

**能化专题报告：2025 年 4 月 4 日****关税利剑终迎落地，下行风险极致释放****主要逻辑：**

4 月 2 日，美国总统特朗普宣布了所谓的“对等征税”方案，将关税大棒挥向了全球。

全球主要的轮胎消费地区为欧洲、北美以及中国，三者合计占比全球半钢胎消费约 72%；全钢胎消费约 62%。根据美国经济分析局的数据，2024 年欧盟、加拿大和中国占比美国进口比重分别约为 19.7%、11.6%和 11.3%。本轮关税政策相较于 2018 年中美贸易战区别在于，针对对象更加广泛，并非针对中国。因此，对于美国本土的轮胎消费而言，轮胎供应几乎不存在切换空间，美国本土的轮胎消费或在轮胎高价下迎来负反馈。而无差别加征关税，也将导致美国经济面临更大的衰退风险，全球主要轮胎消费国的经济水平对美国经济存在一定依赖，类比 2018 年的中国轮胎消费，在当年度出现大幅下滑。

因此，本轮天然橡胶期货合约大幅下跌的主要驱动或为美国关税政策的超预期影响（针对对象广度与关税加征力度），美国经济衰退风险提升，扩散至全球主要轮胎消费国，轮胎消费或迎来全面下滑，导致全球天然橡胶需求下降，以价格大幅下跌释放本轮关税政策带来的需求下行风险。

**后市展望：**

参考 2022 年美联储持续加息的年份，轮胎等下游行业的需求同样面临下行压力。在 2022 年上半年泰国杯胶均价约 49 泰铢/公斤，在下半年杯胶的均价约 42 泰铢/公斤，长期位于 40 泰铢/公斤，2025 年 1-3 月泰国的杯胶均价约为 60 泰铢/公斤，参考 2022 年的跌幅，即杯胶的均价或走向 51~53 泰铢/公斤，对应美金价格约为 1715~1770 美金/公斤，考虑运费以及升贴水，对应月份的 20 号胶合约约为 12500~13000 元/吨；给 2000~2500 元/吨的升贴水，对应月份的天然橡胶期货合约约为 14500~15500 元/吨。

由于单边价格受关税政策影响较大，为了规避这样的不确定性，价差头寸的胜率或高于单边头寸（除了浓缩乳胶外，几乎所有类型的天然橡胶的都主要用于轮胎生产，故价差可以对冲轮胎需求的变化）。随着国内逐步迎来开割，RU 交割品（主要国内生产）供应压力早于 NR 交割品（主要东南亚生产）回归，在今年浓缩乳胶（与 RU 交割品是原料竞争关系）下游行业持续低迷的背景下，RU 交割品的供应预计不会因为分流出现显著减少，预计 RU-NR 的升水仍有收窄空间。

