



【建投专题】20 号胶：黎明还是黄昏，潮起还是潮落

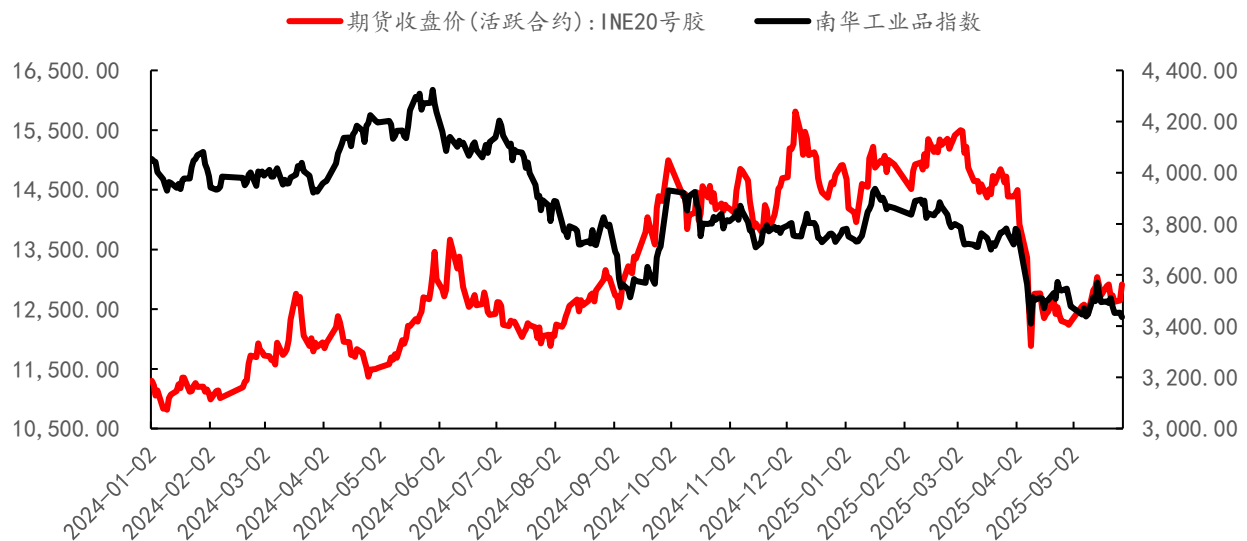
作者（期货交易咨询从业信息 Z0017242）刘书源 助理研究员（期货从业信息 F03121925）蔡文杰

发布日期：2025 年 5 月 27 日

一、20 号胶领涨商品市场

5 月 27 日，在商品市场与工业品集体走低的背景下，上海国际能源交易中心 20 号胶期货（下简称“NR”）盘中大幅走强。截至 5 月 27 日下午 3 点收盘，近月 NR2507 合约报收 12915 元/吨，涨幅 2.14%，自 NR2408 合约起的远月合约涨幅逐月递减，在单边价格走强的同时，Back 结构迎来进一步加深，开年至今 NR 合约几乎连续保持了 5 个月的强 Back 结构。

