

天然橡胶 RU  
20 号胶 NR  
合成橡胶 BR

国投期货 2025 年度策略报告

——胶入牛梦了无痕

2024 年 12 月

# 目录

1. 行情回顾 .....	3
2. 供应分析 .....	5
2.1. 天然橡胶平稳期 .....	5
2.2. 合成橡胶扩张期 .....	7
3. 需求分析 .....	11
3.1. 汽车市场走弱 .....	11
3.2. 轮胎市场尚可 .....	16
4. 其他分析 .....	20
4.1. 经济弱复苏 .....	20
4.2. 政策强刺激 .....	21
4.3. 贸易多争端 .....	22
5. 趋势机会 .....	24
5.1. 天然橡胶 RU .....	24
5.2. 20 号胶 NR .....	25
5.3. 合成橡胶 BR .....	26
6. 套利机会 .....	28
6.1. 期现套利 .....	28
6.2. 跨品种套利 .....	28
6.3. 跨市场套利 .....	29

## 胡华钐 高级分析师

从业资格证号：F0285606

投资咨询号：Z0003096

### 近期相关报告：

《起大早赶晚集，机遇挑战并存——国  
投期货印度汽车深度报告》20241211《橡胶走势分化，价差或将回归——国  
投期货橡胶策略报告》20241114《国投安信期货合成橡胶专题报告：  
成本推动，预期转好》20240612

## 报告摘要

### ● 天然橡胶 RU

随着国内橡胶上市品种不断增多，橡胶品种正在形成“各归其位，各司其职”的新趋势。上期所天然橡胶 RU 影响力逐渐减弱，逐渐回归以自身基本面的驱动为主，宏观面驱动表现最强，成本面驱动最弱。预计 2025 年中国和越南天然橡胶供应继续增加，而需求有所改善，RU 价格表现相对偏强，套利机会比较少。

### ● 20 号胶 NR

上期能源 20 号胶 NR 全球定价能力也越来越强，定价优势越来越明显，将逐渐发展成为全球 20 号胶市场定价中心，以及所有橡胶类品种的龙头。经过五年多的快速发展，20 号胶 NR 的市场影响力可能已经超过天然橡胶 RU，其他品种将唯其马首是瞻。目前 20 号胶 NR 以基本面驱动为主，宏观面驱动为辅，成本面驱动偏弱。预计 2025 年全球 20 号胶供应增加，需求有所走弱，NR 价格表现相对偏弱，密切关注跨品种套利和跨市场套利的机会。

### ● 合成橡胶 BR

目前，上期所合成橡胶 BR 的驱动主要为成本面，上游丁二烯对其影响巨大，其次为自身基本面，由于上市时间短，成交活跃度不足，因此宏观和原油等方面的驱动较弱。预计 2025 年合成橡胶成本面支撑偏强，中国供应有压力，需求有所减弱，相对估值也更低，BR 价格表现偏强，密切关注期现套利和跨品种套利。

## 1. 行情回顾

2024 年，全球橡胶市场摆脱了过去十多年大熊市笼罩的“阴霾”，期货价格和现货价格迎来了久违的“普涨”行情，尤其是现货市场表现更加强劲，现货价格不断上涨，只是在国庆节后进入震荡调整的阶段，总体上有所回落。从波幅的角度来看，2024 年，除了日本烟胶片 RSS3 期货价格波幅高位回落之外，其他橡胶品种期货价格波动幅度低位明显回升。

分阶段来看，不同橡胶品种强弱表现差异较大，甚至出现走势明显分化的阶段，主要是市场驱动和逻辑不同，导致主角和配角轮流登场。

一季度橡胶期货和现货价格普遍上涨，主角是天然橡胶。其中烟胶片价格表现最强，其次是 20 号胶，再次是合成橡胶，而国产全乳胶表现最弱。主要驱动是中国促进汽车等消费，尤其是以旧换新方案，欧洲零毁林方案（EUDR），加上天然橡胶处于减产期，泰国等原料市场价格强。

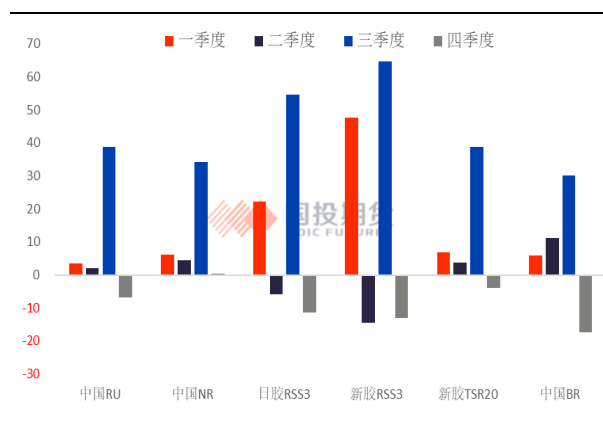
二季度橡胶期货价格涨跌互现，现货价格继续上涨，主角是合成橡胶。其中合成橡胶价格表现最强，其次是 20 号胶，再次是国产全乳胶，而烟胶片表现最弱。主要驱动是成本驱动（合成橡胶原料丁二烯持续涨价）和宏观驱动（海外央行陆续降息，金融市场预期乐观）。

图 1：橡胶各品种期货价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

图 2：橡胶各品种期货人民币价涨跌幅(%)

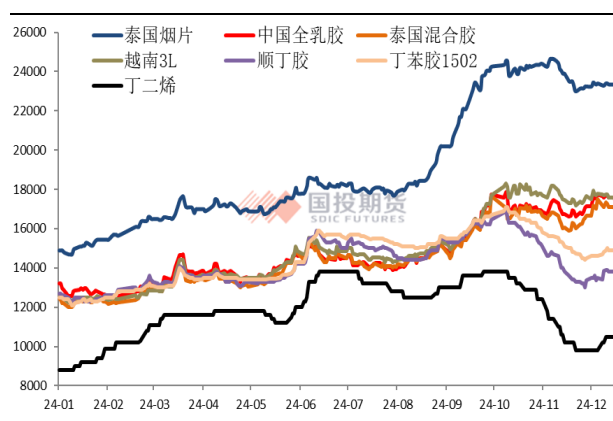


资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

三季度橡胶期货和现货价格再度普涨，主角是天然橡胶。其中烟胶片价格表现最强，其次是国产全乳和 20 号胶，合成橡胶表现最弱。主要驱动是下游需求回升，库存持续下降，上游原料支撑，海南产区遭遇超级大台风“摩羯”的冲击，9 月下旬中国宏观政策开始转向宽松。

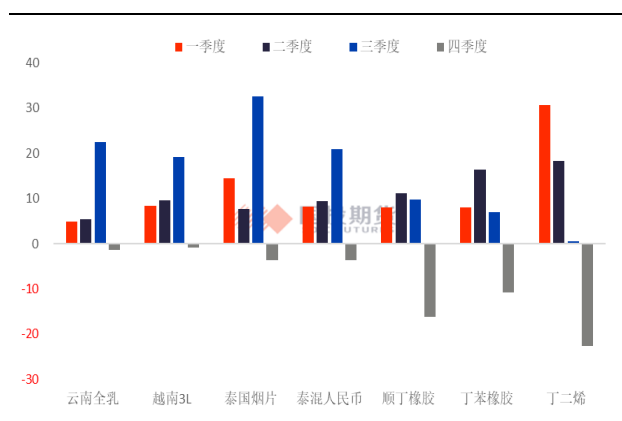
四季度橡胶期货跌多涨少，现货普遍下跌，主角是合成橡胶。其中合成橡胶价格表现最弱，其次是烟胶片，而 20 号胶表现最坚挺，中国 NR 小涨，现货浅色胶最抗跌。主要驱动为成本面（合成橡胶上游丁二烯价格跌跌不休），EUDR 推迟执行，泰国洪水灾害以及宏观面驱动（中国宏观政策彻底转向宽松，房地产等利好政策相继落地）。

图 3：橡胶和丁二烯现货人民币价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

图 4：橡胶和丁二烯现货人民币价格涨跌幅(%)



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

总体来看，2024 年橡胶期货和现货价格均上涨，只是涨幅各不相同，强弱表现不一。截至 2024 年 12 月 17 日，期货市场方面，中国天然橡胶 RU 期货价格上涨了 29%，中国 20 号胶 NR 上涨了 35%，中国丁二烯橡胶 BR 上涨了 8%，日本 RSS3 上涨了 46%，新加坡 RSS3 上涨了 39%，新加坡 STR20 上涨了 31%。现货市场方面，中国全乳胶市场价上涨了 34%，越南 3L 市场价上涨了 40%，泰国混合胶人民币价上涨了 38%，泰国烟片胶人民币价上涨了 57%，中国顺丁橡胶市场价上涨了 10%，中国丁苯橡胶市场价上涨了 20%，上游丁二烯中国市场价上涨了 20%。

