

橡胶板块周报

2025年05月第3周

大宗商品研究所 潘盛杰
投资咨询从业证号：Z0014607



银河期货暖❤️服务 | 未来可期
与您一起迎接未来
Futures - Future

■ 商品-供应

- 3月，ANRPC胶盟成员国天然橡胶总产量环比减至50.6万吨，同比增1.5万吨，环、同比减产，结束12个月趋势性增产。与其说天然橡胶减产被证伪，不如说数据与价格的正常劈叉。行情兑现了“那些”因素，而没有兑现“这些”因素是非常正常的事情。长期看，产量与价格、价差的相关性在正常范围，而且还是强逻辑数据。目前的单边和价差，对天然橡胶的供应增量是兑现很不充分的。
- 周内，泰国胶水-杯胶价差报收7.20泰铢/公斤，同比下滑-12.80泰铢/公斤。杯胶强于胶水：交易NR持续强于RU得到了很好的兑现，那么强势NR能够支撑橡胶估值吗？自2010年有数据以来，泰国胶水-杯胶价差同比走弱超过-15泰铢/公斤以上的情况出现过3次：2011年1月、2021年10月、2025年3月，前两次均引发了持续的价格下跌。胶水大幅弱于杯胶往往是供应宽松的表现。
- 周内，国内丁二烯市场急速快涨。中美互降关税在宏观消息面影响大宗商品及丁二烯产业链上下游产品价格上涨，带动市场气氛迅速走强。国内港口库存下降，且有部分装置存在计划外检修，叠加行情快速上涨导致的商家捂盘惜售，市场供应面收紧。国内丁二烯港口库存环比去库，报收3.09万吨，同比累库+0.54万吨，连续2周边际累库；国内丁二烯产能利用率环比减产，报收68.0%，同比增产+6.6%，连续4周边际减产；国内高顺顺丁产能利用率环比增产，报收79.2%，同比增产+30.4%，增幅创2021年有数据以来新高，连续11周边际减产；国内顺丁橡胶加工毛利环比下滑，报收-1233元/吨。

■ 商品-消费

- 年报中提到美国制造业PMI与国内制造业PMI、商用车产量、乘用车产量、全钢轮胎开工率及半钢轮胎开工率均呈正比，能反映橡胶下游的状况。4月，美国制造业PMI下滑，报收48.7点，比去年4月降0.2%，连续10个月下滑，对橡胶单边价格不利。美国制造业PMI有约18个月左右的强弱切换周期，所以橡胶消费可能还有8个月的下行历程。

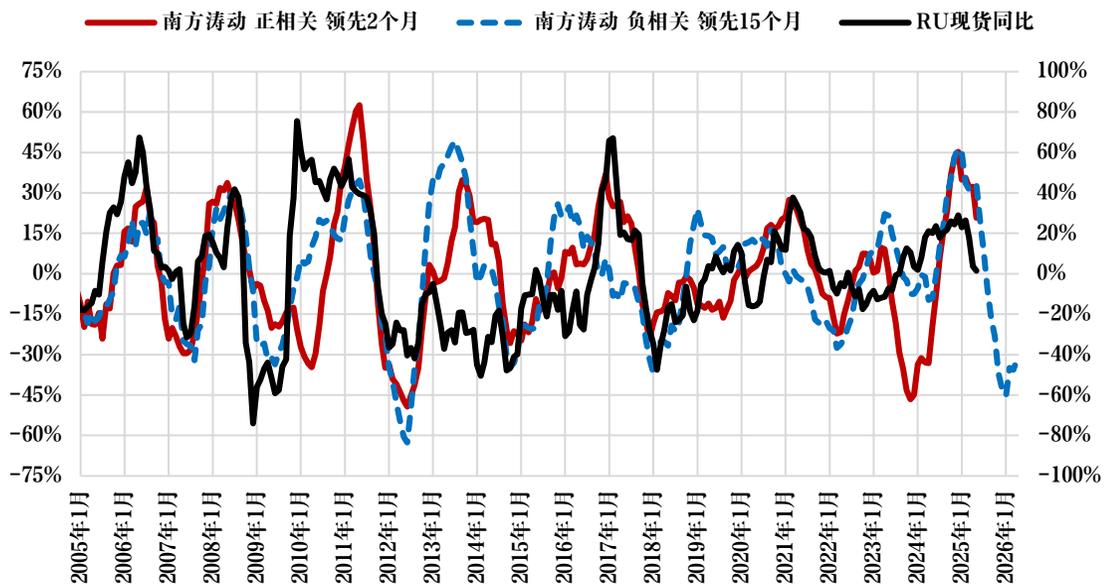
■ 货币

- 央行宣布5月15日降准0.5%，却只让胶价涨了半小时。降准对橡胶估值是通缩确认，和胶价正相关，但滞后2个月，即先降价后降准。所以降准对天然橡胶多是短期情绪影响。
- 3月，瑞典名义货币指数环比上涨，报收98.4点，同比走强+3.3%，连续6个月边际走弱，利空RU单边。远端预期在2026年1月，RU的估值给到同比-20%左右。