**风险提示：**

关税政策反复

**能化专题报告**

研究员：刘书源

期货交易咨询从业信息：Z0017242

期货从业信息：F3066303

研究助理：蔡文杰

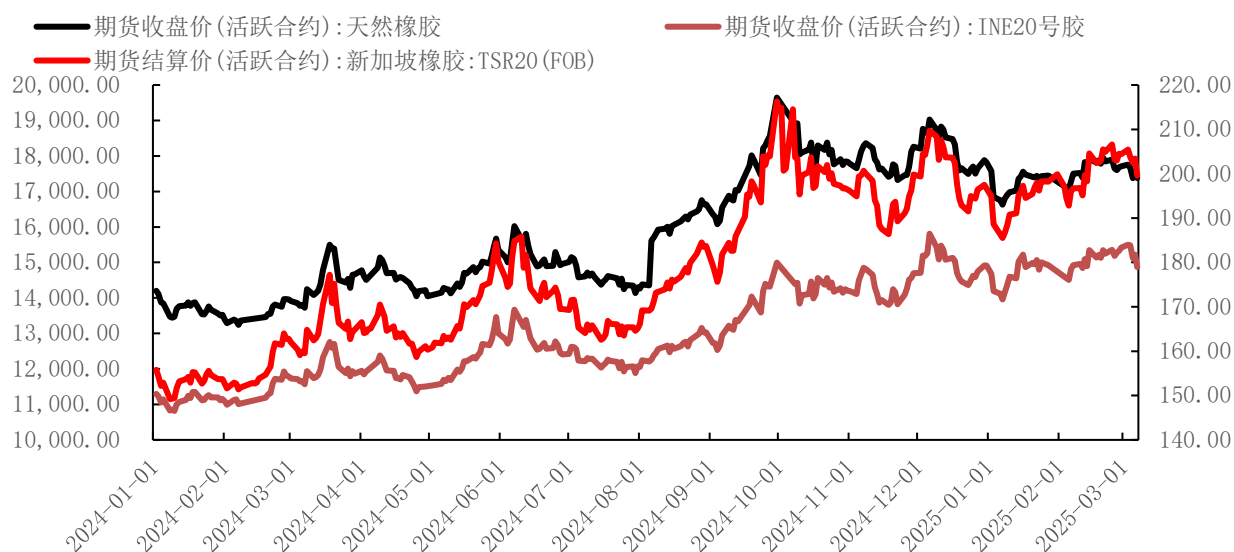
期货从业信息：F03121925

发布日期：2025 年 4 月 4 日

## 一、行情回顾

4月2日，美国总统特朗普宣布了所谓的“对等征税”方案，将关税大棒挥向了全球。受此影响，截至4月3日收盘后，全球主要天然橡胶期货合约均大幅下跌。上期所天然橡胶期货主力合约RU2509报收16295元/吨，跌幅为3.52%；上海国际能源交易中心20号胶主力合约NR2505报收13920元/吨，跌幅3.97%；新加坡交易所20号胶主力合约Sicom2506报收185.9美分/公斤，跌幅4.08%；日本东京商品交易所Tocom2508报收331.2日元/公斤，跌幅4.00%。

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

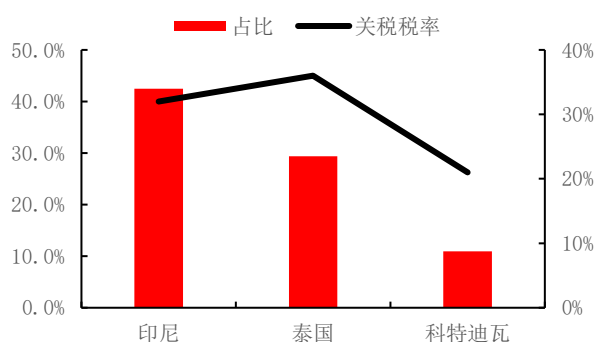
## 二、关税利剑落地：下行风险的极致释放

本次加征关税力度远远超出市场预期，按照特朗普的方案，在美国现有关税基础上，对主要贸易伙伴加征额外关税，税率从10%到40%多不等，其中英国、巴西等国税率为10%，欧盟20%、日韩25%左右，东南亚税率最高，越南、柬埔寨超过40%。中国的税率为34%，仅次于几个东南亚国家。

从美国天然橡胶主要进口国来看，由于全球天然橡胶主产国为东南亚与非洲地区，因此美国天然橡胶的主要进口国依次为印尼、泰国和科特迪瓦，合计占比美国2024年天然橡胶进口84%左右，分别占比为42.5%、29.4%和11%。而由于轮胎产能的迁移，故美国本土总天然橡胶的进口量并不高，2024年全年进口量约为89.21，不到中国进口量的20%。

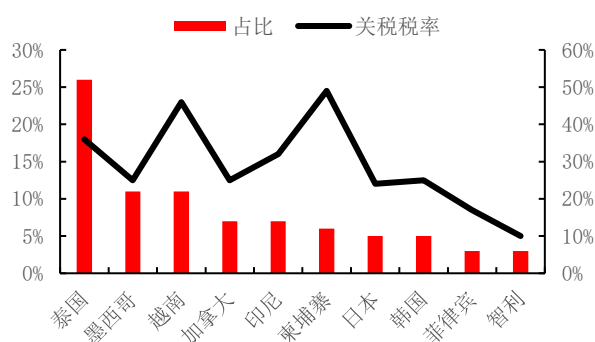
从美国轮胎的主要进口国来看，随着我国轮胎工业进入21世纪后高速发展，早在2009年9月美国就宣布对中国进口的乘用车与轻型卡车轮胎在此后三年分别加征35%、30%和25%的关税，并在2015年启动乘用车与轻型卡车轮胎的“双反”制裁，以及自2018年的中美贸易战，因此，在2019年之后中国便不是美国轮胎的主要进口国，2024年美国进口自中国的轮胎占比进口总量约1%。美国前5大轮胎进口国分别为泰国、墨西哥、越南、加拿大和印尼，占比依次为26%、11%、11%、7%和7%。根据Globaldata的数据，自2022年以后美国进口轮胎占比美国替换轮胎销量占比维持在80%左右，其中全钢胎占比接近90%。