## 2. 供应分析

天然橡胶属于农产品，供应受天气、自然条件等影响，合成橡胶属于工业品，供应受产业、政策等影响。

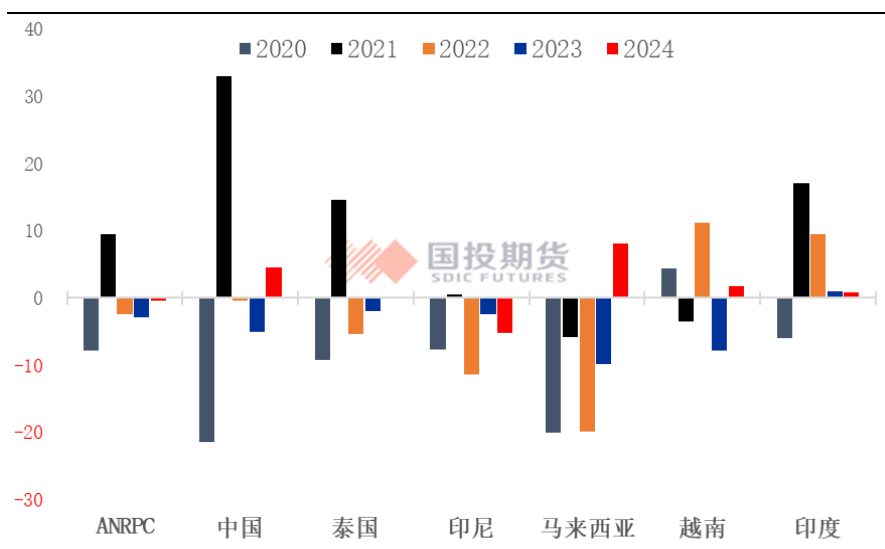
### 2.1. 天然橡胶平稳期

2024 年影响天然橡胶供应一方面是中国开割初期物候条件正常，以及大台风侵袭海南产区，虽然中国天然橡胶产量预期增加，但是无法弥补中国进口量大降的缺口；另一方面是市场炒作泰国、印度尼西亚等主产国天然橡胶供应收缩，产区受降雨、洪水等外部事件的干扰较多。

#### (1) 全球天然橡胶产量

2024 年亚洲天然橡胶总产量预期保持平稳，主要产胶国天然橡胶产量增多降少。天然橡胶生产国协会（ANRPC）的初步统计数据显示，2024 年 1-10 月 ANRPC 成员国天然橡胶总产量同比下滑 0.5%，2023 年同期同比下滑 2.9%，2022 年同期同比下滑 2.5%。其中泰国天然橡胶产量同比增长 0.1%，马来西亚、中国、越南和印度天然橡胶产量同比分别增长 8%、4.6%、1.8%和 0.9%，而印度尼西亚产量同比下滑 5.2%。

图 5：近五年 1-10 月份主产国天然橡胶产量同比(%)



资料来源：ANRPC，国投期货

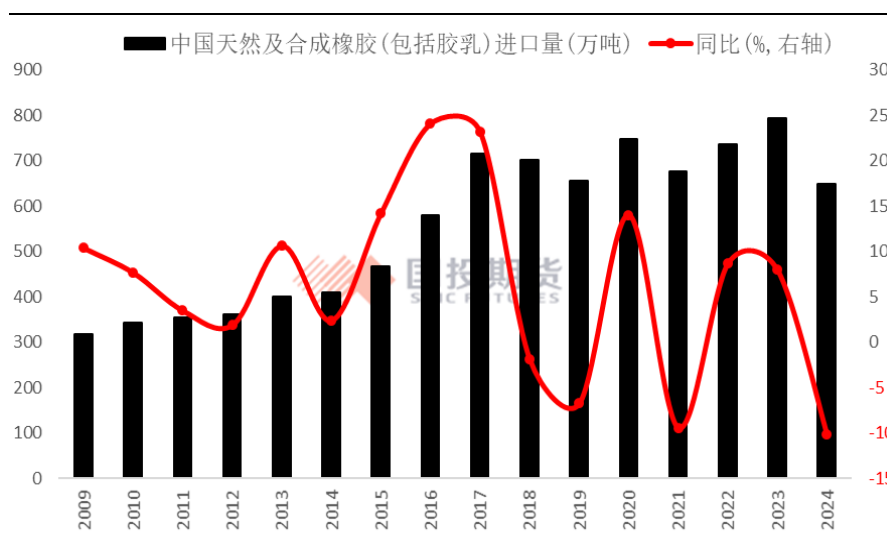
ANRPC 秘书处最新预测 2024 年全球天然橡胶产量 1452.8 万吨，同比增长 4.5%，其中预计泰国天然

橡胶产量同比下滑 0.5%，印度尼西亚增长 12.3%、印度增长 6%、越南下滑 2.1%、马来西亚增长 0.6%、中国增长 4.2%。预计 2024 年全球天然橡胶消费量 1513.6 万吨，同比下降 0.2%。

## (2) 中国天然橡胶进口

在 2023 年中国天然橡胶进口量达到 795 万吨的历史高峰之后，2024 年中国天然橡胶进口量开始明显下滑，主要原因包括国内需求走弱，人民币汇率波动小，进口套利机会少和 EUDR 事件等。中国海关总署的统计数据显示，2024 年 1-11 月，中国天然及合成橡胶(含胶乳)进口量大约 649.8 万吨，累计同比下滑 10.1%，而 2022 年和 2023 年同期进口量同比分别增长 7.6%和 9.6%。随着今年前三季度中国天然橡胶进口量持续大幅下滑，导致国内天然橡胶港口库存一路下滑至 40 万吨，去库过程非常流畅，去库效果非常明显，一直到 10 月和 11 月进口趋势才有所改善，港口库存也开始止跌回升，去库进程基本终止。

图 6：中国天然及合成橡胶(包括胶乳)进口量及其同比（万吨，%）



资料来源：中国海关总署，国投期货

总体来看，全球天然橡胶供应端的故事不多，“某某减产”的故事可信度不高，尤其是在原料价格走势还强于产成品的时期，当然还是阶段性炒作天气为主，比如台风、干旱、洪灾等。

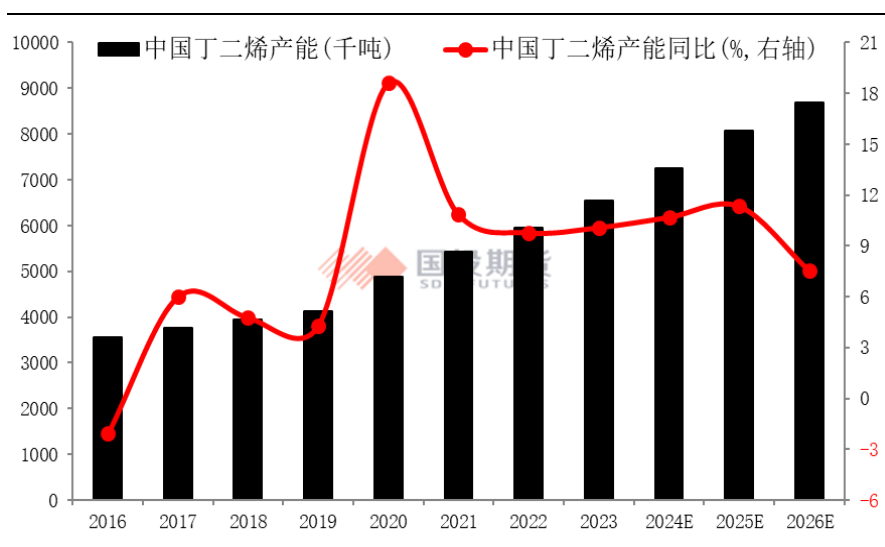
## 2.2. 合成橡胶扩张期

2024 年，合成橡胶市场走势基本上以成本面驱动为主，价格趋势基本上跟随上游丁二烯，即今年一、二季度合成橡胶和上游原料丁二烯高飞猛进，三季度市场价格陷入滞涨，四季度以来果断掉头向下。

### (1) 丁二烯

卓创资讯的统计数据显示，2024 年中国丁二烯产能预计新增 70 万吨至 724.6 万吨，同比增长 10.7%，新增产能的具体装置分别为今年 12 月初投产的中石化英力士(天津)15 万吨（下游配套为 ABS），12 月中旬投产的山东裕龙石化 20 万吨，推迟至年底投产的可能有唐山旭阳 20 万吨和北方华锦集团 15 万吨。

图 7：中国丁二烯产能压力持续增加



资料来源：卓创资讯，国投期货

根据卓创资讯的最新统计数据，预计 2025 年中国丁二烯产能将增加 82.25 万吨至 806.85 万吨，同比增长 11.4%，新增产能的具体装置主要包括金诚石化 4.25 万吨、埃克森美孚惠州 20 万吨、万华化学 20 万吨、锦州石化 18 万吨和吉林石化 20 万吨。

预计 2026 年中国丁二烯产能将增加 61 万吨至 867.85 万吨，同比增长 7.6%，新增产能的具体装置主要包括新疆塔石化 12 万吨、塔河石化 14 万吨，洛阳石化 15 万吨和镇海炼化 20 万吨。