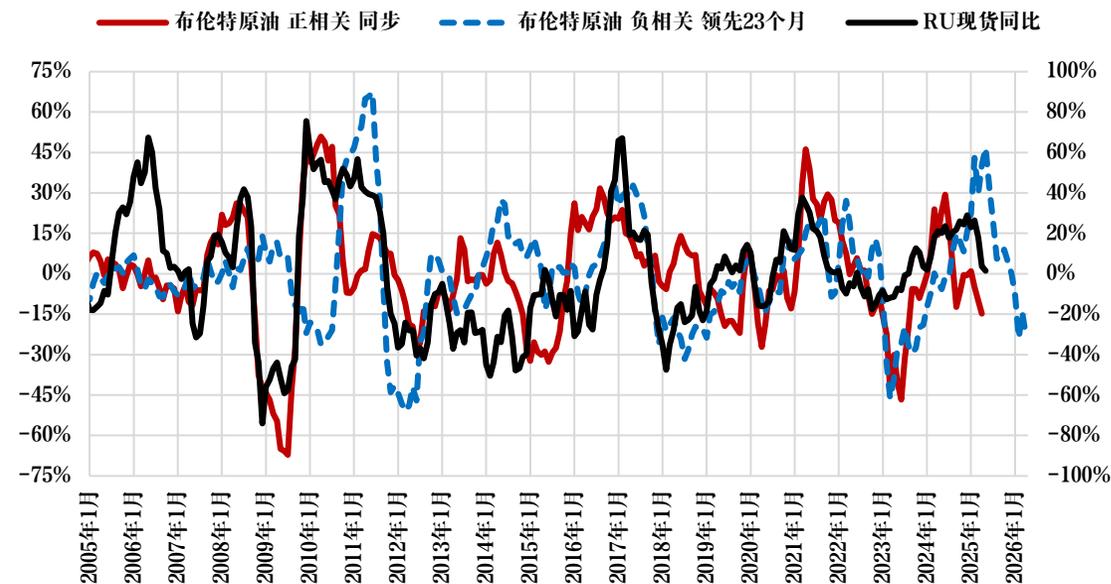
■ 基本面偏弱。

供应端-天胶合胶成本支撑走弱

天然橡胶成本端

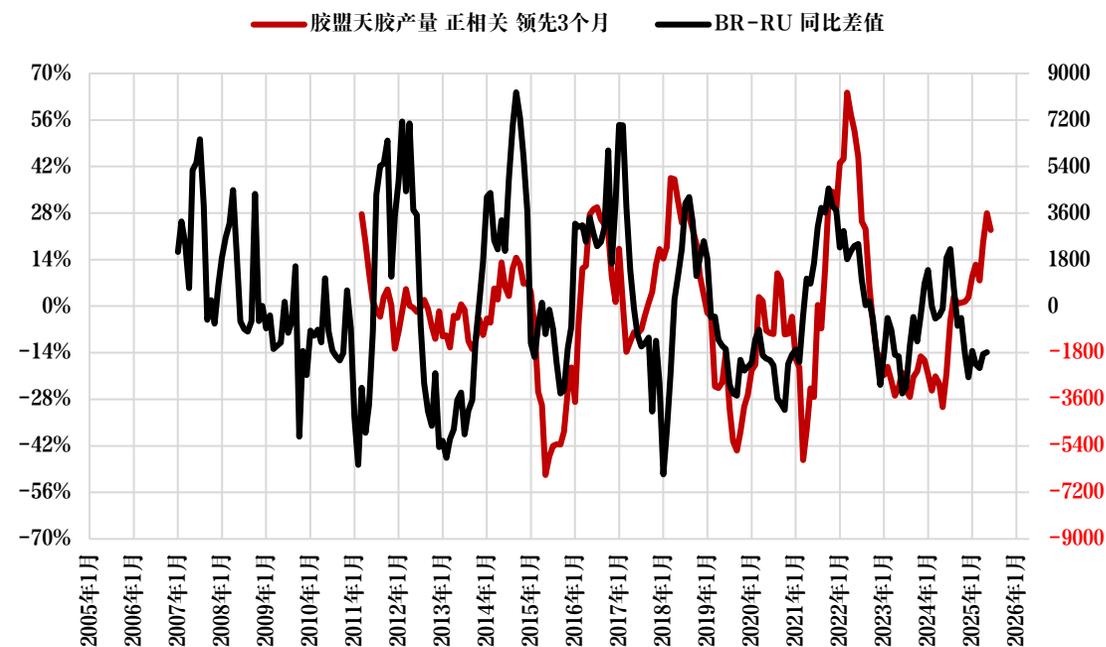
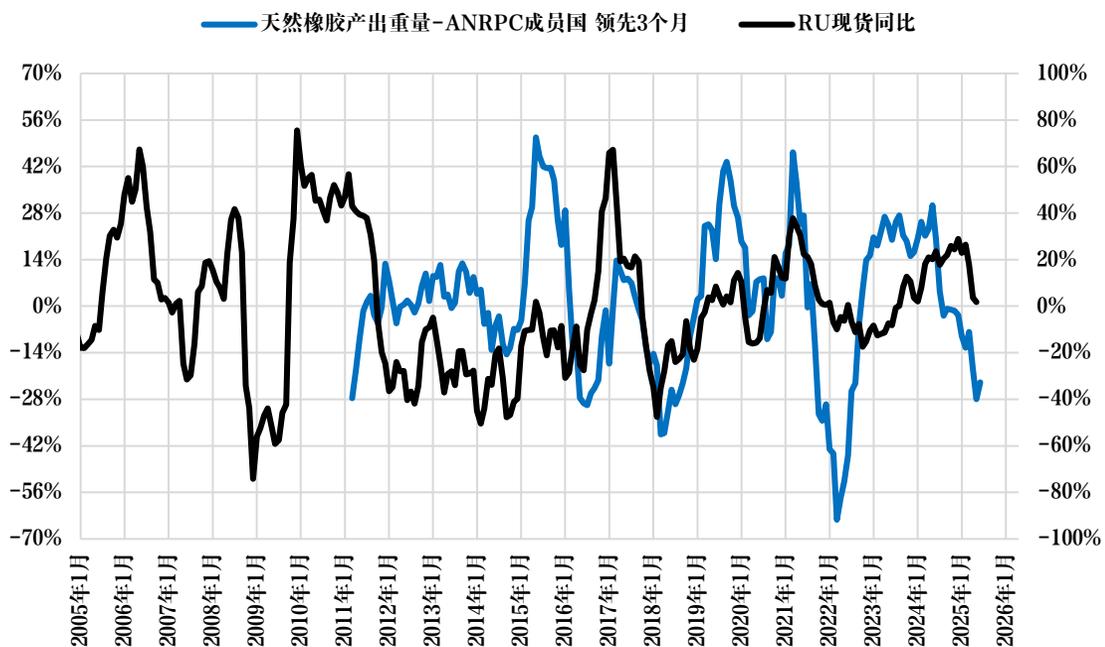


合成橡胶成本端



- 天然橡胶成本端，3月的南方涛动指数环比上涨，报收-0.2点，同比下滑-0.6点，边际下滑，利空单边胶价。
 - 南方涛动指数曾在2月有小幅回升，当时泰国降雨同步增量，烟片胶升水也有所走强，造成短期天气因素重回异常的假象。而最新的一期数据显示天然橡胶的供应预计依然是偏宽松的。
- 合成橡胶成本端，4月的布伦特原油价格环比下跌，报收67.7美元/桶，同比下跌-22.3美元/桶，连续3个月环同比下跌，利空单边胶价。

