

【建投专题】天然橡胶供应稳定背景下，工业品属性或将主导定价

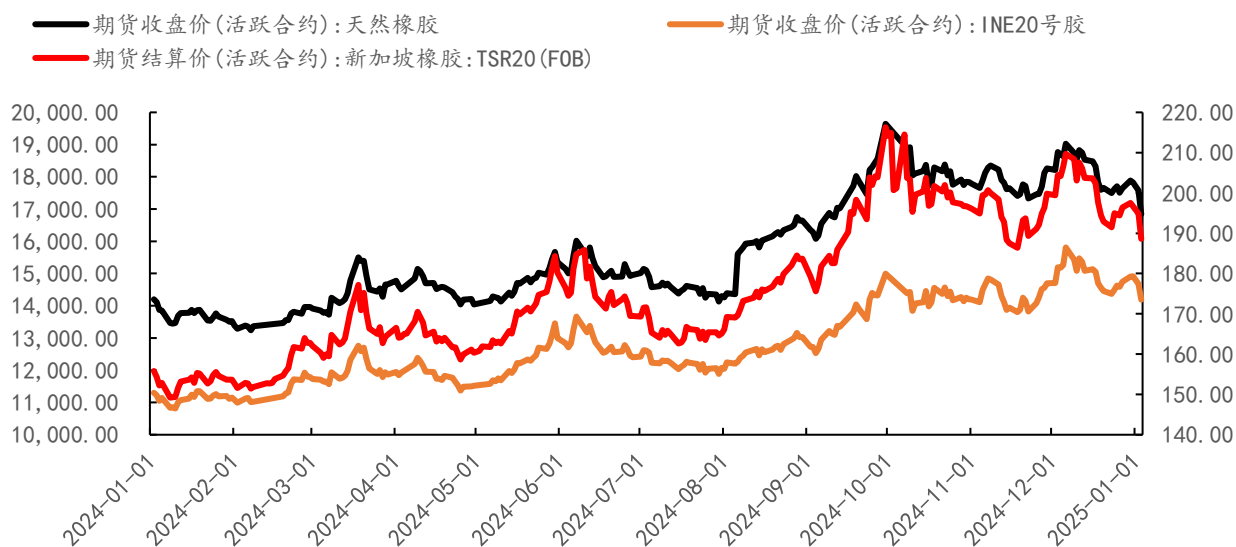
作者（期货交易咨询从业信息 Z0017387）董丹丹 助理研究员（期货从业信息 F03121925）蔡文杰

发布日期：2025 年 1 月 6 日

一、行情回顾

2025 年伊始，全球主要天然橡胶期货合约均迎来大幅下挫。截至 1 月 3 日，上期所天然橡胶期货主力合约 RU2505 报收 16840 元/吨，跌幅 4.18%；上海国际能源交易中心 20 号胶主力合约 NR2502 报收 14190 元/吨，跌幅 3.34%；新加坡交易所 20 号胶主力合约 Sicom2503 报收 188.2 美分/公斤，跌幅 3.44%。截至 1 月 6 日盘中，日本东京商品交易所 Tocom2505 报收 360.9 日元/公斤，跌幅 3.09%。

