

2025 年天然橡胶&丁二烯橡胶年报

能化 2025 年年报

周期巨轮不断前进，过剩阴霾终将散去

主要逻辑：

天然橡胶：需求端来说，基于 2025 年欧美货币政策正式转向，以及中国的宏观刺激政策一再推出，因此，我们认为 2025 年以轮胎行业为主的天然橡胶下游行业将迎来温和增长。供应端来说，由于 2023 年-2024 年异常气候的影响，导致全球天然橡胶出现罕见的连续两年减产，因此，在低基数状态下 2025 年全球天然橡胶有望迎来产量的回补。结合全球天然橡胶产能处于临近见顶的定位，我们认为 2025 年全球产量的回补并非是来自橡胶树产能的自然释放，而是来自于需求侧的增长，以高价的方式去刺激上游生产环节（主要刺激割胶环节，提高割胶频率等）扩大生产规模，以满足当期需求的增长。同时，天然橡胶成本曲线随着产胶国经济发展逐年走高，而全球需求的温和增长推动成本曲线落点持续向右侧迁移，天然橡胶价格重心持续抬升。从“驱动+估值”的框架展望 2025 年，随着天然橡胶长期过剩的改善，全年价格重心抬升趋势将延续。

丁二烯橡胶：需求端参考天然橡胶，在全球需求温和增长与在上游产能仍有释放空间的背景下，2025 年丁二烯橡胶或延续年度紧平衡的状态，预计国内显性库存将去库 0.4 万吨。有别于天然橡胶，丁二烯橡胶是纯粹的石油化工产品，其上游唯一原料丁二烯“被动式”供应的特殊性，导致其供应端的不确定性更高（各环节装置的意外事件会令当期供应骤减，而同时乙烯链条需求的超预期好转则会令当期供应骤增）。展望 2025 年，预计丁二烯橡胶仍会以上涨收官全年，而供应端的高度不确定性以及唯一原料丁二烯的不易存储性则会导致价格出现更剧烈的波动（看涨丁二烯橡胶价格的波动率）。

后市展望：

天然橡胶：考虑到天然橡胶工业品与农产品的双重属性，随着需求温和复苏，而供给端的超预期事件一般都是令供应骤减，因此，天然橡胶在 2025 年依然多配更佳，预计 RU 合约全年价格运行区间为 16000~21000 元/吨，NR 合约全年运行区间为 14000-17000 元/吨，2025 年高点或出现在全球逐步进入低产季的 2 月。

丁二烯橡胶：预计丁二烯橡胶全年运行区间为 13000-17000 元/吨，以买入期权的方式代替期货头寸或有更高的胜率与更好的盈亏比。

风险提示：

轮胎需求增长不及预期、乙烯链条需求超预期好转

分析师：董丹丹

邮箱地址：dongdandan@csc.com.cn

期货从业资格号：F03095464

期货投资咨询从业证书号：Z0017387

联系方式：18616602602

助理分析师：蔡文杰

邮箱地址：caiwenjie@csc.com.cn

期货从业资格号：F03121925

联系方式：13120867885

发布日期：2024 年 12 月 11 日

目 录

一、2024 年行情回顾.....	4
1.1、天然橡胶：农产品与工业品双重属性共振下的趋势上涨.....	4
1.2、丁二烯橡胶：“被动式”供应导致的价格剧烈波动.....	5
二、2025 年供需格局展望.....	6
2.1、天然橡胶供应.....	6
2.1.1 种植环节：全球橡胶树产能或临近见顶，产量自然释放空间有限.....	6
2.1.2 割胶环节：天气因素仍是贯穿 2025 年供应端的关键变量.....	7
2.1.3 制胶环节：制胶厂产能过剩，对供应端影响较小.....	12
2.1.4 生产成本：随着产胶国本土经济发展，成本曲线或迎抬升.....	12
2.2、丁二烯橡胶供应.....	14
2.2.1 丁二烯产能增速虽逐年放缓，2025 年仍有新增产能.....	14
2.2.2 丁二烯“被动式”供应的关键——乙烯链条的供需平衡.....	16
2.2.3 丁二烯橡胶产能跟随丁二烯产能投放.....	17
2.3、天然橡胶与丁二烯橡胶需求.....	19
2.3.1 全球汽车行业或回暖，预计轮胎配套需求难以形成拖拽.....	21
2.3.2 存量汽车规模持续扩张背景下，轮胎替换需求有望延续增长态势.....	23
2.3.3 主要下游轮胎行业景气度或持续，支撑全球需求稳中向好.....	26
三、后市展望：周期巨轮不断前进，过剩阴霾终将散去.....	29
3.1、天然橡胶供需总结.....	29
3.1.1 天然橡胶平衡表：2025 年有望再度去库，然去库幅度或收窄.....	29
3.1.2 策略：长期过剩格局改善，重心抬升趋势不改.....	30
3.2、丁二烯橡胶供需总结.....	31
3.2.1 丁二烯橡胶平衡表：产能仍有增长背景下，2025 年或延续紧平衡.....	31
3.2.2 策略：价格或仍呈现剧烈波动，把握阶段性机会.....	31

图表目录

图表 1: 全球主要天然橡胶期货合约收盘价 (元/吨, 美分/公斤)	4
图表 2: 丁二烯橡胶主力合约收盘价&丁二烯现货价格 (元/吨)	5
图表 3: 2024 年年末亚洲产胶国树龄分布 (千公顷)	7
图表 4: 2024 年年末亚洲产胶国树龄结构 (%)	7
图表 5: 亚洲产胶国天然橡胶产能 (万吨, %)	7
图表 6: 部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的年均气温和标准差 (mm)	8
图表 7: 印尼苏门答腊 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)	9
图表 8: 泰国南部 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)	9
图表 9: 越南东南部 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)	9
图表 10: 泰国北部 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)	9
图表 11: 部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的年均降雨量和标准差 (mm)	10
图表 12: 印尼苏门答腊 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)	11
图表 13: 泰国南部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)	11
图表 14: 越南东南部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)	11
图表 15: 泰国北部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)	11
图表 16: 部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的平均月度降雨量占比 (%)	12
图表 17: 全球天然橡胶主产区人均 GDP (美元)	13
图表 18: 全球乙烯和丁二烯产能和产能增速 (百万吨, %)	14
图表 19: 中国乙烯和丁二烯产能和产能增速 (百万吨, %)	15
图表 20: 2024 年至 2025 年我国新增丁二烯装置	15
图表 21: 2024 年至 2025 年我国新增丁二烯装置	16
图表 22: 石脑油裂解乙烯价差&中国丁二烯产能利用率 (美金/吨、%)	17
图表 23: 石脑油裂解乙烯开工&中国丁二烯产能利用率 (%)	17
图表 24: 中国乙烯产量&丁二烯产量 (万吨)	17
图表 25: 全球丁二烯橡胶产能 (千吨, %)	18
图表 26: 2025 全球丁二烯橡胶产能变化 (千吨)	18
图表 27: 中国丁二烯橡胶产能 (万吨)	18
图表 28: 2024 年至 2025 年我国新增丁二烯橡胶装置	19
图表 29: 丁二烯橡胶产能利用率 (%)	19
图表 30: 丁二烯橡胶加工利润 (元/吨)	19
图表 31: 天然橡胶下游需求结构 (%)	20
图表 32: 丁二烯橡胶下游需求结构 (%)	20
图表 33: 全球天然橡胶消费量同比&全球丁二烯橡胶消费量同比&全球汽车轮胎销量同比 (%)	20
图表 34: 2023 年全球汽车轮胎消费方式分布-条数口径 (%)	21
图表 35: 2023 年全球汽车轮胎销量分布 (%)	21
图表 36: 全球汽车销量 (万辆)	22
图表 37: 中国汽车销量 (万辆)	22
图表 38: 美国汽车销量 (万辆)	22
图表 39: 欧盟汽车销量 (万辆)	22
图表 40: 2023 年配套轮胎消费占比-条数口径 (%)	22



图表 41: 2024 年汽车轮胎配套销量累计同比 (%)	22
图表 42: 全球汽车年度销量 (辆, %)	23
图表 43: 欧美公路运输量 (百万吨公里, %)	24
图表 44: 中国公路运输量 (万吨, %)	24
图表 45: 欧美中三国公路运输量同比 (%)	24
图表 46: 欧盟汽车保有量 (亿量, %)	25
图表 47: 美国汽车保有量 (亿量, %)	25
图表 45: 全球汽车轮胎替换销量 (百万条, %)	25
图表 49: 九大轮胎企业主营业务收入合计 (百万美元, %)	26
图表 50: 九大轮胎企业净利润合计 (百万美元, %)	26
图表 51: 九大轮胎企业主营业成本合计 (百万美元, %)	27
图表 52: 每 100 元原材料生产的轮胎售价与利润 (元)	27
图表 53: 九大轮胎企业存货同比&收入同比 (%)	28
图表 54: 全球天然橡胶供需平衡表 (万吨)	30
图表 54: 中国丁二烯橡胶供需平衡表 (万吨)	31

一、2024 年行情回顾

1.1、天然橡胶：农产品与工业品双重属性共振下的趋势上涨

2024 年全球主要天然橡胶期货合约均呈现不同程度上涨，截至 11 月 29 日，上海期货交易所天然橡胶期货主力合约报收 18260 元/吨、20 号胶期货主力合约报收 14695 元/吨、新加坡证券交易所 Sicom 连二合约报收 200 美分/公斤，较年初涨幅分别为 28.55%、30.04%、28.55%。

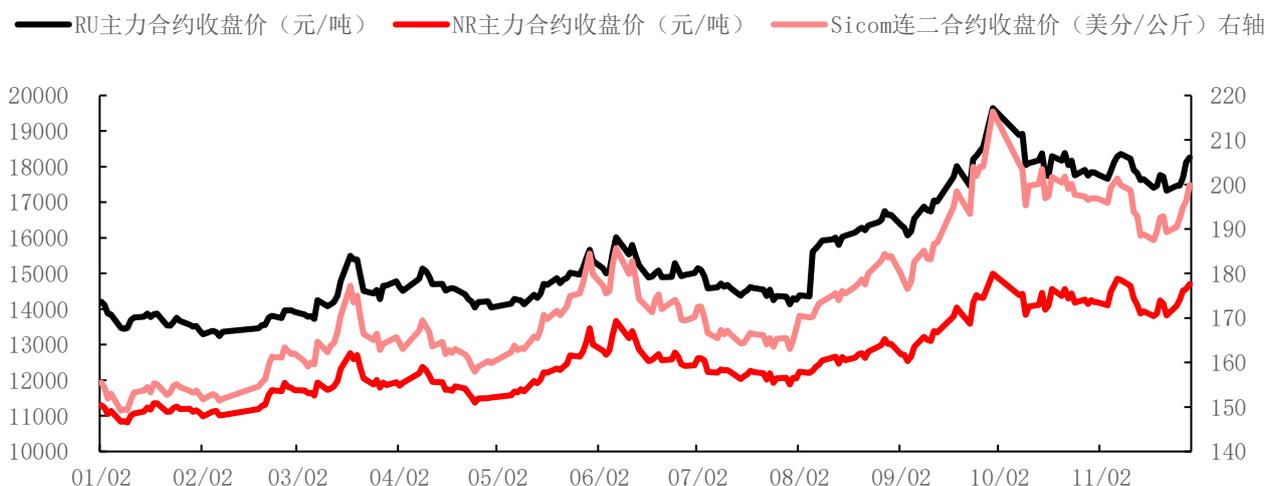
进入 2024 年后，受到厄尔尼诺影响，天然橡胶主产区泰国等东南亚国家出现气候异常。在本该迎来雨季的 4 月，泰国等地高温少雨的现象导致胶树迟迟未能开割，2024 年开割进度大幅延后。进入 5 月下旬后，尽管主产区迎来降雨，但胶农无法顺利割胶，供应依然维持偏紧状态。2024 年上半年天然橡胶供应的季节性一再被打断，导致全球供应不及预期。

在进入下半年后，随着干旱情况缓解，主产区在经历了充沛的雨水后，橡胶树状态较上半年有明显好转。然而，由于 2024 年拉尼娜现象的发生，在 8-9 月泰国等主产区出现不规则的雨水，导致胶农割胶工作再度受阻，供应再度呈现阶段性紧张，全球产量迟迟无法补回。进入四季度以后，主产区天气迎来了 2024 年度久违的“风调雨顺”，10-11 月全球产量回补明显。纵观 2024 全年，随着全球橡胶树存量产能走向见顶，在天气扰动贯穿全年的背景下，2024 年全球天然橡胶供应（产量）偏紧。

同时，随着全球降息周期来临与全球轮胎行业结构性调整（亚洲廉价轮胎对于全球轮胎市场份额的瓜分，低价本身在激活更下沉的需求市场），全球轮胎消费在 2024 年表现坚挺。尤其是占比近 70% 的替换轮胎消费在存量汽车规模持续扩张的背景下，打开了轮胎消费增长的潜在空间，根据米其林的数据，2024 年 1-10 月全球全钢轮胎替换消费同比增长 3%，半钢轮胎替换消费同比增长 4%。2024 年在多重因素推动下，轮胎消费市场维持增长态势，驱动轮胎企业增加原材料天然橡胶的加工量，扩大轮胎生产规模，以满足 2024 年轮胎消费的增长。

回首 2024，天然橡胶在沉寂多年后，终迎农产品与工业品双重属性共振（本质就是供给受限与需求增长），2024 年全球供需缺口打开，对应 2024 年几乎全年的趋势上涨行情。

图表 1：全球主要天然橡胶期货合约收盘价（元/吨，美分/公斤）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

1.2、丁二烯橡胶：“被动式”供应导致的价格剧烈波动

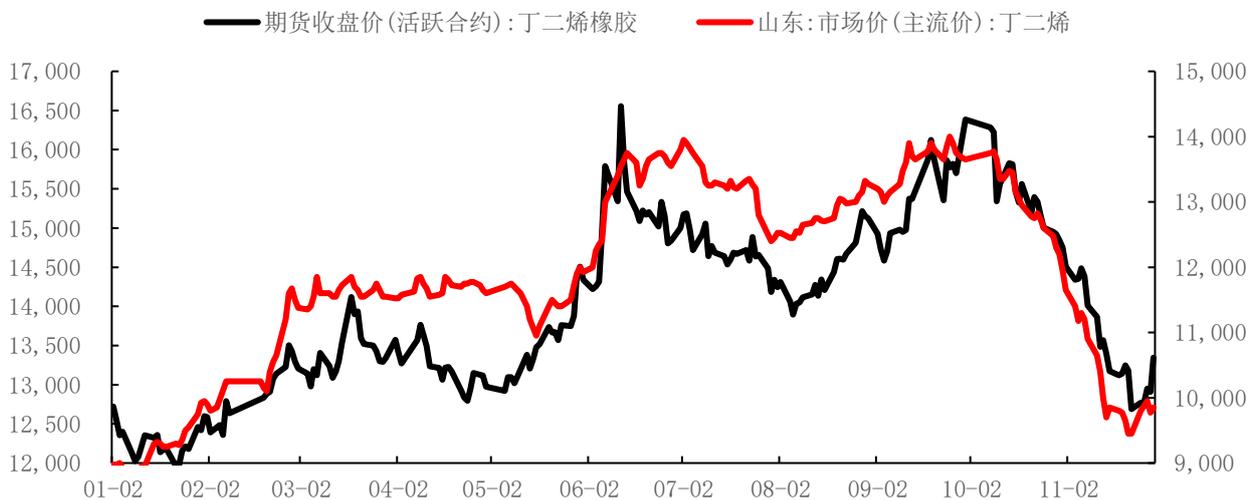
2024 年丁二烯橡胶期货合约与其唯一原材料丁二烯价格大幅波动，全年呈现前高后低。截至 11 月 29 日，丁二烯橡胶期货主力合约报收 13345 元/吨、丁二烯山东地区现货价格报收 9850 元/吨，较年初涨幅分别为 4.91% 和 9.75%，然全年高点分别为 16555 元/吨和 14000 元/吨，低点分别为 11960 元/吨和 8550 元/吨，2024 年振幅分别为 38.42% 和 63.74%。