供应端-天然橡胶减产被证伪？

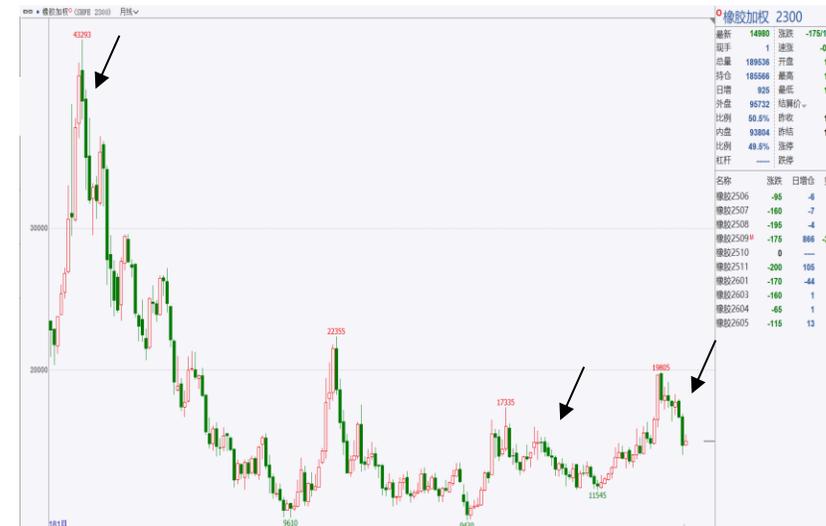
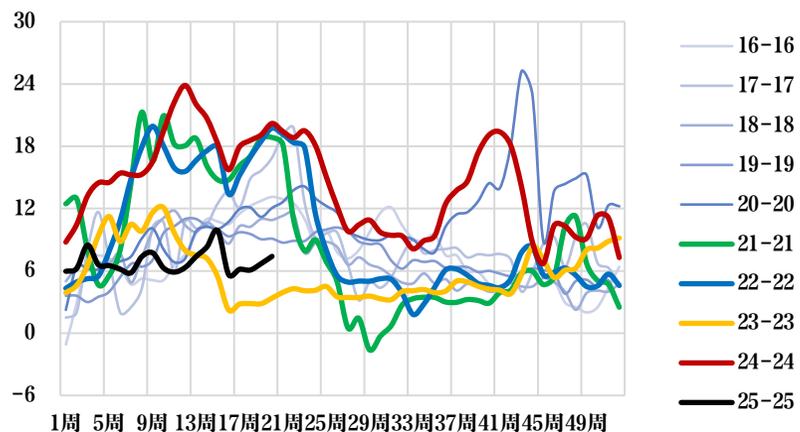


- 因为价格回落，所以减产数据被证伪？
- 3月，ANRPC东盟成员国的天然橡胶总产量环比减产，报收50.6万吨，同比增产+1.5万吨，环、同比减产，终止了最近12个月的趋势性增产。
- 与其说产量数据被证伪，不如说数据与标的的正常劈叉。
 - 价格、价差在运行中因为兑现了“那些”因素，而没有兑现“这些”因素是非常正常的事情。长期看，产量与价格、价差的相关性在正常范围；
 - 东盟天然橡胶产量与RU单边呈现负相关，与BR-RU价差呈现正相关（增产相对利空RU，减产相对利多RU）；
 - 东盟天然橡胶产量是强逻辑数据，目前无论是单边还是价差，对天然橡胶的低估值是兑现不充分的。

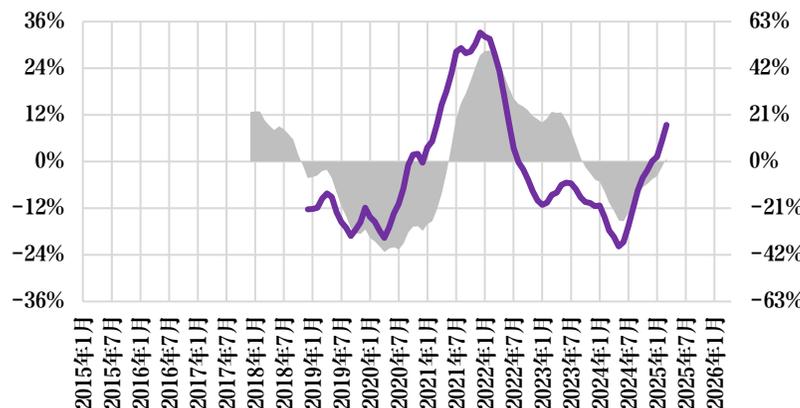
供应端-杯胶强支撑胶价，还是胶水弱利空胶价？

- 周内，泰国胶水-杯胶价差报收7.20泰铢/公斤，同比下滑-12.80泰铢/公斤。
- 市场关注点：杯胶强于胶水，交易NR持续强于RU。通过NR支撑橡胶整体估值？
- 2010年有数据以来，泰国胶水-杯胶价差同比走弱超过-15泰铢/公斤以上的情况出现过3次：
 - 2011年1月、2021年10月、2025年3月。
 - 杯胶强于胶水表征标胶相对强势。反过来胶水弱于杯胶也是供应宽松的表现。
 - 胶水大幅弱于杯胶往往持续走弱的前兆。