图表 1：20 号胶期货主力合约收盘价&南华工业品指数（元/吨）



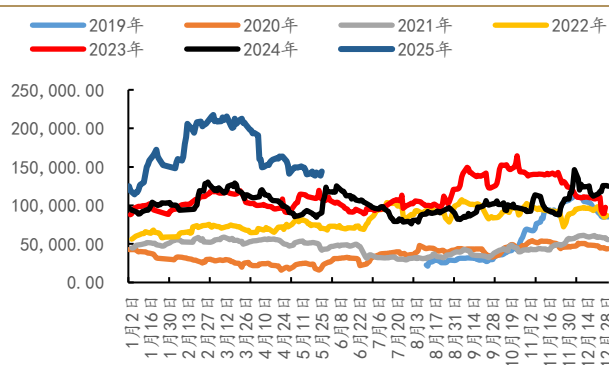
数据来源：Wind，中信建投期货整理

二、NR 近月合约几乎无解的矛盾

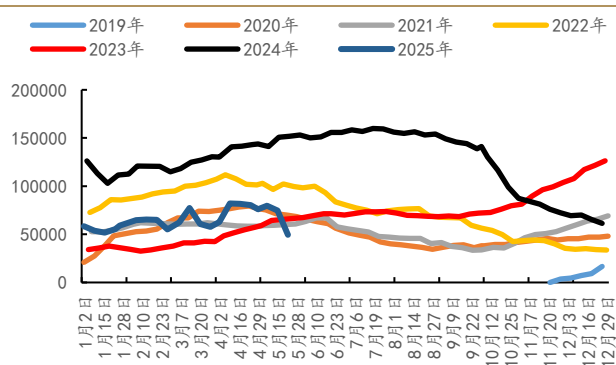
随着国内 NR 合约活跃度不断提高，持仓量逐年抬升，进入 2025 年以后全合约持仓一度超 20 万手，伴随而来的是，国内更多的 20 号胶参与注册国内 NR 仓单，呈现持仓与仓单同步放大的格局。在进入 2025 年后，尽管 NR 全合约持仓依然维持上升趋势，然仓单并未

呈现出同步增长，一直到美国对等关税政策之前，NR 全合约虚实比维持在 4 左右（即 NR 全合约立刻交割，需要 40 倍的仓单量）。而在美国对等关税政策正式落地后，随着下行风险的释放，NR 全合约的虚实比重回 2 左右（由于远月合约可用远期船货交割，故虚实比相对正常），与近 3 年的虚实比水平基本持平。在 5 月 14 日 NR2505 合约摘牌交割后，NR 仓单呈现持续注销，截至 5 月 23 日，20 号胶库存小计约为 4.95 万吨，库存期货约为 3.21 万吨，为 2020 年以来同期最低。在 NR 全合约持仓没有太大变化的情况下，虚实比迎来迅速放大，截至 5 月 27 日收盘，NR 全合约虚实比约为 4.68，其中近月合约 NR2506 虚实比约为 0.29（即如果 NR2506 合约立刻交割，需要目前 3 倍左右的仓单量）。

图表 2: NR 持仓量（手）

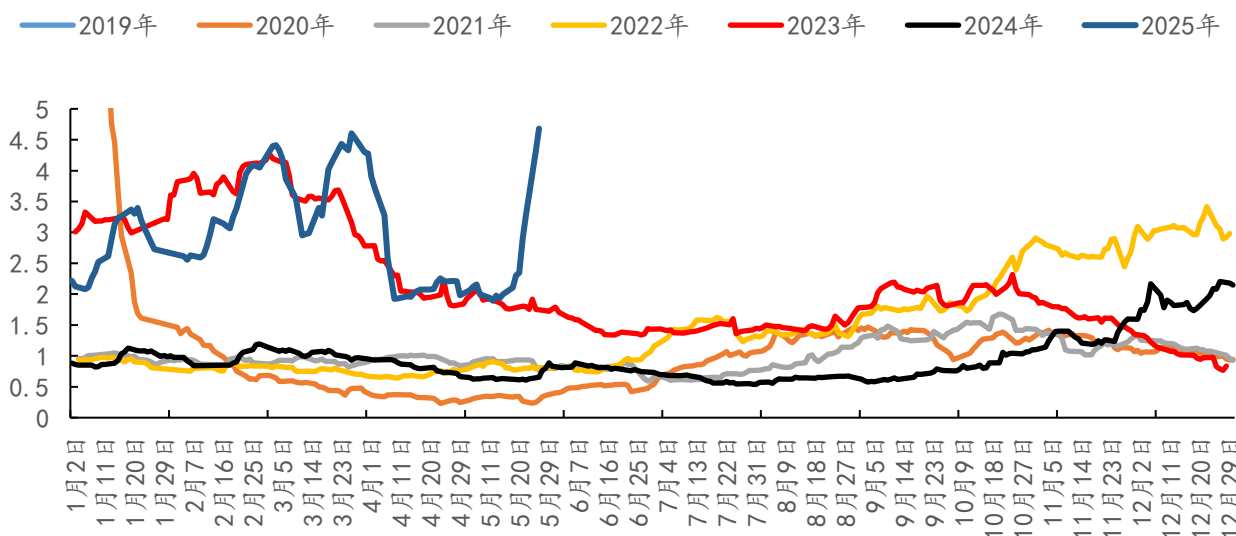


图表 3: NR 仓单库存小计（吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

图表 4: NR 虚实比: NR 持仓量/NR 仓单库存期货（手/吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

