



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-10-29

橡胶：多头择机配置

张正华

橡胶研究员

从业资格号：F0270766

交易咨询号：Z0003000

☎ 0755-23982459

✉ zhangzh@wkqh.cn

报告要点：

从橡胶产业链视角看，橡胶供应方面，科特迪瓦和泰国预计增产 20-30 万吨。当前，港口库存延续去库，库存累积不明显。需求方面，房地产和基建的运输需求偏弱。

我们对胶价的观点是：四季度仍然是易涨难跌的季节。胶价的下跌已释放了部分风险，可以等待合适的上涨驱动出现，择机布局多单。

科特迪瓦胶农的选择

可可经历了一波大牛市后，科特迪瓦农民在决定是种可可还是种橡胶，会如何选择呢？

主要考虑因素

1. 经济可行性：短期现金流与长期投资，农民首先会权衡两种作物的经济回报模式。

可可的优势在于回报周期相对较短，种植后约 3-4 年即可收获，能较快地提供现金流。然而，可可豆的国际市场价格波动剧烈，使得收入极不稳定。近年来，气候变化和病虫害（如可可肿枝病毒）导致产量下降，进一步放大了经济风险。

科特迪瓦为了稳定农民收入，在每个产季前会设定一个固定的官方收购价。尽管国际可可期货价格在 2024 年曾突破每吨 10000 美元，科特迪瓦 2023/24 产季的官方收购价约为每公斤 1.63 美元（约合每吨 1630 美元），与国际市场价格存在巨大差距。但科特迪瓦的种植者实际能拿到手的价格，往往只有国际价格的 25%到 30%，加上产量减少，种植者总收入并不如人意。

橡胶则被视为一项长期投资。其成熟期长达 7 年，在此期间农民需要持续投入而没有直接收入，这对许多小农户而言是巨大的财务挑战。但一旦开割，橡胶能提供极为稳定和规律的现金流（通过每日或每周售胶），受国际市场价格波动的影响相对较小。这种可预测的收入模式对于寻求收入稳定的农民吸引力巨大。

2. 气候条件的限制

可可对环境要求苛刻，需要充足的降水。面对科特迪瓦日益严重的降雨减少、干旱期延长和气温上升，传统可可种植区的产量正受到严重威胁。

橡胶表现出更强的气候韧性。橡胶树比可可树更耐旱和耐高温，在变化的气候条件下适应性更好。

3. 劳动力投入与可获得性

两种作物对劳动力的需求和类型不同。

可可的种植和采收过程虽然辛苦，但管理相对粗放，劳动力投入较为灵活。

橡胶的割胶是高度专业化且劳动密集型的工作。割胶工人需要掌握技巧，并在清晨进行作业，工作十分艰辛。

4. 土地保有权与长期安全感

橡胶是一次性投入、可连续采割 25 年以上的长期资产，因此只有在土地保有权清晰、安全的情况下，农民才愿意进行如此长线的投资。如果土地权属不清或面临被收回的风险，农民会倾向于种植可可等周期较短的作物。

不安全的土地保有权会严重抑制农民转向橡胶的意愿。

科特迪瓦农民在决定是继续种植可可还是改种橡胶时，其决策过程受经济、环境、政策及社会等多重因素的相互牵制。

综上所述，科特迪瓦农民在可可与橡胶间的抉择，是一场在“可可的短期变现能力但高风

险”与“橡胶的长期稳定收入但高门槛”之间的权衡。

印尼马来胶农的选择

印尼马来农民是在橡胶和棕榈油之间选择。

1. 经济回报与市场波动

价格与收益：这是最直接的因素。在过去几十年，油棕的单位面积收益在大多数时间里远高于橡胶，这是“棕榈油热潮”的根本原因。但当橡胶价格飙升（如 2010-2011 年）或棕榈油价格暴跌时，种植意向会短期逆转。

回报周期：油棕回报更快。油棕种植后 2-3 年即可结果收获，资金回笼快。而橡胶树需要种植 7 年才能开始割胶，投资周期长。

市场波动风险：棕榈油的国际价格波动非常剧烈，受全球供需、生物柴油政策、主要进口国（如印度、中国）政策影响大。橡胶价格也有波动，但相对而言，其下游汽车轮胎需求更稳定。