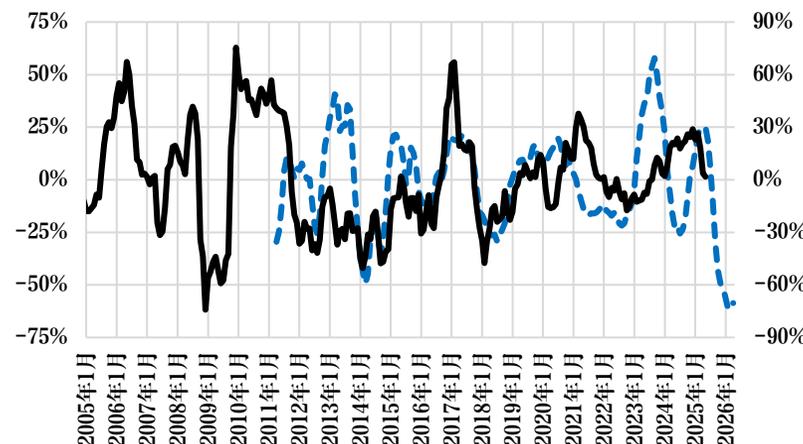
泰国：胶水-杯胶



泰国杯胶产值增加权重指数 对数同比(12MMA)
 (泰国杯胶增产指数+75%)YoY



泰国胶水价差 负相关 领先16个月 RU现货同比



供应端-顺丁利润走弱

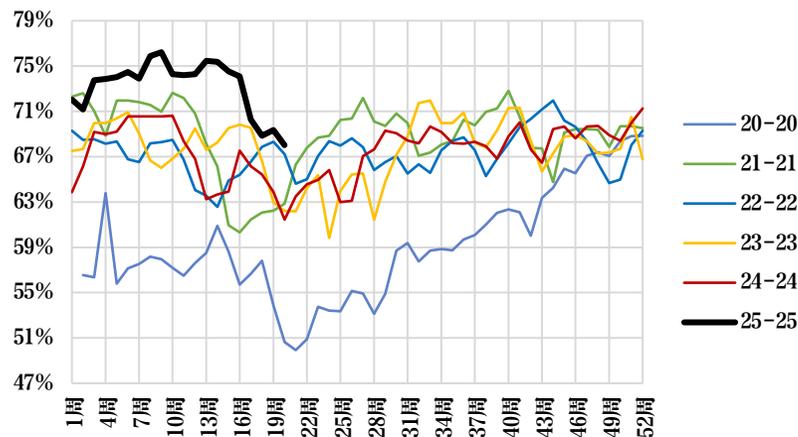
■ 周内，国内丁二烯市场急速快涨。

- 中美互降关税在宏观消息面影响大宗商品及丁二烯产业链上下游产品价格上涨，带动市场气氛迅速走强。
- 国内港口库存下降，且有部分装置存在计划外检修，叠加行情快速上涨导致的商家捂盘惜售，市场供应面收紧。

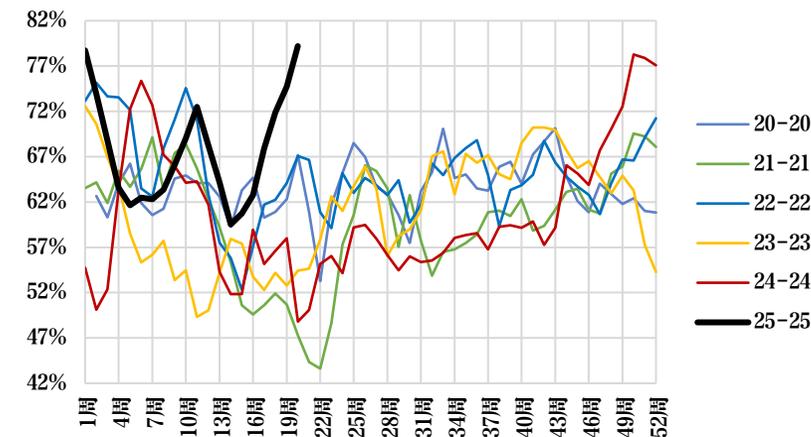
■ 周内：

- 国内丁二烯港口库存环比去库，报收3.09万吨，同比累库+0.54万吨，连续2周边际累库；
- 国内丁二烯产能利用率环比减产，报收68.0%，同比增产+6.6%，连续4周边际减产；
- 国内高顺顺丁产能利用率环比增产，报收79.2%，同比增产+30.4%，增幅创2021年有数据以来新高，连续11周边际增产；
- 国内顺丁橡胶加工毛利环比下滑，报收-1233元/吨。