由于 NR 主要以进口货源进行实物交割，而国内天然橡胶远期市场成交相对活跃，即期到港货源一般会提前 2 个月左右进行采销合同签订。因此，从国内 20 号胶供应来说，其供应一般提前 2 个月确定。而供应相对确定（会存在延迟船期的情况，但是很难出现船期提前抵达港口的情况）也就代表着一旦出现即期的紧缺（先不区分是行业的市场行为还是奇货可居的投机行为），由于船期是固定的，无论什么价格都无法缩短船期，近月合约价格将陷入近乎无解的状态。

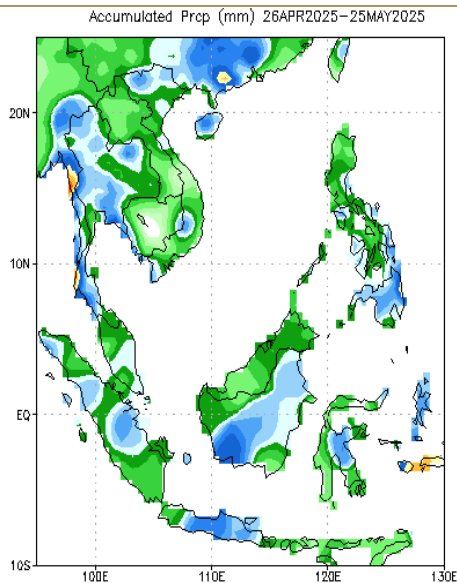
三、关税冲击 VS 行业韧性

回顾自 2025 年开年以来，哪怕是在经历了美国对等关税冲击之后，NR 合约（暂不讨论天然橡胶期货合约，近期与 NR 合约劈叉明显）在整体工业品中的表现依然相对乐观。不可否认，人为因素对 NR 行情，尤其是日度级别的短期行情影响无法忽略，且更具感官上的冲击力。而在近月合约上涨的过程中，尽管 Back 结构在加深，但远月合约同样上涨。单边价格的角度，远月合约有足够的时间让上游生产者（胶农、制胶厂）去生产对应交割品，不存在船期这样无解的问题。我们依旧从全球供需平衡的框架出发，尝试去回答这个问题。全球（未来）是否需要以当下价格生产的 20 号胶（暂且仅针对 20 号胶，不考虑其他类型的天然橡胶，比如全乳胶）产量去满足（未来的）需求。

根据 NOAA 的降雨报告，自 4.26 至 5.25 以来，东南亚雨水相对充沛，除了老挝、柬埔寨和加里曼丹岛的北部（合计产量占比全球产量约 10% 左右）雨水不及往年同期外，泰国、越南等全球主产区降雨均高于往年，今年主产区整体天气条件依然没有太大异常（所以可以出现原料下跌，但是天然橡胶价格上涨的情形，因为的供应自然环比增长的是原料）。近期东南亚雨水集中为季节性现象，对割胶工作存在一定影响，但整体符合预期（因为现在如果不下雨，将会影响未来几个月的旺产季）。



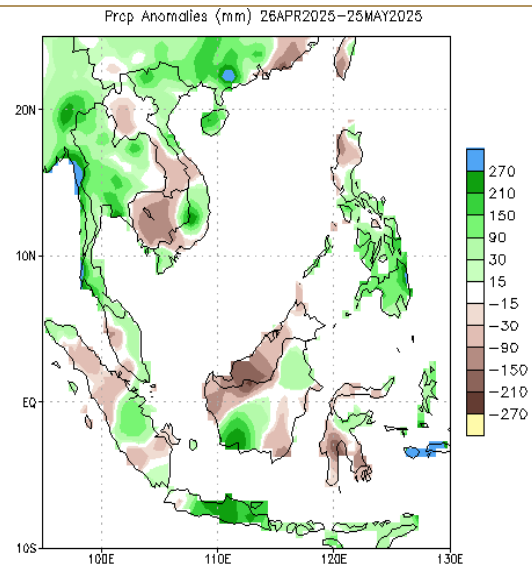
图表 5: 东南亚降雨量 (4.26-5.25)