图表 2：美国天然橡胶主要进口国与税率（%）



数据来源：USTR，中信建投期货整理

图表 3：美国轮胎主要进口国与税率（%）



数据来源：USTR，中信建投期货整理

由于成本因素以及规避中美贸易战带来的影响（2018 年的贸易战以中美为主，出口国转移即可避免高额关税），中国轮胎企业陆续将产能向人力成本更低的东南亚迁移。东南亚轮胎工厂的产能利用率普遍较高，除个别产线，大部分全钢胎产线的产能利用率均在 80%-90%，半钢胎（PCR）产线几乎满负荷生产，高于中国轮胎产能利用率。而本次美国几乎无差别加征关税，东南亚国家则面临更大的压力，大幅削弱了东南亚轮胎的成本优势，达到了制造业（轮胎行业）回流的目的，重新分配美国轮胎企业（4 月 3 日晚间美股大跌，而美国本土轮胎企业固特异盘中涨幅超 10%）与非美轮胎企业的利润（如在越南和柬埔寨设有工厂的赛轮轮胎，4 月 3 日当天盘中跌停）。

图表 4：中国企业轮胎东南亚产能不完全统计

| 中国企业轮胎东南亚产能不完全统计 |      |        |      |        |      |          |         |
|------------------|------|--------|------|--------|------|----------|---------|
| 国家               | 企业   | 产量（万条） |      | 产能（万条） |      | 产能利用率（%） |         |
|                  |      | TBR    | PCR  | TBR    | PCR  | TBR      | PCR     |
| 泰国（36%）          | 双钱轮胎 | 158    | -    | 170    | -    | 92.9%    | -       |
|                  | 中策橡胶 | 420    | 1355 | 430    | 1510 | 97.7%    | 89.74%  |
|                  | 玲珑轮胎 | 101    | 1251 | 220    | 1300 | 45.9%    | 96.23%  |
|                  | 浦林成山 | 191    | 807  | 200    | 800  | 95.5%    | 100.88% |
|                  | 江苏通用 | 106    | 824  | 130    | 900  | 81.5%    | 91.56%  |
|                  | 森麒麟  | 92     | 1695 | 200    | 1600 | 46.0%    | 105.94% |
| 越南（46%）          | 赛轮轮胎 | 535    | 2476 | 465    | 1400 | 91.5%    | 99.0%   |
|                  | 金宇轮胎 | 217    | -    | 240    | -    | 90.4%    | -       |
|                  | 贵州轮胎 | 210    | -    | 250    | -    | 84.0%    | -       |
| 柬埔寨（49%）         | 赛轮轮胎 | -      | -    | 120    | 1100 | -        | -       |
|                  | 江苏通用 | 90     | 533  | 100    | 650  | 90.0%    | 82.00%  |