在 2024 年 1-9 月，尽管碳四抽提丁二烯装置的利润随着丁二烯价格走强持续好转，然由于丁二烯为石脑油裂解制乙烯装置的副产品，而乙烯链条的需求表现偏弱，石脑油裂解乙烯价差持续低位运行，因此丁二烯供应偏紧，也导致丁二烯橡胶装置理论生产利润持续亏损，完成自丁二烯供应紧张到丁二烯橡胶供应紧张的传导，随着供应的持续收窄，在全球轮胎需求表现坚挺的背景下，丁二烯橡胶持续走强。

进入 2024 年 10 月之后，随着乙烯及乙烯下游化学品（如聚乙烯）的基本面好转，石脑油裂解乙烯价差持续走强，刺激（国内）乙烯产量环比持续增长（石脑油裂解乙烯产量同比增长，国内乙烯裂解装置主要进料为石脑油），副产品丁二烯迎来久违的供应放量，原料丁二烯价格大幅坍塌持续给出丁二烯橡胶生产利润，刺激丁二烯橡胶生产企业扩大生产规模，而同时轮胎需求无法消化供应在短期内的大幅增长，丁二烯橡胶出现大量过剩，对应行情单边暴跌。

由于丁二烯橡胶“被动式”供应的特点，导致其供应端往往存在极高的不确定性（不像天然橡胶，超预期事件往往令供应骤减，而丁二烯橡胶的超预期事件如聚乙烯需求好转，会令供应骤增），而原料丁二烯化学性质活跃，不易存储，进一步放大价格波动幅度。相较于丁二烯橡胶单边价格的变化，2024 年价格的剧烈波动或更是全年行情演绎的主旋律。

图表 2：丁二烯橡胶主力合约收盘价&丁二烯现货价格（元/吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

二、2025 年供需格局展望

2.1、天然橡胶供应

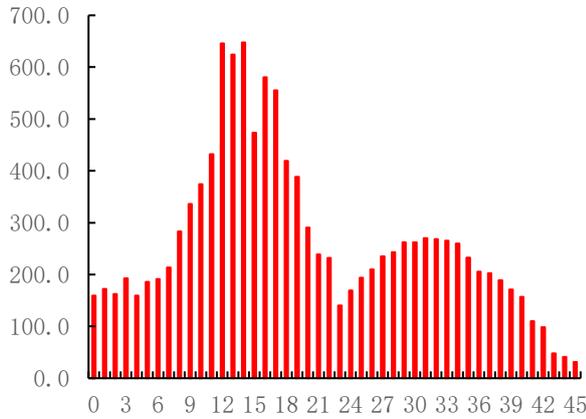
天然橡胶是由橡胶树的乳液经过加工而成的。橡胶树的乳液是一种白色液体，主要包含橡胶粒子、水分、蛋白质和其他成分。这种乳液通过在橡胶树的皮层中形成乳管来流动，当这些乳管被切割或受到刺激时，乳液就会流出。为了收集天然橡胶，农民会在橡胶树的树皮上做出切割，使乳液流出，然后将其收集起来。这种乳液被称为乳胶，经过加工处理后，水分蒸发，得到天然橡胶。从供应端的源头来看，天然橡胶可以划分为农产品，而农产品的生产高度依赖自然条件，**气候变化、自然灾害（如洪水、干旱、台风）将对天然橡胶的产量造成重大影响**。因此，我们从总量（全球）视角，对供应端的 3 个环节（种植、割胶、制胶）以及相关影响因素进行一定讨论。

2.1.1 种植环节：全球橡胶树产能或临近见顶，产量自然释放空间有限

根据相关数据，目前亚洲产胶国中，0-7 年树龄占比约 11.8%左右，代表未来能够释放的产能相对有限；树龄结构集中在 8-15 年生，占比达 31.2%，这一部分橡胶树理论上处于产能释放阶段；16-25 年生的橡胶树占比约 26.3%，这一部分树处于产能释放的尾声阶段；而 26 年生以上的树龄占比约 30.8%左右，这部分橡胶树相对偏老，正迈入产能下行周期。考虑到科特迪瓦等新兴产胶国的橡胶树普遍种植于 2010-2012 年，本土橡胶树正处于产能释放周期中，因此从全球视角的树龄结构分布中，我们认为 0-15 年的青壮年橡胶树占比约 50%。

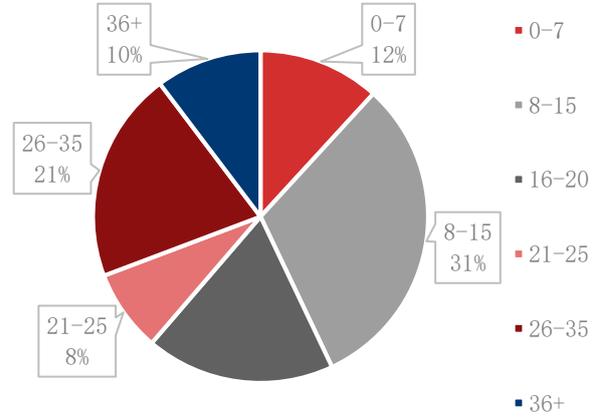
根据 E.S.Munasingh 等（2008）提供的公式，2024 年亚洲产胶国的天然橡胶产能约为 1557 万吨。我们按照橡胶树 7 年开割去推后续的产能，并且参考 ANRPC 每年公布的新种和翻种面积数据，近 5 年来每年维持在 15-16 万公顷，假设后续 7 年依然维持这样的新种和翻种面积（因为对比曾经的历史高点，目前的价格无论是胶农或者是胶园主都没有足够的动机去大量扩张种植面积，故选择这样去推断未来的新增产能）根据公式计算的结果，到 2030 年预计亚洲产胶国的天然橡胶产能将下滑至 1302 万吨，较 2024 年产能 6 年复合降幅约为 3.0%。考虑相关数据尚未包含科特迪瓦、老挝等地的新兴产能（2024 年产量约 200 万吨，顶峰产能约 250 万吨），以及传统产胶胶树多年缺乏养护导致的产能下滑，**我们认为，天然橡胶长期的供应过剩格局或迎来改善，全球正处于天然橡胶产能释放尾声或者见顶阶段，2025 年全球橡胶树产能同比增长约 0~0.5%，产量自然释放空间有限**。但同时，基于以上判断，对于 2025 年天然橡胶的供应来说，供给侧的驱动几乎无法归因于橡胶树（更直白一些，2025 年的橡胶树对比 2024 年的橡胶树的几乎是无差异的），**橡胶树对于短周期（日度、周度、月度）可以视为固定变量，而非动态变量，无法驱动短周期行情**。但对于橡胶树产能周期的定位，有助于去判断 2025 年年内产量在季节性环比变化外的同比变化。

图表 3：2024 年年末亚洲产胶国树龄分布（千公顷）



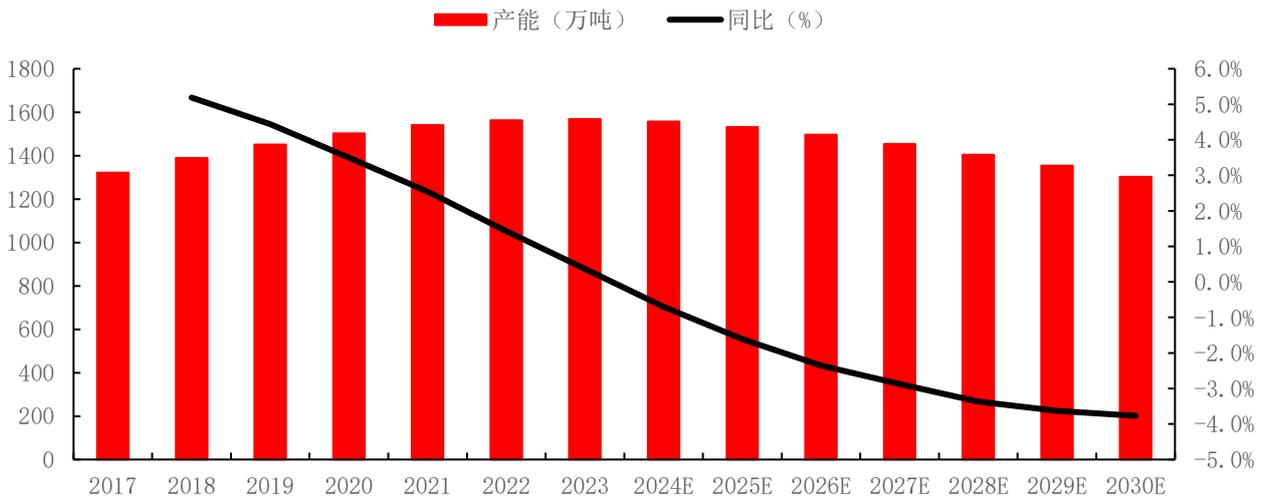
数据来源：某天然橡胶生产企业，中信建投期货整理

图表 4：2024 年年末亚洲产胶国树龄结构（%）



数据来源：某天然橡胶生产企业，中信建投期货整理

图表 5：亚洲产胶国天然橡胶产能（万吨，%）



数据来源：某天然橡胶生产企业，中信建投期货整理

2.1.2 割胶环节：天气因素仍是贯穿 2025 年供应端的关键变量

相较于橡胶树种植环节在短周期内类似固定变量的存在，在短周期内影响天然橡胶供应的动态变化更多地出现在割胶环节。2024 年是一个异常气候现象贯穿全年的年份，前有厄尔尼诺，后有拉尼娜，导致 2024 年割胶工作无法持续性地顺利开展。如前述，天然橡胶可以划分为农产品，而农产品的生产高度依赖自然条件，气候变化、自然灾害（如洪水、干旱、台风）将对天然橡胶的产量造成重大影响。因此，对于即将到来的 2025 来说，天气因素仍是贯穿 2025 年供应端的关键变量。尽管天气因素本身最大的确定性就是天气因素具有高度不确定性，但在这个章节中，我们立足于现有的研究工作，尽可能地去判断 2025 年天然橡胶主产区天气情况。

在割胶环节中，以气温为代表的天气因素对割胶环节主要通过影响橡胶树的状态，去决定橡胶树能不能割胶。随着全球变暖的加剧，全球范围内极端气候事件（如洪水、干旱、热浪和极端降水）频繁发生。多项研究表明，持续的温室气体排放将引发气候系统的长期变化，并显著增加极端气候事件对社会和生态系统造成广泛影响的风险。自 1900 年以来，全球近地表气温上升了约 0.78°C (IPCC 2013; Easterling 等人 2016; Fischer 和 Knutti 2016; Giorgi 等人 2018; Oppenheimer 等人 2019; Cook 等人 2020)。

从 1971 年到 2000 年，马来西亚、菲律宾和泰国的平均气温在 27.0°C 至 27.8°C 之间 (Torsri、Octaviani、Manomaiphiboon 和 Towprayoon, 2013)，而柬埔寨、越南和老挝的平均气温则在 24°C 至 28.4°C 之间 (世界银行, 2011)。根据 IPCC (2018) 的报告，整个东南亚地区的平均地表温度每十年上升 0.1°C 至 0.3°C。

橡胶树生长的最适宜温度范围大致在 25°C 到 30°C 之间。温度升高至这个范围上限以上时，橡胶树的生长可能会受到影响。过高的温度（尤其是超过 32°C）会使得橡胶树的水分蒸发加剧，导致植物压力增加，生长速度减缓，甚至可能导致叶片干枯或掉落。橡胶树对低温的耐受性较差，尤其是当温度降至 10°C 以下时，树木的生长会受到显著抑制。低温使得橡胶树的代谢活动减缓，叶片和嫩枝的生长受阻，长期处于低温环境下，树木的整体生长速度可能会大幅降低。我们选取路孚特 1994 年-2023 年部分东南亚代表地区气温数据，以 10 年为一组，去考察近 30 年来东南亚天然橡胶主产区气温变化，以期对 2025 年主产区气温条件做出一定预判。

根据路孚特的数据，在过去的 30 年，天然橡胶产胶国中，年均气温上升较为明显的区域集中在北纬 15° 以上起的区域，以泰国（东）北部为例，2014-2023 年的年均气温较 1994-2003 年的年均气温上升约 0.79°C。而在北纬 15° 以下的区域，年均气温的上升幅度明显下降，甚至处于北纬 10° ~北纬 15° 的越南东南部 2014-2023 年的年均气温较 1994-2003 年的年均气温下降 0.2°C。同时，不难发现，位于北纬 5° 以上的产区其 2014-2023 年气温标准差较上一个 10 年出现回落，年均气温或较上一个 10 年趋于稳定（或可以反推 2023-2024 年的高温天气为上一个 10 年的相对极端情况，但并没有改变上一个 10 年气温的稳定性）。考虑到在 2023-2024 年泰国等天然橡胶主产区已经连续出现过高温天气，我们认为，**2025 年天然橡胶主产区 2025 年再度出现极端高温天气的可能性或偏低**（极端天气本身就是小概率事件，小概率事件连续发生的概率或更低）。

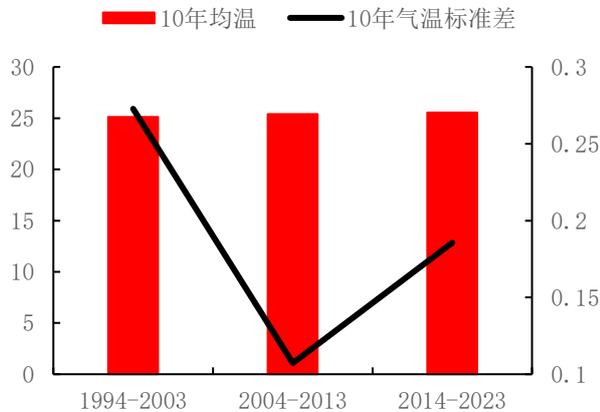
图表 6：部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的年均气温和标准差 (mm)

纬度	代表地区	1994-2003		2004-2013		2014-2023	
		10年均值	10年标准差	10年均值	10年标准差	10年均值	10年标准差
赤道~北纬5°	印尼苏门答腊 (14%)	25.10	0.27	25.39	0.11	25.55	0.19
北纬5° ~北纬10°	泰国南部 (17%)	26.13	0.41	26.49	0.33	26.45	0.27
北纬10° ~北纬15°	越南东南部 (6%)	27.17	0.47	27.29	0.54	26.97	0.28
北纬15° ~北纬20°	泰国北部 (16%)	23.50	0.32	23.91	0.47	24.30	0.37
北纬20° ~北纬30°	中国云南 (3%)	19.35	0.33	19.62	0.42	19.97	0.34

注1：橡胶树适宜种植区域为南北纬20° 以内的位置，南半球海岛多发展旅游业，故表中仅展示北半球代表区域
 注2：不同纬度的地区选取样本数据充足的地区，例如科特迪瓦的纬度类似泰国南部，而数据质量欠佳
 注3：代表地区括号内为本地产量占全球比例

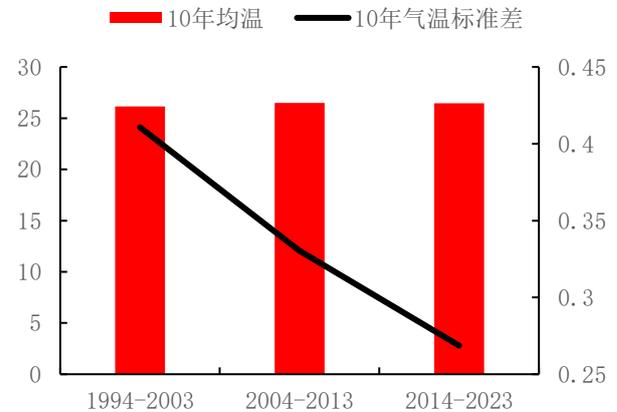
数据来源：路孚特，中信建投期货整理

图表 7: 印尼苏门答腊 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)