2. 劳动力投入与强度

橡胶：是劳动密集型产业。割胶是项技术活，需要熟练工人每天在凌晨进行割胶，工作辛苦且对技巧要求高。在劳动力成本上升、年轻一代不愿从事农业的背景下，割胶工人短缺是橡胶园面临的最大挑战之一。

油棕：收割的劳动力强度相对较低，且更易于半机械化。油棕果串的采摘和运输对体力的要求相对直接，管理相对简单。这对于吸引劳动力有一定优势。

3. 种植条件与土地适应性

地理与气候：两者都适合在热带雨林气候（高温、多雨）下生长。但油棕对阳光、降水和地形的要求更为苛刻，更偏好平地或缓坡。橡胶树则相对更耐贫瘠，可以在一些不太适合油棕的丘陵地带生长。严格说来，由于种植条件的差异，两者基本上不存在种植面积的相互替代，但存在农民从种橡胶树转向种植棕榈树的情况。

土地类型：历史上，大规模毁林开垦的土地很多都转向了油棕，因为其经济回报高。而橡胶园有时会与一些次生林或复合农业系统结合。

4. 政策与全球趋势

政府政策：印尼和马来西亚政府都曾通过补贴、税收优惠等方式推广油棕种植，将其作为重要的经济支柱和农民增收手段。尤其是生物柴油政策，强制要求国内燃料中混入一定比例的棕榈油生物柴油，为棕榈油创造了稳定的国内需求，支撑了价格。

从数据上看，2011 年，总种植面积马来西亚 103 万公顷，印尼 346 万公顷。2019 年，马来西亚 113 万公顷，印尼 368 万公顷，2023 年，马来西亚 114 万公顷，印尼 355 万公顷。总种植面积变化量不明显。

从数据上看，2011 年，开割面积马来西亚 66 万公顷，印尼 279 万公顷，2019 年，马来西亚

45 万公顷。印尼 322 万公顷。2023 年，马来西亚 40 万公顷，印尼 272 万公顷。可以看出，印尼马来橡胶开割面积的减少量明显。

预测供应时的经典错误反思

我常想起我曾犯下的一个经典错误。

从网络搜索可以得知，橡胶树的割胶过程通常在凌晨 4 点左右至日出前进行，因为此时橡胶树体内水分充足，乳管的膨压最大，胶乳的流量最旺盛，产量也最高。割胶时，工人在树干离地面约 1 米高的位置，用胶刀以大约 45 度的斜角，切割树皮的韧皮部，以便胶乳能顺着胶舌流入杯内。胶乳会缓慢流入胶杯，这个过程持续约 2-3 小时。清晨，工人会折返收取胶乳，他们使用特制的胶刮将胶杯内壁的胶乳刮取干净，确保颗粒归仓。收集好的胶乳会倒入大胶桶，运往加工厂。

当时面对的情景是，泰国雨季来临，做多橡胶烟片胶好呢，还是做多 20 号标准胶更好？

分析过程是：

同样是橡胶树流下的胶水，既可以生产售价高昂的烟片胶，又可以生产量大价廉的 20 号标准胶，生产原料都是橡胶树流下的胶水，胶农到底是生产贵的，还是生产便宜的呢？

同样的原料，既然可以每吨多卖 1500-2000 元，没有人会傻到一定要低价卖的道理。所以，推断胶农在可能的情况下，会尽可能多生产昂贵的烟片胶，而不是低廉的 20 号标准胶。

所以在雨季的情景下，由于胶农更加倾向于提高收入，所以会导致烟片胶生产的更多，20 号标准胶会生产的更少。因此更加利多 20 号标准胶，而不是昂贵的烟片胶。当然，由于烟片胶盘子小，20 号标准胶盘子大，所以烟片胶有小盘股的弹性大的特征，所以两个都配置一点更加合理。从套利对冲的角度来看，应该多 20 号胶空烟片胶。