备注1：括号内为所在国家的美国进口关税税率

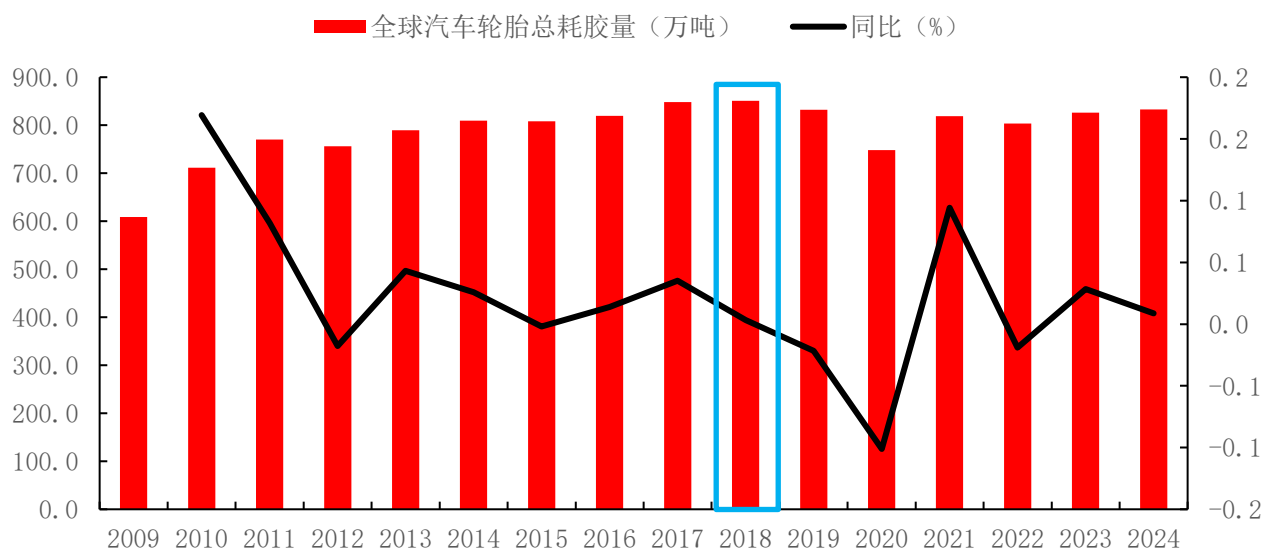
备注2：赛轮轮胎越南处为越南和柬埔寨合计产量，故产能利用率为2地合计产能利用率

数据来源：轱辘天下，中信建投期货整理

以上内容针对本次关税政策对轮胎行业展开，向上游行业或者上游原材料天然橡胶延申，关税政策是怎样对天然橡胶的价格造成影响的，或者如何改变天然橡胶的供需平衡。

首先回顾一下 2018 年全球轮胎市场的情况。根据米其林的数据，2018 年全球汽车轮胎销量约为 18.17 亿条，同比增加 0.5%，折算天然橡胶消耗量约为 850.7 万吨，同比增加 0.3%。

图表 5：全球汽车轮胎耗胶量（万吨，%）



数据来源：米其林、中策橡胶招股书，中信建投期货整理

在 2018 年分地区来看，受到贸易战的影响，亚洲地区的轮胎消费出现明显下滑，全钢胎与半钢胎的所有市场均呈现同比下滑，尤其是中国市场，半钢配套/半钢替换/全钢配套/全钢替换分别同比下降 13%/6%/18%/8%。全球其余市场则相对平稳运行，而美国作为贸易战的发起方，本土的轮胎消费并未受到太多影响。考虑到 2018 年欧美汽车保有量规模相对不大，不到 5.1 亿辆，2022 年约 5.8（欧美汽车保有量按每年约 1%左右扩张），当时的全球轮胎市场仍以全钢胎为主（2018 年全钢胎与半钢胎耗胶量占比约 1: 0.97），而受中美贸易战影响，美国市场提前囤积轮胎库存（天然橡胶或以成品的方式累库在美国经销商环节），故 2018 实际的全球轮胎消费或呈现下滑（主要是受中国为主的亚洲市场拖累，尽管中国轮胎消费占比全球约 20%，然同比下滑幅度较大，同比下滑约 9~10%，总量拖累达 1.8~2%）。

图表 6：2018 年全球主要地区汽车轮胎销量同比（%）

| 市场\地区 | 欧洲  | 北美洲 | 中美洲 | 亚洲（除印度） | 南美  | 非洲、印度和中东 | 合计  |
|-------|-----|-----|-----|---------|-----|----------|-----|
| 半钢胎配套 | -2% | -1% | 1%  | -4%     | 3%  | 4%       | -2% |
| 半钢胎替换 | 2%  | 3%  | 4%  | -2%     | -8% | 0%       | 1%  |
| 全钢胎配套 | 3%  | 19% | -8% | -6%     | 54% | 10%      | 1%  |
| 全钢胎替换 | 0%  | 7%  | 4%  | -5%     | 2%  | -1%      | -4% |

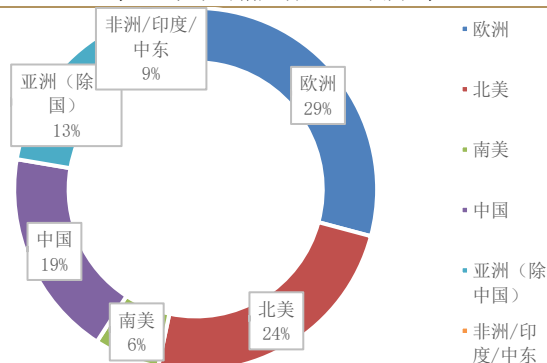
数据来源：米其林，中信建投期货整理

2018 年的中美贸易战，对中国而言，贸易战导致的出口贸易额损失，中国经济增长放缓，造成中国轮胎消费在当年度大幅下滑；对美国而言，由于 2018 年的关税政策针对中国，美国本土轮胎其企业（如固特异）的原材料进口成本并未受到太大影响（当年并没有面向泰国等天然橡胶主产国加征天然橡胶关税），也由此，中国轮胎企业也可以选择东南亚等地建厂生产轮胎，以此来规避中美之间的高额轮胎关税，美国轮胎市场依然可以购买中国企业在非中国地区生产的轮胎；全球其余市场则受太大影响，轮胎消费表现跟随本土经济增长水平波动。