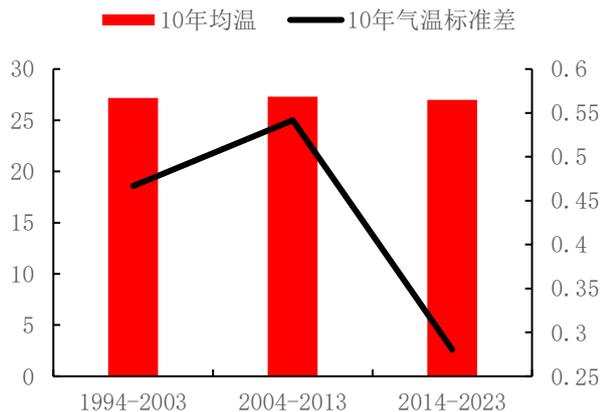
数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

图表 8: 泰国南部 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)



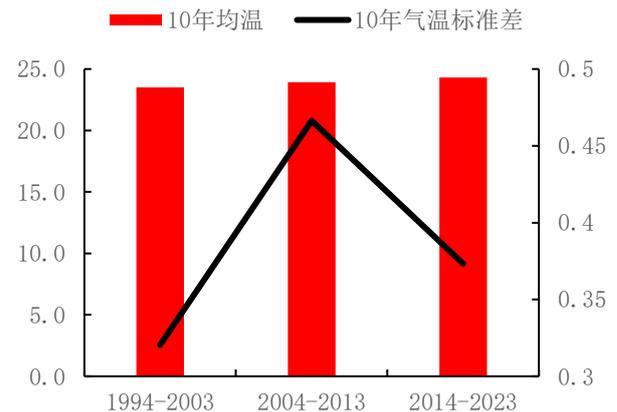
数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

图表 9: 越南东南部 1994-2023 年均气温和标准 (mm)



数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

图表 10: 泰国北部 1994-2023 年均气温和标准差 (mm)



数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

在割胶环节中, 以降雨为代表的天气因素对割胶环节存在多层次的影响。由于橡胶树需要时间来恢复其树皮和生产乳胶的能力, 因此橡胶树在开割之前需要雨水充沛与相对合理的气温, 才能增加了橡胶体内的水分含量, 这有助于乳胶的流动性, 橡胶树胶乳产量更高。这个时间段的降雨是通过影响橡胶树的状态, 决定橡胶树能不能割胶。简单说, 开割 (旺产) 之前需要多下雨。而在进入割季以后, 尤其是旺产季, 过分频繁的雨水也将影响割胶环节。因为, 过多的雨水会导致胶农无法有效地割胶、收集新鲜胶乳, 一旦强降水天气持续甚至会引发洪水、病虫害等自然灾害问题。这个时间段的降雨是通过影响割胶工人的行为, 决定割胶工人能不能割胶。更直白的理解, 开割之后不能下太多雨, 尤其是在割胶工作密集展开的凌晨时段。

随着人为造成的全球变暖加剧水文循环, 东南亚洪水事件的频率和强度预计将增加 (Held 和 Soden, 2006)。相关研究表明, 温度每升高 1°C, 空气的持水能力将增加约 7%。在能量和水分平衡的约束下, 大气中的水分增加及其在对流层低层的水平输送预计将导致全球平均降水量的增加, 并强化平均蒸发减降水模式。湿润地区将变得更加潮湿, 而干旱地区则会变得更加干旱 (Held 和 Soden, 2006)。全球热带海洋的卫星观测清楚地表明, 在人为变暖的情况下, 水循环呈现出增强趋势 (Liu 和 Allan, 2012; Liu 等, 2012; Chou 等, 2013)。Liu 和 Allan (2012) 利用多种卫星观测产品分析了全球热带海洋降水强度分布对地表温度变化

的响应，发现湿润地区降水对温度上升的响应大约为 20%/°C。一些研究表明，过去几十年来热带海洋的降水量显著增加（Fasullo, 2012; Liu 等, 2012; Skliris 等, 2014）。观测数据和气候模型模拟也表明，在气候变暖的背景下，极端降水事件会加剧（例如，O’Gorman, 2015）。随着地表温度的升高，预计热带水分辐合地区的平均降水量和极端降水事件将出现最大增幅。因此，东南亚的季风降水和极端热带风暴有可能变得更加严重。我们选取路孚特 1994 年-2023 年部分东南亚代表地区降雨数据，以 10 年为一组，去考察近 30 年来东南亚天然橡胶主产区降雨量的变化，尝试去归纳和总结东南亚产区近 30 年降雨水平的变化。

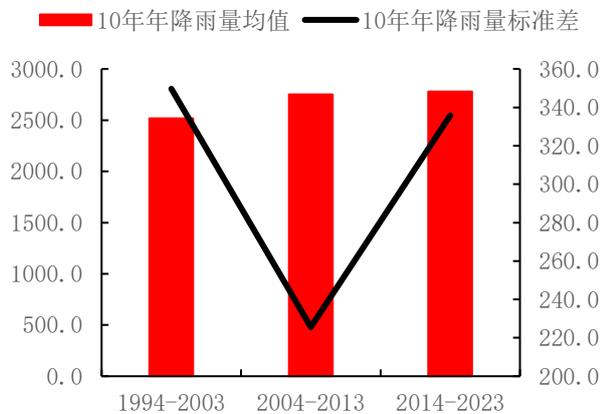
根据路孚特的数据，在过去的 30 年，在天然橡胶产胶国中，除北纬 10°~北纬 15° 的地区外，其余地区的年均降雨量均有显著上升，尤其是在进入 21 世纪之后，几乎所有适宜种植橡胶树的区域的年均降雨量呈现趋势增加，其中北纬 5°~北纬 10°（主要是泰国南部和科特迪瓦）2014-2023 年的年均降雨量在较上一个 10 年增幅达 15%，为所有区域中增幅最大。同时，可以看到在进入 21 世纪之后，10 年年均降雨量的波动放大（标准差走强），年降雨量不如气温那般呈现出相对的稳定性。结合现有的相关研究，我们认为，2025 年东南亚主产区的年降雨量或再度增加，而随着全球气候的变迁，东南亚降雨量的不确定性迎来抬升。

图表 11：部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的年均降雨量和标准差（mm）

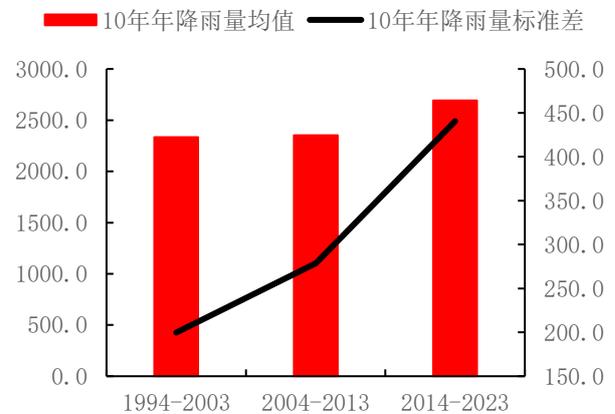
纬度	代表地区	1994-2003		2004-2013		2014-2023	
		10年均值	10年标准差	10年均值	10年标准差	10年均值	10年标准差
赤道~北纬5°	印尼苏门答腊（14%）	2516.6	349.7	2752.0	225.6	2781.3	335.7
北纬5°~北纬10°	泰国南部（17%）	2335.0	199.7	2351.9	278.6	2694.1	440.5
北纬10°~北纬15°	越南东南部（6%）	1582.7	354.3	1335.3	176.8	1457.7	450.0
北纬15°~北纬20°	泰国北部（16%）	1261.2	163.5	1268.0	152.5	1307.8	215.9
北纬20°~北纬30°	中国云南（3%）	1316.7	165.9	1173.2	109.1	1315.0	271.7

注1：橡胶树适宜种植区域为南北纬20°以内的位置，南半球海岛多发展旅游业，故表中仅展示北半球代表区域
 注2：不同纬度的地区选取样本数据充足的地区，例如科特迪瓦的纬度类似泰国南部，而数据质量欠佳
 注3：代表地区括号内为本地产量占全球比例

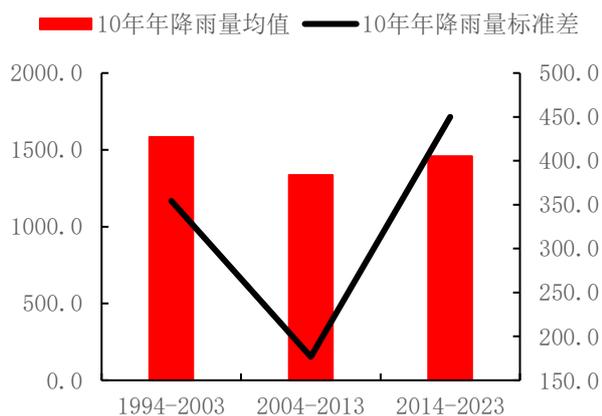
数据来源：路孚特，中信建投期货整理

图表 12: 印尼苏门答腊 1994-2023 年均降雨量和标准差(mm) **图表 13: 泰国南部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)**


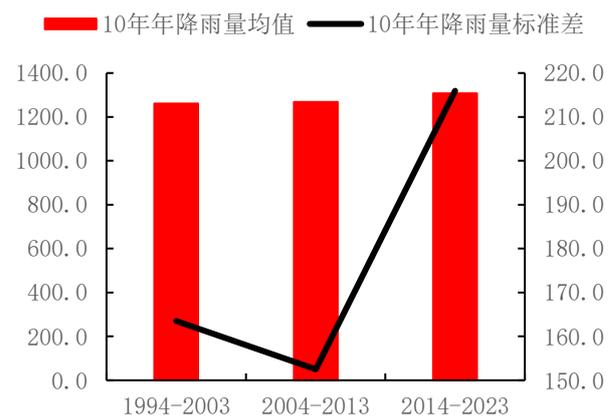
数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理



数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

图表 14: 越南东南部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm) **图表 15: 泰国北部 1994-2023 年均降雨量和标准差 (mm)**


数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理



数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

从过去 30 年代表地区的月度分布来看, 东南亚主产区的干季与雨季的分界并没有发生改变, 干季与雨季的界限依然分明。但值得注意的是, 在北纬 5° ~北纬 20° 的区域, 2014-2023 这 10 年开割(旺产)前干季(此时为橡胶树生长新叶的阶段, 需充沛的雨水和养分)的雨水占比较于 1994-2003 年出现明显下滑, 例如泰国南部在每年 3 月降雨量占比从 4.3% 下降至 1.9%、越南东南部在每年 4 月的降雨量占比从 3.4% 下降至 2.4%。泰国(东)北部 3 月的降雨量占比从 3.2% 下降至 1.4% 等。而同时, 部分区域出现雨季过后的干季(雨季过后为橡胶树年内真正的旺产季, 此时橡胶树吸收足够多的水分, 合成新鲜胶乳的状态最佳)降雨量占比有所上升, 例如泰国南部在 1 月的降雨量占比从 2.4% 上升至 4.9%、泰国(东)北部 10 月的降雨量占比从 7.6% 上升至 10.1% 等。因此, 我们认为, 全球气候的变迁不仅在影响东南亚(尤其占比全球 33% 产量的泰国)全年的累计降雨量, 全年月度降雨量的分布也在发生变化, 2025 年全年的降雨量分布或仍呈现出区别于过去 30 年气象记录的不规律性。

图表 16：部分天然橡胶主产区 1994-2023 年每 10 年的平均月度降雨量占比 (%)

纬度	赤道~北纬5°			北纬5°~北纬10°			北纬10°~北纬15°			北纬15°~北纬20°			北纬20°~北纬30°		
代表地区	印尼苏门答腊 (14%)			泰国南部 (17%)			越南东南部 (6%)			泰国北部 (16%)			中国云南 (3%)		
月份	94-03	04-13	14-23	94-03	04-13	14-23	94-03	04-13	14-23	94-03	04-13	14-23	94-03	04-13	14-23
1月	8.3%	8.4%	8.6%	2.4%	4.3%	4.9%	0.6%	0.8%	0.7%	0.4%	0.8%	1.8%	1.6%	1.0%	3.3%
2月	7.5%	7.3%	6.9%	2.0%	1.8%	1.8%	0.3%	0.7%	0.1%	1.0%	0.4%	0.9%	1.4%	0.8%	1.6%
3月	9.0%	9.8%	9.3%	4.3%	5.6%	1.9%	0.9%	1.1%	0.7%	3.2%	1.9%	1.4%	3.5%	2.6%	2.3%
4月	9.8%	9.1%	9.7%	5.5%	5.2%	4.6%	3.4%	4.4%	2.4%	5.5%	5.8%	6.1%	4.6%	6.0%	5.3%
5月	7.3%	6.6%	7.9%	7.6%	9.4%	9.2%	13.2%	11.9%	10.2%	14.9%	15.2%	12.5%	11.7%	12.2%	8.8%
6月	5.7%	5.5%	6.5%	8.6%	9.4%	8.6%	15.4%	11.9%	18.6%	11.6%	12.8%	10.9%	15.0%	12.7%	13.2%
7月	6.0%	6.3%	5.6%	8.5%	9.7%	10.0%	14.6%	15.2%	17.1%	14.6%	14.9%	16.4%	21.4%	21.4%	19.2%
8月	6.8%	6.4%	6.7%	12.1%	9.1%	10.5%	14.4%	14.1%	14.4%	20.6%	18.2%	20.4%	18.5%	19.7%	22.2%
9月	7.2%	7.5%	6.8%	11.6%	10.7%	11.6%	13.5%	14.4%	13.1%	17.1%	18.5%	16.4%	10.8%	11.7%	10.7%
10月	9.9%	10.1%	9.0%	13.1%	11.9%	11.9%	13.8%	15.6%	13.9%	7.6%	8.8%	10.1%	6.8%	7.2%	8.1%
11月	11.9%	11.5%	11.8%	14.4%	13.9%	14.3%	7.1%	8.2%	6.0%	2.8%	1.9%	2.2%	3.1%	2.9%	3.5%
12月	10.4%	11.4%	11.1%	9.8%	8.9%	10.6%	2.7%	1.7%	2.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.7%	1.7%	1.8%

注1: 绿色部分为传统干季, 黄色部分为传统雨季
 注2: 印尼苏门答腊岛位于赤道南北两侧, 气候差异较大, 故全岛的年内降雨分布相对不明显

数据来源: 路孚特, 中信建投期货整理

最后, 我们还是需要强调, 对于天气因素的归纳和总结不具有长期稳健性, 因为“天有不测风云”, 天气因素本身就是最大的不确定性。而相对于天气本身的不确定性来说, 相对确定的是, 一旦发生异常气候现象, 对于天然橡胶的当期供应来说, 都是当期供应骤减 (一般来说, 天然橡胶供应端的超预期事件都是令当期供应骤减), 除了橡胶树的产能自然释放外, 几乎没有其他外生驱动能够另天然橡胶的当期供应骤增。这是基于橡胶树作为木本植物的生长属性与商业化种植一个多世纪以来发现的最优生产 (割胶) 方式, 是一个客观存在的自然规律。

2.1.3 制胶环节: 制胶厂产能过剩, 对供应端影响较小

制胶厂是天然橡胶从农产品范畴向工业品范畴过渡的第一个环节, 由于全球制胶厂产能数据模糊, 我们以泰国和中国为例, 去描述制胶环节的产能。据了解, 泰国制胶产能约 1000 万吨, 而泰国产量维持在 400-500 万吨的量级, 因此制胶厂的产能利用率约为 50% 左右; 而国内情况, 根据中国橡胶协会的数据, 2020 年全国建有制胶厂 270 余座, 年设计制胶能力 280 余万吨, 全国实际制胶量为 70-80 余万吨, 国内制胶厂产能利用率不足 30%。制胶厂产能存在一定过剩, 因此在讨论天然橡胶供应时往往不需要考虑太多制胶环节的驱动。例如, 天然橡胶供应的减少很少是因为制胶厂不生产 (因为产能过剩, 存在一定闲置产能, 制胶厂有突发情况, 可以开闲置产能生产)。因此, 制胶环节对天然橡胶行情的影响较为有限, 这个小节不对制胶环节去做过多介绍。

