.05	98.65	151.50	111.30
最小值时间	2019-10-11	2020-11-06	2021-10-08	2022-10-14	2023-11-03	2024-11-01
此后最大值	157.25	155.05	122.63	160.62	160.40	123.60
最大值时间	2020-03-27	2021-02-19	2022-02-25	2023-03-31	2024-02-16	2024-12-31
累库天数	168	105	140	168	105	60
累库幅度	45.43	14.14	25.57	61.98	8.90	12.30
幅度/天数	0.27	0.13	0.18	0.37	0.08	0.21

注：1.最大值时间为统计时间内累库开始后库存最高点。2.累库天数含非工作日。
数据来源：Qinrex，中财期货投资咨询总部

三、库存定价对价格的压力>原料定价对价格的支撑

前文提到 1-2 月显性库存季节性累库。此外，1-2 月胶水和杯胶价格上涨概率高达 80%。旺产期向低产期过渡，理论上原料定价（季节性走高）逐步向库存定价（季节性走高）转移，这个过程需要加工利润的走弱进行再平衡。原料走高的矛盾大？还是库存增量的矛盾大？

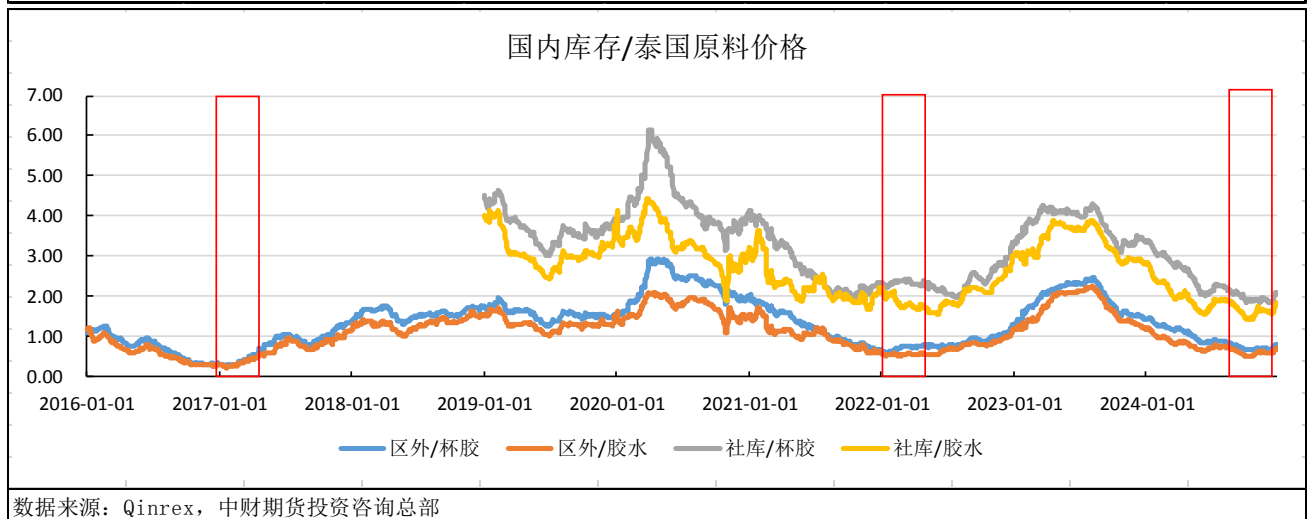
主观角度评估：1. 原料价格偏高；2. 天气异常概率较低；3. 到港同比可能偏多；4. 国储胶流入市场。以上 4 点共同的影响可能大于国际需求复苏对原料支撑的影响（未考虑汇率的影响）。因此，无论从静态还是动态角度，我们认为 25 年 1-2 月份库存定价对价格的压力>原料定价对价格的支撑力，何况累库的确定性要比原料上涨的确定性强。

定量角度评估：定义新指标为库存/原料。观察指标历史走势可以发现，1. 目前库存/原料已是历史低位，向上回归的可能性较大，1-2 月库存的增量或许大于原料价格的相对增量。2. 历史上库存/原料两次极小值 17 年和 22 年 RU05 合约在春节后均存在明显的下跌趋势。但我们不必特别悲观，一方面是如今供给转向与产能过剩加重会抬升原料价格底部，另一方面是交易层面预期自我实现的作用虽有走弱但仍在持续。