全球主要的轮胎消费地区为欧洲、北美以及中国，三者合计占比全球半钢胎消费约 72%；全钢胎消费约 62%。根据美国经济分析局的数据，2024 年欧盟、加拿大和中国占比美国进口比重分别约为

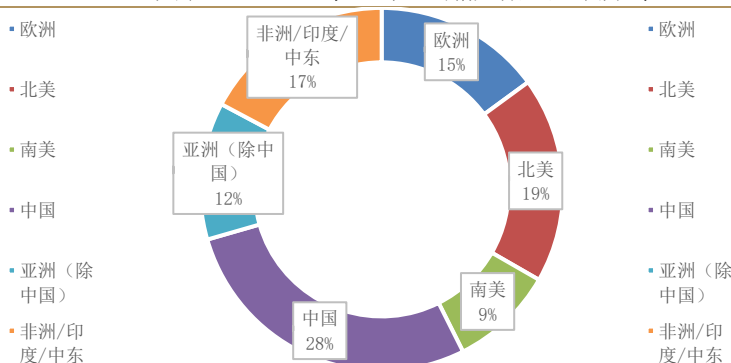
19.7%、11.6%和 11.3%。本轮关税政策相较于 2018 年中美贸易战区别在于，针对对象更加广泛，并非针对中国。因此，对于美国本土的轮胎消费而言，轮胎供应几乎不存在切换空间（政策的本意或是将非美地区生产的轮胎成本拉到美国生产的轮胎同一水平线），美国本土的轮胎消费或在轮胎高价下迎来负反馈（若关税成本最终由消费者承担，即轮胎太贵就省着用）。而无差别加征关税，也将导致美国经济面临更大的衰退风险，全球主要轮胎消费国的经济水平对美国经济存在一定依赖（关税政策会导致欧盟、中国对美出口萎缩，若美国经济衰退，则会加剧萎缩幅度），类比 2018 年的中国轮胎消费，在当年度出现大幅下滑。