图表 1：全球主要天然橡胶期货合约收盘价（元/吨，美分/公斤）



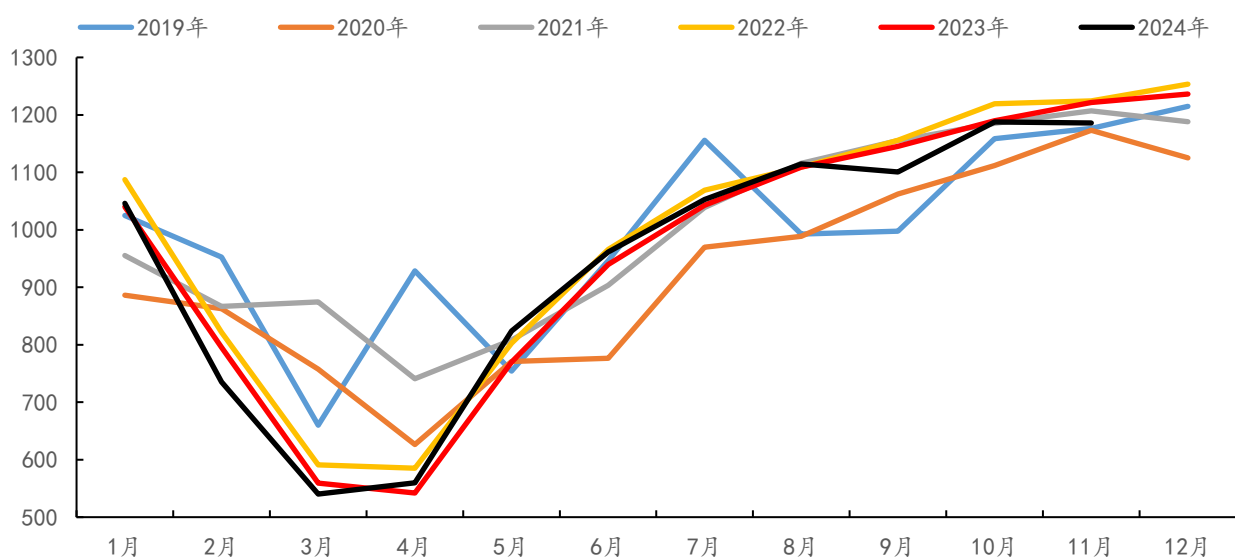
数据来源：Wind，中信建投期货整理

二、供需边际变化有限，悲观预期主导下跌

近期全球主产区天气条件正常，随着北半球冬季来临，纬度偏高地区逐步过渡至低产（停割）季，整体符合季节性规律，全球供应相对稳定。根据 ANPRC 的数据，在过去的 5 年，每年 1 月全球天然橡胶平均产量约为 100.6 万吨，环比 12 月的 120.3 万吨下降约 19.6%。从天然橡胶的供应来说，近期全球天然橡胶产量或并未有太多的边际变化（需要说

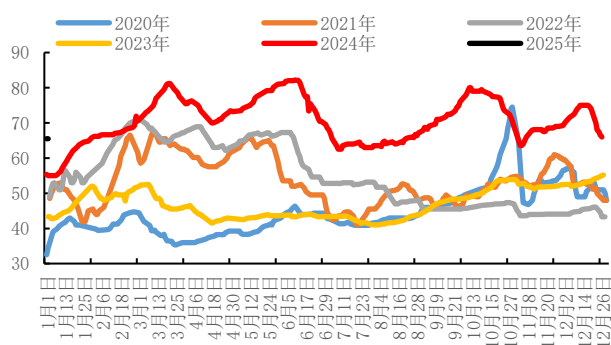
明，天然橡胶的产量除了正常的季节性外，一般无法有超预期事件能够令产量在短期内大幅增长，哪怕天气、物候条件极佳，依然需要固定时间去完成割胶、收胶、制胶等工作内容)。以全球第一大产胶国泰国为例，截至1月3日，泰国胶水报收65.5泰铢/公斤，泰国杯胶报收59.8泰铢/公斤，分别较元旦节前下跌0.76%和持平。

图表 2：全球天然橡胶产量（千吨）



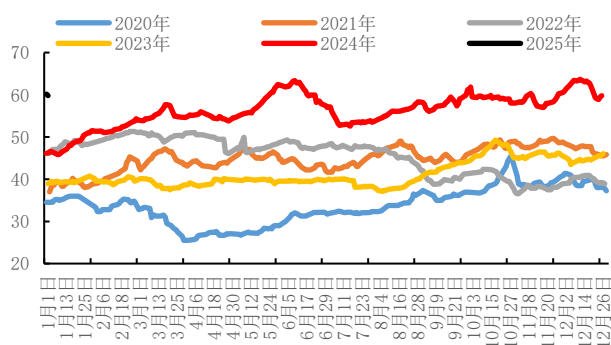
数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 3：泰国胶水价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联，中信建投期货整理