观测指标推荐：我们选择区外库存作为可观测和跟踪指标，主要是因为区外库存占比较大+历史数据较多+未来累库的重点。除 21、22 和 24 年累库时间偏晚或累库量偏低（但春节期间均累库）存在反季节性的因素外，其他年份 10-3 月均有明显的季节性累库特征。正常年份季节性累库的量大致在 10-35 万吨左右，累库时间多在 10 月中旬开始。从时间上来看，24 年开始累库的时间正常。从日均累库量来看目前区外累库的情况也是正常的。根据历史情况，正常的日累库均量在 0.10-0.15 之间→周累库在 0.7-1 万吨之间。我们可以将 0.7-1 万吨作为周度累库幅度的锚点，大于该阈值可能才是超额利空，考虑到国储胶我们应抬高累库预期，但库存变量无论从预期角度还是现实层面均会对价格产生影响。

历年10-3月青岛区外库存变化情况（万吨）								
时间	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-至今
均值	29.50	44.29	40.82	64.73	28.07	46.07	58.23	37.11
最小值	20.30	38.06	29.24	60.54	22.03	30.00	54.95	34.41
最小值时间	2017/10/6	2018/10/19	2019/10/18	2021/1/29	2022/1/7	2022/10/14	2023/12/29	2024/10/18
此后最大值	37.81	51.25	58.30	63.18	30.75	68.43	57.79	41.72
最大值时间	2018/3/16	2019/3/22	2020/4/3	2021/2/26	2022/3/4	2023/3/31	2024/2/16	2024/12/27
累库天数	161	154	168	28	56	168	49	70
累库幅度	17.51	13.19	29.06	2.63	8.72	38.43	2.84	7.31
幅度/天数	正常 0.11	正常 0.09	正常 0.17	累库晚 0.09	累库晚 0.16	正常 0.23	累库晚 0.06	目前正常 0.10

注：1.最大值时间为统计时间内累库开始后库存最高点。2.累库天数含非工作日。
数据来源：Qinrex，中财期货投资咨询总部



我们认为 25 年 Q1 橡胶的主线逻辑依旧是围绕库存和原料进行，整体偏弱看待。期间的交易逻辑包括但不限于：国际需求复苏的时间和力度（可能存在）、水杯价差平水时的反弹（极值 1-3 泰铢）、天气扰动（可能性偏低）、收储（可能性偏低）、标胶到港偏少持续（大概率）、海内外宏观政策（春节真空期与海外不确定高）等。除前文提到，Q1 的季节性规律仍包括 RU-NR 的反套行情，人混-RU 的正套行情（混合偏多正套空间可能有限）。此外，合成与天胶的价差关系可能更容易通过天胶的下跌来修复（测算月均替换量可能在 1-3 万吨）。交易角度我们考虑供需天平倾斜和盈亏比等问题仍旧以逢低多配为主，但建议中短期观望为上策。春色满园关不住，一枝红杏出墙来。

附几个图表和结论供大家参考！

附 1：历年春节前后青岛区外库存变化情况

历年春节前后青岛区外库存变化情况（万吨）								
时间	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
春节（T-2）	35.72	47.18	40.00	60.54	22.76	44.70	56.12	XXX
春节（T）	36.27	49.38	43.24	61.98	25.29	47.54	56.07	XXX
春节（T+2）	37.47	49.75	48.22	63.18	28.70	55.63	57.02	XXX
T - (T-2)	0.55	2.20	3.24	1.44	2.52	2.84	-0.05	XXX
(T+2) - T	1.20	0.37	4.98	1.19	3.41	8.09	0.95	XXX
(T+2) - (T-2)	1.75	2.57	8.22	2.63	5.94	10.93	0.90	XXX
春节休市时间	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	2/15-2/21	2/2-2/10	1/24-2/2	2/11-2/17	1/29-2/6	1/21-1/29	2/10-2/18	1/28-2/4