图表 7：2024 年全球半钢胎销量区域分布



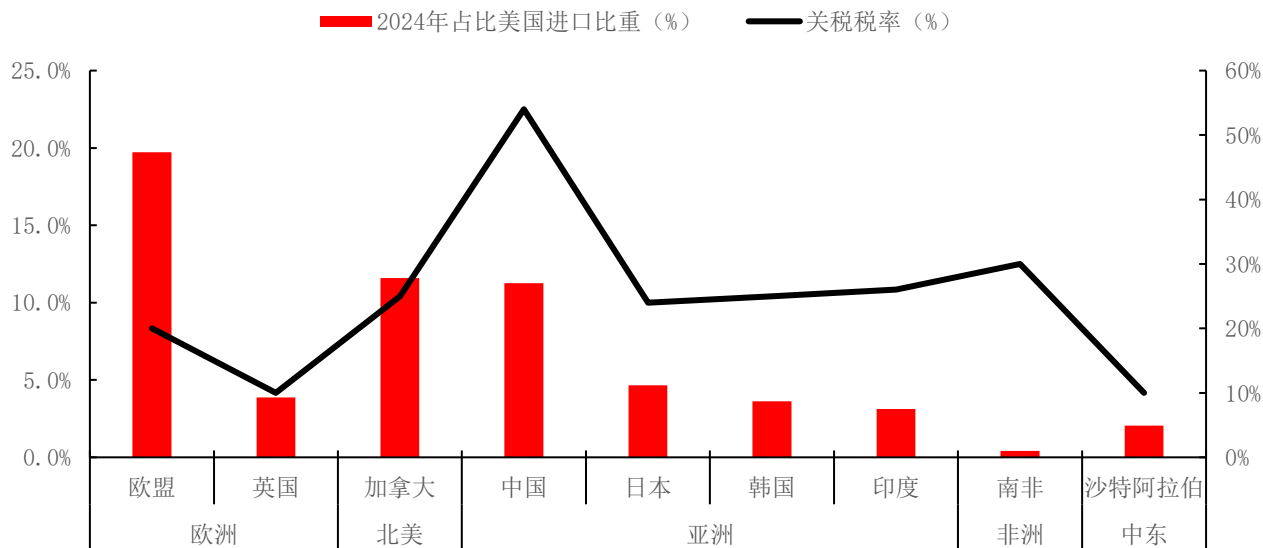
数据来源：米其林，中信建投期货整理

图表 8：2024 年全球全钢胎销量区域分布



数据来源：米其林，中信建投期货整理

图表 9：2024 年主要轮胎国占比美国进口比重&关税税率（%）



数据来源：美国经济分析局，中信建投期货整理

因此，本轮天然橡胶期货合约大幅下跌的主要驱动或为美国关税政策的超预期影响（针对对象广度与关税加征力度），美国经济衰退风险提升，扩散至全球主要轮胎消费国，轮胎消费或迎来全面下滑，导致全球天然橡胶需求下降，以价格大幅下跌释放本轮关税政策带来的需求下行风险。



### 三、系统性风险抬升，结构性机会为王

由于本轮关税政策的扩散式影响，已经引发全球经济衰退的担忧，定性 2025 年全球需求的基准场景发生改变，因此重新调整 2025 年全球供需平衡表。考虑到关税政策即使存在后续良性变化，但本轮政策或仍将阶段性持续，美国后续的通胀压力或也将制约美联储的降息进度，因此即使在本轮关税政策的后半程迎来好转，或仍对全球需求造成不可追回的影响。故下调 2025 年全球需求，乐观/中性/悲观情形下，全球需求分别+0.1%/-2%/-7%。而截至 3 月底，东南亚与科特迪瓦等地的降雨水平相对正常，天气条件显著优于 2024 年同期，故全球产量给到乐观/中性情形下增长约 2%，悲观情形下，全球产量持平，需求的大幅下滑或将倒逼上游减产，主要减产在泰国等传统主产国，但过剩压力依旧没有改变（极端情况下，东南亚经济若大幅衰退导致居民收入锐减，更多的人选择割胶来维持生计，导致天然橡胶供应压力加剧，考虑到东南亚主产国和美国的直接贸易往来相对不多，2024 年东南亚主产国中，占比美国进口比例最高的越南不到 5%，故不考虑此极端场景）。