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis

数据来源: NOAA, 中信建投期货整理

图表 6: 东南亚降雨量异常 (4.26-5.25)



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991-2020)

从工业原料的角度，因为到最终的消费品需要经历层层的生产加工，所以一般真正的消费环节对于工业原料来说相较于供应端会离的“更远”。还是从消费品的角度，去考察需求端的动态变化（比如轮胎消费增加的时候，在现代轮胎生产工艺不变的情况下，天然橡胶的消费将增加）。根据米其林 5 月 20 日发布的数据，在美国对等关税政策落地的 4 月，全球轮胎销量尽管没有明显增长，但消费规模超 70% 以上的替换市场依然维持 1% 的同比增长（米其林未公布绝对量，考虑到 2024 年 4 月的同比增长为 5%，因此 2024 年 4 月替换市场的消费基数或较高，预计 2025 年 4 月替换轮胎消费绝对量水平同样较高）。全球的轮胎市场并未出现断崖式下滑或是总量视角支撑 NR 需求的驱动之一。



图表 7：2025 年 1-4 月全球主要地区轮胎销量单月同比（%）

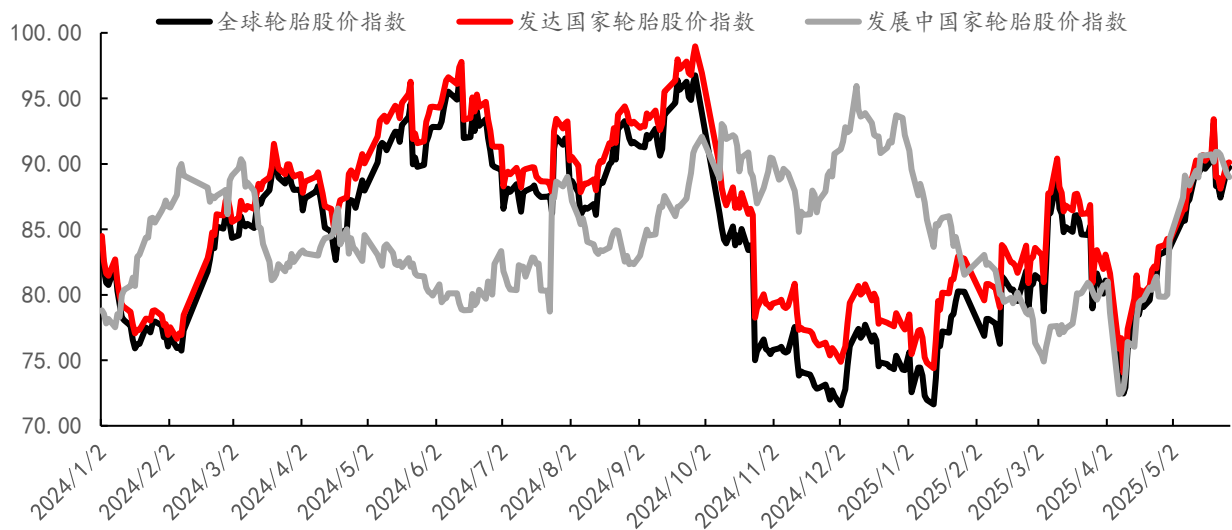
2025年1月全球主要地区轮胎销量同比（%）					
市场\地区	欧洲	中北美	南美	中国	合计（全钢胎不包含中国市场）
半钢胎配套（占比半钢胎市场25%）	-12%	-6%	-	-34%	-15%
半钢胎替换（占比半钢胎市场75%）	7%	4%	-	-17%	0%
全钢胎配套（占比全钢胎市场21%）	-18%	-17%	-2%	-	-10%
全钢胎替换（占比全钢胎市场79%）	3%	-9%	3%	-	-2%
2025年2月全球主要地区轮胎销量同比（%）					
市场\地区	欧洲	中北美	南美	中国	合计（全钢胎不包含中国市场）
半钢胎配套（占比半钢胎市场25%）	-15%	-10%	-	23%	10%
半钢胎替换（占比半钢胎市场75%）	3%	-4%	-	26%	3%
全钢胎配套（占比全钢胎市场21%）	-15%	-9%	-5%	-	-6%
全钢胎替换（占比全钢胎市场79%）	-1%	-11%	-4%	-	-3%
2025年3月全球主要地区轮胎销量同比（%）					
市场\地区	欧洲	中北美	南美	中国	合计（全钢胎不包含中国市场）
半钢胎配套（占比半钢胎市场25%）	-9%	-4%	-	4%	0%
半钢胎替换（占比半钢胎市场75%）	3%	5%	-	-3%	5%
全钢胎配套（占比全钢胎市场21%）	-2%	-16%	-4%	-	-4%
全钢胎替换（占比全钢胎市场79%）	4%	5%	2%	-	3%
2025年4月全球主要地区轮胎销量同比（%）					
市场\地区	欧洲	中北美	南美	中国	合计（全钢胎不包含中国市场）
半钢胎配套（占比半钢胎市场25%）	-13%	-17%	-	6%	-4%
半钢胎替换（占比半钢胎市场75%）	1%	9%	-	1%	1%
全钢胎配套（占比全钢胎市场21%）	1%	-22%	-11%	-	-4%
全钢胎替换（占比全钢胎市场79%）	0%	3%	-5%	-	1%

数据来源：米其林，中信建投期货整理

其次，随着美国对等关税政策（欧盟“双反”制裁类似）持续，在全球轮胎市场并未出现大幅衰退的场景下，而在贸易壁垒高筑的情况下，以欧美为主的轮胎消费国的轮胎生产将由本土轮胎企业（更准确的说，本土的轮胎产能）完成。因此，可以看到，截至5月27日，以中国为主的发展中国家轮胎股价指数反弹力度不及发达国家轮胎股价指数。自4月以来，在美国对等关税政策没有重大反转的情况下，全球大部分轮胎上市企业股价已经收复美国对等关税政策以来的跌幅，均呈现不同程度上涨，或体现全球轮胎行业的实际运行情况并未因为关税政策而走向全面衰退。受美国对等关税政策影响较大的中国、越南轮胎上市企业股价则相对低迷，中国轮胎行业则在欧盟“双反”制裁的背景下，经历着更严峻的考验。



图表 8：全球轮胎股价指数



数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 9：2025.4.1~2025.5.27 成分股涨跌幅（%）

地区	企业	4月涨跌幅	地区	企业	4月涨跌幅
德国	德国大陆	23.9%	印度	阿波罗轮胎	17.0%
法国	米其林	6.9%	印度	BKT轮胎	5.6%
芬兰	诺记轮胎	9.8%	印度	MRF	26.6%
韩国	锦湖轮胎	-6.0%	印度	CEAT	34.0%
韩国	韩泰轮胎	1.7%	印度	JK轮胎	35.3%
韩国	耐克森轮胎	19.6%	印度	TVS斯瑞轮胎	15.1%
美国	固特异	17.4%	越南	南方橡胶	-6.2%
美国	泰坦国际	-13.0%	越南	岷港橡胶	-26.5%
日本	普利司通	5.6%	中国	浦林成山	-1.0%
日本	住友橡胶	-2.2%	中国	贵州轮胎	-7.3%
日本	横滨橡胶	3.5%	中国	青岛双星	9.9%
日本	通伊欧	6.6%	中国	森麒麟	-22.7%
意大利	倍耐力	19.3%	中国	佳通轮胎	0.1%
中国台湾	正新橡胶	8.6%	中国	风神股份	-5.9%
中国台湾	建大工业	-0.9%	中国	赛轮轮胎	-13.1%
中国台湾	南港轮胎	15.2%	中国	三角轮胎	-9.1%
中国台湾	华丰橡胶	2.7%	中国	通用股份	-15.7%
中国台湾	泰丰轮胎	29.4%	中国	玲珑股份	-18.2%

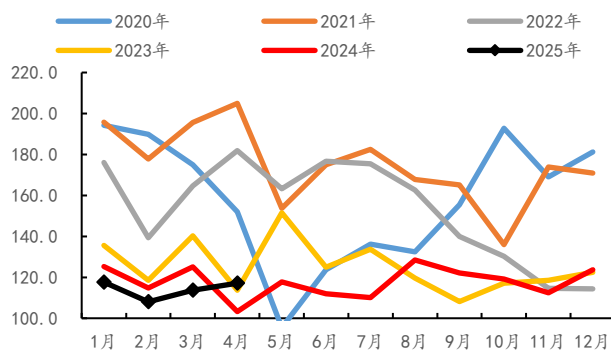
数据来源：Wind，中信建投期货整理

欧美等地区的轮胎工业起步较早，普遍投产于上世纪中期，大部分企业的轮胎配方以印尼产 20 号胶（现货一般称“标胶”）为主（全球范围内只有中国或者中资轮胎企业会使用

20 号混合胶，因为国内标胶的进口会有关税，混合橡胶通过 400280 的税则可以合理避税)，随着印尼本土的树龄老化，逐步转向泰国标胶的采购。因此，贸易流向的角度，在欧美本土轮胎消费不变的情况下，贸易壁垒带来的影响就是从进口轮胎转变为直接进口原材料天然橡胶，更准确的说，转换为标胶的进口。

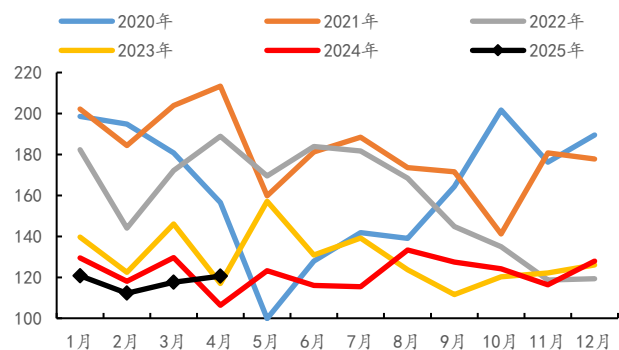
从全球主要的标胶供应国印尼和泰国的出口数据来看，截至 4 月，印尼出口非中国地区标胶为 11.7 万吨，同比增加约 13.46%，环比增加约 3.08%；对非中国地区总出口量折干为 12.06 万吨，同比增加约 13.42%，环比增加约 2.58%（值得一提的是，对美国的出口呈现连续 3 个月的环比正增长）。需要说明，印尼本土橡胶树的产能下行是相对确定的，那就代表在需求不变（亦是价格不变）的情况下，本土产量几乎只会减少不会出现自然增长，从产量再到相对准确的出口数据，增长的原因一般都是买方增加了购买，而不是卖方主动降价销售；季节性的环比角度，每年 3-4 月为印尼的低产季，所以一般而言 4 月的出口一般会呈现环比回落（21 年和 22 年 3-4 月价格相对高位，或是需求尚可刺激印尼增加标胶对外出口）。

图表 10：印尼出口非中国标胶（千吨）



数据来源：印尼海关，中信建投期货整理

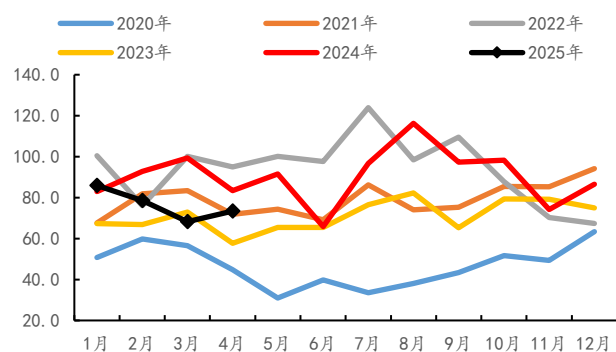
图表 11：印尼出口非中国天然橡胶折干（千吨）



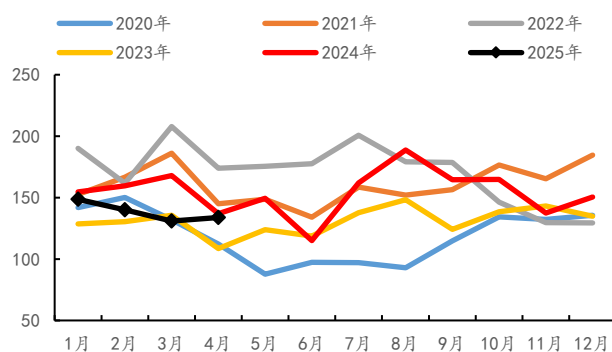
截至 4 月，泰国出口非中国地区标胶为 7.34 万吨，同比减少约 11.98%，环比增加约 7.62%；对非中国地区总出口量折干为 12.06 万吨，同比减少约 2.20%，环比增加约 2.23%。泰国的标胶出口虽同比下滑，然而从环比的季节性来看，由于泰国在 3 月（主要是主产杯胶与标胶产能聚集的泰国东北部）开始进入低产季，因此季节性来说，出口会出现环比下滑，与印尼类似，环比的增长情况一般都是买方增加购买。也需要说明，泰国在 4 月标胶的总出口为 11.7 万吨，同比减少约 15.13%，环比减少 25.74%，预计是泰国胶厂在 3 月安排的生产

计划中以 20 号混合橡胶生产为主，当时美国关税政策尚未公布，而在关税政策落地后，无法即刻调整生产计划，对中国的标胶出口环比下滑约 51.3%，环比下滑幅度远超往年季节性。

图表 12：泰国出口非中国标胶（千吨）



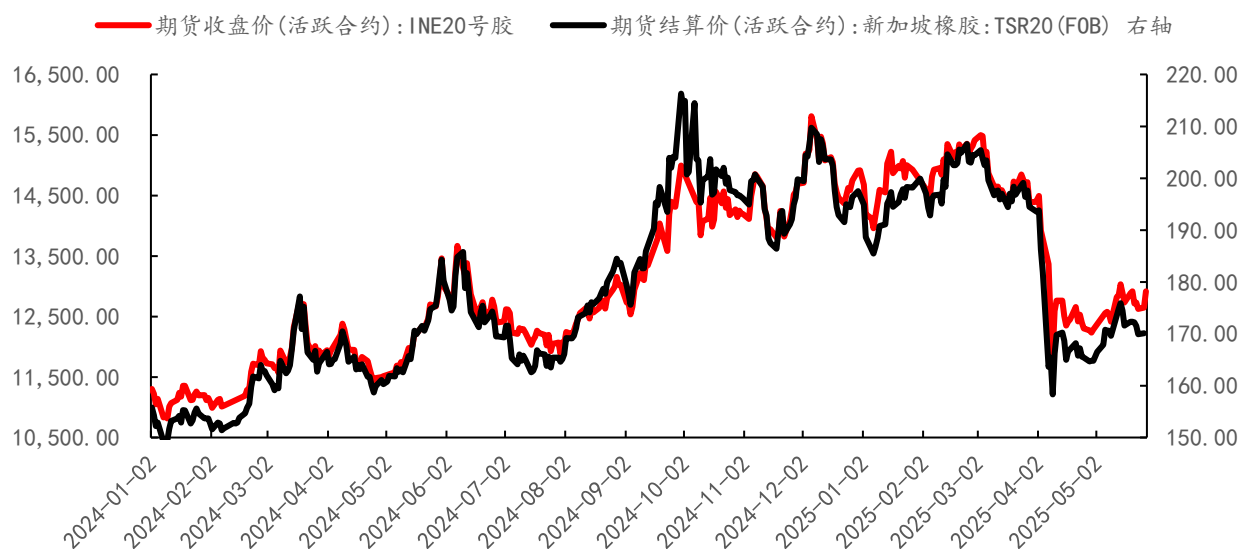
图表 13：泰国出口非中国天然橡胶折干（千吨）



数据来源：泰国海关，中信建投期货整理

截至 4 月，印尼和泰国合计出口非中国地区标胶约 19.06 万吨，同比增加 2.08%，环比增加 4.75%；对非中国地区总出口量折干为 25.42 万吨，同比增加约 4.63%，环比增加约 2.40%。因此，与 NR 交割品类似的新加坡 TSR20（简称“Sicom”）期货合约价格同样关税落地后迎来反弹，Sicom 的交割制度为 FOB 港口交割，即不存在船期问题，也规避了部分人为因素导致的极端行情。