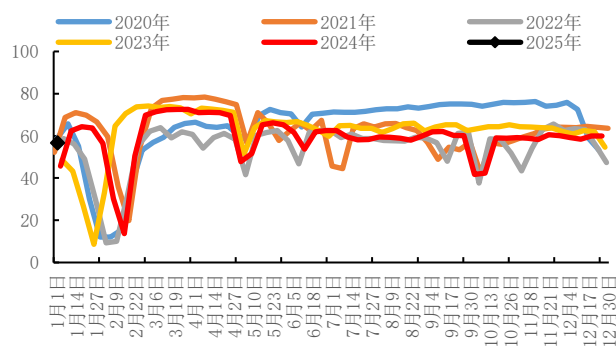
图表 4：泰国杯胶价格（泰铢/公斤）



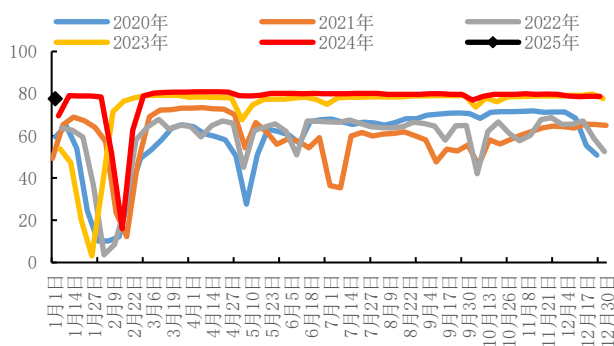
需求端来看，下游轮胎企业在生产活动未有明显变化的情况下，虽出现成品出现持续累库（或是临近春节正常的备货行为），而原料库存则小幅去库，故下游行业边际变化亦有

限。根据隆众资讯的数据，截至1月2日，中国半钢胎样本企业产能利用率为77.58%，环比-1.15%，同比+8.09%；中国全钢胎样本企业产能利用率为56.56%，环比-3.41%，同比+10.88%。截止到1月2日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在41.89天，环比+0.67天，同比+6.22天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在44.92天，环比+0.73天，同比+0.16天。截至1月3日，样本企业原材料库存天数在20.7天，较上期20.9天下降0.2天降幅1.1%。