图表 10：全球天然橡胶平衡表（2025.4 调整）

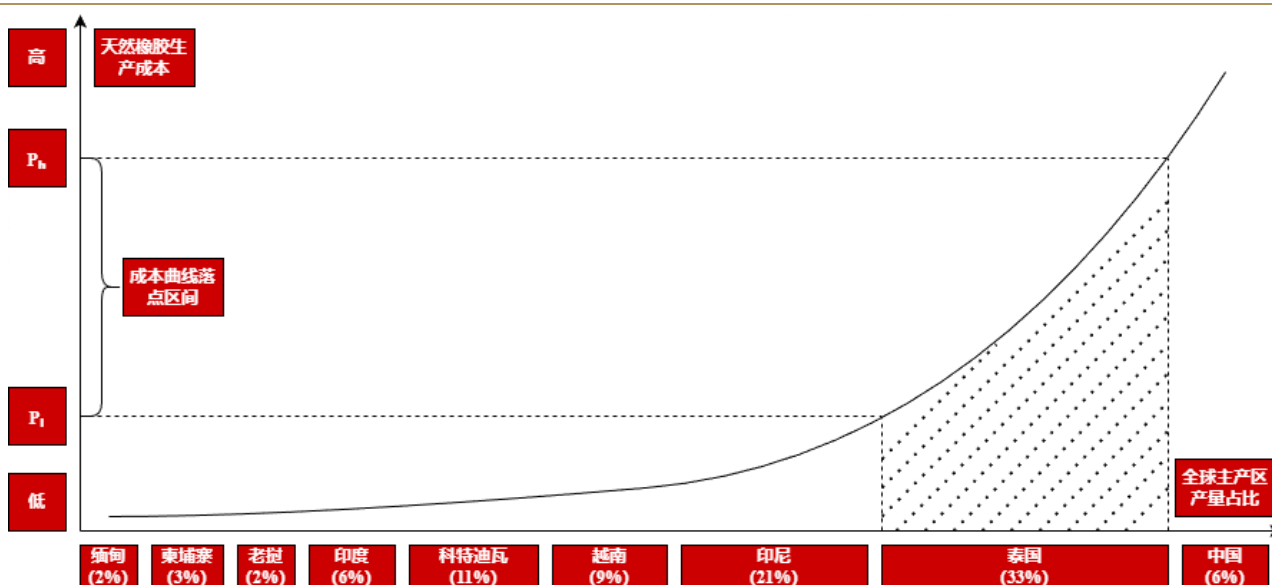
| 年份     | 全球平衡表 |      |      | 主要国家产量 |     |     |      |    |    |     |    |      |     |
|--------|-------|------|------|--------|-----|-----|------|----|----|-----|----|------|-----|
|        | 产量    | 消费   | 供-需  | 泰国     | 印尼  | 越南  | 马来西亚 | 印度 | 中国 | 柬埔寨 | 缅甸 | 科特迪瓦 | 其他  |
| 2008   | 1009  | 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  | 1450 | 30   | 512    | 272 | 134 | 38   | 84 | 86 | 45  | 30 | 150  | 129 |
| 2023   | 1440  | 1465 | (25) | 481    | 224 | 130 | 35   | 85 | 83 | 39  | 45 | 168  | 150 |
| 2024   | 1450  | 1479 | (29) | 490    | 230 | 120 | 30   | 80 | 83 | 40  | 46 | 180  | 151 |
| 2025乐观 | 1480  | 1481 | (1)  | 510    | 220 | 135 | 30   | 85 | 83 | 40  | 35 | 195  | 147 |
| 2025中性 | 1480  | 1450 | 30   | 510    | 220 | 135 | 30   | 85 | 83 | 40  | 35 | 195  | 147 |
| 2025悲观 | 1450  | 1376 | 74   | 480    | 220 | 130 | 30   | 85 | 85 | 40  | 35 | 195  | 150 |

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3：2025.4.4修改2025年需求增长，为0.1%；修改2024年产量

数据来源：ANRPC、泰国橡胶局，中信建投期货整理

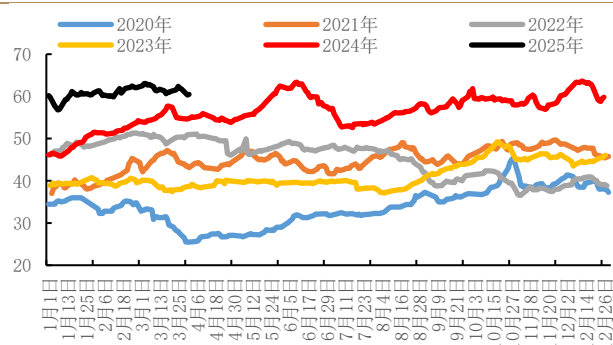
天然橡胶成本曲线曲线的落点一般在泰国，因为处于成本曲线左侧的缅甸等地的产量一般无法满足全球需求，所以即使泰国成本更高，需要泰国生产以满足全球需求。全球主要的天然橡胶种类为 20 号胶占比全球产量超 60%，也是泰国主要生产的天然橡胶的种类（由于中国和泰国之间的关税政策，面向中国市场的 20 号胶一般会加入 2.5%左右的合成橡胶，以 20 号混合胶的形式进入中国流通使用）。而杯胶为生产 20 号胶的主要原料，故参考 2022 年美联储持续加息的年份，轮胎等下游行业的需求同样面临下行压力（关税和加息对需求的影响性质类似，具体量级或有差异，仅供参考）。在 2022 年上半年泰国杯胶均价约 49 泰铢/公斤，在下半年杯胶的均价约 42 泰铢/公斤，长期位于 40 泰铢/公斤，2025 年 1-3 月泰国的杯胶均价约为 60 泰铢/公斤，参考 2022 年的跌幅，即杯胶的均价或走向 51~53 泰铢/公斤，对应美金价格约为 1715~1770 美金/公斤，考虑运费以及升贴水，对应月份的 20 号胶合约约为 12500~13000 元/吨；给 2000~2500 元/吨的升贴水，对应月份的天然橡胶期货合约约为 14500~15500 元/吨。