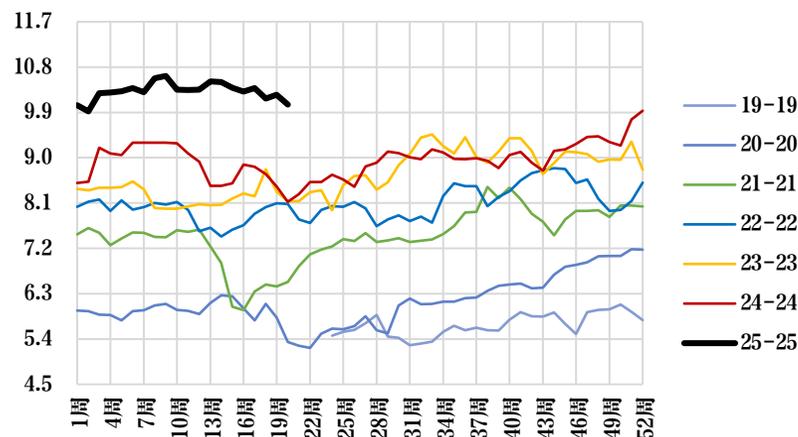
产能利用率-中国丁二烯



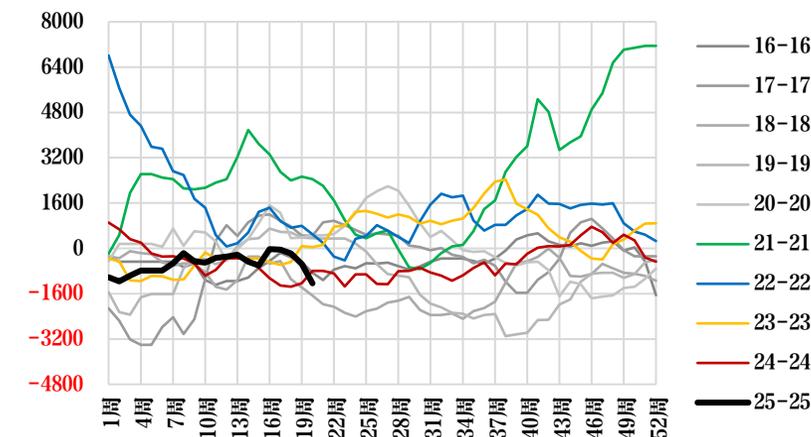
产能利用率-中国高顺顺丁橡胶



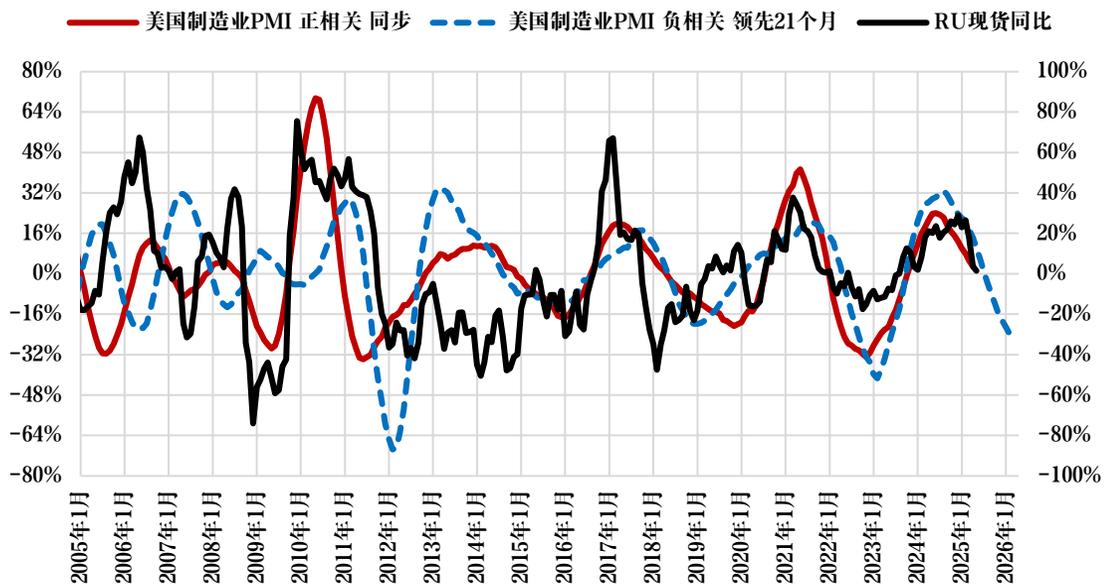
生产重量-中国丁二烯



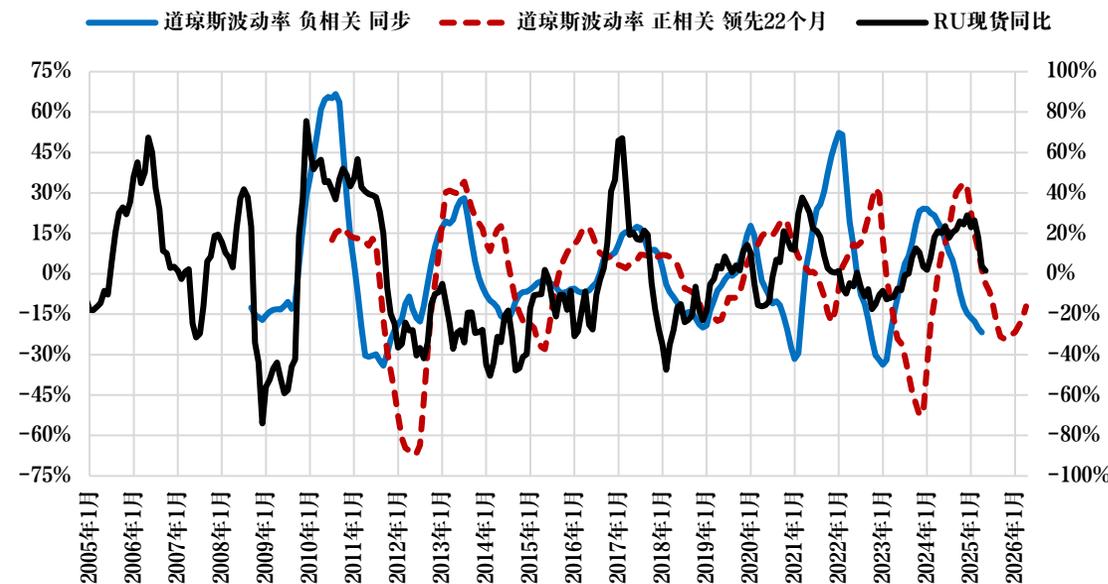
毛利-中国顺丁橡胶



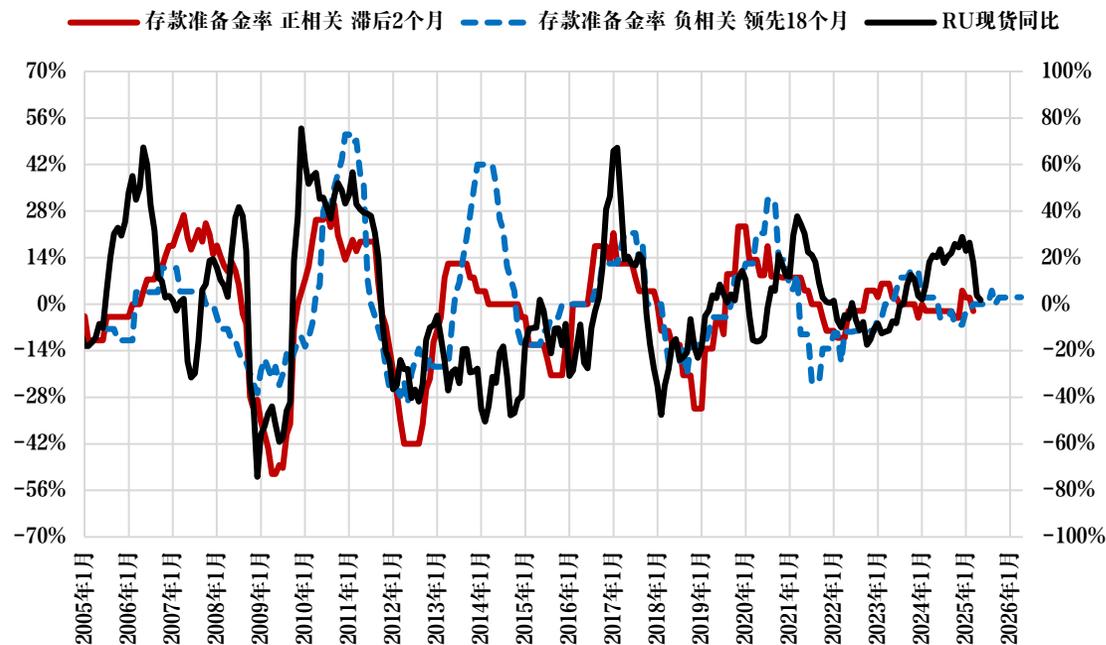
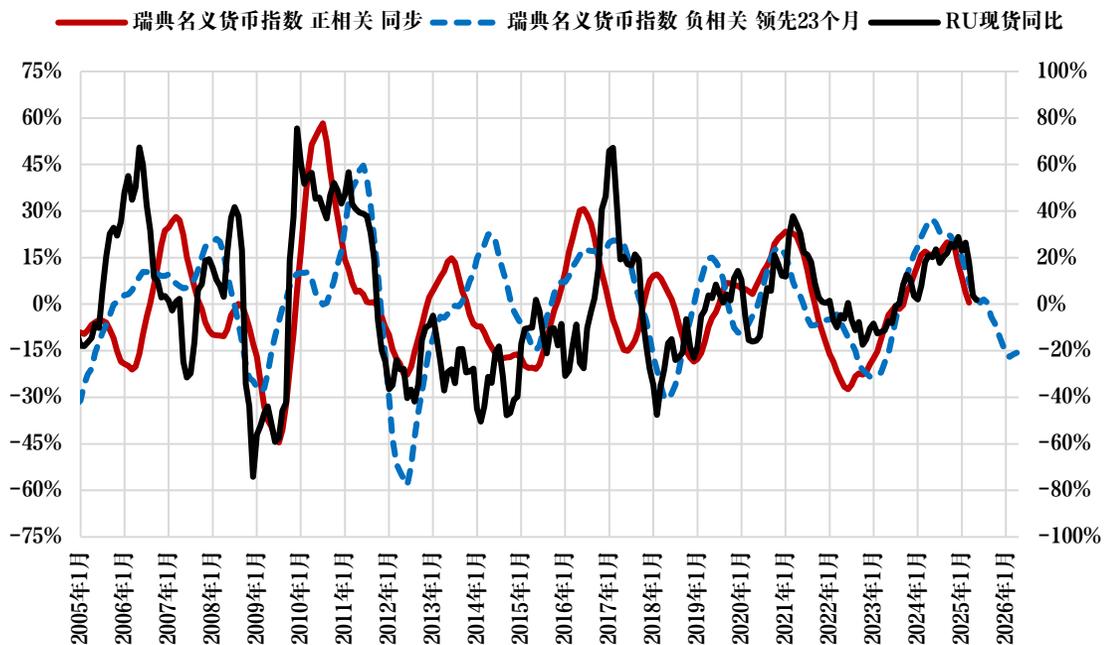
橡胶消费端