但是后来发现，实际产业运行情况，和以上分析恰好完全相反。

上述分析隐含前提假设是，农民的割胶行为完全是利益最大化驱动。

但实际上，现实有很多限制条件，无法达到理想的状态，农民的行为就会有所变化。

比如雨季山路不好走，割胶不方便，运输不方便，部分区域的橡胶树不能及时往返割胶，导致割胶后，要耽搁很长时间才能去收胶，胶水就积累了树叶飞虫，杂质变多了，胶水也干成了杯胶，只能加工成为标准胶。所以很多情况下，雨季的割胶不便，会导致杯胶的产量相对增加，最后导致标准胶的产量会相对增加，而采用胶水的烟片胶产量会相对减少。与之前的分析恰好相反。

那为什么会犯下以上的错误呢？

原因有二条：一、逻辑自洽但脱离实际，未考虑割胶运输等现实约束。

二、从数据到数据，从案头分析到案头分析，没有参与产业链的调研，推断的过程，包含了很多隐含的假设条件而不自知，而实际情况，可能和案头分析恰好相反，缺失了产业链场景和人员的实际纠错过程。因此犯下了非常合理的经典错误。

需通过实地调研验证逻辑，避免“合理的错误”。

EUDR 的边际利多

EUDR 立法起点（2019-2022 年）：

EUDR 的构想源于欧盟 2019 年通过的《欧洲绿色协议》，该协议为欧盟的经济社会活动设定了可持续发展的总体框架。经过前期准备，欧盟委员会于 2021 年 11 月 17 日正式提交了关于零毁林产品的法规提案。经过一年的讨论与协商，欧洲议会、欧盟理事会和欧盟委员会在 2022 年 12 月 6 日就法规文本达成了临时政治协议，为后续的正式立法铺平了道路。

EUDR 要求与影响：EUDR 的核心在于要求将相关商品投放于欧盟市场或从欧盟出口的运营商（企业）履行严格的尽职调查义务。这包括收集并验证商品的原产地信息（精确到种植地块的地理坐标），确保这些商品不是在 2020 年 12 月 31 日之后遭受毁林或退化的土地上生产的，并且其生产过程完全符合生产国的相关法律。

这一法规的出台，对于生产国和出口企业而言，建立可靠的追溯体系、确保合规，是未来进入欧盟市场的关键。未能遵守法规的企业可能面临高额罚款、产品被扣押乃至被排除出欧盟市场的风险。

正式生效与过渡期（2023 年）：2023 年 6 月 29 日，EUDR 在《欧盟官方公报》上发布，并正式生效。法规原定为业界提供了 18 个月的过渡期，即计划于 2024 年 12 月 30 日起对大多数企业强制实施。所以，2024 年上半年，产业链开始各种认证和备货工作，大家开始重视 EUDR 的利多。因为 EUDR 现货和原料的大幅升水（达到 200-400 美元/吨）也是产业链重视的现实因素。

延期与确认（2024 年）：由于许多企业，尤其是中小型企业，反馈在过渡期内难以建立复杂的供应链追溯系统，欧盟委员会于 2024 年 10 月 2 日提议将合规日期推迟一年。这一提议在 2024 年 12 月 3 日获得了欧盟主要机构的共同认可。

橡胶价格也在 2024 年 10 月 8 日开始了大幅下跌。

2025 年 9 月 23 日消息，EUDR 生效时间再度推迟。

据艾科森环境技术消息，欧盟委员会希望再次推迟欧盟的反森林砍伐法，考虑将已经从 2024 年推迟到今年 12 月的规则再推迟。在欧盟环境专员杰西卡·罗斯沃尔的一封信中，通知欧洲议会环境委员会主席安东尼奥·德卡罗和丹麦总统，她打算将这些规则推迟一年。

欧盟的零毁林法案（EUDR）将迫使棕榈油、咖啡、可可、牛、木材和橡胶的进口商证明这些产品不是在砍伐森林的土地上生产的，以便在欧盟市场上销售。罗斯沃尔指出，人们对管理合规数据的 IT 平台的运作存在担忧，这可能会“给当局带来不确定性，并给利益相关者带来运营困难”。她补充道：“鉴于此，委员会正在考虑将《零毁林法案》的生效日期（目前预计为 2025 年 12 月 30 日）推迟一年（推迟至 2026 年 12 月 30 日）。”