2.1.4 生产成本: 随着产胶国本土经济发展, 成本曲线或迎抬升

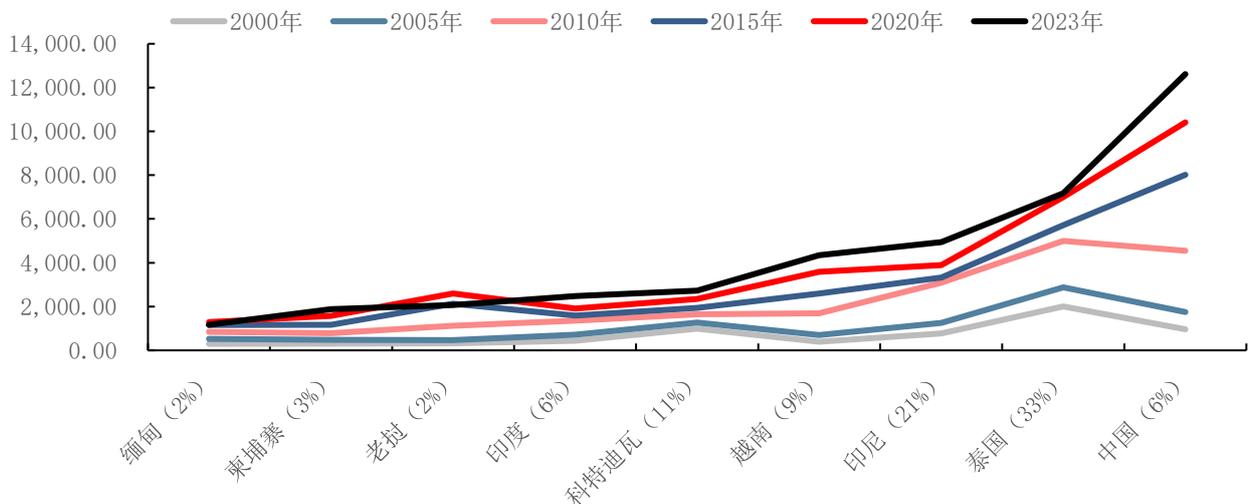
自 2000 年以来, 东南亚经济经历了显著的变化和发展。整体来看, 东南亚经济在全球化、技术进步、区域合作以及外部经济波动的背景下, 持续扩展和多元化, 逐步形成了以制造业、出口导向型经济以及服务业为主的现代化经济体系。2000 年后, 东南亚地区大多数国家保持了较高的经济增长率, 尤其是中国崛起对周边国家产生了积极影响, 吸引了大量投资和促进了贸易。根据世界银行数据, 东南亚国家的年均 GDP 增长率普遍在 5% 左右, 部分国家如越南、印度尼西亚和菲律宾更是维持了更为强劲的增长。从产业结构上

看,东南亚经济逐渐从传统的农业经济转型为以制造业和服务业为主的现代化经济。新兴的“东南亚四小龙”(如新加坡、马来西亚、泰国、印尼)发展成为区域制造业和技术创新的核心,尤其是电子、汽车、石化和纺织业等。2000年至今,东南亚经济实现了从传统农业向现代化制造业与服务业的转型,并在全球经济体系中占据了越来越重要的位置。

科特迪瓦是非洲重要的经济体之一。2000年代初,科特迪瓦经历了严重的政治动荡。2000年,劳朗·巴博在一场具有争议的选举后成为总统。接下来的几年中,科特迪瓦爆发了内战,社会分裂,经济停滞。直到2011年,巴博被推翻,阿拉萨内·瓦塔拉成功掌权,科特迪瓦才逐渐恢复稳定。自2011年政治局势稳定后,科特迪瓦的经济迅速复苏,并且进入了高速增长期。瓦塔拉政府在恢复秩序、吸引外资、改革税收和加强基础设施建设方面做出了重要努力,推动了经济发展。根据世界银行的数据,科特迪瓦的GDP年均增长率自2012年后通常保持在7%至8%之间,成为非洲增长最快的经济体之一。2021年,科特迪瓦推出了新的国家发展计划(PND 2021-2025),重点推动工业化、数字化转型和可持续发展,以实现经济的长期稳定增长。2021年,科特迪瓦推出了新的国家发展计划(PND 2021-2025),重点推动工业化、数字化转型和可持续发展,以实现经济的长期稳定增长。政府还加强了对农业和农村地区的投资,旨在改善农业现代化,提高农民收入。展望未来,科特迪瓦经济有望继续增长,特别是在地区合作和全球化的背景下,科特迪瓦有潜力成为西非的经济领头羊之一。

由于割胶环节具有劳动密集型的特点(主要依靠人工割胶),因此,对于天然橡胶的完全成本(种植、割胶、制胶3个环节)来说,割胶工人的收入(割胶成本)占比超过50%,为天然橡胶的主要成本。而同时,随着21世纪以来全球天然橡胶的种植区域愈发分散,各主产区的生产成本存在一定差异。考虑到天然橡胶的完成成本以人工成本为主,我们以各主产区的人均GDP去描述不同产区的人工成本差异,进而代理天然橡胶的生产成本曲线(主要是种植区域多为经济欠发达地区,相关数据缺失严重,难以绘制具体成本曲线)。随着前述全球产胶国本土经济发展,多数产胶国本土人均GDP持续上升。以全球最大的产胶国泰国为例,2023年泰国人均GDP为7171.81美元,同比增加3.7%,同比2000年增加257.86%。结合对于前述产能周期临近见顶的判断(产能释放对于成本稀释的本质是同样的单位劳动力能割出更多新鲜胶乳,每单位的新鲜胶乳劳动力成本随着产能释放降低)与2025年发达国家正式迎来货币政策转向,我们认为,2025年全球天然橡胶的生产成本曲线或将跟随产胶国本土人均GDP的增长继续抬升2~3%。

图表 17: 全球天然橡胶主产区人均 GDP (美元)



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

2.2、丁二烯橡胶供应

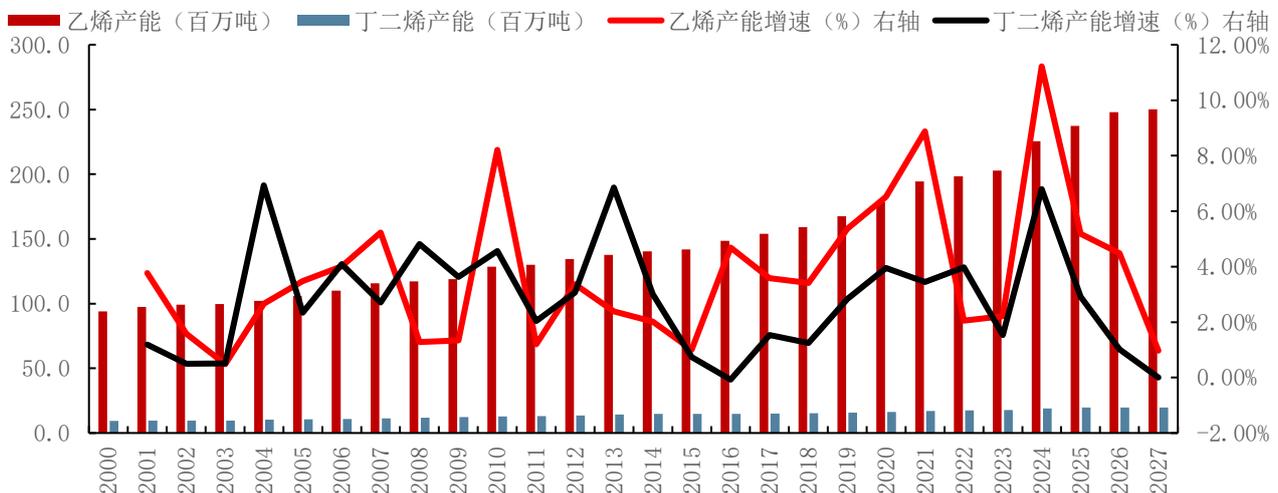
丁二烯是制成丁二烯橡胶唯一的原材料，丁二烯占丁二烯橡胶加工成本约 80%左右，是丁二烯橡胶成本端定价的重要因素。其他费用包括溶剂油、催化剂等辅助材料。每吨丁二烯橡胶辅助材料的费用在 300-400 元/吨；人工费用在 2200-2500 元/吨。即丁二烯橡胶的生产成本大约=丁二烯现货价格*1.02（单耗）元/吨+2500 元/吨。因此，丁二烯橡胶供应端的驱动往往来自于丁二烯供应变化。

2.2.1 丁二烯产能增速虽逐年放缓，2025 年仍有新增产能

丁二烯为烯烃类化合物，在乙烯裂解的过程中会生产出部分混合碳四（C4），再将 C4 通过抽提蒸馏提取，再生产出丁二烯。在现代化工工业中乙烯一体化装置比较常见，这其中就包括了 C4 抽提丁二烯的装置。在乙烯裂解的产物中，C4 的组分一般在 10%左右，因此 C4 以及丁二烯在乙烯裂解的过程中为副产品。近年来全球乙烯原料的多元化、轻质化趋势明显。石脑油在乙烯原料中的占比已经从 2010 年的 62.8%下降至 2022 年的 47.6%左右，而乙烷原料占比从 17.3%增至 21.4%，煤/甲醇原料占比从 0.1%提升至 8.4%。

由于非石脑油等重质原料制乙烯的裂解装置一般不需要配套碳四抽提丁二烯装置，因此全球乙烯与丁二烯产能增速出现劈叉。根据路孚特的数据，预计到 2027 年全球乙烯产能将达到 2.5 亿吨，2024-2027 年复合增速为 2.7%；预计到 2027 年全球丁二烯产能为 1983.41 万吨，2024-2027 年复合增速为 0.9%，仅为全球乙烯产能增速的三分之一，到 2027 年全球丁二烯产能预计同比 2026 年持平。随着全球乙烯原料的轻质化，全球丁二烯产能增速放缓。

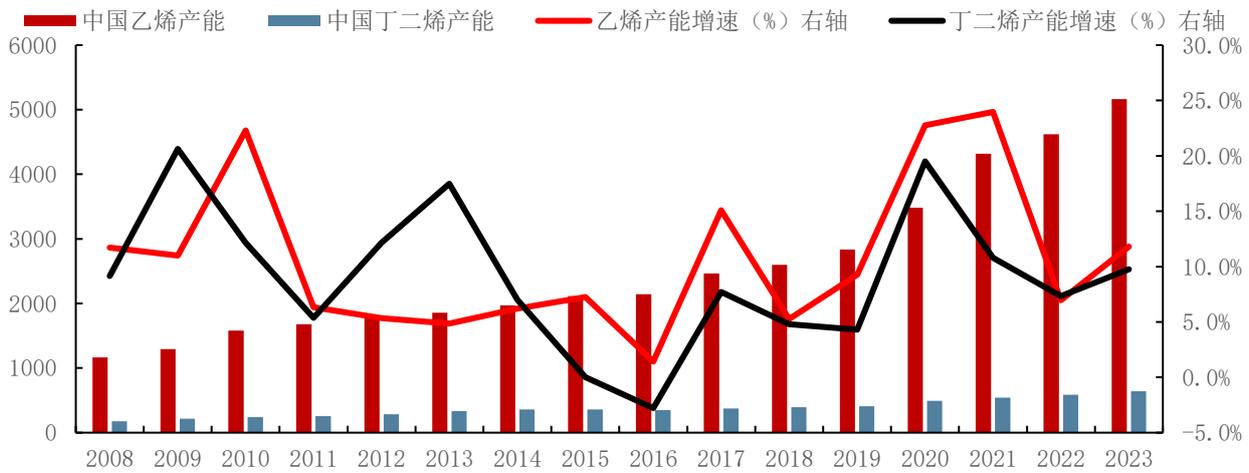
图表 18：全球乙烯和丁二烯产能和产能增速（百万吨，%）



数据来源：路孚特，中信建投期货整理

从 2025 年的产能投放情况来看，根据路孚特的数据，**2025 年全球丁二烯产能增速约为 3%，虽较 2024 年产能增速放缓明显，但仍有一定释放空间。**此外，根据 ICIS 的数据，2025 年亚洲丁二烯产能增速将提高至 9.8%。中国、印度和印度尼西亚计划再启动六个项目，总产能为 99 万吨/年。这些新项目中，只有四套将配套下游装置，且部分下游装置开启时间很可能晚于丁二烯装置，这意味着大量供应将流向现货或合约市场，并对 2025 年的丁二烯价格前景构成压力。

近年来，随着我国烯烃工业不断发展以及下游需求增加，截至 2023 年，我国乙烯产能为 5164 万吨，5 年复合增速 16.39%。我国丁二烯装置大都配套乙烯炼油一体化项目，部分装置还配套建有下游生产装置。截至 2023 年，我国丁二烯产能为 641.6 万吨，5 年复合增速为 11.19%。2024 年我国丁二烯新增产能 70 万吨，同比 2023 年增长 10.9%；2025 年预计我国丁二烯新增产能为 82.25 万吨，同比 2024 年增长 11.6%。我国丁二烯新建装置以碳四抽提工艺为主，因为相较于氧化脱氢装置，碳四抽提装置维持正向加工利润的时间更久，而氧化脱氢装置则常年亏损，因此碳四抽提工艺装置在我国占据主导地位。

图表 19：中国乙烯和丁二烯产能和产能增速（百万吨，%）


数据来源：钢联，中信建投期货整理

图表 20：2024 年至 2025 年我国新增丁二烯装置

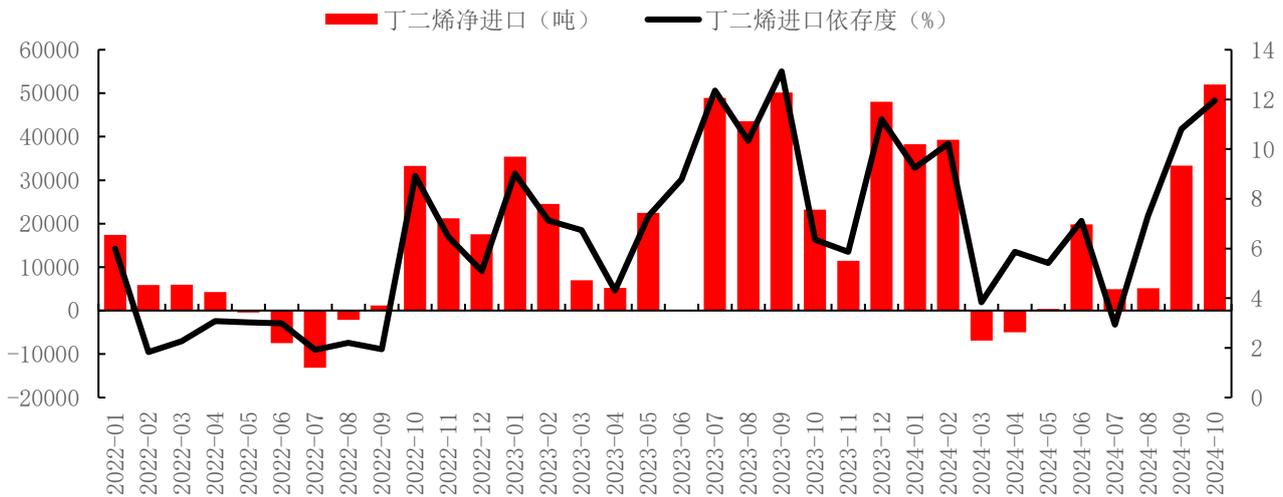
企业	工艺路线	投产时间	产能	所在省份
中石化英力士天津	碳四抽提工艺	2024-12-01	15万吨	天津市
山东裕龙石化	碳四抽提工艺	2024-12-31	20万吨	山东省
唐山旭阳	碳四抽提工艺	2024-12-31	20万吨	河北省
北方华锦集团	碳四抽提工艺	2024-12-31	15万吨	辽宁省
2024新增产能合计	70万吨			
金诚石化	碳四抽提工艺	2025-01-01	4.25万吨	山东省
埃克森美孚惠州	碳四抽提工艺	2025-03-31	20万吨	广东省
万华化学	碳四抽提工艺	2025-06-30	20万吨	山东省
吉林石化	碳四抽提工艺	2025-12-31	20万吨	吉林省
钦州石化	碳四抽提工艺	2025-12-31	18万吨	广西壮族自治区
2025新增产能合计	82.25万吨			