图表 5：全钢胎产能利用率（%）

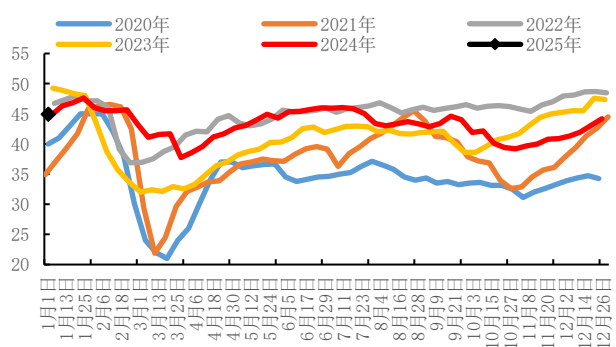


图表 6：半钢胎产能利用率（%）

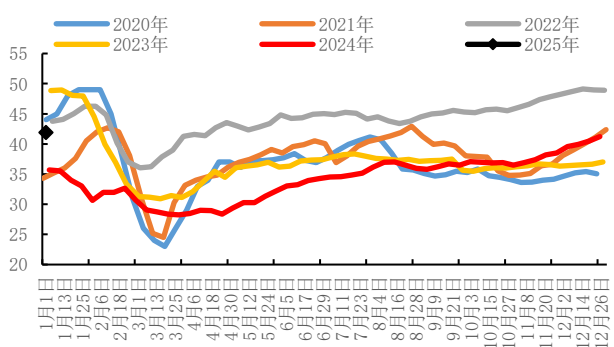


数据来源：钢联，中信建投期货整理

图表 7：全钢胎库存可用天数（天）



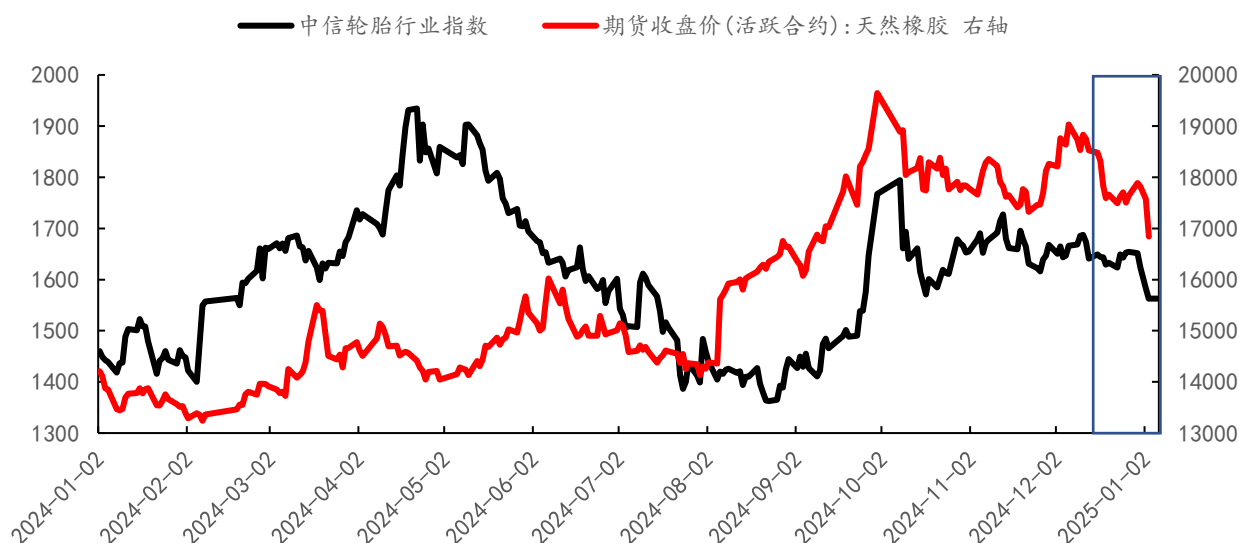
图表 8：半钢胎库存可用天数（天）



数据来源：钢联，中信建投期货整理

综上所述，我们认为本轮价格的大幅下跌并非是短期大量过剩驱动的暴跌行情。根据wind，截至1月3日，中信轮胎行业指数报收1562.84点，跌幅1.27%，自12月31日起连续三日下跌，跌幅为5.69%。我们认为，引发本轮暴跌行情的驱动或是源于下游主要行业轮胎行业的需求预期坍塌，为产业链自下而上传导的价格坍塌。

图表 9：中信轮胎行业指数&天然橡胶期货主力合约收盘价（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

三、天然橡胶供应稳定背景下，工业品属性或将主导单边定价

由于橡胶树的生长依赖于特定的自然条件（如降雨、气温、土壤条件等），全球适宜种植橡胶树的地区大约在南北纬 20° 的区域，而由于最适宜种植的南北纬 10° （这一区域主要是印尼北部与泰国南部，因为靠近赤道，全年最低温偏高，故部分橡胶树不会出现落叶的情况，仍可割胶）之间且南半球适宜纬度区域陆地面积较少，故全球种植有部分区域集中在北纬 $10^{\circ} \sim 20^{\circ}$ ，这部分区域在北半球冬季时最低气温偏低，会导致橡胶树出现落叶（橡胶树的自我保护机制）等情况，故会存在低产、停割的现象。因此，橡胶树的供应存在“割季”这一概念，也形成全球天然橡胶产量相对规律的季节性。

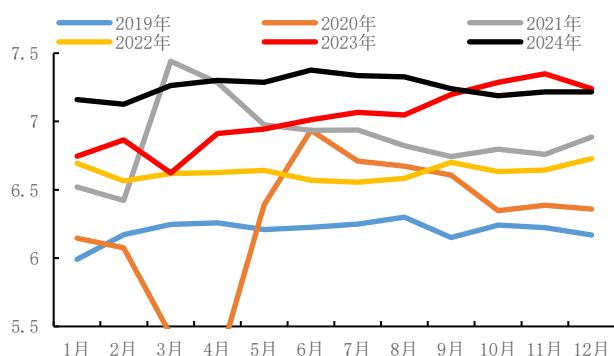
我们认为，由于割季的存在，不仅是决定了天然橡胶产量（供应）的季节性，更重要的是，随着割季的推进，天然橡胶的单边定价框架由供需平衡的动态定价切换至需求主导的存量库存定价（另一种表述方式：旺产季时，以当期的供需平衡定价当期生产的天然橡胶值多少钱；走向低产季时，以当期需要使用多少天然橡胶定价过去生产的天然橡胶值多少钱）。因为在产量季节性下滑至低产季的阶段，全球天然橡胶产量一般是无法满足当期需求的，消耗的更多是上游各个环节的冬储库存（从一般的供需平衡框架来说，库存的变动方向和价格的变动方向应该是相反的，而天然橡胶其特殊性就在于其供应存在客观的自然规律，在低产季去库的阶段，其单边价格依然会存在下跌情况，故我们认为传统的供需平衡框架无法用于

低产季时天然橡胶的单边定价)，而此时供应是固定的（由于产量环比下滑，可以近似地看做低产季几乎没有当期新增产量），动态变化仅来自于需求端。

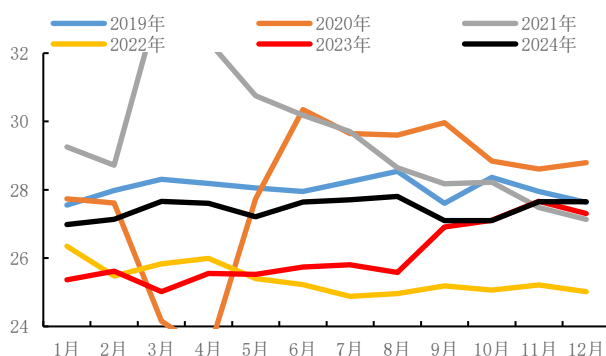
因此，在这个部分中，我们尽可能去判断当低产季来临时，天然橡胶需求（主要是轮胎行业）会如何变化。由于欧美市场为全球轮胎主要的消费者，而欧洲（占比全球轮胎消费约 27%）相关高频数据（欧洲相关数据以季度、年度为主）较少，以下内容主要针对美国市场（占比全球轮胎消费约 24%）进行讨论。

根据彭博的数据，截至 2024 年 12 月，美国汽车配件和轮胎零售额以及美国个人轮胎消费支出分别为 72.17 亿美元和 276.54 亿美元（分别按照美国轮胎行业 CPI 进行平减），同比分别下降 0.03% 和上升 1.28%。回顾 2023-2024，自 2023 年 8 月起，两项数据均呈现持续回暖，并一直延续至 2024 年全年。

图表 10：美国汽车配件和轮胎零售额（十亿美金）



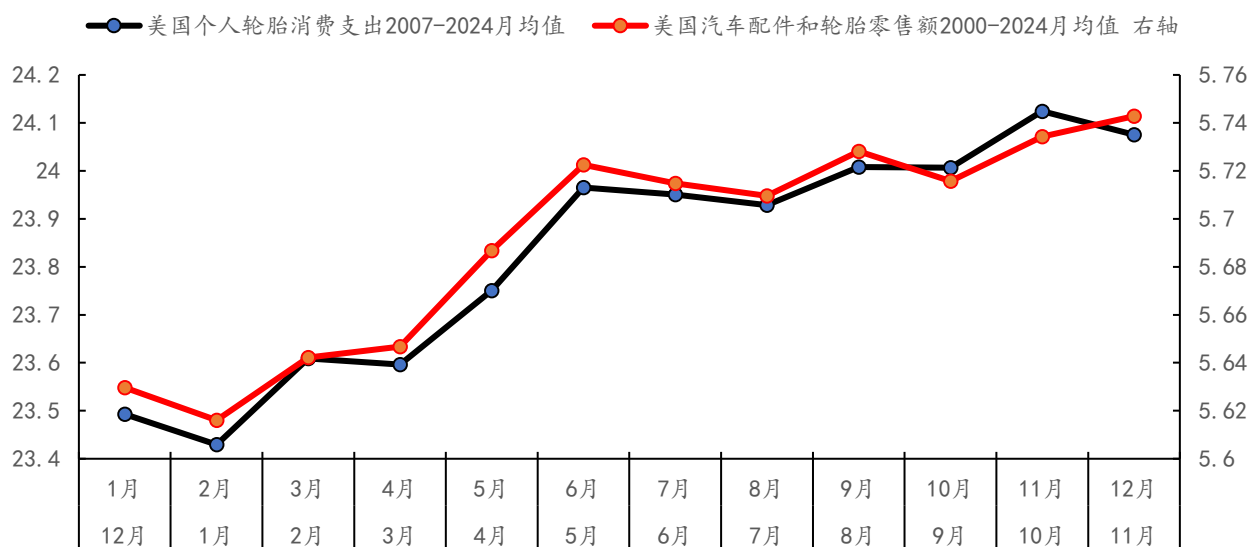
图表 11：美国个人轮胎消费支出（十亿美金）



数据来源：彭博，中信建投期货整理

通过对美国汽车配件和轮胎零售额以及美国个人轮胎消费支出的往年数据进行月度平均，可以发现在每个自然月的 2 月，美国的轮胎消费均呈现出环比回落，在 3 月会呈现环比好转。类似的情况在美国轮胎的进口上也同样出现。一般来说，一条轮胎的生产周期在半个月左右，而美国轮胎的主要进口国为泰国和中国，两地到美国西部港口的船期在 15-20 天左右，故从两地生产结束到运送至美国港口的时间粗略估计在 1 个月左右，那么对应轮胎等橡胶制品企业的采购原材料的时间点应前移一个月（图 12 中横坐标第二行即为轮胎企业采购原材料的月份）。或是由于美国在经历了每年冬季的换胎高峰后，更多消费者选择在春季的 3 月更换轮胎，造成需求后置，类似的情况在欧盟轮胎进口也有一定体现。

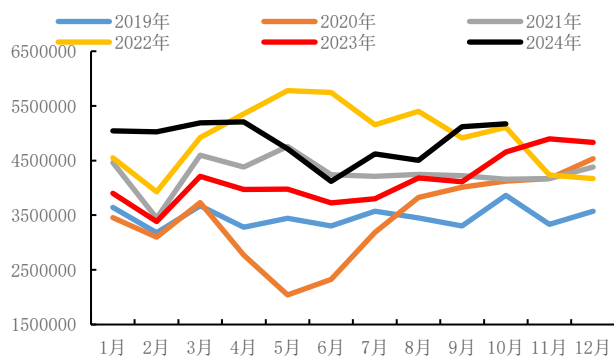
图表 12: 美国汽车配件和轮胎零售额&美国个人轮胎消费支出往年月均值 (十亿美金)



数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

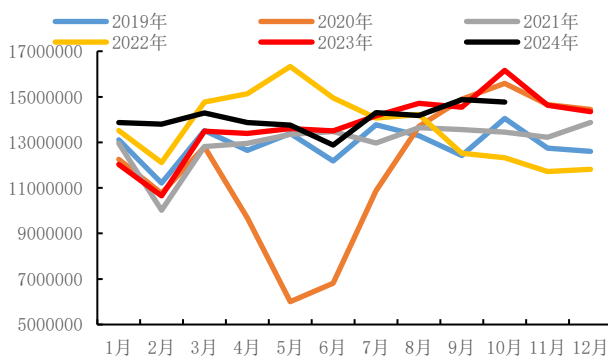
注: 横坐标第一行为自然月份, 第二行对应轮胎等橡胶制品企业理论上应该采购的月份

图表 13: 美国全钢轮胎进口量 (条)

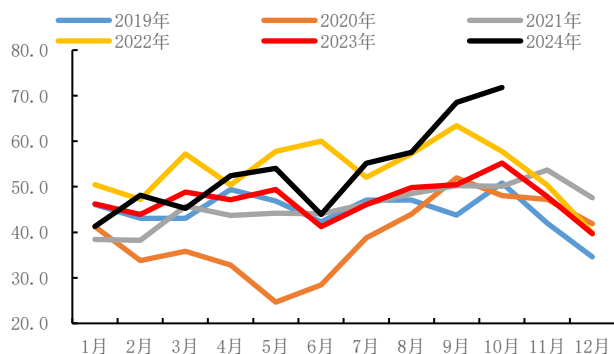


数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

图表 14: 美国半钢轮胎进口量 (条)

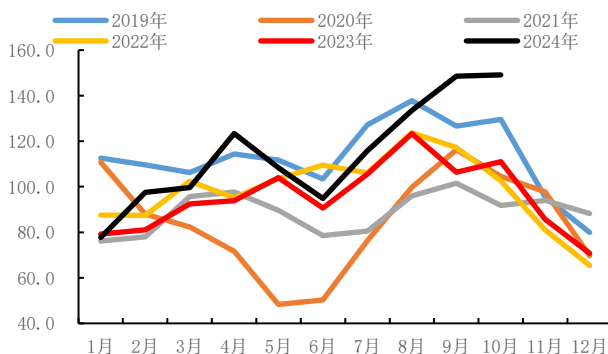


图表 15: 欧盟全钢轮胎进口量 (千吨)



数据来源: 彭博, 中信建投期货整理

图表 16: 欧盟半钢轮胎进口量 (千吨)



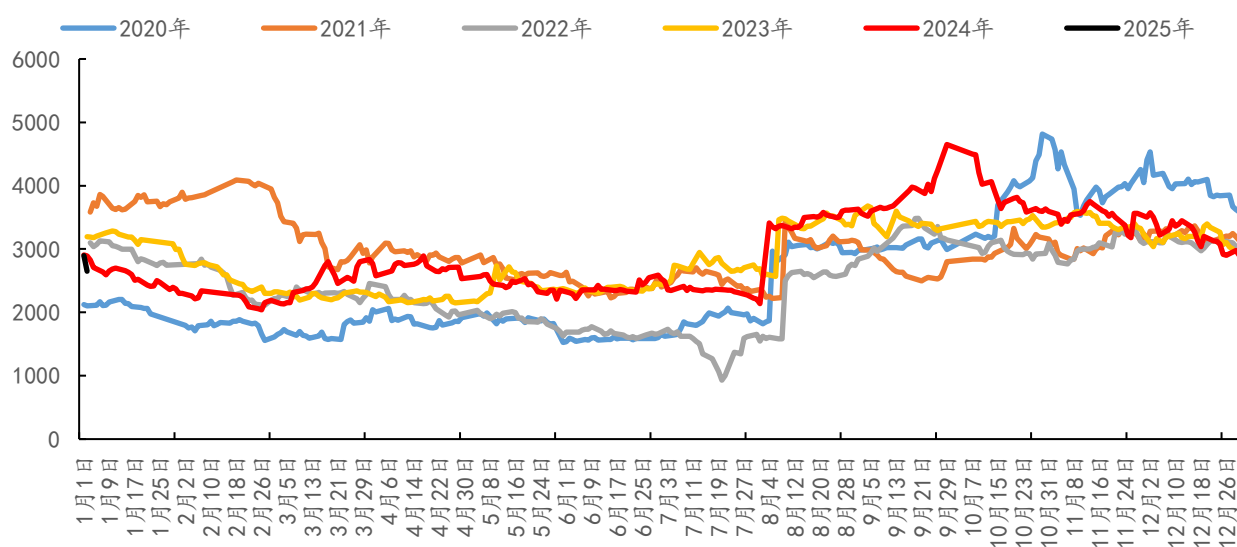
四、单边不确定性仍偏高，关注结构性机会

随着天然橡胶的单边定价逐步切换至需求主导的库存定价，未来单边价格仍面临较大的不确定性。尽管从大背景来说，降息周期下轮胎消费不会出现单边坍塌，而且季节性来看海外轮胎需求有望在 3 月迎来季节性好转，轮胎企业理论上应该在 2 月进行原材料采购。然而，由于在过去的 2024 年天然橡胶由于自身的供需失衡，全年走出几乎独立于大宗商品市场的全年单边上涨行情，无论是上下游实体企业与公开市场参与者的一致预期或导致在 2024 年割季尾声形成过度储备（预期未来价格上涨选择主动囤积更多的库存，而低产季价格上涨的驱动往往来自需求增长，而当未来已至时，当期的需求或并不需要用这么多货），造成低产季价格下跌。我们无法去预判未来的需求（另一层含义是无法去判断当下的价格包含了多少对未来预期），而至少对于当下的价格来说，或包含了一部分对于未来需求好转的预期。因此，基于库存定价的框架，本轮下跌行情的终点或取决于总需求环比下降的幅度，由于我们对于轮胎行业看法相对乐观，故 RU&NR 下方空间或有限。随着海外轮胎需求在 3 月的季节性好转，轮胎企业或将在 2 月进行原材料采购，带动胶价在 2 月迎来反弹，而预期先行或将限制反弹高度（此处向下修正年报中对于 2025 年 2 月高点的判断，或不及 20000 元/吨）。

相较于单边价格的不确定性，多 NR 空 RU 的价差或有更高的胜率。第一，由于二者都是天然橡胶主要用于轮胎生产，价差可以说完全对冲了需求端的不确定性，仅仅是二者供应端的强弱关系；第二，国内产区由于地理位置的问题，为全球最先停割的产区，故对于常年过剩的 RU 交割品全乳胶而言，早于东南亚主产的 20 号胶提前进入库存定价的阶段，对于国产全乳胶而言，其自身的需求本没有显著好转，而在 2024 年胶价大幅上涨的背景下，尽管国内产区也受到天气影响，整体产出不佳，而据了解，2024 年国产全乳胶产量同比 2023 年增产（问题的本质是，需求增长给出高价刺激的产出是除全乳胶以外的天然橡胶比如 20 号胶，而供需的阶段性的错配导致长期过剩的全乳胶出现增产，带着更高的库销比进入停割季）。因此，在需求环比下滑后，过剩更严重的全乳胶应该下跌更多，尤其是在绝对价格远高于往年同期的情况下，也需要通过跨胶种价差的收窄去体现过剩的全乳胶是足够“便宜”的。而由于国内产区偏北，开割上量的节点早于泰国等东南亚区域，全乳胶的供应压力先于 20 号胶等深色胶现货。立足当下，展望未来，我们认为，多 NR 空 RU 的价差头寸或有更

高的胜率，升水的收窄或延续至 2025 年泰国等东南亚产区旺产季前（从价差推广到单边，由于需求的增长主要是针对以 20 号胶为主的深色天然橡胶，故 RU 与 NR 之间，NR 合约多配更佳）。

图表 17: RU 主力合约收盘价-NR 主力合约收盘价（元/吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



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内容。版权所有，违者必究。