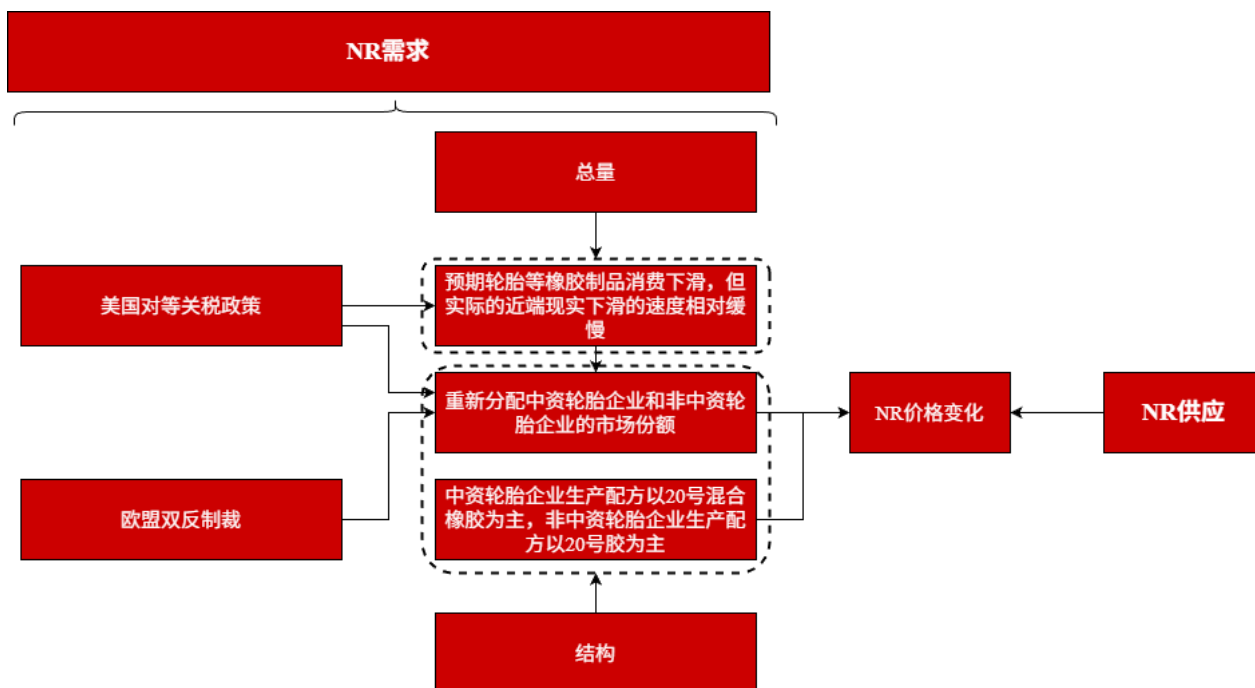
图表 14：20 号胶期货主力合约收盘价&新加坡 TSR20 期货主力合约结算价（元/吨、美分/公斤）



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

综上所述如下图所示，在下游轮胎行业尚未迅速走向衰退的背景下，前有美国对等关税，后有欧盟“双反”制裁，全球轮胎市场迎来再次分配，以混合橡胶作为主要生产原材料的中资轮胎企业遭受了额外的需求缩减，而以 20 号标准胶作为主要原材料的非中资轮胎企业则收益于本土经贸政策，在本轮需求下行中压力相对较小。故全球供需平衡角度，NR 合约（亦是标胶）在后关税时代迎来反弹。

图表 15: NR 近期总结



数据来源：中信建投期货制图

向后看，在今年东南亚没有气候异常现象的情况下，那就代表天然橡胶在 2025 年更多的是一种工业原料，而非农作物，需求端或存更多打破供需平衡的因素。由于美国与天然橡胶产业链各相关国家（主要是轮胎消费国）谈判进度仍然缓慢，截至 5 月末，仅有越南和柬埔寨将于美国开启第二轮谈判，轮胎市场可持续的强势（对应行情的反弹幅度）与快速（对应行情的反弹速度）或仍难以出现（需求的角度，需求的增长需要相对长的时间，在 2024 年也是几乎用一整年的时间去推动如同奇迹般的独立上涨行情）。

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。