数据来源：红桃 3，中信建投期货整理

我国作为丁二烯的生产大国和消费大国，在 2017 年之前需要每年对外进口约 30 万吨的丁二烯以弥补国内的缺口。但是随着国内丁二烯产能的不断释放，这个数字在 2022 年下降到了 17 万吨，丁二烯的进口依赖度不到 10%，仅有 3.9%，我国或面临着从丁二烯净进口国向净出口国的转型。在 2024 年由于非中国区域

的丁二烯装置频繁出现计划外检修，导致 2024 年丁二烯净进口出现大幅波动，截至 2024 年 10 月，我国丁二烯净进口约 5.2 万吨，当月进口依赖度为 11.96%。由于国产丁二烯贸易环境相对封闭，现在市场的可流通丁二烯以外来货源为主，因此需关注内外价差波动导致的丁二烯进口量变化。

图表 21：2024 年至 2025 年我国新增丁二烯装置



数据来源：红桃 3，中信建投期货整理

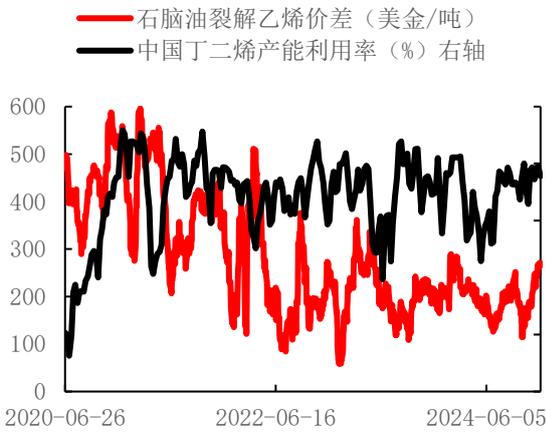
2.2.2 丁二烯“被动式”供应的关键——乙烯链条的供需平衡

常见的乙烯裂解装置原料有石脑油、乙烷、煤/甲醇（MTO）、LPG 和粗柴油，以上原料在乙烯裂解的过程中都会出现混合碳四。不难发现，不同原料下的混合碳四组分差异，尤其是丁二烯的组分差异较大。只有石脑油和粗柴油裂解制乙烯副产的混合碳四中丁二烯组分较高，而由于粗柴油裂解制乙烯的经济性、裂解难度、乙烯收率等问题，导致使用粗柴油裂解制乙烯的装置偏少。

因此，前文中提到的用于丁二烯抽提的混合碳四，主要是石脑油蒸汽裂解制乙烯副产的混合碳四，一般也只有进料为石脑油的乙烯裂解装置才会配套碳四抽提装置。丁二烯的化工品属性导致其供应环节相对复杂，在这里简单做一个逻辑上的推导。在各生产环节装置没有变化的情况下，改变丁二烯当期供应的路径或许是：石脑油裂解制乙烯开工率（一体化装置综合利润，再追溯需要评估乙烯裂解价差变化的驱动或者当下的基本面是否需要给乙烯裂解利润）变化→石脑油裂解制乙烯产量变化→混合碳四产量变化→丁二烯产量变化。所以，乙烯链条的供需平衡或是影响丁二烯供应的关键。

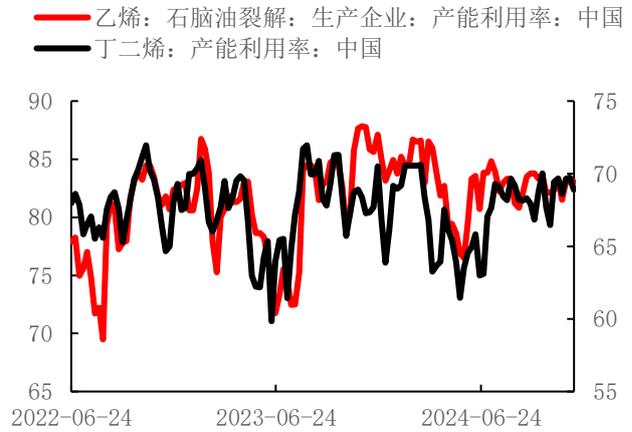
根据 ICIS，2025 年全球新增产能的大部分将来自中国，这一趋势目前尚未改变。2025 年第一季度将有一些重要的乙烯项目计划投产，包括山东裕龙石化 1 号裂解、烟台万华化学 2 号裂解以及埃克森美孚化学在广东大亚湾的项目。预计 2025 年亚洲乙烯需求增长率为 4.5%，低于产能增长率。需求增长主要来自一体化乙烯裂解的下游新产能，此外，一部分外采乙烯生产 PVC 和 EVA 的新产能将推动乙烯需求增长。预计乙烯衍生品市场竞争加剧，导致下游行业的平均开工率下降。因此，在市场失衡的情况下，预计明年东北亚乙烯市场产能损失将进一步增加，并且大部分生产商将更频繁地调整装置的开工率。展望 2025，由于丁二烯的“被动式”供应，其产量的不确定性仍偏高（有别于天然橡胶供应端超预期事件一般令产量减少，例如乙烯需求超预期好转则会令丁二烯产量增加）。

图表 22: 石脑油裂解乙烯价差&中国丁二烯产能利用率 (美金/吨、%)



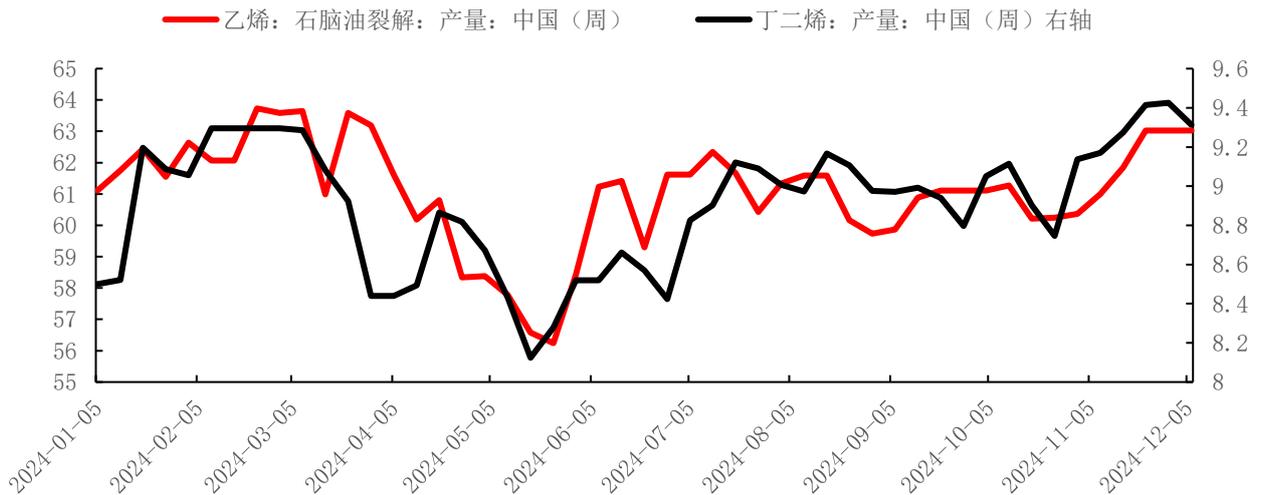
数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

图表 23: 石脑油裂解乙烯开工&中国丁二烯产能利用率 (%)



数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

图表 24: 中国乙烯产量&丁二烯产量 (万吨)

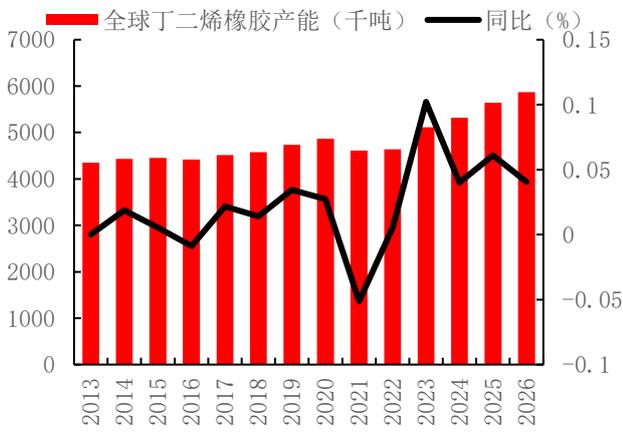


数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

2.2.3 丁二烯橡胶产能跟随丁二烯产能投放

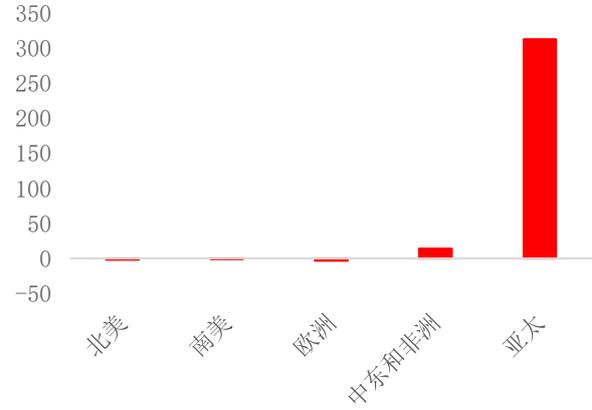
丁二烯产能的不断扩张带动了丁二烯橡胶产能的增长。2020-2025 年全球丁二烯橡胶产能的复合增速为 1.95%。2024 年全球丁二烯橡胶产能为 531.7 万吨, 同比增加 4.0%; 预计 2025 年产能为 564.1 万吨, 同比增加 6.1%。类似丁二烯的全球产能分布, 全球丁二烯橡胶的产能同样集中在亚洲区域, 亚太地区丁二烯橡胶产能占比接近 60%。随着成本差异逐年凸显, 全球丁二烯橡胶产能逐步从欧美迁移至亚太地区。2025 年欧美丁二烯橡胶产能小幅退出 6 万吨左右, 亚太地区新增产能达 31.3 万吨, 带动全球丁二烯橡胶产能增长。

图表 25：全球丁二烯橡胶产能（千吨，%）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 26：2025 全球丁二烯橡胶产能变化（千吨）

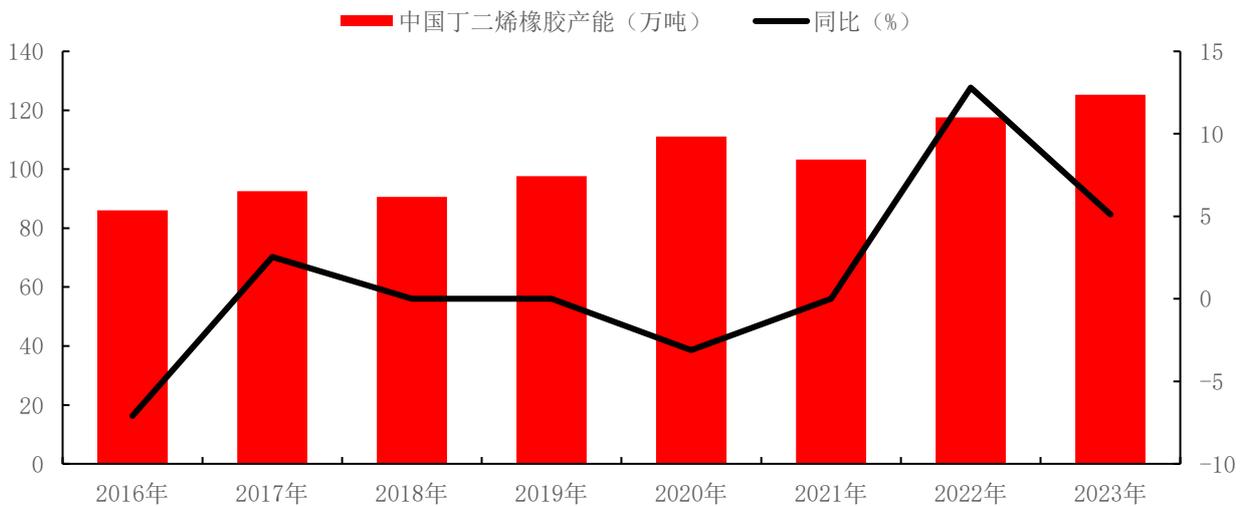


数据来源：彭博，中信建投期货整理

2024 年我国丁二烯橡胶产能为 185.2 万吨，同比增长达 5.11%，随着我国丁二烯橡胶产能的不断释放，实现了一定程度的自给自足。2024 年有 1 套装置投产，合计新增产能 12 万吨；2025 年预计有 3 套装置投产，合计新增产能 20 万吨，2025 年丁二烯橡胶产能将达到 205.2 万吨，同比增长 10.80%。

丁二烯橡胶的加工利润在 2021 年 12 月超过了 7000 元/吨，在当时全球大通胀的时代背景下，随着需求不断增长，刺激丁二烯橡胶产能大幅扩张（主要在中国区），2022 年中国丁二烯橡胶产能同比增长 12.8%，产能扩张一直持续至 2024 年。而由于 2022 年下半年美联储正式进入新一轮加息周期中，丁二烯橡胶需求增速迎来放缓，不及产能增速，丁二烯橡胶（加工环节）产能过剩逐步凸显。在过去的 2024 年，中国丁二烯橡胶的理论加工利润和产能利用率常态化维持五年低位。展望 2025 年，我们认为，中国区丁二烯橡胶加工行业的过剩问题难以迎来扭转，随着中国区产能的增长，加工环节（即丁二烯橡胶加工行业）的竞争加剧，中国丁二烯橡胶生产企业或维持常态化低利润水平。

图表 27：中国丁二烯橡胶产能（万吨）



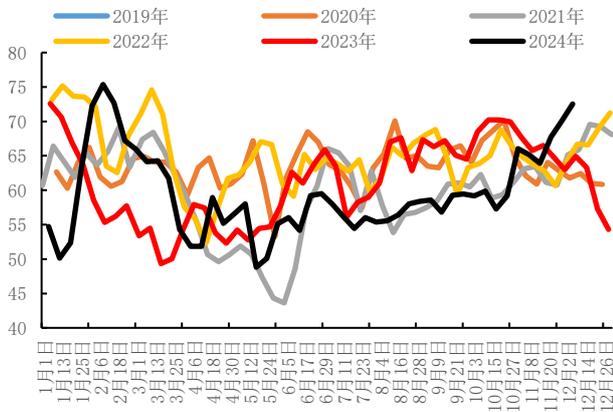
数据来源：钢联，中信建投期货整理

图表 28：2024 年至 2025 年我国新增丁二烯橡胶装置

企业	工艺路线	投产时间	产能	所在省份
传化合成材料	溶液聚合工艺	2024-07-31	12万吨	浙江省
2024合计新增产能	12万吨			
山东裕龙石化	溶液聚合工艺	2025-02-01	15万吨	山东省
吉林石化	溶液聚合工艺	2025-09-30	5万吨	吉林省
振华新材料	溶液聚合工艺	2025-06-30	5万吨	山东省
2025合计新增产能	20万吨			

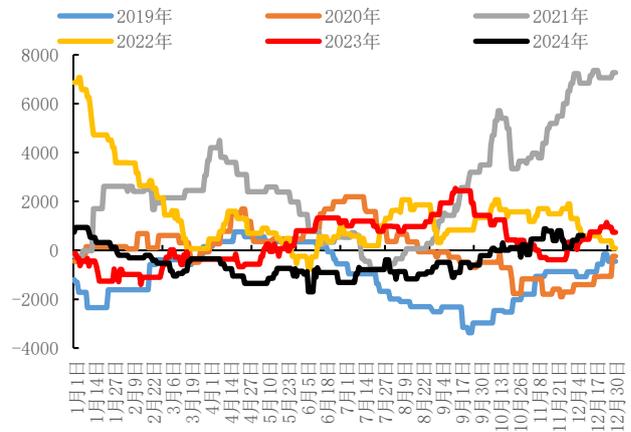
数据来源：红桃 3，中信建投期货整理

图表 29：丁二烯橡胶产能利用率 (%)



数据来源：钢联，中信建投期货整理

图表 30：丁二烯橡胶加工利润 (元/吨)