图表 11：天然橡胶生产成本曲线定性图



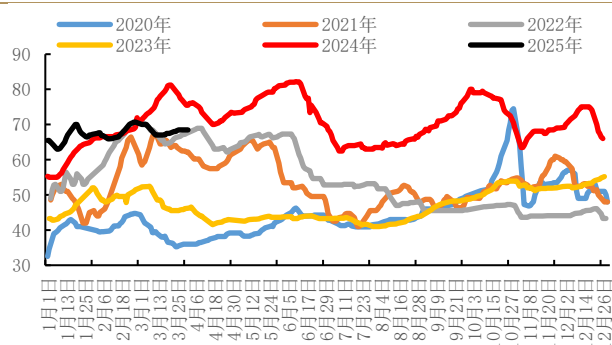
数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 12：泰国杯胶价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联，中信建投期货整理

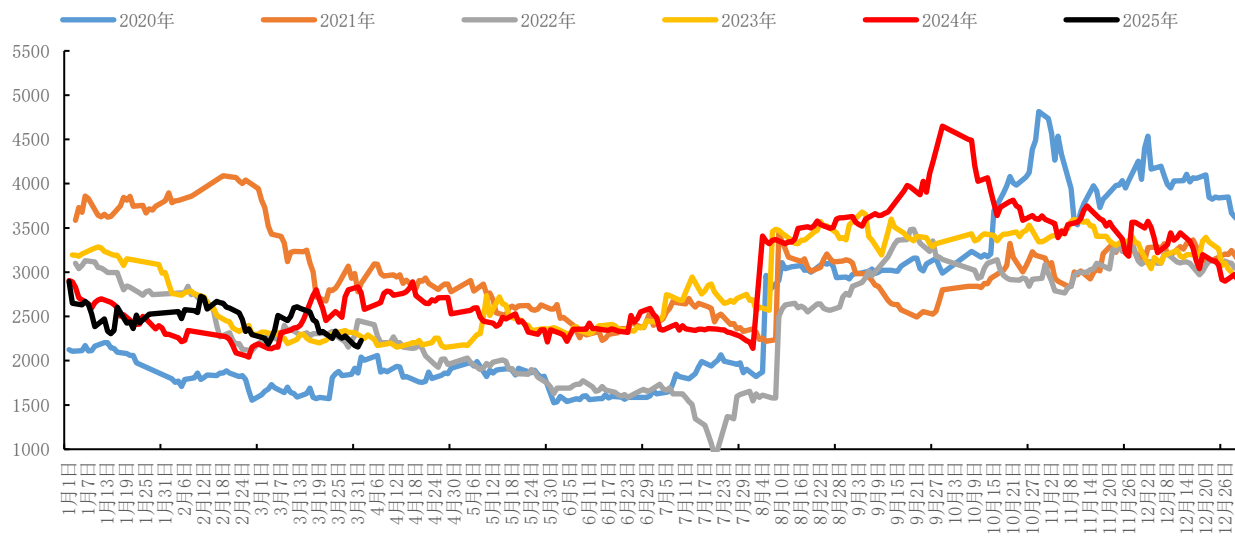
图表 13：泰国胶水价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联，中信建投期货整理

本轮关税政策依然存在较大不确定性，与天气和加息等因素的不确定性区别在于，天气一旦发生异常，平衡表的方向是确定的收窄；加息可以定性平衡表收窄，不确定是平衡表收窄的量级，而关税政策本身可以放宽平衡表（比如对主要轮胎消费国出台更苛刻的关税政策）也可以收窄平衡表（比如降低现有的关税税率），预计未来天然橡胶价格仍出现剧烈波动，短期内或仍偏弱运行（截至 4 月 4 日下午 4 点，新加坡交易所 20 号胶主力合约 Sicom2506 报收 182.1 美分/公斤，跌幅 3.8%）。由于单边价格受关税政策影响较大，为了规避这样的不确定性，价差头寸的胜率或高于单边头寸（除了浓缩乳胶外，几乎所有类型的天然橡胶的都主要用于轮胎生产，故价差可以对冲轮胎需求的变化）。随着国内逐步迎来开割，RU 交割品（主要国内生产）供应压力早于 NR 交割品（主要东南亚生产）回归，在今年浓缩乳胶（与 RU 交割品是原料竞争关系）下游行业持续低迷的背景下，RU 交割品的供应预计不会因为分流出现显著减少，预计 RU-NR 的升水仍有收窄空间。

图表 14: RU 主力-NR 主力 (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](http://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。