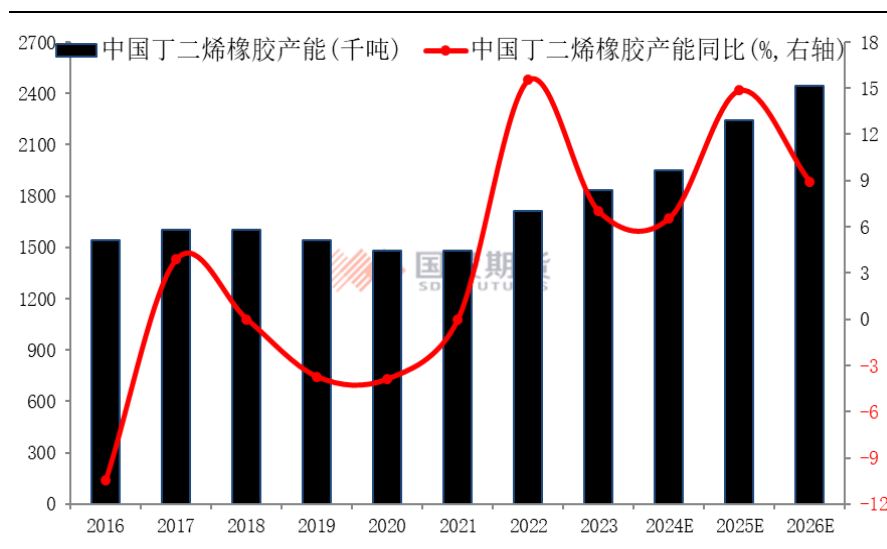


值得一提的是，丁二烯价格主要受供应的影响，而丁二烯实际供应影响非常复杂，主要包括上游裂解利润、产能、开工率、出口量和进口量，今年前三季度之所以涨是因为供应紧缺，开工率下跌，计划新增产能推迟投产，进口减少而出口增加。其实，总产能的增加并不一定意味着供应增加，实际产量还与开工率密切相关。虽然最近几年中国丁二烯新增产能较多，但是丁二烯产能利用率逐年下降。统计数据显示，2022年至2024年中国丁二烯周度开工负荷率年均值分别为69.8%、61.8%和60.5%。

## (2) 丁二烯橡胶

2022年以来，中国丁二烯橡胶产能进入了新一轮扩张期。卓创资讯统计数据显示，2024年中国丁二烯橡胶产能预计增加12万吨至195.2万吨，同比增长6.6%。新增产能是浙江传化合成材料股份有限公司年产能12万吨的稀土系丁二烯橡胶装置，于2024年7月13日正式投产运行。

图 8：中国丁二烯橡胶产能继续扩张



资料来源：卓创资讯，国投期货

根据卓创资讯的最新统计数据，预计2025年中国丁二烯橡胶产能将增加29万吨至224.2万吨，同比增长14.9%，新增产能的具体装置主要包括山东裕龙石化年产能15万吨、振华新材料年产能5万吨、吉林

石化年产能 5 万吨和中哲新材料年产能 4 万吨。

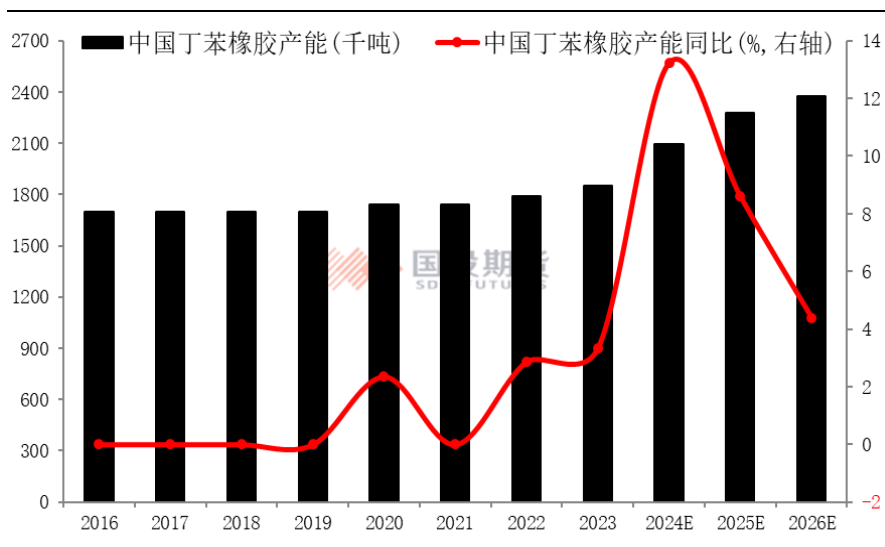
预计 2026 年中国丁二烯橡胶产能将增加 20 万吨至 244.2 万吨，同比增长 8.9%，新增产能的具体装置主要包括塔里木石化 10 万吨和中科炼化 10 万吨。

同样的，丁二烯橡胶总产能的增加并不意味着供应增加，实际产量还与开工率密切相关。虽然最近几年中国丁二烯橡胶新增产能也比较多，但是丁二烯橡胶产能利用率逐年下降。统计数据显示，2022 年至 2024 年中国丁二烯橡胶周度开工负荷率年均值分别为 70.2%、64.5%和 61.2%。

### (3) 丁苯橡胶

2022 年以来，中国丁苯橡胶产能也进入了新一轮扩张期。卓创资讯的统计数据显示，2024 年中国丁苯橡胶产能预计增加 24.5 万吨至 209.5 万吨，同比增长 13.2%。新增产能是新疆独山子石化年产能 2.5 万吨溶聚丁苯橡胶装置，于 2024 年 9 月底投产运行，而南通中华化学 22 万吨预计 12 月底投产。

图 9：中国丁苯橡胶产能扩张放缓



资料来源：卓创资讯，国投期货

根据卓创资讯的最新统计数据，预计 2025 年中国丁苯橡胶产能将增加 18 万吨至 227.5 万吨，同比增

长 8.6%，新增产能的具体装置主要包括山东裕龙石化年产能 6 万吨和钦州石化年产能 10 万吨。

预计 2026 年中国丁苯橡胶产能将增加 10 万吨至 237.5 万吨，同比增长 4.4%，新增产能的具体装置主要是中石化英力士(天津)10 万吨。

同样的，丁苯橡胶总产能的增加也并不意味着供应增加，实际产量还与开工率密切相关。虽然最近几年中国丁苯橡胶也有一些新增产能，但是丁苯橡胶产能利用率逐年缓慢下降。统计数据显示，2022 年至 2024 年中国丁苯橡胶周度开工负荷率年均值分别为 72.5%、68.9%和 68.7%。

综合来看，合成橡胶潜在供应压力依然预期偏大，新增产能投产是否落地取决于行业总体利润及企业预期利润，实际供应情况需要根据上游丁二烯、进出口量、库存水平、产业链利润等方面综合考虑。

### 3. 需求分析

2024 年，全球天然橡胶下游行业需求总体表现一般，一方面汽车市场走弱，另一方面轮胎市场尚可。

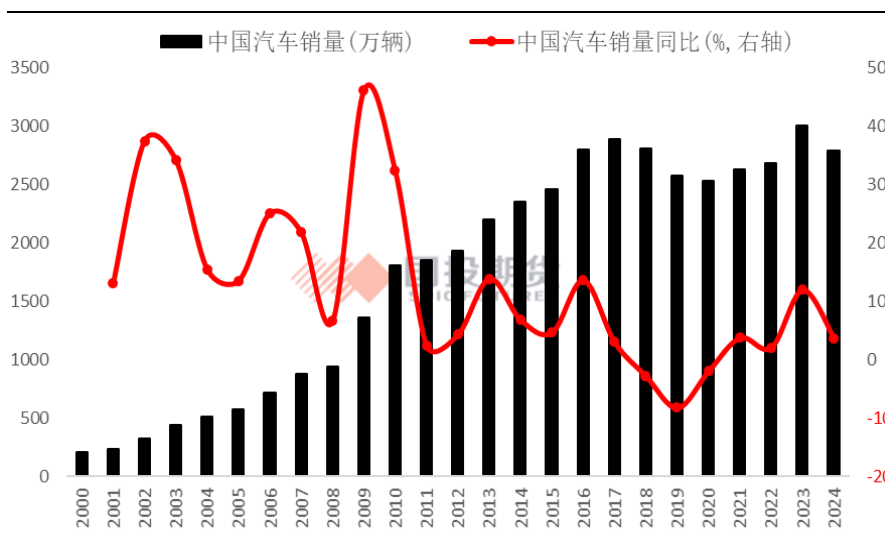
#### 3.1. 汽车市场走弱

2024 年，全球主要国家汽车销量同比并未延续上一年的高增长态势，增速反而出现不同程度的放缓，其中日本表现最弱，反映汽车市场需求重新走弱。

##### (1) 中国汽车市场

2024 年，虽然中国进一步出台了“以旧换新、提高补贴”等促进汽车消费的刺激政策，但是中国汽车销量增长依然高速回落，并且市场结构呈现出明显的分化特征，一方面表现为“乘用车强，商用车弱”，另一方面表现为“国内市场弱，出口市场强”。中国汽车工业协会统计数据显示，2024 年 1-11 月中国汽车累计销量大约 2794 万辆，累计同比增长明显放缓至 3.7%；2023 年中国汽车销量 3009.4 万辆左右，同比增长 12%。具体来看，2024 年 1-11 月中国乘用车销量累计同比增长 5%，而商用车销量累计同比下滑 4.4%；国内汽车销量累计同比增长仅 0.3%，而汽车出口量累计同比增长 21.2%。

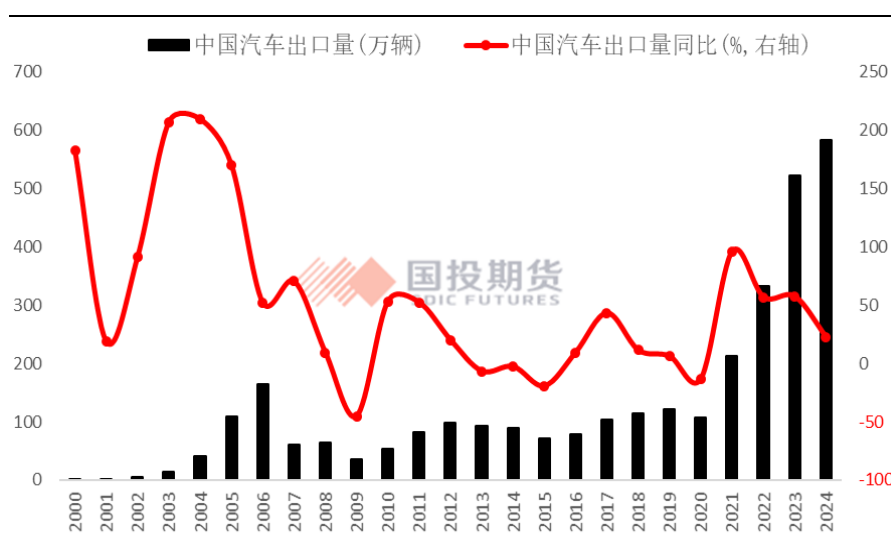
图 10：中国汽车销量及其同比(万辆,%)



资料来源：中国汽车工业协会，国投期货

与此同时，中国汽车出口高飞猛进的势头逐渐减弱，汽车出口量同比增长也明显放缓。中国海关总署统计数据显示，2024 年 1-11 月中国汽车（含底盘）累计出口量大约 583 万辆，累计同比增长回落至 22.6%；2023 年中国汽车出口量 522 万辆左右，同比增长高达 57.4%。目前，国际贸易保护主义日益盛行，国内汽车企业面临的外部环境也越来越严峻，尤其是 2024 年 8 月 1 日起美国对中国电动汽车关税由 25%提高至 100%，随后加拿大、西欧等发达国家纷纷跟随加征关税。展望未来，随着美国新一任总统上台，国际贸易争端很可能升级，中国汽车出口压力进一步加大，出口订单需求可能逐渐减少，甚至部分汽车生产商和贸易商可能赶在加税前提前出口到海外。

图 11：中国汽车出口量及其同比(万辆,%)

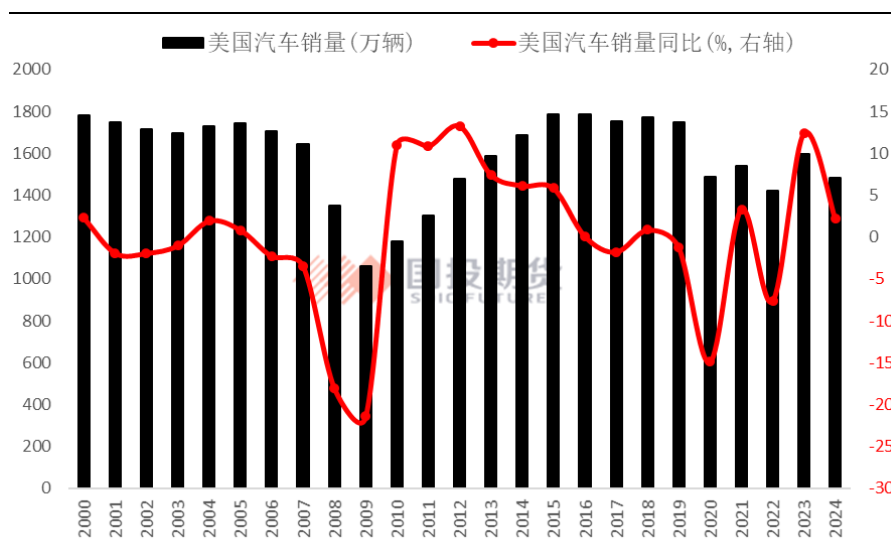


资料来源：中国海关总署，国投期货

## (2) 美国汽车市场

美国商务部数据显示，2024 年 1-11 月美国汽车累计销量大约 1483 万辆，累计同比增长 2.2%；2023 年美国汽车销量 1596.4 万辆左右，同比增长 12.4%。与疫情前 2019 年的 1750 万辆相比，目前美国汽车销量增长相对缓慢，展望 2025 年依然难以企及，一方面美国传统燃油车巨头积重难返，另一方面目前的美国电动车支持政策可能被取消。

图 12：美国汽车销量及其同比(万辆,%)

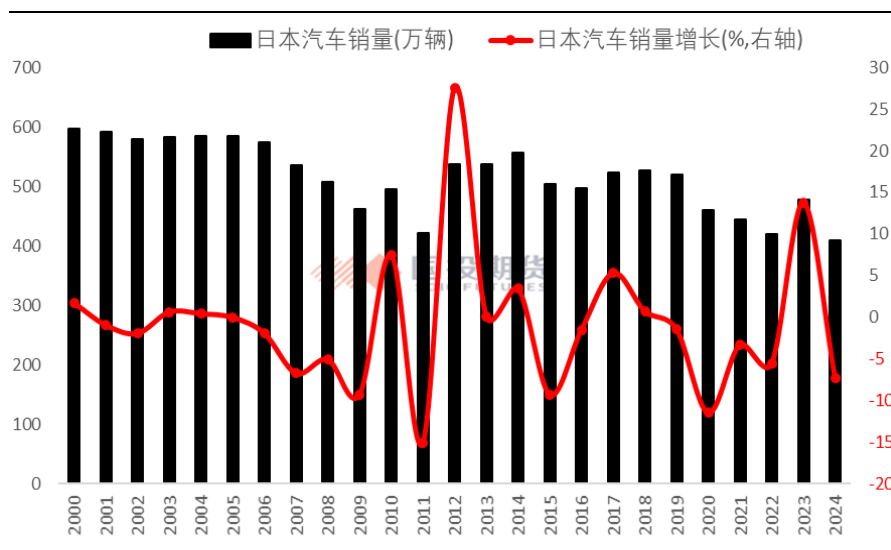


资料来源：美国商务部，国投期货

### (3) 日本汽车市场

日本汽车工业协会数据显示，2024 年 1-11 月日本汽车累计销量大约 409 万辆，累计同比下滑 7.4%。

图 13：日本汽车销量及其同比(万辆,%)



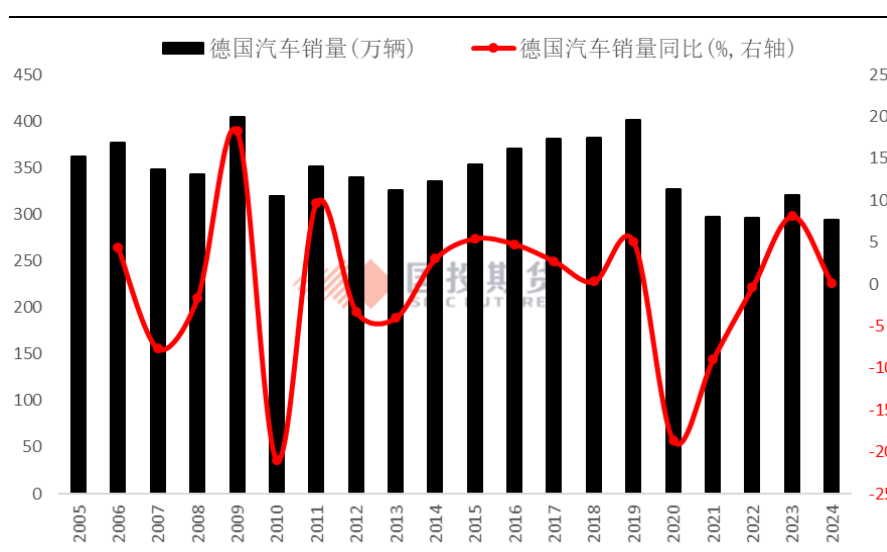
资料来源：日本汽车工业协会，国投期货

虽然 2023 年日本汽车销量 478 万辆左右，同比增长 13.8%，一度让人看到了日本汽车市场回暖的希望，但是现实中的困难总比想象中的更多，2024 年糟糕的数据令希望再度破灭。目前，日本汽车市场依然疲软，汽车销量大幅下滑，传统汽车企业陷入困境，一方面国内需求不振，另一方面海外市场份额被削减。

### (3) 德国汽车市场

以德国为代表的欧洲汽车市场也表现疲软。德国汽车工业协会数据显示，2024 年 1-11 月德国汽车累计销量大约 294 万辆，累计同比增长 0.1%；2013 年德国汽车销量 320 万辆左右，同比增长 8.1%。当然，德国汽车市场表现差的背后原因在于地缘局势依然紧绷，制造业成本居高难下，经济发展持续低迷。

图 14：德国汽车销量及其同比(万辆,%)



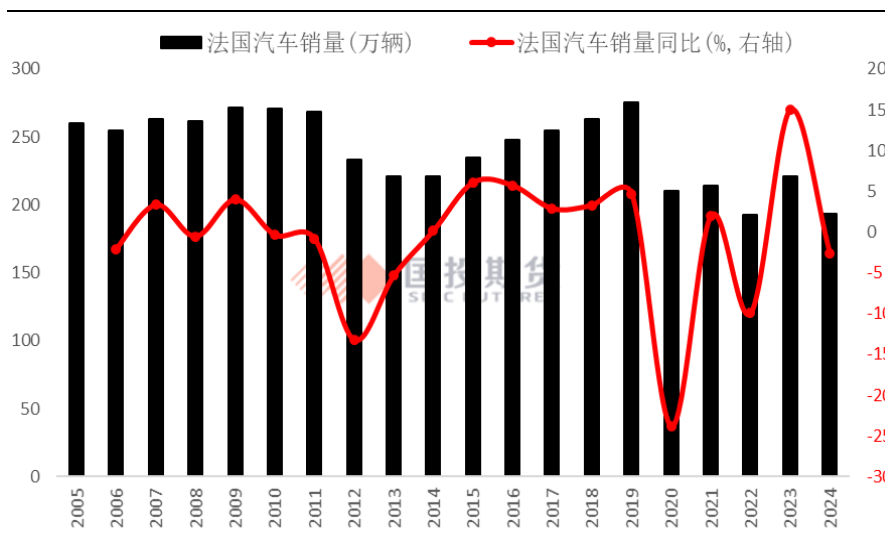
资料来源：德国汽车工业协会，国投期货

### (3) 法国汽车市场

与德国一样，法国也面临紧张的地缘局势，导致经济发展停滞不前，财政风险明显增加。2024 年法国汽车市场依然疲软，其中 5-11 月销量同比连续七个月下滑，尤其是传统燃油车市场萎缩。法国汽车工业协会数据显示，2024 年 1-11 月法国汽车累计销量大约 193 万辆，累计同比下滑 2.6%；2023 年法国汽车销

量 221 万辆左右，同比增长 15%。

图 15：法国汽车销量及其同比(万辆,%)



资料来源：法国汽车工业协会，国投期货

总体来说，虽然中国新能源汽车企业发展如火如荼，但是中国汽车发展依然未能摆脱政策的影响，一旦刺激政策被迫转向正常，那么近几年中国汽车企业愈演愈烈的价格战很可能只是“序曲”。中国商务部数据显示，截至 2024 年 12 月 9 日，全国汽车以旧换新合计突破 500 万辆，其中报废更新超 244 万辆，置换更新超 259 万辆。展望 2025 年，虽然中国很可能继续促进汽车消费，延续“以旧换新”的支持政策，但是刺激政策面临“边际效益递减”的难题，需求一直在提前透支，加上出口环境日趋恶化，未来潜在的新增有效需求在哪里？简言之，中国汽车需求可以进一步挖掘的空间越来越有限。

其实，贸易保护主义升级表象的背后是欧美等发达国家汽车市场复苏非常缓慢，并陷入了“一波三折”的低迷状态，汽车销量至始至终未能恢复到新冠肺炎疫情爆发前的正常水平。此外，发达国家传统汽车巨头产业升级受挫，传统汽车曾经的比较优势已经消失，既有的市场份额难以保住，毕竟短时间根本无法与中国汽车新势力展开公开、公平和公正的市场化竞争。展望未来，发达国家当务之急是彻底摆脱“俄乌冲突”的困境，改善与欠发达国家之间的经贸关系，以及加快汽车产业升级，否则欧美日汽车市场难言乐观。



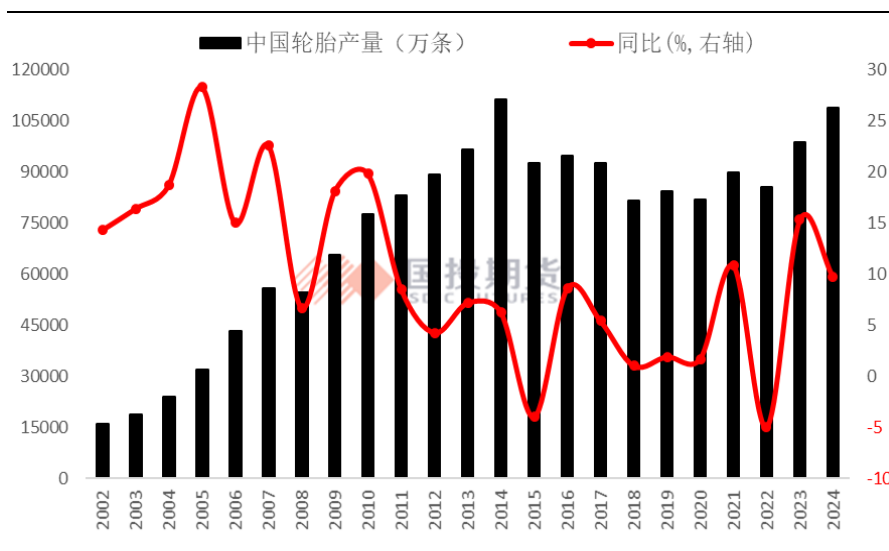
## 3.2. 轮胎市场尚可

2024 年，中国轮胎市场表现总体尚可，产量再创历史新高，但同比增长有所回落，全钢胎和半钢胎等内部结构分化严重，但是出口市场依然保持较快增长，为了规避国际贸易摩擦升级的风险，国内轮胎企业纷纷主动选择“出海”的发展战略。

### (1) 中国轮胎产量

2024 年中国轮胎上游原料价格涨跌互现，橡胶价格上涨，而炭黑和钢帘线下跌，轮胎企业利润依然可观，尤其是半钢胎厂和中大型企业比较好，生产积极性也颇高。国家统计局数据显示，2024 年 1-11 月中国轮胎累计产量大约 10.9 亿条，累计同比增长 9.7%；2023 年中国轮胎产量 9.9 亿条左右，同比增长 13.8%。由此可见，今年前 11 月中国轮胎产量已经超过去年全年的水平，重新回到 10 亿条的整数关口之上，并且再创 2015 年以来的历史新高，预计全年产量将超过 2014 年 11.1 亿条的历史最高点。

图 16：中国轮胎产量及其同比



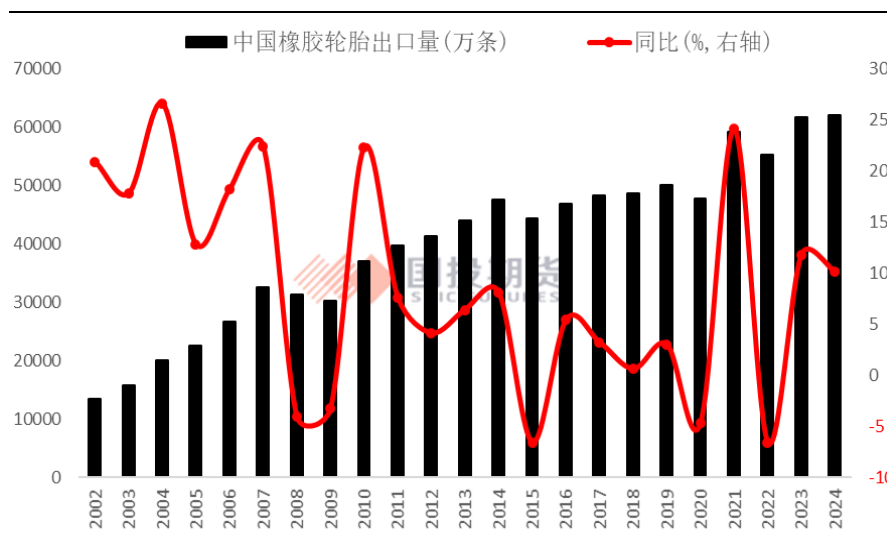
资料来源：国家统计局，国投期货

### (2) 中国轮胎出口量

中国海关总署数据显示,2024 年 1-11 月,中国橡胶轮胎累计出口量大约 6.2 亿条,累计同比增长 10.1%;

2023 年中国橡胶轮胎出口量 6.16 亿条左右，同比增长 11.8%。由此可见，今年前 11 月中国橡胶轮胎出口量同样已经超过去年全年水平，意味着 2024 年中国轮胎出口量将再创历史新高。

图 17：中国轮胎出口量及其同比



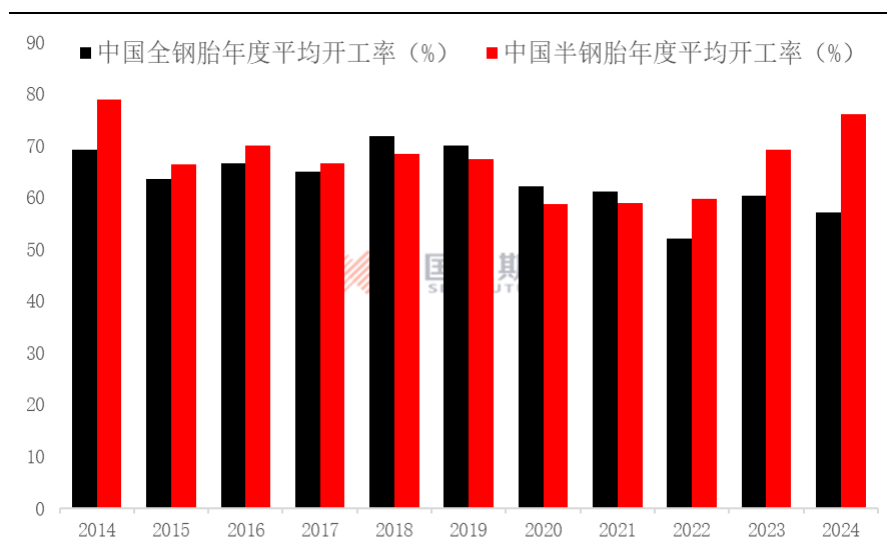
资料来源：中国海关总署，国投期货

### (3) 中国轮胎开工率

2024 年，中国轮胎市场继续明显分化，呈现出“冰火两重天”的境地，其中全钢胎市场依然疲软，全钢胎开工率受传统假期影响大而波动较大，而半钢胎市场需求继续旺盛，半钢胎开工率受传统假期影响小而波动很小，从侧面也反映了国内市场需求弱，而出口市场需求强，由此导致国内全钢胎企业主动加大检修，而国内半钢胎企业维持高排产计划。

目前，中国全钢胎销售渠道主要依赖于国内市场和货运市场，而中国半钢胎销售渠道主要依赖出口市场和新能源市场。统计数据显示，2024 年中国全钢胎年度平均开工率重新回落至 57% 的历史低位水平，仅仅高于 2022 年的 52%，而中国半钢胎年度平均开工率进一步回升至 76% 的历史高位水平，仅仅低于 2014 年的 79%。

图 18：中国轮胎开工率走势明显分化

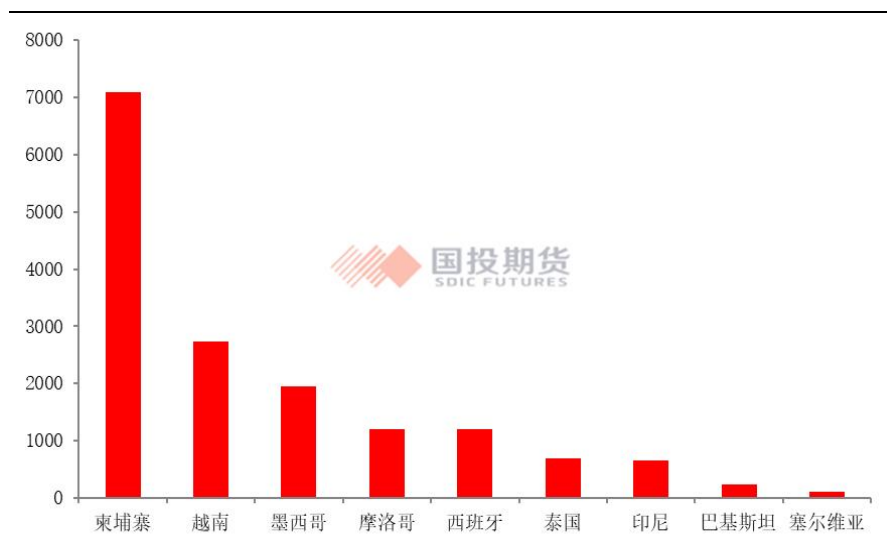


资料来源：Wind，国投期货

#### (4) 中国轮胎新增产能

近些年，中国本土轮胎产能总体处于稳定期，既没有增加多少新产能，也没有淘汰多少落后产能。

图 19：2024-2025 年中国轮胎企业预计新增海外产能(万条)



资料来源：《轮胎商业》，国投期货

卓创资讯统计数据显示，2024 年中国本土新增轮胎产能只有 400 万条半钢胎，预计 2025 年新增轮胎产能仅仅 300 万条全钢胎。不过，国内本土轮胎企业继续保持向海外市场扩产能的热度。据《轮胎商业》的不完全统计，2024-2025 年中国轮胎企业预计新增海外产能达到 1.59 亿条，其中半钢胎新增产能占比高达 89%。从具体分布来看，中国轮胎企业在柬埔寨将新增 7090 万条产能，在越南新增产能 2500 万条，在墨西哥新增产能 1950 万条，在西班牙和摩洛哥各新增产能 1200 万条，在泰国新增产能 700 万条，在印度尼西亚新增产能 660 多万条。

## 4. 其他分析

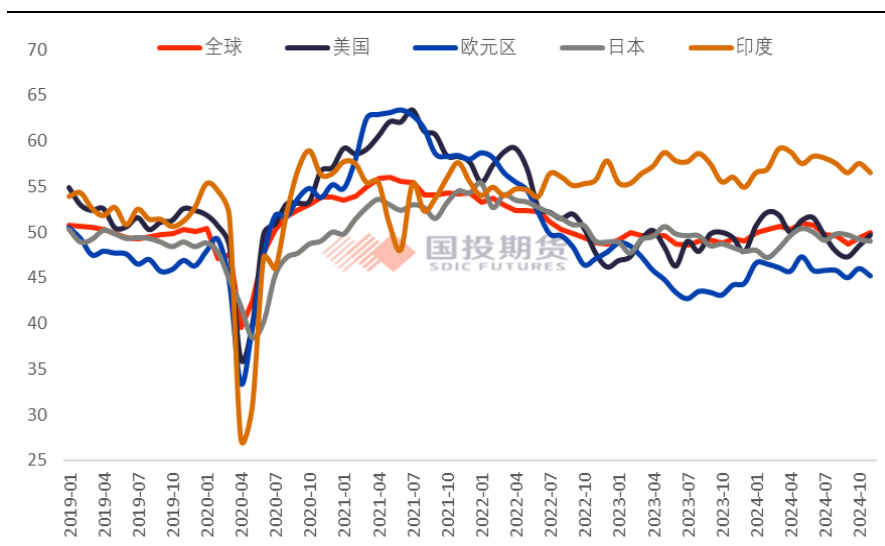
橡胶作为国际重要大宗商品之一，具有农产品、工业品和金融品属性，非基本面因素影响越来越大。

### 4.1. 经济弱复苏

对于橡胶下游需求来看，我们一直跟踪全球主要国家或地区的制造业 PMI 数据，基本上能够反映全球实体经济的景气状况，以及橡胶下游汽车、轮胎和制品等行业的变化情况。

2024 年，摩根大通全球制造业 PMI 始终在 50 荣枯分界线附近窄幅徘徊，说明全球实体经济表现不温不火，其中印度表现最强，美国表现尚可，日本表现平平，而欧洲表现最弱。具体来看，印度制造业 PMI 始终在 55 一线上方，月均值高达 57.6%，小幅高于去年的水平；美国制造业 PMI 也围绕 50 荣枯分界线一线上下波动，上半年偏强，而下半年走弱，月均值在 50.1%，明显高于去年的水平；日本制造业 PMI 绝大多数时候都在 50 荣枯分界线下，月均值在 49.1%，略高于去年的水平；欧元区制造业 PMI 总体在 45 至 47.3 之间波动，月均值在 46%，小幅高于去年的水平。展望 2025 年，全球实体经济可能延续“弱复苏”的趋势，欧元区经济可能改善，而印度和美国经济可能走弱。

图 20：全球及主要国家或地区制造业 PMI（%）



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

## 4.2. 政策强刺激

2024 年 3 月份，瑞士央行首次降息，率先在全球主要央行中开启了新一轮降息周期，随后瑞典央行、加拿大央行、欧洲央行和英国央行陆续宣布降息，基本结束了长期的货币紧缩政策。2024 年 9 月份，美国经济开始走弱，通货膨胀压力继续降低，美联储终于不再徘徊犹豫，也不再对降息继续保持静默，提前开始释放降息预期，9 月 19 日正式宣布首次下调美国联邦基金利率 50 个基点，终于结束了高位徘徊一年之久的僵局，开启了新一轮降息周期的序幕。美联储如期于 11 月份再次下调利率 25 个基点，12 月份继续下调利率 25 个基点至 4.25-4.5%。

与此同时，人民币汇率贬值压力明显释放，中国货币政策也顺势转向宽松，财政政策也更加积极，金融市场情绪由悲观转向乐观。

展望 2025 年，基于全球经济复苏预期较弱，以美联储为首的全球央行有望延续降息周期，橡胶品种面临的政策环境总体处于利好的阶段。

图 21：美国经济走弱，通胀压力放缓，进入降息周期

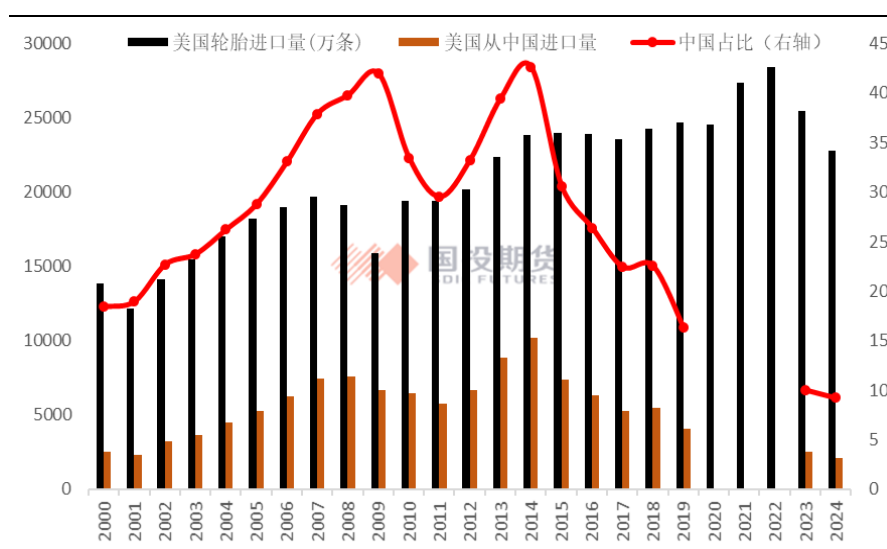


资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

### 4.3. 贸易多争端

2024 年美国总统大选已经落下帷幕，共和党大获全胜。市场预期美国新一任总统及团队的政策倾向于以美国利益为中心，进一步升级贸易保护措施，意味着与橡胶品种密切相关的中国汽车、轮胎和橡胶制品出口将面临更严峻的挑战。最新数据显示，2024 年 1-10 月美国累计总进口轮胎大约 22767 万条，累计同比增长 8.7%，其中从 4 月-10 月美国从中国进口轮胎同比连续七个月下滑，1-10 月累计从中国总进口轮胎大约 2108 万条，累计同比下滑 1.7%，中国轮胎在美国进口轮胎中的占比不断下降至 9.3% 左右，而中国市场份额的历史双峰分别在 2008 年的 42% 和 2014 年 42.5%。

图 22：美国从中国进口轮胎总量及中国市场份额（万条，%）



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

以轮胎的中美贸易历史为鉴，虽然中美之间经过十多年的贸易争端升级之后，中国轮胎在美国本土市场份额一路降至历史低位。因此，未来中美贸易摩擦进一步升级对国内轮胎产业的负面影响越来越小，经过十多年的艰难探索，中国轮胎企业基本实现了战略转型，虽然中国轮胎依然面临“双反”调查，比如今年 9 月墨西哥和巴西等对中国轮胎等加征关税，但是基本上无法撼动中国轮胎企业逆势崛起的步伐。

当然，不容忽视的是美国类似的行为会产生很坏的“示范效应”，自从美国开一个糟糕的头之后，其他

国家也会或早或晚地跟随。从产业发展的角度来看，目前中国汽车产业面临当年中国轮胎行业一模一样的难题。当然，“困难是暂时的，办法总会有的”！

展望 2025 年，全球贸易摩擦将成为市场关注的重点，这将对橡胶、轮胎和汽车等相关行业带来巨大的风险和不确定，既影响市场需求，也影响市场情绪。



## 5. 趋势机会

2024 年，我们的橡胶年度策略标题为“胶虽维艰，其运可期”。在 2024 年橡胶下游行业需求总体表现一般的情况下，橡胶市场价格在国内外众多的商品期货市场中表现异常“亮眼”，悄无声息地步入了令广大投资者一直翘首企盼的“牛市”，多年美梦迎来了久违的曙光，而后知后觉者也不必后悔，毕竟此般行情不乏“运”气成分，比如天气扰动、洪水灾害，政策转向、EUDR 事件、人民币汇率稳定和市场情绪改善等。我们倾向于，2025 年橡胶牛市方兴未艾，新一轮成色渐足的“漫长大牛市”已经徐徐展开，大趋势机会难得，只是趋势性机会可能不如 2024 年，核心策略总体上以“逢低做多，谨慎追高”为主。需求驱动以印度、东南亚等新兴势力为主，中国市场需求或有所改善，宏观大环境也预期偏好，橡胶价格估值依然不高，以及天然橡胶供应进入新一轮周期。

值得强调的是，随着国内外橡胶类期货上市品种日益丰富，橡胶市场价格走势也越来越分化，各个品种正在逐渐回归本性，多彩个性也越来越突出，毕竟各自的基本面、成本面、宏观面等驱动不同，参与者、流动性和市场情绪等也有差异。目前橡胶品种正在形成“各归其位，各司其职”的新趋势，投资者也不应该再像过去一样，在橡胶市场中唯“天然橡胶 RU”马首是瞻，而忽视越来越明显的差异化的特征。

基于此，我们将具体分析各个品种主要差异，对比橡胶品种之间的强弱转换，挖掘出不同的趋势机会。

### 5.1. 天然橡胶 RU

随着橡胶上市品种不断增多，天然橡胶 RU 市场影响力逐渐减弱，定价能力也加速下降，正在朝着以自身基本面的驱动为主的方向发展，当然由于个人投资者未能摆脱“路径依赖”，参与者依然众多，宏观面驱动表现最强，但是以国内产区胶水为原料的成本面驱动最弱。

从供应来看，以国产全乳供应为标准，越南 3L 为替代品，预计中国和越南天然橡胶产量继续增加，而烟胶片定价重新回归到 RSS3 期货品种上，2024 年中国 RU 跟随 RSS3 市场的动能明显退化。

从需求来看，以手套、胶鞋、管带等传统的橡胶制品为主流，以及浓乳下游新兴的橡胶产品为代表，比如房地产市场低迷，导致乳胶枕套、乳胶床垫的需求走弱，2024 年制品的需求表现明显弱于轮胎，不过随

着房地产市场缓慢回暖，预计 2025 年制品的需求可能有所改善。

从价格来看，2024 年天然橡胶 RU 涨幅居中，预计 2025 年表现相对偏强。

图 23：中国天然橡胶 RU 主力合约期货价格季节性



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

## 5.2. 20 号胶 NR

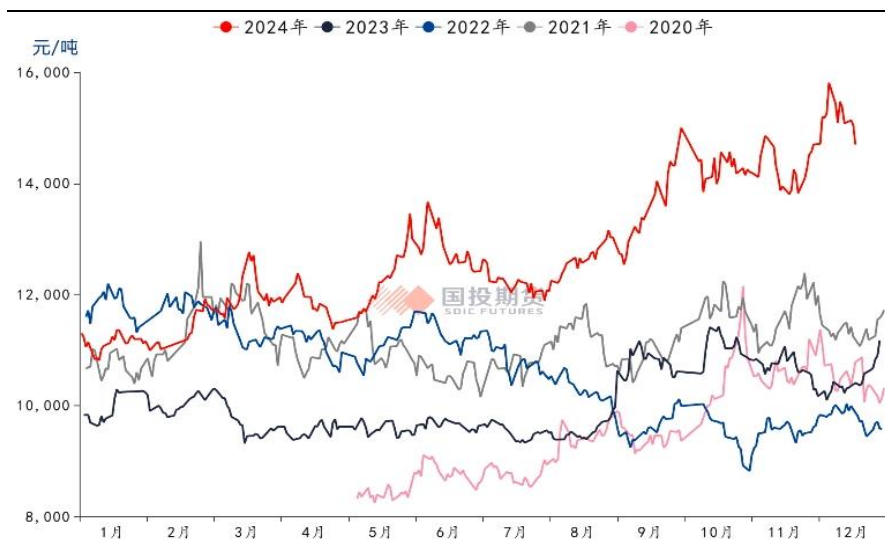
自从 2019 年 8 月上期能源 20 号胶 NR 上市以来，NR 成交量、持仓量和仓单量节节攀升，市场参与度越来越高，期现联动越来越紧密，基本上与泰国上游原料价格走势同步，加上国内外投资者纷纷参与，全球定价能力也越来越强，预计未来的定价优势将越来越明显，将逐渐发展成为全球 20 号胶市场定价中心，以及所有橡胶类品种的龙头。经过五年多的快速发展，20 号胶 NR 的市场影响力可能已经超过天然橡胶 RU，其他品种将唯其马首是瞻。目前 20 号胶 NR 以基本面驱动为主，宏观面驱动为辅，成本面驱动偏弱。

从供应来看，20 号胶上游市场需要密切关注泰国、印尼等主产国，随着原料价格的崛起，预计 20 号胶产量将超预期提升。

从需求来看，20 号胶下游市场只需关注轮胎行业，2024 年轮胎市场需求表现尚可，预计 2025 年轮胎市场需求可能有所走弱。

从价格来看，2024 年中国 20 号胶 NR 表现仅次于烟胶片 RSS3，预计 2025 年表现相对偏弱。

图 24：中国 20 号胶 NR 主力合约期货价格季节性



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

### 5.3. 合成橡胶 BR

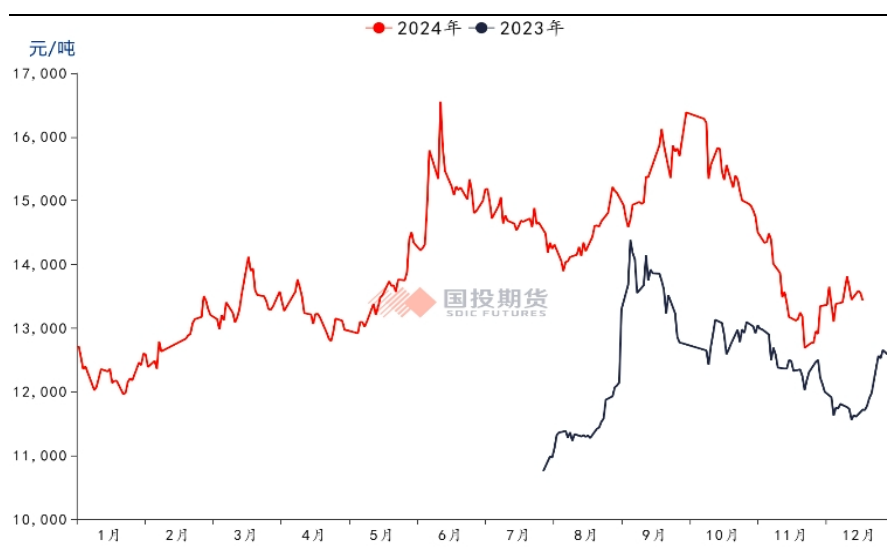
上期所合成橡胶 BR 上市只有一年多。目前的驱动主要为成本面，上游丁二烯对其影响巨大，其次为自身基本面，由于上市时间短，成交活跃度不足，因此宏观和原油等方面的驱动较弱。