数据来源：钢联，中信建投期货整理

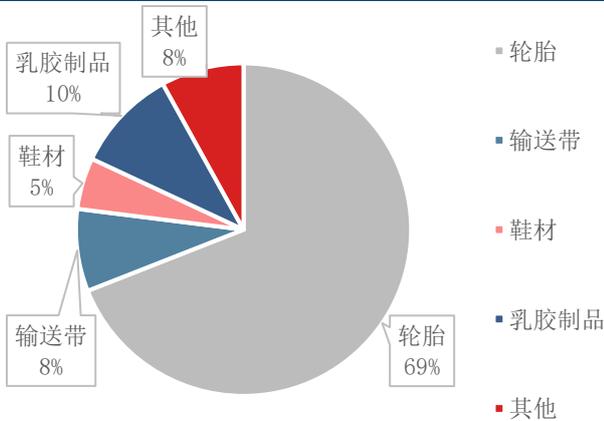
2.3、天然橡胶与丁二烯橡胶需求

天然橡胶是一种重要的工业原材料，与石油、钢铁、煤炭并称为四大工业原材料。天然橡胶主要用于制造轮胎、汽车零部件、工业制品、医疗用品和日常用品。由于其优异的弹性和耐磨性，天然橡胶在现代工业中占有重要地位。相较于其他农产品多用于食用，天然橡胶则广泛应用于现代工业生产（食品用途也有，例如口香糖，但是应用占比可以忽略不计，故不考虑此类用途）。从需求端看，天然橡胶可以划分为工业品，其需求跟随宏观经济周期呈现出周期性波动（当然更重要以及更微观的是下游行业需求的变化）。

丁二烯橡胶（BR）是一种重要的合成橡胶，因其优异的耐磨性、弹性和抗老化性，广泛应用于多个领域。其最大需求来源是轮胎制造，尤其是高性能汽车轮胎，丁二烯橡胶提供良好的抓地力、耐磨性和抗疲劳性能，提升轮胎的使用寿命和安全性。此外，丁二烯橡胶还广泛应用于汽车工业、鞋类行业、工业制品（如密封件、输送带等）以及各种橡胶制品（如胶管、手套等）。

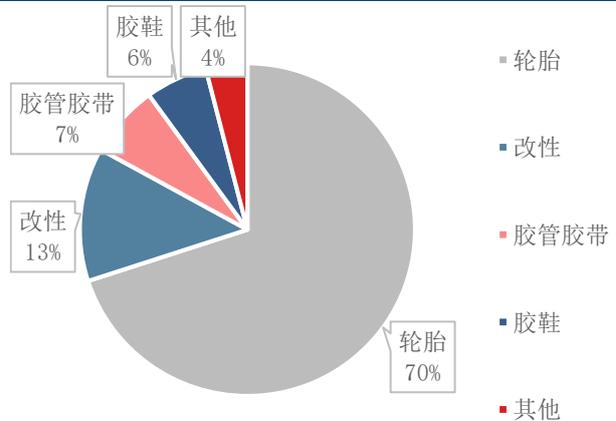
丁二烯橡胶和天然橡胶的主要区别在于原材料的来源、成本及性能，而在下游应用领域则比较类似，尤其是在轮胎制造和汽车行业的应用上。但它们的需求侧重点和性能特点有所不同，因此在这些领域中的角色也各有不同。以轮胎生产为例，天然橡胶和丁二烯橡胶通常是互补的，而非完全替代的关系。两者的结合能够在性能上达到最佳平衡，满足不同产品对弹性、耐用性、抗老化等方面的需求。

图表 31：天然橡胶下游需求结构（%）



数据来源：红桃 3，中信建投期货整理

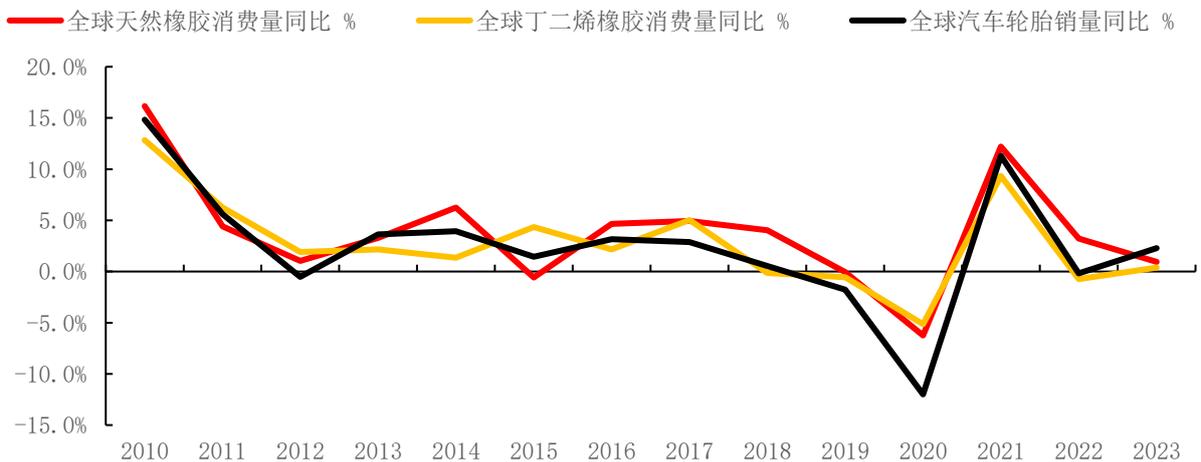
图表 32：丁二烯橡胶下游需求结构（%）



数据来源：红桃 3，中信建投期货整理

根据中国农垦网，世界上的橡胶制品已达 7 万多种。而天然橡胶和丁二烯橡胶主要用于轮胎生产，消费量占比约 70%左右，在 2010 年至 2011 年上一轮天然橡胶牛市行情的尾声，全球汽车轮胎销量年均增速为 10.2%，对应全球天然橡胶消费量年均增速为 10.3%，全球丁二烯橡胶消费量年均增速为 9.5%。自 2012 年至 2023 年全球轮胎销量年均增速仅为 1.2%，对应全球天然橡胶消费量年均增速为 2.8%，全球丁二烯橡胶消费量年均增速为 1.7%（增速不完全匹配的原因或是轮胎累库与非轮胎橡胶制品行业贡献部分增速）。因此，轮胎行业作为天然橡胶和丁二烯橡胶主要下游需求，是二者需求端定价的关键因素。

图表 33：全球天然橡胶消费量同比&全球丁二烯橡胶消费量同比&全球汽车轮胎销量同比（%）

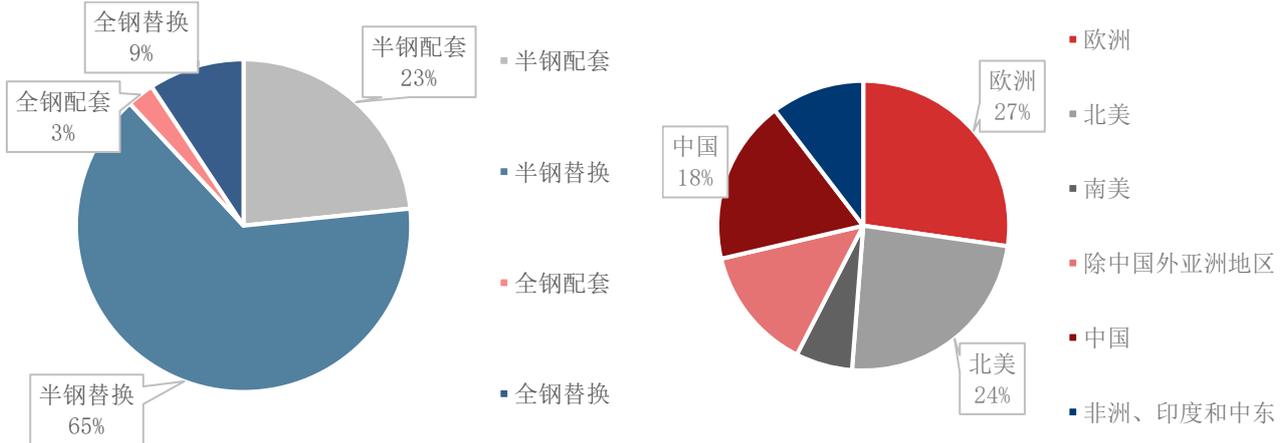


数据来源：彭博、Wind、米其林，中信建投期货整理

天然橡胶与丁二烯橡胶的需求受宏观经济影响较大，且总量的消费（更准确的描述，用于生产下游产品的天然橡胶与丁二烯橡胶加工量）较难准确统计（工业品共同的难题）。而如前述，天然橡胶与丁二烯橡胶主要用于轮胎生产，而轮胎行业本身也是一个中间行业，轮胎行业的景气度也依赖于更下游行业的需求（当然，轮胎也可以直接用于居民部门直接消费）。轮胎行业下游行业以汽车行业（配套轮胎消费，占比 30%左

右)与公路运输行业(替换轮胎消费,占比70%左右)为主(当然,应该有居民部门直接使用的轮胎)。而欧美等发达国家为主要轮胎消费者(轮胎消费占比全球超50%)。因此,在这个章节中,我们侧重去评估全球主要地区的轮胎消费环节(如汽车、运输行业)在2025年的表现,去推敲轮胎企业在2025年的行为(其余行业由于占比消费量偏低且分散,对总量需求影响有限,数据也相对缺失,故本章暂不讨论),比如是否有动机去大量采购原材料(如天然橡胶、丁二烯橡胶)去进行生产。

图表 34: 2023 年全球汽车轮胎消费方式分布-条数口径(%) 图表 35: 2023 年全球汽车轮胎销量分布(%)



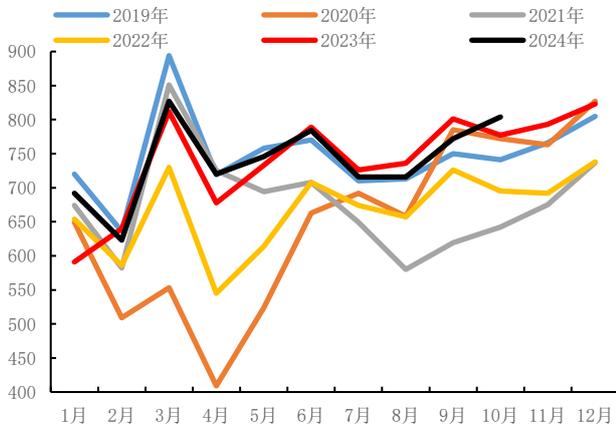
数据来源: 米其林, 中信建投期货整理

数据来源: 米其林, 中信建投期货整理

2.3.1 全球汽车行业或回暖, 预计轮胎配套需求难以形成拖拽

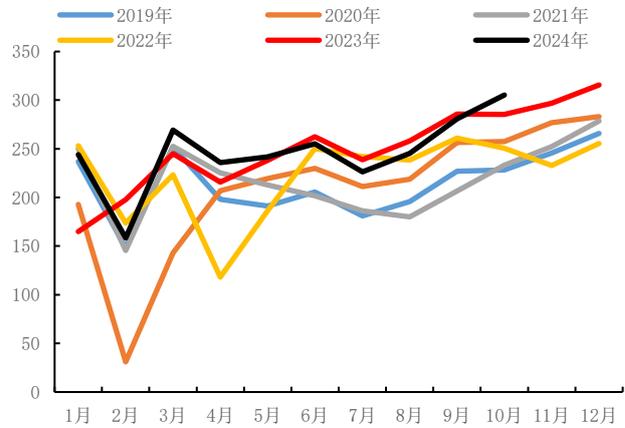
首先来看汽车行业,就是轮胎的配套消费情况。根据乘联会发布的数据,2024年1-10月全球汽车销量为7400万台,同比增长1.6%;中国/美国/欧盟的汽车销量分别为2436.9/1351.4/885.4万辆,同比分别为2.7%/1.1%/0.7%。回首2024,全球汽车行业在经历了几年的供应链波动和疫情影响后,迎来了一个谨慎的复苏期,市场表现呈现出一定的地域差异和多重趋势。由于高利率、消费者购车难度加大以及日益多样化的消费需求,2024年全球需求增速放缓,根据Kroll的预测,2024全球汽车销量同比微增1.5%~2%。而根据米其林发布的数据,2024年1-10月,全球半钢轮胎/全钢轮胎(除中国外)配套销量同比分别下降3%和7%,按照2023年的销量比例计算,总计同比下降约3.4%,与前述今年全球汽车销量同比增长有所矛盾,或是由于在2021年之后全球汽车呈现产大于销的格局,汽车行业在2024年主动销售库存,因此尽管全球汽车销量同比增长,但并未增加当年度的配套轮胎消费。

图表 36: 全球汽车销量 (万辆)



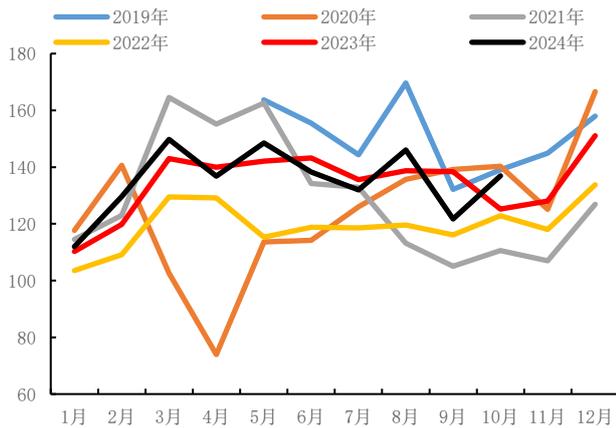
数据来源: 乘联会, 中信建投期货整理

图表 37: 中国汽车销量 (万辆)



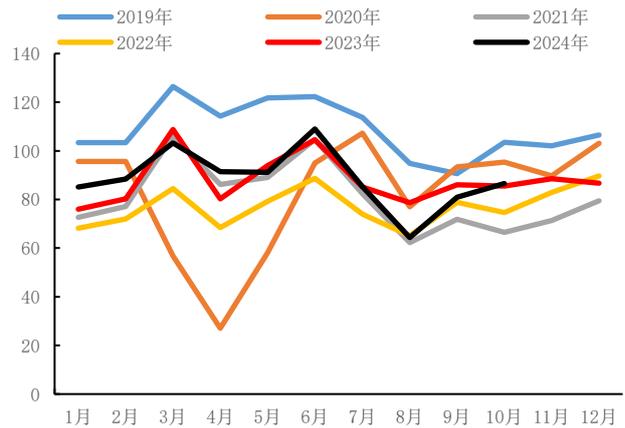
数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

图表 38: 美国汽车销量 (万辆)



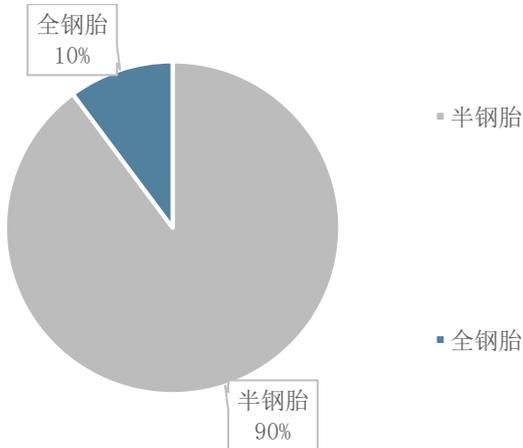
数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

图表 39: 欧盟汽车销量 (万辆)



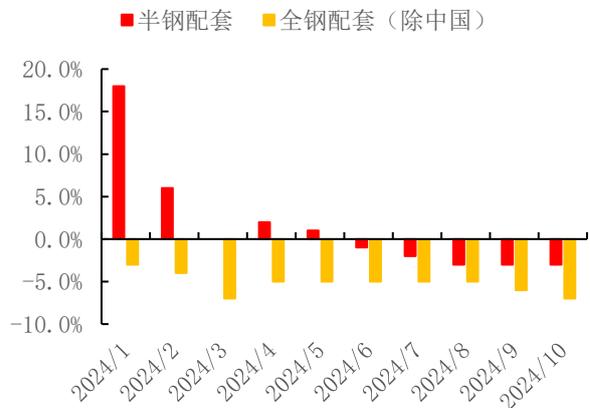
数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

图表 40: 2023 年配套轮胎消费占比-条数口径 (%)



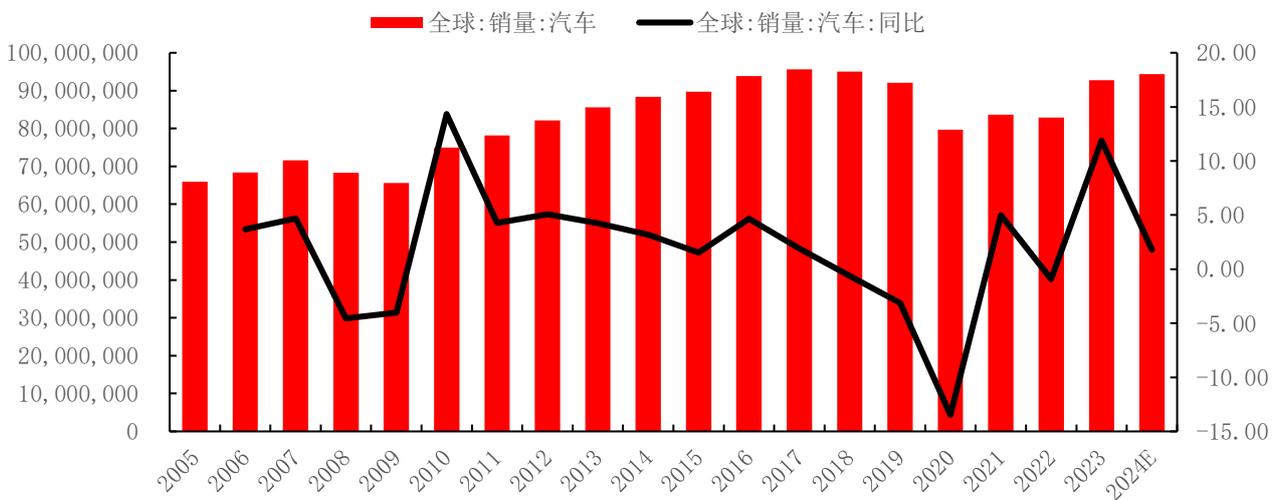
数据来源: 米其林, 中信建投期货整理

图表 41: 2024 年汽车轮胎配套销量累计同比 (%)



数据来源: 米其林, 中信建投期货整理

回顾 2005 年以来全球汽车销量，可以发现全球汽车周期一般 10 年左右一个周期。从上轮发展规律来看，一个完整汽车周期中一般下降周期持续 2-3 年，上升周期持续 7-8 年。上轮全球汽车周期于 2017 年达到高点，自 2018 年开始回落至 2020 年基本见底。由于缺乏全球汽车保有量的数据，因此只能通过实际的数据去反推自 2020 年开始全球汽车或处于新一轮设备更新周期中。随着全球正式进入新一轮降息周期，所有主要地区的利率将继续下降，居民部门的购买力将迎来好转。考虑到汽车并非生活必需品，因此，我们认为，**2025 年全球汽车行业将迎来温和复苏。根据 Fitchratings 的预测，2025 年全球汽车销量将维持同比约 2% 的增长，预计 2025 年全球配套轮胎消费不会成为天然橡胶与丁二烯橡胶需求端的拖拽。**

图表 42：全球汽车年度销量（辆，%）


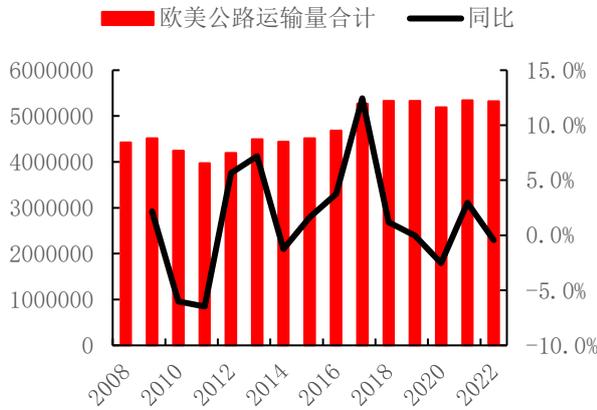
数据来源：Wind，中信建投期货整理

2.3.2 存量汽车规模持续扩张背景下，轮胎替换需求有望延续增长态势

再来看轮胎的替换消费，是轮胎消费的主要方式，占比达 70%，首先是以全钢轮胎为主的公路运输行业。根据 Maximize Market Research 的数据，亚太与欧美地区占据全球公路运输市场超 50% 的市场份额，因此，在这个部分，我们主要对欧盟、美国和中国的公路运输业进行讨论，考虑到 2024-2025 年为美联储货币政策转向的过渡阶段，因此参考背景类似的 2019-2020 年去推演 2025 年的情景。

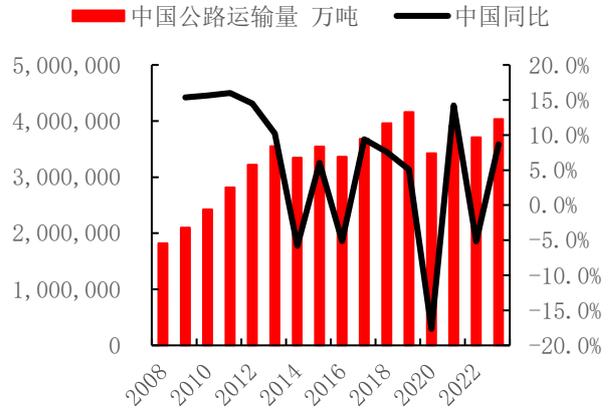
在 2019 年下半年，随着美联储正式进入降息周期中，美国也在当年二季度进入补库阶段；欧盟央行则在当年 9 月重启量化宽松政策并下调存款利率；我国央行连续 4 轮降准，随着全球各大经济体货币政策转向，欧盟/美国/中国 2019 年公路运输量同比分别为 3.2%/-1.6%/5.1%，并在经济过热的 2021 年同比分别再度增长 6.8%/2.9%/14.2%（有疫情导致的 2020 年低基数问题）。同样的年份可以参考 2016 年，当年美联储一直到 12 月才开启首次加息；欧洲持续推行量化宽松同时下调存款利率；我国央行则在 3 月降准。到经济过热的 2017 年，欧盟/美国/中国公路运输量同比分别为 5.4%/16.4%/9.4%。因此，我们认为，**随着 2025 年降息周期来临，全球公路运输需求将迎来好转，有望重现 2017 与 2021 年的相当的增长水平，带动轮胎消费增加，尤其是全钢轮胎。**

图表 43: 欧美公路运输量 (百万吨公里, %)



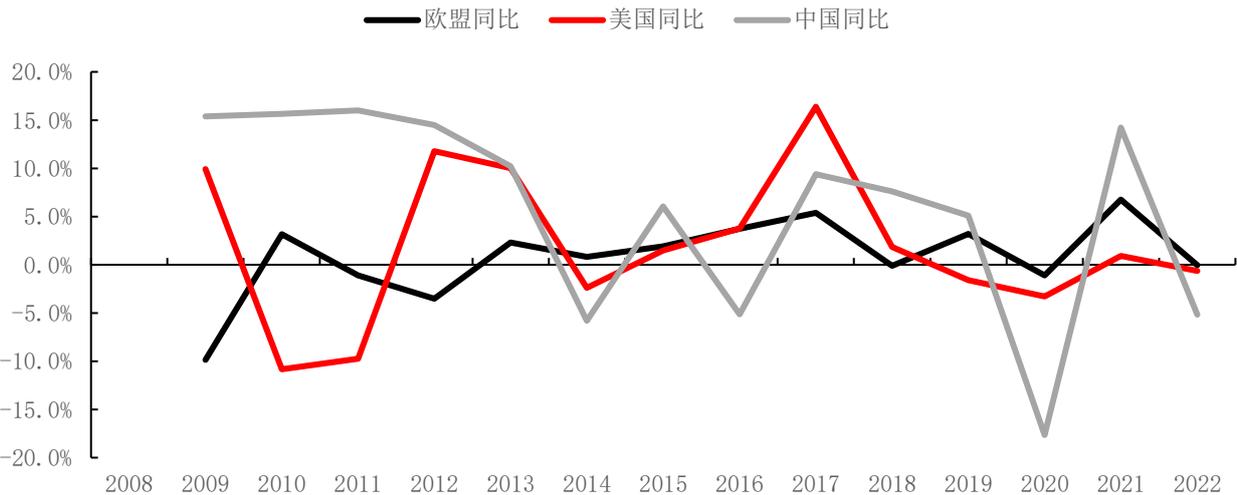
数据来源: 欧盟统计局、OECD, 中信建投期货整理

图表 44: 中国公路运输量 (万吨, %)



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

图表 45: 欧美中三国公路运输量同比 (%)

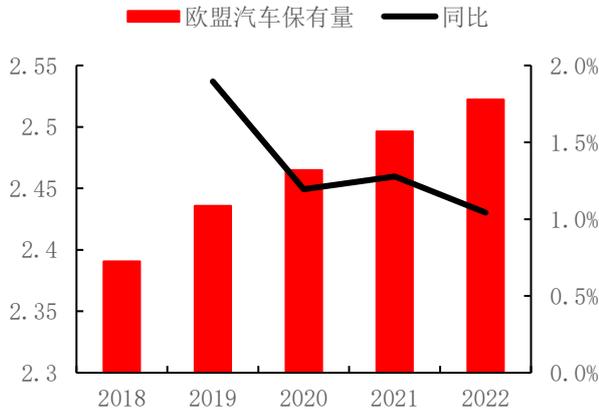


数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

轮胎的用途除了上述的汽车与公路运输行业, 也可以用于居民部门直接消费, 主要是轿车出行的换胎需求等, 针对半钢轮胎。在欧美, 私人汽车是主要的交通工具。美国居民的日常通勤、购物和娱乐活动大多依赖汽车。欧洲虽然有较发达的公共交通系统, 但在许多国家和地区, 特别是郊区和农村地区, 居民仍然高度依赖私人汽车。因此, 在这个部分, 我们主要围绕欧美展开。由于缺乏相关汽车累计行驶里程数据, 因此只能通过更宽泛的视角去对这部分需求进行讨论。根据 ACEA 和 FHWA 的数据, 2022 年末欧盟和美国的汽车保有量分别为 2.52/2.83 亿辆, 2018-2022 年平均增速约 1% 左右。首先, 基于前述对欧美汽车销量维持的判断, 所以, 我们认为欧美居民部门汽车存量在 2023-2025 年维持增长态势; 其次基于存在汽车的增长, 理论上, 对于非必须品的消费一般对应的实际生活需求 (汽车来说, 买汽车应该有开车出行的需求); 最后, 依然是基于 2025 年全球进入降息周期的基础上, 以及在过去的 2024 年亚洲廉价轮胎对于全球轮胎市场的结构性冲击 (抢占更多市场份额), 海外居民部门或迎来消费习惯的长期改变 (同样的价格和里程, 以前用 1 条国际大牌轮胎, 现在可能选择用 2 条亚洲品牌轮胎), 我们认为, 居民部门的消费能力的好转与可能的

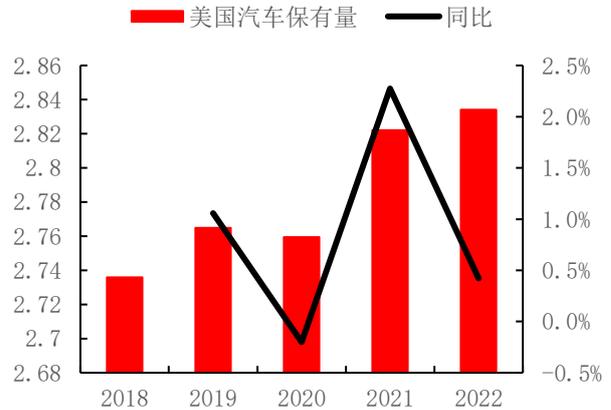
消费习惯转变，随着替换轮胎市场的潜在需求空间打开，2025 年替换轮胎需求有望延续增长，针对半钢轮胎。

图表 46：欧盟汽车保有量（亿量，%）



数据来源：ACEA，中信建投期货整理

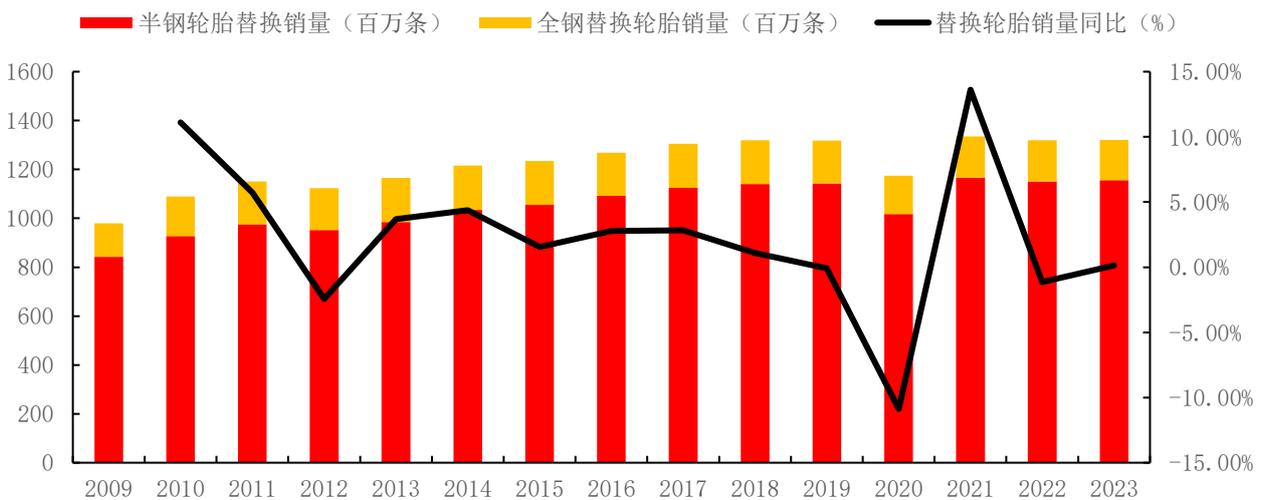
图表 47：美国汽车保有量（亿量，%）



数据来源：FHWA，中信建投期货整理

替换轮胎消费具有一定刚性，无法轻易避免或推迟，主要因为安全、法规要求、使用周期等因素的影响。因此，轮胎替换市场具有较强的稳定性和需求刚性，即使在经济压力增大的情况下，消费者仍然会优先考虑进行轮胎更换。根据米其林的数据，自 2009 年到 2023 年，只有 2012（欧债危机）、2020（新冠疫情）、2022（持续加息），分别因为当年不同的系统风险出现过同比下降外，其余年份均呈现 1% 以上的稳定增长。故，参考经济背景类似的 2017（2021 有 2020 年低基数的问题，不做参考），我们认为，2025 年全球替换轮胎需求有望维持 1.5%~2.5% 的温和增长，支撑全球天然橡胶与丁二烯橡胶需求。

图表 48：全球汽车轮胎替换销量（百万条，%）



数据来源：米其林，中信建投期货整理

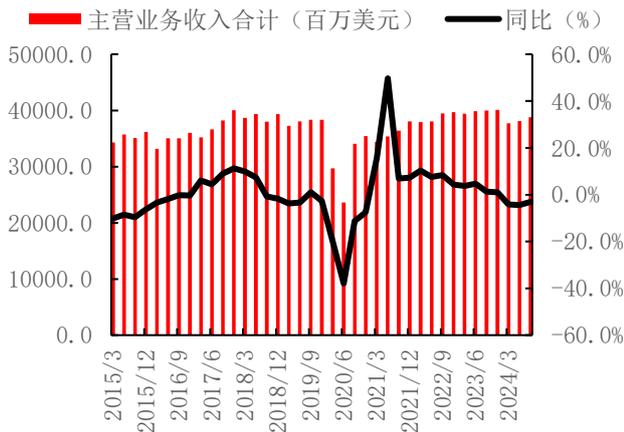
2.3.3 主要下游轮胎行业景气度或持续，支撑全球需求稳中向好

在全球轮胎消费温和增长的背景下，在 2024 年全球制造业相对低迷的背景下，全球轮胎行业韧性凸显，显得意料之外，却有情理之中。在这个章节中，我们选取全球主要的九家上市轮胎企业 2024 年三季度财务报告（比较遗憾，国内最大的轮胎企业中策橡胶尚未上市），回归其 2024 年前三季度的经营情况。

从九大轮胎企业的主营业务收入情况来看，截至 2024 年三季度末，米其林等全球主要的 9 家轮胎企业的主营业务收入合计约为 388.0 亿美元，同比降幅约为 3.0%，但值得注意的是，九大轮胎企业的主营收入增速自 2022 年三季度进入下行通道后，于 2024 年三季度终迎增速拐点。

从九大轮胎企业的净利润情况来看，截至 2024 年三季度末，米其林等全球主要的 9 家轮胎企业的主营业务收入合计约为 19.25 亿美元，同比降幅约为 5.0%，全球轮胎行业依然维持正向利润，绝对利润水平已较疫情前 2019 年水平相当。净利润增速水平并未有明显的趋势，且波动幅度较大，或是由于整体行业的需求并未有爆发式增长，且选取的样本企业的经营情况或存较大差异。我们认为，截至 2024 年三季度，全球轮胎行业（向上延伸，天然橡胶产业链）或仍存正向利润。

图表 49：九大轮胎企业主营业务收入合计（百万美元，%）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 50：九大轮胎企业净利润合计（百万美元，%）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

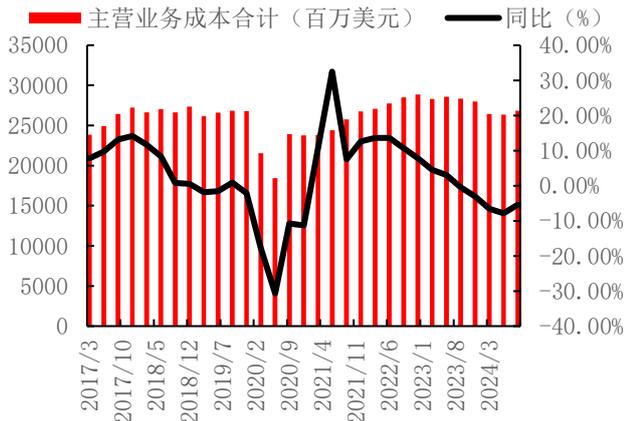
从九大轮胎企业的主营业务成本情况来看，截至 2024 年三季度末，米其林等全球主要的 9 家轮胎企业的主营业务收入合计约为 268.3 亿美元，同比降幅约为 5.4%。略超预期的是，2024 年的前三个季度九大轮胎企业的主营业务成本同比 2023 年同期持续呈现下滑态势，而作为轮胎主要原材料的价格在今年持续上涨，2024 年三季度天然橡胶同比 2023 年同期上涨约 41%，对比轮胎企业的成本支出来看，似乎与有所矛盾。

参考化外之地 ChemLaymen 的方法以及彭博的数据，对于轮胎企业来说，采购的原材料价格基本是一致的（不排除战略采购，即轮胎企业主动判断原材料价格）。此外，轮胎产品种类多样，各轮胎具体原材料配方以及成本各不相同。用各上市轮胎企业 2023 年年报中的全年收入除以原材料采购金额，再乘以 100，就可以尽可能剔除掉不同产品类型的影响，对比同样采购 100 元原材料，能够增加的产品附加值有多少。

不难发现，国际巨头轮胎企业的品牌附加值确实很高，同样 100 元的原材料，产品售价可以在 300-400 元，但利润水平也不高，更多的成本是在人工、研发费用和销售费用等，总计大约超过 100

元，高于原材料的成本支出，海外轮胎企业原材料占比总成本比例不高。相反，大部分中国轮胎企业的品牌附加值较低，100 元的原材料，+20~30 元的制造费用，200 元不到的售价对外出售，中国轮胎企业原材料占比总成本较高。考虑目前全球轮胎行业仍是海外巨头占据全球市场主要份额，因此，我们认为，原材料价格的上涨对全球轮胎行业成本压力冲击有限。

图表 51：九大轮胎企业主营业成本合计（百万美元，%）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

图表 52：每 100 元原材料生产的轮胎售价与利润（元）

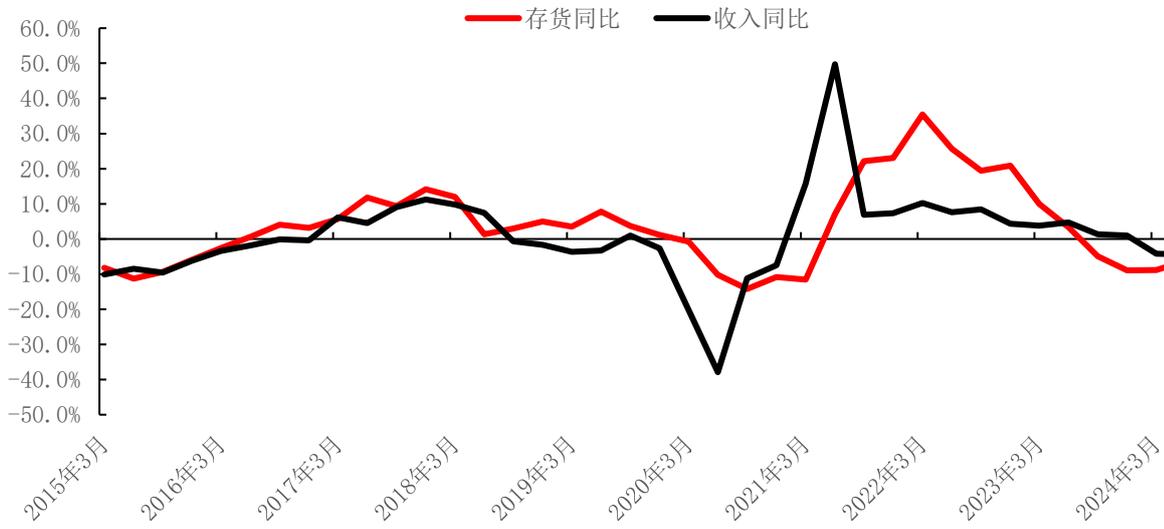


数据来源：彭博，中信建投期货整理

从库存周期的定位来看，随着九大企业在 2024 年三季度迎来收入增速拐点，尽管存货同比回升，理论上库存周期的定位应该是主动补库（轮胎企业预期未来收入将持续增长，主动囤积库存），而考虑前述价格水平因素对存货数据的放大作用，我们认为，全球轮胎行业或于 2024 年三季度进入被动去库阶段（出现了超轮胎企业预期外的收入好转，库存在不知不觉中对外出售）。参考上一轮周期，九大轮胎企业的收入增速于 2020 年二季度迎来拐点，而存货增速则于 2021 年一季度迎来拐点，上一轮周期的被动去库持续约 3 个季度（或是当轮胎企业迎来需求好转时，依然无法形成对未来收入增速加快的一致预期，故不会在收入增速迎来拐点的下一个阶段立即主动囤积库存）。回顾 2017 年一季度，也曾短暂出现过收入增速与存货增速劈叉。参考曾经的 2017 年和 2021 年，我们认为，在即将到来的 2025 年一季度全球轮胎行业或仍处于被动去库阶段，而结合前述对于全球轮胎消费的判断，按照配套（3）：替换（7）的比例，我们认为 2025 全球轮胎消费或增长 1.65~2.35%，带动全球天然橡胶与丁二烯橡胶消费增长 1.2%~1.6%。根据 IMF 的预测，2025 年发达经济体 GDP 增速为 1.8%，考虑到欧美等发达国家为全球橡胶制品的主要消费者，非轮胎橡胶制品消费预计将跟随 GDP 呈现自然增长。故，在 2025 年全球经济没有特殊系统性风险的情况下，我们认为全球天然橡胶与丁二烯橡胶的需求将增长 1.5%~2%。



图表 53：九大轮胎企业存货同比&收入同比（%）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

三、后市展望：周期巨轮不断前进，过剩阴霾终将散去

3.1、天然橡胶供需总结

3.1.1 天然橡胶平衡表：2025 年有望再度去库，然去库幅度或收窄

展望 2025 年天然橡胶的全球供需平衡，需求端来说，基于 2025 年欧美货币政策正式转向，以及中国的宏观刺激政策一再推出，因此，我们认为 2025 年以轮胎行业为主的天然橡胶下游行业将迎来温和增长，保守情形下预计 2025 年全球天然橡胶将同比增长 1.5%至 1481 万吨。供应端来说，由于 2023 年-2024 年异常气候的影响，导致全球天然橡胶出现罕见的连续两年减产，因此，在低基数状态下 2025 年全球天然橡胶有望迎来产量的回补。

结合前述全球天然橡胶产能处于临近见顶的定位，我们认为 2025 年全球产量的回补并非来自于橡胶树产能的自然释放，而是来自于需求侧的增长（参考工业品供应的特点，在没有需求增长的情况下，供应端没有主动增加的动机，天然橡胶特殊的点在于因为橡胶树的生长属性，存在长达数年的静态产能扩张阶段），以高价的方式去刺激上游 3 个生产环节（制胶、割胶、种植，种植环节的扩张尚早，主要刺激割胶环节）扩大生产规模，以满足当期需求的增长。

在当下的高价下（需要说明，2024 年的高价是供需平衡变化的结果），考虑到全球主要产胶国树龄结构的差异，随着全球需求的温和增长，除开明确产能下行的印尼外（或因高价减产幅度收窄，相关研究表明乙烯利刺激药能够降低老龄胶树的减产幅度），泰国、越南等地产量或迎来增长，尤其是树龄结构相对年轻的科特迪瓦等地。在天气正常的情况下，我们认为 2025 年全球天然橡胶产量有望回补 6.5%至 1460 万吨左右，2025 年全球供需缺口约 21 万吨（存在的缺口原因是在于上下游行业对需求变化反应的滞后）。在天气异常的情况下，我们认为 2025 年全球天然橡胶产量将回补 1.46%至 1390 万吨左右，2025 年全球供需缺口约 91 万吨，与 2024 年相当。

图表 54：全球天然橡胶供需平衡表（万吨）

年份	全球平衡表			主要国家产量									
	产量	消费	供-需	泰国	印尼	越南	马来西亚	印度	中国	柬埔寨	缅甸	科特迪瓦	其他
2008	1009	970	39	309	275	66	107	88	55	/	/	19	89
2009	973	1000	(27)	316	244	72	86	82	64	3	/	20	85
2010	1070	1080	(10)	359	274	75	94	85	69	4	/	23	88
2011	1150	1120	30	392	299	79	100	89	73	5	/	23	89
2012	1166	1170	(4)	390	301	88	92	92	80	6	/	25	91
2013	1228	1151	77	419	324	95	83	80	87	9	/	29	104
2014	1225	1181	44	442	315	95	67	70	84	10	/	32	110
2015	1220	1200	20	441	315	101	72	58	79	13	/	35	106
2016	1250	1273	(23)	434	336	104	67	62	77	15	/	47	108
2017	1360	1320	40	470	368	109	74	71	80	19	/	65	103
2018	1390	1360	30	481	363	114	60	66	82	22	23	70	109
2019	1405	1410	(5)	485	340	118	64	70	81	29	26	82	110
2020	1370	1380	(10)	486	304	123	51	69	69	35	27	95	112
2021	1470	1480	(10)	520	305	133	47	76	87	40	30	115	118
2022	1480	1430	50	525	272	134	38	84	86	45	30	150	116
2023	1400	1444	(44)	481	224	127	35	85	83	39	32	168	126
2024E	1370	1459	(89)	490	200	120	30	80	83	35	30	180	122
2025E（天气正常）	1460	1481	(21)	520	180	145	30	90	90	40	35	205	125
2025E（天气异常）	1390	1481	(91)	500	170	130	30	80	83	40	35	195	127

注1：数据参考ANRPC、泰国橡胶局，结合当年行情与基本面情况进行较多调整，绝对数值仅供参考，不代表全球真实情况
 注2：天然橡胶消费量定义：加工为橡胶制品的加工量，不代表实际橡胶制品的消费量
 注3：2025年平衡表的推演基于需求温和复苏，故平衡表只考虑供应端的潜在冲击

数据来源：Wind，中信建投期货整理

3.1.2 策略：长期过剩格局改善，重心抬升趋势不改

尽管天然橡胶长期过剩的格局正在改善，然而全球主要期货合约常态化远月升水结构正体现的现货熊市格局或仍未扭转，因此，估值角度，天然橡胶的价格取决于成本曲线的落点。而前述，天然橡胶的生产成本中人工成本（主要是割胶环节的人工成本）占比超过 50%，天然橡胶成本曲线随着产胶国经济发展逐年走高，而全球需求的温和增长推动成本曲线落点持续向右侧迁移，天然橡胶价格重心持续抬升。从“驱动+估值”的框架展望 2025 年，随着天然橡胶长期过剩的改善，全年价格重心抬升趋势将延续。

单边策略方面，考虑到天然橡胶工业品与农产品的双重属性，随着需求温和复苏，而供给端的超预期事件一般都是令供应骤减，因此，天然橡胶在 2025 年依然多配更佳，要重现 2024 年全年趋势性上涨的行情则需要天气因素的配合（不必过分博弈天气因素驱动的极致多头行情）。预计 RU 合约全年价格运行区间为 16000~21000 元/吨，NR 合约全年运行区间为 14000-17000 元/吨，2025 年高点或出现在全球逐步进入低产季的 2 月。

价差策略方面，由于 RU（主要国产）和 NR（主要东南亚产）交割品产地地理位置导致的割季错位，导致 RU 与 NR 价差存在明显的季节性（对冲掉了需求影响，供应端季节性的强弱关系是依赖于强大的自然规律）。因此，预计 2025 上半年 RU 对 NR 升水走弱，在进入 9 月（东南亚旺产季）后，RU 对 NR 升水走强。

3.2、丁二烯橡胶供需总结

3.2.1 丁二烯橡胶平衡表：产能仍有增长背景下，2025 年或延续紧平衡

展望 2025 丁二烯橡胶的供需平衡，需求端参考天然橡胶，在全球需求温和增长的背景下，我们认为中国丁二烯橡胶的表观消费量将重回 130 万吨的量级，同比 24 年增加 4.25%。供应端来说，随着中国区丁二烯橡胶产能以及亚洲区域乙烯产能的扩张，我们认为 2025 年中国丁二烯橡胶的产量有望再创历史新高至 132 万吨，同比 24 年增加 5.01%。在上游产能仍有释放空间的背景下，2025 年丁二烯橡胶或延续年度紧平衡的状态，预计国内显性库存将去库 0.4 万吨。

图表 55：中国丁二烯橡胶供需平衡表（万吨）

年份	产量	进口	出口	期初库存	期末库存	表需	库存变化
2019	97.7	20.2	4.8	1.8	2.0	112.9	0.2
2020	111.1	28.5	7.2	2.0	2.4	131.9	0.4
2021	103.3	18.8	9.1	2.4	1.8	113.6	-0.6
2022	117.6	19.5	14.4	1.8	2.9	121.8	1.0
2023	125.2	25.6	18.1	2.9	3.0	132.6	0.1
2024E	125.7	24.6	23.5	3.0	2.9	126.9	-0.1
2025E	132.0	24.1	24.2	2.9	2.5	132.3	-0.4

数据来源：Wind，中信建投期货整理

3.2.2 策略：价格或仍呈现剧烈波动，把握阶段性机会

有别于天然橡胶，丁二烯橡胶（另一中文译名“聚丁二烯”，仅是物理性质与使用用途与天然橡胶类似，故命名中带有“橡胶”二字）是纯粹的石油化工产品，其上游唯一原料丁二烯“被动式”供应的特殊性，导致其供应端的不确定性更高（各环节装置的意外事件会令当期供应骤减，而同时乙烯链条需求的超预期好转则会令当期供应骤增）。结合前述对于需求前景乐观的判断，我们认为，2025 年丁二烯橡胶仍会以上涨收官全年，而供应端的高度不确定性以及唯一原料丁二烯的不易存储性则会导致价格出现更剧烈的波动（看涨丁二烯橡胶价格的波动率），预计丁二烯橡胶全年运行区间为 13000-17000 元/吨，以买入期权的方式代替期货头寸或有更高的胜率与更好的盈亏比。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座
电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912
电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室
电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406
电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间
电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公
电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室
电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情

形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com