EUDR 推迟将导致橡胶厂和轮胎厂备货环节的去库存等连锁反应，市场视为短期的需求利空。

进入 2025 年，针对市场上关于可能再次延期的传闻，欧盟官方在 2025 年 10 月 21 日明确澄清，EUDR 并未再次延期，并将按计划于 2025 年底实施。2025 年 10 月 21 日，EUDR 发布提案：实施时间方面：大中型企业：2025 年 12 月 30 日起生效（可宽限至 2026 年 6 月底）；微型和小型企业：合规截至日期推迟至 2026 年 12 月。

分析：参考 2023 年 6 月 29 日，EUDR 正式生效，但给予 18 个月的过渡期，EUDR 计划于 2024 年

12月30日起对大多数企业强制实施。因此对于大型企业而言，2026年6月底是预期中的强制实施的日期。从价格影响来看，在2025年9月23日基础上，此消息是边际利多，但利多预期不大。

乌克兰重建的橡胶需求增量

考虑到如果未来乌克兰进行重建，这将对橡胶需求提升可能会比较大。我们对此做了预测。根据联合国官网2025年2月的信息，世界银行集团和联合国联合发布报告显示，乌克兰未来十年的重建与恢复成本将达到5240亿美元。报告涵盖了从2022年2月24日至2024年12月31日近三年的损害情况。按项目划分的重建费用中，住房以840亿美元居首。根据报告的最新评估，乌克兰总住房存量的13%已受损或被毁，影响超过250万户家庭。仅管理和清理废墟一项，成本就高达近130亿美元。除住房外，其他高额项目还包括交通（780亿美元）、能源（680亿美元）、工商业（640亿美元）和农业（550亿美元）。推算重建需钢材约3500万吨、水泥6.93亿吨、木材1.67亿吨。

如果按照每亿美元投资带动约50至80辆重卡的需求推算，重建总需求5240亿美元，如果第1、2、3年投资分别占据总投资额15%、15%、10%，那么，重卡需求量预测为第1年3.93-6.28万辆，第2年3.93-6.28万辆，第3年2.62-4.19万辆。由于重卡的折旧年限4-8年左右，因此重卡需求量预计在4-6万台。

由于存在工程租赁市场，二手重卡、挖掘机、装载机、压路机可能前期占据了较大的市场份额。

无疑，重卡和工程机械的二手设备租赁会赢得巨大的新市场机会。考虑到我们正在进行重卡和工程机械三国四等设备升级，乌克兰重建导致的二手设备租赁确实是一个比较好的设备更新机会。

所以工程机械的全新机械新增需求量可能会低于测算。即配套量低于测算值，但替换需求消耗量预计基本不变。因此，我们仍然按照重卡轮胎每15万公里替换、短途工程轮胎每10万公里替换来估算替换需求。

按照以上推测，重卡橡胶需求量为第1年1.49-2.38万吨，第2年1.49-2.38万吨，第3年1.00-1.59万吨。

考虑到挖掘机、装载机、压路机用轮胎和重卡轮胎的比例关系为3:1，因此推断包括重卡和工程机械的总体天然橡胶需求量为第1年5.97-9.55万吨，第2年5.97-9.55万吨，第3年3.98-6.37万吨。

我们对胶价的看法

从宏观交易者视角看，美国加关税事宜在4月和9月造成了胶价的下跌，不确定性仍然存在。欧盟对中国轮胎的双反导致半钢轮胎中国4季度出口预期承压。但来自中国政策的利多预期一直存在。

从橡胶产业链视角看，橡胶供应方面，科特迪瓦和泰国预计增产20-30万吨。当前，港口库存延续去库，库存累积不明显。需求方面，房地产和基建的运输需求偏弱。

我们对胶价的观点是：四季度仍然是易涨难跌的季节。胶价的下跌已释放了部分风险，可以等待合适的上涨驱动出现，择机布局多单。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn