

【建投专题】天然橡胶&20 号胶：库存定价阶段，宏观属性增强

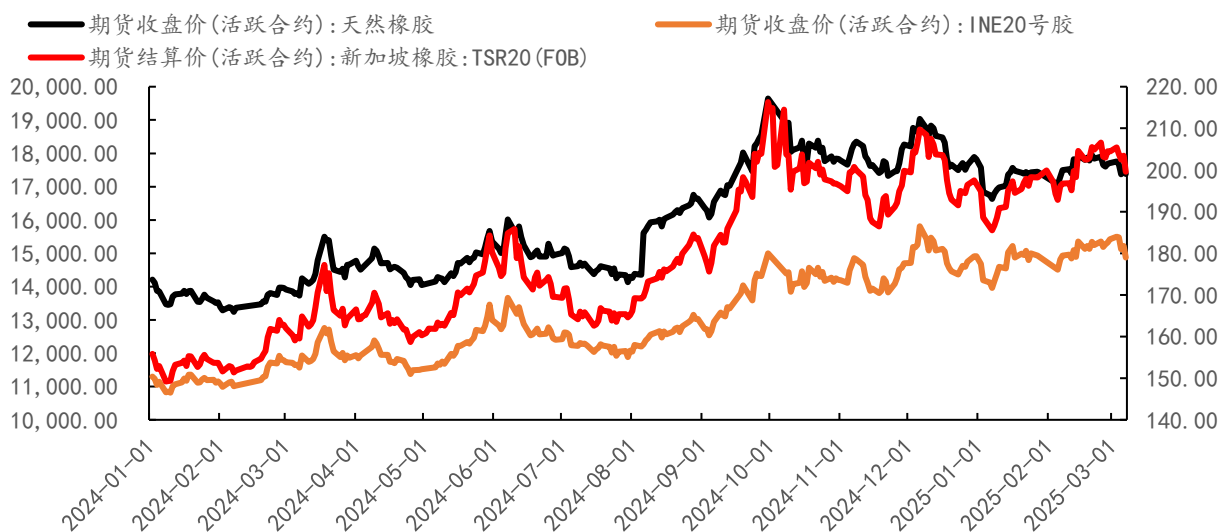
作者（期货交易咨询从业信息 Z0017242）刘书源 助理研究员（期货从业信息 F03121925）蔡文杰

发布日期：2025 年 3 月 10 日

一、行情回顾

进入 3 月以来，全球主要天然橡胶期货合约在经历了 2 月的反弹后，迎来快速下跌。截至 3 月 10 日下午 3 点，上期所天然橡胶期货主力合约 RU2505 报收 17100 元/吨，3 月跌幅为 3.44%；上海国际能源交易中心 20 号胶主力合约 NR2502 报收 14645 元/吨，跌幅 4%；新加坡交易所 20 号胶主力合约 Sicom2505 报收 197.4 美分/公斤，跌幅 3.57%。截至 1 月 6 日盘中，日本东京商品交易所 Tocom2508 报收 343.1 日元/公斤，跌幅 4.64%。

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

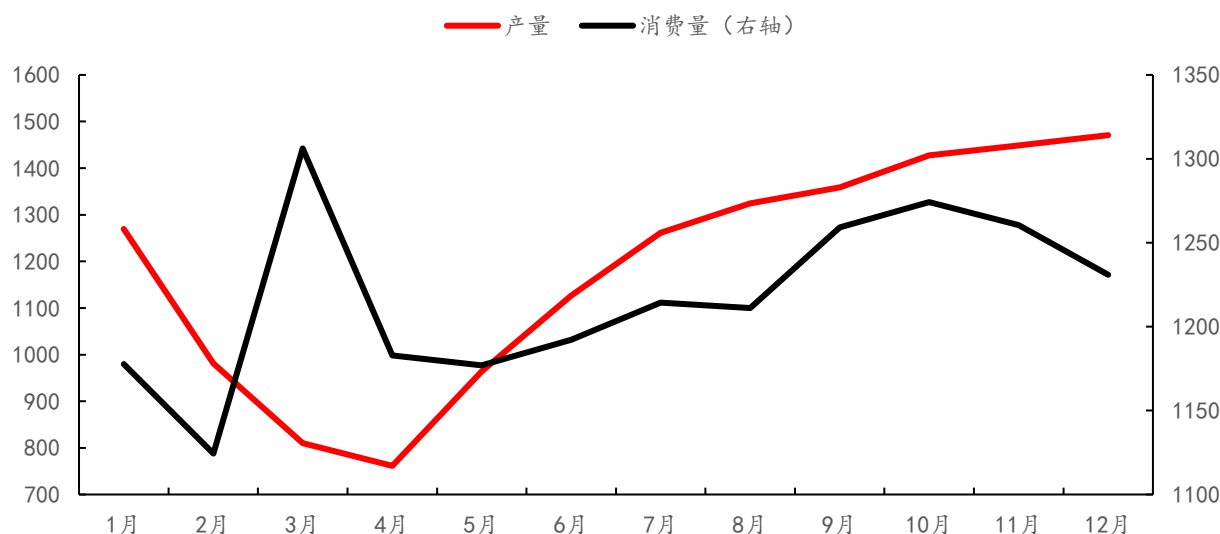
二、单边框架的一些要素

在这个章节中，给定一些相对符合行业现状的框架要素。①天然橡胶产业链相关的上下游行业，上游天然橡胶种植业、中游天然橡胶初加工业以及下游轮胎等橡胶制品行业（此处考虑不参与实际生产的行业，因为没有给对应产品增加附加值，可以将其余参与者归类为上

下游行业中的一个部门，例如国内的进口贸易商可以看作是制胶企业的销售部门，亦可以是轮胎企业的采购部门）均是完全竞争市场，每一个市场参与者都是被动的价格接受者。②承接①，单边价格取决于供需关系，也代表着单边价格的动态变化取决于供需关系的动态变化，二者一一对应。某一段时间（可能时间段的窗口需要比较长）的价格变化对应某一段时间供需的动态变化，某一个时点的（均衡）价格对应某一个时点静态的供需平衡。③从轮胎等橡胶制品的角度，产业链涉及行业均为生产者（区别在于种植业与加工业分别生产初级原料和工业原料，轮胎业生产实际消费品），消费者为使用轮胎等橡胶制品的部门（如居民部门）④产业链上下游行业均处于一个没有贸易壁垒的开放经济中，即供应为总供应，对应全球天然橡胶（或者说初级原料胶水）产量；需求为总需求，对应全球轮胎等橡胶制品消费量。⑤承接④，微观细节可以与总量结果互相印证，但不一定能充分代表总量，即总量结果可以推导微观细节，而微观细节一般无法与总量结果一一对应。这里回答一个问题，中国2025年1-2月的橡胶进口同比增长超20万吨与显性库存仅累库10万吨，货去哪里了？我们认为货的确被下游轮胎厂买走了（不考虑下游行业的投机行为，那采购原材料的动机一般都是为了匹配对应销售订单，本质是需求环比增长，预计中国1-2月轮胎出口表现尚可）。

由于橡胶树的生长规律与土地资源限制，全球天然橡胶产量存在明显的季节性，相对而言消费量则没有明显的规律（或是由于居民部门的消费主观性较高）。在每年的3-4月，全球消费的天然橡胶一般为上一个割季的结转库存，承接上文内容与1月初发布的专题报告内容，我们认为，低产季的天然橡胶定价框架为**需求主导的存量库存定价**（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）。一段时间的需求（实际的消费环节）的动态（环比）变化会层层传递至上游每个环节的生产者，进而去影响他们的行为，最终影响到价格的环比变化（因为观察价格变化的频率一般为日度，今天和昨天比较，本周和上周比较，故为环比变化）。

图表 2：2020-2024 年全球天然橡胶平均产量&消费量（千吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

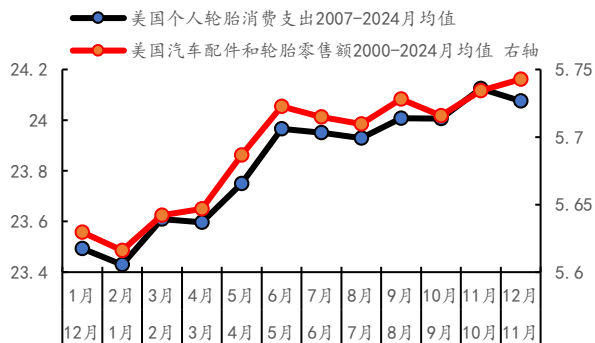
三、库存定价阶段，宏观属性增强

承接上文内容，针对全球轮胎市场的高频数据相对较少，依然还是从宏观角度结合相对有限的公开数据对于全球需求变化进行推断。考虑到目前半钢胎已经成为轮胎产品中天然橡胶消费的主力（详情可参考2月发布的专题），而欧美发达国家为全球半钢胎的主要消费者，因此从天然橡胶最下游的消费环节来说，以欧美为代表的海外轮胎市场或存在更多的边际变化（很遗憾，相关的公开数据较少）。

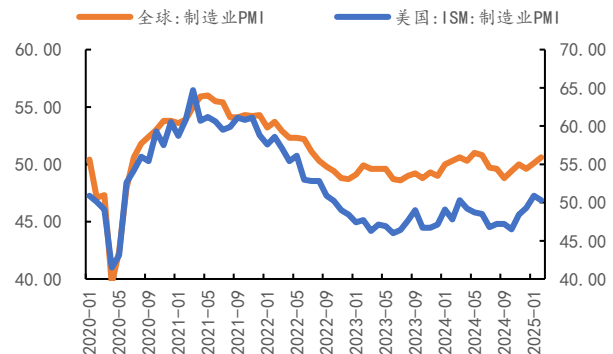
通过对美国汽车配件和轮胎零售额以及美国个人轮胎消费支出的往年数据进行月度平均，可以发现在每个自然月的2月，美国的轮胎消费均呈现出环比回落，在3月会呈现环比好转，而在随后的4月略有下滑。考虑到从原材料运输到轮胎实际生产再到实际成品销售，大概需要一个月左右的时间，对应轮胎企业的采购时间点或需前置一个月（或是或是由于美国在经历了每年冬季的换胎高峰后，更多消费者选择在春季的3月更换轮胎，造成需求后置）。同时，3月4日晚间，全球制造业与美国制造业PMI数据出炉，2025年2月全球制造业PMI指数较1月环比回升，录得50.6；而美国2月ISM制造业PMI不及预期，从50.9下滑至50.3，到达荣枯分水岭的边缘。我们认为，在全球轮胎行业为迎接北半球春季换胎高峰期的采购结束后，作为全球轮胎主要消费国的美国经济数据不佳，轮胎企业无法形成行业再度增长的一致预期后，导致采购量下滑，总需求的环比下滑对应行情单边下跌。在库存定价

的阶段，天然橡胶价格的宏观属性不断增强。而在本轮美国衰退交易中，由于天然橡胶不存在供给约束（不像割季中，存在天气等高价无法改变的强约束），故无法成为当期最强工业品，跟随整体工业品下跌。

图表 3：美国轮胎月度消费数据均值（十亿美元）



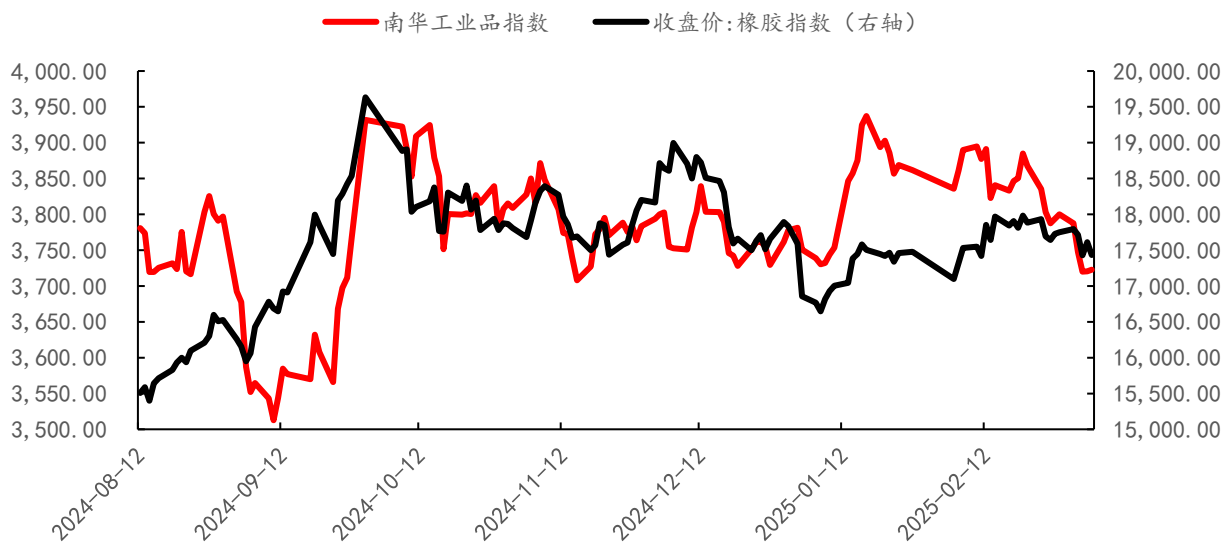
图表 4：全球制造业与美国制造业 PMI



数据来源：彭博，中信建投期货整理

注：图 3 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 5：南华工业品指数&橡胶指数



数据来源：Wind，中信建投期货整理

四、宏观不确定性抬升，是风险亦是机遇

针对全球旺产季来临前的阶段（5月之前），还是从库存定价的框架出发，去推演未来行情的演绎。先说需求端，相较于在2024年年末判断需求端，如今需求端正面临美国关税政策带来的潜在冲击，依旧从总量的轮胎市场去考虑这个问题（主要是从微观的贸易流向判断很难加总得到总量变化的判断），美国关税政策的问题在于抬升美国本土消费品的成本

（比如2024年在美国市场大放异彩的亚洲低价轮胎，由于关税成本被转嫁至美国本土消费者，在亚洲品牌与本土品牌如固特异价格差异收窄的情况下，美国本土消费者可能选择购买固特异的轮胎并降低轮胎更换频率），也变相削减了其余非美国国家的居民收入（由于本次关税政策面向全球加征关税，例如针对欧盟的钢铝产品和汽车等商品加征关税，可能会降低欧盟本土居民的收入水平，轮胎作为非必需品，可能会导致更换频率下降），导致全球轮胎市场无法再度增长。

考虑到全球降息潮与全球汽车保有量的持续扩张，且关税政策存在一定人为可逆性，目前维持对于2025年轮胎需求同比增长的判断。尽管对于今年全年需求维持增长的判断，但并不意味着增长的方式为逐月递增（本质是同比和环比区分），需求端的线性增长很难出现。那么在判断全年同比增长的基准下，尽管会出现某一阶段的需求环比下滑（比如现在的3月），但大概率会年内在某一个时点迎来新一轮的需求环比增长，否则几乎无法实现全年的同比增长（如果基准相反，以上内容全部反转）。立足当下，展望未来，我们认为，短期随着全球需求阶段性放缓与市场预期的难以扭转，天然橡胶偏弱运行；年内的中长期视角，本轮下跌或是年内中长期多头头寸介入机会；商品强弱对冲角度，天然橡胶在2025年长期的多头配置地位没有改变。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、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。