道琼斯工业波动率——恐慌指数



- 在年报中已经论证过美国制造业PMI与国内制造业PMI、商用车产量、乘用车产量、全钢轮胎开工率以及半钢轮胎开工率都呈正相关的客观规律。可以认为美国制造业PMI所代表的美国工业，是能够描述橡胶下游的。
- 4月，美国制造业PMI环比下滑，报收48.7点，同比下滑-0.2%，连续10个月边际下滑，利空单边胶价。
 - 由于美国制造业PMI本身可能具有18个月左右的强弱切换周期，所以橡胶消费可能还有8个月左右的下行过程。
- 4月，道琼斯工业指数波动率环比上涨，报收27.3%，创2020年11月疫情以来的新高，连续16个月边际上升。
 - 关于波动率是否具有驱动方向，仍是具有争议的话题。但不少波动率类指数被称为恐慌指数。巧合的是道琼斯工业指数的波动率与胶价呈现负相关，及美国工业指数交易越频繁，市场越恐慌，越利空商品。



- 3月，瑞典名义货币指数环比上涨，报收98.4点，同比走强+3.3%，连续6个月边际走弱，利空RU单边。
 - 远端预期在2026年1月，RU的估值给到同比-20%左右。

- 央行于5月15日宣布降准0.5%，但万众期待的降准仅仅给股价带来了半小时的上涨。
 - 实际上在此前的报告就已提出降准对于橡胶估值而言，是对通缩的确认。降准与胶价呈现正相关，但滞后2个月。即现有的价格下跌，再有的准备金率下调。所以降准对于天然橡胶而言，往往只提供短期的情绪价值。



潘盛杰 大宗商品研究所 研究员

期货从业执照编号: F3035353 期货投资咨询编号: Z0014607

手机: 16621622706 (同微信)

电邮: panshengjie_qh@chinastock.com.cn

北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

Floor31/33,IFCTower,8JianguomenwaiStreet,Beijing,P.R.China

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28thFloor,No.501DongDaMingRoad,SinarMasPlaza,HongkouDistrict,Shanghai,China

全国统一客服热线: 400-886-7799

公司网址: www.yhqh.com.cn

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP

■ 作者承诺

- 本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

■ 免责声明

- 本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。
- 本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。
- 银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。
- 银河期货版权所有并保留一切权利。