1.一般来讲，春节前后季节性累库（反常年份也会累）。

2.春节前后两周累库量低可至2万吨左右（24年特殊）；高达8万吨偏上（20和23年初受疫情国内需求停滞）。

3.春节前后的累库比在3倍以内，我们可以根据春节前累库量预估春节后的累库情况。

4.正常情况下春节前后两周的累库量会占到10-3月总累库量的10%-30%；反常年份仅春节前后累库占比极高。

注：T代表时间，T-2表示当前时间前两周，T+2同理。

数据来源：Qinrex，中财期货投资咨询总部

附 2：历年泰国原料价格 1-3 月份描述性统计

泰国胶水价格分年份分月份描述性统计												
月份 指标	1月				2月				3月			
	平均值	级差	标准差	涨跌幅	平均值	级差	标准差	涨跌幅	平均值	级差	标准差	涨跌幅
2015	41.89	9.00	3.54	-17.78%	44.35	12.00	3.16	+32.43%	48.55	5.50	1.70	0.00%
2016	34.21	10.50	4.01	+26.67%	36.45	5.50	1.31	+2.63%	46.00	12.50	3.65	+32.05%
2017	74.07	17.50	7.36	+25.58%	75.88	12.00	3.60	-7.41%	71.07	12.50	4.04	-13.33%
2018	43.30	5.00	1.47	+1.19%	44.35	7.00	1.73	+16.67%	47.36	5.50	2.00	-10.20%
2019	39.13	2.00	0.58	+1.30%	41.54	6.45	2.23	+16.65%	50.16	5.80	1.50	+11.60%
2020	40.14	10.50	2.52	+14.85%	41.66	5.30	2.04	+12.31%	38.66	9.10	2.76	-18.92%
2021	48.25	11.00	3.53	-6.25%	52.53	22.50	8.56	+46.15%	63.46	9.00	2.47	+1.63%
2022	52.98	8.50	2.02	+13.54%	63.01	16.00	5.44	+29.36%	67.41	6.70	2.06	-5.35%
2023	45.59	9.20	2.47	+20.09%	49.62	4.20	1.22	-0.96%	48.42	7.00	2.82	-11.00%
2024	59.73	10.70	4.04	+19.02%	67.41	5.90	1.33	+8.94%	76.75	10.70	3.25	+9.22%

泰国杯胶价格分年份分月份描述性统计												
月份 指标	1月				2月				3月			
	平均值	级差	标准差	涨跌幅	平均值	级差	标准差	涨跌幅	平均值	级差	标准差	涨跌幅
2015	39.00	4.50	1.61	-7.32%	39.35	2.00	0.61	+2.63%	39.18	3.00	0.79	+1.28%
2016	30.31	2.00	0.57	-1.61%	30.38	4.00	1.18	+8.20%	39.35	8.00	2.30	+22.39%
2017	68.32	12.00	4.46	+20.00%	71.60	11.00	3.42	-11.11%	61.48	11.00	3.59	-13.28%
2018	36.83	2.50	0.84	+2.82%	36.38	2.00	0.65	+5.56%	36.70	3.50	1.29	-9.21%
2019	35.63	2.50	0.65	+4.41%	35.80	4.00	1.33	+11.59%	40.17	1.50	0.36	+2.56%
2020	35.50	1.70	0.59	+4.96%	33.77	2.95	1.00	+4.35%	30.52	7.80	2.28	-22.26%
2021	38.67	3.20	0.79	+2.42%	41.05	6.40	2.10	+16.45%	44.98	5.05	1.47	-1.81%
2022	47.88	3.35	0.88	+5.13%	49.89	3.15	1.06	+6.54%	50.29	2.45	0.59	-0.98%
2023	39.35	1.85	0.44	+4.11%	39.62	1.90	0.51	-1.86%	38.75	2.70	0.93	-2.89%
2024	47.89	5.60	1.82	+11.73%	52.05	3.25	0.94	+5.44%	55.34	3.80	1.26	+1.30%

历史十年数据看出1月份和2月份胶水和杯胶价格上涨的概率均为80%，主要和上游生产的季节性规律以及国内下游一季度的消费节奏有关。

资料来源：Qinrex，中财期货投资咨询总部

附 3：历年 RU05 合约春节前涨跌情况