从成本面来看，市场预期美国对外政策发生大变，全球地缘政治风险将降温，政局冲突趋于缓和，国际原油需求可能改善，预计原油、石脑油和丁二烯市场可能偏强运行。

从供应来看，国内丁二烯橡胶供应压力始终存在，实际取决于行业利润、开工率水平和进出口形势变化。预计 2025 年国内丁二烯进口量可能下降，而出口量继续增加，中国未来贸易格局可能由“净进口国”逐渐改变为“净出口国”。

从价格来看，2024 年中国丁二烯橡胶 BR 期货价格两度冲高回落，整体涨幅最小，相对估值也更低，预计 2025 年表现相对偏强。

图 25：中国合成橡胶 BR 主力合约期货价格季节性



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

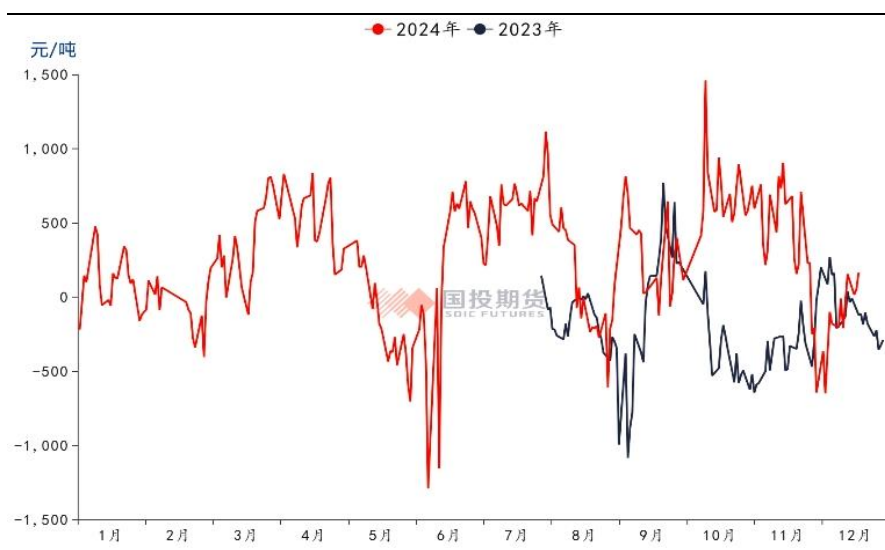
## 6. 套利机会

目前国内外橡胶期货上市品种众多，中国有三个活跃品种（RU、NR 和 BR），新加坡有一个活跃品种 TSR20，日本有一个活跃品种 RSS3。不同的橡胶品种在基本面、成本面和宏观面等出现差异，将会导致品种间价差的变化，尤其是出现强预期差，价差可能会进入异常的波动区间。基于投资者自身条件或资源，可以主动选择性地把握套利的机会。

### 6.1. 期现套利

2025 年橡胶市场期现套利，我们首先推荐合成橡胶 BR，现货交割标的可以选择丁二烯橡胶，谨慎选择上游丁二烯和丁苯橡胶。其次天然橡胶 RU，现货交割标的可以选择国产全乳胶，谨慎选择越南 3L 和混合胶。

图 26：中国丁二烯橡胶 BR 主力合约基差季节性



资料来源：Wind，同花顺 iFinD，国投期货

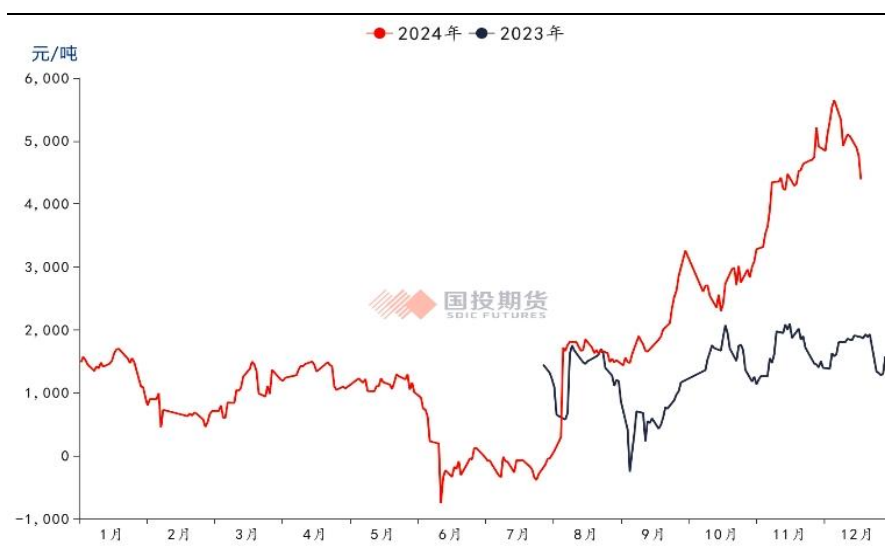
### 6.2. 跨品种套利

虽然 20 胶和合成橡胶下游主要是轮胎行业，但是由于两者驱动不同，市场节奏也不同。

2025 年橡胶市场跨品种套利，我们首先推荐合成橡胶 BR 和 20 号胶 NR，因为下游需求主要是轮胎，

且主力合约为逐月滚动的模式，2024 年 12 月初我们开始推荐这一对难得的跨品种套利机会；其次推荐合成橡胶 BR 和天然橡胶 RU，但面临主力合约月份不一致的问题；最后推荐天然橡胶 RU 和 20 号胶 NR，也面临主力合约月份不一致的问题。

图 27：中国丁二烯橡胶 BR 和 20 号胶 NR 主力合约价差季节性



资料来源：Wind，国投期货

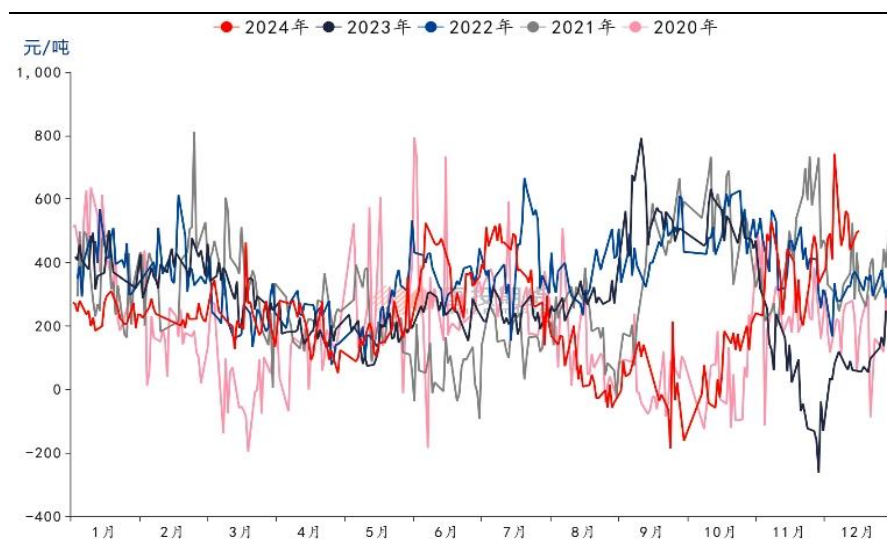
### 6.3. 跨市场套利

2025 年橡胶市场跨期货市场套利，我们主要推荐中国 20 号胶 NR 和新加坡 20 号胶，这种机会一般适合轮胎企业和天然橡胶贸易商。

比如今年 9 月下旬以来，中国宏观政策明确转向宽松，超出了市场预期，中国 20 号胶期货价格走势明显强于新加坡 20 号胶期货价格，内外期货价差由-200 元/吨一线不断增加至 600 元/吨一线附近。

日本烟胶片期货市场活跃度逐渐降低，而新加坡烟胶片期货市场流动性更低，RSS3 跨市场套利机会几乎不存在。

图 28：中国和新加坡 20 号胶期货主力合约价差季节性



资料来源：Wind，国投期货

当然，还有跨期套利，但是随着国内橡胶期货品种增多，天然橡胶 RU 传统的主力 1、5 和 9 月合约之间的跨期套利机会渐行渐远，20 号胶和合成橡胶主力逐月滚动，导致跨期套利机会很少。

最后，橡胶期货和期权之间的机会有待进一步研究。



## 【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

